

01024.HK 快手-W

港股

## 广告占比首超直播，电商持续规模化增长

买入（维持）

2021年03月24日

目标价：361.5 港元

现价：265.0 港元

## 市场数据

日期	2021-3-24
收盘价(港元)	265.0
总股本(百万股)	4,159
总市值(亿港元)	11,021
流通股本(百万股)	3,393
流通市值(亿港元)	8,991
净资产(百万元)	-160,050
总资产(百万元)	52,147
每股净资产(元)	-38.5

数据来源: Wind

## 相关报告

深度-《多元化的活跃社区，变现进入快车道-20210318

跟踪-《“超级播”助力破圈，用户增长和活跃度持续提升-20210218

## 海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SAC: S0190519080002

SFC: BPL829

联系人:

求培培

qiupeipei@xyzq.com.cn

SAC: S0190119100107

## 主要财务指标

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	587.8	850.3	1,192.2	1,628.3
同比增长(%)	50.2	44.7	40.2	36.6
经调整净利润(亿元)	-79.5	-53.9	92.4	254.8
毛利率(%)	40.5	44.2	47.4	49.7
加权平均 ROE (%)	N/A	-19.9	4.3	11.1
每股收益(元)	-28.04	-1.91	1.36	4.95
每股净资产(元)	-38.5	51.5	52.9	57.8

数据来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **持续破圈带动用户数和用户时长齐升。**公司不断在用户和内容上破圈驱动用户增长,2020年快手应用平均 MAU4.81 亿(YoY+45.6%),平均 DAU2.65 亿(YoY+50.7%),用户黏性(DAU/MAU)小幅提升至 55%(+1.9pcts),内容垂类更多元也带来了用户使用时长的明显增长,2020年每位日活跃用户日均使用时长达到 87.3 分钟(YoY+17%)
- **营收大幅增长,营销和研发费用大幅增长致利润端出现亏损。**公司 2020 年实现营业收入 587.8 亿元(YoY+50.2%),主要由线上营销收入大幅增长近 200%带来。未经调整亏损 1166.4 亿元,经调整净亏损 79.5 亿元,公司出现较大额亏损,主要系 1)为推广极速版相关营销及品牌推广开支大幅增长 170%; 2)为提升算法能力大幅增加研发人员,研发投入 YoY+122%。
- **线上营销 4Q 占比超过直播打赏,单用户 ARPU 实现翻倍。**公司通过单列占比提升、建设磁力引擎营销体系和加大销售队伍建设等促使线上营销收入高增长。4Q20 线上营销收入 85.1 亿元(YoY+170.1%),占比 47%,首次超过直播打赏成为第一大收入来源;2020 全年线上营销收入 281.5 亿元(YoY+194.6%),在移动互联网广告市占比从 2019 年的 1.7% 提升至约 5.7%。广告 ARPU 大幅提升至 82.6 元(YoY+95.3%)。
- **社区生态营造带货信任基础,电商 GMV 高速增长。**快手良好的社区生态为带货营造信任基础,复购率从 2019 年 45% 大幅提升至 2020 年 65%;在平台反垄断背景下加速闭环建设,推出好物联盟自建优质供应链。2020 年电商 GMV 3812 亿元(YoY+539.1%),其他服务(以直播电商为主)收入 37.1 亿元(YoY+1330.6%),对应货币化率约为 1%(+0.6pct)。
- **投资建议:维持“买入”评级。**公司是短视频行业开创者,破圈助推用户数和用户时长持续增长,内容多元、互动活跃的社区生态不断完善,公司用户价值商业化进入快车道,成长性突出,标的稀缺性显著。公司目前处于业务结构调整期,短期第一大收入直播打赏增速放缓影响整体增速,中期广告高增长将成为主要增长驱动力,长期电商货币化提升亦将显著贡献营收。根据 PS 估值和单用户价值估值,我们维持公司目标价 361.5 港元,较 3 月 24 日收盘价有 36.4% 涨幅,建议投资者积极关注。

