

赤子城科技 (09911.HK)

2024 年报点评: SUGO 及 TOPTOP 收入三位数增长, 游戏流水快速提升

买入 (维持)

2025 年 03 月 25 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3308	5092	6817	7926	8794
同比(%)	18.12	53.92	33.89	16.27	10.95
归母净利润 (百万元)	512.85	480.31	952.26	1,250.50	1,525.26
同比(%)	294.09	(6.34)	98.26	31.32	21.97
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.36	0.34	0.67	0.89	1.08
P/E (现价&最新摊薄)	14.62	15.61	7.88	6.00	4.92

关键词: #业绩超预期

投资要点

■ **事件: 公司发布年报。**2024 年收入同增 54%至 51 亿元, 毛利同增 51%至 26 亿元, 销售净利润同增 4%至 8 亿元; 经调整 EBITDA 同增 43%至 9.6 亿元; 归母净利润同比下滑主要系 23 年因收购蓝城产生的一次性投资收益。中国互联网企业出海收入榜单中, 赤子城排名升至第 4 位。

■ **社交业务收入快速增长, SUGO 及 TOPTOP 均实现三位数收入增长:** 24 年社交业务收入 46 亿元 (占比 91%), 同比增长 58%。泛人群社交方面, 先发产品 MICO、YoHo 稳健贡献现金流, 后发产品 TopTop (收入同比+100%) 与 SUGO (收入同比+200%) 成为爆发点, 形成“成熟+高潜”梯队, 验证了“国家复制+产品复制”策略的有效性。2024 年 7 月, 公司正式获得沙特阿拉伯王国投资部 (MISA) 颁发的区域总部营业执照 (RHQ License), 成为第一批在沙特阿拉伯设立区域总部的全球社交娱乐企业。

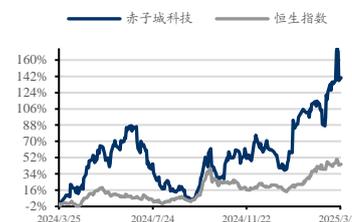
■ **创新业务方面:** 24 年收入 4.6 亿元, 同比增长 21.3%。精品游戏总流水同比增长 80%。旗舰游戏《Alice's Dream: Merge Games》全年流水同比增长超过 60%, 并接连进入 Sensor Tower 中国手游海外收入 TOP30 榜单。此外, 社交电商业务在 2024 年通过深挖用户需求、丰富产品品类、积极拓展新用户等方式实现快速发展, 收入、利润均实现大幅增长。

■ **AI 技术赋能全链条:** 2024 年全球互联网行业进入 AI 深度整合期, 赤子城通过 AI 引擎实现“研发-运营-商业化”闭环, 契合行业技术红利。公司重视技术驱动, 长期关注人工智能等新技术的发展, 不断深化 AI 与业务场景的融合。随着产品矩阵的成长、数据规模的扩大, 公司将不断升级 AI 中台引擎, 助力现有产品实现更精准的社交匹配、内容推荐, 更高效的风控稽核、生态运营等, 深入探索以 AI 技术赋能产品创新、提升商业效率的路径。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司在 2024 年交出了一份“高增长、高壁垒、高潜力”的答卷: 通过 AI 技术赋能社交核心业务, 实现收入结构优化与区域市场突破; 精品游戏扭亏为盈, 验证多元化能力; 全球化布局下的并购整合成效显著。其“产品灌木丛+AI 引擎”的增长模式已形成正向循环, 未来在社交娱乐生态的纵深拓展值得期待。2024 年累计回购股票 1.5 亿港元, 释放管理层信心。我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 7.1/8.0 亿元上调至 9.5/12.5 亿元, 并预计 2027 年为 15.3 亿元, 当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 8/6/5 倍 (按照 2025/3/24 汇率 1 人民币=0.9325 港元), 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 地缘政治与监管, 汇率波动风险, 技术进展不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	5.78
一年最低/最高价	2.32/6.69
市净率(倍)	5.29
港股流通市值(百万港元)	8,155.37

基础数据

每股净资产(元)	1.09
资产负债率(%)	53.81
总股本(百万股)	1,410.96
流通股本(百万股)	1,410.96

相关研究

《赤子城科技(09911.HK.): 2024 年三季度运营数据点评: 社交及游戏产品流水快速增长, 收入高双位数增长》

2024-10-29

《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》

2024-09-05

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,815.09	4,441.26	6,155.15	8,165.77	营业总收入	5,091.53	6,816.84	7,925.74	8,793.66
现金及现金等价物	2,048.59	3,537.01	5,305.64	7,243.86	营业成本	2,483.86	3,175.31	3,633.36	4,106.83
应收账款及票据	341.90	441.41	464.12	534.87	销售费用	1,295.14	1,969.66	2,249.37	2,332.53
存货	18.18	29.73	25.09	36.88	管理费用	239.01	320.00	372.06	412.80
其他流动资产	406.43	433.11	360.30	350.16	研发费用	335.42	449.05	522.10	579.27
非流动资产	767.90	698.99	636.97	581.15	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	91.96	82.77	74.49	67.04	经营利润	738.09	902.81	1,148.85	1,362.22
商誉及无形资产	597.15	537.43	483.69	435.32	利息收入	63.20	81.94	141.48	212.23
长期投资	26.65	26.65	26.65	26.65	利息支出	5.55	4.00	7.50	12.50
其他长期投资	39.88	39.88	39.88	39.88	其他收益	(10.90)	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	12.26	12.26	12.26	12.26	利润总额	784.84	980.75	1,282.83	1,561.94
资产总计	3,582.99	5,140.25	6,792.12	8,746.92	所得税	(2.93)	0.00	0.00	0.00
流动负债	1,498.15	1,974.66	2,243.70	2,536.55	净利润	787.77	980.75	1,282.83	1,561.94
短期借款	0.05	0.05	0.05	0.05	少数股东损益	307.46	28.49	32.34	36.69
应付账款及票据	382.56	481.06	507.13	609.83	归属母公司净利润	480.31	952.26	1,250.50	1,525.26
其他	1,115.54	1,493.56	1,736.51	1,926.67	EBIT	738.09	902.81	1,148.85	1,362.22
非流动负债	429.96	529.96	629.96	729.96	EBITDA	738.09	971.72	1,210.87	1,418.04
长期借款	0.00	100.00	200.00	300.00					
其他	429.96	429.96	429.96	429.96					
负债合计	1,928.10	2,504.61	2,873.65	3,266.51					
股本	0.98	0.98	0.98	0.98	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	113.76	142.25	174.59	211.28	每股收益(元)	0.34	0.67	0.89	1.08
归属母公司股东权益	1,541.12	2,493.38	3,743.88	5,269.13	每股净资产(元)	1.09	1.77	2.65	3.73
负债和股东权益	3,582.99	5,140.25	6,792.12	8,746.92	发行在外股份(百万股)	1,410.96	1,410.96	1,410.96	1,410.96
					ROIC(%)	41.13	41.12	33.52	27.52
					ROE(%)	31.17	38.19	33.40	28.95
					毛利率(%)	51.22	53.42	54.16	53.30
					销售净利率(%)	9.43	13.97	15.78	17.34
					资产负债率(%)	53.81	48.73	42.31	37.34
					收入增长率(%)	53.92	33.89	16.27	10.95
					净利润增长率(%)	(6.34)	98.26	31.32	21.97
					P/E	15.61	7.88	6.00	4.92
					P/B	4.87	3.01	2.00	1.42
					EV/EBITDA	3.86	4.18	1.98	0.39

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2025年3月24日的0.9325,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>