

互联网	收盘价 美元 33.96	目标价 美元 35.00	潜在涨幅 +3.1%
-----	-----------------	-----------------	---------------

2023 年 8 月 30 日

欢聚集团 (YY US)

BIGO 企稳，股价已反映收入增长恢复预期，下调至中性

④ **2 季度利润超预期。**欢聚 2023 年 2 季度收入为 5.47 亿美元，同比/环比降 8%/6%，略高于我们和市场预期 2%。经调整净利润 9,700 万美元，对比我们/市场预期的 3,600/3,100 万美元，受益于高于预期的毛利率（36%，超出我们预期 1 个百分点）以及利息/汇兑收益。

④ **BIGO 收入同比降幅进一步收窄至 6% (1Q23: -12%)，环比企稳微增 1%。**
1) **BIGO Live** 持续丰富多元内容供给、强化本地化运营，拉动月活用户 (MAU) 维持稳健增长 (同比+18%)，其中欧洲、日韩地区增速快于其他地区，因战略聚焦高付费用户运营。2) **Likee** MAU 降势持续 (同/环比-25%/-4%)，核心日活用户 (DAU) 环比微增，收入环比增 11%，显示商业化能力提升，未来仍将在维持盈亏平衡的基础上寻求用户/变现增长。

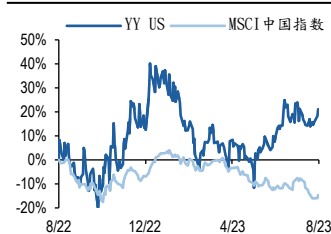
④ **展望：**管理层指引 3 季度收入为 5.37-5.67 亿美元，中线低于市场预期 3%，主要因语音直播业务玩法调整。我们预计 3 季度 BIGO 收入为 4.8 亿美元，同比微降 1%，4 季度有望恢复同比正增长。考虑毛利率优化略好于预期，我们上调全年调整后经营利润至 1.2 亿美元。

④ **估值：**BIGO Live 维持稳健用户增长，Likee 逐步强化商业化能力，长期仍有增长潜力，同时考虑公司强劲的现金储备（账面净现金 33 亿美元）和稳定的股东回馈（2 季度回购+派息占利润比 250%+），我们认为股价下行空间有限。自我们于 3 月 16 日基于 2023 年 BIGO 收入恢复增长预期上调至买入评级以来，股价上涨 26%，已经基本体现我们此前的判断，预计 2024 年总收入增 4.1%/2022-24 年经调整净利润 CAGR 7%，恢复至常态，鉴于长期前景不变，按 2024-2033 年 10 年 DCF 维持目标价 35 美元，对应核心 BIGO 业务 2024 年市盈率 9 倍，下调评级至中性。上行风险：YY 直播业务交易结束或带来现金增量，海外直播增长好于预期。

个股评级

中性↓

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	39.27
52周低位 (美元)	22.52
市值 (百万美元)	1,793.77
日均成交量 (百万)	0.34
年初至今变化 (%)	7.50
200天平均价 (美元)	30.84

资料来源: FactSet

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

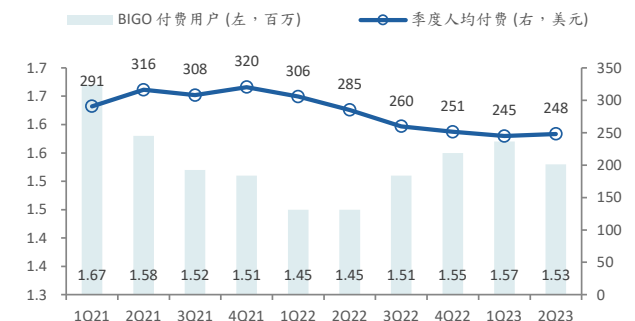
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万美元)	2,619	2,412	2,274	2,366	2,532
同比增长 (%)	36.5	-7.9	-5.7	4.1	7.0
净利润 (百万美元)	109	199	222	229	257
每股盈利 (美元)	1.30	2.42	2.84	2.98	3.35
同比增长 (%)	-163.4	86.3	17.4	4.9	12.2
前EPS预测值 (美元)			2.14	2.57	3.13
调整幅度 (%)			33.0	16.2	7.0
市盈率 (倍)	26.1	14.0	11.9	11.4	10.1
每股账面净值 (美元)	66.02	67.15	72.62	77.08	81.81
市账率 (倍)	0.51	0.51	0.47	0.44	0.42
股息率 (%)	6.0	6.0	3.3	2.4	2.4

