

|     |                |                 |                |
|-----|----------------|-----------------|----------------|
| 互联网 | 收盘价<br>美元 7.06 | 目标价<br>美元 8.30个 | 潜在涨幅<br>+17.6% |
|-----|----------------|-----------------|----------------|

2025 年 6 月 6 日

## 挚文集团 (MOMO US)

### 海外加速增长或驱动下半年迎来收入拐点；上调至买入

基于优于预期的海外业务增长及营销费用管控，我们上调 2025 年收入预期 5%，并上调 2025 年经调整净利润预期 13%至 14 亿元。基于 7 倍 2025 年市盈率，上调目标价至 8.3 美元（原为 7.2 美元）。海外业务加速增长，短期拖累利润率，但长期随业务规模扩张，利润率有较大优化空间，看好长期利润释放，上调评级至买入。公司市值约 12 亿美元，低于 2024 年 1 季度末净现金 14 亿美元，并维持稳定股东回馈，股价下行空间有限。

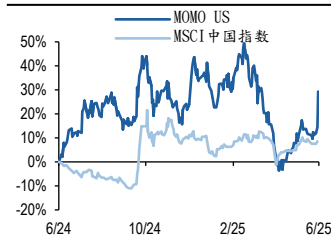
④ **1 季度业绩超预期**。2025 年 1 季度收入 25.2 亿元（人民币，下同），同比降 2%，略超市场预期 4%，主要受益于增长快于预期的海外业务。毛利率同比降 3.5 个百分点，主要因低毛利的海外收入占比提升。经调整净利润 4.0 亿元，好于市场预期的 2.7 亿元，部分受益于探探渠道优化及营销效率提升。陌陌主站仍受社交消费情绪偏软影响，付费用户环比减少 150 万，探探则因收缩低 ROI 获客投入及产品调整，付费用户环比减 6 万。海外收入加速扩张，同比增 72%，收入占比提升至 16%，受益于 Soulchill 以及其他新产品的快速增长。

④ **展望**：我们预计 2025 年 2 季度收入同比降 3%，陌陌主站继续承压，探探持续优化用户体验，海外新业务拓展地区渗透、强化本地化运营及玩法创新，预计 2 季度海外新业务继续加速扩张，下半年或带动总收入恢复正增长。考虑收入结构变化或继续影响毛利率，我们预计 2025 年毛利率 37%，同比降 2.1 个百分点。

#### 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)   | 8.15     |
| 52周低位 (美元)   | 5.27     |
| 市值 (百万美元)    | 1,158.48 |
| 日均成交量 (百万)   | 2.25     |
| 年初至今变化 (%)   | (8.43)   |
| 200天平均价 (美元) | 6.75     |

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

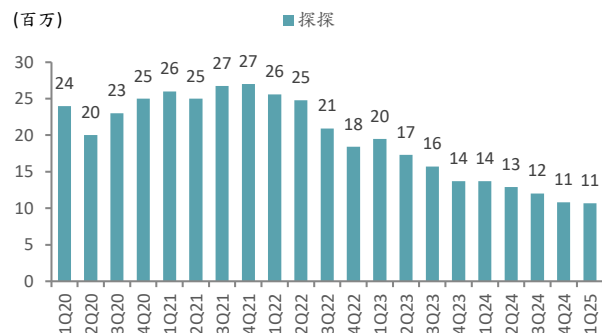
| 人民币百万    | 2025E  |        |         | 2026E  |        |          | 2027E  |        |          |
|----------|--------|--------|---------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|
|          | 新预测    | 前预测    | 变动      | 新预测    | 前预测    | 变动       | 新预测    | 前预测    | 变动       |
| 营业收入     | 10,485 | 10,015 | 5%      | 10,724 | 10,194 | 5%       | 11,090 | 10,465 | 6%       |
| 增值服务     | 10,330 | 9,866  | 5%      | 10,570 | 10,043 | 5%       | 10,934 | 10,313 | 6%       |
| 其他       | 155    | 149    | 4%      | 154    | 151    | 2%       | 156    | 153    | 2%       |
| 经调整毛利润   | 3,871  | 3,630  | 7%      | 3,827  | 3,724  | 3%       | 3,891  | 3,857  | 1%       |
| 经调整毛利率   | 36.9%  | 36.2%  | 0.7ppts | 35.7%  | 36.5%  | -0.8ppts | 35.1%  | 36.9%  | -1.8ppts |
| 经调整经营利润  | 1,415  | 1,217  | 16%     | 1,400  | 1,290  | 9%       | 1,418  | 1,362  | 4%       |
| 经调整经营利润率 | 13.5%  | 12.2%  | 1.3ppts | 13.1%  | 12.7%  | 0.4ppts  | 12.8%  | 13.0%  | -0.2ppts |
| 经调整归母净利润 | 1,404  | 1,239  | 13%     | 1,427  | 1,354  | 5%       | 1,456  | 1,409  | 3%       |
| 经调整归母净利率 | 13.4%  | 12.4%  | 1.0ppts | 13.3%  | 13.3%  | 0.0ppts  | 13.1%  | 13.5%  | -0.3ppts |

