

(报告出品方/分析师：国元国际 李承儒)

1.公司基本概况

1.1 公司简介

赤子城科技目前是中国互联网出海主力公司之一，成立于2009年，并于2013年布局出海战略，旗下研发了大量全球热门社交产品及游戏产品。

在出海赛道中，公司主要选择通过聚焦视音频化新兴社交形式，打造出一系列视频社交、直播社交、语音社交等类型的社交产品，代表产品有 Yummy、MICO、YoHo 等多款面向全球用户的优质APP，累计服务200多个国家和地区的超过13亿全球用户。

公司的社交业务最初布局中东、东南亚等市场，并成功打下业务基础。而2021年公司在北美市场已经取得突破性进展，并形成稳定的用户群，展望未来公司将逐步开始开拓日韩、欧洲等发达地区市场。

除社交业务以外，公司同时发力精品游戏业务。

2021年公司开始逐渐退出轻度游戏业务，并增加团队规模，开始聚焦精品游戏开发，同时积极探索元宇宙赛道，打造元宇宙社交场景。于2022年1月公司正式上线手游 Mergeland，以60%次日留存率表现，成功站稳多个地区游戏市场，并于一季度正式推出MetaTown。

公司坚持“自研+发行+投资”的策略，持续向精品化发力，目前多元化的产品矩阵已经初现。随着公司进一步优化游戏业务结构，从轻度游戏往中重度精品游戏过渡升级，探索SLG、经营等游戏品类，从而实现更多元化和更高效的变现，不断提升整体商业化水平。

1.2 股权结构和管理团队

公司股权架构分布清晰，刘春河通过 Spriver Tech Limited 持股，占已发行普通股的 28.64%，李平通过 Parallel World Limited，对公司持股，占已发行普通股的 6.65%，刘春河和李平为公司管理团队，分别担任公司董事会主席和首席执行官；杜力为独立投资人，通过 Phoenix Auspicious FinTech Investment. 对公司进行持股，占已发行流动股份的 6.65%。

2022年1月，新加坡主权财富基金GIC、KeywiseCapital、涌容资产等知名机构成为赤子城科技的战略投资者，这表明公司长远发展价值潜力已经获得国际顶级投资机构的认可。

1.3 发展历程与经营业绩

公司创立于2009，最初通过自研的产品Solo Launcher为海外安卓用户提供服务，正式开始出海业务，业务服务遍布89个国家。

随后2014年公司推出广告移动平台Solo Math，可以根据算法对广告发布商的需求进行匹配。2016年公司入股北京 MICO 转而开始布局海外社交业务，截止目前公司已经获得MICO 约 68%的股权。

2019年底登陆港交所，成为中国目前出海的主力公司，已推出Yummy、MICO、Yo Ho等多款热门音视频社交产品，满足全球不同用户群体差异化的社交需求，用户群体覆盖中东、东南亚、南亚、欧美、日韩等市场。

自上市以来，公司业绩增长不断超出市场预期，这主要得益于公司强劲的研发实力和稳定的管理团队。目前公司社交业务的技术产品团队核心成员来自腾讯、微博、知乎等公司，海外运营团队核心成员来自谷歌、华为、中兴等公司，在技术上处于行业领先水平。

1.4 公司乘出海之东风，业绩保持高速增长

从公司整体营收情况来看，近五年公司业绩增长迅猛，从2017年至2021年，公司总收入从2017年的1.8亿元人民币，上涨到2021年的23.6亿人民币，年均复合增速为90%。

收入结构方面，2019年以前公司的业务结构主要以“增值服务”、“广告业务”和“应用流量变现”为主。其中增值服务主要是以社交产品矩阵内用户的“会员订阅”、“聊天时长购买”和“高级功能购买”等业务为主。应用流量变现主要以推 Solo Aware 人工智能引擎对流量进行精细化运营。广告业务主要以 Solo Math 为广告主提供精准营销服务。由于 2019 年移动广告行业规模放缓导致广告营收增速出现下降，特别是对效果类广告的投放需求减弱，另一方面广告主也减少了媒体采买。

进入2020年后，随着新冠疫情爆发和全球经济增长放缓，使得公司广告业务进一步受挫。

为此公司开始对业务进行战略性调整，使得2020年广告业务总营收占比仅占1%。2020年4月公司以1亿元人民币的价格收购北京MICO 约8.85%的股权，交易完成后赤子城将持有 MICO 约 28.60%的股权。

MICO 是国内最早出海的社交平台之一，在海外移动互联网市场红利阶段积累了数千万用户，其拥有全球漫游、滑动匹配、实时翻译等功能，并加入了直播、短视频、游戏等泛娱乐元素，吸引了全球 150 余个国家和地区的 1 亿用户，在全球市场跻身社交赛道第一梯队。

