

## 赤子城科技 (09911.HK)

## 社交业务维持高质量发展，收购落地增厚公司 2025 年归母净利润

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,800	3,308	5,005	5,895	6,755
增长率 yoy (%)	18.6	18.1	51.3	17.8	14.6
归母净利润 (百万元)	130	513	390	774	894
增长率 yoy (%)	145.5	294.1	-23.9	98.4	15.4
ROE (%)	18.4	45.8	25.8	33.9	28.1
EPS 最新摊薄 (元)	0.09	0.36	0.28	0.55	0.63
P/E (倍)	38.1	9.7	12.7	6.4	5.5
P/B (倍)	7.0	4.4	3.3	2.2	1.6

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

**事件：**赤子城科技发布 2024 年度运营数据，截至 2024 年底，公司社交业务累计下载量约 7.8 亿，较 2024 年 9 月底增长约 5.7%；24Q4 社交业务 MAU 达约 3174.8 万，环比增长约 9.5%。收入方面，公司 2024 年社交业务总收入达约 45.2-47.2 亿元，较 2023 年同期增长约 54.3%-61.1%；创新业务总收入达约 4.4-4.8 亿元，较 2023 年同期增长约 16.1%-26.6%。

**社交业务高质量发展，收购落地增厚公司 2025 年归母净利润。**公司社交业务维持高质量发展，2024 年社交业务总收入达约 45.2-47.2 亿元，较 2023 年同期增长约 54.3%-61.1%，主要受益于公司借助 AI 技术推动多样化社交产品快速增长，以及公司在 23Q3 完成对蓝城兄弟并表带动的收入增长。公司 2024 年成熟产品 Mico、YoHo 贡献稳健基本盘，Sugo (全球化)、TopTop (主要定位中东市场) 维持高速增长，带动公司进入点点数据发布的《2024 年 12 月中国非游戏厂商出海收入榜》第四名。此外，公司于 2024 年 12 月 23 日发布公告称已完成对于 NBT Social Networking 少数股权收购，收购完成后目标公司将为公司全资子公司，公司 2025 年归母净利润以及 EPS 均将得以增厚。向后展望，我们认为在 Sugo、TopTop 两款新产品维持强劲增长的同时，其规模效应有望助力二者利润率逐步提升，进一步带动公司整体盈利能力的提升。

**精品游戏《Alice's Dream》逐步贡献收入，公司创新业务稳步提升。**公司 2024 年创新业务总收入达约 4.4-4.8 亿元，较 2023 年同期增长约 16.1%-26.6%，我们认为主要得益于公司社交电商业务持续高速发展，以及自研精品游戏开始逐步贡献收入 (由公司独力研发且交付外部独立团队发行的各精品游戏，分别于开始盈利时按约定比例与本集团进行运营利润分成，运营利润为实现流水扣除相关运营费用后的净额)。2024 年，公司精品游戏共计实现流水约人民币 7.05 亿元，同比增长约 80.4%，主要受益于精品游戏《Alice's Dream》流水规模增加。向后展望，随公司精品游戏逐步贡献利润以及储备游戏的陆续上线，我们预计公司创新业务 2025 年有望在维持规模稳步增长的同时实现盈亏平衡。

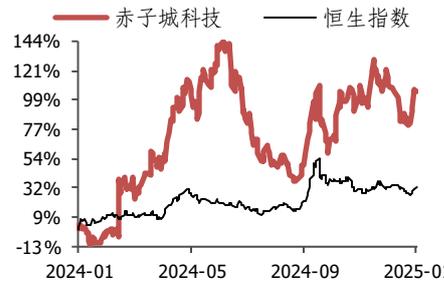
**加码回购，彰显公司经营信心。**公司于 2024 年 12 月 13 日发布公告称公司将在未来两年内提供不超过 2 亿港元资金用于回购。此外，根据公司披露，

## 买入 (维持评级)

## 股票信息

行业	传媒
2025 年 1 月 20 日收盘价 (港元)	3.790
总市值 (百万港元)	5,347.56
流通市值 (百万港元)	5,347.56
总股本 (百万股)	1,410.96
流通股本 (百万股)	1,410.96
近 3 月日均成交额 (百万港元)	25.97

## 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

- 《24Q3 收入略超预期，社交业务维持高质量增长》  
2024-11-04
- 《社交出海赛道领跑者，多元产品矩阵抢占中东市场》  
2024-06-27

自 2023 年 4 月 28 日至 2025 年 1 月 17 日间,公司累计回购股份数量达 9010.2 万股。我们认为公司持续加码回购力度,彰显公司对未来经营信心,且有助于提振市场情绪。

**投资建议:** 公司泛人群社交业务新产品 Sugo、TopTop 表现强劲,多元人群社交产品 HeeSay 有望维持稳健增长,精品游戏业务逐步贡献利润有望带动创新业务实现盈亏平衡。我们预计 2024-2026 年公司实现营收 50.05/58.95/67.55 亿元;归母净利润 3.90/7.74/8.94 亿元;对应 PE 分别为 12.7/6.4/5.5 倍,维持“买入”评级。

**风险提示:** 产品流水不及预期;产品上线进度不及预期;海外合规风险;行业政策变动。

**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
<b>流动资产</b>	977	1,942	2,994	4,046	5,217
现金	598	1,388	2,328	3,291	4,377
应收票据及应收账款	165	243	325	382	438
预付账款	57	104	144	170	194
存货	0	19	10	11	13
其他流动资产	157	188	188	191	194
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	1,720	2,791	3,780	4,769	5,876
<b>流动负债</b>	349	696	1,003	1,181	1,353
应付票据及应付账款	190	293	367	432	495
其他流动负债	159	403	636	750	859
<b>非流动负债</b>	133	147	147	147	147
其他非流动负债	133	147	147	147	147
<b>负债合计</b>	482	843	1,150	1,328	1,500
少数股东权益	530	827	1,118	1,155	1,197
归属母公司股东权益	708	1,121	1,511	2,285	3,179
<b>负债和股东权益</b>	1,720	2,791	3,780	4,769	5,876

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	313	754	924	944	1062
净利润	287	761	682	811	936
折旧摊销	60	80	63	63	63
财务费用	1	-16	-7	-10	-13
其他经营现金流	-35	-71	185	80	77
<b>投资活动现金流</b>	-357	215	10	10	10
资本支出	-67	-4	0	0	0
其他投资现金流	-289	218	10	10	10
<b>筹资活动现金流</b>	-140	-162	6	10	13
其他筹资现金流	-140	-162	7	10	13
<b>现金净增加额</b>	-184	806	940	964	1086

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

**利润表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2,800	3,308	5,005	5,895	6,755
营业成本	1,742	1,586	2,391	2,814	3,223
研发费用	212	315	468	547	623
销售费用	484	688	1,092	1,288	1,476
管理费用	112	172	381	447	510
财务费用	1	-16	-7	-10	-13
<b>营业利润</b>	249	563	680	810	936
营业外收入	38	210	10	10	10
营业外支出					
<b>利润总额</b>	287	773	690	820	946
所得税	0	12	8	9	10
<b>净利润</b>	287	761	682	811	936
少数股东损益	157	248	292	36	42
<b>归属母公司净利润</b>	130	513	390	774	894
EBITDA	347	837	746	873	996
EPS (元/股)	0.09	0.36	0.28	0.47	0.55

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	18.6	18.1	51.3	17.8	14.6
归属母公司净利润 (%)	145.5	294.1	-23.9	98.4	15.4
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	37.8	52.1	52.2	52.3	52.3
净利率 (%)	10.3	23.0	13.6	13.8	13.9
ROE (%)	18.4	45.8	25.8	33.9	28.1
ROIC (%)	38.1	49.5	48.2	48.5	52.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	28.0	30.2	30.4	27.9	25.5
净负债比率 (%)	-48.3	-71.3	-88.5	-95.7	-100.0
流动比率	2.8	2.8	3.0	3.4	3.9
速动比率	2.8	2.7	3.0	3.4	3.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.6	1.2	1.3	1.2	1.1
应收账款周转率	17.0	13.6	15.4	15.6	15.5
应付账款周转率	9.2	5.4	6.5	6.6	6.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.09	0.36	0.28	0.55	0.63
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.22	0.53	0.65	0.67	0.75
每股净资产 (最新摊薄)	0.50	0.79	1.07	1.62	2.25
<b>估值比率</b>					
P/E	38.1	9.7	12.7	6.4	5.5
P/B	7.0	4.4	3.3	2.2	1.6
EV/EBITDA	1.1	0.3	5.2	8.1	10.1

### 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

#### 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>

#### 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