

买入
社交业务新品高增，积极探索新业务形态
赤子城科技 (9911.HK)

2026-05-07 星期四

【投资要点】
➤ 社交业务护城河加深，创新业务高速增长

2025 年公司实现收入达 68.9 亿元，同比增长 35.3%，经调整 EBITDA 为 12.1 亿元，同比增长 26.1%，实现归母净利润 9.3 亿元，同比增长 94.6%；分业务来看，公司社交业务保持高速增长，实现收入 61.4 亿元，同比增长 32.9%。其中新产品陪伴社交平台 SUGO 和游戏社交平台 TopTop 表现突出。另外创新业务收入同比增长 59.3%，主要因为游戏、社交电商稳健快速发展。

➤ 布局 AI 新赛道，构筑第二增长曲线

公司创新业务中，目前游戏业务收入依然占据较大比例。根据公司目前最新战略设想，未来仍在积极布局中重度游戏品类，同时通过精细化运营来延长游戏生命周期和提升商业化天花板。公司目前储备了 5-6 款产品，计划在 2026 年陆续推向市场进行测试和推广。除游戏以外，公司目前也将 AI、短剧作为 2026 年重点持续投入方向。凭借公司在全球市场的流量优势和本地化运营经验，因此在短剧发行和商业化上具备天然优势，业务规模快速增长。此外公司也积极孵化其他创新型 AI 产品，将 AI 应用作为孵化下一代创新产品的核心驱动力，实现业务全链路提效。

➤ 公司依然是领先的娱乐社交出海平台，维持买入评级

我们认为当前公司依然是领先的娱乐社交出海平台，且多元变现模式已经成形。首先社交业务不断成功孵化新的产品，而创新业务板块也形成多引擎变现模式，包括精品游戏内购与广告、短剧付费观看及广告、社交电商健康产品售卖与服务等都已经成熟布局。因此公司如果能在稳定中东市场表现的前提下，同时持续实现海外市场突破，其估值逻辑将从社交产品公司提升为拥有全球运营能力的社交娱乐平台，估值拥有向上提升空间。综上，作为社交出海领军企业，可以给予公司对应 2026 年归母净利润 13 倍 PE，对应目标价 12.24 港元，有 34.5% 的上升空间，维持买入评级。

 目标价：**12.24 港元**

 现价：**9.10 港元**

 预计升幅：**34.5%**
重要数据

日期	2026-05-06
收盘价 (港元)	9.10
总股本 (亿股)	14.13
总市值 (亿港元)	128.60
净资产 (亿港元)	27.85
总资产 (亿港元)	50.27
52 周高低 (港元)	7.71/14.09
每股净资产 (元)	1.97

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

SpriverTech	16.89%
JZZT	10.65%
BGFG	8.92%
Three D Partners	8.68%
ParallelWorld	5.18%

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、20250904

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,092	6,889	8,512	10,144	11,900
同比增长(%)	53.92%	35.30%	23.56%	19.17%	17.31%
毛利率(%)	51.22%	55.85%	51.68%	51.79%	51.85%
净利润	788	964	1,157	1,410	1,676
归母净利润	480	935	1,157	1,410	1,676
同比增长(%)	2.87%	21.25%	19.27%	21.14%	18.32%
净利率(%)	16.26%	14.57%	14.06%	14.30%	14.42%
归母净利润 EPS	0.40	0.66	0.82	1.00	1.19
对应 PE	19.6	12.0	9.7	7.9	6.7

