

互联网	收盘价 美元 33.57	目标价 美元 33.00	潜在涨幅 -1.7%
-----	-----------------	-----------------	---------------

2024年8月28日

欢聚集团 (YY US)

2 季度利润超预期；非核心业务调整拖累下半年收入预期

欢聚2季度利润超预期，主要因费用控制好于预期。海外核心产品收入维持同比增长趋势，短期部分区域内容政策优化及非核心语音业务调整或拖累下半年收入增长，我们小幅下调2024年收入预测，基于好于预期的费用控制，微调2024/25年经调整净利润预期。基于10年DCF，维持33美元目标价及中性评级。

- 费用优化带动2季度利润超预期。欢聚2024年2季度收入为5.7亿美元，同比+3%/环比持平，略超我们预期2%。BIGO收入同比+8%，直播同比-1%，核心产品维持同比增长，主要受MPU增长驱动。非直播收入中，广告收入维持快速增长，2季度BIGO收入占比提升至13.4%。经调整运营利润3000万美元，好于我们预期的2100万美元，主要因费用控制好于预期。
- 展望及估值：我们预计2024年BIGO收入同比+5%，受广告业务拉动延续增长趋势，直播受部分区域内容政策优化及语音直播调整影响，下半年增长或承压。考虑收入下调及低毛利率的第三方联盟广告收入提升或拖累BIGO毛利率，预计下半年利润率承压，2024年经调整净利率下降1.6个百分点。基于2024-2033年10年DCF模型，维持目标价33美元，对应2024年市盈率9倍。核心业务逐步恢复，公司稳定回购持续回馈股东，但考虑短期利润增长承压，股价短期上行空间或有限，维持中性。

盈利预测变动

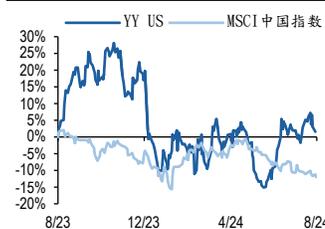
百万美元	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	2,253	2,288	-2%	2,350	2,378	-1%	2,477	2,488	0%
BIGO	2,012	2,032	-1%	2,086	2,113	-1%	2,196	2,206	0%
其他	242	256	-5%	264	265	0%	280	282	-1%
经调整毛利	790	791	0%	836	822	2%	909	881	3%
经调整毛利率	35%	35%	0.0ppt	36%	35%	0.8ppt	37%	35%	0.0ppt
经调整经营利润	100	97	3%	126	126	0%	174	160	8%
经调整经营利润率	4%	4%	0.0ppt	5%	7%	-1.5ppts	7%	6%	0.0ppt
经调整净利润	255	242	5%	266	265	1%	279	271	3%
调整后净利润率	11%	11%	0.0ppt	11%	12%	-0.7ppt	11%	11%	0.0ppt
经调整 EPADS(美元)	3.98	3.62	10%	4.31	3.94	9%	5.03	4.39	15%

资料来源：FactSet，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)	42.47
52周低位(美元)	28.15
市值(百万美元)	1,443.51
日均成交量(百万)	0.27
年初至今变化(%)	(15.44)
200天平均价(美元)	32.47

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。

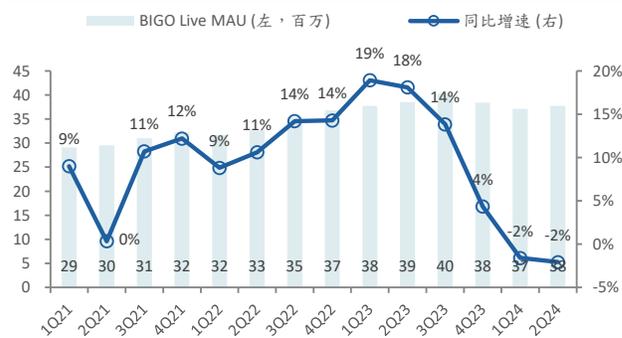
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2 季度，BIGO 付费用户同比增 8%



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: 2 季度，BIGO Live MAU 环比止跌



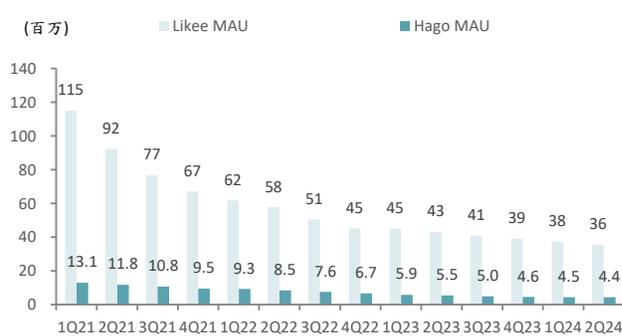
资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 2 季度，公司全球 MAU 同比持平



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，公司净现金为 32 亿美元



资料来源：公司资料，交银国际

图表 6: 2 季度公司经营现金流 7,110 万美元



资料来源：公司资料，交银国际

图表 7: 2024 年 2 季度业绩概要

(百万美元)	2Q23	1Q24	2Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
营业收入	547	565	565	0	3	555	2	
BIGO	471	505	507	0	8	496	2	BIGO QPU 同比+8% Likee 广告收入同比增 34.7%
其他	77	60	58	-2	-24	59	-1	
营业成本	-350	-369	-366	-1	5	-361	1	
毛利	198	195	199	2	1	194	3	
毛利率	36	35	35	0.6	-0.9	35		
经营支出								
研发费用	-76	-69	-70	1	-8	-67	5	
营销费用	-87	-95	-88	-7	1	-93	-5	
管理费用	-29	-32	-41	28	40	-30	35	
营运利润	9	4	2	-36	-76	4	-44	
营运利润率 (%)	2	1	0			1		
税前利润	149	52	48	-9	-68	49	-3	
税费	-5	-5	-3	-42	-51	-8	-67	
净利润	147	40	48	19	-68	34	42	
归属于欢聚净(亏损)利润	155	45	52	15	-66	39	34	
净利润率 (%)	28	8	9			7		
Non-GAAP 毛利	199	196	200	2	0	194	3	
Non-GAAP 毛利率 (%)	36	35	35			35		
Non-GAAP 运营利润	34	25	30	21	-13	21	42	
Non-GAAP 运营利润率 (%)	6	4	5			4		
Non-GAAP 净利润	97	67	74	10	-24	56	33	
Non-GAAP 净利润率 (%)	18	12	13			10		
每股摊薄 ADS 收益 (美元)								
基本	1.4	1.1	1.2	15	-14	0.9	38	
摊薄	1.3	1.0	1.2	15	-9	0.8	41	

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)	3Q23	2Q24	3Q24E	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	567	565	560	-1	-1	2,268	2,253	2,350	2,477
<i>彭博一致预期</i>			<u>564</u>				<u>2,287</u>	<u>2,392</u>	<u>2,513</u>
BIGO	494	507	499	-2	1	1,924	2,012	2,086	2,196
其他	73	58	61	4	-17	345	242	264	280
营业成本	-358	-366	-363	-1	1	-1,455	-1,466	-1,517	-1,571
毛利	209	199	197	-1	-6	813	787	833	905
经营支出	-197	-197	-197	0	0	-784	-781	-794	-821
研发费用	-72	-70	-68	-2	-5	-296	-276	-266	-270
营销费用	-93	-88	-87	-1	-6	-370	-356	-367	-383
管理费用	-27	-41	-41	1	52	-123	-155	-162	-168
运营利润	12	2	0	-84	-97	29	6	39	85
运营利润率 (%)	2	0	0			1	0	2	3
税前利润	57	48	37	-22	-34	288	174	187	233
税费	-3	-3	-8	206	168	-19	-23	-35	-41
净利润	65	48	32	-33	-51	272	152	163	202
归属于欢聚净利润	73	52	36	-30	-50	302	170	180	220
净利润率 (%)	13	9	7			13	8	8	9
Non-GAAP 毛利润	210	200	198	-1	-6	817	790	836	909
Non-GAAP 毛利率 (%)	37	35	35			36	35	36	37
Non-GAAP 运营利润	40	30	25	-15	-37	131	100	126	174
Non-GAAP 运营利润率 (%)	7	5	5			6	4	5	7
Non-GAAP 净利润	81	74	61	-17	-25	293	255	266	279
Non-GAAP 净利润率 (%)	14	13	11			13	11	11	11
<i>彭博一致预期</i>			<u>60</u>				<u>241</u>	<u>271</u>	<u>306</u>
每股 ADS 收益 (美元)									
摊薄	1.2	1.2	1.0	-18	-21	4.2	4.0	4.3	5.0

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 9: 欢聚集团 (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	84.82	119.00	40.3%	2024 年 08 月 23 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	14.47	19.00	31.3%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.26	3.80	68.1%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	39.10	54.00	38.1%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	10.73	14.00	30.5%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	95.00	120.00	26.3%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.52	5.90	-9.5%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.57	33.00	-1.7%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	24.00	29.00	20.8%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	95.91	194.00	102.3%	2024 年 08 月 26 日	电商
JD US	京东	买入	26.38	41.00	55.4%	2024 年 08 月 16 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	81.45	111.00	36.3%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	11.94	8.50	-28.8%	2024 年 08 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.31	6.50	96.4%	2024 年 08 月 28 日	教育
DAO US	有道	买入	3.27	4.50	37.8%	2024 年 08 月 23 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	8.32	13.80	65.9%	2024 年 08 月 02 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	50.70	80.00	57.8%	2024 年 08 月 01 日	教育
NTES US	网易	买入	83.53	113.00	35.3%	2024 年 08 月 23 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	374.20	486.00	29.9%	2024 年 08 月 15 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	20.95	30.00	43.2%	2024 年 05 月 22 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.54	15.00	42.3%	2024 年 03 月 28 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	17.46	24.00	37.5%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	102.80	129.00	25.5%	2024 年 06 月 07 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	9.21	11.30	22.7%	2024 年 08 月 16 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.86	13.50	24.3%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.15	1.50	30.4%	2024 年 08 月 21 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	21.60	30.00	38.9%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.50	14.00	33.3%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	14.12	23.00	62.9%	2024 年 08 月 21 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2024 年 8 月 28 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	2,412	2,268	2,253	2,350	2,477
主营业务成本	(1,559)	(1,455)	(1,466)	(1,517)	(1,571)
毛利	852	813	787	833	905
销售及管理费用	(542)	(492)	(511)	(528)	(551)
研发费用	(262)	(296)	(276)	(266)	(270)
其他经营净收入/费用	3	4	6	0	0
经营利润	51	29	6	39	85
Non-GAAP标准下的经营利润	164	131	100	126	174
财务成本净额	80	175	166	148	148
应占联营公司利润及亏损	428	81	2	0	0
其他非经营净收入/费用	75	3	0	0	0
税前利润	635	288	174	187	233
税费	(35)	(19)	(23)	(35)	(41)
非控股权益	27	29	18	17	17
净利润	627	299	169	169	208
作每股收益计算的净利润	199	293	255	266	279
Non-GAAP标准的净利润	199	293	255	266	279

资产负债简表 (百万元美元)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,566	1,440	1,522	1,665	1,943
有价证券	2,408	2,028	1,970	1,970	1,970
应收账款及票据	118	131	115	139	127
其他流动资产	553	474	542	568	597
总流动资产	4,645	4,073	4,149	4,342	4,638
投资物业	660	545	572	600	630
物业、厂房及设备	343	391	437	482	527
无形资产	3,048	2,983	2,929	2,884	2,846
其他长期资产	376	493	355	347	339
总长期资产	4,427	4,411	4,292	4,313	4,342
总资产	9,072	8,484	8,441	8,655	8,980
短期贷款	37	52	55	57	60
应付账款	56	67	57	(19)	58
其他短期负债	2,978	2,968	2,901	3,055	3,089
总流动负债	3,072	3,086	3,013	3,093	3,207
长期贷款	401	0	0	0	0
其他长期负债	96	85	85	85	85
总长期负债	497	85	85	85	85
总负债	3,569	3,172	3,098	3,179	3,293
股本	2,623	2,369	2,369	2,369	2,369
储备及其他资本项目	2,555	2,788	2,819	2,952	3,163
股东权益	5,178	5,157	5,188	5,321	5,532
记作权益的金融工具	91	22	22	22	22
非控股权益	233	133	133	133	133
总权益	5,503	5,312	5,343	5,476	5,687

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	635	288	174	187	233
合资企业/联营公司收入调整	428	81	2	0	0
折旧及摊销	149	120	107	104	102
营运资本变动	(27)	(53)	(58)	42	109
利息调整	(80)	(175)	(166)	(148)	(148)
税费	(35)	(19)	(23)	(35)	(41)
其他经营活动现金流	(753)	53	212	211	215
经营活动现金流	316	296	249	361	470
资本开支	(69)	(82)	(99)	(104)	(109)
投资活动	(846)	403	16	(24)	12
其他投资活动现金流	405	99	(0)	(0)	(0)
投资活动现金流	(510)	420	(83)	(129)	(97)
负债净变动	33	13	3	3	3
权益净变动	(121)	(274)	0	0	0
其他融资活动现金流	(234)	(580)	(88)	(93)	(97)
融资活动现金流	(322)	(842)	(86)	(90)	(94)
汇率收益/损失	(53)	1	1	1	1
年初现金	2,134	1,566	1,440	1,522	1,665
年末现金	1,566	1,440	1,522	1,665	1,943

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(美元)					
核心每股收益	2.773	4.468	4.264	4.647	4.928
全面摊薄每股收益	2.540	4.160	3.982	4.305	5.033
Non-GAAP标准下的每股收益	2.540	4.160	3.982	4.305	5.033
每股股息	2.040	0.710	0.000	0.000	0.000
每股账面值	67.154	70.453	80.442	86.025	90.533
利润率分析(%)					
毛利率	35.3	35.8	34.9	35.4	36.6
EBITDA利润率	8.3	6.6	5.0	6.1	7.6
EBIT利润率	2.1	1.3	0.3	1.6	3.4
净利率	26.0	13.2	7.5	7.2	8.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	35.3	35.8	34.9	35.4	36.6
EBITDA利润率	13.0	11.0	9.2	9.8	11.2
经营利润率	6.8	5.8	4.4	5.4	7.0
净利率	8.3	12.9	11.3	11.3	11.2
盈利能力(%)					
ROA	6.9	3.4	2.0	2.0	2.4
ROE	11.7	5.8	3.3	3.2	3.8
ROIC	0.8	0.4	0.1	0.6	1.3
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	15.6	14.3	14.1	17.8	23.4
流动比率	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
应收账款周转天数	20.1	23.3	23.3	23.3	23.3
应付账款周转天数	8.7	15.4	15.4	4.6	4.6

交銀國際

香港中环德辅道中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**

2024年8月28日
欢聚集团 (YY US)

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有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；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，一位分析师持有英伟达之股份。

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、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、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、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、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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。