

买入

基本面将逐渐好转，并表蓝城业绩将高增

赤子城科技 (9911.HK)

2023-04-19 星期三

投资要点

目标价: **2.34 港元**
 现价: 1.60 港元
 预计升幅: 46.5%

➤ 收入端增长短期承压，基本面将逐渐好转：

2022 年公司总收入同比增长 18.6% 至人民币 28.0 亿元，实现稳健增长；净利润从 2021 年的 -3.9 亿元增长至 2.9 亿元，得益于收入的增加、成本控制的改善以及运营效率的提升；归母净利润从 2021 年的 -2.9 亿元增长至 1.3 亿元，盈利水平提升。收入及利润的增长主要由社交业务贡献。社交业务方面，2022 年公司社交产品平均月度活跃用户同比增长约 20% 至约 2290 万人；社交业务收入同比增长 22.0% 至 25.6 亿元。收入增速下降主要受到世界杯及宏观经济环境下行影响。

重要数据

日期	2023-04-18
收盘价 (港元)	1.60
总股本 (百万股)	1,191
总市值 (百万港元)	1,981
净资产 (百万港元)	1,386
总资产 (百万港元)	1,926
52 周高低 (港元)	3.19/1.05
每股净资产 (港元)	0.67

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ 社交核心地区用户活跃度维持，新产品上线潜力初现：

我们预计 2023 年公司核心社交业务在全球多个市场上继续保持稳定增长，并在深耕精细化运营下不断提升变现效率。其核心社交产品的盈利能力持续得到突破。目前，MICO 仍是公司的主要收入来源，而 Yummy、YoHo、Toptop 等产品仍有较大的成长空间和巨大的发展潜力。未来赤子城科技将继续丰富产品矩阵，通过不同类型的产品拓宽成长空间。并通过“社交+游戏”的协同效应进一步提升业务规模。短期内基于 MICO 等产品成功的经验以及赤子城科技在新产品孵化和商业价值挖掘方面的能力，TopTop 各项数据预计全年将持续高速增长。

主要股东

SpriverTech	20.04%
BGFG	8.39%
PhoenixAuspicious	7.49%
ParallelWorld	6.14%

➤ 并表蓝城社交产品不断丰富，商业化变现有望提速：

公司为目前中国互联网出海主力企业，已经形成四款差异化社交产品切入中东、东南亚等地，其中 MICO、YoHo、Yummy、Toptop 产品生命力依然旺盛。而创新精品游戏业务将推动公司第二增长曲线。公司并表蓝城兄弟后将给业绩带来巨大增长，给予公司对应 2023 年归母净利润 8 倍 PE，目标价 2.34 港元，维持买入评级。

相关报告

赤子城科技 (9911.HK) 首发报告-20220609

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,360	2,800	3,888	4,827	5,480
同比增长(%)	99.71%	18.64%	38.89%	24.14%	13.51%
毛利率(%)	42.52%	37.79%	37.99%	38.77%	38.16%
净利润	(387)	287	436	557	632
归母净利润	(286)	130	306	398	452
经调整净利润	309	333	476	577	652
同比增长(%)	99.52%	7.83%	42.84%	21.32%	12.95%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

收入端增长短期承压，基本面将逐渐好转：

2022 年公司总收入同比增长 18.6% 至人民币 28.0 亿元，实现稳健增长；净利润从 2021 年的 -3.9 亿元增长至 2.9 亿元，得益于收入的增加、成本控制的改善以及运营效率的提升；归母净利润从 2021 年的 -2.9 亿元增长至 1.3 亿元，盈利水平提升。收入及利润的增长主要由社交业务贡献。社交业务方面，2022 年公司社交产品平均月度活跃用户同比增长约 20% 至约 2290 万人；社交业务收入同比增长 22.0% 至 25.6 亿元。收入增速下降主要受到世界杯及宏观经济环境下行影响。

