

瘋狂體育集團(82.HK)

買入(首次評級)

目標價: 2.52 港元

最新價: 0.495 港元

集數字體育娛樂於一身，受惠中國體育產業成長

瘋狂體育集團(82.HK)為國內一間數字體育娛樂社區營運商和互聯網體育產業龍頭，通過大數據、人工智能和區塊鏈技術賦能，建構成「瘋狂紅單+彩票銷售、IP+體育遊戲、賽事+競猜」之業務布局。

2020 年度，公司進行業務重組，將利潤率低及資本密集的電信媒體業務出售和終止電商業務，並建構一個集數字體育娛樂於一身的生態圈，加上於海南之賽事競技平台和積分系統投入營運，為業務提供一個新增長點。

中央近年大力推動全國體育產業發展，2019 年全國體育產業總規模達到 2.95 萬億人民幣，非常接近「十三五」規劃提出 2020 年達 3 萬億人民幣的階段性目標，下一步個目標，將於 2025 年劍指全國體育產業總規模達到逾 5 萬億人民幣。而中央於今年 3 月發表《國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和 2035 年遠景目標綱要》，提出到 2035 年，中國要建構成體育強國，憧憬有更多政策落地支持體育產業。適逢多項大型體育賽事密集於 2021 至 2023 年之間舉行，公司業務將會受惠其中。預期在上述期間，公司盈利會踏入快速增長期。

盈利預測及投資建議

預期公司 2021 和 2022 年歸屬於母公司股東淨利潤分別為 1.1 億和 2.3 億港元，相當於每股盈利 2.5 和 5.1 港仙。根據我們的貼現現金流(DCF)模型，推算目標價為 2.52 港元，相當於 2021 年度預測市盈率 19.7 倍。我們首次覆蓋，給予「買入」評級。

港幣	2020A	2021E	2022E	2023E
收入(百萬元)	300.8	624.5	1091.9	1700.8
按年變動(%)	(87.7%)	107.6	74.9	55.8
歸母淨利潤(百萬元)	(131.9)	113.6	231.9	439.7
按年變動(%)	虧損收窄	虧轉盈	104.1	89.6
每股收益(仙)	(3.07)	2.51	5.13	9.72
每股賬面值(元)	0.2	0.2	0.3	0.4
市盈率(倍)	-	19.7	9.7	5.1
市賬率(倍)	3.52	2.25	1.82	1.34

來源: 公司資料, 千里碩證券研究部

基本資料

總股數(百萬股)	4523.8
市值(億港元)	2229.3
行業	體育娛樂
52 週最高價(港元)	1.00
52 週最低價(港元)	0.12
發布日期	2021 年 9 月 15 日

分析員

何啟俊 CFA, FRM
 bevis.ho@elstone.com.hk
 +852 3725-4353

公司概覽

業務模式

- 自 2018 年公司收購瘋狂體育後，成為核心業務及未來增長引擎。作為國內數字體育娛樂社區營運商和互聯網體育產業龍頭，通過大數據、人工智能和區塊鏈技術賦能，建構成「瘋狂紅單+彩票銷售、IP+體育遊戲、賽事+競猜」之業務布局。

瘋狂體育業務布局

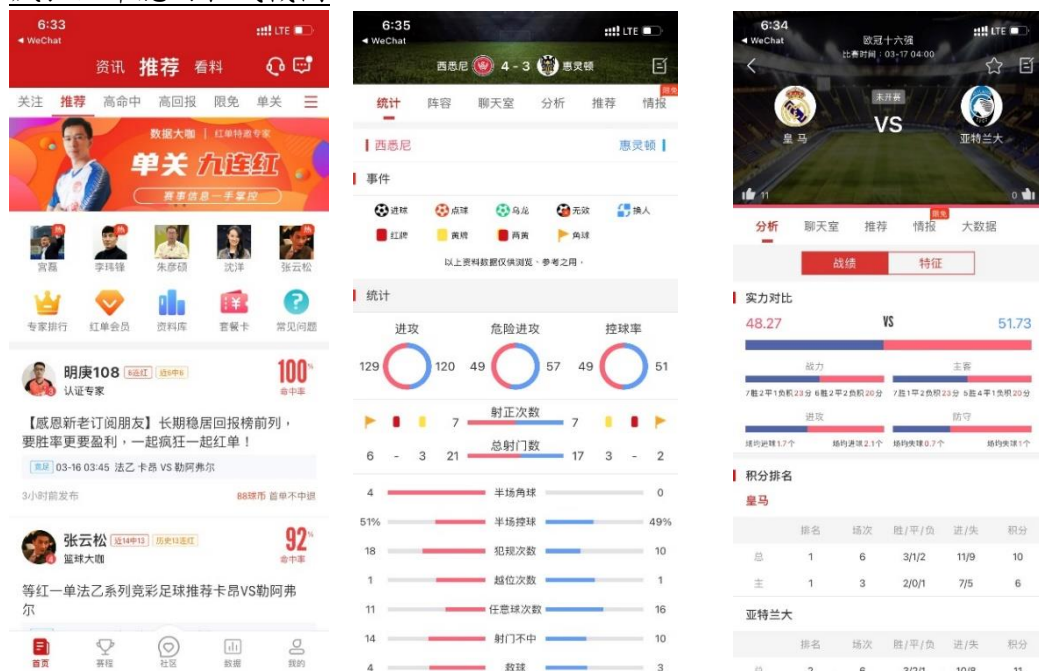


來源：公司資料，經千里碩證券整理

體育彩票知識付款信息服務—瘋狂紅單

- 「瘋狂紅單」為一款以付費內容服務的手機應用程式，為彩民提供足球、籃球賽事的相關分析、討論、預測、建議、投注率等資訊，並且透過大數據算法和 AI 分析，按用戶慣性，提供個性化推薦。
- 按易觀發表的《中國線上體育市場年度綜合分析 2019》報告中提到，「瘋狂紅單」的用戶覆蓋率在國內排名第一，遠超其他競爭對手。數據顯示，瘋狂體育與合作夥伴的覆蓋達到約七成體育人群，歸因於瘋狂體育於多年前已經開始營運中國足彩網及彩票 365 手機應用程式，累計註冊人數逾 1.3 億及 9,000 萬。通過內部資源整合，將用戶引流到「瘋狂紅單」，加上近 40 名合作夥伴在國內具有非常高知名度，如央視影音、騰訊體育、直播吧等。

瘋狂紅單應用程式截圖



來源: 瘋狂紅單 apps

瘋狂紅單合作夥伴



來源: 公司資料, 經千里碩證券整理

- 除覆蓋率高之外, 強大專家陣容確保「瘋狂紅單」中的付費內容有質量保證, 形成獨有競爭優勢。公司資料顯示, 「瘋狂紅單」目前有逾 3 萬名網紅專家, 超過 300 名頭部專家, 當中不乏知名退役足籃球員宮磊、李瑋鋒、焦健、張雲松、劉子秋; 賽事記者沈洋、賈磊、馬德興; 賽事評論員李戈、孟洪濤、王宇等, 可謂星光熠熠, 有助提升用戶體驗及忠誠度。