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【報告正文】

➤ 社交業務護城河加深，創新業務高速成長

2025 年公司實現收入達 68.9 億元，同比增長 35.3%，經調整 EBITDA 為 12.1 億元，同比增長 26.1%，實現歸母淨利潤 9.3 億元，同比增長 94.6%；分業務來看，公司社交業務保持高速增長，實現收入 61.4 億元，同比增長 32.9%。其中陪伴社交平台 SUGO 和遊戲社交平台 TopTop 表現突出，利潤同比增長均超 100%；收入方面，SUGO 同比增長超 80%，TopTop 同比增長超 70%，增長主要得益於 AI 驅動的精準匹配推薦、豐富的互動玩法以及精細化的用戶運營，有效提升了用戶粘性和付費意願。此外傳統直播社交平台 MICO、語音社交平台 YoHo 在繼續保持較高市場份額，能夠穩定貢獻收入及利潤。截至 2025 年底，公司社交產品的累計下載量已接近 9.7 億次，平均 MAU 達到約 3528.5 萬。用戶規模的持續擴大，為後續商業化變現提供基礎。另外創新業務收入同比增長 59.3%，主要得益於遊戲、社交電商穩健快速發展。隨著創新業務收入來源日益多元化，不僅增強公司抗風險能力，也提供了更大的想象空間。目前公司旗艦遊戲進入長線運營階段，同時新遊戲開發布局順利，產品管線儲備豐富，另外社交電商平台荷爾健康穩健發展，在健康服務領域的先發地位進一步鞏固。綜上，公司通過社交和創新兩大業務板塊的協同發展，實現了規模與效益的同步提升。一方面，社交業務提供了堅實的業績基礎和充裕的現金流，另一方面創新業務的迅猛發展則為公司注入了強大的增長動力和未來發展空間。同時公司持續強化中台能力，將本地化運營、支付系統、風控模型等經驗复制到新的產品上，能夠覆蓋更廣泛的全球社交娛樂需求，因此有望延續強勁增長。

➤ 創新業務布局 AI 新賽道，構築第二增長曲線

公司創新業務中，目前遊戲業務收入依然佔據較大比例。根據公司目前最新戰略設想，未來仍在積極布局中重度遊戲品類，同時通過精細化運營來延長遊戲生命週期和提升商業化天花板。公司目前儲備了 5-6 款產品，計劃在 2026 年陸續推向市場進行測試和推廣，將進一步豐富公司遊戲產品矩陣。另外公司自主研發了智能遊戲框架 Solar Creator 同樣值得關注，能夠大幅提升遊戲研發效率和靈活性，有效提升創新業務整體利潤率水平。除遊戲以外，公司目前也將 AI、短劇作為 2026 年重點持續投入方向。短劇作為 2025 年全球發展迅猛的內容賽道之一，公司迅速進行布局。憑借公司在全球市場的流量優勢和本地化運營經驗，因此在短劇發行和商業化上具備天然優勢，業務規模快速增長。目前公司短劇基本以自制為主，而由於 AI 對短劇效能提升顯著，因此未來將加大 AI 技術在短劇劇本創作、素材生成、多語言本地化等環節應用來實現降本增增效，

建立差异化竞争优势。此外公司积极孵化其他创新型 AI 产品，将 AI 应用作为孵化下一代创新产品的核心驱动力，实现业务全链路提效，把握 AI 社交娱乐新机遇，把握 AIGC 技术给社交娱乐业务带来新的发展机遇。

➤ 公司依然是领先的娱乐社交出海平台，维持买入评级

我们认为当前公司依然是领先的娱乐社交出海平台，且多元变现模式已经成形。首先社交业务不断成功孵化新的产品，而创新业务板块也形成多引擎变现模式，包括精品游戏内购与广告、短剧付费观看及广告、社交电商健康产品售卖与服务等都已经成熟布局。与此同时，AI 也不再停留于概念层面，公司已经将其应用到社交匹配、内容供给、内容丰富度及运营效率等多个环节。因此公司如果能在稳定中东市场表现的前提下，同时持续实现海外市场突破，其估值逻辑将从社交产品公司提升为拥有全球运营能力的社交娱乐平台，估值向上提升的空间巨大。综上，作为社交出海领军企业，市场地位持续提升，可以给予公司对应 2026 年归母净利润 13 倍 PE，对应目标价 12.24 港元，有 34.5% 的上升空间，维持买入评级。

