

# 火岩控股 (1909.HK) 跟進報告

## 研究報告

- 海外營運取得重大成功
- 發展 P2E (Pay to Earn) 共享經濟遊戲
- 以 NFT 打通小型及微型遊戲工作室供應鏈

### 核心觀點：

自我們去年 8 月 28 日發出研究報告後，火岩其後出現一連串的公司動作（corporate actions）：

火岩控股 (1909.HK) 公司動作	
2020 年 11 月 18 日	收購德成國際 100% 股權
2021 年 2 月 11 日	董事調任及委任技術總監及首席執行官
2021 年 3 月 1 日	成立深圳華映天使投資企業基金
2021 年 3 月 9 日	與蘇澤蘭特網絡科技有限公司之戰略合作
2021 年 3 月 28 日	與遊戲陀螺磋商合作框架備忘錄
2021 年 3 月 30 日	股份 1 拆 4

火岩 (1909.HK) 業績亮麗，2020 年全年實現淨收入人民幣 5.21 億元，同比增長 71.3%，毛利約人民幣 4.8 億元，增幅為約 68.9%，毛利率達 92.1%，較去年同期下降 1.4%。若按拆股後(一拆四)計算，火岩(1909.HK) 每股盈利達人民幣 0.35 元。然而，這業績尚未反映收購下游遊戲營運商德成的業績。我們估算，德成於 2020 年全年的營收約高達 8.2 億元，年內總收益約 2.5 億元。因此，火岩 (1909.HK) 在「併表」後 2020 年的營收實為 13.41 億元，年內淨利潤為 5.8 億元。

皇家大亨是火岩 (1909.HK) 在泰國自主營運的一款遊戲。火岩 (1909.HK) 近年的營運策略專注發展海外市場，而皇家大亨在短短一年之間，營收佔比由 4% 急增至 11%，成為支撐火岩 (1909.HK) 業績高增長的新動力，更帶動火岩 MPU 及 ARPPU 創新高。

火岩 (1909.HK) 正利用自身強大技術的優勢，以 NFT 技術為切入點，建構可供玩家售賣遊戲道具的 E bay 式平台，為玩家創造及儲存數位財富。另外，它亦正建造跨地域的遊戲零件平台，整合中小型遊戲工作室各式各樣的產品，如人物、動畫、背景音樂等，打造亞里巴巴式的遊戲零件採購平台，協助小型及微型遊戲工作室銷售具保障性的知識產權。

報告日期

2021 年 04 月 20 日

### 火岩控股股價表現



### 馬山研究團隊

[info@masancapital.com](mailto:info@masancapital.com)

