

互联网	收盘价 美元 7.39	目标价 美元 7.40个	潜在涨幅 +0.1%
-----	----------------	-----------------	---------------

2024年12月10日

挚文集团 (MOMO US)

海外业务增长加速，股东回馈领先

业务调整及社交消费疲软影响持续，我们预计陌陌核心及探探增长仍承压，海外业务快速增长，部分弥补核心业务下降，预计2025年总收入同比降5%，我们相应下调2025年利润预期。考虑行业估值中枢上移，基于7倍2025年市盈率，上调目标价至7.4美元（原为5.9美元），维持中性。公司市值13亿美元低于3季度末净现金14亿美元，且公司股东回馈领先其他互联网公司（单季度3000-6000万美元回购金额+股息率>7%），预计股价下行空间有限。

- 3季度利润超预期，新业务维持增势。2024年3季度收入26.8亿元（人民币，下同），同比降12%，略好于预期，并接近公司此前指引高线。经调整净利润4.9亿元（同比降19%），高于我们预期的3.4亿元，主要因费用管控好于预期。经调整净利率18%，同比降2个百分点，主要因海外新应用收入占比提升及收入下降带来的运营费用率提升。陌陌主站直播/增值收入同比降14%/18%，仍受赛事收缩以及社交消费情绪疲软影响。新应用收入同比增41%，环比增长加速，受益于海外社交产品快速增长。探探收入同比降28%，MAU/季度付费会员环比降90万/10万。
- 展望及估值：陌陌运营调整影响持续，预计4季度收入同比降12%，2025年考虑生态调整基本结束，预计2025年同比降幅收窄。探探仍聚焦优化用户约会体验和匹配效率，短期用户和变现下降趋势或延续。我们预计收入结构变化负面影响毛利率，同时新业务投入持续，相应下调2025年净利润预期11%。

盈利预测变动

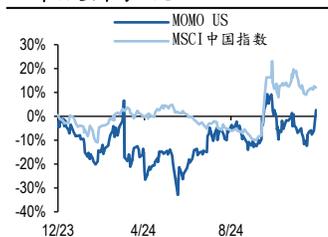
人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	10,526	10,448	1%	10,015	10,303	-3%	10,222	10,851	-6%
陌陌	9,636	9,573	1%	9,281	9,566	-3%	9,571	10,096	-5%
探探	889	873	2%	730	733	0%	647	751	-14%
经调整毛利润	4,200	4,188	0%	3,750	4,024	-7%	3,826	4,313	-11%
经调整毛利率	39.9%	40.1%	-0.2ppts	37.4%	39.1%	-1.6ppts	37.4%	39.7%	-2.3ppts
经调整经营利润	1,768	1,680	5%	1,310	1,476	-11%	1,387	1,658	-16%
经调整经营利润率	16.8%	16.1%	0.7ppts	13.1%	14.3%	-1.2ppts	13.6%	15.3%	-1.7ppts
经调整归母净利润	1,300	1,144	14%	1,308	1,476	-11%	1,431	1,624	-12%
经调整归母净利率	12.3%	11.0%	1.4ppts	13.1%	14.3%	-1.3ppts	14.0%	15.0%	-1.0ppts

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)	7.86
52周低位 (美元)	4.84
市值 (百万美元)	1,303.08
日均成交量 (百万)	3.61
年初至今变化 (%)	6.33
200天平均价 (美元)	6.61

资料来源：FactSet

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

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



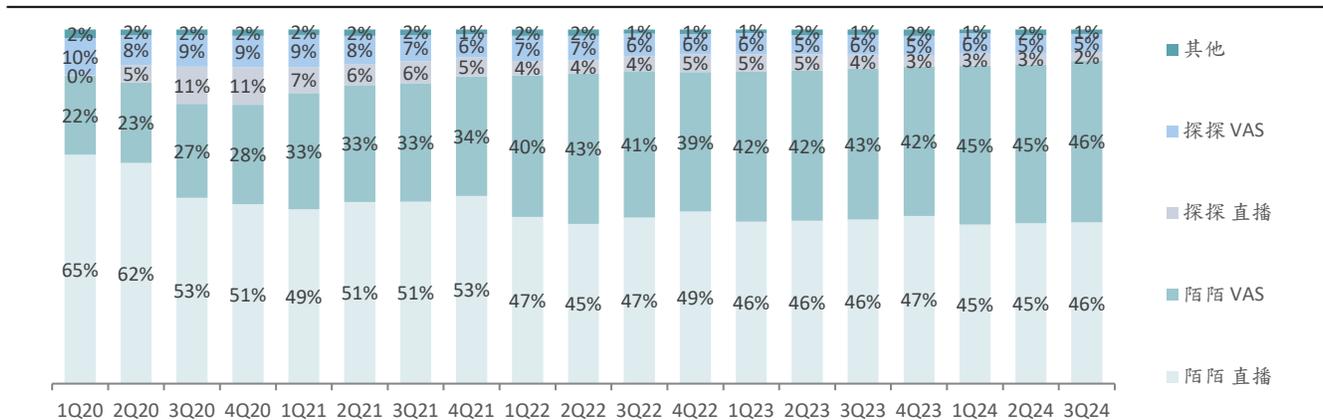
资料来源：公司资料，交银国际 *MAU为当季度最后一个月数值

图表 2: 陌陌/探探 QPU



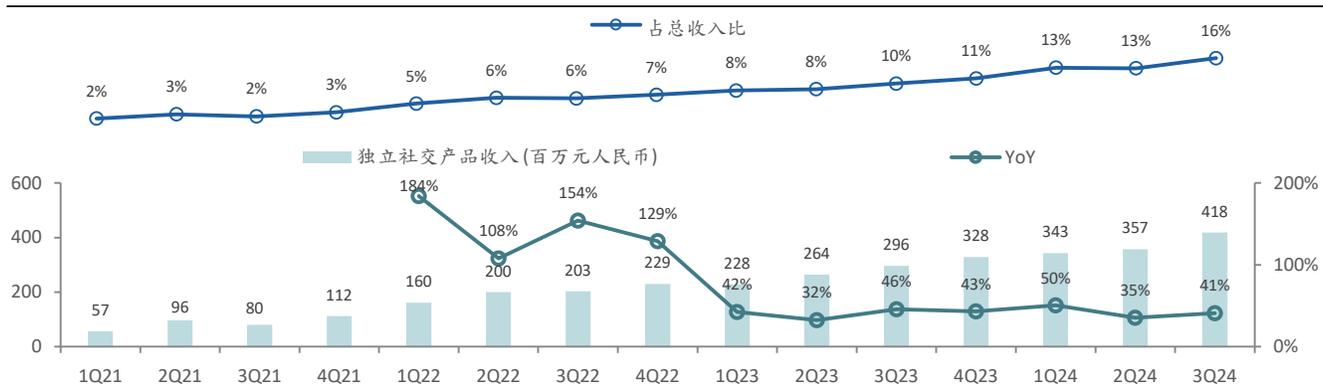
资料来源：公司资料，交银国际

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总收入16%



资料来源：公司资料，交银国际

图表 5: 2024年3季度业绩回顾

(百万人民币)	3Q23	2Q23	3Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
总收入	3,043	2,691	2,675	-1	-12	2,592	3	
陌陌	2,743	2,457	2,462	0	-10	2,390	3	
主站	2,447	2,100	2,044	-3	-16	2,007	4	
新应用	296	357	418	17	41	383	9	新应用收入占比达16%
探探	295	234	212	-9	-28	202	5	
直播	120	83	67	-20	-45	73	-8	
增值服务	168	140	137	-2	-19	124	11	
收入成本	(1,772)	(1,596)	(1,624)	2	-8	(1,575)	3	
毛利	1,271	1,096	1,051	-4	-17	1,018	3	
毛利率 (%)	42	41	39			39		
运营费用	(690)	(679)	(662)	-2	-4	(711)	-7	
研发	(202)	(193)	(196)	2	-3	(207)	-5	
营销	(374)	(365)	(355)	-3	-5	(376)	-6	营销费用占收入比13%，同比提升1个百分点
管理	(114)	(121)	(111)	-8	-2	(128)	-13	
运营收入	622	425	411	-3	-34	317	30	
运营利润率 (%)	20	16	15			12		
税前利润	699	489	511	4	-27	387	32	
所得税费用	(158)	(103)	(95)	-7	-40	(81)	17	
净利润	541	386	415	8	-23	306	36	
归属陌陌的净(亏损)利润	546	398	449	13	-18	286	57	
净利润率 (%)	18	15	17			11		
调整后经营利润	681	477	455	-5	-33	366	24	
调整后经营利润率 (%)	22	18	17			14		
陌陌	675	457	441	-3	-35	387	14	
探探	28	21	15	-26	-45	(7)	-311	
调整后净利润	606	449	493	10	-19	335	47	
调整后净利润率 (%)	20	17	18			13		
摊薄每股收益 (元)	2.8	2.1	2.5	17	-11	1.5	61	
调整后摊薄每股收益 (元)	3.1	2.4	2.7	13	-12	1.8	51	

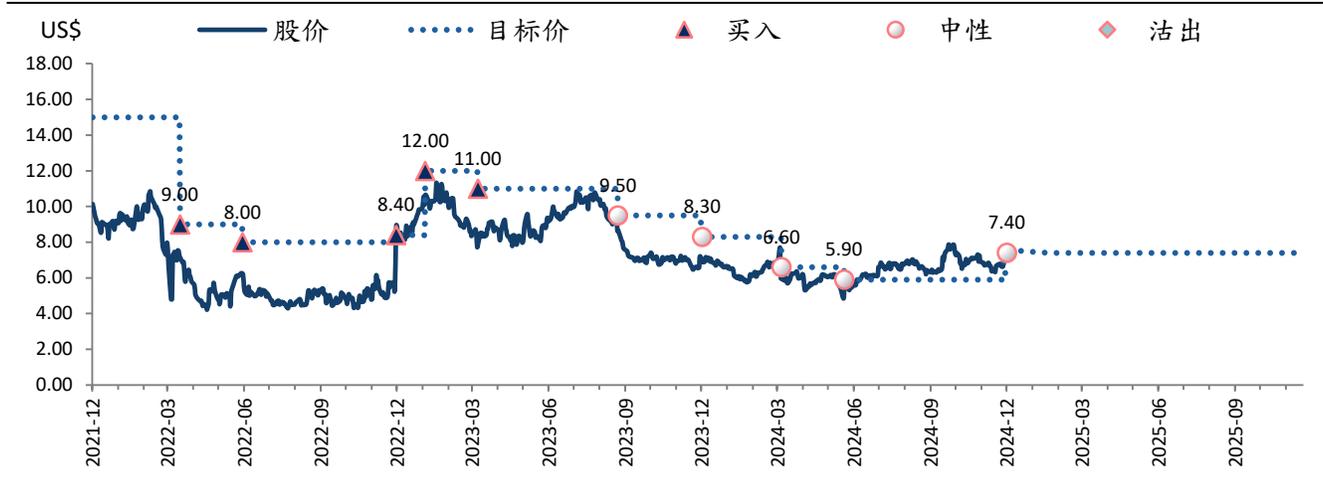
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 6: 财务预测

(百万人民币)	4Q23	3Q24	4Q24E	环比 (%)	同比 (%)	2024E	2025E	2026E
总收入	3,003	2,675	2,600	-3	-13	10,526	10,015	10,222
陌陌	2,729	2,462	2,398	-3	-12	9,636	9,281	9,571
探探	272	212	201	-5	-26	889	730	647
<i>彭博一致预期</i>		<u>2,601</u>	<u>2,612</u>			<u>10,460</u>	<u>10,299</u>	<u>11,777</u>
收入成本	-1,770	-1,624	-1,612	-1	-9	-6,335	-6,273	-6,405
毛利	1,233	1,051	988	-6	-20	4,192	3,742	3,817
毛利率 (%)	41	39	38			40	37	37
研发	-231	-196	-234	19	1	-816	-803	-795
营销	-305	-355	-356	0	17	-1,370	-1,371	-1,377
管理	-125	-111	-128	15	2	-492	-463	-467
运营费用	-662	-662	-719	8	9	-2,677	-2,637	-2,638
运营收入	602	411	279	-32	-54	1,575	1,145	1,219
运营利润率 (%)	20	15	11			15	11	12
税前利润	675	511	339	-34	-50	1,888	1,525	1,619
所得税费用	-183	-95	-85	-11	-54	-840	-381	-356
净利润	491	415	255	-39	-48	1,047	1,144	1,263
归属陌陌的净(亏损)利润	452	449	255	-43	-44	1,107	1,144	1,263
净利润率 (%)	15	17	10			11	11	12
调整后毛利	1,235	1,053	990	-6	-20	4,200	3,750	3,826
调整后毛利润率 (%)	41	39	38			40	37	37
调整后经营利润	664	455	322	-29	-52	1,768	1,310	1,387
调整后经营利润率 (%)	22	17	12			17	13	14
陌陌	639	441	336			1,723	1,384	1,460
探探	27	15	-6			59	-46	-44
调整后净利润	515	493	297	-40	-42	1,300	1,308	1,431
调整后净利润率 (%)	17	18	11			12	13	14
<i>彭博一致预期</i>		<u>334</u>	<u>312</u>			<u>1,173</u>	<u>1,492</u>	<u>1,702</u>
摊薄每股收益 (元)	2.3	2.5	1.4	-43	-39	5.9	6.6	7.3
调整后摊薄每股收益 (元)	2.6	2.7	1.6	-39	-37	7.0	7.5	7.7

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

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	93.04	102.00	9.6%	2024 年 12 月 09 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	2.47	2.90	17.4%	2024 年 11 月 22 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	23.21	25.00	7.7%	2024 年 10 月 16 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	47.15	54.00	14.5%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	13.16	14.00	6.4%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	129.50	120.00	-7.3%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	7.39	7.40	0.1%	2024 年 12 月 10 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	41.25	38.00	-7.9%	2024 年 11 月 27 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	28.80	29.00	0.7%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	110.33	144.00	30.5%	2024 年 11 月 22 日	电商
JD US	京东	买入	41.27	56.00	35.7%	2024 年 10 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	92.32	111.00	20.2%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	15.50	14.90	-3.9%	2024 年 11 月 27 日	电商
TAL US	好未来教育	买入	10.74	14.00	30.4%	2024 年 11 月 27 日	教育
GOTU US	高途	买入	2.63	4.60	74.9%	2024 年 11 月 20 日	教育
DAO US	有道	买入	7.21	7.30	1.2%	2024 年 11 月 15 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	49.25	75.00	52.3%	2024 年 11 月 06 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	33.65	33.00	-1.9%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	411.20	513.00	24.8%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.56	14.00	32.6%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	100.96	113.00	11.9%	2024 年 08 月 23 日	游戏
3690 HK	美团	买入	171.80	226.00	31.5%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	20.85	24.00	15.1%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	14.50	18.00	24.1%	2024 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.60	13.50	40.6%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.59	1.40	-11.9%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	18.12	21.00	15.9%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	9.54	13.00	36.3%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	19.80	24.00	21.2%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	564.50	605.00	7.2%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2024 年 12 月 10 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	10,526	10,015	10,222
主营业务成本	(7,421)	(7,025)	(6,335)	(6,273)	(6,405)
毛利	5,283	4,977	4,192	3,742	3,817
销售及管理费用	(2,670)	(1,917)	(1,862)	(1,834)	(1,844)
研发费用	(1,006)	(885)	(816)	(803)	(795)
其他经营净收入/费用	21	130	61	40	40
经营利润	1,628	2,305	1,575	1,145	1,219
Non-GAAP标准下的经营利润	2,029	2,572	1,768	1,310	1,387
财务成本净额	285	374	356	380	400
应占联营公司利润及亏损	11	(71)	60	0	0
其他非经营净收入/费用	118	(27)	(44)	0	0
税前利润	2,042	2,582	1,947	1,525	1,619
税费	(562)	(630)	(840)	(381)	(356)
非控股权益	(4)	(6)	0	0	0
净利润	1,476	1,946	1,107	1,144	1,263
作每股收益计算的净利润	1,484	1,958	1,107	1,144	1,263
Non-GAAP标准的净利润	1,886	2,225	1,300	1,308	1,431

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	8,546	8,509	9,365
有价证券	5,300	1,271	1,271	1,271	1,271
应收账款及票据	189	202	231	219	240
其他流动资产	1,037	(1,922)	647	794	675
总流动资产	11,725	7,833	10,695	10,793	11,552
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	16,874	17,358	18,483
应付账款	617	617	876	671	901
其他短期负债	4,121	1,475	1,127	1,165	1,184
总流动负债	4,738	2,092	2,003	1,835	2,086
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	2,213	2,045	2,296
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	8,868	9,511	10,374
股东权益	10,777	11,805	14,479	15,122	15,985
非控股权益	153	182	182	191	203
总权益	10,931	11,987	14,661	15,312	16,187

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	1,947	1,525	1,619
合资企业/联营公司收入调整	(11)	71	(60)	0	0
折旧及摊销	107	74	384	476	540
营运资本变动	(638)	(132)	190	(302)	348
利息调整	(285)	(374)	(356)	(380)	(400)
税费	(562)	(630)	(840)	(381)	(356)
其他经营活动现金流	574	686	553	583	607
经营活动现金流	1,227	2,277	1,819	1,520	2,357
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)	(693)	(592)
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)	(693)	(592)
汇率收益/损失	41	94	0	0	0
年初现金	5,647	5,199	8,283	8,546	8,509
年末现金	5,199	8,283	8,546	8,509	9,365

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	6.214	6.986	7.797
全面摊薄每股收益	7.257	9.838	5.986	6.570	6.816
Non-GAAP标准下的每股收益	9.220	11.180	7.028	7.516	7.722
每股股息	0.000	3.639	3.708	3.400	3.398
每股账面值	52.693	59.325	78.299	86.863	86.272
利润率分析(%)					
毛利率	41.6	41.5	39.8	37.4	37.3
EBITDA利润率	13.7	19.8	18.6	16.2	17.2
EBIT利润率	12.8	19.2	15.0	11.4	11.9
净利率	11.6	16.2	10.5	11.4	12.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	41.6	41.5	39.8	37.4	37.3
EBITDA利润率	16.8	22.1	20.5	17.8	18.8
经营利润率	16.0	21.4	16.8	13.1	13.6
净利率	14.8	18.5	12.3	13.1	14.0
盈利能力(%)					
ROA	8.7	12.1	6.7	6.7	7.0
ROE	13.7	17.0	8.3	7.6	8.0
ROIC	9.0	15.3	6.3	8.2	8.7
其他					
利息覆盖率	20.8	38.2	15.0	11.6	14.7
流动比率	2.5	3.7	5.3	5.9	5.5
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杆指數**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杆指數**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杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數為**MSCI 中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**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】並沒有於發表本報告之30個日曆日前交易或買賣本報告內涉及其所評論的任何公司的證券；ii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有擔任本報告內涉及其評論的任何公司的高級人員（包括就房地產基金而言，擔任該房地產基金的管理公司的高級人員；及就任何其他實體而言，在該實體中擔任負責管理該等公司的高級人員或其同級人員）；iii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有於本報告內涉及其評論的任何公司的證券之任何財務利益。根據證監會持牌人或註冊人操守準則第16.2段，“有聯繫者”指：i) 分析員的配偶、親生或領養的未成年子女，或未成年繼子女；ii) 某信託的受託人，而分析員、其配偶、其親生或領養的未成年子女或其未成年繼子女是該信託的受益人或酌情對象；或iii) 慣于或有義務按照分析員的指示或指令行事的另一人。

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、潮州燃氣股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武漢有機控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南國控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、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、趣致集團、宜搜科技控股有限公司、老鋪黃金股份有限公司、中贛通信(集團)控股有限公司、地平綫及多點數智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七牛智能科技有限公司的已發行股本逾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) 复制或、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，並可能受送達延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明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、建議或征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。