

买入

AI 驱动双轮增长，全球化战略成果显著

赤子城科技 (9911.HK)

2025-09-04 星期四

【投资要点】

➤ 新产品展现显著增长动能，产品结构呈现多元化

公司 2025 年上半年实现营收 31.81 亿元，同比增长 40.0%；归母净利润 4.89 亿元，同比增长 117.8%。业务结构上，社交业务实现收入 28.34 亿元，同比增长 37.0%，占总营收的 89.1%。其中 SUGO 和 TopTop 收入与利润均实现三位数同比增长，TopTop 月流水首次突破千万美金，成为公司第三款月流水超千万美元的产品。成熟产品 MICO 和 YOHO 贡献稳定现金流，毛利率提升 3.8 个百分点至 54%。创新业务实现收入 3.47 亿元，同比增长 70.5%。

➤ AI 技术驱动全生态效能升级，运营指标有望实现系统性优化

公司正在将 AI 深度融入研发、运营、设计、营销等业务全链条。在社交业务中，AI 技术显著提升了用户体验和商业化效率，而在游戏及创新业务中，AI 的应用贯穿从研发到发行全过程，降低研发成本以及实现 ROI 显著优化。除此之外公司还在积极探索 AI 原生产品的开发，例如推出的基于 AI 技术的零代码创意内容社区 Aippy，为长期发展打开想象空间。

➤ 出海社交龙头地位稳固，差异化产品矩阵提升公司长期价值

公司为目前中国互联网社交出海主力企业，上半年公司社交业务实现规模化增长以及创新业务高毛利突破，带动营收利润同步高增。作为社交出海领军企业，市场地位持续提升，给予公司对应 2025 年归母净利润 18 倍 PE，对应目标价 15.3 港元，有 22.9% 的上升空间，维持买入评级。

目标价：15.30 港元

现价：12.41 港元

预计升幅：22.9%

重要数据

日期	2025-09-03
收盘价 (港元)	12.41
总股本 (亿股)	14.13
总市值 (亿港元)	175.29
净资产 (亿港元)	23.39
总资产 (亿港元)	42.70
52 周高低 (港元)	2.50/12.60
每股净资产 (元)	0.59

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

SpriverTech	16.92%
JZZT	10.66%
BGFG	8.93%
ParallelWorld	5.18%
Phoenix Auspicious	5.67%

相关报告

赤子城科技 (9911.HK) 首发报告-

20220609

赤子城科技 (9911.HK) 更新报告-

20230409、20240718、20250417

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,308	5,092	6,688	8,254	9,834
同比增长(%)	18.15%	53.92%	31.35%	23.42%	19.15%
毛利率(%)	52.06%	51.22%	51.35%	51.59%	51.69%
净利润	761	788	925	1,275	1,553
归母净利润	513	480	925	1,275	1,553
同比增长(%)	141.52%	2.87%	16.55%	36.31%	21.14%
净利率(%)	24.33%	16.26%	14.43%	15.93%	16.20%
归母净利润 EPS	0.43	0.40	0.78	1.07	1.30
对应 PE	26.8	28.6	14.9	10.8	8.9

数据来源:Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 新产品展现显著增长动能，产品结构呈现多元化

公司 2025 年上半年业绩表现亮眼，实现营收 31.81 亿元，同比增长 40.0%；归母净利润 4.89 亿元，同比大幅增长 117.8%，盈利能力显著提升，主要得益于 AI 技术赋能社交产品矩阵、核心市场深耕及创新业务突破。业务结构上，社交业务为核心增长引擎，实现收入 28.34 亿元，同比增长 37.0%，占总营收的 89.1%。其中，后发产品 SUGO 和 TopTop 表现突出，收入与利润均实现三位数同比增长，TopTop 月流水首次突破千万美金，成为公司第三款月流水超千万美元的产品。成熟产品 MICO 和 YOHO 贡献稳定现金流，毛利率提升 3.8 个百分点至 54%。创新业务快速崛起，收入 3.47 亿元，同比增长 70.5%，占总营收 10.9%，主要受《爱丽丝的奇幻探险》等精品游戏增量贡献，毛利率从 55%大幅提升至 74%，同时社交电商业务利润录得三位数增长。公司上半年业绩高增主要源于三大核心动力：一是 AI 技术深度赋能，自研多模态算法模型 Boomix 提升用户匹配效率与社交体验，推动 SUGO 人均在线时长、ARPU 及付费率稳步增长，TopTop 社区生态持续繁荣；二是战略收购效应释放，2024 年 12 月完成对米可世界非控股权益收购后，其财务业绩全数归属公司，叠加成本控制及经营杠杆效应，推动净利润实现显著增长；三是全球化布局深化，中东北非地区作为核心市场贡献 65%总收入，同比增长两位数，同时通过“产品复制+国家复制”策略拓展拉美、欧洲及日韩市场，SUGO 在拉美和欧洲试水，游戏业务进入北美、日本和韩国，区域多元化成效初显。