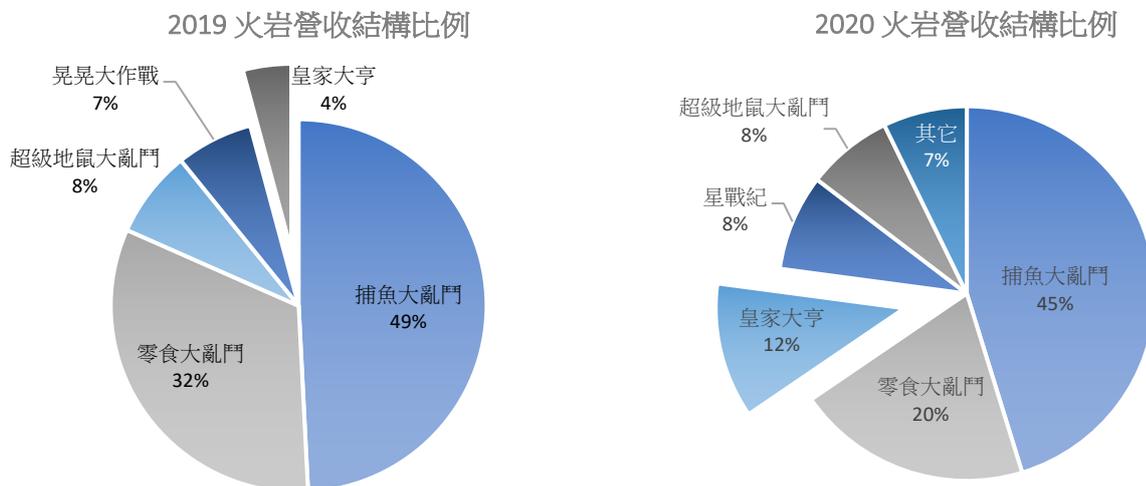
## 最近的企業動作

火岩 (1909.HK) 於我們去年發出研究報告後，它於 2020 年 11 月 18 日收購下游遊戲營運商德成國際，完成上下游產業鍊的佈局。其後，火岩董事局調任原創辦及執行董事人之一的黃勇先生至非執行董事及技術總監，並換上具豐富智慧行銷及數位廣告經驗的蘇毅先生，為董事局注入新活力。此外，它於 3 月 1 日宣佈與深圳市天使投資引導基金及深圳前海通付股權投資管理有限公司共同成立深圳華映天使投資企業基金，以便捕捉各戰略新興行業的投資機會。再者，火岩 (1909.HK) 宣佈與蘇澤蘭特網絡科技有限公司，進行戰略合作，開拓區塊鏈遊戲相關業務。它更於 3 月 28 日宣佈與「泛遊戲」著名的遊戲媒體遊戲陀螺磋商合作框架備忘錄，希望藉此合作，能在早期接觸更多有潛質的中小型遊戲開發商。最後，於 3 月 30 日，火岩 (1909.HK) 宣佈股份進行 1 拆 4，減少每股股份的成交價，從而吸引更多投資者。

## 業績短評

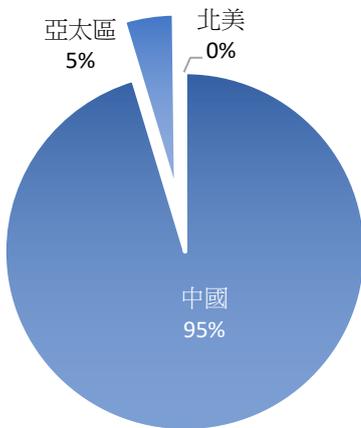
火岩 (1909.HK) 業績亮麗，2020 年全年實現淨收入人民幣 5.21 億元，同比增長 71.3%，毛利約人民幣 4.8 億元，增幅為約 68.9%，毛利率達 92.1%，較去年同期下降 1.4%。火岩 (1909.HK) 每股盈利 (股份一拆四後) 達到人民幣 0.35 元，比 2019 年 \$0.22 元，上升了 64.4%。火岩 (1909.HK) 更宣佈派息 0.0438 元，派息率約 1.23%。然而，這業績尚未反映收購下游遊戲營運商德成的業績。根據早前發出的收購公告，若按公告上的全年及首七個月的業績，我們估算，德成於 2020 年全年的營收約高達 8.2 億元，年內總收益約 2.5 億元。因此，火岩 (1909.HK) 在「併表」後 2020 年的營收實為 13.41 億元，年內淨利潤為 5.8 億元，歷史市盈率為 16.2x。

## 海外營運取得重大成功

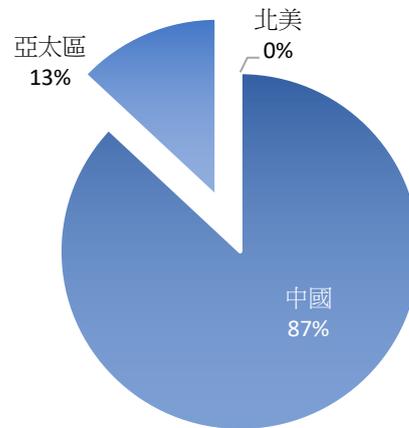


從上圖看到，火岩 (1909.HK) 依賴零食大亂鬥及捕魚大亂鬥創造營收正逐步減少，取而代之的是，皇家大亨漸漸形成第三大營收支柱。值得注意的是，皇家大亨是火岩 (1909.HK) 在泰國自主營運的一款遊戲。火岩 (1909.HK) 近年的營運策略專注發展海外市場，而皇家大亨在短短一年之間，營收佔比由 4% 急增至 11%，成為支撐火岩 (1909.HK) 業績高增長的新動力。這明顯的經營成果足以佐證火岩 (1909.HK) 市場策略精準及執行力強勁。

