

互联网	收盘价 美元 4.84	目标价 美元 5.90↓	潜在涨幅 +21.9%
-----	----------------	-----------------	----------------

2024年5月29日

挚文集团 (MOMO US)

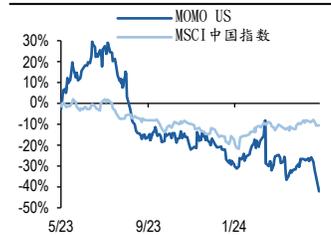
核心业务收入仍承压，下半年降幅有望收窄

- ① **1季度运营利润超预期**：2024年1季度收入25.6亿元（人民币，下同），同/环比降9%/15%，略超我们/市场预期3%/4%。经调整运营利润5.2亿元，同比降1%，好于市场预期的4.4亿元，对应经调整运营利润率20%，同比优化2个百分点，受益于陌陌和探探分成优化及营销费用控制，部分被新独立应用分成提升所抵消。经调整净利润5.1亿元（剔除4.5亿元预提税项）影响，同比+26%，好于我们和市场预期的4.1亿元。
- ② **运营调整影响持续，陌陌/探探收入仍承压**。陌陌主站：1季度直播/增值收入同比降11%/15%，主要受赛事收缩以及社交消费情绪疲弱影响，公司增加优质内容供给及新互动玩法，部分弥补流水下滑，或拉动2季度恢复环比增长。新应用：收入维持强劲同比增势（52%），受益于海外社交产品 Soulchill 的快速增长（60%+）。探探：收入同比降22%，受会员自动续费政策影响，探探 MAU 环比止跌，季度付费会员环比降10万。
- ③ **展望**：管理层指引2季度收入26.5-27.5亿元（同比降15.5-12.4%），与彭博一致预期的26.8亿元基本一致。我们预计2季度：1）陌陌主站收入同比降19%，仍受赛事收缩影响，但部分被新应用增长抵消；2）探探收入同比降30%，环比-7%，主要考虑产品改版或影响短期商业化。考虑赛事收缩带来的分成节约或用于日常运营投入，以及低利润率的新产品收入占比提升，我们预计2季度毛利率环比降1个点至40%。考虑探探及新产品营销投入加大或抵消税率调整正向影响，我们下调全年经调整净利润。
- ④ **估值**：业绩发布后，股价回调12%，主要因一次性税项计提及潜在投入加大影响2024年经调整净利润预期，剔除一次性影响，基于5倍2024年市盈率，我们下调目标价至5.9美元（原为6.6美元）。考虑社交情绪疲弱及运营调整对收入影响持续，新产品及探探投入或影响短期盈利能力，维持中性。

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)	10.82
52周低位(美元)	4.84
市值(百万美元)	713.22
日均成交量(百万)	9.60
年初至今变化(%)	(30.36)
200天平均价(美元)	6.32

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	12,704	12,002	10,811	11,091	11,576
同比增长(%)	-12.8	-5.5	-9.9	2.6	4.4
净利润(百万人民币)	1,886	2,225	1,221	1,779	1,851
每股盈利(人民币)	9.22	11.18	6.37	9.30	9.38
同比增长(%)	-3.3	21.3	-43.1	46.0	0.9
前EPS预测值(人民币)			8.89	9.42	9.43
调整幅度(%)			-28.4	-1.3	-0.6
市盈率(倍)	3.8	3.1	5.5	3.8	3.7
每股账面净值(人民币)	52.69	59.33	75.64	81.33	84.84
市账率(倍)	0.67	0.59	0.46	0.43	0.41
股息率(%)	0.0	10.4	10.7	10.1	10.1

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

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。

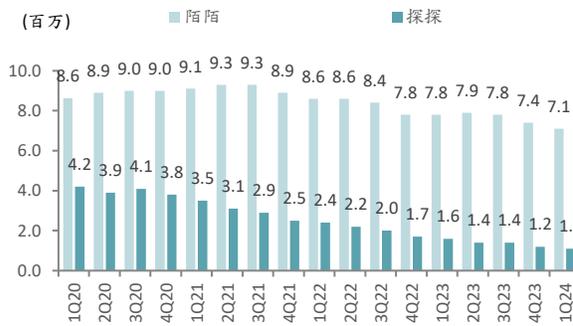
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 探探MAU环比企稳



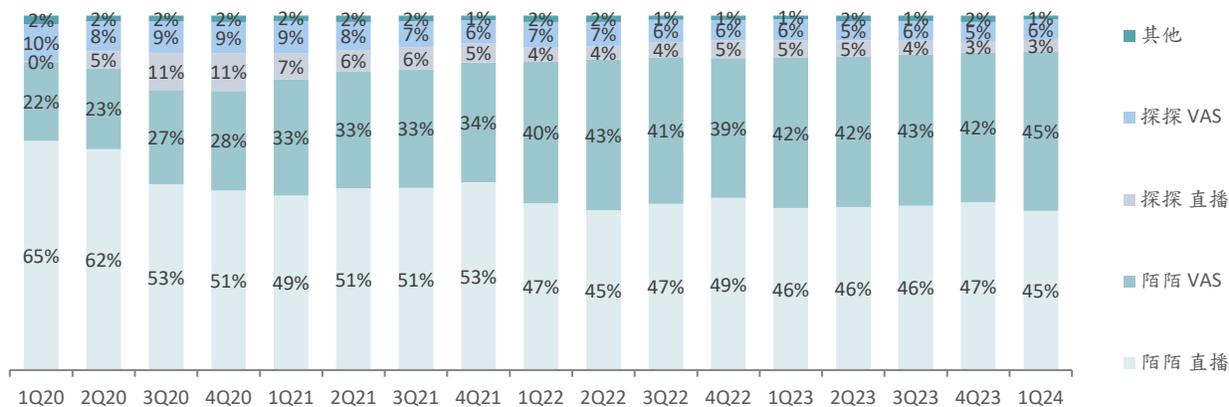
资料来源：公司资料，交银国际 *MAU为季度末数值

图表 2: 陌陌/探探QPU环比降4%/8%



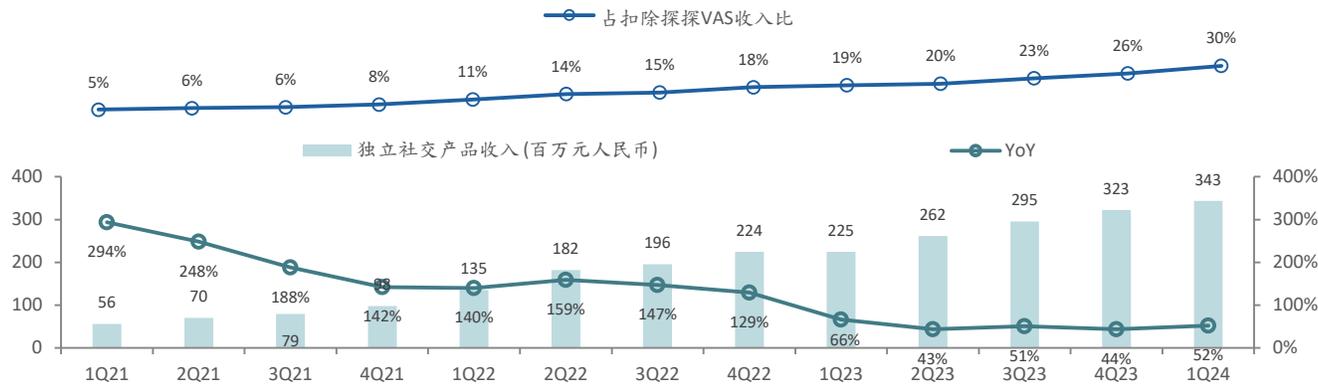
资料来源：公司资料，交银国际

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30%



资料来源：公司资料，交银国际

图表 5: 2024年1季度业绩回顾

(百万元人民币)	1Q23	4Q23	1Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
总收入	2,819	3,003	2,560	-15	-9	2,482	3	
陌陌	2,510	2,729	2,319	-15	-8	2,257	3	
主站	2,282	2,401	1,992	-17	-13	1,931	3	ARPPU好于预期
新业务	228	328	327	0	43	327	0	
探探	309	272	241	-11	-22	224	8	
直播	140	100	88	-12	-37	80	10	
增值服务	168	161	145	-10	-14	144	1	
收入成本	(1,664)	(1,770)	(1,503)	-15	-10	(1,501)	0	
毛利	1,155	1,233	1,057	-14	-8	981	8	略好于预期，主要因陌陌主站和探探分成优化
毛利率 (%)	41	41	41			40		
运营费用	(755)	(662)	(617)	-7	-18	(620)	0	
研发	(237)	(231)	(192)	-17	-19	(197)	-3	
营销	(380)	(305)	(293)	-4	-23	(314)	-7	陌陌营销费用占收入比10%，同比优化2个百分点
管理	(138)	(125)	(131)	5	-5	(109)	21	
运营收入	436	602	460	-24	6	391	18	
运营利润率 (%)	15	20	18			16		
税前利润	526	675	548	-19	4	471	16	
所得税费用	(123)	(183)	(558)	204	355	(118)	374	
净利润	403	491	(9)	-102	-102	353	-103	
归属陌陌的净(亏损)利润	390	452	5	-99	-99	353	-99	
净利润率 (%)	14	15	0			14		
调整后经营利润	518	664	515	-22	-1	443	16	
调整后经营利润率 (%)	18	22	20			18		
陌陌	507	639	488	-24	-4	450	9	
探探	14	27	29	6	99	1	2,289	
调整后净收益	472	515	60	-88	-87	405	-85	
调整后净利润率 (%)	17	17	2			16		
摊薄每股收益 (元)	2.0	2.3	0.0	-99	-99	1.8	-99	
调整后摊薄每股收益 (元)	2.4	2.6	0.3	-88	-87	2.1	-85	

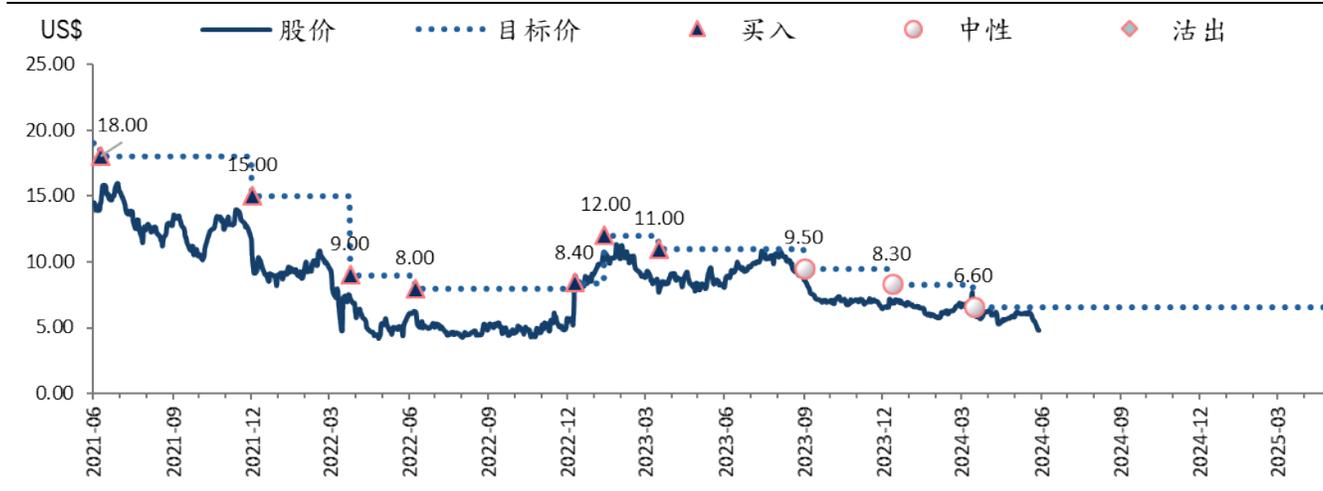
资料来源：公司资料，交银国际

图表 6: 财务预测

(百万元人民币)	2Q23	1Q24	2Q24E	环比 (%)	同比 (%)	2024E	2025E	2026E
总收入	3,138	2,560	2,671	4	-15	10,811	11,091	11,576
陌陌	2,817	2,319	2,444	5	-13	9,877	10,225	10,689
探探	321	241	226	-7	-30	931	862	883
<i>彭博一致预期</i>			<u>2,680</u>			<u>10,756</u>	<u>11,133</u>	<u>11,549</u>
收入成本	-1,820	-1,503	-1,595	6	-12	-6,456	-6,658	-6,948
毛利	1,318	1,057	1,076	2	-18	4,356	4,432	4,629
毛利率 (%)	42	41	40			40	40	40
研发	-215	-192	-197	3	-8	-819	-822	-846
营销	-357	-293	-403	37	13	-1,517	-1,611	-1,687
管理	-125	-131	-131	0	5	-537	-535	-552
运营费用	-696	-617	-731	19	5	-2,872	-2,968	-3,085
运营收入	645	460	374	-19	-42	1,593	1,675	1,754
运营利润率 (%)	21	18	14			15	15	15
税前利润	753	548	454	-17	-40	1,921	1,995	2,074
所得税费用	-166	-558	-95	-83	-43	-846	-399	-415
净利润	587	-9	359	-4,029	-39	1,075	1,596	1,659
归属陌陌的净(亏损)利润	568	5	339	6,436	-40	1,030	1,596	1,659
净利润率 (%)	18	0	13			10	14	14
调整后毛利	1,320	1,059	1,078	2	-18	4,363	4,441	4,637
调整后毛利率 (%)	42	41	40			40	40	40
调整后经营利润	709	515	418	-19	-41	1,784	1,858	1,945
调整后经营利润率 (%)	23	20	16			17	17	17
陌陌	681	488	446			1,846	1,948	2,050
探探	32	29	-18			-24	-53	-68
调整后净利润	632	60	383	540	-39	1,221	1,779	1,851
调整后净利润率 (%)	20	2	14			11	16	16
<i>彭博一致预期</i>			<u>457</u>			<u>1,783</u>	<u>1,924</u>	<u>2,060</u>
摊薄每股收益 (元)	2.8	0.0	1.8	6,487	-38	5.4	8.3	8.6
调整后摊薄每股收益 (元)	3.1	0.3	2.0	545	-37	6.4	9.3	9.4

资料来源：公司资料，彭博，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

2024年5月29日

挚文集团 (MOMO US)

图表 8: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

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	99.76	132.00	32.3%	2024年05月17日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	13.93	17.00	22.0%	2024年05月24日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	4.74	6.70	41.4%	2024年05月17日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.89	17.00	14.2%	2024年05月14日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	104.20	104.00	-0.2%	2024年03月01日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	55.15	75.00	36.0%	2024年01月23日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	4.84	5.90	21.9%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	32.65	37.00	13.3%	2024年03月19日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.60	29.00	9.0%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	149.72	213.00	42.3%	2024年05月23日	电商
JD US	京东	买入	29.89	40.00	33.8%	2024年05月17日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	80.58	111.00	37.8%	2024年04月11日	电商
DAO US	有道	买入	3.63	5.00	37.7%	2024年05月24日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	62.70	89.00	41.9%	2024年04月25日	教育
GOTU US	高途	买入	6.17	9.10	47.5%	2024年02月28日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.72	15.50	32.3%	2024年01月26日	教育
NTES US	网易	买入	91.19	117.00	28.3%	2024年05月24日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	24.70	30.00	21.5%	2024年05月22日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	371.00	457.00	23.2%	2024年05月16日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.88	15.00	26.3%	2024年03月28日	游戏
3690 HK	美团	买入	112.70	111.00	-1.5%	2024年03月25日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	25.40	26.00	2.4%	2024年03月18日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	10.74	11.30	5.2%	2024年03月27日	物流
2618 HK	京东物流	中性	8.77	10.10	15.2%	2024年05月17日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.73	1.90	9.8%	2024年05月16日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	27.85	30.00	7.7%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.14	14.00	38.1%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	17.54	25.00	42.5%	2024年05月22日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	398.40	509.00	27.8%	2024年05月21日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2024 年 5 月 29 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	12,704	12,002	10,811	11,091	11,576
主营业务成本	(7,421)	(7,025)	(6,456)	(6,658)	(6,948)
毛利	5,283	4,977	4,356	4,432	4,629
销售及管理费用	(2,670)	(1,917)	(2,054)	(2,146)	(2,239)
研发费用	(1,006)	(885)	(819)	(822)	(846)
其他经营净收入/费用	21	130	110	210	210
经营利润	1,628	2,305	1,593	1,675	1,754
Non-GAAP标准下的经营利润	2,029	2,572	1,784	1,858	1,945
财务成本净额	285	374	337	320	320
应占联营公司利润及亏损	11	(71)	(46)	0	0
其他非经营净收入/费用	118	(27)	(9)	0	0
税前利润	2,042	2,582	1,876	1,995	2,074
税费	(562)	(630)	(846)	(399)	(415)
非控股权益	(4)	(6)	0	0	0
净利润	1,476	1,946	1,030	1,596	1,659
作每股收益计算的净利润	1,484	1,958	1,030	1,596	1,659
Non-GAAP标准的净利润	1,886	2,225	1,221	1,779	1,851

资产负债简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5,199	8,283	8,579	8,979	10,126
有价证券	5,300	1,271	1,271	1,271	1,271
应收账款及票据	189	202	243	219	252
其他流动资产	1,037	(1,922)	684	796	713
总流动资产	11,725	7,833	10,776	11,264	12,362
物业、厂房及设备	173	659	863	1,006	1,115
其他有形资产	116	110	110	110	110
无形资产	22	17	13	10	8
其他长期资产	3,794	7,609	5,192	5,440	5,699
总长期资产	4,105	8,395	6,178	6,565	6,931
总资产	15,830	16,228	16,954	17,829	19,293
应付账款	617	617	904	671	931
其他短期负债	4,121	1,475	1,153	1,191	1,211
总流动负债	4,738	2,092	2,057	1,863	2,142
长期贷款	0	20	20	20	20
其他长期负债	161	2,130	190	190	190
总长期负债	161	2,149	210	210	210
总负债	4,899	4,241	2,267	2,072	2,352
股本	5,597	5,611	5,611	5,611	5,611
储备及其他资本项目	5,181	6,194	8,895	9,955	11,128
股东权益	10,777	11,805	14,506	15,566	16,739
非控股权益	153	182	182	191	203
总权益	10,931	11,987	14,687	15,757	16,942

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	2,042	2,582	1,876	1,995	2,074
合资企业/联营公司收入调整	(11)	71	46	0	0
折旧及摊销	107	74	384	476	540
营运资本变动	(638)	(132)	196	(283)	329
利息调整	(285)	(374)	(337)	(320)	(320)
税费	(562)	(630)	(846)	(399)	(415)
其他经营活动现金流	574	686	533	522	525
经营活动现金流	1,227	2,277	1,851	1,991	2,733
资本开支	(80)	(576)	(589)	(618)	(649)
投资活动	833	1,708	(39)	(41)	(43)
其他投资活动现金流	963	1,282	(196)	(206)	(216)
投资活动现金流	1,716	2,413	(824)	(865)	(909)
负债净变动	0	2,154	0	0	0
权益净变动	(433)	(216)	0	0	0
股息	(841)	(958)	(731)	(725)	(677)
其他融资活动现金流	(2,158)	(2,680)	0	0	0
融资活动现金流	(3,433)	(1,700)	(731)	(725)	(677)
汇率收益/损失	41	94	0	0	0
年初现金	5,647	5,199	8,283	8,579	8,979
年末现金	5,199	8,283	8,579	8,979	10,126

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	7.607	10.368	5.519	8.530	8.845
全面摊薄每股收益	7.257	9.838	5.370	8.338	8.409
Non-GAAP标准下的每股收益	9.220	11.180	6.367	9.297	9.380
每股股息	0.000	3.639	3.771	3.536	3.537
每股账面价值	52.693	59.325	75.640	81.328	84.839
利润率分析(%)					
毛利率	41.6	41.5	40.3	40.0	40.0
EBITDA利润率	13.7	19.8	18.3	19.4	19.8
EBIT利润率	12.8	19.2	14.7	15.1	15.2
净利率	11.6	16.2	9.5	14.4	14.3
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	41.6	41.5	40.3	40.0	40.0
EBITDA利润率	16.8	22.1	20.1	21.0	21.5
经营利润率	16.0	21.4	16.5	16.8	16.8
净利率	14.8	18.5	11.3	16.0	16.0
盈利能力(%)					
ROA	8.7	12.1	6.2	9.2	8.9
ROE	13.7	17.0	7.7	10.5	10.1
ROIC	9.0	15.3	6.2	8.5	8.4
其他					
利息覆盖率	20.8	38.2	23.6	26.9	28.7
流动比率	2.5	3.7	5.2	6.0	5.8
应收账款周转天数	5.7	5.9	7.5	7.5	7.5
应付账款周转天数	33.0	32.0	43.0	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**

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於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，一位分析師持有英偉達之股份。

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、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、佳捷康創新集團有限公司、武漢有機控股有限公司、巨星傳奇集團有限公司、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、新傳企劃有限公司、樂艙物流股份有限公司、途虎養車股份有限公司、北京第四範式智慧技術股份有限公司、深圳市天圖投資管理股份有限公司、邁越科技股份有限公司、極兔速遞環球有限公司、山西省安裝集團股份有限公司、富景中國控股有限公司、中軍集團股份有限公司、佳民集團有限公司、集海資源集團有限公司、君聖泰醫藥、天津建設發展集團股份有限公司、長久股份有限公司、樂思集團有限公司、出門問問有限公司及趣致集團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獲取得本報告，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)复制、复印或儲存，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，並可能受送遞延誤、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、法則、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、法則或其他規定之違反，本報告的收取者承諾盡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。