赤子城科技（09911.HK）

社交出海赛道领跑者，多元产品矩阵抢占中东市场

财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,800	3,308	4,389	5,048	5,699
增长率 yoy（%）	18.6	18.1	32.7	15.0	12.9
归母净利润（百万元）	130	513	449	558	665
增长率 yoy（%）	145.5	294.1	-12.4	24.3	19.1
ROE（%）	18.4	45.8	28.6	26.2	23.8
EPS 最新摊薄（元）	0.11	0.43	0.38	0.47	0.56
P/E（倍）	38.1	9.7	11.0	8.9	7.5
P/B（倍）	7.0	4.4	3.2	2.3	1.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

泛人群社交业务产品矩阵持续扩充，盈利能力大幅提升。公司泛人群社交产品矩阵较为丰富，其中 MICO、YoHo 等成熟产品贡献稳定基本盘，SUGO、TopTop 等产品展现强劲增长潜力。公司基于“产品复制”以及“国家复制”战略，通过中台研发系统 SoloCells 进行产品研发、市场推广、本土运营、商业化等综合能力的沉淀及复用，大幅降低了新品研发以及推广成本，从而使公司具备“边际成本优势”。此外，公司亦持续对已上线产品进行优化，持续提升产品商业化效率。受此带动，公司社交业务盈利能力大幅提升，2023 年实现毛利率 48.09%，同比增长 14.58pct。

推出 LGBTQ+海外社交平台 HeeSay，正式入局多元人群社交赛道。根据 Frost & Sullivan，LGBTQ 群体将从 2021 年的 5.38 亿人增长至 2026 年的 6.6 亿人，且 LGBTQ+群体拥有强用户粘性以及消费能力。赤子城科技于 2023H2 完成蓝城兄弟并表，并于 2024 年初正式推出多元人群社区 HeeSay。区别于 Grindr，Blued 及 HeeSay 打破了传统多元人群社交产品单一的约会交友模式，引入了 Post、直播、语音房等丰富的功能，可以推动多元人群社交业务用户粘性以及 ARPU 的提升。我们认为目前市场未对公司多元人群社交业务进行充分估值，后续该业务有望从业绩+估值两个维度为公司股价带来提升空间。

旗舰游戏表现强劲，创新业务有望于 2024 年扭亏为盈。全球休闲类游戏规模占比持续提升，公司 2022 年推出首款精品“三合一”手游《Alice's Dream: Merge Island》，该产品通过创新元素的添加，月均流水于 23Q4 突破 800 万美元。我们预计 2024 年《Alice's Dream》有望实现盈利，增厚公司利润；创新业务（IAA 游戏+流量变现）有望实现盈亏平衡；此外，精品游戏有望与社交业务实现协同效应，进一步推动公司收入及利润实现高质量增长。

投资建议：我们预计 2024-2026 年公司实现营收 43.9/50.5/57.0 亿元；归母净利润 4.49/5.58/6.65 亿元；对应 PE 分别为 11.0/8.9/7.5 倍。公司为社交出海赛道领跑者，多元化产品矩阵贡献增长潜力，旗舰游戏维持亮眼表现，首次覆盖，给予“买入”评级。

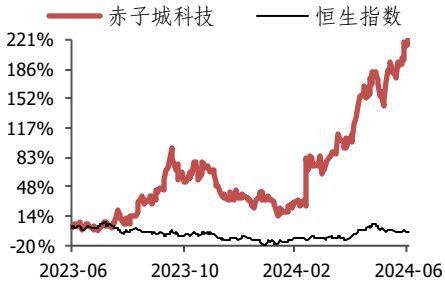
风险提示：全球宏观经济下行；游戏流水不及预期；社交产品表现不及预期；海外竞争加剧。

买入（首次评级）

股票信息

行业	传媒
2024 年 6 月 25 日收盘价（港元）	4.420
总市值（百万港元）	5,265.17
流通市值（百万港元）	5,265.17
总股本（百万股）	1,191.22
流通股本（百万股）	1,191.22
近 3 月日均成交额（百万港元）	23.37

股价走势



作者

分析师 侯宾
执业证书编号：S1070522080001
邮箱：houbin@cgws.com

相关研究

内容目录

1.聚焦出海赛道十余年，战略转型实现高速成长 4
1.1 聚焦出海赛道，业务持续转型打造增长引擎 4
1.2 股权结构集中，多家知名机构入股公司 5
1.3 公司管理层经验丰富，有助于公司积极把握市场变化 6
1.4 财务分析：业务转型实现收入高增，产品持续迭代带动盈利能力提升 6
1.4.1 公司收入实现强劲增长，新业务有望持续贡献增长潜力 6
1.4.2 产品迭代叠加运营提效，公司盈利能力实现持续增长 7
1.4.3 经营现金流稳健增长，现金储备较为充裕 9
2.泛人群社交出海赛道长坡厚雪，产品矩阵打法领跑行业 10
2.1 全球音视频社交市场蓬勃发展，MENA 及东南亚地区具备强劲增长潜力 10
2.2 本地化+中台能力+差异化产品矩阵，打造公司核心竞争力 11
2.2.1 公司扁平化架构打造高效本地化团队，为业务开拓基础 11
2.2.2 打造可复用中台能力，助力"国家复制+产品复制"发展路径 12
2.2.3 打造多元化产品矩阵，全面覆盖多个国家及地区用户 13
2.3 MICO+YoHo 贡献稳健基本盘，SUGO+TopTop 贡献强劲增长势能 14
2.3.1 MICO：泛人群社交赛道旗舰产品，为公司贡献稳定现金流 14
2.3.2 YoHo：语音房社交产品，瞄准中东地区用户社交习惯及需求 15
2.3.3 TopTop：公司首款"游戏+社交"产品，社交及游戏业务实现初步融合 16
2.3.4 SUGO：匹配+陪伴式社交产品，用户规模及收入快速提升 16
3.推出海外品牌 HeeSay，入局多元人群社交赛道 17
3.1 强用户粘性+付费能力，多元人群社交赛道拥有强劲增长潜力 17
3.2 并购蓝城兄弟，打造公司社交业务第二增长曲线 18
3.2.1 收购分析：以高性价比收购蓝城兄弟，23H2 已完成并表 18
3.2.2 基于 Blued 国际版势能推出海外品牌 HeeSay，期待多元人群社交业务加速发展 19
4.休闲类游戏收入持续增长，公司精品游戏业务快速发展 21
4.1 全球手游大盘稳定增长，休闲类游戏收入占比持续提升 21
4.2 瞄准精品游戏赛道，公司旗舰游戏表现亮眼 22
4.2.1 发力精品游戏赛道，打造公司第二增长曲线 22
4.2.2 旗舰游戏月均流水突破 800 万美元，2024 年有望实现扭亏为盈 23
4.2.3 与社交业务具备一定协同作用，游戏+社交业务齐头并进铸就成长 24
5.投资建议 25
6.风险提示 26

图表目录

图表 1：赤子城科技历史沿革 4
图表 2：赤子城科技股权结构 5
图表 3：赤子城科技董事长增持情况梳理 5
图表 4：公司管理团队人员及背景 6
图表 5：公司分业务营业收入及总营业收入同比增速 7
图表 6：公司社交业务分产品以及分地区收入占比 7
图表 7：公司近四年分业务毛利率 7
图表 8：公司 2023 年主播分成成本及占比显著下降 8

图表 9: 公司 2019-2023 年各项期间费用 8
图表 10: 公司盈利能力显著增强 9
图表 11: 公司维持稳健经营现金流 9
图表 12: 海外社交媒体市场规模以及细分（单位：十亿美元） 10
图表 13: 中东北非 5G 使用人数（单位：百万人） 10
图表 14: 中东北非地区智能手机使用人数 10
图表 15: 中东北非社交应用市场规模 11
图表 16: 2022 年东南亚主要国家人口结构呈现金字塔形 11
图表 17: 2022 年东南亚地区互联网渗透率较高 11
图表 18: 赤子城科技本地化团队结构 12
图表 19: 赤子城科技本地化团队结构 12
图表 20: 赤子城科技"产品复制"和"国家复制"战略 13
图表 21: 赤子城科技多模态产品矩阵 13
图表 22: 公司社交 APP 累计下载量以及 MAU 14
图表 23: MICO 发展历程 14
图表 24: MICO 用户界面及功能 15
图表 25: YoHo 用户界面及功能 15
图表 26: TopTop 用户界面及功能 16
图表 27: SUGO 用户界面及功能 16
图表 28: 全球 LGBTQ+人群数量及地区分布（百万人） 17
图表 29: LGBTQ+人群具备可观消费能力 17
图表 30: 蓝城兄弟此前于 LGBTQ+赛道的布局 18
图表 31: 蓝城兄弟历年收入、MAU 以及亏损情况 18
图表 32: 赤子城科技多元人群社交产品矩阵 19
图表 33: HeeSay 与 Grindr 数据对比 20
图表 34: 赤子城科技与 Grindr 产品形态对比 20
图表 35: 全球手游大盘规模有望维持稳定增长 21
图表 36: 全球休闲/混合休闲游戏市场份额持续提升 21
图表 37: 2023 年全球不同游戏品类收入变化情况 21
图表 38: 全球解谜手游收入趋势以及热门子品类收入变化 22
图表 39: 赤子城科技已上线游戏概览（IAA+IAP） 22
图表 40: 《Alice's Dream: Merge Island》游戏界面 23
图表 41: 《Alice's Dream: Merge Island》经典 IP 元素 23
图表 42: 《Alice's Dream: Merge Island》下载界面 24
图表 43: 游戏业务与社交业务的协同效应 25
图表 44: 公司营业收入预测 25
图表 45: 公司毛利率预测 25
图表 46: 公司期间费用预测 26

1.聚焦出海赛道十余年，战略转型实现高速成长

1.1 聚焦出海赛道，业务持续转型打造增长引擎

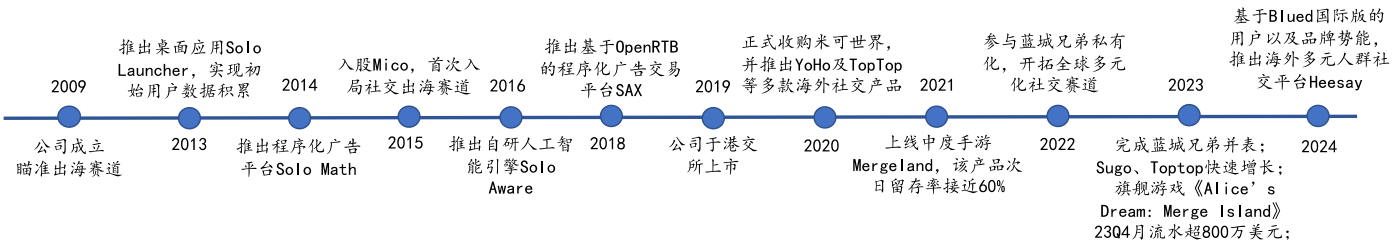
赤子城科技聚焦出海赛道十余年，业务持续转型实现高速增长。赤子城科技成立于2009年，成立之初即瞄准出海赛道，通过工具型产品在海外实现流量变现；此后，公司持续开拓新业务，陆续入局社交出海、精品游戏等赛道，目前已经成为了出海社交赛道的头部公司之一。具体来看，公司发展可分为三个阶段：

- **第一阶段（2009-2015年）推出全球化产品Solo Launcher，通过工具型产品在海外实现流量变现：**公司创始人刘春河先生于2011年加入移动应用开发者行列，此后公司于2013年5月上架首款移动应用Solo Launcher，成为公司吸引移动设备用户的核心产品之一，在89个国家及地区的Google Play“个性化应用”类别中不止一次获得单日下载量排名第一。以此为基础，公司开始上架媒体娱乐、健身及游戏等其他类别的移动应用，形成“Solo X”应用矩阵，通过向广告主出售应用内广告位，从而变现应用所产生的网络流量，以此产生广告收入。

- **第二阶段（2016-2021年）孵化并收购“米可世界”，并发布YoHo、TopTop等多款社交产品，加速布局社交出海赛道：**公司于2016年起孵化并于2020年正式收购米可世界，陆续推出了MICO、YoHo、TopTop等产品开拓全球社交市场，全力布局社交出海赛道。在此过程中，公司在多个新兴市场的本地化经营已形成一套可复制方法论，助力公司为新产品优先找到关键市场，迅速结合当地的差异化进行产品创新，最后快速验证市场。公司社交产品已在中东、东南亚等市场成为主流社交平台，并持续在欧美、日韩等发达市场实现突破，用户价值显着提升，全球品牌影响力日益扩大。

