

2021 年三季报点评：组织调整促效率提升，商业化前景依然乐观

买入（维持）

2021 年 11 月 25 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	58,776	79,501	103,065	125,477
同比（%）	50	35	30	22
经调整净利润（百万元）	-7,949	-22,072	-11,274	-944
同比（%）	N/A	178	-49	-92
经调整每股收益（元/股）	-2.12	-5.26	-2.69	-0.23
P/E（倍）	N/A	N/A	N/A	N/A

投资要点

■ **事件：**2021Q3 公司实现营收 204.9 亿元（本文除特别说明均指人民币元，取 2021 年 11 月 24 日汇率：1 港元=0.8197 人民币），同比增长 33.4%，符合市场预期；2021Q3 经调整净亏损 48.2 亿元，环比 2021Q2 基本持平，占收入比为-23.5%，环比 2021Q2 减少 1.4pct，经调整净亏损情况好于市场预期。

■ **用户超预期，营销费用得到有效控制驱动盈利改善。**2021Q3 公司 DAU 及 MAU 分别达到 3.20 亿及 5.73 亿，分别同比增长 17.9%及 19.5%，受季节性 & 奥运因素影响增速环比有明显提升，同时 2021Q3 每位日活跃用户日均使用时长达到 119.1 分钟，同比增长 35%，增长趋势较为乐观。销售费用是导致经调整净利润优于市场预期的主要原因，2021Q3 销售费用为 110 亿元，占收入百分比为 53.8%，环比 2021Q2 下降 5.1pct，我们分析主要原因在于优化获客渠道、补贴策略以及组织优化红利显现。

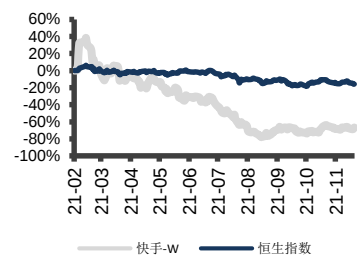
■ **营销业务逆势扩张，维持看好营销业务潜力。**我们预计广告 CPM 环比 2021Q2 有回落，主要受到教育、游戏等广告主投放减少影响，但公司流量的快速增长仍然驱动了营销业务的高增，我们预计 2021Q4 广告业务仍将保持 50%以上增长。**Q3 电商 GMV 超预期**，包括行业领先的月复购率指标进一步上升至 70%以上，直播平均日活渗透率达到 78%。2021Q4 公司推出了 116 购物节，包括开始加大服务商扶持、提升匹配效率等，我们预计全年 2021 年成交额大概率超过 6500 亿元。我们认为未来品牌占比的提升将有助于公司达成两万亿电商 GMV 的目标以及取得更高的货币化率。

■ **毛利率短期承压，但预计将被费用优化所抵消，期待后续更多改革红利释放。**2021Q3 公司毛利率略有下滑主要原因在于：1）公会占比提升；2）广告联盟占比提升。短期的投入驱动平台生态更加健康，增长更可持续，我们预计后续广告业务毛利率有望逐步恢复，激励电商服务商的短期影响在 2022 年也会逐步减弱。国内及海外组织架构调整在财务上的影响在三季度开始显现，单用户 CAC 环比 2021Q2 实现改善，海外在营销费用环比收窄情况下实现用户数、留存率等指标的提升，我们期待在 2022 年改革红利将进一步释放。

■ **维持“买入”评级。**综合考虑毛利率的阶段性的下滑，以及公司在平衡增长及费用支出上的超预期表现，我们上调 2021 年经调整的 EPS 至-5.26/-2.69/-0.23 元（原值为-5.31/-3.93/-0.67 元），2021-2023 年的经调整的净利润占收入比分别为-28%/-11%/-1%。维持看好短视频行业成长潜力，以及公司盈利能力的持续改善，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**短视频用户增速放缓，内容创作者流失，商业化低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	99.70
一年最低/最高价	64.50/417.80
市净率(倍)	5.25
港股流通市值(亿港元)	341,611.08