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。

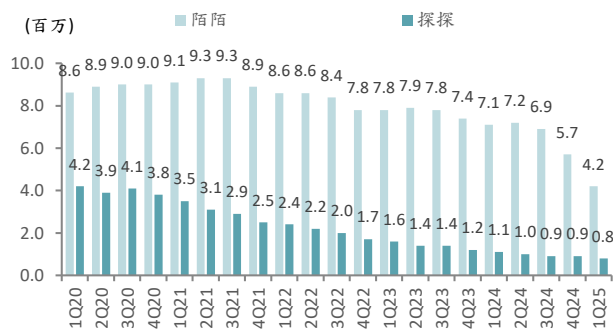
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 探探MAU



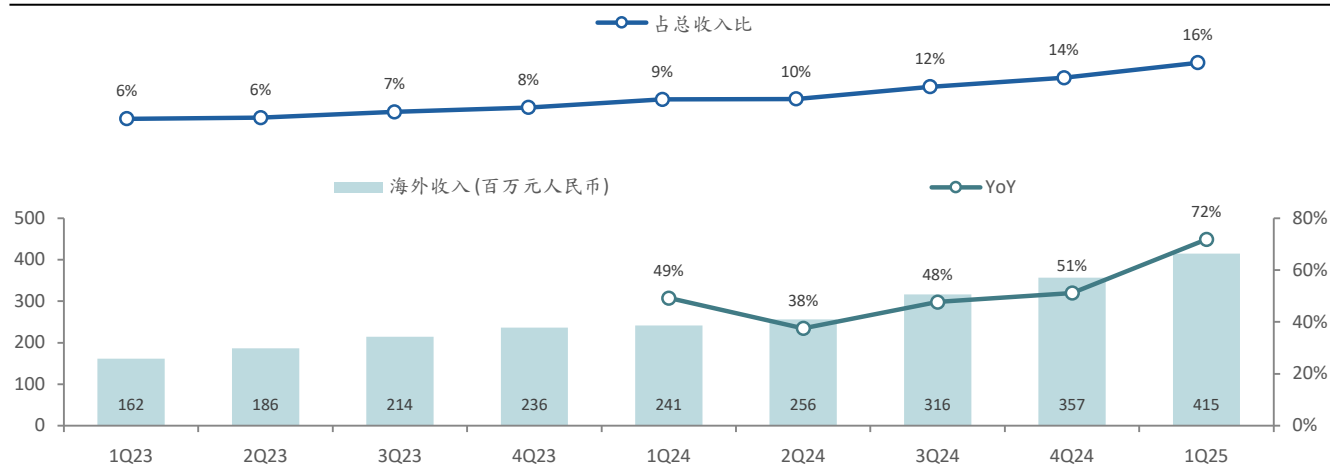
资料来源：公司资料，交银国际 \*MAU为当季度最后一个月数值

图表 2: 陌陌/探探QPU



资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 海外收入占比持续提升



资料来源：公司资料，交银国际

图表 4: 2025年1季度业绩回顾

| (百万人民币)              | 1Q24           | 4Q24           | 1Q25           | 环比 (%) | 同比 (%) | 交银国际<br>预测     | 差异 (%) | 点评                      |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|--------|--------|----------------|--------|-------------------------|
| <b>总收入</b>           | <b>2,560</b>   | <b>2,636</b>   | <b>2,521</b>   | -4     | -2     | <b>2,446</b>   | 3      |                         |
| 增值服务                 | 2,533          | 2,592          | 2,490          | -4     | -2     | 2,419          | 3      | 海外业务加速扩张，同比+73%         |
| 其他                   | 28             | 45             | 31             | -31    | 12     | 27             | 15     |                         |
| <b>收入成本</b>          | <b>(1,503)</b> | <b>(1,725)</b> | <b>(1,569)</b> | -9     | 4      | <b>(1,563)</b> | 0      |                         |
| <b>毛利</b>            | <b>1,057</b>   | <b>912</b>     | <b>952</b>     | 4      | -10    | <b>883</b>     | 8      |                         |
| 毛利率 (%)              | 41             | 35             | 38             |        |        | 36             |        | 受海外业务占比提升影响             |
| <b>运营费用</b>          | <b>(617)</b>   | <b>(683)</b>   | <b>(665)</b>   | -3     | 8      | <b>(684)</b>   | -3     |                         |
| 研发                   | (192)          | (223)          | (196)          | -12    | 2      | (204)          | -4     |                         |
| 营销                   | (293)          | (317)          | (329)          | 4      | 12     | (362)          | -9     | 营销费用占收入比13%，同比提升1.6个百分点 |
| 管理                   | (131)          | (144)          | (141)          | -2     | 7      | (117)          | 20     |                         |
| <b>运营收入</b>          | <b>460</b>     | <b>237</b>     | <b>299</b>     | 27     | -35    | <b>209</b>     | 43     |                         |
| 运营利润率 (%)            | 18             | 9              | 12             |        |        | 9              |        |                         |
| 税前利润                 | 548            | 277            | 389            | 40     | -29    | 300            | 30     |                         |
| 所得税费用                | (558)          | (89)           | (70)           | -21    | -87    | (97)           | -27    |                         |
| <b>净利润</b>           | <b>(9)</b>     | <b>188</b>     | <b>319</b>     | 70     | -3,590 | <b>203</b>     | 57     |                         |
| <b>归属陌陌的净(亏损) 利润</b> | <b>5</b>       | <b>187</b>     | <b>358</b>     | 91     | 6,806  | <b>203</b>     | 76     |                         |
| 净利润率 (%)             | 0              | 7              | 14             |        |        | 8              |        |                         |
| <b>调整后经营利润</b>       | <b>515</b>     | <b>280</b>     | <b>345</b>     | 23     | -33    | <b>248</b>     | 39     |                         |
| 调整后经营利润率 (%)         | 20             | 11             | 14             |        |        | 10             |        |                         |
| <b>调整后净利润</b>        | <b>60</b>      | <b>230</b>     | <b>404</b>     | 75     | 575    | <b>242</b>     | 67     |                         |
| 调整后净利润率 (%)          | 2              | 9              | 16             |        |        | 10             |        |                         |
| 摊薄每股收益 (元)           | 0.0            | 1.1            | 2.1            | 96     | 7,672  | 1.2            | 79     |                         |
| <b>调整后摊薄每股收益 (元)</b> | <b>0.3</b>     | <b>1.3</b>     | <b>2.3</b>     | 80     | 661    | <b>1.4</b>     | 69     |                         |

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5: 挚文集团财务数据及预测

| (百万人民币)       | 2Q24    | 1Q25    | 2Q25E        | 环比 (%) | 同比 (%) | 2024    | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|---------------|---------|---------|--------------|--------|--------|---------|---------------|---------------|---------------|
| 总收入           | 2,691   | 2,521   | 2,623        | 4      | -3     | 10,563  | 10,485        | 10,724        | 11,090        |
| 增值服务          | 2,648   | 2,490   | 2,577        | 4      | -3     | 10,416  | 10,330        | 10,570        | 10,934        |
| 其他            | 43      | 31      | 46           | 49     | 7      | 147     | 155           | 154           | 156           |
| <u>彭博一致预期</u> |         |         | <u>2,532</u> |        |        |         | <u>10,136</u> | <u>10,410</u> | <u>10,831</u> |
| 收入成本          | (1,596) | (1,569) | (1,640)      | 4      | 3      | (6,447) | (6,622)       | (6,904)       | (7,206)       |
| 毛利            | 1,096   | 952     | 984          | 3      | -10    | 4,116   | 3,864         | 3,820         | 3,884         |
| 毛利率 (%)       | 41      | 38      | 38           |        |        | 39      | 37            | 36            | 35            |
| 研发            | (193)   | (196)   | (171)        | -13    | -12    | (804)   | (741)         | (736)         | (751)         |
| 营销            | (365)   | (329)   | (363)        | 10     | 0      | (1,330) | (1,423)       | (1,442)       | (1,469)       |
| 管理            | (121)   | (141)   | (116)        | -18    | -5     | (508)   | (497)         | (475)         | (486)         |
| 运营费用          | (679)   | (665)   | (650)        | -2     | -4     | (2,642) | (2,661)       | (2,653)       | (2,705)       |
| 运营收入          | 425     | 299     | 344          | 15     | -19    | 1,533   | 1,226         | 1,207         | 1,218         |
| 运营利润率 (%)     | 16      | 12      | 13           |        |        | 15      | 12            | 11            | 11            |
| 税前利润          | 489     | 389     | 434          | 12     | -11    | 1,825   | 1,575         | 1,647         | 1,678         |
| 所得税费用         | (103)   | (70)    | (102)        | 45     | 0      | (845)   | (398)         | (412)         | (420)         |
| 净利润           | 386     | 319     | 332          | 4      | -14    | 980     | 1,177         | 1,235         | 1,259         |
| 归属陌陌的净(亏损)利润  | 398     | 358     | 332          | -7     | -17    | 1,040   | 1,215         | 1,233         | 1,257         |
| 净利润率 (%)      | 15      | 14      | 13           |        |        | 10      | 12            | 11            | 11            |
| 调整后毛利         | 1,097   | 954     | 986          | 3      | -10    | 4,123   | 3,871         | 3,827         | 3,891         |
| 调整后毛利率 (%)    | 41      | 38      | 38           |        |        | 39      | 37            | 36            | 35            |
| 调整后经营利润       | 477     | 345     | 392          | 13     | -18    | 1,726   | 1,415         | 1,400         | 1,418         |
| 调整后经营利润率 (%)  | 18      | 14      | 15           |        |        | 16      | 13            | 13            | 13            |
| 调整后净利润        | 449     | 404     | 379          | -6     | -16    | 1,233   | 1,404         | 1,427         | 1,456         |
| 调整后净利润率 (%)   | 17      | 16      | 14           |        |        | 12      | 13            | 13            | 13            |
| <u>彭博一致预期</u> |         |         | <u>315</u>   |        |        |         | <u>1,230</u>  | <u>1,395</u>  | <u>1,444</u>  |
| 摊薄每股收益 (元)    | 2.1     | 2.1     | 1.9          | -6     | -8     | 5.6     | 7.2           | 7.4           | 7.5           |
| 调整后摊薄每股收益 (元) | 2.4     | 2.3     | 2.2          | -5     | -6     | 6.7     | 8.3           | 8.0           | 8.0           |