2019 火岩地域市場收入比例



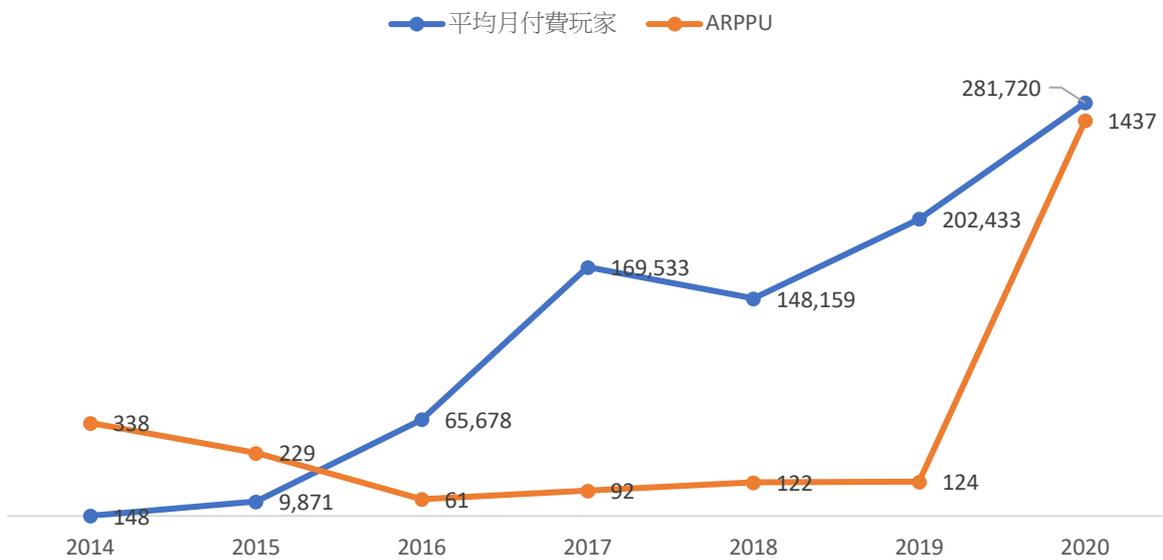
2020 火岩地域市場收入比例



若以市場區分，火岩 (1909.HK) 大部份收入雖然源自中國市場，但海外擴張策略佔見成效，亞太區收入(主要是泰國)佔總收入由 5% 上升至 13%，而火岩 (1909.HK) 在來年會在海外市場推出更多的遊戲，海外佔比有望進一步提高，多元化收入來源，減低依賴單一市場的風險。

價量齊升

MPU及ARPPU趨勢



儘管火岩 (1909.HK) 於 2016 年至 2019 年因爆款遊戲零食大亂鬥及捕魚大亂鬥令近年營收倍增，但從上圖所見，火岩 (1909.HK) 當時是陷於薄利多銷的困境，平均月付費用戶 (MPU) 縱有大幅度提升，但付費用戶的平均收入 (ARPPU) 並未能提升的隱憂，意味著若火岩 (1909.HK) 的爆款遊戲人數增長若慢下來，火岩 (1909.HK) 業績會停滯不前。

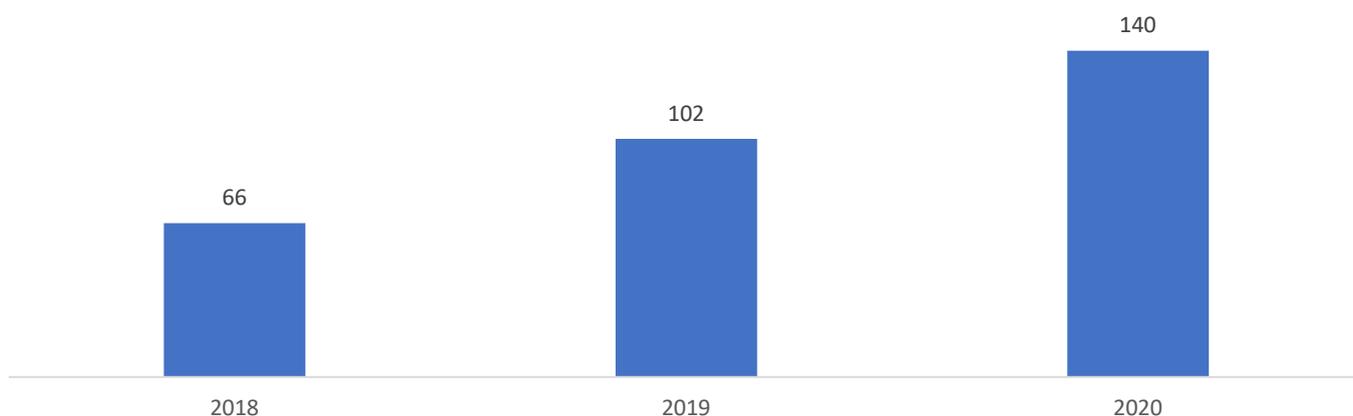
但自 2019 年，火岩 (1909.HK) 積極開拓泰國市場，成功扭轉局面，並出現價量齊升的良性循環。付費使用者的平均收入上升了近 11.6 倍，至 \$1437 元，大大增強其營收的健康性。

