

2025年04月07日

赤子城科技 | 09911.HK

更新報告

創新業務的突破與多元產品組合的盈利能力提升

評級

買入

目標價

HK\$ 5.73

Sugo、TopTop 成為主要收入來源: 2024 年, 赤子城科技(09911.HK)的收入同比增長 53.9%, 達 50.9 億元人民幣。中東及北非市場表現強勁, Sugo 和 TopTop 成為主要的收入來源, 各自的增長分別超過 2 倍和 1 倍。這些應用程序的總收入與成熟的產品如 Mico 和 YoHo 相當接近。特別是社交推薦算法模型的優化顯著提升 Sugo 的表現, 其平均月流水達到逾千萬美元的水平, ARPU 增長超過 20%。中東及北非地區對於集團的擴張策略仍然相當重要, Sugo 和 TopTop 的用戶增長仍然是主要的業務重點。為了捕捉預期的市場增長, 我們預計市場營銷支出將保持在較高水平。

創新業務表現亮眼: 集團的創新業務取得令人滿意的進展, 尤其是精品遊戲產品方面。精品遊戲的全年總流水同比增長 80.4%至約 7.1 億元人民幣, 並為集團貢獻約 2,200 萬元人民幣的收入。Alice's Dream 仍然是該業務的核心產品, 集團計劃今年將推出另一款新遊戲。然而, 由於為用戶提供健康解決方案的社交電商業務收入佔比提升, 創新業務的毛利率有所下降。

歸屬於股東的應佔溢利提升: 集團收購了擁有社交產品如 Mico 和 YoHo 的非全資子公司, 並計劃於未來兩年推出約 4 億港元的股票回購計劃, 將顯著改善股東應佔利潤。

創新業務的突破與多元產品組合的盈利能力提升: 集團通過 Sugo 和 TopTop 成功的表現展示了其產品複製和本地化的能力。創新業務部門的突破以及 Mico 以外的產品組合的盈利能力提升, 將更有利於集團未來的成長。我們相信多元產品組合將為集團帶來強勁的現金流, 並在收購後顯著改善股東應佔利潤。考慮到以上的發展趨勢, 我們把集團目標價調整至每股 5.73 港元, 並維持「買入」評級。

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

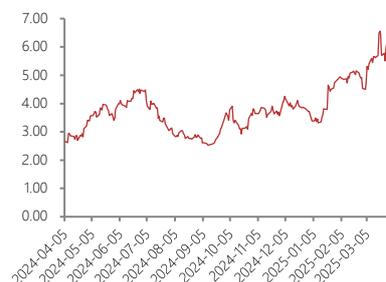
香港上環德輔道中 199 號無限極廣場 2701 – 2703 室

赤子城科技 (09911.HK)

評級 (前評級)	買入 (買入)
目標價 (前目標價)	HK\$ 5.73 (HK\$ 3.80)
現價	HK\$ 4.95
52-周波幅	HK\$ 2.30 – 6.69
市值 (港元, 十億)	HK\$ 7.0

人民幣, 百萬	23(A)	24(E)	25(E)	26(E)
收入	5,091.5	5,902.5	6,989.2	7,758.6
毛利	2,607.7	3,062.4	3,608.2	3,998.7
毛利率	51.2%	51.9%	51.6%	51.5%
歸母淨利潤	480.3	971.4	1,102.8	1,263.6
每股盈利	0.422	0.709	0.829	0.949

