

2025年3月26日

赤子城科技(9911.HK)

业绩高速增长，收购少数股权效果即将显现

事件：赤子城科技 2024 财年录得营收 50.9 亿元，同比增长 53.9%，其中社交业务收入同增 58.1%至 46.3 亿元，收入占比 91%；创新业务收入同增 21.3% 至 4.6 亿元；2024 年公司毛利率为 51.2%，同比下降 0.9pct，主要系社交业务扩张，收入成本增加。归母净利润 4.80 亿元，同比下降 6.3%，若剔除 23 年收购子公司蓝城兄弟产生的 1.6 亿元投资收益的一次性影响，归母净利润同比增速达 36%。2024 财年归属少数股东权益的利润为 3.08 亿，伴随核心业务北京米可完全并表，2025 年利润分配将大幅增厚归属母公司股东权益。

报告摘要

SUGO 与 TopTop 接力社交业务增长 2024 财年，公司社交业务收入 46.32 亿元，同增 58.1%，泛人群社交业务中，先发产品 MICO、YoHo 稳健贡献现金流，后发产品 TopTop 与 SUGO 成为爆点，形成“成熟+高潜”梯队。2024 年 SUGO 收入同比增长超 200%，平均月流水突破 1000 万美元；TopTop 全年收入同比增长超 100%，UGC 社区生态进一步繁荣。中东北非作为公司战略市场，2024 年核心社交产品在 MENA 市场收入同比增长超 60%，增速远超 2023 年。多元人群社交业务方面，全球化平台 HeeSay 产品体验和品牌效应持续提升，在东南亚营收保持增长；Blued、翻咔等产品在传统优势市场保持领先。

创新业务方面 2024 年精品游戏总流水同比增长 80.4%，达 7.05 亿元，精品游戏实现扭亏为盈。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。社交电商业务期间也实现了收入、利润均实现大幅增长。

AI 持续赋能，商业化效率提升 公司持续加大 AI 投入，在产品开发过程中使用 AI 的 IDE 集成开发工具，在推荐算法方向，自主研发的多模态算法模型 Boomix 能快速匹配文本、图片、语音，提高用户行为识别和推荐效率。在 Boomix 加持下，SUGO 2024 年末 ARPU 值较年初提升超 20%，商业化效率显著优化。

收购少数股权效果即将显现 2024 年末赤子城科技完成收购北京米可的少数股东权益（2024 年归母净利润 4.8 亿，少数股东净利润 3.08 亿），2025 年少数股东占比降低，将大幅减少利润分配环节中分给少数股东的部分，增厚 2025 年的归母净利润。

投资建议 2024 年公司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。我们按照 2025 年 10x 市盈率，给予公司目标价 7.2 港元，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；AI 技术发展不及预期风险；新业务拓展风险。

财务及估值摘要

(12月31日年结；人民币百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,308	5,092	6,434	7,089	7,528
增长率 (%)	18.1%	53.9%	26.4%	10.2%	6.2%
毛利率 (%)	52.1%	51.2%	51.3%	49.9%	49.9%
归母净利润	512.8	480.3	939.0	1182.5	1449.1
增长率 (%)	293.5%	-6.3%	95.5%	25.9%	22.5%
每股收益	0.36	0.34	0.67	0.84	1.03
每股净资产	1.38	1.17	3.35	4.23	5.29
市盈率	15.2	16.2	8.3	6.6	5.4
净资产收益率 (%)	40.6%	56.0%	23.8%	23.2%	21.9%

数据来源：公司公告，国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

TMT 硬件

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

7.20 港元

股价 2025-3-25

5.51 港元

总市值(百万港元)	7,774.4
流通市值(百万港元)	7,774.4
总股本(百万股)	1,411.0
流通股本(百万股)	1,411.0
12 个月低/高(港元)	2.36/6.56
平均成交(百万港元)	30.8

股东结构

刘春河、李平一致行动人	22.1%
JJZT Ltd	10.7%
王新明	8.9%
李英明	5.7%
JJQJ Partners	3.1%
其他	49.5%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.4	26.2	87.9
绝对收益	6.8	42.4	129.6

