

互联网	收盘价 美元 46.19	目标价 美元 60.00	潜在涨幅 +29.9%
-----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 5 月 28 日

欢聚集团 (YY US)

1 季度利润超预期；关注直播企稳及广告业务增量释放

考虑直播业务调整影响持续，我们小幅下调 2025 年收入预期 3%（对应同比降幅 5%）。基于审慎的营销支出，小幅上调 2025 年经调整净利润预期至 2.7 亿美元。基于 SOTP 估值，维持 60 美元目标价，其中：1) BIGO 41 美元，对应 8 倍 2025 年市盈率，2) 现金 19 美元，基于净现金 30%折价。公司维持稳定股东回馈（3 年 6 亿美元分红+3 亿美元回购，年均股东回报占市值比 13%）。截至 1 季度末，公司净现金 34 亿美元，约为目前市值的 150%。维持买入。关注广告业务增长及对利润贡献。

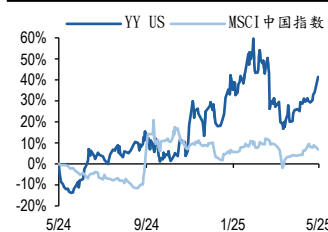
④ **1 季度利润超预期**。欢聚集团 1 季度收入为 4.9 亿美元，同比降 12%。其中：1) 直播收入同比降 20%，主因非核心语音直播业务调整，及 BIGO Live 此前下架影响。但部分核心发达国家市场已看到边际改善趋势，如北美市场付费用户环比增 4%。2) 非直播收入同比+25%，收入占比提升至 25%。其中，广告收入同比+27%，SaaS 业务增 20%+。经调整净利润 6,300 万美元，好于我们预期的 5,300 万美元。

④ **BIGO 直播有望环比企稳回升，广告业务或成为第二增长曲线**：管理层 2 季度收入指引中线为 5.1 亿美元（对应同/环比增速-10%/+3%），与市场预期基本一致。我们预计 BIGO 直播收入环比企稳并恢复增长，或于 4 季度恢复同比正增长，预计广告收入 2 季度环比增长加速，部分抵消直播业务调整影响。但考虑第三方广告利润率较低，预计其收入贡献提升将抵消其他业务利润率优化，我们维持相对稳定的毛利率预期。

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)	2,257
日均成交量 (百万)	0.62
年初至今变化 (%)	10.36
200天平均价 (美元)	42.32

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

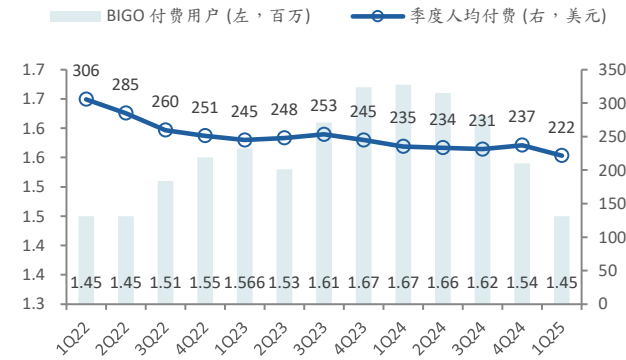
百万美元	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	2,122	2,179	-3%	2,244	2,301	-2%	2,370	2,410	-2%
直播	1,581	1,639	-4%	1,641	1,702	-4%	1,704	1,768	-4%
其他	541	539	0%	603	599	1%	666	643	4%
经调整毛利	766	793	-3%	810	849	-5%	853	896	-5%
经调整毛利率	36%	36%	-0.3ppts	36%	37%	-0.8ppts	36%	37%	-1.2ppts
经调整经营利润	141	149	-5%	156	190	-18%	183	231	-21%
经调整经营利润率	7%	7%	-0.2ppts	7%	8%	-1.3ppts	8%	10%	-1.8ppts
经调整净利润	267	260	3%	292	289	1%	324	325	0%
调整后净利润率	13%	12%	0.6ppts	13%	13%	0.4ppts	14%	13%	0.2ppts

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。

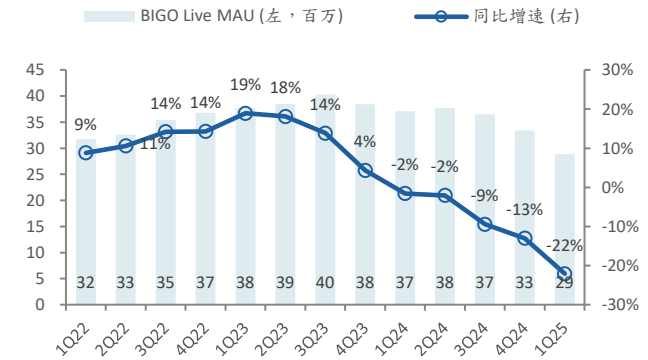
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 1 季度，BIGO 付费用户同比降 13%



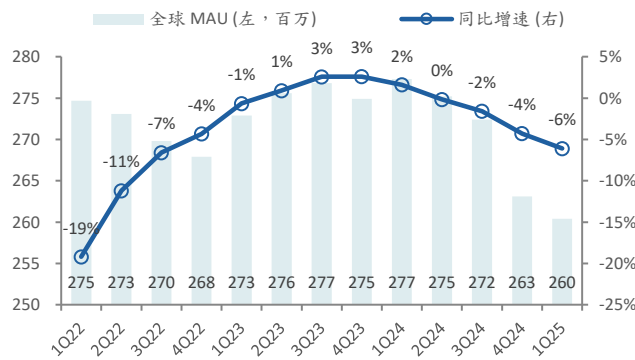
资料来源：公司资料，交银国际 *付费用户包括 BIGO Live, Likee, IMO

图表 2: 1 季度，BIGO Live MAU 同环比下降



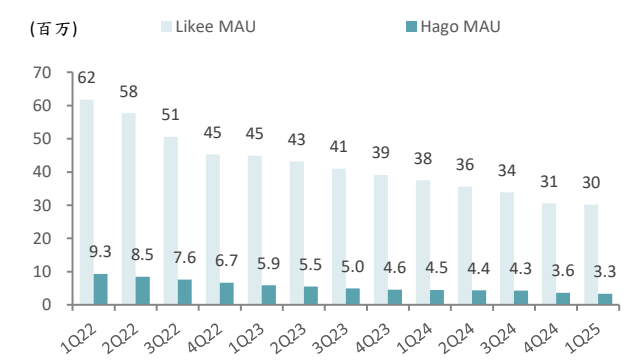
资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 1 季度，公司全球 MAU 同比降 6%



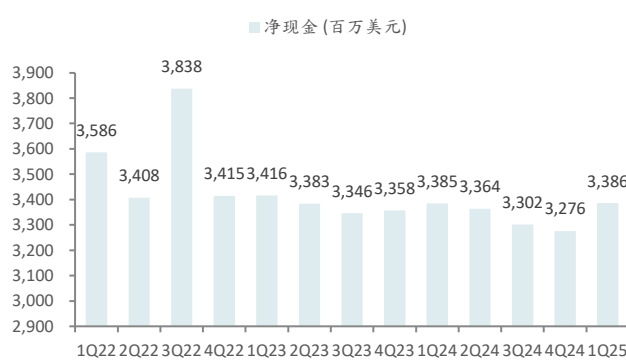
资料来源：公司资料，交银国际

图表 4: 1 季度，Likee、Hago MAU 仍呈下降趋势



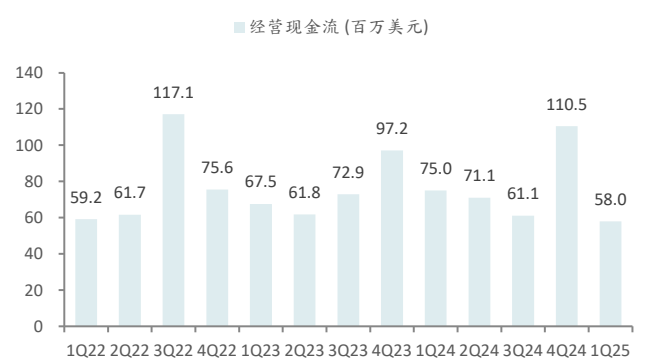
资料来源：公司资料，交银国际

图表 5: 截至 1 季度末，公司净现金为 34 亿美元



资料来源：公司资料，交银国际

图表 6: 1 季度公司经营现金流 0.58 亿美元



资料来源：公司资料，交银国际

图表 7: 欢聚 2025 年 1 季度业绩概要

(百万美元)	1Q24	4Q24	1Q25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
营业收入	565	549	494	-10	-12	488	1	
直播	466	422	371	-12	-20	367	1	BIGO QPU 同/环比-13%/-6%
其他	98	127	123	-3	25	121	2	广告同比+27%、SaaS 增 20%+
营业成本	-369	-346	-316	-9	-14	-315	0	
毛利	195	204	179	-12	-9	173	3	
毛利率	35	37	36	-1.0	1.5	35		
经营支出								
研发费用	-69	-67	-62	-7	-10	-64	-2	
营销费用	-95	-67	-72	8	-24	-60	19	
管理费用	-32	-44	-33	-26	3	-32	3	
商誉减值		-455	0			0		
营运利润	4	-428	12	NA	245	17	-30	
营运利润率(%)	1	-78	2			4		
税前利润	52	-383	51	NA	-1	52	-2	
税费	-5	0	-5	NA	15	-9	-39	
净利润	40	-387	43	NA	7	44	-2	
归属于欢聚净(亏损)利润	45	-304	45	NA	0	48	-5	
净利润率(%)	8	-55	9			10		
Non-GAAP 毛利	196	204	179	-12	-9	173	3	
Non-GAAP 毛利润率(%)	35	37	36			36		
Non-GAAP 运营利润	25	46	31	-33	25	24	27	
Non-GAAP 运营利润率(%)	4	8	6			5		
Non-GAAP 净利润	67	96	63	-34	-6	53	20	
Non-GAAP 净利润率(%)	12	17	13			11		
每股摊薄 ADS 收益(美元)								
基本	1.1	1.8	1.2	-34	9	1.0	20	
摊薄	1.0	1.8	1.2	-34	15	1.0	19	

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)	2Q24	1Q25	2Q25E	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	565	494	509	3	-10	2,238	2,122	2,244	2,370
<i>彭博一致预期</i>			<u>511</u>				<u>2,109</u>	<u>2,243</u>	<u>2,393</u>
直播	460	371	381	3	-17	1,788	1,581	1,641	1,704
其他	105	123	128	4	21	450	541	603	666
营业成本	-366	-316	-327	3	-11	-1,432	-1,358	-1,438	-1,520
毛利	199	179	182	2	-8	806	764	807	850
经营支出	-197	-166	-171	3	-13	-1,212	-699	-718	-735
研发费用	-70	-62	-64	2	-9	-279	-256	-263	-269
营销费用	-88	-72	-75	4	-15	-333	-304	-311	-318
管理费用	-41	-33	-33	0	-19	-153	-139	-144	-148
运营利润	2	12	11	-10	384	-406	65	89	115
运营利润率(%)	0	2	2			-18	3	4	5
税前利润	48	51	52	1	9	-228	229	263	297
税费	-3	-5	-3	-38	23	-13	-16	-20	-21
净利润	48	43	45	5	-6	-243	200	243	275
归属于欢聚净利润	52	45	46	2	-11	-146	199	234	265
净利润率(%)	9	9	9			-7	9	10	11
Non-GAAP 毛利润	200	179	183	2	-8	808	766	810	853
Non-GAAP 毛利率(%)	35	36	36			36	36	36	36
Non-GAAP 运营利润	30	31	30	-4	0	136	141	156	183
Non-GAAP 运营利润率(%)	5	6	6			6	7	7	8
Non-GAAP 净利润	74	63	63	-1	-15	298	267	292	324
Non-GAAP 净利润率(%)	13	13	12			13	13	13	14
<i>彭博一致预期</i>			<u>60</u>				<u>258</u>	<u>287</u>	<u>320</u>
每股 ADS 收益 (美元)									
摊薄	1.2	1.2	1.2	0	1	5.0	5.0	5.7	6.6

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	83.92	99.00	18.0%	2025 年 05 月 22 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	1.69	2.10	24.3%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	48.75	64.00	31.3%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	46.19	60.00	29.9%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	17.91	17.00	-5.1%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	214.00	184.00	-14.0%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	19.43	26.00	33.8%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.06	7.20	18.8%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.60	28.00	1.4%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
JD US	京东	买入	32.54	50.00	53.7%	2025 年 05 月 14 日	电商
PDD US	拼多多	买入	102.98	165.00	60.2%	2025 年 03 月 21 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	119.52	165.00	38.1%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.86	15.60	21.3%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.65	4.80	31.5%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	37.35	46.00	23.2%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.95	12.00	34.1%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.17	13.30	30.8%	2025 年 01 月 24 日	教育
NTES US	网易	买入	124.29	143.00	15.1%	2025 年 05 月 16 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	512.00	604.00	18.0%	2025 年 05 月 15 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	38.55	50.00	29.7%	2025 年 03 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	9.66	10.20	5.6%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	132.10	165.00	24.9%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.62	21.00	12.8%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	11.82	18.50	56.5%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	12.00	13.50	12.5%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.04	1.40	-31.4%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	17.96	21.00	16.9%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	7.44	9.60	29.0%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	486.00	591.00	21.6%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.85	25.50	16.7%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	46.35	64.00	38.1%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 5 月 27 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	2,122	2,244	2,370
主营业务成本	(1,455)	(1,432)	(1,358)	(1,438)	(1,520)
毛利	813	806	764	807	850
销售及管理费用	(492)	(486)	(444)	(455)	(466)
研发费用	(296)	(279)	(256)	(263)	(269)
其他经营净收入/费用	4	(447)	1	0	0
经营利润	29	(406)	65	89	115
Non-GAAP标准下的经营利润	131	136	141	156	183
财务成本净额	175	171	165	174	181
应占联营公司利润及亏损	81	8	1	0	0
其他非经营净收入/费用	3	(1)	(1)	0	0
税前利润	288	(228)	229	263	297
税费	(19)	(13)	(16)	(20)	(21)
非控股权益	29	96	(1)	(9)	(10)
净利润	299	(145)	212	234	265
作每股收益计算的净利润	293	298	267	292	324
Non-GAAP标准的净利润	293	298	267	292	324

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	837	1,160	1,465	1,839
有价证券	2,028	1,082	1,061	1,061	1,061
应收账款及票据	131	122	113	122	125
其他流动资产	474	516	538	566	596
总流动资产	4,073	2,556	2,871	3,215	3,621
投资物业	545	531	557	585	614
物业、厂房及设备	391	485	554	605	653
无形资产	2,983	2,472	2,425	2,386	2,354
其他长期资产	493	1,476	344	336	329
总长期资产	4,411	4,964	3,880	3,913	3,950
总资产	8,484	7,520	6,752	7,128	7,571
短期贷款	52	10	11	11	12
应付账款	67	101	115	121	129
其他短期负债	2,968	2,555	2,588	2,635	2,702
总流动负债	3,086	2,666	2,714	2,768	2,843
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	2,784	2,838	2,913
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	1,774	2,096	2,464
股东权益	5,157	4,712	3,896	4,218	4,586
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	3,967	4,290	4,658

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)	229	263	297
合资企业/联营公司收入调整	81	8	1	0	0
折旧及摊销	120	91	78	73	69
营运资本变动	(53)	(36)	70	30	59
利息调整	(175)	(171)	(165)	(174)	(181)
税费	(19)	(13)	(16)	(20)	(21)
其他经营活动现金流	53	657	196	222	232
经营活动现金流	296	309	392	393	454
资本开支	(82)	(84)	(84)	(84)	(84)
投资活动	403	159	9	(10)	(2)
其他投资活动现金流	99	(286)	(1)	(1)	(1)
投资活动现金流	420	(210)	(75)	(94)	(87)
负债净变动	13	(42)	1	1	1
权益净变动	(274)	(259)	0	0	0
其他融资活动现金流	(580)	(406)	0	0	0
融资活动现金流	(842)	(708)	1	1	1
汇率收益/损失	1	6	6	6	6
年初现金	1,566	1,440	837	1,160	1,465
年末现金	1,440	837	1,160	1,465	1,839

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	5.091	5.774	6.677
全面摊薄每股收益	4.120	5.030	5.043	5.717	6.608
Non-GAAP标准下的每股收益	4.120	5.030	5.043	5.717	6.608
每股股息	0.710	0.000	3.750	3.760	3.760
每股账面值	70.453	77.816	73.467	82.664	93.535
利润率分析(%)					
毛利率	35.8	36.0	36.0	35.9	35.9
EBITDA利润率	6.6	(14.1)	6.7	7.2	7.8
EBIT利润率	1.3	(18.1)	3.0	4.0	4.9
净利率	13.2	(6.5)	10.0	10.4	11.2
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	35.8	36.0	36.0	35.9	35.9
EBITDA利润率	11.0	10.1	10.3	10.2	10.6
经营利润率	5.8	6.1	6.6	7.0	7.7
净利率	12.9	13.3	12.6	13.0	13.7
盈利能力(%)					
ROA	3.4	(1.8)	3.0	3.4	3.6
ROE	5.8	(2.9)	4.9	5.8	6.0
ROIC	0.4	(6.8)	1.3	1.9	2.3
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	14.3	(64.9)	1,340.9	NA	NA
流动比率	1.3	1.0	1.1	1.2	1.3
应收账款周转天数	23.3	23.9	23.9	23.0	23.0
应付账款周转天数	15.4	21.4	29.0	30.0	30.0

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有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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、天津建设发展集团股份有限公司、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited及山东快驴科技发展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，而非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。