- **第三阶段（2022年至今）：收购蓝城兄弟开拓全球多元化社交赛道，加大精品游戏投入，打造公司第二、三增长曲线：**（1）公司于2022年参与美股上市公司蓝城兄弟私有化，公司通过自身积累的中台能力以及本地化运营经验，优化获客效率并丰富变现场景，大幅提升Blued等产品在海外的增长速度、用户留存、运营效率，实现了Blued的扭亏为盈，同时于2024年基于Blued国际版用户及品牌势能推出海外品牌HeeSay。（2）精品游戏方面，自公司2021年推出自主研发的《Mergeland》系列精品合成类手游并确立了“自研+发行+投资”战略后，公司持续加大精品游戏投入，公司旗舰游戏《Alice's Dream: Merge Games》在Sensor Tower海外收入和下载排行榜上名列前茅，23Q4月流水超800万美元；（3）传统业务方面，公司亦持续推出SUGO、TopTop等新产品，持续完善公司社交产品矩阵，广泛地覆盖了IM、直播、语音、视频、实时视频、游戏等多种社交形式，满足用户多层次社交需求。

图表1：赤子城科技历史沿革

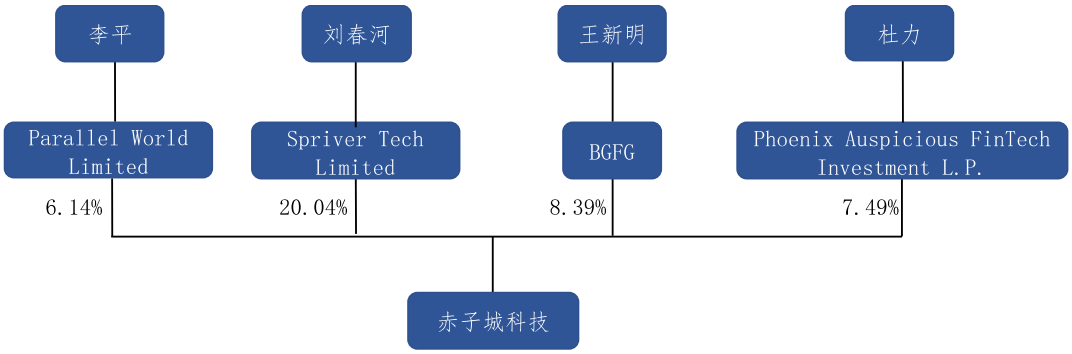


资料来源：公司招股书，公司2019-2023年财报，长城证券产业金融研究院

1.2 股权结构集中，多家知名机构入股公司

公司股权结构稳定，创始人及核心管理层持股比例较高。根据公司 2023 年年报，公司创始人、董事长刘春河先生持股比例为 20.04%；CEO 李平先生持股比例为 6.14%；其中刘春河与李平为一致行动人。此外，公司执行董事叶椿建、苏鉴先生持股比例分别为 0.76%以及 0.5%。此外，王新明（公司联合创始人）以及 Phoenix Auspicious FinTech Investment L.P 持股比例分别为 8.39%/7.49%，位居公司前五大股东。整体来看，公司股权结构相对稳定，创始人及核心管理层持股比例较高有利于掌握公司发展方向，维持公司于海外社交赛道的领先优势。

图表 2：赤子城科技股权结构



资料来源：公司 2023 年年报，长城证券产业金融研究院

公司持续回购，高管多次增持，多家知名机构成为公司战略投资者，彰显公司经营信心及发展潜力。公司股价因宏观下行、港股流动性缺失等因素承受较大压力，公司董事长刘春河于 2021-2022 年间多次增持公司股票；此外，公司 2023 年亦多次以根据受限制股份单位奖励计划从市场按现行市价购买公司股份，彰显公司经营信心。外部投资机构方面，公司 2022 年通过配售现有股份及认购新股形式，引进新加坡主权基金 GIC、Keywise Capital、涌容资产等机构为战略投资者，亦体现出国际投资机构对公司发展潜力的认可。

图表 3：赤子城科技董事长增持情况梳理

时间	事件
2021.9	公司董事会主席、执行董事刘春河近日通过其全资控股公司 Spriver Tech Limited，增持 200 万股公司股份，并将增持股份锁定三年。
2021.11	公司董事会主席、执行董事刘春河近日再次通过其全资控股公司 Spriver Tech Limited，增持 200 万股公司股份，并将增持股份锁定三年。
2022.5	公司董事会主席、执行董事刘春河再次通过其全资控股公司 Spriver Tech Limited 增持 10 万股公司股份，承诺将增持股份锁定三年。5 月份内，赤子城科技累计获得刘春河增持股份达 90 万股，增持股份均锁定三年。

资料来源：公司公告《根据受限制股份单位奖励计划购买股份》，《控股股东增持股份》，长城证券产业金融研究院

1.3 公司管理层经验丰富，有助于公司积极把握市场变化

公司管理层经验丰富，拥有敏锐的行业洞察以及产品研运能力。公司创始人刘春河先生目前为赤子城科技的董事长兼执行董事；公司联合创始人李平先生为公司 CEO 兼执行董事；叶椿建先生为北京米可世界科技有限公司创始合伙人，目前任公司的执行董事兼首席技术官。整体来看，公司管理团队较为年轻，工作热情较高；同时又具备较为丰富的产品开发及运营经验。此外，我们认为公司管理层具备敏锐的行业洞察能力，公司早期以工具型应用出海实现前期资金、用户、流量的积累并搭建 AI 引擎和中台系统，后快速切入“社交+游戏”出海赛道实现了收入、利润的快速增长。我们认为在管理层带领下，公司有望把握市场变化，从而实现收入及利润的持续、高质量增长。

图表4：公司管理团队人员及背景

姓名	职位	履历
刘春河	董事长兼执行董事	刘春河先生于 2007 年 7 月毕业于山东大学，主修电子信息科技专业，并获得理学学士学位；于 2010 年 3 月，其获得北京邮电大学通讯及信息系统硕士学位；目前主要负责公司整体管理、战略规划及决策
李平	CEO 兼执行董事	李平先生于 2011 年 6 月获得河北科技师范学院的工程学士学位；于 2011 年 7 月加入公司，负责业务的整体营运及管理；自 2020 年 12 月起至今，在北京奇幻梦想科技有限公司担任董事；自 2021 年 8 月起至今，在北京阿凡提互娱科技有限公司担任董事，直接负责公司游戏业务
叶椿建	CTO 兼执行董事	叶椿建先生于2014年7月毕业于北京工业大学，获得工学学士学位；于2014年 6 月加入本集团，负责社交产品业务的研发工作；自 2017 年 2 月起为北京米可世界科技有限公司创始合伙人、自 2018 年 6 月起担任北京米可世界科技有限公司董事及经理、自 2019 年 1 月起担任海南几度空间网络科技有限责任公司执行董事及总经理及自 2021年 1月起担任北京赤子城集团有限公司董事

资料来源：公司 2023 年报，长城证券产业金融研究院

1.4 财务分析：业务转型实现收入高增，产品持续迭代带动盈利能力提升

1.4.1 公司收入实现强劲增长，新业务有望持续贡献增长潜力

公司收入结构改变，社交及游戏业务带动公司收入实现强劲增长。公司近年收入结构变化较大，因全球宏观经济下行等因素影响，公司逐步退出原有的流量变现业务；目前公司主要营业收入包括海外社交以及精品游戏业务：

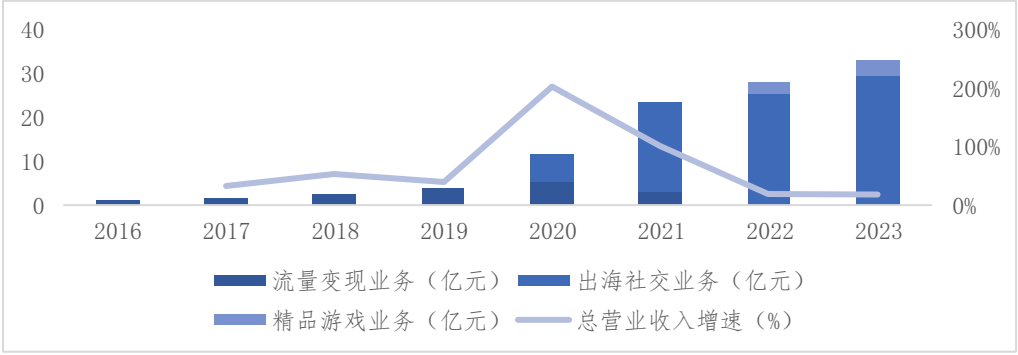
（1） 公司 2016 年起逐步孵化并收购“米可世界”后切入海外社交赛道，陆续发布了 YoHo、SUGO、TopTop 等多款社交产品，并于 2023 年完成蓝城兄弟并表，带动增值服务收入实现高速增长，2020-2023 收入增速 CAGR 达 65%。从结构上来看，MICO 因产品调整收入绝对值以及占比均有所下降；TopTop 以及 SUGO 收入占比显著上升。

（2） 公司精品游戏业务逐步贡献收入，带动公司创新业务 2023 年实现营业收入 3.36 亿元，同比增长 39%。其中旗舰游戏《Alice’s Dream: Merge Island》已经进入 140 个国家/地区 Google Play 解谜类游戏畅销榜 Top10。

向后展望，我们认为公司社交业务中，MICO、YoHo 等成熟产品持续贡献稳定基本盘，HeeSay、SUGO、TopTop 有望维持强劲增长；同时，随公司游戏储备陆续上线，公司精

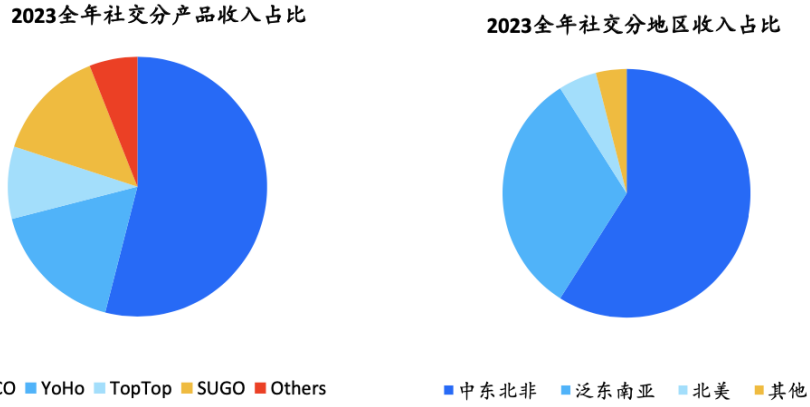
品游戏业务亦将维持较高收入增速。

图表5：公司分业务营业收入及总营业收入同比增速



资料来源：公司聆讯后资料集，公司2019-2023年财报，长城证券产业金融研究院

图表6：公司社交业务分产品以及分地区收入占比

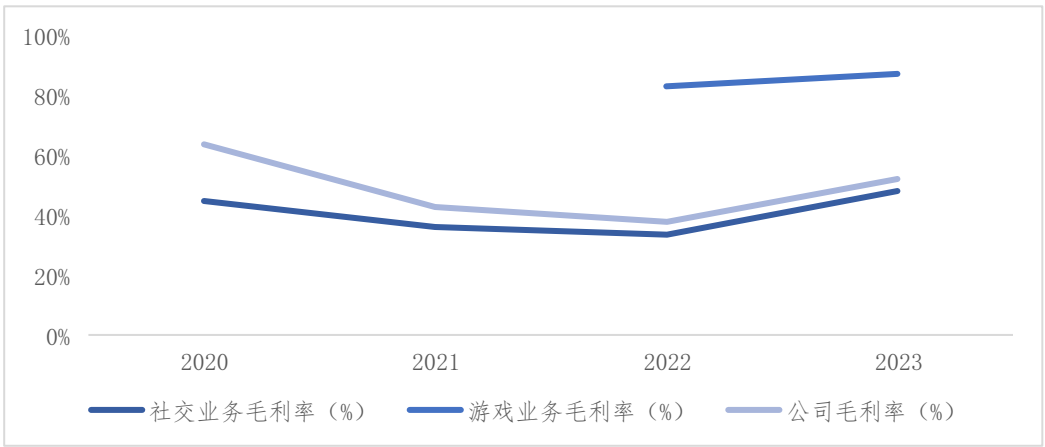


资料来源：公司投资者推介材料，长城证券产业金融研究院

1.4.2 产品迭代叠加运营提效，公司盈利能力实现持续增长

战略重心转向“重视利润”，公司盈利能力显著提升。公司目前整体战略由“重视规模”转向“重视利润”，以此实现高质量增长。具体来看，公司2023年实现毛利率52.06%，同比增长14.27pct。公司毛利率大幅增长主要受社交业务所推动，公司2023年社交业务毛利率为48.09%，同比增长14.58pct。