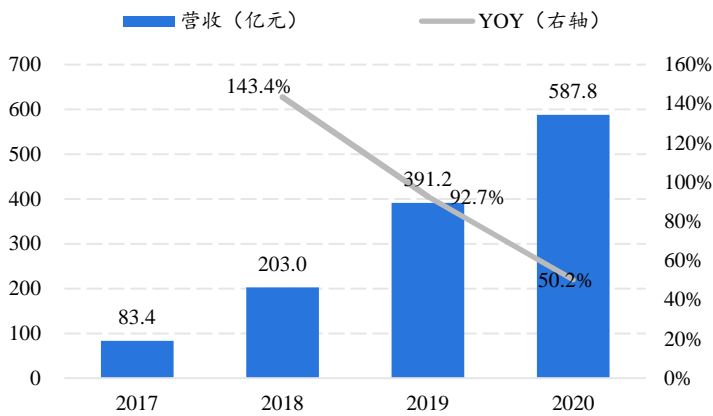
**风险提示: 1) 市场剧烈变化风险; 2) 直播监管进一步趋严; 3) 线上营销及电商增速不及预期; 4) 社区运营不当风险。**

**报告正文:**

事件: 快手于 2021 年 3 月 23 日公布 2020Q4 及全年业绩。

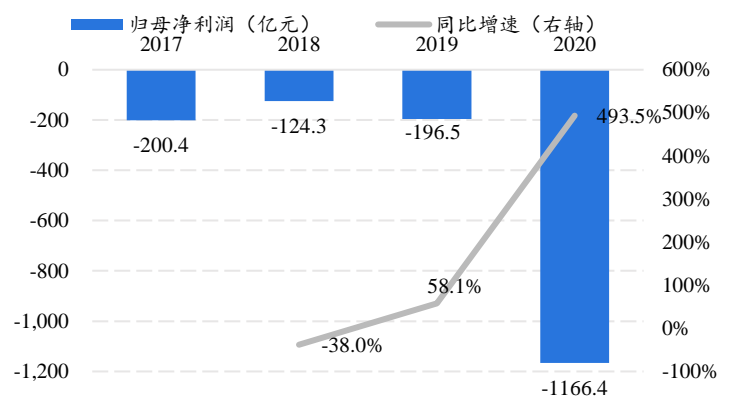
营收大幅增长, 经调整净利润出现亏损。公司 2020 全年实现营业收入 587.8 亿元 (YoY+50.2%), 主要驱动因素为在线营销收入实现大幅增长。未经调整净亏损 1166.4 亿元, 剔除业务收购带来的无形资产摊销、可转换可赎回优先股公允价值变动等项目后的非公认会计准则 (Non-GAAP) 经调整净亏损 79.5 亿元, 出现较大额亏损, 主要是由于营销和市场品牌推广支出和研发投入大幅增长。

图 1、快手营业收入及同比增速



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、快手归母净利润及同比增速

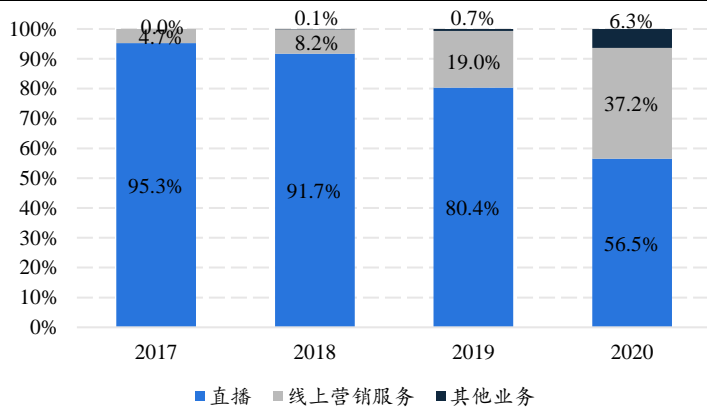


资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

营销收入大幅增长, 4Q20 占比已超过直播打赏。公司 2020 年全年直播收入 332.1 亿元 (YoY+5.6%), 占总收入的 56.5%, 仍然为公司第一大收入来源, 但占比较去年同期下降 23.9pcts; 线上营销服务收入 218.5 亿元 (YoY+194.6%), 占比 37.2%, 较去年同期增加 18.2pcts; 其他服务(以直播电商为主)收入 37.1 亿元 (+1331%), 占比 6.3%。

