

快手-W (01024.HK) 深度研究

新娱乐、新商业、新巨头

2021 年 09 月 07 日

【投资要点】

- ◆ **快手基本盘稳固，海外用户带来新增量。**在抖音迅猛攻势和视频号异军突起情况下，快手国内用户数保持稳定增长，年轻、下沉用户仍然是其基本盘。短视频三足鼎立格局已经形成，未来更多是逐城逐地的内容和运营上的争夺。从获客成本和效率角度，快手与哔哩哔哩相近，成本可控，阶段性提高主要由于海外扩张。我们认为海外有望再造一个快手，中国互联网模式全球领先，目前海外月活用户超 1.8 亿，未来商业化可期。
- ◆ **快手以创作者为中心，内容与抖音差异性明显。**快手双列、抖音单列，双列在消费效率、算法效率以及商业化效率都更优，但单列对创作者更友好。快手普惠、抖音爆款，算法方面快手会对头部限流，抖音优先爆款内容。产品和算法决定内容生态，快手高集中度低流动性，容易出现内容巨头。抖快头部内容重合率 30-50%，并且快手对内容创作者包容性更强，差异化内容造就坚实护城河。
- ◆ **广告天花板尚远，店播是电商新增长引擎。**广告业务超过直播成为公司第一大业务，品牌广告、算法优化以及电商（小店通）带动快速增长。按照单日活用户广告贡献计，快手不到抖音广告变现效率的 50%，增长潜力仍较大。2021 年上半年，电商业务实现 GMV 2,640 亿，套利空间吸引更多商家，品牌自播将成为快手未来电商增长主要驱动力。对于快手而言，私域强化信任电商，推广长尾品牌或非标品；公域引入更多品牌商品，二者相辅相成。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（首次）

目标价：163.73 港元

东方财富证券研究所

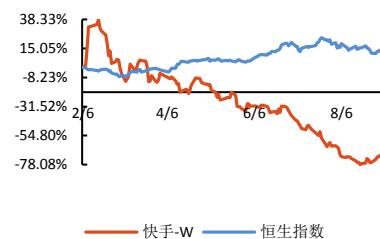
证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

联系人：陈子怡

电话：021-23586305

相对指数表现



基本数据

总市值（百万港元）	387726.17
流通市值（百万港元）	316312.88
52 周最高/最低（港元）	417.80/64.50
52 周最高/最低（PE）	-1.58/-13.18
52 周最高/最低（PB）	13.54/-10.22
52 周涨幅（%）	-68.93
52 周换手率（%）	58.20

相关研究

【投资建议】

- ◆ 我们认为快手的基本盘稳固，海外扩张顺利，广告和电商商业化稳步进行。预计公司 2021-2023 年收入分别为 807.6/1078.7/1364.9 亿元，归属母公司净利润(经调整)-80.7/-29.1/123.6 亿元，每股收益(经调整)2021-2023 年分别为-1.94/-0.70/2.97 元，PS 对应 3.1/2.3/1.8 倍。根据相对估值法，未来一年目标价格 163.73 港币/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	58776.10	80758.81	107870.16	136485.50
增长率(%)	50.2%	37.4%	33.6%	26.5%
EBITDA(百万)	-4270.30	7221.22	2593.02	15169.03
归母净利润(百万)	-7948.81	-8067.53	-2910.32	12360.55
增长率(%)	-690.3%	-1.5%	63.9%	524.7%
EPS(元/股)	-1.91	-1.94	-0.70	2.97
市盈率(P/E)	-31.04	-30.58	-84.77	19.96
市销率(P/S)	4.20	3.05	2.29	1.81
EV/EBITDA	-96.41	27.04	76.90	12.38

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所(归母净利润为非国际会计准则调整后)

【风险提示】

- ◆ **政策监管风险:** 互联网监管趋严，短视频、直播等内容存在监管不确定性，提高了风险溢价，可能对股价造成负面影响。
- ◆ **用户增长不及预期:** 用户是商业化的基本盘，公司面临着抖音、视频号以及哔哩哔哩的竞争，用户增长不及预期可能导致营收增长。
- ◆ **内容成本上行:** 由于短视频平台竞争加剧，为了保持用户增长及黏性，各公司加大内容方面投入(包括游戏赛事、体育赛事、剧集、综艺等)，可能导致成本增加，使盈利恶化。

1、关键假设

我们预计未来 2-3 年，快手线上营销、电商商业化仍将保持快速增长，2021-2023 年整体营收增速为 37.4%/33.6%/26.5%。其中直播打赏业务营收增速-12.3%/0.0%/0.0%，直播业务相对平稳；线上营销业务营收增速 95.1%/49.5%/27.6%，受益于小店通&快手粉条、数据精准化&品牌广告主认可度提升以及广告联盟增长；直播电商业务营收增速 142.4%/66.7%/73.3%，受益于 GMV 和抽佣比率增长。我们认为随着线上营销、直播电商等高毛利率业务占比提升，公司整体毛利率逐步提升，2021-2023 年分别为 43.5%/49.4%/56.0%。

图表：公司盈利测算主要假设

	2020	2021E	2022E	2023E
直播打赏业务				
直播打赏市场规模，亿	1,826	2,239	2,692	3,177
其中：快手，亿	332	291	291	291
市占率，%	18.2%	13.0%	10.8%	9.1%
线上营销业务				
移动广告市场规模，亿	6,787	8,532	10,513	12,610
其中：快手，亿	219	426	638	814
市占率，%	3.2%	5.0%	6.1%	6.5%
平均日活用户数，亿	264.6	294.6	314.6	334.6
日活用户平均日广告贡献	0.23	0.40	0.56	0.67
直播电商业务				
直播带货 GMV，万亿	1.05	2.00	-	-
其中：快手，万亿	0.38	0.70	1.00	1.30
市占率，%	36.2%	35.0%	-	-
公司直播电商业务收入，亿	37	90	150	260
货币化率，%	1.0%	1.3%	1.5%	2.0%
公司整体收入，亿	588	807	1,079	1,365
毛利率，%	40.5%	43.5%	49.4%	56.0%

资料来源：艾瑞咨询，毕马威，东方财富证券研究所（此处电商业务货币化率主要是佣金率，小店通等变现计入线上营销业务）

2、创新之处

市场主流观点认为快手存在如下问题：1）快手管理及运营能力逊于字节（运营能力逐步提升）；2）快手及极速版用户增长遇到瓶颈且买量成本居高不下（海外用户贡献新增量）；3）由于用户下沉、品牌广告主投放有限（投入产出比高，吸引大量品牌）；4）电商增速不及预期（品牌自播是新增长引擎）；5）海外投入过大、前景未知（用户数超 1.8 亿，海外用户商业价值或与国内相当）。我们在文中对这 5 个问题进行详细分析和反驳，作为中国 TOP 3 的短视频平台以及年轻用户最喜欢的应用之一，我们认为市场低估其护城河以及商业化潜力，股价处于低位，存在反转可能。

3、潜在催化

纳入港股通：快手符合港股通要求，有望于 9 月纳入港股通。腾讯、美团等港股通互联网标的均有 5%左右的港股通持股，我们认为快手纳入港股通将带来大量资金流入，有助于其价值回归。

海外业务突破：今年 6 月快手海外月活超 1.8 亿，在南美洲、东南亚取得突破。在用户体量达到一定规模情况下，下一步就是扶持本地化内容提高用户黏性以及商业化变现。海外用户进一步突破或者商业化进展加速都将有利于快手海外业务的价值重估。

商业化加速超预期：对于国内部分，快手从“用户增长”阶段向“商业化加速”阶段过渡，快手线上营销和直播电商仍具有相当潜力，商业化超预期有助于其价值回归。

正文目录

1. 研究框架：四维度分析法	6
2. 公司简介：年轻化、UGC 和加速的商业化	7
2.1. 公司概况：国内 TOP 3 移动时长互联网公司	7
2.2. 发展历程：坚持算法初心，夯实运营能力	8
2.3. 组织架构：不断优化升级，腾讯股权加持	9
2.4. 财务概览：广告、电商加速，海外扩张短期加大投入	10
3. 用户增长：基本盘稳固，增长成本可控	11
3.1. 基本盘：更年轻、更下沉、消费能力不弱	11
3.2. 空间和对手：UGC 将进一步挤占 PGC，短视频三足鼎立	12
3.3. 增长策略：内容、运营和裂变，成本相对可控	14
3.4. 海外市场：中国模式出海，拉美打造桥头堡	17
4. 产品与算法：注重公平，兼顾效率	19
4.1. 价值观：以创作者为中心，坚持公平普惠	19
4.2. 单双列：单列效率高，双列对创作者更友好	21
4.3. 私域：用户选择下的高效，本质是复看和复购	22
5. 内容生态：高集中度低流动性，内容具有差异化	23
5.1. 生态结构：快手高集中度低流动性，抖音高集中度高流动性	23
5.2. 生态差异化：抖快头部重合率 30-50%，视频号异军突起	24
5.3. 创作者商业化：利于头部机构，中腰部创作者待激活	25
6. 商业化：广告、电商加速变现	26
6.1. 直播打赏：平台基石+现金牛业务，小店通替代挂榜	26
6.2. 广告：品牌、算法、电商三驾马车齐发力	27
6.3. 直播电商：天花板尚远，品牌店播接力	29
7. 盈利预测	31
8. 估值和投资建议	31
9. 风险提示	32

图表目录

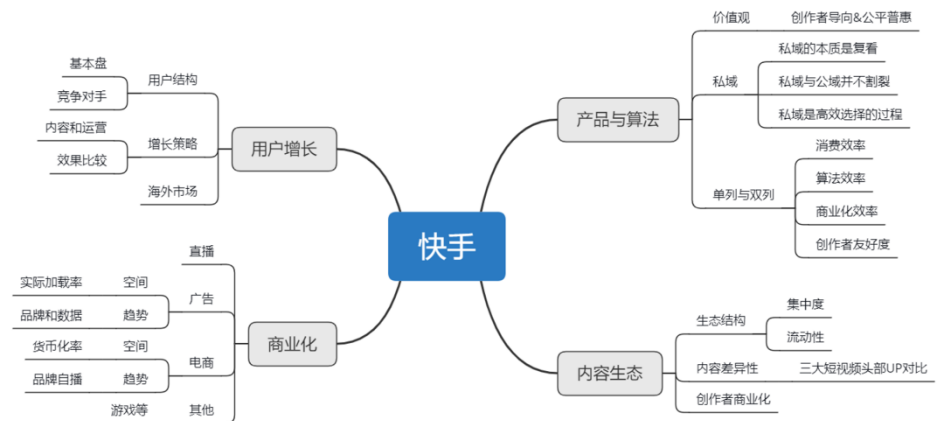
图表 1：关于社区类产品的四维度分析法	6
图表 2：快手是 TOP 3 移动时长的互联网公司	7
图表 3：快手是 TOP 3 用户数的短视频平台	7
图表 4：快手是 TOP 5 收入广告平台	7
图表 5：快手是 TOP 2 GMV 的直播电商平台	7
图表 6：快手的发展历程	8
图表 7：快手组织架构不断优化	9
图表 8：快手股权结构	9
图表 9：快手营业收入及增速（单位：百万、%）	10
图表 10：2021 年上半年快手收入结构	10
图表 11：快手费用率情况（单位：%）	10
图表 12：快手毛利率和调整后净利率（单位：%）	10
图表 13：快手与抖音用户性别差异	11
图表 14：快手与抖音用户年龄差异	11
图表 15：快手与抖音用户地域差异	11
图表 16：快手与抖音用户线上消费差异	11
图表 17：UGC 平台日活用户数（单位：百万）	12
图表 18：PGC 平台日活用户数（单位：百万）	12

图表 19: UGC 视频平台时长超过 PGC 平台 (单位: 亿小时)	12
图表 20: 短视频更长更多元	13
图表 21: 快手星芒计划	13
图表 22: 中短视频平台特征对比	14
图表 23: 快手加码体育赛事	14
图表 24: 快手周杰伦账号	15
图表 25: 快手丁真账号	15
图表 26: 快手及快手极速版红包玩法	15
图表 27: 快手和 B 站销售费用率 (单位: %)	16
图表 28: 快手和 B 站日活营销支出 (单位: 元/月)	16
图表 29: 快手的四轮海外扩张	17
图表 30: 快手海外产品形态类似 TikTok	18
图表 31: Kwai 海外集“球星卡”	18
图表 32: Facebook 各地区用户数占比	18
图表 33: Facebook 各地区收入占比	18
图表 34: Facebook 各地区用户 ARPU 值 (单位: 美元)	19
图表 35: 短视频平台推荐算法	20
图表 36: 各平台产品算法比较	20
图表 37: 快手“上下滑”地位提升	21
图表 38: 双列给用户更多选择	21
图表 39: 中短视频平台私域属性对比	22
图表 40: 不同复购率下 LTV (N) 对比 (概念图)	22
图表 41: TOP 100 粉丝 UP 主“粉丝数比”	23
图表 42: TOP 100 粉丝 UP 主“播放量比”	23
图表 43: 抖音周涨粉 TOP 10 (2021/8/2-8/10)	24
图表 44: 快手周涨粉 TOP 10 (2021/8/2-8/10)	24
图表 45: 抖音 TOP 100 UP 主重合率	24
图表 46: 快手 TOP 100 UP 主重合率	24
图表 47: 视频号 TOP 50 抖音重合度	25
图表 48: 视频号 TOP 50 快手重合度	25
图表 49: 快手获得收入用户数 (单位: 百万)	26
图表 50: 抖快两位创作者内容营销刊例价	26
图表 51: 快手营业收入及增速 (单位: 百万, %)	26
图表 52: 2021 年上半年快手收入结构	26
图表 53: 快手直播收入及增速 (单位: 百万, %)	27
图表 54: 快手月付费用户 (单位: 百万)	27
图表 55: 快手广告收入及增速 (单位: 百万, %)	28
图表 56: 快手广告业务划分 (估计)	28
图表 57: 快手平均日活广告收入 (单位: 元/天)	28
图表 58: 各视频平台日活广告贡献 (单位: 元/天)	28
图表 59: YouTube 和抖音广告微观模型	29
图表 60: 快手电商收入及增速 (单位: 百万, %)	30
图表 61: 快手电商 GMV 及货币化率 (单位: 亿)	30
图表 62: 淘系电商国内零售货币化率	30
图表 63: 淘系电商与快手货币化率对比	30
图表 64: 公司盈利测算主要假设	31
图表 65: 可比公司一览	32

1. 研究框架：四维度分析法

在分析快手之前，我们先总结一下如何研究“社区类”产品。主要分为四个维度：**用户增长**、**产品与算法**、**内容生态**以及**商业化**，不同的公司之间四维度要素各不相同、不同的发展阶段四维度重要性也不同，接下来我们将详细阐述：

图表 1：关于社区类产品的四维度分析法



资料来源：东方财富证券研究所绘制

用户增长：社区类产品通常满足了用户的一定需求，或者通过一定“玩法”突破冷启动期（网络效应临界点），比如视频号的小红点和红包封面活动、快手的“GIF”时期、抖音的海藻舞、哔哩哔哩的二次元。产品设计和冷启动玩法都决定了产品的基本盘用户（一般都是细分领域年轻用户），此外，就是通过广告投放、运营以及内容的手段不断破圈增长。用户增长是互联网发展早期非常重要的研究方向，比较典型的是哔哩哔哩、TapTap。

产品与算法：社区的法则和运行方式，决定了内容的流转和用户关系。不同的产品设计与算法权重，有着不同的价值观导向。比如微信的价值观是“以用户价值为归依、让创造体现价值、用完即走、商业化存于无形”，快手的价值观是“公平普惠”，抖音的价值观是“用户体验为先”，哔哩哔哩的价值观是“以用户认同的内容为导向”。产品与算法深刻影响着互联网公司的“征税能力”和“内容生态”。

内容生态：由用户结构和产品算法共同决定，表现为生态结构（集中度、流动性）、内容分布以及用户行为（时长、黏性等）。产品算法是因，而内容生态是果。比如微信“去中心化”最明显，快手是“藩镇割据”，抖音是“中央集权”，哔哩哔哩则相比于快手更加长尾。

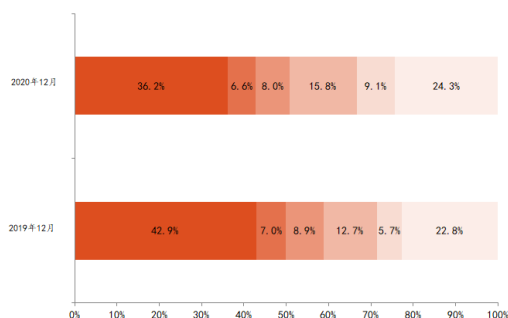
商业化：互联网公司商业化的本质就是“征税能力”，典型方式包括游戏、广告、电商和增值服务，其中“用户黏性越高，集权程度越高，征税能力也就越强”。微信本身的商业化（广告、电商）能力不强，但由于其熟人社交属性和超高用户黏性，其在游戏（团队竞技类）和金融（支付）领域却有得天独厚的优势，这是其“数字身份证”的属性决定，非其他应用可比。快手从直播为主逐步重心转向广告和电商，由于其私域属性，商业化仍然相对克制。抖音凭借其超高的集群能力，通过广告变现（其电商也为流量逻辑），效率最高。

2. 公司简介：年轻化、UGC 和加速的商业化

2.1. 公司概况：国内 TOP 3 移动时长互联网公司

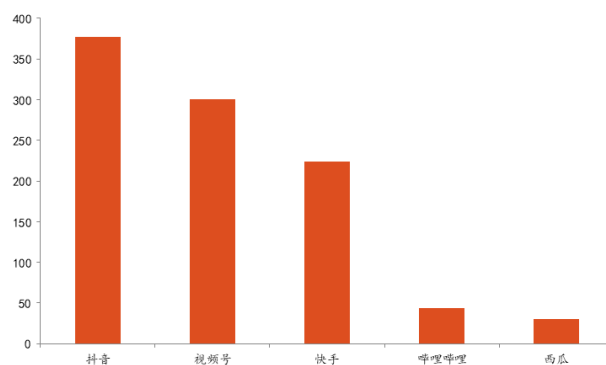
快手成立于 2011 年，最早是一款用于制作分享 GIF 图片的工具，随着移动互联网发展，公司不断与时俱进，成为全球领先的短视频内容社区。根据 Questmobile 数据显示，以移动端时长计，截至 2020 年 12 月，快手是国内第三大时长互联网公司，约占全网移动端时长的 9.1%，仅次于腾讯（36.2%）、字节跳动（15.8%），高于老牌互联网巨头百度（8.0%）、阿里巴巴（6.6%）。在 Z 世代用户的时长占比，快手及极速版甚至与抖音相差无几。截至 2021 年 6 月，以日活用户计，快手是国内第三大用户数的短视频平台，快手主 APP 日活用户超 2.2 亿、极速版 APP 日活用户超 1.0 亿，仅次于抖音（3.8 亿）、视频号（3.0 亿）。快手以直播、广告和电商作为主要变现模式，目前正处于商业化加速阶段。以日活用户计，快手是国内最大的直播平台。以广告收入计，2021 年第一季度，快手是国内第五大广告平台，仅次于阿里巴巴、字节跳动、腾讯和百度。以直播带货 GMV 计，快手是国内第二大直播电商平台。

图表 2：快手是 TOP 3 移动时长的互联网公司



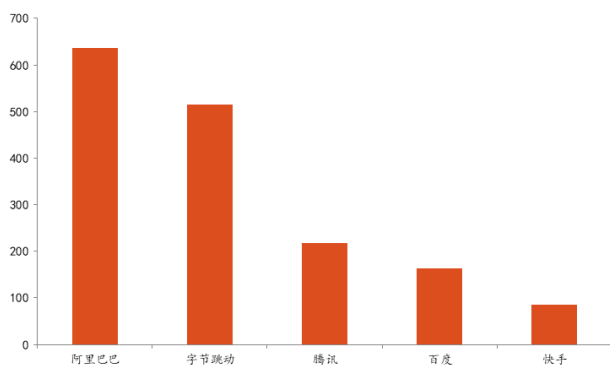
资料来源：Questmobile (2020/12)，东方财富证券研究所

图表 3：快手是 TOP 3 用户数的短视频平台



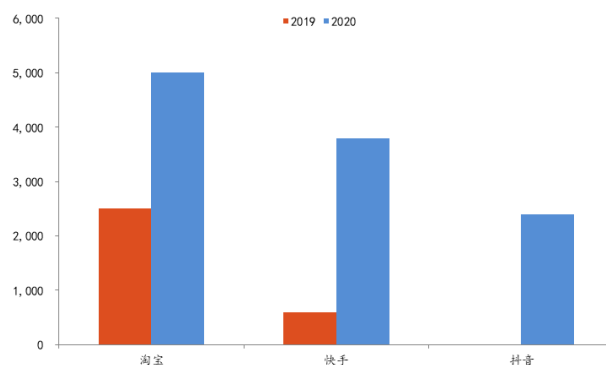
资料来源：Questmobile (2021/6)，视灯，东方财富证券研究所（仅考虑主 App，不考虑极速版）

图表 4：快手是 TOP 5 收入广告平台



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所 (2021 年一季度数据)

图表 5：快手是 TOP 2 GMV 的直播电商平台



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

2.2. 发展历程：坚持算法初心，夯实运营能力

成立近 10 年的快手经历了“从工具到社区、从草根到明星、从红海到三足鼎立、从佛系到强运营”的转变：

社区化时期 (2011-2013 年)：快手最早名为“GIF 快手”，是一款制作 GIF 动图的手机应用。作为工具类应用，快手生产的内容基本都在微博上传播。出于对工具定位的担忧，成立仅一年的快手 (V3.40) 就开始了社区化转型，逐步形成了初代的“发现” (V3.40)、“同城” (V3.48) 和“关注” (V3.94) 结构。

直播化时期 (2014-2015 年)：凭借着算法和内容优势，快手在移动互联网红利期跑马圈地。彼时，大量 YY 系主播看到短视频的流量红利，“快手引流、YY 变现”模式兴起，草根出身的 YY 系主播也奠定了快手的老铁文化。

百团大战 (2016-2018 年)：互联网巨头纷纷进入短视频，秒拍、梨视频、快视频均开始加大投入，短视频行业跑步进入“百团大战”。由于缺乏持续的弹药，仅有 2016 年 4 月上线直播功能的快手以及 18 年横空出世的大屏抖音存活下来。

商业化加速 (2019-至今)：快手从原来的增长、运营方式从佛系到激进，逐步稳住与抖音竞争差距，在广告、电商等领域加速商业化，补足短板。视频号凭借着微信的全力支持和独特的冷启动方式 (朋友圈层类)，迅速挤进短视频 TOP 3，实现三足鼎立的态势。

图表 6：快手的发展历程



资料来源：东方财富证券研究所绘制

多难兴邦，做难却正确的事情。从成立至今，快手遇到过三次“危机”：第一次是转型社区。改版之初，GIF 快手的 DAU 一度从百万级别下降至十万，经历了转型阵痛期，快手摆脱了对微博的依赖，奠定了强大且丰富的内容生态。第二次是短视频百团大战，互联网巨头纷纷扶持自己势力，竞争进入了白热化，快手最早找到直播变现方式的快手，远离了“烧钱”的泥潭。第三次是抖音攻防战，彼时抖音横空出世，用户数迅速反超了快手，字节系以“精细化、高效、强运营”见长，快手不断加强运营和商业化能力，稳住基本盘的基础上实现突破。如今短视频行业进入后半场，抖音、快手、视频号三足鼎立，三者的竞争也变成了逐城逐地争夺的运营持久战。

2.3. 组织架构：不断优化升级，腾讯股权加持

互联网下半场，组织和管理能力愈发重要。2020 年 5 月以来，快手进行了多次内部组织架构调整：第一次，原运营负责人马宏彬与商业化负责人严强互换岗位、王剑伟成为产品最高负责人收拢产品和直播业务；第二次，增长部门由运营划归产品部门负责、A 站划归运营团队管理。公司重要管理层如下：

程一笑：快手创始人兼首席产品官，先后在惠普、人人网供职，后创业做 GIF 快手，其风格低调、产品设计简单，也被称为“天通苑的张小龙”。其产品理念和核心价值观决定了快手的价值观，即为“公平普惠”。

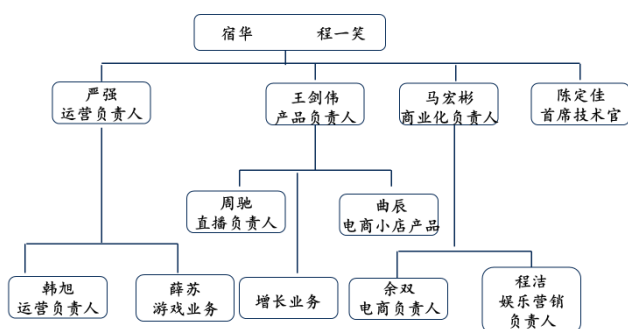
宿华：快手创始人兼 CEO，先后在 Google、百度等互联网巨头供职，主要负责搜索和推荐算法，连续创业后加入快手。其是最早将算法引入快手的关键人物，帮助公司在移动互联网红利中脱颖而出。

马宏彬：高级副总裁，先后任职于波士顿咨询、美团，此前负责快手战略分析、用户增长和运营相关业务，组织架构升级后，商业化负责人。作为总指挥，曾主导了快手 K3 战役，建立了快手运营部门，带领快手极速版 DAU 破亿。

王剑伟：产品社区负责人，曾于腾讯手 Q 和微信任职。在加入快手后，负责快手主应用的社交部分，并改版快手关注流，主导了快手极速版。

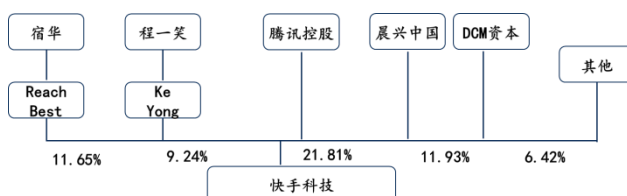
严强：高级副总裁，来自阿里巴巴，任职高级算法专家，组织架构升级后，从商业化负责人转为运营负责人。

图表 7：快手组织架构不断优化



资料来源：快手，东方财富证券研究所

图表 8：快手股权结构



资料来源：Choice，东方财富证券研究所（2021/3/31）

截至 2021 年 3 月 31 日，快手股权结构如下：

创始团队：宿华持股 11.65%、程一笑持股 9.24%；（宿华与程一笑持股为 A 类股，每股拥有 10 票投票权）

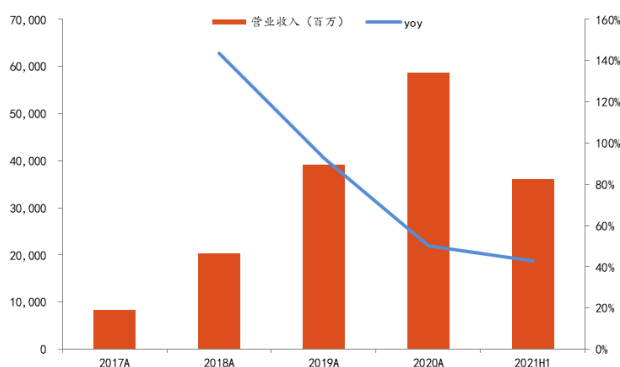
腾讯：持股 21.81%，为第一大股东；（双方在营销及推广服务、云服务及技术服务、支付领域签订框架协议，2021-2023 年年度框架协议上限：1）营销及推广服务，41.0/47.1/54.0 亿；2）云服务及技术服务，19.7/23.2/26.5 亿；3）支付服务，11.2/18.9/27.8 亿）

其他：晨兴中国持股 11.93%、DCM 资本持股 6.42%等。

2.4. 财务概览：广告、电商加速，海外扩张短期加大投入

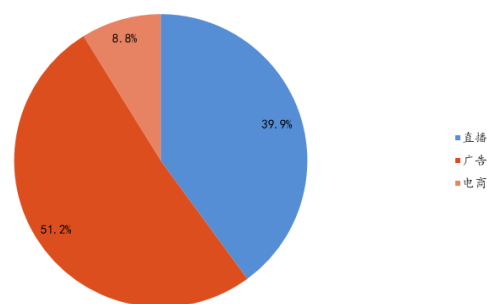
用户高基数，广告、电商助力商业化加速。2020 年上半年，快手实现营业收入 361.6 亿，同比增长 42.8%。其中直播（打赏）业务是公司的基石+现金牛业务，占比 39.9%，增速-16.7%；广告业务是公司未来的增长引擎，长期受益于广告加载率提升（公私域结合）、数据优化能力提升和品牌主认可度提高，占比 51.2%，增速 158.6%；电商及其他业务同样是高增长的潜力业务，GMV 和货币化率稳步提升，占比 8.8%，增速 294.6%。

图表 9：快手营业收入及增速（单位：百万、%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

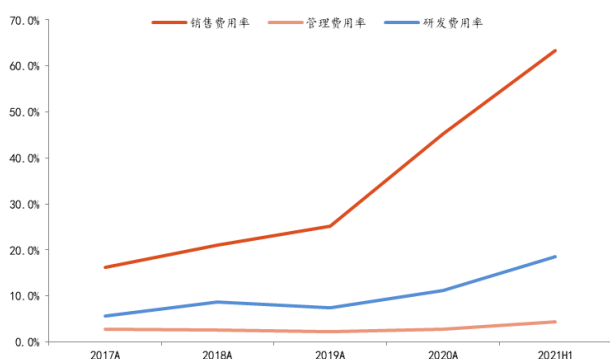
图表 10：2021 年上半年快手收入结构



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

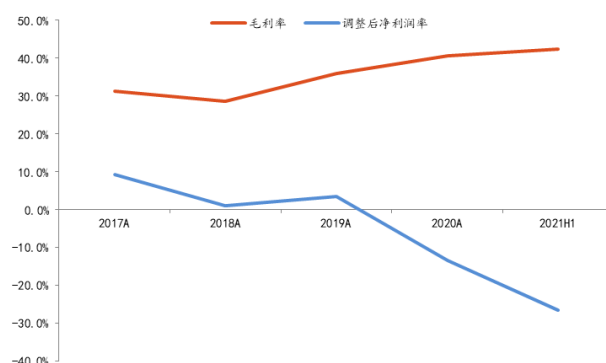
广告业务占比提升推动毛利率进入上升通道，海外扩张短期加大投入支出。2021 年上半年，快手毛利率 42.5% (yoy+8.2pct)，调整后净利润率-26.7% (yoy-1.6pct)，广告、电商等高毛利率业务占比提升，但销售、管理及研发费用率亦有所提升。2021 年上半年，快手销售费用率 63.4% (yoy+9.3pct)，管理费用率 4.3% (yoy+1.7pct)，研发费用率 18.6% (yoy+9.7pct)。激进扩张策略和海外扩张导致各项费用率短期提升。

图表 11：快手费用率情况（单位：%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 12：快手毛利率和调整后净利润率（单位：%）



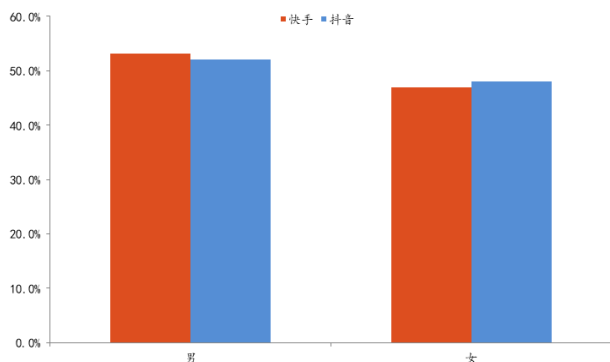
资料来源：Choice，东方财富证券研究所（调整后净利润率主要调整包括业务收购产生的无形资产摊销、以股份为基础的薪酬开支、可转换可赎回优先股公允价值变动以及上市和非上市投资公允价值变动）

3. 用户增长：基本盘稳固，增长成本可控

3.1. 基本盘：更年轻、更下沉、消费能力不弱

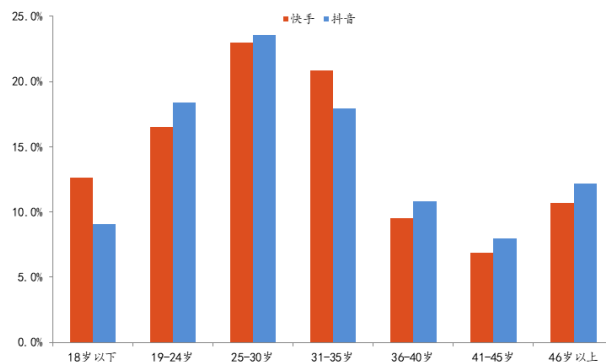
作为国内前三大短视频应用，快手的用户结构和特征已较为普适。“北快手、南抖音”，“快手老铁、抖音潮人”，“快手五环外，抖音五环内”，这些刻板印象已经过时。但是我们可以看到年轻、下沉用户仍然是快手的基本盘。与抖音相比，快手男性用户略多、但差异不大；快手 30 岁以下用户占比超 70%、其中 18 岁以下用户比例高于抖音；快手下沉市场覆盖率更高、尤其是在东北、西北等地、五线城市快手占比接近 20%；快手用户的消费能力并不弱。

图表 13：快手与抖音用户性别差异



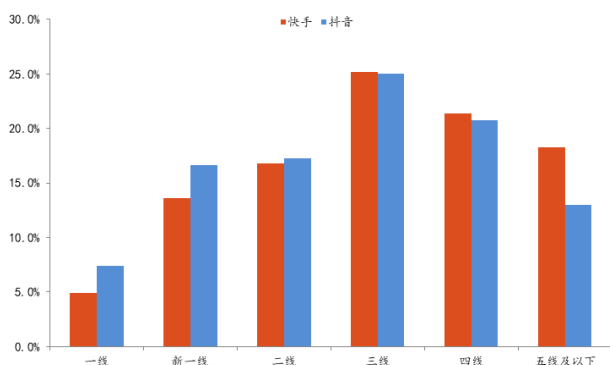
资料来源：Questmobile，东方财富证券研究所（2020/10）

图表 14：快手与抖音用户年龄差异



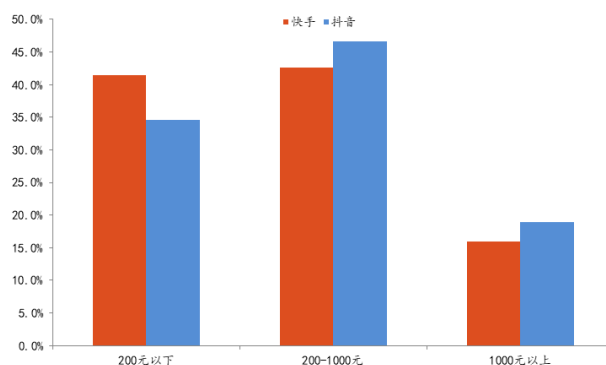
资料来源：Questmobile，东方财富证券研究所（2020/10）

图表 15：快手与抖音用户地域差异



资料来源：Questmobile，东方财富证券研究所（2020/10）

图表 16：快手与抖音用户线上消费差异



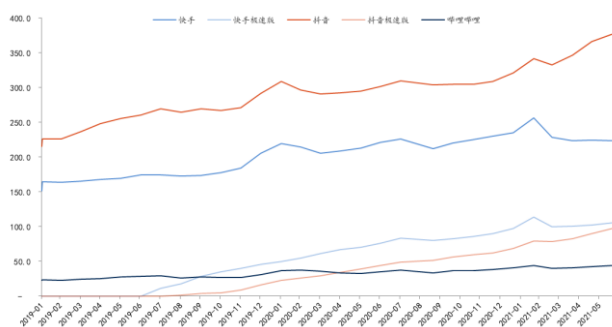
资料来源：Questmobile，东方财富证券研究所（2020/10）

基于基本盘用户来破圈增长，我们认为“中年用户、一二线用户”是未来的主要破圈方向。这也是为什么快手要重金投入春节红包大战、奥运会转播的原因。（关于“增长策略和成本收益”将在下文详细论述）

3.2. 空间和对手：UGC 将进一步挤占 PGC，短视频三足鼎立

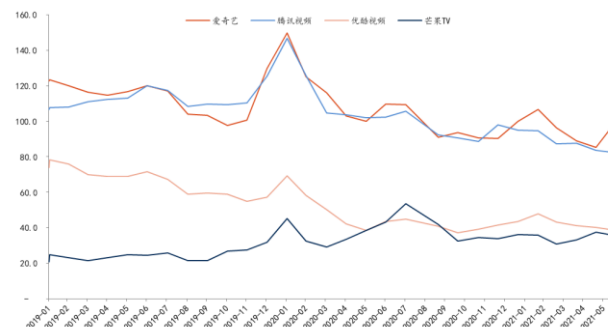
UGC（用户原创内容）用户数持续增长，日活用户数倍于 PGC（专业生产内容）。根据 Questmobile 数据显示，2021 年 6 月，包含抖音、快手、哔哩哔哩等 UGC 平台日活用户（非去重）超过 9.0 亿，较去年同期增长了 27%，其中快手（不包括极速版）超过 2.2 亿；包含爱奇艺、优酷、腾讯视频等 PGC 平台日活用户（非去重）约 2.6 亿，较去年同期下降了 8%，其中爱奇艺约 1.0 亿，不足快手的一半。

图表 17：UGC 平台日活用户数（单位：百万）



资料来源：Questmobile，东方财富证券研究所（2021/6）

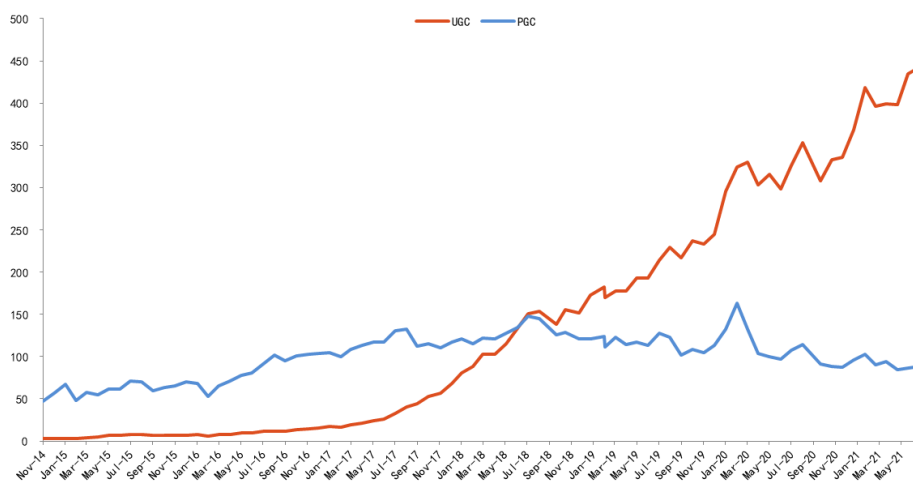
图表 18：PGC 平台日活用户数（单位：百万）



资料来源：Questmobile，东方财富证券研究所（2021/6）

不仅如此，二者在时长方面的差距也日益扩大。根据 Questmobile 数据显示，2021 年 6 月，包含抖音、快手、哔哩哔哩等 UGC 平台月总时长 443 亿小时，较去年同期增长了 38%；包含爱奇艺、优酷、腾讯视频等 PGC 平台月总时长 89 亿小时，较去年同期下降 9%。UGC 视频平台占据移动端用户时长接近 PGC 平台的 5 倍。目前图文内容仍占据整体移动时长的 50%左右，视频化空间仍较大；其中 UGC 从机制、用户习惯等方面都优于 PGC，仍有新用户和时长增量。

图表 19：UGC 视频平台时长超过 PGC 平台（单位：亿小时）



资料来源：Questmobile，东方财富证券研究所（2021/6，PGC 平台包括爱奇艺、腾讯视频、优酷视频、芒果 TV 等；UGC 平台包括抖音、抖音极速版、抖音火山版、西瓜视频、快手、快手极速版、哔哩哔哩等）

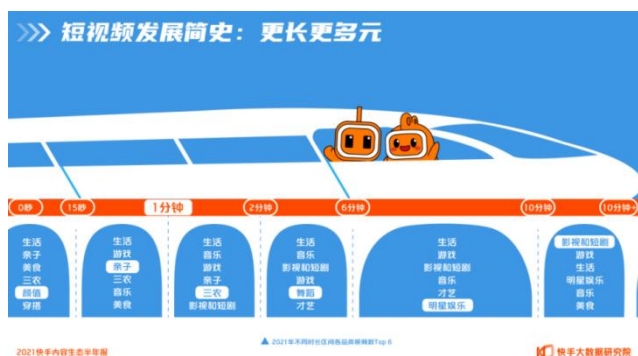
相比于 PGC，我们认为 UGC 有两大核心优势：

用户选择优，年轻用户更喜欢。生产端，观看可以带来愉悦，创作也能够实现满足。快手接近 70% 的月活跃用户上传过内容，平均 26% 的月活用户为内容创作者（相比之下，抖音约 13%、B 站约 1%），每月平均短视频上传量超过 11 亿（平均月活跃创作者每月上传 17 个视频）。健康的内容生产生态是 UGC 发展的基石，“用爱发电”是大量普通内容创作者的初心。消费端，年轻用户更喜欢 UGC，中年用户更喜欢 PGC，UGC 有着充足的内容供给和贴近实时热点。

商业机制优，方便优胜劣汰。PGC 平台是自助餐模式，难以跟内容方定价（定价机制是成本加成型），平台的竞争主要集中在独家内容，前置采购模式导致往往价格由成本决定，缺乏优胜劣汰机制。对于 UGC 平台，好的内容意味着更高的观看量，更高的观看量带来更大的商业化潜力，创作者可以更迅速地反应用户喜好，从而实现正向循环。

短视频更长更多元化，UGC 未来或进入 PGC 领域。其一，中短视频频繁牵手 PGC 内容，2020 年 1 月字节跳动与欢喜传媒合作、基于长视频内容全面合作；2020 年 8 月哔哩哔哩战略投资欢喜传媒、围绕影视剧内容深入合作。其二，短视频平台加码短剧，我们可以看到 10 分钟以上内容中影视和短剧最受欢迎，快手星芒计划将打造 1000 部独家精品剧。短视频变长，将进一步收割原有的长视频用户。

图表 20：短视频更长更多元



资料来源：《2021快手内容生态半年报》，东方财富证券研究所

图表 21：快手星芒计划



资料来源：《2021快手内容生态半年报》，东方财富证券研究所

分析完外部矛盾和空间，我们来讲讲短视频内部的竞争。由于后文仍将对各大中短视频平台的产品、算法和内容生态做更为详细的分析，所以本段只做定性陈述。对于快手来说，最终的竞争对手依次是抖音、快手和视频号。作为 TOP 1 短视频的抖音，在数据、运营和商业化上有着全面优势，但快手社区属性更强，基本盘仍相对稳固（二者重合率 40%-50% 之间）。依托微信引流，视频号异军突起，大量收割了新短视频用户，尤其是中年用户，间接影响了快手的增长。哔哩哔哩的用户集中于一二线城市年轻人（二者重合率 10%-20%），三四线城市年轻用户是重要破圈方向，但相比之下，快手下沉市场护城河稳固，基本无虞。短视频三足鼎立格局已经形成，未来更多是逐城逐地的内容和运营上的争夺。

图表 22：中短视频平台特征对比

	抖音	快手	视频号	哔哩哔哩
用户指标				
MAU (百万)	644.9	417.4	-	154.0
DAU (百万)	377.2	224.0	300.0	44.2
DAU/MAU	58.5%	53.7%	-	28.7%
单 DAU 日均时长 (分钟)	102.2	103.2	19.0	91.2
社区属性				
私域属性	弱	强	直播强、视频中	强
产品算法逻辑	爆款内容	关注	朋友圈层	兴趣内容
内容属性				
头部账号	明星、时尚	搞笑、时尚	情感、生活	二次元、时尚
用户结构	偏年轻	偏年轻	全年龄	偏年轻