收购完成后，MICO 将获得赤子城科技 10 亿用户流量生态的加持，以进一步扩大用户规模，后者的 AI 引擎也能够帮助 MICO 进一步提升社交匹配效率。一方面，这款亿级用户的社交产品扩大了赤子城科技流量生态的规模。另一方面，MICO 社交流量的汇入，也使得赤子城科技流量生态的价值得以提升。

2020 年下半年，公司完成“流量+”战略业务模式升级，形成以社交为核心的流量生态，MICO 商业化水平大幅提升，收入开始出现大幅增长。

从 2022 年开始，公司更换了财报披露的业务划分，之前是按照增值服务以及流量变现这两个口径来划分，目前已经更改为社交业务和创新业务这两个口径，核心社交业务即以 MICO 为主的海外社交平台收入，创新业务除了原有的广告流量变现业务以外，还包括已经开始规模化推广的精品游戏收入。

公司 2021 年毛利率及净利率出现下降的主要原因是公司新增的社交业务毛利水平较低，因为该业务需要跟主播进行分成，比过去围绕流量开展业务要低，所以社交业务收入占比提升导致毛利率下降；其次是公司为了让团队利益与公司发展绑定，因此给员工发了大量的股票激励，一定程度上提高了管理费用。

例如 2020 年中旬，公司向管理层 5 人授予 2573 万份受限股份，于 2021 年 8 月 30 日，公司向 32 名合格人士授出共 8000 万份购股权。2021 年导致亏损的最主要原因是由于公司在北京米可重组的过程中，部分少数股东将其持有的 11.25% 的股权无偿转让给公司高管和核心管理团队，用来表达股东对管理团队贡献的认可

。但是由于交易所规定，股权转让不附带服务或履约条件，需要计算为以股份为基础的付款，因此产生了一笔约为 5.9 亿元的以股份为基础的管理费用，但实际上对公司运营没有任何影响，也不影响其他股东的利润分配比例。

从经调整后净利润情况可以看出公司盈利能力依然能够保持。

公司的成本主要由四大部分构成，其中包括主播分成、支付渠道费用、员工福利及带宽等其他成本。

主播分成成本是目前成本主要构成部分，2021 年主播分成比例提升主要是由于公司希望新产品 Yummy、Yoho 能够吸引更多优质内容创作者进入，同时希望能够维持 MICO 对用户的吸引力，因此给予了较高的分成激励政策。

支付渠道费即用户充值时支付渠道所收取的费用，正常而言苹果及安卓的渠道费为 30%，但公司通过自己深耕的线下支付渠道，能够将支付渠道费降到 10 到 15% 的水平，主要是对接当地第三方支付渠道。

一方面能够方便当地用户付费，另一方面也能够通过谈判将分成比例降低。

目前公司接了几十个支付渠道，所有这些渠道是需要时间沉淀和市场理解才能够实现对接，已经能够覆盖全球绝大部分地区，特别是互联网发展程度不高的地区。

不过预计这一比例未来会提升，主要是因为我们预计该比例会随着美国地区收入占比上升而慢慢提升，因为这些地区主要的支付渠道是苹果及安卓，抽成比例为30%。

公司的费用结构分为研发费用、管理费用及销售费用。

其中，销售费用是主要费用。由于社交业务需要不断买量来维护现有平台生态活跃度，因此销售费用占比较高，但是随着 MICO 进入成熟期，公司在投放买量费用时也开始以 ROI 为考核标准，因此销售费用率在 2021 年出现下降。虽然 2022 年公司将围绕 Yumy、Yoho 及推出的精品游戏做重点推广，但是根据公司“先落地后扩张”的获客战略，未来获客成本有望进一步降低，未来业务弹性将具有更高的成本效益。

业务高速增长带动费用投入增加，研发投入稳步提高支撑未来货币化提升。

2021年公司加大了研发方面投资，研发费用由5853万增长至1.3亿元，这主要是公司为了发力精品游戏业务引入了大量优秀的游戏制作人，研发人员占比从40%左右的占比提高到61%，考虑到社交业务蕴含着大量的有机用户流量，可以通过精品游戏来提升平台整体商业化水平。

从长远来看，公司整体业务处于高速扩张阶段，除了业务规模不断扩大。

公司也在大力投入研发和本地化，使得公司在技术能力、运营能力、经营效率都大幅提升，为公司下阶段的发展打下了一个不错的基础。2021年公司以规模优先已经打下了市场和用户的基本盘。因此预计未来公司会在重视利润的前提下进一步扩大规模，实现更高质量的增长。

公司通过“流量+社交”战略打造活跃生态平台，并深耕全球开放式社交赛道，是未来长期发展动力及核心竞争力。

在“流量+社交”方面，公司专注于陌生人赛道，形成开放式社交平台 MICO、多人语音房社交平台YoHo以及视频匹配社交产品 Yumy，以产品的多样化来满足用户的不同需求。截至21年底公司社交应用累计下载量达3.44亿，较21Q3环比提升15.4%，社交应用月活为2179万。

在深耕方面，公司已经建立了一套全球运营中台，并搭建了一套成熟、可复制的全球化运营体系，使产品能够快速落地关键市场，并依靠本地化实现高效增长。同时充分融合当地的习俗文化，利用一些热门的时间或活动进行品牌推广及运营。

例如在北美市场，公司响应用户追求个性表达的需求，公司举办了 RapBattle、BestDJ、PrideDay 等活动，吸引众多用户在平台上展示自我。

多位在 MICO 北美活动脱颖而出的红人，随着 MICO 视频一起在纽约时代广场、洛杉矶星光大道中国剧院、亚特兰大海洋馆等地的地标性建筑大屏幕亮相。

在日本市场，公司每月都会举办多场活动，为内容创作者提供线上、线下的曝光机会。

例如 MICO 与日本 J1 联赛湘南 Bellmare 足球队联合举办“足球 Queen”选拔赛，获胜女生获得了为期一年随队出席各种比赛及公开活动进行表演的机会。决赛当天，MICO 日本进入大量新增用户，当日用户活跃度也大大提升。

在泰国市场，公司邀请当地乐队作曲、知名女演员和 MICO 红人共同出演，制作 MICO 的主题 MV，这在出海当地的社交娱乐产品中为首创。该 MV 历时数月制作完成，发布仅 1 个多月，就在 YouTube 平台获得了超过 400 万浏览量，在 TikTok 发布的舞蹈挑战赛版 MV 也获得了超 400 万次的观看。

随着品牌效应的形成，产品的长效获客能力进一步提升。（报告来源：远瞻智库）

2. 中国互联网行业出海分析

2.1 互联网发展及中国互联网出海现状

在 web1.0 时期（1991-2006）互联网使用人数实现了从商业化落地初期几百万用户增长到后来 10

多亿用户的指数级增长，然而仍然受制于技术发展不成熟和互联网的单一化用途。

2006-2015 互联网使用者人数从 11 亿上升到了 31 亿人，9 年间，复合年增长率为：18%；随着网络生态更加多元化、丰富化，单位个人使用互联网产生的数据量在持续增长，互联网的用途也遍布到行业各个方向。

2008 年，中国工具应用类 APP 开始出海，例如手机手电筒等；2012 年中国互联网出海开始兴起，但对海外认知较为基础，主要 APP 类型为浏览器、修图工具等生活方式类应用工具；赤子城科技的 Solo Launcher 也于 2013 年出海，2015 年 4G 网络兴起，中国互联网 APP 加速出海，其中一些应用下载量登上应用商城 TOP10，如猎豹的 Tap4fun，登上北美社交榜榜首。

2015 年后，云计算、人工智能逐渐开始落地运用，算法的运用提高了运行效率，但从数据使用量的角度来看，数据使用量从 15.5ZB 上升到 2020 年的 49.5ZB，年均复合增长率为 25%，增速是相对放缓的；互联网使用人数从 31 亿人上升到了 45.4 亿，年均复合增长率为 8%，对比 2015 年也是相对缓慢，中国互联网市场增速逐步到达增长天花板。

2015 年后直播、电商、短视频等业务企业也纷纷出海，应用市场的类型逐渐多样化，以 TikTok 为代表的内容类产品已十分受欢迎。

中国自 2017 年后，国内互联网用户渗透率逐步见顶，竞争压力较大。

而全球市场，特别是东南亚、非洲、南美等市场人口基数大，网络基础设施逐步建设和完善，具有较大想象空间。

据世界银行数据显示，2019 年，中东、北非、南亚地区互联网用户同比分别增长 11%、14%和 20%，相对欧美增长率普遍低于 4%。中国互联网出海，行业类型偏向于工具类、平台类、电商和游戏类应用，对文化冲击较弱，接受程度较高，具有广阔的蓝海市场。

发展中国家市场：整体互联网网民渗透率较低，人口结构年轻，竞争格局相对缓和，市场增量空间大。

从东南亚来看，（2019 年数据）印尼作为东南亚第一大经济体，互联网渗透率为 56%，互联网用户为 1.5 亿人，GDP 达 11200 亿美元。

未来印尼互联网渗透率有望加速提升，迎来增量市场。2016 年由欢聚时代开发的 Bigolive 在 2016 年于印尼市场上市，上市后大受欢迎四个月内便成为 Google Play 收入 Top1；腾讯、阿里和京东也分别投资 UberGojek、Tokopedia 和 Traveloka 参与到印尼市场。