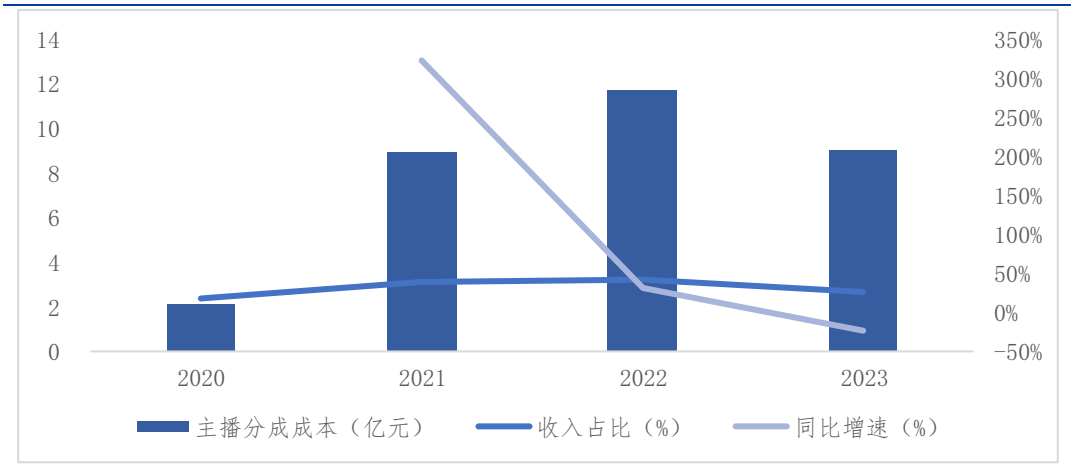
图表7：公司近四年分业务毛利率



资料来源：公司2020-2023年财报，长城证券产业金融研究院

我们认为公司社交业务毛利率同比大幅提升的原因主要为:(1)公司产品结构逐步调整，其中公司 SUGO、TopTop 等 UGC 产品毛利相对以直播为主的 MICO 较高，二者收入占比的提升带动公司毛利率上升；(2)公司 2023 年针对 MICO 进行了产品优化，削减了部分低效创作者并调整了分成比例。受以上两大因素影响，公司 2023 年主播分成成本为 8.99 亿元，同比下降 23.5%；占收入比例为 27.2%，同比下降 14.8pct。**向后展望，公司社交业务毛利率有望维持在目前相对较低的水平，且未来随 SUGO、TopTop 等产品以及游戏业务收入维持强劲增势，公司整体毛利率仍有一定上升空间。**

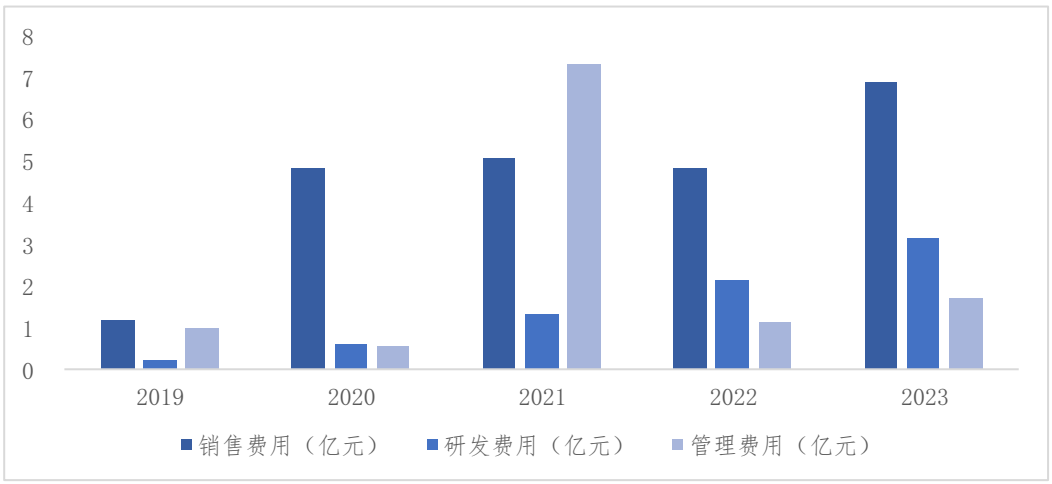
图表8：公司 2023 年主播分成成本及占比显著下降



资料来源：公司 2020-2023 年财报，长城证券产业金融研究院

受新品推广以及研发投入影响，公司期间费用有所增长。公司 2023 年销售/研发/管理费用分别为 6.88/3.15/1.72 亿元，同比分别增长 42.2%/48.3%/53.8%，其中公司销售费用同比增长主要因社交以及游戏应用买量投入增长所致；研发及管理费用增长主要因雇员福利开支增长所致。向后展望，我们认为公司短期内受 HeeSay、TopTop、SUGO 等社交产品以及游戏、AI 等相关投入增长影响，销售以及研发费用短期内或将维持增长。

图表9：公司 2019-2023 年各项期间费用

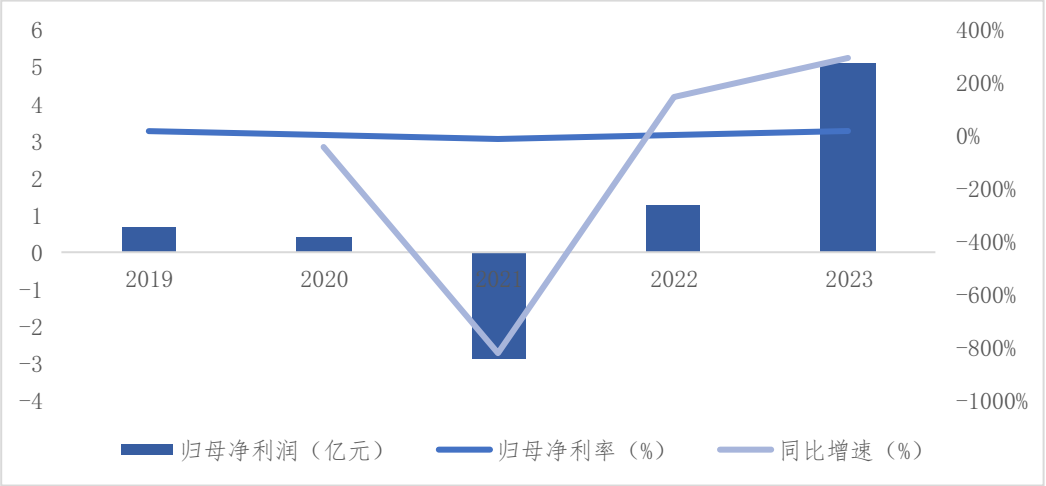


资料来源：公司 2019-2023 年财报，长城证券产业金融研究院

盈利能力显著提升，关注公司投入/回报变化。公司 2023 年实现归母净利润 5.13 亿元（其中约 1.6 亿为合并蓝城兄弟产生的一次性投资收益），同比增长 294%；实现归母净利率 15.50%，同比增长 10.86pct。公司盈利能力提升显著，我们认为主要源自于赤子城科技“产品复制”以及“国家复制”战略下运营效率的提升，公司通过可复用的中台技术模块、产品研发能力以及本地化运营经验，可以快速实现新产品/新市场的开拓，从而使公司具备“边际成本优势”，以社交矩阵的打法实现业务的快速增长。在以上优势基础上，公司经营效率大幅提升，带动毛利率提升并在扩大规模的同时有效对期间费率进

行控制，从而公司 2023 年实现了盈利能力的大幅提升。此外，公司 2021 年实现大幅亏损，主要因北京米可重组的过程中，部分少数股东将其持有的 11.25%股权无偿转让给公司高管和核心管理团队，导致 5.9 亿元的 SBC 管理费用所致，公司并未发生实际的现金流出。公司近年盈利能力显著提升，我们认为在边际成本优势下，公司后续归母净利率有望维持稳中有升趋势。

图表 10：公司盈利能力显著增强

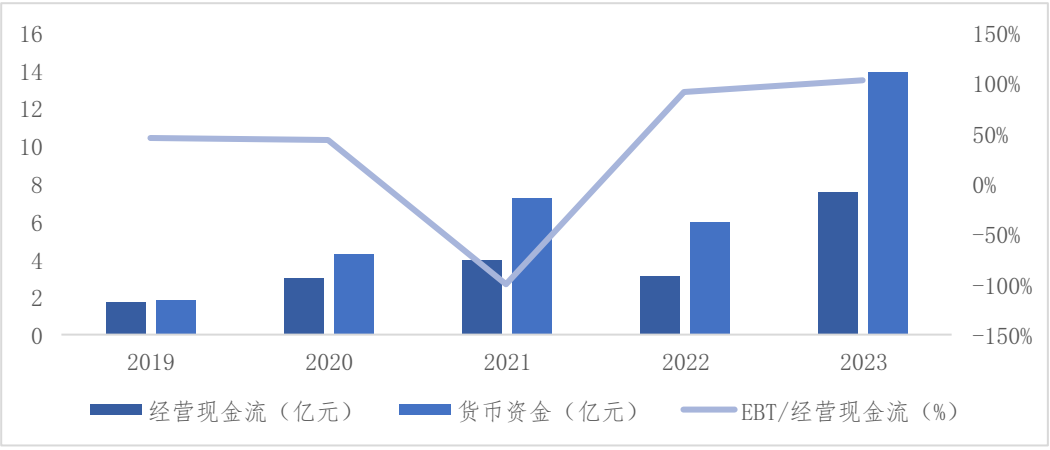


资料来源：公司 2019-2023 年财报，长城证券产业金融研究院

1.4.3 经营现金流稳健增长，现金储备较为充裕

公司经营现金流稳健增长，现金储备较为宽裕。公司 2023 年实现经营现金流 7.54 亿元，同比增长 141%；EBT/经营现金流为 103%，显示公司盈利质量较高。公司近五年均维持正向经营现金流，显示公司稳健经营能力。在强劲现金流支撑下，公司现金储备较为丰裕。截至 2023 年底，公司拥有货币资金 13.86 亿元，同比增长 132%，为近年来新高。我们认为公司强劲的现金储备有助于其持续挖掘优质并购标的，进一步提升公司整体业务规模以及盈利能力。

图表 11：公司维持稳健经营现金流



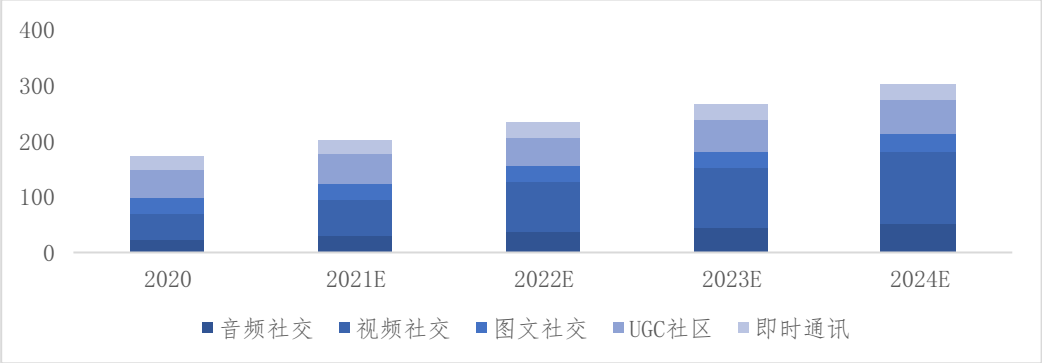
资料来源：公司 2019-2023 年财报，长城证券产业金融研究院

2.泛人群社交出海赛道长坡厚雪，产品矩阵打法领跑行业

2.1 全球音视频社交市场蓬勃发展，MENA 及东南亚地区具备强劲增长潜力

全球音视频社交赛道长坡厚雪，增长潜力较为强劲。根据 Frost&Sullivan 预测，2021 至 2024 年全球社交媒体市场规模年复合增长率有望达 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%，音视频社交增长速度远超社交市场整体增速。预计到 2024 年，全球社交媒体市场整体规模将达 3000 亿美元，其中音视频社交市场规模为 1813 亿美元，视频社交为 1287 亿美元，占比为 42.8%；音频社交为 526 亿美元，占比为 17.5%。整体来看，全球音视频社交赛道相对即时通讯、图文社交等场景增速相对较高，拥有较为强劲的增长潜力。

图表 12：海外社交媒体市场规模以及细分（单位：十亿美元）

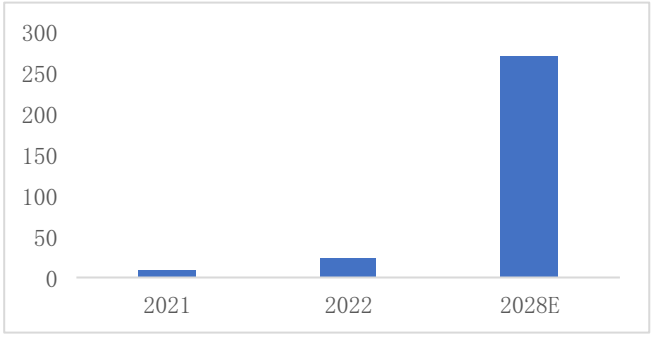


资料来源：弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

中东及北非（MENA）以及东南亚地区移动互联网渗透率持续提升，社交应用粘性较强：

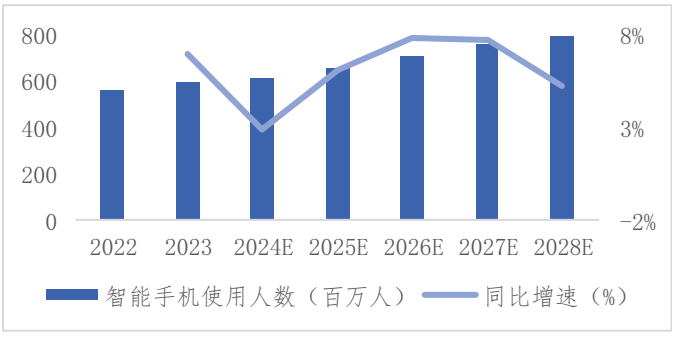
（1） 中东及北非地区：受文化等因素限制，中东地区线下娱乐行为相对受限，因此线上娱乐需求较高。从基础设施方面来看，中东北非地区线上渗透率持续提升：根据 Statista，2022 年 5G 使用人数达 2400 万人，预计 2028 年将达到 2.7 亿人。受益于日益提升的互联网渗透率以及强劲的线上娱乐需求，MENA 地区拥有全球最高的社交媒体使用率，每人平均拥有 8.4 个社交媒体账户，每天在这些平台上花费至少 3.5 小时，我们认为这种高水平的社交互动意愿为社交应用程序提供了利润丰厚的货币化机会。根据 Statista，预计到 2028 年中东北非市场社交媒体市场规模将超过 23.6 亿美元，2023 年至 2028 年复合增长率达到 20.7%。

图表 13：中东北非 5G 使用人数（单位：百万人）



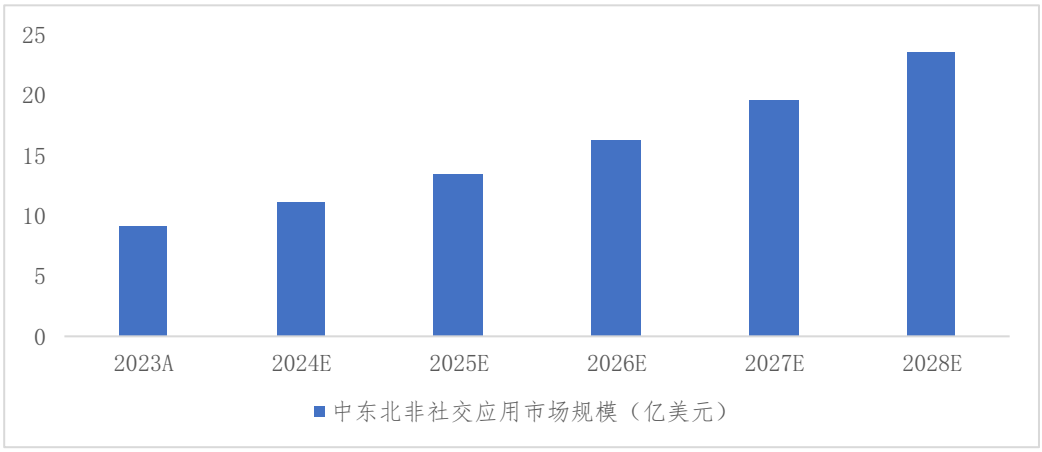
资料来源：Statista，长城证券产业金融研究院

图表 14：中东北非地区智能手机使用人数



资料来源：Mordor Intelligence，长城证券产业金融研究院

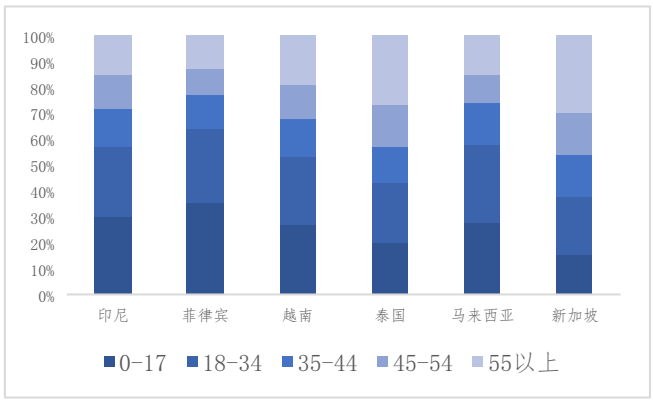
图表15：中东北非社交应用市场规模



资料来源：Business Market Insights，Statista，World Bank，长城证券产业金融研究院

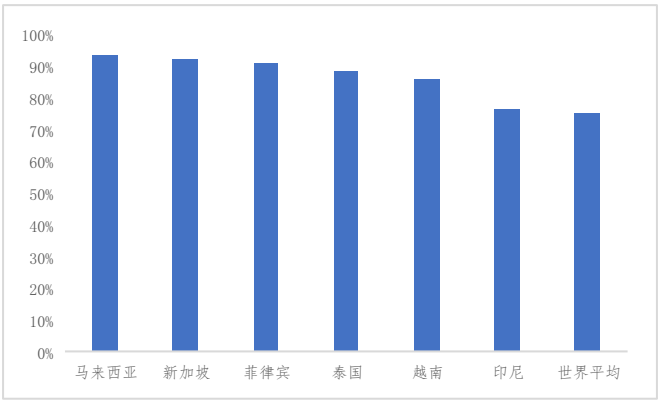
（2）东南亚地区：东南亚地区年龄结构年轻，且互联网用户粘性较强。东南亚主要国家年龄中位数低于 30 岁，人口年龄结构呈现金字塔形状，年轻人普遍对音视频等新型社交产品接受度较高。此外，东南亚地区互联网渗透率经过多年发展已高于全球平均水平，如马来西亚、新加坡、菲律宾、泰国、越南、印尼互联网渗透率分别达到 93.8%/92%/91%/88.3%/86%/76.5%；此外，东南亚网民粘性较高，其中菲律宾互联网用户日平均使用互联网时长超 10 小时，马来西亚、泰国用户每天上网的时间超 9 小时，超全球互联网用户平均日使用时长的接 7 小时左右。

图表16：2022 年东南亚主要国家人口结构呈现金字塔形



资料来源：Datareportal，长城证券产业金融研究院

图表17：2022 年东南亚地区互联网渗透率较高



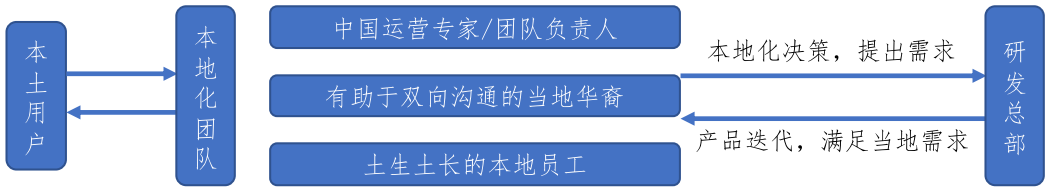
资料来源：Statista，长城证券产业金融研究院

2.2 本地化+中台能力+差异化产品矩阵，打造公司核心竞争力

2.2.1 公司扁平化架构打造高效本地化团队，为业务开拓基础

公司将“本地化”理念融入到企业战略中，从而提高各个市场经营效率。公司业务涉及东南亚、中东北非、欧美、日本等多个国家及地区，不同国家用户喜好、宗教信仰均有较大差异，本地化经营能力成为决定社交 APP 出海成功与否的关键因素。因此，公司注重“本地化”能力的搭建。海外团队在管理架构上采用三层金字塔结构，由中国运营专家和团队负责人、有助于双向沟通的当地华裔、土生土长的本地员工共同组成。其中中方管理人员都在当地生活或工作多年，而非仅仅精通当地语言、对当地市场和用户情况了解甚少的职业经理人。此外，公司管理架构相对扁平，本地化团队拥有较高的自主决策权，亦大幅提升了各个细分市场的经营效率。

图表18：赤子城科技本地化团队结构



资料来源：公司2020财报，长城证券产业金融研究院整理

受益于公司对本地化团队搭建的高度重视，公司对其经营范围内国家及地区的文化习俗以及法律法规均有较为深入的了解，同时与当地政府保持了较为良好的沟通关系，从而保证相关项目的落地能力。此外，公司本地化团队与国内研发总部实现直接沟通，将当地需求告知研发团队，从而实现快速的产品迭代，实现功能、用户界面设置等方面的更新，从而加强产品在当地的竞争力。

2.2.2 打造可复用中台能力，助力“国家复制+产品复制”发展路径

公司拥有成熟的中台研发系统 SoloCells，实现产品研发到运营环节的“可复用”。公司自 2018 年起即开始搭建中台系统 SoloCells，其下辖 Tecell 技术中心、Alcell 算法中心、Dacell 数据中心、Orcell 组织中心等四大中心，基于此赤子城科技可以最快在两周时间内实现一款产品从规划到上线，且不需要太高的研发成本。若采取传统的产品研发模式，支撑数十款产品的研发成本往往会指数级增长。公司中台 SoloCells 已经沉淀了产品研发、市场推广、本土运营、商业化等综合能力，可被快速应用到新产品中，从而实现产品自研发到运营环节的“可复用性”。

图表19：赤子城科技本地化团队结构



资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院整理

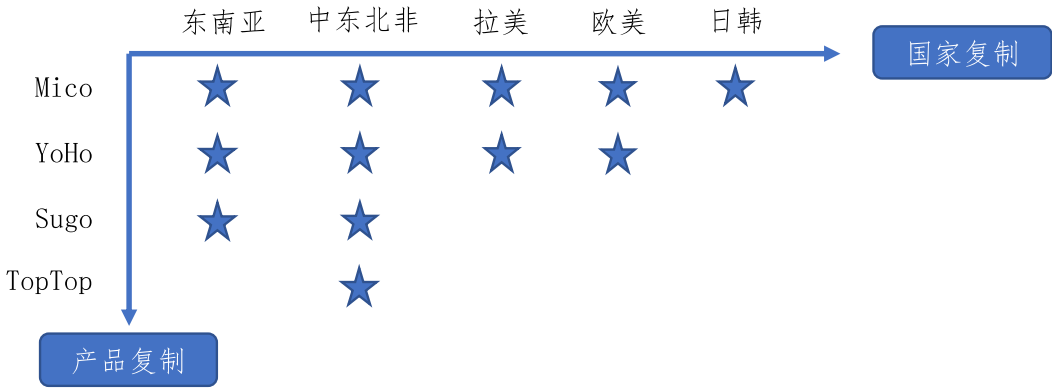
基于强大的中台能力，赤子城科技打造“国家复制+产品复制”发展路径。与熟人社交平台的高度集中不同，泛娱乐社交因为场景多元，一个市场会呈现多款产品并存的情况，再叠加全球几百个国家/地区，因此需要针对不同市场推出不同产品，这在一定程度上增加了泛娱乐社交公司的研发成本。在此背景下，赤子城采取的是“横向纵向，全球复制”的模式。公司基于强大中台能力，在“国家复制+产品复制”战略引领下，陆续于多个国家及地区推出了多款社交产品：