资料来源：Questmobile，视灯，东方财富证券研究所（2021/6，百准指数披露视频号8月日活超4.5亿，日时长35分钟，不同第三方数据有所差异）

3.3. 增长策略：内容、运营和裂变，成本相对可控

随着短视频渗透率触顶，除了传统的广告投放，内容、运营和裂变也成为重要的拉新和促活手段。1) 内容：PGC内容有着更好的引流效果，UGC内容有着更好的留存效果，短视频平台进军PGC是必然之举。以本届奥运会为例，快手是本届奥运会特权转播商以及全球首家参与奥运赛事转播的短视频平台。快手平台内奥运相关作品及话题视频总播放量达730亿，赛事点播播放量超过55.9亿，互动总人次高达60.6亿。在奥运期间打造的《冠军来了》《老铁！早上好》《大话奥运》《奥运一年级》四大自制IP节目，截至目前总计播出超过70期，总播放量也突破了24.7亿，端外总曝光达到62.5亿。此外，活动期内，包括中国联通、安踏、红牛、必胜客、小鹏、东风日产等近30家企业与快手展开品牌商业合作。PGC内容有望突破定向用户层，再通过UGC留住这些用户。

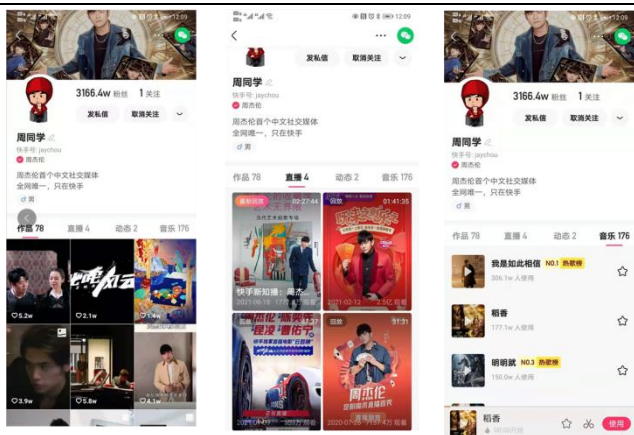
图表 23：快手加码体育赛事



资料来源：《2021 快手内容生态半年报》，东方财富证券研究所

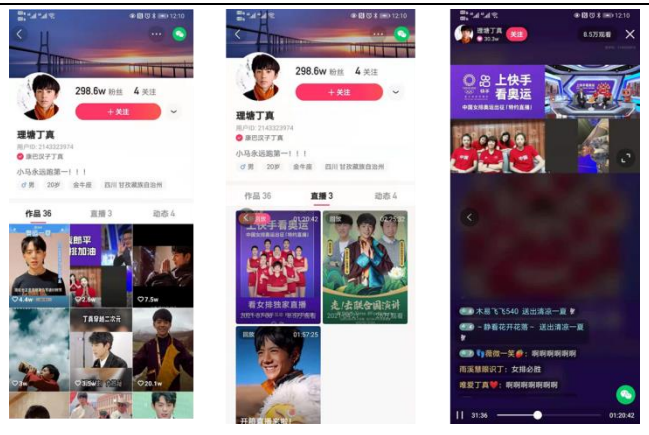
2) 运营：帮助具有潜力的明星、达人或主题获得更大的曝光，实现全网联动。短视频是典型的重运营的产品（最佛系的视频号也加入了运营），抖音运营的内容流量比例非常高（估计在 10%-15%），运营能力差也是外界对于快手佛系运营的诟病。最近的一年以来，我们可以看到快手的运营能力已经持续加强。其一，明星，快手在 2017 年到 2018 年并没有进行大规模的明星运营和市场活动，自 2020 年以来，张杰、谢娜、黄渤等越来越多的明星开始出现在快手首页。其中比较典型的的就是周杰伦，快手是其第一个中文社交账号，入驻不到半小时粉丝破千万，现在已超过 3000 万，引入周同学不仅增强了快手品牌力、也带来大量新增用户。其二，达人，平台对于新兴达人的争夺日益火热。丁真是一个典型快手平台达人案例，其爆火是在短视频博主胡波的“世界高城的微笑”系列短片中，快手团队迅速找到丁真，并且在数天后开启了快手直播首秀。强大的运营能力可以显著提升拉新和促活。

图表 24：快手周杰伦账号



资料来源：快手，东方财富证券研究所

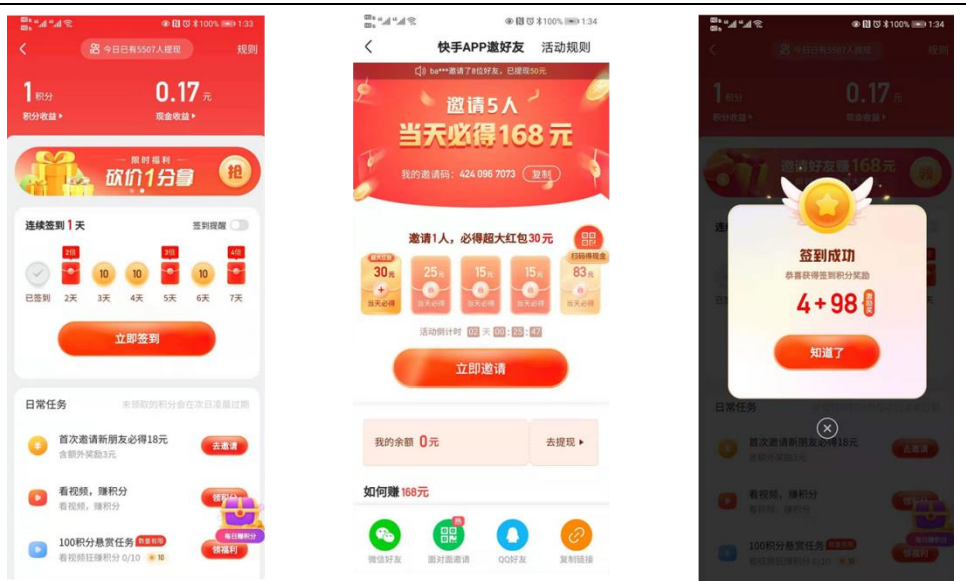
图表 25：快手丁真账号



资料来源：快手，东方财富证券研究所

3) 裂变：红包/金币玩法帮助短视频拉新促活。部分用户可以在 APP 中通过签到、看视频、关注获得积分奖励，并且将积分兑换为现金或快币。也可以通过邀请获得现金，通过社交关系裂变。平台可以通过兑换比例和上限调控。

图表 26：快手及快手极速版红包玩法



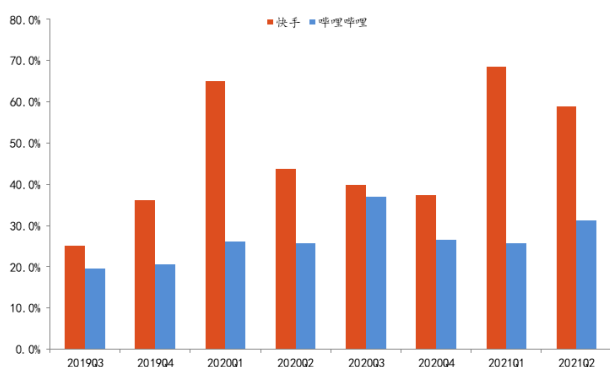
资料来源：快手，东方财富证券研究所

*质疑 1：快手管理及运营能力逊于字节

字节跳动可能是现在国内管理和运营能力最强的互联网公司之一，堪比巅峰时期的阿里巴巴。相比于社交，短视频的护城河相对较弱，运营能力特别突出，市场担心快手与字节跳动在管理和运营能力差距过大导致阵地逐步被蚕食。追求“公平普惠”的快手长期保持佛系，而在 2020 年以来公司不断加强运营能力和组织升级，从众多运营事件和用户增长上可以看到公司的进步。我们认为快手的管理及运营能力仍保持在一线水平，并不会影响公司增长与发展。

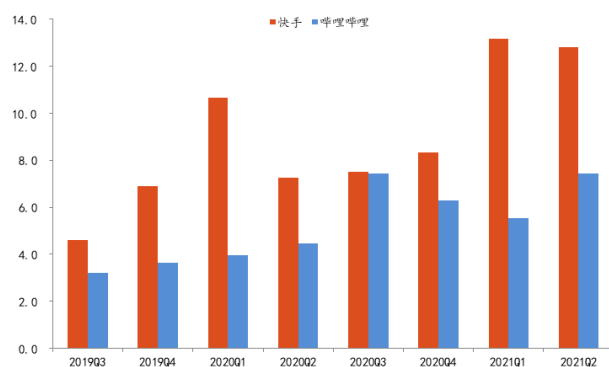
通常来说，UGC 平台仅需要对内容创作进行运营引导，无需过多的自制内容和版权投入。快手增长策略从佛系到激进，“金币模式”+春节红包+明星+……。此前，快手的获客和运营相对“佛系”，快手成立 5 年后才建立 App 推广部门，7000 万日活之前全部都是自然增长，并没有买量投放。在 2019 年快手受到抖音压力日益明显，分别开展了 K3 战役（DAUs 超 3 亿）、春节红包战役，增长转为激进，其中“金币模式”+“上下滑”的极速版功不可没。相比之下，抖音主要是预装、运营活动等，哔哩哔哩主要是自制内容和版权、线下活动、广告投放等。

图表 27：快手和 B 站销售费用率（单位：%）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 28：快手和 B 站日活营销支出（单位：元/月）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

我们分别从销售费用率、单日活用户月营销支出（纵向&横向）来分析：

销售费用率：获客策略从佛系到激进，销售费用率持续上升，2021 年第二季度销售费用率达 58.9%，主要由于海外投入所致。整体上，获客投入可控。

单日活用户月营销支出（纵向）：竞争加剧，单日活用户获取和维系成本持续增加，从 2017 年的 1.6 元/月上升至 2021 年第二季度的 12.8 元/月。

单日活用户月营销支出（横向）：由于抖音尚未披露财务数据，我们将快手与哔哩哔哩二者获客成本进行对比。2021 年第二季度，快手单日活用户月营销支出 12.8 元/月（估计海外投入占比约 1/3），哔哩哔哩单日活用户月营销支出 7.4 元。考虑到哔哩哔哩选择“内容和版权引流”的方式获客，单日活用户月营销支出（包括内容投入）10.7 元/月。综合来看，以日活用户的角度来说，快手的单用户营销支出（8.9-12.8 元/月）与哔哩哔哩相近（7.4-10.7 元/月）。

综合来看，我们得出两个结论：1）由于海外投入，快手的营销支出有所提升；2）以日活用户角度，快手与哔哩哔哩的获取和维系成本相近。

***质疑 2：快手及极速版用户增长遇到瓶颈且买量成本居高不下**

就国内短视频行业而言，其已占据超过 20% 移动端时长，用户和时长的高增长并不现实；但是由于模式好和用户消费习惯，未来越来越多的中老年用户仍值得期待。视频号的异军突起，一定程度上，打乱了原有竞争格局，三足鼎立之势已经形成。快手及极速版在“中年用户、一二线用户”突破，仍然是大概率事件。我们从日活用户获取和维系角度看，快手的单用户营销支出（8.9-12.8 元/月）与哔哩哔哩相近（7.4-10.7 元/月），由于季节性（春节）、内容（奥运会等）以及海外投入，快手营销投入增长幅度较大，整体仍然可控。

3.4. 海外市场：中国模式出海，拉美打造桥头堡

今年一季度，快手首次披露海外业务进展，出海拳头短视频产品 Kwai、SnackVideo 在南美和东南亚市场取得了突破。2021 年第一季度快手海外市场月活跃用户均值超过 1 亿，6 月份超过 1.8 亿，增长非常可观。事实上，早在 2017 年快手便早早进军海外，本轮扩张是快手的第四轮海外扩张。

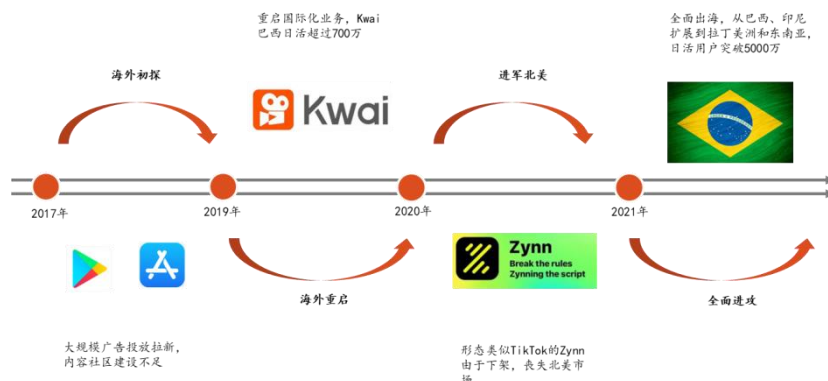
海外初探（2017-2018 年）：快手国际化业务刚刚立项，主要进军巴西、印尼、俄罗斯和韩国。由前猎豹移动的刘新华担任快手首席增长官并操盘国际业务。本阶段 Kwai 主要通过大规模广告投放拉新，但在内容社区建设上有所不足，Kwai 曾在 GooglePlay 和 App Store 下载量排名第一，但随着投放下滑后，用户流失明显，TikTok 迅速超越。

海外重启（2019-2020 年）：内部重启国际化业务，鼓励员工内部转岗，海外业务由程一笑直接负责，Kwai 巴西日活超过 700 万。但由于国内筹备“K3 战役”，资源和注意力并未大规模倾斜。

进军北美（2020-2021 年）：5 月，快手在北美推出形态类似 TikTok 的产品 Zynn，通过介绍他人注册、看视频实现裂变，一度 GooglePlay 下载榜超过 TikTok。由于现金和等价物奖励违背 GooglePlay 开发者平台原则，Zynn 被下架，失去补贴后开始逐步没落。快手海外业务中巴西业务发展迅猛，一度引起 TikTok 的警觉。

全面进攻（2021 年至今）：尽管出海一直是最高优先级，但预算和决心都并不足。本轮扩张足见快手决心，从巴西、印尼扩展到整个拉丁美洲和东南亚，日活用户突破 5000 万。