越南市场，截至 2018 年越南互联网用户渗透率已超 65%，GDP 约 2620 亿美元（2019），受益于产业转移，经济发展较好，人口结构年轻化，16 岁至 24 岁的人占据互联网总月活近一半数量，但整体来讲越南市场相对封闭，例如，不允许外国公司独立发行手游。

印度市场，具有广大的人口基数，截至 2020 年印度市场互联网渗透率在 40% 以上，具有较大的增量空间。疫情前 GDP 增速维持在 7% 左右，未来有望保持中高速度增长。据 UCLOUD 数据显示，印度免费 APP 下载榜单前 Top200 中，约 40 款均有中资背景。

发达国家市场：互联网用户高渗透率，互联网基础设施好，电商等行业主要被欧美市场应用主导，竞争激烈，但移动游戏和短视频具有优势。

从国家来看，例如澳大利亚互联网网民约有 2100 万人，互联网用户渗透率高达 89%，2020 年澳大利亚 GDP 高达 1.33 万亿澳元，未来 GDP 增速约维持在 2% 左右，增长缓慢。

在澳大利亚，中国出海公司少，应用主要以欧美系列为主。同样例如在英国市场，互联网渗透率同样高达 84%，但互联网应用领域，几乎处于被欧美应用商垄断状态，中国企业阿里巴巴在英国的电商平台流量仅占亚马逊的 0.7%。

游戏出海头部品牌集中度逐步提升

近年来中国移动游戏市场规模呈现爆发式增长。游戏一方面文化差异壁垒相对较低，全球游戏开放程度高，更容易实现海外扩张；另一方面，受益于边际成本递减，中国游戏海外市占率有望不断提升。当前中国手机游戏市场规模全球第一。

受益于国内游戏市场发展，中国头部厂商研发能力达到世界领先水平，单品研发投入持续增加，在海外市占率不断提升。

据 Sensor Tower 数据显示，2021 年中国手游在海外收入超过一亿美金的公 42 款，比 2021 年同口径下提升 5 款。

在出海手游的 Top30（App Store 和 Google Play）中，总收入达到 115 亿美元，同比增长 24%，是 2019 年 1.8 倍。

海外收入增长高于国内收入增长中国国内手游市场增速已降至个位数，中国移动游

戏用户增长 2021 年不及 1%，已接近天花板，未来国内游戏收入增长区域放缓。

从移动游戏国内市场来看，2021 年中国移动游戏市场总收入已达 2255.38 亿元，而同年海外市场 1200 亿元左右。

从增速上来看，国内市场 2019、2020 和 2021 三年增速分别为 18.03%、32.61%和 7.57%，海外收入增速为，20.95%、33.25%和 16.59%，虽也呈现放缓趋势，但整体高于国内市场。

欧美韩日等成熟市场为目前出海热门地区

据中数协游戏工委数据显示，2021 年中国自主游戏研发出海，重点布局地区分布为美国、日本和韩国收入占比分别为 32.58%、18.54%和 7.19%，总占比约 58%，欧洲市场约 12%。

成熟市场具有较高的稳定性，普及度较高，用户有长期游戏习惯，付费能力和意愿高，例如在日本市场，上世纪 70 年代起，主机游戏、街机游戏便开始流行，如今日本市场玩家年龄跨度大接受程度高，但同时也对游戏的品质提出了较高要求。另一方面，人口基数庞大的发展中国家同样对出海厂商产生巨大吸引力。

2.2 出海应用稳步上涨，游戏依旧是大头

在过去一年，中国出海应用总安装量同比涨幅9%。在品类分布上，其中56.3%都为游戏应用，排名第二的则为金融应用，占据总数的 9.8%。游戏应用在过去一年的安装量占据总数的近 25%，这一数据自 2020 年起一直保持着增长态势，目前游戏应用整体体量大，机遇也更多，总安装量并未触及‘天花板’，依然有不少的增长空间，中国出海企业可以继续保持自信，在海外市场做出更多尝试。

细分到不同的市场中，出海游戏在拉美和东南亚市场都表现良好，在安卓端上游戏应用的安装量在这两地市场的年增长率分别为 35%和 28.5%，相比而言，北美和西欧市场的安装量则同比下降 11.2%。拉美市场在去年的发展势头猛烈，越发成为中国厂商们关注的对象，游戏应用作为当地最为热门的应用品类，整体增长势头不容小觑。

不过 iOS 端则与安卓平台截然相反，游戏应用总安装量在东南亚、拉美和北美等市场都呈现出下降趋势，AppsFlyer 也解释称，这一苹果的隐私新政不无关系，后 IDFA 时代获客成本的增加与买量成本的提升，自然使得 iOS 端的游戏应用安装量呈现出下降态势。

不过，一个有趣增长就是，iOS 端的社交应用在东南亚市场较去年暴涨了 218%。

2.3 出海应用买量成本不断攀升

获客成本的增加也对出海应用、尤其是游戏应用的营销手段提出了更多要求，《报告》显示，过去一年中国出海应用的获客成本不断走高，同比上涨了 12% 左右，由此带来的一个变化就是再营销活动在海应用领域的增多，例如在北美市场，安卓端再营销活动在过去一年内出现了两次快速上升的阶段性趋势，例如在 IDFA 新政实施前后一个月，其再营销转化率增长了 161%。

IDFA 新政带来了获客成本上升，尽管游戏应用中每次安装成本（CPI）在过去一年的整体波动则较小，但不同的市场呈现出的态势则有较大差异。如安卓端北美市场的平均 CPI 上涨 36% 至 2.6 美元，西欧市场上升 15% 至 0.92 美元。

在日韩以及东南亚市场，CPI 则呈现波动态势，其中日韩市场一直起伏不定，最高时达到过 2.66 美元，最低时为 1.64 美元，东南亚市场的 CPI 曲线则较为平缓，同比下滑 38% 至 0.24 美元。《报告》也强调称，东南亚市场从 3 月到 7 月的 CPI 同比下滑 20%，而 NOI（非自然安装量）却逆势上涨了 40%。

3. 公司亮点

3.1 全球开放式社交市场规模庞大，中国企业大有可为

目前随着视音频和 5G 技术快速发展及智能终端大面积普及，全球使用社交软件的用户将突破 38 亿大关，全球开放式社交市场规模迅速扩大，据 Frost&Sullivan 预测，2021-2024 年全球社交媒体市场规模年复合增长率有望达到 15.1%，其中视频社交市场规模 CAGR 为 27.6%，音频社交市场规模 CAGR 为

25.8%，视音频社交增长速度远超社交市场整体增速。

Frost&Sullivan 预计 2024 年全球社交媒体市场整体规模达 3,000 亿美元，其中视频社交为 1,287 亿美元，占比为 42.8%；音频社交为 526 亿美元，占比为 17.5%。

根据 Data.ai 数据，分全球各个地区市场及 Google Play 非游戏应用畅销榜榜单 Top100 产品来看，沙特（中东地区）、日本（东亚）和印尼（东南亚）是绝对的社交娱乐大国。例如日本和印尼的社交娱乐产品占到畅销榜总数近一半，沙特则是占到了四分之三，美国则是约 20%。

从用户使用习惯来看，欧美用户更倾向于使用以Tinder和Bumble为代表的传统匹配式Dating App，而视频直播社交习惯则由于疫情居家隔离影响，开始逐渐火热起来；日本和印尼用户更习惯使用直播 App 进行网络社交；中东地区用户更喜欢语音聊天聊和直播进行社交；而南美洲用户则更偏爱 Dating 以及 1v1 视频进行网络社交。

尽管海外社交赛道已出现多家参与者，但跟传统社交市场被巨头垄断不同，泛娱乐社交出海是一个庞大的市场，在可见的未来依然有巨大增长空间。一方面是主流社交应用难以面面俱到地满足用户多元化的社交娱乐需求，而不同国家/地区有着不同的社会文化，这必然会形成截然不同的社交习惯与娱乐需求。另一方面则是新技术不断催生社交娱乐应用创新，开发者不断利用新技术及新玩法不断突破行业天花板。

因此海外社交市场容量仍然巨大，同时在疫情影响下，对开放式社交市场有明显促进。另一方面，泛娱乐社交市场是长尾市场，社交平台可以音视频、游戏、线下活动等其他内容深度融合，因此行业存在巨大机会，任何一家企业都有可能做出下一个爆款社交产品。

3.2 拥有多款差异化社交产品，不断满足新兴形态社交需求

公司目前社交产品矩阵由三款核心产品组成，为目标群体设计适宜的产品玩法，满足特定人群的特定需求。四款产品分别是 MICO、Yumy、YoHo:首先 MICO 为综合性视频社交平台，平台内蕴含玩法丰富，带有泛娱乐性质，而 Yumy 为视频社交约会平台，能够实现限时实时视频匹配，即时性比较强，为现阶段公司主打产

品，YoHo 为语音房社交平台，用户通过语音交流。

通过对比，MICO

综合性更强，运营更加成熟，可以一站式满足多种轻度社交需求；Yumy 主打高效匹配，产品内无广告且页面简洁；YoHo 主打神秘感及思想交流，Soul Match 属性更强。目前四款产品均通过增值服务变现，其中 MICO 商业化水平最高，而 Yumy 与 YoHo 仍在商业化起步阶段。

另外公司也在不断地去探寻一些新的立项方向，产品形态上继续专注在音视频方向，目前公司内部仍有几款社交产品在做内部孵化，在最新的业绩会中表示产品数据和留存都取得不错表现。

我们认为，未来在开放式社交赛道，需要采用广撒网、多敛鱼、择优而从之的战略。

参考开放式社交鼻祖 Match Group，1994 年旗下产品 Match.com 首次上线，开创当时独一无二的线上陌生人社交模式，发展到截止目前，Match Group 主要产品有 Tinder、Hinge 和 Match.com 等近 50 多个线上交友应用程序和网站。

在北美前 10 大在线约会 App 中，有 9 款来自 Match Group，布局近乎垄断欧美线上约会市场。从用户量、市场覆盖和营收规模来看，Match Group 处于开放式社交绝对龙头地位。

我们认为 Match Group 的成功离不开公司不断努力挖掘消费者洞察，并不断利用它们创造有吸引力的新产品，不断在技术、定价、产品特色和商业模式等诸多方面创新，以保持竞争优势并且不断增长。

反观赤子城科技不断研发新的产品来满足用户多元化的社交需求，同时以高效的本地化团队及全球化中台系统作为业务增长支撑，未来出爆款的几率将更高。

发展战略初步验证，MAU 持续快速增长

公司社交产品的月活已经连续多个季度实现了增长，根据行业权威数据分析平台 data.ai 推出的中国非游戏出海厂商收入榜单中，赤子城科技基本排前 5 左右，公司的核心社交产品 MICO 和 YoHo，在中国非游戏出海产品的收入榜分别排前10和前20，而新产品 Yumy

增长曲线也十分陡峭。

首先新产品 Yumy 受到用户欢迎，将逐渐提升商业化水平。

该产品是公司 2021

年新推出的视频社交平台，主打的特点是“十秒心动、限时匹配”，在具体产品表现形式上可以一键开启“视频匹配”，和陌生人直接通过视频进行“面对面交流”，然后选择是否“like”。如果十秒内，如果双方都点击了“like”，就能成功匹配，从而开启后续聊天功能；如果没有选择的话，就会翻过。

这种直接、刺激的匹配方式，吸引了很多年轻用户。因为该产品社交效率远比传统社交平台要高。

截止到 2022 年 1 月，Yumy 的累计下载量已经超过了 5000 万，成功进入全球 48 个国家和地区的社交应用畅销榜前 10 名。

未来 Yumy 的变现场景也比较多元：包括会员订阅、像虚拟道具和高级功能的购买，同时还有定向匹配以及视频通话中按分钟计费。

其次公司的开放式社交平台 MICO

已经进入成熟期，在多个国家形成了良好的口碑。

这款产品是“社交+内容”的模式，用户既能在上面交朋友，同时也能和朋友一起创造和消费这些丰富的内容。

目前公司进一步在北美市场突破，2021 年 MICO 的北美市场收入同比增长超过 200%，美国已经成为 MICO 收入第二大的国家，MAU 再次开始增长。

YoHo 于 2018 年底上线，最初从中东开始做，它的产品模式本质是把中东当地典型的线下社交场景复制到了线上，在线上场景中还原用户的消费习惯，例如 YoHo 允许用户创建家族，并对家族进行排名，家族内不同成员按贡献者排名，家族排名基于家族内成员总贡献值，成员可以通过登入 App、观看直播、上麦、送礼获得贡献值，有利于提高用户活跃度及消费水平，目前来看该产品已经实现稳定盈利，这款产品也是公司 2021 年收入增速最快的一款产品，整体收入增速达到了 120%，另外在一些重点国家收入实现了超过数倍的增长，比如像在土耳其同比增长超过了 3 倍以上。

经过过去一年的高增长，YoHo 已经在语音社交这个细分赛道上处于领先地位，在中东 GCC 国家排在畅销榜前列，在阿联酋、科威特基本上稳居前

5；另外在欧美国家的势头也都不错，先后进入了美国、法国的社交畅销榜前 10 名。

2022年我们预计 YoHo 除了能在中东地区拿到更多的市场份额，同时可以向东南亚、欧洲、北美这些地区发展，进一步扩大用户规模和收入盈利水平。

3.3 精品化游戏战略推进，“自研加发行”矩阵即将形成

由于公司通过社交业务积累了庞大的活跃用户流量，而且这些用户具备一定的付费能力，因此通过精品游戏来提升用户商业化水平是绝佳的战略选择。

首先全球游戏市场空间巨大，约有 1500 亿美金到 2000 亿美金的巨大空间，如果游戏业务能够成功实现良好的 ROI 水平，则会对公司的营收、利润产生巨大的推动力。

公司早些年曾经做过一些休闲游戏品类，因此积累了一定研发经营。如果能够给用户提供更匹配且优质的游戏内容，则会让更多用户为内容付费，可以减少外部政策及经济环境变动。另外精品游戏和公司核心社交业务能够很好的发挥协同作用，能够形成“1+1 大于 2”的效果。

近年来，由于流量成本持续攀升和 IDFA 新政落地，公司可以利用自身出海经验及流量池运营，帮助产品提升爆款概率。而且由于海内外市场的差异，国内中小游戏团队出海面临许多困难，如海内外登录方式、支付系统、使用习惯等差异。

通过加强合作，可以公司与国内游戏研发团队各自发挥自身优势，帮助国内优秀的游戏团队出海，我们预计未来游戏分发收入也能成为公司收入构成之一。

Mergeland 为目前公司 S 级手游产品，在测试阶段的多项核心数据达到全球顶尖水准，是公司通过自主开发的游戏引擎 Solar Creator 为其提供加持。

Mergeland 是一款模拟经营类自研精品中度手游，于2022年 1 月正式上线，在经典合成玩法上融合了建造、经营等元素。游戏玩家需要持续解锁新地区及采集虚拟道具，并对新地区进行布置，运营方面会定期举办与季节、假期及童话相关的活动，玩家可以从中取得虚拟金币、虚拟钻石或虚拟装饰。

在游戏中，玩家亦可以使用现实货币购买虚拟钻石。

我们认为该游戏将拥有较长生命周期，目前产品内容的丰富度可供用户消费一年以上。目前 Mergeland 已经开始规模化推广，次日留存率将近 60%。我们认为该游戏有望于2022年年底 ROI 实现扭亏。

3.4 结合元宇宙持续探索新玩法，内容共创构建高价值平台生态

3月16日公司全球首款视频社交数字藏品集合“YUMMYQUEEN2021NFTs”正式上线。该数字藏品集合由公司旗下产品 Yummy 的用户社区发布，目前已落地于 Yummy 的社交生态中。

本次发布的社交数字藏品集合“YUMMYQUEEN2021NFTs”，是由2021年度在 Yummy 平台内影响力排名 TOP100 的 Influencers 对应的荣誉勋章构成，每个 NFTs 都是限量的、独一无二的数字藏品，该数字藏品以 Influencer 的形象为主体，其所对应的名称、用户 ID、国家、星座等用户属性也同步到了去中心化的区块链上，公开透明、不可篡改。

拥有“YUMMYQUEEN2021NFTs”的粉丝将享有其对应 Influencers 的社交互动优先权，如优先视频通话、专属定制礼物、访问专属内容、定制上线提醒服务、定制聊天气泡等等。这种通过附加价值等创新玩法能够进一步挖掘用户消费潜力，特别是目前新型粉丝经济已经形成，同时这种激励机制也激活了内容创作者的积极性，随着更多有趣、独特、有价值的优质内容被创造，将构建一个更加良性、高价值的平台内容生态。

该项目落地是继内测元宇宙模块 MetaTown 以及与虚拟技术公司达成战略合作之后，赤子城科技在元宇宙领域的又一重要布局。元宇宙的超强沉浸感、虚实共生、去中心化、隐私保护等特点，将为社交生态带来更高效、更生动的连接，以及更丰富的表达、更活跃的生态、更强烈的价值创造动力，因此元宇宙是公司未来社交业务探索和应用的重要方向。

根据公司2021年年度业绩发布会上CEO讲话，公司还在推进与一家体感穿戴设备公司的合作，希望能够在硬件入口端有所突破，更快地让用户感受到虚拟与现实的连接。

4.盈利预测与估值

4.1 盈利预测

收入端：目前海外开放式社交行业是高景气行业，而公司拥有较高的技术优势和本地化运营经验，因此能够实现业务规模快速成长，我们预计公司 2022 年至 2024 年营业收入保持较快增长，同比增速分别为 52%、36%和 26%。

分业务看，公司增值服务业务（即社交业务）是未来增长的基石，随着核心社交产品 MICO 在更多地区落地及新产品 Yumy 商业化提升，该业务收入及利润水平将不断创历史新高。因此预计未来两年 MAU、MPU 数量和 ARPU 值会继续提升。预计 2022 年、2023 年及 2024 年增值服务业务营收增速分别为 50%、32%及 28%。

分产品而言来看，MICO 处于规模化变现的状态，去年已经在美国市场站稳了脚跟，成为了整体收入排第二的国家，未来还有更多针对不同地区及用户的玩法加入到该产品，相信付费率也会不断提升。

