

2025年9月3日

赤子城科技(9911.HK)

社交与创新业务增速亮眼，AI 赋能成效显著

事件：赤子城科技发布 2025 年中期业绩公告，2025H1 公司实现收入 31.8 亿元（人民币，下同），同比增长 40.0%，其中社交业务收入同比增长 37.0%至 28.3 亿元，创新业务收入同比增长 70.5%至 3.5 亿元；毛利率由去年同期的 50.2%提升至 55.8%，盈利能力持续增强，主要得益于组织架构升级带来的效率提升及精品游戏、社交电商等业务的良好表现。期间公司归母净利润 4.9 亿元，同比大幅增长 117.8%，增幅表现亮眼。

报告摘要

社交业务多产品发力，AI 赋能显著。社交业务作为公司核心板块，上半年实现收入 28.3 亿元，同比增长 37.0%，占总营收的 89.1%。其中，泛人群社交业务表现尤为突出，SUGO 和 TopTop 收入均实现超 100%的同比增长，利润增长分别超 150%和 100%。Sensor Tower 数据显示，SUGO 位列中东地区社交网络 App 收入排行榜第 7 位，TopTop 位列 Google Play 游戏 App 排行榜第 10 位，市场竞争力持续凸显。AI 技术在社交业务中的应用不断深化，自研多模态算法模型 BoomiiX 提升了社交匹配效率和运营智能化水平，设计中台的 AIGC 工具则提高了内容制作效率，带动 SUGO 等产品的人均在线时长、付费率、ARPU 等运营指标稳步提升。同时，公司深化本地化战略，在中东北非市场业务规模同比增长超 60%，全球布局进一步完善。

创新业务高增速领跑，多元布局见效。创新业务上半年收入 3.5 亿元，同比增长 70.5%，增速显著高于整体营收，成为公司重要的增长引擎。其中，精品游戏业务进入长周期运营，《Alice's Dream: Merge Games》表现稳定，新游戏开发进展顺利；社交电商业务中，荷尔健康利润同比增长超 100%，巩固了在健康服务细分赛道的领先地位。此外，公司积极探索“AI+”新领域，上线 AI 创意内容社区 Aippy，切入 AI Agent 及 AI 内容社区赛道，为创新业务增添新动能。

深化全球化，技术驱动未来增长。公司持续推进“产品复制+国家复制”战略，在巩固中东北非、东南亚等优势市场的同时，积极拓展新市场。2025 年上半年，公司在香港设立全球总部，进一步强化全球化运营能力，组织架构升级后，资源配置效率和响应速度提升，为业务扩张奠定基础。未来，公司将继续深化社交产品组合多元化，打造更多月流水千万美金级产品；创新业务方面，将聚焦精品游戏和社交电商，同时探索“AI+社交娱乐”新机遇。

投资建议：赤子城科技 2025 年中期业绩表现亮眼，社交主业稳健增长，创新业务高速发力，后续随着新市场拓展、新产品上线及 AI 技术的进一步应用，公司业绩有望持续向好。我们预计公司 2025 年归母净利润为 9.25 亿元（此前预估为 9.39 亿元），参考同业估值，我们按照 2025 年 20x 市盈率，给予公司目标价 14.3 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	7,011	8,139	8,665
增长率 (%)	18.1%	53.9%	37.7%	16.1%	6.5%
毛利率 (%)	52.1%	51.2%	54.2%	53.0%	53.0%
归母净利润	512.8	480.3	924.8	1146.8	1348.0
增长率 (%)	293.5%	-6.3%	92.5%	24.0%	17.5%
每股收益	0.36	0.34	0.65	0.81	0.95
每股净资产	1.38	1.17	3.34	4.20	5.18
市盈率	32.3	34.4	17.9	14.4	12.3
净资产收益率 (%)	40.6%	56.0%	23.8%	22.7%	20.9%

数据来源：公司公告，国证国际预测

本报告版权属于国证国际证券（香港）有限公司，各项声明请参见报告尾页

公司动态分析

证券研究报告

互联网与软件服务

投资评级：买入

维持评级

6 个月目标价 14.3 港元

股价 2025-9-2 11.71 港元

总市值(百万港元)	17,148.0
流通市值(百万港元)	17,148.0
总股本(百万股)	1,412.5
流通股本(百万股)	1,412.5
12 个月低/高(港元)	2.53/12.31
平均成交(百万港元)	60.8

股东结构

刘春河、李平一致行动人	22.1%
苏鉴	10.7%
达盟信托	9.3%
王新明	8.9%
其他	49.0%

总共 100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	20.0	13.1	277.7
绝对收益	24.5	22.0	320.1

