



赤子城科技 (09911.HK)

簡介

赤子城科技目前是中國互聯網出海主力公司之一，成立於 2009 年，並於 2013 年佈局出海戰略，2016 年開始深耕開放式社交賽道，通過構建產品矩陣滿足全球 17 歲至 35 歲年輕群體社交需求；2019 年於港交所上市；2020 年公司逐步退出輕度遊戲業務，實施「流量+」戰略，積極拓展精品化遊戲。公司深耕全球開放式社交賽道，推出包括直播社交平台 MICO、語音社交平台 YoHo、遊戲社交平台 TopTop、陪伴社交平台 SUGO 等在內的產品矩陣，成為中東北非、東南亞等新興市場的頭部玩家。同時，公司亦圍繞社交娛樂方向積極探索創新業務，打造《Mergeland-Alice's Adventure》等精品遊戲。公司累計服務 200 多個國家和地區，擁有超過 13 億的全球用戶。公司的社交業務最初佈局中東、東南亞等市場，並成功打下業務基礎，現已在北美市場已經取得突破性進展，未來將逐步開拓日韓、歐洲等發達地區市場。

行業背景

市場研究機構 Frost & Sullivan 的數據顯示，2020 年全球社交媒體市場規模為 1,710 億美元，其中視頻和音頻的社交市場的市佔率為 40.6%，隨著用戶使用時長與用戶付費率的雙雙齊升，全球社交媒體市場有望攀升至新的高度。根據貝恩資訊數據，東南亞六國網民數量從 2019 年的 3.6 億增長至 2021 年的 4.4 億，網絡滲透率超 75%，然而東南亞國家的付費意識並不高。2020 年東南亞的付費比例僅為 0.94%。歐美、日韓發達國家的社交娛樂市場較為成熟，用戶付費習慣基本形成。此外，發達國家智能設備滲透率遠高於發展中國家。根據 GSMA 的數據顯示，2020 年發達國家 4G/5G 設備佔比高達 73%，為視頻和音頻社交提供良好的網絡條件和設備條件，而同期該數值在中東和北非地區僅有 33%，3G 智能手機滲透率祇有 30%。預計隨著智能手機滲透率在東南亞國家逐步增加，該地區使用視頻和音頻社交軟件的新增用戶有望快速增長。赤子城科技深耕出海市場十年，已成為中東北非、東南亞等新興市場的頭部玩家。中東、東南亞等市場擁有高用戶增長率兼低付費意識，看好其社交市場用戶付費率的巨大增長空間，而作為頭部企業，預計赤子城科技將率先受益。此外，公司持續在海外發達國家開疆拓土，歐美、日韓發達國家智能設備滲透率較高，付費意識較高，同時具備較強的社交娛樂付費能力，預計將成為公司第二賽道。

目標價格	HKD 3.8
52週最高價	HKD 2.76
52週最低價	HKD 1.05
行業	軟件服務
股票代碼	09911
主要股東	劉春河

基本面評估: (滿分 5 分)

盈利能力:	4分
償債能力:	4分
成長能力:	5分
現金流能力:	4分

赤子城科技收益率 VS 恒指

收益區間	赤子城科技	恒指
7天	8.51%	1.87%
30天	36.36%	-1.09%
90天	75.86%	-8.24%
180天	64.52%	-12.84%
年初至今	34.92%	-9.95%

優勢

● 遵循當地文化，加快商業化變現進度

赤子城科技主營業務包括以社交軟件為主的社交業務和以精品遊戲為代表的創新業務。社交業務方面，公司已形成以開放式社交平台 MICO、語音社交平台 YoHo、心動社交平台 Yummy，遊戲社交平台 TopTop 為主的四大平台矩陣。



MICO

開放式社交平台



YoHo

語音社交平台



Yummy

心動社交平台



TopTop+

遊戲社交平台

來源：赤子城科技 2023 年半年報

開放式社交平台 MICO 於 2014 年上線，是公司核心產品，多年保持核心競爭優勢和商業化變現能力。YoHo 是一款主打語音社交的產品，是公司針對中東地區穆斯林人群特點專門打造的。考慮到在中東地區的宗教和文化習俗中女性露臉受到限制，公司該產品恰好滿足部分穆斯林人群不願意露臉的社交需求。該平台於 2022 年起步於中東北非，規模迅速擴張，進入美國、法國、意大利等發達國家社交應用暢銷榜 TOP10，同時付費用戶同比增長 40%，變現能力穩步增加。Yummy 是全球化視頻社交產品，主打「10 秒心動」和「視頻匹配」，提供真實、高效、沉浸式的社交體驗。「10 秒限時心動」的新玩法是當地市場首創社交模式，上線不久下載量突破 5,000 萬。TopTop 是一款多人遊戲社交平台，擁有多種「社交+遊戲」的互動場景，目前已形成了超高的活躍度和用戶黏性，平均活躍用戶每日使用時長達 60 分鐘。目前，目前四款產品均通過增值服務變現，MICO 商業化水平最高，可以一站式滿足多種輕度社交需求，是公司的主要收入來源，而 YoHo、Yummy、TopTop 等產品仍有較大的商業化空間。

創新業務方面，2021 年公司開始逐漸退出輕度遊戲業務，並增加團隊規模，開始聚焦精品遊戲開發，同時積極探索元宇宙賽道，打造元宇宙社交場景。於 2022 年 1 月公司正式上線手遊 Mergeland，以 60% 次日留存率表現，成功站穩多個地區遊戲市場。《Mergeland-Alice's Adventure》於 2022 年 6 月正式上線，以經典 IP 愛麗絲夢遊仙境為故事背景，上線僅兩個月即獲得 Google Play 全球新遊戲推薦。該手遊的月流水在今年 4 月已經超過 200 萬美元，公司預計今年月底均流水有望翻倍。團隊正持續開拓更多遊戲及品類，已孵化出合成類手

目標價格 **HKD 3.8**

52週最高價 HKD 2.76

52週最低價 HKD 1.05

行業 軟件服務

股票代碼 09911

主要股東 劉春河

基本面評估：(滿分 5 分)

盈利能力： 4分

償債能力： 4分

成長能力： 5分

現金流能力： 4分

赤子城科技收益率 VS 恒指

收益區間	赤子城科技	恒指
7天	8.51%	1.87%
30天	36.36%	-1.09%
90天	75.86%	-8.24%
180天	64.52%	-12.84%
年初至今	34.92%	-9.95%



遊《Taylor's Secret》、《Merge Cove》及數獨遊戲《Sudoku》等多個精品遊戲項目，進展順利。

公司的社交業務主要通過增值服務變現，包括應用內的虛擬鑽石、金幣、道具購買、送禮打賞、VIP 訂閱費用及視頻通話服務費用等。遊戲業務方面，公司的「流量+遊戲」戰略旨在通過提供精品免費遊戲吸引用戶流量，並依托高效的中台系統進行廣告精準匹配與投放。2022 年，公司實現營收 28 億人民幣(元，下同)，同比增長 18.6%；歸母淨利潤由 2021 年的-2.9 億元升至 1.3 億元，同比增長 145.5%，扭虧為盈。業績增長主要由社交業務貢獻。社交業務方面，2022 年公司社交產品平均月度活躍用戶同比增長約 20%至約 2,290 萬人；社交業務收入同比增長 22.0%至 25.6 億元。2022 年，赤子城科技的社交產品累計下載量達到了 4.8 億次。依托公司強大的本地化經營能力，推動 MICO、Yumy、YoHo、TopTop 等已有的社交產品在全球持續滲透，用戶數量快速增長帶動變現效率穩步提升。今年上半年，赤子城科技錄得營收 13.75 億元，較去年同期基本持平；歸母淨利潤為 1.85 億元，同比增長 124.1%，實現翻倍增長。社交業務實現高速發展，收入高達 12.43 億元；同時，創新業務第二增長曲線進一步顯現，上半年實現營收 1.31 億元，同比增長 21.1%。

赤子城科技出海十年，深耕本地化運營，所推產品遵循當地穆斯林等宗教文化，滿足中東用戶的地域性需求，已成為中東北非、東南亞等新興市場的頭部玩家。先前大力投資佈局的社交業務及創新業務，也隨著用戶增加及付費意願增強，而加快變現能力，商業化趨勢穩步進行。

● 並表藍城兄弟，佈局多元人群社交賽道

Frost & Sullivan 機構預測，到 2023 年全球多元人群總數將增長至 5.91 億，全球多元人群市場規模將達到 5.4 萬億美元，以 7%的複合年增長率逐步增長。根據弗若斯特沙利文的數據預測，到 2023 年，全球 LGBTQ(女同性戀、男同性戀、雙性戀及跨性別者、對其性別認同感到疑惑的人)群體人數將增至 5.91 億，市場規模高達 5.4 萬億美元。當下許多社交平台已經開始發力同性社交板塊，而赤子城科技於 2022 年起開始佈局多元人群社交賽道，今年 8 月，公司完成收購 Chizicheng Strategy Investment 及其附屬公司，藍城兄弟 Blued、翻味等產品並入到公司全球化社交產品矩陣中，公司社交業務版圖進一步擴大，正式入局多元人群社交業務。

目標價格 HKD 3.8

52週最高價 HKD 2.76

52週最低價 HKD 1.05

行業 軟件服務

股票代碼 09911

主要股東 劉春河

基本面評估：(滿分 5 分)

盈利能力： 4分

償債能力： 4分

成長能力： 5分

現金流能力： 4分

赤子城科技收益率 VS 恒指

收益區間	赤子城科技	恒指
7天	8.51%	1.87%
30天	36.36%	-1.09%
90天	75.86%	-8.24%
180天	64.52%	-12.84%
年初至今	34.92%	-9.95%



藍城兄弟於 2015 年出海，是印度、韓國、泰國、越南等地區最大的 LGBT+ 社區。公司於 2020 年 7 月 8 日在納斯達克掛牌上市，2022 年 8 月從納斯達克退市。2019 年至 2021 年期間，藍城兄弟分別錄得營收為 7.6 億元、10.3 億元、10.8 億元，其中來自海外的收入分別佔 6.6%、10.0%、11.9%。截至 2022 年，藍城兄弟旗下產品的平均月活用戶約為 700 萬，其中海外用戶佔比約 40%，在全球 LGBTQ 社交市場中處於領導地位。截至今年 3 月 23 日，赤子城科技已持有藍城兄弟 78.86% 的股份，並將合並藍城兄弟的財務報表。私有化藍城兄弟能夠提升公司的業績，同時也能夠通過公司的海外本地化能力幫助藍城兄弟進一步開拓海外市場並提升盈利能力。

劣勢

● 出海社交和遊戲行業競爭激烈

出海社交和出海遊戲行業競爭激烈，公司面對來自國內外的競爭對手。社交業務方面，隨著海外社交規模市場不斷增長，可能導致大量新競爭者進入海外社交賽道，導致海外社交賽道競爭更加激烈。當新的競爭對手加大資源投入力度，將迫使赤子城科技增加運營成本，或蠶食其利潤空間。此外，赤子城科技計劃複製中東成功的社交模式，進軍歐美。當前歐美社交龍頭尚未大規模進入視頻和音頻社交賽道，隨著海外社交規模的蛋糕越做越大，當傳統龍頭加入競爭賽道，行業局面或將面臨新一輪洗盤。此外，公司的社交業務若無法持續推出符合當地文化的優質內容，或遭遇市場淘汰。遊戲業務方面，公司遊戲業務正處於轉型時期，面臨著中國出海廠商以及其他海外廠商的競爭，若遊戲用戶群體擴張不及預期，不免會影響變現進展。若商業化進度不及預期，也可能導致公司遊戲業務利潤受到負面影響。

● 當地政策或影響公司業務

由於公司業務遍佈全球，涉足國家眾多，海外社交產品可能受海外地方政策或法規的影響。例如，不同地區文化不同，穆斯林文化和基督教文化有所不同，公司的社交業務不免受到當地法規或政策的影響，若不能因地制宜，可能會對公司財務、經營業績及發展前景產生影響。尤其當國際關係發生變動，可能對公司業務開展產生負面影響。

目標價格	HKD 3.8
52週最高價	HKD 2.76
52週最低價	HKD 1.05
行業	軟件服務
股票代碼	09911
主要股東	劉春河

基本面評估：(滿分 5 分)

盈利能力：	4分
償債能力：	4分
成長能力：	5分
現金流能力：	4分

赤子城科技收益率 VS 恒指

收益區間	赤子城科技	恒指
7天	8.51%	1.87%
30天	36.36%	-1.09%
90天	75.86%	-8.24%
180天	64.52%	-12.84%
年初至今	34.92%	-9.95%



投資建議

看好赤子城科技在中國互聯網出海前驅者的地位，首予赤子城科技“優於大市”評級，目標價為 3.8 港元。預計集團在 2023 年至 2025 年實現歸母淨利潤分別為 3.2、4.5、5.6 億元，同比增長 146%、40.6%、24.4%；建議逢低買進，長期持有。

免責聲明

本報告由富昌證券有限集團（“富昌證券”）發行。本報告所載之資料和意見乃根據本集團認為可靠之資料來源及以高度誠信來編制，惟富昌證券並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊。本報告對任何集團或其產品之描述均並非旨在提供完整之描述，本報告亦並非及不應被解作提供明示的買入或沽出任何產品的要約。富昌證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何的直接或間接損失。本報告只供指定收件人使用，未獲富昌證券許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內容的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。富昌證券、其董事、高級人員、分析員或雇員可能持有所述集團的股票、認股證、期權或第三者所發行與所述集團有關的衍生金融工具等。

風險披露聲明

儘管本集團相信本報告的內容是基於可靠的資料來源，本集團不擔保、保證或表述其內容的準確性或完整性。本集團或任何附屬成員、分支機構、分析員、高級人員、雇員、董事均不對本網頁表述的任何資料或任何建議（其更改無須事先通知）承擔任何責任。本報告提供的資料不是提供任何投資的意見，而僅只在提供資料作參考之用。所有投資均有風險，證券交易的虧蝕風險可以極大，即使投資者已考慮本集團所編制及 / 或發出的研究報告亦然。

期貨及期權交易的風險買賣期貨合約或期權的虧蝕風險可以極大。在若乾情況下，你所蒙受的虧蝕可能會超過最初存入的保證金數額。即使你設定了備用指示，例如“止蝕”或“限價”等指示，亦未必能夠避免損失。市場情況可能使該等指示無法執行。你可能會在短時間內被要求存入額外的保證金。假如未能在指定的時間內提供所需數額，你的未平倉合約可能會被平倉。然而，你仍然要對你的帳戶內任何因此而出現的短欠數額負責。因此，你在買賣前應研究及理解期貨合約及期權，以及根據本身的財政狀況及投資目標，仔細考慮這種買賣是否適合你。如果你買賣期權，便應熟悉行使期權及期權到期時的程式，以及你在行使期權及期權到期時的權利與責任。