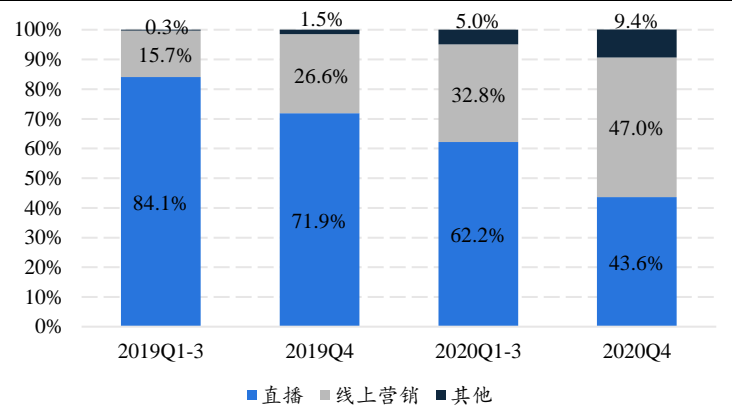
2020Q4 公司实现营收 181 亿元 (YoY+52.7%), 其中直播收入 79 亿元 (YoY-7.3%), 占营收的 43.6%; 线上营销服务收入 85.1 亿元 (YoY+170.1%), 占营收的 47%, 已超过直播成为第一大收入来源; 其他服务收入 16.9 亿元 (+831.5%), 占总营收的 9.4%。

图 3、快手历年营业收入结构



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、快手分季度营业收入结构



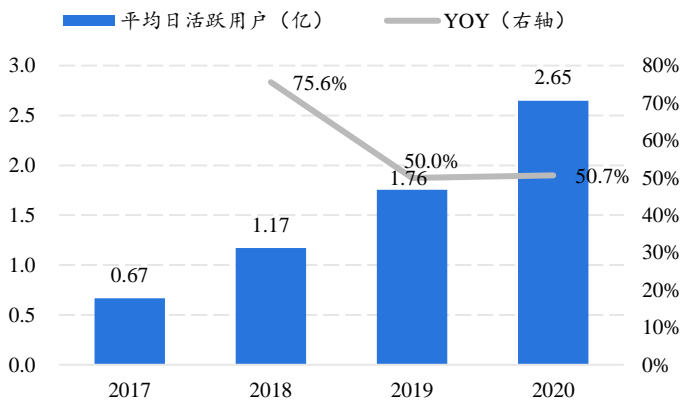
资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司收入结构的变化会对公司带来一定影响，短期来看，第一大业务直播收入增速放缓会拖累公司整体收入增长；中长期来看，广告和直播电商市场规模空间更大，也更符合公司可持续发展的需求。随着公司广告营销体系逐步完善、销售队伍建设和精准推送能力提升，中期维度将弥补直播收入增速放缓；随着电商自建闭环和 GMV 增长到下一个阶段后，货币化率逐步提升也将从长期加大对收入的贡献。

**持续破圈带动用户数和用户时长齐升。**公司主动在用户和内容层面进行破圈，进一步拓展新用户及提升其商业化价值，具体包括：1) 引入了包括周杰伦在内的多圈层的名人明星吸引特定粉丝人群；2) 不断丰富各内容垂类，深化游戏、体育等垂类内容运营；3) 大力推广快手极速版实现对南方和一二线城市用户的渗透。破圈效果显著，2020 年快手应用（主站、极速版和概念版）平均 MAU4.81 亿（YoY+45.6%），平均 DAU2.65 亿（YoY+50.7%），用户黏性（DAU/MAU）为 55%（+1.9pcts），内容的丰富也带来了用户使用时长的明显增长，2020 年每位日活跃用户日均使用时长达到 87.3 分钟，较 2019 年增加了 12.7 分钟。