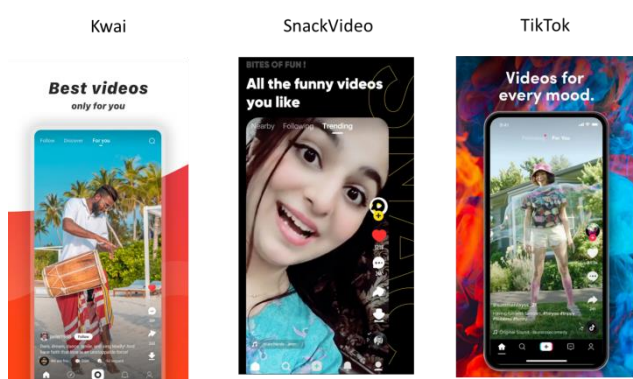
图表 29：快手的四轮海外扩张



资料来源：东方财富证券研究所绘制

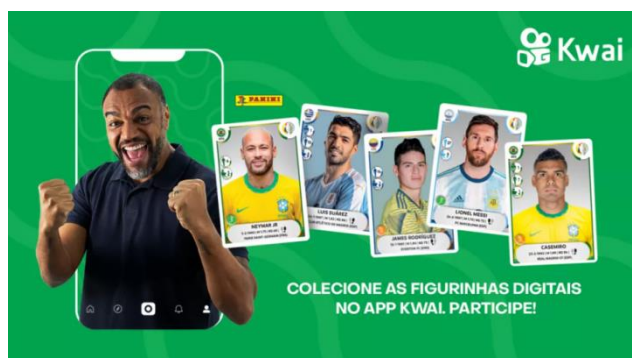
Kwai 和 SnackVideo 是快手海外的拳头产品。与国内的普惠和“土味”不同，快手海外产品不仅形态上与 TikTok 相似（大屏模式），运营端也积极通过引入明星等头部内容，吸引粉丝和用户大量下载。此外，快手还积极拥抱体育赛事等 PGC 内容。2021 年 5 月 20 日，Kwai 成为 2021 年美洲杯独家线上合作伙伴，通过独家赛场花絮、球星互动、名嘴球星做客等方式，辐射更多拉美用户并推动自身内容生态体系建设。7 月 13 日比赛结束当天，DAU 比上个月增长了 20%，用户同时在线数屡创新高。美洲杯尾声，Kwai 上线了与知名集卡品牌帕尼尼的集卡活动。集卡玩法在拉美属于首次，Kwai 将中国春节传统保留活动“集五福，分大奖”带到了在美洲杯期间对足球明星关注热情高涨的拉美，并通过主题本地化、品牌强强联手以及和美洲杯赛事热点结合，成功获得了用户的关注与参与。中国移动互联网模式领先全球，在补全内容生态、运营能力下，Kwai 和 SnackVideo 在海外扩张较为顺利，未来表现值得期待。

图表 30：快手海外产品形态类似 TikTok



资料来源：GooglePlay，东方财富证券研究所

图表 31：Kwai 海外集“球星卡”

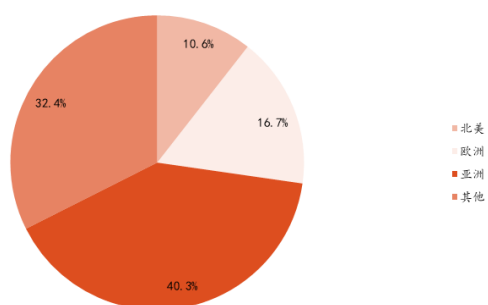


资料来源：快手，东方财富证券研究所

*质疑 3：海外投入过大、前景未知

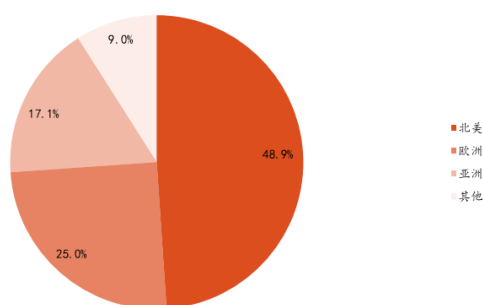
由于快手海外的桥头堡主要在拉美和东南亚等地区，市场担心投入过大，未来难以带来盈利。我们以 Facebook 为例，其核心用户是欧美用户，其中北美日活 2.0 亿，占比 10.6%，贡献 48.9% 的收入；欧洲日活 3.1 亿，占比 16.7%，贡献 25.0% 的收入。对于亚洲及其他地区，亚洲日活 7.4 亿，占比 40.3%，仅贡献 17.1% 的收入；其他（包括拉美）用户贡献亦较大、收入贡献较小。

图表 32：Facebook 各地区用户数占比



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所（2020年第四季度）

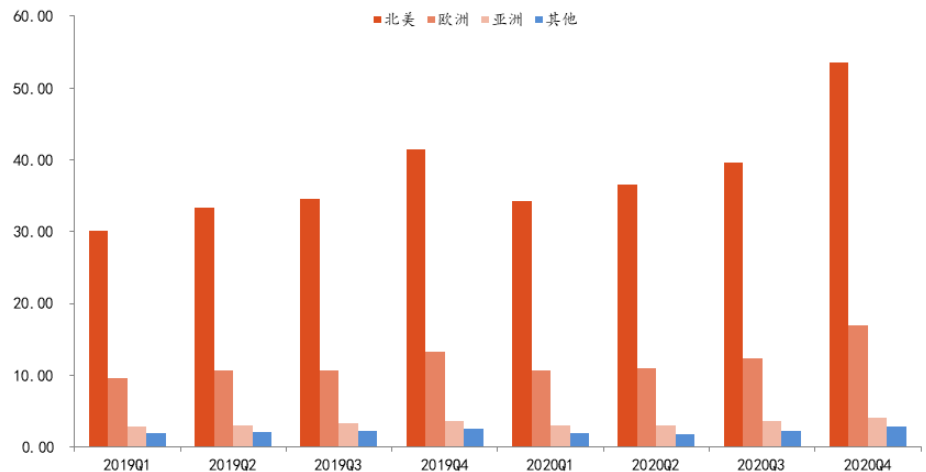
图表 33：Facebook 各地区收入占比



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所（2020年第四季度）

亚洲用户仅为北美用户 ARPU 值的 1/10，其他（包括拉美）用户仅为北美用户 ARPU 值的 1/20，市场担心拉美和东南亚未来贡献。其一，快手国内单季度 ARPU 值约 5.0 美元，与 Facebook 亚洲地区的 4.0 美元差距不大。其二，2020 年中国人均 GDP 超 1 万美元，巴西约 0.7 万美元，用户价值应该与人均 GDP 相似。长期来看，东南亚和巴西用户的商业价值并不低，有望成为收入的增长动力。短期来看，按照单个用户 5-10 美金获客成本估计，一个日活用户贡献约 4-6 美元 (Facebook)，理想状态下需要 1-2 个季度回本，考虑到黏性和流失率，时间将更长，短期激进获客对财务端仍有压力。

图表 34: Facebook 各地区用户 ARPU 值 (单位: 美元)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所 (2020 年第四季度)

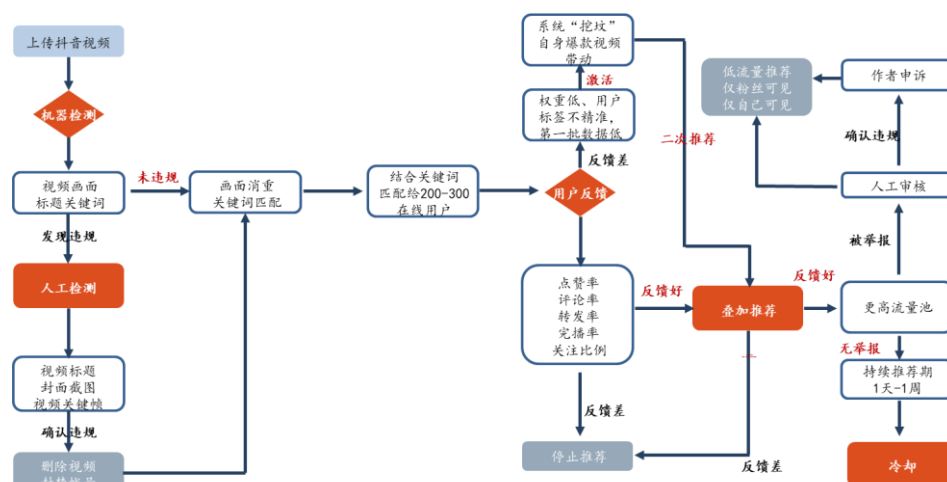
4. 产品与算法: 注重公平, 兼顾效率

4.1. 价值观: 以创作者为中心, 坚持公平普惠

产品设计与算法相互匹配, 二者共同体现着产品的价值观。产品方面, 追求极简主义的微信, 其价值观就是“一切以用户价值为依归、让创造发生价值、用完即走、商业化存在于无形”, 产品设计和价值观交相呼应。算法方面, 不同的算法权重相当于不同的“底层机制”, 代表着不同的产品理念和价值观。通常推送信息的规则来自一个数学公式, 主要基于以下两个因素: 1) 算法质量——内容的质量标准。通过测试池用户的点赞数、转发数、评论数等来衡量; 2) 历史记录——过去你对特定内容所做的动作和反应。根据特征相似用户的历史选择进行推荐。

以快手为例, 看推荐算法运作过程: 1) 机器检测、人工检测: 禁止违规内容上传; 2) 流量池反馈: 结合关键词匹配给一个小流量池 (具有相似特征的用户群) 的用户, 根据用户点赞数、评论数、完播率等指标衡量; 3) 叠加推荐: 对于在较小流量池表现较好的内容会进一步推荐到更大的流量池, 依次反复。可以看到, 算法的作用主要体现在 1) 降低用户自主决策难度; 2) 增加优质内容的传播力度 (结果上, 算法增强优质内容的集中度)。

图表 35: 短视频平台推荐算法



资料来源: 东方财富证券研究所绘制

不同的算法权重代表着不同的价值观。Facebook 强调“有意义的社交”，所以算法更倾向直播和长评等强互动内容。Twitter 强调“正在发生的事情”，时间是优先考虑的权重。Instagram 强调“与家人和朋友分享”，算法强调发布次数和互动次数。YouTube 强调“展示自己”，上传频率是重要的指标。快手强调“拥抱每一种生活”（公平普惠），会对头部内容限流，保障每个创作者都被观看。抖音强调“记录美好生活”，算法优先推荐爆款内容。哔哩哔哩强调“你感兴趣的视频”，互动率和完播率都有着更高的指标。

图表 36: 各平台产品算法比较

	Facebook	Twitter	Instagram	YouTube	快手	抖音	哔哩哔哩
算法理念	有意义的社交互动	现在正在发生的事情	与家人和朋友分享	展示自己	拥抱每一种生活	记录美好生活	你感兴趣的视频
质量评分	站内内容、直播等	站内内容、可信账号、字数	是否建立社群等	缩略图质量、时长分钟等	点赞、互动、转化等	点赞、互动、转化等	点赞、互动等
测试方式	小范围用户	小范围用户	小范围用户	小范围用户	小范围用户	小范围用户	小范围用户
算法权重	点赞、评论、分享、观看时长等	点赞、回复、转发、在线粉丝数量等	点赞、评论、分享、观看时长等	点赞、评论、分享、观看时长等	点赞、评论、分享、完播率等	点赞、评论、分享、完播率等	点赞、评论、分享、完播率等
优先内容	直播内容、长评内容、促进朋友和家人间对话内容	时间顺序、信誉度高账户、互动最多的用户的推文	发布次数、互动次数	观看时长、观众留存、粉丝数、上传频率	关注、限流	关注、高赞	关注、搜索、观看等

资料来源: 东方财富证券研究所

我们可以拿哔哩哔哩推荐举例权重的作用：“推荐指数=硬币×0.4+收藏×0.3+弹幕×0.4+评论×0.4+播放×0.25+点赞×0.4+分享×0.6。播放量=10/3×推荐指数”（指标均为虚拟值）。当视频的互动数据好时，播放量<10/3×推荐指数，则获得推荐，从而播放量上涨，直到播放量=10/3×推荐指数。当视频播放量过高时，播放量>10/3×推荐指数，则不获得推荐，直到互动数据赶上来。所以，刷播放量的策略在 B 站上不起作用，只会让视频的真实流量更少。

4.2. 单双列：单列效率高，双列对创作者更友好

快手的双列瀑布流，有利于形成关注和社交机制（内容质量不齐，主动选择行为为主）；抖音的单列大屏模式，有利于算法推荐和平台运营（推荐爆款内容，懒人模式）。快手逐步加码单列，其极速版同样是大屏模式；而主 APP 也在 8.0 改版后，将“同城”与“精选互换”，新用户进入界面后是大屏模式的“精选”，不过老用户仍习惯用瀑布流的“发现”。

图表 37：快手“上下滑”地位提升



资料来源：快手，哔哩哔哩，东方财富证券研究所

图表 38：双列给用户更多选择



资料来源：快手，哔哩哔哩，东方财富证券研究所

我们可以从如下几个维度考虑单双列的特征：

消费效率：单列效率更高。双列需要滑动浏览页面进一步做出点击才能观看；单列则是“滑动即消费”。

算法效率：单列的数据维度更多。除了点赞、关注等行为外，单列每一次滑动的停留时间都是对算法的反馈；双列点击本身就是主题选择，效率明显要更低一些。

商业化效率：单列的广告库存更大。单列每个滑动都是播放，不喜欢可以划走；双列中广告都会被标注，从而导致更低的点击率，不利于商业化效率提升。为了考虑用户体验，单列的广告加载率阈值一般在 15%左右，双列的广告加载率阈值一般在 5%左右。

创作者友好度：单列并不友好，内容方非常“卷”。单列每条内容都需要观众投票；双列则由于私域和信任让内容本身的质量层次有了多样性。

优劣并非绝对，抖音倾向于“中央集权”和“机会平等”，快手侧重“民主共和”和“结果平等”。我们认为虽然承认单列的高效率，也先后推出了极速版和 Tab 的单列化，但“双列+社区”仍然是快手的基本盘。抖音的单列化，上限高、下限低，需要不断地高强度、激进的运营做支持，推动和刺激用户产出。快手和抖音相比，并不是一场“你死我活”的战争，而是价值观的选择。快手未来需要更加注重基本盘，底层的变化会导致较大的运营风险。

4.3. 私域：用户选择下的高效，本质是复看和复购

不同产品设计（如单双列）、不同的算法（如权重）构成了不同的用户关系，可以理解成为私域程度。什么是私域？**私域的核心是复看和复购**。1) 流量可控：中心化平台中用户属于平台，与内容方并没有关系，只有将用户导入自己的平台中才能实现真正的流量可控。2) 反复低成本触达：内容方在流量池中获得曝光是需要付费的，而获客成本不断攀升。尽管私域流量也需要商家运营维护，但与获客成本相比却相对低廉且更为长期。