股價表現	1個月	3個月	半年	一年
絕對值	36.7%	81.4%	80.4%	131.2%
相對恒指	37.3%	65.8%	77.0%	94.6%



同業比較

		市值	市盈率	預測市 盈率	市賬率	市銷率	總收入	毛利率	股本回 報率
		(港元, 百萬)	(x)	(x)	(x)	(x)	(港元, 百萬)	(%)	(%)
00302.HK	中手游	1,243.1	-	-	0.3	0.6	2,091.8	31.2	(43.9)
00700.HK	騰訊	4,580,837.2	22.3	17.5	4.4	6.5	715,570.9	52.9	21.8
00799.HK	IGG	4,296.1	7.3	6.9	1.4	0.7	5,737.1	80.4	19.8
02100.HK	百奧家庭互動	1,462.3	-	-	0.8	2.4	591.0	46.2	(1.7)
02400.HK	心動公司	16,138.5	18.1	15.2	6.0	2.9	5,432.0	69.4	38.4
02660.HK	禪遊科技	2,436.3	5.2	-	0.9	1.3	1,796.6	55.4	17.6
03798.HK	家鄉互動	1,373.2	-	-	0.7	0.9	1,502.2	45.4	(3.7)
06633.HK	青瓷遊戲	2,226.1	43.1	33.5	1.1	3.3	680.6	57.8	2.9
06820.HK	友誼時光	1,243.1	-	-	1.0	1.0	1,260.2	70.0	(4.2)
06933.HK	新娛科控股	71.8	-	-	0.8	1.5	48.4	4.0	(30.6)
09990.HK	祖龍娛樂	1,089.6	-	-	0.5	0.9	1,233.2	72.3	(12.9)
09999.HK	網易	531,118.0	-	14.2	-	-	114,116.5	62.5	22.6
	平均值 - 遊戲	428,627.9	19.2	17.5	1.6	2.0	70,838.4	54.0	2.2
BMBL.US	Bumble	5,185.7	3.6	7.5	0.5	0.5	8,361.8	70.2	(45.3)
MTCH.US	Match Group	55,957.1	14.2	13.0	-	2.1	27,148.9	71.5	-
YALA.US	Yalla Group	5,744.0	6.3	5.4	1.0	2.2	2,650.4	64.5	21.3
MOMO.US	Hello Group	7,459.6	6.8	5.9	1.2	0.7	11,447.9	39.0	9.7
	平均值 - 陌生人社交	18,586.6	7.7	8.0	0.9	1.4	12,402.3	61.3	(4.8)
09911.HK	赤子城科技	8,677.4	13.5	8.7	4.5	1.3	5,518.1	51.2	36.1

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- Sugo、TopTop 強勁的表現未能維持
- Mico 利潤下降
- 未能控制營銷費用
- 未能複製 Alice's Dream 成功的經驗至其他精品遊戲

財務報表

損益表					資產負債表				
(人民幣, 百萬)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	(人民幣, 百萬)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)
總收入	5,091.5	5,902.5	6,989.2	7,758.6	固定資產	92.0	95.5	84.9	76.6
<i>按年增長</i>	<i>53.9%</i>	<i>15.9%</i>	<i>18.4%</i>	<i>11.0%</i>	無形資產	597.1	609.8	580.2	550.6
直接成本	(2,483.9)	(2,840.1)	(3,381.0)	(3,759.9)	其他非流動資產	78.8	83.4	86.1	89.9
毛利	2,607.7	3,062.4	3,608.2	3,998.7	非流動資產	767.9	788.8	751.2	717.1
其他收入	4.9	2.0	2.3	1.5					
經營開支	(1,883.7)	(2,098.0)	(2,451.4)	(2,687.4)	庫存	18.2	29.5	32.1	37.9
經營溢利	728.9	966.4	1,159.0	1,312.8	應收款項	341.9	383.4	434.2	507.2
淨財務成本	57.7	89.5	103.3	130.3	現金及現金等物	2,048.6	2,341.5	2,924.6	3,579.7
聯營及合營公司	(1.7)	-	-	-	其他流動資產	406.4	729.2	1,009.3	1,300.2
其他	-	-	-	-	流動資產	2,815.1	3,483.6	4,400.2	5,425.0
稅前利潤	784.8	1,055.9	1,262.4	1,443.1					
稅項	2.9	(52.8)	(126.2)	(144.3)	總資產	3,583.0	4,272.3	5,151.4	6,142.2
淨利潤	787.8	1,003.1	1,136.1	1,298.8					
<i>按年增長</i>	<i>3.6%</i>	<i>27.3%</i>	<i>13.3%</i>	<i>14.3%</i>	長期借貸	-	-	-	-
					其他非流動負債	107.6	101.8	97.1	93.3
					非流動負債	107.6	101.8	97.1	93.3
					應付款項	382.6	391.3	465.5	525.2
					短期借貸	-	-	-	-
					其他流動負債	1,115.6	898.7	1,069.6	923.9
					流動負債	1,498.1	1,290.0	1,535.1	1,449.1
					總負債	1,605.7	1,391.9	1,632.2	1,542.4
					非控股股東權益	113.8	145.4	178.7	213.9
					控股股東權益	1,541.1	2,326.6	3,243.4	4,274.5
					總權益	1,654.9	2,472.0	3,422.1	4,488.4

現金流量表

(人民幣, 百萬)	2024 (A) 2025 (E) 2026 (E) 2027 (E)				財務比率				
	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	
稅前溢利	784.8	1,055.9	1,262.4	1,443.1	毛利率	51.2%	51.9%	51.6%	51.5%
財務成本	-	-	-	-	經營溢利率	14.3%	16.4%	16.6%	16.9%
財務收入	(57.7)	(89.5)	(103.3)	(130.3)	淨利潤率	15.5%	17.0%	16.3%	16.7%
折舊及攤銷	78.0	55.3	52.4	49.9	核心 EBITDA 利潤率	19.2%	17.5%	17.5%	17.8%
其他	226.2	52.9	(5.7)	5.0	股本回報比率	43.7%	48.6%	38.6%	32.8%
營運資金變動	31.8	(69.8)	74.3	28.7	資產回報比率	24.7%	25.5%	24.1%	23.0%
經營現金流	1,063.2	1,004.7	1,280.0	1,396.5	流動比率	187.9%	270.0%	286.6%	374.4%
					速動比率	184.6%	264.1%	281.0%	367.3%
淨資本開支	(8.8)	(245.0)	(243.2)	(243.1)	現金比率	136.7%	181.5%	190.5%	247.0%
其他	(77.9)	(260.7)	(250.0)	(250.0)	債務權益比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投資現金流	(86.8)	(505.7)	(493.2)	(493.1)	淨債務權益比率	-123.8%	-94.7%	-85.5%	-79.8%
					庫存周轉天數	52.6	54.4	56.2	58.1
股份發行	-	-	-	-	應收款項周轉天數	24.3	25.6	24.4	25.2
淨借貸	0.0	-	-	-	應付款項周轉天數	49.6	49.7	46.2	48.1
利息支出	-	-	-	-					
股息支出	(34.4)	-	-	-					
其他	(284.2)	(206.1)	(203.7)	(248.2)					
融資現金流	(318.6)	(206.1)	(203.7)	(248.2)					
股本自由現金流	1,054.0	759.7	1,036.9	1,153.3					
公司自由現金流	1,054.0	759.7	1,036.9	1,153.3					

資料來源: 公司資料、西牛證券

西牛證券是香港一家主要服務香港上市公司的券商，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式: Alphasense、FactSet、Capital IQ、Refinitiv、Wind、Choice、慧博投研資訊、同花順及發現報告。

西牛證券評級:

強烈買入	: 未來12個月絕對增長超過50%
買入	: 未來12個月絕對增長超過10%
持有	: 未來12個月絕對回報在-10%至+10%
沽售	: 未來12個月絕對下降超過10%
強烈沽售	: 未來12個月絕對下降超過50%

投資者應在閱讀本報告時假設西牛證券正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明: 本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明:

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由西牛證券有限公司(簡稱為“西牛證券”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是西牛證券或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時西牛證券發佈，且可在不通知前提下予以變更。西牛證券或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。西牛證券和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票; (2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係; 和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由西牛證券發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫西牛證券在其當地所設立之分支機構。

西牛證券有限公司版權所有©。保留所有權利。