### 持續加固遊戲研發護城河

最新的年報指出，火岩 (1909.HK) 累計推出了 23 款遊戲，並計劃今年推出 9 款新作，其中 5 款為休閒類，2 款為 H5，1 款為 MMORPG 及卡牌類。

遊戲名稱	類別	預計推出時間	開始遊戲立項及評估
《戰鬥細胞》系列	H5	2021Q2	2019Q2
《智力彈球》系列	H5	2021Q3	2019Q3
《東海降魔》	休閒類	2021Q3	2020Q1
《捕魚大亂鬥之龍族秘寶》	休閒類	2021Q2	2020Q2
《風凌天下之武林盟主》系列	MMORPG	2021Q2	2020Q3
《XY3》系列	卡牌	2021Q4	2020Q4
《TD》系列	休閒類	2020Q4	2020Q2
《南美大廳》系列	休閒類	2021Q2	2020Q4
《印尼大廳》系列	休閒類	2021Q2	2020Q4

### 遊戲開發員工數目



火岩 (1909.HK) 在遊戲開發方針一向致力擴闊遊戲營收渠道。另一方面，它於 2019 年的遊戲研發團隊有 102 人，但到了 2020 年，急增至 140 人，增長幅度為 37%，火岩 (1909.HK) 持續加大資源投放於遊戲開發上，我們相信這會令其遊

---

戲營收組合未來更為鞏固。據了解，火岩 (1909.HK) 希望來年增加遊戲產出。若能實行，其營收上升速度必然也愈快，在可見的將來，我們認為火岩 (1909.HK) 年均 60% 的增長將能維持。

### 遊戲開發+遊戲發行的經營模式

內地手遊市場競爭白熱化，手遊質量成本居高不下，質量壓力與日俱增，是當前手遊行業的困境。隨著人口紅利消失，中國遊戲用戶規模增長放緩，為吸引玩家，各手遊公司大灑金錢「刷量」，成為手遊界一種新常態。刷流量來催谷銷量成了一种通用打法。但最近龍頭三七互娛(002555.SZ) 第三季度質量成本急升，導致三七互娛增收不增利，為整個手遊界響起警號，市場開始擔憂這種質量模式已經走到盡頭，最終令到三七互娛(002555.SZ) 這一線手遊龍頭也於上年 10 月出現股價閃崩。這反證了對手遊開發者而言，與渠道商的關係，比單純買流量來得重要。

火岩 (1909.HK)收購下游營運商德成國際後，能加強對分銷渠道的控制，可避免步三七互娛 ( 002555.SZ ) 的後塵，給廣告商蠶食大部份利潤。

手遊公司	研發人員	營收	淨利潤	市場推廣支出
中手遊 (302.HK)	~400 人	38.2 億	4.67 億	3.41 億
火岩 (1909.HK) (1909.HK)	140 人	13.4 億 (估算)	5.8 億(估算)	3,368.8 萬

正如上文所述，火岩 (1909.HK)在「併表」後 2020 年的營收突破 10 億元營收大關，而淨利預計接近 6 億元。值得注意的是，由於火岩 (1909.HK)在收購前已與德成有著良好及長久的合作關係，從上表可發現到，火岩 (1909.HK)的市場推廣支出比一般手遊公司支出低很多，省卻很多向營運商推廣的費用。

