

火岩控股 (01909.HK)

報告日期	2020年8月22日
潛在升幅	+359 - 371%
目標價	\$11.2 - \$11.6 港元
市值	\$30 億港元
股價	\$3.13 港元
類別	增長型股票
板塊	科技(手遊)
基金經理	呂卓鋒(Chevin)

火岩控股股價表現



核心觀點：

火岩控股(1909)為移動設備及網頁遊戲開發商，於2011年3月成立，旗下營運方為深圳火元素，在中國遊戲市場上，是一間頗為「年青」的新力軍。它於2014年才推出首款遊戲《王者召喚》，並取得巨大成功，為日後遊戲組合收入來源提供穩定性。在遊戲市場中，很多手遊股風頭曾一時無兩，但後來卻無以為繼，例如著名遊戲商IGG(0799)，近年當皇牌遊戲《王國紀元》收入出現下跌時，表現便一蹶不振。故此，遊戲組合收入的穩定性及多源性，遠比「爆款」帶來的短暫高收益重要。不僅如此，火岩更是行業的「富士康」，為下游遊戲發行商「度身訂造」產品，而火岩更可藉著不同發行商的網絡將產品幅射式擴散開去，締造強勁增長。

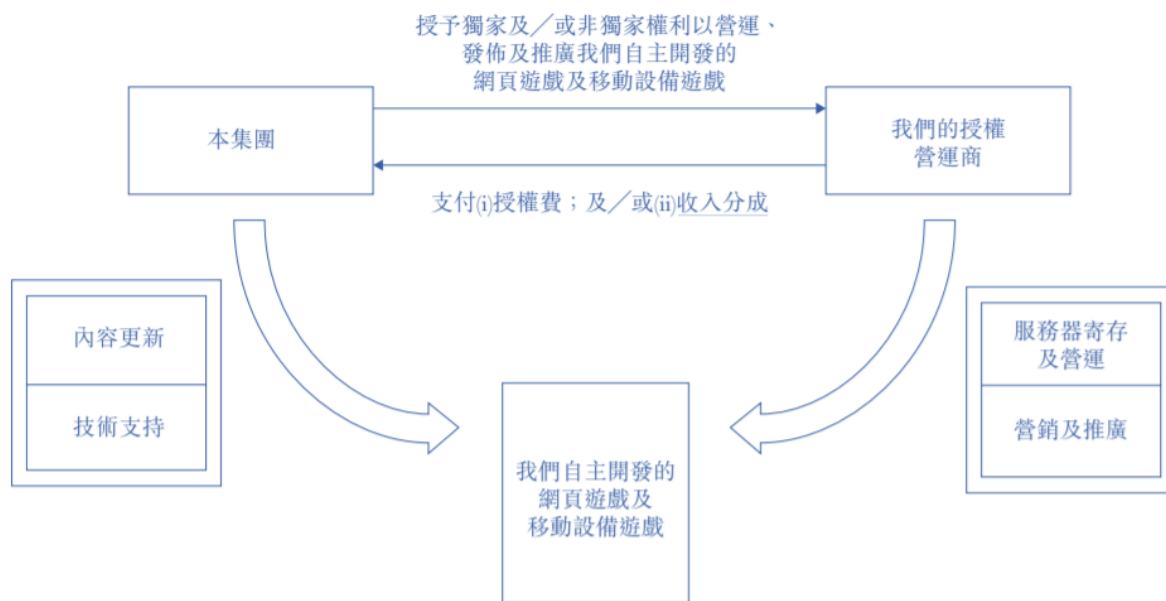
火岩(1909)憑著不斷優化用戶體驗及更新內容，令其皇牌遊戲得以延長生命週期，同時每年推出一定數量的新遊戲，為營收增添動力，令遊戲組合收益達致持續增長，不致出現斷崖式的下跌。當然，減慢現有遊戲組合的衰落並不能令遊戲業務增長。因此，除了穩定組合收益外，遊戲商還需不斷推陳出新，以推動公司增長。火岩(1909)從2014年只有1款遊戲，短短6年間，發展至累計推出20款手遊組合的遊戲公司，年均複合式增長達63%，成功建立了一個具增長性的遊戲組合。

從火岩(1909)的收入及成本間的關係分析得知，火岩(1909)已經進入規模效應。隨著規模效應的擴大，未來會出現利潤增長及增速。

火岩控股(1909)當年以配售形式於香港創業板上市，集資僅3,280萬港元。但火岩(1909)在上市後業績增長強勁，上年成功申請轉至主板掛牌。最近更宣佈1股拆3股，旨在增加市場股份流通量。

火岩(1909)商業模式

火岩(1909)為移動設備及網頁遊戲開發商，並將其遊戲授權予數家遊戲營運商。據火岩(1909)上市文件指出，其遊戲玩家來自多個不同國家及地區，包括但不限於中國、北美、亞太地區及歐洲。自火岩(1909)成立以來，至2019年為止，它並無自行營運、發佈及推廣自主開發的遊戲。至於其授權營運商，則可以在第三方平台，如facebook，蘋果應用商店、谷歌應用商店及其他遊戲發佈平台發佈遊戲。



資料來源:上市文件

火岩(1909)的自主開發遊戲及移動設備遊戲是免費給用家暢玩，但若遊戲玩家欲提升裝備及遊戲體驗，則可購買授權營運商的代幣，並可稍後轉為火岩(1909)遊戲幣。兌換後的遊戲幣可用於購買各種虛擬物品及升級功能。

而收入則分為授權費及收入分成兩部份，授權費金額乃經磋商並參考議定的合約條款釐定；收入分成付款分別按介於應佔授權營運商代幣（已兌換為網頁版及移動設備版遊戲幣）淨銷售額的約 5.0%至 52.5%及約 15.0%至 50.0%計算。

另外，火岩控股(1909)自主開發的遊戲皆以不同語言版本向不同地區市場授權運營。2013年、2014年及2015年前7個月，火岩控股(1909)的總收入中分別有85.7%、82.4%及54.1%源自中國境外地區。但根據2019年的年報顯示，95.4%的收入均是來自中國，只有4.6%的收入來自海外地區，可見在最近業務發展方面，火岩(1909)變得更側重中國地區。

火岩(1909)獨有的幅射式增長:

火岩(1909)致力開拓一些用戶黏性強的網頁及手機遊戲，延續遊戲賺錢週期。火岩(1909)位處遊戲行業的上游，其位置等同美國藝電(EA)、動視暴雪(Activision Blizzard)、日本的任天堂(Nintendo)及世嘉(SEGA)。但與它們有一根本分別，火岩(1909)角色是協助下游遊戲營運商研發遊戲，幫它們「做大做強」，並非與它們競爭。在手遊這個競爭激烈的行業中，這定位對火岩(1909)非常有利，因為能避免捲入過度競爭的困局，省卻大量廣告費。簡單點說，火岩(1909)是一間在手遊市場罕有的「代工廠」，它可以按營運商要求，「度身訂做」遊戲內的任何一個環節，例如火岩(1909)其中一款熱門遊戲「零食大亂鬥」就以30多款不同版本於各遊戲營運商上架。若遊戲在市場大受歡迎，各大小遊戲營運商便會委託火岩(1909)開發類似的遊戲，加上遊戲營運商跟火岩(1909)是合作關係，它們更樂意分享其用戶喜好及遊戲數據給火岩(1909)作開發用途。火岩(1909)透過合作遊戲營運商的一手數據，更能準確設計用戶喜愛的遊戲，久而久之，形成獨有的護城河。



亲朋捕鱼大乱斗 ★★★★★

78.7M 1184万+次下载

版号: ISBN 978-7-7979-8625-0全新3D捕鱼游戏, 创建亲友房, 邀请好友, ...

下载



亲朋打僵尸 ★★★★★

59.5M 1122万+次下载

版号: ISBN 978-7-7979-4633-9抵挡汹涌如潮的怪物, 将如海的怪物消灭在入...

下载



亲朋捕鱼 ★★★★★

20.7M 1233万+次下载

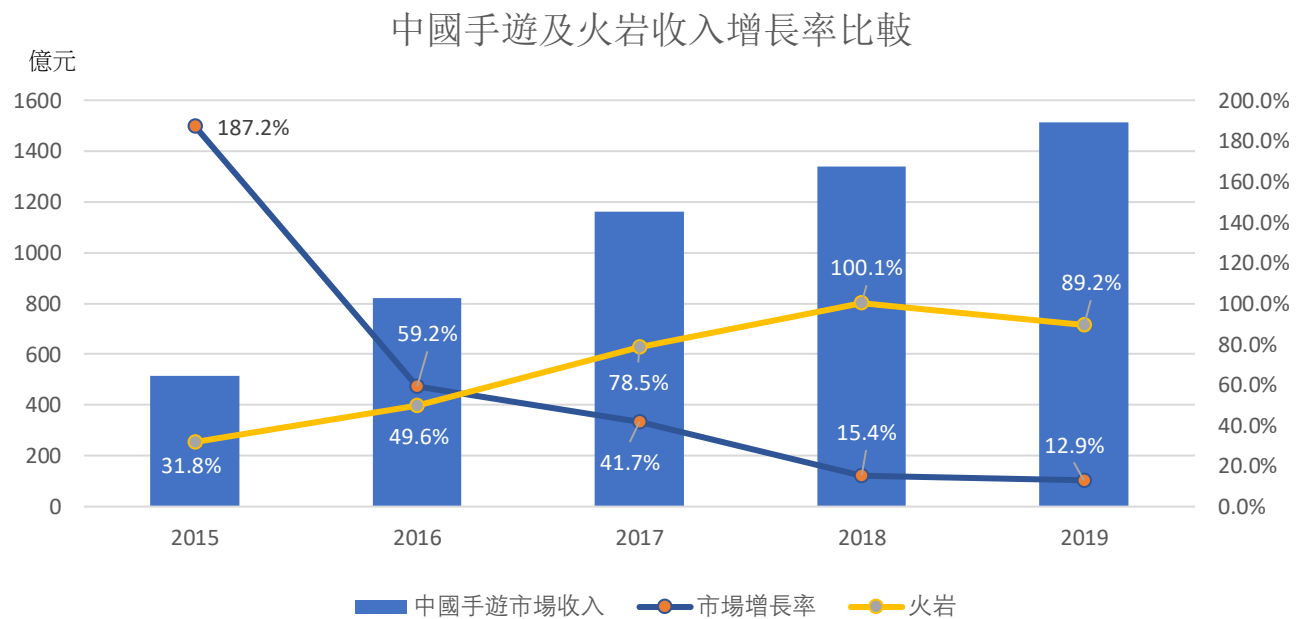
版号: ISBN 978-7-7979-4328-4深海鱼群, 一网打尽, 满屏金币爽啊! 新增随...

下载

資料來源: 親朋遊戲

從上圖看見，單在親朋遊戲平台上，親朋捕魚大亂鬥(即火岩的捕魚大亂鬥)下載次數超過 7 千 8 百萬次，而親朋打僵尸(即火岩的零食大亂鬥) 下載次數則超過 5 千 9 百萬次。這下載數字僅僅是單一遊戲營運商，足見其幅射擴展模式的威力。

中國手遊市場



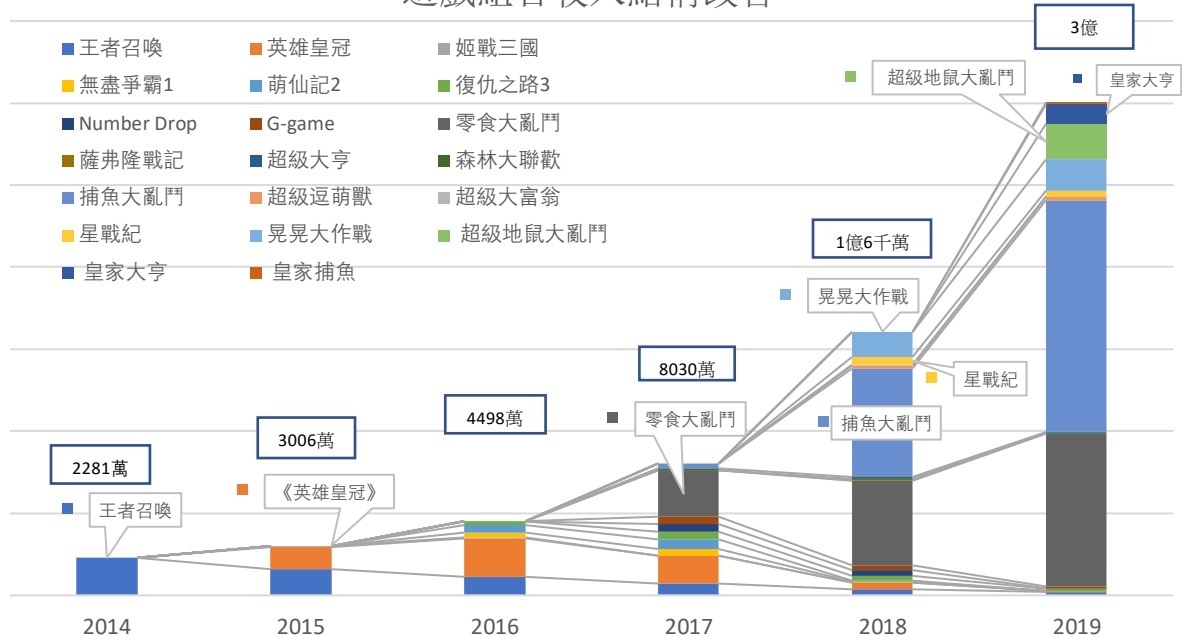
資料來源:GNC, 馬山資本整理

2019 年中國移動遊戲市場規模為 1513.7 億元人民幣，增長率較 2018 年上升 13%。手遊行業競者者眾多，消費者對遊戲需求不但變化萬千，行業趨勢亦時常變化，使手遊生命週期十分短，很難出現一隻「長青」遊戲。據 GNC 統計，內地手游平均生命週期更只有 6 至 12 個月。

儘管如此，憑藉火岩(1909)的遊戲組合優化及延長遊戲生命週期的能力，火岩(1909)成功在遊戲市場放緩時逆市高速增長。從 2015 年至 2019 年，火岩(1909)複合年增長率增高達 63%。儘管中國手遊市場收入於 2015 年因國內政策開始放緩，但這並未有影響火岩(1909)增長步代，甚至某程度上，大型手遊龍頭因批號問題未能上架遊戲，令市場供應減少，間接加大了小型遊戲開發商生存空間，火岩(1909)便是乘勢而起的典型例子。

單品皇牌升級至皇牌遊戲組合

遊戲組合收入結構改善

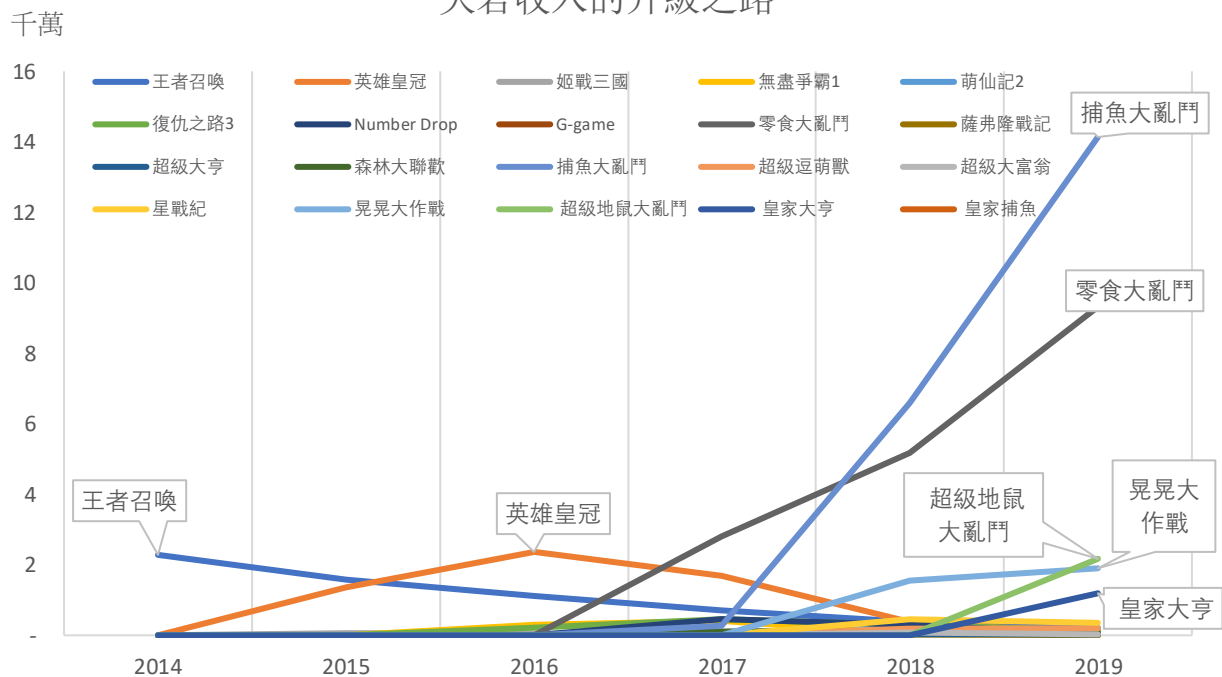


資料來源：公司資料

2014年至2016年，從上圖顯示，火岩(1909)業績增長主要是依賴單一熱銷遊戲推動。在2014年，《王者召喚》貢獻了100%的收入，達人民幣2281萬元；到了2015年，《王者召喚》降至52.5%。取而代之的是，新的增長引擎轉移至《英雄皇冠》，產生45.5%的2015年營收。至於2016年，《英雄皇冠》收入增長了997.3萬，《王者召喚》則下降了475.3萬收入，至1104.4萬。扣除《王者召喚》收入下跌的影響，《英雄皇冠》淨收入增長仍有522萬。再者2016年火岩(1909)同時推出了《無盡爭霸》、《萌仙記》及《復仇之路》，貢獻了2016年總收入的21.5%，約969.4萬，令2016年業績得以維持不錯的增長。

我們推斷，正正因為2016年的業績，展示了遊戲組合及多元收入的重要性，導致火岩(1909)經營方針出現革命性改變，直接導致業績往後持續創新高。而當中關鍵就是每年推出3款或以上的遊戲，平衡新舊遊戲更替產生的收入波動，組合營收變得更健康穩固，並持續增長。

火岩收入的升級之路



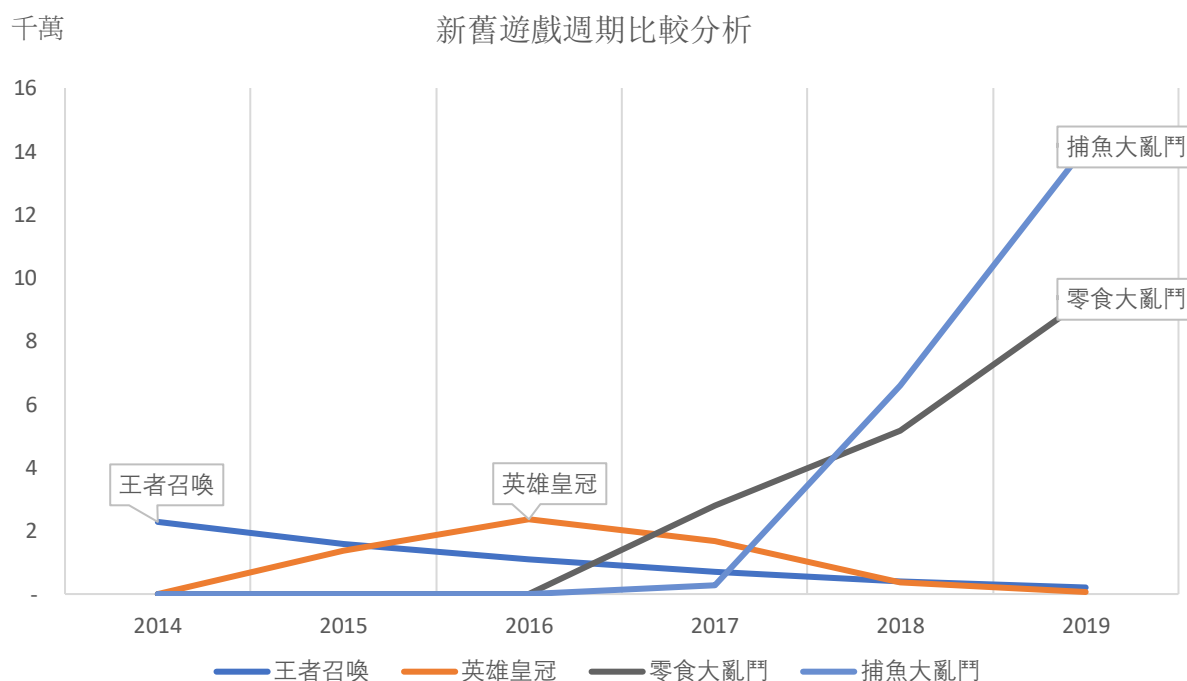
自 2017 年，火岩(1909)加速商業化遊戲，將遊戲組合由 6 款擴張至 14 款。《零食大亂鬥》持續增長，佔 2017 年總收入的 35%，而舊遊戲如《王者召喚》及《英雄皇冠》仍穩定貢獻 29.7% 的總收入。至於 2018 年，火岩(1909)應遊戲營運商要求，停止了 3 款遊戲的營運，遊戲組合增至 14 款，意味著 2018 年淨增加 3 款遊戲，當中《捕魚大亂鬥》更出現高速增長，貢獻了 2018 年 40.9% 的總營收；《零食大亂鬥》則貢獻了 32.2% 的總營收。但從上圖可以分析出，《零食大亂鬥》營收數字實際上仍在增長，只是《捕魚大亂鬥》增長過於強勁，致令《零食大亂鬥》佔比於 2018 年有所下降。而 2018 年收入更衝破人民幣 1.6 億元大關。

在最新的 2019 年報指出，累計發佈的遊戲達 20 款。除了爆款遊戲《零食大亂鬥》及《捕魚大亂鬥》合計佔 77.2% 的總收入外，舊遊戲仍貢獻接近 1%。上市文件顯示，當年管理層預計《王者召喚》生命週期只有大概 2 年。但經歷了 8 年，《王者召喚》現在仍對火岩(1909)的收入貢獻，在手遊市場相當難得。這足以證明火岩(1909)在遊戲內容更新及用戶體驗方面具備超卓能力，能令產品生命週期延長，提升整體盈利。

火岩在 2020 年半年業績提到，收入由截至二零一九年六月三十日止 6 個月由 1 億零 200 萬元增至 2 億 8 千 5 百萬，增幅達 177.4%，再次確認火岩(1909)已進入高速增長期。這再一次印証火岩(1909)的遊戲組合及其持續開發遊戲的能力(每年開發並推出 3 款遊戲)已經令火岩(1909)邁向收成期。只要在新遊戲中，出現新「爆款」遊戲，業績將繼續創新高。

再者，最新遊戲《皇家大亨》系列及《皇家捕魚》系列更首次由火岩(1909)海外子公司進行自主營運，我們預料自主營運會帶來更大的經營溢利，令火岩(1909)營收在既有增長下再次增速。

不一樣的遊戲生命週期



資料來源:公司資料

當然，成功開發「爆款」遊戲，運氣固然是不可或缺的因素，但更重要的是，團隊精準的市場觸覺及對持續對客戶反饋，方能令遊戲成功。我們從營收數據發現，現時火岩(1909)的熱門遊戲《零食大亂鬥》及《捕魚大亂鬥》，與舊皇牌遊戲增長路徑不盡相同。



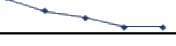
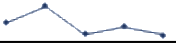





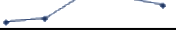
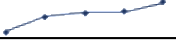


從上圖所示，明顯地，新皇牌遊戲是隨著年份推移出現遞增式增長，這與我們以往認知遊戲大部份收益來自首 6-12 個月的規律不同。正常來說，一般遊戲會好像《王者召喚》的生命週期，最賺錢的時候往往是遊戲首年正式推出市場，然後收益隨著年份推移遞減。但自大亂鬥系列推出後，收益卻是隨著年份推移遞升，這扭轉了遊戲的生命規律，火岩(1909)獨有的幅射式擴張模式應記一功。

憑藉火岩(1909)擁有的龐大一手遊戲用戶數據，開發團隊在遊戲設計時得以更精準。《捕魚大亂鬥》於 2017 年以商業化形式推出，大受歡迎。截至 2020 年 6 月 30 日止六個月，這遊戲收入佔總收入的 40.1%，為火岩最賺錢的遊戲。有見及此，火岩(1909)其中一款在研的遊戲，以受歡迎的《捕魚大亂鬥》為藍本，推出延伸系列《捕魚

大亂鬥之龍族秘寶》，將此遊戲系列熱潮延續，強化遊戲組合營利能力及熱門遊戲系列的生命週期。

遊戲組合優化產生的規模效應

共同比損益表

會計項目	趨勢圖	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
收益		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
直接成本		20.8%	16.4%	14.3%	10.3%	6.5%
毛利		79.2%	83.6%	85.7%	89.7%	93.5%
其他收入		9.3%	5.7%	4.1%	1.5%	1.6%
遊戲研發成本		0.7%	1.4%	0.2%	0.5%	0.2%
推廣成本		5.0%	1.7%	0.8%	0.5%	2.4%
行政開支		46.8%	28.5%	14.6%	15.8%	9.0%
融資成本		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
經營利潤		35.9%	57.7%	74.2%	74.4%	83.4%
分佔按權益法入賬的投資虧損		0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.1%
所得稅開支		6.9%	8.7%	20.2%	18.1%	14.7%
年內利潤		29.0%	49.0%	54.0%	55.9%	68.7%
換算海外業務財務報表之匯兌差額		2.0%	4.6%	3.2%	1.3%	1.1%
年內全面收益總額		31.1%	53.5%	50.9%	57.2%	69.8%

資料來源：公司資料

從共同損益比分析得出，火岩(1909)已經進入規模效應。上表顯示，直接成本從2015年佔營利的20.8%，降至2019年僅佔營利的6.5%，支出佔比的減少直接轉化成14.3%毛利率增加。同理，另一最大佔比在2014年為行政開支，佔46.8%，隨著遊戲組合收入高速增長，行政開支降至2019年的9%。同樣地，節省的行政開支佔比直接貢獻至經營利潤率。直接成本及行政開支，雖不能定義為固定成本，但這兩項成本，當火岩(1909)業務達到一定規模後，邊際成本便會減低，另一邊廂，邊際利潤隨之增加。從共同損益表上，可以觀察到，各項成本營利佔比正在減少，而邊際收益則以更高速度上升。

故此，可以推斷，遊戲組合內若有2款或以上的暢銷遊戲，邊際成本會出現遞減現象，並直接轉化成更大的利潤。從2019年報中，可以看到，火岩(1909)的《零食大亂鬥》、《捕魚大亂鬥》及《超級地鼠大亂鬥》產生大部份營收，而且兩款遊戲還正處於高速增長期，可以預料，2020年財報的利潤增長會更亮麗。

自主營運勢成下一亮點

火岩在2020年半年業績提到，收入由截至二零一九年六月三十日止6個月由1億零200萬元增至2億8千5百萬，增幅達177.4%。隨著皇牌遊戲進入收成期，火岩(1909)的代工廠商業模式，加上受惠於疫情令用戶人數大增，我們預期，遊戲收入將於未來一年維持高速增長的態勢。此外，火岩(1909)正嘗試多元化收入來源，自上年度開始嘗試將自家遊戲在海外市場自主營運。從2020年的半年財報顯示，自主運營業務佔比已躍升至9.5%。火岩(1909)的自主運營業務模式主力是海外市場，透過合作平台商將自家遊戲分銷出去。因跳過營運商，經營遊戲的毛利將會更高。而開拓海外業務最快捷的手法不外乎是進行收購。由於火岩(1909)本是一間遊戲開發商，它意願是希望把自家高毛利的遊戲分發至海外市場，將其獨有的幅射式增長複製至海外，所以我們預料火岩(1909)將會積極在海外併購遊戲發行商，海外收益有機會於短期內出現因併購出現高速增長，成為火岩(1909)下一個增長引擎。

另外，火岩(1909)亦從收入穩定性著手。它推出了《火元素移動軟件通用框架》及《火元素集成工作台系統》兩款計算機軟件，並將其授權許可給合作夥伴使用，協助合作遊戲營運商開發及管理遊戲後台，提升營運效率。這除了可綁定下游營運商，深化合作關係，軟件服務更有助穩定收入來源。最新的財報顯示，遊戲營運收入及軟件授權服務佔總收入達4.5%，雖說不上是拉動營收增長的業務，但對鞏固火岩收入基礎，卻有莫大裨益。

估值

轉往主板後，將會有更多投資者注意火岩(1909)發展，而以往對創業板公司投資有限的機構投資者亦因火岩(1909)轉往主板後，變得可投資在火岩上。

情況就好像當年Hypebeast(0150)一樣，因從創業板轉主板後，得到機構投資者追捧注意，因而令市場給予更高的估值。

主 hands 遊股估值		
股票代號	公司名稱	估值(市盈率)
6860	指尖悅動	21.0x
3798	家鄉互動	18.8x
434	博雅互動	11.5x
1119	創夢天地	13.3x
777	網龍	14.7x
6820	友誼時光	16.1x
	估值中位數	15.4x
	估值平均數	15.9x

按最新的盈利增長預測，溢利增長較 2019 年增加超過 200%，若按此推算，2020 年的每股盈利經股份拆細後，每股盈利將達人民幣 0.65 元，主 hands 遊股平均估值介乎 15.4x 至 15.9x，潛在升幅達 359% - 371%，目標股價為 \$11.2 - \$11.6 港元。

風險

- 過於依賴單一營運商
- 執行董事離任可能影響遊戲往後開發能力
- 新開發遊戲產品玩家接受程度可能不及預期
- 國內遊戲政策或有可能收緊

馬山資本有限公司為證監會持牌人，公司全權委託賬戶或基金並無持有有關股票及衍生產品權益。

法律聲明及風險提示：

本報告由馬山資本（香港註冊證監會中央編號 B0L530 RA Type 4 & 9）製作。本報告中的信息均來源於我們認為可靠的已公開資料，但馬山資本對這些信息的真實性、準確性及完整性不作任何保證，也不保證所包含的信息和建議不發生任何變更。本公司沒有將變更的信息和建議向報告所有接收者進行更新的義務。馬山資本在法律許可的情況下可能持有或交易報告中提到的上市公司所發行的證券或投資，用戶應當考慮到其中可能存在可能影響本報告客觀性的利益衝突。使用者請勿將研究報告或相關信息視為投資或其他決定的信賴依據。

本報告僅供本公司的客戶作參考之用。本公司不會因接收人收到本報告而視其為本公司的當然客戶。

本報告僅反映報告作者的出具日的觀點和判斷，在任何情況下，本報告中的信息或所表述的意見均不構成對任何人的投資建議，投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，本公司及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。

本公司的交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。本公司沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。本公司的資產管理公司、自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

本報告版權均歸本公司所有，未經本公司事先書面授權，任何機構或個人不得以任何形式複製、發佈、傳播本報告的全部或部分內容。經授權轉載、轉發本報告或者摘要的，應當注明本報告發佈人和發佈日期，並提示使用本報告的風險。未經授權或未按要求轉載、轉發本報告的，應當承擔相應的法律責任。本公司將保留向其追究法律責任的權利。