

# 赤子城科技 (09911.HK)

## 后发产品快速增长,收购 NBT 少数股权有望增厚归母净利润

买入 (维持)

2024年09月05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  | 2023A  | 2024E   | 2025E  | 2026E  |
|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)    | 2800   | 3308   | 4586    | 5090   | 5656   |
| 同比(%)         | 18.60  | 18.15  | 38.64   | 10.99  | 11.11  |
| 归母净利润(百万元)    | 130.14 | 512.85 | 346.63  | 701.21 | 800.32 |
| 同比(%)         | 145.46 | 294.09 | (32.41) | 102.29 | 14.13  |
| EPS-最新摊薄(元/股) | 0.11   | 0.43   | 0.29    | 0.59   | 0.67   |
| P/E(现价&最新摊薄)  | 21.79  | 5.53   | 8.18    | 4.04   | 3.54   |

关键词: #兼并重组 #业绩符合预期

### 投资要点

- **事件:** 9月2日公司发布双月报,对2024年上半年业绩和近期运营情况进行总结。业绩方面,24H1收入达人民币22.7亿元,yoy+65.3%(此前预告为22.5~23.0亿元)。归母净利润为2.2亿元(此前预告为2.1~2.4亿元),yoy+21.3%。经调整EBITDA为4.5亿元,yoy+29.2%(此前预告为4.3~4.6亿元)。业绩基本位于此前预告中枢。截至2024年6月末,公司现金及现金等价物达14.9亿元(2023年6月末为7.7亿元)。此外,今年7~8月公司在全球范围内举办多项活动,如SUGO三周年庆典、Mico和YoHo年中GALA、TopTop品牌活动,旨在深化用户社区参与。
- **社交及创新业务均实现快速增长,后发产品取得亮眼表现。**(1)社交业务方面,24H1收入同比增长66.5%至20.7亿元,持续发力中东北非市场,明晰泛人群社交产品矩阵,毛利率同比增加1.7pct至49.5%。MICO、YoHo、SUGO、TopTop四款产品均进入Sensor Tower《2024年1-5月中东社交应用收入榜TOP10》榜单。后发产品快速增长,SUGO营收同比增长超250%,月流水突破千万美金;TopTop营收同比增长超过100%,并在5月上苹果App Store官方推荐位。多元人群社交平台HeeSay陆续在多地地区举办线下活动,流水同比增长25%。(2)创新业务24H1收入同比增长53.7%至2.0亿元,第二增长曲线进一步显现,毛利率同比减少28.2pct到57.9%,主要系积极投入拓展社交电商业务,存货成本与员工福利开支增加。24H1主要精品游戏总流水同比增长393%至3.87亿元,《Alice's Dream: Merge Island》在5、6月进入Sensor Tower中国手游海外收入TOP30榜单;《Taylor's Secret》也开始创造更多商业价值。
- **收购NBT少数股权,有望增厚未来年度归母净利润。**赤子城科技于6月27日发布公告,与BGFG、JJQJ及JZZT(卖方)以及目标公司NBT Social Networking签订股份购买协议。根据协议,目标公司将向JJQJ发行1000万股股份,赤子城科技将收购卖方持有的7783万股销售股份,总代价约为港币19.8亿元,其中包括现金代价和发行代价股份。交易完成后,目标公司将成为赤子城科技的全资子公司,其财务业绩将并入集团的合并财务报表。NBT为北京米可经过重组后的海外对应主体,专注于提供在线社交娱乐服务,已推出Mico、Yoho等多款产品。2022/2023/2024Q1三个报告期内NBT的除税前净利润分别为4.4/6.7/1.7亿元人民币,除税后净利润分别为4.4/6.6/1.7亿元人民币。
- **盈利预测与投资评级:** 由于收购NBT少数股权或产生一定费用,我们将2024年归母净利润预测从4.5亿元下调至3.5亿元;而收购完成后,少数股东占比将降低,因此我们将公司2025-2026年归母净利润从5.2/6.0亿元上调至7.0/8.0亿元,当前股价对应2024-2026年PE分别为8/4/4倍。我们看好公司产品矩阵发展策略和后发产品增长潜力,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)      | 2.61      |
| 一年最低/最高价     | 1.56/4.79 |
| 市净率(倍)       | 2.40      |
| 港股流通市值(百万港元) | 3,109.07  |

### 基础数据

|           |          |
|-----------|----------|
| 每股净资产(元)  | 1.09     |
| 资产负债率(%)  | 24.93    |
| 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): 2023年报点评: 毛利率显著提升,第二增长曲线进一步显现》