火岩 (1909.HK)的遊戲開發+遊戲發行的經營模式，正在告訴市場，與其持續發掘好的分銷渠道，不如經營及控制已行之有效的國內及國外的分銷渠道。我們相信火岩 (1909.HK)在整合產業鏈上下游後，憑藉其豐富的遊戲開發經驗，遊戲分銷會更為迅速及有效，市場市場營銷策略上則享有更高靈活性，這將其本身強大的遊戲開發實力進一步反映在來年業績上。

### 中國手遊界持續整合

以往的中国手遊業，向來與暴利劃上等號。但隨著中國政府開始規管遊戲出產數量及消費者對過多的遊戲出現疲態後，中國手遊行業「半隻腳」步入寒冬。根據 2020 年 1 月 13 日的央視財經新聞顯示，2019 年遊戲企業倒閉共計 18710 家 ( 2018 年為 9705 家 )，同比上升 92.79%。導致大量中小遊戲企業紛紛出局的主要原因，還是在於遊戲版號的發放數量和審核速度上。手遊界隨即進入了整固的年代。而手遊界上層更開始出現持續且深遠的重大整合，由騰訊(700.HK)及網易(9999.HK)為首的多年寡頭壟斷市場或終有機會被打破。

以下是從截錄自網上文章『巨頭夾縫中，火岩 (1909.HK)控股如何成為'開掛玩家'』，我們認為準確形容手遊開發商的困境：

*“中國只有三家遊戲公司，騰訊，網易和其他。這是過去中國遊戲市場的生動寫照。在這個巨頭成為主角的遊戲市場，無論是米哈遊、心動又或者火岩 (1909.HK)控股其所取得的成績，實質上展現的也都是在巨頭壟斷下中小遊戲廠商積極開路的縮影。”*

梯队	企业	市占率 (境内)	头部游戏及下载排名	主要游戏种类
第一梯队	腾讯游戏	 51.86%	《王者荣耀》 免费游戏榜2-15名	全种类覆盖
	网易游戏	 15.81%	《梦幻西游》 免费游戏榜48-252名	SLG、RPG、MOBA等
第二梯队	三七互娱	 10.44%	《永恒纪元》 动作游戏榜318-870名	MMORPG等
	中手游	 2.53%	《航海王强者之路》 角色扮演榜178-453名	SLG等
	完美世界	 2.21%	《完美世界》 角色扮演榜178-453名	MMORPG等
	哔哩哔哩游戏	 1.90%	《Fate/Grand Order》 免费游戏榜100-979名	RPG、ACT等
第三梯队	多益网络	 1.52%	《神武4》 免费游戏榜41-756名	TBG等
	昆仑万维	 1.39%	《龙之谷》 免费游戏榜246-954名	RTS等

来源: 三七互娱年度报告、易观千帆、AppAnnie、七麦数据、头豹二級市場調研報告，馬山資本整理

根據頭豹二級市場調研報告，騰訊(700.HK)及網易(9999.HK)兩大寡頭壟斷了國內 67.67%的市佔率，而第三名的三七互娛(002555.SZ)雖有 10.44%的市佔率，但這是以「燒錢刷流量」所造成，而其狀況亦嚴峻到「增收不增利」，這證明壟斷性分銷平台的騰訊(700.HK)及網易(9999.HK)有不可撼動的優勢。

## 主流新兴渠道和买量发行平台



平台名: TapTap  
类别: 新兴渠道



平台名: 好游快爆  
类别: 新兴渠道



平台名: 抖音  
类别: 买量平台



平台名: 快手  
类别: 买量平台



平台名: 微博  
类别: 买量平台

来源: 艾瑞咨询根据企业访谈与公开资料整理。

©2020.11 iResearch Inc.

www.iresearch.com.cn

傳統手遊商均會在抖音及快手等平台買流量。但近年快速掘起的心動(2400.HK)，擁遊戲社區平台 TapTap，正以遊戲社區為主導創造流量入口，成為新興渠道分銷遊戲。

有見及此，環球知名遊戲廠商 IGG (799.HK)最近宣佈與 Tap Tap 達成戰略合作，其手遊將優先在 Tap Tap 平台發布。而擁最多 Z 世代用戶的 B 站(9626.HK)更於今年 4 月 1 日宣佈以約 9.6 億港元入股心動(2400.HK)，換取約 4.72% 股權。心動獨特的 TapTap 遊戲社區模式在渠道、研發，以及遊戲生態均可助益 B 站遊戲業務。

另一邊廂，2019 年起，最大視頻流量平台字節跳動則向上游開發商中手游 ( 302.HK ) 入手，宣布獨家代理發行兩款 IP 遊戲大作《海航王熱血航線》及基於 SNK 的全明星系列手游《全明星激鬥》。

上述種種整合舉動，各新興騰訊挑戰者正發揮優勢互補，尋求寡頭市場的突破點。

至於火岩 (1909.HK)，則以嶄新頂層遊戲編程 NFT 加密技術入手，發展鏈遊，重塑遊戲商及玩家的關係，打造遊戲商及玩家互贏共生的新遊戲生態圈。由於「鏈遊」的共享經濟模式會嚴重損害現有的手遊界龐大利益，可以預料，必然會被各大發行商大力打壓，因此收購下遊營運商，是確保鏈遊順利推行至關重要的第一步。

#### 遊戲本身的質變 – 從 F2P (Free to Pay) 到 P2E (Pay to Earn) 共享經濟

火岩 (1909.HK)在收購德成後，隨即宣佈與 GameFarmer 創辦人胡烜峰組建蘇澤蘭特。

*根據通告，「蘇澤蘭特 (上海) 的成立將使火岩 (1909.HK)能夠利用胡先生及葉先生於(胡先生遊戲開發團隊成員)區塊鏈遊戲開發及發行方面的資源及專業知識，豐富火岩 (1909.HK)的遊戲種類及用戶層面，在海外市場增加本公司的市場知名度，推廣火岩 (1909.HK)的遊戲並進一步鞏固市場覆蓋率」。*

儘管通告僅指出探索 NFT 技術在遊戲的可能性，但胡先生是國內知名鏈遊「暗黑鏈遊神」，以下是暗黑鏈遊神的宣傳海報，內裡列出鏈遊的 5 大特色:



簡單總括上面 5 點: 鏈遊每完成作任何一個遊戲業務會得到遊戲代幣獎勵，而遊戲的發幣量一經「上鏈」，就連遊戲商也不能更改。而這些代幣是有實質價值，並可兌換以太幣。若遊戲玩家在遊戲內贏得任何道具，可把它轉賣給其他玩家，而賣道具所得的代幣，亦是可兌換以太幣。換言之，鏈遊是實現玩遊戲可賺錢這個概念。



以下是截錄自胡先生的訪問，內裡清楚解釋鏈遊對現有 F2P 模式的衝擊及鏈遊如何實棧玩家打遊戲賺錢這宏大理想。

我們假設王者榮耀用了這個商業模式。上半年，王者榮耀營收 60-80 多個億。假如拿出 30 億，把它變成一種遊戲內的稀缺資源，在每一局的戰鬥中都創造玩家獲得，把這 30 億分享給所有玩家，這將是多麼大的改變。當然，王者榮耀不會這麼幹，因為明明已經賺到了 80 億為什麼要分出去呢？所以這個新的商業模式，必然只能產生在區塊鏈遊戲中，從區塊鏈遊戲一點點往傳統遊戲顛覆，直到徹底革命。這就是賺錢商業模式的重大差異，其本質還是共享經濟。而共享經濟必然在區塊鏈領域越發展越好，因為區塊鏈從根本上就是一個平權的技術。所以共享共建的思想一直是區塊鏈偉大的思想。它也必將作用在區塊鏈應用中。而區塊鏈遊戲，就是最好的應用，也是最容易實現的。

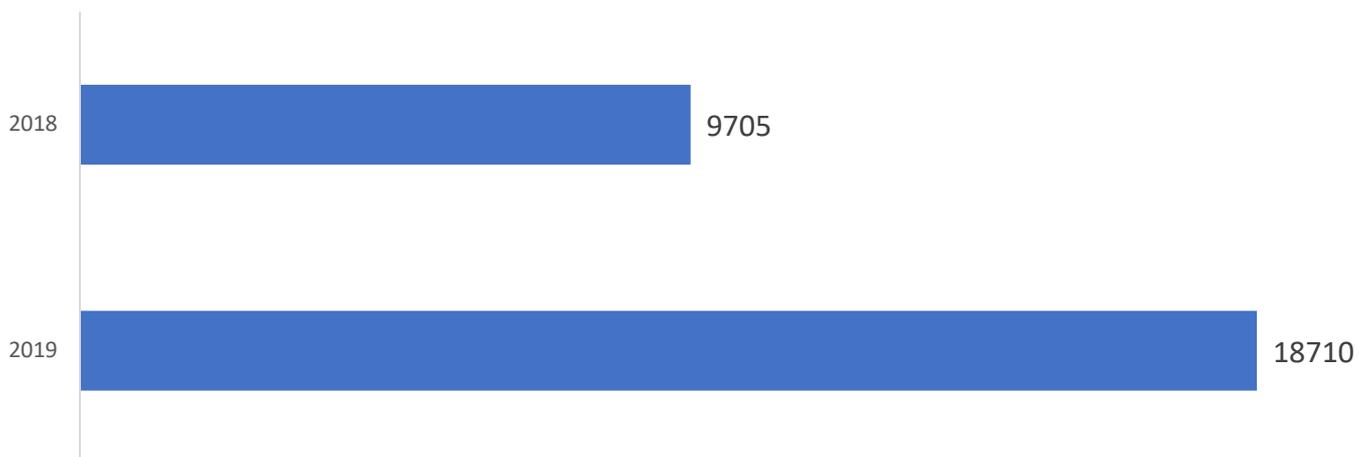
蘇澤蘭特的成立，正正是為了開拓鏈遊生態圈而成立，我們相信火岩 (1909.HK)即將推出的鏈遊平台，有可能會掛勾國家認可的數字人民幣，利用 NFT「點石成金」，實現遊戲玩家「玩遊戲賺錢」，及用遊戲內的道具儲存具真正數字價值的遊戲資產。而火岩 (1909.HK)最終是想實現跨地域，跨遊戲的遊戲道具轉讓平台。

或者簡單一點，我們可理解為遊戲界的 E-bay (EBAY.US)，玩家可在平台隨意轉讓遊戲數位資產。

### 以 NFT 打通小型及微型遊戲工作室供應鏈

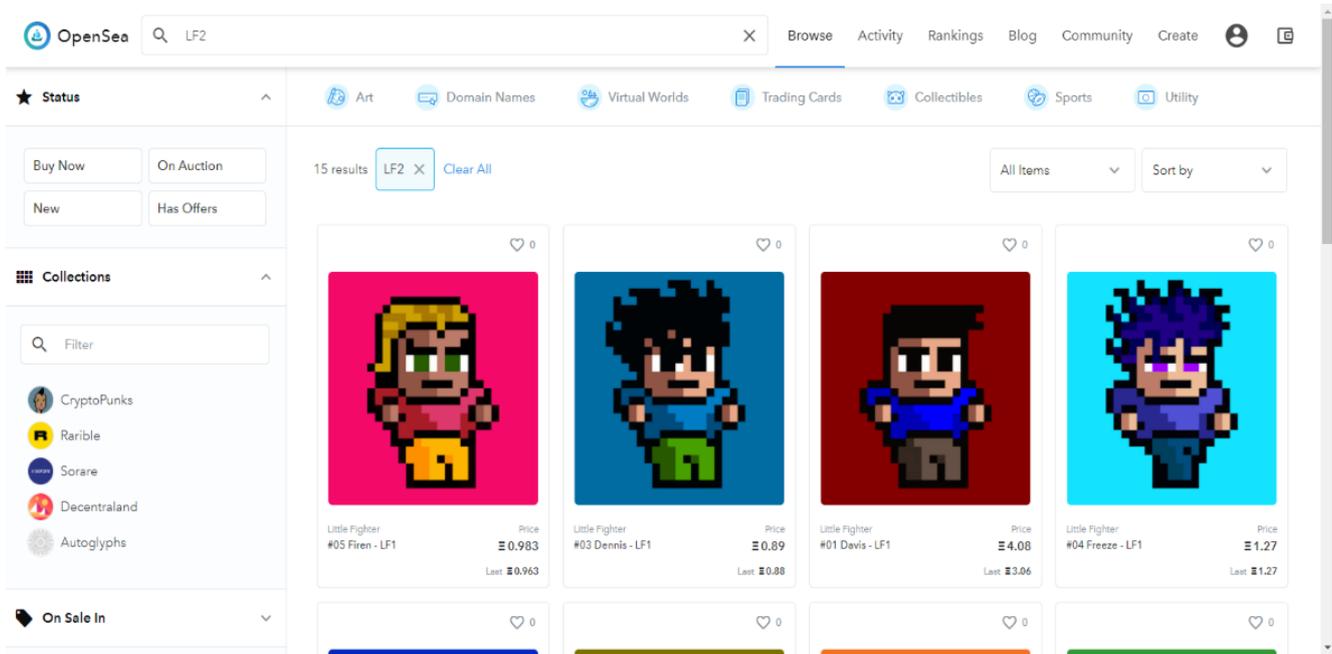
同理，既然可以在 C 端的玩家層實現資產互換，B 端同樣可以做到，只不過對象今次變成遊戲工作室。

