

# 赤子城科技 (09911)

证券研究报告

2024年06月24日

## 十年出海磨一剑，新兴市场潜力无限

### 十年出海磨一剑，打造“社交+”产品矩阵

赤子城科技为我国互联网出海的主力公司，聚焦泛人群社交、多元人群社交和创新三大业务，目前其业务已覆盖东南亚、中东北非、东亚、北美等区域的150多个国家和地区，在全球设立了20多个运营中心，累计服务全球10亿+用户。公司贯彻“产品复制”、“国家复制”的发展路径，泛人群社交为公司基石业务，已在中东北非、东南亚地区站稳脚跟，且在试图开拓欧美及日韩市场；其多元人群社交为LGBTQ+人群提供了社交平台，公司在该赛道中抢占了先机，目前在持续盈利中；此外，公司大力布局精品休闲游戏产业，聚焦于合成类游戏，其代表作品 Alice's Dream: Merge Island 已在精品休闲类游戏市场中取得突破，取得多个榜单的前列位置。

### 社交业务积极开拓，创新业务有望兑现

公司FY2023营收继续稳定增长。公司2020年，2023年完成MICO与蓝城兄弟的收购导致其业绩大幅增长，剔除并表带来的影响，公司原业务近年来依然保持稳步增长，主要因为公司泛人群社交业务稳扎稳打、积极布局多元人群社交赛道，同时重新统筹创新业务，游戏开发稳中有进。毛利率方面，FY2023社交业务和创新业务毛利率均有所提升，说明公司业绩逐渐兑现，我们预计毛利率或将保持高位。公司对自身业绩充满信心，完成多次股权激励和股权回购。我们认为，公司现阶段拥有充裕的营运资本以及较高的增长潜力，有望在将来通过持续创新再创佳绩。

### 新兴市场潜力无限，社交与游戏迎来春天

全球互联网市场用户普及率已接近饱和，但在发展中国家与地区互联网市场空间相对广阔。细分市场来看，社交媒体市场表现亮眼，发展中国家作为新兴市场，社交媒体渗透率较低，但人口较为年轻，且社交媒体使用意愿较强，新兴市场发展潜力较大。全球移动游戏市场2023年实现复苏，休闲类游戏有望成为主流，欧美地区偏好休闲类游戏，该地区未来有望享受休闲游戏红利，实现移动游戏市场的蓬勃发展。赤子城作为移动互联网出海公司，紧握海外市场的机遇，有的放矢，大力投入移动社交与精品游戏，其泛人群社交产品已在部分地区取得龙头地位，构筑企业产品护城河；此外其多元人群社交为公司开拓全新领域；精品游戏紧抓时代机遇，在欧美市场大放异彩。除此以外，公司本地化运营使得公司产品更好地融入海外当地文化，取得了较强用户粘性。

### 盈利预测与估值

考虑到公司多元化的产品矩阵，以及其优秀的运营能力与前瞻布局能力为公司未来出海业务成功铺路，公司未来业绩有望稳定增长。我们预测FY2024-FY2026公司收入分别为41.2/48.1/55.3亿人民币；归母净利润分别为5.1/5.2/5.3亿元人民币。考虑到公司业务属性，我们选取YALA、腾讯控股、网易、百度集团和挚文集团为可比公司，根据Wind一致预期，FY2024可比公司平均PE为11.19，考虑港股流动性折价，我们给予其2024年11倍PE，对应市值56.1亿元，目标股价为5.09港元。给予“增持”评级。

**风险提示：**海外市场监管政策风险，汇率波动风险，研发不及预期，核心人才流失风险，市场拓展不及预期、跨市场估值风险

### 投资评级

行业 资讯科技业/软件服务

6个月评级 增持（首次评级）

当前价格 4.38 港元

目标价格 5.09 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股) 1,191.22

港股总市值(百万港元) 5,217.53

每股净资产(港元) 1.04

资产负债率(%) 30.22

一年内最高/最低(港元) 4.55/1.33

### 作者

吴立 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1. 十年出海磨一剑，打造“社交+”产品矩阵             | 4  |
| 1.1. 出海历程：先易后难，先泛后聚                | 4  |
| 1.2. 泛人群社交为核，多元人群+创新业务为锋           | 5  |
| 1.2.1. 泛人群社交业务                     | 6  |
| 1.2.2. 多元人群社交业务                    | 7  |
| 1.2.3. 精品游戏等创新业务                   | 8  |
| 1.3. 公司股权分布                        | 9  |
| 1.4. 业务蓄势待发，业绩持续释放                 | 10 |
| 2. 新兴市场潜力无限，社交与游戏迎来春天              | 13 |
| 2.1. 全球互联网增速放缓，新兴市场方兴未艾            | 13 |
| 2.2. 全球互联网市场趋于饱和，社交细分市场潜力无限        | 14 |
| 2.3. 熟人社交市场增量有限，开放式社交开拓新蓝海         | 16 |
| 2.4. 全球移动游戏市场复苏，新兴市场 and 休闲游戏引领新趋势 | 16 |
| 3. 竞争优势分析                          | 19 |
| 3.1. 抓住海外机遇，布局全球市场坚定不移             | 19 |
| 3.2. 泛人群社交构筑护城河，多元人群社交开拓新机遇        | 20 |
| 3.3. 坚持本地化运营，聚焦针对性产品部署             | 21 |
| 3.4. 顺应时代与地区特色，打造精品休闲游戏品牌          | 21 |
| 4. 盈利预测与估值                         | 22 |
| 5. 风险提示                            | 23 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：公司发展历程  | 4  |
| 图 2：出海历程：先易后难   | 4  |
| 图 3：Blued 展示  | 5  |
| 图 4：三大业务打造“社交+”产品矩阵                                       | 6  |
| 图 5：泛人群社交业务产品矩阵   | 6  |
| 图 6：公司出海海外市场的本土化活动  | 7  |
| 图 7：多元人群社交业务产品矩阵  | 7  |
| 图 8：游戏创新业务矩阵  | 8  |
| 图 9：Merge Dragons!（左）和 Alice’s Dream: Merge Island（右）美工对比 | 9  |
| 图 10：Alice’s Dream: Merge Island 剧情人物及玩法示意                | 9  |
| 图 11：截至 2024 年 4 月 30 日公司股权架构图                            | 9  |
| 图 12：2019A-2023A 公司营业收入（亿元）及同比                            | 10 |
| 图 13：2019A-2023A 公司归母净利润（亿元）及同比                           | 10 |
| 图 14：2021A-2023A 公司分业务营业收入（亿元）                            | 11 |
| 图 15：2019A-2023A 公司毛利润（亿元）及同比                             | 11 |

|   |    |
|---|----|
| 图 16: 2019A-2023A 公司毛利率 .....                         | 11 |
| 图 17: 2021A-2023A 公司分业务毛利率 .....                      | 12 |
| 图 18: 2019A-2023A 公司销售、管理和财务费用 (亿元) .....             | 12 |
| 图 19: 2019A-2023A 公司研发费用 (亿元) 和同比 .....               | 12 |
| 图 20: 2019A-2023A 公司期末现金及现金等价物余额 (亿元) 和同比 .....       | 13 |
| 图 21: 全球互联网用户规模与同比 YOY (亿) (截止 2024 年 1 月) .....      | 13 |
| 图 22: 全球互联网使用情况相关指标 (截止 2024 年 1 月) .....             | 13 |
| 图 23: 全球各地区互联网渗透率 (截止 2024 年 1 月) .....               | 13 |
| 图 24: 主要国家互联网渗透率 (截止 2024 年 1 月) .....                | 14 |
| 图 25: 全球人口排名前 20 的国家 (人口单位: 百万) (截止 2024 年 1 月) ..... | 14 |
| 图 26: 全球社交媒体市场规模 (亿美元) 及同比 (截止 24 年 1 月) .....        | 15 |
| 图 27: 全球社交媒体使用人数 (亿) 及同比 (截止 2024 年 1 月) .....        | 15 |
| 图 28: 全球各地区社交媒体渗透率 .....                              | 15 |
| 图 29: 各国家社交媒体在线时长 (小时) .....                          | 16 |
| 图 30: 各国家年龄中位数 (岁) .....                              | 16 |
| 图 31: Match Group Azar 的视频社交 .....                    | 16 |
| 图 32: 全球移动游戏市场规模 (亿美元) 与 YOY .....                    | 17 |
| 图 33: 全球移动应用安装量 (亿) .....                             | 17 |
| 图 34: 2020-2023 年全球各类手游收入份额 .....                     | 18 |
| 图 35: 2023 年各类手游收入增速 .....                            | 18 |
| 图 36: 阿拉伯地区移动游戏市场收入增速与全球对比 .....                      | 18 |
| 图 37: 北非地区移动游戏市场收入增速与全球对比 .....                       | 18 |
| 图 38: 北美地区移动游戏市场规模与 YOY (亿美元) .....                   | 18 |
| 图 39: 2024 年美国移动游戏市场在全球地位 .....                       | 18 |
| 图 40: 2023 年各地区移动游戏品类偏好 .....                         | 19 |
| 图 41: 2021-2023 年美国移动游戏流水 Top200 重点品类收入占比 .....       | 19 |
| 图 42: 公司全球社交泛娱乐业务版图 .....                             | 20 |
| 图 43: 沙特阿拉伯 Google Play 游戏平台榜单 .....                  | 20 |
| 图 44: 阿联酋 Google Play 社交媒体榜单 .....                    | 20 |
| 图 45: MICO 阿拉伯语版本 .....                               | 21 |
| 图 46: 赤子城 Mergeland-Alice' s Adventure 排名 .....       | 21 |
| 图 47: 公司各业务收入拆分 (百万元) 及同比 .....                       | 23 |
| 表 1: 赤子城可比公司估值水平 (截止 2024 年 6 月 22 日) .....           | 23 |

## 1. 十年出海磨一剑，打造“社交+”产品矩阵

赤子城科技是中国互联网出海主力公司之一，成立于 2009 年，2013 年开始布局全球市场，2019 年于港交所上市。公司精准把握市场不断革新，从成立之初围绕工具性软件大力出海，到聚焦社交娱乐赛道，再到立足全球。经历 10 余年的丰富出海经验，公司**聚焦泛人群社交、多元人群社交和创新三大业务**，目前已覆盖东南亚、中东北非、东亚、北美等区域的 150 多个国家和地区，在全球设立了 20 多个运营中心，累计服务全球 10 亿+用户。

### 1.1. 出海历程：先易后难，先泛后聚

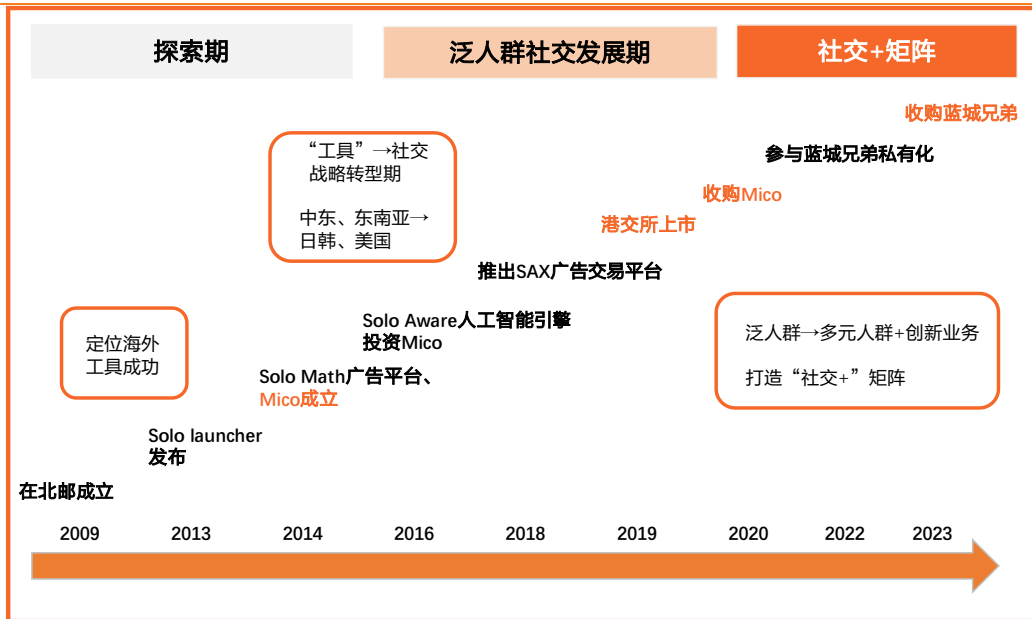
出海先行者，出海十余载。

- 2009 年，公司成立，创始人刘春河认为未来中国移动互联网的全球领先优势具有产业外溢效应，优先开拓海外市场。
- 2013 年，作为安卓系统的第三方桌面启动器，公司的第一款产品 Solo Launcher 具有高度定制化、流畅的用户体验等特点。一经在**海外市场推出**，就迅速获得全球用户的积极反馈。**累积下载量突破一亿**。