- 纵向产品复制战略：即将一款产品的研发方向/经营模式被验证后，可以应用到后续的新产品上，从而缩短新产品研发周期、降低研发成本，同时可以快速试错，并增加产品成功几率。
- 横向国家复制战略：即产品在一个国家/地区取得一定进展后，再将其复制到新市场“以点带面”。如以 YoHo 为例，根据中东地区用户的社交习惯，该语音类产品起家

于中东。但语音房类社交需求较为广泛，因此在中东站稳脚跟后，赤子城 2022 年将其大力推向东南亚、欧洲等全球市场区域，而此前在中东积累的产品推广、运营、商业化等经验也被快速复制到其他市场，这让 YoHo 上线后短时间内（22H1）在非中东地区创造了 40%的收入，推动该产品整体收入同比增长超过 70%。

基于此，公司从 MICO 起步、逐步深耕，随着“产品复制”和“国家复制”的能力的增强，陆续推出了 YoHo、SUGO、TopTop 等越来越多可长期经营的社交产品，不仅验证了公司“多产品、多市场”策略的可行性，同时也为公司带来了新产品研发以及新市场开拓的边际成本优势，证明公司核心业务的可持续发展能力。

图表20：赤子城科技“产品复制”和“国家复制”战略

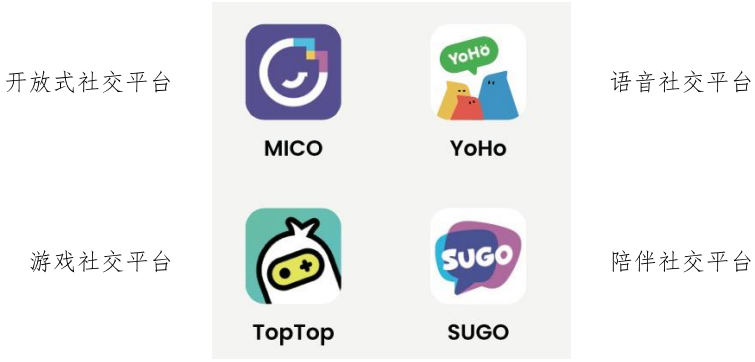


资料来源：公司 2020-2023 财报，长城证券产业金融研究院整理

2.2.3 打造多元化产品矩阵，全面覆盖多个国家及地区用户

根据用户需求的差异，赤子城科技以多元化产品矩阵战略开拓全球市场。赤子城科技着眼于全球市场，不同国家的社交需求普遍多元，无法通过固定的产品形态去承载差异化的需求。因此赤子城科技在泛人群社交赛道以“多模态”的产品矩阵打法开拓全球市场，既满足了同一群体不同层次的社交需求，也满足了不同群体差异化的体验感受。截至目前，公司已经拥有了开放式社交平台 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。自 2023 年 8 月以来，公司已连续多个月有 3 款社交产品同时进入 data.ai《中国非游戏应用出海收入榜》Top30，是上榜产品数最多的社交娱乐企业，这也是公司泛人群社交业务多点开花的结果。

图表21：赤子城科技多模态产品矩阵

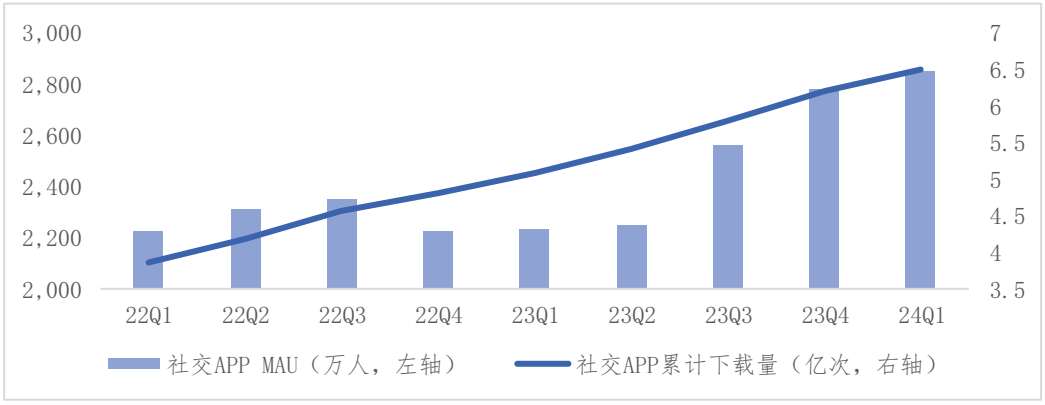


资料来源：公司 2023 年财报，长城证券产业金融研究院整理

2.3 MICO+YoHo 贡献稳健基本盘，SUGO+TopTop 贡献强劲增长势能

随公司不断推出新社交产品并对老产品进行迭代升级，公司 MAU 以及 APP 累计下载量均维持稳健增长。公司目前拥有 MICO 以及 YoHo 相对成熟的两款产品，此外 SUGO 以及 TopTop 处于快速成长阶段，为公司贡献强劲增长势能。截至 24Q1，本集团社交业务累计下载量达约 6.5 亿，较 2023 年底上升约 5.9%；社交业务平均月活达约 2854.8 万，环比增长约 2.6%。

图表 22：公司社交 APP 累计下载量以及 MAU

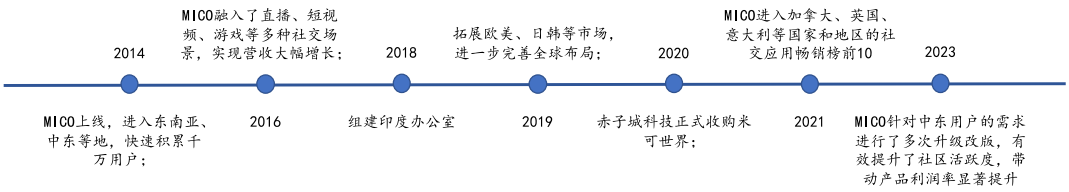


资料来源：公司 22Q1-24Q1 季度业绩公告，长城证券产业金融研究院整理

2.3.1 MICO：泛人群社交赛道旗舰产品，为公司贡献稳定现金流

MICO 为公司首款泛人群社交 APP，历经多年发展已步入成熟期。MICO 于 2014 年正式上线，定位于基于兴趣和位置的社交平台，进入东南亚、中东等地，快速积累千万用户。后续 MICO 逐步加入泛娱乐元素，融入了直播、短视频、游戏等多种社交场景，实现了营收的大幅增长，并于 2019 年起拓展欧美、日韩等市场，进一步完善全球布局。截至目前，MICO 已有 9 年的发展历史，逐步步入成熟期，成为公司收入及利润贡献主力。

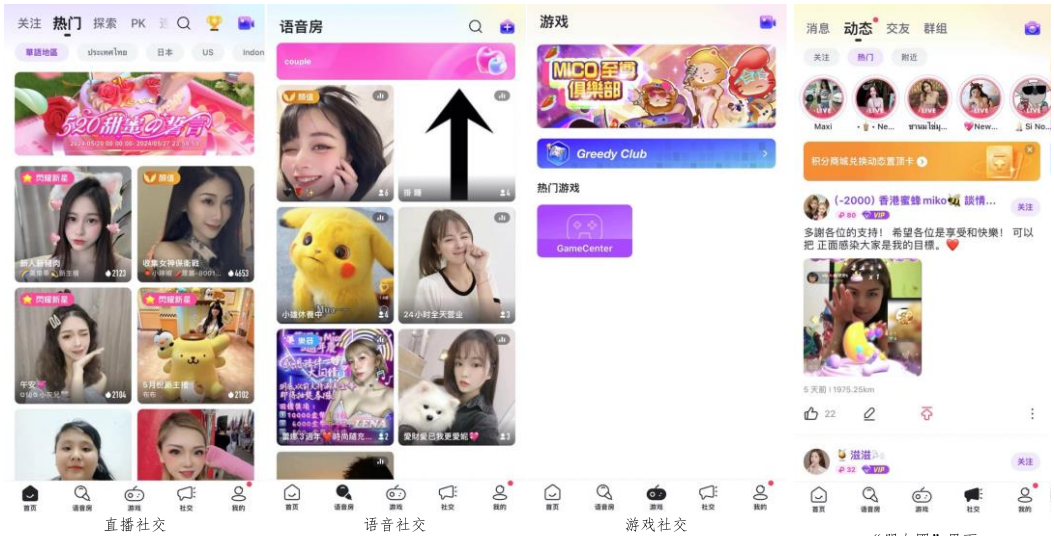
图表 23：MICO 发展历程



资料来源：MICO 官网，公司官网，长城证券产业金融研究院整理

主打泛娱乐开放式陌生人社交，产品持续迭代提升盈利能力。MICO 作为综合式开放社交平台，拥有直播、语音房、游戏、等多种社交方式，此外用户可以基于地理位置与附近的人打招呼聊天并启用朋友圈功能。变现方式主要为直播打赏，但是此前因主播分成比例较高，导致该产品利润水平相对较低。因此，MICO 2023 年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，在保证规模的情况下实现利润率的进一步提升。

图表24：MICO用户界面及功能



资料来源：MICO，长城证券产业金融研究院整理

2.3.2 YoHo：语音房社交产品，瞄准中东地区用户社交习惯及需求

YoHo作为语音房社交产品，瞄准中东地区用户社交习惯及需求。YoHo推出之初主要面向中东地区穆斯林人群，受中东地区宗教/习俗限制，较多用户不愿意展示自身面貌。因此公司打造了语音房社交产品YoHo，用户可以仅通过语音方式进行社交活动。推出后，该产品2020年成为中东当地top2的语音社交平台。此后，YoHo亦向海外多个国家及地区拓展，2021年进入美国、法国等欧美国家的社交应用畅销榜前10。2023年，YoHo进一步针对中东地区加强了内容运营力度，通过YoHo Academy培训创作者，生产更符合穆斯林文化的高质量内容，带动该产品23H1在中东北非地区的收入同比增长约30%。

图表25：YoHo用户界面及功能



资料来源：YoHo，长城证券产业金融研究院整理

2.3.3 TopTop：公司首款“游戏+社交”产品，社交及游戏业务实现初步融合

推出公司首款“游戏+社交”产品 TopTop，2023 年实现迅猛增长。公司自行孵化出首款“游戏+社交”产品 TopTop，是一款多人游戏社交平台，拥有多种“社交+游戏”的互动场景，目前已形成了超高的活跃度和用户黏性，平均活跃用户每日使用时长达 60 分钟；同时，用户规模及商业效率均在不断提升，实现了公司社交业务与游戏业务的初步融合。目前，该应用在平台上为用户提供了 Ludo、Domino 等多款中东国民游戏及你画我猜、UNO 等快节奏、强互动性游戏，同时还嵌入了当地用户偏爱的语音房产品和 Avatar 设计，支持多人实时互动，为用户带来更加身临其境的社交体验，有效提升了产品活跃度和用户粘性。此外，根据格隆汇以及 APP Store，2024 年该产品多次登上苹果 AppStore 官方推荐位，该应用被推荐给沙特、阿联酋、卡塔尔、阿曼等数十个国家和地区的用户。**我们认为该应用不但进一步拓宽了公司的社交版图，同时可以通过该平台了解用户习惯，从而对公司精品游戏业务起到正向协同作用。**

图表 26：TopTop 用户界面及功能



TopTop丰富的游戏种类　　TopTop获Apple官方推荐

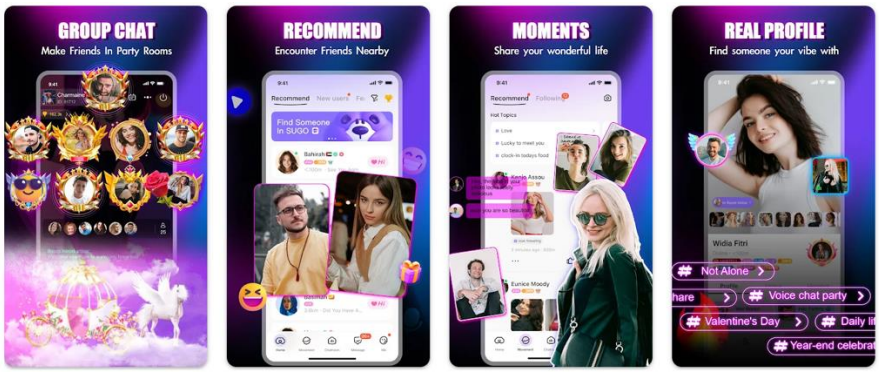
资料来源：TopTop，APP Store，长城证券产业金融研究院整理

受益于丰富的游戏内容以及差异化的社交场景，TopTop 2023 年收入同比增长超 2 倍，利润增长超 6 倍。此外，TopTop 为 UGC 模式产品，因此其利润率相对 MICO 等 PGC 模式为主的应用较高。后续随 TopTop 规模增长，公司利润水平有望持续提升。

