

2022年9月9日

家鄉互動 | 03798.HK

具有與股東共享成果的決心

評級

強烈買入

目標價

HK\$ 2.58

2022年上半財年家鄉互動(03798.HK)收入按年增長 63.8%至 7.8 億元人民幣，日活躍用戶數量從 2021 年 6 月底的 872.1 萬增加至 2022 年 6 月底的 1,006.9 萬名，同期付費用戶則上升至 897.5 萬人。

低利潤率為短期內的「新常態」：我們預期家鄉互動(03798.HK)持續經營業務的利潤率將維持一個相對較低的水平，根據集團最新的發展策略，我們相信集團的可持續淨利潤率約為 33% - 36%。然而我們維持過去的看法，並認為集團現時擁有充裕資金，利用現金儲備嘗試開拓新的領域是合理及能夠接受。更重要的是，積極的營銷策略為集團帶來大量日活躍用戶及付費用戶，由於把遊戲本地化的投入有限，一旦成功進入新地區將能夠為集團帶來可觀的回報及現金流。

不容忽視的催化劑:

- **具有與股東共享成果的決心:** 家鄉互動(03798.HK)在業績發佈會上就股息分派給予更清晰的安排，意味着集團在調整資金出境架構方面得到重大的進展，令人感到鼓舞。我們欣賞集團具有與股東分享成果及訂立高分紅比例的決心。
- **新媒體渠道帶來正面訊號:** 家鄉互動(03798.HK)虛擬代幣銷售業務中的 ARPPU 於 2022 年上半財年略為回升，有可能反映 i) 新獲取用戶的平均消費金額及忠誠度正在逐漸提升、ii) 從短視頻/直播平台獲取的客戶相對年輕，邊際消費傾向普遍較高，客戶結構的轉變為 ARPPU 帶來一定程度的反彈。

我們認為恢復股息分發將為集團重要的催化劑，有助修復集團在市場上的估值，同時退出私人房哈業務有效降低集團業務的營運風險。此外，i) 擴充麻將及棋牌類遊戲等現金產出業務、ii) 開拓海外市場、iii) 研發中重度遊戲等未來亦有望為集團帶來增長的潛力。因此我們重申對集團「強烈買入」的評級，維持每股 2.58 港元的目標價不變，相當於 2022 年/2023 年/2024 年預測市盈率 4.2x/4.1x/3.8x。

更新報告

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 (前評級)	強烈買入 (強烈買入)
目標價 (前目標價)	HK\$ 2.58 (HK\$ 2.58)
現價	HK\$ 1.50
52-周波幅	HK\$ 1.00 - 2.48
市值 (港元, 十億)	HK\$ 1.9

人民幣, 百萬	21(A)	22(E)	23(E)	24(E)
收入	1,287.7	1,445.1	1,786.8	1,945.5
毛利	958.8	1,018.6	1,264.6	1,385.1
毛利率	74.5%	70.5%	70.8%	71.2%
淨利潤	500.3	634.2	653.7	713.9
每股盈利	0.398	0.504	0.519	0.567
市盈率	3.1	2.4	2.3	2.2
市銷率	1.2	1.1	0.9	0.8
股本回報率	41.9%	36.0%	27.8%	24.7%

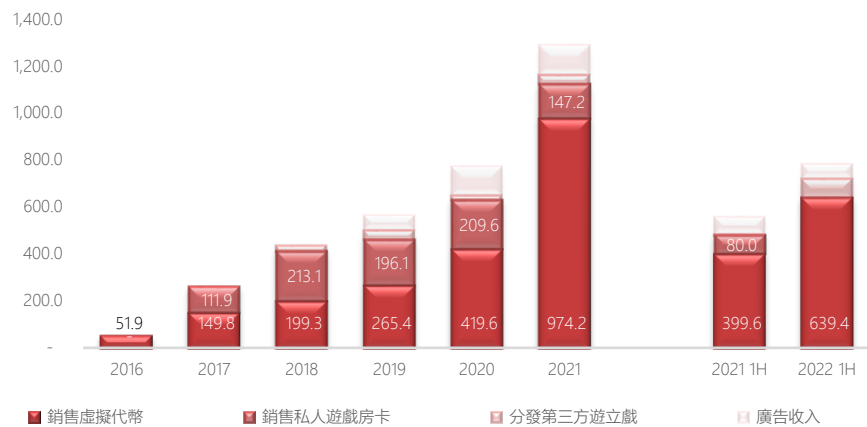
股價表現	1 個月	3 個月	半年	一年
絕對值	2.7%	7.9%	22.0%	-36.7%
相對恒指	8.7%	18.4%	33.9%	-8.3%



2022 年上半財年表現保持強勁

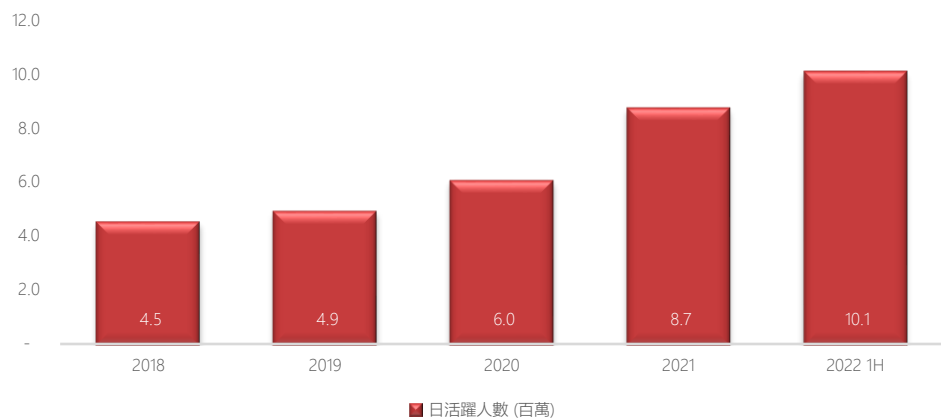
2022 年上半財年, 家鄉互動(03798.HK)在退出私人房卡業務的同時仍然能夠交出亮麗的業績表現令人振奮。上半財年集團收入按年增長 63.8%至 7.8 億元人民幣, 其中約 81.8%或 6.4 億元人民幣來自家遊戲的虛擬代幣銷售業務。集團上半財年的總收入略優於我們預期, 主要來自於持續增長的虛擬代幣銷售及第三方遊戲分發業務, 2022 年上半財年集團從分發九款第三方遊戲產生出約 8,262.3 萬人民幣收入, 按年增長約 1.2x。

圖: 家鄉互動(03798.HK)按業務劃分之收入(人民幣, 百萬)



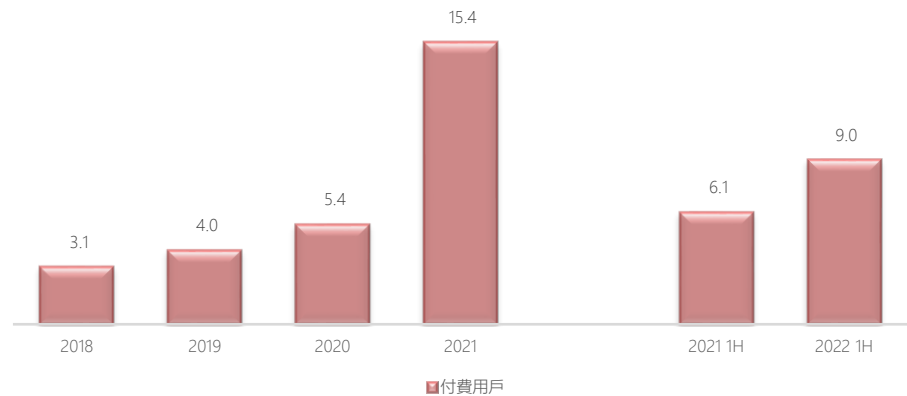
資料來源: 公司資料、西牛證券

圖: 虛擬代幣銷售業務之日活躍人數(百萬)



資料來源: 公司資料、西牛證券

圖：付費用戶人數(百萬)



資料來源：公司資料、西牛證券

得益於大力投入於營銷推廣，集團日活躍用戶數量從 2021 年 6 月底的 872.1 萬增加至 2022 年 6 月底的 1,006.9 萬名，同期付費用戶則上升至 897.5 萬人。

核心業務毛利率維持較高水平

家鄉互動(03798.HK)於 2022 年上半年財年實現 5.5 億元人民幣毛利潤，同比增加約 57.1%。同期毛利率按年減少約 3.0 個百分點至 70.6%，主要受到渠道及分銷成本較高的第三方遊戲分發業務收入佔比提升所致。根據我們的估算，其包括廣告業務在內的核心業務毛利率維持於約 72% - 73%，與我們預期一致。

低利潤率為短期內的「新常態」

我們預期家鄉互動(03798.HK)持續經營業務的利潤率將維持一個相對較低的水平，根據集團最新的發展策略，我們相信集團的可持續淨利潤率約為 33% - 36%。

■ 通過新媒體渠道進行營銷

2022 年上半財年家鄉互動(03798.HK)的銷售推廣開支佔同期總收入約 27.7%，與去年同期 30.8%接近並與我們預期相乎。上升的銷售推廣開支主要來自於 2021 年下半財年營銷策略的轉變，包括 i) 通過短視頻或直播平台等新媒體渠道進行營銷、ii) 加強營銷投入以拓展新業務地區。

集團同時就日活躍用戶提出新的考量標準，該標準提出當該地區の日活躍用戶達到總常住人口 1.27%則視為「合格」。截至 2022 年 6 月底，家鄉互動(03798.HK)333 個營運地區中約 100 個已經成功達標，而集團的短期目標是把「合格」地區提升至 150 個。因此集團很可能繼續積極地投入於新媒體渠道，尤其是浙江、安徽、福建及江蘇為集團重點開拓的地區，而由於「未能達標」地區多為集團的新發展地區，滲透率普遍較低，我們認為未來的推廣策略可能更加進取。

圖：家鄉互動(03798.HK)就棋牌類遊戲日活躍用戶人收提出的標準

$\frac{\text{地區日活躍用戶}}{\text{地區往常人口}} = 1.27\% \text{ (合格)}$	$\frac{\text{「合格」地區}}{\text{總營運地區}} = \frac{\sim 100}{330}$
$\frac{\text{2022年上半年日活躍用戶}}{\text{2022年日活躍用戶目標}} = \frac{11.4\text{百萬}}{15.0\text{百萬}}$	$\frac{\text{2022年日活躍用戶目標}}{\text{日活躍用戶目標}} = \frac{15.0\text{百萬}}{20.0\text{百萬}}$

資料來源：公司資料

■ 發展中重度遊戲

根據家鄉互動(03798.HK)的中期業績所指「重點開發的硬核遊戲《Project: Homeland》(暫定名)及競技遊戲《Project: X》(暫定名)已進入緊湊的研發階段」, 中重度遊戲的研發開支主要體現在專門負責重度遊戲開發的團隊擴充, 帶動集團的薪酬成本按年增加約 93.3%。

雖然集團最新的擴張策略對其利潤率造成負面影響, 但我們維持過去的看法, 並認為集團現時擁有充裕資金, 利用現金儲備嘗試開拓新的領域是合理及能夠接受。更重要的是, 積極的營銷策略為集團帶來大量日活躍用戶及付費用戶, 由於把遊戲本地化的投入有限, 一旦成功進入新地區將能夠為集團帶來可觀的回報及現金流。

不容忽視的催化劑

■ 具有與股東分享成果的決心

家鄉互動(03798.HK)在業績發佈會上就股息分派給予更清晰的安排, 意味着集團在調整資金出境架構方面得到重大的進展, 令人感到鼓舞。根據我們與集團的溝通, 我們欣賞集團具有與股東分享成果及訂立高分紅比例的決心, 集團有可能於 2022 財年恢復派息, 並於 2023 財年往後回復穩定的股息分派政策, 而我們認為恢復股息分派將為集團的首要催化劑, 其龐大的現金資源及現金產出業務將能夠獲得估值重估。

■ 新媒體渠道帶來正面訊號

雖然通過新媒體渠道進行營銷為集團帶來龐大的營銷開支, 但我們從日活躍用戶及ARPPU等數字中看到正面訊號。

ARPPU略為回暖

家鄉互動(03798.HK)虛擬代幣銷售業務中的ARPPU於2022年上半財年略為回升, 有可能反映i) 新獲取用戶的平均消費金額及忠誠度正在逐漸提升; ii) 從短視頻/直播平台獲取的客戶相對年輕, 邊際消費傾向普遍較高, 客戶結構的轉變為ARPPU帶來一定程度的反彈。

日活躍用戶數目正在提升

新媒體渠道積極的投入確實為家鄉互動(03798.HK)帶來日活躍用戶及付費用戶的高速成長。尤其是玩家普遍傾向與熟悉的朋友或在真實世界中認識的人共同參與麻將及棋牌類遊戲，較大的用戶基礎更有利於集團未來內生成長。

總括而言，我們認為恢復股息分發將為集團重要的催化劑，有助修復集團在市場上的估值，同時退出私人房咕業務有效降低集團業務的營運風險。此外，i) 擴充麻將及棋牌類遊戲等現金產出業務、ii) 開拓海外市場、iii) 研發中重度遊戲等未來亦有望為集團帶來增長的潛力。因此我們重申對集團「強烈買入」的評級，維持每股2.58港元的目標價不變，相當於2022年/2023年/2024年預測市盈率4.2x/4.1x/3.8x。

同業比較

		市值	市盈率	預測市盈率	市賬率	市銷率	總收入	毛利率	股本回報率
		(港元, 百萬)	(%)	(%)	(%)	(%)	(港元, 百萬)	(%)	(%)
00434.HK	博雅互動	135.9	-	-	1.9	0.5	265.8	5.9	(14.5)
02660.HK	禪遊科技	1,505.1	2.2	2.2	0.9	0.8	1,776.5	61.4	50.3
06899.HK	聯眾	242.5	-	-	0.8	1.3	173.3	39.0	(36.1)
	平均值	627.8	2.2	2.2	1.2	0.9	738.5	35.5	(0.7)
00302.HK	中手游	5,176.3	23.4	5.9	0.8	1.5	4,768.7	37.2	3.4
00484.HK	雲遊控股	143.8	4.4	--	0.2	1.5	171.3	9.6	2.3
00700.HK	騰訊	2,902,799.1	14.5	19.8	3.2	4.6	675,083.3	43.9	22.3
00797.HK	第七大道	6,883.0	18.8	-	3.3	11.1	506.9	53.4	17.9
0799.HK	IGG	3,663.4	-	-	1.2	0.7	6,050.9	69.4	(11.2)
02022.HK	遊萊互動	156.0	-	-	0.5	1.4	99.1	42.4	(10.3)
02100.HK	百奧家庭互動	1,072.7	-	5.3	0.5	1.4	1,065.3	45.3	(3.6)
02400.HK	心動公司	9,253.1	-	-	4.1	2.8	3,203.8	44.4	(38.1)
09999.HK	網易	433,815.2	-	17.7	-	-	105,587.3	53.6	19.9
	平均值	373,662.5	15.3	12.2	1.7	3.1	88,504.1	44.4	0.3
03798.HK	家鄉互動	1,925.1	3.7	-	0.9	1.1	1,552.0	74.5	37.1

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 2022 財年未能如期派發股息
- 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)	2021 (A)	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)	(人民幣, 百萬)	2021 (A)	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)
總收入	1,287.7	1,445.1	1,786.8	1,945.5	固定資產	51.6	50.0	49.3	49.0
<i>按年增長</i>	<i>66.8%</i>	<i>12.2%</i>	<i>23.7%</i>	<i>8.9%</i>	無形資產	1.4	1.3	1.1	1.0
直接成本	(328.9)	(426.5)	(522.2)	(560.4)	其他非流動資產	222.8	332.2	402.2	469.7
毛利	958.8	1,018.6	1,264.6	1,385.1	非流動資產	275.8	383.4	452.5	519.7
其他收入	16.8	46.0	56.9	69.6	庫存	-	-	-	-
經營開支	(425.4)	(486.9)	(633.8)	(691.4)	應收款項	194.7	196.4	78.4	229.2
經營溢利	550.2	577.6	687.8	763.3	現金及現金等物	1,125.2	1,477.6	1,884.7	3,206.6
淨財務成本	-	-	-	-	其他流動資產	133.3	325.9	339.7	393.3
聯營及合營公司	27.0	2.0	1.2	6.7	流動資產	1,453.2	1,999.9	2,502.9	2,943.0
非經營支出	577.2	609.6	769.0	839.9	總資產	1,728.9	2,383.6	2,955.5	3,462.7
稅前利潤	(77.0)	(91.4)	(115.4)	(126.0)	長期借貸	-	-	-	-
稅項	-	116.0	-	-	其他非流動負債	46.8	35.4	32.7	30.9
其他	500.3	634.2	653.7	713.9	非流動負債	46.8	35.4	32.7	30.9
淨利潤	<i>28.3%</i>	<i>26.8%</i>	<i>3.1%</i>	<i>9.2%</i>	應付款項	92.2	97.5	133.7	113.2
<i>按年增長</i>	2021 (A)	1,445.1	1,786.8	1,945.5	短期借貸	-	-	-	-
					其他流動負債	149.6	165.7	166.9	168.1
					流動負債	241.9	263.2	300.6	281.2
					總負債	288.6	298.6	333.3	312.1
					非控股股東權益	(0.8)	(1.0)	(1.0)	(0.8)
					控股股東權益	1,441.1	2,086.0	2,623.2	3,151.3
					總權益	1,440.3	2,085.0	2,622.2	3,150.5

現金流量表

(人民幣, 百萬)	現金流量表				財務比率				
	2021 (A)	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)	2021 (A)	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)	
稅前溢利	577.2	609.6	769.0	839.9	毛利率	74.5%	70.5%	70.8%	71.2%
財務成本	-	-	-	-	經營溢利率	42.7%	40.0%	38.5%	39.2%
財務收入	(22.8)	(35.0)	(45.9)	(58.6)	淨利潤率	38.8%	43.9%	36.6%	36.7%
折舊及攤銷	12.3	17.4	15.5	12.1	經調整 EBITDA 利潤率	46.0%	40.3%	41.1%	40.7%
其他	(66.0)	4.0	(181.5)	(188.2)	股本回報比率	41.9%	36.0%	27.8%	24.7%
營運資金變動	(99.6)	(280.4)	(58.7)	(23.5)	資產回報比率	35.3%	30.8%	24.5%	22.2%
經營現金流	401.2	315.6	498.4	581.8	流動比率	600.8%	759.8%	832.7%	1046.5%
					速動比率	545.7%	636.0%	719.7%	906.6%
淨資本開支	(16.5)	(5.8)	(5.8)	(5.8)	現金比率	465.2%	561.4%	627.0%	825.1%
其他	32.5	48.8	45.9	58.6	債務權益比率	-	-	-	-
投資現金流	16.0	43.0	40.1	52.8	淨債務權益比率	-78.1%	-70.9%	-71.9%	-73.7%
股份發行	-	-	-	-					
淨借貸	-	-	-	-					
股息支出	-	-	(126.8)	(196.1)					
其他	(23.7)	(6.1)	(4.5)	(2.6)					
融資現金流	(23.7)	(6.1)	(131.4)	(198.7)					
股本自由現金流	384.7	305.0	446.0	599.5					
公司自由現金流	384.7	305.0	446.0	599.5					

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、Reuters、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。