

计算机

2025 年 06 月 30 日

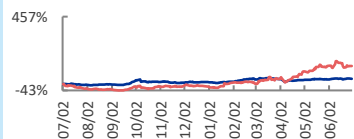
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 06 月 30 日

收盘价（港币）	9.83
恒生中国企业指数	8678.3
52 周最高/最低（港币）	11.50/2.50
H 股市值（亿港元）	138.96
流通 H 股（百万股）	1,412.18
汇率（人民币/港币）	1.0966

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
赵航 A0230522100002
zhaohang@swsresearch.com

联系人

赵航
(8621)23297818x
zhaohang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

赤子城科技 (09911)

——社交先锋，淘金中东

- **赤子城科技是行业领先的社交出海公司，致力于让全球每个人都能享受更美好的社交娱乐生活。**公司深耕海外市场，由移动工具向社交应用业务转型社交业务，已打造多款优质社交产品。MICO/YoHo/Blued 贡献业绩基本盘，TopTop/SUGO 高速增长；创新业务中旗舰游戏业务取得突破。公司深耕中东北非市场，同时积极布局东南亚、欧美、日韩等地区。
- **社交业务是公司的基石。**1) 泛人群社交业务：公司致力于丰富产品矩阵，目前已推出 4 款差异化产品，分别是直播娱乐社交平台 MICO、多人语音社交平台 YoHo、多人游戏社交平台 TopTop、音视频陪伴社交平台 SUGO。其中 MICO 和 YoHo 运营多年，产品进入成熟期，通过利润率的提升贡献业绩基本盘。TopTop 和 SUGO 处在增长期，根据公司 2024 年财报，TopTop 全年营收同增超 100%；SUGO 营收同增超 200%，平均月流水突破 1000 万美元，成为公司第 2 款月流水千万美元级别的产品；2) 多元人群社交业务：成功收购蓝城兄弟，打造领先的 LGBTQ+社区。2023 年，公司正式完成对蓝城兄弟的收购，公司正式布局多元人群社交赛道，旗下共包括三款产品：Blued（中国领先的 LGBTQ+社区）、HeeSay（全球第二大的 LGBTQ+社区）、Finka（定位高端交友平台）。
- **创新业务和 AI 布局值得期待。**2024 年创新业务营收 4.6 亿元，同比增长 21%，其中精品游戏总流水达 7 亿元（同比+80%），旗舰游戏《Alice's Dream: Merge Island》全年流水同比增长超 60%，进入 Sensor Tower 中国手游海外收入 TOP30。AI 赋能产品运营，促进商业化效率提升已有成功案例。公司高度重视 AI 的研发应用，1) 自研多模态算法模型 Boomiiix 显著提升了用户偏好识别，带动 SUGO 2024 年末 ARPU 较年初提升超 20%。2) 推出 AI 编程新产品 AiPPY，定位“0 代码的内容创意社区”。
- **中东“世俗化”市场红利背景下，公司产品运营深耕本地化。**中东北非市场“有钱有闲”，社交消费潜力较高。我们看好赤子城在中东北非优势地区的市场份额进一步提升：1) 运营深耕本地化，致力于提升产品的用户数据和商业化效率；2) “产品+国家”复制加速产品矩阵拓展，通过孵化新产品，挖掘增量用户，拉动整体社交用户大盘的提升。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.5/12.5/15.3 亿元。采用相对估值法；给予赤子城科技 2025 年目标 PE 16x，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 行业竞争加剧，现有用户流失和新品研发不及预期风险；2) 全球宏观经济不景气影响用户付费风险；3) 市场拓展不及预期风险。

财务数据及盈利预测

人民币(亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	33.1	50.9	69.0	85.1	102.1
同比增长率 (%)	18%	54%	35%	23%	20%
归母净利润	5.1	4.8	9.5	12.5	15.3
同比增长率 (%)	294%	-6%	98%	31%	22%
每股收益 (元)	0.45	0.42	0.67	0.88	1.08
毛利率 (%)	52%	51%	52%	52%	52%
ROE (%)	26%	29%	24%	23%	21%
市盈率 (倍)					

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

预计我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.5/12.5/15.3 亿元。采用相对估值法；给予赤子城科技 2025 年目标 PE 16x，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

收入端：

1) 泛人群社交：公司将孵化新产品+优化现有产品矩阵来强化公司的竞争力。我们预计，2025-2027 年，泛人群社交业务收入增速为 44%/27%/22%

2) 多元人群社交：公司目标加强东南亚市场的领导地位，并提升盈利水平，通过自研优化+外延并购，强化海外的产品力。我们预计，2025-2027 年，多元人群社交业务收入增速为 17%/13%/12%

3) 创新业务：2024 年合成手游实现 0 到 1 的突破。未来展望：将 Alice's Dream 的成功经验迁移到新产品，打造长生命周期爆款新游戏；社交电商和 AI 新产品有望快速发展。我们预计，2025-2027 年，创新业务收入增速为 30%/20%/20%。

毛利率：我们预计公司 25-27 年整体毛利率分别为 52%/52%/52%。1) 社交业务：考虑到 MICO、YoHo、Blued 等产品进入成熟期，TopTop、SUGO、HeeSay 等产品仍在高速增长阶段；我们预计 25-27 年社交业务毛利率分别为 51%/51%/51%。2) 创新业务：考虑到社交电商收入占比提升，预计 25-27 年创新业务毛利率分别为 65%/65%/65%。

有别于大众的认识

1) 市场对公司中长期业绩持续性和成长性存在分歧。

我们认为：公司不断完善打造成功社交产品的方法论，且中东北非、东南亚地区处在社交应用产品红利阶段，公司用过产品矩阵的扩充以及深耕本地化运营，社交份额有望进一步提升；