2022 年公司在巩固 MICO、YoHo 等产品的垂直市场优势的同时，不断尝试新的赛道，并成功推出中东领先的游戏社交产品 TopTop。公司深耕本地化运营，不断丰富内容生态、提升社区氛围、加强品牌效应，巩固了公司在社交市场中的领先地位。在创新业务方面，2022 年公司的创新业务收入占总收入的比例下降幅度逐渐收窄，这表明公司布局的游戏业务已经初步取得成效，《Mergeland》系列精品游戏下载量和收入年内不断增长。此外，公司还积极通过并购开展新的业务布局，于 2022 年下半年参与蓝城兄弟的私有化基金，正式进入全球 LGBTQ 社交市场。截至 2023 年 3 月 23 日，公司已持有蓝城兄弟 78.86% 的股份，并将合并蓝城兄弟的财务报表。一方面能够增加公司的收入和利润，同时也能够通过公司的管理帮助蓝城兄弟在全球市场上提升获客效率、运营效率和变现效率，提升盈利能力，预计 2023 年公司基本面将出现好转。

社交核心地区用户活跃度维持，新产品上线潜力初现：

我们预计 2023 年公司核心社交业务在全球多个市场上继续保持稳定增长，并在深耕精细化运营下不断提升变现效率。其核心社交产品的盈利能力持续得到突破。MICO 在 2022 年大力拓展欧美、日韩等高价值市场，在美国、日本等地进入社交应用畅销榜 TOP15。同时，YoHo 在扩大规模的同时提高了变现效率，付费用户同步增长了 40%。Yumy 则进入了 50 余个国家和地区的社交应用畅销榜 TOP10，且毛利率不断优化。此外公司推出游戏社交产品 TopTop，上线后相继进入了“海湾六国”社交畅销榜 Top3。目前用户日均使用时长达到 60 分钟，2022 年第四季度收入环比增长超过 30%，展现出了爆款潜力。受到社交产品在市场中的持续渗透的影响，截至 2022 年 12 月

31日，赤子城科技的社交产品累计下载量达到了4.8亿次。2022年，该公司的社交产品全年平均月活为2291万，同比增长20%。在该时期内，社交业务收入为25.6亿元，同比增长22%。该业务的收入增幅快于月活增速，这表明变现效率得到了提升。通过丰富社交场景、优化生态内容、升级推荐算法，以及依托公司强大的本地化经营能力，推动Yumy、MICO、YoHo等已有的社交产品在全球持续渗透，用户数量增长以及变现效率提升所形成的“双击”效应将带动收入规模持续扩大。

目前，MICO仍是公司的主要收入来源，而Yumy、YoHo、Toptop等产品仍有较大的成长空间和巨大的发展潜力。未来赤子城科技将继续丰富产品矩阵，通过不同类型的产品拓宽成长空间。并通过“社交+游戏”的协同效应进一步提升业务规模。短期内基于MICO等产品成功的经验以及赤子城科技在新产品孵化和商业价值挖掘方面的能力，TopTop各项数据预计全年将持续高速增长。

蓝城兄弟并购顺利，强协同效应助力破圈：

公司目前已经通过间接持股持有蓝城兄弟78.86%的股份。计划在2023年将其财务报表与公司合并，我们预计蓝城兄弟将从2023年下半年起并入公司财务报表。蓝城兄弟在中国LGBT市场上非常知名，旗下的同性社交产品Blued、翻咔以及男性健康服务平台荷尔健康已经获得了不错的市场份额。自2015年以来，蓝城兄弟不断深耕海外LGBT潜力市场，目前已经成为印度、韩国、泰国、越南等地区最大的LGBT社区之一，在全球LGBTQ社交市场中处于领导地位。截至2022年，蓝城兄弟旗下产品的月活跃用户数约为700万，其中海外用户占比约为40%。根据弗若斯特沙利文的数据预测，到2023年，全球LGBTQ群体人数将增至5.91亿，市场规模高达5.4万亿美元。当下海外许多社交应用集团已经开始发力同性社交板块，而赤子城科技通过参与蓝城兄弟的私有化，已经抓住了这一趋势并拓展了自身的社交业务板块。考虑到蓝城兄弟的规模及其在海外市场中的渗透率仍有较大的提升空间，未来收入增速有望提升至20%以上，并在2023年实现正的净利率。我们认为赤子城科技和蓝城兄弟的业务具有强协同效应，赤子城科技可基于自身在海外本地化方面的能力，在技术、人才、渠道方面为蓝城兄弟提供支持，帮助其实现收入增长和市占率提升。同时公司管理经验和专业本地化团队也将为蓝城兄弟提供更为全面和专业的管理服务，帮助其优化业务流程和提高效率，从而实现盈利，这条逻辑线将贯穿公司2023年全年的发展。

社交产品不断丰富，商业化变现有望提速：

公司是目前中国互联网出海主力企业，所处赛道空间广阔。社交业务上，公司目前已经形成四款差异化社交产品切入中东、东南亚等地，其中 MICO、YoHo、Yumy、Toptop 产品生命力依然旺盛。而创新精品游戏业务将推动公司第二增长曲线，目前中国手游出海将是必然方向，考虑到北美、中东、欧洲地区更青睐中轻度的精品移动游戏，因此公司目前通过“自研+发行”战略，加速转向中轻度精品手游研发，有望推动游戏业务用户量与 ARPU 齐提升。公司并表蓝城兄弟后将给业绩带来巨大增长，给予公司对应 2023 年归母净利润 10 倍 PE，对应 2023 年经调整净利润增长 0.59 倍 PEG，目标价 2.17 港元，维持买入评级。

财务报表预期
财务报表摘要
损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	2,360	2,800	3,888	4,827	5,480
成本	(1,356)	(1,742)	(2,411)	(2,956)	(3,388)
毛利	1,003	1,058	1,477	1,872	2,091
销售费用	(505)	(484)	(642)	(859)	(932)
管理费用	(730)	(112)	(134)	(129)	(142)
研发费用	(131)	(212)	(188)	(227)	(273)
其他收益	(28)	19	0	0	0
营业利润	(390)	269	513	656	744
财务费用	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动	(0)	19	0	0	0
税前利润	(394)	287	513	656	744
所得税	7	(0)	(77)	(98)	(112)
净利润	(387)	287	436	557	632
经调整利润	309	333	476	577	652

增长

总收入 (%)	99.7%	18.6%	38.9%	24.1%	13.5%
净利润 (%)	-438.6%	-174.2%	51.7%	27.9%	13.4%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
固定资产	16	122	21	23	24
无形资产	226	186	179	159	142
商誉	197	197	197	197	197
金融资产	27	38	38	38	38
其他固定资产	30	200	200	200	200
固定资产合计	496	744	635	618	602
其他流动资产	6	9	9	9	9
应收账款	147	165	229	284	323
其他应收款项	82	57	79	98	111
按公允价值计入损益的	166	149	149	149	149
货币资金	725	597	1,092	1,720	2,399
流动资产合计	1,126	977	1,558	2,260	2,991
应付账款	226	190	263	322	369
合同负债	15	18	24	32	35
其他流动负债	486	141	148	188	201
流动负债合计	727	349	434	542	605
长期负债合计	55	133	133	133	133
股东权益合计	840	1,238	1,626	2,203	2,855

财务分析

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					
毛利率 (%)	42.5%	37.8%	38.0%	38.8%	38.2%
经营利润率 (%)	-16.5%	9.6%	13.2%	13.6%	13.6%
经调整净利率 (%)	13.1%	11.9%	12.2%	12.0%	11.9%
ROE	-46.1%	23.2%	26.8%	25.3%	22.1%
营运表现					
费用/收入 (%)	57.9%	28.9%	24.8%	25.2%	24.6%
实际税率 (%)	1.7%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
应收账款天数	22	21	21	21	21
应付账款天数	60	39	39	39	39
财务状况					
负债/权益	0.93	0.39	0.35	0.31	0.26
收入/总资产	1.45	1.63	1.77	1.68	1.53
总资产/权益	1.93	1.39	1.35	1.31	1.26

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除税前利润	(394)	287	513	656	744
非现金调整	782	76	66	44	42
资本变动	6	(50)	(77)	(65)	(99)
经营活动现金流	394	313	502	635	686
投资固定资产	(49)	(40)	(5)	(5)	(6)
其他金融资产变动	(6)	(317)	0	0	0
投资活动现金流	(55)	(357)	(5)	(5)	(6)
偿还租赁融资	(9)	(14)	(2)	(2)	(2)
股权融资	0	282	0	0	0
其他融资活动	(21)	(408)	0	0	0
融资活动现金流	(30)	(140)	(2)	(2)	(2)
现金变化	309	(184)	495	628	679
期初持有现金	431	725	597	1,092	1,720
汇兑变化	(15)	56	0	0	0
期末持有现金	725	597	1,092	1,720	2,399

投资评级定义和免责条款

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) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>