2018-2019年中國注銷/吊銷遊戲公司數量



資料來源：央視財經新聞網

事實上，由於流量被壟斷，小型及微型遊戲工作室愈來愈難在行業生存。它們礙於資源不足，無法制作全隻遊戲，它們僅能專注製作遊戲某一部份，如背景音樂、遊戲動畫、場景等。但在缺乏銷售渠道關係下，它們未能得到理想的收益。而火岩 (1909.HK) 正正可以透過 NFT 技術，提供它們一個可轉讓知識產權的遊戲零件採購平台。



或者簡單一點，我們可理解為遊戲界的阿里巴巴平台 (9988.HK)，遊戲創作者可在平台隨意轉讓遊戲數位產權。

建構這兩個 NFT 平台，火岩 (1909.HK) 除了賺取平台交易費用外，更可從中得到重要的玩家數據、縮短自家遊戲製作時間及前期市場研究。更重要的是，打造一個更公平的遊戲及遊戲資產世界，並打破暴利的遊戲寡頭壟斷。

火岩 (1909.HK) 更與知名遊戲媒體遊戲陀螺合作，而其特色是堅持以「泛遊戲」產業鏈為主，為遊戲創業者服務。顯然它是會利用這個行業資訊平台，「邀請」各路遊戲創業者，加盟其鏈遊大家庭。

## 估值

火岩 (1909.HK) 自收購下遊營運商後，公司已向遊戲開發+遊戲發行的經營模式轉變，早已不再是舊有的「富士康」。當然，它不止於此。它利用自身強大技術的優勢，開始利用 NFT 技術，建造售賣遊戲道具的 E bay 式平台，一方面為玩家創造及儲存數位財富。另一方面，利用 NFT 技術，協助各種遊戲資產上鏈，建造跨地域的遊戲零件平台，整合中小型遊戲工作室各式各樣的產品，如人物、動畫、背景音樂，打造亞里巴巴式的遊戲零件採購平台，協助小型及微型遊戲工作室銷售具保障性的知識產權。



然而，由於 NFT 及鏈遊是嶄新概念，二級市場對相關資產估值資訊甚少，雖然私募市場有對其估值，如著名 NFT 遊戲開發公司 Dapper Labs 現估值 75 億美元，但由於公開資訊甚少，故此，我們決定不把相關資產納入估值模型。但為了反映相關資產對火岩 (1909.HK) 業績的正面影響，我們認為，火岩 (1909.HK) 在未來 2 年仍能維持行業中位數 20 倍市盈率。

## 風險

- 中國政府收緊遊戲行業相關政策
- NFT 發展遇上技術樽頸
- 海外業務發展不及預期

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。

## CONTACT INFORMATION

+852 3960 7749  
 info@masancapital.com  
 www.masancapital.com

Room 202, 200 Hennessy Road, Wan Chai, Hong Kong  
 香港灣仔軒尼詩道 200 號 202 室

#### 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 BOL530 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。