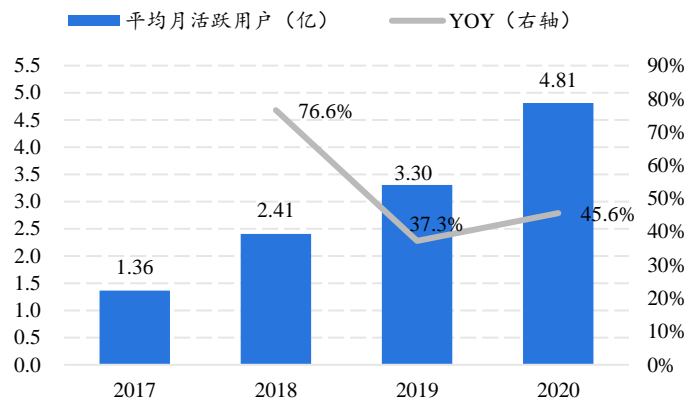
公司未来在用户增长方面依旧有较大动力，主要在于：1) 细分内容垂类的深度运营；2) 新的内容形式如小剧场的发展；3) 特定赛事直播和明星的引入，带来特定人群增长；4) 电商服务覆盖的品类越来越多带来用户增长。

图 5、快手平均日活跃用户数及同比增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、快手平均月活跃用户数及同比增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

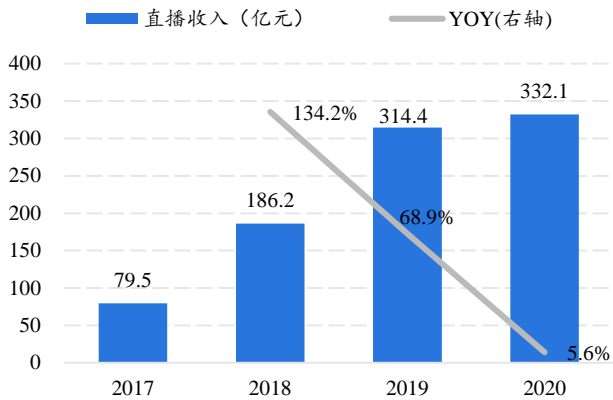
**直播收入保持平稳增长，付费用户数稳步提升。**直播打赏行业在经过前期的野蛮生长后整体进入平稳增长期，监管趋严下，公司直播打赏收入增速放缓，2020 年实现直播收入 332.1 亿（YoY+5.6%），增速较 2019 年下降 63.3pcts，市占率约 18%，较 2019 年的 22.5% 有所下降。公司 2020 年直播平均月付费用户 5760 万（+17.8%），对应付费率 12.0%，较去年同期下降 2.8pcts，每月直播付费用户平均收入 48 元（YoY-10.4%）。

**单列占比提升和建设磁力引擎营销体系促使线上营销收入高增长。**根据《2020 中国互联网广告数据报告》，2020 年中国互联网广告收入 4972 亿元（YoY+13.9%），

广告主把越来越多的广告预算投入到短视频和直播平台，预计短视频和直播平台 2020-2025 年广告市场规模 CAGR 为 30%。快手 2020Q4 实现线上营销收入 85.1 亿元 (YoY+170.1%)，营收占比 47%，首次超过直播成为最主要收入来源。2020 全年线上营销收入 281.5 亿元 (YoY+194.6%)，市占率从 2019 年的 1.7% 提升至 5.7%，每名日活跃用户平均广告 ARPU 为 82.6 元 (YoY+95.3%)。

