

互联网	收盘价 美元 52.08	目标价 美元 63.00个	潜在涨幅 +21.0%
-----	-----------------	------------------	----------------

2025 年 2 月 26 日

欢聚集团 (YY US)

YY Live 出售交易完成，关注后续股东回馈计划，上调至买入

④ **YY Live 出售交易落地。**欢聚集团 2025 年 2 月 25 日晚美股盘前发布公告，宣布完成 YY Live 出售交易，总对价 21 亿美元，包括 2021 年已接收的 18.6 亿美元，和此次交易完成额外获得的 2.4 亿美元。叠加 2024 年 3 季度末账上净现金，并考虑交易对价扣税（基于 10% 税率计算），计算公司在手净现金超 33 亿美元，对应每股现金价值 58 美元。

④ **产品下架对 4 季度收入影响有限。**2024 年 12 月 5-6 日，BIGO Live 遭 iOS、Google Play 下架，并先后于 12 月 20 日/2025 年 1 月/11 日恢复上架。考虑下架主要影响用户新增，对收入影响将滞后于用户侧影响，我们基本维持 2024 年 4 季度预期，预计 4 季度收入/经调整运营利润同比-3%/+10%，其中 BIGO 收入同比-1%，广告收入增长基本抵消直播业务下降。

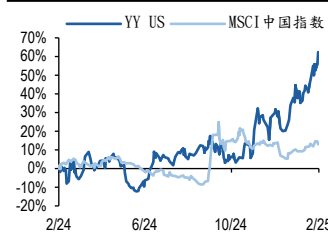
④ **展望：**考虑季节性影响，同时基于产品下架对用户影响，我们下调 2025 年 1 季度/全年收入预期 7%/5%，预计短期部分区域投放预算缩减及非核心语音直播业务调整对收入影响持续。广告方面，Likee 业务调整或带来用户规模收缩，部分影响站内广告收入增速，我们预计短期第三方平台广告收入为主要收入驱动。

④ **估值。**我们预计公司将根据业务波动审慎调整费用支出，因此基本维持 2025 年经调整净利润预期 2.7 亿美元。考虑 YY Live 出售交易完成以及充裕的现金储备，公司或将重启分红计划（过往分红规模参考：每季度每 ADS 分红 0.51 美元，股息率 4-7%）。我们将估值切换至 SOTP 估值法，上调目标价至 63 美元（原为 38 美元），较现价有 21% 上涨空间。其中 1) BIGO 39 美元，对应 8 倍 2025 年市盈率，2) 现金 24 美元，给予净现金 40% 折价。BIGO 短期波动，但长期增长前景仍存，看好下半年业务企稳回升及积极的股东回馈支撑价值重估，上调至**买入**评级。风险：产品重新恢复上架后，用户恢复慢于预期，直播业务调整影响超预期。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	52.08
52周低位 (美元)	28.15
市值 (百万美元)	1,953.00
日均成交量 (百万)	2.71
年初至今变化 (%)	24.44
200天平均价 (美元)	38.44

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

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万美元)	2,412	2,268	2,239	2,231	2,376
同比增长 (%)	-7.9	-6.0	-1.3	-0.4	6.5
净利润 (百万美元)	199	293	275	274	282
每股盈利 (美元)	2.54	4.16	4.55	4.91	5.84
同比增长 (%)	101.6	63.8	9.3	7.9	19.1
前EPS预测值 (美元)			4.58	5.21	6.34
调整幅度 (%)			-0.7	-5.8	-8.0
市盈率 (倍)	20.5	12.5	11.5	10.6	8.9
每股账面净值 (美元)	67.15	70.45	85.33	96.88	103.14
市账率 (倍)	0.78	0.74	0.61	0.54	0.50
股息率 (%)	3.9	1.4	0.0	3.9	3.9

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。

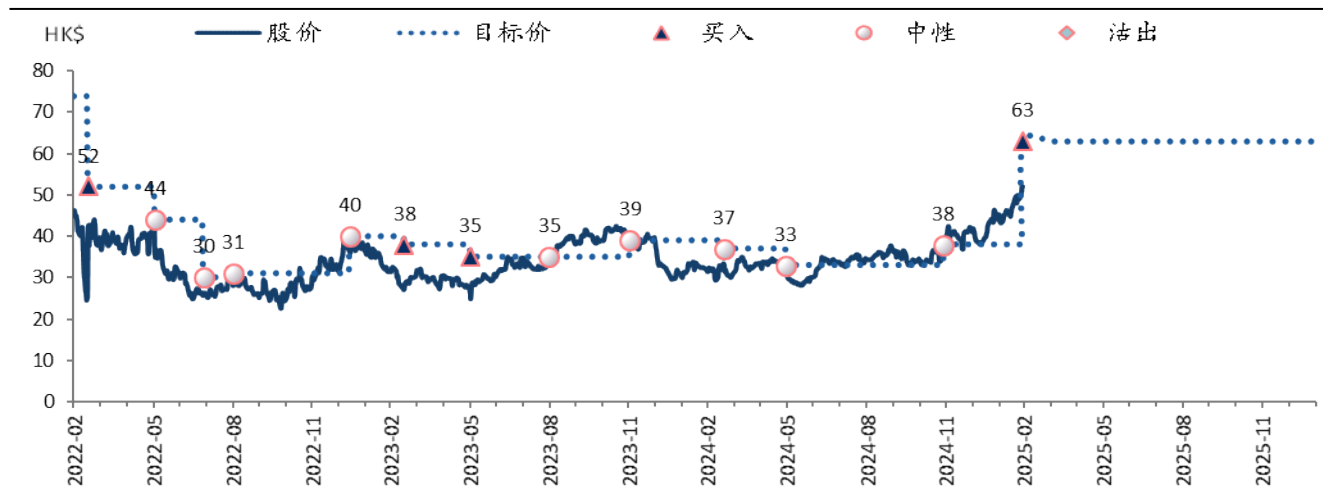
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 财务预测

(百万美元)	4Q24	3Q24	4Q24E	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	570	559	551	-1	-3	2,268	2,239	2,231	2,376
<u>彭博一致预期</u>			<u>551</u>				<u>2,240</u>	<u>2,242</u>	<u>2,389</u>
BIGO	491	496	486	-2	-1	1,924	1,994	1,980	2,111
其他	79	63	65	4	-17	345	246	252	265
营业成本	-368	-351	-348	-1	-6	-1,455	-1,434	-1,403	-1,467
毛利	201	208	203	-2	1	813	805	829	909
经营支出	-197	-192	-191	0	-3	-784	-771	-760	-785
研发费用	-73	-72	-69	-4	-4	-296	-281	-272	-281
营销费用	-92	-84	-85	1	-8	-370	-351	-349	-363
管理费用	-35	-36	-37	2	6	-123	-145	-139	-141
营运利润	5	16	12	-26	154	29	34	69	124
营运利润率 (%)	1	3	2			1	2	3	5
税前利润	48	55	52	-6	9	288	207	216	264
税费	-2	-6	-7	6	187	-19	-20	-36	-43
净利润	40	56	52	-7	30	272	196	206	248
归属于欢聚净利润	46	61	57	-6	24	302	215	225	266
净利润率 (%)	8	11	10			13	10	10	11
Non-GAAP 毛利润	202	208	203	-2	0	817	807	829	909
Non-GAAP 毛利率 (%)	36	37	37			36	36	37	38
Non-GAAP 运营利润	28	35	31	-12	10	131	120	142	199
Non-GAAP 运营利润率 (%)	5	6	6			6	5	6	8
Non-GAAP 净利润	64	61	73	19	14	293	275	274	282
Non-GAAP 净利润率 (%)	11	11	13			13	12	12	12
<u>彭博一致预期</u>			<u>71</u>				<u>272</u>	<u>264</u>	<u>291</u>
每股 ADS 收益 (美元)									
摊薄	1.0	1.1	1.3	21	28	4.2	4.5	4.9	5.8

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 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 3: 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	89.02	111.00	24.7%	2025 年 02 月 19 日	广告
YY US	欢聚集团	买入	52.08	63.00	21.0%	2025 年 02 月 26 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	170.80	184.00	7.7%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	21.30	26.00	22.1%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.09	2.70	29.2%	2025 年 02 月 19 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	55.45	54.00	-2.6%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	12.71	14.00	10.1%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	7.89	7.40	-6.2%	2024 年 12 月 10 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	28.10	29.00	3.2%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
BABA US	阿里巴巴	买入	134.01	165.00	23.1%	2025 年 02 月 21 日	电商
JD US	京东	买入	40.07	60.00	49.7%	2025 年 01 月 21 日	电商
PDD US	拼多多	买入	119.17	144.00	20.8%	2024 年 11 月 22 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	13.56	15.60	15.0%	2025 年 01 月 22 日	电商
DAO US	有道	买入	9.59	12.00	25.1%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.37	13.30	-0.5%	2025 年 01 月 24 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	37.40	60.00	60.4%	2025 年 01 月 22 日	教育
GOTU US	高途	买入	2.53	4.60	81.8%	2024 年 11 月 20 日	教育
NTES US	网易	买入	99.61	124.00	24.5%	2025 年 01 月 20 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	43.65	33.00	-24.4%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	501.50	513.00	2.3%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.54	14.00	11.6%	2024 年 08 月 30 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	16.78	18.00	7.3%	2025 年 01 月 22 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	174.20	226.00	29.7%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	14.82	18.00	21.5%	2024 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.15	13.50	47.5%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.88	1.40	-25.5%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	16.40	21.00	28.0%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.85	13.00	46.9%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	17.60	24.00	36.4%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	476.20	605.00	27.0%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 2 月 25 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	2,239	2,231	2,376
主营业务成本	(1,559)	(1,455)	(1,434)	(1,403)	(1,467)
毛利	852	813	805	829	909
销售及管理费用	(542)	(492)	(496)	(488)	(504)
研发费用	(262)	(296)	(281)	(272)	(281)
其他经营净收入/费用	3	4	6	0	0
经营利润	51	29	34	69	124
Non-GAAP标准下的经营利润	164	131	120	142	199
财务成本净额	80	175	172	147	140
应占联营公司利润及亏损	428	81	12	4	4
其他非经营净收入/费用	75	3	(11)	(4)	(4)
税前利润	635	288	207	216	264
税费	(35)	(19)	(20)	(36)	(43)
非控股权益	27	29	19	18	18
净利润	627	299	206	198	239
作每股收益计算的净利润	199	293	275	274	282
Non-GAAP标准的净利润	199	293	275	274	282

资产负债表简表 (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	1,464	1,597	2,003
有价证券	2,408	2,028	1,970	1,970	1,970
应收账款及票据	118	131	113	126	127
其他流动资产	553	474	541	554	586
总流动资产	4,645	4,073	4,088	4,247	4,686
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	8,381	8,560	9,029
短期贷款	37	52	55	57	60
应付账款	56	67	54	64	65
其他短期负债	2,978	2,968	2,801	2,788	3,019
总流动负债	3,072	3,086	2,910	2,909	3,144
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	2,995	2,994	3,229
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	2,862	3,042	3,275
股东权益	5,178	5,157	5,230	5,410	5,644
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	5,386	5,566	5,799

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	207	216	264
合资企业/联营公司收入调整	428	81	12	4	4
折旧及摊销	149	120	107	104	102
营运资本变动	(27)	(53)	(157)	(15)	214
利息调整	(80)	(175)	(172)	(147)	(140)
税费	(35)	(19)	(20)	(36)	(43)
其他经营活动现金流	(753)	53	213	214	210
经营活动现金流	316	296	190	338	611
资本开支	(69)	(82)	(99)	(104)	(109)
投资活动	(846)	403	18	(13)	(2)
其他投资活动现金流	405	99	(0)	(0)	(0)
投资活动现金流	(510)	420	(81)	(117)	(111)
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	1,464	1,597
年末现金	1,566	1,440	1,464	1,597	2,003

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	4.708	5.363	5.859
全面摊薄每股收益	2.540	4.160	4.548	4.905	5.840
Non-GAAP标准下的每股收益	2.540	4.160	4.548	4.905	5.840
每股股息	2.040	0.710	0.000	2.040	2.040
每股账面值	67.154	70.453	85.326	96.881	103.142
利润率分析(%)					
毛利率	35.3	35.8	36.0	37.1	38.2
EBITDA利润率	8.3	6.6	6.3	7.7	9.5
EBIT利润率	2.1	1.3	1.5	3.1	5.2
净利率	26.0	13.2	9.2	8.9	10.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	35.3	35.8	36.0	37.1	38.2
EBITDA利润率	13.0	11.0	10.1	11.0	12.7
经营利润率	6.8	5.8	5.4	6.4	8.4
净利率	8.3	12.9	12.3	12.3	11.9
盈利能力(%)					
ROA	6.9	3.4	2.4	2.3	2.7
ROE	11.7	5.8	4.0	3.7	4.3
ROIC	0.8	0.4	0.5	1.0	1.8
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	31.2	NA	NA
流动比率	1.5	1.3	1.4	1.5	1.5
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	15.4	16.0

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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、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有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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，而并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。