

公司研究

社交产品全球破圈，游戏业务稳步延伸

——赤子城科技 (9911.HK) 投资价值分析报告

要点

公司是中国最早期的出海互联网平台之一，“社交+游戏”双轮驱动。公司 2013 年以来持续聚焦海外市场，2016 年开始深耕开放式社交赛道，通过构建产品矩阵满足全球 17-35 岁年轻群体社交需求；2020 年公司逐步退出广告业务，实施“流量+”战略，积极拓展精品化游戏。受业务转型影响，截至 2021H1，公司营收已达人民币 10.38 亿元，同比增长高达 590.8%，其中以社交为代表的增值业务贡献总收入的 79.1%。未来随着精品游戏应用落地，营收有望进一步增长。

出海市场前景广阔，元宇宙延伸市场边界。1) 视音频社交市场空间巨大：根据 Frost&Sullivan，2020 年全球社交媒体市场规模为 1,710 亿美元，其中视音频社交市场规模占据 40.6%，随着用户使用时长与付费支出“双升”，视音频社交市场规模仍有增长空间。2) 聚焦海外发达市场：欧美日韩发达国家智能设备渗透率较高，同时高人均 GDP 促使用户具备较强的社娱付费能力，公司拓展海外发达国家，用户付费水平有望持续提升。3) 加速布局元宇宙：公司产品 Yumy 中的元宇宙模块 Meta Town 已进入内测阶段，下一步将搭建并丰富虚拟场景，有望成为全球最早加入元宇宙场景的视频社交产品之一。

社交方面，差异化产品矩阵满足用户多样化需求。1) 主打产品为视频社交平台 Yumy：以“10 秒心动”和“视频匹配”为特色，截至 2021 年 11 月 24 日，Yumy 全球下载量已突破 3000 万，进入美国、英国、法国等发达国家的社交应用下载榜前 20。2) 打磨本地化运营：公司从当地文化、奖励主播、主题活动、与政府及品牌合作等渠道，探索出可复制的本地化经营道路；海外落地人员已经超过 200 个，在同行中保持领先水平，巩固“国际土著”地位。

游戏方面，公司“自研+投资+发行”推动精品化游戏升级迭代。1) 中国移动游戏海外市场份额不断攀升：根据 App Annie 数据，2021 年上半年海外 Top2000 移动游戏发行商中，中国排名第一位。2) 公司 2 款精品游戏已进入测试更新阶段：截至 2021 年底，Mergeland 次日留存率将近 60%，预计 2022 年下半年开始规模化推广；2021Q3 以来，Solitaire Chapters 在美国区 Google Play 纸牌类畅销榜稳定在第 50-100 名。

盈利预测、估值与评级：我们预计赤子城 21-23 年总营收为 23.21、32.90、45.38 亿元人民币，实现 Non-GAAP 净利润 2.41、4.30、6.06 亿元人民币。随着公司发力核心社交业务以及精品游戏方向，聚焦海外发达市场，用户规模及付费水平有望进一步提升，“出海龙头”地位持续巩固；给予赤子城科技 2022 年 14.5x 经调整 PE，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 6.42 港元。

风险提示：本地化运营风险、业务转型风险、竞争风险、政策法规风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	389.69	1,181.59	2,321.24	3,289.90	4,537.95
营业收入增长率	40.84%	203.22%	96.45%	41.73%	37.94%
Non-GAAP 净利润（百万元）	109.44	154.86	241.16	430.39	605.69
EPS（元）	0.06	0.04	0.09	0.21	0.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.78%	7.40%	14.33%	27.15%	29.11%
P/E	52	90	35	15	10
P/E（经调整）	33	23	15	9	6
P/B	6	7	5	4	3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-02-07，汇率：按 1HKD=0.8162 CNY 换算

买入（首次）

当前价/目标价：3.99/6.42 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebcn.com

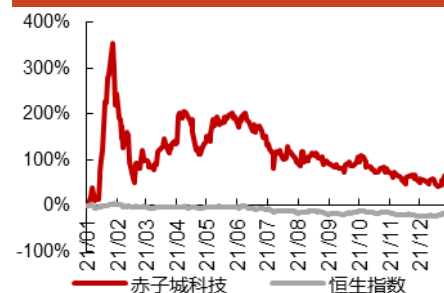
联系人：王凯

wangkai8@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.91
总市值(亿港元)	47.53
一年最低/最高(港元)	2.59/11.54
近 3 月换手率	39.65%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.5%	-1.3%	-7.2%
绝对	18.0%	-2.4%	-23.3%

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1) 增值服务业务：赤子城增值服务业务主要由社交产品构成，随着游戏精品化推进，精品游戏开始贡献部分增值服务的业务收入。**a) 社交产品方面：**赤子城在 2020 年完成转型主推视音频社交软件，预计短期内社交业务将维持高速增长，用户规模及用户付费“双升”。预计社交产品 21-23 年 MAU 增速分别为 92.0%、30.0%、24.0%，年 ARPU 增速分别为 60.0%、16.0%、12.0%。**b) 精品游戏产品：**2022 年公司精品游戏测试后落地，用户有望保持较高的增速；精品游戏的变现方式更多元，有望实现比休闲游戏更高的 ARPU。由于公司 21 年精品游戏处于测试阶段，不贡献收入，我们估计 22 年精品游戏用户为 60 万，ARPU 为 75 元，预计精品游戏 23 年 MAU 增速为 90.0%，ARPU 增速分别为 40.0%。随着公司增持 MICO 带来较多的增值服务分成，我们预计 21-23 年增值服务毛利率分别为 46.0%、46.0%、45.8%。

2) 流量变现业务：公司主要依靠休闲游戏应用内的广告形式，根据公司战略，公司未来主要推进游戏升级迭代，对休闲游戏投入将大幅减少，未来广告变现这一比重逐渐降低。因此，我们预计未来流量变现业务贡献收入占比逐渐下降，21-23 年流量变现收入同比增速为-42.5%、-34.0%、-5.5%。此外，由于业务性质变化不大，预计流量变现业务毛利率将维持在历史相当水平，21-23 年毛利率分别为 89.0%、89.0%、87.0%。

我们区别于市场的观点 / 创新之处

1) 我们认为，元宇宙有望打开公司游戏应用场景：一方面，公司深耕陌生人社交赛道，积累丰富的 UGC 内容，具备搭建元宇宙的基础；另一方面，公司以 Yumy 为起点，从虚拟形象切入，不断丰富社交元宇宙的元素。

2) 我们认为，公司社交产品具备一定的差异化特色，能全方位满足全球地区的用户需求；同时，公司是中国最大的社交出海平台之一，目前发力发达国家市场，活跃用户数量和用户付费仍有进一步提升的空间。

3) 我们基于不同产品的活跃用户数量及单客户平均收入，将公司收入拆分成不同业务线条（社交业务、精品游戏业务、流量变现业务）进行盈利预测，认为公司社交业务产生的增值服务收入占据盈利的绝大部分。

股价上涨的催化因素

1) 公司积极投入研发，视音频社交应用和精品游戏产品的上线有条不紊，上线后热度高，月活大幅增长带动营收增长；2) 增值服务业务占比提高，带动利润率提高；3) 加码元宇宙，公司所在陌生人社交赛道是短期内构建元宇宙的重要窗口，元宇宙的巨大市场空间驱动股价上涨。

估值与目标价

我们预计赤子城 21-23 年总营收为 23.21、32.90、45.38 亿元人民币，实现 Non-GAAP 净利润 2.41、4.30、6.06 亿元人民币。随着公司“社交出海+精品化游戏”双轮驱动，经营业务有望持续提升，考虑到公司转型发展初期现金流与利润存在不稳定因素，使用相对估值更能合理的体现其价值，故我们选取相对估值结果：给予赤子城科技 2022 年 14.5x 经调整 PE，对应市值为 76.46 亿港元，对应目标股价 6.42 港元，首次覆盖，我们给予赤子城科技“买入”评级。

目 录

1、从工具型应用到泛娱乐类产品，赤子城紧跟趋势主动转型	6
1.1、赤子城是中国领先的互联网出海公司，转型聚焦社交与游戏赛道	6
1.2、管理团队积极把握市场变化，持续增持公司股票	6
1.3、收入增长强劲，成本费率稳中有降	7
2、社交出海市场空间广阔，公司产品矩阵逻辑初步验证	10
2.1、出海社交一片蓝海，元宇宙延伸市场边界	10
2.1.1、社交媒体海外市场机遇仍存，新兴市场和发达市场各有优势	10
2.1.2、社交契合元宇宙应用场景，社交巨头加速入局元宇宙	11
2.2、社交产品矩阵满足细化需求，智能化提升效率	12
2.2.1、拥有四款差异化社交产品，变现方式多样化	12
2.2.2、赤子城产品实现差异化竞争，成长空间广阔	15
2.2.3、千人千面的算法提高用户匹配效率，PUGC 模式暂时解决供需痛点	15
2.2.4、产品矩阵初步验证，MAU 持续快速增长	17
2.3、打磨本地化运营，强化产品核心竞争力	19
2.3.1、旧产品形成可复制的本地化方法论，缩短新产品回本周期	19
2.3.2、典型的海外团队配置，因地制宜调整管理模式	19
2.4、多途径获客，实现用户自然有机增长	20
2.4.1、开拓买量渠道，深耕低成本高精度的当地广告平台	20
2.4.2、本地化运营提高产品自身影响力，有效吸引用户	20
3、提升产研能力，推进精品化游戏战略	21
3.1、全球手游潜力巨大，中国移动游戏出海表现突出	21
3.2、“自研+发行+投资”战略推动变现方式多元化	22
3.2.1、游戏类型升级迭代，自研+发行+投资打造产品矩阵	22
3.2.2、IAP 和 IAA 混合变现，提高游戏盈利能力	22
3.3、爆款休闲游戏维持热度，自研精品游戏上线有条不紊	23
4、盈利预测与投资评级	24
4.1、盈利预测	24
4.2、相对估值	26
4.3、绝对估值	26
4.4、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	28
5、风险分析	28

图目录

图 1: 公司业务发展和地区拓展.....	6
图 2: 赤子城股权架构图.....	7
图 3: 公司营业收入与同比增速.....	8
图 4: 公司收入构成变化.....	8
图 5: 公司毛利与综合毛利率	8
图 6: 公司分业务毛利率.....	8
图 7: 公司研发支出与研发费率.....	9
图 8: 公司经营性现金流.....	9
图 9: 公司现金及现金等价物和占总资产比例.....	9
图 10: 2019-2024E 海外社交媒体市场规模及细分 (单位: 十亿美元)	10
图 11: 2020-2024E 海外社交媒体整体及细分市场规规模增速	10
图 12: 主要发达国家与中东、北非部分国家市场 2020 年人均 GDP	11
图 13: Yumy 动态虚拟形象是有依据的虚拟.....	12
图 14: Yumy 十秒心动玩法	13
图 15: MICO 界面	14
图 16: YoHo 界面	14
图 17: 匹配算法数据来源与类型.....	16
图 18: 社交产品性别比例.....	17
图 19: Yumy 下载用户地区来源 (截至 2021 年 11 月 15 日)	17
图 20: Yumy 付费用户地区来源 (截至 2021 年 11 月 15 日)	17
图 21: MICO 下载用户地区来源 (截至 2021 年 11 月 15 日)	18
图 22: MICO 付费用户地区来源 (截至 2021 年 11 月 15 日)	18
图 23: 2020Q3-2021Q3 公司社交产品 MAU	18
图 24: 海外团队由中国运营专家和当地团队运营负责人组成	19
图 25: 公司线上活动与公益活动传播正能量.....	20
图 26: 2021 年上半年移动游戏重点数据	21
图 27: 中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比	21
图 28: 选定市场高收入游戏排行榜前 1000 位中的混合广告变现游戏数量	23
图 29: Mergeland 应用界面.....	23
图 30: SolitaireChapters 界面	24

表目录

表 1: 管理团队背景.....	7
表 2: Yumy 主打高效, MICO 综合性强.....	13
表 3: 社交产品变现方式.....	13
表 4: Bigo Live 和 MICO 的异同	15
表 5: 对标 Match Group, 赤子城成长空间广阔.....	15
表 6: 五大社交媒体算法指标规则	16

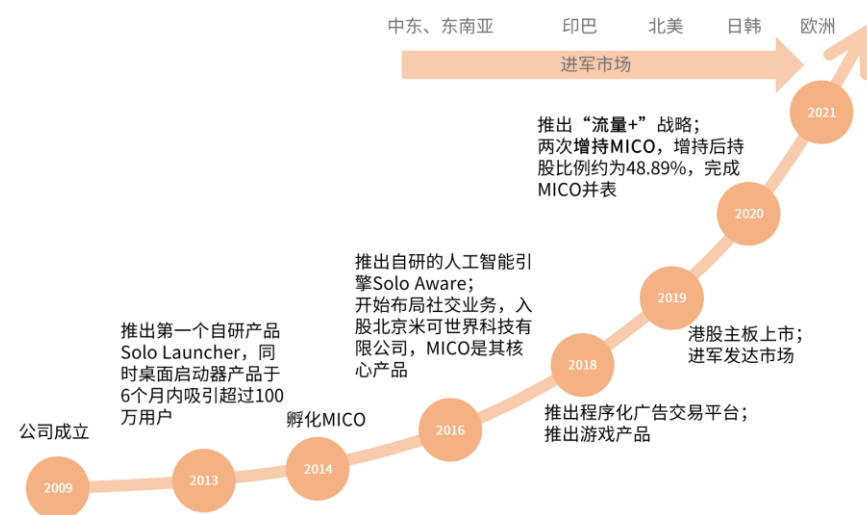
表 7: 公司在日本的本地化运营	19
表 8: 2021 年 10 月发达国家市场 Facebook 渠道社交买量成本	20
表 9: 2021 年上半年基于 Top2000 游戏的海外用户游戏支出排名 (主要市场国家)	22
表 10: 赤子城营业收入和毛利预测	25
表 11: 赤子城可比公司估值比较	26
表 12: 绝对估值核心假设表	27
表 13: 现金流折现及估值表	27
表 14: 敏感性分析表 (单位: 港元)	27
表 15: 公司盈利预测与估值简表	28

1、从工具型应用到泛娱乐类产品，赤子城紧跟趋势主动转型

1.1、赤子城是中国领先的互联网出海公司，转型聚焦社交与游戏赛道

加速布局社交和游戏，赤子城业务模式实现转型。赤子城科技有限公司成立于2009年，2013年以后聚焦海外市场，是中国最早期出海互联网平台之一；于2016年开始布局社交业务，并于2018年首次推出游戏产品。2019年上市以前，公司收入主要来源于互补的自有应用流量变现和移动广告平台的协同业务模式。2020年公司推进“流量+”战略，深耕开放式社交赛道，关注17-35岁年轻人群体，聚焦视音频化的新兴社交形式，逐步拓展精品游戏完成业务转型。

图1：公司业务发展和地区拓展



资料来源：赤子城科技招股说明书，光大证券研究所

早期产品积累大量用户数据，为当前算法优化提供基础。2013年5月，赤子城上架首款移动应用 Solo Launcher；据艾瑞咨询报告，截至2018年12月，Solo Launcher 在89个国家及地区的 Google Play “个性化应用”中多次获得单日下载量排名第一。随后赤子城开发了多款移动设备实用工具应用，2017年，公司产品形成名为“Solo X”的移动应用矩阵，包括媒体娱乐、健身、游戏等类别的应用；招股说明书显示，截至2019年6月，按设备ID计算，Solo X共吸引全球超过7.97亿名用户。

推进“流量+”战略，“社交+游戏”双引擎驱动。2018年以来，赤子城一方面全力进军开放式社交，紧跟趋势挖掘海外社交市场蓝海；另一方面，积极拓展精品游戏等多元业务，以产品矩阵满足用户多种需求，打磨本地化运营。我们认为，赤子城依靠前期积累的流量和用户数据不断优化AI引擎和中台系统，将大幅促进当前“社交+游戏”业务发展，形成良性闭环。

1.2、管理团队积极把握市场变化，持续增持公司股票

管理团队经验丰富，在产品研发、运营、市场开拓、出海等方面资历深厚。集团创始人刘春河先生自2018年9月12日担任赤子城科技的董事长兼执行董事，

自 2019 年 12 月 17 日起担任公司首席执行官。刘春河先生与李平先生是程序员出身，带领团队开发出公司早期的核心产品之一 Solo Locker，于 2015 年获评 Google Play “全球最佳应用”之一，赤子城因此被 Google Play 评为“顶级开发者”。

团队敏锐发现工具型产品的瓶颈，集中精力开拓泛娱乐类产品。刘春河先生负责公司整体管理、战略规划及决策，他在创业时预见：在 PC 和移动互联网早期取得成功的工具型产品，在操作系统的完善下，空间将不断得到挤压。因此，赤子城在 2016 年开始研发泛娱乐类产品，2020 年公司团队忍痛割爱，放弃依旧盈利的广告业务，集中资源全力推进“流量+”战略。

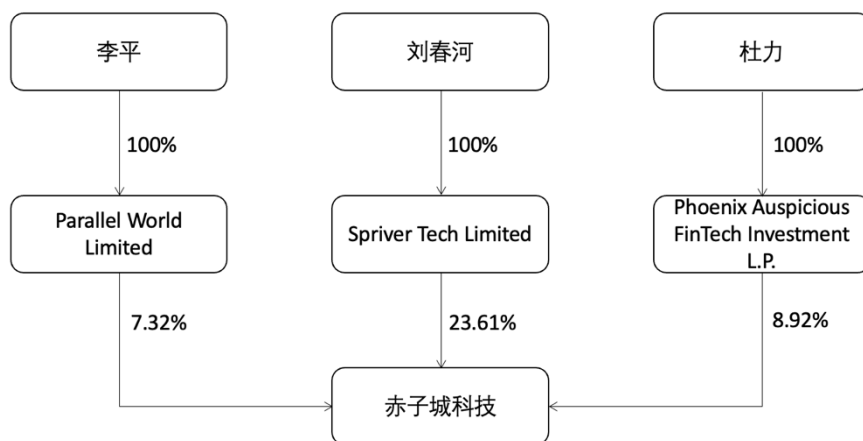
表 1：管理团队背景

名字	职位	学位	履历
刘春河	董事长、执行董事	通讯及信息系统硕士	曾荣获“中关村创业之星”、“35 岁以下创业精英”、创业邦“卓越生态聚合赋能官”
李平	执行董事	工程学士	在产品研发、运营、市场开拓等方面经验丰富，曾入选“福布斯亚洲 U30 精英”、“胡润 Under30s 创业领袖”
叶椿建	执行董事	工学学士	MICO 联合创始人，入选《2019 胡润 Under30s 创业领袖》榜单。于学生时代获 Google 全球应用创业大赛大奖。
苏鉴	执行董事	工学学士	于 2004-2014 年，曾担任中兴通讯、中兴网信等公司重要职位

资料来源：赤子城科技招股说明书，光大证券研究所

管理层持股比例持续上升，凸显对公司的乐观预期。刘春河先生与李平先生为一致行动人，构成公司控股股东。截至 2021 年 H1，一致行动人持股比例超 30%，相比 2020 年末持股比例上升超 2.27pct。公司发布公告称，2021 年 9 月和 11 月，刘春河先生分别通过 Spiver Tech Limited 增持 200 万股，两次增持后 Spiver Tech Limited 持股比例达 31.13%。

图 2：赤子城股权架构图



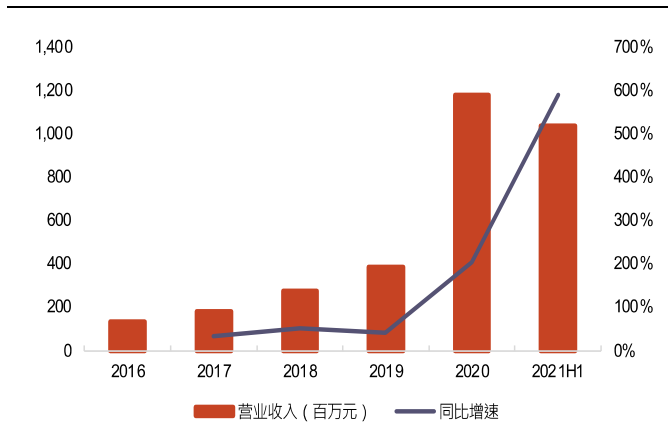
资料来源：公司公告，光大证券研究所；时间：2021 年 6 月

1.3、收入增长强劲，成本费率稳中有降

上市以来公司收入增长强劲，2021 年有望获得大幅突破。2016-2019 年，公司营收始终保持两位数增速，年复合增长率达 41.7%，2019 年营收达人民币 3.90 亿元；上市后，2020 年全年营收同比增长 203.2%，达人民币 11.82 亿元；2021 年 H1 营收已达人民币 10.38 亿元，接近于 2020 年全年营收，同比增长高达 590.8%。

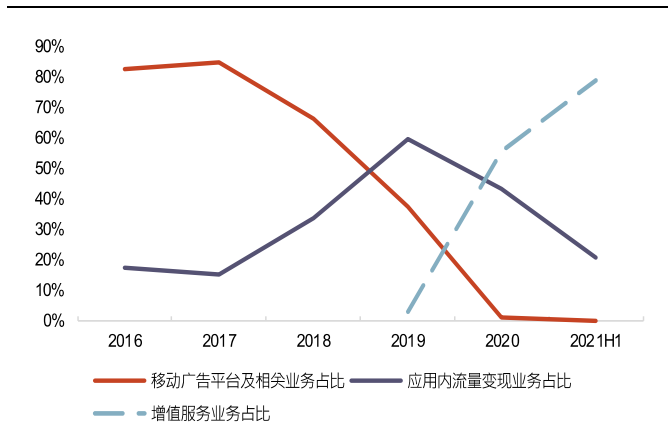
受业务转型影响，公司收入结构变化明显，增值业务占比迅速提高。1) 退出广告业务：受新冠疫情和全球经济衰退影响，公司主动退出移动广告平台及相关业务，其收入占比从 2019 年的 37.5% 骤降至 2020 年的 1.1%。2) 发展增值业务：公司进行战略调整后，2020 年增值服务业务跃升为收入占比最高的业务，达到 55.7%；2021 年上半年创造收入 8.21 亿元人民币，占总收入的比重进一步提升至 79.1%，其中，社交业务按产品分类，MICO 收入占比接近 7 成，是重要的收入来源。随着公司进一步增持 MICO，公司归母净利润预计将持续大幅增长。

图 3：公司营业收入与同比增速



资料来源：赤子城科技财报，光大证券研究所

图 4：公司收入构成变化

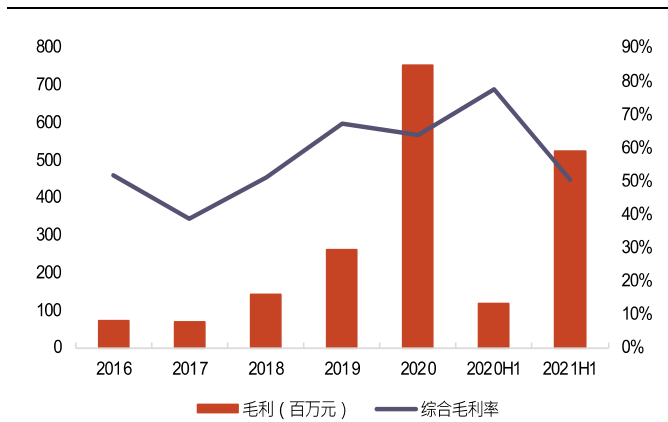


资料来源：赤子城科技财报，光大证券研究所

毛利大幅提升，综合毛利率有所下降。2021 年 H1，公司毛利达人民币 5.23 亿元，同比增长 448.3%；综合毛利率从 2020 年高点 77.6% 下降至 50.4%。公司综合毛利率下降的原因主要是增值服务业务占比提高，而增值服务业务的毛利率普遍低于流量变现业务，二者相差约 40pct；但从净利率而言，增值服务业务高于流量变现业务。因此，增值服务业务占比提高实际上表明盈利能力增强。

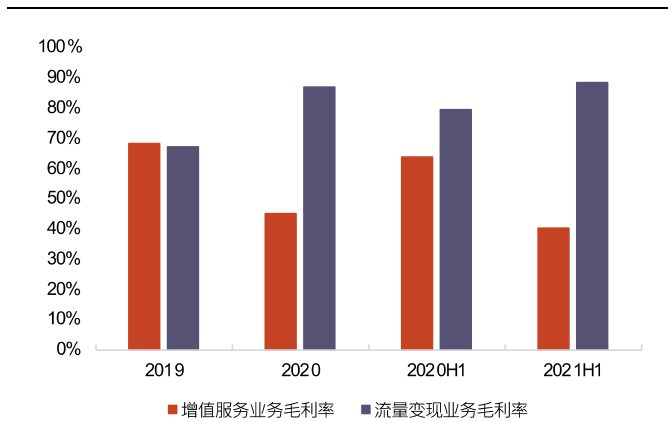
收入成本主要由主播薪金及分成、服务器成本、渠道成本组成。1) 2021 年 H1，主播薪金分成费用率约为 30%，四款社交产品的分成比例均不相同，其中 MICO 分成最多；2) 服务器成本包含数据储存和传输成本，约占营业收入 5% 以下；3) 渠道成本即推广渠道费用，公司发挥本地化运营优势，通过与 Codapay、Paytm 等当地第三方支付平台合作、与当地超市合作卖点卡、帮用户充话费等方式，持续缩减渠道成本。

图 5：公司毛利与综合毛利率



资料来源：赤子城科技财报，光大证券研究所

图 6：公司分业务毛利率

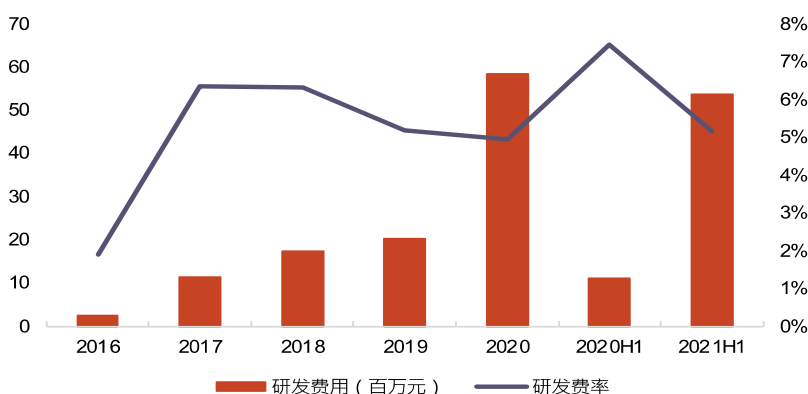


资料来源：赤子城科技财报，光大证券研究所

营销费率快速下降，算法与本地化能力协助社交业务精准买量。2021H1，公司营销费用率为 28.1%，相比 2020 年同期降低 34.9pct，其中，游戏业务销售费用占据绝大部分，社交业务营销费率小于 10%。**我们认为，营销费率的大幅降低主要得益于：**1) 公司智能人工算法叠加本地化经营能力，助力社交业务精准高性价比买量；2) 公司对买量获客的渠道依赖度相对较低，基于海外社交产品市场人均付费水平较低的事实，高度重视获客质量，实现用户数和营业收入的螺旋式上升。

研发支出趋于稳定。公司高度重视自研应用，持续增长的研发支出推动游戏升级迭代。2021 年 H1，公司实际研发支出达人民币 53.7 百万元，同比增长 378.6%；但由于收入的高速增长，公司研发费用率仅为 5.2%，较 2020 年中期下降 2.3pct，2017 年以来，研发费用率始终稳定在 5%-8%。

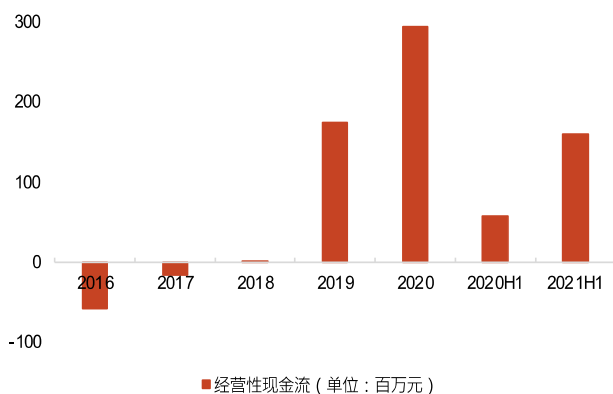
图 7：公司研发支出与研发费率



资料来源：赤子城科技财报，光大证券研究所

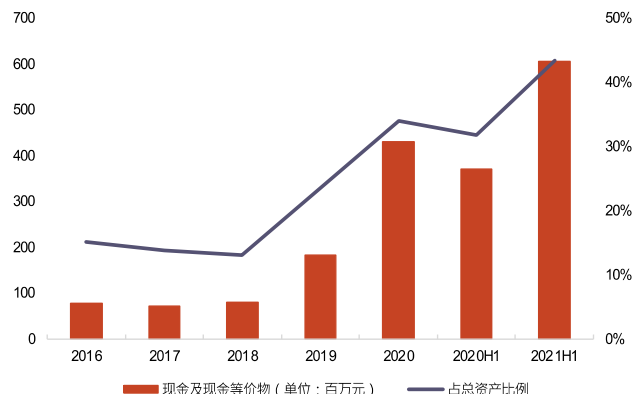
公司重视吸纳人才，研发人员持续增长。截至 2021 年 H1，公司共拥有正式员工 515 名，研发人员达 276 人，公司研发人员占公司总人数比例从 2019 年的 45% 波动上升至 54%。公司研发团队主要分为中台研发、社交研发和游戏研发：1) 中台研发人员约为 30 余人，主要研究中台数据、AI 算法，为社交和游戏两条业务线赋能；2) 社交研发人员将近 100 人，负责核心社交产品的更新和内容的补充；3) 游戏研发人员按项目组进行研发工作，目前形成两个项目组分别负责两款中度精品化游戏。

图 8：公司经营性现金流



资料来源：赤子城科技财报，光大证券研究所

图 9：公司现金及现金等价物和占总资产比例



资料来源：赤子城科技财报，光大证券研究所

公司经营性现金流健康成长。1) 2021 上半年公司经营性现金流入 1.61 亿元，同比增长 174.1%，表明公司业务转型后快速成熟，产品变现周期短。2) 公司现金及现金等价物持续增长：截至 2021 上半年，现金及现金等价物达 6.08 亿元，占总资产的比例增加至 43.5%，充足的现金及等价物说明公司面临的财务压力较小，有充足的能力继续进行业务扩张。

2、社交出海市场空间广阔，公司产品矩阵逻辑初步验证

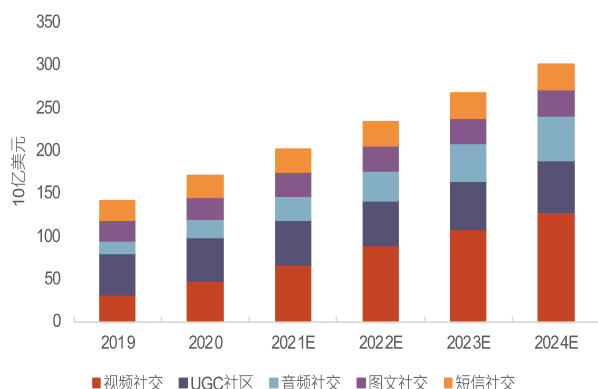
2.1、出海社交一片蓝海，元宇宙延伸市场边界

2.1.1、社交媒体海外市场机遇仍存，新兴市场 and 发达市场各有优势

海外社交行业市场广阔，视音频细分市场增速远超整体市场。

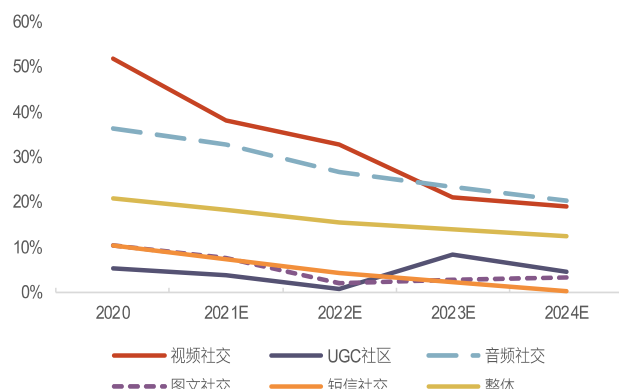
据 Frost&Sullivan 预测，2021-2024 年全球社交媒体市场规模年复合增长率有望达到 15.1%，其中视频社交市场规模 CAGR 为 27.6%，音频社交市场规模 CAGR 为 25.8%，视音频社交增长速度远超社交市场整体增速。Frost&Sullivan 预计 2024 年全球社交媒体市场整体规模达 3,000 亿美元，其中视频社交为 1,287 亿美元，占比为 42.8%；音频社交为 526 亿美元，占比为 17.5%。

图 10：2019-2024E 海外社交媒体市场规模及细分（单位：十亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所

图 11：2020-2024E 海外社交媒体整体及细分市场增速



资料来源：Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所

全球社交 App 用户使用时长与付费支出“双升”。1) **用户粘性：**根据 Sprout Social 报告，2020 年 71% 的消费者称在社交媒体上花费更多时间；从年龄层看，78% 的 Z 世代、77% 的千禧一代、75% 的 X 世代和 54% 的婴儿潮一代在社交媒体上花费更多时间。与此相契合，公司矩阵产品变现方式主要为增值服务，且聚焦于 Z 世代和千禧一代人群。2) **用户付费：**We Are Social&Hootsuite 报告显示，2020 年平均每天超过 130 万个新用户加入社交媒体；同时根据 App Annie 的报告，2021 年上半年全球用户在社交类 App 的应用内支出持续增长，达到 32 亿美元，同比增长 50%。

基于全球视角，不同地区社交娱乐产品供需结构差异较大：

1) 中东和北非地区社交娱乐产品渗透率较低，社交应用流行趋势初露苗头

一方面，智能手机较低的渗透率下，社交娱乐应用下载量“屈指可数”。根据 GSMA 报告，2020 年 MENA（指中东和北非）地区的 4G/5G 智能手机渗透率仅为 33%，3G 智能手机渗透率为 30%，又根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年 MENA 市场单个活跃用户手机中，社交和娱乐应用下载量仅为 3.4 个，同期美国和中国市场则为 6.2 和 13.8 个。另一方面，线下娱乐供给匮乏，MENA 地区人均电影院面积和购物场所面积均低于欧美、东南亚地区。我们认为，随着 MENA 地区智能手机渗透率提升，使用视音频社交软件的用户数有望快速增长。

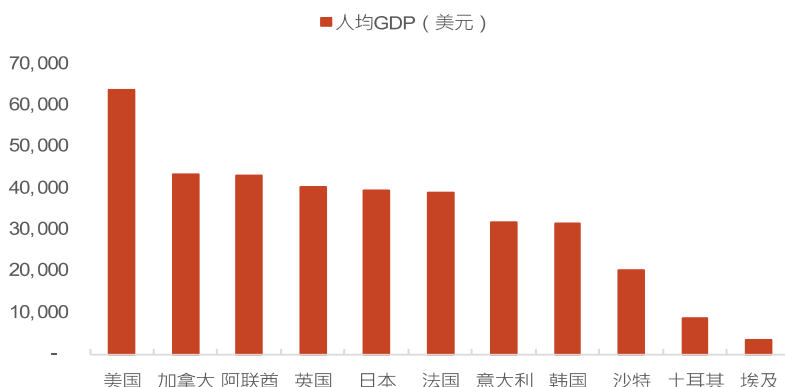
2) 疫情冲击促使东南亚移动互联网渗透率加速上升，付费率有较大改善空间

根据贝恩资讯数据，东南亚六国网民数量从 2019 年 3.6 亿增长为 2021 年 4.4 亿，网络渗透率超 75%。以印尼市场为例，2020 年社交媒体用户量达到 1.73 亿，使用的社交方式仍以图文为主，whatsapp、Instagram、Facebook、Twitter 用户量过亿；但视音频社交赛道格局尚未成型。付费表现上，中国社交类 App 在东南亚的付费比例仅为 0.94%，相比之下，娱乐类 App 和游戏类 APP 付费率分别为 1.74% 和 3%，社交 APP 用户付费率仍有较大提升空间。

3) 欧美日韩发达国家社交娱乐市场较为成熟，用户付费习惯基本养成

第一，发达国家智能设备渗透率较高；根据 GSMA 的数据，2020 年高收入国家 4G/5G 设备占比达到 73%，为视音频社交提供良好的网络条件和设备条件。第二，欧美地区文化观念较为开放，陌生人社交更易被当地居民接受。第三，欧美日韩地区人均 GDP 较高，用户具备较强的社交娱乐付费能力。

图 12：主要发达国家与中东、北非部分国家市场 2020 年人均 GDP



资料来源：Worldbank data，光大证券研究所

2.1.2、社交契合元宇宙应用场景，社交巨头加速入局元宇宙

元宇宙概念催生“下一代社交”。1) 短期内社交被认为是元宇宙商业化落地的重要切入窗口：根据清华大学新媒体研究中心《2020-2021 年元宇宙发展研究报告》，元宇宙的价值来源于参与、土地经济、化身形象、场景化社交，具备较强的社交属性。2) 元宇宙陌生人社交胜于熟人社交：由于熟知彼此的形象，熟人社交对元宇宙虚拟的化身形象的需求不高；相对应，公司所在的陌生人社交赛道与元宇宙具有天然的契合度。3) 元宇宙的沉浸感更强，有利于增强社交产品用户粘性，提高变现能力。

社交巨头加速布局元宇宙，有望引爆新一轮社交革命。海内外社交企业巨头对元宇宙展现出极大热情：Facebook 更名为 Meta；MatchGroup 搭建 SingleTown 交友功能和虚拟货币系统，借此进军元宇宙；Soul 则提出构建“社交元宇宙”，用户可以以虚拟化身创建社交连接等。社交巨头纷纷以元宇宙概念为地基搭建新的社交娱乐领地，有效填补社交领域的空白。

立足于现有社交产品，赤子城“快马加鞭”，加速布局元宇宙。我们认为，赤子城在元宇宙布局上具备一定优势：

- 1) **清晰的战略规划**：关注虚拟场景、数字经济体系、互动形式、内容创作生态四个角度；基于复制-创造-融合的路径，从沉淀社交关系、做大规模，过渡到创造更多场景和玩法，最后通过技术如 AR、VR、脑机接口等进行连接。
- 2) **丰富的经验积累**：公司在陌生人社交赛道积累了丰富 UGC 内容，符合元宇宙对海量内容的要求；公司在 AI 语音实时翻译功能探索许久，有利于连接不同语言的用户，提供更具沉浸感、无障碍的社交体验。
- 3) **及时的落地探索**：Yumy 可能会成为全球首款加入元宇宙场景的视频社交产品。公司以 Yumy 为起点，从虚拟形象切入，不断丰富社交元宇宙的元素。其元宇宙模块 Meta Town 已进入内测阶段，用户可自定义 3D 虚拟形象，用虚拟形象进行心动匹配及视频互动等，下阶段将构建虚拟 3D 社交场景。此外，Yumy 的动态虚拟形象是有根据的虚拟，有利于提高陌生人在交互过程的信任度。在与自己相貌匹配的 3D 动态虚拟形象生成之后，用户可以进行全方位的编辑、定制；用户使用定制的 3D 虚拟形象社交时，其形象可以和真人进行传神的实时表情同步。

图 13：Yumy 动态虚拟形象是有依据的虚拟



资料来源：36 氪，光大证券研究所绘制

2.2、社交产品矩阵满足细化需求，智能化提升效率

2.2.1、拥有四款差异化社交产品，变现方式多样化

社交产品矩阵由差异化的四款核心产品组成，为目标群体设计适宜的产品玩法，满足特定人群的特定需求。四款产品分别是 MICO、Yumy、Yiyo、YoHo：1) MICO 玩法丰富，带有泛娱乐性质；2) Yumy 和 Yiyo 均为视频社交平台，Yumy 能够实现限时实时视频匹配，为现阶段公司主打产品；3) YoHo 为语音房产品，用户无需露脸。通过对比 2021 年新上线的 Yumy 与打磨多年的 MICO 可以发现，Yumy 主打高效，页面简洁，而 MICO 综合性更强，一站式满足多种社交需求。四款产品均通过增值服务变现，产品内不植入广告。

表 2: Yumy 主打高效, MICO 综合性强

	Yumy	MICO
登录页面	提供快速登录选项	不提供快速登录选项
App 首页	简洁明了, 最关键的“心动”按钮占据视觉焦点	内容丰富, 展示多个直播间窗口, 供用户选择
匹配速度	提供自动解锁功能, 即用户无需手动选择是否视频匹配; 还提供“下一个”按钮, 在 10 秒结束之前即可切换到下一个匹配对象	需要用户浏览再进入感兴趣的直播间

资料来源: Yumy app, MICO app, 光大证券研究所整理

表 3: 社交产品变现方式

变现方式	解释
打赏送礼	包括在不同的场景以及模式下, 用户和用户或用户和主播之间送礼。
虚拟道具购买	购买虚拟道具, 体验应用中的不同内容, 如唱歌、玩游戏。
会员及高级功能订阅	产品具有社交本质, 提供高级功能, 如提高曝光量。
通话时长预充值	匹配成功之后可以进行一对一的视频通话, 按分钟计费。

资料来源: 公司官网, 赤子城科技财报, 光大证券研究所整理

(1) Yumy 主打视频社交, 以“10 秒心动”和“视频匹配”为特色

付费解锁限时视频匹配, 双向心动开启对话。用户首先进入以待匹配对象的照片为背景的页面, 选择是否花费 9 个钻石解锁实时视频匹配; 产品加入限时功能, 用户需在十秒之内选择是否“心动”, 若彼此“心动”, 则形成匹配, 继续视频通话, 若未配对成功, “心动”的单方仍可在历史记录或消息列表中找到未对自己心动的用户, 并发起一对一文字或视频聊天。

10 秒匹配制造紧张感和浪漫氛围, 消灭社恐“尬聊”噩梦。Yumy 的新玩法改善了用户体验: 一方面, 以推荐算法为基础的“实时视频”匹配使用户匹配更高效, 加强了匹配的紧张感与浪漫氛围, 解决了“发出邀请-等待通过”形式的漫长等待问题; 另一方面, 10 秒之后, 若不匹配, 立即消失, 避免“社恐”用户尬聊或直接拒绝的不适。

Yumy 变现方式多样, 以定向匹配金币消耗、虚拟道具消耗、VIP 订阅及通话时长消耗为主。

图 14: Yumy 十秒心动玩法

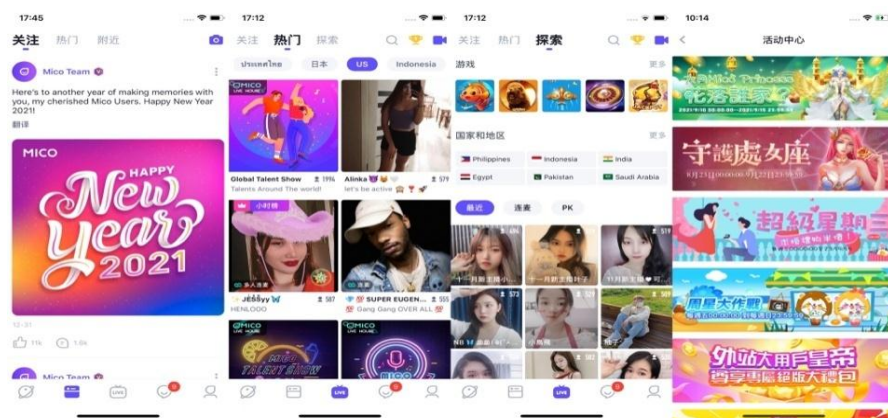


资料来源: Yumy app, 光大证券研究所

(2) MICO 主打直播社交，丰富的官方活动激励玩家持续参与

MICO 是公司社交产品矩阵的代表，是包含配对游戏、环球漫游、直播、附近等功能的综合性全球开放式社交平台。1) **引流方式上**，为提高可玩性和用户活跃度，MICO 举办官方活动奖励成绩优异的主播，定期推出活动，如“守护狮子座”、“超级星期三”等；MICO 还在不同国家和地区通过本地运营提高知名度、通过社交关系链扩大流量。2) **变现方式上**，以直播充值送礼和虚拟道具消耗为主，用户之间、用户和主播之间均可送礼，付费用户群体大部分是 25~35 岁的男性用户。

图 15: MICO 界面

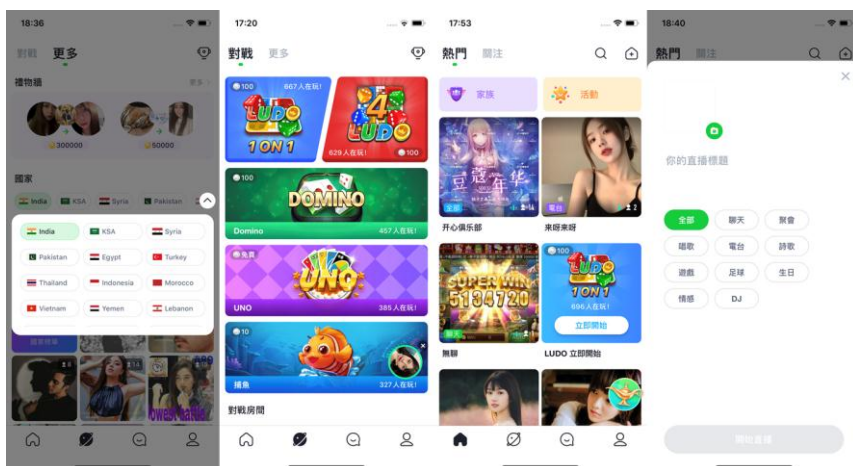


资料来源：MICO app，光大证券研究所

(3) YoHo 主打中东地区多人语音房社交，增添小游戏等提高趣味性

YoHo 是一款语音社交平台，配有语音房、对战、发起个人活动等功能，是公司针对中东地区穆斯林人群特点打造的产品，满足了穆斯林人群由于宗教习俗等原因不愿意使用视频社交的需求。根据公司官网，YoHo 成为 2020 年中东当地 top2（收入口径）的语音社交平台。此外，YoHo 允许用户创建家族，并对家族进行排名，家族内不同成员按贡献者排名；家族排名基于家族内成员总贡献值，成员可以通过登入 App、观看直播、上麦、送礼获得贡献值，有利于提高用户粘性和付费激励，从而提高 App 营收。

图 16: YoHo 界面



资料来源：YoHo app，光大证券研究所

2.2.2、赤子城产品实现差异化竞争，成长空间广阔

相比市面上其他社交产品，公司产品具备一定特色。1) Yumy 独特的 10 秒限时玩法加强了紧张感，市场上暂无类似产品。2) Yalla 与 YoHo 均主打语音社交，但 Yalla 采用去中心化模式，是纯粹 UGC 平台。3) 在国内，同为社交平台出海企业的欢聚集团，旗下拥有与赤子城的核心产品 MICO 类似的直播应用 BigoLive，二者在区域、功能、主打人群上均不完全重叠。根据 App Annie 数据，欢聚集团和赤子城科技分别在 2021 年 11 月中国非游戏厂商出海收入排行榜排名第 2 和第 4。

表 4: Bigo Live 和 MICO 的异同

	Bigo Live	MICO
区域覆盖广	2014 年起步于新加坡，已覆盖 150 余个国家和地区	完成全球化布局，覆盖 200 余个国家和地区
功能丰富	推出了多人连麦、PC Connector 等创新功能	一站式视频社交平台
主打人群	18~25 岁年轻群体	付费群体集中于 25~35 岁男性

资料来源：公司官网，欢聚集团官网，光大证券研究所整理

对标陌生人社交鼻祖 Match Group，公司在视音频社交赛道或将实现“弯道超车”。1994 年 Match.com 上线，开创线上陌生人社交模式；目前，Match Group 整体表现优于赤子城，然而，我们认为在视音频社交赛道上，赤子城或将凭借以下三点优势实现完美超越：1) 赤子城先发优势明显，早在 2016 年开始视频社交的探索，如今又大力布局元宇宙元素；2) 中国产品走向海外的成功先例丰富，中国互联网行业较为成熟，TikTok 等例子证明了中国产品成为细分赛道标杆的可能性；3) 赤子城管理人员具备先见和革新的魄力，及时提出战略转型。

表 5: 对标 Match Group，赤子城成长空间广阔

	Match Group	赤子城
全球表现	2021 年上半年，在全球下载量前十的社交应用和营收前十的社交应用中，分别占据 2 款和 4 款	未上榜
欧美地区表现	业务更成熟，2021 年上半年的收入中，美洲地区占 52%，欧洲地区占 28%；份额高，旗下的 Tinder 以 780 万美元，在 2020 年多北美陌生人社交市场排名第一	起步晚，分别于 2019 年和 2021 年发力美洲和欧洲市场
矩阵打法	自研+收购重组；数量多，40 余款社交应用	自研；目前仅有 4 款应用
旗舰产品	Tinder 主打图文社交，2020 年月活达 7500 万	MICO 主打视频社交，矩阵中其他应用同为深耕视音频赛道，2020 年平均月活 1136 万

资料来源：Apptopia/MyDatingAdvisor/businessofapps/MatchGroup 公告/赤子城公告，光大证券研究所

2.2.3、千人千面的算法提高用户匹配效率，PUGC 模式暂时解决供需痛点

公司持续学习用户行为，形成因人而异的匹配算法。赤子城社交产品的匹配算法主要依据：1) 用户国家、语言、年龄、性别等常用数据特征；2) 用户在软件内的行为数据，如搜索、点击、停留、评论。公司产品系统自动学习每一用户的偏好，如多次匹配某一类型的用户均失败，则默认该用户对这一类型用户不感兴趣，在以后的匹配中减少该类型，用户的行为数据的重要性可见一斑。市面上不同领域的社交平台使用的算法指标有所不同，权重也有差异，TikTok 使用指标与赤子城类似，但其对账户信息的权重较低。

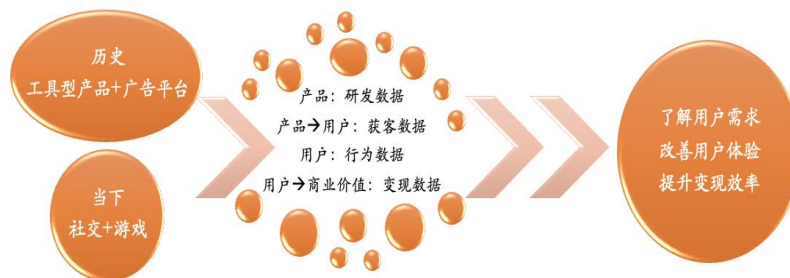
表 6：五大社交媒体算法指标规则

	TikTok	Facebook	Instagram	Youtube	Twitter
算 法 指 标	1、用户互动：包括用户点赞、分享、评论等的频次	1、点赞、分享、评论、回复等互动性高的内容优先推荐	1、频道的权威性：受众浏览时长、点赞率、分享次数、分辨率等	1、当前趋势：关注当下发生等事情	1、新近性至上（即时发布的内容，Twitter 会着重将它往前排）
	2、视频信息：标题、标签等	2、社群参与者的活跃度	2、推崇原创	2、互动关系：追踪衡量不同用户等关系	2、包括视频、GIF 动图、投票等多媒体形式的推文优先
	3、账户信息：语言偏好、地域、设备类型等	3、内容同时要求文本优质和视觉吸引力	3、观众留存	3、个人兴趣：用户历史行为和其使用的多账号的行为	3、标签导向，所有用户必须使用“#”标推文
		4、互动性对话	4、关键词	4、经过验证的真实账户	4、相关度导向：粉丝互动频率高的账号，会提高账号的相关度得分

资料来源：CTR 媒体融合研究院，光大证券研究所

智能中后台数据丰富，计算效率高。公司自研中台系统和 Solo Aware 人工智能引擎，获取研发数据、获客数据、用户行为数据、变现数据，从而了解用户需求，改善用户体验，提升变现效率。**1) 中台系统方面：**历史工具型产品和广告平台用户数据进一步补充中台系统算法模型的数据库，帮助刻画每一个国家和地区用户画像以及需求；系统还通过打通游戏和社交产品，发挥“社交+游戏”的协同效应。**2) AI 引擎方面：**SoloAware 搭建全球化的分布式计算平台，在全球范围内实现了计算资源调度、动态扩容、高速存储等，实现更高的计算效率。

图 17：匹配算法数据来源与类型

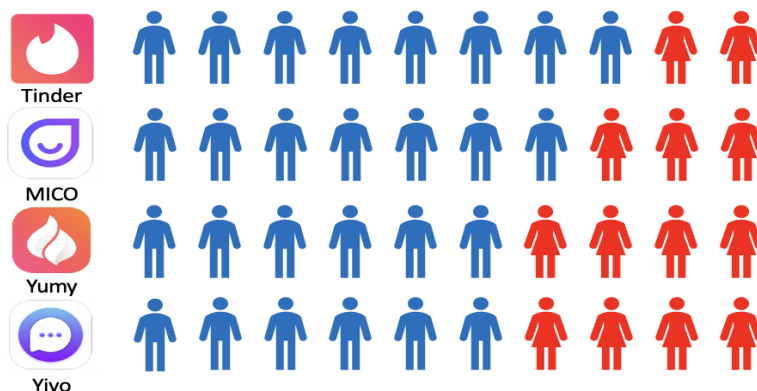


资料来源：公司官网，光大证券研究所

PUGC 模式虹吸作用凸显，短暂解决陌生人社交性别供需失衡痛点。陌生人社交产品的男女比例失衡问题一直存在，以 Tinder 为例，根据 Statista 发布的数据，其 2021 年 3 月活跃用户中男性占据 75.8%；而赤子城四款社交核心产品的男女比例较为均衡，MICO 的男女比约为 7:3，Yiyo 和 Yumy 的男女比约为 6:4。

赤子城社交产品均衡的男女比例得益于 PUGC 模式。头部女性用户体验被大幅改善，内置美颜相机使得不同用户都有不错的视觉呈现。1) 从平台角度来看，产品矩阵现共拥有 50 万主播，社交生态共享主播资源，主播负责吸引用户留在 MICO 平台中。2) 从用户角度来看，主播大多为素人主播，一方面保证了陌生人社交的真实感；另一方面，素人主播提供更具吸引力的内容，内容更新持续性更高，从而提高用户粘性。

图 18: 社交产品性别比例



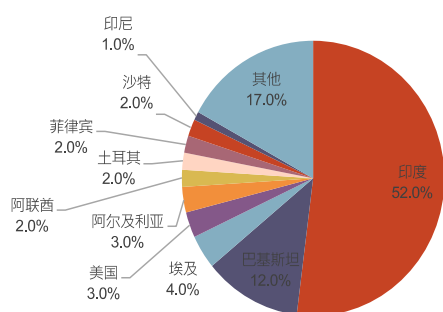
资料来源: Statista, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 3 月

中心化供给后续发展有待考究, UGC 模式可能更受关注。随着平台用户的增长, 继续依靠主播创作内容, 需要公司不断提升主播的数量和质量, 主播的成本负担有可能成为阻碍平台发展壮大的包袱; 叠加公司已着手建设元宇宙社交元素, 需要海量内容, UGC 模式料将得到更多关注。

2.2.4、产品矩阵初步验证, MAU 持续快速增长

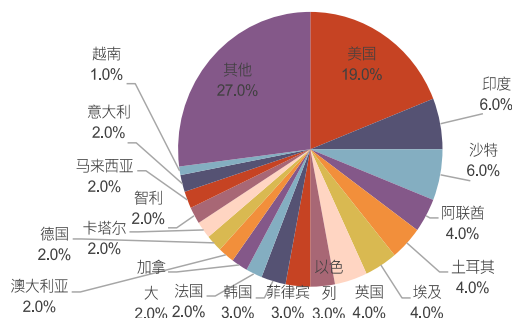
主打产品 Yumy 颇受用户喜爱, 下载量持续高增。赤子城科技 CEO 李平在“2021 年 Q3 高管面对面直播”中表示, Yumy 全球下载量截至 2021 年 5 月末为 500 万, 8 月突破 1000 万, 10 月达到 2000 万。2021 年 11 月 24 日, 公司副总裁何维在 36 氪 WISE2021 超前体验大会上透露, 公司旗下视频社交应用 Yumy 全球下载量已突破 3000 万, 进入美国、英国、法国等发达国家的社交应用下载榜前 20。

图 19: Yumy 下载用户地区来源 (截至 2021 年 11 月 15 日)



资料来源: 白鲸出海, 光大证券研究所

图 20: Yumy 付费用户地区来源 (截至 2021 年 11 月 15 日)

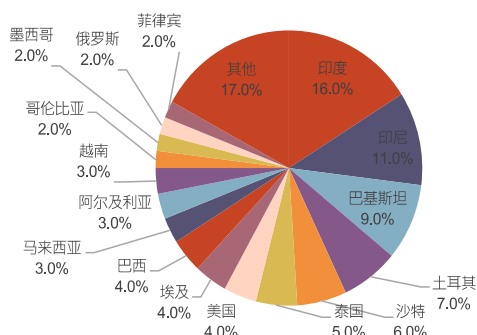


资料来源: 白鲸出海, 光大证券研究所

核心应用 MICO 表现持续优秀, 为后续产品开发提供经验。根据 Sensor Tower 数据, MICO 进入 2021 年中国出海娱乐应用在美洲、中东和中国以外的亚洲地区的收入 TOP100 榜单; 根据 AppAnnie 数据, MICO 在 2021 年 11 月中国非游戏应用出海收入排行榜中排名第七; 根据点点数据, 2021 年 12 月 29 日的

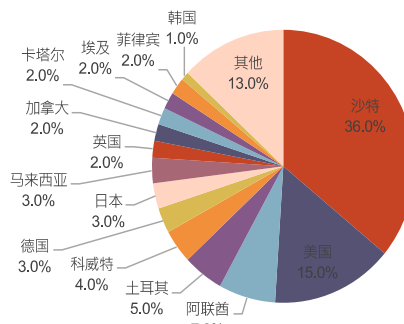
AppStore 社交应用畅销榜中，MICO 在 11 个国家或地区排名前 10，在 72 个国家中排名前 100。

图 21: MICO 下载用户地区来源 (截至 2021 年 11 月 15 日)



资料来源: 白鲸出海, 光大证券研究所

图 22: MICO 付费用户地区来源 (截至 2021 年 11 月 15 日)

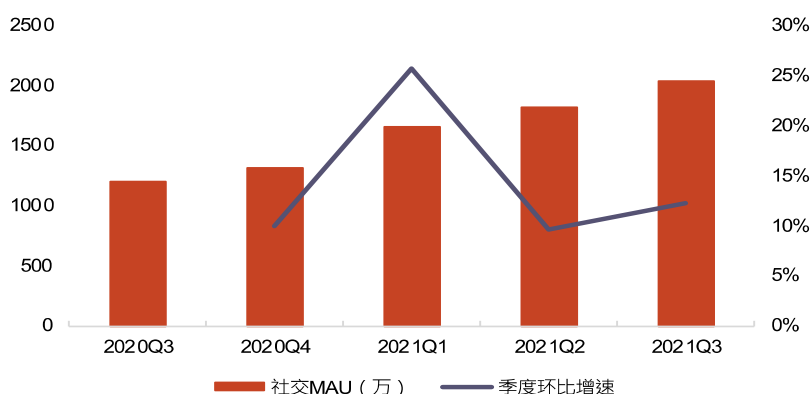


资料来源: 白鲸出海, 光大证券研究所

公司率先切入新兴市场, 收入的地区结构发生转变。公司业务多分布在新兴市场, 自 2019 年起, 以北美市场为开端, 逐渐进入日韩、欧洲等发达国家市场。从社交业务收入的结构来看, 北美市场社交收入占比接近 30%, 中东地区仍然贡献最大约为 40%, 但该比例逐渐下降。综合各项收入来看, 北美地区由于游戏业务的加持, 各项收入占比达到 50%, 是公司最大收入来源地区。

社交 MAU 持续增长, 用户天花板仍有空间。1) 自 2020 年下半年起, 社交 MAU 季度环比增长均超过 10%, 2021Q1 达到最高增速为 26%。2) 截至 3Q2021, 社交产品 MAU 达到 2043 万, 同比增长 70%; 其中, Yiyo 全球 MAU 超千万, Yummy、MICO、MICO 全球 MAU 分别约为 700 万、500 万、200 万。3) 公司产品渗透率较低, 在各业务地区渗透率仅为 1~2%; 目前公司 MAU 处于 2000 万的水平, 对标行业龙头, 社交 MAU 有望达到 1 亿量级, 存在 4 倍的增长空间。

图 23: 2020Q3-2021Q3 公司社交产品 MAU



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

下载用户与付费用户贡献地区重合度较低, 发达国家市场用户变现能力更高。公司在不同市场运营重点有差异: 1) 在人口多的新兴市场, 以 MAU 贡献作为运营重点; 2) 在发达国家市场, 买量成本较高, 以内容和收入作为运营重点。因此, 从用户体量上看, MAU 集中在中东、南亚、东南亚地区; 从用户付费情况看, 发达国家市场如北美、欧洲等的用户付费率和付费水平高。

2.3、打磨本地化运营，强化产品核心竞争力

2.3.1、旧产品形成可复制的本地化方法论，缩短新产品回本周期

本地化经验构成可复制的方法论，缩短产品回本周期。赤子城已经摸索出可复制的本地化经营道路，并将这套方法论应用在其它社交产品上，如 MICO 在日本的本土化运营，从当地流行文化、增强与主播的互动、举办各类主题活动、与当地政府、品牌等合作多角度出发。我们认为，这套方法论有利于缩短回本周期，提高运营效率：1) MICO 从 2014 年孵化，历经六年，于 2020 年实现规模化盈利；2) Yummy 上线大半年，虽尚未实现盈利，但已产生可观收入；3) YoHo 于 2018 年上线，经历两年即可实现盈利。

表 7：公司在日本的本地化运营

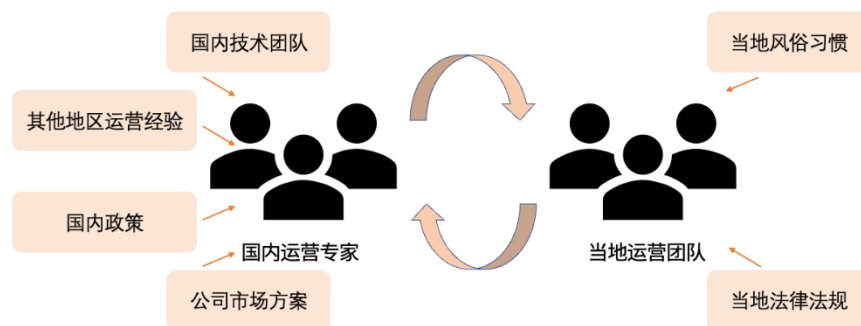
角度	具体活动
当地文化	由于日本二次元文化盛行，重点打造二次元风格的吉祥物——CoCo 酱，并推出了融入吉祥物元素的水杯、口罩等周边产品。 引入日本国民动漫《奥特曼》的女演员进入平台。
奖励主播	为选拔赛获胜的主播提供舞台、提供著名音乐制作人一对一指导。
主办主题活动	举办 MICO Music 歌谣祭、新人登龙门等主题活动，通过线上及线下实现更广泛的品牌曝光、流量触达和用户转化。
与当地政府合作	日本大阪市政府联合赤子城科技举办了“点亮大阪”活动，MICO 作为独家合作平台，全程直播了该活动。
与当地品牌合作	与 BRILLAMICO 联名合作，双方在 BRILLAMICO 官网、户外等地进行了一系列联名品牌宣传。

资料来源：赤子城科技 2021 年 Q3 高管面对面直播实录，光大证券研究所

2.3.2、典型的海外团队配置，因地制宜调整管理模式

海外团队构成人员来自国内外，优化公司策略在当地的实现效果。海外团队管理层由两个核心组成，分别是中国的运营专家和当地的团队运营负责人。1) 中国的运营专家有助于复制和推广运营经验，对国内政策、公司市场方案、产品对接了解更深入，便于与国内的技术团队等对接；2) 当地的团队运营负责人更熟悉当地的法律法规、风俗传统，有助于双向沟通和理解，从而提高团队管理和产品运营的效率。公司团队核心人员出海经验丰富，多来自中兴、华为、百度等早期海外团队；海外落地人员已经超过 200 个，在同行中保持领先水平。

图 24：海外团队由中国运营专家和当地团队运营负责人组成



资料来源：光大证券研究所绘制

尊重当地文化，管理模式因地制宜。公司尊重当地文化，如为当地员工准备祷告场地、陪伴过节等；并根据当地的工作模式提高员工积极性，如对员工的工作进行积极的反馈和肯定。

2.4、多途径获客，实现用户自然有机增长

2.4.1、开拓买量渠道，深耕低成本高精度的当地广告平台

关注买量投入产出比，借助算法判断用户价值。社交产品覆盖区域广，不同地区的单用户价值不同，对应的买量成本有所区别。**公司通过比较用户价值和买量成本，做出买量决策：**对于收入贡献较大的区域，如美国，单用户买量成本上限适当提高；对于收入贡献较小的区域，如印度，单用户价值低，买量成本相应下调。

东南亚地区买量竞争较小，发达国家市场买量价格高。根据白鲸出海数据，发达国家市场的 Facebook 渠道社交应用买量成本数倍于全球平均水平。就全球平均而言，2021 年 10 月 CPM（每千人成本）低于 4 美元，CPC（每点击成本）低于 0.5 美元，CTR（点击率）约为 2%。赤子城基于历史工具型产品业务和广告平台业务经验，具备当地推广渠道的信息优势，不局限于诸如 Google、Facebook 的全球性广告平台，针对使用成本更低、精度更高的当地平台进行买量。

表 8：2021 年 10 月发达国家市场 Facebook 渠道社交买量成本

国家	CPM (美元)	CPC (美元)	CTR (%)
美国	29.32	1.98	3.03
加拿大	15.71	0.95	3.45
日本	12.56	1.11	2.57
韩国	12.3	0.97	2.69
英国	10.98	1.59	1.39
德国	10.82	1.46	1.62
法国	10.69	1.48	1.56

资料来源：白鲸出海，光大证券研究所

2.4.2、本地化运营提高产品自身影响力，有效吸引用户

买量所得用户留存率不高，促进用户自然增长重要性凸显。根据白鲸出海，社交类 App 自然增长类用户 30 天留存率为正值，而买量获得的用户留存为负值。拓展支付渠道成为公司提高用户体验的途径之一。为方便用户支付，公司积极与移动支付领域头部玩家 Paytm 合作：Paytm 是印度移动支付赛道的主导者，截至 2021 年 3 月，Paytm 已有 3.33 亿注册用户，覆盖 2100 万商户。

图 25：公司线上活动与公益活动传播正能量



资料来源：公司官网，光大证券研究所

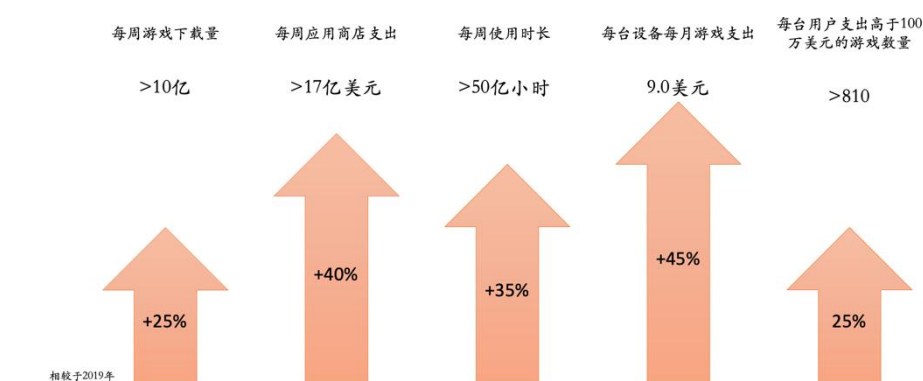
践行社会责任，提高品牌当地知名度和影响力。2021 年，MICO 在美国举办限定直播活动 “I Say No To Cyber Bullying”，官方精选了 6 位关注网络暴力现象的正能量主播组成 “正义联盟”，在一周内陆续开展了多场反网络暴力的主题直播。公司长期热心公益活动，多形式践行社会责任，增强当地人群对公司的认可，如为印尼火灾捐款、捐助埃及爱心学校、为流浪动物筹集善款等。

3、提升产研能力，推进精品化游戏战略

3.1、全球手游潜力巨大，中国移动游戏出海表现突出

全球移动游戏市场激增，北美核心市场下载量依旧坚挺。根据 App Annie 报告，2021 年上半年移动游戏每周游戏各维度数据表现优异，与 2019 年全年相比增长均不低于 25%，印度、美国、巴西、印尼、俄罗斯成为移动游戏下载排名前五的市场；2021 年，全球移动游戏用户支出与其他游戏相比增速惊人，有望超过 1200 亿美元，是家用主机游戏的 3.1 倍。

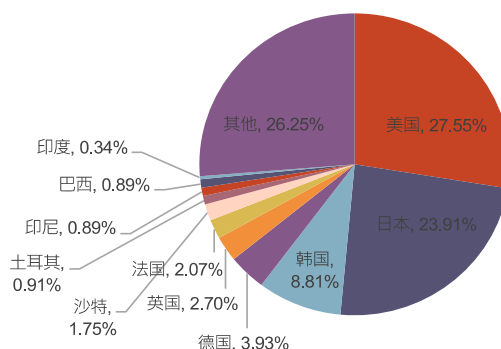
图 26：2021 年上半年移动游戏重点数据



资料来源：App Annie，光大证券研究所

中国移动游戏海外市场份额不断攀升，成为海外 top2000 移动游戏发行商占比最大的国家。根据 App Annie 数据，2021 年上半年海外 Top2000 移动游戏发行商中，来自中国的发行商占 23.4%，比排名第二的美国高 4.6 个百分点。

图 27：中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比



资料来源：《2020 中国游戏产业报告》，光大证券研究所

在公司游戏业务的核心地区北美与发力地区欧洲，付费能力较好。《2020 年中国游戏产业报告》显示，2020 年中国自主研发移动游戏海外地区收入分布中，美国的收入占比为 27.55%，日本的收入占比为 23.91%，韩国收入占比为 8.81%，三个地区合计占比达到 60.27%。根据 Newzoo 发布的《2017 年全球游戏市场报告》，美国、英国人均年付费分别为 76 美元和 64 美元；2018 年，法国地区 ARPU 达到 31.76 美元。

