

公司研究

出海社交龙头，聚焦“灌木丛”产品矩阵策略

——赤子城科技（9911.HK）首次覆盖报告

要点

赤子城科技是中国领先的全球化社交娱乐平台。公司以泛人群社交业务为主，为以中东北非地区为主的全球不同文化背景的用户提供多样化精细化的社交体验。2022 年以来公司通过整合并购与内部孵化双轮驱动，在社交赛道取得显著进展，并进一步拓展游戏等创新业务。25H1 公司实现营收 31.81 亿元，同比增长 40%，SUGO 与 TopTop 收入同比增速均超 100%；盈利能力同步提升，25H1 公司实现归母净利润 4.89 亿元，对应净利率 15.4%。

公司社交业务覆盖泛人群与多元人群两大领域。1) 泛人群社交业务是公司核心主营业务，2024 年该业务收入占总收入比重超 70%。公司采用“灌木丛”产品矩阵策略，通过布局直播社交、语音社交、游戏社交等多元化产品（MICO、YoHo、TopTop 以及 SUGO），针对本地用户需求进行有针对性的覆盖。公司顺应特定市场的文化与社会变迁，通过“产品复制+国家复制”模式推进全球化，形成中东北非+东南亚两大核心市场。**构建了多元且高效的高度本地化运营团队体系：**在全球 20 多个国家设立运营中心，本地化团队规模约 800 人，采取“中方统筹方向、本地驱动执行”的协同模式。2) 公司通过收购蓝城兄弟，**强化多元人群社交领域布局。**多元人群全球用户基数庞大，付费意愿强，公司旗下 Blued、Finka 等产品在国内及海外市场实现互补协同。截至 2024 年，蓝城兄弟 MAU 约为 745 万，DAU/MAU 达 47%，次月留存率达 74%。

创新业务为公司第二增长曲线。以精品手游为支柱，结合社交电商，AI 与短剧赛道，构建了协同发展的多元化业务生态。1) 公司精品手游以“合成+”为核心策略，成功打造出爆款产品《Alice's Dream:MergeGames》。24 年该游戏流水同比增长超过 60%，24 年 5 月流水近千万美金；公司计划将该游戏的成功经验迁移到新产品，打造长生命周期爆款。2) 社交电商是公司在“社交+”场景下的重要探索。从垂直深耕阶段收购蓝城兄弟旗下蓝城大健康，到拓圈发展阶段的荷尔先生，用户群体不断丰富。3) 赤子城科技通过自研布局 AI Agent 并推出 AI 内容社区 Aippy，积极探索 AI 驱动的下一代社交娱乐形态；短剧业务已初见成果，初步面向东南亚与美洲市场。

盈利预测、估值与评级：赤子城科技作为中国非游戏厂商出海收入榜前 10 名的公司，通过精细的本地化运营，凭借成功的“产品+国家”复制战略，实现了对新兴社交娱乐市场（尤其是中东北非地区和泛东南亚地区）的广泛布局；此外，公司通过创新业务实现收入来源多元化，短中期收入&利润增长确定性较高。我们预计 25-27 年公司实现营业收入 69.0/84.1/97.0 亿元人民币，实现归母净利润 9.5/12.4/14.9 亿元，同比增速分别为 97.0%/31.3%/19.7%。公司作为出海社交龙头企业，首次覆盖，给予目标价 14.5 港元，给予“买入”评级。

风险提示：政策收紧与合规风险、汇率风险、股东诉讼风险、赛道拥挤导致竞争加剧、产品创新迭代风险、全球协同与收购融合不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,308	5,092	6,904	8,414	9,700
营业收入增长率	18.1%	53.9%	35.6%	21.9%	15.3%
归母净利润 (百万元)	513	480	946	1,242	1,487
归母净利润增长率	294.1%	-6.3%	97.0%	31.3%	19.7%
EPS (元)	0.36	0.34	0.67	0.88	1.05
PE	26	28	14	11	9

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测；注：股价时间为 2025-12-15，汇率为 1 港币=0.9073 人民币，23 年股本为 11.5 亿股，24 年股本为 11.4 亿股，当前股本为 14.1 亿股

买入（首次）

当前价/目标价：10.54/14.5 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

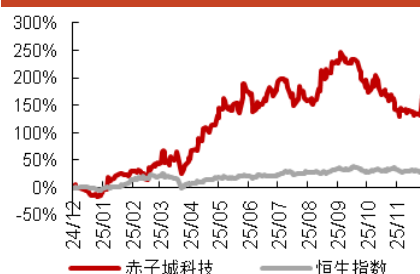
021-52523878

yangpengpei@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	14.13
总市值(亿港元)	148.93
一年最低/最高(港元)	3.26-13.63
近 3 月换手率 (%)	29.0

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	14.5	-15.7	149.0
绝对	10.9	-18.8	177.4

资料来源：Wind

目 录

1、赤子城科技：社交出海龙头，本地化运营优势突出	5
1.1 发展历程：从工具出海到社交多元产品矩阵的转型	5
1.2 管理团队积极把握市场变化，持续增持公司股票	5
1.3 收入增长强劲，成本费率稳中有降	6
2、泛人群社交：产品矩阵策略，组织运营本地化	8
2.1 “灌木丛”产品矩阵，打造千万美金月流水产品	8
2.2 顺应中东世俗化红利，海外市场迎来结构性社交机遇	13
2.2.1 “产品+国家”复制策略，全球化战略纵深发展	13
2.2.2 中东北非市场的四大特点	14
2.3 本地化运营：高效协同与文化适配的双重保障	16
3、收购蓝城兄弟，聚焦多元人群社交蓝海	17
3.1 行业机遇：多元群体消费与社交价值崛起，市场潜力巨大	17
3.2 收购蓝城兄弟，深度切入多元人群社交领域	17
4、创新业务：打造精品游戏，丰富产品矩阵	19
5、盈利预测和估值分析	21
5.1 盈利预测	21
5.2 估值分析	24
6、风险分析	25

图目录

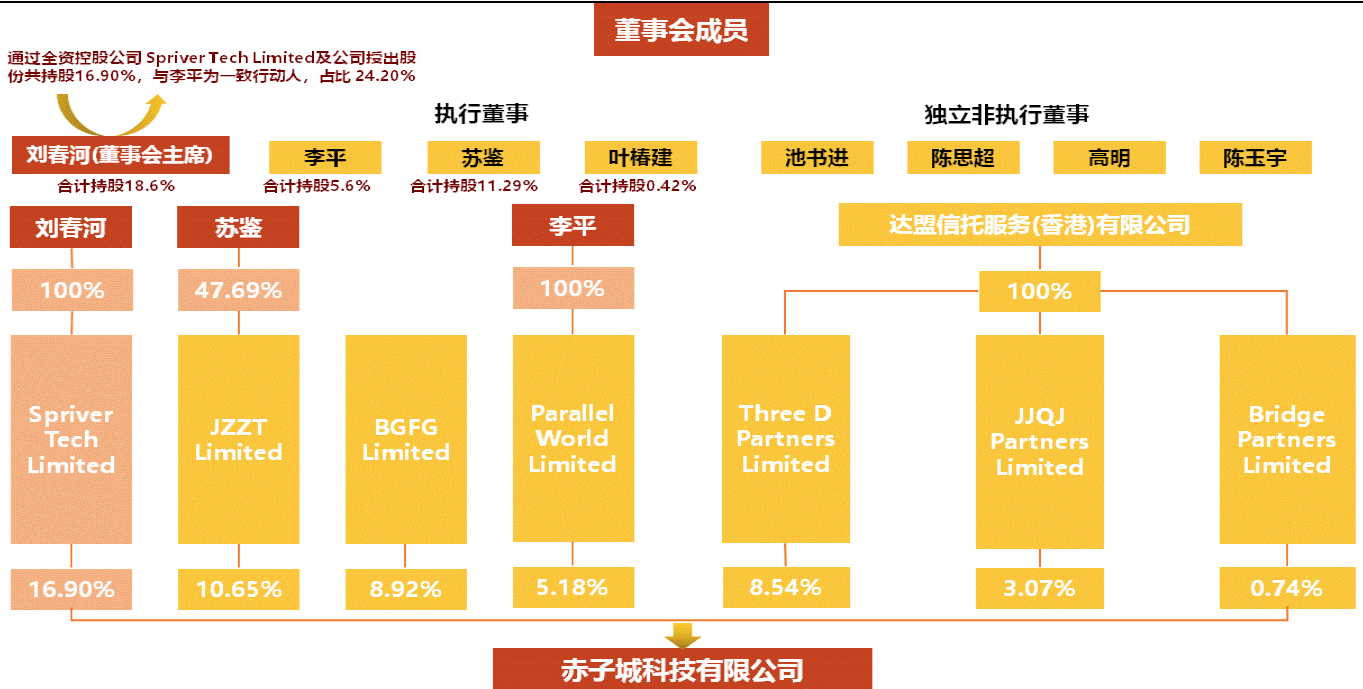
图 1: 赤子城科技发展历程.....	5
图 2: 赤子城科技股权结构图.....	6
图 3: 公司营业收入与同比增速.....	7
图 4: 公司收入构成变化.....	7
图 5: 公司毛利与综合毛利率.....	7
图 6: 公司经营费用与对应费用率.....	7
图 7: 公司归母净利润与归母净利润率.....	8
图 8: 泛人群社交业务收入占比: 分产品.....	9
图 9: 泛人群社交产品矩阵.....	9
图 10: 社交分地区收入占比.....	14
图 11: 社交核心产品市场分布情况.....	14
图 12: 南亚、北美、中东及北非地区与海湾六国人均 GDP (USD\$).....	14
图 13: 2025 年 6 月全球社交媒体使用人数.....	15
图 14: 欧洲&中国&中东北非地区数字化建设情况.....	16
图 15: 本地化运营中心分布点.....	17
图 16: 蓝城兄弟收购历程.....	18
图 17: 公司多元人群业务产品矩阵.....	19
图 18: 24 年公司多元人群业务收入分产品&收入分地区.....	19
图 19: 《Alice'sDream: MergeGames》游戏界面.....	20
图 20: 荷尔先生旗舰店界面.....	21
图 21: Aippy 界面.....	21

表目录

表 1: MICO 和 BigoLive 产品对比	10
表 2: YoHo 和 Yalla 产品对比	11
表 3: TopTop, Weplay 和 YallaLudo 产品对比	12
表 4: SUGO, Tinder 和 Azar 产品对比	13
表 5: 赤子城科技收入利润预测	23
表 6: 赤子城科技相对估值分析	24
表 7: 赤子城科技盈利预测与估值简表	25

11.29%，执行董事叶椿建持股 0.42%。机构投资者方面，BGFG 持股约 8.92%，达盟信托服务（香港）有限公司持股 12.35%。该股权结构最终形成了创始人主导、核心高管深度参与、外部机构监督赋能的稳固格局。

图 2：赤子城科技股权结构图



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理；注：时间截至 2025-06-30

团队敏锐发现工具型产品的瓶颈，集中精力开拓泛娱乐类产品。创始人刘春河在创业早期预判，随着移动端操作系统的功能日趋完善，早期成功的工具型产品生存空间将不可避免地受到挤压。基于此判断，公司自 2016 年起开始布局并研发泛娱乐类产品，2020 年公司正式执行重大战略调整，决心收缩彼时依旧盈利的广告业务，将核心资源全面聚焦于社交业务的深度拓展。此举旨在集中优势，深耕以中东北非为代表的全球新兴市场，从而加速其在全球社交出海赛道的领先布局。

管理层持续增持，展现长期发展信心。作为公司的创始人、董事长及控股股东（与一致行动人李平合计持股 24.20%）刘春河近年来通过其全资控股公司 Spriver Tech Limited 进行了多次增持，在 2021 至 2022 不到一年内累计购入 490 万股，且均承诺 3 年锁定期，具体如下：1) 2021 年 9 月，增持 200 万股，锁定期 3 年；2) 2021 年 11 月，增持 200 万股，锁定期 3 年；3) 2022 年 5 月，增持 90 万股，锁定期 3 年。

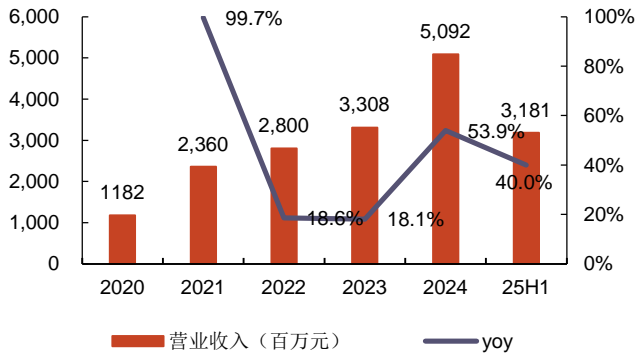
1.3 收入增长强劲，成本费用率稳中有降

公司营收增长表现亮眼，公司营收从 2020 年的 11.82 亿元快速增长至 2024 年的 50.92 亿元。2021 年公司营收同比增速达 99.7%，系 2020 年 6 月实现米可世界并表，社交业务在全球高价值市场实现了产品规模和收入的全面突破，MICO、YoHo 产品起量，用户增值和变现效率显著提升。2022-2023 年公司收入保持稳健增长，2024 年收入加速增长，增速达 53.9%，主要得益于社交业务持续发力，SUGO 收入增长超 200%，TopTop 收入增长超 100%，以及 24 年

公司对蓝城兄弟全年维度并表。25H1 公司实现营收 31.81 亿元，同比增长 40%，SUGO 与 TopTop 收入同比增速均超 100%。

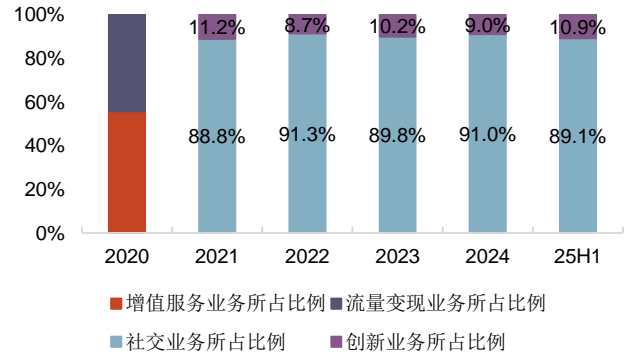
社交业务持续占据主导地位。2021 年公司收入结构呈现战略性调整，2020 年公司收入由增值服务（占比 55.7%）和流量变现（占比 44.3%）双轮驱动，2021 年公司收缩流量变现业务，社交业务收入占比跃升至 88.8%，确立以社交为核心的新的业务架构。2022-2024 年社交业务收入占比基本维持稳定。

图 3：公司营业收入与同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

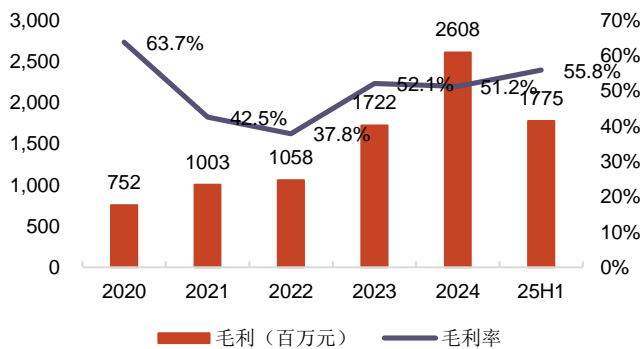
图 4：公司收入构成变化



资料来源：公司公告，光大证券研究所；注：22 年开始增值业务纳入社交业务，流量变现业务缩减并投资精品游戏开发，与后续加入社交电商业务合并为创新业务。

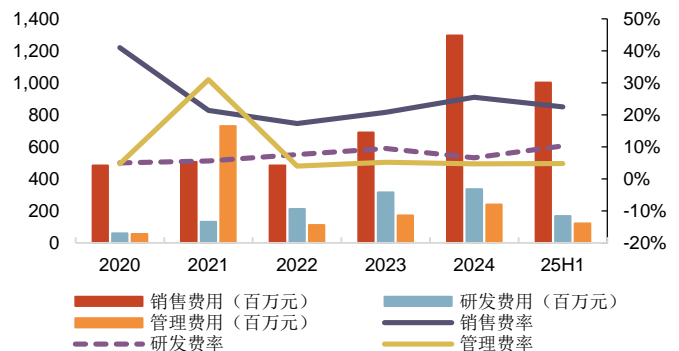
公司毛利呈现持续增长态势，从 2020 年的 7.52 亿元增至 2024 年的 26.08 亿元。2020 年至 2021 年，公司毛利率从 63.7% 下降至 42.5%，主要由于主营业务从高毛利的流量变现转向了低毛利的社交增值服务，主播薪酬及分成成本增加，同时支付手续费上升。2022 年毛利率进一步降至 37.8%，主要由于内容创作者激励政策的完善，社交业务主播分成增加，创新业务中精品游戏业务尚未实现毛利规模化增长。2023-2024 年，毛利率显著回升并稳定在 51% 左右；25H1 公司实现毛利率 55.8%，系社交业务通过优化分成（借助 AI 算法精准分配流量，将给予主播和公会的分成成本占收入的比重有效降低）和渠道成本。

图 5：公司毛利与综合毛利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：公司经营费用与对应费用率



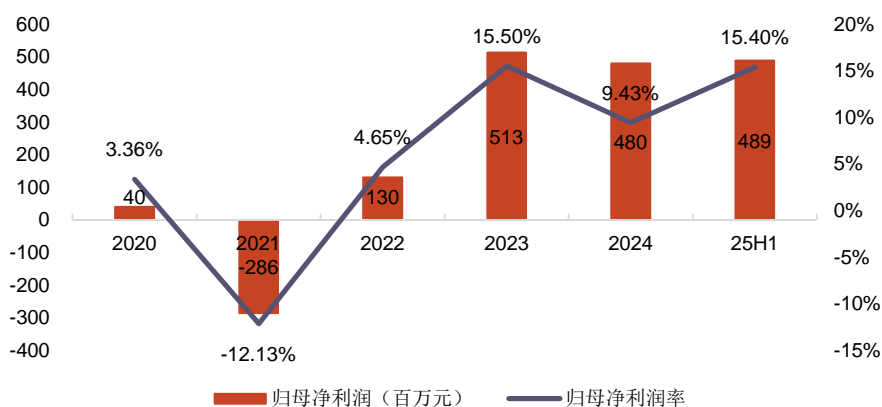
资料来源：公司公告，光大证券研究所

销售&管理费率保持基本稳定，研发费率有所提升。1) 销售费用从 2020 年的 4.84 亿元波动增长至 2024 年的 12.95 亿元，对应费用率从 2020 年的 40.9% 降至 2022 年的 17.3% 后回升至 2024 年的 25.4%。2020 年销售费用较高主要

由于 MICO 等社交产品的广告投放成本增加，21-22 年公司持续强化本地化经营能力，助力社交业务精准高性价比买量，销售费用开支相对克制。25H1 公司销售费用率约为 22.5%，同比略降。2) **管理费用**从 2020 年的 0.55 亿元增长至 2024 年的 2.39 亿元，费用率从 2020 年的 4.7% 上升至 2021 年的 30.9% 后回落至 2024 年的 4.7%。25H1 管理费用率保持在 4.8%。2021 年管理费用的大幅增加主要由于股份支付费用增加 6.51 亿元及员工福利支出增加 0.17 亿元。3) **研发费用**从 2020 年的 0.59 亿元增长至 2024 年的 3.35 亿元，对应费用率从 2020 年的 4.95% 升至 2023 年的 9.5% 后回落至 2024 年的 6.6%；25H1 研发费用率达 10.3%，主要系雇员福利开支增加与精品游戏等创新业务和 AI 相关自研内容持续投入。

公司归母净利润呈现波动上升趋势，从 2020 年的 0.4 亿元增长至 2024 年的 4.8 亿元。2020-2021 年，公司归母净利润率从 3.4% 下滑至 -12.1%，主要由于 21 年股份支付费用大幅增加 6.51 亿元；2023 年公司归母净利润率显著回升至 15.5%。25H1 公司实现归母净利润 4.89 亿元，对应净利率 15.4%。

图 7：公司归母净利润与归母净利润率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、泛人群社交：产品矩阵策略，组织运营本地化

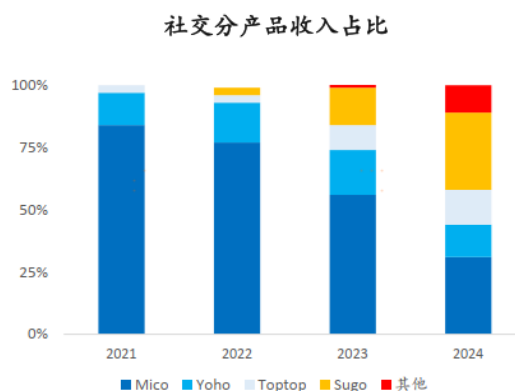
2.1 “灌木丛”产品矩阵，打造千万美金月流水产品

“泛人群社交”为公司核心主营业务，2024 年该业务收入占总收入比重超 70%。该业务的产品矩阵包括 4 款具备差异化定位的核心产品，分别为直播社交平台 MICO、语音社交平台 YoHo、游戏社交平台 TopTop 以及音视频匹配社交平台 SUGO。MICO 和 YoHo 已步入成熟发展阶段，通过提升利润率持续巩固公司业绩基础；TopTop 和 SUGO 处在快速增长期，根据公司 2024 年财报，TopTop 全年营收同增超 100%，SUGO 营收同增超 200%，SUGO 收入占比达约 30%，成为月流水超过千万美金的旗舰产品。

赤子城科技采用“灌木丛”产品矩阵策略，通过布局直播社交、语音社交、游戏社交等多元化产品，针对不同地区用户的细分需求进行有针对性的覆盖。公司实施产品复制战略，即一款产品的研发方向或经营模式获得验证后，将其经验应用于后续新品的开发，该策略有助于缩短新产品研发周期、降低研发成本，

并加快试错过程，提升新产品的成功概率。截至 24 年底公司孵化池中有多款在研产品，2024 年新孵化产品占泛人群社交收入比重约 10%。

图 8：泛人群社交业务收入占比：分产品



资料来源：公司业绩推介材料

图 9：泛人群社交产品矩阵



资料来源：公司业绩推介材料

1、MICO

MICO 是公司首款面向全球市场的开放式直播社交平台。平台最初以“社交+直播”模式精准切入中东、东南亚等新兴市场，并逐步拓展短视频、社交游戏等多元化娱乐功能。自 2019 年起拓展欧美、日韩等市场，进一步完善全球布局，点点数据显示，截至 2025 年 10 月该应用已实现全球 166 个国家和地区的市场覆盖。MICO 的主要商业模式为虚拟礼物打赏，用户在观看直播与语音房互动过程中，向主播或内容创作者赠送虚拟礼物。2024 年 MICO 仍为公司泛人群社交业务主要收入贡献产品，贡献泛人群社交业务收入比例约 30%。

BigoLive 是欢聚集团于 2016 年推出的面向全球市场的头部直播社交平台，产品以实时才艺直播、多人互动语音/视频房间与虚拟礼物打赏为核心功能。平台坚持全球化运营战略，在中东、东南亚与北美等多区域均具有较强市场竞争力。截至 2024 年 BigoLive 主要面向北美、欧洲、中东、东南亚等地区，平均月活跃用户数超 3600 万，在应用内购买收入方面位列全球社交应用第六名。24 年 7 月单月全球下载量 803.4 万次，累计收入 0.12 亿美元。

MICO 与 BigoLive 在产品定位、功能特点和用户群体方面存在差异：1) MICO 以“社交为核心”，其用户年龄层集中在 25-34 岁之间，截至 25 年 10 月男性用户占比 81.88%，该群体更偏向为深度社交连接付费。用户不仅可以进行移动端直播，还能在平台上发布动态、滑动匹配结识新朋友、刷短视频、参与语音派对以及体验互动游戏等功能。产品更强调人与人之间的持续社交连接和互动关系的建立。2) BigoLive 则是以“直播为核心”的内容分发模式，其核心用户群同样为成熟男性，主要集中在 24-40 岁，其产品强调“才艺展示+虚拟打赏+多端互动”的高频直播体验，支持移动端与 PC 端双平台直播，适合内容创作者与专业主播开展跨设备运营。

表 1: MICO 和 BigoLive 产品对比

产品	MICO	BigoLive
产品定位	开放式社交平台，以社交为核心，融合直播、短视频、游戏等泛娱乐功能	直播社交平台，以直播为核心，涵盖直播 PK、约会交友、短视频、动态分享等功能
用户群体	用户主要集中在 25-34 岁男性群体	主要面向 24-40 岁的成熟男性群体
功能特点	1. 直播功能 2. 随机匹配 3. 多人互动（语音房、视频房） 4. 短视频、游戏与社区	1. 直播 2. 多人连麦 3. 短视频与社区 4. PCConnector
内容生态	以社交互动和娱乐为主，鼓励用户创作，营造开放包容的社区氛围	以主播和内容创作者为核心，构建多元内容生态，涵盖音乐、舞蹈、游戏等多种形式
运营策略	1. 本地化团队深入运营，根据不同市场文化推出定制化活动 2. 积极与当地电商、娱乐等资源合作，提升品牌知名度	1. 举办大型活动，表彰优秀创作者 2. 针对不同市场推出特色活动，如中东的“演技大师”节目
市场表现	截至 2025 年 10 月，全球 166 个国家和地区的市场覆盖	截至 2025 年 10 月，全球 171 个国家和地区的市场覆盖
盈利模式	直播虚拟礼物为主，还有会员订阅、广告收入、线下活动	直播虚拟礼物为主，还有品牌赞助与合作

资料来源：七麦数据，BigoLive 官网，similarweb，光大证券研究所整理

2、YoHo

YoHo 是公司于 2018 年推出的一款全球化的开放式语音社交平台，配备了语音房、对战以及发起个人活动等功能。平台依据中东穆斯林地区用户的文化特点进行定制化设计，为因宗教原因避免视频展示的群体提供语音交流场景。YoHo 还根据不同市场进行深度本地化运营，例如在中东地区推出主题语音房间和文化活动，进一步提升用户活跃度与使用时长。截至 24 年底，YoHo 月活跃用户约 100 万。

Yalla 是 YallaGroup 于 2016 年推出的语音社交平台，采用“语音社交+轻游戏”模式，提供语音聊天室、虚拟礼物、棋牌游戏等功能，以语音互动满足中东地区注重隐私的用户社交习惯。平台在中东北非市场实施深度本地化，围绕伊斯兰文化打造节日活动与主题语音房，营造 Majlis 式社交氛围。平台主要通过虚拟礼物、语聊房入场费与会员订阅实现变现，是该地区语音社交头部产品之一。根据 36 氪出海专题，该产品在沙特、阿联酋等地，Yalla 长期位居应用畅销榜前列；截至 2025 年 3 月底，Yalla 的 MAU 超 4,000 万，中东北非市场收入占比超 50%。

YoHo 与 Yalla 均为中东市场的语音社交平台，但在产品定位、功能机制与用户偏好上存在差异。1) YoHo 主打轻量化语音社交，强调实时语音互动与关系建立，核心用户为 20-35 岁群体，偏好私密化交流；平台以语音房、语音对战和个人活动为核心，社交氛围更轻、更开放，运营策略侧重本地文化融合与社区互动。相较之下，Yalla 采用“语音社交+游戏娱乐”模式，核心用户年龄集中在 18-30 岁，更注重娱乐性与互动频度；其语音房配合虚拟礼物、棋牌游戏和家族系统，形成以娱乐内容和运营驱动的商业化社交平台。2) 商业模式上，YoHo 的盈利模式以轻打赏为主，主要依托社区互动驱动；而 Yalla 则依靠打赏、语聊房付费和轻游戏形成稳定收入模型。两者分别代表“关系导向型”与“娱乐导向型”语音社交的差异化路径。

表 2: YoHo 和 Yalla 产品对比

维度	YoHo	Yalla
产品定位	全球化的开放式语音社交平台，主打“非露脸”线上社交，满足用户在不愿露脸情况下的聊天互动需求	主打“线上 Majlis”模式，深度还原中东线下传统聚会场景，专注语音聊天室体验
用户群体	全球用户，尤其是中东北非地区	主要面向中东和北非地区的用户
功能特点	1.群语音聊天 2.虚拟礼物互动 3.游戏社交	1.群语音聊天 2.游戏社交 3.虚拟礼物互动
内容生态	UGC+PGC 模式	UGC 模式，用户自主创建和分享内容。
运营策略	深度本地化，围绕宗教文化和节日构建活动内容，如推出拉马丹专属语音房、区域文化节房间。	1.依靠强大的用户社区和游戏社交功能吸引用户。 2.通过优化语音聊天体验和增加互动性来提升用户粘性。
市场表现	截至 24 年底，月活跃用户约 100 万	在中东和北非市场表现稳定，拥有较高的市场份额
盈利模式	主要为虚拟礼物/活动道具销售，以及部分房间机制收费与活动激励转化订阅	主要为虚拟礼物与主播打赏，还有家族房/语音房收入与游戏类内购变现

资料来源：YoHo 官网，七麦数据，Thepaper 官网，Yalla 公司官网，光大证券研究所整理

3、TopTop

TopTop 是赤子城科技于 2018 年推出的“语音社交+轻游戏”类产品，定位于以娱乐互动形式拓展语音社交场景。产品通过本地化策略在中东市场落地，推出 Ludo、Domino 等轻游戏，并结合语音房与 Avatar 捏脸功能，构建娱乐化语音互动体验。平台主要收入来源包括虚拟礼物、语音房付费与游戏内购，以轻游戏带动用户参与，通过语音互动提升用户留存与付费率。2024 年 TopTop 月活跃用户达到 300 万，收入同比增长超 100%。根据 SensorTower 下载量数据，2024 年 TopTop 在游戏社交领域排名全球第三；25 年上半年 TopTop 位列 GooglePlay 游戏 App 排行榜第十位。

WePlay 是武汉微派于 2021 年推出的一款语音社交桌游平台，面向海外休闲社交用户。平台融合了派对游戏、语音房和 Avatar 形象系统，形成集娱乐与社交于一体的互动体验。平台主要收入来源包括虚拟礼物、Avatar 装扮付费、互动项目及虚拟婚戒系统，金币体系作为核心付费通货受到中东地区用户青睐。根据 Sensor Tower 数据，Weplay 在 2024 年 1-5 月中东社交应用收入榜上位列第二，仅次于 Yalla Ludo。