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

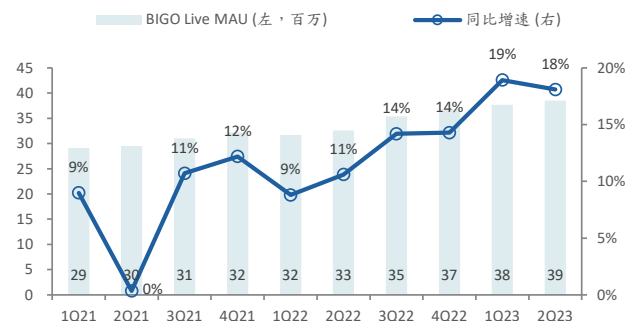
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2 季度，BIGO 付费用户同比增 6%



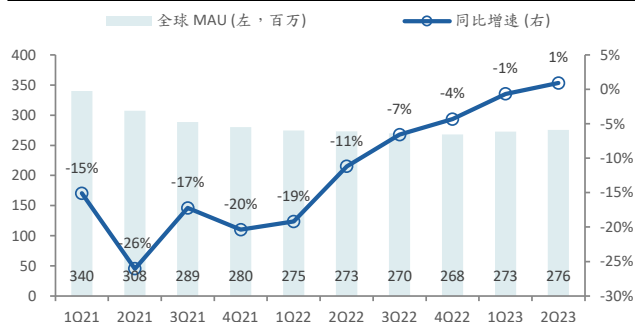
资料来源: 公司资料, 交银国际, 付费用户包括 BIGO Live, Likee, IMO

图表 2: BIGO Live MAU 维持同比稳健增长



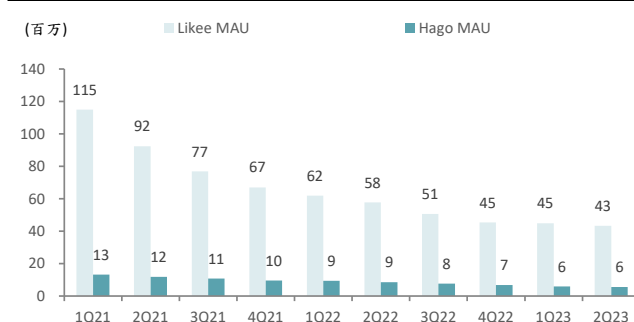
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: 2 季度，全球 MAU 环比微增



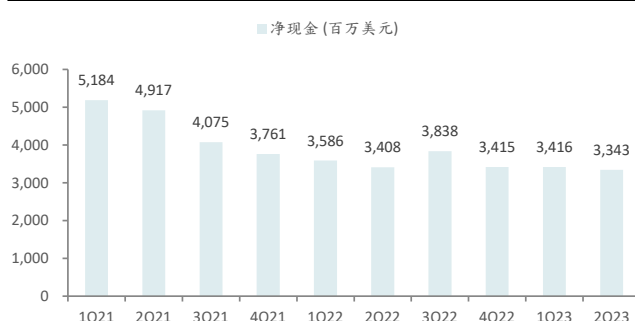
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 4: 2 季度，Likee、HAGO MAU 仍呈下降趋势



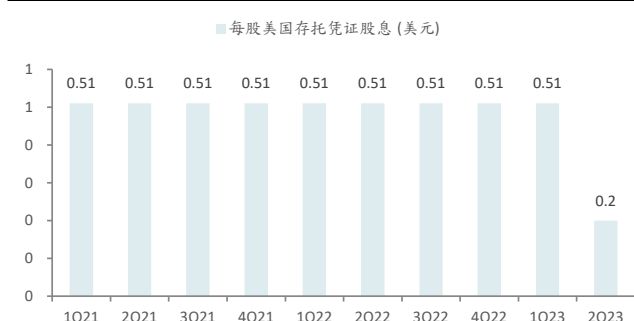
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 5: 截至 2 季度末，净现金为 34 亿美元



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 6: 2 季度每 ADS 派息 0.2 美元



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 7: 2023 年 2 季度业绩概要

(百万美元)	2Q22	1Q22	2Q23	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
营业收入	596	584	547	-6	-8	535	2	
BIGO	503	468	471	1	-6	455	4	BIGO Live 欧洲、日韩增速快于其他地区；Likee 营收环比增 11.2%
其他	94	116	77	-34	-18	80	-4	
营业成本	-378	-379	-350	-8	-7	-350	0	
毛利	218	205	198	-3	-9	185	7	
毛利率	37	35	36	1.1	-0.5	35		
经营支出								
研发费用	-63	-76	-76	0	21	-65	16	占收入比环比提升 1 个百分点，因研发人员相关费用增加
营销费用	-98	-98	-87	-11	-11	-94	-7	
管理费用	-24	-32	-29	-9	23	-33	-12	
营运利润	39	3	9	273	-76	-7	-230	
营运利润率 (%)	6	0	2			-1		
税前利润	71	35	149	329	110	32	371	
税费	-23	-8	-5	-34	-77	-7	-26	
净利润	15	20	147	639	885	24	505	
归属于欢聚净(亏损)利润	19	28	155	454	732	21	626	毛利率及利息/投资收益好于预期
净利润率 (%)	3	5	28			4		
Non-GAAP 毛利	220	206	199	-3	-9	186	7	
Non-GAAP 毛利率 (%)	37	35	36			35		
Non-GAAP 运营利润	60	28	34	24	-42	10	231	
Non-GAAP 运营利润率 (%)	10	5	6			2		
Non-GAAP 净利润	51	50	97	95	89	36	167	
Non-GAAP 净利润率 (%)	9	9	18			7		
每股摊薄 ADS 收益(美元)								
基本	0.7	0.7	1.4	104	102	0.5	179	
摊薄	0.7	0.6	1.3	102	98	0.5	186	

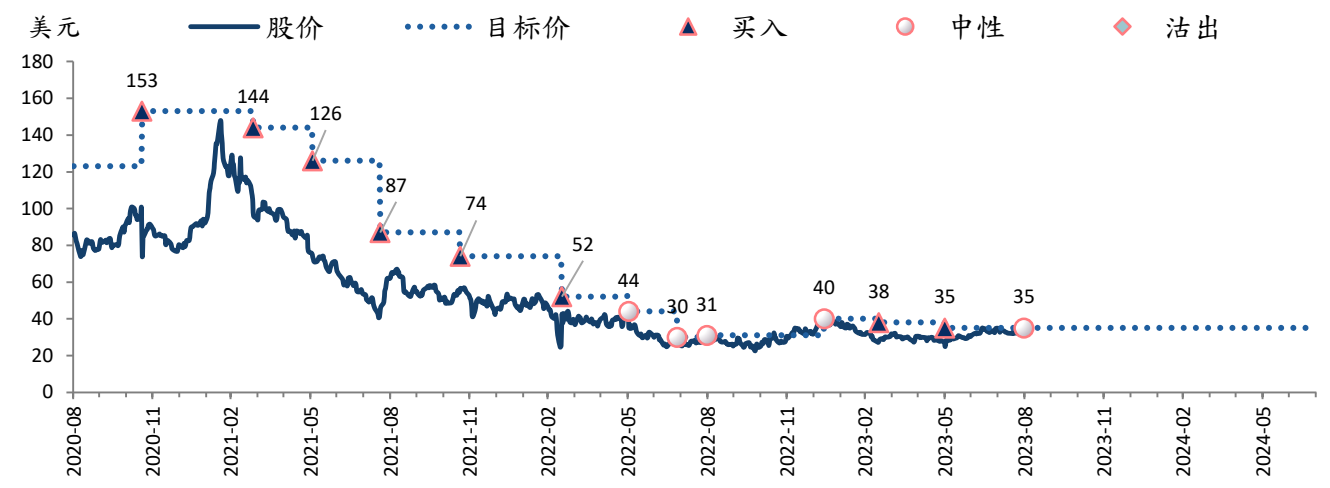
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 8: 财务预测

(百万美元)	3Q22	2Q23	3Q23E	环比 (%)	同比 (%)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	587	547	556	2	-5	2,412	2,274	2,366	2,532
<u>彭博一致预期</u>		<u>535</u>	<u>567</u>				<u>2,297</u>	<u>2,420</u>	<u>2,621</u>
BIGO	483	471	480	2	-1	1,997	1,926	2,020	2,156
其他	103	77	76	-2	-27	415	348	347	375
营业成本	-367	-350	-355	1	-3	-1,559	-1,450	-1,489	-1,582
毛利	220	198	201	1	-9	852	825	877	950
经营支出	-200	-189	-199	5	-1	-801	-791	-806	-850
研发费用	-61	-76	-75	0	23	-262	-302	-306	-321
营销费用	-97	-87	-94	7	-3	-400	-375	-382	-405
管理费用	-44	-29	-29	1	-33	-142	-120	-118	-124
营运利润	20	9	2	-77	-89	51	34	71	100
营运利润率 (%)	3	2	0			2	1	3	4
税前利润	544	149	29	-80	-95	635	229	187	216
税费	-8	-5	-8	43	-2	-35	-29	-38	-43
净利润	510	147	21	-85	-96	102	197	148	173
归属于欢聚净利润	515	155	29	-81	-94	129	229	179	204
净利润率 (%)	88	28	5			5	10	8	8
Non-GAAP 毛利润	221	199	202	1	-9	860	829	882	955
Non-GAAP 毛利率 (%)	38	36	36			36	36	37	38
Non-GAAP 运营利润	43	34	26	-24	-39	164	118	131	163
Non-GAAP 运营利润率 (%)	7	6	5			7	5	6	6
Non-GAAP 净利润	77	97	51	-48	-34	199	222	229	257
Non-GAAP 净利润率 (%)	13	18	9	-49	-30	8	10	10	10
<u>彭博一致预期</u>		<u>31</u>	<u>30</u>				<u>142</u>	<u>168</u>	<u>204</u>
每股 ADS 收益 (美元)									
摊薄	1.0	1.3	0.7	-49	-31	2.5	2.9	3.0	3.3

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 9: 欢聚 (YY US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 10: 交银国际互联网行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	140.71	170.00	20.8%	2023 年 05 月 17 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	4.94	6.90	39.7%	2023 年 08 月 23 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	15.82	25.00	58.0%	2023 年 08 月 18 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	6.92	8.70	25.7%	2023 年 08 月 16 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	64.95	90.00	38.6%	2023 年 05 月 23 日	文娱内容
MOMO US	华文集团	买入	9.62	11.00	14.3%	2023 年 03 月 17 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	31.45	36.00	14.5%	2023 年 08 月 11 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.96	35.00	3.1%	2023 年 08 月 30 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	93.22	111.00	19.1%	2023 年 08 月 30 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	94.03	128.00	36.1%	2023 年 02 月 24 日	电商
JD US	京东	中性	34.50	41.00	18.8%	2023 年 05 月 12 日	电商
NTES US	网易	买入	104.91	121.00	15.3%	2023 年 08 月 25 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	325.80	399.00	22.5%	2023 年 07 月 19 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	14.74	20.00	35.7%	2023 年 03 月 28 日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	31.55	31.00	-1.7%	2023 年 08 月 23 日	游戏
3690 HK	美团	买入	134.20	220.00	63.9%	2023 年 03 月 27 日	本地生活
DADA US	达达集团	买入	5.52	7.20	30.4%	2023 年 08 月 11 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	8.05	11.70	45.3%	2023 年 08 月 11 日	物流
2618 HK	京东物流	买入	10.66	17.00	59.5%	2023 年 05 月 12 日	物流
9923 HK	移卡	买入	15.52	21.00	35.3%	2023 年 08 月 25 日	商户服务
9878 HK	汇通达网络	买入	29.00	38.00	31.0%	2023 年 04 月 12 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	306.80	400.00	30.4%	2023 年 06 月 08 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	17.98	22.00	22.4%	2023 年 05 月 25 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 8 月 30 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	2,619	2,412	2,274	2,366	2,532
主营业务成本	(1,781)	(1,559)	(1,450)	(1,489)	(1,582)
毛利	838	852	824	877	950
销售及管理费用	(690)	(542)	(495)	(500)	(529)
研发费用	(280)	(262)	(302)	(306)	(321)
其他经营净收入/费用	25	3	7	0	0
经营利润	(107)	51	34	71	100
Non-GAAP标准下的经营利润	72	164	118	131	163
财务成本净额	77	80	133	96	92
应占联营公司利润及亏损	(34)	428	77	0	0
其他非经营净收入/费用	(13)	75	(15)	20	24
税前利润	(78)	635	229	187	216
税费	(26)	(35)	(29)	(38)	(43)
非控股权益	14	27	31	31	31
净利润	(90)	627	232	179	204
作每股收益计算的净利润	109	199	222	229	257
Non-GAAP标准的净利润	109	199	222	229	257