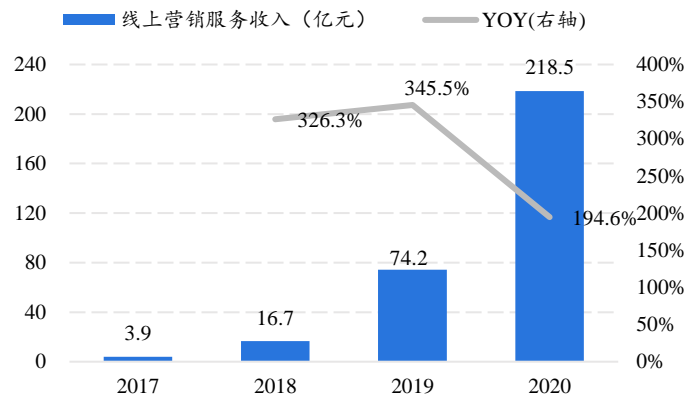
广告业务高速增长主要驱动因素包括：1) 单列比例提升带来的广告转化效率提升，推动广告单位价格提升；2) 产品矩阵的不断丰富和升级带动平台营销能力的提升；3) 销售团队的扩张；4) 数据的积累使得算法匹配下的营销更加精准。快手主站在 2020 年 9 月上线了 8.0 版本，新增单列信息流，提升调性和带来沉浸式体验，更适合品牌广告推广。此外，公司也在 2020 年不断升级和丰富磁力引擎营销体系，升级快手粉条和磁力聚星，推出小店通和生意通，进一步打通公域和私域，促进实现“品销合一”。

图 7、快手直播收入及同比增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

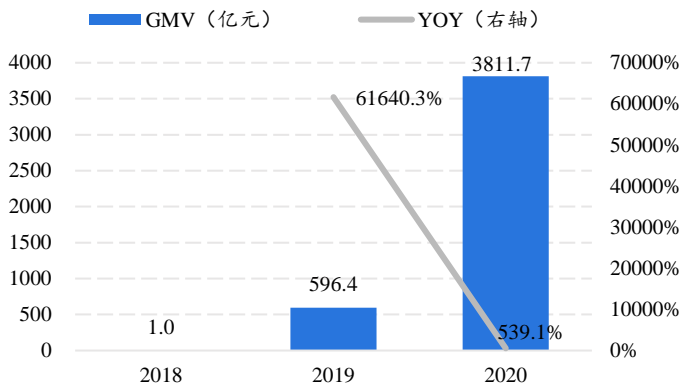
图 8、快手线上营销服务收入及同比增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

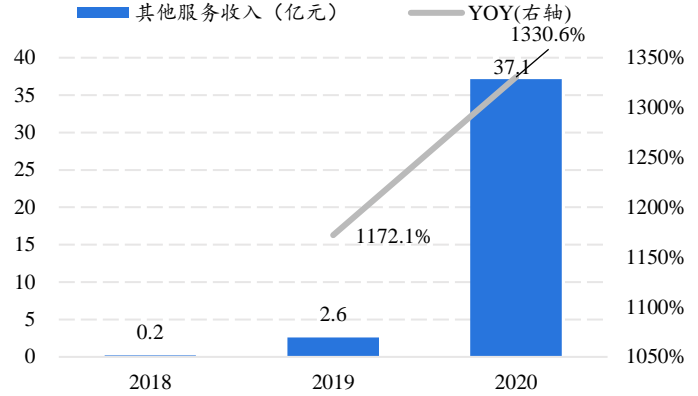
**社区生态和闭环建设助力电商 GMV 高速增长。**快手较强的社交属性为直播带货奠定了良好信任基础，同时直播公会体系建设也扶持了大量的中腰部主播，可以使他们迅速转向直播卖货。2020 年公司电商 GMV 达到 3812 亿元，是 2019 年的 6 倍，在整个直播电商市场份额也从 14% 提升至大约 31%，电商用户复购率从 45% 上升到 65%。在实现 GMV 规模化增长的同时，公司也不断推进电商闭环生态建设：1) 与平台电商的合作逐步从淘宝、拼多多转向用户重合度较低的京东合作；2) 在互联网平台反垄断背景下，公司于 2020 年 9 月正式推出好物联盟，完善自有优质品类供应链。2020 年公司其他服务（以直播电商为主）收入 37.1 亿元 (YoY+1330.6%)，其中电商 GMV 货币化率约为 1.0%，较 2019 年增加 0.6pcts。

图 9、快手电商交易总额



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、快手其他服务收入及同比增速

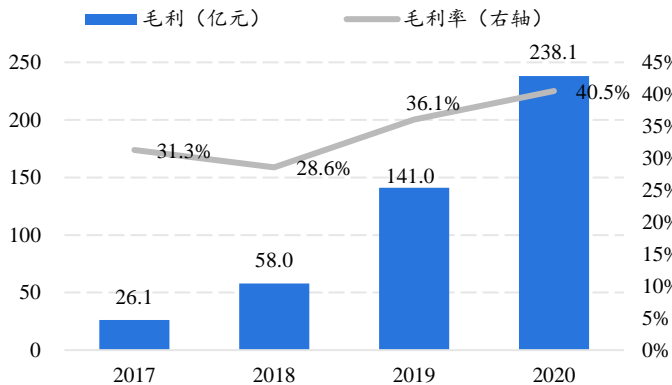


资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

**收入结构改善提升推动毛利率小幅提升。**2020 年公司实现毛利 238.1 亿元

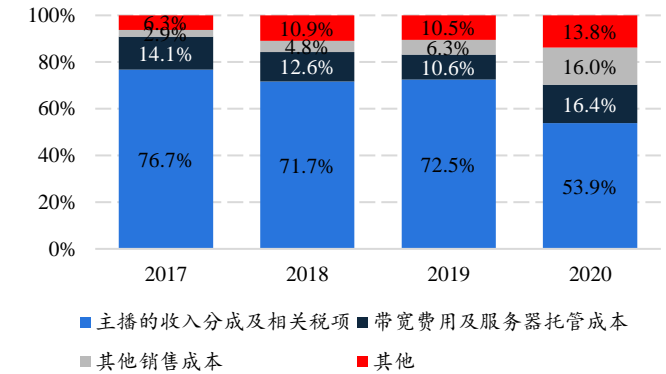
(YoY+68.9%)，毛利率 40.5%，同比增加 4.4pcts，毛利率的提升主因公司线上营销等毛利率较高的业务持续扩大，公司最大的销售成本项目是主播分佣相关支出，2020 年占比达到 53.9%，较 2019 年同期减少 18.6pcts；其次为宽带及服务器相关支出，占比达到 16.4%。

图 11、快手毛利及毛利率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、快手销售成本结构

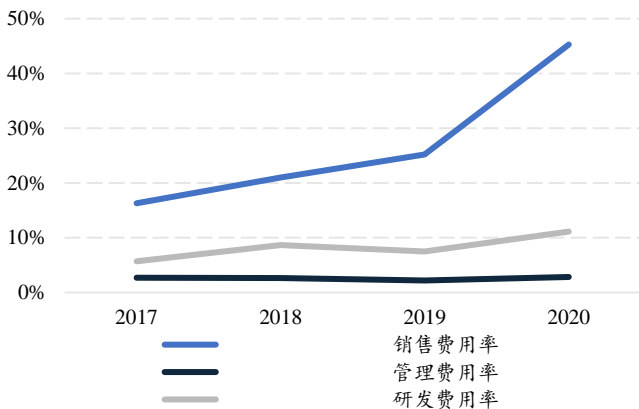


资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

**销售和研发保持高投入，费用率大幅提升。**公司运营费用率整体呈现上行趋势，主要原因在于销售费用率的大幅提升。公司 2020 年销售费用 266.1 亿元 (YoY+169.8%)，对应销售费用率 45.3%，同比+20.1pcts，主因推广快手极速版与其他应用程序的营销开支以及品牌营销活动开支增加。与此同时，公司不断加大研发投入，特别是在人工智能、大数据及其他先进技术等领域，2020 年研发费用 65.5 亿元 (YoY+122.4%)，对应研发费用率 11.1%，较 2019 年提升 3.6pcts，相关投入有助巩固智能推荐算法及大数据技术形成的平台优势。经调整后的净利率较 2019 年下降 16.1pcts，主因营销和研发投入的大幅度增加。

