

3Q25 点评，广告业务高速增长，26年重回增长，负EV 提供极高安全边际

核心观点

公司“直播+广告”双引擎驱动逻辑进一步兑现。直播业务连续两个季度环比修复，发达国家区域表现亮眼，AI赋能变现初显成效；BIGO Ads 展现爆发力，Q3 收入创历史新高，Q4 指引预示增速将进一步提升，成为公司新的增长动力。2026年有望重回增长，打破市场对营收持续萎缩的担忧。股东回报层面，公司拥有 33 亿美元净现金，且持续执行积极的回购与分红策略。当前估值处于负企业价值区间，建议关注广告业务重估带来的修复机会。

事件

3Q25 业绩稳健，广告收入大超预期。营收端，3Q25 总收入达 5.40 亿美元，环比增长 6.4%，超指引中值。利润端，Non-GAAP 经营利润达 4070 万美元，同比增长 16.6%；Non-GAAP 净利润达 7240 万美元，盈利能力持续释放。分部表现，直播收入 3.89 亿美元，环比增长 3.5%；非直播收入（含广告）1.52 亿美元，同比增长 27.3%。其中 BIGO Ads 收入 1.04 亿美元，同比增长 33.1%。

简评

广告业务飞轮效应启动，Q4 指引预示加速爆发 BIGO Ads 已从“第二曲线”升级为“核心引擎”。Q3 BIGO Ads 收入同比增长 33.1%，环比增长 19.7%。更重要的是，管理层指引 Q4 广告收入将加速至 1.25-1.29 亿美元，隐含同比增速高达 60% 左右。驱动因素：主要是第三方广告的爆发，SDK 请求数同比增长 228%。通过引入智能出价，IAA 广告主渗透率大幅提升至 90%，实现了流量扩张与变现效率的双重提升。结构优化，Q4 第三方广告占比将接近 80%，公司正成功转型为开放式广告网络平台。

直播业务：连续环比修复，AI 驱动 LTV 提升 直播业务告别拖累，进入稳态现金牛阶段。发达国家直播收入环比增长 7.6%，显示高净值用户付费意愿回暖；尽管新兴市场受宏观影响略有波动，但整体大盘已企稳。AI 驱动的个性化礼物占 10 月总礼物消费的 25%，有效提升了用户互动和留存。预计 2026 年直播业务将保持同比持平或微幅波动，持续贡献稳定的现金流以支持新业务发展。

欢聚 (JOYY. O)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521100004
SFC 编号:BUI663
许悦

xuyue@csc.com.cn
SAC 编号:S1440523030001

发布日期： 2025 年 11 月 24 日

当前股价： 61.79 美元
目标价格 6 个月： 86 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
4.68/7.80	22.70/17.50	71.07/53.63
12 月最高/最低价 (美元)	63.80/33.91	
总股本 (万股)	5,097.85	
流通股本 (万股)	3,465.31	
总市值 (亿美元)	31.50	
流通市值 (亿美元)	31.50	
近 3 月日均成交量 (万)	41.21	
主要股东		
David Xueling Li	35.10%	

股价表现



相关研究报告

【中信建投海外研究】欢聚 (JOYY):2Q25 点评，直播业务持续修复，广告维持高增长，股东回报提供估值支撑
25.09.08

2026 年展望与股东回报，增长可见度大幅提升。管理层明确表示 2026 年集团将重回中高个位数 (MSD-HSD) 的同比增长轨道。其中广告业务预计增长 35% (三方广告增长 45-50%)，SaaS 业务增长 10%+，直播业务保持稳定。截至 3Q25，公司持有净现金 33.2 亿美元，高于市值，隐含负企业价值。公司 Q3 加速回购 (约 3080 万美元)，叠加年度分红，股东综合回报率极具吸引力。

投资建议：公司基本面拐点已过，广告业务的爆发式增长正在重塑公司的估值逻辑。我们上调对公司广告收入的预期。预计 2025/2026 年公司将持续受益于 Ad-Tech 的高毛利释放与直播业务的稳健现金流。当前股价对应的 2025 年非通用会计准则 P/E 处于历史低位，且现金储备提供了极高的安全边际。维持“买入”评级。

风险分析

地缘政治与海外监管风险：公司收入主要来自海外，其旗下 Bigo Live、Likee 等应用在印度、东南亚、中东等市场运营，易受当地政策影响。例如，印度曾以国家安全为由下架多款中国 App（包括 Bigo），未来仍面临被限制或禁用的风险。欧美市场也在加强数据隐私（如 GDPR）和内容监管，合规成本上升。

激烈市场竞争：海外面临 TikTok LIVE、YouTube、Facebook、IMO 等强大对手，用户获取成本攀升，增长承压。尤其 TikTok 兼具短视频与直播优势，对 Bigo 和 Likee 构成直接威胁。

宏观经济与汇率波动：新兴市场用户消费能力受经济周期影响，可能降低打赏意愿；同时多国运营带来显著汇率风险，影响财报表现。

报表预测

资产负债表(百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,072.64	2,556.28	2,559.88	3,048.26	3,499.05
现金	1,338.80	733.35	241.71	542.31	842.75
应收票据及应收账款合	130.70	121.86	113.36	122.54	129.90
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	255.49	247.54	226.18	244.51	259.18
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	2,347.65	1,453.53	1,978.63	2,138.90	2,267.23
非流动资产	4,411.23	4,971.52	4,847.02	4,724.92	4,604.57
长期投资	544.54	530.69	530.69	530.69	530.69
固定资产	390.68	499.72	421.43	343.14	264.85
无形资产	649.79	277.26	231.05	185.12	139.55
其他非流动资产	2,826.22	3,663.85	3,663.85	3,665.97	3,669.49
资产总计	8,483.87	7,527.80	7,406.90	7,773.17	8,103.62
流动负债	3,086.41	2,674.09	2,401.19	2,619.10	2,788.36
短期借款	457.72	34.85	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	66.76	84.02	63.51	69.29	73.79
其他流动负债	2,561.93	2,555.22	2,337.68	2,549.81	2,714.57
非流动负债	85.31	70.21	70.21	70.21	70.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	85.31	70.21	70.21	70.21	70.21
负债合计	3,171.72	2,744.31	2,471.41	2,689.32	2,858.57
少数股东权益	155.46	71.50	65.48	59.64	53.34
股本	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
资本公积	2,368.82	2,122.35	2,122.35	2,123.35	2,125.35
留存收益	2,787.86	2,589.63	2,747.65	2,900.85	3,066.35
归属母公司股东权益	5,156.69	4,711.99	4,870.01	5,024.21	5,191.71
负债和股东权益	8,483.87	7,527.80	7,406.90	7,773.17	8,103.62

现金流量表(百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	295.58	308.66	-517.34	254.07	256.56
净利润	272.42	-242.64	302.59	293.36	316.91
折旧摊销	132.50	102.61	124.50	125.10	126.35
财务费用	10.42	4.85	-0.95	-1.37	-2.42
其他经营现金流	-119.76	443.84	-943.48	-163.02	-184.28
投资活动现金流	420.37	-210.25	210.19	191.16	199.17
资本支出	-71.26	-69.40	0.00	-3.00	-6.00
其他投资现金流	491.63	-140.85	210.19	194.16	205.17
筹资活动现金流	-841.75	-707.83	-184.49	-144.63	-155.29
短期借款	-14.64	-422.87	-34.85	0.00	0.00
长期借款	-401.17	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-425.94	-284.96	-149.64	-144.63	-155.29
现金净增加额	-125.79	-609.42	-491.64	300.60	300.44

资料来源：公司公告, iFinD, 中信建投

利润表(百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,267.87	2,237.79	2,112.47	2,283.58	2,420.60
营业成本	1,454.84	1,431.59	1,356.21	1,479.76	1,575.81
其他营业费用	-3.53	454.94	0.00	0.00	0.00
销售和管理费用	492.24	485.85	403.48	429.31	447.81
研发费用	295.50	278.74	252.57	266.18	274.88
财务费用	10.42	4.85	-0.95	-1.37	-2.42
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	3.30	-1.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
营业利润	21.69	-419.81	101.16	110.70	126.52
其他非经营损益	269.58	190.65	230.12	210.39	220.25
利润总额	291.27	-229.15	331.28	321.09	346.77
所得税	18.86	13.49	28.69	27.73	29.86
净利润	272.42	-242.64	302.59	293.36	316.91
少数股东损益	-74.93	-95.01	-6.02	-5.84	-6.30
归属母公司净利润	347.35	-147.62	308.61	299.20	323.21
EBITDA	434.19	-121.70	454.83	444.82	470.69
EPS(美元)	6.81	-2.90	6.05	5.87	6.34

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-5.96	-1.33	-5.60	8.10	6.00
归属于母公司净利润	102.60	-174.35	-309.05	-3.05	8.02
盈利能力					
毛利率(%)	35.85	36.03	35.80	35.20	34.90
销售净利率(%)	12.01	-10.84	14.32	12.85	13.09
ROE(%)	6.74	-3.13	6.34	5.96	6.23
ROIC(%)	0.60	-9.43	2.12	2.02	2.34
偿债能力					
资产负债率(%)	37.39	36.46	33.37	34.60	35.28
净负债比率(%)	-16.59	-14.60	-4.90	-10.67	-16.07
流动比率	1.32	0.96	1.07	1.16	1.25
速动比率	0.56	0.41	0.24	0.35	0.44
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.30	0.29	0.29	0.30
应收账款周转率	17.35	18.36	18.63	18.63	18.63
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.81	-2.90	6.05	5.87	6.34
每股经营现金流(最新)	5.80	6.05	-10.15	4.98	5.03
每股净资产(最新摊薄)	101.15	92.43	95.53	98.56	101.84
估值比率					
P/E	9.35	-22.00	10.52	10.85	10.05
P/B	0.63	0.69	0.67	0.65	0.63
EV/EBITDA	-1.15	3.31	0.08	-0.57	-1.16

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技龙头公司研究。2024新财富海外市场研究第五名；2022-2023年新财富港股及海外最佳研究团队入围；2019-2020年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网及美股软件研究，2022年10月加入中信建投海外前瞻组，2023年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023-24第十七届、十八届水晶球最佳分析师海外行业入围，2024年度证券时报·新财富杂志海外市场研究团队第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10%—10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京

朝阳区景辉街16号院1号楼18

层

电话：(8610) 56135088

联系人：李祉瑶

邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海

上海浦东新区浦东南路528号南

塔2103室

电话：(8621) 6882-1600

联系人：翁起帆

邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳

福田区福中三路与鹏程一路交

汇处广电金融中心35楼

电话：(86755) 8252-1369

联系人：曹莹

邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港

中环交易广场2期18楼

联系人：刘泓麟

邮箱：charleneliu@csci.hk