2) 公司的多元人群社交业务有望给带来较大市值弹性。LGBTQ+群体具备高收入、高消费等特征，公司在海外市场的用户规模提升以及商业化潜力较大。

股价表现的催化剂

1) 公司孵化的新产品数据超预期；

2) 公司位于成长期的产品运营数据超预期。

核心假设风险

1) 行业竞争加剧，现有用户流失和新品研发不及预期风险；2) 全球宏观经济不景气影响用户付费风险；3) 市场拓展不及预期风险。

目录

1. 全球泛娱乐社交领军，深耕中东北非市场.....	5
1.1 历史沿革：出海先锋，由移动工具向社交应用业务转型	5
1.2 创始人多次增持股份彰显长期信心	6
1.3 财务分析：社交业务为公司业绩核心驱动力	7
2. 中东“世俗化”市场红利，产品运营深耕本地化.....	8
2.1 中东北非市场“有钱有闲”，社交消费潜力较高.....	8
2.2 泛人群社交业务为基石，“产品+国家”复制加速产品矩阵拓展	9
2.3 多元人群社交：领先的 LGBTQ+社区，积极开拓海外市场.....	11
2.4 创新业务：旗舰三消游戏表现亮眼，有望进入盈利周期	12
2.5 高度重视 AI 技术，推出 AI 新产品 AiPPY	13
3. 盈利预测与估值.....	14
4. 风险提示	15
5. 附表	15

图表目录

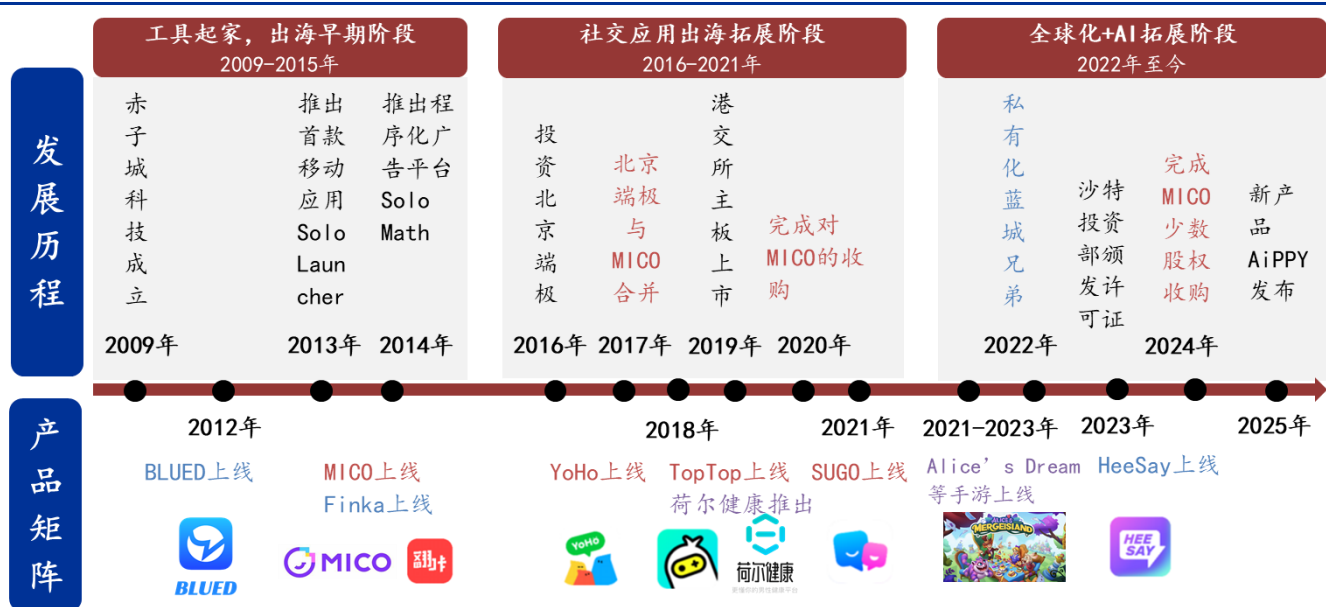
图 1：公司历史沿革与产品矩阵	5
图 2：公司股权结构（截至 2024 年底）	6
图 3：公司营业收入及变化率（百万元，%）	7
图 4：近几年核心业务结构（百万元）	7
图 5：公司近几年净利润及利润率变化（百万元，%）	8
图 6：公司近几年毛利率	8
图 7：“中东六国” 2023 年人均 GDP（万美元）	8
图 8：中东与北非国家互联网个人用户数占总人口比重	8
图 9：核心产品分布情况	9
图 10：本土化运营中心	9
图 11：泛人群社交收入结构（产品）	10
图 12：泛人群社交收入结构（地区）	10
图 13：公司社交应用下载量和增速	10
图 14：公司社交应用 MAU 和增速	10
图 15：全球 LGBTQ+ 人群数量及地区分布（百万）	11
图 16：LGBTQ+ 人群消费能力较强	11
图 17：Blued+HeeSay 全球下载量（次）	12
图 18：公司旗舰合成游戏	13
表 1：公司业务简介	5
表 2：公司收入拆分及预测（亿元）	14
表 3：可比公司估值表（截至 25/6/27 收盘）	15
表 4：利润表（人民币百万元）	15

1. 全球泛娱乐社交领军，深耕中东北非市场

1.1 历史沿革：出海先锋，由移动工具向社交应用业务转型

赤子城科技是行业领先的社交出海公司，致力于让全球每个人都能享受更美好的社交娱乐生活。公司深耕海外市场，由移动工具向社交应用业务转型社交业务，已打造多款优质社交产品。MICO/YoHo/Blued 贡献业绩基本盘，TopTop/SUGO 高速增长；创新业务中旗舰游戏业务取得突破。公司深耕中东北非市场，同时积极布局东南亚、欧美、日韩等地区。

图 1：公司历史沿革与产品矩阵



资料来源：公司官网，公司历年财报，申万宏源研究

公司主业分为社交业务和创新业务。1) 泛人群社交业务：公司致力于丰富产品矩阵，目前已推出 4 款差异化产品，分别是直播娱乐社交平台 MICO、多人语音社交平台 YoHo、多人游戏社交平台 TopTop、音视频陪伴社交平台 SUGO。其中 MICO 和 YoHo 运营多年，产品进入成熟期，通过利润率的提升贡献业绩基本盘。TopTop 和 SUGO 处在增长期，根据公司 2024 年财报，TopTop 全年营收同增超 100%；SUGO 营收同增超 200%，平均月流水突破 1000 万美元，成为公司第 2 款月流水千万美元级别的产品；2) 多元人群社交业务：成功收购蓝城兄弟，打造领先的 LGBTQ+社区。2023 年，公司正式完成对蓝城兄弟的收购，公司正式布局多元人群社交赛道，旗下共包括三款产品：Blued（中国领先的 LGBTQ+社区）、HeeSay（全球第二大的 LGBTQ+社区）、Finka（定位高端交友平台）。

表 1：公司业务简介

业务划分	泛人群社交业务	多元人群社交业务	创新业务
------	---------	----------	------

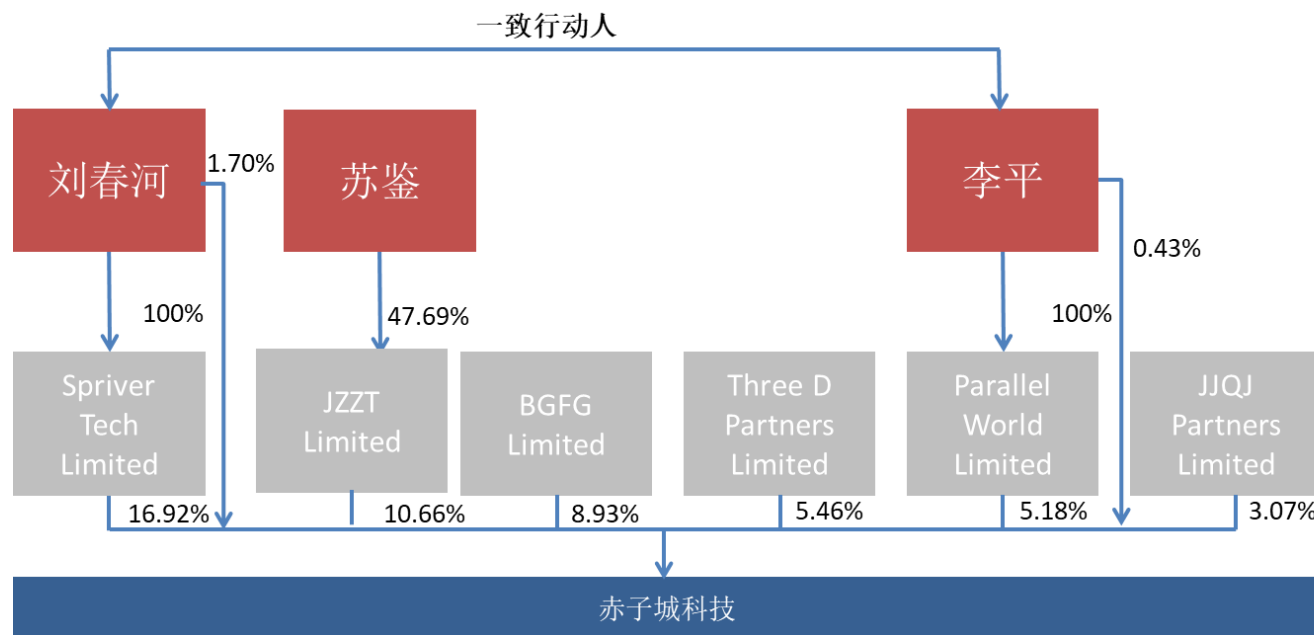
核心关注	2024 年收入占比约 70%，核心关注后发产品 TopTop、SUGO 增量贡献，以及公司新社交产品孵化					2024 年收入占比约 20%，核心关注海外品牌 HeeSay 拓展			2024 年收入占比约 10%，2025 年有新游戏储备		
产品	MICO	YoHo	TopTop	SUGO	其他孵化新品	Blued	Finka	Heesay	IAP 游戏：Alice's Dream: Merge Island 等	IAA 游戏：Bubble Shooter Star 等	社交电商：荷兰健康
上线时间	2014 年	2018 年	2019 年	2021 年		2012 年	2014 年	2023 年	2022 年	2021 年	2019 年
主要面向市场	全球化	中东北非、泛东南亚、欧洲	中东北非	全球化		中国	中国	泛东南亚	海外	海外	中国
产品阶段	成熟期	成熟期	增长期	增长期	开发测试期	成熟期	增长期	增长期	增长期	增长期	增长期
产品定位	直播娱乐社交	多人语音房社交	游戏社交	1V1 匹配音视频陪伴社交		LGBTQ+ 社区	匹配交友，与 Blued 互补	LGBTQ+ 社区	合成类手游	消除类、解密类等	B2C 电商
变现模式	直播打赏	语音房中用户打赏	游戏充值及用户间打赏	文字按句数、音频按分钟收费		直播打赏、会员订阅、广告			IAP	IAA	产品销售
产品特点	成熟的本地化运营	Majlis (在线议会) 模式，主打穆斯林群体	UGC 模式为主，游戏社交协同	精准用户匹配，多种主题聊天室和趣味话题		用户规模较大，用户粘性较强			深耕合成类休闲手游，产品回收周期加速		互联网 + HIV 预防
竞品	Tiktok、Bigolive 等	Yalla 等	WePlay、Yalla Ludo 等	相对稀缺		国内市占率领先	/	Grindr 等	/		美团买药等

资料来源：公司官网，公司历年财报，申万宏源研究

1.2 创始人多次增持股份彰显长期信心

公司创始人及董事长刘春河与执行董事李平为一致行动人，合计持股占比 24.23%。董事长近几年多次增持，1) 2021 年 9 月，通过全资控股公司 Spriver Tech Limited 增持 200 万股，锁定期限 3 年；2) 2021 年 11 月，通过全资控股公司 Spriver Tech Limited 增持 200 万股，锁定期限 3 年；3) 2022 年 5 月内累计增持公司股份达 90 万股，增持股份均锁定三年。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年底）



1.3 财务分析：社交业务为公司业绩核心驱动力

公司分为米可世界（泛人群社交），蓝城兄弟（多元人群社交）和索洛幻想（创新业务）三大事业部，产品按项目制运营。**收入角度：**社交业务主导营收增长。公司近五年营收保持高速增长，2020-2024 年营收 CAGR 达 44%，其中社交业务为核心，收入占比稳定在 85%以上。

- 社交为支柱业务。2024 年社交业务收入 46.3 亿元，同比增长 58%，占总营收 91%。
1) MICO、YoHo 等成熟产品在中东北非、东南亚市场流量稳健，依托本地化内容运营(如阿拉伯语直播、宗教节日活动等)，收入基本盘稳定，利润率稳中有升。2) TopTop 和 SUGO 高速增长，2024 年收入增速翻倍以上，2025 年仍有望保持较高增速。
- 创新业务亦有表现亮眼。2024 年创新业务营收 4.6 亿元，同比增长 21%，其中精品游戏总流水达 7 亿元（同比+80%），旗舰游戏《Alice's Dream: Merge Island》全年流水同比增长超 60%，进入 Sensor Tower 中国手游海外收入 TOP30。

图 3：公司营业收入及变化率（百万元，%）

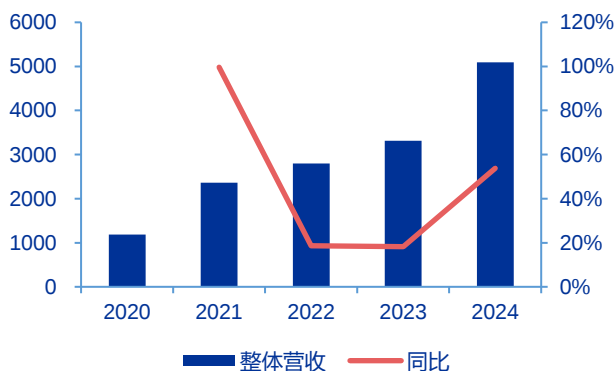
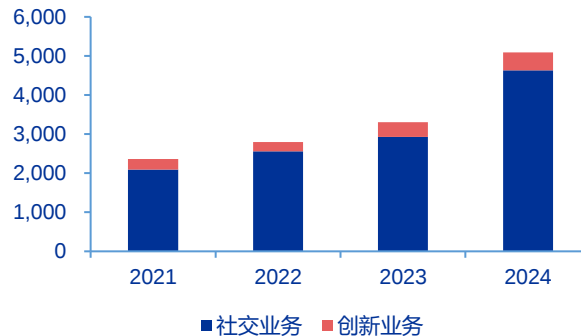


图 4：近几年核心业务结构（百万元）

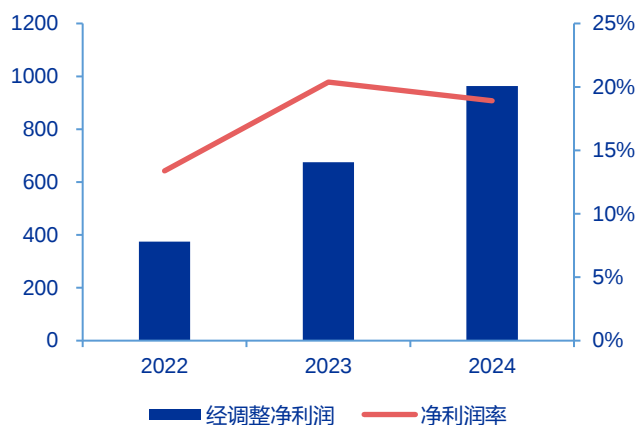


资料来源：公司财报，申万宏源研究

资料来源：公司财报，申万宏源研究

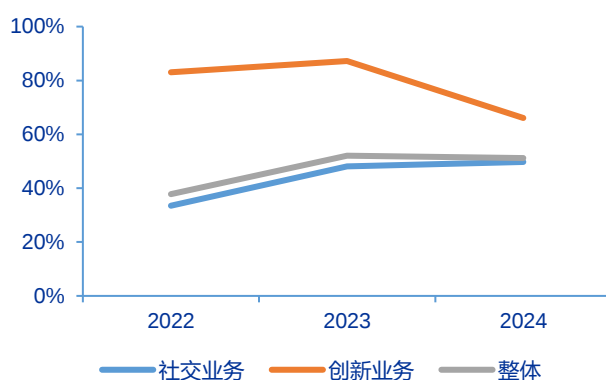
利润角度：净利润规模高速增长，毛利率总体稳中有升。 公司近三年整体毛利率总体稳中有升的特征，核心得益于规模效应与 AI 等技术驱动的成本优化。公司 2024 年整体毛利率略有下滑，主要由于收入结构变化影响（毛利率较低的社交电商业务收入占比提升）。

图 5：公司近几年净利润及利润率变化（百万元，%）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 6：公司近几年毛利率



资料来源：公司财报，申万宏源研究

2. 中东“世俗化”市场红利，产品运营深耕本地化

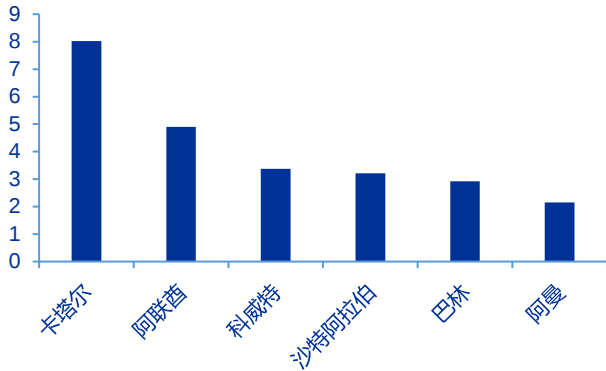
2.1 中东北非市场“有钱有闲”，社交消费潜力较高

中东北非地区 (MENA Middle East and North Africa) 的社交媒体市场前景光明。

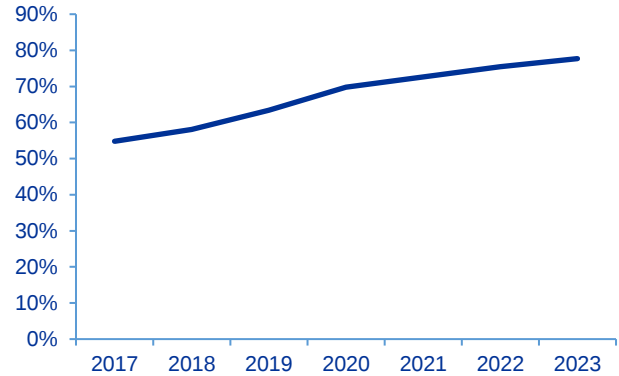
- 1) 人口结构和基础网络优势：**中东北非地区年轻的人口结构和完善的互联网基础设施奠定了基础。年轻一代对社交媒体的接受度高，热衷于通过各种平台进行社交互动、信息获取和娱乐消费。
- 2) 经济基础优势：**海湾六国（沙特阿拉伯、阿联酋、卡塔尔、科威特、阿曼、巴林）2023 年人均 GDP 均超 2W 美元，消费者具有较强的购买力。
- 3) 数字化转型积极：**中东国家将数字经济作为国家战略转型的核心。卡塔尔通过“2030 国家愿景”大力投资媒体基础设施，卡塔尔媒体城与华为合作打造的智能媒体园区。沙特阿拉伯通过“2030 愿景”推动数字媒体与电商融合，成为区域标杆。此外，阿联酋、科威特等国也将数字化列为国家愿景重点，通过 5G 和人工智能技术的深化应用，推动社交媒体业态进一步发展。
- 4) 线上娱乐需求大：**宗教文化习俗背景下，线下社交娱乐有限，线上市场需求大、潜力高。

图 7：“中东六国”2023 年人均 GDP（万美元）

图 8：中东与北非国家互联网个人用户数占总人口比重



资料来源：wind，世界银行，申万宏源研究



资料来源：wind，世界银行，申万宏源研究

公司深耕本地化运营，产品矩阵不断丰富。公司打造“社交+”产品矩阵，运营中心全球布局，组织能力+产品运营深耕本地化，对细分市场理解深刻。根据公司官网，公司已建立超 20 个全球运营中心，拥有超 10 亿用户，覆盖全球超 150 个国家和地区，为其商业扩张提供支撑。

- **产品：**1) 根据语言、文化、宗教、兴趣等因素优化产品；2) 根据当地需求和用户习惯，打磨产品功能。
- **团队：**1) 经验丰富的运营专家和本地人才；2) 合规意识：与当地监管部门的及时沟通。
- **运营：**1) 持续完善本土运营策略；2) 履行企业社会责任和义务。

图 9：核心产品分布情况



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 10：本土化运营中心



资料来源：公司官网，申万宏源研究

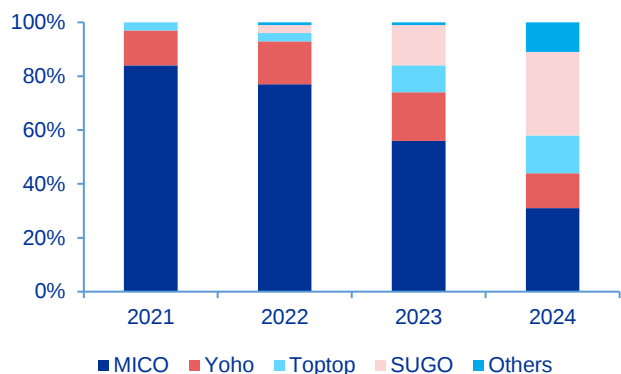
2.2 泛人群社交业务为基石，“产品+国家”复制加速产品矩阵拓展

公司打造“产品+国家”复制发展路径。有别于熟人社交平台的高度集中，泛娱乐社交因为场景多元，一个市场会呈现多款产品并存的情况，再叠加全球几百个国家/地区，因此需要针对不同市场推出差异化、本地化的产品。公司采取“产品+国家”复制的模式：1)

产品复制战略,即将一款产品的研发方向/经营模式被验证后,可以应用到后续的新产品上,从而缩短新产品研发周期、降低研发成本,同时可以快速试错,并增加产品成功几率。2) 国家复制战略:即产品在一个国家/地区取得一定进展后,再将其复制到新市场“以点带面”,进而通过本地化的运营加速推广。

