

互联网	收盘价 美元 8.63	目标价 美元 9.50↓	潜在涨幅 +10.1%
-----	----------------	-----------------	----------------

2023年9月1日

挚文集团 (MOMO US)

下半年收入承压，下调至中性评级

- ⊕ **2季度利润超预期**：2023年2季度收入31亿元人民币（下同），超我们预期3%，同比/环比增11%/1%。受益于探探减投提效，公司整体营销费用占收入比同/环比降8/2个百分点至11%，驱动经调整净利润同比增36%至6.3亿元，好于我们/市场预期的5.4/5.3亿元，对应经调整净利率20%，同/环比升5/3个百分点。
- ⊕ **2季度，陌陌核心收入恢复同比增长**。1) 陌陌核心：2季度直播收入恢复同比正增长(+3%，对比1季度-13%)。增值收入同比企稳微增1%，其中新独立应用同比增44%，抵消主站下降。2) 探探收入降幅收窄至3%（对比1季度为-12%），减投控本战略下，连续两季度实现经营层面盈利。
- ⊕ **下半年收入承压，下调2023年全年收入预期6%至119.3亿元**：管理层指引3季度收入29-30亿元，中线低于市场预期9%，主要因直播打赏情绪减弱以及8月下旬开始的产品调整。我们预计1) 3季度陌陌收入同/环比降7%/5%，预计4季度叠加假期出游等影响，收入将进一步承压，长期聚焦海外新产品带来增量。2) 预计探探3季度收入同/环比降15%/9%，利润端将维持盈亏平衡，长期将通过推出新的社交体验功能提升ARPPU带动增长。
- ⊕ **估值**：基于收入调整，我们下调2023/24年经调整净利润预测2%/4%，考虑公司现金流相对稳定，我们将估值切换为10年自由现金流折现（2024-33年），基于无风险利率4.1%，贝塔系数1.3，WACC13.4%，下调目标价至9.5美元（原为11.0美元），较现价上涨空间10%。我们认为短期内公司收入增长承压，估值提升空间有限，下调评级至**中性**。
- ⊕ **上行风险**：经济复苏带动业务恢复好于预期，新产品收入及利润增长好于预期。**下行风险**：陌陌核心业务调整影响高于预期。

财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万人民币)	14,576	12,704	11,931	11,862	12,414
同比增长(%)	-3.0	-12.8	-6.1	-0.6	4.7
净利润(百万人民币)	2,037	1,886	2,095	2,134	2,257
每股盈利(人民币)	9.53	9.22	10.36	10.55	11.13
同比增长(%)	-27.6	-3.3	12.4	1.8	5.5
前EPS预测值(人民币)			10.59	11.04	11.49
调整幅度(%)			-2.2	-4.5	-3.2
市盈率(倍)	6.6	6.8	6.1	6.0	5.7
每股账面净值(人民币)	48.87	52.74	59.77	65.82	72.20
市账率(倍)	1.29	1.19	1.05	0.96	0.87
股息率(%)	6.6	6.5	7.3	7.1	7.1

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

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)	11.31
52周低位(美元)	4.32
市值(百万美元)	1,282.85
日均成交量(百万)	4.52
年初至今变化(%)	(3.90)
200天平均价(美元)	9.19

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

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。

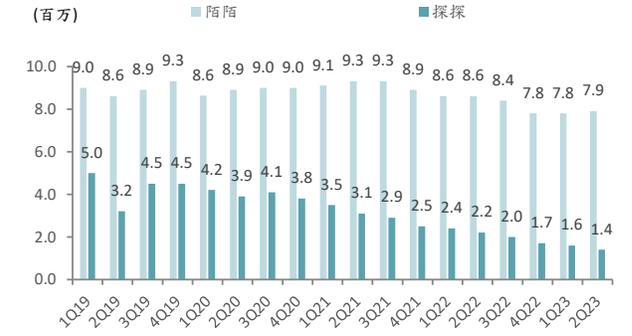
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 探探 MAU 环比降 11%



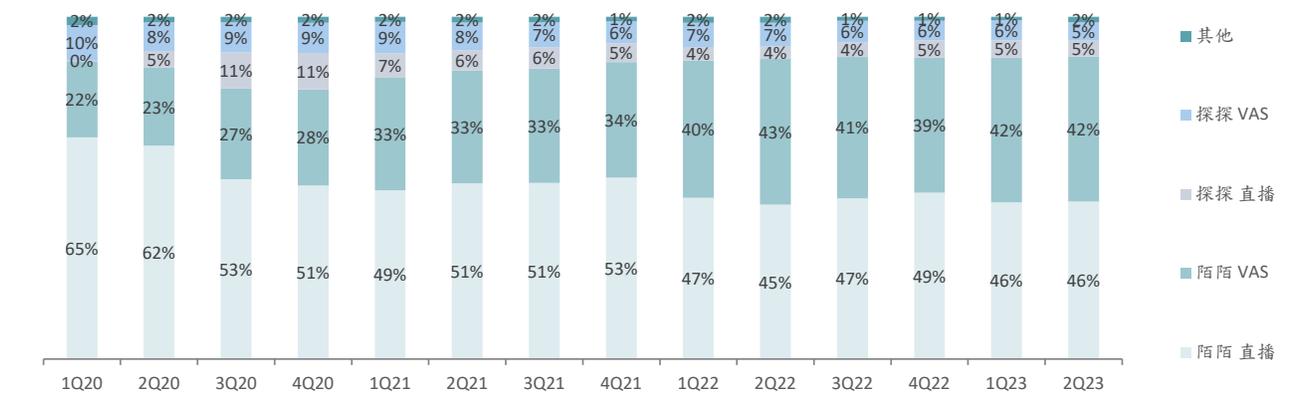
资料来源: 公司资料, 交银国际, MAU 季度末数值

图表 2: 陌陌 QPU 环比恢复增长



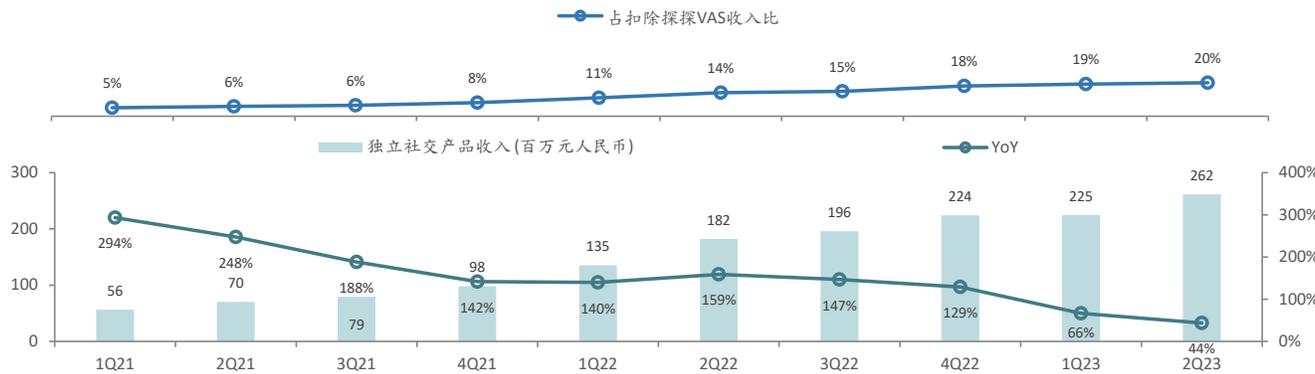
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: 收入分布



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 4: 新独立社交应用收入占扣除探探 VAS 收入比提升至 20%



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 5: 2023 年 2 季度业绩总结

(百万元人民币)	2Q22	1Q23	2Q23	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
总收入	3,110	2,819	3,138	11	1	3,045	3	
陌陌	2,779	2,510	2,817	12	1	2,723	3	
直播	1,404	1,290	1,444	12	3	1,404	3	新运营活动/功能拉动用户人均付费略好于我们预期
增值服务	1,322	1,194	1,329	11	1	1,290	3	新独立应用收入同比/环比增 44%/16%
其他服务	54	27	44	63	-19	29	48	
探探	331	309	321	4	-3	322	0	
直播	116	140	145	4	25	152	-5	
增值服务	214	168	170	1	-21	170	0	
收入成本	(1,798)	(1,664)	(1,820)	9	1	(1,786)	2	
毛利	1,313	1,155	1,318	14	0	1,260	5	
毛利率(%)	42	41	42			41		
运营费用								
研发	(238)	(237)	(215)	-9	-10	(233)	-8	
营销	(611)	(380)	(357)	-6	-42	(408)	-13	探探持续优化渠道投入，新独立应用减少营销支出
管理	(158)	(138)	(125)	-10	-21	(145)	-14	
总计	(1,007)	(755)	(696)	-8	-31	(786)	-11	
运营收入	346	436	645	48	86	564	14	
运营利润率(%)	11	15	21			19		
税前利润	478	526	753	43	58	639	18	
所得税费用	(146)	(123)	(166)	35	14	(191)	-13	
净利润	332	403	587	46	77	448	31	
归属陌陌的净(亏损)利润	346	390	568	46	64	452	26	
净利润率(%)	11	14	18			15		
调整后经营利润	464	518	709	37	53	650	9	
调整后经营利润率(%)	15	18	23			21		
陌陌	589	507	681	34	16	645	6	
探探	(119)	14	32	120	-127	16	104	
调整后净收益	464	472	632	34	36	538	17	
调整后净利润率(%)	15	17	20			18		
摊薄每股收益 (元)	1.7	2.0	2.8	44	68	2.2	27	
调整后摊薄每股收益 (元)	2.2	2.4	3.1	33	41	2.6	19	

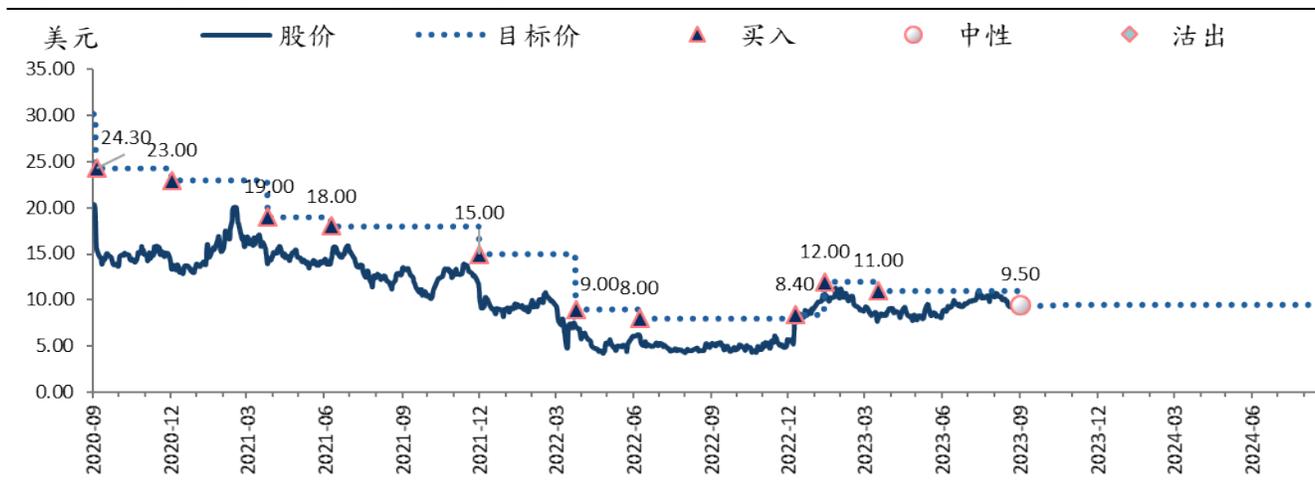
资料来源：公司资料，交银国际

图表 6: 财务预测

(百万元人民币)	3Q22	2Q23	3Q23E	环比 (%)	同比 (%)	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	3,233	3,138	2,968	-5	-8	12,704	11,931	11,862	12,414
陌陌	2,891	2,817	2,678	-5	-7	11,335	10,714	10,697	11,166
探探	341	321	291	-9	-15	1,368	1,215	1,164	1,246
<i>彭博一致预期</i>			<u>3,257</u>				<u>12,535</u>	<u>13,130</u>	<u>13,552</u>
收入成本	-1,886	-1,820	-1,753	-4	-7	-7,421	-7,041	-7,008	-7,353
毛利	1,347	1,318	1,216	-8	-10	5,283	4,890	4,854	5,060
毛利率 (%)	42	42	41			42	41	41	41
研发	-245	-215	-219	2	-11	-1,006	-901	-900	-924
营销	-467	-357	-359	1	-23	-2,074	-1,473	-1,419	-1,458
管理	-136	-125	-127	2	-6	-596	-526	-484	-485
运营费用	-848	-696	-705	1	-17	-3,676	-2,900	-2,803	-2,868
运营收入	520	645	531	-18	2	1,628	2,150	2,260	2,403
运营利润率 (%)	16	21	18			13	18	19	19
税前利润	625	753	606	-20	-3	2,031	2,497	2,640	2,783
所得税费用	-156	-166	-183	11	18	-562	-657	-782	-813
净利润	469	587	422	-28	-10	1,469	1,840	1,858	1,969
归属陌陌的净(亏损)利润	451	568	426	-25	-5	1,484	1,816	1,874	1,985
净利润率 (%)	14	18	14			12	15	16	16
调整后毛利	1,348	1,320	1,217	-8	-10	5,297	4,896	4,860	5,066
调整后毛利润率 (%)	42	42	41			42	41	41	41
调整后经营利润	605	709	597	-16	-1	2,029	2,428	2,520	2,675
调整后经营利润率 (%)	19	23	20			16	20	21	22
陌陌	648	681	606			2,381	2,411	2,497	2,651
探探	-38	32	30			-330	109	148	196
调整后净利润	536	632	492	-22	-8	1,886	2,095	2,134	2,257
调整后净利润率 (%)	17	20	17			15	18	18	18
<i>彭博一致预期</i>			<u>573</u>				<u>2,155</u>	<u>2,299</u>	<u>2,429</u>
摊薄每股收益 (元)	2.2	2.8	2.1	-26	-5	7.1	8.9	9.3	9.8
调整后摊薄每股收益 (元)	2.6	3.1	2.4	-23	-7	9.2	10.4	10.5	11.1

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 7: 挚文集团 (MOMO US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 13: 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	142.83	170.00	19.0%	2023年05月17日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	5.04	6.90	36.9%	2023年08月23日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	15.13	25.00	65.2%	2023年08月18日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	6.82	8.70	27.6%	2023年08月16日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	64.20	90.00	40.2%	2023年05月23日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	8.63	9.50	10.1%	2023年09月01日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	31.50	36.00	14.3%	2023年08月11日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	34.32	35.00	2.0%	2023年08月30日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	98.97	111.00	12.2%	2023年08月30日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	92.90	128.00	37.8%	2023年02月24日	电商
JD US	京东	中性	33.21	41.00	23.5%	2023年05月12日	电商
NTES US	网易	买入	103.48	121.00	16.9%	2023年08月25日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	325.00	399.00	22.8%	2023年07月19日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	15.22	20.00	31.4%	2023年03月28日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	31.30	31.00	-1.0%	2023年08月23日	游戏
3690 HK	美团	买入	128.50	220.00	71.2%	2023年03月27日	本地生活
DADA US	达达集团	买入	5.40	7.20	33.3%	2023年08月11日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	8.00	11.70	46.3%	2023年08月11日	物流
2618 HK	京东物流	买入	10.46	17.00	62.5%	2023年05月12日	物流
9923 HK	移卡	买入	15.60	21.00	34.6%	2023年08月25日	商户服务
9878 HK	汇通达网络	买入	29.65	38.00	28.2%	2023年04月12日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	309.40	400.00	29.3%	2023年06月08日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	17.58	22.00	25.1%	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31日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	14,576	12,704	11,931	11,862	12,414
主营业务成本	(8,383)	(7,421)	(7,041)	(7,008)	(7,353)
毛利	6,192	5,283	4,890	4,854	5,060
销售及管理费用	(3,229)	(2,670)	(1,999)	(1,903)	(1,944)
研发费用	(1,132)	(1,006)	(901)	(900)	(924)
其他经营净收入/费用	(4,221)	21	159	210	210
经营利润	(2,390)	1,628	2,150	2,260	2,403
Non-GAAP标准下的经营利润	2,587	2,029	2,428	2,520	2,675
财务成本净额	311	285	343	380	380
应占联营公司利润及亏损	(8)	11	(31)	4	4
其他非经营净收入/费用	(16)	118	5	0	0
税前利润	(2,103)	2,042	2,466	2,644	2,787
税费	(823)	(562)	(657)	(782)	(813)
非控股权益	(12)	(4)	(8)	(12)	(12)
净利润	(2,938)	1,476	1,801	1,850	1,961
作每股收益计算的净利润	(2,914)	1,484	1,816	1,874	1,985
Non-GAAP标准的净利润	2,037	1,886	2,095	2,134	2,257

资产负债简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5,647	5,199	6,463	7,281	8,635
有价证券	2,860	5,300	5,300	5,300	5,300
应收账款及票据	205	189	245	242	264
其他流动资产	699	1,037	906	1,239	983
总流动资产	9,411	11,725	12,914	14,063	15,183
物业、厂房及设备	181	173	205	218	230
其他有形资产	258	116	121	121	121
无形资产	27	22	15	11	8
其他长期资产	8,234	3,794	3,964	4,152	4,348
总长期资产	8,700	4,105	4,305	4,502	4,708
总资产	18,111	15,830	17,220	18,565	19,891
应付账款	726	617	764	887	824
其他短期负债	1,790	4,121	4,058	4,051	4,099
总流动负债	2,516	4,738	4,823	4,938	4,923
长期贷款	4,565	0	0	0	0
其他长期负债	445	161	160	159	159
总长期负债	5,010	161	160	159	159
总负债	7,526	4,899	4,983	5,098	5,082
股本	5,620	2,904	2,904	2,904	2,904
储备及其他资本项目	4,827	7,884	9,183	10,412	11,744
股东权益	10,447	10,787	12,086	13,316	14,648
非控股权益	139	143	151	151	161
总权益	10,586	10,931	12,237	13,467	14,809

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	(2,103)	2,042	2,466	2,644	2,787
合资企业/联营公司收入调整	8	(11)	31	(4)	(4)
折旧及摊销	156	107	95	103	109
营运资本变动	(662)	(638)	39	(215)	219
利息调整	(311)	(285)	(343)	(380)	(380)
税费	(823)	(562)	(657)	(782)	(813)
其他经营活动现金流	5,294	574	634	655	658
经营活动现金流	1,559	1,227	2,266	2,021	2,575
资本开支	(95)	(80)	(110)	(116)	(121)
投资活动	(198)	833	(45)	(47)	(49)
其他投资活动现金流	2,844	963	92	(140)	(147)
投资活动现金流	2,550	1,716	(62)	(303)	(318)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	(921)	(433)	0	0	0
股息	(853)	(841)	(938)	(901)	(903)
其他融资活动现金流	(13)	(2,158)	0	0	0
融资活动现金流	(1,787)	(3,433)	(938)	(901)	(903)
汇率收益/损失	(42)	41	0	0	0
年初现金	3,366	5,647	5,199	6,463	7,281
年末现金	5,647	5,199	6,463	7,281	8,635

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(14.397)	7.607	9.638	10.039	10.605
全面摊薄每股收益	(13.631)	7.257	8.984	9.265	9.785
Non-GAAP标准下的每股收益	9.530	9.220	10.360	10.547	11.126
每股股息	4.150	4.062	4.595	4.451	4.452
每股账面值	48.872	52.742	59.774	65.822	72.197
利润率分析(%)					
毛利率	42.5	41.6	41.0	40.9	40.8
EBITDA利润率	(15.3)	13.7	18.8	19.9	20.2
EBIT利润率	(16.4)	12.8	18.0	19.1	19.4
净利率	(20.2)	11.6	15.1	15.6	15.8
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	42.5	41.6	41.0	40.9	40.8
EBITDA利润率	18.8	16.8	21.1	22.1	22.4
经营利润率	17.8	16.0	20.3	21.2	21.5
净利率	14.0	14.8	17.6	18.0	18.2
盈利能力(%)					
ROA	(14.2)	8.7	10.9	10.3	10.2
ROE	(23.1)	13.7	15.5	14.4	13.9
ROIC	(19.1)	9.0	13.6	11.2	11.1
其他					
利息覆盖率	(30.3)	20.8	36.0	NA	NA
流动比率	3.7	2.5	2.7	2.8	3.1
应收账款周转天数	5.1	6.0	7.0	7.5	7.5
应付账款周转天数	32.0	40.0	42.0	43.0	43.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來12個月的總回報**高于**相關行業。

中性：預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出：預期個股未來12個月的總回報**低于**相關行業

無評級：對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標竿指數**具吸引力**。

同步：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標竿指數**一致**。

落后：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標竿指數**不具吸引力**。

香港市場的標竿指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標竿指數為**MSCI中國A股指數**，美國上市中概股的標竿指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

2023年9月1日

華文集團 (MOMO US)

分析員披露

本報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則之相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益，除了一位覆蓋分析師持有世茂房地產控股有限公司之股份。

有關商務關係及財務權益之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、國聯證券股份有限公司、交銀國際控股有限公司、四川能投發展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集團國際資源有限公司、嘉兴市燃氣集團股份有限公司、青島控股國際有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集團有限公司、湖州燃氣股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited（前稱：58 Freight Inc.）、蘇新美好生活服務股份有限公司、興源動力控股有限公司、佳捷康創新集團有限公司、清晰醫療集團控股有限公司、匯通達網絡股份有限公司、東原仁知城市運營服務集團股份有限公司、武漢有機控股有限公司、讀書郎教育控股有限公司、博維智慧科技有限公司、潤邁德醫療有限公司、樂透互娛有限公司、雙財莊有限公司、中國旅遊集團中免股份有限公司、香港匯德收購公司、百奧賽因(北京)醫藥科技股份有限公司、寧波健世科技股份有限公司、潤歌互動有限公司、子不語集團有限公司、交運燃氣有限公司、多想雲控股有限公司、步陽國際控股有限公司、陽光保險集團股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠澤醫療資訊產業(控股)有限公司、澳亞集團有限公司、粉筆有限公司、潤華生活服務集團控股有限公司、淮北綠金產業投資股份有限公司、洲際船務集團控股有限公司、巨星傳奇集團有限公司、北京綠竹生物技術股份有限公司、中天建設(湖南)集團有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集團控股有限公司、宏信建設發展有限公司、上海小南國控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科倫博泰生物醫藥股份有限公司及新傳企劃有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際證券有限公司及/或其集團公司現持有東方證券股份有限公司、光大證券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已發行股本逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有权獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、復印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券，並可能不時進行買賣，或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受遞延、延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不暗示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法例、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。本報告的發送對象不包括身處中國內地的投資人。如知悉收取或發送本報告有可能構成當地法律、法例或其他規定之違反，本報告的收取者承諾儘快通知交銀國際證券。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的附屬公司。