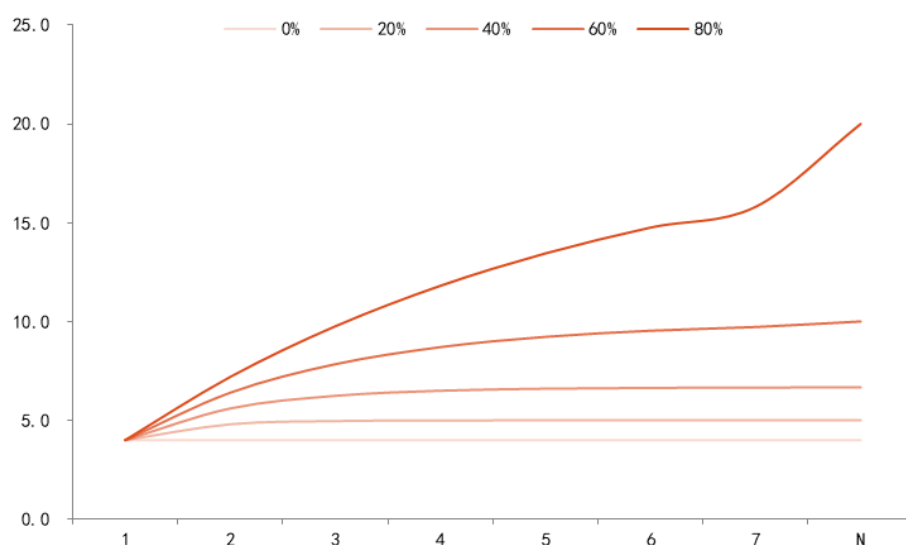
图表 39：中短视频平台私域属性对比

	抖音	快手	哔哩哔哩	视频号
MAU (百万)	644.9	417.4	154.0	-
DAU (百万)	377.2	224.0	44.2	300.0
DAU/MAU	58.5%	53.7%	28.7%	-
单 DAU 日均时长 (分钟)	102.2	103.2	91.2	19.0
私域属性	弱	强	强	直播强、视频中
产品算法逻辑	爆款内容	关注	兴趣内容	朋友圈层

资料来源：Questmobile，视灯，东方财富证券研究所（数据为 2021.6）

公域和私域不是完全割裂的，复看复购通过用户价值成倍增长。我们举个例子来说明复购率对 LTV（生命周期价值）、ROI（投资回报率）的“作用力”。对于公域来说，流量（大部分）掌握在平台手中，商家更多考虑的是单次投入产出，即每投入 1 元钱带来多少收入和利润，如图“复购率=0%”所示。对于私域来说，流量（大部分）掌握在内容方手中，可以反复触达和利用，商家考虑更多的是生命周期的价值，如图“复购率=20%/40%/60%/80%”所示。以“单次投入 1 元，获得收入 4 元”为例，“复购率=0%”的情况下， $LTV(N)=4.0$ 、 $ROI(N)=3.0$ ；“复购率=40%”的情况下， $LTV(N)=6.7$ 、 $ROI(N)=5.7$ ；“复购率=40%”的情况下， $LTV(N)=20.0$ 、 $ROI(N)=19.0$ ，私域价值凸显。

图表 40：不同复购率下 LTV (N) 对比（概念图）



资料来源：东方财富证券研究所绘制（X 轴为时间，Y 轴为 LTV，不同曲线为复购率）

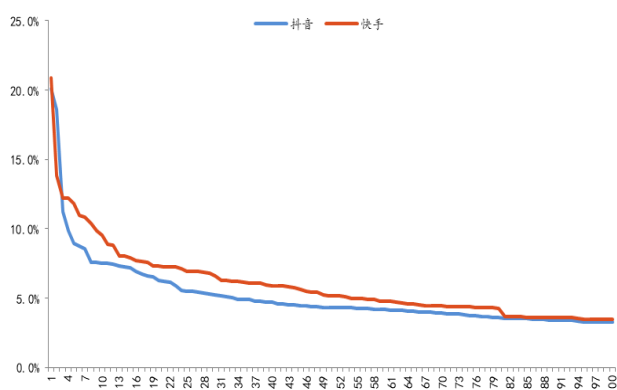
私域是不是低效的？其一，私域是信任，降低用户再次选择的成本，是提高效率的方式。其二，私域并不是“躺赢”模式，私域也有着激烈的竞争，如果持续不能达到用户的心理预期，也很有可能被排除。相比于抖音，快手的私域属性更强，某些头部主播的月复购率可以达到 50%（抖音约 30% 左右）。双列的产品设计和去中心化的算法推荐都打造了快手的私域基底。

5. 内容生态：高集中度低流动性，内容具有差异化

5.1. 生态结构：快手高集中度低流动性，抖音高集中度高流动性

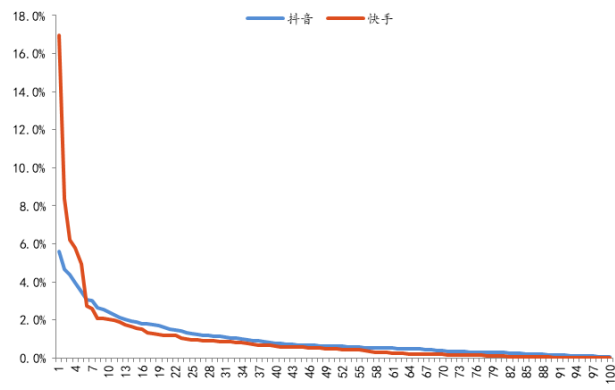
不同的产品设计和算法带来不同的内容生态。我们先从中心化程度和流动性两个方面来分析快手的生态结构。其一是**流量的中心化程度**，类似于“基尼系数”（快手也通过基尼系数来衡量流量分配的公平性），即“社交资产”的分配程度，马太效应越明显，中小内容所获得的关注就越小，私域流量也就越难沉淀；想要降低基尼系数，就必须将不那么受欢迎的内容展示出来、减少确定性更受欢迎内容的曝光，这也就是“快手与抖音”的差异（快手对头部内容进行限流）。尽管如此，二者的头部集中度都较高。以 TOP 100 粉丝 UP 主“粉丝数比”来看，TOP 1 粉丝 UP 主均在 20% 左右、TOP 50 均在 4%-5%、TOP 100 均在 3% 左右（哔哩哔哩 TOP 1 不足 15%）。以 TOP 100 粉丝 UP 主“播放量比”来看，TOP 10 占 TOP 100 比例分别为抖音 35.8%、快手 53.7%。我们认为造成这种现象的原因在于，快手的可积累性强，UP 主通过更频繁的内容产出提升自身地位，而这种策略在抖音上并不有效，抖音是以内容为导向的。

图表 41：TOP 100 粉丝 UP 主“粉丝数比”



资料来源：快手，抖音，东方财富证券研究所（2021/6，粉丝数比=该UP主粉丝数/平台月活用户）

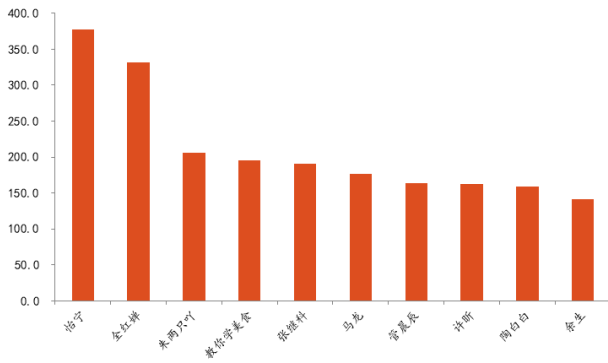
图表 42：TOP 100 粉丝 UP 主“播放量比”



资料来源：快手，抖音，东方财富证券研究所（2021/6，播放量比=该UP主播放量/TOP 100粉丝数UP主播放量合计，其中抖音为平均播放量、快手为30日播放量，其中抖音播放量为按照2.5%点赞率估计所得）

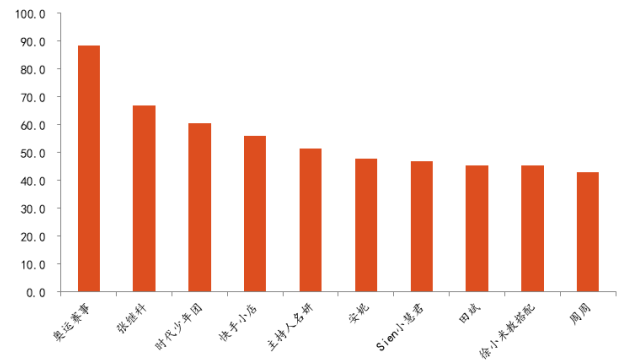
其二是**头部流动性**，类似于“阶层流动性”，代表的是阶层跃迁的便利性，即内容创作者与粉丝的关系是否稳固。比如抖音，一条爆火的视频可能带来极大的粉丝增量和播放量，但也很难保证每条内容都能火，这说明平台中心化程度高并且阶层的流通通道也非常顺畅，每个创作者都可能“暴富”，但粉丝很难沉淀在个人账号上，平台制霸。我们通过涨粉数据来看，以 2021/8/2-8/10 周数据来看，抖音 TOP 10 平均涨粉 210 万，快手 TOP 10 平均涨粉 55 万，抖音头部涨粉约是快手的四倍。相比于抖音，快手的头部流动性较低。

图表 43: 抖音周涨粉 TOP 10 (2021/8/2-8/10)



资料来源: 短视频工厂, 东方财富证券研究所

图表 44: 快手周涨粉 TOP 10 (2021/8/2-8/10)

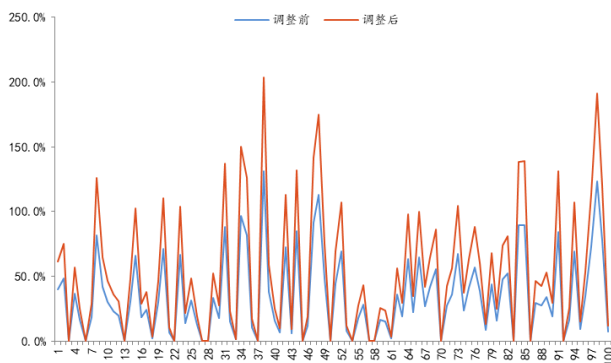


资料来源: 短视频工厂, 东方财富证券研究所

5.2. 生态差异化: 抖快头部重合率 30-50%, 视频号异军突起

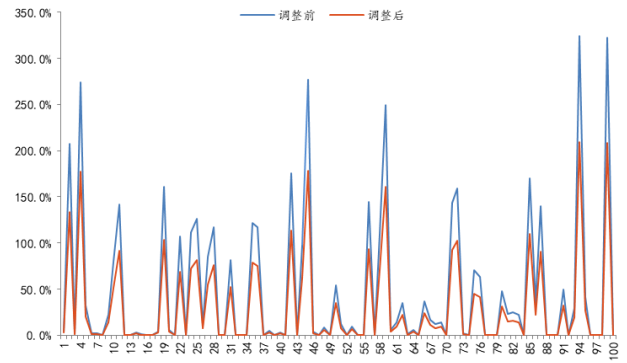
快手包容性更强、头部内容存在明显差异性, 视频号带来新生代内容创作者。快手头部内容创作者偏搞笑和时尚达人, 抖音头部内容创作者偏明星和时尚达人。以独家内容创作者来看, TOP 100 UP 主抖音有 16 个没有快手账号、快手有 30 个没有抖音账号 (账号粉丝数比例亦较低)。以粉丝数重合来看, 抖音 TOP 100 UP 主重合度为 34.7%, 调整后为 53.8% (根据抖音 MAU/快手 MAU 调整); 快手 TOP 100 UP 主重合度为 47.8%, 调整后为 30.9%。

图表 45: 抖音 TOP 100 UP 主重合率



资料来源: 抖音, 快手, 东方财富证券研究所 (调整前为抖音 TOP 100 内容创作者快手粉丝数/抖音粉丝数, 调整后为该内容创作者快手粉丝数/抖音粉丝数*抖音用户数/快手用户数)

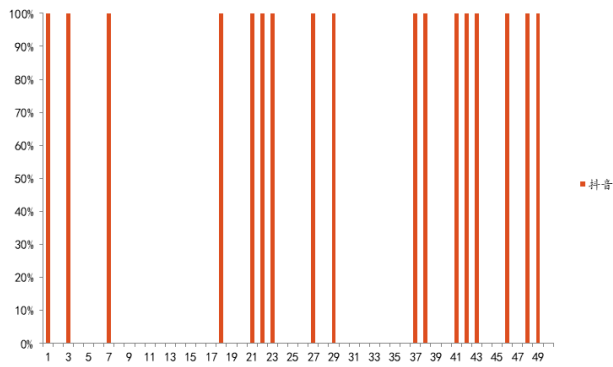
图表 46: 快手 TOP 100 UP 主重合率



资料来源: 抖音, 快手, 东方财富证券研究所 (调整前为快手 TOP 100 内容创作者抖音粉丝数/快手粉丝数, 调整后为该内容创作者抖音粉丝数/快手粉丝数*快手用户数/抖音用户数)

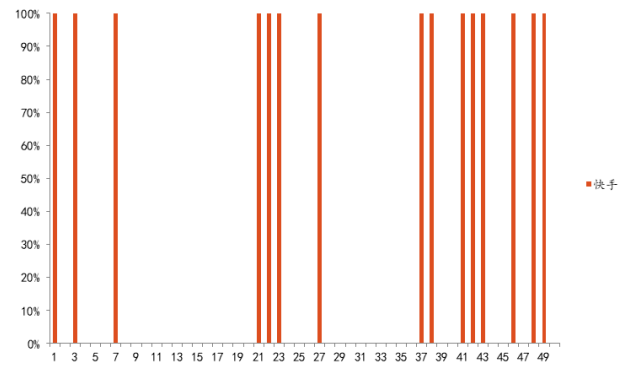
相比于抖快, 视频号头部 UP 主情感和生活类偏多, 且较为独家。视频号 TOP 50 UP 主中有 17 位有抖音账号、15 位有快手账号, 重合率分别为 34% 和 30%。视频号为短视频行业带来了差异化的 UP 主, 这也与其较高年龄层用户相匹配。

图表 47: 视频号 TOP 50 抖音重合度



资料来源: 抖音, 视频号, 东方财富证券研究所 (0为没有抖音账号, 1为拥有抖音账号)

图表 48: 视频号 TOP 50 快手重合度



资料来源: 快手, 视频号, 东方财富证券研究所 (0为没有快手账号, 1为拥有快手账号)

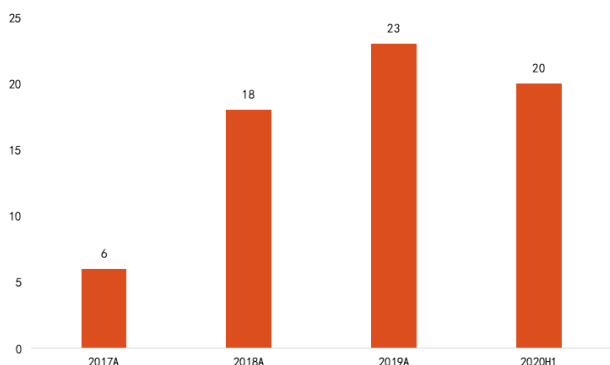
5.3. 创作者商业化: 利于头部机构, 中腰部创作者待激活

高质量的 UGC 内容需要专业团队持续、有效地输出, 那么视频平台的商业化能力决定了这种供给的意愿和能力。快手是典型的关注和社交生态, 社区属性强, 平台的商业化变现依赖于 UP 主(直播、电商都属于这种类型), YouTube、B 站皆如此。快手的商业化生态是自然形成的, 2017 年至 2020 年上半年, 快手用户中分别有 600/1800/2300/2000 万人在快手获得收入。在快手中创作者获得收入的方式包括直播打赏、直播带货以及磁力聚星(原快接单, 达人营销), 直播打赏、带货利于头部机构。

头部机构: 差异化较大, 快手头部主播的主要变现模式是直播打赏和带货, 抖音较为相似。但在私域流量体系下, 主播和粉丝的关系更直接, 而抖音主播直播时仍需要买 DOU+ 进行广告投放, 故我们认为相同粉丝数量级的主播, 快手的商业化能力更强、对粉丝掌控力更强。

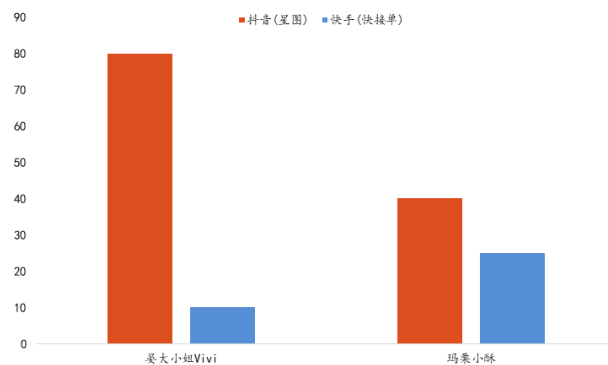
中腰部: 内容营销相对更重要。我们选取两位创作者内容刊例价对比: 1) 刊例价: 晏大小姐抖音 8 万 (426 万粉丝)、快手 1 万 (126 万粉丝), 玛栗小酥抖音 4 万 (403 万)、2.5 万 (418 万), 由于抖音涨粉比快手快, 整体刊例价高于快手。抖音单日展示广告价值高于快手。我们认为快手涨粉较难、品牌价值略低于抖音。对于中腰部主播来说, 抖音的商业化能力更强。

图表 49: 快手获得收入用户数 (单位: 百万)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

图表 50: 抖快两位创作者内容营销刊例价

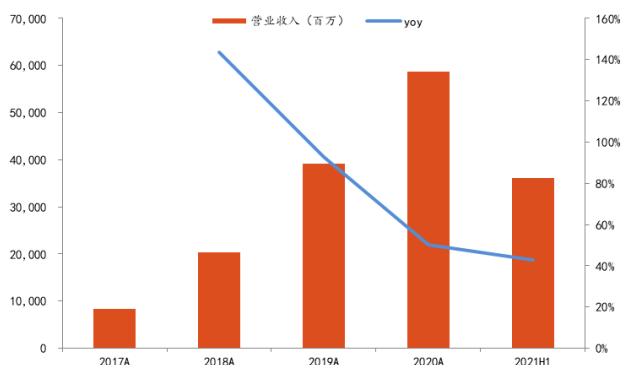


资料来源: 中广天泽, 东方财富证券研究所

6. 商业化: 广告、电商加速变现

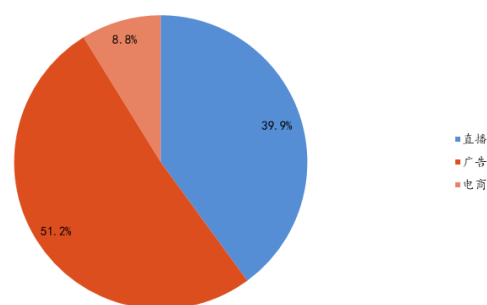
广告、电商助力商业化加速。2021 年上半年, 快手实现营业收入 361.6 亿, 同比增长 42.8%。其中直播(打赏)业务是公司的基石+现金牛业务, 占比 39.9%, 增速-16.7%; 广告业务是公司未来的增长引擎, 长期受益于广告加载率提升(公私域结合)、数据优化能力提升和品牌主认可度提高, 占比 51.2%, 增速 158.6%; 电商及其他业务同样是高增长业务, 随着 GMV 和货币化率稳步提升, 占比 8.8%, 增速 294.6%。

图表 51: 快手营业收入及增速 (单位: 百万、%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 52: 2021 年上半年快手收入结构

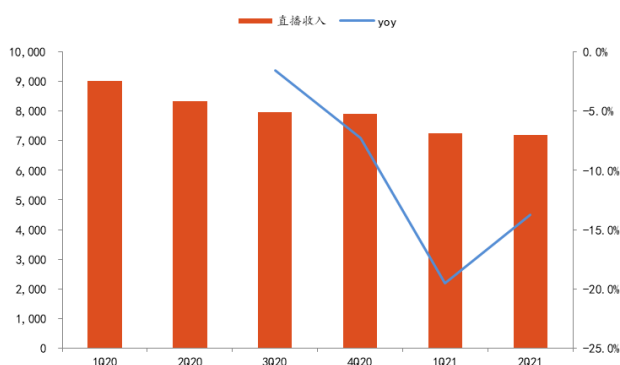


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

6.1. 直播打赏: 平台基石+现金牛业务, 小店通替代挂榜

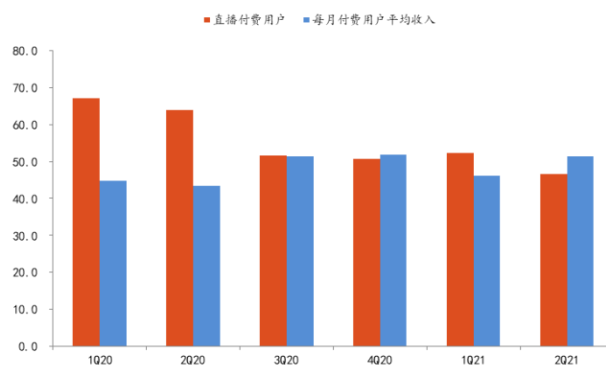
由于小店通替代直播挂榜, 直播业务下降逐步收窄, 是快手蓬勃发展的基石和现金牛业务。2021 年第二季度, 快手平均日活跃用户直播渗透率超过 70% (即直播日活跃用户超 2 亿), 付费用户 4,670 万, 付费率接近 23%; 日活跃主播数维持在 190 万左右, 形成丰富多样的直播生态系统。2021 年上半年, 直播打赏业务营业收入 144.4 亿, 同比下降 16.7%; 主播的收入分成及相关税项比例在 55% 左右。作为平台, 应付账款存量较大, 现金流较好。

图表 53: 快手直播收入及增速 (单位: 百万, %)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

图表 54: 快手月付费用户 (单位: 百万)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

快手私域体系中直播还起到非常生态作用: 1) 直播是激活粉丝的重要手段, 由于视频被限流, 直播并不会被限流, 直播在快手生态体系非常重要; 2) 直播是导粉/增粉的重要方式, “挂榜”相信大家并不陌生, 连麦、打榜都是以关注、关系链为重心的快手流量体系中引流的重要手段。

单列化对直播业务的影响: 直播用户通常是重度用户, 需要一年以上的培养期, 用户习惯已经养成, 快手的单列化对存量用户影响较小。

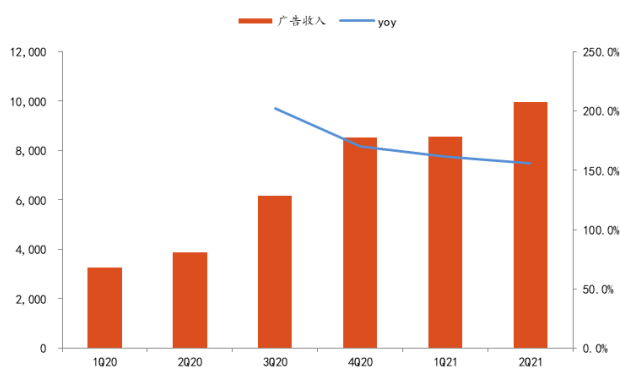
公域化对直播业务的影响: 事实上, 在私域体系下, 平台可以通过“挂榜”获得流量分配的收益, 即主播打赏分成。新的带货主播为了卖货, 会给头部主播打榜, 从而将头部主播的部分粉丝转移至自己的直播间; 平台亦获取这部分打赏接近 50% 的分成。随着快手逐步收紧流量, 会对挂榜效果产生一定影响, 进一步使得直播业务承压。从整体考虑, 挂榜收入转变成小店通等的收入, 这种此消彼长是从货币化效率低的直播“让利”货币化效率高的广告业务, 主播的涨粉效率也进一步提升。

综合来看, 直播业务曾经承担了快手商业化的重担, 但随着更进一步商业化诉求, 直播业务将为广告等业务作出让步。但其现金牛的定位仍然将为快手的各个业务线供给持续的弹药。

6.2. 广告: 品牌、算法、电商三驾马车齐发力

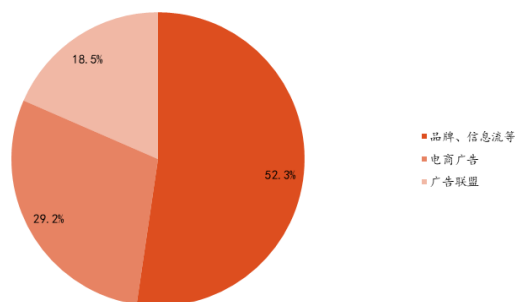
品牌广告、算法优化以及电商(小店通)是快手广告蓬勃发展的三驾马车。 2021 年上半年, 直播打赏业务营业收入 185.2 亿, 同比增长 158.6%, 增长强劲。从广告业务结构上看, 品牌、信息流等广告约占 50% 左右, 电商(小店通等)占 30% 左右(约占电商 GMV 的 2% 左右), 广告联盟占 20% 左右(通过收入分成款推算)。品牌广告高速增长, 品牌广告主数量较去年同期增长四倍, 认可度逐步提升, “公域+私域”方式帮助品牌加强用户黏性和忠诚度。信息流广告持续迭代智能出价系统, 全面提升广告投放效果及效率, 并且在维护用户体验的基础上, 增加广告展示数量。电商方面推出“磁力金牛”平台, 提供闭环电商营销解决方案, 通过数据可视化和监测功能, 帮助商家实现更精准地营销服务。

图表 55: 快手广告收入及增速 (单位: 百万, %)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

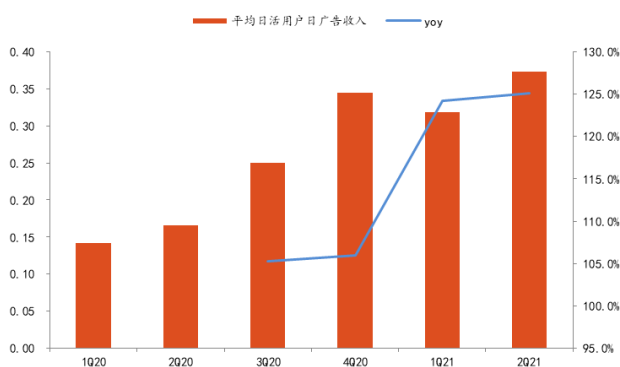
图表 56: 快手广告业务划分 (估计)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所 (2021年第二季度)

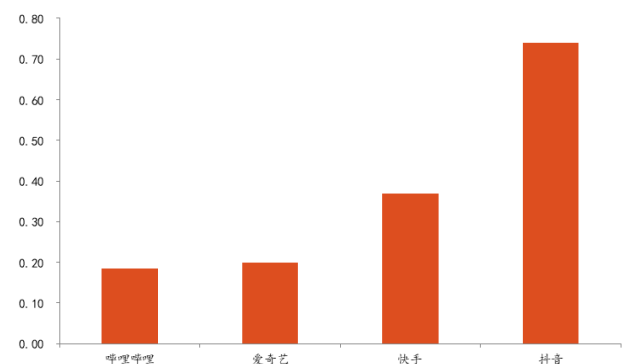
按照单日活用户广告贡献计, 快手与抖音差距较大。21Q2 B 站 0.19 元/日活用户/天, 爱奇艺 0.20 元/日活用户/天, 快手 0.37 元/日活用户/天, 抖音 0.74 元/日活用户/天。从日活用户广告变现角度, 三者日均时长相差不多的情况下, 快手不到抖音广告变现效率的 50%。

图表 57: 快手平均日活广告收入 (单位: 元/天)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

图表 58: 各视频平台日活广告贡献 (单位: 元/天)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所 (2021年第二季度, 抖音按照 6 亿日活、400 亿广告收入估计)

纵观国内外视频广告变现效率, 以 Youtube 和抖音最强, 分析二者变现情况有助于了解 B 站广告业务的天花板和所处位置。成立于 2005 年的 YouTube 坐拥全球 20 亿月活用户, 150 亿美元收入, 是当之无愧的视频霸主。PC 端崛起的 YouTube 主要以“可跳过”的前贴片广告为主, 广告时长 15s-30s, 但是可以选择 5s 之后跳过, 可以通过“跳过”不断优化数据, 从而达到广告和用户的精准匹配。为了激励 UP 主, YouTube 的前贴片广告会与视频 UP 主进行分成, UP 主可以分到广告收入的 55%, 有效激励 UP 主创作优质内容, 并且 YouTube UP 主也是包括 Facebook 等在内的社交媒体中最赚钱的。抖音则开创了大屏模式的先河, 以信息流广告变现, 平均 ad load 约 15% 左右 (即 100 条视频中含 15 条广告), 由于大屏高沉浸感, 这种内容化的广告用户体验感受较好。由于抖音平台公域属性强, 流量由平台决定, 这种信息流无需分成, 毛利率比 YouTube 模式更高。

进一步，我们从微观数据来分析 TOP 2 广告变现模式的表现。“**单日活用户理论广告价值 = 日均播放量 × 广告加载率 × CPM**”。YouTube 单用户时长超 90 分钟左右，平均视频时长 5 分钟左右，日均播放量约 20 个；以前贴片广告形式，理论广告加载率 100%，单用户日均广告数量 20 个；折算后 CPM 约 4 美元。抖音单用户时长 90 分钟左右，平均视频时长不足 1 分钟，日均播放量约 100-150 个；以单列信息流广告形式，广告加载率在 15% 左右，单用户日均广告数量 15-23 个；折算后 CPM 约 30 人民币。非常巧合，YouTube 模式和抖音模式的日活用户广告数量相近，变现效率相近；但 YouTube 模式仍需要分给 UP 主 55% 分成，毛利率略逊一筹。

图表 59：YouTube 和抖音广告微观模型

	时长	日均播放量	广告形式	加载率	广告数量	CPM
YouTube	5min	20 个左右	前贴片	100%	20 左右	4 美元
抖音	1min	100-150 个	信息流	15%	15-23 个	30 元

资料来源：抖音，YouTube，东方财富证券研究所（YouTube 实际加载率受频道申请、地域等影响；CPM 采用财务角度，非实际情况）

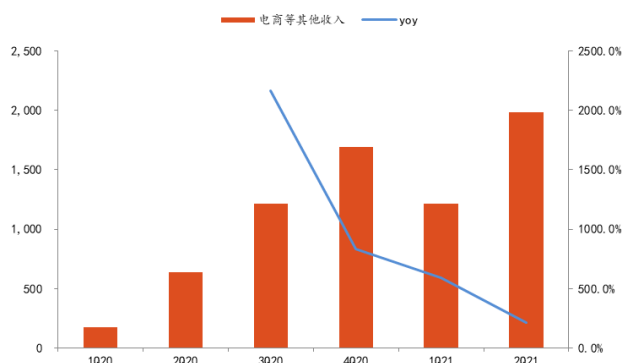
***质疑 4：由于用户下沉、品牌广告主投放有限**

品牌广告成为快手的战略中心之一，品牌广告保持高速增长并超过广告整体增长幅度，品牌广告商数量较去年同期增长近四倍。**与市场担忧不同，品牌广告主对快手认可度不断提升。**奢侈品 LV（路易威登）2022 春夏男装秀亮相快手，当晚直播累计观看人数 3864 万，直播间最高同时在线人数超 59 万。加载率、转化率提升、品牌升级都有望推动广告业务成为未来两年的高增长板块。

6.3. 直播电商：天花板尚远，品牌店播接力

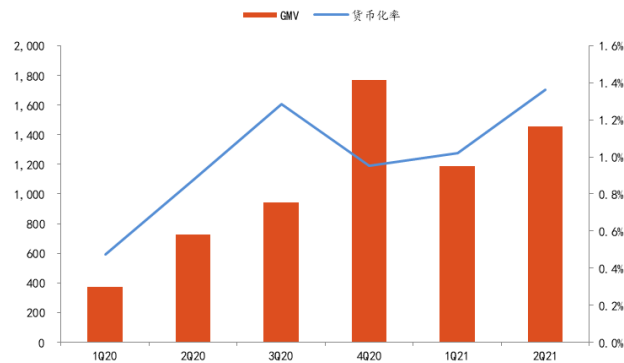
直播电商的本质是“选品”+“折扣”，快手更注重关注关系，商品主要通过“人”作为纽带，而抖音则仍以“产品”作为纽带。2021 年上半年，电商等其他业务营业收入 31.9 亿，同比增长 294.6%；实现 GMV 2,640 亿，货币化率 1.2%。快手小店构建电商业务闭环，截至 2021 年第二季度占 GMV 的 90.7%。**私域强化信任电商，推广长尾品牌或非标品；公域引入更多品牌商品。**品类方面，除女装、珠宝和美妆等畅销品，男装、数码家电及家居都取得不错增长。

图表 60: 快手电商收入及增速 (单位: 百万, %)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

图表 61: 快手电商 GMV 及货币化率 (单位: 亿)

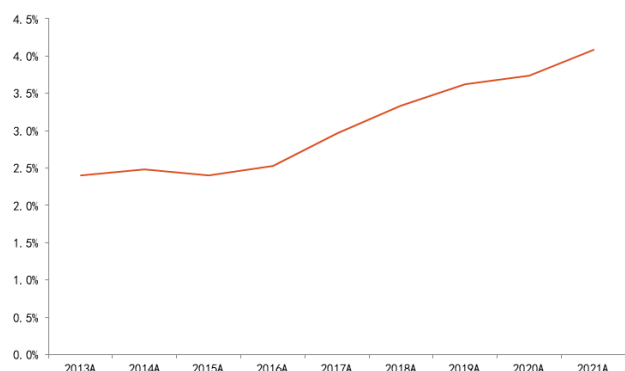


资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

*质疑 5: 电商增速不及预期

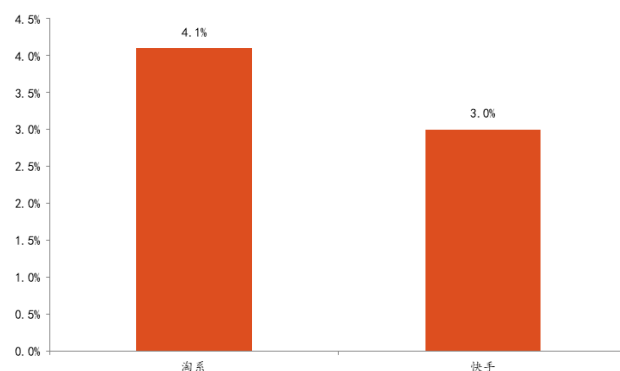
套利空间吸引更多商家, 品牌自播将成为快手未来电商增长主要驱动力。对于品牌和商家来说, 投入产出比是最关键的盈利指标。传统电商货币化率持续走高, 自 2013 财年至 2021 财年, 淘系电商的货币化率从 2.4% 上升至 4.1%, 考虑到“GMV 包含未支付订单和退款”以及“头部品牌投放更多集中于外部”因素, 淘系电商中腰部企业的营销投入相当大。反观快手等直播电商, 仍与淘系电商存在一定差距, 这样的“套利空间”吸引了越来越多的品牌和 MCN 加入。此外, 我们认为哪怕处于相同的“剥削程度”, 快手等直播电商平台的货币化率也将高于淘系电商, 主要由于搜索模式天然利于头部, 茅台、农夫山泉并不需要在淘系投直通车; 相反推荐模式下, 哪怕是头部品牌为了流量也需要投放广告。即在目前的货币化率情况下, 快手、抖音中的中腰部商家投入产出比是高于淘系的。抖音的店播 GMV 已经超过 20%, 远高于快手, 未来所有电商都将是直播电商, 店播将是快手未来 2-3 年直播电商业务增长的重要引擎。

图表 62: 淘系电商国内零售货币化率



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所 (货币化率=“客户管理+佣金收入”/国内零售 GMV)

图表 63: 淘系电商与快手货币化率对比



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所 (2020 年第一季度数据; 快手 中 1%来自于佣金、2%来自于快手粉条及小店通; 二者 GMV 口径较为相近)

7. 盈利预测

我们的盈利预测基于如下假设：

广告和直播电商带动收入高增长。我们预计 2021-2023 年收入增速 37.4%/33.6%/26.5%；其中直播行业收入增速-12.3%/0.0%/0.0%，广告收入增速 95.1%/49.5%/27.6%，其他业务收入增速 142.4%/66.7%/73.3%。

由于广告和直播等高毛利率业务占比提升，综合毛利率提升。我们预计 2021-2023 年综合毛利率 43.5%/49.4%/56.0%。

随着收入规模增长，费用率比例小幅降低。我们预计 2021-2023 年销售费用率 58.8%/47.0%/39.5%，管理费用率 4.4%/3.9%/3.4%，研发费用率 19.6%/15.0%/13.0%。

图表 64：公司盈利测算主要假设

	2020	2021E	2022E	2023E
直播打赏业务				
直播打赏市场规模，亿	1,826	2,239	2,692	3,177
其中：快手，亿	332	291	291	291
市占率，%	18.2%	13.0%	10.8%	9.1%
线上营销业务				
移动广告市场规模，亿	6,787	8,532	10,513	12,610
其中：快手，亿	219	426	638	814
市占率，%	3.2%	5.0%	6.1%	6.5%
平均日活用户数，亿	264.6	294.6	314.6	334.6
日活用户平均日广告贡献	0.23	0.40	0.56	0.67
直播电商业务				
直播带货 GMV，万亿	1.05	2.00	-	-
其中：快手，万亿	0.38	0.70	1.00	1.30
市占率，%	36.2%	35.0%	-	-
公司直播电商业务收入，亿	37	90	150	260
货币化率，%	1.0%	1.3%	1.5%	2.0%
公司整体收入，亿	588	807	1,079	1,365
毛利率，%	40.5%	43.5%	49.4%	56.0%

资料来源：艾瑞咨询，毕马威，东方财富证券研究所（此处电商业务货币化率主要是佣金率，小店通等变现计入线上营销业务）

8. 估值和投资建议

由于快手尚未盈利，故我们采用市销率法进行估值。我们选取全球社区类公司作为可比公司，包括腾讯、Facebook、哔哩哔哩以及心动等。我们认为快手的基本盘稳固，海外扩张顺利，广告和电商商业化稳步进行。我们给予公司 2021 年 7 倍市销率，对应市值 6,811 亿港元，一年内目标价 163.73 港币/股。

图表 65: 可比公司一览

代码	简称	总市值 (亿港元/美元/元)	PS (倍)			股价 (港元/美元)	评级
			2020	2021E	2022E		
0700. HK	腾讯控股	44,775	7.82	-	-	466.40	未评级
FB. 0	Facebook	10,506	12.22	-	-	372.63	未评级
9626. HK	哔哩哔哩	2,327	16.32	10.35	7.30	605.50	增持
2400. HK	心动公司	187	5.53	-	-	39.00	未评级

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所 (收盘价截至日期 2021 年 8 月 27 日)

我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 807.6/1,078.7/1364.9 亿元, 归属母公司净利润(经调整)-80.7/-29.1/123.6 亿元, 每股收益(经调整)2021-2023 年分别为-1.94/-0.70/2.97 元, PS 对应 3.1/2.3/1.8 倍。根据相对估值法, 未来一年目标价格 163.73 港币/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

9. 风险提示

政策监管风险: 互联网监管趋严, 短视频、直播等内容存在监管不确定性, 提高了风险溢价, 可能对股价造成负面影响。

用户增长不及预期: 用户是商业化的基本盘, 公司面临着抖音、视频号以及哔哩哔哩的竞争, 用户增长不及预期可能导致营收增长。

内容成本上行: 由于短视频平台竞争加剧, 为了保持用户增长及黏性, 各公司加大内容方面投入(包括游戏赛事、体育赛事、剧集、综艺等), 可能导致成本增加, 使盈利恶化。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	31528.25	64366.14	62388.65	76333.21
货币资金	20391.55	51460.38	47306.66	58954.27
应收及预付	4713.46	6482.52	8658.75	10955.70
按公允价值计入金	3690.45	3690.45	3690.45	3690.45
其他流动资产	2732.79	2732.79	2732.79	2732.79
非流动资产	20619.20	20619.20	20619.20	20619.20
按公允价值计入金	3843.32	3843.32	3843.32	3843.32
固定资产	7206.10	7206.10	7206.10	7206.10
使用权资产和无形	6447.50	6447.50	6447.50	6447.50
递延税项资产	2313.30	2313.30	2313.30	2313.30
其他长期资产	808.98	808.98	808.98	808.98
资产总计	52147.44	84985.34	83007.85	96952.41
流动负债	23184.82	30688.02	40121.68	50078.67
短期借款	11544.30	18693.13	24968.56	31592.11
应付及预收	9053.32	9407.69	12565.92	15899.36
其他流动负债	2587.20	2587.20	2587.20	2587.20
非流动负债	189012.46	6865.02	9169.66	11602.16
租赁负债	3608.04	6787.61	9066.26	11471.32
可转换可赎回优先	185372.82	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	31.60	77.41	103.40	130.83
负债合计	212197.28	37553.05	49291.35	61680.83
股本	0.03	0.03	0.03	0.03
股本溢价	0.00	51275.80	51275.80	51275.80
留存收益	-160049.87	-3843.54	-17559.32	-16004.24
归属母公司股东权	-160049.84	47432.29	33716.50	35271.59
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	52147.44	84985.34	83007.85	96952.41

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	58776.10	80758.81	107870.16	136485.50
营业成本	34961.46	45660.49	54583.45	60005.03
税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	26614.75	47459.69	50681.66	53903.64
管理费用	1676.75	3581.32	4244.25	4687.71
研发费用	6547.58	15837.35	16180.52	17743.11
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入	528.00	714.92	714.92	714.92
其他收益/(亏损)	176.48	973.81	973.81	973.81
经营利润	-10319.95	-30091.31	-16130.99	1834.74
财务(费用)/收入	-35.29	-5.23	-5.23	-5.23
优先股公允价值变	-106845.55	-51275.80	0.00	0.00
权益法入账的投资	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润/(亏损)	-117200.79	-81372.33	-16136.22	1829.51
所得税	565.55	12205.85	2420.43	-274.43
净利润	-116635.24	-69166.48	-13715.79	1555.08
经调整净利润	-7948.81	-8067.53	-2910.32	12360.55
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-116635.24	-69166.48	-13715.79	1555.08
EBITDA	-4270.30	7221.22	2593.02	15169.03

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所 (净利率、每股收益、市盈率调整为调整后数值, 调整项为加回以股份为基础的薪酬开支和优先股公允价值变动)

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2287.83	-10506.29	5959.63	24327.97
税前利润/(亏损)	-117200.79	-81372.33	-16136.22	1829.51
变动前调整	113420.83	65961.95	15668.46	15668.46
营运资金变动	6897.82	5734.14	7257.43	7660.03
其它	-830.04	-830.04	-830.04	-830.04
投资活动现金流	-4867.47	-4862.99	-4862.99	-4862.99
资本支出	-5907.12	-4862.99	-4862.99	-4862.99
投资变动	1039.66	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	19290.12	40000.00	0.00	0.00
优先股所得	20956.54	0.00	0.00	0.00
债券融资	-1666.42	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	40000.00	0.00	0.00
其他	0.00	6438.92	-5250.36	-7817.37
现金净增加额	16710.49	31069.65	-4153.72	11647.61
期初现金余额	3996.24	20390.74	51460.38	47306.66
汇兑变动影响	-315.99	0.00	0.00	0.00
期末现金余额	20390.74	51460.38	47306.66	58954.27

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长	50.24%	37.40%	33.57%	26.53%
营业利润增长	-1598.50%	-191.58%	46.39%	111.37%
归属母公司净利润增长	-690.30%	-1.49%	63.93%	524.72%
获利能力 (%)				
毛利率	40.52%	43.46%	49.40%	56.04%
净利率	-13.52%	-9.99%	-2.70%	9.06%
ROE	4.97%	-17.01%	-8.63%	35.04%
ROIC	-161.19%	200.28%	21.41%	-52.19%
偿债能力				
资产负债率 (%)	406.92%	44.19%	59.38%	63.62%
净负债比率	9.17%	-89.76%	-107.19%	-128.67%
流动比率	135.99%	209.74%	155.50%	152.43%
速动比率	135.99%	209.74%	155.50%	152.43%
营运能力				
总资产周转率	112.71%	95.03%	129.95%	140.78%
应收账款周转率	741.74%	704.36%	630.39%	547.71%
存货周转率				
每股指标 (元)				
每股收益	-1.91	-1.94	-0.70	2.97
每股经营现金流	0.55	-2.53	1.43	5.85
每股净资产	-38.47	11.40	8.10	8.48
估值比率				
P/E	-31.04	-30.58	-84.77	19.96
P/S	4.20	3.05	2.29	1.81
EV/EBITDA	-96.41	27.04	76.90	12.38

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。