目光长远，聚焦社交出海。

- 2016 年，投资 MICO 强化社交出海业务。
- 2020 年，完成对 MICO 的收购。MICO 是中国最早一批出海社交平台，“基于兴趣的智能社交推荐系统”，并提供全球漫游、实时翻译、滑动匹配等功能。

图 1：公司发展历程



资料来源：赤子城科技公众号、招股说明书、安芙兰资本新闻公众号、Mico World 官网、天风证券研究所

**中东、东南亚到日韩欧美。** MICO 出海之初选择文化相近、人口数量大的**东南亚**和消费能力较高的**中东**作为出海第一站。MICO 旗下的 YoHo 语音社交平台，联合在线游戏聊天室 Top Top 进一步完善了泛人群社交业务的产品矩阵，不断强化公司在**中东和东南亚领导地位**。

图 2：出海历程：先易后难



资料来源：公司资料，天风证券研究所

在已有核心市场中，除了泰国、印尼等既有市场，公司目前努力开拓越南、马来西亚等市场。基于已有出海经验，公司持续探索发达国家等 T1 市场，在日本和美国已有突破，如日本市场定制化品牌设计，开展特色化线下活动和运营，目前已经形成了初步良好的用户认可。

**由泛人群社交到多元人群社交。**公司 2022 年参与蓝城兄弟私有化，2023 年收购蓝城兄弟。蓝城兄弟旗下的 BLUED 是国内最大的 LGBTQ+ 社交平台，占据国内行业龙头地位，用户留存率超 70%，通过收购蓝城兄弟，公司的社交业务版图将多元人群社交填补完整。

图 3：Blued 展示



资料来源：Blued 官网，天风证券研究所

我们认为，公司作为出海先锋，具备 10 年的出海经验，公司敏锐把握时代变化和用户需求，从“工具软件”到“社交+”矩阵，不断迭代自身产品谱系，通过战略收购补强业务版图，进一步完善产品矩阵，随着公司产品矩阵的进一步完善，公司将会更好地理解市场需求，优化产品组合，制定精准的营销策略，未来或将吸引更多的用户，提高用户粘性，实现业务的进一步增长。

### 1.2. 泛人群社交为核，多元人群+创新业务为锋

公司目前形成了以“泛人群社交”为核心业务，通过开放式社交平台 MICO、语音社交平台 YoHo、游戏社交平台 TopTop、陪伴社交平台 SUGO 产品谱系，全方面覆盖全球不同地区用户的多样化社交需求；同时布局“多元人群社交业务”，收购蓝城兄弟，通过全球第二大的 LGBTQ+ 社交平台 HEESAY、中国最大的 LGBTQ+ 社区 BIUED 和高端交友平台 FINKA 等产品进入垂直性、特殊性较高的多元人群社交市场；并大力发展精品游戏等创新业务，开发 Alice's Dream: Merge Island 等精品游戏，打造丰富的“社交+”产品矩阵。

图 4：三大业务打造“社交+”产品矩阵



资料来源：公司资料，天风证券研究所

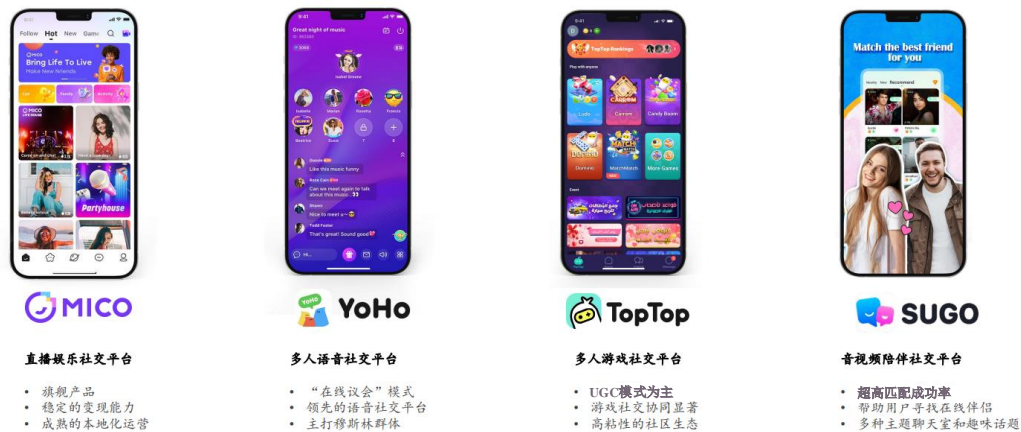
我们认为，伴随进一步优化业务结构，社交+游戏的多元化产品矩阵已经开始初具规模，业绩开始兑现。未来公司出海业务将继续扬帆远航，有望实现业绩的释放。

### 1.2.1. 泛人群社交业务

泛人群社交业务是公司增速最快、耕耘最深、壁垒最高的核心业务，形成了以开放式社交平台 MICO、语音社交平台 YoHo、陪伴社交平台 SUGO、游戏社交平台 TopTop 等构成的产品矩阵。2023 年已经在中东北非及东南亚等新兴市场成为头部平台，并在日韩等发达国家市场突飞猛进。

2013 年，公司开始布局全球市场。通过精细的出海本地化策略，立足长远潜心打造出海品牌。公司依托成熟化的本地化能力，在出海过程中采用“国家复制+产品复制”的打法，通过单点的不断复制最终形成饱和式的覆盖，降低开发成本，提高推广效率，同时关注不同市场、群体的文化和需求差异，做好差异化、精细化的本土化调整。

图 5：泛人群社交业务产品矩阵



资料来源：公司资料，天风证券研究所

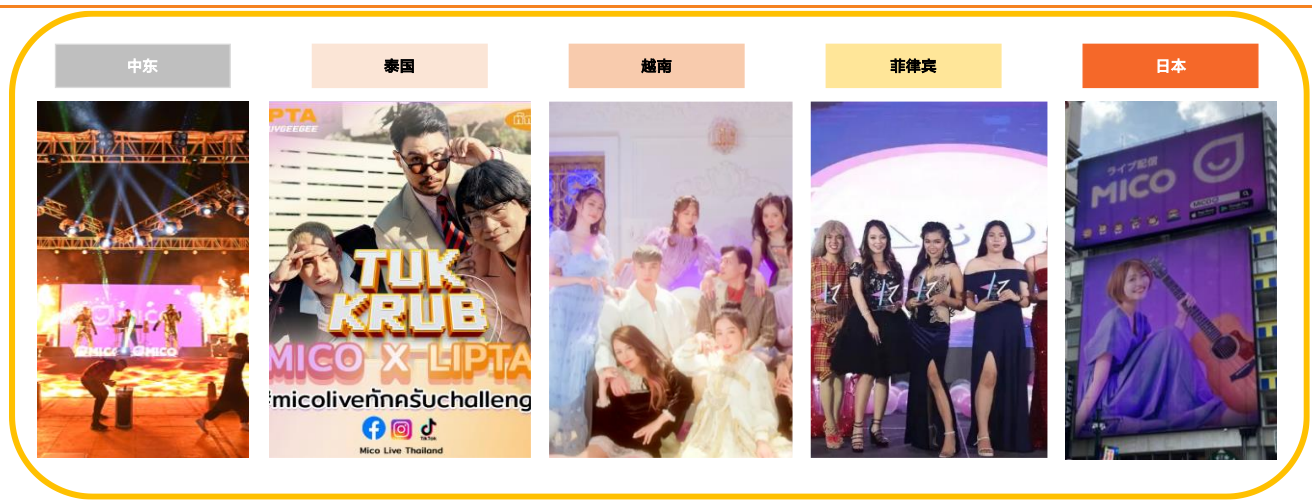
中东北非+东南亚：公司已成为当地线上社交娱乐领域的头部公司。

- MICO 针对中东用户的需求进行了多次升级改版，并为用户提供定制化服务，有效提升了社区活跃度，进一步扩大了新用户规模；
- YoHo 加强了内容运营的力度，添加了更多中东本地化的玩法，针对中东国家荣誉感

较强特点，开发国家 PK、升国旗、并结合当地文化，打造斋月 and 世界杯等活动，并进一步提升用户运营精细化程度；

- SUGO 通过优化匹配策略，帮助用户精准配对，有效提升了交友场景的承接效率，2023 年月活跃用户数同比增长超 3 倍，收入及利润均同比增长超 3 倍；
- TopTop 完善了用户成长体系，加大了对社区奖励资源的分发比例，有效提升了社区氛围，2023 年产品营收同比增长超 2 倍，利润同比增长超 6 倍。

图 6：公司出海海外市场的本土化活动



资料来源：赤子城科技公众号，天风证券研究所

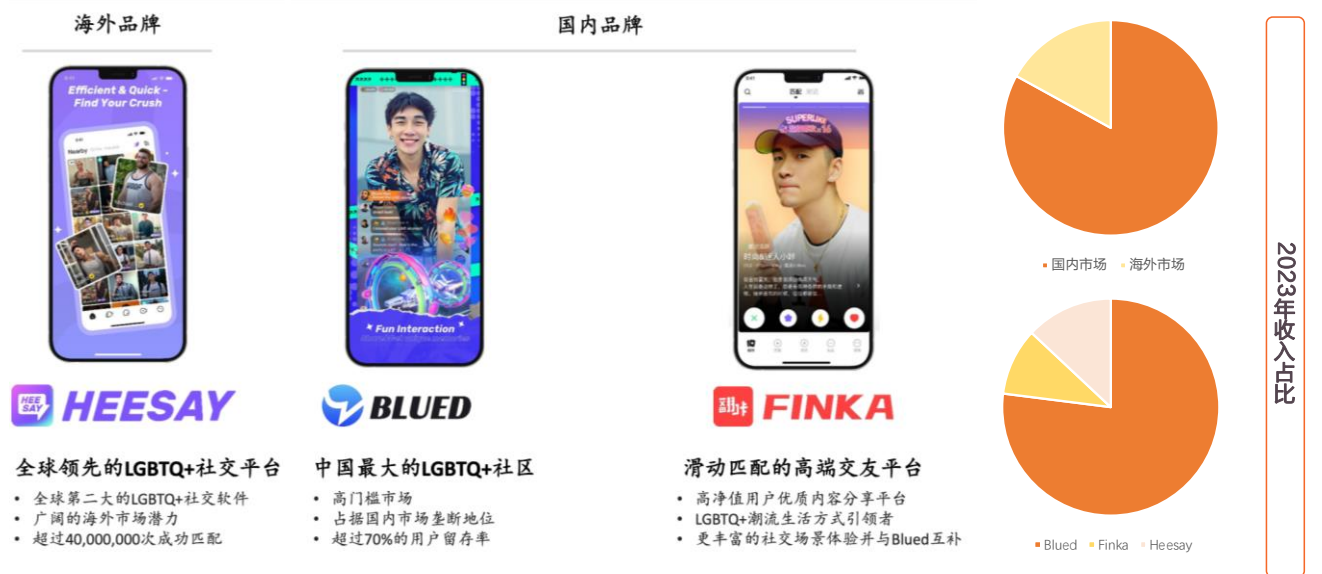
**北美、日韩等：**公司在保证盈利的前提下稳步投入、持续试验，寻找战略拐点。为进一步加强本地化运营能力，针对日本市场的出道文化打造“鲤鱼跃龙门”的新人活动，优秀者有曝光或成为合作球队足球宝贝等机会，不断提升产品渗透率；同时，本公司还将加大对技术、产品创新的投入，对产品不断进行快速迭代，满足用户的需求，打造更丰富的泛人群社交产品矩阵，完善全球社交娱乐生态。

