

# 港股研究报告 | 火岩控股 (01909.HK)

2021年10月27日

## 投资评级

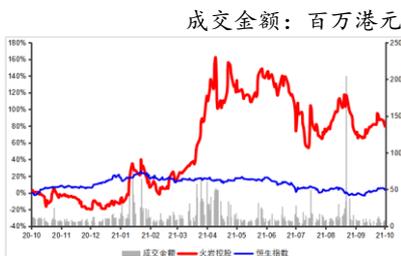
行业	游戏
投资评级	买入
收盘价 (港元)	2.32
<b>目标价 (港元)</b>	<b>3.80</b>

注：股价已做前复权处理，下同

## 市场数据 (截至10月27日)

港股股本 (亿股)	38.4
港股市值 (亿港元)	89.09
52周波幅 (港元)	1-3.63
每手股数	2000股
恒生指数收市价	25628.74

## 股价表现 (截至10月27日)



	10日	60日	120日
火岩控股	0.43%	-13.43%	-20.05%
恒生指数	1.20%	-2.61%	-9.62%

## 作者

艾德证券期货研究部

联络电话: (00852) 38966300

电邮: research@eddid.com.hk

## 相关报告

无

## 火岩双主线发展，未来增长潜力巨大

### 主要财务指标及相关预测:

货币单位: 百万港元

关键指标	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
营业总收入	183.41	339.34	618.90	959.30	1247.08
增长率 (%)	90.91%	85.02%	82.38%	55.00%	30.00%
归母净利润	102.56	233.08	407.79	534.41	686.88
增长率 (%)	107.06%	132.34%	64.38%	31.05%	28.53%
EPS (港元/股)	0.03	0.06	0.11	0.14	0.18
PE	14.95	5.9	11.06	17.04	13.25
PEG	0.14	0.04	0.17	0.55	0.46

数据来源: Wind

### 核心观点:

**2021H1 业绩保持快速增长。**2021H1 公司收入 4.97 亿港元，同比增长 58.1%，归母净利润 2.73 亿港元，同比增长 28.4%。公司收入快速增长，主要得益于期内收购了德成国际，及期内公司游戏保持稳定。

**中国市场是收入主力，积极拓展海外市场。**上半年，中国地区收入 4.46 亿港元，亚太地区收入 0.51 亿港元。积极拓展海外市场，海外市场占比有望持续提升。公司老游戏保持稳定，自研游戏储备大，且放量在即。2021H1 包括《捕鱼大乱斗》在内公司五款游戏收入合计 4.55 亿港元，占总收入的 91.5%。公司在研的游戏产品有 9 款，其中 7 款预计在 2021 年第三四季度推出。

**发展区块链技术，并在海外复制。**公司在泰国推出连系游戏用户与商店的奖赏积分平台的公开测试；在土耳其成立附属公司负责土耳其游戏业务的营运和代理；与【FOMO Pay】订立战略合作协议，发展区块链技术支付。

美国第二大基金管理公司先锋领航集团增持公司约 6500 万股。

### 结论:

预测公司 2021 年、2022 年归母净利润分别为 5.34 亿港元、6.87 亿港元，对应增速分别为增长 31.05%/28.53%，EPS 分别为 0.14 港元/0.18 港元，对应 PE 分别为 17.04 倍/13.25 倍，给予“买入”评级，目标价 3.80 港元。

## 公司业务主要为游戏开发及运营

火岩控股成立于 2014 年，2016 年公司登陆港股创业板，2019 年转到港股主板。公司主要从事网页游戏、移动设备游戏及与游戏运营相关计算机软件的开发；向全球各地的授权运营商授权运营公司自主开发的网络游戏及为企业提供知识产权许可服务；并于全球各地发行及运营网络游戏。

公司主要收入来源组成：

- 1) 授权运营：包括向运营商授予游戏运营权而收取的运营费和运营商游戏代币净销售额的收入分成
- 2) 玩家购买游戏币收入
- 3) 全球游戏发行收入
- 4) 知识产权许可服务费

