

赤子城科技 (09911.HK)

2025 年上半年财报点评：社交业务强劲，毛利率显著提升

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,308	5,092	6,772	8,082	9,239
同比(%)	18.12	53.92	33.01	19.35	14.31
归母净利润（百万元）	512.85	480.31	950.14	1,247.73	1,530.06
同比(%)	294.09	(6.34)	97.82	31.32	22.63
EPS-最新摊薄（元/股）	0.36	0.34	0.67	0.88	1.08
P/E（现价&最新摊薄）	29.41	31.40	15.87	12.09	9.86

投资要点

- **事件：**赤子城科技发布 2025 年上半年中期业绩报告。2025 年上半年，公司实现总收入同比增长 40.0%至 31.8 亿元（人民币，下同），期内利润同比增长 30.8%至 5.1 亿元，归母净利润同比大幅增长 117.8%至 4.9 亿元，经调整 EBITDA 同比增长 44.0%至 6.5 亿元。业绩的强劲增长主要得益于社交业务的稳固发展和创新业务的加速增长。
- **社交业务强劲发展，创新业务增长提速，毛利率显著提升：**1) 社交业务作为公司基本盘，25H1 收入同比增长 37.0%至 28.3 亿元。公司持续推进“产品复制+国家复制”策略，25H1 核心产品在中东北非市场的收入同比增长超过 60%。旗下产品矩阵表现出色，其中 1V1 社交平台 SUGO 和游戏社交平台 TopTop 在 25H1 收入同比增长均超 100%，且 SUGO 利润同比提升超 150%，TopTop 利润同比提升超 100%。2) 创新业务的第二增长曲线愈发清晰，25H1 收入达人民币 3.47 亿元，同比增长 70.5%。增长主要来源于精品游戏业务进入长线运营和盈利回收期，以及社交电商业务（荷尔健康）的快速发展。3) 2025H1 公司整体毛利率同比提升 5.6pct 至 55.8%。主要得益于组织架构升级带来的资源配置优化和经营效率提高。其中，25H1 社交业务毛利率同比提升 4pct 至 53.6%；25H1 创新业务毛利率大幅提升 18.4pct 至 73.7%，得益于流量变现业务、社交电商业务的稳步发展一级集团自研精品游戏带来的贡献。
- **AI 技术深度赋能，研发与市场投入加大：**1) AI 赋能业务：公司不断深化 AI 技术在业务中的应用。自研多模态算法模型 Boomix 持续升级，在提升社交匹配效率、运营智能化方面效果显著。同时，公司内部广泛应用 AIGC 工具，大幅提升设计等环节的效率。2) 费用开支：为推广社交业务及拓展新市场，25H1 销售及市场推广开支同比增加 108.0%至 10.0 亿元，费用率同比提升 10pct 至 32%。25H1 研发开支保持平稳，同比微增 2.3%至 1.7 亿元，费用率同比下降 1.9pct 至 5.3%。25H1 一般及行政开支同比增加 15.2%至 1.2 亿元，费用率同比下降 0.9pct 至 3.8%。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为，继续深化社交产品组合的多元化策略，有助于公司巩固在中东北非等优势市场的领先地位。同时，精品游戏和社交电商等创新业务是值得期待的第二增长曲线。我们认为，公司“社交+创新”双轮驱动的业务模式清晰，全球化和本地化运营能力是其核心壁垒。AI 技术的深度应用有望持续优化公司运营效率和用户体验，带来长期价值。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测为 9.5/12.5/15.3 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分比为 16/12/10 倍；维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，海外市场扩张的不确定性，监管风险。

2025 年 09 月 02 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

证券分析师 张文雨

执业证书：S0600525070007
zhangwy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	11.71
一年最低/最高价	2.50/12.45
市净率(倍)	7.55
港股流通市值(百万港元)	15,081.77

基础数据

每股净资产(元)	1.41
资产负债率(%)	45.22
总股本(百万股)	1,412.52
流通股本(百万股)	1,412.52

相关研究

《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》

2025-03-25

《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	4,391.91	6,281.13	8,266.97	营业总收入	5,091.53	6,772.28	8,082.39	9,239.20
现金及现金等价物	2,048.59	3,497.14	5,401.57	7,310.39	营业成本	2,483.86	2,983.21	3,670.49	4,130.84
应收账款及票据	341.90	436.29	487.14	562.47	销售费用	1,295.14	2,238.57	2,437.33	2,737.07
存货	18.18	26.84	28.55	33.78	管理费用	239.01	261.86	312.52	357.25
其他流动资产	406.43	431.64	363.87	360.32	研发费用	335.42	348.03	415.36	474.81
非流动资产	767.90	698.99	636.97	581.15	其他费用	14.10	0.00	0.00	0.00
固定资产	17.37	15.64	14.07	12.67	经营利润	723.99	940.61	1,246.68	1,539.23
商誉及无形资产	671.74	604.56	544.11	489.69	利息收入	63.20	52.80	52.80	52.80
长期投资	26.65	26.65	26.65	26.65	利息支出	5.55	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	39.88	39.88	39.88	39.88	其他收益	3.20	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	993.41	1,299.48	1,592.03
资产总计	3,582.99	5,090.90	6,918.10	8,848.11	所得税	(2.93)	0.00	0.00	0.00
流动负债	1,498.15	1,912.65	2,340.36	2,578.35	净利润	787.77	993.41	1,299.48	1,592.03
短期借款	0.05	0.05	0.05	0.05	少数股东损益	307.46	43.26	51.75	61.97
应付账款及票据	382.56	428.81	569.48	554.01	归属母公司净利润	480.31	950.14	1,247.73	1,530.06
其他	1,115.54	1,483.79	1,770.84	2,024.29	EBIT	738.09	940.61	1,246.68	1,539.23
非流动负债	429.96	529.96	629.96	729.96	EBITDA	833.90	1,009.52	1,308.70	1,595.05
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	2,442.61	2,970.32	3,308.31					
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	157.03	208.78	270.75	每股收益(元)	0.34	0.67	0.88	1.08
归属母公司股东权益	1,541.12	2,491.27	3,739.00	5,269.06	每股净资产(元)	1.09	1.76	2.65	3.73
负债和股东权益	3,582.99	5,090.90	6,918.10	8,848.11	发行在外股份(百万股)	1,412.52	1,412.52	1,412.52	1,412.52
					ROIC(%)	41.13	42.72	36.16	30.82
					ROE(%)	31.17	38.14	33.37	29.04
					毛利率(%)	51.22	55.95	54.59	55.29
					销售净利率(%)	9.43	14.03	15.44	16.56
					资产负债率(%)	53.81	47.98	42.94	37.39
					收入增长率(%)	53.92	33.01	19.35	14.31
					净利润增长率(%)	(6.34)	97.82	31.32	22.63
					P/E	31.40	15.87	12.09	9.86
					P/B	9.78	6.05	4.03	2.86
					EV/EBITDA	3.28	11.57	7.55	5.06

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9月2日的1港元=0.9118人民币,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>