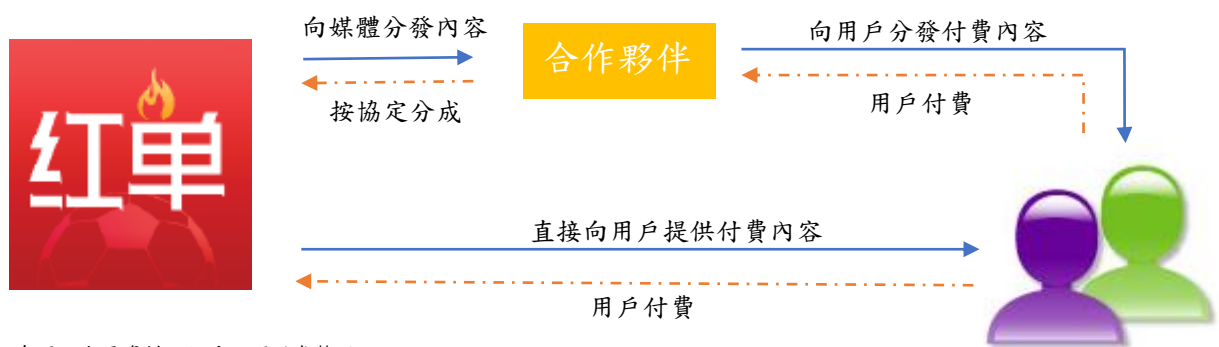
瘋狂紅單專家陣容鼎盛



來源: 瘋狂紅單 apps

- 「瘋狂紅單」的變現模式分為兩大類，第一類為直接向付費用戶提供內容，終端用戶通過 Apps 內的充值功能購買球幣，以購買各專家的方案。第二類為經過合作夥伴向用戶分開付費內容，終端用戶收取用戶費用後，按協定的方式與「瘋狂紅單」進行分成。

瘋狂紅單變現模式



來源: 公司資料, 經千里碩證券整理

體育彩票新零售

- 由於國內對彩票行業加強監管，加上 2020 年全球爆發新冠肺炎爆發，令體育彩票行業雪上加霜，部分彩票專營店被逼退出市場。公司把握機會布局體彩新零售戰略，與全國多間大型連鎖便利店合作，通過便利店零售網點和高流客量，接觸更多潛在彩民，有利將流量轉化成網上用戶，進行交叉銷售。截至目前，瘋狂體育與 29 間大型連鎖便利店簽訂合作協議，如華潤萬家、便利蜂、天福、廣東 7-11 等。截至 2021 年 6 月底止，獲各省市體彩中心批准的彩票零售網點共 5,101 間，覆蓋全國 17 個省市。公司會陸續在各網點安裝體育彩票終端機。此外，公司獲授權經營 45 家智慧彩票專門店，提供 1 對 1 VIP 會員彩票銷售服務。

簽訂協議之大型連鎖便利店



來源：公司資料

體育彩票終端機



來源：瘋狂體育官方網頁

體育手遊

- 瘋狂體育的目標顧客為內地體育人群，對用戶的喜好和消費習慣相當熟悉，故此瘋狂體育推出的手遊非常適合目標顧客口味。現時旗下的體育休閒遊戲大致分為三類，分別是體育競技棋牌遊戲、模擬經營足球遊戲和實時競技足球遊戲。截至目前，公司已發行的遊戲有 8 款。

瘋狂體育手遊產品組合

已發行遊戲



已簽約將發行遊戲



來源：公司資料

瘋狂體育手遊類型

實時競技足球遊戲



來源：瘋狂體育官方網頁



模擬經營足球遊戲



來源：瘋狂體育官方網頁



- 瘋狂體育為中超聯官方遊戲合作夥伴，擁有 2017 至 2022 年中超聯及中超各球會全部形象 IP 授權，涵蓋 16 支中超球隊以及逾 500 名球員 IP 權益，不僅可以利用 IP 製作不限平台(電腦、主機及移動端)、不限範圍、不限數量的營運權益，並可邀請頂級球星為遊戲任代言人。同時，瘋狂體育擁有 2017 至 2022 年「中超官方遊戲中心」獨家營運權，能夠對中超官方遊戲及其他體育遊戲進行分發。
- 「實況中超」充份利用中超聯 IP 打造的國內原創手機遊戲，屬於足球電競類遊戲，其玩法集球員育成、球員交易以及實況對戰於一身，遊戲內部支援線上 PVP 錦標賽、挑戰賽和巔峰賽等對戰系統，作為進軍電競市場的踏腳石。2020 年末遊戲獲黑龍江省體育局指定為官方電子競技運動項目，為配合線上選拔及線下電子競技比賽，「實況中超」將會推出電競版本。今年上半年，遊戲成功首發 2021 新賽季版本。

「實況中超」遊戲截圖



來源：<https://apps.apple.com/cn/app/%E5%AE%9E%E5%86%B5%E4%B8%AD%E8%B6%85-2020%E8%B6%B3%E7%90%83%E7%94%B5%E7%AB%9E/id1502065953#?platform=ipad>

- 為響應今年6月份開鑼的歐洲國家盃，公司旗下重磅足球電競手遊「球場風雲」Android版及iOS版已經上線，長期獲兩個平台推薦。「球場風雲」獲得國際職業足球運動員聯合會（FIFPro）正版IP授權，遊戲中覆蓋54個國家及聯賽、超過6萬名職業球員的真實姓名及肖像，當中不乏知名球星如C朗拿度(Cristiano Ronaldo)及美斯(Lionel Messi)等。瘋狂體育於今年3月份上旬，與智傲集團(8282)簽訂代理協議，智傲將會獨家代理「球場風雲」的香港、澳門及台灣市場。
- 遊戲獨創「一球成名」玩法，讓玩家進行角色扮演，從少年球員經過訓練、參加比賽、聘請教練、技能提升等逐步成長為國際巨星。同時，遊戲中加入球員養成、及球員技能、戰術套路、教練系統等熱門玩法，相信非常符合中國玩家的遊戲習慣。
- 順帶一提，於今年9月初，「球場風雲」推出新賽季電競版本，通過嶄新「花火」3D遊戲引擎，競技玩法更加公平，摒棄卡牌品階、戰力屬性差異，以實時數據算法調整雙方對手戰力，更加考驗玩家的操作和實時判斷能力。

「球場風雲」遊戲截圖



來源：瘋狂體育官方網頁

- 另一手遊大作「夢想足球」於6月上旬開啟刪檔計費測試，有望短期內上市。「夢想足球」一款實況對戰類足球電競手遊，海外版《Sociable Soccer》

發行權由蘋果公司獨佔，在全球逾 150 個國家獲重點推薦。「夢想足球」由瘋狂體育、中國移動旗下咪咕互娛、Tower Studios 聯合製作，進一步豐富公司的遊戲組合。

- 事實上，「實況中超」、「球場風雲」及「夢想足球」均有 IP 作加持，對於熱愛足球玩家而言，遊戲中的球會及球員均耳熟能詳，有效加強真實感，相當容易引起玩家之間的共鳴，課金意願相對較高，令遊戲產品週期更長。

