

买入

新产品增长超预期，AI 推动产品效能提升

赤子城科技 (9911.HK)

2025-04-17 星期四

【投资要点】

► 业绩展现显著增长动能，业务结构均呈现积极变化

2024 年全年实现营业收入 50.92 亿元，同比增长 53.92%，毛利为约 26.08 亿元，同比增加 51.4%。年内利润约 7.88 亿元，同比增加 3.6%。经调整 EBITDA 为约 9.63 亿元，同比增加 42.8%。线上及社交业务收入达 46.3 亿元，同比增长 58.1%，占总收入比重提升至 90.97%。游戏与社交电商业务收入 4.60 亿元，同比增长 21.3%。

► AI 技术驱动全生态效能升级，运营指标有望实现系统性优化

2024 年公司进一步投入对 AI 的研究及应用，引入行业最新技术成果，有效提升用户体验、产品研发效率、运营决策效率、广告投放效率等，也为公司带来了更好的商业化成果。通过自主研发的 Boomix 多模态算法模型，实现用户行为数据的立体化解析与预测，为后续商业转化奠定数据基础，有效提升产品社交效率及用户付费意愿。未来通过 AI 技术全流程渗透，公司将实现运营指标的系统性优化。

► 出海社交龙头地位稳固，差异化产品矩阵提升公司长期价值

公司为目前中国互联网社交出海主力企业，所处赛道空间广阔。社交业务上，公司目前已经形成四款差异化社交产品切入中东、北非、东南亚等地我们预计 2025 年公司在全球宏观经济放缓的前提下，成熟产品收入能够实现稳定增长，新产品盈利能力同比将实现提升。作为社交出海领军企业，公司市场地位持续提升，给予公司对应 2025 年归母净利润 12 倍 PE，对应目标价 9.3 港元，维持买入评级。

重要数据

日期	2025-04-16
收盘价 (港元)	6.57
总股本 (亿股)	14.11
总市值 (亿港元)	92.70
净资产 (亿港元)	16.64
总资产 (亿港元)	38.69
52 周高低 (港元)	2.50/6.69
每股净资产 (元)	1.17

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

SpriverTech	16.92%
JZZT	10.66%
BGFG	8.93%
ParallelWorld	5.18%
Phoenix Auspicious	5.67%

相关报告

赤子城科技 (9911.HK) 首发报告-20220609

赤子城科技 (9911.HK) 更新报告-20230409、
20240718

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,308	5,092	6,457	7,619	8,716
同比增长(%)	18.15%	53.92%	26.81%	18.00%	14.41%
毛利率(%)	52.06%	51.22%	47.48%	47.57%	47.54%
净利润	761	788	941	1,131	1,367
归母净利润	513	480	941	1,131	1,367
同比增长(%)	141.52%	2.87%	18.56%	19.31%	20.17%
净利率(%)	24.33%	16.26%	15.20%	15.37%	16.14%
归母利润 EPS	0.43	0.40	0.79	0.95	1.15
对应 PE	14.3	15.2	7.8	6.5	5.4

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 业绩展现显著增长动能，业务结构均呈现积极变化

2024 年全年实现营业收入 50.92 亿元，同比增长 53.92%，毛利为约 26.08 亿元，同比增加 51.4%。年内利润约 7.88 亿元，同比增加 3.6%。经调整 EBITDA 为约 9.63 亿元，同比增加 42.8%，总资产回报率为 22.82%，处于行业领先水平。线上及社交业务收入达 46.3 亿元，同比增长 58.1%，占总收入比重提升至 90.97%。产品矩阵中，SUGO 成为继 MICO 之后第二个月流水突破千万美元的产品，全年收入增速超 200%。中东语音社交产品 YoHo、北美视频社交产品 TopTop 收入同比增幅均超 100%。通过 AI 技术优化推荐算法与用户画像，社交产品用户活跃度显著提升。集团通过不断提升精细化运营能力及产品力，提升用户体验和用户黏性，泛人群社交业务产品矩阵日渐明晰。游戏与社交电商业务收入 4.60 亿元，同比增长 21.3%，主要是得益于集团积极投入拓展的社交电商业务的持续发展，以及集团研发的精品游戏开始贡献收入。其中游戏总流水规模达 7.05 亿元，同比增长 80.4%。旗舰游戏 AlicesDream: MergeGames 全年流水同比增长超过 60%，并两次进入 SensorTower 中国手游海外收入 TOP30 榜单。除此以外，公司社交电商在中东、东南亚市场的本地化运营取得突破，逐步形成收入贡献。

➤ AI 技术驱动全生态效能升级，运营指标有望实现系统性优化

在全球社交行业智能化转型浪潮中，AI 技术与平台的融合应用正在重塑行业竞争格局。公司也持续探索以新技术，尤其是人工智能技术推动业务成长的有效路径。2024 年公司进一步投入对 AI 的研究及应用，引入行业最新技术成果，加持公司 AI 引擎，赋能产品研发、运营、推广的全业务流程，有效提升用户体验、产品研发效率、运营决策效率、广告投放效率等，也为公司带来了更好的商业化成果。赤子城科技以前瞻性视野，构建"技术研发-场景落地-商业验证"的闭环体系，通过自主研发的 Boomiiix 多模态算法模型，实现用户行为数据的立体化解析与预测，该模型在用户画像构建维度较传统单模态系统提升 58% 识别精度，为后续商业转化奠定数据基础。同时通过 AI 优化社交推荐系统，有效提升产品社交效率及用户付费意愿。公司表示，社交产品 SUGO 的 ARPU 值在 2024 年首尾增长超 20%，验证 AI 技术对商业化效率的拉动作用。我们预计公司将持续通过 AI 技术进行全流程渗透，将实现运营指标的系统性优化。

➤ 出海社交龙头地位稳固，差异化产品矩阵提升公司长期价值

公司为目前中国互联网社交出海主力企业，所处赛道空间广阔。社交业务上，公司目前已经形成四款差异化社交产品切入中东、北非、东南亚等地，分别是开放式社交平台 MICO、语音社交平台 YoHo、陪伴社交平台 SUGO、游戏社交平台 TopTop 等产品，在中东、北非、东南亚等新兴市场成为头部平台。而在日韩等发达国家市场未来同样可期。其中 MICO 针对用户需求进行了多次升级，并提供定制化服务，有效提升了社区活跃度，进一步扩大了新用户规模，在保证规模的情况下利润进一步提升；YoHo 加强了内容运营的力度，添加了更多本地化的玩法，用户运营更加精细化；SUGO 优化了匹配策略，实现用户精准配对，有效提升用户互动效率，其平均月流水达到逾千万美元的水平，ARPU 增长超过 20%；TopTop 加大了对社区奖励资源的分发比例，有效提升了社区氛围。我们预计未来 SUGO 和 TopTop 将成为公司主要的收入来源，同时随着公司市场销售的持续投入，这些新产品的总收入有望超过成熟的产品 MICO。我们预计 2025 年公司在全球宏观经济放缓的前提下，成熟产品收入能够实现稳定增长，新产品盈利能力同比将实现提升。作为社交出海领军企业，公司市场地位持续提升，给予公司对应 2025 年归母净利润 12 倍 PE，对应目标价 9.3 港元，维持买入评级。

表 1：社交娱乐行业估值比较（20250417）

代码	证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率PE			市净率PB(MRQ)
				TTM	25E	26E	
0700.HK	腾讯控股	38,343.69	38,343.69	19.67	17.78	15.89	3.92
9626.HK	哔哩哔哩-W	498.32	400.89		77.57	27.50	3.52
9898.HK	微博-SW	136.27	87.39	6.27	5.28	5.01	0.54
BMBL.O	BUMBLE	30.53	30.53				0.51
META.O	脸书	91,802.40	79,346.86	20.41	19.47	17.03	6.97
SNAP.N	SNAP	947.09	805.20		-22.56	-43.00	5.36
MTCH.O	MATCH	517.54	517.54	13.01			-112.71

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 全球宏观经济增长不及预期；
2. 市场竞争超出预期；
3. 中东地区局势复杂化；
4. 销售费用增长超出预期；

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	3,308	5,092	6,457	7,619	8,716
成本	(1,586)	(2,484)	(3,391)	(3,995)	(4,573)
毛利	1,722	2,608	3,066	3,624	4,143
销售费用	(688)	(1,295)	(1,420)	(1,676)	(1,830)
管理费用	(172)	(239)	(223)	(203)	(221)
研发费用	(315)	(335)	(434)	(546)	(630)
其他收益	4	(9)	0	0	0
营业利润	551	729	988	1,199	1,461
财务费用	16	58	58	58	58
公允价值变动	47	(2)	0	0	0
税前利润	614	785	1,046	1,257	1,519
所得税	(12)	3	(105)	(126)	(152)
净利润	602	788	941	1,131	1,367
经调整利润	805	828	981	1,171	1,407

增长

总收入 (%)	18.1%	53.9%	26.8%	18.0%	14.4%
净利润 (%)	164.7%	3.6%	19.5%	20.1%	20.9%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
固定资产	125	92	136	141	146
无形资产	260	212	191	163	135
商誉	386	386	386	386	386
金融资产	37	40	40	40	40
其他固定资产	41	39	39	39	39
固定资产合计	849	768	791	769	746
其他流动资产	19	32	32	32	32
应收账款	243	342	434	512	585
其他应收款项	104	135	171	202	231
按公允价值计入损益的	171	239	239	239	239
货币资金	1,386	2,049	3,082	4,431	5,935
流动资产合计	1,923	2,797	3,958	5,416	7,022
应付账款	293	383	522	615	704
合同负债	75	88	97	114	125
其他流动负债	329	1,027	1,122	1,316	1,433
流动负债合计	696	1,498	1,741	2,046	2,262
长期负债合计	147	430	430	430	430
股东权益合计	1,947	1,655	2,596	3,727	5,094

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	52.1%	51.2%	47.5%	47.6%	47.5%
经营利润率 (%)	16.7%	14.3%	15.3%	15.7%	16.8%
经调整净利率 (%)	24.3%	16.3%	15.2%	15.4%	16.1%
ROE	30.9%	47.6%	36.3%	30.3%	26.8%

营运表现

费用/收入 (%)	35.5%	36.7%	32.2%	31.8%	30.8%
实际税率 (%)	2.0%	-0.4%	10.0%	10.0%	10.0%
应收账款天数	26	24	24	24	24
应付账款天数	67	55	55	55	55

财务状况

负债/权益	0.43	1.17	0.84	0.66	0.53
收入/总资产	1.19	1.43	1.36	1.23	1.12
总资产/权益	1.42	2.15	1.83	1.66	1.52

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前利润	773	785	1,046	1,257	1,519
非现金调整	(101)	201	(71)	(25)	(24)
资本变动	82	77	74	133	25
经营活动现金流	754	1,063	1,049	1,365	1,520
投资固定资产	(20)	(12)	(10)	(10)	(11)
其他金融资产变动	235	(74)	0	0	0
投资活动现金流	215	(87)	(10)	(10)	(11)
偿还租赁融资	(29)	(31)	(6)	(6)	(6)
股权融资	(6)	(5)	0	0	0
其他融资活动	(128)	(283)	0	0	0
融资活动现金流	(162)	(319)	(6)	(6)	(6)
现金变化	806	658	1,033	1,349	1,504
期初持有现金	597	1,386	2,049	3,082	4,431
汇兑变化	(16)	4	0	0	0
期末持有现金	1,386	2,049	3,082	4,431	5,935

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>