资产负债表简表 (百万元美元)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2,134	1,566	1,724	2,464	2,605
有价证券	1,604	2,408	2,361	2,361	2,361
应收账款及票据	114	118	89	124	103
其他流动资产	1,217	553	604	632	668
总流动资产	5,070	4,645	4,777	5,580	5,736
投资物业	1,022	660	693	728	765
物业、厂房及设备	365	343	328	320	316
无形资产	2,270	3,048	2,989	2,939	2,897
其他长期资产	391	376	367	358	350
总长期资产	4,050	4,427	4,378	4,346	4,327
总资产	9,120	9,072	9,155	9,926	10,063
短期贷款	0	37	39	41	43
应付账款	18	56	13	58	(18)
其他短期负债	2,494	2,978	2,587	3,019	2,843
总流动负债	2,512	3,072	2,639	3,118	2,868
长期贷款	924	401	441	463	487
其他长期负债	56	96	96	96	96
总长期负债	980	497	537	559	582
总负债	3,492	3,569	3,176	3,677	3,450
股本	2,720	2,623	2,623	2,623	2,623
储备及其他资本项目	2,809	2,555	3,032	3,302	3,666
股东权益	5,528	5,178	5,655	5,925	6,289
记作权益的金融工具	66	91	91	91	91
非控股权益	34	233	233	233	233
总权益	5,628	5,503	5,979	6,250	6,614

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	(78)	635	229	187	216
合资企业/联营公司收入调整	(34)	428	77	0	0
折旧及摊销	176	149	137	126	117
营运资本变动	(111)	(27)	(391)	433	(247)
利息调整	(77)	(80)	(133)	(96)	(92)
税费	(26)	(35)	(29)	(38)	(43)
其他经营活动现金流	296	(753)	200	161	162
经营活动现金流	146	316	90	772	113
资本开支	(71)	(69)	(64)	(67)	(71)
投资活动	(151)	(846)	29	(35)	21
其他投资活动现金流	(626)	405	0	0	0
投资活动现金流	(847)	(510)	(35)	(103)	(50)
负债净变动	(108)	33	82	46	48
权益净变动	(393)	(121)	0	0	0
其他融资活动现金流	(222)	(234)	75	78	82
融资活动现金流	(724)	(322)	157	124	131
汇率收益/损失	38	(53)	(53)	(53)	(53)
年初现金	1,820	2,134	1,566	1,724	2,464
年末现金	2,134	1,566	1,724	2,464	2,605

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(美元)					
核心每股收益	1.394	2.773	3.254	3.409	3.824
全面摊薄每股收益	1.300	2.422	2.845	2.983	3.346
Non-GAAP标准下的每股收益	1.300	2.422	2.845	2.983	3.346
每股股息	2.040	2.040	1.110	0.800	0.800
每股账面价值	66.017	67.154	72.622	77.076	81.812
利润率分析(%)					
毛利率	32.0	35.3	36.2	37.1	37.5
EBITDA利润率	2.6	8.3	7.5	8.3	8.6
EBIT利润率	(4.1)	2.1	1.5	3.0	3.9
净利率	(3.4)	26.0	10.2	7.6	8.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	32.0	35.3	36.2	37.1	37.5
EBITDA利润率	9.5	13.0	11.2	10.9	11.1
经营利润率	2.8	6.8	5.2	5.5	6.4
净利率	4.2	8.3	9.7	9.7	10.2
盈利能力(%)					
ROA	(1.0)	6.9	2.5	1.9	2.0
ROE	(1.5)	11.7	4.3	3.1	3.3
ROIC	(2.1)	0.8	0.5	0.9	1.2
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率	4.8	15.6	14.0	49.2	27.1
流动比率	2.0	1.5	1.8	1.8	2.0
应收账款周转天数	19.3	20.1	20.1	20.1	20.1
应付账款周转天数	4.0	8.7	8.7	8.7	4.6

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGOX Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技（上海）股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。