➤ 深耕 LGBTQ 蓝海市场，游戏与 AI 新品打开想象空间

公司上半年在巩固现有优势业务同时，亦积极进行前瞻性布局，尤其是在高价值的细分人群和新业务领域。首先，公司对 LGBTQ 社交赛道的深度布局是公司多元化战略的关键一步。自 2022 年控股蓝城兄弟以来，公司正式将全球 LGBTQ 社交纳入核心业务版图。蓝城兄弟作为全球领先的 LGBTQ 社区平台，其业务长远发展为公司实现社交收入多元化提供重要支撑。未来公司将持续优化 Blued 等成熟产品成本及费用端，同时基于现有运营经验推出面向海外市场 LGBTQ 群体的社区平台 HeeSay，加速全球市场的拓展。考虑到全球 LGBTQ 人群规模预计在 2025 年达到 6.6 亿，其市场规模潜力巨大，公司在这一蓝海市场的先发优势和持续投入，有望在未来转化为可观的商业价值。其次，公司游戏业务已从“投入期”步入“收获期”。公司通过 AI 技术、全球化流量生态与精细化运营能力相结合实现高质量增长，例如通过与移动营销平台 AppLovin 在 AI 领域的深度合作，利用其 AI 广告引擎 AXON2.0，极大地提升了游戏买量获

客的精准度和效率，直接推动了《Alice's Dream Merge Games》等游戏的流水实现了 182.5% 增长。公司目前已经能通过技术手段高效实现游戏商业化，其游戏业务基本面已发生转变。

➤ AI 技术重塑产品核心竞争力，全面赋能业务全链条

公司正在将 AI 深度融入研发、运营、设计、营销等业务全链条。在社交业务中，AI 技术显著提升了用户体验和商业化效率，公司自研的多模态算法模型 Boomix 持续升级，通过深度学习用户的社交偏好和行为模式，能够实现更高维度的智能推荐和匹配。在 SUGO 等产品中的应用实践表明，Boomix 模型不仅提升了用户的匹配成功率和在线时长，更直接驱动了 ARPU 值实现了超过 20% 的同比增长。另一自研 AI 引擎 SoloAware 则通过实时分析用户行为，动态优化产品交互和内容呈现，有效改善用户体验，提升留存率。而在游戏及创新业务中，AI 的应用贯穿从研发到发行全过程，使用 AI 技术辅助美术设计和内容生成，极大地缩短了开发周期，降低了研发成本。利用 AI 驱动的精准买量实现 ROI 显著优化。除此之外公司还在积极探索 AI 原生产品的开发，例如推出的基于 AI 技术的零代码创意内容社区 Aippy (<https://aippy.ai/>)。AI 赋能提升了公司的整体运营效率和决策智能，公司将持续构建以 AI 为核心的技术中台，为前端业务巩固核心竞争力，尝试创造由 AI 驱动的产品形态和商业模式，为长期发展打开想象空间。

➤ 打造多元社交娱乐生态，维持买入评级

公司为目前中国互联网社交出海主力企业，上半年公司社交业务实现规模化增长以及创新业务高毛利突破，带动营收利润同步高增。目前公司社交产品矩阵中，新产品快速上量与成熟产品稳定现金流形成互补，创新业务毛利率大幅提升优化整体盈利结构。未来公司社交业务与创新业务将协同发力，上半年 Sugo、TopTop 等产品的成功，验证了其“产品复制+国家复制”模式在全球市场的有效性。同时，公司战略性地聚焦中东北非等高价值新兴市场和 LGBTQ+ 等高消费潜力人群，实现了精准的市场卡位，游戏业务通过技术手段高效提升商业化水平。伴随着 AI 技术在产品、运营和市场拓展方面持续发力，将构筑公司技术壁垒和生态护城河。作为社交出海领军企业，市场地位持续提升，给予公司对应 2025 年归母净利润 18 倍 PE，对应目标价 15.3 港元，有 22.9% 的上升空间，维持买入评级。