公司立足本土化的精耕细作，通过更深、更细的活动运营、内容运营、用户服务体系，主力产品形成自身品牌效应，扩宽竞争护城河。我们认为，公司将继续聚焦海外市场，依托泛人群社交优势地位和东南亚、中东成功的本地化经验，继续强化多元人群社交+创新业务的“社交+”矩阵，巩固已有海外市场并出海更多 T1 市场，将布局全球市场做深做广，实现出海版图的进一步扩大以及业绩的快速增长。

### 1.2.2. 多元人群社交业务

2023 年 8 月，公司正式完成对 Chizicheng Strategy Investment 的收购，将 Blued、Finka 等产品纳入版图，并于 2024 年升级面向海外 LGBTQ+ 用户产品 HeeSay。HeeSay 承接了 Blued 国际版的用户及品牌势能，引入了 Post、直播、语音房等丰富的功能。2023 年多元社交业务的 MAU743 万、DAU/MAU 实现了 47.5%、次月留存率达到 70%+。普世的社交需求已经被 Facebook、WhatsApp 等产品解决，市场开始聚焦更细分、更差异化的客户需求，而 LGBTQ+ 人群除了交友需求，对于展示自我、分享生活、共同娱乐体验等也有强烈的需求，多元人群社交产品渗透率不高，东南亚、日韩、欧美等仍有较大的增长空间。

图 7：多元人群社交业务产品矩阵



资料来源：公司资料，天风证券研究所

我们认为，公司或将继续通过深入挖掘用户深度需求，完善产品生态，通过优质的线上、线下活动打造更好的社区氛围，提升用户体验及商业化水准。稳固 HeeSay 的领先地位。同时运用“国家复制”打法，逐步完成 HeeSay 等多元人群社交产品在全球更多市场的覆盖。打造出具有全球影响力的“超级品牌”。

### 1.2.3. 精品游戏等创新业务

公司积极开展创新业务，通过自主研发的智能游戏开发引擎，布局精品游戏等方向，推出了 Alice' s Dream: Merge Island 等精品游戏。Alice' s Dream: Merge Island 以经典 IP“爱丽丝梦游仙境”为剧情基底，；精细运营，对游戏的美工和设定不断强化；并不断更新创新玩法，推出高质量内容，已成长为全球合成类游戏头部产品，并多次登上 SensorTower “中国手游海外收入增长排行榜”及“中国手游海外下载榜”前列。在此基础上，公司游戏团队稳步孵化新品，如 Taylor' s Secret、MergeCove 及数独游戏 Sudoku 等新品。

图 8：游戏创新业务矩阵



资料来源：公司资料，天风证券研究所

2022年6月 Alice' s Dream: Merge Island 上线 Android 版本，同年12月月流水超过1百万美元，反响热烈；2023年2月上线 iOS 端，同年4月，月流水超过2百万美元。2023年8月，游戏位列当月海外市场收入增长排行榜第17名、下载榜第30名。



我们认为，公司游戏业务增长迅速是因为定位精准，瞄准合成类游戏市场，选择用户有较好了解的爱丽丝奇幻梦游作为剧情基底打开市场，在高质量美工的前提下，拓展玩法、精细运营。未来，公司凭借自主研发的智能游戏开发引擎和开发运营经验，有望不断推出精品游戏，支撑游戏业务新增量。

我们认为，Alice's Dream: Merge Island 成为公司爆款产品的原因有两点：

画风、IP、玩法三者高度匹配，用户强吸引。依托爱丽丝梦游仙境 IP 内核，“合成+家装”融合玩法的氛围和 IP 风格高度匹配，对女性玩家吸引力较强。对比合成类知名产品 Merge Dragons! 和 Alice's Dream: Merge Island，可以看出后者在美工方面更加细腻精致，柔和画风结合童话背景，提供给玩家更沉浸体验。

图 9：Merge Dragons! (左) 和 Alice's Dream: Merge Island (右) 美工对比



资料来源：GameRes 游资网公众号，天风证券研究所

主线剧情设计优秀，提升玩家持续游戏意愿。玩家在游戏中作为穿越到仙境的女孩“艾莉”，进行探索，与童话故事中的经典 IP 角色，如兔子先生、柴郡猫、白皇后等进行互动推动情节发展，不断带领玩家进行玩法和任务推进，来帮助剧情角色完成家园重建和装饰升级等任务，并可能将角色变成剧情伙伴，帮助玩家完成任务，提升情感羁绊，形成了一套完整的剧情任务→地图探索→收合成→建造装修的动线，提升玩家的游戏驱动力。

图 10：Alice's Dream: Merge Island 剧情人物及玩法示意



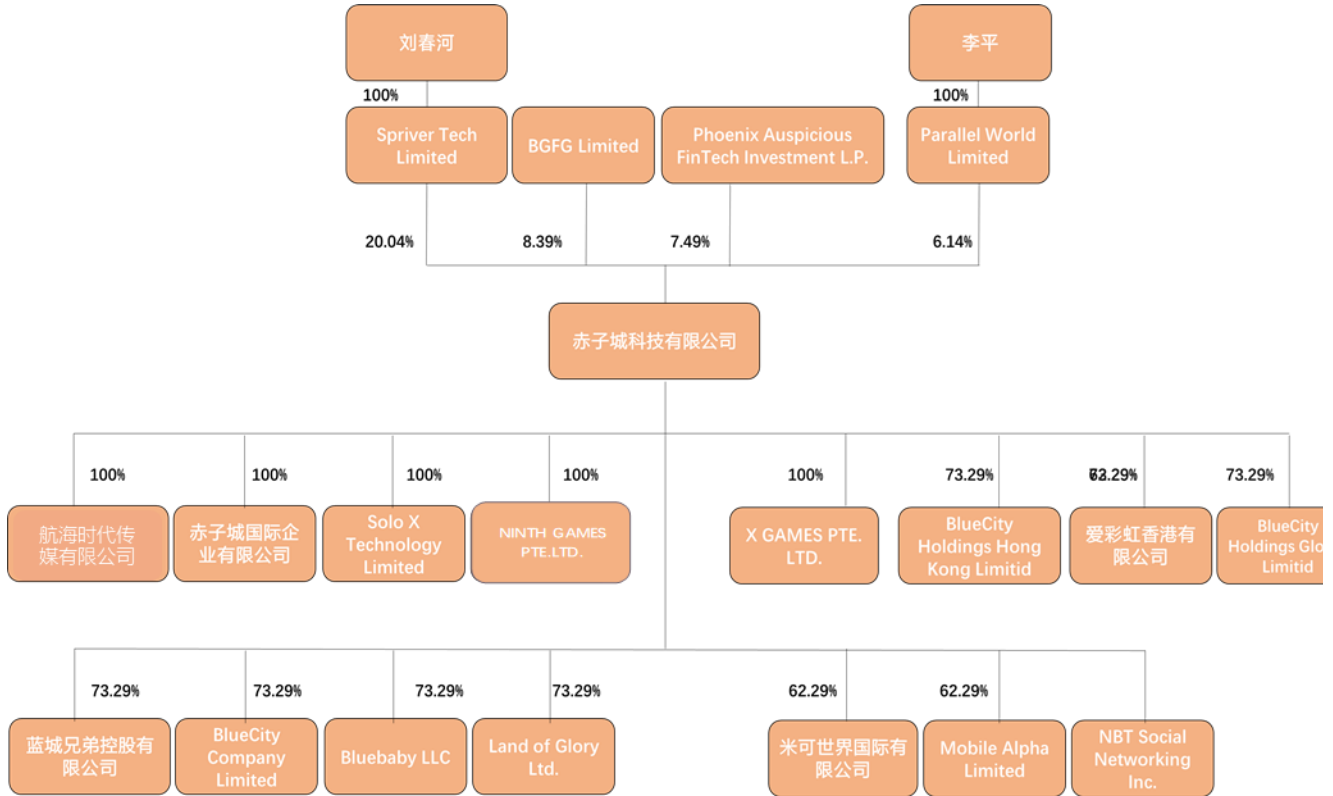
资料来源：GameRes 游资网公众号，天风证券研究所

公司通过收购蓝城兄弟强化自身对于多元人群社交业务的能力，在满足泛人群社交需求的同时，逐渐满足精细化、差异化需求有助于巩固公司业务护城河。游戏业务的发展，和社交业务相辅相成，强化用户粘性的同时，增强公司流量变现能力。

### 1.3. 公司股权分布

公司股权结构稳定。据 2023 年年报披露，刘春河和李平为一致行动人、据 Wind 截至 2024 年 4 月 20 日共计持有 26.18% 股权。我们认为，控股股东持股比例较高有利于提高其管理决策效率，同时由于与公司利益相关度较大，参与公司事务的积极性较大，或将进一步利好公司运营发展。

图 11：截至 2024 年 4 月 30 日公司股权架构图



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 1.4. 业务蓄势待发，业绩持续释放

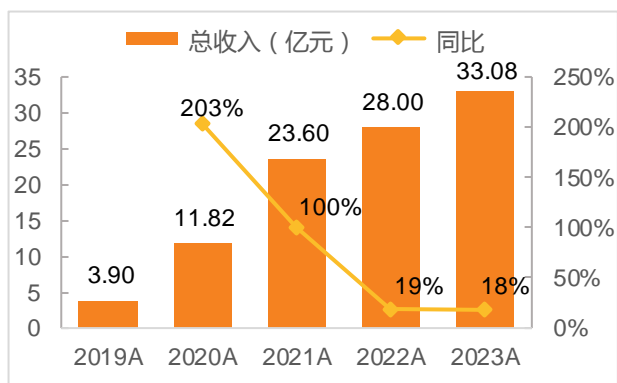
**营收同比增速逐渐趋稳，利润端业绩或将持续释放。**2023 年公司营业总收入 **33.08 亿元**，同比+18%；公司 2019 至 2023 年总收入增长迅速，从 3.90 亿元增长至 33.08 亿元，**CAGR 为 70.66%**。公司 2020 年收入大幅增长主要是收购 MICO 并表所致。

2023 年公司归母净利润 **5.13 亿元**，同比+294%。2019 至 2023 年，公司归母净利润从 0.68 亿元增长至 5.13 亿元，**CAGR 为 65.73%**。2021 年导致亏损的最主要原因是公司在收购 MICO 的过程中，NBT Social Networking（北京米可重组后的海外对应实体）的少数股东将其持有的 11.25% 的股权无偿转让给公司高管和核心管理团队，以认可管理团队对业绩的贡献，因此产生了一笔约 **5.9 亿元以股份为基础的管理费用**，但我们认为对公司运营的影响较小，也不影响其他股东的利润分配比例。从**经调整后净利润情况可以看出公司盈利能力依然能够保持**。2023 年业绩增长主要系公司在泛人群社交业务稳扎稳打，在多元人群社交业务积极开拓，以及**蓝城兄弟于 23Q3 季度开始并表**。

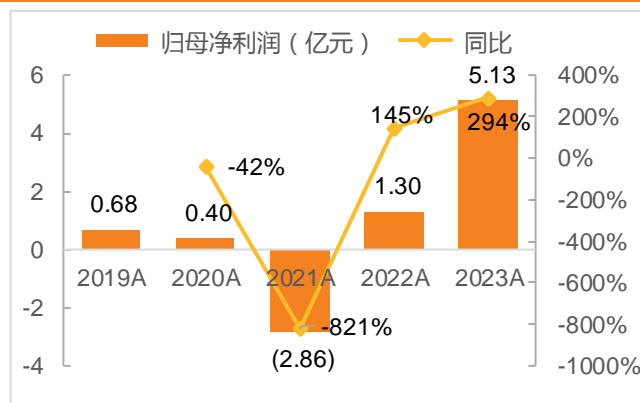
我们认为，公司完成收购后，业绩实现大幅增长，减去并表带来的影响，公司社交业务依然保持稳步增长，一方面公司的社交业务保持稳定正向的增长，后续伴随游戏业务彻底融入公司架构，创新业务业绩开始释放，未来公司或将继续保持快速增长。

图 12：2019A-2023A 公司营业收入（亿元）及同比

图 13：2019A-2023A 公司归母净利润（亿元）及同比



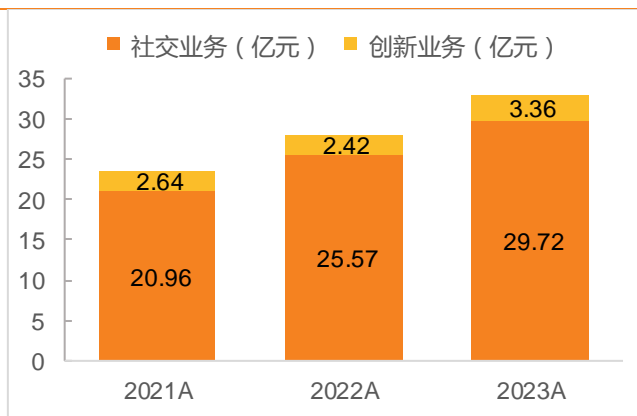
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务来看，**社交业务是公司营收主要来源**。2023 年公司社交业务和创新业务分别实现 **29.72 亿元和 3.36 亿元收入**，社交业务占总收入的 **89.85%**；业务收入分别同比+16%、+39%。主要是由于：公司在泛人群社交业务稳扎稳打，并通过技术创新、产品功能升级等方式，日益丰富产品内容生态，提升了用户体验和社区活跃度，进一步扩大了用户规模，实现了业务的增长；多元人群社交方面，23Q3，集团正式完成对 Chizicheng Strategy Investment 的收购并开始合并蓝城兄弟及 Land of Glory 的收入，布局多元人群社交赛道，社交业务版图进一步扩大；创新业务实现增长主要系公司围绕精品游戏布局，推出 Alice's Dream: Merge Island 等游戏。

图 14：2021A-2023A 公司分业务营业收入 (亿元)

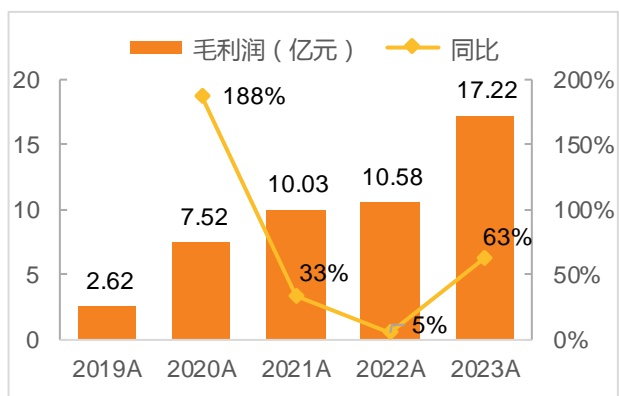


资料来源：公司公告，天风证券研究所

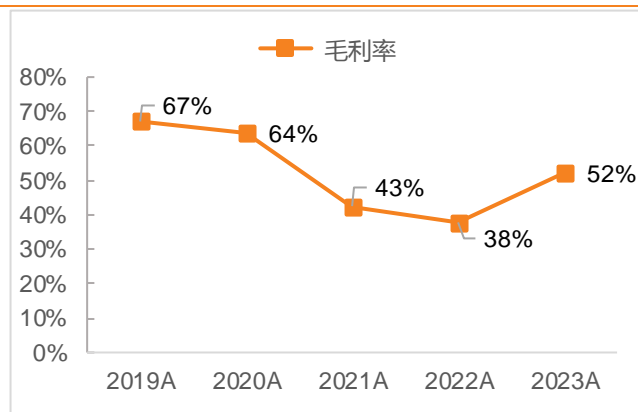
业绩开始逐步兑现在利润端。2023 年公司实现毛利润 17.22 亿元，同比+63%；毛利率为 52%，较去年+14pct。分业务来看，公司 2023 年社交业务和创新业务的毛利率分别为 48.1%、87.2%，较去年+14.6pct、+4.1pct。社交业务毛利率提高较快，主要由于：产品功能的升级以及内容品质的提升，提高了社交产品的商业化效率和商业变现能力；社交业务相关的主播分成有所减少；公司在持续打造更丰富的泛人群社交产品矩阵的同时，布局多元人群社交赛道，拓宽了获利渠道。创新业务毛利率继续攀升，持续保持在高毛利水平，主要系公司开发的数独游戏以及合成游戏 Alice's Dream: Merge Island 等游戏的持续火爆，实现高流水，兑现利润端。我们认为，公司的各项业务都已实现盈利，毛利率在 2023 年进一步实现增长，未来公司或将继续保持高毛利率的水平，持续释放业绩。

图 15：2019A-2023A 公司毛利润 (亿元) 及同比

图 16：2019A-2023A 公司毛利率

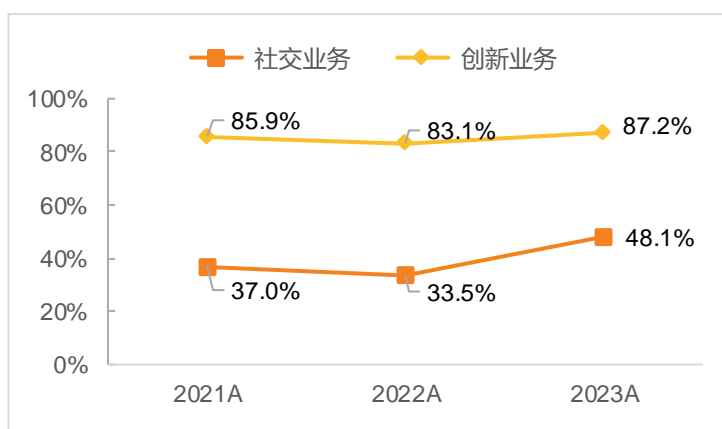


资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

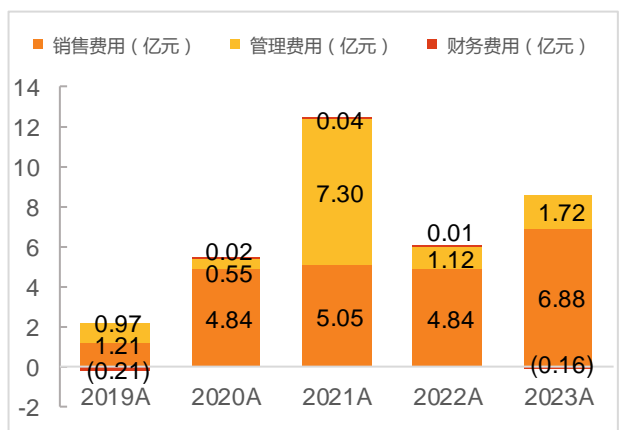
图 17：2021A-2023A 公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

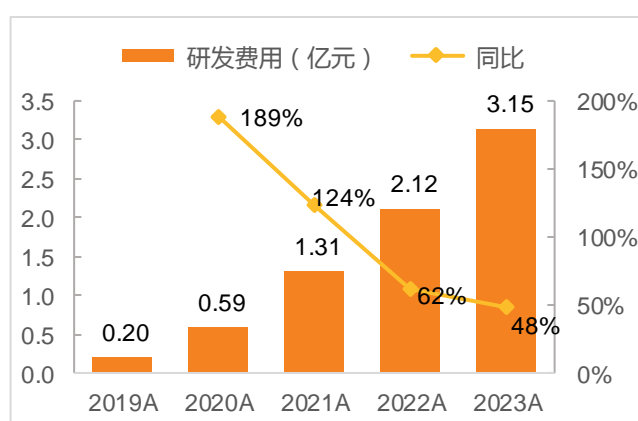
**持续股权激励，业绩提升的强劲动力。**2023 年公司销售费用 6.88 亿元，管理费用 1.72 亿元，财务费用-0.16 亿元。销售费用同比+42.2%，主要由于社交业务的推广力度加大；研发费用、管理费用的增长主要由于雇员福利开支增加。我们认为，公司股权激励的力度较大，说明公司对于未来的业绩增长有着较强的信心，同时保持核心管理人员的稳定，有望为公司未来发展提供坚实的基础。

图 18：2019A-2023A 公司销售、管理和财务费用 (亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：2019A-2023A 公司研发费用 (亿元) 和同比

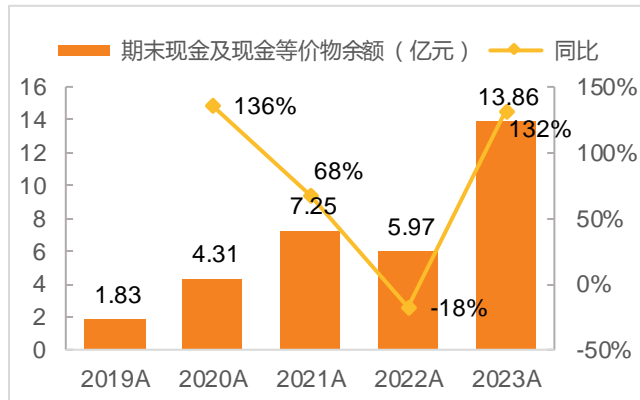


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**现金流翻倍，营运资本充裕。**2023 年公司期末现金及现金等价物为 13.86 亿元，同比+132%，主要系企业税前利润增加，以及企业合并蓝城兄弟带来了额外的现金流。从经营活动产生的现金流量净额看，企业除税前利润达到 7.73 亿元，同比+169%；从投资活动产生的现金流量净额看，公司正式与蓝城兄弟并表，后者的现金流并入公司，为公司带来了 2.15 亿元的现金流。我们认为，公司目前拥有充足的现金流，保持财务灵活性，释放财务压力，

有利于实现快速扩展。

图 20：2019A-2023A 公司期末现金及现金等价物余额（亿元）和同比



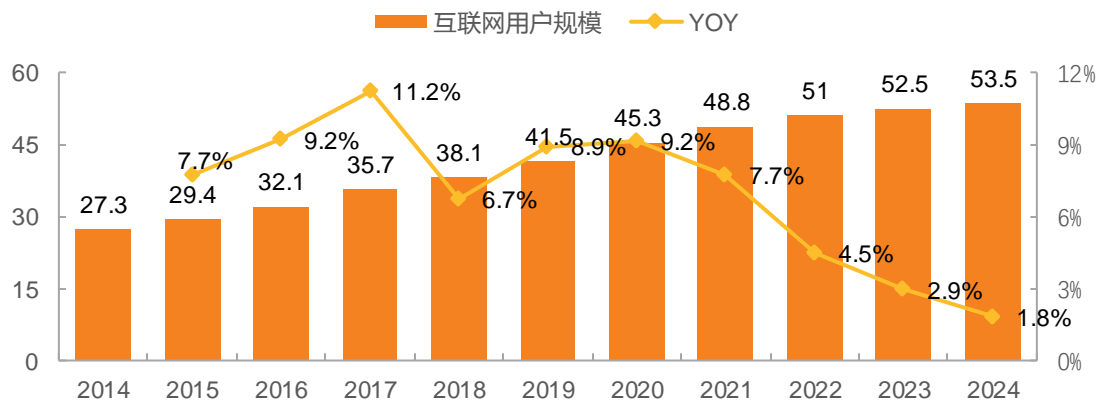
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 新兴市场潜力无限，社交与游戏迎来春天

### 2.1. 全球互联网增速放缓，新兴市场方兴未艾

根据 DataReportal 数据，截止到 2024 年 1 月，全球互联网总用户规模为 53.5 亿，同比 +1.8%，过去 10 年实现 CAGR 7%，互联网用户占全球总人口的 66.2%。我们认为，全球互联网用户规模庞大，用户普及率接近饱和，新用户增长空间有限。

图 21：全球互联网用户规模与同比 YOY (亿) (截止 2024 年 1 月)



资料来源：DataReportal，天风证券研究所

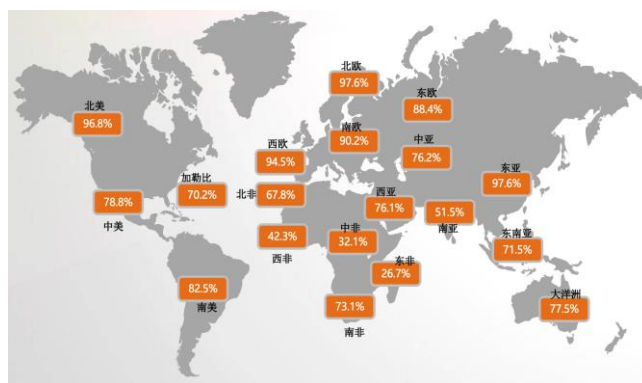
受地缘因素影响，全球互联网渗透率存在区域差异，新兴市场发展潜力较大。分地区来看，互联网在发达国家与地区渗透率较高，在发展中国家与地区渗透率较低。北欧作为全球互联网渗透率最高的地区，实现渗透率 97.6%；北美地区紧随其后，同样实现了可观的渗透率，为 96.8%。相比之下，东南亚、北非、拉丁美洲、与中东地区互联网渗透率较低，北非地区互联网渗透率为 67.8%，东南亚地区则为 71.5%。

图 22：全球互联网使用情况相关指标 (截止 2024 年 1 月)

图 23：全球各地区互联网渗透率 (截止 2024 年 1 月)



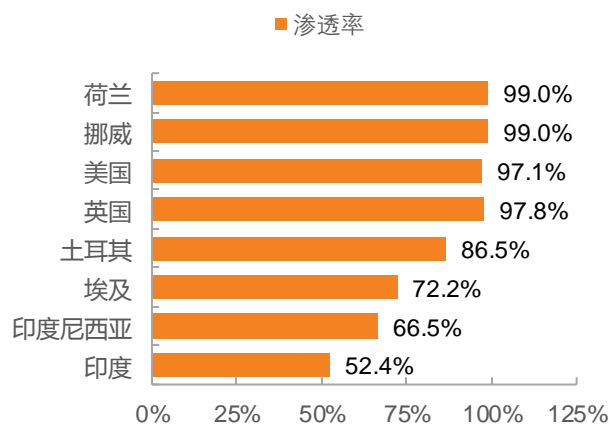
资料来源: DataReportal, 天风证券研究所



资料来源: DataReportal, 天风证券研究所

分国家来看, 发展中国家例如: 印度、印度尼西亚、埃及、以及土耳其的互联网渗透率显著低于欧美发达国家。例如, 印度尼西亚与埃及互联网渗透率分别为 66.5% 与 72.2%, 相比之下发达国家例如荷兰、挪威互联网渗透率高达 99%。且发展中国家人口基数占世界人口比重较大, 上述所提及发展中国家人口总数皆排在全球前 20 名。因此发展中国家互联网使用人数未来增长潜力较强。我们认为, 发展中国家作为全球互联网的新兴市场, 考虑到未来该国家与地区互联网基础设施有望逐步完善, 发展中国家互联网市场空间前景较大。

图 24: 主要国家互联网渗透率 (截止 2024 年 1 月)



资料来源: DataReportal, 天风证券研究所

图 25: 全球人口排名前 20 的国家 (人口单位: 百万) (截止 2024 年 1 月)

| 排名 | 国家    | 人口   | 占全球比重  | 排名 | 国家    | 人口  | 占全球比重 |
|----|-------|------|--------|----|-------|-----|-------|
| 1  | 印度    | 1435 | 17.76% | 11 | 埃塞俄比亚 | 128 | 1.59% |
| 2  | 中国    | 1425 | 17.64% | 12 | 日本    | 123 | 1.52% |
| 3  | 美国    | 341  | 4.22%  | 13 | 菲律宾   | 118 | 1.46% |
| 4  | 印度尼西亚 | 279  | 3.45%  | 14 | 埃及    | 114 | 1.41% |
| 5  | 巴基斯坦  | 243  | 3.00%  | 15 | 刚果    | 104 | 1.29% |
| 6  | 尼日利亚  | 226  | 2.80%  | 16 | 越南    | 99  | 1.23% |
| 7  | 巴西    | 217  | 2.69%  | 17 | 伊朗    | 90  | 1.11% |
| 8  | 孟加拉国  | 174  | 2.15%  | 18 | 土耳其   | 86  | 1.06% |
| 9  | 俄罗斯联邦 | 144  | 1.78%  | 19 | 德国    | 83  | 1.03% |
| 10 | 墨西哥   | 129  | 1.60%  | 20 | 泰国    | 72  | 0.89% |

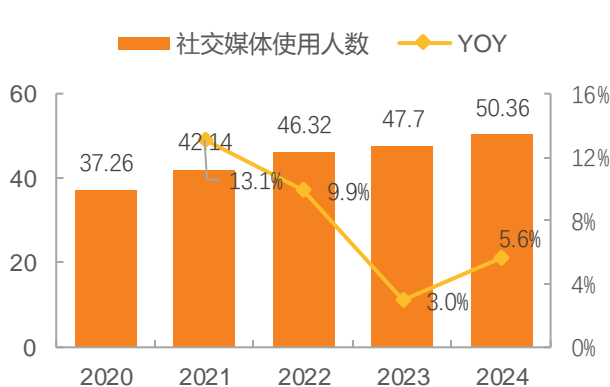
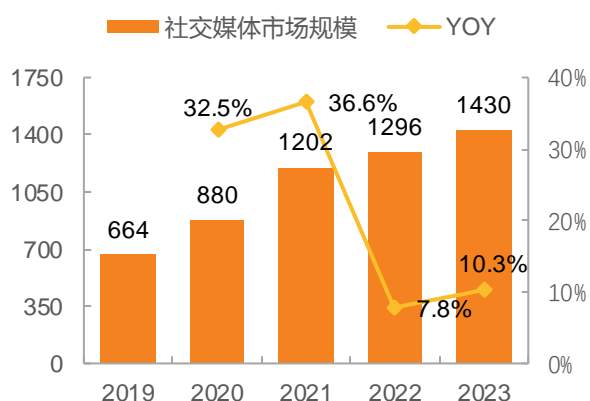
资料来源: DataReportal, 天风证券研究所

## 2.2. 全球互联网市场趋于饱和, 社交细分市场潜力无限

细分市场来看，社交市场成长空间辽阔。不同于整体互联网市场近几年的增速放缓，社交媒体市场近年来无论是市场规模，还是使用人数，均呈现快速增长的状态。根据 statista 数据，2023 年全球社交软件总市场规模为 1430 亿美元，相比于 2022 年的 1296 亿美元，同比+10.3%，高于 2022 年 7.8%的同比增速。Statista 官方预计：2027 年全球社交软件总市场规模可达 1895 亿美元，实现 2023 年-2027 年 CAGR 7.3%。社交媒体用户规模增速在 2023 年实现触底反弹，截止到 2024 年 1 月，全球社交媒体使用人数为 50.4 亿，同比+5.7%，相比于 2023 年的同比+3%，提升 2.7 pct。我们认为，由于社交活动为人们生活的刚需，全球社交媒体市场在互联网总体环境不尽人意的状况下依旧保持稳健的增速。在未来人们社交需求持续提升、社交软件普及度变得更广的环境下，预计全球社交媒体使用人数、市场规模增速有望得到稳定提升。

图 26：全球社交媒体市场规模（亿美元）及同比（截止 24 年 1 月）

图 27：全球社交媒体使用人数（亿）及同比（截止 2024 年 1 月）

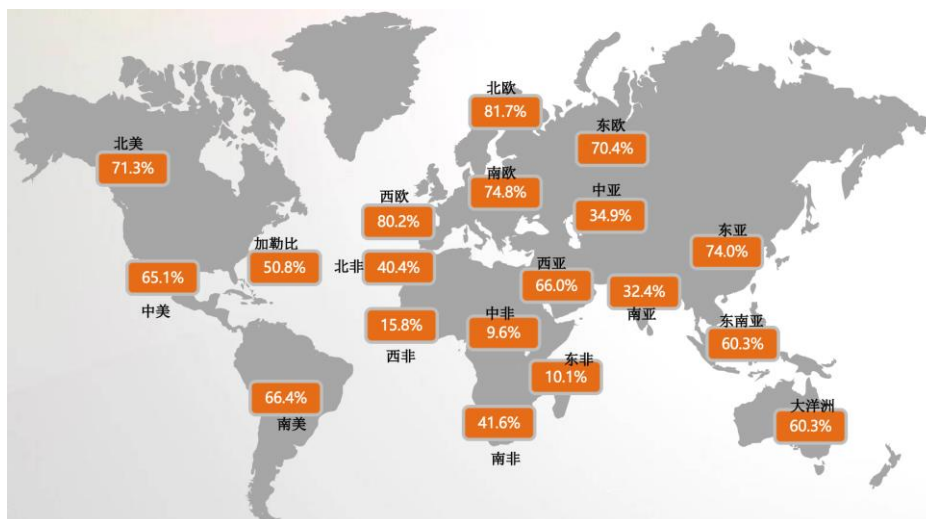


资料来源：Statista，天风证券研究所

资料来源：DataReportal，天风证券研究所

各区域互联网渗透率的差异性导致了全球各国家与地区社交媒体渗透率也有着明显的区别。发达国家地区：例如欧洲、北美洲、东亚，互联网基础设施完善，移动设备普及程度较高，因此社交媒体渗透率较高，北欧地区社交媒体渗透率为全球首位，达到 81.7%，西欧地区紧随其后为 80.2%。发展中国家与地区例如东南亚、南亚、中东、拉丁美洲以及非洲地区渗透率较低，其中北非地区社交媒体渗透率为 40.4%，中东地区（西亚）为 66%。

图 28：全球各地区社交媒体渗透率

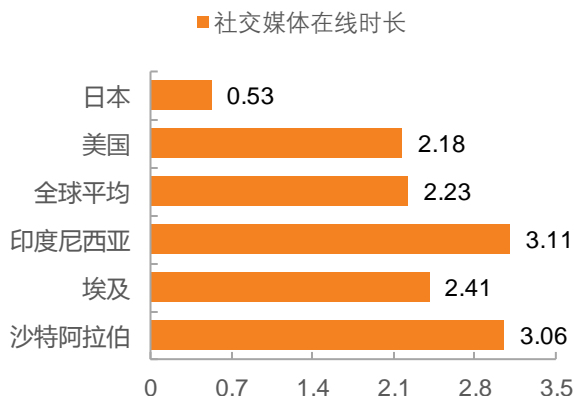


资料来源：DataReportal，天风证券研究所

尽管发展中国家与地区社交媒体渗透率低于发达国家与地区，但中东、北非、以及东南亚地区的社交媒体使用意愿较为强烈。具有代表性的国家为沙特阿拉伯、埃及、以及印度尼西亚，这些国家的每天社交媒体在线时间均高于全球平均水准，且高于发达国家如美国、日本。除此以外，发达国家如日本、美国、英国人口年龄中位数高于印度尼西亚，埃及，印度等发展中国家。

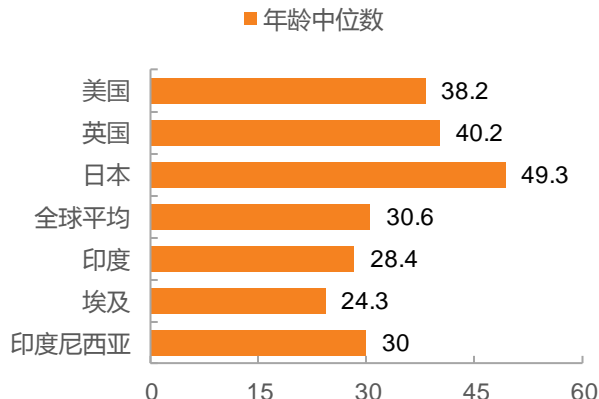
我们认为，中东、北非、东南亚地区为社交媒体的新兴市场，因其人口较为年轻，社交媒体的使用兴趣较为强烈，这些因素为该地区社交媒体市场的发展注入潜在动力。随着这些地区互联网设施的逐步完善、移动设备进一步普及、社交媒体内容吸引力不断增强、叠加该地区的浓厚的线上社交意愿，未来该地区社交媒体市场发展前景广阔。

图 29：各国家社交媒体在线时长（小时）



资料来源：DataReportal，天风证券研究所

图 30：各国家年龄中位数（岁）

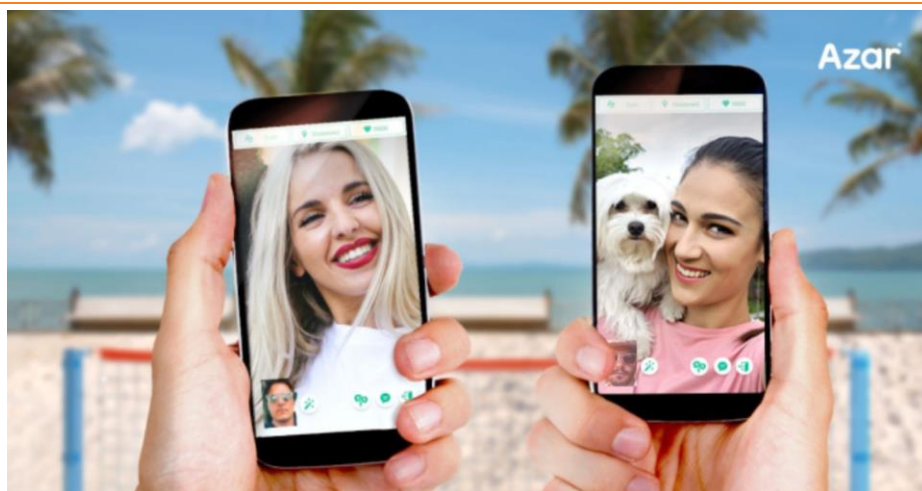


资料来源：DataReportal，天风证券研究所

### 2.3. 熟人社交市场增量有限，开放式社交开拓新蓝海

全球线上社交产业在熟人社交领域已基本被龙头企业垄断，例如 2023 年 Facebook 在美国渗透率为 72%；过去十年，腾讯控股旗下产品微信在中国渗透率可达 80%。因此开放式社交产品，即在与陌生人建立信息交流与互动的社交产品，包括但不限于音频社交，直播社交，视频社交，约会社交等类型，成为企业在线上社交领域争相布局的新赛道。目前已有一定数量的公司布局开放式的社交方式。例如美国的 Match Group，公司旗下产品包括 Tinder、Hinge、Match、OkCupid 等，其产品遍布全世界 190+个国家，涵盖超过 40 种产品语言，其中 Tinder、Hinge 已经稳居全球多个社交软件畅销榜 Top10。公司旗下产品 Hinge、以及 Azar 融合了视频与直播的元素；除此以外，Tinder 是全球首款采用“滑动匹配”的陌生人社交产品，于 2012 年推出，自推出以来，其规模和受欢迎程度的提升速度超过了其他在线约会类别 APP，截至 2023 年第四季度，付费用户已超过 1000 万。

图 31：Match Group Azar 的视频社交



资料来源：The Korea Economic Daily，天风证券研究所

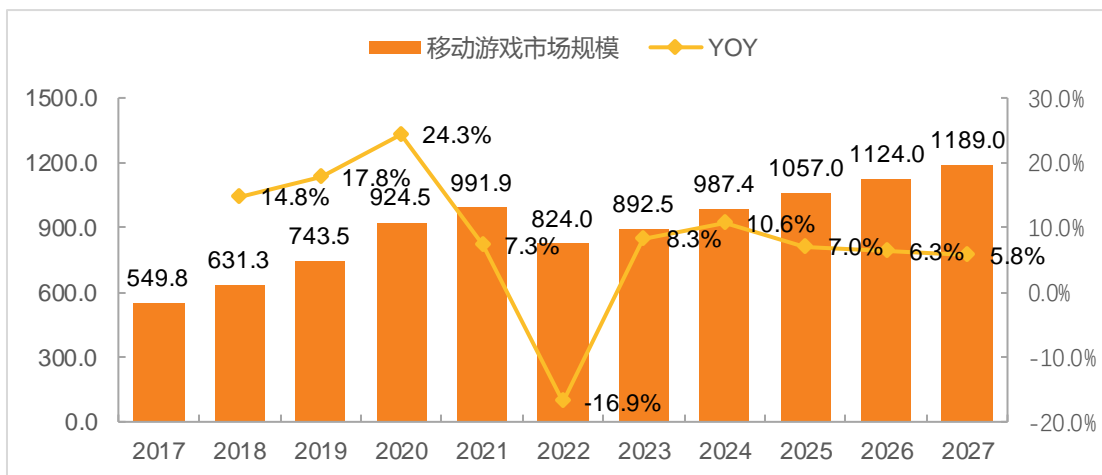
中国主要开放式社交开发商为赤字城科技，其旗下产品 MICO、TopTop、Yoho、SUGO 产品融合了语音、视频与直播多重元素，成为中国在海外开放式社交的代表产品。我们认为，熟人社交以及普世社交 APP 使得线上社交市场竞争格局固化、竞争激烈，开放式作为一种新型社交方式，已然开拓了线上社交的另一片蓝海，未来该市场空间有望得到大幅提升。

### 2.4. 全球移动游戏市场复苏，新兴市场 and 休闲游戏引领新趋势



2023 年全球移动游戏市场规模为 892.5 亿美元，同比+8.3%。随着全球步入后疫情时代，线上游戏爆火的红利消失，进而导致 2022 年全球移动游戏市场出现低迷，2023 年全球移动游戏市场得到了显著的复苏，Statista 预计 2024 年将实现市场规模 987.4 亿美元，且在 2027 年达到市场规模 1189 亿美元。

图 32：全球移动游戏市场规模（亿美元）与 YOY

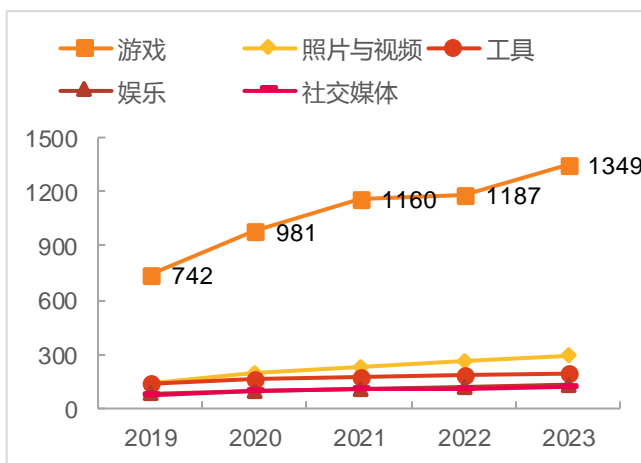


资料来源：Statista，天风证券研究所

移动游戏安装量增长势头较强，且所有移动 APP 中移动游戏安装量首屈一指。2023 年，移动游戏安装量为 1349 亿，相比于 2022 年的 1187 亿，同比+13.6%，2019 年-2023 年 CAGR 为 16.1%。参考过去五年数据，移动游戏安装量始终远高于其他 APP，成为普及度最广，受欢迎程度最高的移动 APP。

我们认为，移动游戏安装量的飞速增长为全球移动游戏市场在 2023 年实现复苏的核心驱动力，安装量的提升则反映了玩家更加青睐于移动游戏轻松、方便、易入门等特性。受宏观经济复苏导致民众购买力的提升，未来全球移动游戏市场有望持续恢复。

图 33：全球移动应用安装量（亿）

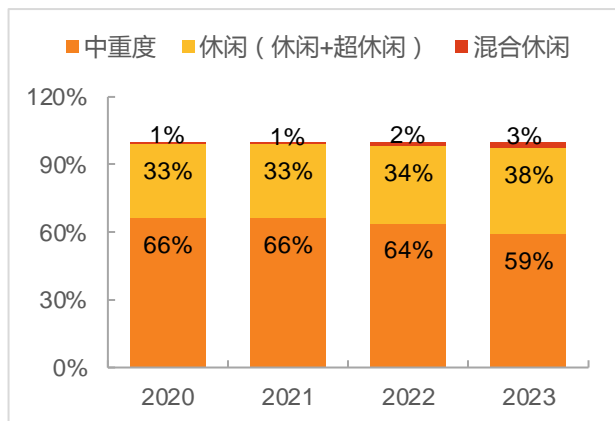


资料来源：Statista，天风证券研究所

在移动游戏备受青睐的环境下，全球移动游戏市场中受欢迎的游戏品类似乎正在经历变革，从而引领新的行业趋势。2023 年随着《Monopoly Go》与《蛋仔派对》等休闲手游，以及《Survivor!io》等混合休闲手游的热度飙升，休闲类手游受全球大众的喜好程度正在提升。2020 年-2023 年，中轻度手游所占全球手游市场份额逐年提升，2023 年全球中轻度手游（包括休闲类、混合休闲、超休闲）类游戏共占全球手机游戏市场收入的 41%，相比于 2022 年提升了 5pct；2023 年休闲与超休闲类手游皆实现同比+8%的收入增速，混合休闲手游增速最为显著，同比+30%，相比之下参考手游收入份额与收入增速，可以看出中重度游戏热度正在衰退。休闲类移动游戏玩法简单、模式轻松、受众度较广，且其较短的游戏时长便于用户在工作休息时间、乘坐交通工具时、以及在任何地点排队等候时游玩，顺应了全球当代快节奏的生活模式。我们认为，未来休闲类手游有望持续受到大众的欢迎，

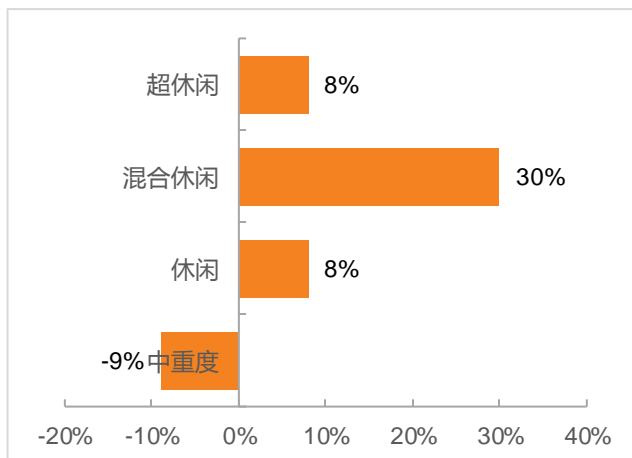
在所有移动游戏中或将成为主打游戏品类，伴随着全球移动游戏市场的复苏，未来休闲类游戏有望实现异军突起。

图 34：2020-2023 年全球各类手游收入份额



资料来源：动点科技官网，Sensor Tower，天风证券研究所

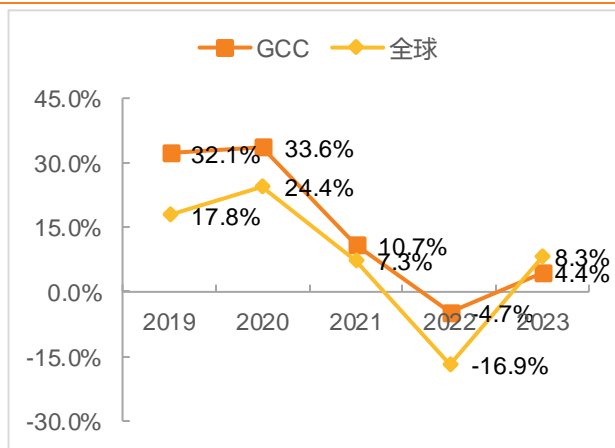
图 35：2023 年各类手游收入增速



资料来源：动点科技官网，Sensor Tower，天风证券研究所

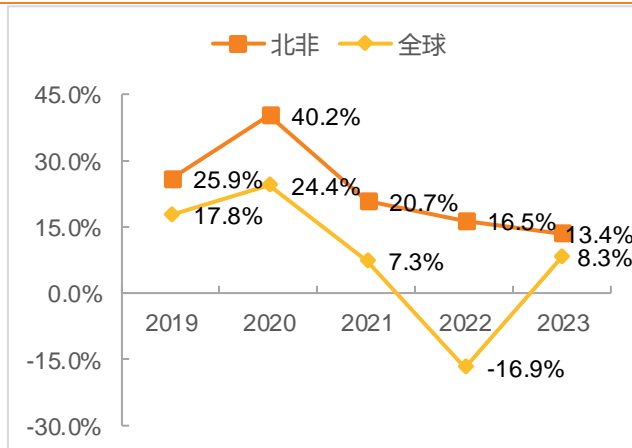
分地区来看，阿拉伯国家（GCC 地区）以及北非移动游戏市场表现亮眼。2019 年-2023 年期间，除 2023 年 GCC 地区移动游戏市场收入增速略低于全球增速外，两个地区移动游戏收入增速基本高于全球收入增速。技术的普及、人口的年轻化、可支配收入的提升为中东北非地区（MENA）游戏产业繁荣发展的主要原因。该地区三大市场，沙特，阿联酋以及埃及致力于吸引来自各个平台的客户，包括 PC 端、移动端、以及主机端，吸引人数预计在 2027 年将达到 8000 万名。我们认为，玩家、政府、开发商、以及电子竞技组织的积极参与促进了中东北非地区移动游戏产业的蓬勃发展，随着该地区未来投资游戏活动、锦标赛以及电子竞技基础设施进一步推广及完善，推出对游戏产业发展有利的政策，以及更多青少年对移动游戏的支持，中东北非地区未来移动游戏市场规模有望实现激增。

图 36：阿拉伯地区移动游戏市场收入增速与全球对比



资料来源：Statista，天风证券研究所

图 37：北非地区移动游戏市场收入增速与全球对比

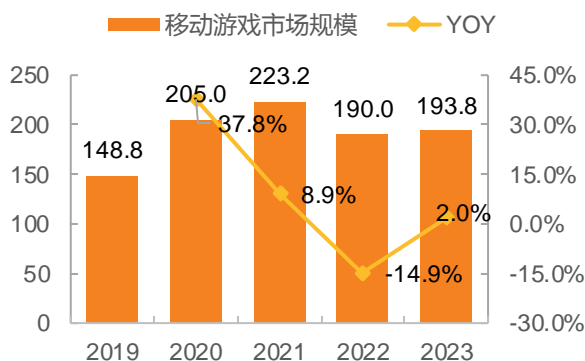


资料来源：Statista，天风证券研究所

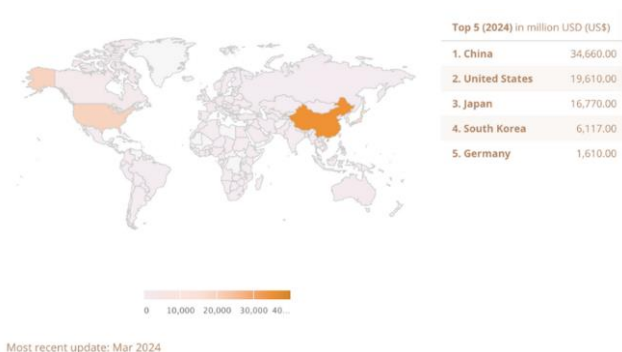
除中东北非地区外，北美地区以其体量大、地位高的特征，成为全球另一片移动游戏的活力市场。2023 年北美移动游戏市场总收入为 193.8 亿美元，同比+2%。2022 年受疫情的结束以及线上活动需求的减弱，该地区移动游戏市场收入下降，并在 2023 年实现回升。且该地区移动游戏市场总量全球领先，截止到 2024 年 3 月，美国作为北美地区代表国家，其移动游戏市场总规模规模排在全球第二位，市场规模为 196 亿美元，仅次于中国的 347 亿美元。我们认为，由于北美地区移动游戏市场地位的重要性较高，把握北美地区市场机遇相当于把握了全球移动游戏市场的主动脉，进而在市场中拥有一席之地。

图 38：北美地区移动游戏市场规模与 YOY (亿美元)

图 39：2024 年美国移动游戏市场在全球地位



资料来源: Statista, 天风证券研究所

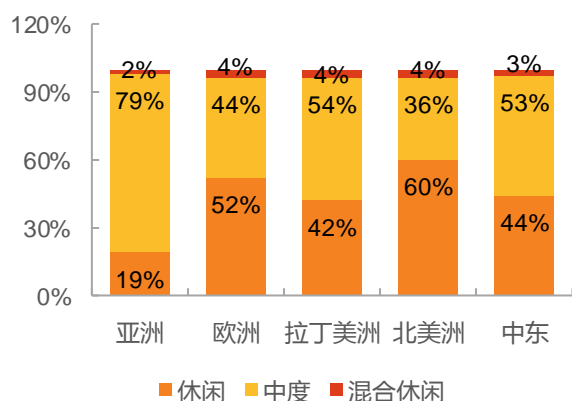


资料来源: Statista, 天风证券研究所

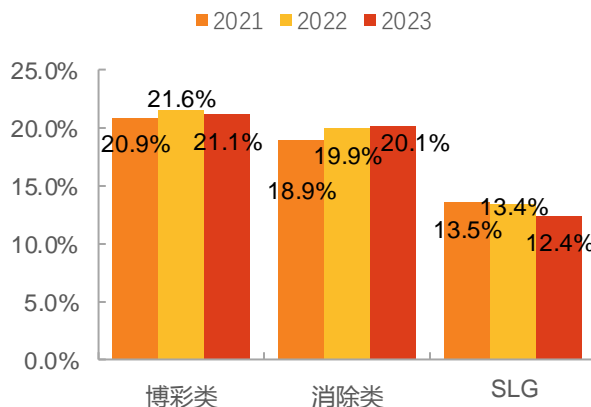
对比与中东、亚洲、与拉丁美洲，欧美地区更偏爱与中轻度手游（休闲+混合休闲）。2023年北美洲中轻度手游收入占该地区手游收入的64%，欧洲则占比56%。休闲游戏中，美国本土收入前3品类游戏分别为博彩类、消除类、与SLG（策略类），2021年-2023年，消除类游戏市场份额逐年提升，2023年美国消除类移动游戏收入占总移动游戏收入的20.1%，相比于2022年提升了0.2pct。我们认为，不同于以中东北非为代表的新兴市场，以美国为代表的欧美地区经济发达程度高，大众可支配收入领先，以及数字基础设施完善的特征，导致其移动游戏市场较为成熟，能够成为全球移动游戏产业的基本盘。在全球休闲类游戏逐渐起势的潮流下，随着该地区更多类休闲游戏的广泛普及，欧美移动游戏产业未来有望继续蓬勃发展。

图 40：2023 年各地区移动游戏品类偏好

图 41：2021-2023 美国移动游戏流水 Top200 重点品类收入占比



资料来源: Sensor Tower, 天风证券研究所



资料来源: 36 氪, 伽马数据, 天风证券研究所

### 3. 竞争优势分析

#### 3.1. 抓住海外机遇，布局全球市场坚定不移

全球互联网市场规模起势的背景下，选择最合适的国家与地区开展业务可以使得公司发展前景如虎添翼。公司能够识别应用 APP 出海所带来的巨大机遇，并在此赛道上进行耕耘，使得公司抓紧海外市场的机遇的同时，提升其全球影响力。公司泛人群社交业务、多元人群社交业务、与创新业务皆将海外作为主要市场，在海外庞大的社交与游戏的需求中开展业务。例如，因中东北非、东南亚地区社交媒体渗透率较低、人口基数较大，且人口较为年轻、社交媒体使用意愿强，公司在这些地区积极布局泛人群社交业务，从而大幅提升了收入与利润。除此之外，公司在夯实基础的同时，仍在拓展自身业务版图。公司泛人群社交在中东北非地区已成为头部公司，公司沿用其在该地区过往的经营策略，持续发力，巩固其在当地市场的地位；同时在东南亚市场加大投资，充分挖掘该地区的潜在优势，扩大在当地的市场份额；对于欧美日韩市场，公司保持耐心与定力，保证盈利的同时，谨慎前行。我们认为，公司的出海策略稳健与大胆并存，有望在巩固其在部分市场头部地位的同

时，成功开拓新的市场，未来公司的布局全球市场有望为其带来巨大的商业价值。

图 42：公司全球社交泛娱乐业务版图



资料来源：赤子城材料，天风证券研究所

### 3.2. 泛人群社交构筑护城河，多元人群社交开拓新机遇

在中东北非地区，公司在泛人群社交领域具备较强的竞争优势，为公司的护城河业务。公司泛人群社交业务下的 **Toptop 游戏社交平台** 具备高粘性的社区生态与极具吸引力的 **UGC 模式**，并且，公司以社交为基石，融合游戏元素，发挥自身的优势，充分发挥社交与游戏的协同作用，目前 Toptop 在沙特阿拉伯地区 **Google Play 游戏平台榜单** 排名第二，具有极强竞争力。除此之外，其 SUGO 与 YoHo 在阿联酋地区 **Google Play 社交媒体榜单** 分别排名第五与第十位，榜单前十名存在 Facebook 与 Instagram 等知名 APP。除此以外，公司在多元人群社交赛道上积极拓展业务，其多元人群社交产品在全球以及国内皆取得头部地位，公司 **HEESAY** 产品为全球第二大 LGBTQ+ 社交软件；**BLUED** 为中国最大多元人群社交平台，由此可见公司意识到了多元人群的社交需求，并在此新兴领域抢占先机，并取得了竞争优势。我们认为，泛人群+多元人群社交产品矩阵完善了公司的社交业务场景，随着泛人群社交业务持续得到巩固，多元人群市场得以拓展，公司社交产品有望向更高水平发展。

图 43：沙特阿拉伯 Google Play 游戏平台榜单

| Rank | App and Publisher                              | Category      |
|------|--|---------------|
| 1    | Yalla Ludo - Ludo&Domino<br>Aviva Sun          | Games > Board |
| 2    | TopTop: Games&Chat<br>Social Game Lab          | Games > Board |
| 3    | Ludo STAR: Online Dice Game<br>Gameberry Labs  | Games > Board |
| 4    | MONOPOLY GO!<br>Scopely                        | Games > Board |
| 5    | Tongits ZingPlay Global<br>VNG ZingPlay Studio | Games > Board |
| 6    | Lama Ludo-Ludo&Chatroom<br>Staparty Limited    | Games > Board |
| 7    | Chess - Play and Learn<br>Chess.com            | Games > Board |
| 8    | Parchisi STAR Online<br>Gameberry Labs         | Games > Board |
| 9    | Ludo Club - Dice & Board Game<br>Moonfrog      | Games > Board |
| 10   | Board Kings: Board Dice Games<br>Playtika      | Games > Board |

资料来源：SimilarWeb，天风证券研究所

图 44：阿联酋 Google Play 社交媒体榜单

| Rank | App and Publisher   | Category |
|------|---|----------|
| 1    | TikTok<br>TikTok Pte. Ltd.                                  | Social   |
| 2    | Chamet - Live Video Chat&Meet<br>Chamet Team                | Social   |
| 3    | Poppo live<br>poppo team                                    | Social   |
| 4    | Bigo Live - Live Streaming App<br>Bigo Technology Pte. Ltd. | Social   |
| 5    | SUGO: Voice Live Chat Party<br>IndiaMasterApp               | Social   |
| 6    | ShareChat Trends Videos & Live<br>ShareChat                 | Social   |
| 7    | Facebook<br>Meta Platforms, Inc.                            | Social   |
| 8    | Tango- Live Stream, Video Chat<br>Tango                     | Social   |
| 9    | Instagram<br>Instagram                                      | Social   |
| 10   | YoHo: Group Voice Chat Room<br>YoHo Studio                  | Social   |

资料来源：SimilarWeb，天风证券研究所

### 3.3. 坚持本地化运营，聚焦针对性产品部署

公司坚持本地化运营的策略，使得产品的特征更符合当地文化与习俗。中东社交市场中，公司能识别穆斯林国家用户热爱聊天与社交，但由于宗教、文化的等因素，不爱露脸的特点，进而推出其语音社交平台 YoHo。Yoho 采用“在线议会”的模式，打造了针对穆斯林群体的社交平台。类似的，为了阿拉伯地区用户的个性化体验，MICO 专门推出阿拉伯语版本，文字的阅读顺序为从右向左，打赏礼物具有中东元素，例如钻石、跑车等。这与同款产品在其他地区版本的特色明显不同；MICO 为追求个性表达的美国用户举办 Rap Battle、Best DJ、Pride Day 等活动，鼓励各类用户参与文化创作；在日本市场，公司融入当地产业链，积极与本土品牌、内容制作方、文化机构等合作，并邀请日本著名音乐制作人 YANAGIMAN 参与制作，共建内容社区。我们认为，公司本地化运营的优势能够进一步加深其“国家复制”与“产品复制”运营策略的效果，形成企业运营方针护城河，在实现高效率的市场扩张后，实现稳定的区域产品运营。

图 45：MICO 阿拉伯语版本



资料来源：36 氪，ePanda 出海中东，天风证券研究所

### 3.4. 顺应时代与地区特色，打造精品休闲游戏品牌

近年来，由于全球生活节奏的加快与人们对游戏休闲娱乐性质的追求，精品休闲游戏市场增速强势，且欧美地区对休闲游戏的偏好较强。公司抓住该地区这一特征，进军欧美移动游戏市场，大力发展精品游戏，持续完善现有游戏的玩法，积极提升用户体验。公司的 Alice' s Dream: Merge Island 凭借着创新的游戏玩法与精美的美术设计，在欧美地区广受好评，已成为全球顶尖的合成类游戏，并多次登上“中国手游海外收入增长排行榜”与“中国手游下载榜”前列。除此之外，公司“国家复制”、“产品复制”策略依旧践行于其移动游戏业务中，于 2023 年产出全新合成类手游 Taylor' s Secret 与 Merge Cove，并在精品游戏领域继续创新，孵化出数独游戏 Sudoku 等新品。我们认为，公司在精品游戏领域已经形成护城河，且其研发团队脚步从未停止，在现有游戏取得成功的状态下，依旧积极布局，完善其精品休闲游戏矩阵，公司未来有望在该领域取得较大突破。

图 46：赤子城 Mergeland-Alice' s Adventure 排名

2023年8月中国手游海外收入增长排行榜

| 手游及发行商 |   |                           |    |   |                                    |
|--------|---|---------------------------|----|---|------------------------------------|
| 1      |  | 崩坏：星穹铁道<br>米哈游            | 11 |  | 轮回双生<br>天游网络                       |
| 2      |  | Whiteout Survival<br>点点互动 | 12 |  | Omniheroes<br>OmniDream            |
| 3      |  | 第五人格<br>网易                | 13 |  | Dragonscapes Adventure<br>点点互动     |
| 4      |  | PUBG MOBILE<br>腾讯         | 14 |  | 枫之谷R: 经典新定义<br>星耀娱乐                |
| 5      |  | 雀魂<br>悠星网络                | 15 |  | 英雄你好狗<br>Joy Net Games             |
| 6      |  | Watcher of Realms<br>沐瞳科技 | 16 |  | 太吾封神榜<br>小马游戏                      |
| 7      |  | Survivor! io<br>海彼        | 17 |  | Mergeland-Alice's Adventure<br>赤子城 |
| 8      |  | 合金弹头: 觉醒<br>腾讯            | 18 |  | Last Fortress<br>IM30              |
| 9      |  | 铃兰之剑: 为这和平的世界<br>心动网络     | 19 |  | 最强蜗牛<br>青瓷游戏                       |
| 10     |  | 神魔之塔<br>Mad Head          | 20 |  | 崩坏3<br>米哈游                         |

资料来源: SensorTower, 天风证券研究所

#### 4. 盈利预测与估值

我们认为,在发展中国家互联网起势、开放式社交与休闲类手游成为发展新趋势的背景下,赤子城科技坚定不移沿着“国家复制”、“产品复制”的道路开拓出海业务,有望继续扩大市场影响力,打造公司特色社交矩阵和游戏品牌。公司依靠十余年的出海经验,以 MICO 等明星产品构筑起泛人群社交的产品矩阵,同时积极拓展 LGBTQ+ 等多元社交赛道,开拓精品游戏等创新业务,多维度增强公司的综合实力。公司对海外市场有着深刻理解善于因地制宜实施本地化运营,充分契合不同地区用户的个性化需求。我们认为,公司的产品矩阵、运营能力与前瞻布局形成了较强的协同效应,奠定了其在全球互联网出海赛道的独特竞争优势。未来,公司各项业务协同发展,有望带来可观的业绩增长空间。

公司是同时经营社交与游戏的互联网公司,是中国互联网公司的出海主力之一。可比估值方面,我们认为应选择社交或游戏类互联网企业作为可比公司。

我们预计公司 2024-2026 收入分别为 41.2/48.1/55.3 亿人民币,分别同比增长 25%/17%/15%。我们认为,公司未来收入保持较高增速的原因在于创新业务转型即将完成,增长潜力有望释放;同时公司在收购 MICO、蓝城兄弟后不断巩固与拓展社交媒体版图,有望打造发展中国家中开放式社交 APP 的“半壁江山”。

对于社交业务,我们预计 2024-2026 年收入分别为 36.85/42.75/49.16 亿元,分别同比增长 24%/16%/15%。我们认为,泛人群社交业务作为核心业务,已经成为公司的护城河,未来有望继续保持领先优势。公司将通过持续的本地化运营,针对性的产品优化,巩固在中东、东南亚的领先地位,同时稳步拓展欧美等 T1 市场,提升市场占有率,为公司贡献稳定的收入和利润。多元人群社交业务是新的业绩增长点。公司收购蓝城兄弟后,多元人群社交产品矩阵进一步完善,已经初步具备全球影响力。未来随着 LGBTQ+ 等垂直社交需求的释放,多元人群社交市场潜力巨大,公司有望充分受益于该赛道的高速增长。

对于创新业务,我们预计 2024-2026 年收入分别为 4.37/5.37/6.18 亿元,分别同比增长 30%/23%/15%。公司坚持游戏业务的精品化发展路线,通过 Alice's Dream: Merge Island 等精品手游取得了不错的成绩。我们认为未来公司将继续发挥研发优势,持续孵化适合海外市场的精品游戏,实现创新业务的快速增长。

对于公司的毛利润,我们预计 2024-2026 年毛利润分别为 22.36/26.32/30.82 亿元,分别同比增长 30%/18%/17%,毛利率分别为 54%/55%/56%;其中社交业务毛利率分别为 50%/50%/51%,创新业务毛利率分别为 90%/92%/93%。由于公司社交与创新业务均处于扩张阶段,我们假设社交业务和创新业务的毛利率在趋于稳定的同时略有上升。我们认为,

伴随着公司业务重组及扩张带来的营收增长，毛利润有望实现同样可观的增速。随着公司业务进入稳定增长阶段，运营效率的持续提升有望促进公司降本增效，从而驱动毛利率进一步改善。

图 47：公司各业务收入拆分（百万元）及同比

|                | 2021A      | 2022A      | 2023A      | 2024E      | 2025E      | 2026E      |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>社交业务</b>    | 2,095.52   | 2,557.37   | 2,971.92   | 3,685.17   | 4,274.80   | 4,916.02   |
| YOY            |            | 22%        | 16%        | 24%        | 16%        | 15%        |
| 占营收比重          | 89%        | 91%        | 90%        | 89%        | 89%        | 89%        |
| 营业成本           | (1,319.17) | (1,700.76) | (1,542.82) | (1,842.59) | (2,137.40) | (2,408.85) |
| 毛利润            | 776.36     | 856.62     | 1,429.10   | 1,842.59   | 2,137.40   | 2,507.17   |
| 毛利率            | 37%        | 33%        | 48%        | 50%        | 50%        | 51%        |
| <b>创新业务</b>    | 264.29     | 242.33     | 335.88     | 436.65     | 537.08     | 617.64     |
| YOY            |            | -8%        | 39%        | 30%        | 23%        | 15%        |
| 占营收比重          | 11%        | 9%         | 10%        | 11%        | 11%        | 11%        |
| 营业成本           | (37.33)    | (41.04)    | (42.90)    | (43.66)    | (42.97)    | (43.23)    |
| 毛利润            | 226.96     | 201.29     | 292.99     | 392.98     | 494.11     | 574.41     |
| 毛利率            | 86%        | 83%        | 87%        | 90%        | 92%        | 93%        |
| <b>营业收入（总）</b> | 2,359.82   | 2,799.70   | 3,307.80   | 4,121.82   | 4,811.88   | 5,533.66   |
| YOY            |            | 19%        | 18%        | 25%        | 17%        | 15%        |
| 营业成本           | (1,356.50) | (1,741.79) | (1,585.72) | (1,886.25) | (2,180.37) | (2,452.09) |
| 毛利润            | 1,003.32   | 1,057.91   | 1,722.08   | 2,235.57   | 2,631.51   | 3,081.58   |
| 毛利率            | 43%        | 38%        | 52%        | 54%        | 55%        | 56%        |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们预计公司 FY2024-FY2026 归母净利润分别为 5.1/5.2/5.3 亿元。考虑到公司业务涉及互联网社交及游戏，选取 YALA、腾讯控股、网易、百度集团和挚文集团为可比公司。据万得预测，可比公司 PE（2024E）均值为 11.19。给予公司 2024 年 11 倍 PE，对应市值为 56.1 亿元，目标股价 5.09 港元，给予“增持”评级。

表 1：赤子城可比公司估值水平（截止 2024 年 6 月 22 日）

| 代码       | 证券简称 | 2024 年市盈率 | 总市值（十亿元） |
|----------|------|-----------|----------|
| 80700.HK | 腾讯控股 | 19.73     | 3339.40  |
| YALA.N   | YALA | 6.05      | 5.13     |
| 9999.HK  | 网易   | 13.13     | 418.73   |
| MOMO.O   | 挚文集团 | 6.81      | 8.29     |
| 9888.HK  | 百度集团 | 10.25     | 227.93   |

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

### （1）海外市场监管政策风险

公司业务主要分布在海外，相关国家和地区监管政策发生变化可能对公司的正常运营带来不利影响。

### （2）汇率波动风险

公司海外业务占比较高，且分布区域较广，如果未来人民币汇率出现大幅波动，公司业绩

将承受一定的汇兑损失风险。

### （3）研发不及预期

公司持续推进社交与游戏领域的创新，不断孵化新产品以把握新的市场机遇，但若未来创新产品的研发进度不及预期，或商业化表现不佳，将在一定程度上影响公司新业务的增长。

### （4）核心人才流失风险

互联网企业的核心竞争力很大程度上依赖于稳定、高效的核心团队。如果公司的薪酬与激励机制不能有效保留和吸引优秀人才，导致核心人才流失，可能在产品、运营等方面对公司造成负面影响。

### （5）市场拓展不及预期

公司未来业绩增长很大程度依赖于新兴市场的进一步渗透以及欧美日韩等新市场的有效拓展。市场的开拓进度不及预期将影响公司整体业绩的提升。

### （6）跨市场估值风险

我们选择的可比公司分布在美股和港股市场，二者的估值体系存在差异，可能导致跨市场估值的误差。



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                        | 评级   | 体系                |
|--------|---------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                           | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                           | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                           | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                           | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                           | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                    | 海口                                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |  | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |