

互联网	收盘价 美元 46.88	目标价 美元 60.00↓	潜在涨幅 +28.0%
-----	-----------------	------------------	----------------

2025 年 3 月 21 日

欢聚集团 (YY US)

4 季度利润超预期；关注 BIGO 直播增长拐点及持续的股东回馈

考虑短期 BIGO 承压，我们下调 2025 年收入及经调整净利润预期 2%/5%。基于 SOTP 估值，下调目标价至 60 美元（原为 63 美元），其中 1) BIGO 41 美元，对应 8 倍 2025 年市盈率，2) 现金 19 美元，给予净现金 30% 折价。如我们此前预期，公司重启季度分红（3 年 6 亿美元），叠加 3 年 3 亿美元回购计划，计算年均股东回报占市值比 12%，位于行业前列。截至 4 季度末，公司净现金 33 亿美元，约为目前市值的 130%，维持买入。关注 BIGO 增长拐点及积极的股东回馈支撑价值重估。

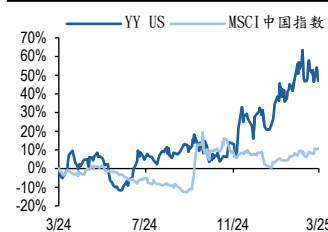
④ **4 季度利润超预期**。欢聚集团 2024 年 4 季度收入为 5.5 亿美元，同比降 4%，其中 BIGO 直播收入同比降 13%，主要因非核心语音直播业务调整，以及 BIGO Live 战略聚焦发达国家和优质付费用户，收缩部分非核心区域投入。BIGO 板块非直播收入同比+148%，受益于第三方平台广告快速增长。经调整净利润 9,600 万美元，好于我们预期的 7,300 万美元，主要因低于预期的营销投放。

④ **BIGO 短期继续承压，关注 BIGO 收入拐点**：管理层对 1 季度收入指引中线 4.86 亿美元略低于市场预期，主要因 1 季度 BIGO 收入季节性波动高于往年，主要考虑农历春节及斋月影响叠加，同时 BIGO Live 下架对收入影响滞后。我们预计 2025 年 BIGO 收入同比降 4%，第三方平台广告有望维持快速增长，部分抵消语音直播业务调整及应用下架影响。预计 BIGO 直播收入自 2 季度起呈环比恢复趋势，或于 4 季度恢复同比正增长。

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)	1,758.00
日均成交量 (百万)	1.29
年初至今变化 (%)	12.02
200天平均价 (美元)	39.95

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

盈利预测变动

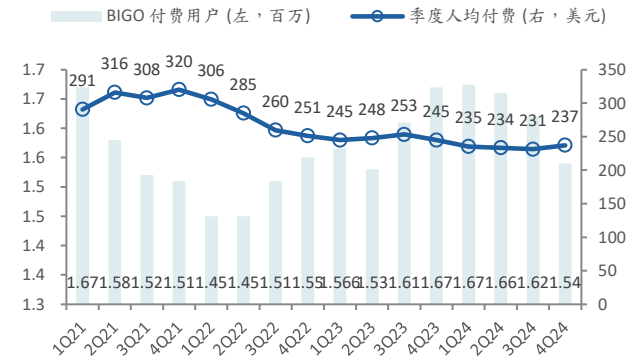
百万美元	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	2,179	2,231	-2%	2,301	2,376	-3%	2,410	NA	NA
BIGO	1,915	1,980	-3%	2,024	2,111	-4%	2,122	NA	NA
其他	263	252	5%	277	265	4%	288	NA	NA
经调整毛利	793	829	-4%	849	909	-7%	896	NA	NA
经调整毛利率	36%	37%	-0.7ppts	37%	38%	-1.3ppts	37%		
经调整经营利润	149	142	5%	190	199	-4%	231	NA	NA
经调整经营利润率	7%	6%	0.5ppts	8%	8%	-0.1ppts	10%		
经调整净利润	260	274	-5%	289	282	3%	325	NA	NA
调整后净利润率	12%	12%	-0.3ppts	13%	12%	0.7ppts	13%		

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

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。

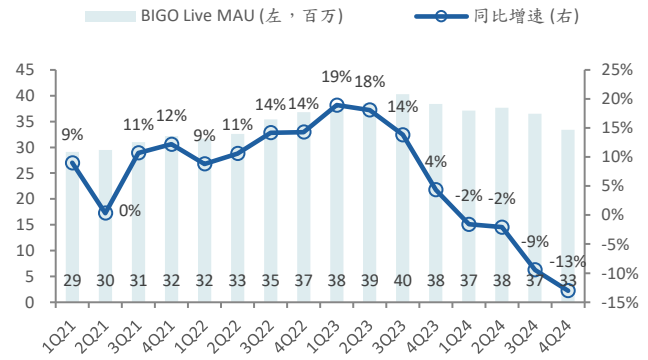
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 4 季度，BIGO 付费用户同比降 8%



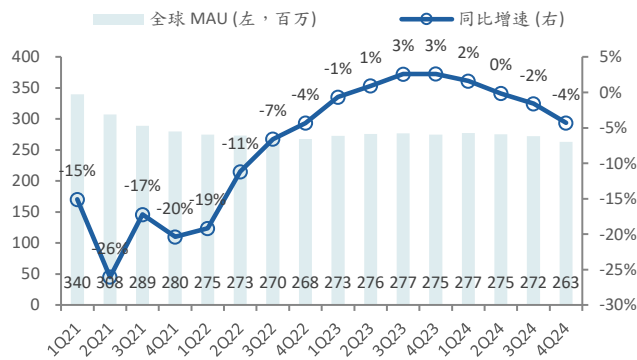
资料来源：公司资料，交银国际 *付费用户包括 BIGO Live, Likee, IMO

图表 2: 4 季度，BIGO Live MAU 同环比下降



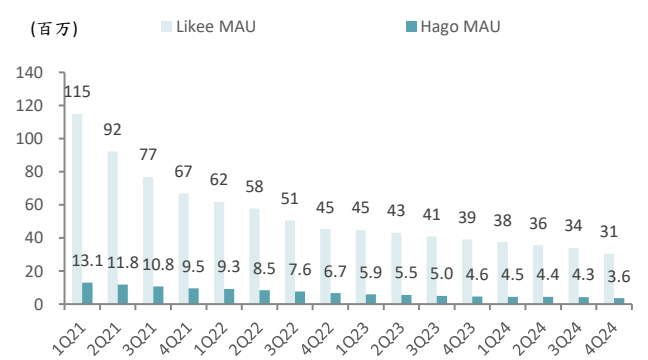
资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 4 季度，公司全球 MAU 同比降 4%



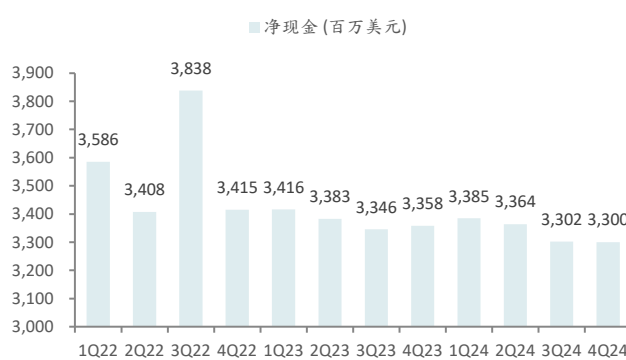
资料来源：公司资料，交银国际

图表 4: 4 季度，Likee、Hago MAU 仍呈下降趋势



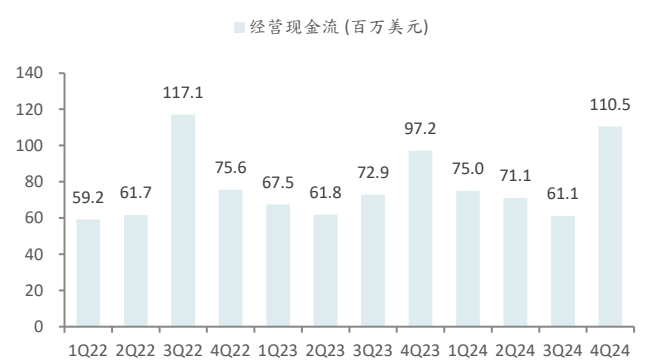
资料来源：公司资料，交银国际

图表 5: 截至 4 季度末，公司净现金为 33 亿美元



资料来源：公司资料，交银国际

图表 6: 4 季度公司经营现金流 1.1 亿美元



资料来源：公司资料，交银国际

图表 7: 欢聚 2024 年 4 季度业绩概要

(百万美元)	4Q23	3Q24	4Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
营业收入	570	559	549	-2	-4	551	0	
BIGO	491	496	480	-3	-2	486	-1	BIGO QPU 同/环比-8%/-5% 广告及其他收入占比提升至 16.6%
其他	79	63	70	11	-12	65	7	
营业成本	-368	-351	-346	-1	-6	-348	-1	
毛利	201	208	204	-2	1	203	0	
毛利率	35	37	37	-0.2	1.7	37		
经营支出								
研发费用	-73	-72	-67	-7	-7	-69	-3	
营销费用	-92	-84	-67	-20	-27	-85	-21	12 月下架期间减少投放
管理费用	-35	-36	-44	22	27	-37	20	
商誉减值			-455					
营运利润	5	16	-428	-2,706	-9,021	12	-3,617	
营运利润率(%)	1	3	-78			2		
税前利润	48	55	-383	-790	-898	52	-834	
税费	-2	-6	0	-99	-98	-7	-99	
净利润	40	56	-387	-791	-1,064	52	-840	
归属于欢聚净(亏损)利润	46	61	-304	-602	-764	57	-635	
净利润率(%)	8	11	-55			10		
Non-GAAP 毛利	202	208	204	-2	1	203	0	
Non-GAAP 毛利率(%)	36	37	37			37		
Non-GAAP 运营利润	28	35	46	33	66	31	51	
Non-GAAP 运营利润率(%)	5	6	8			6		
Non-GAAP 净利润	64	61	96	57	50	73	31	
Non-GAAP 净利润率(%)	11	11	17			13		
每股摊薄 ADS 收益 (美元)								
基本	1.0	1.1	1.8	65	72	1.3	37	
摊薄	1.0	1.1	1.8	66	83	1.3	37	

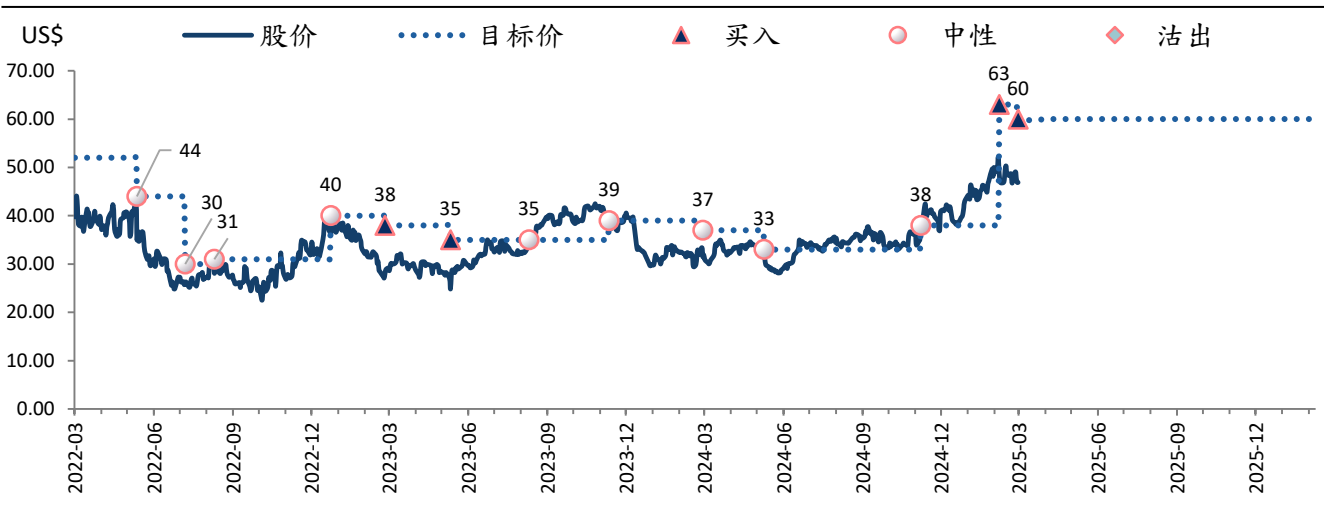
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 8: 欢聚财务预测

(百万美元)	1Q24	4Q24	1Q25E	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	565	549	488	-11	-14	2,238	2,179	2,301	2,410
<u>彭博一致预期</u>			<u>490</u>			<u>2,239</u>	<u>2,196</u>	<u>2,345</u>	<u>2,473</u>
BIGO	505	480	428	-11	-15	1,988	1,915	2,024	2,122
其他	60	70	60	-14	1	251	263	277	288
营业成本	-369	-346	-315	-9	-15	-1,432	-1,386	-1,453	-1,516
毛利	195	204	173	-15	-11	806	792	848	895
经营支出	-192	-632	-156	-75	-19	-1,212	-673	-690	-697
研发费用	-69	-67	-64	-6	-8	-279	-265	-273	-277
营销费用	-95	-67	-60	-10	-36	-333	-273	-279	-283
管理费用	-32	-44	-32	-28	0	-153	-135	-138	-137
运营利润	4	-428	17	-104	390	-406	119	158	198
运营利润率(%)	1	-78	4			-18	5	7	8
税前利润	52	-383	52	-114	1	-228	259	298	338
税费	-5	0	-9	20,703	88	-13	-42	-47	-52
净利润	40	-387	44	-111	9	-243	223	251	286
归属于欢聚净利润	45	-304	48	-116	6	-146	239	267	302
净利润率(%)	8	-55	10			-7	11	12	13
Non-GAAP 毛利润	196	204	173	-15	-12	808	793	849	896
Non-GAAP 毛利率(%)	35	37	36			36	36	37	37
Non-GAAP 运营利润	25	46	24	-47	-1	136	149	190	231
Non-GAAP 运营利润率(%)	4	8	5			6	7	8	10
Non-GAAP 净利润	67	96	53	-45	-22	298	260	289	325
Non-GAAP 净利润率(%)	12	17	11			13	12	13	13
<u>彭博一致预期</u>			<u>59</u>			<u>274</u>	<u>265</u>	<u>294</u>	<u>311</u>
每股 ADS 收益 (美元)									
摊薄	1.0	1.8	1.0	-44	-3	5.0	5.0	5.7	6.7

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 发布日期	子行业
BIDU US	百度	买入	98.24	111.00	13.0%	2025 年 02 月 19 日	广告
YY US	欢聚集团	买入	46.88	60.00	28.0%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.71	17.00	15.6%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	151.00	184.00	21.9%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	21.23	26.00	22.5%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.48	2.70	8.9%	2025 年 02 月 19 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	62.65	54.00	-13.8%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
MOMO US	华文集团	中性	6.90	7.20	4.3%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.65	28.00	5.1%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
BABA US	阿里巴巴	买入	143.20	165.00	15.2%	2025 年 02 月 21 日	电商
PDD US	拼多多	买入	125.92	144.00	14.4%	2024 年 11 月 22 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	13.14	15.60	18.7%	2025 年 01 月 22 日	电商
3888 HK	金山软件	买入	40.00	50.00	25.0%	2025 年 03 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	519.50	583.00	12.2%	2025 年 03 月 20 日	游戏
NTES US	网易	买入	101.91	124.00	21.7%	2025 年 01 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.08	14.00	15.9%	2024 年 08 月 30 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	18.16	18.00	-0.9%	2025 年 01 月 22 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	168.10	226.00	34.4%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.34	18.50	38.7%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.05	13.50	49.2%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.90	1.40	-26.3%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	15.68	21.00	33.9%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.46	13.00	53.7%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	18.38	24.00	30.6%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	506.50	605.00	19.4%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	46.80	64.00	36.8%	2025 年 03 月 10 日	软件
DAO US	有道	买入	8.48	12.00	41.5%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	14.41	13.30	-7.7%	2025 年 01 月 24 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	40.60	60.00	47.8%	2025 年 01 月 22 日	教育

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 3 月 18 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,268	2,238	2,179	2,301	2,410
主营业务成本	(1,455)	(1,432)	(1,386)	(1,453)	(1,516)
毛利	813	806	792	848	895
销售及管理费用	(492)	(486)	(408)	(417)	(420)
研发费用	(296)	(279)	(265)	(273)	(277)
其他经营净收入/费用	4	(447)	0	0	0
经营利润	29	(406)	119	158	198
Non-GAAP标准下的经营利润	131	136	149	190	231
财务成本净额	175	171	140	140	140
应占联营公司利润及亏损	81	8	4	4	4
其他非经营净收入/费用	3	(1)	(4)	(4)	(4)
税前利润	288	(228)	259	298	338
税费	(19)	(13)	(42)	(47)	(52)
非控股权益	29	96	16	16	16
净利润	299	(145)	232	267	302
作每股收益计算的净利润	293	298	260	289	325
Non-GAAP标准的净利润	293	298	260	289	325

资产负债表简表 (百万元美元)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,440	822	752	1,209	1,354
有价证券	2,028	1,082	1,076	1,076	1,076
应收账款及票据	131	122	119	124	129
其他流动资产	474	531	544	573	601
总流动资产	4,073	2,556	2,492	2,982	3,160
投资物业	545	531	557	585	614
物业、厂房及设备	391	485	482	527	572
无形资产	2,983	2,472	2,429	2,391	2,360
其他长期资产	493	1,476	349	342	334
总长期资产	4,411	4,964	3,817	3,845	3,880
总资产	8,484	7,520	6,309	6,827	7,039
短期贷款	52	10	11	11	12
应付账款	67	101	60	67	65
其他短期负债	2,968	2,555	2,336	2,611	2,555
总流动负债	3,086	2,666	2,407	2,690	2,632
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	85	70	70	70	70
总长期负债	85	70	70	70	70
总负债	3,172	2,736	2,477	2,760	2,703
股本	2,369	2,122	2,122	2,122	2,122
储备及其他资本项目	2,788	2,590	1,638	1,873	2,143
股东权益	5,157	4,712	3,761	3,995	4,265
记作权益的金融工具	22	24	24	24	24
非控股权益	133	48	48	48	48
总权益	5,312	4,783	3,832	4,066	4,337

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	288	(228)	259	298	338
合资企业/联营公司收入调整	81	8	4	4	4
折旧及摊销	120	107	104	102	102
营运资本变动	(53)	30	(250)	264	(75)
利息调整	(175)	(171)	(140)	(140)	(140)
税费	(19)	(13)	(42)	(47)	(52)
其他经营活动现金流	53	383	189	186	189
经营活动现金流	296	116	124	667	365
资本开支	(82)	(99)	(104)	(109)	(114)
投资活动	403	(91)	3	(5)	(5)
其他投资活动现金流	99	(10)	(0)	(0)	(1)
投资活动现金流	420	(200)	(101)	(115)	(120)
负债净变动	13	(447)	1	1	1
权益净变动	(274)	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(580)	(88)	(93)	(97)	(102)
融资活动现金流	(842)	(536)	(92)	(97)	(102)
汇率收益/损失	1	1	1	1	1
年初现金	1,566	1,440	822	752	1,209
年末现金	1,440	822	752	1,209	1,354

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
核心每股收益	4.468	5.153	4.961	5.728	6.709
全面摊薄每股收益	4.120	5.030	4.966	5.734	6.716
Non-GAAP标准下的每股收益	4.120	5.030	4.966	5.734	6.716
每股股息	0.710	0.000	3.720	3.720	3.720
每股账面值	70.453	77.816	71.647	79.128	87.967
利润率分析(%)					
毛利率	35.8	36.0	36.4	36.8	37.1
EBITDA利润率	6.6	(13.3)	10.2	11.3	12.4
EBIT利润率	1.3	(18.1)	5.4	6.9	8.2
净利率	13.2	(6.5)	10.7	11.6	12.5
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	35.8	36.0	36.4	36.8	37.1
EBITDA利润率	11.0	10.9	11.6	12.7	13.8
经营利润率	5.8	6.1	6.8	8.3	9.6
净利率	12.9	13.3	12.0	12.6	13.5
盈利能力(%)					
ROA	3.4	(1.8)	3.4	4.1	4.4
ROE	5.8	(2.9)	5.5	6.9	7.3
ROIC	0.4	(6.8)	2.4	3.5	4.2
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	14.3	(61.6)	NA	NA	NA
流动比率	1.3	1.0	1.0	1.1	1.2
应收账款周转天数	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3
应付账款周转天数	15.4	15.4	15.0	16.0	16.0

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**

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、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或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、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。