海南賽事競技平台和積分系統

- 於今年 1 月初，按照《海南省人民政府關於加快發展體育產業促進體育消費的實施意見》和《海南省人民政府辦公廳關於加快發展健身休閒產業的實施意見》，瘋狂體育宣布獲海南省當局批准於海南搭建一個賽事競技平台和積分兌換系統，分別命名為《夢幻賽事平台》和《多多積分商城》。
- 《夢幻賽事平台》以區塊鏈為核心技術，內含較受歡迎的國際足球、籃球賽事的有獎競猜活動之餘，亦有海南各類遊戲競技大賽、單車賽、方程式賽車、拳擊等賽事。勝出有獎競猜活動的參加者，可以獲得獎勵積分。通過《多多積分商城》，參加者可兌換海南省免稅店的商品、酒店、航空公司服務等。除有獎競猜活動部分，平台會提供各項事資訊、賽事預測、賽事直播、體育社區等，以豐富用戶體驗。
- 一般而言，區塊鏈技術具有上數據防篡改、可保真、可溯源的特性，借助相關特性，令《夢幻賽事平台》和《多多積分商城》有更好透明度和公信力，以加強參與者的投入度。為此瘋狂體育與火鏈科技已簽訂戰略合作框架協議。除打造圍繞有獎競猜的平台之餘，雙方會展開其他深度的戰略合作，如探索區塊鏈技術在體育競猜行業的深度應用；通過區塊鏈的分布式存儲和不可篡改技術，保證資產數據的真實性；基於多種鏈上技術模塊的組合，確保生態參與者的權益等。
- 火鏈科技隸屬於火幣集團旗下，擁有多項自主知識產權的 HuoChain 底層區塊鏈技術，應用於零售、快速消費品、電商、物聯網、旅遊業等 20 多個產業，積極推動各行各業數字化。
- 內地民眾在《夢幻賽事平台》上，可通過完成每日任務或購買賽事付費服務獲取積分，不只參與有獎競猜活動，亦可以參與平台提供的服務，例如與體育 KOL 互動等。瘋狂體育藉此將客戶引流至其他業務，例如體育社交互動平台，甚至手機遊戲，業務間便產生協同效應，為客戶創造更多價值，以提升客戶黏度和體驗。

海南賽事競技平台和積分系統運作模式



來源：瘋狂體育資料

- 今年 6 月下旬，瘋狂體育與國際職業拳擊聯盟(International Professional Boxing Unite)達成戰略合作框架協議，將推動國際性拳擊賽事於海南舉辦，助力拳擊運動在海南普及化。根據協議，計劃在未來 3 年內，於海南主辦數以百場計之國際性拳擊賽事，首場預料於 2021 年內於澳門舉行。作為海南拳擊賽事互動娛樂服務的唯一合作夥伴，「夢幻賽事平台」與「多多積分商城」將成為賽事指定唯一互動娛樂平台，為推進海南賽事競技平台和積分系統發展的重要里程碑，有望打造成典型案例，未來進一步借鏡至其他運動項目。

戰略投資

- 瘋狂體育除自身業務發展外，將部分財政資源分配至戰略投資，中長線有助賺取投資回報和提升企業價值。公司投資分為兩部分，包括私募股權基金和亞洲銀行。截至 2020 年 12 月 31 日，公司於私募股權基金的投資總額為 4.6 億港元。
- 另外，公司目前持有亞洲銀行 45.5%權益，業務為提供網上數字銀行服務，已為 45 個司法權區之客戶開設賬戶，客戶分布於亞洲、歐洲、中東、加勒比和南美洲。

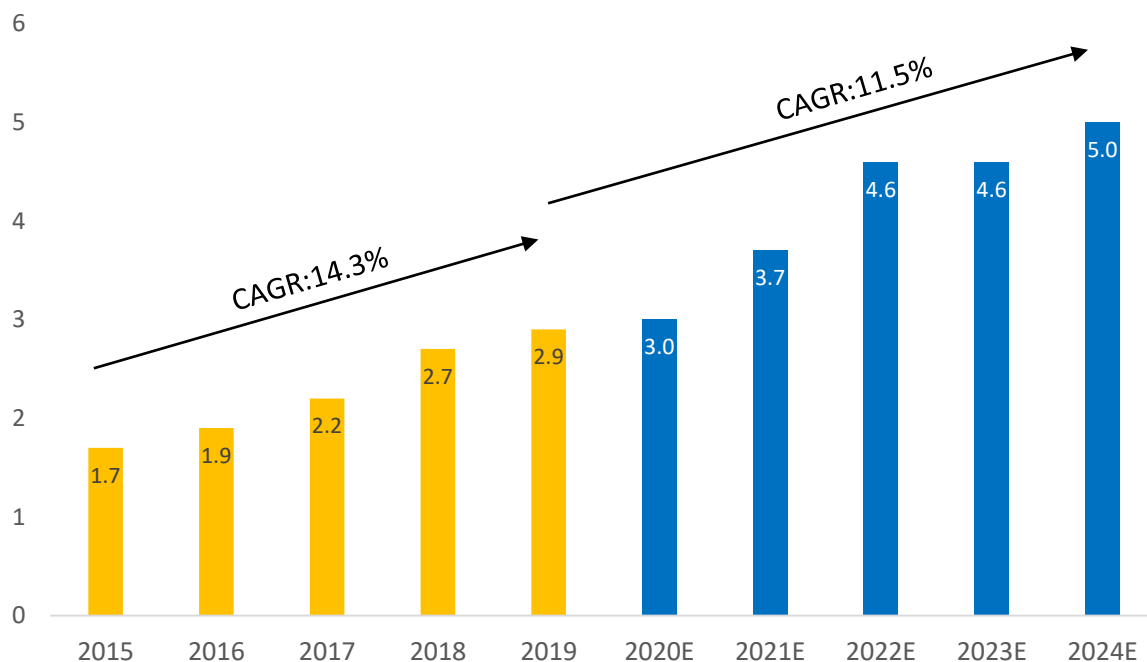
前景展望

「十四五」體育產業衝擊5萬億人民幣規模

- 自「十三五」開始，中央政府便不遺餘力推動國內體育產業發展。期間，由國務院發表的體育產業政策有三項，包括舉足輕重的《關於加快發展體育產業促進體育消費的若干意見》，俗稱「46號文件」。而國家體育總局與其他部委聯合發布的產業規劃有12個，其餘涉及體育產業的政策文件更多不勝數。
- 為配合「46號文件」在全面落實，全國多個省市的地方政府按照自身情況與側重點，推出更多針對性措施，例如吸引民營資本、賽事改制、加強體育產業監管等。在中央和地方政府多管齊下合力推動體育產業發展，根據國家統計局數字，2015至2019年全國體育產業總規模的複合年增長率達到14.3%，明顯高於GDP增長速度。

中國體育產業總規模

人民幣(萬億元)



來源：國家統計局、灼識諮詢，經千里碩證券整理

- 2019年全國體育產業總規模達到2.95萬億人民幣，非常接近「十三五」規劃提出2020年達3萬億人民幣的階段性目標，相信即使在新冠肺炎疫情影

響下，有望超額完成目標。2021年為「十四五」開局之年，又是後疫情時代起點，全國體育產業總規模將會向2025年達到逾5萬億人民幣的下一階段目標進發。

- 2021年3月，中央發表《國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和2035年遠景目標綱要》，提出到2035年，中國要建構成體育強國，與文化、教育和人才並列4大強國目標。憧憬體育「十四五」規劃出台後，會有更多政策落地，推進整個產業發展。
- 中國國務院於2021年8月初印發《全民健身計劃(2021-2025年)》，以促進全民健身更高水平發展，滿足群眾健身和健康需求。事實上，今次《計劃》為「十三五」時期同一政策延伸，在「十三五」基礎上，更著重給予基層支持，強調標準化建設，以打造更高水平之全民健身公共服務體系。
- 整個《計劃》提出五大目標和八大任務。《計劃》目標到2025年，全民健身公共服務體系更加完善，人民群眾體育健身更加便利，健身熱情進一步提高，各運動項目參與人數持續提升，經常參加體育鍛煉人數比例達到38.5%，縣（市、區）、鄉鎮（街道）、行政村（社區）三級公共健身設施和社區15分鐘健身圈實現全覆蓋，每千人擁有社會體育指導員2.16名，重申中國體育產業總規模達到5萬億元人民幣。
- 八大任務方面，當中包括加大全民健身場地設施供給、廣泛開展全民健身賽事活動、提升科學健身指導服務水平、激發體育社會組織活力、促進重點人群健身活動開展、推動體育產業高質量發展、推進全民健身融合發展、營造全民健身社會氛圍等。