基础数据

每股净资产(元)	11.96
资产负债率(%)	45.13
总股本(百万股)	4,192.62
流通股本(百万股)	3,426.39

相关研究

1、《快手-W (01024)：2021 年中报点评：上半年业绩符合市场预期，强调优化提升增长质量》2021-08-31

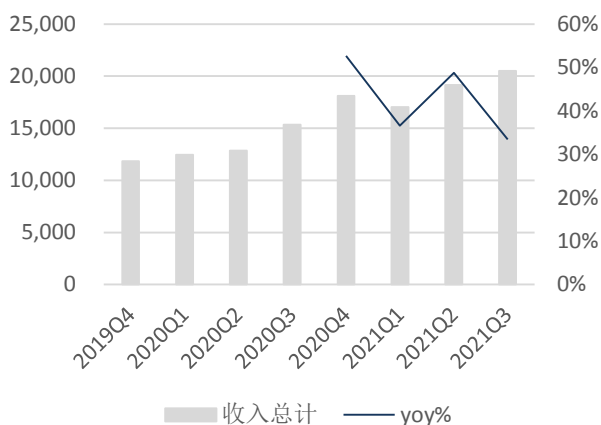
2、《快手-W (01024)：2021 年 1 季报点评：国内用户亮眼海外增长超预期，运营及商业化能力持续提升》2021-05-29

3、《快手-W (01024)：获奥运会点播及短视频权利有望再驱流量增长，616 电商节开启完善平台信任机制》2021-05-23

1. 组织调整促效率提升，商业化前景依然乐观

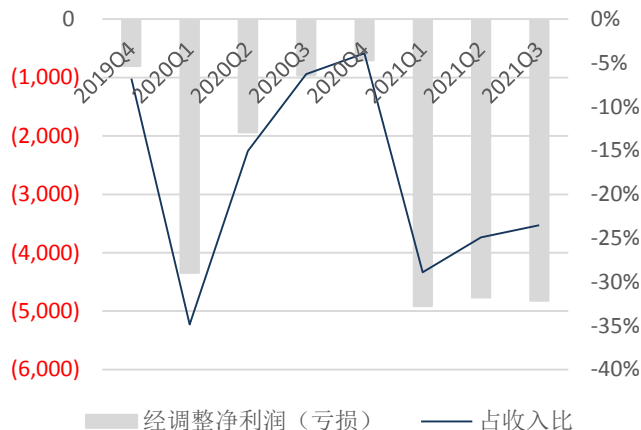
2021Q3 公司实现营业收入 204.9 亿元 (+33.4%yoy)，增长主要来自于在线营销服务及其他服务(包括电商业务)。2021Q3 经调整净亏损 48.2 亿元，净亏损额环比 2021Q2 基本持平，占收入比为-23.5%，环比 2021Q2 减少 1.4pct。

图 1: 快手季度收入(百万元)及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

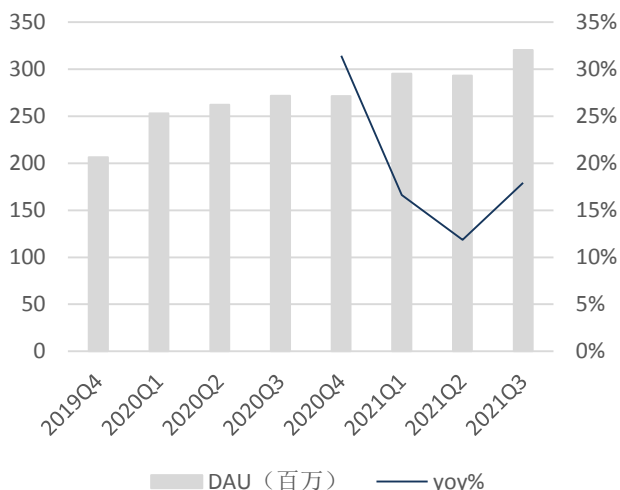
图 2: 快手季度经调整净利润(百万元)及占收入比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

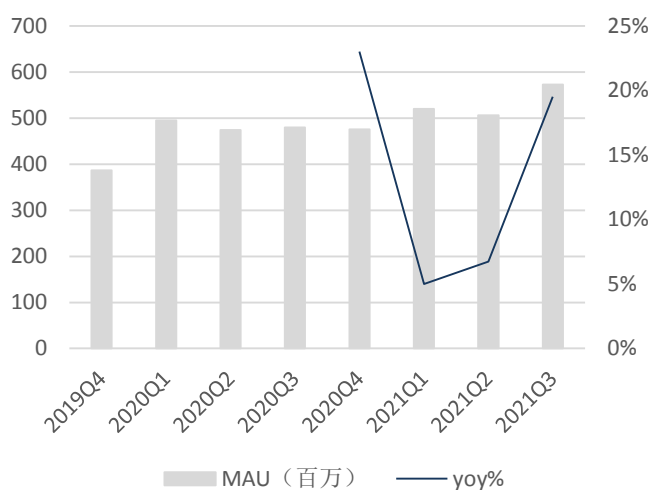
快手应用平均 DAU 及平均 MAU 在 2021Q2 分别达到 3.20 亿及 5.73 亿，分别同比增长 17.9%及 19.5%，2021Q2 增速分别为 11.9%及 6.7%，

图 3: 快手季度平均 DAU 及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

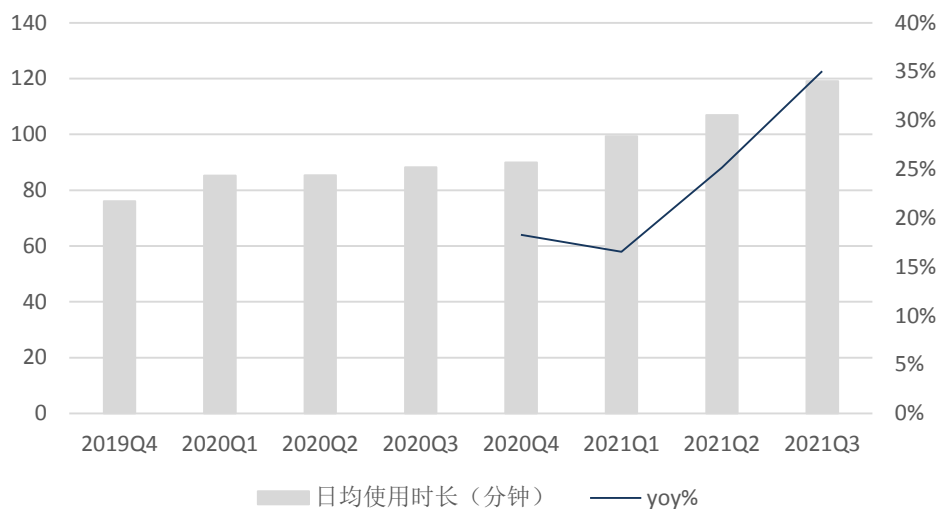
图 4: 快手季度平均 MAU 及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

每位日活跃用户日均使用时长 119.1 分钟，同比增长 35%。

图 5：快手季度平均日均使用时长及同比增速



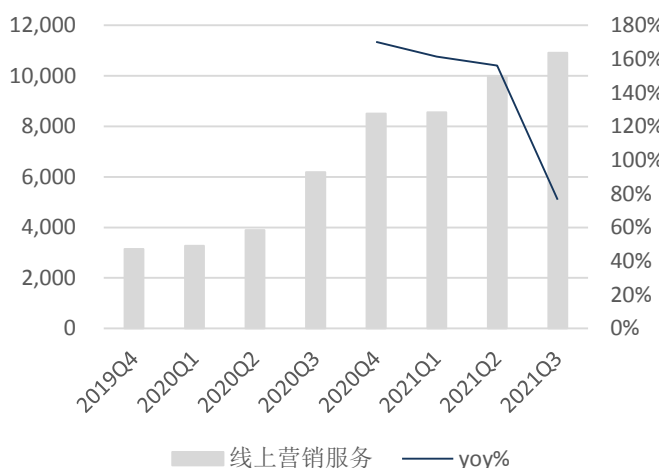
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021Q3 线上营销服务增长强劲，收入达到人民币 109 亿元，同比增长 76.5%；

直播服务收入达到 77 亿元，环比增长 7.4%；

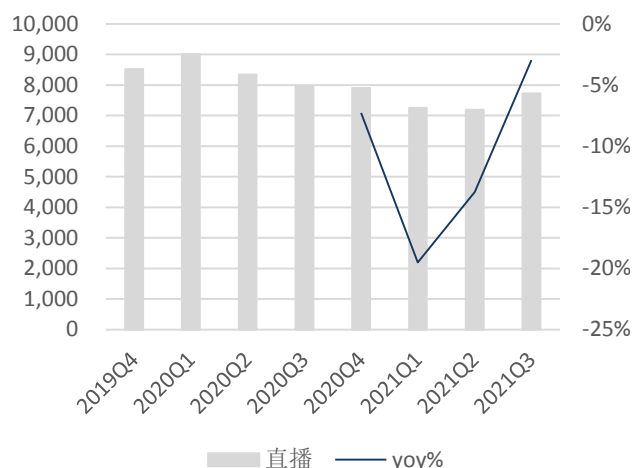
其他服务收入 19 亿元，同比增长 53.0%，主要受电商业务推动。2021Q3 电商交易总额达到人民币 1,758 亿元，同比增长 86.1%。

图 6：快手季度线上营销服务收入（百万元）及同比增速



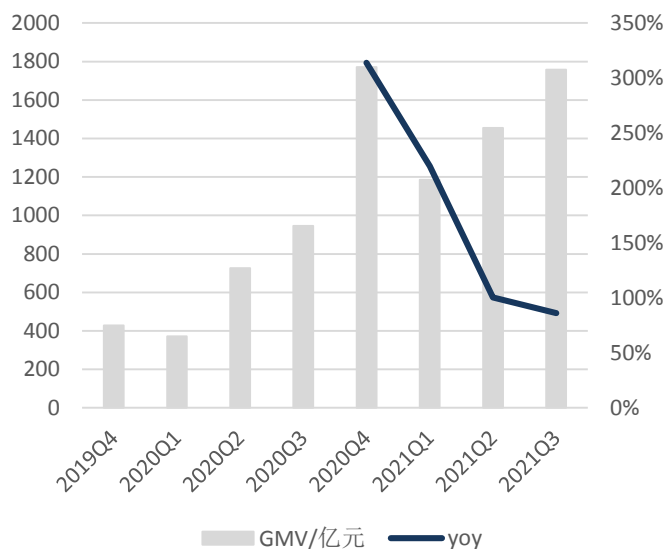
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：快手季度直播收入（百万元）及同比增速



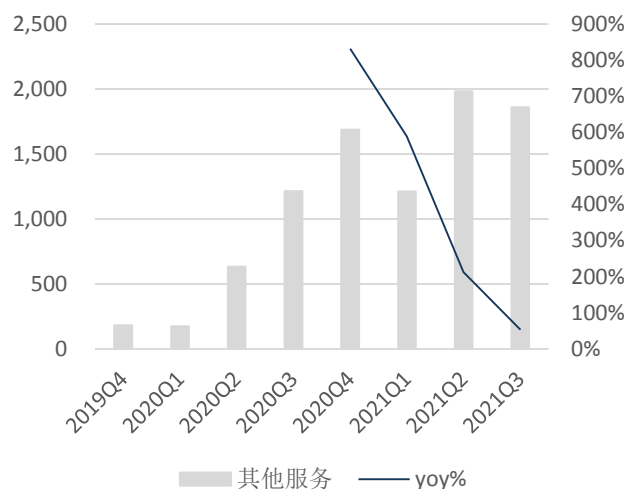
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8: 快手季度电商 GMV 及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

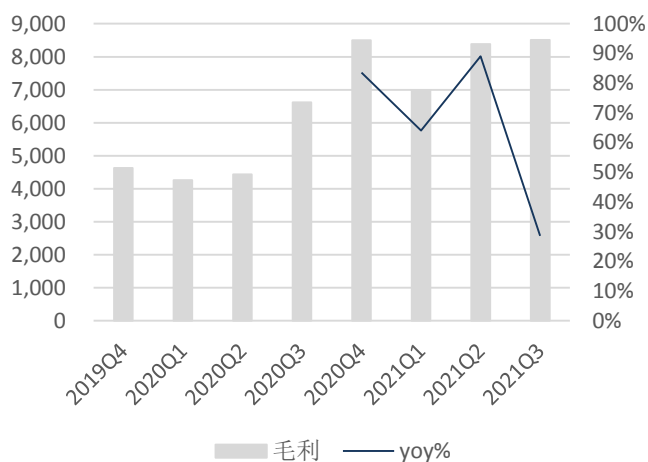
图 9: 快手季度其他服务收入（百万元）及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

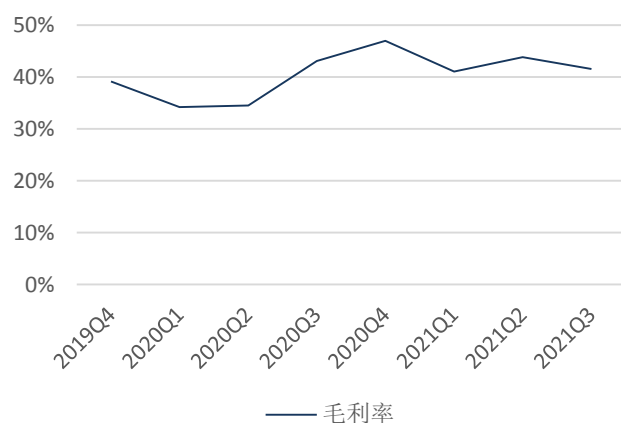
毛利由 2020Q3 的 66 亿元增加 28.6%至 2021Q3 的 85 亿元。毛利率由 2020Q3 的 43.1%减至 2021Q3 的 41.5%。

图 10: 快手季度毛利（百万元）及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

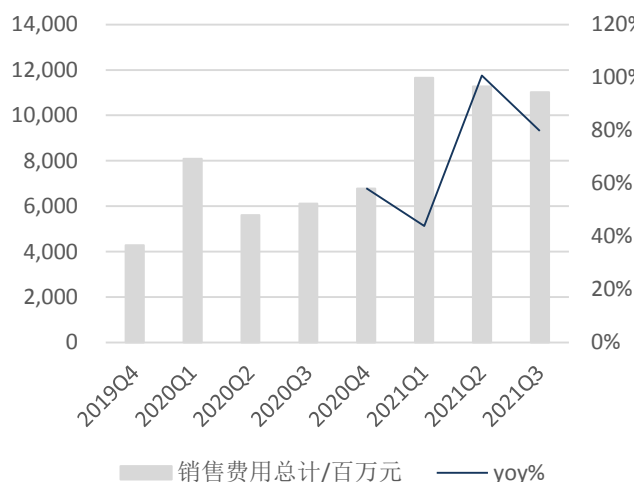
图 11: 快手季度毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

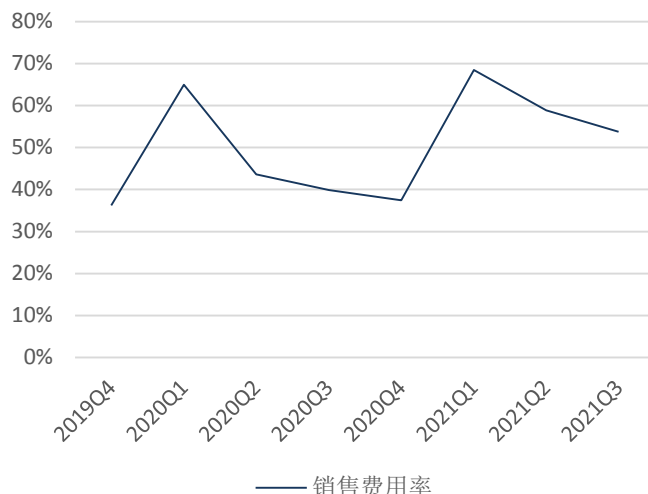
销售及营销开支由 2020Q3 的 61 亿元增加 79.9%至 2021Q3 的 110 亿元，占收入百分比由 39.9%增加至 53.8%，但环比 2021Q2 下降 5pct 左右。

图 12: 快手季度销售费用及同比增速



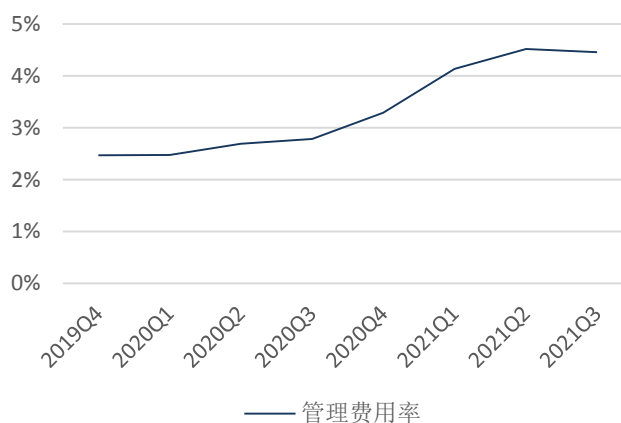
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13: 快手季度销售费用率



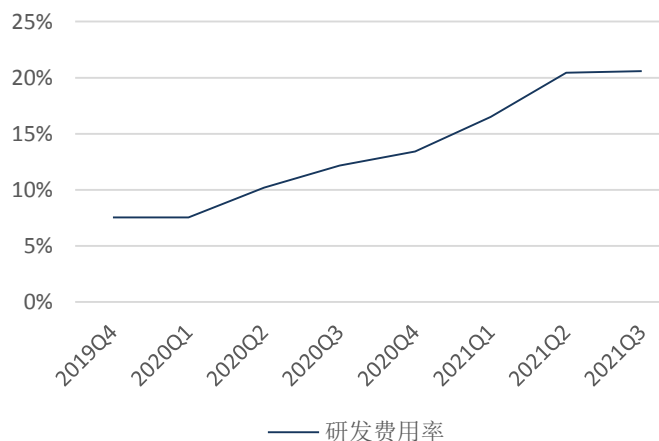
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14: 快手季度管理费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15: 快手季度研发费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

综合考虑毛利率的阶段性的下滑，以及公司在平衡增长及费用支出上的超预期表现，我们上调 2021 年经调整的 EPS 至-5.26/-2.69/-0.23 元(原值为-5.31/-3.93/-0.67 元)，2021-2023 年的经调整的净利润占收入比分别为-28%/-11%/-1%。维持看好短视频行业成长潜力，以及公司盈利能力的持续改善，维持公司“买入”评级。

2. 风险提示

1、短视频用户增速放缓的风险。行业未来的竞争将依然激烈。

2、内容创作者流失的风险。若平台未能吸引、培养及留住内容创作者，或内容创作者不再贡献内容或所提供内容对其他用户的价值下降，则访问平台的用户数量及用户参与度或会下降。

3、商业化进展低于预期的风险。直播打赏收入增速可能继续下滑，而直播电商业务盈利能力提升需要公司在产品和运营方面的持续创新，营销业务的进展也视平台在内容运营及广告招商能力方面的不断突破。

快手-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	31528	56720	46176	45619	销售收入	58776	79501	103065	125477
现金及现金等价物	20392	42628	29201	27746	销售成本	34961	46310	59778	69013
交易性金融资产	3690	4097	4038	2416	毛利	23815	33191	43287	56465
应收账款及票据	4713	6375	8265	10062	其他收入-净额	533	714	926	1127
存货	0	0.00	0.00	0.00	营业开支	34839	65069	62682	64193
其他流动资产	2733	3620	4673	5394	其中: 销售费用	26615	45946	37822	33118
非流动资产	20619	25232	30490	34486	管理费用	1677	3528	4586	5733
固定资产	7206	8433	9754	10457	研发费用	6548	15595	20274	25342
无形资产	5611	6541	7685	8322	营业利润	-10492	-31164	-18469	-6601
其他非流动资产	6966	9422	12214	14870	加: 财务收入	0	408	853	584
资产总计	52147	81953	76667	80106	减: 财务费用	35	0	0	0
流动负债	23185	24771	28029	29816	加: 权益性投资损益	0	0	0	0
应付账款及票据	11544	11577	11956	11502	减: 所得税	-566	-277	-159	-54
应交税金	938	1269	1645	2002	经调整归母净利润	-7949	-22072	-11274	-944
其他流动负债	10703	11925	14429	16312					
非流动负债	189012	9208	11938	14534					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	189012	9208	11938	14534					
负债合计	212197	33979	39967	44350					
少数股东权益	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	-160050	47973	36700	35756	经调整每股收益 (元)	-2.12	-5.26	-2.69	-0.23
负债和股东权益	52147	81953	76667	80106	每股净资产 (元)	-47.35	11.44	8.75	8.53
					发行在外股份 (百万股)	3743	4193	4193	4193
					ROE (%)	5	-46	-31	-3
					毛利率 (%)	41	42	42	45
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	经调整净利率 (%)	-14	-28	-11	-1
经营活动现金流	2289	-21572	-9252	230	资产负债率 (%)	407	41	52	55
投资活动现金流	-4867	-4026	-4175	-1685	收入增长率 (%)	50	35	30	22
筹资活动现金流	19290	47835	0	0	经调整净利润增速 (%)	N/A	178	-49	-92
现金净增加额	16395	22237	-13427	-1455	P/E	N/A	N/A	N/A	N/A
					P/B	N/A	7	9	10

数据来源: wind, 东吴证券研究所, 取 2021 年 11 月 24 日汇率: 1 港元=0.8197 人民币

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>