表 1：社交娱乐行业估值比较（20250902）

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS（港元/美元）			市盈率PE			市净率PB		市销率PS	
			2024	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025TTM		2025TTM	
0700.HK	腾讯控股	55,080.7	22.6	0.0	0.0	26.0	23.0	20.1	4.5		7.1	
9626.HK	哔哩哔哩-W	750.3	-3.5	2.6	5.2	-51.0	69.6	34.1	4.8		2.3	
9898.HK	微博-SW	218.0	9.9	12.6	12.5	9.1	7.1	7.1	0.8		1.6	
2618.HK	京东物流	865.2	1.1	1.1	1.3	11.3	11.6	9.9	1.5		0.4	
BMBL.O	BUMBLE	49.5	-35.8	-18.6	12.9	-0.8	-2.6	3.7	0.8		0.6	
META.O	META	143,974.3	191.0	214.7	234.6	29.7	26.2	24.1	9.5		10.3	
SNAP.N	SNAP	965.7	-3.3	-3.3	-2.6	-17.8	-17.1	-20.5	6.0		2.2	
MTCH.O	MATCH	693.7	16.5	17.3	22.8	16.2	15.4	12.6	-38.5		2.6	

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 全球宏观经济增长不及预期；
2. 市场竞争超出预期；
3. 中东地区局势复杂化；
4. 销售费用增长超出预期；

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	3,308	5,092	6,688	8,254	9,834
成本	(1,586)	(2,484)	(3,254)	(3,996)	(4,751)
毛利	1,722	2,608	3,434	4,258	5,084
销售费用	(688)	(1,295)	(1,806)	(2,146)	(2,557)
管理费用	(172)	(239)	(224)	(207)	(228)
研发费用	(315)	(335)	(434)	(546)	(630)
其他收益	4	(9)	0	0	0
营业利润	551	729	970	1,359	1,668
财务费用	16	58	58	58	58
公允价值变动	47	(2)	0	0	0
税前利润	614	785	1,028	1,417	1,726
所得税	(12)	3	(103)	(142)	(173)
净利润	602	788	925	1,275	1,553
经调整利润	805	828	965	1,315	1,593

增长

总收入 (%)	18.1%	53.9%	31.3%	23.4%	19.1%
净利润 (%)	164.7%	3.6%	17.4%	37.9%	21.8%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
固定资产	125	92	136	141	146
无形资产	260	212	191	163	135
商誉	386	386	386	386	386
金融资产	37	40	40	40	40
其他固定资产	41	39	39	39	39
固定资产合计	849	768	791	769	746
其他流动资产	19	32	32	32	32
应收账款	243	342	449	554	660
其他应收款项	104	135	177	219	261
按公允价值计入损益的	171	239	239	239	239
货币资金	1,386	2,049	3,341	4,888	6,771
流动资产合计	1,923	2,797	4,239	5,932	7,964
应付账款	293	383	501	615	732
合同负债	75	88	123	146	174
其他流动负债	329	1,027	1,414	1,672	1,984
流动负债合计	696	1,498	2,038	2,434	2,890
长期负债合计	147	430	430	430	430
股东权益合计	1,947	1,655	2,580	3,855	5,408

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	52.1%	51.2%	51.3%	51.6%	51.7%
经营利润率 (%)	16.7%	14.3%	14.5%	16.5%	17.0%
经调整净利率 (%)	24.3%	16.3%	14.4%	15.9%	16.2%
ROE	30.9%	47.6%	35.8%	33.1%	28.7%

营运表现

费用/收入 (%)	35.5%	36.7%	36.8%	35.1%	34.7%
实际税率 (%)	2.0%	-0.4%	10.0%	10.0%	10.0%
应收账款天数	26	24	24	24	24
应付账款天数	67	55	55	55	55

财务状况

负债/权益	0.43	1.17	0.96	0.74	0.61
收入/总资产	1.19	1.43	1.33	1.23	1.13
总资产/权益	1.42	2.15	1.95	1.74	1.61

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前利润	773	785	1,028	1,417	1,726
非现金调整	(101)	201	(71)	(25)	(24)
资本变动	82	77	351	170	198
经营活动现金流	754	1,063	1,308	1,562	1,900
投资固定资产	(20)	(12)	(10)	(10)	(11)
其他金融资产变动	235	(74)	0	0	0
投资活动现金流	215	(87)	(10)	(10)	(11)
偿还租赁融资	(29)	(31)	(6)	(6)	(6)
股权融资	(6)	(5)	0	0	0
其他融资活动	(128)	(283)	0	0	0
融资活动现金流	(162)	(319)	(6)	(6)	(6)
现金变化	806	658	1,292	1,547	1,884
期初持有现金	597	1,386	2,049	3,341	4,888
汇兑变化	(16)	4	0	0	0
期末持有现金	1,386	2,049	3,341	4,888	6,771

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>