體育消費將受惠產業加速數字化

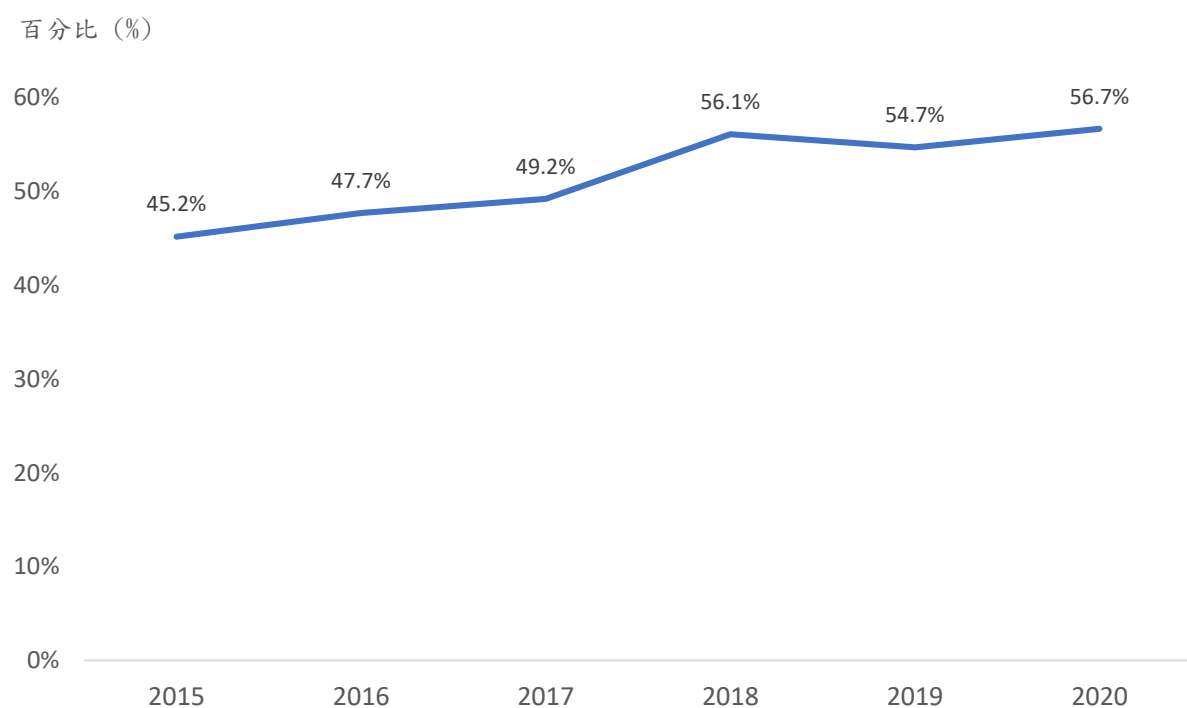
- 事實上，體育活動不僅能強身健體和舒緩生活壓力，藉此提升社會生產力和減少公共醫療開支。通過觀賞體育賽事和參與體育運動，有助凝聚群眾，建立和諧社會。除此以外，隨著內地消費者收入提高，消費需求起了質的變化，由以往單純的物質消費，轉移至新型消費類別，如體育消費，預期將成為擴大內需的重要支柱。
- 2020年，為應對疫情對國內實體經濟衝擊和落實國務院於2019年發布《關於促進全民健身和體育消費推動體育產業高品質發展的意見》，國家體育總局確定40個國家體育消費試點城市。針對體育消費一環，意見提到要優化體育消費環境、出台鼓勵消費政策以及培養終身運動習慣等。故此，國家政策為體育消費推動力之一。
- 按中國互聯網信息中心統計，截至2020年底，中國網民規模達到9.89億，佔全球約20%比重。基於龐大網民基礎，中國為全球最大線上零售市場，2020年中國網上零售額達到11.76萬億人民幣。展望「十四五」，在5G、人工智能、大數據、雲技術等創新科技助力下，體育產業數字化屬大勢所

趨，尤其「線上引流+實體消費」將成為新主流，配合大型體育賽事及體育明星形成的 IP，將創造更多消費場景，為體育消費市場發掘更多增長潛力。

大型體育盛事密集舉行，體育彩票銷售增長可期

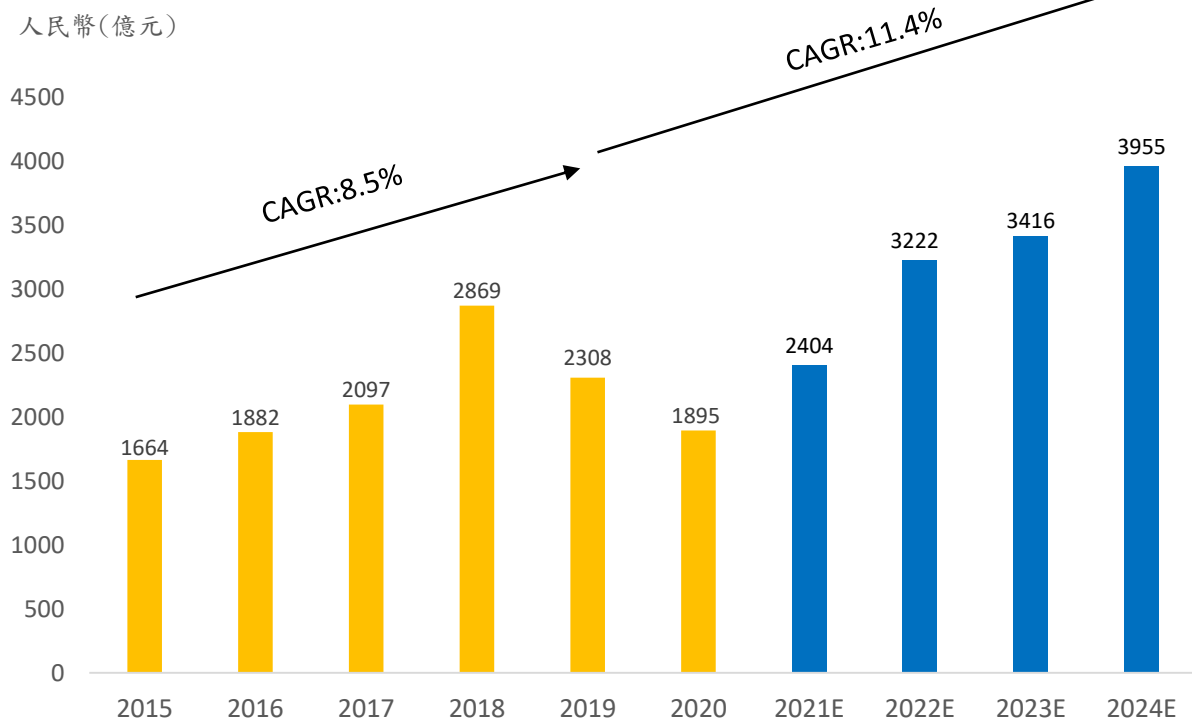
- 按照國家統計局及國家體育總局的分類，整個體育產業可細分為 11 個項目，其中體育彩票歸類為「其他與體育相關服務」。伴隨體育產業規模擴大，體育彩票細分領域亦會受惠其中。由於中國居民收入水平提升、對自身健康意識提高以及國家積極推動一系列支持體育產業政策，更多人參與體育活動，間接提高對體育彩票的興趣。
- 根據財政部數據，近年全國體育彩票銷售高峰於 2018 年，當年舉行世界盃盛事，體育彩票的銷售額達到 2869.2 億人民幣。隨後連續兩年回落，2020 年因疫情緣故，多項體育賽事停擺，銷售額僅有 1894.6 億人民幣。不過，體育彩票銷售額佔整體彩票的比重呈上升趨勢。