2.3.4 SUGO：匹配+陪伴式社交产品，用户规模及收入快速提升

主打陪伴式社交，持续优化匹配算法承接高效交友场景。SUGO 主打陪伴交友，为用户提供交友匹配、语音房、视频通话等丰富的社交功能。2023 年 9 月 SUGO 登上 data.ai “中国非游戏应用出海收入榜”TOP30，此后持续维持在榜单前列。此外，2023 年 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，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。

图表 27：SUGO 用户界面及功能



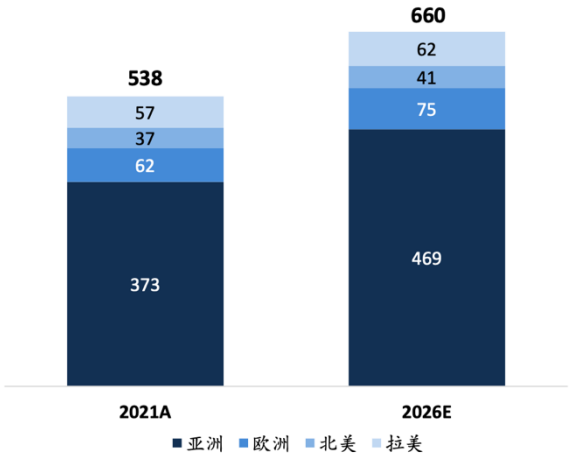
资料来源：SUGO，长城证券产业金融研究院整理

3.推出海外品牌 HeeSay，入局多元人群社交赛道

3.1 强用户粘性+付费能力，多元人群社交赛道拥有强劲增长潜力

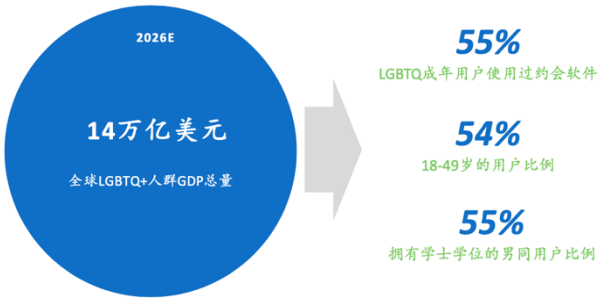
LGBTQ+人群数量持续增长，带动多元人群社交赛道规模高增。随文化开放程度提升，LGBTQ+人群数量持续增长：根据 Frost & Sullivan，2021 年，世界上共有 5.38 亿人属于 LGBTQ 群体，预计到 2026 年，这一数字将上升至 6.6 亿。此外，LGBTQ+群体拥有（1）高学历、高收入、热衷于享受生活；（2）超过平均值的可观消费能力；（3）强用户粘性和强付费能力三大特点，其中 55%的 LGBTQ 成年用户使用过约会软件，55%用户拥有学士学位。根据 Frost & Sullivan，受益于 LGBTQ+人群数量的增长以及高用户粘性，2023 年全球多元人群线上社交市场规模达约 38.42 亿美元。目前，我们认为市场上的多元人群社交产品渗透率仍相对较低，后续多元人群社交赛道有望维持较高增速。

图表28：全球 LGBTQ+人群数量及地区分布（百万人）



资料来源：Frost & Sullivan，长城证券产业金融研究院

图表29：LGBTQ+人群具备可观消费能力



资料来源：Nimble Appgenie，长城证券产业金融研究院

行业竞争格局较为分散，多元人群社交产品渗透率仍有较大增长空间。目前，Grindr 为全球最大 LGBTQ+线上社交平台，2023 全年实现收入 18.46 亿人民币；MAU 为 1330 万人，付费用户数为 93.7 万人。与目前全球约 6 亿人的 LGBTQ+群体对比，当前多元人群社交赛道竞争格局相对分散，且产品渗透率仍有较大增长空间。

3.2 并购蓝城兄弟，打造公司社交业务第二增长曲线

3.2.1 收购分析：以高性价比收购蓝城兄弟，23H2 已完成并表

蓝城兄弟 2020 年 6 月于美国纳斯达克挂牌上市，为粉红经济第一股。蓝城兄弟前身为 2000 年成立的“淡蓝网”，2020 年 6 月在美国纳斯达克挂牌上市，发行价为 16 美元，共募资 8480 万美元，为全球粉红经济第一股。蓝城兄弟 Blued 为国内最大的 LGBTQ 社交平台，同时在海外市场布局多年。除社交平台 Blued 外，蓝城兄弟旗下还拥有男性健康服务平台“荷尔健康”、 男性垂直社交平台“翻咔”以及公益机构“淡蓝公益”等，在 LGBTQ+赛道的布局较为全面。

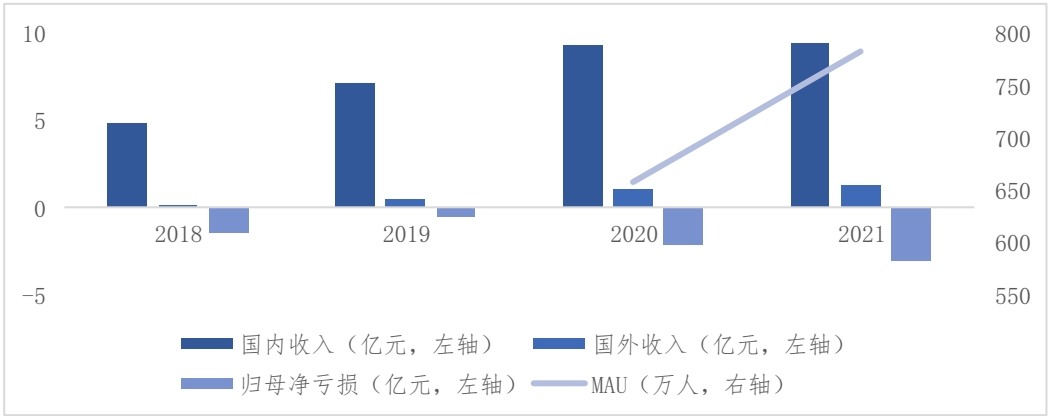
图表30：蓝城兄弟此前于 LGBTQ+赛道的布局



资料来源：蓝城兄弟官网，长城证券产业金融研究院

缺少海外运营经验，导致公司上市后持续亏损。蓝城兄弟于 2017 年开始拓展海外业务，首先进军东南亚市场，后逐渐拓展至欧美、日韩等国家。根据蓝城兄弟披露，Blued 2021 年海外用户数量占比约 40%，但是公司海外收入占比仅为 11.9%，显示出蓝城兄弟海外业务商业化效率较低，我们认为这主要源自于公司在海外运营经验的缺乏。此外，由于海外业务的持续投入但是相对较低的海外收入增速，公司 2020-2021 年分别实现归母净亏损-2.22/-3.10 亿元，亏损逐年扩大。

图表31：蓝城兄弟历年收入、MAU 以及亏损情况



资料来源：蓝城兄弟 2020-2021 财报，蓝城兄弟招股书，长城证券产业金融研究院

赤子城科技于 2022 年初开启收购蓝城兄弟，并于 2023H2 完成蓝城兄弟并表。赤子城科技于 2022 年 1 月宣布成立基金参与蓝城兄弟私有化；2022 年 8 月，蓝城兄弟私有化以每 ADS1.60 美元交割完成，以蓝城兄弟 2021 年 10.77 亿人民币收入计算，公司收购时市销率仅为 0.37 倍，我们认为赤子城科技完成了一笔性价比极高的收购，主要原因为：

- Blued 为国内第一大、全球第二大 LGBTQ 社交平台，拥有优质的用户基础，已在全球范围内形成了一定的品牌知名度；
- Blued 国内业务已经实现稳定盈利，且头部地位稳固。主要亏损来源于国外运营经

验缺乏带来的海外投入以及收入的不匹配；

- 赤子城科技与蓝城兄弟有显著的协同作用，赤子城科技拥有丰富的海外社交产品运营经验以及可复用中台能力，可以持续完善产品并提升 Blued 于海外地区的运营效率，从而实现海外地区的规模增长以及利润端的扭亏为盈。

目前，赤子城科技已经完成了蓝城兄弟的并表，根据公司公告，在赤子城科技参与蓝城兄弟运营后，后者已于 2022 年 8 月至 12 月实现扭亏为盈。除了进行了业务梳理及人力优化避免资源浪费等常规操作外，赤子城用擅长的精细化运营能力助力其在海外获取更大的市场。截至目前，赤子城科技已经正式完成对 Chizicheng Strategy Investment 的收购， Blued、Finka 等产品也并入到公司全球化社交产品矩阵中。向后展望，我们认为公司将选择适合 HeeSay（原 Blued 国际版）等产品增长的地区进行重点深耕，通过“国家复制”战略，逐步完成 HeeSay 等多元人群社交产品在全球更多市场的覆盖。

3.2.2 基于 Blued 国际版势能推出海外品牌 HeeSay，期待多元人群社交业务加速发展

承接 Blued 国际版用户及品牌势能，打造海外独立品牌 HeeSay。赤子城科技基于 Blued 国际版用户及品牌势能，2024 年初正式推出多元人群线上社区 HeeSay，旨在培育多元、开放的线上社区。它打破了传统多元人群社交产品单一的约会交友模式，引入了 Post、直播、语音房等丰富的功能，让用户可以与世界各地的朋友即时互动，找到更多志同道合的朋友。此外，HeeSay 充分借鉴了公司过去十年在海外市场所积累的经验，提升了自身的精细化运营及商业变现能力，目前处于持续盈利状态。同时，将海外品牌 HeeSay 独立有益于打造国际化品牌，进而提升海外用户接受度。配合蓝城兄弟 Blued 以及 Finka，公司已经拥有了丰富的多元人群社交产品矩阵。

图表32：赤子城科技多元人群社交产品矩阵



资料来源：公司投资者推介材料，长城证券产业金融研究院

- 赤子城科技与 Grindr 数据以及产品对比：

规模：赤子城科技多元人群社交产品矩阵 2023 年 MAU 为 743 万，低于 Grindr 的 1330 万，后者为全球最大的多元人群社交平台；

付费率：根据赤子城科技以及此前蓝城兄弟披露，我们预估公司多元人群社交产品 2023 年年化收入约为 8.5 亿左右，对应单 MAU2023 年消费金额约为 114 元；Grindr 单 MAU 年消费金额约为 139 元，略高于赤子城科技。我们认为主要原因为赤子城科技目前主要收入来源于东南亚、中国等地区，因此尽管赤子城科技 ARPU 略低，其付费转化率或高于 Grindr；

市场：Grindr 目前主要收入来源于美国以及欧洲地区，赤子城科技此前聚焦于东南亚地区，后续有望通过差异化的产品体验持续拓展欧美、日韩等高 ARPU 地区；

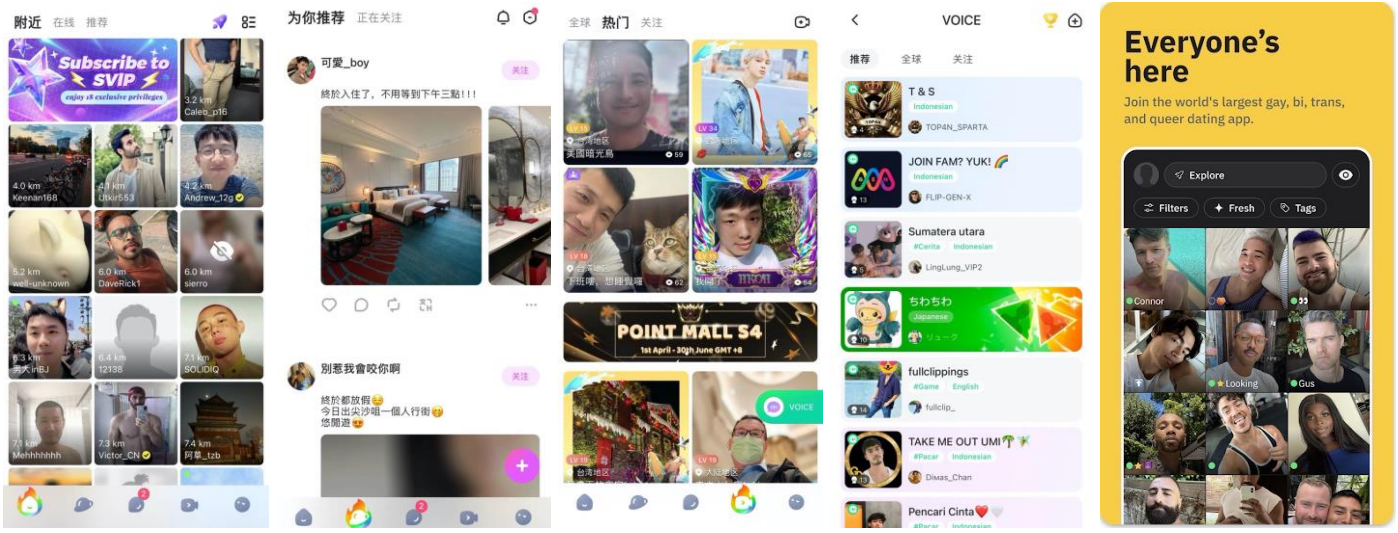
产品模式：Grindr 类似于 LGBTQ+群体的 Tinder，产品形态以卡片式的“左划右划”为主，变现来源主要集中于会员充值；而 Blued 以及 HeeSay 产品形态更加多元化，包括匹配、直播、语音房、朋友圈等多种功能，变现模式包括虚拟道具充值、直播打赏、会员充值以及电商等方式；

图表33：HeeSay 与 Grindr 数据对比

	HeeSay+Blued	Grindr
MAU（万人）	743	1330
收入/MAU(元/人)	114	139
收入来源	虚拟道具充值、直播打赏、会员充值、电商	会员充值
产品形态	匹配、直播、语音房、朋友圈等	“左划右划”匹配模式
市场	主要为中国、东南亚地区	主要为美国、欧洲等

资料来源：公司投资者推介材料，Grindr2023 年报，长城证券产业金融研究院

图表34：赤子城科技与 Grindr 产品形态对比



HeeSay产品形态多元化，包含匹配、朋友圈、直播、语音房等多种社交模式

Grindr产品形态单一，主要为首页推荐匹配

资料来源：HeeSay，Grindr，长城证券产业金融研究院

公司多元人群社交业务有望迎来业绩、估值双提升。

- 基本面方面，对比 Grindr，我们认为 HeeSay 的多元化产品形态可以满足 LGBTQ 群体除约会交友以外的需求，同时他们可以在产品中获得群体归属感。此外，直播、语音房等社交形式的加入也可以拓宽用户消费点，提升 HeeSay 付费转化率以及 ARPPU。同时，HeeSay 在赤子城科技丰富海外运营经验带领下，有望以高效率开拓更多海外市场，从而实现用户规模的提升。因此，我们认为 HeeSay 未来有望实现收入以及利润规模的稳定增长。

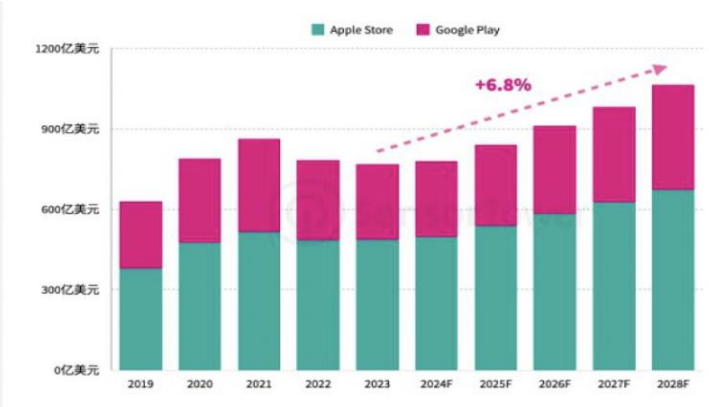
- 估值方面，截至 2024 年 6 月 21 日，Grindr 市销率（TTM）为 6.06。对比 Grindr，我们认为赤子城科技多元人群社交业务未来将持续加强欧美等市场布局，并持续通过外延式发展建立丰富的产品矩阵，公司有望缩小 ARPPU、MAU 等数据与 Grindr 的差距。作为全球第二大 LGBTQ+社交平台，我们认为市场并未对该细分业务进行充分估值，未来随 HeeSay 的持续放量以及港股流动性转好，该业务有望为公司带来估值层面的提振。

4.休闲类游戏收入持续增长，公司精品游戏业务快速发展

4.1 全球手游大盘稳定增长，休闲类游戏收入占比持续提升

2028 年全球手游大盘规模有望达 1000 亿美元，维持稳定增长。全球手游市场在经历了 2022 年的回调之后，2023 年大盘走势趋于稳定，收入达到 767 亿美元，仍比疫情前（2019 年）高出 22%。预计 2024 年全球手游收入有所回升，2028 年预测收入有望突破 1000 亿美元，5 年 CAGR 为 6.8%。目前，全球手游市场已经逐步企稳，24 年起全球手游市场有望受益于主要公司重点游戏上线以及宏观经济转暖恢复稳健增长。

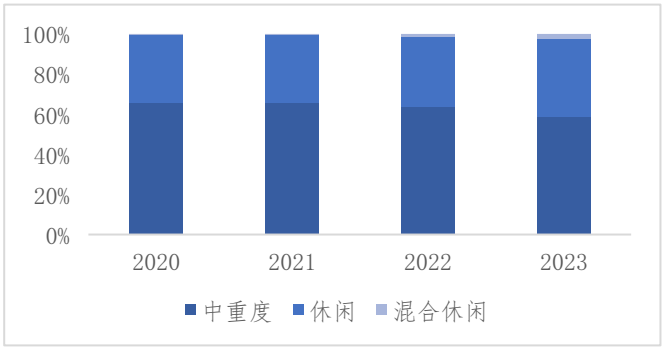
图表35：全球手游大盘规模有望维持稳定增长



资料来源：Sensor Tower，长城证券产业金融研究院

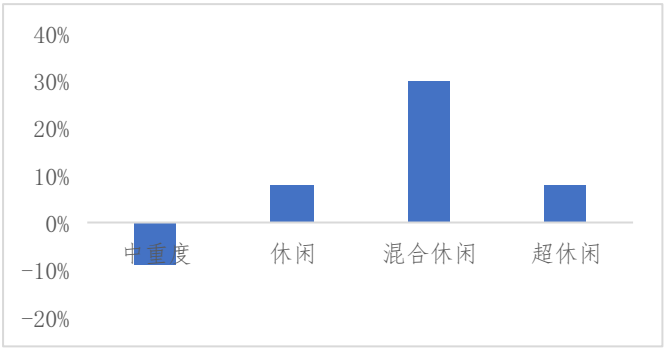
休闲游戏收入增长超大盘，中重度游戏市场有所收缩。2023 年，大富翁 IP 游戏《MONOPOLY GO!》等新游陆续上线，《蛋仔派对》《Royal Match》《Travel Town》《Gossip Harbor®》等手游热度高涨，玩家在休闲类手游的支出显著提升。其中全球混合休闲手游收入增长高达 30%，超过 21 亿美元；此外，休闲以及超休闲游戏市场份额均实现 8%的增速，而中重度游戏规模则同比下降 9%。我们认为休闲游戏可以帮助玩家疏解压力，并打发碎片化时间，因此在后疫情时代受到玩家喜爱；此外，休闲手游逐步加入中重度游戏元素，从而有效提升玩家留存以及产品变现能力，进一步助力其市场规模的提升。

图表36：全球休闲/混合休闲游戏市场份额持续提升



资料来源：Sensor Tower，长城证券产业金融研究院

图表37：2023 年全球不同游戏品类收入变化情况

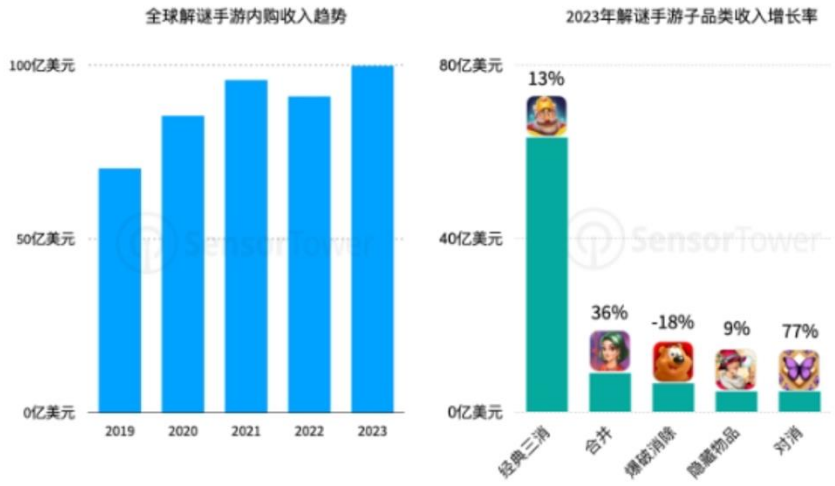


资料来源：Sensor Tower，长城证券产业金融研究院

经典三消与合并手游收入增长突出，市场规模持续扩张。2023 年全球解谜游戏内购收入反弹 10%至 100 亿美元，经典三消与合并手游收入增长突出。以《Royal Match》为代表的经典三消手游最吸金，2023 年收入增长 13%至 64 亿美元。《Travel Town》和《Gossip Harbor®》收入涨幅高达 426%和 452%，引领合并手游收入提升 36%至 9 亿美元。此外，目前三消/融合类游戏与 SLG、RPG 等品类有机结合，亦提升了三消及合并游戏的变

现能力。在海外休闲游戏强劲表现带动下，我国多家休闲游戏出海企业实现迅猛增长，包括柠檬微趣、麦吉太文、点点互动、赤子城科技等公司。

图表38：全球解谜手游收入趋势以及热门子品类收入变化



资料来源：Sensor Tower，长城证券产业金融研究院

4.2 瞄准精品游戏赛道，公司旗舰游戏表现亮眼

4.2.1 发力精品游戏赛道，打造公司第二增长曲线

赤子城科技较为了解用户习惯同时具备丰富流量运营经验，2021 年起开拓精品游戏业务打造第二增长曲线。赤子城科技通过多年的海外工具型+社交 APP 运营的经验，较为了解海外用户偏好以及习惯，开始开拓精品游戏业务打造第二增长曲线。公司自 2022 年起押注合并消除类游戏，上线了精品“三合一”手游《Alice's Dream：Merge Island》，主要通过 IAP（应用内购买）方式进行变现，此外《Taylor's Secret》《Merge Cove》等合成类 IAP 手游正处测试阶段，**公司 IAP 游戏为代理发行（收入及发行成本计在代理公司，赤子城科技只将一定比例利润记为收入），我们预计 2024 年《Alice's Dream》的盈利有望增厚公司利润**。此外，公司陆续推出《Sudoku》《Bubble POP GO!》等休闲益智类 IAA 游戏，带动公司 2023 年实现创新业务收入 3.36 亿元，同比增长 39%。

图表39：赤子城科技已上线游戏概览（IAA+IAP）



资料来源：投资者推介材料，长城证券产业金融研究院

打造 Solar Creator 智能游戏框架，助力公司自研游戏开发。公司技术研发团队具备 12 年以上的游戏开发经验，同时基于精品游戏长期发展目标，自研了基于 Unity 引擎和腾讯 xLua 插件的 Solar Creator 智能游戏框架，为面向移动游戏客户端的个性化解决方案。它是一个引擎模组和技术中台，主要是结合公司产品规划与运营需求，通过一系列多功能核心模块的深度定制与封装，最大幅度避免游戏研发过程中出现的反覆造轮问题，降