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 资讯科技行业分析师

+852-22131400

alexwang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

<u>利润表</u>						<u>资产负债表</u>					
(百万人民币)						(百万人民币)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3307.8	5091.5	6433.7	7089.0	7527.8	物业及设备	124.9	92.0	13.0	9.8	8.8
营业成本	(1585.7)	(2483.9)	(3135.9)	(3554.3)	(3774.2)	无形资产	260.5	211.6	213.7	207.4	201.6
毛利	1722.1	2607.7	3297.8	3534.7	3753.6	商誉	385.5	385.5	385.5	385.5	385.5
销售费用	(688.4)	(1295.1)	(1479.8)	(1417.8)	(1355.0)	其他非流动资产	77.9	78.8	78.8	78.8	78.8
研发费用	(314.5)	(335.4)	(450.4)	(460.8)	(489.3)	非流动资产合计	848.7	767.9	691.0	681.4	674.7
管理费用	(172.0)	(239.0)	(386.0)	(411.2)	(406.5)	现金类资产	1558.6	2048.6	5332.9	5160.8	6678.9
金融资产减值	(2.6)	(14.1)	0.0	0.0	0.0	应收账款	243.2	341.9	386.0	425.3	451.7
其他收入	3.4	4.9	0.0	0.0	0.0	其他流动资产	140.4	140.4	140.4	140.4	140.4
其他净收益	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产合计	1942.1	2815.1	5859.3	5726.5	7270.9
经营利润	551.1	728.9	981.7	1244.9	1502.8	资产总计	2790.9	3583.0	6550.3	6407.9	7945.7
财务收入	15.5	63.2	64.3	70.9	75.3	应付账款	293.0	382.6	643.4	708.9	752.8
财务成本	158.8	(5.6)	(5.6)	(5.6)	(5.6)	其他应付账款	278.2	981.7	981.7	981.7	981.7
权益法核算联营公司亏损	47.3	(1.7)	0.0	0.0	0.0	其他流动负债	125.2	133.9	133.9	133.9	133.9
除税前溢利	772.8	784.8	1040.5	1310.3	1572.5	流动负债合计	696.4	1498.1	1759.0	1824.5	1868.4
所得税	(12.1)	2.9	(52.0)	(65.5)	(78.6)	递延税项负债	70.4	63.1	63.1	63.1	63.1
净利润	760.6	787.8	988.4	1244.8	1493.9	租赁负债	75.4	44.4	44.4	44.4	44.4
少数股东损益	247.8	307.5	49.4	62.2	44.8	非流动负债合计	147.0	430.0	107.6	107.6	107.6
归母净利润	512.8	480.3	939.0	1182.5	1449.1	负债合计	843.4	1928.1	1866.5	1932.0	1975.9
经调整净利润	790.6	926.2	1126.9	1383.2	1632.3	股本	670.3	1452.7	1452.7	1452.7	1452.7
						储备	491.0	953.2	2151.4	3333.9	4783.0
						少数股东权益	826.6	113.8	1124.9	1187.2	1232.0
						股东权益合计	1947.5	1654.9	4729.0	5973.8	7467.7
						负债及股东权益总计	2790.9	3583.0	6595.5	7905.8	9443.6

<u>主要财务比率</u>						<u>现金流量简表</u>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	15.2	16.2	8.3	6.6	5.4	税前利润	772.8	784.8	1040.5	1310.3	1572.5
P/B (x)	3.99	4.70	1.64	1.30	1.04	财务费用	15.5	63.2	64.3	70.9	75.3
Dividend yield (%)	0%	0%	0%	0%	0%	折旧	(31.3)	(41.2)	(40.2)	(38.2)	(36.0)
Gross margin (%)	52.1%	51.2%	51.3%	49.9%	49.9%	摊销	(32.1)	(37.9)	(37.1)	(36.4)	(35.7)
Net margin (%)	23.9%	18.2%	17.5%	19.5%	21.7%	投资收益	47.3	(1.7)	0.0	0.0	0.0
SG&A/sales (%)	26.0%	30.1%	29.0%	25.8%	23.4%	所得税	(12.1)	2.9	(52.0)	(65.5)	(78.6)
Effective tax rate (%)	1.6%	-0.4%	5.0%	5.0%	5.0%	营运资金变动	(193.0)	(703.0)	(216.7)	(26.2)	(17.5)
ROE (%)	40.6%	56.0%	23.8%	23.2%	21.9%	经营活动现金流合计	954.2	1508.4	1218.1	1274.7	1507.9
ROA (%)	28.3%	25.8%	17.2%	21.6%	20.5%	投资活动现金流合计	(60.0)	(65.0)	(65.0)	(65.0)	(65.0)
Total asset to equity ratio (x)	1.43	2.17	1.39	1.07	1.06	融资活动现金流合计	15.5	845.5	64.3	(1381.8)	75.3

数据来源：国证国际研究预测

客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解读),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010