中國體育彩票銷售佔比



來源:中國財政部,經千里碩證券整理

中國體育彩票銷售額



來源:中國財政部、灼識諮詢,經千里碩證券整理

- 灼識諮詢預測,中國體育彩票銷售額到2024年,將會達到接近4,000億人民幣,2019至2024年的複合年增長率為11.4%,高於2015至2019年的複合年增長率8.5%。
- 由於2022年新冠肺炎疫情在全球肆虐,部分大型體育賽事如東京奧運會、歐洲國家盃及美洲國家盃均要延期至2021年進行。因此,2021至2022年可謂「體育大年」,連同上述三項延期賽事,卡塔爾世界盃、北京冬奧運動會以及杭州亞運會等魚貫上演。大型體育賽事密集舉行,將有利刺激體育彩票銷售額以及周邊產業(體育彩票知識付費信息及體育休閒遊戲)的需求。

海南省受惠眾多政策,支援體育產業發展

- 海南作為中國最南端的省份,自成立以來已經被列為經濟特區。中央先後於2018及2020年發表《關於支持海南全面深化改革開放的指導意見》及《海南自由貿易港建設總體方案》兩份文件,確立海南省於深化改革及開放政策中的獨有優勢。自貿區政策不僅推動海南經濟提速發展,更重要是國內發展開放型經濟的試金石。在眾多產業中,預計體育旅遊業、服務業及高新科技業會成為海南省重點發展產業。
- 為支持及指導海南省大力發展體育旅遊業及推動建設國家體育旅遊示範區,

海南省政府於 2020 年上旬發表《海南省國家體育旅遊示範區發展規劃(2020-2025)》，通過「體育旅遊化」和「融體於旅」兩大思路，打造體育旅遊示範項目，循序漸進推進集體育、旅遊、教育、文化、康養為一體的融合型體育發展模式。

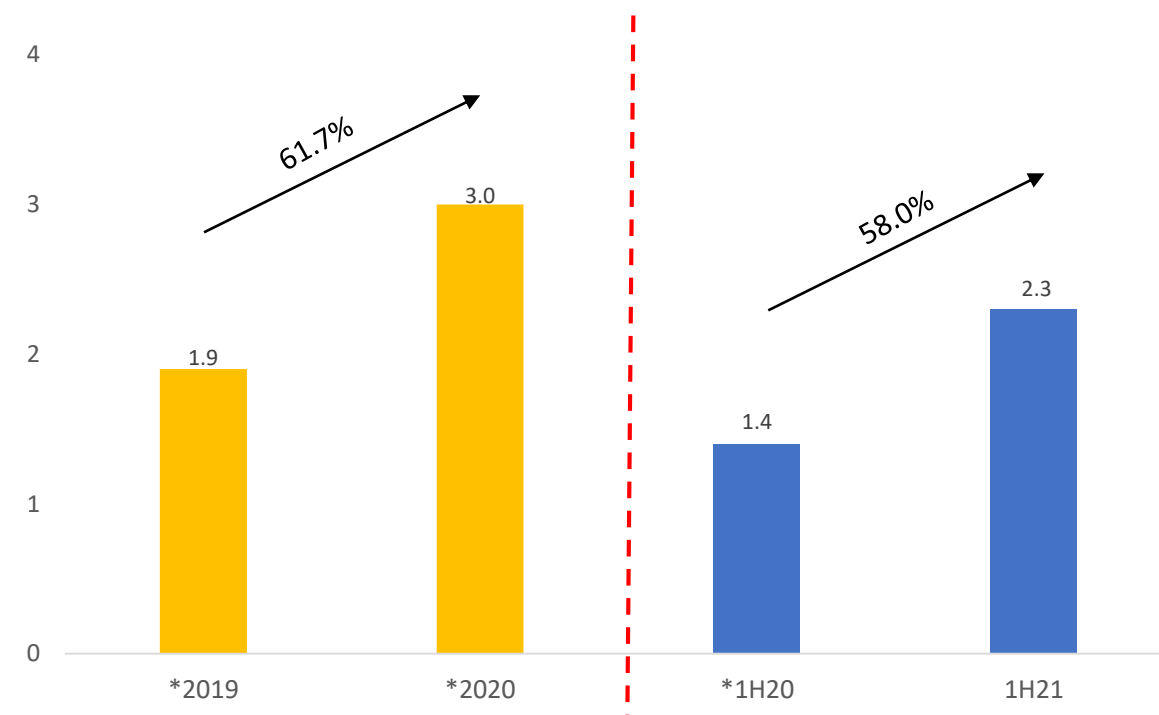
- 今年 4 月份，中央再有多份文件出台，內容均提及海南省體育產業發展。國家發改委聯合商務部發布《關於支持海南自由貿易港建設放寬市場準入若干特別措施的意見》，提到放寬體育市場準入；支持在海南建設國家體育訓練南方基地和省級體育中心，支持打造國家體育旅遊示範區，鼓勵開展沙灘運動、水上運動等戶外項目，按程序開展相關授權；又鼓勵網絡遊戲產業發展和探索將國產網絡遊戲試點審批權下放海南省。
- 在金融領域方面，中國人民銀行聯合其他金融部委亦發布《關於金融支持海南全面深化改革開放的意見》，明確表示支持海南推廣體育產業專項債券和建立體育企業信用大數據平台等。
- 上述各項政府文件反映中央和海南省政府高度重視當地體育相關產業的發展。承上文，瘋狂體育於海南搭建一個賽事競技平台和積分兌換系統，意味瘋狂體育將直接受惠於政策利好因素，為業務發展提供一個新增長引擎。

財務分析

- 承上文，公司自 2018 年收購瘋狂體育後積極轉型，於 2020 年進行業務重組，將電信媒體業務剝離及於 2021 年首季起停止營運電商業務。2021 年上半年，為公司重組後首份中期業績，持續經營業務之收益按年增長 58.0% 至 2.3 億港元，已經佔 2020 年全年收入 76.7%。收益快速增長，歸因於體育娛樂平台總用戶數按年增長 63.4% 至 3,890 萬，每月活躍用戶達 262 萬，按年增長 275.2%。

公司收入增長

港幣(億元)



來源：公司資料，經千里碩證券整理

*只計算體育及彩票相關收益

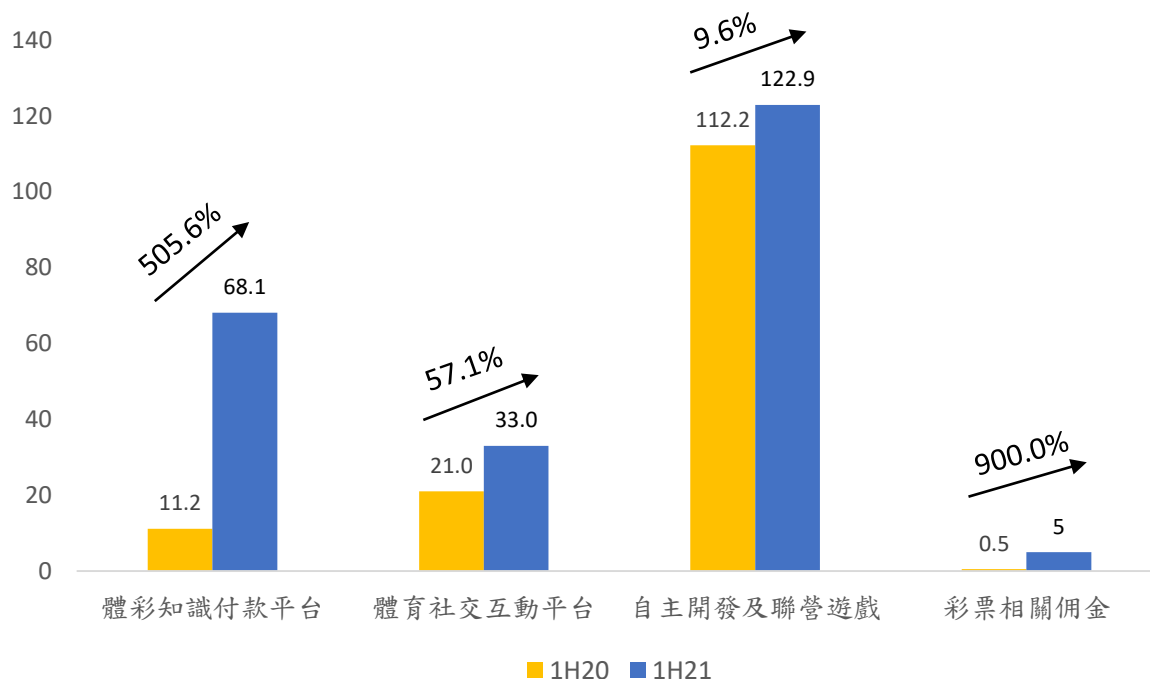
- 公司收益來自四個領域，包括體育知識付費平台；體育社交互動平台；體育及休閒遊戲和彩票相關佣金收入。期內，所有細分領域收益均錄得正增長。首先，全球多項大型體育賽事於歐洲五大足球聯賽、中超聯賽及 NBA 如常舉行，加上自有平台及與 40 多間國內體育流量平台合作，可謂對全國體育及彩民覆蓋已經非常全面，使瘋狂紅單內之知識付費內容產品需求大增，上半年來自體育知識付費平台收入按年急升近 5.1 倍至 6,810.0 萬港元。而體育社交互動平台—瘋狂體育 Apps 提供體育賽事資訊、短視頻之餘，又與體育遊戲賬號結合，促成業務間的交叉銷售，拉動收入同比增加 57.1%

至 3,295.8 萬港元。

- 儘管 2020 年上半年，新冠肺炎疫情在國內肆虐，民眾留家時間更長，令「宅經濟」風頭一時無兩，期內公司體育及休閒遊戲業務增長加快，形成高基數效應。不過，瘋狂體育於 2021 年上半年推出新遊戲《火柴人大亂鬥》及《球場風雲》以及《實況中超》2021 新賽季版本，豐富產品組合，分部收入按年上升 9.6% 至 1.2 億港元。
- 在體育彩票零售服務方面，公司與近 30 間連鎖便利店簽訂合作協議，令彩票零售網點數量大幅增長，截至 6 月底止，獲批的網點數目共 5,101 間 (2020 年底: 1,003 間)，拉動彩票銷量顯著上升，故此來自彩票銷售服務佣金收入同比飆升 9 倍。

FY21 各業務分部收入明細

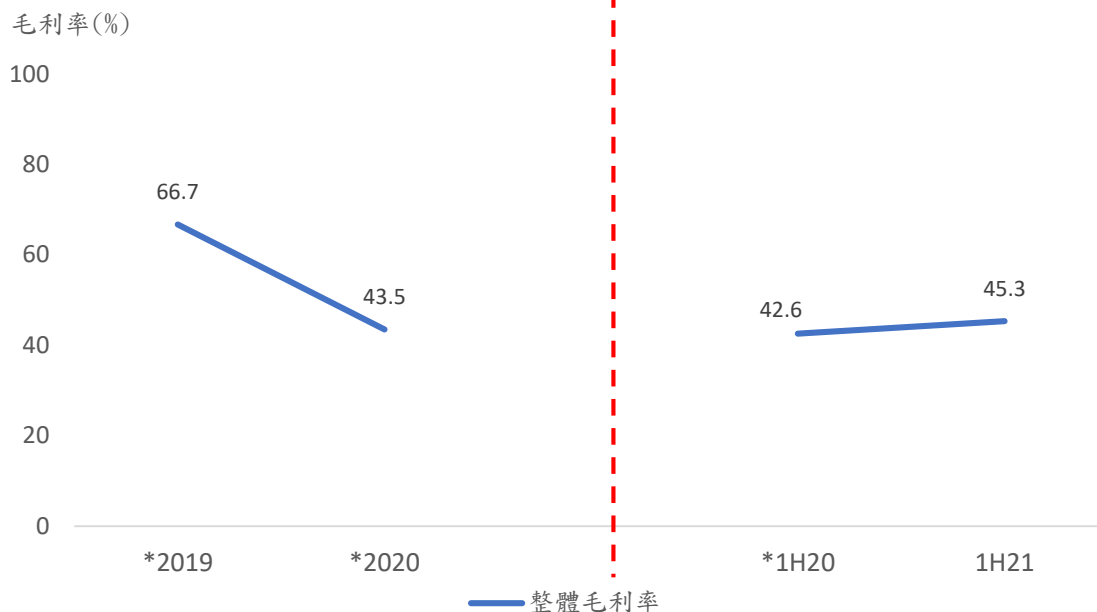
港幣(百萬元)



來源: 公司資料, 經千里碩證券整理

- 毛利率方面，由於體育娛樂平台用戶人數增加以及多項大型體育賽事舉行，高毛利率的體育知識付費平台收入佔比提升，拉動整體毛利率按年上升 2.7 個百分點至 45.3%。

公司整體毛利率及分部毛利率

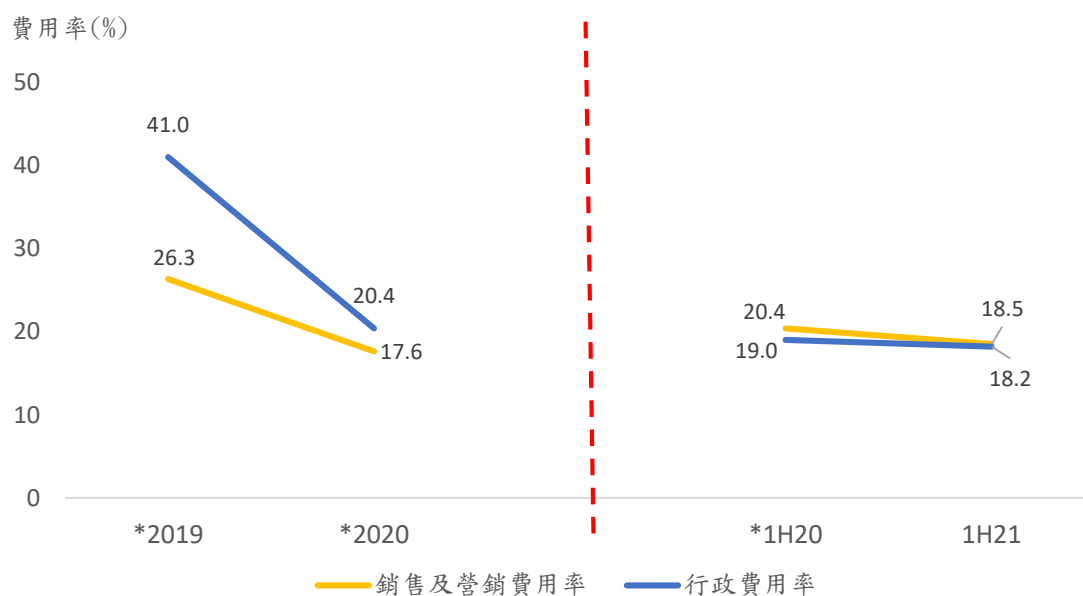


來源: 公司資料, 經千里碩證券整理

*只計可持續經營業務

- 期內, 公司發布新體育遊戲以及加強推廣體育數字娛樂應用程或, 銷售及營銷費用按年上升 43.7% 至 4240.2 萬港元, 佔收入比重則由 2020 年同期之 20.4%, 下降至 18.5%。至於行政費用率, 由 2020 年上半年之 19.0%, 下跌至 18.2%。

公司各項費用率

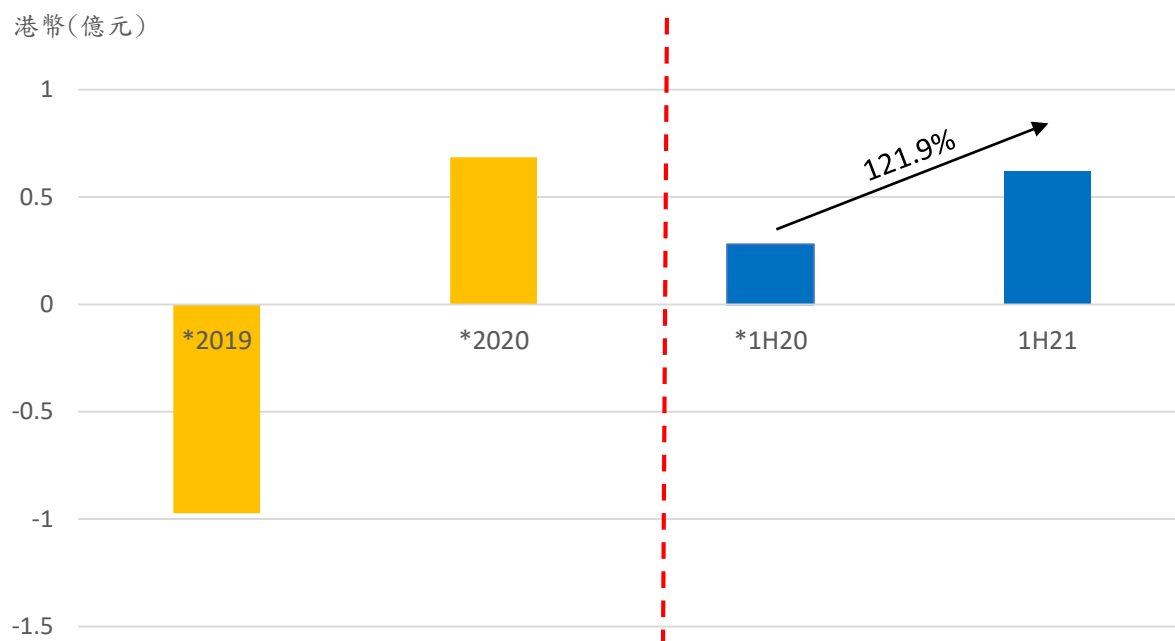


來源: 公司資料, 經千里碩證券整理

*只計可持續經營業務

- 2021年上半年，持續經營業務溢利按年上升121.9%至6196.7萬港元，歸因於各業務收入增長，毛利率向上以及主要費用率下滑。單計上半年盈利，已經達到2020年全年盈利的90.4%。

公司年度溢利/(虧損)



來源：公司資料，經千里碩證券整理

*只計可持續經營業務

- 截至2021年6月底止，公司手頭現金為8,762.0萬港元，短期負債為1202.4萬港元。換句話說，淨現金水平為7559.6萬港元，財政水平相當健康，資本負債比率僅為0.9%。

盈利預測及投資建議

- 由於智能設備普及化和線上支付系統趨向成熟，線上體育競技娛樂在全球發展提速，而且涉及之體育競技項目和娛樂玩法增多，吸引更多民眾參與。特別是去年新冠肺炎疫情在全球肆虐，各國實施嚴厲的社交隔離措施和遙距辦公，民眾留家時間更長，參與線上體育競技娛樂機會上升，進一步令線上體育競技娛樂滲透率提高。
- 瘋狂體育集團於2020年度將盈利能力欠佳的電信媒體業務出售和終止電商業務營運，目前資產為一直錄得盈利的瘋狂體育部分。適逢中央近年大力推動全國體育產業發展以及多項大型體育賽事密集於2021至2023年之間舉行，公司業務將會受惠其中。我們預期在上述期間，公司盈利會踏入快速增長期。
- 預期公司2021和2022年歸屬於母公司股東淨利潤分別為1.1億和2.3億港元，相當於每股盈利2.5和5.1港仙。根據我們的貼現現金流(DCF)模型，推算目標價為2.52港元，相當於2021年度預測市盈率19.7倍。我們首次覆蓋，給予「買入」評級。相比之下，海外線上體育娛樂企業於2021及2022年預測市盈率分別為39.4倍及27.2倍，瘋狂體育的預測市盈率明顯較為落後。

海外線上體育娛樂企業估值

公司名	上市編號	市值(百萬元)	2021預測 市盈率(倍)	2022預測 市盈率(倍)
EVOLUTION AB	EVO SS Equity	299,004.4	47.9	36.4
ZEAL NETWORK SE	TIMA GR Equity	921.6	98.0	43.1
LOTTO24	LO24 GR Equity	644.1	-	-
OPAP SA	OPAP GA Equity	4,482.9	15.2	11.8
PENN NATIONAL GAMING INC	PENN US Equity	12,201.3	23.8	26.5
FLUTTER ENTERTAINMENT PLC-DI	FLTR LN Equity	25,316.4	46.8	34.5
ENTAIN PLC	ENT LN Equity	11,155.5	34.8	21.8
INTERNATIONAL GAME TECHNOLOG	IGT US Equity	4,442.3	25.4	16.9
DRAFTKINGS INC - CL A	DKNG US Equity	24,390.9	-	-
PENN NATIONAL GAMING INC	PENN US Equity	12,201.3	23.8	26.5
FLUTTER ENTERTAINM-UNSP ADR	PDYPY US Equity	35,195.7	-	-
	平均		39.4	27.2