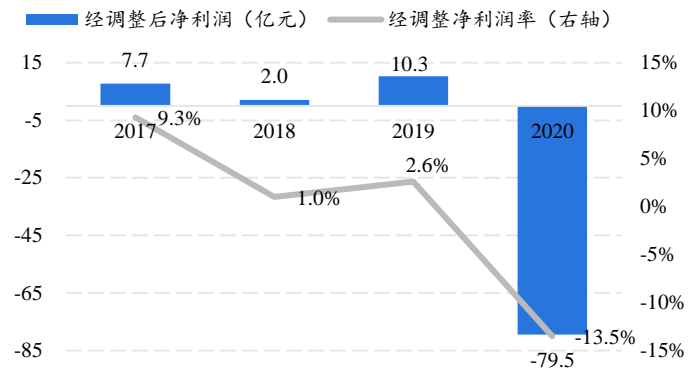


图 13、快手费用率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、快手经调整净利润及净利润率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

**投资建议：**快手是短视频行业开创者，前身可追溯至 2011 年程一笑团队推出的 GIF 快手，2016 年推出直播业务，2018 年开始商业化加速。随着 4G/5G 技术飞跃式发展以及人工智能算法在内容分发、精准推销等多领域的应用，公司所处的短视频和直播行业未来可期。公司目前已经成长为全球领先的内容社区和社交平台，DAU 全球第二大的短视频平台，打赏流水和直播月付费用户最多的直播平台，以及商品交易总额第二大的直播电商平台。公司用户价值商业化进入快车道，成长性突出，标的稀缺性显著。根据 PS 估值和单用户价值估值，我们维持公司目标价 361.5 港元，维持“买入”评级。

表1、快手财务预测

(人民币 百万元)	FY20A	FY21E	FY22E	19Q1-3	19Q4	20Q1-3	20Q4
利润简表	Dec/20	Dec/21	Dec/22	Sep/19	Dec/19	Sep/20	Dec/20
<b>直播</b>							
收入	33,209	33,863	35,819	22,922	8,520	25,309	7,900
YOY	5.6%	2.0%	5.8%			10.4%	-7.3%
占比	56.5%	39.8%	30.0%	84.1%	71.9%	62.2%	43.6%
<b>线上营销</b>							
收入	21,855	42,178	66,436	4,268	3,151	13,343	8,511
YOY	194.6%	93.0%	57.5%			212.7%	170.1%
占比	37.2%	49.6%	55.7%	15.7%	26.6%	32.8%	47.0%
<b>其他</b>							
电商交易金额	381,169	599,929	1,055,364	16,833	42,808	204,060	177,108
YOY	539.1%	57.4%	75.9%			1112.2%	313.7%
变现率	1.0%	1.5%	1.6%	0.5%	0.4%	1.0%	1.0%
收入	3,712	8,987	16,967	78	181	2,025	1,688
YOY	1330.6%	142.1%	88.8%			2484.8%	831.5%
占比	6.3%	10.6%	14.2%	0.3%	1.5%	5.0%	9.3%
<b>合计</b>							
收入	58,776	85,028	119,223	27,268	11,852	40,677	18,099
YOY	50.2%	44.7%	40.2%			49.2%	52.7%
毛利	23,815	39,575	60,115	9,470	4,634	15,311	8,504
毛利率	40.5%	46.5%	50.4%	34.7%	39.1%	37.6%	47.0%
<b>MAU (百万)</b>	481.1	545.0	600.0	311.7	386.7	482.9	475.7
YOY	45.6%	13.3%	10.1%			54.9%	23.0%
<b>DAU (百万)</b>	264.6	330.8	380.4	165.2	206.4	262.4	271.3
YOY	50.7%	25.0%	15.0%			58.8%	31.4%
用户黏性 (DAU/MAU)	55.0%	60.7%	63.4%	53.0%	53.4%	54.3%	57.0%
每位日活跃用户日均使用时长 (分钟)	87.3	109.0	119.0	74.0	76.0	86.3	89.9

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

**风险提示:** 1) 市场剧烈变化风险; 2) 直播监管进一步趋严; 3) 线上营销及电商增速不及预期; 4) 社区运营不当风险。





## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co. Ltd.、河钢股份有限公司第一服务控股有限公司、第一服务控股有限公司、深圳晨北科技有限公司、达丰设备服务有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。