图 1 公司发展历程



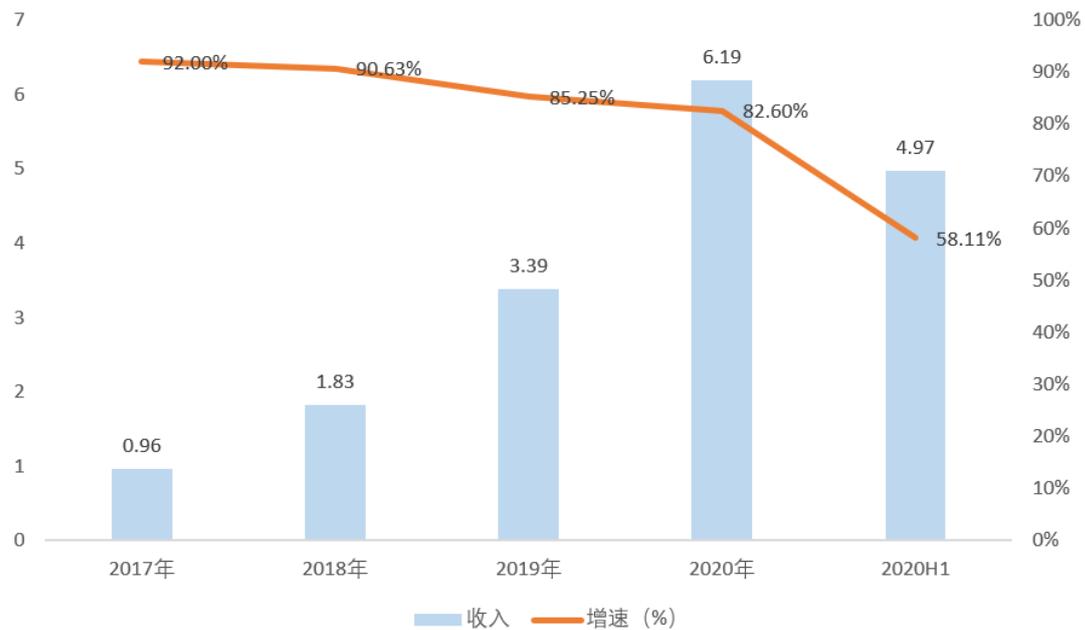
资料来源：火岩控股

## 收购德成国际，上半年业绩大幅增长

2021 年上半年公司收入 4.97 亿港元，同比增长 58.1%；毛利润 3.99 亿港元，同比增长 35.3%；净利润 2.73 亿港元，同比增长 28.4%。

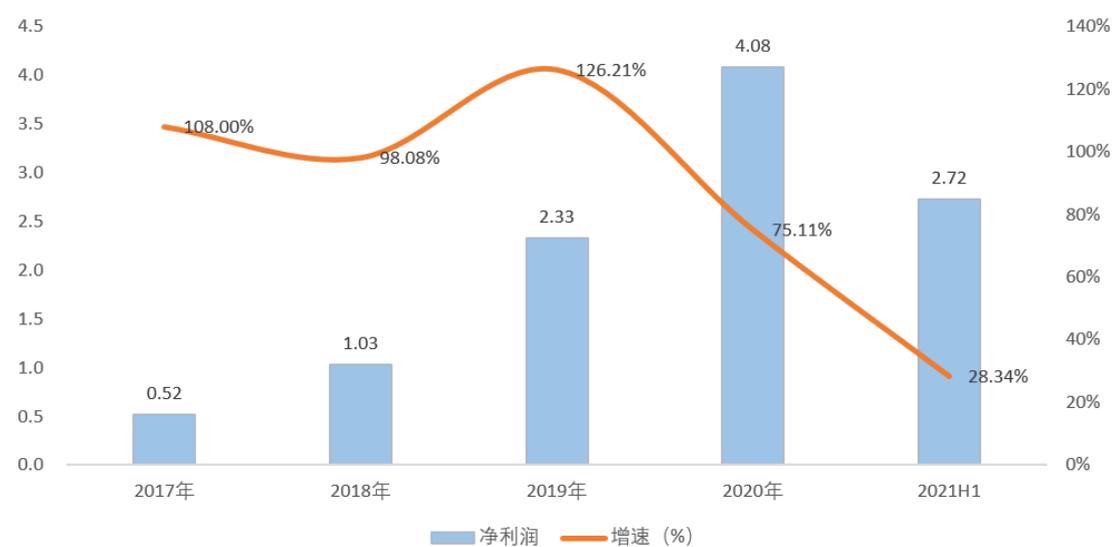
公司收入与利润显著增长，主要由于公司在报告期内完成重大收购事项后计入德成国际及其附属公司的收入及公司多款畅销游戏的稳定表现。德成国际为公司授权运营商，分销公司自研的多款游戏。

图 2 公司收入 (亿港元) 及增长率



数据来源：公司业绩公告、Wind

图 3 公司归母净利润 (亿港元) 及增速



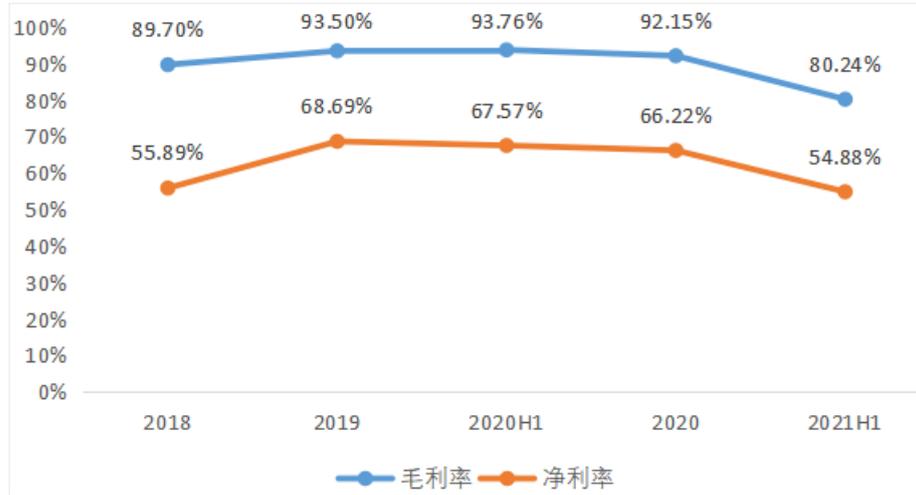
数据来源：公司业绩公告、Wind

### 收购德成国际使公司毛利率/净利率减小

2021 年上半年，公司毛利率 80.2%，较去年同期下降了 13.6pct；归母净利率 55.0%，较去年同期下降了 12.6pct；公司毛利率和净利率下滑，主要是因为并购德成国际所致（德成国际为游戏运营公司，且主要运营火岩控股研发游戏）。

三大费用率方面，2021 年上半年，公司销售费用率为 7.9%，较去年同期增加 2.6pct；管理费用率为 5.6%，较去年同期下滑 0.7pct；研发费用率为 1.2%，较去年同期增加 0.5pct。

图 4 公司毛利率和净利率



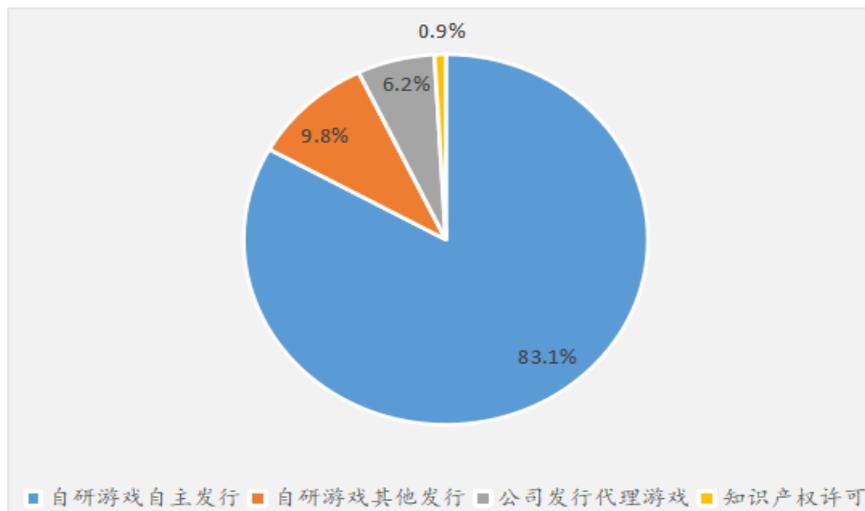
数据来源：公司业绩公告

### 游戏自主研发自主发行收入占比超八成

2021 年上半年，公司收入 4.97 亿港元，其中，网络游戏收入为 4.92 亿港元，占公司收入的 99.1%，较去年同期提升 3.1pct，来自知识产权许可收入为 467.3 万港元，占总收入的 0.9%。

4.92 亿港元网络游戏收入，来自公司自研游戏自主发行占比 83.1%，收入为 4.13 亿港元；来自公司自研游戏其他代理商发行收入为 4884.3 万港元，占总收入的 9.8%；来自公司发行的代理游戏收入为 3053 万港元，占总收入的 6.2%。

图 5 公司分部业务收入明细



数据来源：公司业绩公告

### 中国市场是公司游戏收入主力

2021 年上半年，公司收入 4.97 亿港元，其中，来自中国地区收入为 4.47 亿港元，占公司总收入的 89.8%，来自亚太地区收入为 5050.2 万港元，占公司总收入的 10.2%。

表 1 按地区划分的公司游戏收入明细

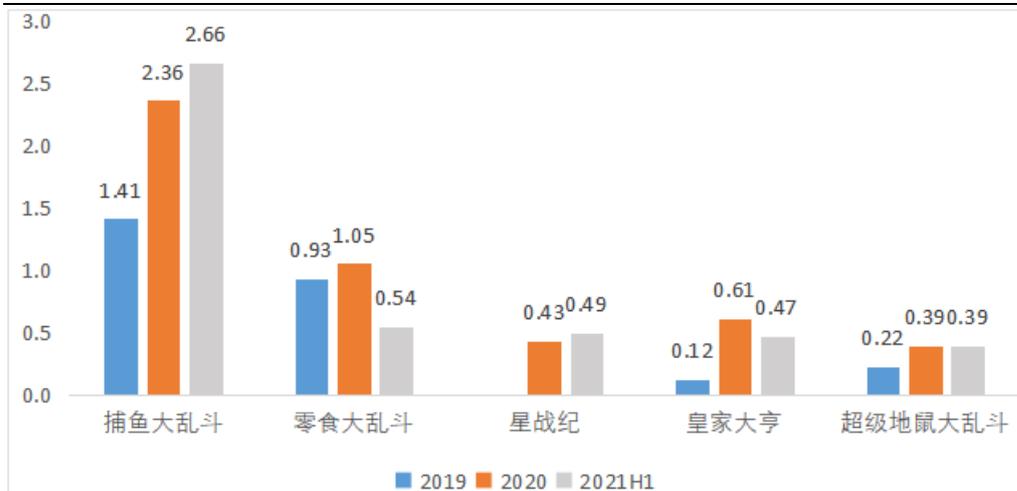
收入按市场划分(千港元)			
	中国	亚太	欧洲
2019	289,846	13,490	620
2020	454,694	65,422	774
2021H1	446,561	50,502	10

数据来源：公司业绩公告

### 公司收入主要来自五款游戏

2021 年上半年，来自《捕鱼大乱斗》游戏系列的收入为 2.66 亿港元，约占总收入的 53.5%；来自《零食大乱斗》游戏系列的收入为 0.54 亿港元，约占总收入的 10.9%；来自《星战纪》游戏系列的收入为 0.49 亿港元，约占总收入的 9.9%；来自《皇家大亨》游戏系列的收入为 0.47 亿港元，约占总收入的 9.4%；来自《超级地鼠大乱斗》游戏系列的收入为 0.39 亿港元，约占总收入的 7.8%。

图 6 公司五款主要收入游戏



数据来源：公司业绩公告

### 在研游戏储备丰富，且放量在即

截至 2021 年 6 月 30 日，公司自主研发且仍在运营的游戏系列累计为 12 款；公司代理发行且仍在运营的游戏系列累计为 11 款。

公司在研的游戏产品有 9 款，根据公司计划，2021 年第三季度将推出 4 款，2021 年第四季度将推出 3 款，2022 年上半年推出 2 款。

表 2 公司在研 9 款游戏

序号	游戏名称 (暂定名)	类别	预计推出时间	开始游戏立项及 评估
1	《智力弹球》系列	H5	2021 年第三季度	2019 年第三季度
2	《东海降魔》系列	休闲类	2021 年第四季度	2020 年第一季度
3	《风凌天下之武林盟 主》系列	MMORPG	2021 年第四季度	2020 年第三季度
4	《XY3》系列	卡牌	2021 年第四季度	2020 年第四季度
5	《亲朋欢乐激斗》系列	单机休闲类	2021 年第三季度	2020 年第四季度
6	《南美大厅》系列	休闲类	2021 年第三季度	2020 年第四季度
7	《印尼大厅》系列	休闲类	2021 年第三季度	2020 年第四季度
8	《中东大厅》系列	休闲类	2022 年第一季度	2021 年第一季度
9	《捕鱼大乱斗之萌龙乐 园》系列	单机休闲类	2022 年第二季度	2021 年第二季度

数据来源：公司业绩公告

### 发展区块链支付

2021 年 9 月 7 日，公司发布公告，正式和【FOMO Pay】订立战略合作。FOMO Pay 为东南亚领先的一站式移动支付解决方案和数字银行解决方案提供商，是首批在新加坡获颁「数字支付代币服务」牌照的「大型支付机构」，能提供包括央行数字货币和虚拟货币在内的数字支付代币服务。

透过与 FOMO Pay 合作，不仅为玩家提供更快更便宜的游戏充值方式，亦可使公司能快速获得区块链技术应用场景，以便发展跨平台游戏虚拟道具及其他数字资产交易结算技术。

通过区块链的非同质化代币（NFT）技术，使游戏内部份特定数字资产如皮肤或道具变得独一无二及不可复制，可让公司游戏中的数字资产能进行跨游戏应用及玩家间互相交易和支付，使游戏虚拟道具变得更有收藏价值，令游戏未来可出售更多产品以提升收入。

### 大力发展海外业务

2019 年公司海外市场收入占比约 4.6%；2020 年公司海外市场收入占比约 12.5%；2021H1 公司海外市场收入占比约 10.2%。公司大力发展海外业务，预计海外市场收入占比将越来越高。

在土耳其，公司将通过在土耳其新成立的全资附属公司「Fire Element」拓展在土耳其的游

戏运营和代理业务，而新游戏亦暂定于 2021 年第四季在土耳其推出。公司希望未来能透过 Fire Element 推出连系当地游戏用户与商店的奖赏积分平台及奖赏积分推广业务。

在泰国，公司已推出连系游戏用户与商店的奖赏积分平台的公开测试。透过奖赏积分平台及游戏，用户可以把游戏中的成绩及金币跟其他用户进行互动，及赚取平台积分换取更多商店优惠。这不仅有利于公司游戏用户粘性的提升，也有利于扩大公司收入基础。公司将在其他东南亚地区及南美复制泰国市场成功经验。

### 先锋领航集团增持约 6500 万股

资料显示，三季度公司获美国第二大基金管理公司先锋领航集团 (The Vanguard Group) 增持约 6500 万股。

截至 2021 年 10 月 27 日数据显示，Yan Zhang 持股 40.75%；Po Hu 持股 5.00%；Xiongfeng Zhang 持股 4.95%；先锋领航集团 (The Vanguard Group) 持股 1.71%；Yong Huang 持股 1.25%，为公司前 5 大股东。

### 2021H1 中国游戏市场规模继续稳步增长

根据游戏工委和伽马数据共同发布了的《2021 年 1-6 月中国游戏产业报告》，2021H1 中国游戏市场销售收入 1504.93 亿人民币，同比增长 7.89%，继续保持良好增长势头。其中，中国自研的游戏实际销售收入达 1301.12 亿人民币，同比增长 8.3%，占中国游戏市场实际销售收入的 86.46%。中国市场庞大且稳健增长的游戏市场，为公司未来业绩持续增长提供了市场基础。

图 7 2021 上半年中国游戏市场收入和增长率



数据来源：伽马数据

### 2021H1 中国自研游戏出海收入快速增长

游戏出海，是大势所趋，也是未来公司收入增长的重要方式。根据游戏工委和伽马数据共同发布了的《2021 年 1-6 月中国游戏产业报告》，2021H1 中国自研游戏海外销售收入为 84.68 亿美元，同比增长 11.58%，持续保持增长，且增长速度高于国内游戏市场销售增速。

图 8 2021H1 中国自研游戏海外销售收入及增长率



数据来源：伽马数据

### 结论：

- 1) 2021 上半年，公司业绩保持快速增长。收入 4.97 亿港元，同比增长 58.1%，归母净利润 2.73 亿港元，同比增长 28.4%。
- 2) 中国市场是收入主力，上半年中国市场收入占总收入的 89.7%；积极拓展海外市场，如泰国、土耳其。
- 3) 公司老游戏保持稳定，自研游戏储备大，且放量在即。2021H1 包括《捕鱼大乱斗》在内公司五款游戏收入合计 4.55 亿港元，占总收入的 91.5%。公司在研的游戏产品有 9 款，其中 7 款预计在 2021 年第三四季度推出。
- 4) 发展区块链技术，并在海外复制。公司与【FOMO Pay】订立战略合作协议，发展区块链技术支付；在泰国推出连系游戏用户与商店的奖赏积分平台的公开测试；在土耳其成立附属公司负责土耳其游戏业务的营运和代理。
- 5) 三季度美国第二大基金管理公司 The Vanguard Group 增持公司约 6500 万股。

预测公司 2021 年、2022 年归母净利润分别为 5.34 亿港元、6.87 亿港元，对应增速分别为增加 31.05%/28.53%，EPS 分别为 0.14 港元/0.18 港元，对应 PE 分别为 17.04 倍/13.25 倍，给予“买入”评级，目标价 3.80 港元。

### 风险提示：

中国游戏市场增长不及预期风险；海外业务进展不及预期风险；行业竞争加剧风险；政策性风险。

### 投资评级说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

艾德证券期货研究部

张国荣 (HKSFCE No. :ABM132)

陈政深 (HKSFCE No. :BIY455)

陈刚 (HKSFCE No. :BOX500)

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员,就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明: (1) 发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点; (2) 他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。此外,分析员确认,无论是他们本人还是他们的关联人士(按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义) (1) 并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该证券; (2) 不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该证券; (3) 没有在有关香港上市公司内任职高级人员; (4) 研究团队成员并没有持有有关证券的任何权益。

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。艾德证券期货不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现,实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证,并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。艾德证券期货建议投资者应该独立评估投资和策略,并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。本报告包含的任何信息由艾德证券期货编写,仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请,亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议,本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息,我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,可能会随时调整,且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别,唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。艾德证券期货可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益,还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此,投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况,本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有,任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下,不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅,否则有可能触犯相关证券法规。

报告提供者

本报告乃由艾德证券期货有限公司（「艾德证券期货」）于香港提供。艾德证券期货是香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）持牌法团，及受其监管之香港金融机构。报告之提供者，均为香港证监会持牌人士。投资者如对艾德证券期货所发的报告有任何问题，请直接联络艾德证券期货。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在作者姓名旁。

#### 报告可用性

对部分司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告或会抵触当地法律、法则、规定，当中或包括但不限于监管相关之规例、守则及指引。本报告并非旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。