Yalla Ludo 是 Yalla Group 推出的“游戏+语音”一体化产品，以实时语音互动与经典棋牌游戏为核心，将语音社交深度融合进 Ludo、Domino 等热门游戏场景，显著提升用户互动频率和留存。用户在游戏过程中即可开启语聊，带来更高活跃度和持续粘性。在运营策略上，YallaLudo 更侧重“熟人留存”与“用户日常陪伴”，通过组队房、语音连麦、排行榜等机制鼓励用户持续对战并强化社交关系。收入模式以虚拟礼物、房间装扮和金币内购为主，用户付费行为主要发生在对战过程中。Yalla Ludo 2022 年在中东市场实现单季度月活跃用户超 1000 万，24Q4 Yalla Ludo 平均月活用户数达 1175 万人，总流水约 2329 万美元。

TopTop、WePlay 与 Yalla Ludo 在产品逻辑、社交路径、用户机制等方面体现出差异化发展路径。1) **产品路径上**，TopTop 采用“游戏引流+社交转化”的模式，以多样化轻游戏吸引用户并导向语音社交场景；WePlay 主打“游戏即社交”，语音互动与桌游体验深度融合；YallaLudo 强调“游戏内嵌语音”，使用户在对局中自然进入语聊场景，社交行为嵌入游戏流程。2) **用户分布上**，TopTop 深耕中东、同步拓展东南亚，核心用户以休闲娱乐及关系链建立为主；WePlay 用户集中于中东与东南亚市场，倾向沉浸式社交体验；YallaLudo 用户覆盖中东北非多个国家，年轻用户比例高，偏好高频游戏与轻语音互动。3) **功能机制上**，TopTop 拥有 15 款以上休闲类游戏、语音房、Avatar 捏脸与 UGC 互动机制；WePlay 配备派对游戏、语音房、家族与婚姻系统，强化用户绑定；

YallaLudo 聚焦 Ludo、Domino 等经典桌游，配合实时语音、虚拟礼物与组队机制，语音社交渗透率高。4) **运营策略上**，TopTop 强调“内容导入+社交沉淀”并鼓励用户自主创作；WePlay 注重社群结构与虚拟关系设计，提升长线留存；YallaLudo 依托本地热门游戏建立强互动场景，结合打赏与排行榜机制实现高频商业转化。

表 3: TopTop, Weplay 和 YallaLudo 产品对比

维度	TopTop	WePlay	Yalla Ludo
产品定位	游戏与社交融合平台，提供休闲游戏和语音聊天功能	语音社交平台，承载多种派对游戏玩法	棋牌+语音融合平台，以 Ludo 和 Domino 为核心玩法，强调游戏中即时语音互动
用户群体	主要集中在中东地区，年轻用户群体	主要集中在中东地区；东南亚地区表现突出	主要面向中东与北非地区，用户活跃度高
功能特点	1.提供 Ludo、Domino 等多种休闲游戏 2.配置语音聊天房功能，支持多人互动 3.嵌入 Avatar 设计，增强社交体验	1.语音房功能，承载派对游戏玩法 2.包括太空狼人杀、你画我猜等游戏 3.提供多种语言版本	1.提供 Ludo 和 Domino 游戏玩法； 2.默认游戏中开启语音房，提高互动率； 3.支持快速组队与打赏系统
内容生态	UGC 模式	UGC 模式	轻量 UGC 模式，偏向系统主导内容生态
运营策略	1.前端休闲游戏引流+后端社交转化	1.游戏+语音社交	1.本地化运营配合穆斯林文化活动 2.社交引导弱，重交互场景优化
市场表现	TopTop 在 SensorTower 发布的“2024 年 1-5 月中东社交应用收入榜 TOP10”中进入榜单	在中东地区表现突出，GooglePlay 显示超过 5000 万次下载	中东社交游戏领域领先产品，曾达季度月活超 1000 万
盈利模式	主要为虚拟礼物销售	主要为虚拟礼物销售等内购付费模式	主要为虚拟礼物销售，还有游戏内打赏机制

数据来源：七麦数据，data.ai，公司官网，新浪财经，光大证券研究所整理

4、SUGO

SUGO 是公司于 2022 年推出的音视频陪伴社交平台，专注于为用户提供高效、私密的线上互动体验。平台功能涵盖实名认证、私密聊天、基于兴趣的交友匹配、语音房互动以及视频通话等模块，重点强化隐私保障与内容安全，针对隐私需求较高的用户进行精准覆盖。依托精细化运营和本地化功能优化，SUGO 在中东和东南亚市场表现突出，曾多次进入“中国非游戏应用出海收入榜”Top30。2024 年 SUGO 收入同比增长超过 200%，平均月流水突破 1000 万美元。

Tinder 是由 MatchGroup 集团于 2012 年推出的在线约会应用，定位于基于地理位置的即时配对平台。平台基于地理位置算法，为用户推荐一定距离内的潜在匹配对象，通过滑动操作实现选择；当双方互选“喜欢”时触发匹配后即可交流，这是 Tinder 区别于传统推送式约会平台的核心机制。凭借简化的使用路径和匹配效率，Tinder 已成为全球使用率最高的约会应用之一；截至 2025 年 9 月，其月活跃用户约 6,000 万，付费订阅用户超过 900 万，在欧美市场保持领先。

Azar 是由韩国 Hyperconnect 开发的视频社交平台，面向全球 230 余个国家和地区。截至 2025 年 2 月，平台累计视频聊天匹配次数超过 1000 亿次。平台主打“Pick & Match”随机视频速配匹配功能，并支持 19 种语言的实时语音转字幕翻译，支持性别与地区筛选、Lounge 浏览、Azar Badge 安全标识及 AI 模糊处理等功能，实现跨语言社交与隐私保护。商业模式采用“免费基础功能+增值订阅”结构，用户可购买虚拟货币或 VIP 会员服务、用于精准匹配、广告屏蔽、视频礼物赠送等特权；虚拟礼物与 VIP 升级是其主要营收来源。Azar 在中东市场表现稳定，在沙特、土耳其、伊拉克等国家多次跻身社交 App 收入榜前列。

SUGO、Tinder 与 Azar 在产品定位、功能设计及目标用户方面展现出差异化路径。1) **产品定位方面**：SUGO 聚焦音视频陪伴社交，通过实名认证与实时互动构建私密社交场景；Tinder 以图文展示和快速匹配打造高效约会体验；Azar

主打全球陌生人视频匹配，强调语言翻译与跨文化互动。2) 在用户分布方面：SUGO 核心市场集中在中东及东南亚，主要面向隐私要求较高的成年人群；Tinder 以欧美年轻用户为主，覆盖全球 190 个国家；Azar 覆盖 230 多个国家，在新兴市场表现活跃。3) 功能机制方面：SUGO 拥有语音房、多人视频通话与兴趣匹配，支持多场景即时互动；Tinder 依靠地理定位与滑动筛选法实现匹配；Azar 强调实时配对、语音转字幕与 AI 审核，强化跨语言沟通的安全性。4) 运营策略方面：SUGO 通过本地化内容与精细化投放提升区域渗透率；Tinder 借助统一品牌体系和订阅模型实现全球化扩张；Azar 以安全审核和增值订阅为运营重点，提升变现效率。

表 4: SUGO, Tinder 和 Azar 产品对比

维度	SUGO	Tinder	Azar
产品定位	音视频陪伴社交平台，主打私密交友和实时互动	约会社交平台，注重图文展示和快速匹配	即时视频匹配社交平台，主打全球陌生人视频聊天，突出跨文化交流和语音实时翻译
用户群体	在中东和东南亚表现突出	主要面向欧美等西方国家的年轻用户	覆盖全球市场，尤其在中东、印度、东南亚等地区用户活跃度较高
功能特点	1.实名认证 2.私密社交 3.交友匹配、语音房、视频通话 4.基于兴趣和偏好的精准匹配	1.图文展示 2.快速匹配 3.约会功能 4.位置匹配	1.实时视频匹配 2.语音转字幕翻译打破语言障碍 3.Lounge 浏览与关注私聊功能 4.AzarBadge 安全标识系统
内容生态	私密社交，注重用户隐私保护和实时互动	开放式社交，用户通过图文展示自己，互动性强	半开放社交，用户以视频为核心进行互动，强调“随机邂逅”但辅以订阅精准匹配功能
运营策略	1.精细化运营，优化匹配算法 2.针对不同市场推出本地化功能 3.强调私密性和安全性	1.大规模市场推广 2.强调快速社交体验 3.基于位置和兴趣的匹配	1.强调 AI 审核与内容安全 2.针对不同地区推送本地化内容和活动 3.引导用户升级订阅以获得精准匹配和性别/地区筛选等权限
市场表现	多次进入出海收入榜 Top30 在中东和东南亚市场表现强劲	在欧美等西方国家的约会社交市场占据领先地位全球用户规模庞大	全球下载超 5 亿次，社交类应用全球榜单 Top10 常客，特别在非欧美市场表现亮眼
盈利模式	主要为虚拟礼物销售，还有会员订阅	主要为会员订阅，还有广告收入	主要为虚拟道具销售，还有订阅收入与广告变现

数据来源：七麦数据，新浪财经等，光大证券研究所整理

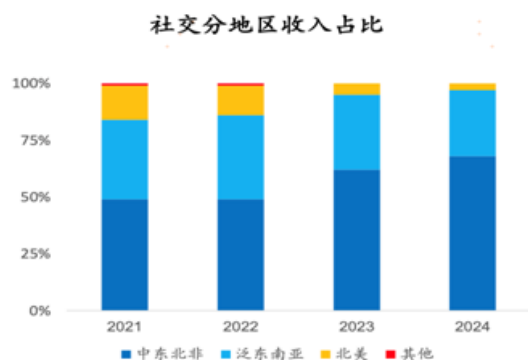
2.2 顺应中东世俗化红利，海外市场迎来结构性社交机遇

2.2.1 “产品+国家”复制策略，全球化战略纵深发展

赤子城科技顺应特定市场的文化与社会变迁，通过“产品复制+国家复制”模式推进全球化，形成中东北非+东南亚两大核心市场。2024 年中东北非市场为公司社交业务收入占比最高的区域，占比达 68%，东南亚市场收入占比约 30%。公司通过在重点市场深度运营，积累了大量用户数据与可复制的成功经验，支持其产品快速推广至北美、欧洲等其他区域，加速全球化布局推进。

