

买入

AI 赋能双擎驱动，业绩增长超预期

赤子城科技 (9911.HK)

2026-08-26 星期三

## 【投资要点】

目标价：10.35 港元

现价：7.86 港元

预计升幅：31.7%

## 重要数据

| 日期          | 2026-08-25 |
|-------------|------------|
| 收盘价 (港元)    | 7.86       |
| 总股本 (亿股)    | 14.00      |
| 总市值 (亿港元)   | 110.04     |
| 净资产 (亿港元)   | 36.28      |
| 总资产 (亿港元)   | 57.76      |
| 52 周高低 (港元) | 6.94/14.09 |
| 每股净资产 (元)   | 2.59       |

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-

20250417、20250904、20260507

## 研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

## ➤ 社交业务高速增长，旗舰产品持续领跑

2026 年上半年公司实现收入 6.07 亿美元，同比增长 37.0%；毛利 3.51 亿美元，同比增长 42.0%；归母净利润 0.99 亿美元，同比增长 45.8%；经调整 EBITDA 1.11 亿美元，同比增长 23.6%，高质量增长模式持续验证。分业务来看，社交业务实现收入 5.39 亿美元，同比增长 36.5%，旗舰产品矩阵持续领跑各自细分赛道：陪伴社交平台 SUGO 收入同比增长超 60%，TopTop 收入同比增长约 30%，直播社交平台 MICO、语音社交平台 YoHo 长期位居沙特、阿联酋、泰国、阿曼等优势市场 iOS 社交应用畅销榜前列，持续稳定贡献收入和利润。创新业务实现收入 0.68 亿美元，同比增长 41.2%，第二增长曲线加快形成。

## ➤ AI 深度赋能全链路，创新业务迈入收获期

报告期内，公司 AI 能力在产品研发、用户匹配、运营管理、内容审核及营销投放等关键环节均实现规模化应用，Token 调用量同比增长超百倍。短剧平台 Playlet 实现 AI 重构和全球化突破双重跃迁，AI 驱动内容上线效率提升超 60%。精品游戏新品商业化进展顺利，AI 游戏社区 Aippy 全球下载量已近 400 万，DAU 较年初增长约 6 倍。公司上半年还布局了 AI Agent 支付项目 NUSD Pay，AI 应用版图进一步完善。

## ➤ 娱乐社交出海领军企业，维持买入评级

公司作为领先的娱乐社交出海平台，双业务引擎战略成效显著，盈利能力持续提升。社交业务通过国家复制+产品复制的持续推进，在巩固中东北非、东南亚等优势市场的同时，在拉美、东亚、欧洲、北美等新市场取得积极进展，创新业务从投入期加速迈向规模化商业变现的收获期。我们维持公司 2026-2028 年营收预测，分别为 85.1/101.4/119.0 亿元人民币，对应同比增长 23.6%/19.2%/17.3%；归母净利润分别为 11.6/14.1/16.8 亿元人民币，对应同比增长 19.3%/21.1%/18.3%。综上，给予公司对应 2026 年归母净利润 11.0 倍 PE，对应目标价 10.35 港元，有 31.7% 的上升空间，维持买入评级。

| 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     | 17.0   | 10.3   | 8.4    | 6.9    | 5.8    |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【报告正文】

### ➤ 社交业务高速增长，旗舰产品持续领跑

2026 年上半年公司实现收入 6.07 亿美元，同比增长 37.0%；毛利 3.51 亿美元，同比增长 42.0%，增速快于收入增长，反映整体毛利率持续优化。实现归母净利润约 0.99 亿美元，同比增长 45.8%，经调整 EBITDA 达 1.11 亿美元，同比增长 23.6%。分业务来看，社交业务实现收入 5.39 亿美元，同比增长 36.5%，旗舰产品矩阵持续领跑各自细分赛道：陪伴社交平台 SUGO 收入同比增长超 60%，在拉美墨西哥、巴西等国稳居 iOS 社交应用畅销榜前十，在东南亚多国稳居前五，在沙特、阿联酋稳居前三，并于报告期内升至泰国、马来西亚同类榜单前三，在 Sensor Tower 发布的 2026 年第二季度中国非游戏应用海外收入排行榜中更跃升至第 14 位；游戏社交平台 TopTop 收入同比增长约 30%，已成为中东 GCC 地区的国民级应用，并多次进入日本 iOS 休闲游戏免费榜前十，成功突破高 ARPU 值的成熟市场，成长为全球游戏社交领域的头部产品之一。直播社交平台 MICO 长期位居沙特、阿联酋、泰国等市场 iOS 社交应用畅销榜前列，语音社交平台 YoHo 长期位居阿曼、阿联酋等中东北非核心市场 iOS 社交应用畅销榜前十，两款产品持续稳定地贡献收入和利润，构成公司社交业务稳固的基本盘。多元人群社区 HeeSay 稳居菲律宾等国家 iOS 社交应用畅销榜前十，品牌影响力持续提升。另外创新业务实现收入 0.68 亿美元，同比增长 41.2%。此外，年初公司获调入港股通标的证券名单，进一步提升了股份流动性。