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 6: 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 7: 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<br>(交易货币) | 目标价<br>(交易货币) | 潜在涨幅   | 最新目标价/评级<br>发表日期 | 子行业   |
|---------|---------|----|---------------|---------------|--------|------------------|-------|
| BIDU US | 百度      | 买入 | 85.85         | 99.00         | 15.3%  | 2025 年 05 月 22 日 | 广告    |
| 9899 HK | 网易云音乐   | 买入 | 226.00        | 240.00        | 6.2%   | 2025 年 06 月 03 日 | 文娱内容  |
| TME US  | 腾讯音乐    | 买入 | 17.78         | 19.00         | 6.9%   | 2025 年 06 月 03 日 | 文娱内容  |
| IQ US   | 爱奇艺     | 买入 | 1.67          | 2.10          | 25.7%  | 2025 年 05 月 22 日 | 文娱内容  |
| 1024 HK | 快手      | 买入 | 54.50         | 64.00         | 17.4%  | 2025 年 03 月 26 日 | 文娱内容  |
| YY US   | 欢聚集团    | 买入 | 47.80         | 60.00         | 25.5%  | 2025 年 03 月 21 日 | 文娱内容  |
| BILI US | 哔哩哔哩    | 买入 | 18.48         | 26.00         | 40.7%  | 2025 年 02 月 21 日 | 文娱内容  |
| MOMO US | 挚文集团    | 买入 | 7.06          | 8.30          | 17.6%  | 2025 年 06 月 06 日 | 文娱内容  |
| 772 HK  | 阅文集团    | 中性 | 29.65         | 28.00         | -5.6%  | 2025 年 03 月 04 日 | 文娱内容  |
| PDD US  | 拼多多     | 买入 | 99.33         | 135.00        | 35.9%  | 2025 年 05 月 28 日 | 电商    |
| JD US   | 京东      | 买入 | 33.09         | 50.00         | 51.1%  | 2025 年 05 月 14 日 | 电商    |
| BABA US | 阿里巴巴    | 买入 | 119.96        | 165.00        | 37.5%  | 2025 年 02 月 21 日 | 电商    |
| 1797 HK | 东方甄选    | 中性 | 12.62         | 15.60         | 23.6%  | 2025 年 01 月 22 日 | 电商    |
| GOTU US | 高途      | 买入 | 4.01          | 4.80          | 19.7%  | 2025 年 05 月 16 日 | 教育    |
| 9901 HK | 新东方教育科技 | 买入 | 36.75         | 46.00         | 25.2%  | 2025 年 03 月 31 日 | 教育    |
| DAO US  | 有道      | 买入 | 9.08          | 12.00         | 32.2%  | 2025 年 02 月 21 日 | 教育    |
| TAL US  | 好未来教育   | 买入 | 10.50         | 13.30         | 26.7%  | 2025 年 01 月 24 日 | 教育    |
| 3888 HK | 金山软件    | 买入 | 33.20         | 46.00         | 38.6%  | 2025 年 05 月 29 日 | 游戏    |
| NTES US | 网易      | 买入 | 128.63        | 143.00        | 11.2%  | 2025 年 05 月 16 日 | 游戏    |
| 700 HK  | 腾讯控股    | 买入 | 515.00        | 604.00        | 17.3%  | 2025 年 05 月 15 日 | 游戏    |
| 777 HK  | 网龙网络    | 中性 | 10.00         | 10.20         | 2.0%   | 2025 年 04 月 02 日 | 游戏    |
| 3690 HK | 美团      | 买入 | 144.40        | 165.00        | 14.3%  | 2025 年 05 月 27 日 | 本地生活  |
| 9690 HK | 途虎      | 买入 | 19.64         | 21.00         | 6.9%   | 2025 年 03 月 21 日 | 本地生活  |
| 2618 HK | 京东物流    | 买入 | 12.22         | 18.50         | 51.4%  | 2025 年 03 月 07 日 | 物流    |
| 9699 HK | 顺丰同城    | 买入 | 14.20         | 13.50         | -4.9%  | 2024 年 07 月 12 日 | 物流    |
| DADA US | 达达集团    | 中性 | 2.02          | 1.40          | -30.7% | 2024 年 11 月 14 日 | 物流    |
| 9878 HK | 汇通达网络   | 买入 | 17.68         | 21.00         | 18.8%  | 2025 年 03 月 28 日 | 商户服务  |
| 9923 HK | 移卡      | 中性 | 13.98         | 9.60          | -31.3% | 2025 年 03 月 28 日 | 商户服务  |
| 9961 HK | 携程集团    | 买入 | 482.80        | 591.00        | 22.4%  | 2025 年 05 月 21 日 | 在线旅行社 |
| 780 HK  | 同程旅行    | 买入 | 21.50         | 25.50         | 18.6%  | 2025 年 04 月 16 日 | 在线旅行社 |
| 6682 HK | 第四范式    | 买入 | 43.70         | 64.00         | 46.5%  | 2025 年 03 月 10 日 | 软件    |

资料来源: FactSet, 交银国际预测 \*截至 2025 年 6 月 6 日

## 财务数据

| 损益表 (百万元人民币)     |              |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 年结12月31日         | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| 收入               | 12,002       | 10,563       | 10,485       | 10,724       | 11,090       |
| 主营业务成本           | (7,025)      | (6,447)      | (6,622)      | (6,904)      | (7,206)      |
| <b>毛利</b>        | <b>4,977</b> | <b>4,116</b> | <b>3,864</b> | <b>3,820</b> | <b>3,884</b> |
| 销售及管理费用          | (1,917)      | (1,837)      | (1,920)      | (1,916)      | (1,955)      |
| 研发费用             | (885)        | (804)        | (741)        | (736)        | (751)        |
| 其他经营净收入/费用       | 130          | 59           | 23           | 40           | 40           |
| <b>经营利润</b>      | <b>2,305</b> | <b>1,533</b> | <b>1,226</b> | <b>1,207</b> | <b>1,218</b> |
| Non-GAAP标准下的经营利润 | 2,572        | 1,726        | 1,415        | 1,400        | 1,418        |
| 财务成本净额           | 374          | 383          | 349          | 440          | 460          |
| 应占联营公司利润及亏损      | (71)         | 59           | 40           | 0            | 0            |
| 其他非经营净收入/费用      | (27)         | (91)         | 0            | 0            | 0            |
| <b>税前利润</b>      | <b>2,582</b> | <b>1,885</b> | <b>1,614</b> | <b>1,647</b> | <b>1,678</b> |
| 税费               | (630)        | (845)        | (398)        | (412)        | (420)        |
| 非控股权益            | (6)          | 0            | 2            | 2            | 2            |
| <b>净利润</b>       | <b>1,946</b> | <b>1,040</b> | <b>1,219</b> | <b>1,237</b> | <b>1,261</b> |
| 作每股收益计算的净利润      | 1,958        | 1,040        | 1,215        | 1,233        | 1,257        |
| Non-GAAP标准的净利润   | 2,225        | 1,233        | 1,404        | 1,427        | 1,456        |