公司当前核心社交产品 MICO、YoHo、TopTop 和 SUGO 已实现全球多区域布局：MICO 与 SUGO 覆盖中东北非、北美、东南亚等主要市场；YoHo 以中东北非、东南亚为重点，同时逐步拓展欧洲市场；TopTop 目前则以中东北非为核心，并积极进行其他区域复制。各产品根据不同区域需求差异定位，形成了多市场、多产品横向拓展格局。

图 10: 社交分地区收入占比



资料来源: 公司业绩推介材料

图 11: 社交核心产品市场分布情况



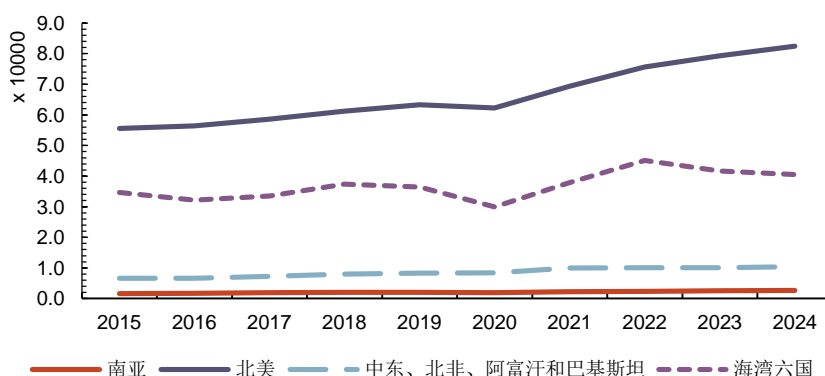
资料来源: 公司业绩推介材料

2.2.2 中东北非市场的四大特点

特点一: 经济基础带来高付费能力

经济发展水平影响消费潜力，人均 GDP 区域差异反映当地的社交娱乐付费承载力。据 worldbank 统计，2015-2024 年间，南亚、北美、中东及北非地区与海湾六国人均 GDP 呈上升趋势；2024 年中东、北非、阿富汗和巴基斯坦地区人均 GDP 为 10396.8 美元，海湾六国达 40536.9 美元，虽与北美 82406.5 美元相比仍有差距，但显著高于南亚的 2691.6 美元的水平，反映出较强的居民收入和消费能力。海湾六国经济支撑力较强，虽经济周期波动性高于北美，但其人均收入水平已足以支撑在线社交娱乐消费需求。对于赤子城而言，这些区域具备虚拟礼物、语音互动及情感陪伴类变现模式的拓展空间，为中国成熟的社交打赏与虚拟礼物盈利模式提供了可复制市场。

图 12: 南亚、北美、中东及北非地区与海湾六国人均 GDP (USD\$)



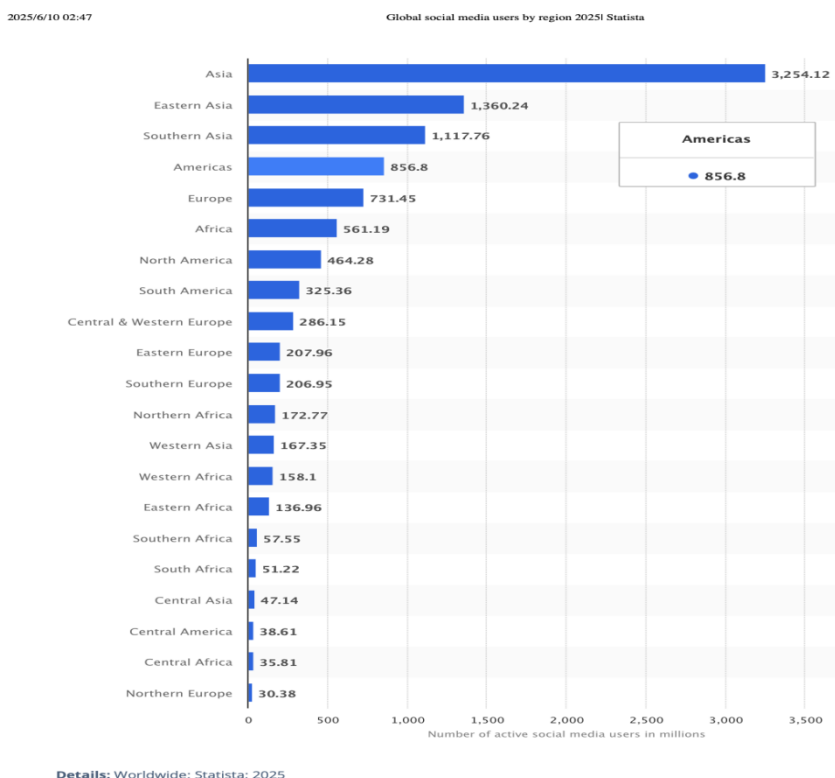
资料来源: 世界银行 GDP 数据库, 光大证券研究所

特点二: 人口年轻化

根据 WorldWide 及 Statistics2025 年 6 月的数据，亚洲社交媒体用户达 32.54 亿，美洲 8.57 亿、欧洲 7.31 亿；据 DataReportal 数据，截至 2025 年 1 月，中东北非地区社交媒体用户约 3.41 亿，虽低于亚洲、北美，但显著高于南美

(3.25 亿) 及东欧 (2.08 亿)，位居全球前列。中东北非地区人口结构呈现显著年轻化特征：根据大数跨境，截至 2022 年底，中东总人口约 4.5 亿，平均年龄才 25 岁，是全球人口最年轻的地区之一。年轻群体对直播、短视频、社交内容接受度和黏性显著，推动数字内容消费不断上升。在人口年轻化需求的驱动下，中东北非已形成对社交娱乐和虚拟礼物付费的关键人群基础，为赤子城出海产品和商业模式在该区域拓展提供了坚实支撑和潜在市场空间。

图 13: 2025 年 6 月全球社交媒体使用人数



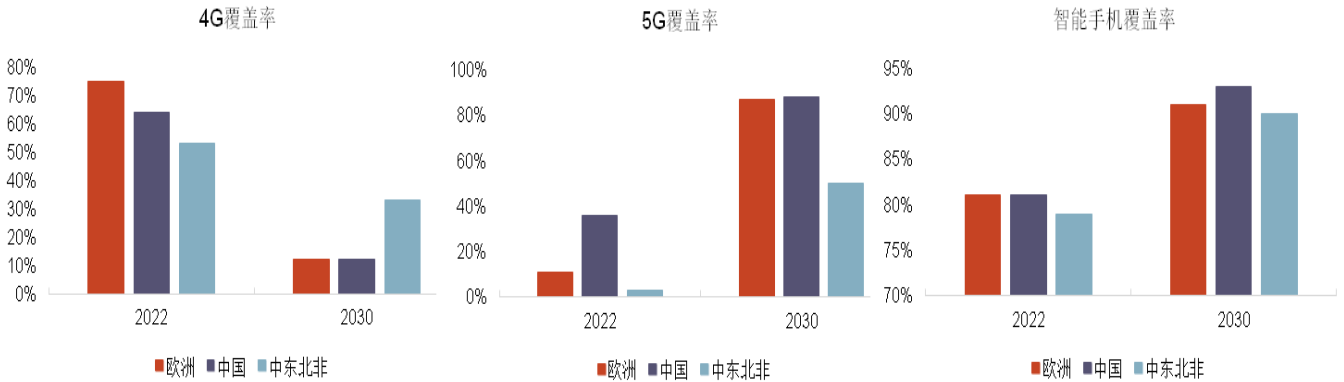
资料来源: Statista

特点三：一定的基建数字化基建

全球数字基础设施持续升级，显著推动了各地区数字内容和社交娱乐市场的发展。根据 GSMA2023 年报告显示，2022 年欧洲、中国和中东北非 4G 覆盖率分别为 75%、64%和 53%，5G 覆盖率分别为 11%、36%和 3%；预计到 2030 年，欧洲与中国 5G 覆盖率预计将分别提升至 87%和 88%，中东北非地区也将提升至 50%，其中海湾六国有望突破 95%。

智能手机普及率方面，2022 年三地分别为 81%、81%、79%，预计到 2030 年均接近 90%。互联网渗透率方面，DataReportal 数据显示欧洲已超 90%，中国为 78.6%，中东北非达到 70.1%-75.3%。综合以上数据，中东北非地区数字基建正处于加速追赶阶段，特别是海湾六国的 5G 和终端普及进展显著；中东北非地区厂商在数字基建和相关技术能力上存在短板，而中国企业具备数字化基建技术输出能力。赤子城于 2025 年在中国香港设立全球总部和 AI 研发中心，依托中国数字基础和技术资源，有望更好把握中东北非数字服务市场的发展机会。

图 14：欧洲&中国&中东北非地区数字化建设情况



资料来源：GSMA 预测，The Mobile Economy 2023，光大证券研究所

特点四：加速世俗化与社会开放趋势

中东北非地区长期受传统宗教和文化规范影响，线下社交形式相对保守，社交活动多在家庭或宗教场所进行，公共娱乐场所有限。近年来，该地区逐步推进世俗化和社会开放，沙特“2030 愿景”推动社会改革，促使公共空间与文化娱乐行业迅速发展，社交限制显著放松。这一趋势显著提升了区域居民的数字化社交活跃度，线上互动与内容创作呈持续增长态势。据 GlobalWebIndex 研究，全球社交媒体使用率 TOP10 国家中，中东北非地区占五席。截至 24 年 6 月，人均拥有 8.4 个账号，阿联酋人均账号最多，达 10.5 个。该数据反映出区域用户对线上社交的高渗透率与使用黏性。对赤子城科技而言，这种文化与政策层面的结构性红利正在成为推动中东北非市场持续扩容的重要外部驱动力。

2.3 本地化运营：高效协同与文化适配的双重保障

公司构建了多元且高效的高度本地化运营团队体系：1) **人员配置上**，公司在全球 20 多个国家设立运营中心，整体团队规模约 800 人，其中海外员工达 700 人。本地化布局以中东北非和东南亚为重点，其中埃及开罗运营中心为集团核心枢纽，团队成员约 600 人，本地人才占比达 90%。2) **运营体系上**，采取“中方统筹方向、本地驱动执行”的协同模式：中方管理层负责整体战略规划、资源统筹与绩效监管，当地团队主导市场策略落地、内容生产与活动策划，确保产品设计与市场运营既契合集团战略，又符合本地文化与用户偏好。基层团队充分鼓励本地员工提供市场洞察与创意构想，通过逐级汇总形成“自下而上”的创意孵化机制；中方高层则基于统一评估体系从中筛选并做出决策，实现从创意到执行的高效转化。这种“自下而上创意产出—自上而下战略决策”的双向反馈体系，使赤子城的全球化战略与本地执行形成有机融合，既强化了企业决策的文化适配性，也显著提升了各地市场响应速度和创新能力。