來源：彭博

- 潛在下行風險：政策風險；疫情反覆致大型體育賽事延期

貼現現金流估值

港幣(百萬元)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
稅前溢利	129.2	268.3	512.8	651.6	789.2	913.6	1055.9	1166.2	1287.0	1381.1
已付所得稅	(19.4)	(40.2)	(76.9)	(97.7)	(118.4)	(137.0)	(158.4)	(174.9)	(193.0)	(207.2)
折舊及攤銷	12.1	17.1	44.8	22.2	25.1	28.5	32.4	36.8	41.9	47.7
營運資金轉變	40.0	(37.3)	(58.1)	(25.5)	(30.5)	(27.5)	(31.6)	(24.2)	(26.7)	(20.5)
其他	(74.5)	(26.7)	(35.7)	16.6	11.6	6.6	1.6	(3.4)	(8.4)	(13.4)
經營現金流	87.4	181.1	386.9	567.2	677.1	784.2	899.9	1000.5	1100.8	1187.8
資本開支	(16.7)	(69.1)	(69.1)	(4.1)	(4.1)	(4.1)	(4.1)	(4.1)	(4.1)	(4.1)
自由現金流	70.7	112.0	317.8	563.1	672.9	780.1	895.8	996.3	1096.7	1183.6

永續增長率	3.0%									
折現年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
折現率	0.88	0.77	0.68	0.60	0.53	0.47	0.41	0.36	0.32	0.28
折現自由現金流	62.2	86.8	216.8	338.1	355.7	363.0	366.9	359.2	348.1	330.7

無風險收益率	1.34%
風險溢價	12.3%
啤單係數	1.14
股票成本	11.88%
稅前債務成本	2.05%
稅率	15.00%
稅後債務成本	2.40%
債務/資本	2.50%
加權平均資本成本	13.6%

2021-2030自由現金流現值	2827.5
折現終值	3213.4
亞洲銀行權益賬面值	6.5
金融資產賬面值	496.4
加：淨現金	120.7
股權價值(百萬港元)	6664.5
每股價值(港元)	2.52

來源:千里碩證券研究部

綜合收益表(截至12月底止)

港幣(百萬元)	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	300.8	624.5	1091.9	1700.8
收益成本	(170.1)	(312.2)	(524.1)	(782.3)
毛利	130.7	312.2	567.8	918.4
其他收入及收益	83.4	37.3	44.4	53.4
銷售及營銷開支	(52.9)	(90.5)	(152.9)	(212.6)
行政費用	(61.4)	(103.0)	(169.2)	(229.6)
聯營權益減值	(0.9)	0.0	0.0	0.0
應佔聯營溢利	(31.7)	(26.7)	(21.7)	(16.7)
融資成本	(0.9)	0.0	0.0	0.0
稅前利潤	66.4	129.2	268.3	512.8
所得稅開支/抵免	2.1	(19.4)	(40.2)	(76.9)
持續經營業務利潤	68.5	109.8	228.1	435.9
已終止業務年度虧損	(199.9)	0.0	0.0	0.0
非控股權益	(0.6)	3.8	3.8	3.8
歸屬於母公司淨利潤	(131.9)	113.6	231.9	439.7

資產負債表(截至12月底止)

港幣(百萬元)	2020A	2021E	2022E	2023E
應收賬款及其他應收款	35.8	74.3	129.9	202.4
預付款項、按金及其他應收款項	73.4	124.9	209.7	312.9
現金及現金等價物	109.8	120.7	273.0	640.2
其他	84.7	59.0	59.4	60.0
流動資產合計	303.6	378.9	672.0	1215.5
物業、廠房及設備	7.8	5.4	3.0	0.3
無形資產	53.1	56.0	106.4	129.2
商譽	426.9	423.2	419.5	415.8
其他	395.7	500.1	500.1	500.1
非流動資產合計	883.5	984.8	1029.1	1045.5
資產總計	1187.2	1363.7	1701.1	2260.9
應付帳款及其他應付款	94.9	168.0	271.5	389.6
借款	8.8	0.0	0.0	0.0
其他	186.0	179.9	179.9	179.9
流動負債合計	289.7	347.9	451.4	569.6
租賃負債	10.3	10.3	10.3	10.3
其他	6.3	9.0	9.0	9.0
非流動負債合計	16.6	19.3	19.3	19.3
負債總計	306.3	367.2	470.7	588.9
股本及儲備	864.3	979.9	1213.8	1655.5
非控股權益	16.6	16.6	16.6	16.6
權益總計	880.9	996.5	1230.3	1672.1

現金流量表(截至12月底止)

港幣(百萬元)	2020A	2021E	2022E	2023E
稅前利潤	(133.5)	129.2	268.3	512.8
折舊	15.5	3.1	3.2	3.4
其他	250.9	(65.5)	(12.9)	5.7
營運資金變動	(165.1)	40.0	(37.3)	(58.1)
息、稅開支	3.0	(19.4)	(40.2)	(76.9)
營運現金流	(29.2)	87.4	181.1	386.9
資本開支	(2.9)	(16.7)	(69.1)	(69.1)
其他	30.1	(50.5)	40.8	49.8
投資現金流	27.2	(67.2)	(28.4)	(19.3)
發行新股	62.7	0.0	0.0	0.0
借款變動	3.3	(8.8)	0.0	0.0
其他	(13.3)	0.0	0.0	0.0
融資現金流	52.7	(8.8)	0.0	0.0
期初現金	58.9	109.8	120.7	273.0
現金流變動	50.8	10.9	152.3	367.2
期末現金	109.8	120.7	273.0	640.2

財務比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
成長能力				
收入增長(%)	-87.7%	107.6%	74.9%	55.8%
毛利增長(%)	2.7%	138.9%	81.9%	61.7%
歸母淨利潤增長(%)	虧損收窄	虧轉盈	104.1%	89.6%
盈利能力				
毛利率(%)	43.5%	50.0%	52.0%	54.0%
淨利潤率(%)	-	18.2%	21.2%	25.9%
股本回報率(%)	-15.0%	11.4%	18.8%	26.3%
資產回報率(%)	-11.1%	8.3%	13.6%	19.4%
償付能力				
負債比率(%)	25.8%	26.9%	27.7%	26.0%
淨負債比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
流動比率	1.0	1.1	1.5	2.1
速動比率	0.7	0.7	1.0	1.5
每股指標				
每股盈利(港仙)	(2.93)	2.51	5.13	9.72
每股帳面值(元)	0.2	0.2	0.3	0.4
每股派息(元)	-	-	-	-
估值				
市盈率(倍)	-	19.7	9.7	5.1
市賬率(倍)	2.53	2.25	1.82	1.34
股息率(%)	-	-	-	-

免責聲明

本報告由千里碩證券有限公司(“千里碩”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，千里碩概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，千里碩及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，千里碩在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於千里碩所有。未經千里碩許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。權益披露—本研究報告所涵蓋之上市公司已向千里碩證券有限公司支付費用，已獲得本研究報告。千里碩證券有限公司及旗下分析師可就證券或發行自由發表任何意見。

千里碩證券有限公司

地址: 香港中環干諾道中 168-200 信德中心西翼 16 樓 1601-1604 室

電話: (852)3725 4300

傳真: (852)3725 4399

電郵: enquiry@elstone.com