2024-03-25

《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》

2023-09-22

## 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)       |                 |                 |                 |                 |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                    | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           |                 | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           |
| <b>流动资产</b>        | <b>1,942.13</b> | <b>2,961.68</b> | <b>3,910.29</b> | <b>5,054.18</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>3,307.80</b> | <b>4,585.86</b> | <b>5,089.89</b> | <b>5,655.59</b> |
| 现金及现金等价物           | 1,386.33        | 2,158.05        | 3,012.14        | 3,933.13        | 营业成本            | 1,585.72        | 2,181.50        | 2,390.62        | 2,623.07        |
| 应收账款及票据            | 243.16          | 322.53          | 301.49          | 387.66          | 销售费用            | 688.45          | 963.03          | 1,170.67        | 1,346.03        |
| 存货                 | 19.30           | 7.25            | 21.85           | 10.08           | 管理费用            | 171.99          | 366.87          | 305.39          | 339.34          |
| 其他流动资产             | 293.34          | 473.84          | 574.81          | 723.30          | 研发费用            | 314.52          | 458.59          | 508.99          | 565.56          |
| <b>非流动资产</b>       | <b>848.72</b>   | <b>771.64</b>   | <b>702.26</b>   | <b>639.82</b>   | 其他费用            | 4.53            | 26.58           | 26.58           | 26.58           |
| 固定资产               | 17.68           | 15.91           | 14.32           | 12.89           | <b>经营利润</b>     | <b>542.59</b>   | <b>589.30</b>   | <b>687.64</b>   | <b>755.02</b>   |
| 商誉及无形资产            | 753.18          | 677.86          | 610.07          | 549.07          | 利息收入            | 21.46           | 55.45           | 86.32           | 120.49          |
| 长期投资               | 24.30           | 24.30           | 24.30           | 24.30           | 利息支出            | 5.95            | 4.00            | 7.50            | 12.50           |
| 其他长期投资             | 36.63           | 36.63           | 36.63           | 36.63           | 其他收益            | 209.45          | (22.54)         | (22.54)         | (22.54)         |
| 其他非流动资产            | 16.94           | 16.94           | 16.94           | 16.94           | <b>利润总额</b>     | <b>772.76</b>   | <b>618.21</b>   | <b>743.91</b>   | <b>840.46</b>   |
| <b>资产总计</b>        | <b>2,790.86</b> | <b>3,733.32</b> | <b>4,612.55</b> | <b>5,694.00</b> | 所得税             | 12.15           | 9.72            | 11.69           | 13.21           |
| <b>流动负债</b>        | <b>696.41</b>   | <b>930.38</b>   | <b>977.39</b>   | <b>1,131.60</b> | <b>净利润</b>      | <b>760.61</b>   | <b>608.49</b>   | <b>732.22</b>   | <b>827.25</b>   |
| 短期借款               | 0.04            | 0.04            | 0.04            | 0.04            | 少数股东损益          | 247.77          | 261.86          | 31.01           | 26.92           |
| 应付账款及票据            | 293.00          | 371.11          | 356.66          | 441.88          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>512.85</b>   | <b>346.63</b>   | <b>701.21</b>   | <b>800.32</b>   |
| 其他                 | 403.38          | 559.23          | 620.70          | 689.68          | EBIT            | 547.13          | 615.88          | 714.21          | 781.59          |
| <b>非流动负债</b>       | <b>146.95</b>   | <b>246.95</b>   | <b>346.95</b>   | <b>446.95</b>   | EBITDA          | 626.64          | 692.96          | 783.59          | 844.03          |
| 长期借款               | 0.00            | 100.00          | 200.00          | 300.00          |                 |                 |                 |                 |                 |
| 其他                 | 146.95          | 146.95          | 146.95          | 146.95          |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>        | <b>843.36</b>   | <b>1,177.33</b> | <b>1,324.34</b> | <b>1,578.55</b> | <b>主要财务比率</b>   | <b>2023A</b>    | <b>2024E</b>    | <b>2025E</b>    | <b>2026E</b>    |
| 股本                 | 0.82            | 0.82            | 0.82            | 0.82            | 每股收益(元)         | 0.43            | 0.29            | 0.59            | 0.67            |
| 少数股东权益             | 826.55          | 1,088.41        | 1,119.42        | 1,146.34        | 每股净资产(元)        | 1.63            | 2.15            | 2.76            | 3.45            |
| 归属母公司股东权益          | 1,120.94        | 1,467.58        | 2,168.79        | 2,969.11        | 发行在外股份(百万股)     | 1,191.22        | 1,191.22        | 1,191.22        | 1,191.22        |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>2,790.86</b> | <b>3,733.32</b> | <b>4,612.55</b> | <b>5,694.00</b> | ROIC(%)         | 33.81           | 26.34           | 22.88           | 19.47           |
|                    |                 |                 |                 |                 | ROE(%)          | 45.75           | 23.62           | 32.33           | 26.95           |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2023A</b>    | <b>2024E</b>    | <b>2025E</b>    | <b>2026E</b>    | 毛利率(%)          | 52.06           | 52.43           | 53.03           | 53.62           |
| 经营活动现金流            | 753.50          | 831.49          | 917.36          | 989.25          | 销售净利率(%)        | 15.50           | 7.56            | 13.78           | 14.15           |
| 投资活动现金流            | 214.58          | (155.77)        | (155.77)        | (155.77)        | 资产负债率(%)        | 30.22           | 31.54           | 28.71           | 27.72           |
| 筹资活动现金流            | (162.34)        | 96.00           | 92.50           | 87.50           | 收入增长率(%)        | 18.15           | 38.64           | 10.99           | 11.11           |
| 现金净增加额             | 789.66          | 771.72          | 854.09          | 920.99          | 净利润增长率(%)       | 294.09          | (32.41)         | 102.29          | 14.13           |
| 折旧和摊销              | 79.52           | 77.09           | 69.38           | 62.44           | P/E             | 5.53            | 8.18            | 4.04            | 3.54            |
| 资本开支               | (9.94)          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | P/B             | 1.46            | 1.11            | 0.86            | 0.69            |
| 营运资本变动             | 66.88           | 119.37          | 85.72           | 64.52           | EV/EBITDA       | 1.15            | 1.12            | 0.03            | (0.94)          |

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2024年9月3日的0.9121,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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>