低了游戏开发技术门槛的同时也为公司节约了大量人力成本，并使游戏的性能、内存、画质、音质、综合表现得到了显著提升。

4.2.2 旗舰游戏月均流水突破 800 万美元，2024 年有望实现扭亏为盈

作为公司旗舰游戏，《Alice's Dream: Merge Island》月流水快速增长。公司旗舰手游《Alice's Dream: Merge Island》研发团队具有多年合成类游戏制作经验，在美术设计、题材选择、程序框架方面有深厚积累，且熟悉欧美市场特点及用户偏好。自 2022 年推出后，该游戏维持稳健增长，月均流水于 23Q4 突破 800 万美元，且流水于 2024 年维持高速增长，登上《2024 年 5 月中国手游海外收入 TOP30 榜单》及《2024 年 5 月中国手游海外收入增长排行榜》。其核心玩法是合并消除，玩家将游戏桌面上的物品合并为更高级物品获得任务道具，从而推动游戏剧情进展。此外，该游戏采用了《爱丽丝梦游仙境》儿童文学公共 IP 作为游戏故事的主线，加入了爱丽丝、兔子、猫和皇后等经典角色，亦扩充了该游戏的用户群体。

图表 40：《Alice's Dream: Merge Island》游戏界面



资料来源：《Alice's Dream: Merge Island》，长城证券产业金融研究院

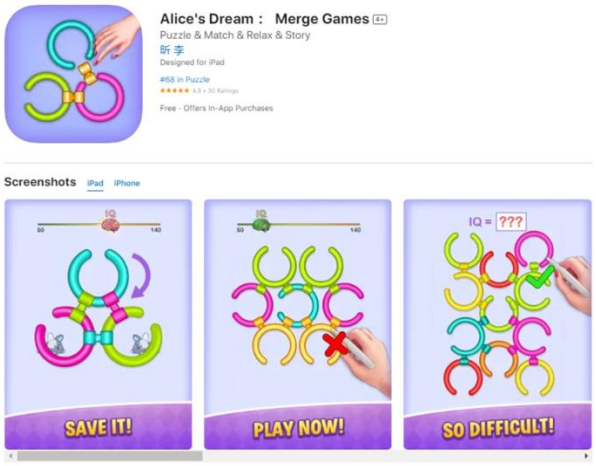
图表 41：《Alice's Dream: Merge Island》经典 IP 元素



资料来源：《Alice's Dream: Merge Island》，长城证券产业金融研究院

将多种元素添加入游戏，并采用创意买量素材吸引玩家。我们认为该旗舰游戏的创新点为其成功的主要原因：（1）该游戏在传统合成玩法外，添加了种植作物、体力消耗、卡牌收集等玩法，进一步提升游戏留存以及 ARPU；（2）游戏中加入“套圈解谜”副玩法，并将其作为游戏买量的素材以及游戏商店主页面，亦在一定程度上实现了用户范围的扩充。

图表42：《Alice's Dream: Merge Island》下载界面



资料来源：《Alice's Dream: Merge Island》，长城证券产业金融研究院

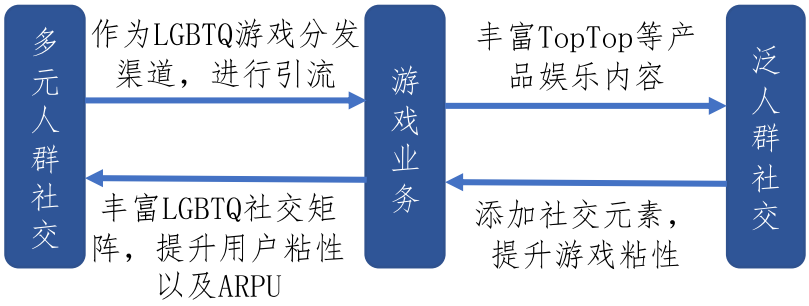
游戏储备相对丰富，看好公司产品复制策略于游戏业务的应用。公司目前《Taylor's Secret》《Merge Cove》等合成类手游正处于测试阶段，我们认为公司于社交业务积累了丰富的“产品复制”经验，后续公司有望将 Alice's Dream 的成功经验迁移到新产品，打造新的长生命周期爆款游戏产品。基于公司稳健的旗舰产品表现以及相对丰富的新品储备，《Alice's Dream》单游戏 2024 年有望实现盈利，增厚公司利润；新品储备陆续上线亦有望借鉴《Alice's Dream》成功经验，实现快速增长。

4.2.3 与社交业务具备一定协同作用，游戏+社交业务齐头并进铸就成长

公司游戏业务发展有望与其泛人群社交产品产生协同作用。公司社交产品矩阵中，MICO 融合了游戏这一娱乐元素，此外游戏社交平台 TopTop 更是以游戏作为社交核心。此外，游戏中加入社交元素也可以增强用户粘性，更加有利于游戏的变现。参考国内互联网龙头公司腾讯控股，其《王者荣耀》《和平精英》等游戏均凭借其基于“微信”的社交网络关系成为公司常青树游戏。因此，我们认为赤子城科技游戏、社交二者的双向协同作用将促进两项业务齐头并进。

我们亦建议关注游戏与多元人群社交业务的潜在协同作用。根据《The State of LGTBQ Inclusion in Video Games》，LGBTQ 玩家玩一个以 LGBT 为主角的游戏，可能性要高 4-5 倍。72%的 LGBT 玩家表示，看到与其性别认同或性取向相匹配的角色，让他们感到更有意义。46%的 LGBTQ 玩家愿意购买或玩一个以跨性别人物为主的游戏。但如果主角是同性恋、双性恋或女同性恋，这一比例升至 63%。因此，我们认为赤子城科技有望通过打造“LGBTQ+”标签游戏并以其旗下多元人群社交平台作为宣传渠道，有望进一步增强公司多元人群社交业务的付费潜力以及粘性，并增添公司产品矩阵的丰富程度。

图表43：游戏业务与社交业务的协同效应



资料来源：长城证券产业金融研究院整理

5.投资建议

收入端：受益于蓝城兄弟的并表以及 SUGO、TopTop 等产品规模的增长，我们预计公司社交收入 2024-2026 年实现营业收入 39.82/45.80/51.75 亿元，同比增长 34%/15%/13%。创新业务方面，公司现有 IAA 游戏将维持稳健，新游戏有望贡献收入增量，带动公司创新业务收入实现稳健增长，我们预计创新业务 2024-2026 年实现营业收入 4.06/4.68/5.24 亿元，同比增长 21%/15%/12%。

图表44：公司营业收入预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
社交业务收入（亿元）	25.57	29.72	39.82	45.80	51.75
同比增速（%）	24%	16%	34%	15%	13%
创新业务收入（亿元）	2.42	3.36	4.06	4.68	5.24
同比增速（%）	-	39%	21%	15%	12%
总收入（亿元）	28.00	33.08	43.89	50.48	56.99
同比增速（%）	19%	18%	33%	15%	13%

资料来源：公司 2022-2023 财报，长城证券产业金融研究院预测

成本及费用：我们认为公司 2023 年毛利率上升主要由 MICO 产品调整导致的主播分成成本下降所带动。向后展望，我们认为随 MICO 分成比例/流水逐渐稳定以及 SUGO、TopTop 等以 UGC 为主的社交产品收入占比上升，公司社交业务毛利率将维持稳中有升趋势。费用方面，我们预计研发及管理费用相对维持稳定，销售费用因 HeeSay、SUGO、TopTop 以及在孵化产品的推广将有所上涨，我们预计公司 2024-2026 年销售费用率为 22.45%/21.57%/21.16%。

图表45：公司毛利率预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
社交业务毛利率（%）	33%	48%	48%	49%	49%
创新业务毛利率（%）	83%	87%	88%	88%	88%
总毛利率（%）	38%	52%	52%	52%	53%

资料来源：公司 2022-2023 财报，长城证券产业金融研究院预测

图表46：公司期间费用预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率（%）	17.29%	20.81%	22.45%	21.57%	21.16%
研发费用率（%）	7.57%	9.51%	9.42%	9.34%	9.23%
管理费用率（%）	3.99%	5.20%	5.24%	5.21%	5.20%

资料来源：公司2022-2023财报，长城证券产业金融研究院预测

综上，我们预计2024-2026年公司实现营收43.9/50.5/57.0亿元；归母净利润4.49/5.58/6.65亿元；对应PE分别为11.0/8.9/7.5倍。公司（1）泛人群社交业务矩阵多点开花，MICO、YoHo贡献稳定基本盘，SUGO、TopTop为公司持续贡献增量收入及利润；（2）多元人群社交APP打造社交业务第二增长曲线，2024年公司有望通过新市场开拓+外延式发展等方式实现业务高质量增长；（3）旗舰游戏表现良好，《Alice's Dream: Merge Games》于2024年5月首次登入中国手游海外收入TOP30榜单，创新业务有望实现扭亏为盈。首次覆盖，给予“买入”评级。

6.风险提示

社交产品表现不及预期：公司社交产品若因行业竞争等原因导致MAU/ARPU下降，或导致公司社交业务收入及利润下滑；

全球宏观经济下行：若全球宏观经济下行，公司社交及精品游戏业务变现能力或将受到影响；

游戏流水不及预期：若公司旗舰游戏流水下滑/新产品上先后表现不及预期，或导致公司精品游戏业务收入及利润下滑；

海外竞争加剧：目前较多公司布局出海社交以及游戏业务，若未来海外竞争加剧，或影响公司成长能力。

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	977	1942	2,855	3,875	5,050
现金	598	1388	2,249	3,204	4,315
应收票据及应收账款	165	243	285	327	370
预付账款	57	104	126	145	164
存货	0	19	9	10	11
其他流动资产	157	188	186	188	190
非流动资产	744	849	786	723	660
固定资产	122	125	105	86	66
无形资产	186	260	217	174	130
其他非流动资产	436	463	463	463	463
资产总计	1720	2791	3,640	4,598	5,710
流动负债	349	696	880	1009	1135
应付票据及应付账款	190	293	323	369	414
其他流动负债	159	403	557	640	721
非流动负债	133	147	147	147	147
其他非流动负债	133	147	147	147	147
负债合计	482	843	1027	1156	1282
少数股东权益	530	827	1,043	1,313	1,634
归属母公司股东权益	708	1121	1,570	2,128	2,793
负债和股东权益	1720	2791	3,640	4,598	5,710

现金流量表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	313	754	845	936	1088
净利润	287	761	666	828	986
折旧摊销	60	80	63	63	63
财务费用	1	-16	-6	-10	-13
其他经营现金流	-35	-71	123	54	52
投资活动现金流	-357	215	10	10	10
资本支出	-67	-4	-4	-4	-4
其他投资现金流	-289	218	14	14	14
筹资活动现金流	-140	-162	6	10	13
其他筹资现金流	-140	-162	6	10	13
现金净增加额	-184	806	862	955	1111

利润表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2800	3308	4389	5048	5699
营业成本	1742	1586	2103	2407	2697
研发费用	212	315	413	471	526
销售费用	484	688	961	1089	1206
管理费用	112	172	230	263	296
财务费用	1	-16	-6	-10	-13
营业利润	249	563	663	827	987
营业外收入	38	210	10	10	10
营业外支出					
利润总额	287	773	673	837	997
所得税	0	12	7	9	11
净利润	287	761	666	828	986
少数股东损益	157	248	217	270	321
归属母公司净利润	130	513	449	558	665
EBITDA	347	837	730	891	1,047
EPS（元/股）	0.11	0.43	0.38	0.47	0.56

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入（%）	18.6	18.1	32.7	15.0	12.9
归属母公司净利润（%）	174.2	164.7	-12.4	24.3	19.1
获利能力					
毛利率（%）	37.8	52.1	52.1	52.3	52.7
净利率（%）	10.3	23.0	15.2	16.4	17.3
ROE（%）	18.4	45.8	28.6	26.2	23.8
ROIC（%）	38.1	49.5	47.0	53.6	60.9
偿债能力					
资产负债率（%）	28.0	30.2	28.2	25.1	22.5
净负债比率（%）	-48.3	-71.3	-86.1	-93.1	-97.5
流动比率	2.8	2.8	3.2	3.8	4.4
速动比率	2.8	2.7	3.2	3.8	4.4
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.2	1.2	1.1	1.0
应收账款周转率	17.0	13.6	15.4	15.4	15.4
应付账款周转率	9.2	5.4	6.5	6.5	6.5
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.11	0.43	0.38	0.47	0.56
每股经营现金流（最新摊薄）	0.26	0.63	0.71	0.79	0.91
每股净资产（最新摊薄）	0.59	0.94	1.32	1.79	2.34
估值比率					
P/E	38.1	9.7	11.0	8.9	7.5
P/B	7.0	4.4	3.2	2.3	1.8
EV/EBITDA	1.1	0.3	4.5	7.2	8.9

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES