

公司報告

欢聚 (JOYY US)

估值具备显著吸引力

■直播业务板块正在进行良性重组，重点优化投资回报率 (ROI)，但短期内收入增长或将放缓

■广告与电商业务的多元化布局正在逐步显现成效。第三方广告平台 **Bigo Ads** 实现强劲增长，而电商平台 **Shoptline** 持续优化，有助于减轻集团整体亏损压力

■当前估值具备显著吸引力，25财年预期市盈率仅为9.8倍。净现金占市值高达87%，公司承诺未来三年实现12%的股东回报

营收增长放缓，公司仍坚持盈利先行，持续扩大盈利规模

自24年下半年起，欢聚对其核心直播业务板块（以**Bigo Live**为主，主要面向北美、欧洲等发达市场）实施结构性调整，战略重心转向投资回报率 (ROI)。受控成本、渠道优化等增效措施影响，用户规模及收入出现小幅下滑。公司预计25年二季度净收入同比下降10%，较一季度有所改善，并预计下半年跌幅将持续收窄，25年有望实现稳定，26年则有望恢复增长。尽管集团25年收入预计同比下降7%，26年同比增长5% (VA一致预期)，运营利润率 (OPM) 的改善有望推动今年经营利润实现温和增长。

财务状况稳健，股东回报高

截至25年一季度，公司持有28亿美元的现金及投资，对比仅3,600万美元的短期债务，净现金占市值比例高达87%。公司于25年2月完成将YY Live出售予百度的交易，为流动性提供了重要支撑。凭借稳健的资产负债表及约3亿美元的健康经营现金流，公司已承诺实施为期三年的3亿美元股票回购计划，并将分季度派发总额达6亿美元的股息。在保持充足流动性以支持持续投资的同时，公司承诺年化12%的股东回报。

广告业务多元化布局初见成效

Bigo Ads摆脱依赖平台自有流量，推出程序化广告交易平台，更智能地在第三方渠道投放广告（类似于AppLovin和有道的广告业务）。以欧洲市场为例，公司通过实时竞价 (RTB) 机制，利用自有广告主的高点击单价 (CPC) 优势，吸引流量方加入，从而为广告主降低成本、提升流量方收益。目前该业务已实现盈亏平衡，并具备良好盈利前景。

财务稳健支撑优质股东回报

欢聚当前估值为25/26年市盈率9.8/8.6倍，显著低于中国互联网同行平均水平（分别为17倍和14倍）。我们认为，这一估值折价主要源于其短期增长前景相较同行较为有限。另一方面，1) 公司净现金占市值高达87%，若将长期存款及持有至到期投资纳入计算，则市值相比其净现金折价约为24%；2) 公司承诺未来三年合计12%的股东回报率，在互联网同行中处于领先水平。我们认为，公司直播业务的逐步企稳，以及广告与智能电商业务的加速增长，将成为关键催化因素。**风险：**竞争；监管；消费者支出。

盈利预测及估值

12月31日年结 (百万美元)	2021	2022	2023	2024	2025E
净收入	2,619.1	2,411.5	2,267.9	2,237.8	2,090.6
同比增长	37%	-8%	-6%	-1%	-7%
归属于股东的非 GAAP 净利润	108.9	199.3	292.5	298.5	263.7
同比增长	n.a.	83%	47%	2%	-12%
ROE	2%	4%	6%	6%	5%
市盈率 (倍)	23.6	12.9	8.8	8.6	9.8
市销率 (倍)	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2

注：截至2025年6月16日的收盘价；资料来源：彭博/VA共识、公司、招商證券 (香港) 预测

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystallli@cmschina.com.hk

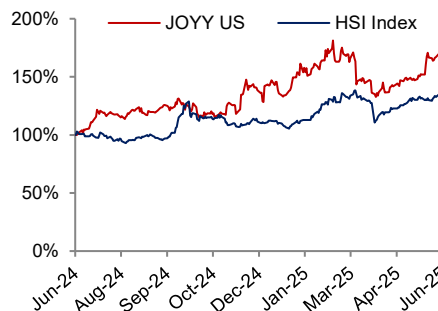
最新变动

公司概况

未评级

股价 (2025年6月16日) 49.77美元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
JOYY US	17.9	34.9	70.2
恒生指数	2.4	21.0	32.6

行业：TMT

恒生指数 (2025年6月16日) 24,061

MSCI 中国 (2025年6月16日) 76

重要数据

52周股价区间 (美元/港元) 28 - 55

市值 (十亿美元) 2.6

日均成交量 (百万股) 0.38

主要股东

Xueling Li 34.7%

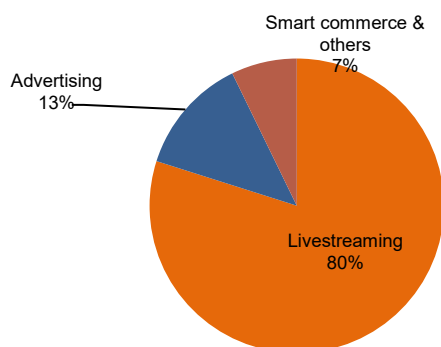
Jun Lei 11.8%

自由流通量 53.5%

资料来源：彭博、招商證券 (香港)

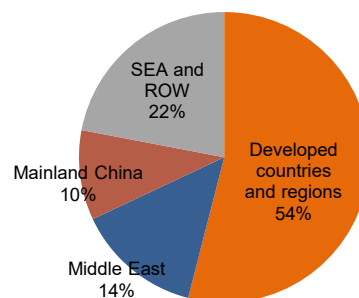
重点图表

图1: 2024年按业务分部收入



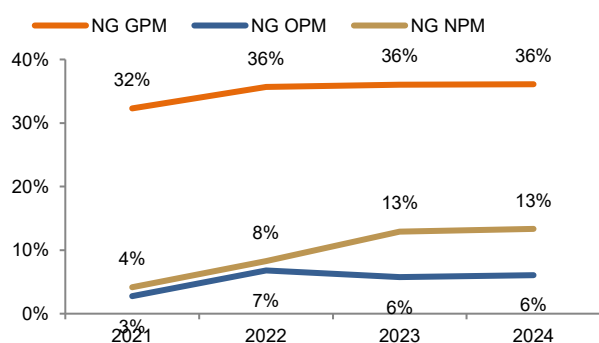
资料来源: 公司、招商证券(香港)

图2: 2024年按地区收入



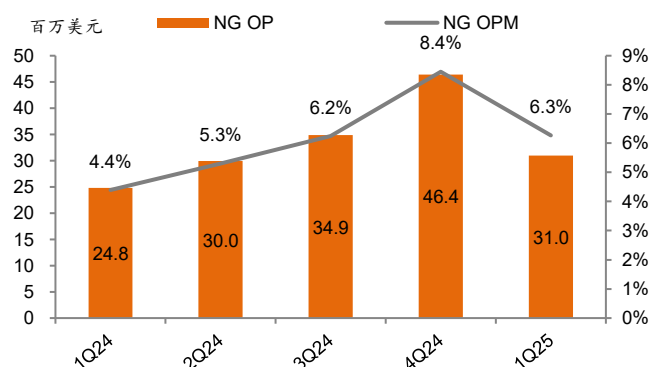
资料来源: 公司、招商证券(香港)

图3: 非GAAP净利润趋势



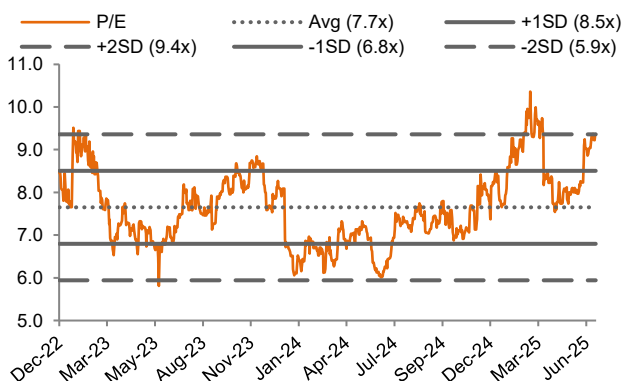
资料来源: 公司、招商证券(香港)

图4: 非GAAP经营利润及非GAAP经营利润率



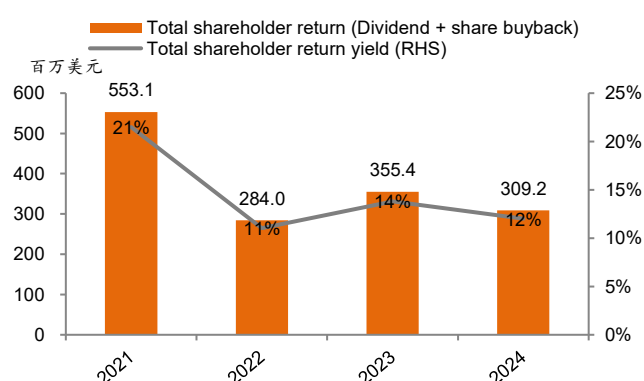
资料来源: 公司、招商证券(香港)

图5: 市盈率区间



资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)

图6: 欢聚近年股东总回报



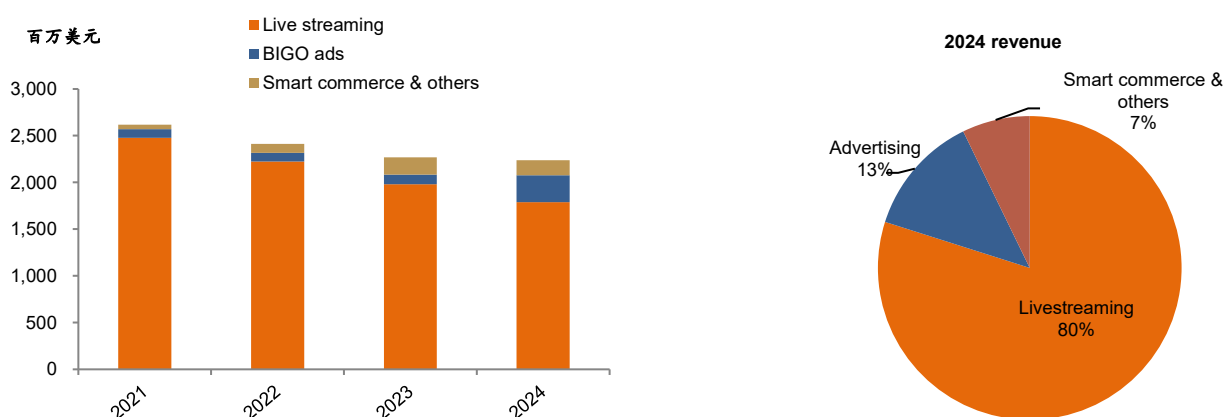
资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)

欢聚

直播资产剥离在长期延迟后顺利完成

欢聚（JOYY US）成立于 2005 年，并于 2012 年在纳斯达克上市，是一家全球化社交媒体公司，旗下核心产品包括 Bigo Live、Likee 和 Hago。公司近年来积极推动收入结构多元化，通过 Bigo Ads 发展应用内广告（IAA）业务，其中包括快速增长的第三方广告解决方案，模式类似于 AppLovin（APP US）；同时布局智能电商业务 Shopline，提供类似 Shopify（SHOP US）的线上电商解决方案。截至 25 年一季度/2024 年全年，直播业务占集团收入的比例分别为 75%/80%，较 2023 年的 87% 有所下降。

图7：欢聚按业务分部收入



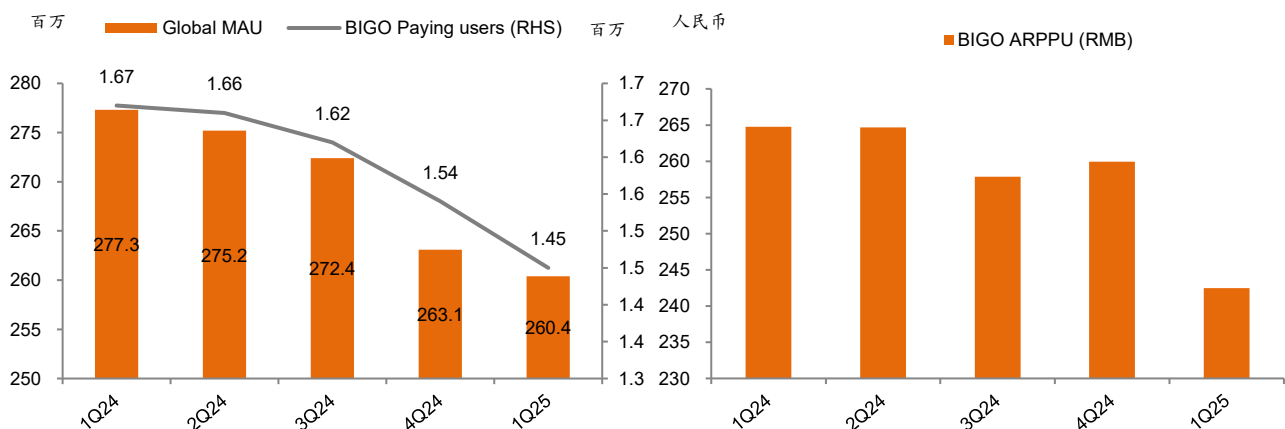
资料来源：公司、招商证券（香港）

欢聚出售 YY Live 给百度的交易因监管及合同问题经历了较长时间的延迟，最终于 2025 年 2 月完成，收到剩余的 2.4 亿美元款项，交易总金额达 21 亿美元。与此同时，公司管理层发生变动，原首席运营官李婷女士于 2024 年 8 月升任首席执行官。管理层明确提出将通过本地化运营，持续拓展欢聚的全球业务版图，进一步完善旗下平台的内容与社交娱乐生态体系。新任 CEO 的战略重点之一是推动收入结构多元化，以实现长期可持续增长，同时通过产品创新提升平台的变现能力。

直播

在经历良性重组后，欢聚集团的直播业务在用户规模与收入方面出现轻微下滑，主要由于公司战略重心转向提升运营效率与投资回报。具体措施包括收缩国内业务、优化低效渠道，并聚焦高质量付费用户。公司减少对低 ARPU 市场的资源投入，同时提高 ROI 门槛，例如将投资转化周期控制在 30 天以内。在用户获取与变现策略进行调整后，25 年一季度全球移动端平均月活跃用户 (MAU) 降至 2.604 亿，较 2024 年同期的 2.773 亿下降约 6.1%。此次下滑主要源于公司转移战略重心，优化销售与营销措施，强调 ROI，并在各产品线实施更为审慎的广告支出管理。BIGO GROUP (包括 Bigo Live、Likee 和 imo) 的总付费用户数量下降至 145 万 (24 年一季度: 167 万)，每付费用户平均收入 (ARPPU) 亦下降至 221.6 美元 (24 年一季度: 235 美元)。在越南市场，Hago 继续是最受欢迎的社交应用之一。

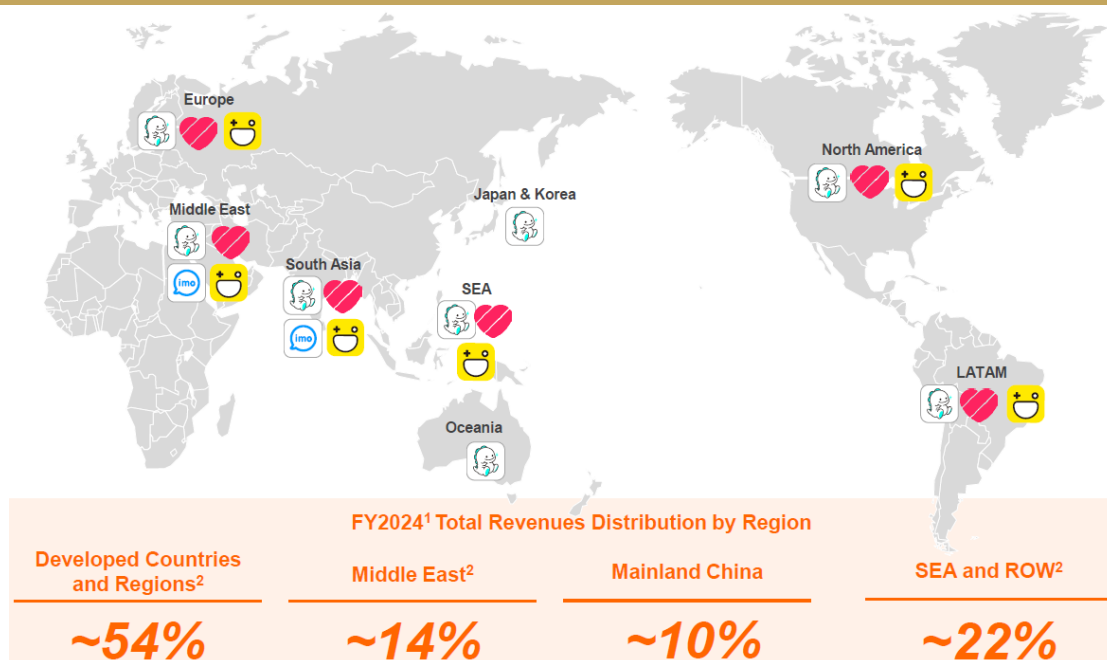
图8: 欢聚月活跃用户、付费用户及每付费用户平均收入 (ARPPU)



资料来源: 公司、招商证券 (香港); BIGO 的 ARPPU 基于 BIGO 直播收入除以 BIGO 付费用户数计算。

Bigo Live 作为全球化社交直播平台，用户覆盖北美、欧洲、中东、亚洲及拉丁美洲。25 年一季度，移动端平均月活跃用户 (MAU) 降至 2,890 万，较去年同期的 3,710 万有所回落。根据 Sensor Tower 于 2025 年 1 月发布的《State of Mobile 2025》报告，按应用内购买收入计算，Bigo Live 仍是全球排名第六的社交应用。**Likee** 作为短视频平台，用户主要分布在中东、欧洲、南亚和东南亚。其 25 年一季度 MAU 下降至 3,020 万 (相比 24 年一季度的 3,750 万有所下降)。按应用内购买收入计算，Likee 为沙特阿拉伯地区第十大社交应用。**Hago** 专注于休闲社交游戏，在东南亚市场保持领先地位。25 年一季度 MAU 为 330 万，较去年同期的 450 万有所下降。按应用内购买收入计算，Hago 在越南社交类应用中排名第十。

图9：欢聚的社交媒体应用聚焦海外市场，发达地区如美国和欧洲贡献大部分收入



资料来源：公司（注 1：FY2024 指 2024 年全年。2：公司 2024 财年按地区划分的总收入（包括直播及其他收入）占比，根据公司财报披露。
发达国家和地区主要包括日本、韩国、英国、美国和新加坡；中东主要包括沙特阿拉伯及该地区其他国家；东南亚及全球其他地区（SEA 和 ROW）主要包括印度尼西亚、越南及世界其他地区）、招商证券（香港）

广告平台：Bigo Ads

Bigo Ads 作为全球移动广告平台，连接广告主与优质流量资源，覆盖 BIGO 系社交应用及国际头部开发者。平台依托 AI 与机器学习技术，提供高效精准的一体化变现解决方案。近年来，Bigo Ads 完成战略转型，摆脱依赖平台自有流量，推出程序化广告交易平台，更智能地在第三方渠道投放广告。公司在欧洲市场取得了显著成效，凭借广告主具备竞争力的点击单价（CPC）优势，成功吸引了当地流量合作方。目前，公司正以类似策略积极拓展北美市场。第三方广告收入增长迅速，目前约占总广告收入的 60%，预计 2025 年增长率将达到 30-40%。欢聚的程序化广告交易通过实时竞价（RTB）机制实现广告主与流量方的动态匹配，从而降低广告主成本，同时提升流量方收益。目前该业务已实现盈亏平衡，并略有盈利。

智能商务解决方案提供商：Shopline 是一家全球智能商务平台，为商户提供解决方案和服务，助力其在线创建并发展品牌，通过电子商务平台、社交商务和实体零售店等多种销售渠道触达全球客户。欢聚在 2022 年对 Shopline 追加投资，并将其纳入公司财务报表。Shopline 为商户提供库存与销售管理、物流、支付、营销和数据分析等优化业务的服务。根据 2024 年年报，Shopline 已帮助超过 60 万商户启动并扩展其在线业务。这一电子商务 SaaS 业务尚处于早期阶段，对集团收入贡献较小。Shopline 专注于中小企业，通过整合常用插件提供卓越价值，避免累积高昂的费用。

人工智能在平台中的应用：提升互动与合规性

公司的 AI 技术基础设施包括计算机视觉算法，用于图像识别、人脸检测、关键点跟踪、手势跟踪、人像分割和视频分析，以及智能内容推荐算法，以实时提供个性化的娱乐体验。此外，AI 技术还支持实时音视频过滤，结合人工内容审核，确保平台内容符合监管要求并提升内容质量。

图 10: BIGO Ads

BIGO Ads

App Launch Ad Displays

Showcase image or video promotional content in a full-screen format upon app launch, smoothly capturing user attention and interest.

Global Collaboration

BIGO collaborates with developers worldwide, backed by 100+ IDC data centers ensuring network responsiveness and reliable services.

20+ Core Countries

40+ Premium Partnerships

30M+ User Traffic Scale

Trusted globally by developers, bringing tangible growth.

appsu, Brave, FUNCORP, playkot, TapNation, fugo

Unleash the Power of Insights and Start Growing Your Revenue Today!

Get Started

资料来源：公司、招商证券（香港）

图 11: Shopline

SHOPLINE

想 #社交媒體 開店？
突破銷售界限，
做生意，就是如此簡單。

全球超過 60 萬品牌選用，無論創業起步、IG Shop 開網店到門市老字號、甚至國際零售品牌，都透過 SHOPLINE 實現網上化、進而開拓全方位零售。
SHOPLINE 開店，生意輕鬆提槓！

立即免費諮詢

人氣品牌一致推薦使用

durex, FUJITSU, LEGO, NATIONAL GEOGRAPHIC

拓展國際海外市場
跨境電商服務 →

掌握本地零售市場
開店專家諮詢 →

無需 IT 程式知識
零難度自選設計、打造全能電商網站

近 30 款網店設計版型，透過 SHOPLINE 自家網站設計工具，讓你無需 IT 團隊、無需 IT 編程，即可 Drag & Drop 完成網頁設計。自訂主題、字型、頁尾顏色，一應俱全、一應俱全，隨時隨地建立專業時尚網店！

- 多款主題與字型搭配
- RWD 響應式網頁設計
- 獨有網址及 SSL 安全憑證
- SEO 搜尋引擎優化
- 一頁商店
- 開放 HTML/CSS 編輯

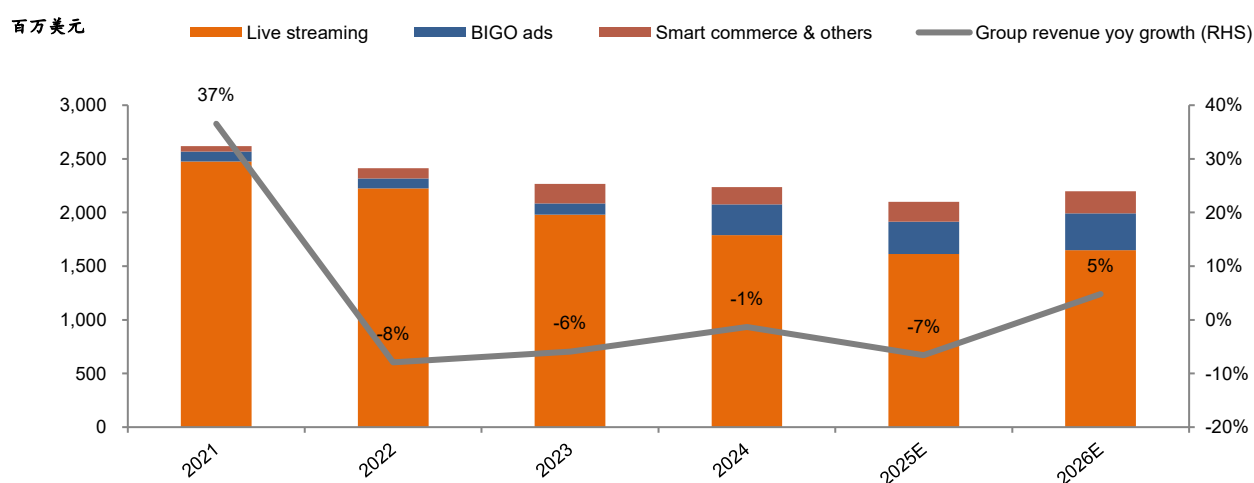
開網店教學 →

资料来源：公司、招商证券（香港）

收入下滑预计 2025 年趋于稳定，2026 年恢复温和增长

公司预计 25 年二季度净收入将在 4.99 亿美元至 5.19 亿美元之间，中值同比下降 10%。此预期反映公司持续推进投资回报率 (ROI) 管控策略，该策略预计将在 2025 年持续推进，收入预计于年内逐步趋稳，26 年出现改善。在主要业务分部中，直播业务是主要拖累，预计全年收入下降 5% 至 10%；广告业务预计增长 20% 至 30%；智能商务业务预计增长 15% 至 20%。根据 VA 一致预期，集团全年收入预计同比下降 7%，较一季度-12.4%和二季度-10%有所收窄，2026 年则预计实现同比增长 5%。

图12：按业务分部收入

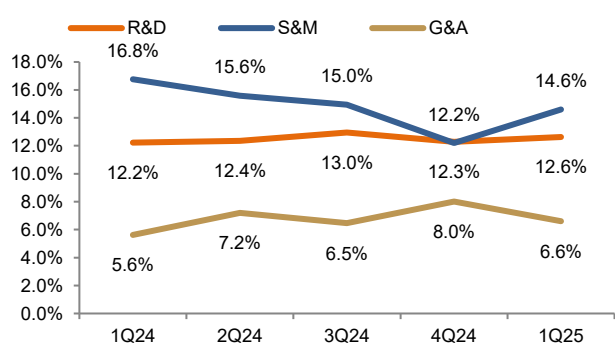


资料来源：公司、VA 共识、招商证券（香港）预测

聚焦效率，Shopline 亏损收窄助力经营利润率与经营利润提升

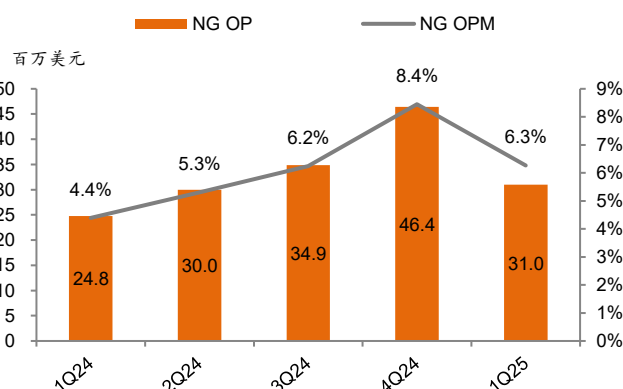
公司非 GAAP 经营利润及经营利润率在 2024 年持续改善，非 GAAP 经营利润率从 24 年一季度的 4.4% 提升至四季度的 8.4%，对比 25 年一季度亦同比扩张 1.9 个百分点。这得益于公司成本控制措施，尤其是销售及市场费用占收入比例呈下降趋势。从业务分部角度看，非 GAAP 经营利润的总体改善主要源于“其他分部”亏损收窄，而这一分部主要由智能商务 (Smart Commerce) 的亏损收窄驱动，预计未来将继续保持亏损收窄趋势。

图13：经营费用占收入百分比，2024年销售和营销费用更加谨慎



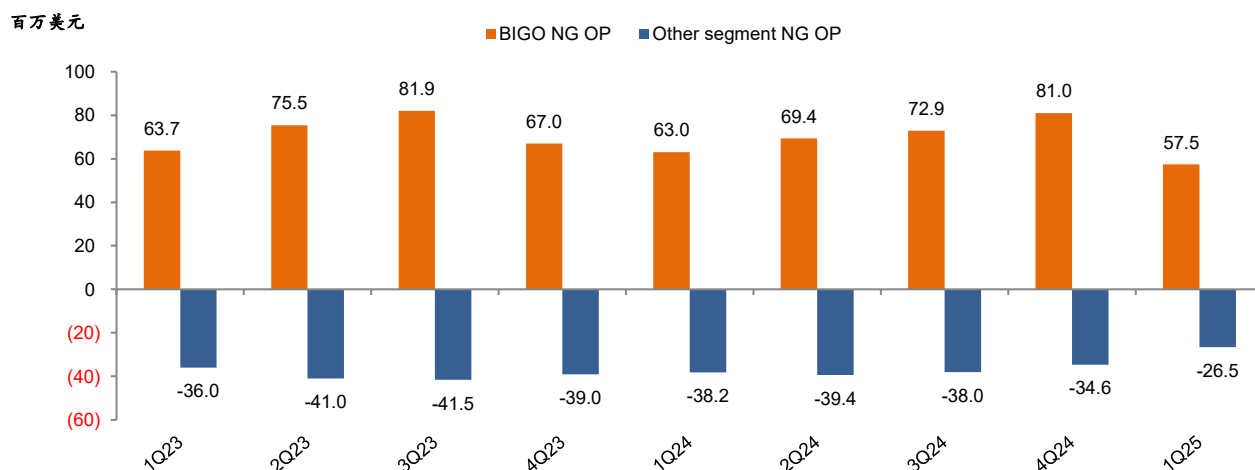
资料来源：公司、招商证券（香港）

图14：经营利润及经营利润率，2024年显著改善，2025年一季度同比亦有提升



资料来源：公司、招商证券（香港）

图15：按业务分部非GAAP经营利润



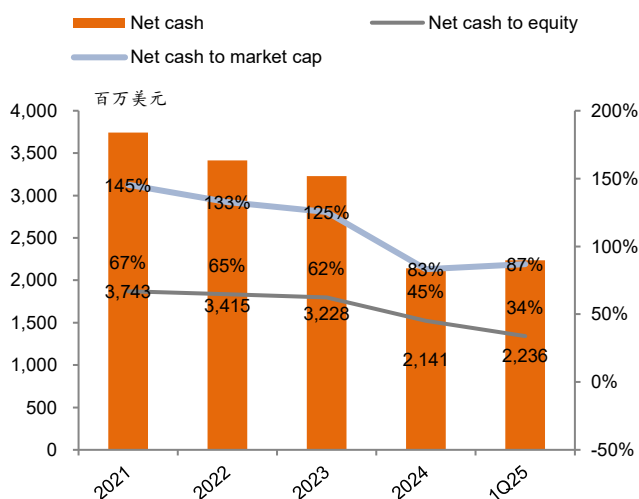
资料来源：公司、招商证券（香港）

稳健资产负债状况为股东带来可观回报

交易价格低于现金水平：截至 25 年一季度，公司短期流动性为 22 亿美元（现金+短期存款+短期投资），若包括长期投资则达 28 亿美元，短期债务仅为 3,600 万美元。我们计算净现金为 22.36 亿美元，净现金占权益比例为 34%，**净现金占市值比例为 87%**。若计入长期存款及持有至到期投资约 11 亿美元，净现金总计约 34 亿美元，则市值相比其净现金折价约为 24%。

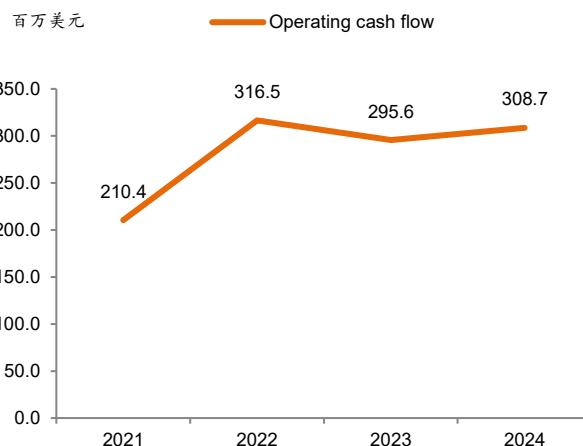
股份回购计划：公司于 2025 年 3 月授权一项为期三年的 3 亿美元股份回购计划，有效期至 2027 年底。截至 2025 年 5 月 23 日，公司已回购 2,250 万美元的股份。**季度股息计划：**2025 年 3 月 25 日，公司授权一项 2025 年至 2027 年的三年季度股息计划，总计约 6 亿美元现金将按季度分派。回购与现金股息计划合计约 3 亿美元（2 亿美元现金股息+1 亿美元回购），按当前市值计算，对应 12 个月股东回报率为 12%。此外，我们认为，公司经营现金流约为 3 亿美元，股息分派主要来自经营现金流，而非减少资产，我们对此持正面看法，因为公司在保持约 30 亿美元流动性的同时，仍能抓住增值投资机会。

图16：净现金（现金+定期存款）



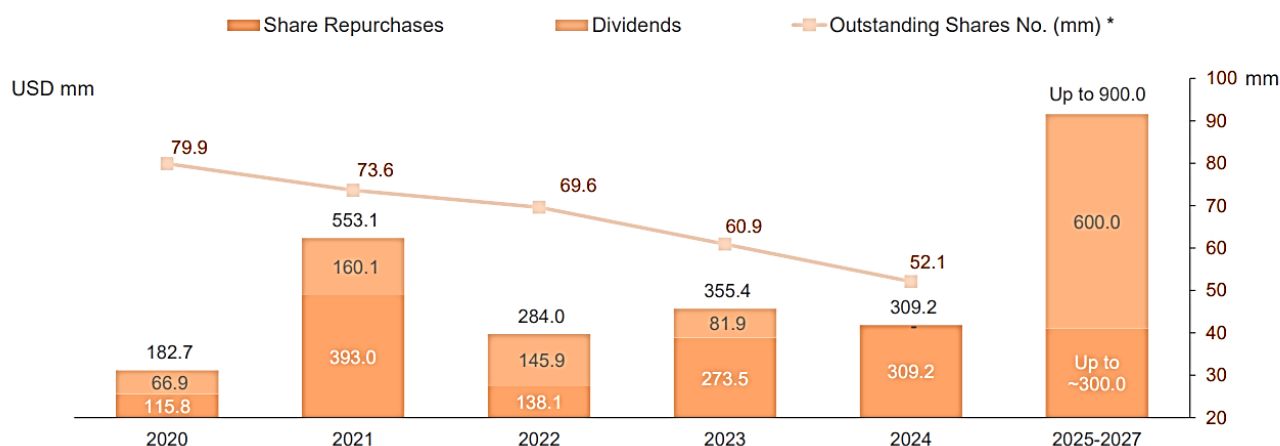
资料来源：公司、招商证券（香港）

图17：经营现金流



资料来源：公司、招商证券（香港）

图18：欢聚2025-2027年股东回报高达9亿美元



资料来源：公司演示、招商证券（香港）

估值比较

欢聚目前估值为 9.8 倍 2025 年市盈率和 8.6 倍 2026 年市盈率，相较于中国互联网同行平均市盈率 17 倍和 14 倍存在折价。我们认为，这与其短期增长前景相较于同行较为有限有关。另一方面，公司在未来几年提供卓越的股东回报，预计三年（隐含）总回报率达 12%，在我们比较中位于前列，仅略低于唯品会的 13.7%。

图19：总股东回报率对比，欢聚在我们精选互联网同行中位于前列

公司	过去四季度回购金额	股价 (港币)	市值 (十亿美元)	市盈率 (倍) - FY25E	回购收益率 (a)	股息收益率 (b)	股东总回报 (a+b)	净现金 (人民币十亿元)	净现金占当前市值比例
唯品会	0.8	15.0	7.7	6.3	10.5%	3.2%	13.7%	24.6	44%
欢聚	3.0	49.8	2.5	9.8	4.0%	8.0%	12.0%	15.0	83%
京东	4.0	33.5	48.7	8.6	4.1%	2.3%	6.4%	143.0	41%
恒生指数							3.9%		
网易	1.1	131.1	83.0	14.7	1.3%	2.4%	3.7%	133.9	22%
阿里巴巴	7.4	116.0	276.5	12.6	2.1%	1.2%	3.3%	187.4	9%
腾讯	14.6	509.5	596.5	17.0	1.7%	1.2%	2.9%	90.2	2%
哔哩哔哩	0.0	21.2	9.0	28.9	2.2%	0.0%	2.2%	12.4	19%
腾讯音乐	0.2	18.9	29.2	23.5	0.6%	1.1%	1.6%	23.1	11%
美团	3.2	138.8	108.0	19.9	1.5%	0.0%	1.5%	158.4	20%
快手	0.3	60.0	32.8	11.7	1.0%	0.0%	1.0%	2.7	1%
均值							4.8%		25.2%

资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测

估值对比

公司名称	股票代码	货币	招商证券 评级	股价	招商证券 目标价	上涨 空间 (%)	市值 (十亿 美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(倍)		PEG*	市销率 (倍)	P/OCF (倍)	净资产收益率 (%)		2025-2027E 年复合增速		
								FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	FY25E	FY25E	FY26E	收入	净利润	EBITDA
腾讯	700 HK	港元	增持	509.5	650.0	27.6	596.5	10.7	9.3	17.0	15.2	1.3	5.9	16.5	22.7	21.5	8.5	12.1	12.9
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	116.0	176.0	51.8	276.5	15.5	13.6	12.6	11.7	1.3	2.0	12.1	15.7	15.8	10.5	9.0	11.1
拼多多	PDD US	美元	增持	102.8	136.0	32.3	145.9	13.6	9.2	12.7	8.5	0.2	2.6	9.5	23.7	27.7	14.7	36.8	39.5
美团	3690 HK	港元	增持	138.8	177.0	27.5	108.0	9.1	7.3	19.9	14.7	0.5	2.0	16.3	20.7	23.4	15.7	31.4	18.4
网易	NTES US	美元	增持	131.1	154.0	17.5	83.0	14.4	13.6	14.7	14.0	2.5	5.2	14.1	25.9	22.8	6.6	5.5	8.3
京东	JD US	美元	增持	33.5	54.0	61.3	48.7	6.2	5.3	8.6	7.2	0.4	0.3	5.6	20.3	17.2	6.8	18.4	14.8
腾讯音乐	TME US	美元	增持	18.9	审视中	n.a.	29.2	16.4	15.2	23.5	21.1	1.8	6.7	20.3	13.8	10.7	9.7	11.6	11.0
看准科技	BZ US	美元	增持	18.4	22.0	19.8	8.4	10.8	8.2	17.3	14.9	1.0	7.4	13.7	22.0	22.6	10.4	14.9	21.6
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	21.2	25.0	18.2	9.0	15.7	11.7	28.9	20.0	0.6	2.1	27.3	6.0	11.2	8.7	n.a.	95.7
云音乐	9899 HK	港元	增持	246.8	审视中	n.a.	6.8	28.2	23.0	28.9	27.3	2.3	5.7	42.7	15.4	14.1	10.0	11.8	20.6
赤子城	9911 HK	港元	增持	10.8	12.2	13.4	1.9	9.6	7.8	12.4	9.7	0.4	2.0	n.a.	54.0	34.5	19.1	22.8	25.1
唯品会	VIPS US	美元	中性	15.0	审视中	n.a.	7.7	7.7	5.7	6.3	5.9	1.2	0.5	6.2	17.6	18.4	1.9	5.0	28.7
携程	TCOM US	美元	未评级	60.5	n.a.	n.a.	39.5	13.8	11.9	16.2	14.0	0.9	5.3	19.5	10.8	11.2	13.4	15.1	14.3
百度	BIDU US	美元	未评级	87.3	n.a.	n.a.	30.6	1.8	1.6	9.5	8.6	0.8	1.7	6.1	7.8	7.6	5.8	10.9	14.2
快手	1024 HK	港元	未评级	60.0	n.a.	n.a.	32.8	7.6	6.4	11.7	10.0	0.6	1.9	9.5	24.8	23.4	8.5	16.8	16.3
滴滴	DIDIY US	美元	未评级	4.8	n.a.	n.a.	23.3	13.6	9.2	30.5	19.2	0.5	0.8	15.3	7.3	11.2	8.5	39.1	39.5
阅文	772 HK	港元	未评级	31.0	n.a.	n.a.	4.0	17.4	15.6	22.0	19.7	1.7	3.6	21.0	6.1	6.4	6.1	11.7	11.2
美团	1357 HK	港元	未评级	8.0	n.a.	n.a.	4.6	36.8	19.8	38.8	29.3	1.0	9.9	20.2	14.4	16.7	18.8	30.5	60.1
欢聚	JOYY US	美元	未评级	49.8	n.a.	n.a.	2.6	2.7	2.2	9.8	8.6	1.4	1.2	6.9	5.0	5.1	6.6	6.7	19.4
陌陌	MOMO US	美元	未评级	8.5	n.a.	n.a.	1.4	4.8	4.4	7.2	6.9	1.3	0.9	6.6	10.0	9.7	4.4	5.3	8.2
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	1.8	n.a.	n.a.	1.7	19.5	11.0	20.2	8.8	0.1	0.4	5.1	2.5	7.7	3.5	81.8	55.4
雅乐科技	YALA US	美元	未评级	6.5	n.a.	n.a.	1.0	2.4	2.2	6.5	6.2	1.3	3.0	n.a.	9.2	8.1	3.9	4.8	n.a.
中国公司均值								12.6	9.7	17.0	13.7	1.0	3.2	14.7	16.2	15.8	9.2	19.1	26.0
亚马逊	AMZN US	美元	增持	216.1	248.0	14.8	2,294.2	14.9	12.6	30.0	25.2	1.3	3.6	16.3	20.3	19.2	10.0	20.2	23.8
谷歌	GOOGL US	美元	增持	176.8	225.0	27.3	2,152.0	12.5	11.1	18.3	17.4	2.1	6.1	14.5	29.8	26.1	11.3	14.4	10.9
Meta	META US	美元	增持	702.1	审视中	n.a.	1,765.4	18.4	15.2	27.1	24.2	1.8	n.a.	17.5	30.4	27.3	12.9	11.4	8.1
奈飞	NFLX US	美元	增持	1,225.4	1,410.0	15.0	521.5	38.6	32.4	47.4	39.4	2.0	n.a.	55.6	41.6	43.6	11.4	23.3	23.1
优步	UBER US	美元	增持	85.1	99.0	16.3	178.0	21.3	17.1	28.0	22.5	0.8	4.0	20.3	26.8	26.2	14.6	n.a.	n.a.
Spotify	SPOT US	美元	增持	715.6	790.0	10.4	146.7	49.3	36.6	n.a.	48.1	1.3	8.6	44.8	27.1	28.4	14.1	56.0	57.2
Lyft	LYFT US	美元	增持	15.0	21.0	40.0	6.3	10.3	8.2	14.6	11.9	0.6	1.1	8.0	24.8	15.0	11.9	17.3	n.a.
海外公司均值								23.6	19.0	27.6	27.0	1.4	4.7	25.3	28.7	26.5	12.3	23.8	24.6

注：股价采用 2025 年 6 月 16 日收盘价；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表

12 月 31 日 年结 (百万美元)	2022	2023	2024
现金及现金等价物	1,214.4	1,064.0	444.8
短期存款及投资	3,074.3	2,621.7	1,741.7
应收账款	117.9	130.7	121.9
其他流动资产, 净额	238.0	256.3	248.0
总流动资产	4,644.6	4,072.6	2,556.3
长期投资	660.4	544.5	530.7
物业及设备	343.2	390.7	499.7
无形资产	398.3	333.7	277.3
商誉	2,649.3	2,649.3	2,194.3
其他非流动资产, 净额	375.8	493.0	1,469.5
总非流动资产	4,427.0	4,411.2	4,971.5
总资产	9,071.7	8,483.9	7,527.8
短期贷款	37.3	52.1	34.9
应付账款及其他流动负债	2,360.0	2,381.2	2,393.9
可转换债券	435.1	405.6	10.3
其他流动负债, 净额	239.3	247.5	235.0
总流动负债	3,071.7	3,086.4	2,674.1
可转换债券 - 非流动	401.2	0.0	0.0
其他非流动负债, 净额	96.1	85.3	70.2
总非流动负债	497.2	85.3	70.2
总负债	3,568.9	3,171.7	2,744.3
股东权益	5,269.6	5,178.8	4,735.7
负债及股东权益总额	9,071.7	8,483.9	7,527.8
净现金 (招证计算)	3,415.2	3,227.9	2,141.2

现金流量表

12 月 31 日 年结 (百万美元)	2022	2023	2024
净收入 (现金流)	101.6	272.4	-242.6
股份支付报酬	44.1	32.0	23.2
折旧及摊销	148.6	120.0	90.9
营运资金变动, 净额	-27.2	-52.6	-35.8
经营现金流	316.5	295.6	308.7
购置物业、厂房及设备	69.0	81.6	83.7
购置无形资产及土地使用权	0.2	0.4	0.8
投资收益/ (支付)	-374.9	497.5	-120.4
其他投资活动, 净额	-66.2	4.9	-5.4
投资现金流	-510.3	420.4	-210.2
回购优先股及普通股	138.1	273.5	309.2
权益变动	-121.0	-237.9	-259.3
债务变动, 净额	32.8	-419.6	-448.5
股息支付	145.9	81.9	0.0
融资现金流	-321.9	-841.7	-707.8
股东总回报	284.0	355.4	309.2

资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港)

利润表

12 月 31 日 年结 (百万美元)	2022	2023	2024
净收入	2,411.5	2,267.9	2,237.8
收入成本	-1,559.4	-1,454.8	-1,431.6
毛利/ (毛损)	852.1	813.0	806.2
研发费用	-261.8	-295.5	-278.7
销售及市场费用	-400.4	-369.6	-333.3
一般及行政费用	-141.8	-122.7	-152.5
其他经营 (收入) / 费用	2.7	3.5	-447.2
营业收入/ (亏损)	50.7	28.8	-405.6
非 GAAP 营业利润	164.0	130.5	136.1
利息收入	93.1	185.2	175.6
利息费用	-12.8	-10.4	-4.8
其他经营 (收入) / 费用	503.5	84.4	7.4
税前收入	634.6	288.0	-227.5
所得税优惠/ (费用)	-34.6	-18.9	-13.5
扣除所得税后权益法投资收益份额	-498.4	3.3	-1.6
扣除少数股东权益前报告净利润	101.6	272.4	-242.6
少数股东权益及优先股股息	-17.9	30.2	-95.0
扣除少数股东权益后的非 GAAP 净利润	199.3	292.5	298.5

财务比率

	2022	2023	2024
年成长率			
总收入	-8%	-6%	-1%
毛利润	2%	-5%	-1%
非 GAAP 经营利润	127%	-20%	4%
非 GAAP 净利润	83%	47%	2%
利润率			
毛利率	35%	36%	36%
非 GAAP 经营利润率	7%	6%	6%
非 GAAP 净利润率	8%	13%	13%
有效税率	-5%	-7%	6%
ROE	4%	6%	6%
ROA	2%	3%	4%
股东总回报收益率	11%	14%	12%
净现金占权益比例	65%	62%	45%

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828