3.2、“自研+发行+投资”战略推动变现方式多元化

3.2.1、游戏类型升级迭代，自研+发行+投资打造产品矩阵

内外多重因素催化游戏类型升级迭代。1) 公司核心基本盘是社交业务，精品游戏用户质量更高，具备一定的付费能力，精品游戏更利于与社交业务形成协同作用，实现“1+1>2”的效果；2) 公司研发团队不断壮大，研发支出持续增长，精品游戏品类有利于公司自主把控内容，提升游戏业务天花板；3) 休闲游戏主要靠 IAA 实现变现，精品游戏主要靠 IAP 变现。近年来，流量成本持续攀升，叠加疫情造成广告商预算减少和 IDFA 新政落地，严重压缩广告变现方式的利润空间。

利用自身出海经验，帮助国内游戏团队出海。由于海内外市场的差异，国内中小游戏团队出海面临许多困难，如海内外登录方式、支付系统、使用习惯等差异。通过加强合作，公司与游戏团队各自发挥自身优势，游戏团队负责研发游戏；公司借助本地化经验，以买量等形式帮助国内优秀的游戏团队出海。

海外 SLG 吸金能力出众，公司预期投资加码 SLG 游戏。根据 App Annie 数据，2021 年上半年主要市场海外用户支出 Top3 细分游戏品类，除了日本，4XSLG 品类在其余 7 个主要市场均进入 Top3。SLG 赛道愈发拥挤，如腾讯天美工作室的《重返帝国》以及 IGC 曾在电话会议中表示 2021 年 20 款新品中“SLG 占一半”。赤子城研发 SLG 能力尚未验证，预期通过投资方式切入该赛道。

表 9：2021 年上半年基于 Top2000 游戏的海外用户游戏支出排名（主要市场国家）

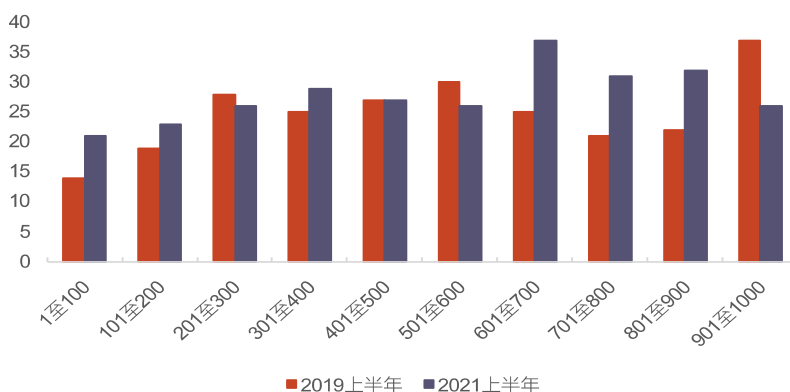
国家	英国	德国	印尼	埃及	美国	巴西	韩国	日本
类型	4XSLG	4XSLG	4XSLG	4XSLG	博弈游戏	吃鸡游戏	MMORPG	团队战斗
占比	17%	19%	18%	28%	15%	12%	49%	21%
类型	三消-融合	三消-融合	吃鸡游戏	吃鸡游戏	4XSLG	4XSLG	团队战斗	偶像训练
占比	9%	9%	11%	21%	13%	12%	11%	13%
类型	三消-闯关	团队战斗	MMORPG	模拟运动	三消-融合/ 团队战斗	运气战斗	4XSLG	PuzzleRPG
占比	7%	7%	7%	4%	7%	8%	9%	10%

资料来源：App Annie，光大证券研究所

3.2.2、IAP 和 IAA 混合变现，提高游戏盈利能力

游戏产品保留 IAA，但尊重玩家意愿与选择。玩家不仅可以直接氪金获得游戏道具，还可以主动选择观看精品游戏内的激励视频广告获得相应道具。传统独立的变现方式包含付费下载、展示广告、应用内购和订阅应用，但休闲游戏等中轻度游戏若仅靠单一的变现方式难以持续增长，混合广告变现模式成为大势所趋。公司将加速探索 IAP，开发新变现方式，日后，精品游戏内可能推出小程序等新形态，补充变现途径。据 App Annie 数据，2021 年上半年高收入游戏排行榜前 1000 位中采用混合广告变现模式的游戏数量达 278 个。

图 28：选定市场高收入游戏排行榜前 1000 位中的混合广告变现游戏数量



资料来源：App Annie，光大证券研究所

3.3、爆款休闲游戏维持热度，自研精品游戏上线有条不紊

旧日休闲游戏上线成为爆款，现阶段维持一定热度。2019 年 5 月 ArcheryGo 上线，最新版本更新于 2019 年 12 月 06 日。1) 据 Sensor Tower 数据，2019 年第四季度中国手游在美国下载量 TOP20 榜单中，ArcheryGo 位列第六；2) 据 AppAnnie 数据，2019 年 12 月，其在美国的平均打开率为 93%，平均单日用户时长超过 30 分钟；3) 据点点数据，2021 年 12 月 23 日，ArcheryGo 在 11 个国家或地区中体育类免费榜进入前 100 名。

自研游戏测试符合预期，后续进度有条不紊。公司从 2020 年下半年开始研发 Mergeland 和 SolitaireChapters，截至 2021 年 11 月，产品均已上线并进行小范围内测试、调整与更新。

图 29：Mergeland 应用界面



资料来源：公司公告，光大证券研究所

Mergeland 是一款模拟经营类自研精品中度手游，在经典合成玩法上融合了建造、经营等元素，玩法新颖、美术风格精致、人物及剧情丰富。游戏玩家需要持续解锁新地区及采集虚拟道具，对新地区进行布置；定期举办与季节、假期及童话相关的活动，玩家可以从中取得虚拟金币、虚拟钻石或虚拟装饰。在游戏中，玩家亦可以使用现实货币购买虚拟钻石。该游戏预计拥有较长生命周期，现有玩法的丰富度可供玩家体验两年以上。2021 年 Q3 高管面对面直播中，公司 CEO

表示“Mergeland 已在 Q3 上线测试，留存表现、用户时长的表现超出预期，目前处于调优期”，截至 2021 年底，Mergeland 次日留存率将近 60%。我们认为，此款游戏有望于 2022 年下半年开始规模化推广；对标合成游戏 EverMerge，Mergeland 有望凭借精美的画风增强用户粘性。

SolitaireChapters 是一款纸牌类自研精品中度手游，玩法经典、画面精美、运营活动丰富。产品可玩性强，包含数百个关卡和数十种机关道具。玩家需要金币开启游戏，根据游戏表现获得金币或充值购买金币，关卡形式可能激励玩家充值以获得满足感。游戏主要面向欧美市场，根据点点数据，2021 年 Q3 以来，该游戏在美国区 Google Play 纸牌类畅销榜稳定在第 50-100 名。

图 30: SolitaireChapters 界面



资料来源: SolitaireChaptersApp, 光大证券研究所

4、盈利预测与投资评级

4.1、盈利预测

(一) 增值服务业务

赤子城增值服务业务目前由社交产品构成，随着游戏精品化推进，精品游戏开始贡献一部分增值服务业务收入。基于以下主要假设：

1) 社交收入：根据 Frost&Sullivan 预测，全球视音频社交市场在 2021-2024 年增速将超过全球社交媒体市场平均水平。**主要考虑：**a) 赤子城在 2020 年完成转型，逐步退出广告业务主推视音频社交软件，2021 年推出新产品 Yumy，下载量突破 3000 万，预计短期内社交业务将持续高增；b) 活跃用户方面，2021H1 赤子城科技社交 MAU 同比增长 95.6%，预计全年用户数保持高增；c) 公司发力发达市场，用户付费习惯已经养成，2021H1 用户社交 ARPU 值同比增长 25 倍，人均付费仍有进一步提升的空间。我们预计 21-23 年社交 MAU 增速分别为 92.0%、30.0%、24.0%；年 ARPU 值增速分别为 60.0%、16.0%、12.0%；对应社交收入同比增长 207.2%、50.8%、38.9%。

2) 精品游戏收入：公司在 2021 年对 2 款精品游戏进行测试、升级迭代，于 2022 年大规模推广后获取收益。用户方面，外部环境精品化趋势明显叠加公司内部随着精品游戏的发行成熟，预计有更多用户进入精品游戏市场；ARPU 值方面，精品游戏的变现方式更多元，有望实现比休闲游戏更高的 ARPU。由于公司 21 年精品游戏处于测试阶段，不贡献收入，我们估计 22 年精品游戏用户为 60 万，ARPU 为 75 元，预计精品游戏产品 23 年 MAU 增速为 90.0%，ARPU 增速为 40.0%。

3) 增值业务毛利率：随着公司增持 MICO 带来较多的增值服务分成，我们预计 21-23 年增值服务毛利率维持在 46.0%、46.0%、45.8%。

基于上述假设，我们预测 2021-2023 年公司增值服务业务分别实现营收 20.20 亿元、30.91 亿元、43.50 亿元，对应增速为 207.2%、53.0%、40.7%，增值服务实现毛利 9.29 亿元、14.22 亿元、19.92 亿元。

(二) 流量变现业务

流量变现业务主要依靠休闲游戏应用内的广告形式进行变现。主要考虑：1) 公司推进游戏升级迭代，对休闲游戏投入减少，预计买量会相应减少，休闲游戏 MAU 增长速度放缓；2) 移动广告及相关业务在 2021 年已经完全退出，公司未来重点发展增值服务，对广告模式的依赖度降低。因此，我们预计未来流量变现业务贡献收入占比逐渐下降，21-23 年流量变现收入同比增速为 -42.5%、-34.0%、-5.5%；由于业务性质变化不大，预计流量变现业务毛利率将维持在历史相当水平，21-23 年毛利率分别为 89.0%、89.0%、87.0%。

表 10：赤子城营业收入和毛利预测

单位：百万元人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	389.7	1,181.6	2,321.2	3,289.9	4,537.9
yoy		203.2%	96.5%	41.7%	37.9%
增值服务收入	11.6	657.5	2,019.9	3,091.0	4,350.0
占比	3%	56%	87%	94%	96%
yoy		4054.9%	207.2%	53.0%	40.7%
其中：社交收入	11.6	657.5	2,019.9	3,046.0	4,230.3
社交 MAU (万)		1,136.0	2,181.1	2,835.5	3,516.0
yoy			92.0%	30.0%	24.0%
社交 ARPU (元)		57.9	92.6	107.4	120.3
yoy			60.0%	16.0%	12.0%
其中：精品游戏收入				45.0	119.7
精品游戏 MAU (万)				60.0	114.0
yoy					90.0%
精品游戏 ARPU (元)				75.0	105.0
yoy				50.0%	40.0%
流量变现收入	378.0	524.1	301.3	198.9	187.9
占比	97%	44%	13%	6%	4%
yoy		38.6%	-42.5%	-34.0%	-5.5%
增值服务毛利率	68.3%	45.1%	46.0%	46.0%	45.8%
流量变现毛利率	67.1%	87.0%	89.0%	89.0%	87.0%
综合毛利率	67.1%	63.7%	51.6%	48.6%	47.5%
毛利	261.5	752.5	1,197.3	1,598.9	2,155.8

资料来源：赤子城科技财报，光大证券研究所预测

(三) OPEX 方面

我们参考 21H1 实际数据，并基于以下主要假设：

1) 销售费率：随着赤子城精品游戏逐渐开放以及营业收入的不断提升更快，公司有望以更低成本获取新客户，销售费用率有望保持相对稳定；预计 21-23 年销售费率分别为 30.0%、25.8%、25.2%。

2) 管理费用：21 年公司受精品游戏测试迭代影响，一次性支出致使管理费用相对较高，后续公司管理效率逐渐提升行政费率将保持低位，预计 21-23 年行政费率分别为 8.0%、4.5%、4.4%。

3) 研发费率：根据历史经验，研发费率保持在 5%~7% 的区间内波动。未来公司将加大研发，但由于收入高速增长，预计研发费率将继续保持在区间内波动。因此，预计 21-23 年，研发费率分别为 6.2%、6.1%、6.0%。

综上所述，我们预测 2021-2023 年，公司分别实现总营收 2,321.2 百万元、3,289.9 百万元、4,537.9 百万元，营收增速为 96.5%、41.7%、37.9%；实现毛利 1,197.3 百万元、1,598.9 百万元、2,155.8 百万元，对应毛利率分别为 51.6%、48.6% 和 47.5%。

4.2、相对估值

基于海外陌生人社交业务和游戏业务的高成长性，叠加公司经调整净利润处于增长阶段，我们采用 PE 估值法测算赤子城科技的估值水平。

由于社交业务收入占据赤子城目前营收的主要组成部分，我们选取和赤子城业务相似，深耕于社交娱乐领域的 Yalla (YALA.N)、挚文集团 (MOMO.O)、Match Group (MTCH.O)、欢聚 (YY.O)、虎牙直播 (HUYA.N)、Facebook/Meta (FB.O) 和 Twitter (TWTR.N) 作为赤子城的可比公司，可比公司 22 年预测经调整 PE 在 5.3x-42.8x 之间，平均值为 24.1x，赤子城科技现价对应经调整 PE 为 9.0x。我们认为，赤子城科技处于转型后的发展初期阶段，差异化产品推动用户规模持续增长，聚焦海外发达国家带来强劲的用户付费表现，未来随着公司发力精品游戏，业绩有进一步提升的空间；相比海外成熟公司，考虑到公司“流量+”战略效果的不确定性，我们保守给予赤子城 22 年预测经调整 PE 为 14.5x。

表 11：赤子城可比公司估值比较

证券代码	可比公司	市值 (百万元人民币)	经调整净利润 (百万人民币)				经调整 PE (x)		
			2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
YALA.N	Yalla	5,661	-14	780	913	1,200	7.3	6.2	4.7
MOMO.O	挚文集团	12,540	2,103	2,106	2,350	2,803	6.0	5.3	4.5
MTCH.O	Match	209,292	887	4,135	5,367	6,558	50.6	39.0	31.9
YY.O	欢聚	23,933	-1,164	213	663	1,107	112.5	36.1	21.6
HUYA.N	虎牙直播	9,002	1,262	370	-153	457	24.3	NA	19.7
FB.O	Facebook	4,113,818	240,723	267,611	269,065	304,811	15.4	15.3	13.5
TWTR.N	Twitter	188,290	-4,750	2,617	4,397	6,723	71.9	42.8	28.0
	平均数						41.1	24.1	17.7
9911.HK	赤子城科技	3,880	155	241	430	606	16.1	9.0	6.4

资料来源：可比公司预测来源于 bloomberg 一致预期，赤子城预测来源于光大证券研究所预测；由于赤子城主要的调整项为以股份为基础的报酬开支，故采用经调整净利润以反映真实盈利水平；注：可比公司市值时间为 2022-02-04，赤子城科技市值时间为 2022-02-07；汇率：按 1HKD=0.8162RMB、1USD=6.3580CNY 换算

4.3、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1) 长期增长率：赤子城所在细分行业处于起步阶段，公司也处于商业化早期。公司开始涉足元宇宙业务，是未来大势所趋。故假设长期增长率为 1.5%；
- 2) β 值选取：采用 Wind 港股软件与服务行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；

3) 税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 12.5%。

基于对长期增长率和 WACC 的敏感性测试，我们得到公司合理的绝对估值范围为 5.11-8.61 港元。

表 12：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.50%
无风险利率 Rf	2.50%
β ($\beta_{levered}$)	0.88
Rm-Rf	7.00%
Ke(levered)	8.69%
税率	12.50%
Kd	0.88%
Ve	5254.02
Vd	0.017
目标资本结构	0.00%
WACC	8.69%

资料来源：光大证券研究所预测

表 13：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	697.68	10.92%
第二阶段	2187.07	34.24%
第三阶段 (终值)	3502.92	54.84%
企业价值 AEV	6387.68	100.00%
加：非经营性净资产价值	329.83	5.16%
减：少数股东权益 (市值)	501.07	-7.84%
减：债务价值	0.02	0.00%
总股本价值	6216.42	97.32%
股本 (百万股)	1191.22	
每股价值 (港元)	6.39	

资料来源：光大证券研究所预测，汇率：1 港元=0.8162 人民币

表 14：敏感性分析表 (单位：港元)

WACC \ 长期增长率	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
7.69%	6.97	7.29	7.66	8.09	8.61
8.19%	6.41	6.67	6.98	7.33	7.74
8.69%	5.92	6.14	6.39	6.68	7.02
9.19%	5.49	5.68	5.89	6.13	6.40
9.69%	5.11	5.27	5.45	5.65	5.87

资料来源：光大证券研究所预测，时间：2022-02-07，汇率：1 港元=0.8162 人民币

4.4、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计赤子城 21-23 年总营收为 23.21、32.90、45.38 亿元人民币，对应同比增长 96.45%、41.73%、37.94%。随着公司“社交出海+精品化游戏”双轮驱动，经营业务有望持续提升，预计 21-23 年实现 Non-GAAP 净利润 2.41、4.30、6.06 亿元人民币。因公司仍处于转型早期，现金流与利润尚不稳定，成本费用控制稳定，使用相对估值更能合理的体现其价值，故我们选取相对估值结果：给予赤子城科技 2022 年 14.5x 经调整 PE，对应市值为 76.46 亿港元，对应目标股价 6.42 港元，首次覆盖，我们给予赤子城科技“买入”评级。

表 15：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	389.69	1,181.59	2,321.24	3,289.90	4,537.95
营业收入增长率	40.84%	203.22%	96.45%	41.73%	37.94%
Non-GAAP 净利润（百万元）	109.44	154.86	241.16	430.39	605.69
EPS（元）	0.06	0.04	0.09	0.21	0.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.78%	7.40%	14.33%	27.15%	29.11%
P/E	52	90	35	15	10
P/E（经调整）	33	23	15	9	6
P/B	6	7	5	4	3

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-02-07；汇率：按 1HKD=0.8162 CNY 换算；注：Non-GAAP 净利润为经调整净利润，调整项目包括以股份为基础的报酬开支、上市开支、向第三方提供贷款所得利息收入、首次公开发售冻结资金产生的利息收入及可换股可赎回优先股公允价值变动，并扣除彼等各自的税务影响。

5、风险分析

- 1) 本地化运营风险：**公司逐渐渗透全球布局，不同地区文化不一，社交产品本地化运营存在风险，社交产品本地化内容生产、本地化运营团队的质量和数量等均面临风险。
- 2) 业务转型风险：**公司游戏业务转型处于起步阶段，游戏赛道选择面临风险，游戏设计、研发、获客和变现可能不及预期。
- 3) 竞争风险：**出海社交和出海游戏行业竞争激烈，公司面对来自国内外的竞争对手，行业蓝海可能吸引传统社交龙头企业成为潜在竞争对手。
- 4) 政策法规风险：**公司采取多重设施保障信息安全，力求最大程度保护用户隐私，于产品研发地区设置法务团队，并与专业律师顾问团队合作，识别并遵守产品发布地区的信息安全和隐私保护法律法规，并保持关注相关法律法规的更新。如国内的《中华人民共和国网络安全法》、《App 违法违规收集使用个人信息行为认定方法》和《信息安全技术个人信息安全规范》，海外的美国《联邦贸易委员会法案》、欧盟《一般数据保护条例》（General Data Protection Regulation, GDPR）等。由于公司业务遍布全球，涉足国家多，政策法规变化仍构成一定风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	390	1,182	2,321	3,290	4,538
营业成本	128	429	1,124	1,691	2,382
折旧和摊销	4	25	25	26	26
税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	121	484	696	849	1,144
管理费用	117	114	330	349	472
财务费用	-21	2	7	5	3
资产减值损失	0	0	2	4	8
公允价值变动损益	4	-8	-4	-4	-4
投资收益	28	-19	50	50	60
营业利润	79	127	208	438	585
利润总额	81	122	210	440	588
少数股东损益	0	76	83	135	129
归属母公司净利润	71	30	101	250	386
non-gaap 净利润	109	155	241	430	606
EPS (元)	0.06	0.04	0.09	0.21	0.32
NOPLAT	20.90	136.24	147.92	347.74	465.79
EBIT	25.34	158.77	171.58	399.94	534.86
EBITDA	29.83	184.19	196.48	425.48	561.03

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	176	296	402	511	619
净利润	71	30	101	250	386
折旧摊销	4	25	25	26	26
净营运资金增加	-22	-8	151	233	336
其他	122	248	125	2	-129
投资活动产生现金流	6	-97	-44	41	11
净资本支出	-0	-2	-2	-2	-2
长期投资变化	0	-3	-2	-2	-2
其他资产变化	6	-92	-40	45	15
融资活动现金流	-83	73	58	-33	15
股本变化	-57	-0	0	0	0
债务净变化	-0	-0	-0	0	0
无息负债变化	37	338	255	113	114
净现金流	98	271	415	519	644

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	67.11%	63.68%	51.58%	48.60%	47.51%
EBITDA 率	7.66%	15.59%	8.46%	12.93%	12.36%
EBIT 率	6.50%	13.44%	7.39%	12.16%	11.79%
税前净利润率	20.69%	10.36%	9.06%	13.38%	12.95%
税后净利润率 (归属母公司)	18.13%	2.57%	4.36%	7.61%	8.50%
ROA	9.08%	8.41%	10.36%	17.52%	18.16%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.13%	5.67%	14.33%	27.15%	29.11%
经营性 ROIC	5.16%	29.54%	22.35%	41.86%	40.34%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动比率	4.38	1.88	1.75	2.10	2.55
速动比率	4.38	1.88	1.75	2.10	2.55
归属母公司权益/有息债务	13,219.69	31,557.18	NA	NA	NA
有形资产/有息债务	12,007.08	57,804.24	NA	NA	NA

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	778	1,268	1,776	2,198	2,832
流动资产	574	763	1,225	1,693	2,316
货币资金	184	432	848	1,326	1,959
交易型金融资产	178	133	150	150	150
应收账款	163	144	269	381	523
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	93	6	19	26	36
存货	0	0	0	0	0
非流动资产	203	505	550	505	516
可供出售投资	6	187	210	220	230
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	3	5	7	10
固定资产	7	7	4	0	-4
无形资产	4	267	247	227	207
总负债	143	481	736	849	963
无息负债	143	481	736	849	963
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	635	787	1,039	1,390	1,921
股本	1	1	1	1	1
公积金	183	221	221	221	221
未分配利润	0	0	101	352	737
少数股东权益	0	251	333	468	597
归属母公司权益	635	536	706	922	1,325
Vd	0	0	0	0	0
Ve	2,718	3,253	3,579	3,880	3,880
EV	2,491	2,923	3,202	3,361	3,165
IC	407	457	662	831	1,155

成长能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入增长率	40.84%	203.22%	96.45%	41.73%	37.94%
净利润增长率	4.24%	-56.96%	154.89%	147.51%	54.04%
EBITDA 增长率	-25.47%	517.40%	6.67%	116.55%	31.86%
EBIT 增长率	-36.69%	526.54%	8.07%	133.10%	33.73%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS	0.06	0.03	0.09	0.21	0.32
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.16	0.27	0.37	0.43	0.52
每股自由现金流(FCFF)	0.04	0.16	0.02	0.12	0.14
每股净资产	0.58	0.49	0.64	0.77	1.11
每股销售收入	0.35	1.08	2.11	2.76	3.81
每股 EBITDA	0.03	0.17	0.18	0.36	0.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE