

火岩控股 (01909.HK) 2021年中报点评

# 业绩保持高增长,积极探索区块链与游戏结合

2021年09月01日

## 【投资要点】

- ◆ **收购德成国际,利润保持高增长。**2021年上半年,公司实现收入4.97亿港元,同比增长58.1%;公司利润2.73亿港元,同比增长28.4%。利润增长主要来自于公司于2021年2月收购德成国际100%股权,德成国际为公司授权运营商,分销公司自主研发多款游戏作品。
- ◆ **老游戏表现稳定,游戏储备充足。**公司多款畅销游戏保持稳定,《捕鱼大乱斗》上线3年,上半年实现收入2.66亿港元,占总收入的53.5%;《零食大乱斗》上线4年,上半年实现收入0.54亿港元,占总收入的10.9%。截至6月31日,公司储备9款自主研发游戏,包括《智力弹珠》、《东海降魔》、《风凌天下之武林盟主》均有望于今年推出。
- ◆ **积极探索区块链与游戏结合。**公司在泰国推出“奖赏积分平台测试”,旨在连接公司泰国游戏,游戏用户可以通过算力和互动活动获取奖励积分,积分可以用于换取游戏中的NFT道具或者泰国电话卡(类似于“八达通”),目前已经吸引超过20万玩家参与。NFT与积分结合的方式,可以起到以下作用:1)奖励积分,提高用户在线时长;2)引流激励,积分可以在多款游戏中流通,通过一定激励机制,实现不同游戏群内引流,从而实现低成本获客;3)丰富使用场景,积分也可以拓展到游戏以外的现实场景,起到类似“信用卡”的功能。

## 【投资建议】

- ◆ 我们预计公司2021-2023年营业收入8.33/10.83/14.08亿,归母净利润4.50/5.84/7.57亿,EPS分别对应0.12/0.15/0.20元/股,PE分别为16/13/10倍。首次覆盖,给予“增持”评级。

**东方财富证券**  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

### 增持 (首次)

#### 东方财富证券研究所

证券分析师:高博文

证书编号:S1160521080001

联系人:陈子怡

电话:021-23586305

#### 相对指数表现



#### 基本数据

总市值 (百万港元)	8870.40
流通市值 (百万港元)	8870.40
52周最高/最低(港元)	12.50/1.82
52周最高/最低(PE)	31.26/10.72
52周最高/最低(PB)	15.62/6.56
52周涨幅 (%)	89.11
52周换手率 (%)	18.94

#### 相关研究

## 盈利预测

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万)	520.89	833.42	1083.45	1408.49
增长率 (%)	71.36%	60.00%	30.00%	30.00%
EBITDA (百万)	428.38	570.75	733.27	944.54
归母净利润 (百万)	343.21	449.74	583.51	757.41
增长率 (%)	64.38%	31.04%	29.74%	29.80%
EPS (港元/股)	0.09	0.12	0.15	0.20
市盈率 (P/E)	21.45	16.37	12.62	9.72
市净率 (P/S)	10.72	6.48	4.28	2.97
EV/EBITDA	15.81	11.08	7.84	5.31

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 【风险提示】

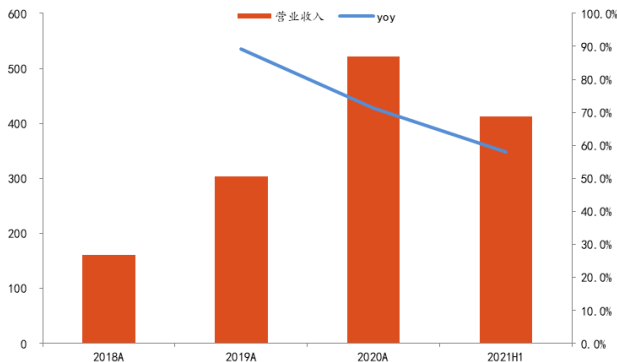
行业竞争加剧风险;

海外拓展不及预期。

**收购德成国际，利润保持高增长。**2021 年上半年，公司实现收入 4.97 亿港元，同比增长 58.1%；公司利润 2.73 亿港元，同比增长 28.4%。利润增长主要来自公司于 2021 年 2 月收购德成国际 100% 股权，德成国际为公司授权运营商，分销公司自主研发多款游戏作品。

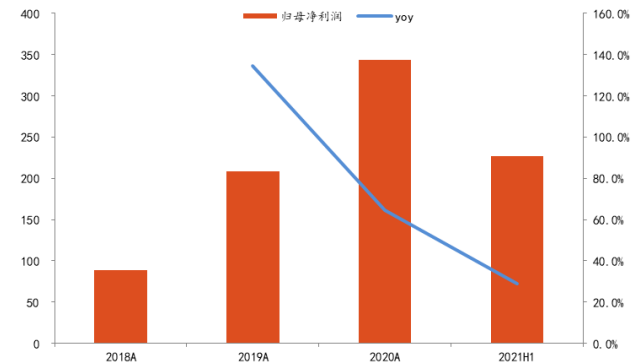
2021 年上半年，公司毛利率 80.2%，较去年同期下降 13.6%，主要由于德成国际为游戏运营公司（主要运营火岩控股研发游戏），收入口径扩大所致；归母净利润率 55.0%，较去年同期下降 12.6%，同样由于并购德成国际所致。费用率方面，销售费用率 7.9% (yoy+2.6pct)，公司采取地推模式、销售费用率较低，并且部分收入为授权收入；管理费用率 5.6% (yoy-0.7pct)，受益于收入大幅增长，规模效应所致；研发费用率 1.2% (yoy+0.5pct)，公司部分研发投入计入成本，故研发费用率较低。

图表 1：火岩控股营业收入及增速（单位：百万）



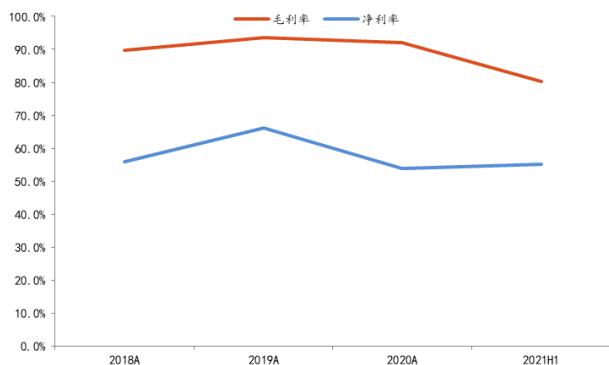
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 2：火岩控股归母净利润及增速（单位：百万）



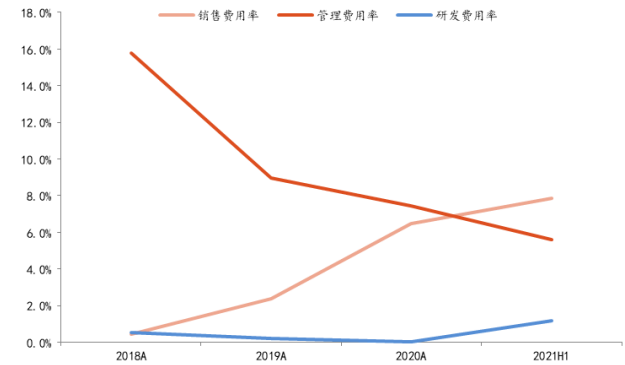
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 3：火岩控股毛利率和净利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 4：火岩控股各项费用率

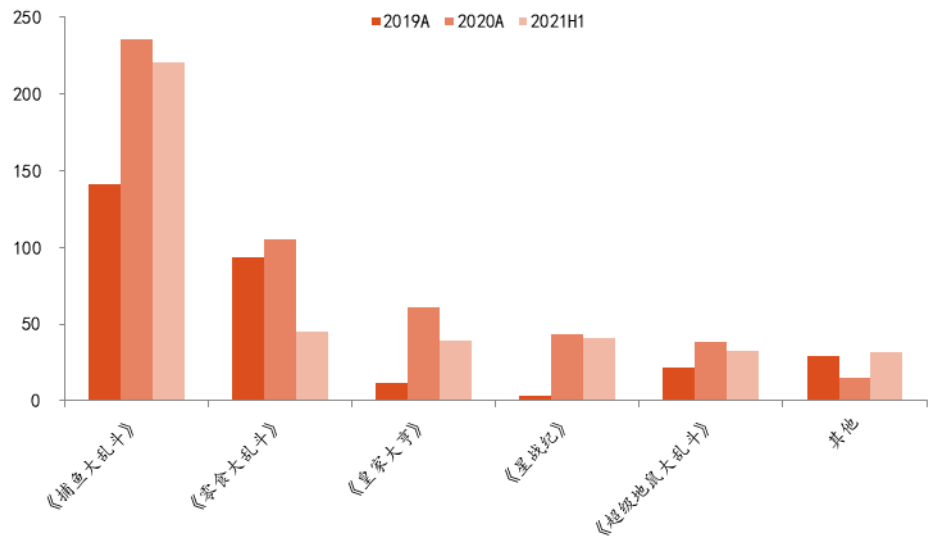


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**老游戏表现稳定，游戏储备充足。**公司多款畅销游戏保持稳定，《捕鱼大乱斗》上线 3 年，上半年实现收入 2.66 亿港元，占总收入的 53.5%；《零食大乱斗》上线 4 年，上半年实现收入 0.54 亿港元，占总收入的 10.9%。截至 6 月

31 日，公司储备 9 款自主研发游戏，包括《智力弹珠》、《东海降魔》、《风凌天下之武林盟主》均有望于今年推出。

图表 5：火岩控股收入结构拆分



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**积极探索区块链与游戏结合。**公司在泰国推出“奖赏积分平台测试”，旨在连接公司泰国游戏，游戏用户可以通过算力和互动活动获取奖励积分，积分可以用于换取游戏中的 NFT 道具或者泰国电话卡（类似于“八达通”），目前已经吸引超过 20 万玩家参与。NFT 与积分结合的方式，可以起到以下作用：1) 奖励积分，提高用户在线时长；2) 引流激励，积分可以在多款游戏中流通，通过一定激励机制，实现不同游戏群内引流，从而实现低成本获客；3) 丰富使用场景，积分也可以拓展到游戏以外的场景，起到类似“信用卡”的功能。

图表 6：火岩控股奖赏积分平台测试



资料来源：火岩控股，东方财富证券研究所

**资产负债表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	710.70	1199.33	1814.77	2613.68
货币资金	596.15	1048.06	1618.11	2358.02
应收及预付	92.91	148.66	193.26	251.24
预付款项、按金及	1.63	2.61	3.40	4.42
其他流动资产	20.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	53.44	53.00	53.00	53.00
按公允价值计入金	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5.71	5.71	5.71	5.71
使用权资产和无形	47.30	47.30	47.30	47.30
按金	0.43	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	764.13	1252.34	1867.77	2666.68
<b>流动负债</b>	39.58	59.68	76.92	99.32
租赁负债	2.23	2.23	2.23	2.23
应付及预收	25.96	41.53	53.99	70.19
其他流动负债	11.38	15.92	20.69	26.90
<b>非流动负债</b>	36.25	54.61	69.30	88.39
租赁负债	5.65	5.65	5.65	5.65
可转换可赎回优先	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	30.60	48.96	63.65	82.74
<b>负债合计</b>	75.83	114.29	146.22	187.72
股本	2.67	2.67	2.67	2.67
股本溢价	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	684.21	1133.95	1717.46	2474.87
归属母公司股东权	686.88	1136.62	1720.13	2477.54
少数股东权益	1.42	1.42	1.42	1.42
<b>负债和股东权益</b>	764.13	1252.34	1867.77	2666.68

**利润表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	520.89	833.42	1,083.45	1,408.49
营业成本	-40.89	-166.68	-216.69	-281.70
税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	-33.69	-66.67	-86.68	-112.68
管理费用	-38.83	-50.01	-65.01	-84.51
研发费用	-0.23	-8.33	-10.83	-14.08
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入	12.18	20.07	20.07	20.07
其他收益/(亏损)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>经营利润</b>	419.03	546.38	708.90	920.17
财务(费用)/收入	-0.40	-15.42	-15.42	-15.42
优先股公允价值变	0.00	0.00	0.00	0.00
权益法入账的投资	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润/(亏损)	419.03	546.38	708.90	920.17
所得税	-74.12	-96.64	-125.39	-162.76
<b>净利润</b>	344.91	449.74	583.51	757.41
经调整净利润	344.91	449.74	583.51	757.41
少数股东损益	1.70	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	343.21	449.74	583.51	757.41
EBITDA	428.38	570.75	733.27	944.54

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**现金流量表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	435.79	453.82	597.77	764.37
税前利润/(亏损)	419.03	546.38	708.90	920.17
变动前调整	8.49	18.05	11.95	4.03
营运资金变动	61.59	-41.07	-32.86	-42.72
其它	-53.33	-69.54	-90.22	-117.11
<b>投资活动现金流</b>	54.84	19.68	5.78	13.70
资本支出	-32.15	-11.54	-11.54	-11.54
投资变动	86.99	31.22	17.32	25.25
<b>筹资活动现金流</b>	-27.28	-21.59	-33.50	-38.16
优先股所得	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	-27.28	-32.79	-42.54	-55.22
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	11.20	9.04	17.06
<b>现金净增加额</b>	463.35	451.91	570.05	739.92
期初现金余额	147.89	596.15	1,048.06	1,618.11
汇兑变动影响	-15.09	0.00	0.00	0.00
<b>期末现金余额</b>	596.15	1,048.06	1,618.11	2,358.02

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	71.36%	60.00%	30.00%	30.00%
营业利润增长	65.21%	30.39%	29.74%	29.80%
归属母公司净利润增长	64.38%	31.04%	29.74%	29.80%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	92.15%	80.00%	80.00%	80.00%
净利率	66.22%	53.96%	53.86%	53.77%
ROE	50.11%	39.52%	33.89%	30.55%
ROIC	103.13%	418.85%	558.27%	636.75%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	9.92%	9.13%	7.83%	7.04%
净负债比率	-85.47%	-91.40%	-93.53%	-94.80%
流动比率	1795.77%	2009.50%	2359.35%	2631.50%
速动比率	1795.77%	2009.50%	2359.35%	2631.50%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	68.17%	66.55%	58.01%	52.82%
应收账款周转率	560.62%	560.62%	560.62%	560.62%
存货周转率	-	-	-	-
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.09	0.12	0.15	0.20
每股经营现金流	0.11	0.12	0.16	0.20
每股净资产	0.18	0.30	0.45	0.65
<b>估值比率</b>				
P/E	21.45	16.37	12.62	9.72
P/B	10.72	6.48	4.28	2.97
EV/EBITDA	15.81	11.08	7.84	5.31

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。