### ➤ AI 深度赋能全链路，创新业务迈入收获期

上半年公司 AI 能力在产品研发、用户匹配、运营管理、内容审核及营销投放等关键环节均实现规模化应用，Token 调用量同比增长超百倍，AI 已成为驱动公司业务提质增效、全球化持续突破的关键力量。营销投放方面，智能创意生产平台魔方与智能投放平台妙妙深度协同，以 SUGO 为例，部分市场的 AI 驱动投放已实现 CPI 下降超 25%。运营方面，自研 AI 智能数据平台思语将部分复杂分析任务由天级压缩至分钟级，AI 智能设计平台 KIVI 显著提升美术素材制作效率。创新业务方面，短剧平台 Playlet 实现 AI 重构+全球化突破双重跃迁，AI 驱动内容上线效率提升超 60%，人均观看时长、付费转化率及次日留存率同步提升，并成功登顶日本 iOS 娱乐应用免费榜第一。精品游戏三款新品商业化进展顺利，留存率及付费转化率表现良好。AI 游戏社区 Aippy 全球下载量已近 400 万，DAU 较年初增长约 6 倍，用户留存位居行业前列；公司亦布局 AI Agent

支付项目 NUSD Pay，并先后投资世界模型与 AI 原生游戏引擎、AI 互动游戏、AI 广告营销等领域项目，第二增长曲线加快形成。

### ➤ 娱乐社交出海领军企业，维持买入评级

公司作为领先的娱乐社交出海平台，双业务引擎战略成效显著。社交业务通过国家复制和产品复制持续推进，在巩固中东北非、东南亚等优势市场的同时，在拉美、东亚、欧洲、北美等新市场取得积极进展。另外创新业务已从投入期加速迈向规模化商业变现的收获期，AI 技术的深度融合则构筑了产品力与运营效率的双重护城河。我们调整了公司 2026-2028 年营收预测，分别为 85.1/101.4/119.0 亿元人民币，对应同比增长 23.6%/19.2%/17.3%；归母净利润分别为 11.6/14.1/16.8 亿元人民币，对应同比增长 19.3%/21.1%/18.3%。综上，给予公司对应 2026 年归母净利润 11.0 倍 PE，对应目标价 10.35 港元，有 31.7% 的上升空间，维持买入评级。

表 1：社交娱乐行业估值比较（20260825）

| 代码      | 证券名称   | 总市值<br>亿港元 | EPS（港元） |       |       | 市盈率PE |       |       | 市净率PB 市销率PS |         |
|---------|--------|------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|---------|
|         |        |            | 2025    | 2026E | 2026E | 2025A | 2026E | 2027E | 2026TTM     | 2026TTM |
| 0700.HK | 腾讯控股   | 40,235.9   | 27.4    | 29.7  | 32.4  | 15.8  | 14.9  | 13.7  | 3.1         | 4.4     |
| 9626.HK | 哔哩哔哩-W | 552.1      | 3.2     | 4.6   | 6.9   | 41.9  | 28.0  | 18.6  | 3.1         | 1.6     |
| 9898.HK | 微博-SW  | 134.5      | 14.6    | 7.6   | 9.8   | 3.7   | 6.9   | 5.4   | 0.4         | 1.0     |
| JOYY.O  | 欢聚     | 296.1      | 15.5    | 1.6   | 1.8   | 1.8   | 17.9  | 16.0  | 0.6         | 1.7     |
| BMBL.O  | BUMBLE | 29.4       | -46.3   | 7.8   | 7.8   | -0.4  | 2.8   | 2.9   | 0.7         | 0.4     |
| META.O  | META   | 113,798.9  | 186.6   | 249.2 | 268.5 | 24.2  | 17.8  | 16.4  | 5.6         | 6.4     |
| SNAP.N  | SNAP   | 784.6      | -2.1    | -1.0  | 0.5   | -21.9 | -47.7 | 95.1  | 5.2         | 1.6     |
| MTCH.O  | MATCH  | 783.4      | 19.7    | 20.3  | 22.1  | 16.4  | 16.0  | 14.9  | -42.2       | 2.8     |

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. 创新业务及 AI 应用商业化进展不及预期；

## 【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>