| 资产负债表简表 (百万元人民币) |               |               |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 截至12月31日         | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
| 现金及现金等价物         | 8,283         | 9,642         | 10,241        | 10,896        | 11,604        |
| 有价证券             | 1,271         | 2,026         | 2,026         | 2,026         | 2,026         |
| 应收账款及票据          | 202           | 192           | 221           | 249           | 268           |
| 其他流动资产           | (1,922)       | 151           | 5,671         | 5,726         | 5,784         |
| <b>总流动资产</b>     | <b>7,833</b>  | <b>12,012</b> | <b>18,159</b> | <b>18,897</b> | <b>19,682</b> |
| 物业、厂房及设备         | 659           | 897           | 1,119         | 1,327         | 1,521         |
| 其他有形资产           | 110           | 252           | 252           | 252           | 252           |
| 无形资产             | 17            | 223           | 214           | 205           | 198           |
| 其他长期资产           | 7,609         | 4,999         | 4,240         | 4,444         | 4,658         |
| <b>总长期资产</b>     | <b>8,395</b>  | <b>6,371</b>  | <b>5,825</b>  | <b>6,228</b>  | <b>6,629</b>  |
| <b>总资产</b>       | <b>16,228</b> | <b>18,383</b> | <b>23,984</b> | <b>25,126</b> | <b>26,311</b> |
| 应付账款             | 617           | 615           | 650           | 669           | 708           |
| 其他短期负债           | 1,475         | 5,783         | 1,471         | 1,497         | 1,536         |
| <b>总流动负债</b>     | <b>2,092</b>  | <b>6,399</b>  | <b>2,121</b>  | <b>2,166</b>  | <b>2,244</b>  |
| 长期贷款             | 20            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他长期负债           | 2,130         | 552           | 486           | 486           | 486           |
| <b>总长期负债</b>     | <b>2,149</b>  | <b>552</b>    | <b>486</b>    | <b>486</b>    | <b>486</b>    |
| <b>总负债</b>       | <b>4,241</b>  | <b>6,950</b>  | <b>2,607</b>  | <b>2,652</b>  | <b>2,730</b>  |
| 股本               | 5,611         | 4,601         | 4,601         | 4,601         | 4,601         |
| 储备及其他资本项目        | 6,194         | 6,645         | 16,580        | 17,665        | 18,760        |
| <b>股东权益</b>      | <b>11,805</b> | <b>11,245</b> | <b>21,181</b> | <b>22,266</b> | <b>23,361</b> |
| 非控股权益            | 182           | 187           | 196           | 208           | 220           |
| <b>总权益</b>       | <b>11,987</b> | <b>11,433</b> | <b>21,377</b> | <b>22,474</b> | <b>23,581</b> |

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       | 2023           | 2024         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
| 税前利润           | 2,582          | 1,885        | 1,614         | 1,647         | 1,678         |
| 合资企业/联营公司收入调整  | 71             | (59)         | (40)          | 0             | 0             |
| 折旧及摊销          | 74             | 53           | 68            | 83            | 97            |
| 营运资本变动         | (132)          | 312          | (3)           | (38)          | 1             |
| 利息调整           | (374)          | (383)        | (349)         | (440)         | (460)         |
| 税费             | (630)          | (845)        | (398)         | (412)         | (420)         |
| 其他经营活动现金流      | 686            | 678          | 549           | 644           | 646           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>2,277</b>   | <b>1,640</b> | <b>1,443</b>  | <b>1,484</b>  | <b>1,542</b>  |
| 资本开支           | (576)          | (286)        | (291)         | (291)         | (291)         |
| 投资活动           | 1,708          | 852          | (41)          | (43)          | (46)          |
| 其他投资活动现金流      | 1,282          | (1,125)      | (153)         | (161)         | (169)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>2,413</b>   | <b>(559)</b> | <b>(485)</b>  | <b>(495)</b>  | <b>(505)</b>  |
| 负债净变动          | 2,154          | 2,150        | 0             | 0             | 0             |
| 权益净变动          | (216)          | (1,197)      | 0             | 0             | 0             |
| 股息             | (958)          | (716)        | (360)         | (334)         | (330)         |
| 其他融资活动现金流      | (2,680)        | 0            | 0             | 0             | 0             |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(1,700)</b> | <b>236</b>   | <b>(360)</b>  | <b>(334)</b>  | <b>(330)</b>  |
| 汇率收益/损失        | 94             | 42           | 0             | 0             | 0             |
| <b>年初现金</b>    | <b>5,199</b>   | <b>8,283</b> | <b>9,642</b>  | <b>10,241</b> | <b>10,896</b> |
| <b>年末现金</b>    | <b>8,283</b>   | <b>9,642</b> | <b>10,241</b> | <b>10,896</b> | <b>11,604</b> |

| 财务比率                  |        |        |         |         |         |
|-----------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 年结12月31日              | 2023   | 2024   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| 每股指标(人民币)             |        |        |         |         |         |
| 核心每股收益                | 10.368 | 5.798  | 7.319   | 7.510   | 7.700   |
| 全面摊薄每股收益              | 9.838  | 5.631  | 7.170   | 6.887   | 6.869   |
| Non-GAAP标准下的每股收益      | 11.180 | 6.679  | 8.290   | 7.968   | 7.958   |
| 每股股息                  | 3.639  | 1.935  | 1.971   | 1.971   | 1.971   |
| 每股账面值                 | 59.325 | 60.916 | 125.036 | 124.354 | 127.686 |
| 利润率分析(%)              |        |        |         |         |         |
| 毛利率                   | 41.5   | 39.0   | 36.8    | 35.6    | 35.0    |
| EBITDA利润率             | 19.8   | 15.0   | 12.3    | 12.0    | 11.9    |
| EBIT利润率               | 19.2   | 14.5   | 11.7    | 11.3    | 11.0    |
| 净利率                   | 16.2   | 9.8    | 11.6    | 11.5    | 11.4    |
| 利润率分析(%) - Non-GAAP标准 |        |        |         |         |         |
| 毛利率                   | 41.5   | 39.0   | 36.8    | 35.6    | 35.0    |
| EBITDA利润率             | 22.1   | 16.8   | 14.2    | 13.8    | 13.7    |
| 经营利润率                 | 21.4   | 16.3   | 13.5    | 13.1    | 12.8    |
| 净利率                   | 18.5   | 11.7   | 13.4    | 13.3    | 13.1    |
| 盈利能力(%)               |        |        |         |         |         |
| ROA                   | 12.1   | 6.0    | 5.8     | 5.0     | 4.9     |
| ROE                   | 17.0   | 8.9    | 7.4     | 5.6     | 5.5     |
| ROIC                  | 15.3   | 7.0    | 7.0     | 5.6     | 6.0     |
| 其他                    |        |        |         |         |         |
| 利息覆盖率                 | 38.2   | 12.4   | 9.8     | 16.1    | 16.4    |
| 流动比率                  | 3.7    | 1.9    | 8.6     | 8.7     | 8.8     |
| 应收账款周转天数              | 5.9    | 6.8    | 7.2     | 8.0     | 8.5     |
| 应付账款周转天数              | 32.0   | 34.9   | 34.9    | 34.9    | 34.9    |

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**

2025 年 6 月 6 日

華文集團 (MOMO US)

## 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的相關定義】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擁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) 某信托的受託人，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托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、漢有機控股有限公司、上海小南國控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、天津建設發展集團股份有限公司、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、地平線、多點數智有限公司、草姬集團控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京賽目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited及山東快驢科技發展股份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) 複製、複印或儲存，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，並可能受送遞延誤、阻礙或阻礙等因子所影響。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被视为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盡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。