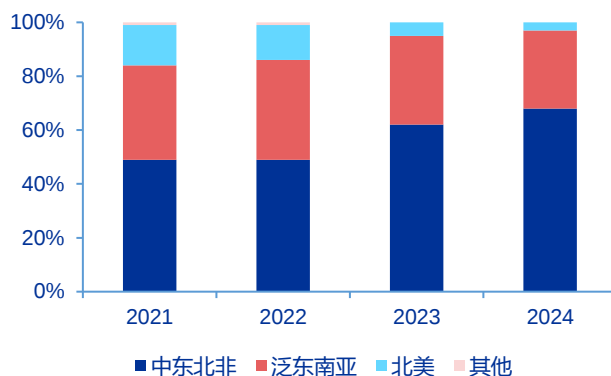
中东北非基本盘稳固,全球化战略纵深发展。2024 年下半年,公司在沙特利雅得设立了中东北非区域总部,成为首家在该地区获得沙特投资部(MISA)颁发区域总部许可证(RHQ License)的全球化社交娱乐公司。从公司泛人群社交收入地区结构来看,2021 年以来,中东北非地区占比持续增长,2023 年以来已超过 60%。此外,公司积极开拓东南亚、日韩、北美等市场;公司目前形成了“中东北非核心+东南亚支点+北美日韩增量”的全球化发展体系。

图 11: 泛人群社交收入结构 (产品)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 12: 泛人群社交收入结构 (地区)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

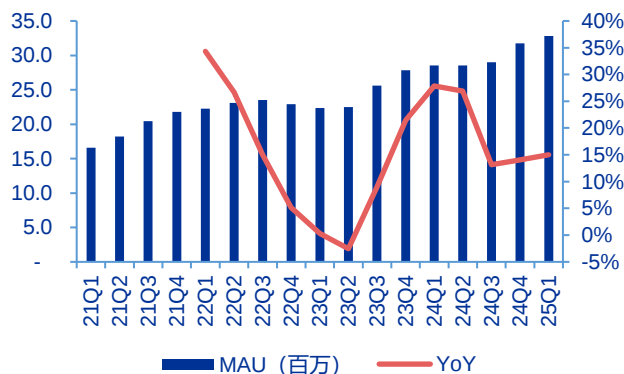
公司泛人群社交业务通过深入扎根本地和垂类产品创新,形成以 MICO、YoHo、TopTop 和 SUGO 为代表的社交产品“灌木丛”。公司坚持内部产品的迭代与孵化,不断推出新产品使用及社交功能创新,通过多元产品矩阵、AI 技术赋能、本地化运营实现业务的稳健增长。2021 年以来,公司社交应用的活跃用户数量稳步提升,2025Q1 公司社交应用 MAU 达 3283.5 万,环比 2024Q4 增长约 3.4%。

图 13: 公司社交应用下载量和增速



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 14: 公司社交应用 MAU 和增速



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

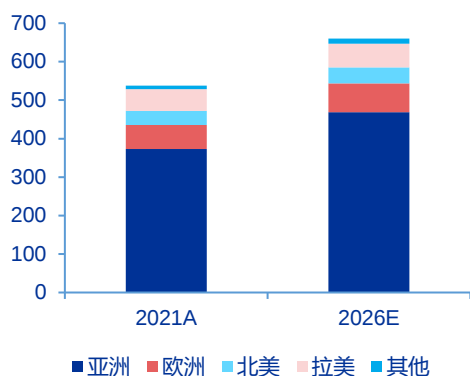
Mico、YoHo 是现金牛产品，关注利润率提升趋势。1) MICO 为公司首款泛人群社交 APP，历经多年发展已步入成熟期。MICO 2014 年上线，定位基于兴趣和位置的社交平台，进入东南亚、中东等地，快速积累千万用户。后续 MICO 逐步加入泛娱乐元素，融入了直播、短视频、游戏等多种社交场景，实现了营收的大幅增长，并于 2019 年起拓展欧美、日韩等市场，进一步完善全球布局。2) YoHo：语音房社交产品，满足非露脸线上社交需求。YoHo 的主要产品功能包括：1) 群语音聊天：用户可创建主题标签（如音乐、真心话大冒险等）的声音房间，邀请他人加入，通过语音或文字互动，营造沉浸式社交体验；2) 匿名聊天：支持匿名身份参与，降低用户社交门槛，特别适合陌生人社交场景，吸引更多首次尝试语音互动的用户；3) 本地化内容：针对核心市场如中东，提供本地化玩法和内容运营。例如中东主题语音房间和文化活动。截至目前，MICO 和 YoHo 逐步进入成熟期，为公司贡献稳定现金流和利润，后续重点关注精细化运营后，这两块业务的利润率提升节奏。

TopTop 和 SUGO 处于高速成长期。1) TopTop：游戏社交产品，2024 年收入同增超 100%。产品形态：差异化的游戏社交产品，目前已拥有 Jackaroo, Ludo, Dominoes 等十余款休闲游戏，用户可以加入各种语音房间与其他玩家同时进行游戏和互动，形成社交 UGC 生态。变现模式：平台内的游戏分为免费版和 Battle 版，Battle 版需要额外的增值服务，此外用户间可以互相打赏礼物。2) SUGO：陪伴社交平台，满足用户私密交友需求。产品形态：主打实名认证、高效匹配、动态发布、多种互动等，是一款全球用户适配的 1V1 社交陪伴产品。变现模式：按文字聊天句数、语音聊天时长进行充值收费，后续有望通过更多商业化场景的新增来增加变现机会。产品特色：采取如女性免费入驻、男性收费等微创新模式，盘活用户参与度。根据公司财报，2024 年 SUGO 收入同比增长超 200%，平均月流水已突破 1,000 万美元，成为公司第二款月流水千万美元级别的产品；TopTop 2024 年收入同比增长超 100%。**后续展望：**1) TopTop 和 SUGO 的用户数和付费仍有较大提升空间；2) AI 赋能下，产品匹配效率提升。根据公司财报，其自研多模态算法模型 Boomix 显著提升了用户偏好识别，带动 SUGO 2024 年末 ARPU 较年初提升超 20%。我们认为 SUGO 的 AI 赋能帮助其实现了更精准的社交匹配和内容推荐，其本地化运营优势也较通用社交平台更为显著，预期用户规模将持续增长。

2.3 多元人群社交：领先的 LGBTQ+社区，积极开拓海外市场

LGBTQ+群体具备高收入、高消费等特征，规模持续增长。多元人群社交市场是基于特定人群的社交文化和需求所产生的经济模式，指围绕多元人群的社交需求而形成的市场。据弗若斯特沙利文统计，2021 年全球多元人群规模为 5.38 亿人，预计在 2026 年达到 6.6 亿人。用户画像角度：LGBTQ+人群具备年轻、高学历、高收入等特征，消费能力和意愿均较强。

图 15：全球 LGBTQ+人群数量及地区分布（百万） 图 16：LGBTQ+人群消费能力较强



55%

LGBTQ成年用户使用过约会软件

54%

18-49岁用户比例

55%

拥有学士学位的男同用户比例

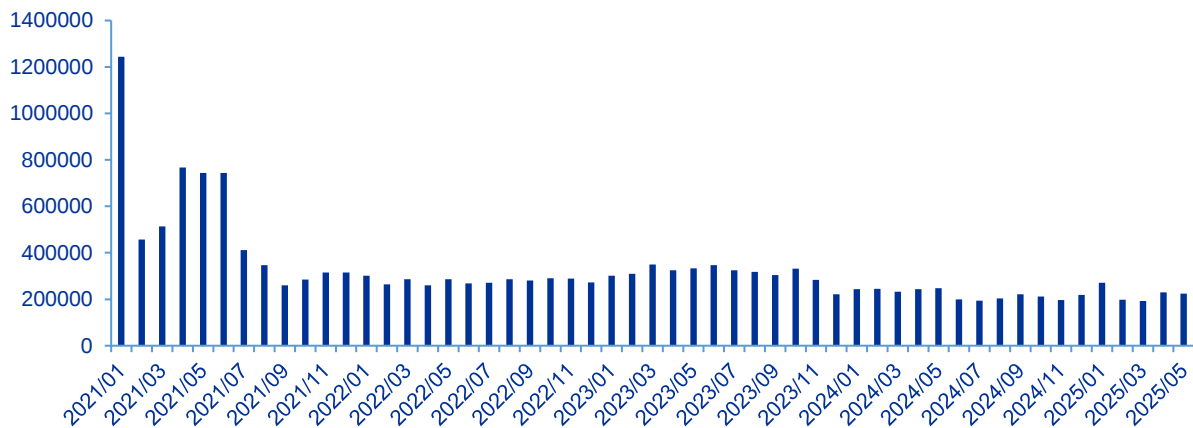
- 高学历、高收入、热衷于享受生活
- 年轻且高价值的庞大用户群体
- 强用户粘性和强付费能力

资料来源：Frost & Sullivan，申万宏源研究

资料来源：Nimble Appgenie，申万宏源研究

Blued 在国内的市占率领先，海外品牌 HeeSay 正在快速拓展。1) Blued：中国领先的 LGBTQ+社区。Blued 在 2012 年正式上线，通过直播、会员、广告等方式变现；通过十余载的运营，在国内份额保持领先。2) HeeSay：全球第二大的 LGBTQ+社区，覆盖 70 多个国家和地区，运营至今累计实现超过 4000 万次成功匹配。**HeeSay 对比 Grindr：主打市场和变现方式有所差异。**1) HeeSay 定位亚洲及新兴市场，Grindr 以欧美成熟市场为核心。2) 变现模式方面：HeeSay 通过直播打赏、会员服务、广告、健康服务等多元化方式变现；Grindr 的收入结构较为单一，主要依靠会员订阅，广告收入占比相对较小。

图 17：Blued+HeeSay 全球下载量（次）



资料来源：点点数据，申万宏源研究

2.4 创新业务：旗舰三消游戏表现亮眼，有望进入盈利周期

公司创新板块主要包括精品游戏业务和社交电商业务。2024 年公司创新业务实现营收 4.60 亿元,同比增长 21.3%。其中精品游戏业务实现重要突破,全年总流水达 7.05 亿元,同比增长 80.4%。旗舰游戏《Alice's Dream: Merge Island》2024 年流水同比增长超 60%,并多次进入 Sensor Tower 中国手游海外收入 TOP30 榜单。电商业务方面,围绕隐私健康领域的互联网社区平台荷尔蒙健康,已成长为国内头部平台。后续展望,公司将 Alice's

Dream 的成功经验迁移到新产品，打造长生命周期的新品游戏，公司的创新业务有望进入盈利周期。

图 18：公司旗舰合成游戏



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.5 高度重视 AI 技术，推出 AI 新产品 AiPPY

AI 赋能产品运营，促进商业化效率提升已有成功案例。2024 年，公司加大对 AI 的研究及应用，加持公司 AI 引擎，赋能产品研发、运营、推广的全业务流程，有效提升用户体验、产品研发效率、广告投放效率等，为公司带来了更好的商业化表现。根据公司 2024 年财报，自研多模态算法模型 Boomix 显著提升了用户偏好识别，带动 SUGO 2024 年末 ARPU 较年初提升超 20%。

推出 AI 新产品 AiPPY，定位“0 代码的内容创意社区”。1) 降低使用门槛：没有编程经验的用户也可以通过“一句话”的方式将自己的想法编程化并实现应用部署；2) 多数平台作品公开且开源，支持用户分享、点赞、评论和二创，具备用户互动的社群属性。3) 现有作品包括：网站、小游戏、社交应用、饭店管理系统、模拟 WinXP、模仿物理现象等。AiPPY 当前主要面向欧美英语市场。初步面向 P 端专业用户，例如产品经理、设计师/艺术家等，后续伴随能力提升，有望实现用户下沉。商业化：目前采取免费+订阅的形式。我们认为 AiPPY 深度融合公司技术实力+用户需求理解两大优势积累，后续展望，AiPPY 中的创意内容有望为公司提供创新灵感，并赋能部分 UGC 生态，与公司主业形成协同效应，形成公司内部的 AI 飞轮。

3. 盈利预测与估值

关键建设：

收入端：

- 1) 泛人群社交：2024 年凭借强大的本地化运营能力，泛人群社交业务在中东北非地区的收入同比增长约 60%。2024 年，SUGO 营收同比增长约 200%，利润同比增长超 400%；TopTop 营收同比增长约 100%。未来展望：公司将孵化新产品+优化现有产品矩阵来强化公司的竞争力。我们预计，2025-2027 年，泛人群社交业务收入增速为 44%/27%/22%
- 2) 多元人群社交：2024 年蓝城兄弟海外业务快速拓展，国内业务稳健成长。国内 Blued 专注精细化运营，探索新场景，巩固国内领先地位，大健康业务实现全渠道覆盖，规模和利润率有所提升。海外品牌 Heesay 提升品牌影响力，覆盖高价值市场和用户。未来展望：公司目标加强东南亚市场的领导地位，并提升盈利水平，通过自研优化+外延并购，强化海外的产品力。我们预计，2025-2027 年，多元人群社交业务收入增速为 17%/13%/12%
- 3) 创新业务：2024 年合成手游实现 0 到 1 的突破。未来展望：将 Alice's Dream 的成功经验迁移到新产品，打造长生命周期爆款新游戏；社交电商和 AI 新产品有望快速发展。我们预计，2025-2027 年，创新业务收入增速为 30%/20%/20%。

毛利率：我们预计公司 25-27 年整体毛利率分别为 52%/52%/52%。1) 社交业务：考虑到 MICO、YoHo、Blued 等产品进入成熟期，TopTop、SUGO、HeeSay 等产品仍在高速增长阶段；我们预计 25-27 年社交业务毛利率分别为 51%/51%/51%。2) 创新业务：考虑到社交电商收入占比提升，预计 25-27 年创新业务毛利率分别为 65%/65%/65%。

表 2：公司收入拆分及预测（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
整体收入	33.1	50.9	69.0	85.1	102.1
同比	18%	54%	35%	23%	20%
泛人群社交	20.5	32.9	47.3	60.1	73.6
同比	-20%	60%	44%	27%	22%
多元人群社	8.8	13.4	15.7	17.8	19.9
同比		53%	17%	13%	12%
创新业务	3.8	4.6	6.0	7.2	8.6
同比	56%	21%	30%	20%	20%
毛利率	52%	51%	52%	52%	52%

资料来源：wind，申万宏源研究

首次覆盖，给予“买入”评级。 综上，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.5/12.5/15.3 亿元。采用相对估值法，可比公司选取雅乐集团、挚文集团、欢聚和腾讯控股。雅乐集团和赤子城的社交业务都聚焦于海外特定区域，并积极探索游戏领域；挚文集

团和赤子城均以社交业务为核心；欢聚和赤子城均有多元化的产品社交产品矩阵；腾讯和赤子城均借助其社交平台的用户基础来推广旗下的游戏产品，在社交业务和游戏业务的协同发展上具有相似性。四家可比公司均为主营社交业务叠加休闲游戏或文化娱乐拓展业务，并积极布局海外业务。考虑到 1) 中东“世俗化”市场红利背景下，公司社交产品份额提升潜力较大；2) 创新业务和 AI 赋能提效值得期待；3) ROE 水平相对较高；我们给予公司 2025 年 16 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值表（截至 25/6/27 收盘）

证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			ROE（%）	
		2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E
雅乐科技	78	9.8	10.3	10.9	11.2	8	7	7	19	20
挚文集团	98	10.4	11.9	12.5	13.0	8	8	8	9	10
欢聚	189	(10.6)	15.2	18.2	19.5	12	10	10	(3)	4
腾讯控股	42093	1940.7	2108.9	2393.6	2674.7	20	18	16	20	20
平均值						12	11	10	11	13
赤子城科技	127	4.8	9.5	12.5	15.3	13	10	8	29	24

资料来源：各公司财报，wind，bloomberg，申万宏源研究

注：可比公司归母净利润预测来源于彭博预测，赤子城科技预测来自申万宏源研究；

4. 风险提示

1) **行业竞争加剧，现有用户流失和新品研发不及预期风险。**公司面临行业快速发展的竞争，若竞品快速发展以及公司运营能力不足、战略判断失误等有可能造成现有用户的流失；若公司无法准确把握市场需求继续保持研发创新，则有可能面临较大的竞争和增长压力。

2) **全球宏观经济不景气影响用户付费风险。**宏观经济若下行导致用户收入受损，付费意愿可能下降。

3) **市场拓展不及预期风险。**当前公司主要聚焦于中东北非、东南亚等市场，若日韩、欧美等其他海外市场拓展速度和效果不及预期，则有可能影响公司未来增长性。

5. 附表

表 4：利润表（人民币百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	3308	5092	6898	8510	10209
收入成本	(1586)	(2484)	(3296)	(4070)	(4882)
毛利	1722	2608	3601	4441	5327
销售及营销成本	(688)	(1295)	(1780)	(2153)	(2552)
行政开支	(172)	(239)	(310)	(383)	(449)
研发开支	(315)	(335)	(441)	(545)	(643)
其他收入					

除所得税前利润	614	785	1139	1445	1764
所得税开支	(12)	3	(57)	(72)	(88)
年度净利润	602	683	1127	1734	2133
本公司权益持有人	790	790	790	790	790
非控股权益	89	307	130	124	151
归母净利润	513	480	952	1249	1525

资料来源：公司财报，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。