

赤子城科技 (09911.HK)

旗舰手游表现亮眼，多款储备产品陆续上线

买入 (维持)

2023年09月22日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书: S0600123070071
zhangwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,800.30	3,508.37	4,596.93	5,157.78
同比	19%	25%	31%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	130.14	331.80	413.23	506.76
同比	145%	155%	25%	23%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.11	0.28	0.35	0.43
P/E (现价最新股本摊薄)	16.33	6.40	5.14	4.19

关键词: #第二曲线

投资要点

- **事件:** Sensor Tower 发布 2023 年 8 月中国手游产品海外市场的收入增长排行榜和下载榜，赤子城科技自研的合成类手游《Mergeland-Alice's Adventure》分别位列第 17 名和第 30 名。该游戏于 2022 年 6 月正式上线，以经典 IP 爱丽丝梦游仙境为故事背景，上线仅两个月即获得 Google Play 全球新游戏推荐，23Q2 月流水均超 200 万美元，公司预计 23 年底月均流水有望翻倍。
- **旗舰产品表现良好，多款新游陆续上线，未来三年储备丰富。** 23H1 公司创新业务收入达 1.3 亿元，yoy+21%。不仅旗舰产品《Mergeland-Alice's Adventure》表现良好，公司在 23H1 还推出了《Taylor's Secret》、《Merge Cove》和《Sudoku》多款新游，其中，精品休闲游戏《Sudoku》进入 data.ai 6 月美国中度休闲新品榜单 Top3。公司计划在未来三年内推出五款具有长生命周期的精品游戏，巩固第二增长曲线。
- **社交业务内容生态调整到位，营收恢复增长，毛利率显著改善。** 公司对社交产品进行内容生态调整，致 23Q1 社交业务营收下滑，而 23Q2 已恢复增长，23H1 社交业务营收 12.4 亿元，yoy-1.8%。该项调整对毛利产生积极影响，23H1 社交业务毛利率为 47.8%，yoy+16.9pct。直播社交平台 MICO 进行升级改版，激发用户创作动力；YoHo 加强内容运营，通过 Academy 进行创作者培训；TopTop 展开本地化活动，提升了用户规模；SUGO 优化推荐和匹配效率，23H1 营收同比增长超 5 倍。
- **蓝城兄弟 8 月并表，有望贡献增量用户和收入。** 后续 Blued、翻咔产品将被归入赤子城科技的社交业务矩阵。①用户侧，蓝城兄弟于 2015 年出海，是印度、韩国、泰国、越南等地区最大的 LGBT+ 社区。截至 2022 年，蓝城兄弟旗下产品的 MAU 约为 700 万，其中海外用户占比约 40%。②收入侧，蓝城兄弟 20-22 年营收 10.3/10.8/9.2 亿元人民币，yoy+35.9%/+4.4%/-14.5%。③利润侧，蓝城兄弟毛利率逐年提升，20-22 年毛利率分别为 30.8%/32.3%/37.4%。④业务协同效应：赤子城科技可以基于海外本地化能力，在技术、人才、渠道方面为蓝城兄弟提供支持。同时，赤子城科技的管理经验和专业团队也将为蓝城兄弟提供更为全面和专业的管理服务，帮助其优化业务流程和提高效率。
- **盈利预测与投资评级:** 我们看好公司游戏业务打开第二增长曲线，以及当前业务与蓝城兄弟业务的协同效应，将 2023-2025 年公司 EPS 从 0.20/0.25/0.25 元上调为 0.28/0.35/0.43 元，对应当前股价 PE 为 6/5/4X，看好公司成长逻辑持续兑现，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海外经营风险，海外政策风险，汇率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	1.79
一年最低/最高价	1.05/2.29
市净率(倍)	2.31
港股流通市值(百万港元)	2,132.28

基础数据

每股净资产(港元)	0.77
资产负债率(%)	22.72
总股本(百万股)	1,191.22
流通股本(百万股)	1,191.22

相关研究

《赤子城科技(09911.HK): 社交业务基本盘稳固, 新产品 TopTop 和 Blued 值得期待》

2023-04-17

《赤子城科技(09911.HK): 商业变现能力大幅提升, 赛道红利依旧明显》

2021-04-22

赤子城科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	976.62	1,611.87	2,471.37	3,301.01	营业总收入	2,800.30	3,508.37	4,596.93	5,157.78
现金及现金等价物	596.66	1,143.48	1,954.90	2,764.60	营业成本	1,741.79	1,802.59	2,373.38	2,595.62
应收账款及票据	164.88	225.71	283.23	284.65	销售费用	484.07	596.42	781.48	876.82
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	111.81	140.33	183.88	206.31
其他流动资产	215.08	242.69	233.23	251.76	研发费用	212.07	350.84	473.48	515.78
非流动资产	743.60	840.85	902.79	999.44	其他费用	1.73	0.00	0.00	0.00
固定资产	12.46	109.55	133.24	166.00	经营利润	248.83	618.19	784.72	963.25
商誉及无形资产	492.62	477.78	503.52	556.68	利息收入	0.98	23.87	45.74	78.20
长期投资	176.05	176.05	176.05	176.05	利息支出	1.51	4.00	7.50	12.51
其他长期投资	38.23	53.23	65.73	76.46	其他收益	39.08	(1.96)	(1.96)	(1.96)
其他非流动资产	24.25	24.25	24.25	24.25	利润总额	287.38	636.09	820.99	1,026.97
资产总计	1,720.22	2,452.72	3,374.16	4,300.45	所得税	0.04	94.82	146.88	200.29
流动负债	349.07	440.31	587.64	587.25	净利润	287.34	541.27	674.10	826.68
短期借款	0.07	0.09	0.12	0.15	少数股东损益	157.20	209.47	260.88	319.93
应付账款及票据	189.74	240.63	326.02	293.70	归属母公司净利润	130.14	331.80	413.23	506.76
其他	159.27	199.58	261.51	293.41	EBIT	250.56	618.19	784.72	963.25
非流动负债	133.13	233.13	333.13	433.13	EBITDA	310.14	675.68	849.14	1,034.80
长期借款	0.00	100.00	200.00	300.00					
其他	133.13	133.13	133.13	133.13					
负债合计	482.21	673.44	920.78	1,020.39					
股本	0.82	0.82	0.82	0.82	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	530.19	739.66	1,000.54	1,320.46	每股收益(元)	0.11	0.28	0.35	0.43
归属母公司股东权益	707.82	1,039.62	1,452.85	1,959.60	每股净资产(元)	1.04	1.49	2.06	2.75
负债和股东权益	1,720.22	2,452.72	3,374.16	4,300.45	发行在外股份(百万股)	1,191.22	1,191.22	1,191.22	1,191.22
					ROIC(%)	24.11	33.75	28.43	24.88
					ROE(%)	18.39	31.92	28.44	25.86
					毛利率(%)	37.79	48.62	48.37	49.68
					销售净利率(%)	4.65	9.46	8.99	9.83
					资产负债率(%)	28.03	27.46	27.29	23.73
					收入增长率(%)	18.63	25.29	31.03	12.20
					净利润增长率(%)	145.46	154.96	24.54	22.63
					P/E	16.33	6.40	5.14	4.19
					P/B	1.72	1.19	0.87	0.65
					EV/EBITDA	4.86	1.60	0.44	(0.33)

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2023年9月21日的0.9338,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>