

2021年12月28日

家鄉互動 | 03798.HK

投資現金牛企業的最佳時機

評級

買入

目標價

HK\$ 2.48

家鄉互動(03798.HK)為中國本地化移動棋牌遊戲開發商及運營商，專注於開發本地化麻將及撲克遊戲。截至2021年6月底，集團實現逾3.0億累計註冊用戶及約800.0萬日活躍人數，並於中國28個省及直轄市推出634款手機遊戲產品，其中556款為本地化麻將遊戲、71款為撲克遊戲、7款為休閒遊戲。

強勁橫向擴張的潛力：家鄉互動(03798.HK)已基本進入中國大部份省份地區，惟當中僅數個為集團主要的收入來源，其餘地區均未進行深耕或推廣。通過深耕新的地區，集團有潛力橫向拓展其現有業務，而集團過往數年亦成功把業務從東北地區擴張至新的省份。我們有信心家鄉互動(03798.HK)有能力再次開拓並深耕新的領域，i) 過往經驗(包括營運單平台策略、本地化營銷策略等)、ii) 充裕的資本及現金牛業務均為集團的擴張打下成功的基礎。截至2021年6月底，集團於擁有約9.6億元人民幣的現金，相當於總資產約68.0%，現金牛業務為與持續的現金流入支撐潛在的營銷支出，同時亦緩衝業務擴張失敗對集團造成的不利影響。

愈來愈多的變現模式：通過在微信小程序的遊戲中加入具選擇性的廣告欄位，家鄉互動(03798.HK)能夠在不影響用戶體驗的情況下對非付費用戶進行變現。一般而言用戶在觀看廣告後能夠獲取虛擬道具或虛擬物品作為獎勵，而用戶亦可選擇觀看或直接跳過廣告。此外，家鄉互動(03798.HK)於微信小程序中加入直播及陌生人社交兩大功能，直播的內容一般圍繞着麻將及撲克遊戲。用戶及官方均可透過平台進行直播，而直播主與觀眾均有機會為獲得獎勵。觀眾能夠向直播主贈送禮物，惟鑑於直播擁有龐大的推廣潛力，集團目前傾向讓利並把贈送所得全數給予直播主。即使直播及陌生人社交功能短期內不可能為集團帶來貢獻，不過我們相信社交屬性有利於i) 建立社區並提高忠誠度、ii) 通過口碑推廣平台、iii) 長遠為集團帶來變現的可能。

估值：透過折現現金流估值模型為集團進行估值並以市盈率估值模型作為參考，我們對家鄉互動(03798.HK)進行首次覆蓋並給予「買入」評級，目標價2.48港元，相當於2021年/2022年/2023年5.4x/4.7x/4.2x預測市盈率。

首次覆蓋報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

香港上環德輔道中199號無限極廣場2701-2703室

家鄉互動 (03798.HK)

 評級 買入

 目標價 HK\$ 2.48 (HK\$ -)

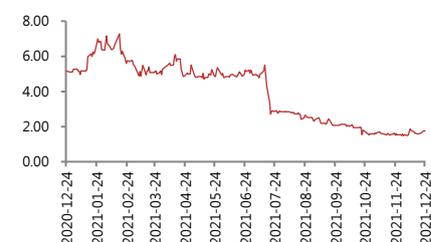
 現價 HK\$ 1.75

 52-周波幅 HK\$ 1.40 – 7.41

 市值 (港元, 十億) HK\$ 2.3

人民幣, 百萬	20(A)	21(E)	22(E)	23(E)
收入	772.0	1,005.8	1,143.2	1,292.4
毛利	592.1	734.0	832.9	936.5
毛利率	76.7%	73.0%	72.9%	72.5%
淨利潤	390.0	478.9	553.1	622.3
每股盈利	0.314	0.380	0.440	0.495
市銷率	3.2	2.6	2.3	2.0
市盈率	5.0	3.8	3.3	2.9
股本回報率	49.8%	39.8%	33.1%	29.2%

股價表現	1個月	3個月	半年	一年
絕對值	15.9%	-15.0%	-66.4%	-66.0%
相對恒指	21.8%	-11.0%	-46.8%	-54.0%



目錄

業務概覽	3
遊戲組合	4
遊戲變現	6
遊戲分發	9
公司背景	11
行業概覽	13
中國線上遊戲市場	13
中國線上棋牌遊戲市場	14
中國手機遊戲出海市場	15
中國遊戲內廣告市場	16
投資要點	18
強勁橫向擴張的潛力	18
愈來愈多的變現模式	20
採納多種營銷策略	22
預測及估值	24
預測	24
估值	25
同業比較	26
風險因素	26
財務報表	27

業務概覽

家鄉互動(03798.HK)為中國本地化移動棋牌遊戲開發商及運營商，專注於開發本地化麻將及撲克遊戲。截至 2021 年 6 月底，集團於中國 28 個省及直轄市推出 634 款手機遊戲產品，其中 556 款為本地化麻將遊戲、71 款為撲克遊戲、7 款為休閒遊戲。集團有意 i) 進一步拓展中國其他地區、ii) 研發中重度遊戲、iii) 發展海外市場。同時，集團目前的遊戲大部份透過微信及自家平台微樂提供。

家鄉互動(03798.HK)的核心營運地區包括東北三省、貴州及江西等地，其亦正在拓展海外及包括陝西、山西、山東、四川等中國地區。截至 2021 年 6 月底，集團實現逾 3.0 億累計註冊用戶及約 800.0 萬日活躍人數，其中約 60.0 萬日活躍人數(2020 年 6 月底約為 25.0 萬)、約 50.0 萬日活躍人數(2020 年 6 月底約為 10.0 萬)、約 45.0 萬日活躍人數(2020 年 6 月底約為 20.0 萬)分別來自於山東、四川及陝西地區。

圖：家鄉互動(03798.HK)日活躍人數



資料來源：公司資料、西牛證券

遊戲組合

家鄉互動(03798.HK)已推出556款本地化麻將遊戲、71款撲克遊戲及7款休閒遊戲，該等遊戲主要於中國地區發行及分發，並按地區對遊戲規則、得分準則及俚語等方面進行本地化，以吸引來自不同地區的受眾。2021年上半年財年，斗地主、麻將及捕魚均為集團旗下較受歡迎的遊戲，同時亦為集團主要收入來源。

圖：家鄉互動(03798.HK)於中國及海外地區市場之產品推出時間

	棋牌遊戲	休閒遊戲	中重度遊戲
中國地區	✓	✓	~2022 – 2024
海外地區	✓	✓	~2023 – 2024

資料來源：公司資料、西牛證券

圖：家鄉互動(03798.HK)於中國地區受歡迎的遊戲



資料來源：公司資料

■ 中國地區的遊戲組合

麻將遊戲

麻將為中國一款相當受歡迎的遊戲，家鄉互動(03798.HK)一般提供 i) 傳統四人麻將遊戲、ii) 設有如二人麻將等新玩法的麻將遊戲及 iii) 根據不同地區推介的本地化遊戲。

圖：廈門地區之麻將遊戲



資料來源：微樂遊戲小程序

圖：香港地區之麻將遊戲



資料來源：微樂遊戲小程序

捕魚遊戲

捕魚遊戲為一個讓玩家利用虛擬道具攻擊及捕足魚類的休閒遊戲，不過虛擬道具一般消耗不同數量的虛擬代幣，而成功捕捉魚類後則會得虛擬代幣作為獎勵。遊戲提供商從虛擬代幣消耗總額中收取一定的比例作為收入，同時給予個別捕捉大型魚類的玩家特別獎勵。2021年，捕魚遊戲為家鄉互動(03798.HK)一個新增的主要收入來源之一。

圖：捕魚遊戲的特別獎勵



資料來源：微樂遊戲小程序

圖：捕魚遊戲的特別武器道具



資料來源：微樂遊戲小程序

斗地主

斗地主為中國受歡迎的卡牌遊戲，兩位遊戲身份為「農民」的玩家合作對抗遊戲身份為「地主」的一名玩家，玩家需要不出牌(Pass)或使出張數和類型都相同但比上一組牌更大的牌。「地主」如把手上的牌出完將能獲得勝利，反之亦然。

圖：斗地主



資料來源：微樂遊戲小程序

圖：斗地主



資料來源：微樂遊戲小程序

■ 海外地區的遊戲組合

家鄉互動(03798.HK)自 2020 年 – 2021 年起於海外市場分發遊戲，並有意於東南亞、中東、日本及南韓等地拓展業務。集團目前已於海外地區發行部份遊戲，包括 Puzzle Warrior 及 Poker Me。

圖：海外地區發行的遊戲



資料來源：公司資料

圖：海外地區發行的遊戲

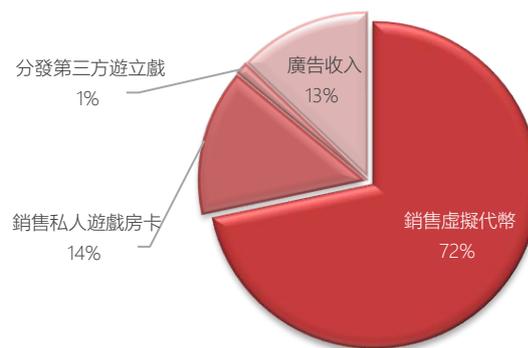


資料來源：公司資料

遊戲變現

家鄉互動(03798.HK)發行的遊戲均可免費下載，遊戲一般消耗虛擬代幣並用作 i) 開始一局新的遊戲、ii) 設立虛擬私人房間，同時集團於遊戲內加入廣告欄以獲取相關廣告收入。

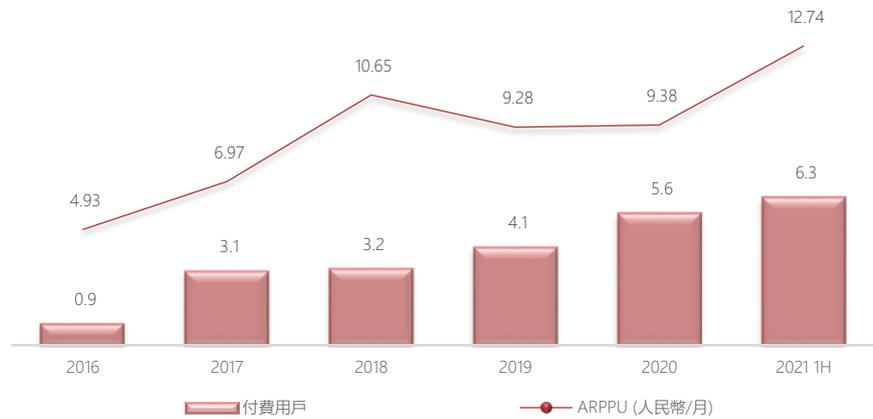
圖：2021 年上半財年收入分佈



資料來源：公司資料、西牛證券

截至 2021 年 6 月底，家鄉互動(03798.HK)取得 627.6 萬名付費用戶，較 2020 年同期增長約 30.3%，而 2021 年上半財年 ARPPU 亦按年增長約 16.4%至每月 12.7 元人民幣。

圖：付費用戶數量(百萬)及 ARPPU(人民幣)

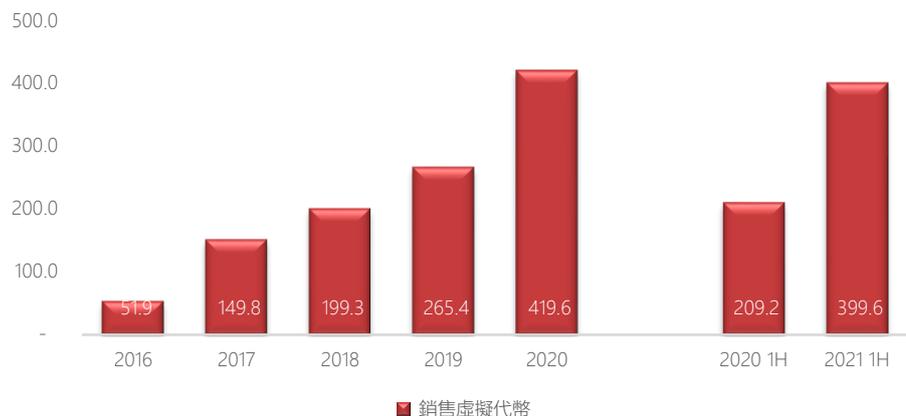


資料來源：公司資料、西牛證券

■ 虛擬代幣銷售

虛擬代幣一般被消耗以用作 i) 參與遊戲、ii) 進入更高層的關卡以提升用戶體驗。虛擬代幣一般可以每 6.0 元人民幣 6.0 萬個虛擬代幣的價格購買(價錢會因市場競爭情況或購買數量而作出調整)或通過完成任務、每日登入、首次下載等方法免費取得。集團於 2021 年上半財年從虛擬代幣銷售取得約 4.0 億元人民幣總收入，同比增長約 91.1%，佔同期總收入 71.1%。

圖：虛擬代幣銷售收入 (百萬，人民幣)



資料來源：公司資料、西牛證券

圖：購買虛擬代幣版面



資料來源：微樂遊戲小程序

圖：購買虛擬代幣版面



資料來源：微樂遊戲小程序

圖：完成任務以獲取虛擬代幣



資料來源：微樂遊戲小程序

圖：完成任務以獲取虛擬代幣



資料來源：微樂遊戲小程序

■ 私人遊戲房卡銷售

家鄉互動(03798.HK)自 2017 年推出私人遊戲房卡服務並銷售私人遊戲房卡，玩家可以邀請其他玩家於私人遊戲房參與遊戲，而集團則向設立房間的玩家收取指定費用。近年集團專注於開發 i) 變現潛力較高、ii) 業務風險較低的變現模式，因此集團銳意縮減私人遊戲房卡業務並降低其收入佔比。

圖：私人遊戲房卡收入 (百萬, 人民幣)

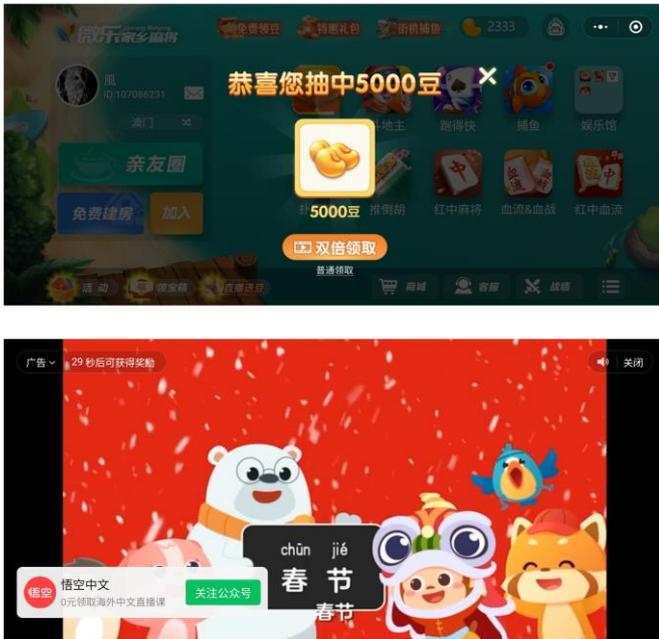


資料來源：公司資料、西牛證券

■ 廣告收入

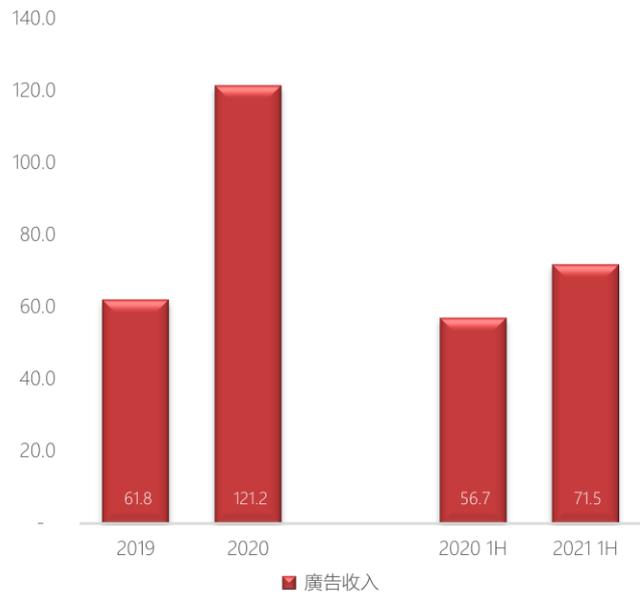
家鄉互動(03798.HK)於微信小程序中的遊戲加入廣告以產生廣告收入，玩家在完整觀看廣告後一般會給予虛擬道具或虛擬代幣等作為獎勵。

圖：廣告欄位置與廣告收益



資料來源：微樂遊戲小程序

圖：廣告收入 (百萬, 人民幣)



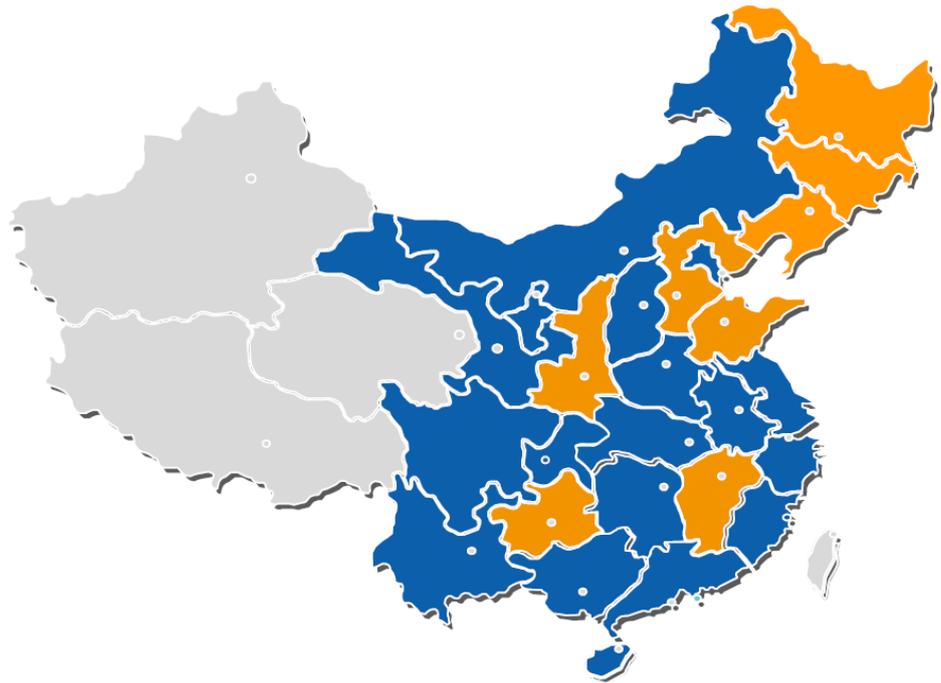
資料來源：公司資料、西牛證券

遊戲分發

■ 中國地區遊戲分發狀況

家鄉互動(03798.HK)專注於中國東北三省、貴州及江西營運，其亦正積極開拓包括江蘇、湖南、湖北、陝西、山東及四川在內的中國其他地區。

圖：中國地區遊戲分發狀況



● 微樂遊戲產品及用戶已覆蓋區域 ● 用戶集中/產品重點覆蓋區域

資料來源：微樂遊戲小程序

■ 遊戲分發渠道

家鄉互動(03798.HK)主要通過微信小程序及自家微樂遊戲平台分發集團的遊戲產品，同時亦透過手機製造商(包括Oppo、華為、Vivo等)分發相關遊戲產品。從自家平台下載應用程式取得之收入一般全數由集團取得，而通過如微信小程序等第三方平台取得之收入一般會給予該等平台渠道費用，該費用按扣除支付服務費後銷售所得款項的40% - 50%計算。

圖：微樂遊戲小程序



資料來源：微樂遊戲小程序

公司背景

吳承澤先生(創辦人、現任主席、首席執行官及執行董事)、蔣明寬先生(創辦人、現任首席營運官及執行董事)、蘇波先生(創辦人、現任首席投資官及執行董事)於 2009 年共同成立吉林鑫澤，並主要於中國東北地區從事電腦遊戲的開發及營運。吉林鑫澤自 2013 年起開始發展及營運手機遊戲，並於 2014 年在吉林省推出第一款本地化手機遊戲。此外，家鄉互動於 2015 年成立並擴展至華南地區，而吉林宇柯則於 2017 年成立並拓展至私人遊戲房間業務。企業於一年後進一步透過在微信小程序等加入廣告欄位以擴大收入來源，並與分發平台分享收入。

上市實體家鄉互動科技有限公司於 2018 年成立，並於 2019 年在香港聯交以每股 1.35 港元的價錢在主板上市，股份代號為 03798.HK。

圖：家鄉互動(03798.HK)股權架構



資料來源：港交所、公司資料、西牛證券

2020 年，家鄉互動(03798.HK)以 1.5 億元人民幣的代價收購吉林心悅 40% 的股權，吉林心悅專注於在黑龍江、吉林、遼寧、山西、河北及甘肅省 i) 開發和經營包括本地化麻將遊戲在內的棋牌遊戲、ii) 私人遊戲房卡銷售。此後，崔瑋女士於 2021 年 3 月加盟並擔任首席策略官，負責資本市場事務、創新策略規劃及策略投資與收購。

圖：家鄉互動(03798.HK)發展里程碑

年度	事件
2009	成立吉林鑫澤
2009	開始從事電腦遊戲的開發及營運
2013	開始發展及營運手機遊戲
2014	在吉林省推出第一款本地化手機遊戲
2015	成立家鄉互動
2015	推出微樂遊戲
2017	成立吉林宇柯
2018	總註冊用戶達到 1.0 億人
2019	於香港聯交所主板上市，股份編號為 03798.HK
2020	收購吉林心悅

資料來源：公司資料、西牛證券

行業概覽

中國線上遊戲市場

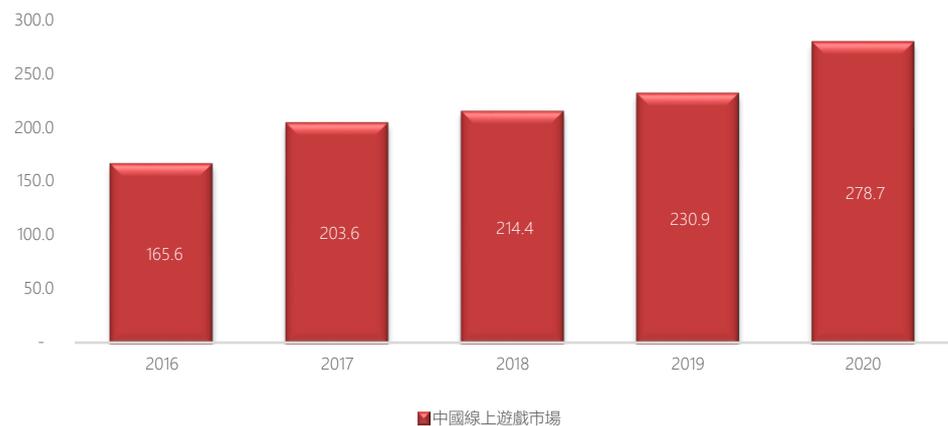
根據「2020年中國遊戲產業報告」，中國線上遊戲玩家數目於2020年約為6.6億人。i) 遊戲數量上升及 ii) 變現方法增加帶動中國線上遊戲市場從2019年2,330億元人民幣增加至2020年的2,787億元人民幣，意味着市場從過往兩年單位數的增長反彈至雙位數增長。

圖：中國線上遊戲玩家數量（百萬）



資料來源：「2020年中國遊戲產業報告」、西牛證券

圖：中國線上遊戲市場規模（十億，人民幣）



資料來源：Sensors Research Institute、西牛證券

中國線上棋牌遊戲市場

根據弗若斯特沙利文的調查，中國線上棋牌遊戲玩家數量於 2018 年約為 4.3 億人，而 2020 年疫情爆發為中國線上棋牌遊戲帶來強大的需求，弗若斯特沙利文預期 2023 年中國線上棋牌遊戲玩家數量將能夠達到約 6.4 億人的水平。弗若斯特沙利文認為高速的玩家數目增長刺激中國線上棋牌遊戲市場從 2018 年的 105 億元人民幣快速擴張至 2023 年的 376 億元人民幣。

圖：中國線上棋牌遊戲玩家數量 (百萬)



資料來源：弗若斯特沙利文、西牛證券

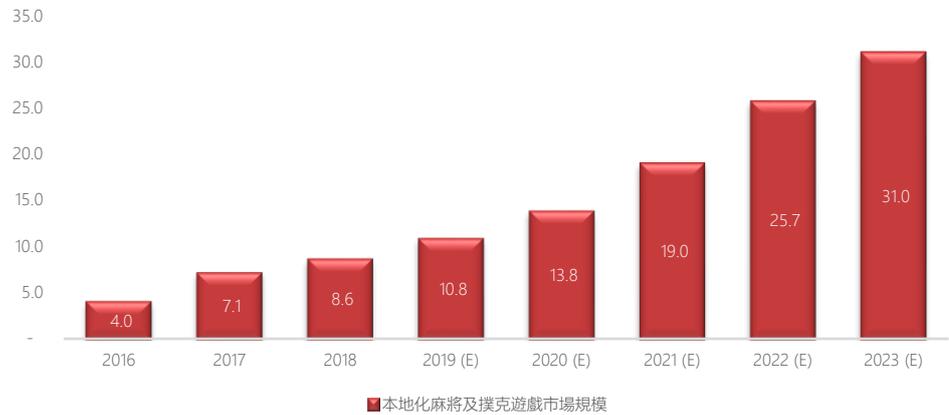
圖：中國線上棋牌遊戲市場規模 (人民幣，十億)



資料來源：弗若斯特沙利文、西牛證券

本地化麻將及撲克遊戲為中國棋牌遊戲市場中一個重要的部份，而本地化元素在部份個別地區當中更是不可或缺的一環。根據弗若斯特沙利文的預測，本地化麻將及撲克遊戲市場規模於 2018 年約為 86 億元人民幣，並可能於 2023 年增長至 310 億元人民幣。

圖：本地化麻將及撲克遊戲市場規模 (人民幣, 十億)



資料來源：弗若斯特沙利文、西牛證券

中國手機遊戲出海市場

根據「2020 年中國遊戲產業報告」，中國手機遊戲出海市場從 2019 年約 112 億美元按年增長 33.3% 至 2020 年約 155 億美元，該增長速度為 2017 年以來的最高水平。中國手機遊戲出海市場自 2018 年起加速增長，主要受惠於中國遊戲版號暫停，導致遊戲開發商被逼轉向開拓新的海外市場。

圖：中國手機遊戲出海市場規模 (美元, 十億)

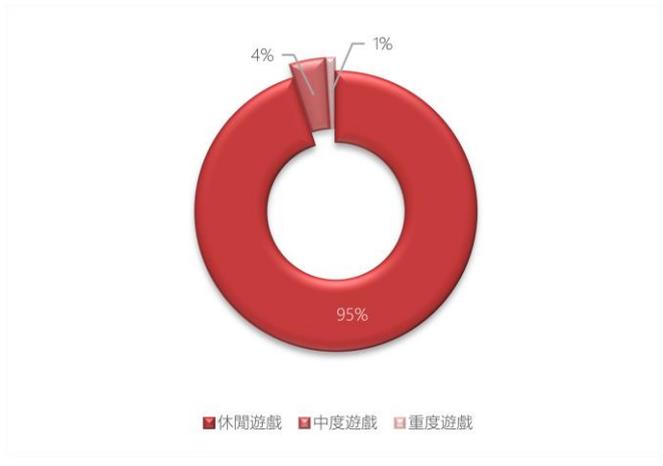


資料來源：「2020 年中國遊戲產業報告」、西牛證券

中國遊戲內廣告市場

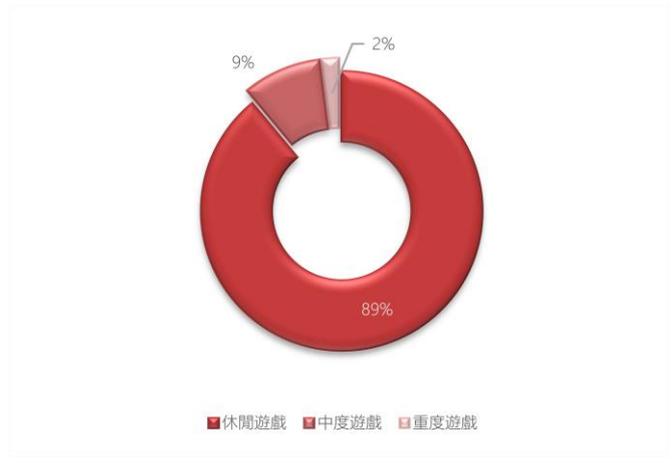
根據前瞻網的調研，透過遊戲內投放廣告的市場規模從約 18 億元人民幣增長至 2020 年的約 190 億元人民幣，相當於約 1.2x 複合增長率，而 Android 及 iOS 系統當中約 95%及 89%的廣告均投放於休閒遊戲。

圖：投放於 Android 系統的廣告



資料來源：前瞻網、西牛證券

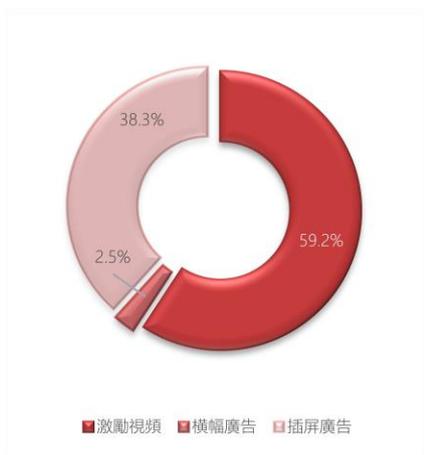
圖：投放於 iOS 系統的廣告



資料來源：前瞻網、西牛證券

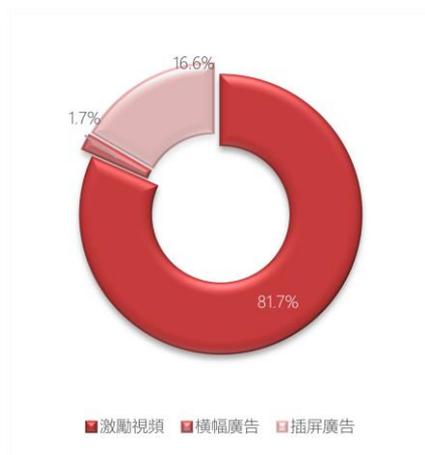
根據洞見研報，激勵視頻、橫幅廣告及插屏廣告為遊戲內較常見的廣告模式，其中激勵視頻廣告為眾多廣告中佔比最高的廣告。然而，應用內購為中度遊戲及重度遊戲的主要變現模式，而較影響用戶體驗的激勵視頻變現模式則較常用於休閒遊戲之上。

圖：投放於休閒遊戲之廣告



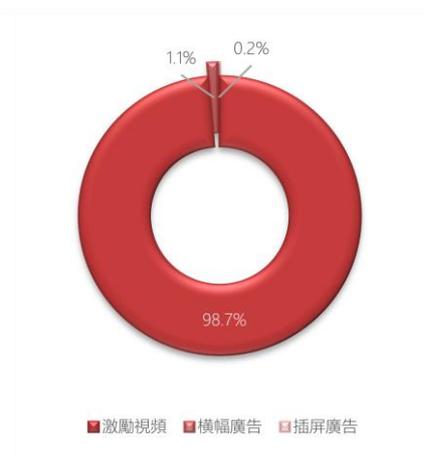
資料來源：洞見研報、西牛證券

圖：投放於中度遊戲之廣告



資料來源：洞見研報、西牛證券

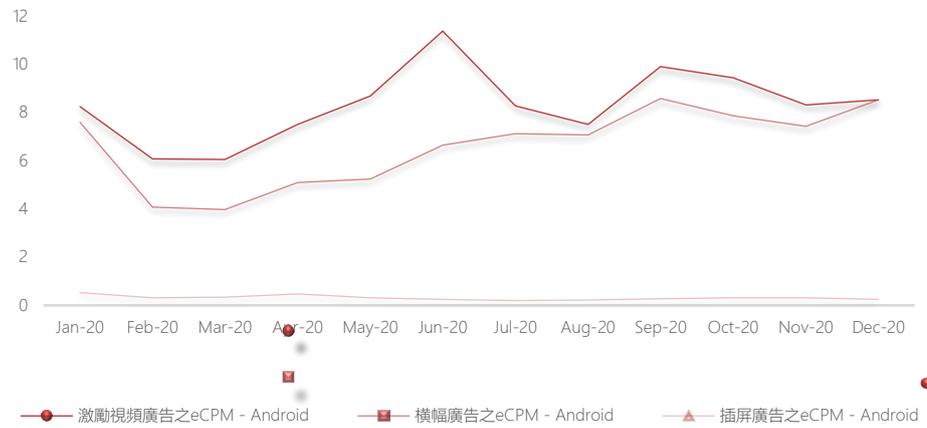
圖：投放於重度遊戲之廣告



資料來源：洞見研報、西牛證券

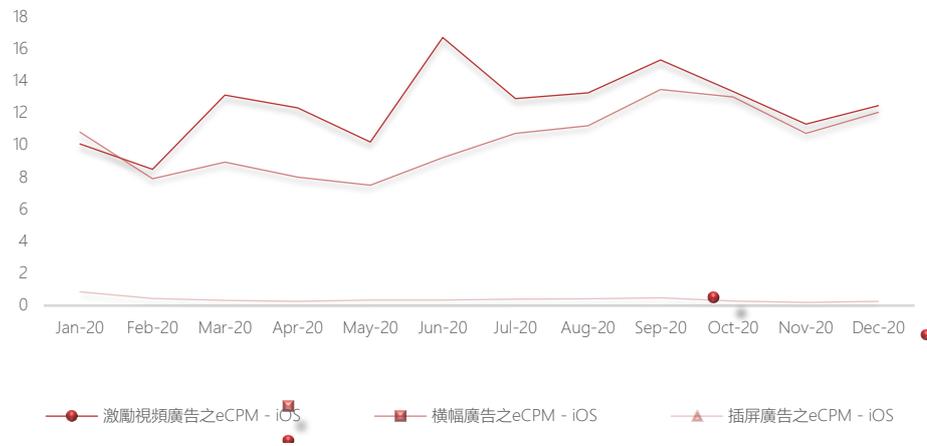
Android 及 iOS 平台的 eCPM 於 2020 年相對波動，但整體而言則自 2020 年第二季起重拾升勢。

圖: Android 平台之 eCPM



資料來源: 洞見研報、西牛證券

圖: iOS 平台之 eCPM



資料來源: 洞見研報、西牛證券

投資要點

強勁橫向擴張的潛力

■ 於中國地區開發新地區市場

家鄉互動(03798.HK)為中國本地化移動棋牌遊戲開發商及運營商，專注於開發本地化麻將及撲克遊戲。雖然集團已基本進入中國大部份省份地區，惟當中僅數個為集團主要的收入來源，其餘地區仍存在巨大的成長空間。截至 2021 年 6 月底，集團實現逾 3.0 億累計註冊用戶及約 800.0 萬日活躍人數，其中約 60.0 萬日活躍人數(2020 年 6 月底為約 25.0 萬)、約 50.0 萬日活躍人數(2020 年 6 月底為約 10.0 萬)、約 45.0 萬日活躍人數(2020 年 6 月底為約 20.0 萬)分別來自於山東、四川及陝西地區。

通過深耕新的地區，集團有潛力橫向拓展其現有業務，而集團過往數年亦成功把業務從東北地區擴張至新的省份。我們有信心家鄉互動(03798.HK)有能力再次開拓並深耕新的領域

i) 過往經驗過往經驗(包括營運單平台策略、本地化營銷策略等)、ii) 充裕的資本及現金牛業務均為集團的擴張打下成功的基礎。

■ 嘗試開拓海外市場

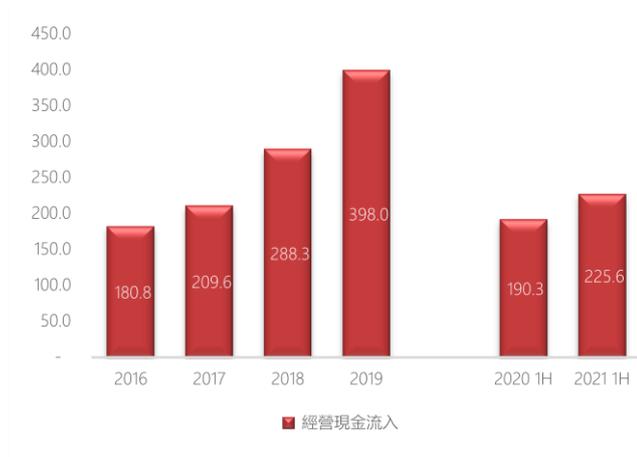
家鄉互動(03798.HK)積極於海外地區發行遊戲以開拓海外市場，其中包括如 Poker Me 的通用棋牌及 Rummy 的地方性棋牌。未來數年集團旨在通過成熟的單平台策略在東南亞、中東、日本及南韓等地拓展業務。

我們同意海外市場與國內不同，同時由於集團 i) 在海外市場缺乏知名度、ii) 對海外地區文化的知識有限、iii) 市場競爭激烈，海外拓展比起在國內擴張可能更具難度。然而，由於集團旗下海外棋牌類遊戲對研發投入的要求不高，較低的資本投入有利於縮短投資回報期及降低投資風險，亦容許集團於海外市場試錯，並在獲得初步成功後才加大投入推廣。

■ 充裕内部资源支持未来扩张

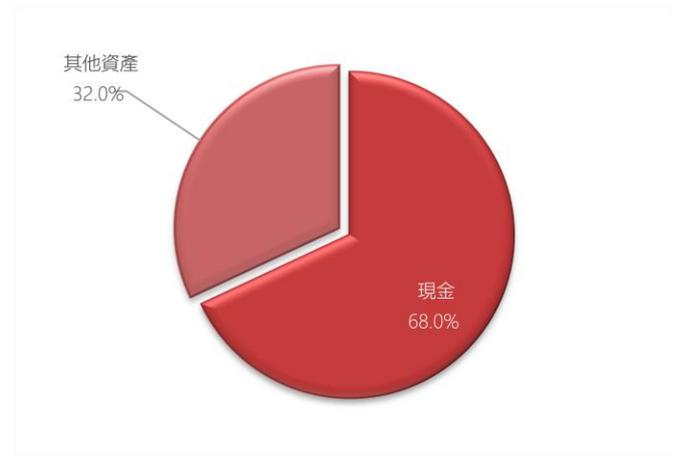
得益于有能力制造庞大现金流的业务，家鄉互動(03798.HK)於 2020 年全年及 2021 年上半年財年分別錄得 4.0 元人民幣及 2.3 億元人民幣經營現金流入，帶動集團於 2021 年 6 月底擁有約 9.6 億元人民幣的現金，相當於總資產約 68.0%。

圖：家鄉互動(03798.HK)經營現金流入



資料來源：公司資料、西牛證券

圖：家鄉互動(03798.HK)持有現金資產的比例



資料來源：公司資料、西牛證券

集團中國地區的現金牛業務為集團未來的擴張計劃帶來強勁的支持，持續的現金流入支撐潛在的營銷支出，同時亦緩衝業務擴張失敗對集團造成的不利影響。

愈來愈多的變現模式

■ 變現非付費用戶

截至 2021 年 6 月底，家鄉互動(03798.HK)旗下的遊戲合共取得約 627.6 萬名付費用戶，同比增長約 30.3%。此外，集團於 2021 年上半年財年的 ARPPU 約為每月 12.7 元人民幣，較上年同期上升約 16.4%。根據集團的資料顯示，付費用戶數量僅佔全部用戶約 2% - 3%，意味着變現非付費用戶將能為集團帶來龐大的增長空間。

通過在微信小程序的遊戲中加入具選擇性的廣告欄位，集團能夠在不影響用戶體驗的情況下對非付費用戶進行變現。一般而言用戶在觀看廣告後能夠獲取虛擬道具或虛擬物品作為獎勵，而用戶亦可選擇觀看或直接跳過廣告。

■ 推出直播及陌生人社交功能

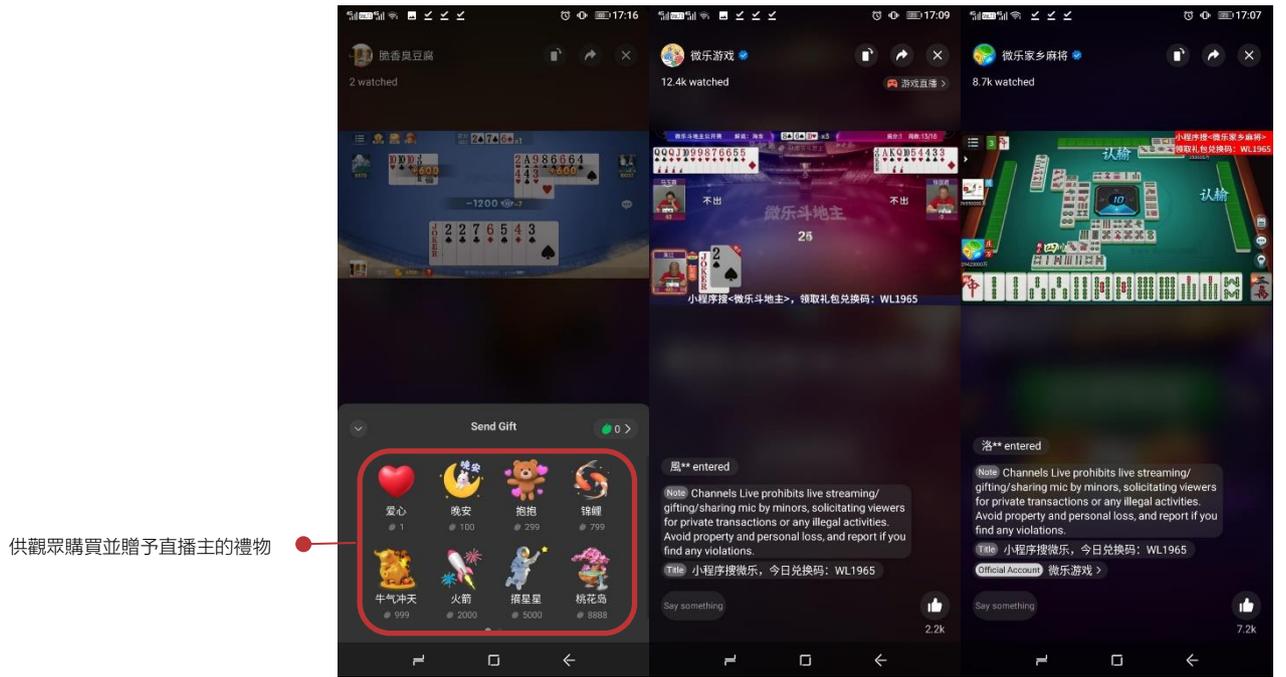
家鄉互動(03798.HK)於微信小程序中加入直播及陌生人社交兩大功能，目前每天開播人數及日均瀏覽量分別約為 400 人及 800 萬次，直播的內容一般圍繞着麻將及撲克遊戲。用戶及官方均可透過平台進行直播，而直播主與觀眾均有機會為獲得獎勵。觀眾能夠向直播主贈送禮物，惟鑑於直播擁有龐大的推廣潛力，集團目前傾向讓利並把贈送所得全數給予直播主。

圖：微信小程序中的直播功能



資料來源：微樂遊戲小程序

圖：微信小程序中直播功能內的對話空間



資料來源：微樂遊戲小程序

「Tika 語音聊天室」為微樂遊戲平台內的陌生人社交功能，用戶可以 i) 通過此功能與其他用戶交流及 ii) 訂單/追蹤其他用戶的帖子/動態。該功能由第三方研發及營運，家鄉互動(03798.HK)主要協助分發有關產品。

圖：微信小程序中的陌生人社交功能 - 「Tika 語音聊天室」



資料來源：微樂遊戲小程序

即使直播及陌生人社交功能短期內不可能為集團帶來貢獻，不過我們相信社交屬性有利於 i) 建立社區並提高忠誠度、ii) 通過口碑推廣平台、iii) 長遠為集團帶來變現的可能。

採納多種營銷策略

■ 營銷策略的重要性

家鄉互動(03798.HK)定位為本地化棋牌遊戲開發與營運商，然而即使經過本地化的棋牌遊戲之間仍然存在極大或顯著的差異化，由營銷建立的品牌知名度成為市場滲透及深耕的重要因素。因此，集團過往在線上及線下兩方面的營銷均相當積極。

圖：銷售及營銷開支佔總收入比

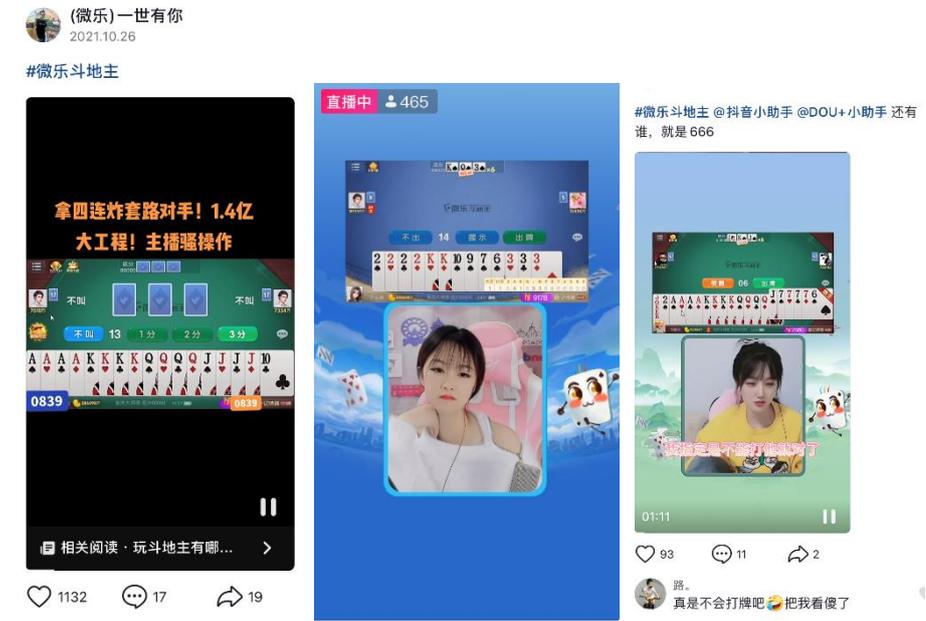


資料來源：公司資料、西牛證券

■ 線上營銷策略的重要性持續上升

得益於疫情爆發與家鄉互動(03798.HK)近年的擴張，線上營銷策略對正在開拓新地區的家鄉互動(03798.HK)尤為重要。集團一貫採用多種線上營銷策略去推廣其微樂遊戲平台，當中包括直播、短線頻、線上比賽等，而集團在快手及微信平台最為積極。

圖：抖音平台直播



資料來源：抖音

■ 累積多年線下營銷策略經驗

傳統線下營銷策略一般包括本地媒體合作、與電視台合作舉辦比賽等。雖然線下營銷在疫情的影響下其效果沒如過往顯著，但線下營銷仍然為集團在市場滲透及深耕計劃中重要的一環，主要由於通過與客戶直接接觸，集團能夠 i) 了解客戶需求、ii) 建立忠誠度。我們認為集團線下營銷活動仍然極為重要，而在未來對集團擴張依然扮演重的角色。

圖：家鄉互動(03798.HK)與貴州電視台合作舉辦比賽



資料來源：公司資料

圖：家鄉互動(03798.HK)與貴州電視台合作舉辦比賽



資料來源：公司資料

預測及估值

預測

■ 總收入

假設家鄉互動(03798.HK)將會 i) 透過深耕新的地區逐步拓展中國市場、ii) 推出休閒遊戲、iii) 於明年擴張至海外，我們預計集團未來數年棋牌遊戲將能夠為集團帶來穩健的成長，而一旦中重度遊戲取得成功更能夠為集團帶來強勁增長。我們預期未來數年集團有望達到約 19.6% - 28.0% 的年增長率，並實現 9.9 億元人民幣 – 14.2 億元人民幣的總收入，虛擬代幣銷售仍然為集團的核心業務，而廣告收益則能夠在用戶數量上升的帶動下成長。

■ 毛利

我們認為家鄉互動(03798.HK)的毛利率將會下滑，主要受制於 i) 中重度遊戲研發需要更多的技術人員、ii) 集團更依賴如微信的第三方平台進行遊戲分發。

■ 淨利潤

得益於 i) 強勁的核心業務、ii) 推出全新的變現方法、iii) 新款遊戲研發及 iv) 收購吉林心悅，我們預計家鄉互動(03798.HK)將錄得 5.2 億元人民幣 – 6.7 億元人民幣的淨利潤，相當於約 13.0% - 32.8% 的年增長率。然而，i) 中重度遊戲研發、ii) 對第三方平台的依賴、iii) 龐大的宣傳開支將會削減集團的利潤空間。

估值

透過折現現金流估值模型為集團進行估值並以市盈率估值模型作為參考，我們對家鄉互動(03798.HK)進行首次覆蓋並給予「買入」評級，目標價 2.48 港元，相當於 2021 年/2022 年/2023 年 5.4x/4.7x/4.2x 預測市盈率。

■ 折現現金流估值

在我們假設當中，我們給予一個較高的折現率以反映集團股價較大的波動為投資者帶來的風險。鑑於核心業務為集團製造強勁且穩定的現金流入，我們認為在未來一段較長的時間內集團並無任何融資的需求，而集團今年起將重新發放股息。基於折現現金流進行估值，我們認為家鄉互動(03798.HK)的合理估值約為每股 2.48 港元。

圖：估值假設

折現現金流	891.2 百萬	長期債務權益比率	0.0%
終值	3,655.6 百萬	BETA	1.0
折現終值	1,669.3 百萬	長期無風險利率	1.5%
		風險溢價	27.7%
		長期股權成本	29.2%
		長期債務成本	0.0%
		長期債務成本(稅後)	0.0%
		WACC	29.2%
		長期增長率	3.0%

資源來源：西牛證券

同業比較

		市值 (港元, 百萬)	市盈率 (%)	預測市盈率 (%)	市賬率 (%)	市銷率 (%)	總收入 (港元, 百萬)	毛利率 (%)	股本回報率 (%)
00434.HK	博雅互動	369.7	-	-	0.1	0.8	395.5	68.9	(1.7)
02660.HK	禪遊科技	1,261.6	4.5	-	1.2	1.4	835.5	49.1	29.2
06899.HK	聯眾	474.2	-	-	1.7	-	124.2	22.3	(50.3)
	平均值	7,020.0	701.8	4.5	-	-	1.1	451.8	46.8
03798.HK	家鄉互動	2284.5	3.6	-	1.4	1.9	868.7	76.7	49.7

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 低准入門檻導致市場激烈競爭
- 來自於其他線上遊戲的非直接競爭
- 中國線上遊戲的法規收緊削弱廣告需求
- i) 棋牌遊戲及 ii) 線上博彩的相關法規轉變
- 海外發展進度慢於預期

財務報表

損益表					資產負債表				
(人民幣, 百萬)	2020 (A)	2021 (E)	2022 (E)	2023 (E)	(人民幣, 百萬)	2020 (A)	2021 (E)	2022 (E)	2023 (E)
總收入	772.0	1,005.8	1,143.2	1,292.4	固定資產	43.4	43.8	43.7	43.4
<i>按年增長</i>	<i>36.6%</i>	<i>30.3%</i>	<i>13.7%</i>	<i>13.0%</i>	無形資產	1.6	2.1	2.2	2.2
直接成本	(179.9)	(271.8)	(310.3)	(355.8)	其他非流動資產	182.6	222.9	238.7	267.5
毛利	592.1	734.0	832.9	936.5	非流動資產	227.6	268.8	284.7	313.0
其他收入	54.5	32.6	47.2	57.9	庫存	-	-	-	-
經營開支	(182.7)	(231.1)	(261.4)	(298.3)	應收款項	88.5	96.1	113.7	123.5
經營溢利	463.9	535.5	618.7	696.1	現金及現金等物	732.7	1,230.6	1,591.5	2,087.9
淨財務成本	-	-	-	-	其他流動資產	55.9	98.9	104.5	137.4
聯營及合營公司	(3.3)	28.0	32.0	36.0	流動資產	877.1	1,425.7	1,809.8	2,348.7
稅前利潤	460.6	563.5	650.7	732.1	總資產	1,104.7	1,694.4	2,094.4	2,661.8
稅項	(70.5)	(84.5)	(97.6)	(109.8)	長期借貸	-	-	-	-
淨利潤	390.0	478.9	553.1	622.3	其他非流動負債	7.1	4.9	8.1	5.4
<i>按年增長</i>	<i>88.6%</i>	<i>22.8%</i>	<i>15.5%</i>	<i>12.5%</i>	非流動負債	7.1	4.9	8.1	5.4
					應付款項	54.8	130.0	81.8	162.0
					短期借貸	-	-	-	-
					其他流動負債	93.4	104.2	112.7	119.2
					流動負債	148.2	234.2	194.5	281.2
					總負債	155.3	239.1	202.6	286.6
					非控股股東權益	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
					控股股東權益	950.1	1,456.1	1,892.6	2,376.0
					總權益	949.4	1,455.3	1,891.8	2,375.2

現金流量表

(人民幣, 百萬)					財務比率				
	2020 (A)	2021 (E)	2022 (E)	2023 (E)		2020 (A)	2021 (E)	2022 (E)	2023 (E)
稅前溢利	460.6	563.5	650.7	732.1	毛利率	76.7%	73.0%	72.9%	72.5%
財務成本	-	-	-	-	經營溢利率	60.1%	53.2%	54.1%	53.9%
財務收入	(14.8)	(21.6)	(36.2)	(46.9)	淨利潤率	50.5%	47.6%	48.4%	48.1%
折舊及攤銷	10.7	7.6	7.3	9.3	股本回報比率	58.6%	54.3%	54.2%	53.8%
其他	(12.2)	(84.9)	(101.6)	(114.1)	資產回報比率	49.8%	39.8%	33.1%	29.2%
營運資金變動	(46.3)	76.0	(65.1)	74.7	流動比率	42.5%	34.2%	29.2%	26.2%
經營現金流	398.0	540.6	455.1	655.1	速動比率	591.7%	608.7%	930.5%	835.3%
					現金比率	554.0%	566.4%	876.7%	786.5%
淨資本開支	(5.3)	(30.2)	(35.2)	(35.2)	債務權益比率	494.4%	525.4%	818.3%	742.5%
其他	(72.9)	6.6	59.6	46.9	淨債務權益比率	-	-	-	-
投資現金流	(78.1)	(23.6)	24.4	11.6	毛利率	-77.2%	-84.6%	-84.1%	-87.9%
					經營溢利率	76.7%	73.0%	72.9%	72.5%
股份發行	-	-	-	-	淨利潤率	60.1%	53.2%	54.1%	53.9%
淨借貸	-	-	-	-	股本回報比率	50.5%	47.6%	48.4%	48.1%
股息支出	(83.0)	-	(143.7)	(165.9)					
其他	(5.1)	(19.1)	25.2	(4.5)					
融資現金流	(88.1)	(19.1)	(118.5)	(170.5)					
股本自由現金流	392.8	510.4	419.8	622.9					
公司自由現金流	392.8	510.4	419.8	622.9					

資料來源: 公司資料、西牛證券

西牛證券是香港一家主要服務香港上市公司的券商，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式: Bloomberg、factset.com、Capital IQ、Refinitiv、Wind、Choice及同花順。

西牛證券評級:

強烈買入	: 未來12個月絕對增長超過50%
買入	: 未來12個月絕對增長超過10%
持有	: 未來12個月絕對回報在-10%至+10%
沽售	: 未來12個月絕對下降超過10%
強烈沽售	: 未來12個月絕對下降超過50%

投資者應在閱讀本報告時假設西牛證券正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明: 本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明:

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由西牛證券有限公司(簡稱為“西牛證券”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是西牛證券或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時西牛證券發佈，且可在不通知前提下予以變更。西牛證券或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。西牛證券和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票; (2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係; 和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由西牛證券發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫西牛證券在其當地所設立之分支機構。

西牛證券有限公司版權所有©。保留所有權利。