表 1：社交娱乐行业估值比较（20260507）

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS (港元)			市盈率PE			市净率PB 2026TTM	市销率PS 2026TTM
			2025	2026E	2026E	2025A	2026E	2027E		
0700.HK	腾讯控股	42,251.5	27.4	30.7	34.5	16.6	15.1	13.4	3.3	5.1
9626.HK	哔哩哔哩-W	721.3	3.2	4.8	7.3	54.7	34.8	23.1	4.2	2.1
9898.HK	微博-SW	161.7	14.6	10.0	12.9	4.5	6.4	5.1	0.5	1.2
JOYY.O	欢聚	237.9	15.5	1.8	2.1	1.5	13.2	11.4	0.5	1.4
BMBL.O	BUMBLE	35.1	-46.3	7.9	7.9	-0.5	3.4	3.4	0.9	0.5
META.O	META	121,897.6	186.6	243.8	272.8	25.9	19.5	17.4	6.4	7.2
SNAP.N	SNAP	808.6	-2.1	-1.5	-0.1	-22.6	-29.6	-399.2	5.0	1.7
MTCH.O	MATCH	692.7	19.7	20.5	23.5	14.5	13.8	12.6	-40.5	2.5

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>

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	5,092	6,889	8,512	10,144	11,900
成本	(2,484)	(3,042)	(4,113)	(4,891)	(5,730)
毛利	2,608	3,847	4,399	5,253	6,170
销售费用	(1,295)	(2,266)	(2,554)	(3,043)	(3,570)
管理费用	(239)	(264)	(287)	(365)	(447)
研发费用	(335)	(367)	(410)	(430)	(457)
其他收益	(9)	(65)	0	0	0
营业利润	729	885	1,149	1,416	1,695
财务费用	58	69	69	69	69
公允价值变动	(2)	2	0	0	0
税前利润	785	955	1,218	1,484	1,764
所得税	3	9	(61)	(74)	(88)
净利润	788	964	1,157	1,410	1,676
经调整利润	828	1,004	1,197	1,450	1,716

增长

总收入 (%)	53.9%	35.3%	23.6%	19.2%	17.3%
净利润 (%)	3.6%	22.3%	20.1%	21.9%	18.8%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
固定资产	92	110	141	146	151
无形资产	212	230	163	135	108
商誉	386	454	454	454	454
金融资产	40	66	66	66	66
其他固定资产	39	74	74	74	74
固定资产合计	768	934	898	876	853
其他流动资产	32	36	36	36	36
应收账款	342	411	508	606	711
其他应收款项	135	180	223	265	311
按公允价值计入损益的	239	167	167	167	167
货币资金	2,049	2,558	3,894	5,497	7,379
流动资产合计	2,797	3,353	4,828	6,571	8,604
应付账款	383	493	667	793	929
合同负债	88	100	113	135	158
其他流动负债	1,027	802	897	1,060	1,235
流动负债合计	1,498	1,395	1,677	1,988	2,322
长期负债合计	430	424	424	424	424
股东权益合计	1,655	2,574	3,732	5,142	6,818

财务分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
毛利率 (%)	51.2%	55.8%	51.7%	51.8%	51.8%
经营利润率 (%)	14.3%	12.8%	13.5%	14.0%	14.2%
经调整净利率 (%)	16.3%	14.6%	14.1%	14.3%	14.4%
ROE	47.6%	37.4%	31.0%	27.4%	24.6%

营运表现

费用/收入 (%)	36.7%	42.1%	38.2%	37.8%	37.6%
实际税率 (%)	-0.4%	-0.9%	5.0%	5.0%	5.0%
应收账款天数	24	22	22	22	22
应付账款天数	55	58	58	58	58

财务状况

负债/权益	1.17	0.71	0.56	0.47	0.40
收入/总资产	1.43	1.61	1.49	1.36	1.26
总资产/权益	2.15	1.67	1.53	1.45	1.39

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
除税前利润	785	955	1,218	1,484	1,764
非现金调整	191	331	(22)	(35)	(35)
资本变动	87	166	169	184	183
经营活动现金流	1,063	1,452	1,365	1,633	1,912
投资固定资产	(12)	(85)	(10)	(11)	(11)
其他金融资产变动	(74)	(215)	0	0	0
投资活动现金流	(87)	(300)	(10)	(11)	(11)
偿还租赁融资	(31)	(56)	(19)	(19)	(19)
股权融资	(5)	9	0	0	0
其他融资活动	(283)	(552)	0	0	0
融资活动现金流	(319)	(599)	(19)	(19)	(19)
现金变化	657	554	1,336	1,603	1,882
期初持有现金	1,386	2,049	2,558	3,894	5,497
汇兑变化	4	(47)	0	0	0
期末持有现金	2,048	2,556	3,894	5,497	7,379

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>