另外日韩地区及东南亚地区也逐渐起量，预计未来两年 MICO 还是会成为公司收入和利润主要来源；预计 YOHO 今年将会实现破圈，过去该产品主要在中东地区运营，用户及收入规模较小，但目前欧美国家开始出现一定的收入和用户规模，如果运营得当，有望实现突破；Yumy 一季度总体下载量已经超过了 5,000 万，经过一年的运营，目前发展势头强劲，因此我们预计今年 Yumy 将会在部分国家实现图谱并实现总体盈利。

预计 22 年、23 年及 24 年增值服务业务增速分别为 50%、32%及 28%。在流量变现业务方面，如果全球疫情得到控制并逐渐解封的情况下，那么全球经济将快速恢复，同时消费需求强劲反弹，同时也使得广告主此前疲软的需求重新恢复增长，那么公司的广告流量变现业务将保持稳定。

另外随着公司精品游戏上线，目前 Mergeland 上线之后流量及留存数据表现不错，次日留存约 60%左右，30 日留存率将近 20%，另一款新产品也会在 6 月开始发布，测试过程中的留存数据比 Mergeland 要高。

因此我们认为游戏业务板块今年将逐渐起量，上半年由于是投入期，特别是推广方面有一定费用。

公司目前上线的游戏产品是偏休闲的经营类游戏，因此是通过积累长线长尾客户，然后慢慢变现，因此增长曲线爬坡期较长，但我们预计游戏板块总体在今年年底实现 ROI 扭亏。预计 22 年、23 年及 24 年流量变现业务增速分别为 69%、65%及

15%。

总体来说，公司未来的收入结构比较稳定，但流量变现业务占比会缓慢提升，我们预计公司在 2022 年至 2024 年毛利率会保持稳定，但也会随着公司收入结构变化出现微波动，分别为 43.3%、43.5%、43.2%。

费用端：

我们预计公司2021年至2023年的期间费用率将产生一定规模化效应，但目前公司处在业务扩张期，一方面需要吸引更多用户进入平台，另一方面也需要在新产品研发上加大投入，因此在未来两年会保持一定管理及研发费用投入，而由于公司业务在费用端将产生明显的规模效应，因此会出现绝对值提升，但占收入比下降的趋势。

我们预计2022年、2023年及2024年销售费用率分别为23%、23%和22%，管理费用率分别为3.5%、2.5%和1.9%，研发费用率为4.5%、4%、3.8%。

利润端：综上，我们预计公司2022年至2024年的营业收入分别为 36 亿元、49 亿元和 62 亿元，净利润分别为 3.9 亿元、6 亿元、8.3 亿元，经调整净利润分别为 4.4 亿元、6.4 亿元和 8.5 亿元。归属于上市公司股东净利润分别为 1.5 亿元、2.9 亿元和 4.4 亿元。

4.2 估值及目标价

2021年公司亏损主要源于子公司股权转让产生的公允价值变动，剔除该部分影响公司为盈利状态，因此我们采用 PE 相对估值法。公司为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基本在中东国家Google Play 社交畅销榜Top10，Yumy 也开始展露爆款的潜质。

游戏业务上，目前中国手游出海将是必然方向，公司布局精品游戏将推动业务收入提升，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。

公司相比对标如Yalla、Match、陌陌有更强的增长势能，预计未来收入及利润均处于25%以上增速，而鉴于公司处于高速成长阶段，因此我们给予公司对应2022年归母净利润30倍 PE(公司并未对MICO完全控股，因此需要考虑扣除少数股东权益)，对应2022年经调整净利润增长0.7倍PEG，目标价4.5港元。

风险提示

海外经营风险：由于公司业务在全球各地区均有布局，目前公司4款产品都需要本地团队运营，若公司社交业务运营时，本地化团队数量无法满足当地业务运营，可能导致产品形态无法及时跟进本地化进程，可能导致收入增长不及预期。

海外政策风险：

海外社交产品可能受海外地方政策或法规的影响，特别是分发平台政策变动及国际关系变动，导致对公司经营业绩产生影响。

游戏不及预期：

公司游戏正处于转型期，同时面临其他厂商竞争，若公司新游戏用户获取及商业化进度不及预期，可能导致公司游戏业务利润受到负面影响。

人民币汇率波动风险：

由于公司主要业务收入源于海外业务，若人民币汇率出现波动，可能影响公司盈利水平。

海外社交赛道竞争激烈：

北美市场成熟的开放式社交龙头尚未大规模切入视音频社交赛道，随着海外陌生人社交规模不断增长，可能导致传统社交龙头以及大量新竞争者切入海外社交赛道，导致海外社交赛道竞争更加激烈；

请您关注，了解每日最新的行业分析报告！报告属于原作者，我们不做任何投资建议！如有侵权，请私信删除，谢谢！

获取更多精选报告请登录【[远瞻智库官网](#)】或点击：[远瞻智库-为三亿人打造的有用知识平台|战略管理|管理工具|行业研究|精选报告](#)