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 资讯科技行业分析师

alexwang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

利润表						资产负债表					
12月31日年结(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	12月31日年结(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3307.8	5091.5	7011.5	8139.0	8665.3	物业及设备	124.9	92.0	71.9	56.2	45.2
营业成本	(1585.7)	(2483.9)	(3213.8)	(3827.0)	(4068.7)	无形资产	260.5	211.6	205.5	199.9	194.9
毛利	1722.1	2607.7	3797.6	4312.1	4596.6	商誉	385.5	385.5	385.5	385.5	385.5
销售费用	(688.4)	(1295.1)	(2208.6)	(2360.3)	(2426.3)	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)	(371.6)	(415.1)	(424.6)	非流动资产合计	848.7	767.9	741.7	720.4	704.4
管理费用	(172.0)	(239.0)	(280.5)	(325.6)	(346.6)	现金类资产	1558.6	2048.6	3298.4	4571.9	5998.7
金融资产减值	(2.6)	(14.1)	(4.9)	0.0	0.0	应收账款	243.2	341.9	420.7	488.3	519.9
其他收入	3.4	4.9	1.7	0.0	0.0	其他流动资产	140.4	424.6	424.6	424.6	424.6
其他净收益	3.2	0.0	(1.5)	0.0	0.0	流动资产合计	1942.1	2815.1	4143.7	5484.8	6943.1
经营利润	551.1	728.9	932.3	1211.1	1399.1	资产总计	2790.9	3583.0	4885.4	6205.2	7647.6
财务收入	15.5	63.2	56.1	65.1	69.3	应付账款	293.0	382.6	701.1	813.9	866.5
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	982.8	1270.7	1462.9	流动负债合计	696.4	1498.1	1816.7	1929.5	1982.1
所得税	(12.1)	2.9	1.0	(63.5)	(73.1)	递延税项负债	70.4	63.1	63.1	63.1	63.1
净利润	760.6	787.8	983.8	1207.1	1389.7	租赁负债	75.4	44.4	44.4	44.4	44.4
少数股东损益	247.8	307.5	59.0	60.4	41.7	非流动负债合计	147.0	430.0	430.0	430.0	430.0
归母净利润	512.8	480.3	924.8	1146.8	1348.0	负债合计	843.4	1928.1	2246.7	2359.4	2412.1
经调整净利润	790.6	926.2	1122.2	1345.5	1528.1	股本	670.3	1452.7	1452.7	1452.7	1452.7
						储备	491.0	953.2	1878.0	3024.7	4372.8
						少数股东权益	826.6	113.8	172.8	233.1	274.8
						股东权益合计	1947.5	1654.9	2638.7	3845.8	5235.5
						负债及股东权益总计	2790.9	3583.0	4885.4	6205.3	7647.6

主要财务比率						现金流量简表					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	12月31日年结(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	32.3	34.4	17.9	14.4	12.3	税前利润	772.8	784.8	982.8	1270.7	1462.9
P/B (x)	8.49	10.00	6.27	4.30	3.16	财务费用	15.5	63.2	56.1	65.1	69.3
Dividend yield (%)	0%	0%	0%	0%	0%	折旧	(79.5)	(95.8)	(55.1)	(50.7)	(46.0)
Gross margin (%)	52.1%	51.2%	54.2%	53.0%	53.0%	摊销	(32.1)	(37.9)	(36.2)	(35.5)	(35.0)
Net margin (%)	23.9%	18.2%	16.0%	16.5%	17.6%	投资收益	47.3	(1.7)	0.0	0.0	0.0
SG&A/sales (%)	26.0%	30.1%	35.5%	33.0%	32.0%	所得税	(12.1)	2.9	1.0	(63.5)	(73.1)
Effective tax rate (%)	1.6%	-0.4%	-0.1%	5.0%	5.0%	营运资金变动	(193.0)	(418.8)	(239.8)	(45.1)	(21.1)
ROE (%)	40.6%	56.0%	42.5%	35.0%	29.2%	经营活动现金流合计	753.5	1063.2	1258.8	1273.4	1422.4
ROA (%)	28.3%	25.8%	23.0%	21.7%	20.0%	投资活动现金流合计	214.6	(86.8)	(65.0)	(65.0)	(65.0)
Total asset to equity ratio (x)	1.43	2.17	1.85	1.61	1.46	融资活动现金流合计	(162.3)	(318.6)	56.1	65.1	69.3

数据来源：公司资料，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