公司持续强化在中东北非的战略支点地位。2024 年 9 月 26 日，公司获沙特投资部颁发的区域总部牌照（RHQ 牌照）许可，成为首家在沙特设立区域总部的全球社交娱乐公司。该举措系公司加入沙特“区域总部计划”后的重要进展，标志其在中东市场的合规资质与本地化运营能力进一步提升。根据公司披露，区域总部将设于利雅得，作为赤子城中东北非业务的核心管理与资源协调中心，完善公司在该地区的组织与市场响应体系。2025 年公司计划在利雅得注册设立全资子公司并派驻本地化运营团队，以强化中东核心市场的组织响应与业务执行力。通过与埃及开罗运营中心的协同联动，赤子城已形成辐射中东北非主要

国家的“开罗+利雅得”双中心运营框架，实现战略布局、运营管理与市场拓展的深度整合，为其在新兴市场的持续扩张及向欧美成熟市场的延伸提供政策、人才与组织层面的支撑。

图 15：本地化运营中心分布点



资料来源：公司业绩推介材料

3、收购蓝城兄弟，聚焦多元人群社交蓝海

3.1 行业机遇：多元群体消费与社交价值崛起，市场潜力巨大

近年来，多元人群的市场价值日益凸显，主要体现在其强大的消费力和在社交媒体中的高活跃度两个方面。

1) 市场规模与消费潜力：该群体构成了庞大的“粉红经济”市场。据 LGBT Capital 数据，截至 22 年末全球 15 岁以上多元人群约 3.88 亿人，合计消费能力达 4.7 万亿美元。根据 Frost&Sullivan 预计，2026 年全球多元人群将达到 6.6 亿，2026 年多元人群 GDP 目标预计达到 14 万亿美元。该群体在文化娱乐等领域的可支配收入和消费意愿相对更高，并表现出较强的品牌忠诚度，已成为全球消费增长的重要驱动力之一。

2) 年轻世代与社交媒体价值：多元人群相关社交应用的潜力与年轻用户的积极态度密切相关。作为社交平台的核心用户，年轻人对多元人群身份的认同度远高于其他年龄段。Ipsos2024 年全球 26 国调查显示，Z 世代中有 17% 自我认同为多元人群，千禧一代中该比例为 11%。基于这两代人的高频社交使用习惯，多元人群垂直社交应用的商业价值有望随群体社会认同度的提升而进一步释放。

3.2 收购蓝城兄弟，深度切入多元人群社交领域

公司对蓝城兄弟的收购与整合历经两个关键阶段，最终实现了从参与私有化到全面控股。

第一阶段：参与私有化与初步控股（2022 年 1 月-8 月）。2022 年 1 月，赤子城科技联合投资方组成买方集团，向当时在纳斯达克上市的蓝城兄弟发出私有化建议。同年 4 月，双方签署合并协议，确定以每股 3.20 美元（ADS1.60 美元）的价格进行回购，整体估值约 6000 万美元。2022 年 8 月，蓝城兄弟完成私有化交割并从纳斯达克退市，赤子城科技通过其出资成立的基金 Metaclass

Management ELP 成为蓝城兄弟的实际控股股东。此阶段，赤子城科技初步掌握了控股权，为后续的全面整合奠定基础。

第二阶段：实现全面控制与整合并表（2023 年 3 月-8 月）。2023 年 3 月，赤子城科技通过收购基金的普通合伙人（GP）的控制权，正式取得对蓝城兄弟的全面控制，并启动业务与财务的深度整合。2023 年 8 月，该收购事项正式完成，蓝城兄弟成为赤子城科技的控股子公司，其财务业绩自此并入赤子城科技的合并报表，旗下产品如 Blued 也正式融入赤子城的全球社交产品矩阵，标志着战略收购及整合工作的全面落地。

在被赤子城科技收购前，蓝城兄弟虽身为“粉红经济第一股”，但长期面临盈利困境。其财务报告显示，2018 年和 2019 年公司分别录得净亏损 9020 万元和 5290 万元，尽管亏损在 2020 年有所收窄，但始终未能实现盈利。对直播业务的高度依赖和单一的变现模式，是其亏损的主要原因之一。然而，在赤子城科技介入后，蓝城兄弟的财务状况迅速改善。自 2022 年 8 月完成私有化后，赤子城科技凭借其成熟的全球化运营经验和精细化的成本管控能力，对蓝城兄弟的业务进行了有效整合与优化，仅用时四个月，蓝城兄弟便在 2022 年 8 月至 12 月期间成功实现扭亏为盈。这一转变不仅验证了赤子城科技卓越的投后管理能力，也证明了通过优势互补和战略协同，可以有效提升多元人群社交赛道的盈利潜力。

图 16：蓝城兄弟收购历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所

国内经验反哺海外，以本地化创新实现全球化进阶。完成对蓝城兄弟的收购后，赤子城科技对多元人群社交业务采取了清晰的差异化市场策略：稳定国内市场基本盘，将战略重心全面转向增长潜力巨大的海外市场。24 年该业务的中国市场收入占比约为 85%，主要由面向中国市场的 Blued 和 Finka 贡献；海外市场收入占比约为 15%，主要由面向海外市场的 HeeSay 贡献。

国内市场为该业务的基本盘，主要由旗舰产品 Blued 和高端男性社区 Finka 构成。截至 2024 年，蓝城兄弟 MAU（月活跃用户）约为 745 万，DAU/MAU 达 47%，次月留存率达 74%，其中国内 MAU 约 450 万，海外接近 300 万。鉴于国内较高的用户渗透率以及相对谨慎的政策环境，公司采取稳健运营策略，主要通过提升单用户平均收入（ARPU）来维持增长，而非大规模市场推广。这部分成熟业务为集团向海外拓展提供了坚实的业务基础和现金流支持。

相比之下，海外市场展现出巨大的增长潜力。为解决蓝城兄弟此前海外用户众多但商业化效率低下的问题，赤子城科技进行了关键的战略升级：1) 品牌升级：公司 2024 年初将 Blued 国际版正式升级为 HeeSay（更多元的线上社区）。

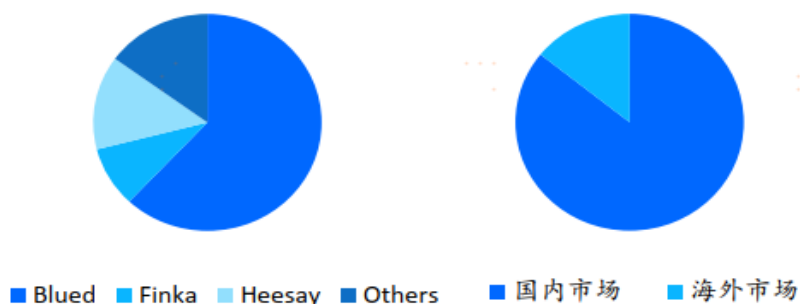
此举旨在打破传统交友应用的局限，向更广泛的“生活方式+社交”平台演进，以提升用户粘性和品牌认同感；2) 补齐变现短板：凭借其成熟的出海运营经验，赤子城科技优化了 HeeSay 的变现场景和获客效率，整合后海外业务规模实现了快速增长；3) 精准营销策略：HeeSay 在海外市场采用线上线下结合的精准推广方式，通过与当地 KOL 合作，有效利用社群的高度聚集性和敏感性特征，在不进行大规模买量的情况下，高效提升品牌知名度和用户获取效率。

图 17：公司多元人群业务产品矩阵



资料来源：公司业绩推介材料

图 18：24 年公司多元人群业务收入分产品&收入分地区



资料来源：公司业绩推介材料

4、创新业务：打造精品游戏，丰富产品矩阵

创新业务为公司第二增长曲线，立足于公司全球用户流量池，以精品手游为支柱，构建协同发展的多元化业务生态。2022 年公司创新业务收入达到约 2.4 亿元，公司战略性地将该业务重心从传统的流量变现转向附加值更高的精品游戏，虽因业务模式迭代导致收入同比略有下降，但为后续的增长奠定了基础。进入 2023 年后，转型效果开始显现。2025 年前三季度，公司创新业务收入已跃升至约 5.3 亿-5.5 亿元人民币，同比增幅高达 69.9%至 76.3%，强劲增长主要由精品游戏的成功商业化、社交电商的稳健发展以及新增的短剧业务等共同驱动。

1、精品手游：以合成类为核心，打造产品梯队

公司精品游戏业务呈现强劲增长态势。2024 年该业务实现总流水 7.05 亿元，同比增长 80.4%，开始贡献收入。公司以“合成+”为核心策略，成功打造出爆款产品并构建了丰富的产品梯队。1) **核心产品**：自研合成类手游《Alice's Dream:MergeGames》是该业务的拳头产品。游戏以“爱丽丝梦游仙境”IP 为基础，深度融合合成、经营、社交等玩法，在全球市场广受欢迎。自 2022 年 6 月上线后，该游戏月流水持续攀升，2023 年已成长为全球 Merge 类游戏当中的头部产品，并多次登上 Sensor Tower 发布的“中国手游海外收入增长排行榜”及“中国手游海外下载榜”前列。24 年该游戏流水同比增长超过 60%，24 年 5 月流水近千万美金。2) **产品矩阵**：在 IAP（应用内购买）方面，聚焦精品游戏，计划将《Alice's Dream:MergeGames》的成功经验迁移到新产品，打造长生命周期爆款；而在 IAA（广告变现）领域，2023 年上线的《BubblePOPGO!》是其代表作，该游戏主打休闲益智方向，截至 23 年 7 月，月下载量已突破 400 万。

图 19：《Alice's Dream: MergeGames》游戏界面



资料来源：Alice's Dream: MergeGames

2、社交电商：从垂直深耕到大众拓圈

社交电商是赤子城科技在“社交+”场景下的重要探索，其发展经历了从垂直人群到更广泛消费群体的战略拓圈。1) **垂直深耕阶段——蓝城大健康**：该业务最初起源于 Blued 平台内的蓝城大健康服务，于 2019 年成立，并于 2020 年获批互联网医院执业许可。它精准定位于多元人群的特定健康需求，提供包括 HIV 阻断药与检测试剂、健康咨询在内的一站式私密健康服务。2) **拓圈发展阶段——荷尔先生**：2021 年 11 月，蓝城兄弟正式推出男性健康消费品牌 Mr.heer 荷尔先生，标志着其社交电商业务开始“拓圈”。战略上，该品牌不再局限于多元人群，而是面向更广泛的男性健康消费市场。渠道上，除了在 Blued 平台继续销售外，荷尔先生已入驻淘宝、京东等主流电商平台开设旗舰店，并开发了微信小程序。产品上，SKU 得到极大丰富，发现并满足了用户对私密健康消费品的巨大市场需求，成功从垂直赛道拓展至更广阔的消费蓝海。

图 20: 荷尔先生旗舰店界面

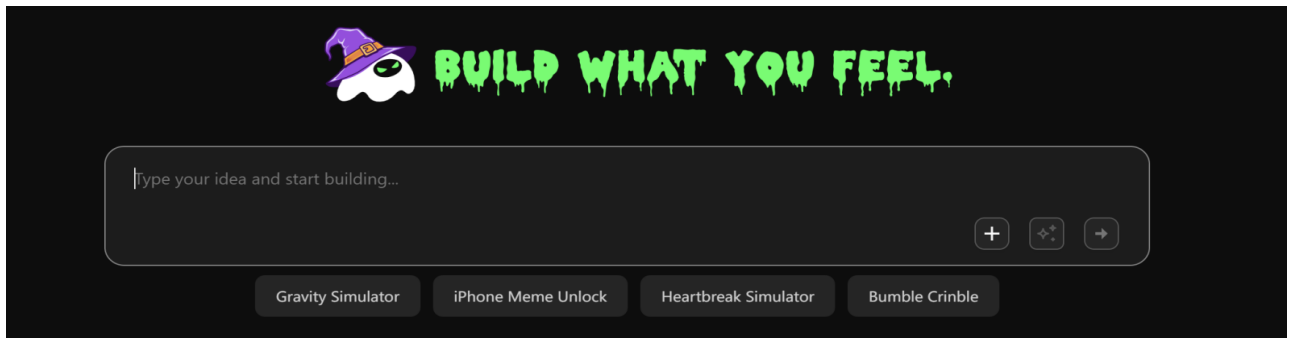


资料来源: 荷尔先生京东旗舰店

3、新兴 AI 与内容产品：积极探索，初见成果

公司积极布局 AI 与短剧等新兴赛道，探索新的增长点。1) **短剧业务**：顺应全球移动视频消费趋势，公司积极投入短剧业务并已初见成果，初步面向东南亚与美洲市场，为创新业务板块贡献了新的收入增量。2) **AI Agent 与内容社区**：25 年 6 月，公司推出零代码创意内容社区 Aippy，正式切入 AI Agent 赛道。该产品基于自研多模态算法模型，允许用户通过自然语言生成网站、小游戏等互动内容。这一前瞻性布局旨在探索由 AI 驱动的下一代社交娱乐形态，目前其 iOS 版本已上线。

图 21: Aippy 界面



资料来源: Aippy 官网

5、盈利预测和估值分析

5.1 盈利预测

- **收入方面**：我们预测 2025-2027 年公司收入分别为 69.0/84.1/97.0 亿元人民币，同比增长分别为 35.6%/21.9%/15.3%。收入拆分具体如下：

1、社交业务

公司披露 25 年前三季度营运数据，截至 25 年 9 月 30 日止 9 个月，社交业务收入预计同比增长约 34.5%-36.4%。

泛人群社交业务：为公司核心业务，24 年公司泛人群社交业务约占社交业务收入约 74%，估算 24 年该业务收入约 37.7 亿元；考虑 24 年 SUGO 产品收入占比泛人群社交业务约 30%，且收入同比增速超 200%，以及该产品 23 年收入占比泛人群社交业务约 15%，我们粗略估算 23 年泛人群社交业务收入约 26.0 亿元。因此可得，在 TopTop 和 SUGO 的强劲增长带动下，公司 24 年泛人群社交业务收入同比增速达 45%。

分产品来看，1) 25H1 核心产品 SUGO 和 TopTop 收入同比增速均超 100%，我们预计 25 年全年增速有望实现高双位数增长，主要驱动来自用户的持续渗透；2) 老产品方面，MICO、YoHo 产品已进入成熟期，MICO 产品面临下滑压力，YoHo 产品拥有较高的付费渗透率以及可观的日均 ARPPU，收入仍有小幅增长；3) 此外公司目前孵化的产品中，我们预计未来三年内有望诞生两款月流水超过千万美元的新产品。公司 25 年各产品趋势目前较为清晰，考虑到 SUGO 和 TopTop 的强劲增长弥补 MICO 产品的下滑，我们预计 25 年公司泛人群社交业务收入同比增速为 40% (vs24 年增速 45%)；26-27 年该业务增速预计呈现自然降速，主要考虑 SUGO 和 TopTop 增长强势期已过，叠加新产品流水面临不确定性，因此预计 26-27 年泛人群社交业务收入同比增速分别为 25%/18%。

多元人群社交业务：公司 23 年 8 月实现对蓝城兄弟的并表，23 年合并收入约 3.3 亿元，24 年实现全年维度并表，收入约 8.6 亿元。考虑国内业务受到监管影响，新用户获取短期存在压力，25 年国内收入预计小幅下滑，后续预计维持稳定；Blued 海外版经历产品更新迭代后预计保持稳定，因此我们预计 25-27 年多元人群社交业务收入同比增速约为-1%/2%/2%。

综上，我们预计 25-27 年社交业务收入分别为 61.2/74.8/86.7 亿元，同比增长 32.2%/22.1%/15.9%。

2、创新业务

公司创新业务主要包括精品游戏、社交电商以及业务转型前的传统流量业务。24 年公司创新业务收入同比增长 21.3%至 4.6 亿元，主要得益于社交电商业务的持续发展，以及精品游戏开始贡献收入。25H1 公司创新业务增长提速，同比增长 70.5%，主要由于自研精品手游《Alice's Dream: Merge Games》确认净收入约接近 5000 万贡献较大增量，叠加传统流量变现业务超预期，推动创新业务收入增长；根据公司公告，截至 25 年 9 月 30 日止 9 个月，创新业务收入同比增长约 69.9%-76.3%。因此，我们预计 25 年创新业务收入同比增长 70%至 7.8 亿元，考虑后续游戏增长具备一定不确定性，短剧业务仍在发展初期，且后续该板块重心转向盈利释放，保守预计 26-27 年创新业务收入同比增长 20.0%/10.0%至 9.4/10.3 亿元。

- **成本方面：**公司收入成本主要包括主播及渠道分成，其他成本包括员工福利支出、服务器成本以及社交电商业务的存货成本等。根据产品向主播和渠道分成的收入比例按产品从高到低排序，依次为 MICO、YoHo 和 SUGO，而 TopTop 则没有分成成本；自 2023 年起，公司已对其社交内容生态系统进行了有效调整，以降低向主播及渠道分成的收入比例。基于产品组合的变动，我们预计与主播和渠道的分成成本在 25-27 年将占社交业务收入的比例为 31.8%/31.7%/31.6%。
- **毛利润方面：**2024 年公司毛利润达 26.1 亿元，毛利率达 51.2%，其中社交网络业务毛利率为 49.7%，创新业务毛利率为 66.1%。25H1 公司毛利润为 17.8 亿元，毛利率 55.8%，社交网络业务与创新业务毛利率分别为 53.6%/73.7%。受益于高毛利产品 TopTop 和 SUGO 收入贡献的增加、资源配置的持续优化以及 25H1 组织升级，我们预计社交业务毛利率将从 2024 年的 49.7%提升至 2025-2027 年的 53.7%/53.8%/54.0%。受益于休闲及细分领域游戏的全年收入贡献，以及高毛利流量导向业务的季节性复苏，我们预计创新业务毛利率将从 2024 年的 66.1%提升至 2025-2027 年预测期的 73.5%/73.7%/73.9%。因此，我们预计 25-27 年公司毛利润分别为 38.6/47.1/54.4 亿元，对应毛利率 55.9%/56.0%/56.1%。
- **OPEX 费用方面，我们参考 25H1 实际数据，并基于以下主要假设：**

销售费率：销售及市场推广费用是主要的费用构成，主要包括其产品组合流量获取相关的推广和营销费用。由于传统自有应用变现业务需要流量获取，2020年销售及市场推广费用率达到历史最高的40.9%。收购 Mico World 并重新划分为社交网络和创新业务后，2021年至2024年期间，销售及市场推广费用率稳定在17%-25%。25H1公司销售费率为31.5%，考虑到新产品推广相关的流量获取成本不断增加，尤其是 TopTop 和 SUGO，我们预计2025年至2027年，赤子城科技的销售及市场推广费用率将达约32%-33%。公司强调，在推广 TopTop 和 SUGO 时，仍将保持谨慎，坚持投资回报率驱动。因此，我们预计25-27年销售费率分别为33.2%/32.9%/32.5%。

管理费率：25H1公司管理费率为3.8%，随着公司收入规模持续扩大，固定成本得以摊薄，带动费用率逐步下降，我们预计25-27年管理费率分别为3.9%/3.5%/3.1%。

研发费率：根据历史经验，公司研发费率保持在5%-7%的区间内波动。未来公司将加大研发，但由于收入高速增长，预计研发费率将有所下降。因此，我们预计25-27年研发费率分别为5.0%/4.2%/3.6%。

综上所述，我们预测2025-2027年公司实现归母净利润9.5/12.4/14.9亿元，同比增速分别为97.0%/31.3%/19.7%。

表5：赤子城科技收入利润预测

单位：百万元		2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入		3,308	5,092	6,904	8,414	9,700
	yoy	18%	54%	36%	22%	15%
1) 社交业务		2,929	2,070	6,122	7,476	8,668
	yoy	15%	67%	32%	22%	16%
	占比 (全部营收)	89%	91%	89%	89%	89%
	泛人群社交	2,600	3,768	5,266	6,599	7,777
	yoy		45%	40%	25%	18%
	占比 (全部营收)	79%	74%	86%	88%	90%
	多元人群社交	328	864	856	877	892
	yoy		163%	-1%	2%	2%
	占比 (全部营收)	10%	17%	12%	10%	9%
2) 创新业务		379	460	781	938	1,031
	yoy		21%	70%	20%	10%
	占比 (全部营收)	11%	9%	11%	11%	11%
营业成本		1,586	2,484	3,042	3,701	4,257
	成本率	47.9%	48.8%	44.1%	44.0%	43.9%
1) 主播和渠道分成成本		1,181	1,634	1,947	2,370	2,739
	成本率	36%	32%	28%	28%	28%
	占比社交业务	40%	35%	32%	32%	32%
2) 其他成本		405	850	1,095	1,331	1,517
	成本率	12%	17%	16%	16%	16%
毛利润		1,722	2,608	3,862	4,713	5,443
	毛利率	52.1%	51.2%	55.9%	56.0%	56.1%
1) 社交业务		1,419	2,304	3,288	4,022	4,681
	毛利率	48.5%	49.7%	53.7%	53.8%	54.0%
2) 创新业务		303	304	574	691	762
	毛利率	80.0%	66.1%	73.5%	73.7%	73.9%
销售费用		688	1,295	2,292	2,768	3,152

	yoy	42%	88%	77%	21%	14%
	费用率	20.8%	25.4%	33.2%	32.9%	32.5%
管理费用		172	239	269	294	301
	yoy	54%	39%	13%	9%	2%
	费用率	5.2%	4.7%	3.9%	3.5%	3.1%
研发费用		315	335	345	353	349
	yoy	48%	7%	3%	2%	-1%
	费用率	9.5%	6.6%	5.0%	4.2%	3.6%
归母净利润		513	480	946	1,242	1,487
	yoy	294%	-6%	97%	31%	20%
	利润率	15.5%	9.4%	13.7%	14.8%	15.3%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测；注：23-24 年泛人群社交业务和多元人群社交业务收入均为预估数据

5.2 估值分析

基于全球泛人群社交业务的高成长性，叠加公司拥有较长的盈利记录以及不断改善的净利润率，我们认为采用 PE 估值法最能反映赤子城科技的增长和盈利前景。

可比公司方面：可比公司选择源自赤子城科技与 BGFG 于 2021 年 11 月 26 日披露的股权转让协议（涉及收购米可世界约 11.50% 股权）。协议中选定的初始同业公司共 8 家，分别为：欢聚集团、虎牙、腾讯音乐、快手、Yalla 集团、Match Group、Bumble 及哔哩哔哩。考虑到公司核心主业泛人群社交业务是以增值服务为主的商业模式，我们在中国社交与直播领域新增可比公司挚文集团和网易云音乐；考虑到公司完成收购蓝城兄弟，在多元人群领域有所布局，我们在全球社交与直播领域新增可比公司 Grindr，最终构建了包含 11 家公司的可比公司组合。我们认为欢聚集团、挚文集团和 Yalla 集团与赤子城科技的可比度最高，主要基于两点共性：一是产品形态高度相似，例如欢聚集团的 Bigo Live 和 Hago、挚文集团的 Soul Chill，以及 Yalla 集团的 Yalla 和 Yalla Ludo；二是上述公司均在中东北非（MENA）地区拥有显著的业务敞口。

上述全部可比公司 2026 年预测 PE 平均值为 14x，赤子城科技 2026 年预测 PE 为 11x，低于可比公司平均水平，高于欢聚集团、挚文集团和 Yalla 集团的平均水平 8x。我们预计赤子城科技将在未来 3 年内成功执行“产品复制+国家复制”战略，并加速产品多元化，因此预测其未来 3 年（2024-2027E）的收入和归母净利润复合年增长率将达 24%/46%，远高于上述三家可比公司（这三家公司的归母净利润复合年增长率为个位数）。我们认为，考虑到赤子城科技的潜在业绩表现优于最接近的同业公司，理应给予一定的估值溢价。我们给予赤子城科技 26 年 15xPE，对应目标市值 205 亿港元，对应目标价 14.5 港元。

表 6：赤子城科技相对估值分析

证券代码	证券名称	市值 (亿元人民币)	经调整归母净利润 (亿元人民币)				24-27E 三年 CAGR	PE (x)			
			2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
中国社交与直播											
JOYY.O	欢聚集团	252	23	21	23	24	1%	11	12	11	11
MOMO.O	挚文集团	81	12	9	13	14	4%	7	9	6	6
HUYA.N	虎牙	54	2.7	1.8	2.4	3.4	9%	20	30	22	16
YALA.N	Yalla	85	12	12	13	NA	NA	7	7	7	NA
1024.HK	快手	2,527	177	201	242	278	16%	14	13	10	9
BILI.O	哔哩哔哩	803	-0.4	24	38	48	NA	NA	33	21	17

TME.N	腾讯音乐	2,155	77	97	108	122	17%	28	22	20	18	
9899.HK	网易云音乐	378	17	28	23	27	16%	22	13	17	14	
全球社交与直播												
BMBL.O	Bumble	30	-52	-15	12	12	NA	NA	NA	3	3	
GRND.N	Grindr	188	-10	7	9	11	NA	NA	27	21	17	
MTCH.O	Match Group	599	43	46	53	59	11%	14	13	11	10	
均值									15	18	14	12
9911.HK	赤子城科技	135	5	9	12	15	46%	28	14	11	9	

资料来源：Wind，彭博，光大证券研究所预测。注：可比公司来源于彭博一致预期，赤子城科技公司财报尚未披露经调整归母净利润，采用归母净利润口径，其余公司均为经调整归母净利润口径。股价时间为 2025-12-15，汇率为 1 港币=0.9073 人民币，1 美元=7.7821 人民币。

投资建议：赤子城科技作为中国非游戏厂商出海收入榜前 10 名的公司，通过精细的本地化运营，凭借成功的“产品+国家”复制战略，实现了对新兴社交娱乐市场（尤其是中东北非地区和泛东南亚地区）的广泛布局；此外，公司通过创新业务实现收入来源多元化，短中期收入&利润增长确定性较高。我们预计 25-27 年公司实现营业收入 69.0/84.1/97.0 亿元人民币，实现归母净利润 9.5/12.4/14.9 亿元，同比增速分别为 97.0%/31.3%/19.7%。公司作为出海社交龙头企业，首次覆盖，给予目标价 14.5 港元，给予“买入”评级。

表 7：赤子城科技盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,308	5,092	6,904	8,414	9,700
营业收入增长率	18.1%	53.9%	35.6%	21.9%	15.3%
归母净利润（百万元）	513	480	946	1,242	1,487
归母净利润增长率	294.1%	-6.3%	97.0%	31.3%	19.7%
EPS（元）	0.36	0.34	0.67	0.88	1.05
PE	26	28	14	11	9

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测；注：股价时间为 2025-12-15，汇率为 1 港币=0.9073 人民币，23 年股本为 11.5 亿股，24 年股本为 11.4 亿股，当前股本为 14.1 亿股

6、风险分析

政策收紧与合规风险

公司业务覆盖中东、北非等政策敏感市场，且部分业务涉及多元人群，需严格遵守当地法律法规、内容审批及数据安全要求。若监管趋严或合规成本增加，公司业务模式与扩张速度将受到限制，收入及用户基础面临不确定性。

汇率风险

公司经营国际性业务，主要收款及付款以美元计值。面临由各种货币(主要是美元及港元)风险产生的外汇风险。

股东诉讼风险

王平就“3%股权承诺”提起诉讼并向港交所举报公司招股书未披露相关争议，若法院判决其胜诉或监管认定信披违规，公司可能需调整股权结构（稀释现有股东权益）或面临罚款等处罚，或对公司形象和股价造成阶段性影响。

赛道拥挤导致竞争加剧

海外社交与娱乐平台市场同质化产品增多，主流赛道内既有大型平台，也不断涌现新兴竞品，用户选择多样，行业洗牌加速。

产品创新迭代风险

公司业务高依赖产品研发和内容创新，持续推出具备差异化、强互动性的产品是公司增长关键。若新产品推出节奏放缓或内容无法满足全球用户多元需求，将影响用户活跃、付费意愿，拖累公司整体业绩表现。

全球协同与收购融合不及预期

公司快速扩展海外市场及收购蓝城兄弟等新业务，需实现不同区域、本地团队及新旧业务的高效协同。组织管理、资源整合、文化融合等问题若处理不当，可能降低运营效率，影响新业务成长和整体战略落地。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,308	5,092	6,904	8,414	9,700
营业成本	-1,586	-2,484	-3,042	-3,701	-4,257
毛利	1,722	2,608	3,862	4,713	5,443
其它收入	3	5	-5	6	9
营业开支	-1,178	-1,884	-2,909	-3,431	-3,815
营业利润	548	729	948	1,288	1,638
财务成本净额	16	58	51	56	54
应占利润及亏损	209	-2	4	4	4
税前利润	773	785	1,004	1,349	1,696
所得税开支	-12	3	-20	-67	-170
税后经营利润	761	788	984	1,281	1,527
少数股东权益	-248	-307	-38	-39	-39
归母净利润	513	480	946	1,242	1,487

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	754	1,063	895	1,244	1,477
投资活动现金流	215	-87	8	-14	-14
融资活动现金流	-162	-319	-49	-44	-46
净现金流	806	658	854	1,186	1,418

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	2,791	3,583	4,650	6,082	7,721
流动资产	1,942	2,815	3,901	5,351	7,008
现金及短期投资	1,388	2,050	3,004	4,290	5,808
有价证券及短期投资	239	171	150	150	150
应收账款	243	342	425	518	598
存货	19	18	22	27	31
其它流动资产	53	234	299	365	422
非流动资产	849	768	750	731	712
长期投资	24	27	29	31	33
固定资产净额	125	92	82	72	61
其他非流动资产	700	649	638	628	618
总负债	843	1,928	2,012	2,163	2,274
流动负债	696	1,498	1,605	1,745	1,864
应付账款	243	342	395	481	553
短期借款	0	0	0	0	0
其它流动负债	453	1,156	1,209	1,264	1,311
长期负债	147	430	407	418	411
长期债务	0	0	0	0	0
其它	147	430	407	418	411
股东权益合计	1,947	1,655	2,639	3,920	5,446
股东权益	1,121	1,541	2,487	3,730	5,217
少数股东权益	827	114	151	190	229
负债及股东权益总额	2,791	3,583	4,650	6,082	7,721

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
6thFloor,9AppoldStreet,London,UnitedKingdom,EC2A2AP