

# 快手-W (01024.HK)

买入 (维持评级)

## 港股公司点评

证券研究报告

## 运营效率提升，进入全面盈利时代

### 业绩简评

2024年3月20日，公司披露2023年四季度及全年业绩公告，2023Q4实现收入326亿元，同比增长15%，Non-IFRS净利润43.6亿元，同比扭亏为盈，2023全年实现收入1135亿元，同比+20%，Non-IFRS净利润102.7亿元，同比扭亏为盈。

### 经营分析

**毛利率及经营费用持续优化，运营效率提升。**2023Q4毛利率53.1%，同比+7.59pct，环比+1.39pct。费用端：销售费用102亿元，销售费用率31.3%，同比-3.11pct，环比-0.66pct；研发费用33亿元，研发费用率10.1%，同比-2.06pct，环比-0.49pct；管理费用7.5亿元，管理费用率2.3%，同比-1.35pct，环比-0.9pct。

**用户及内容：用户规模创新高，月活用户突破7亿，搜索心智增强。**2023Q4，快手DAU达到3.8亿，同比增长4.5%，MAU达到7亿，同比增长9.4%。公司用户增长效率提升，单位新增用户的获客成本同比继续下降，且2023Q4快手极速版每位日活用户的补贴成本同比下降。2023Q4，快手月均搜索用户同比增长超16%，日均搜索次数持续提升。

**线上营销：产品升级带动投放效率提升，外循环广告进一步修复。**2023Q4公司线上营销收入182亿元，同比增长20.6%。内循环广告：“全站推广”上线新功能，智能化托管产品广泛应用，带动商家投放效率提升；外循环广告：收入同比增速环比继续提升，传媒资讯、教培和游戏等行业持续增长，其中付费短剧的营销消耗同比增长超过300%；品牌广告：收入环比提升80%。搜索广告：收入同比增长近100%。

**电商：月付费用户创新高，泛货架电商增速超大盘。**2023Q4公司电商GMV达到4039亿元，同比增长29%。月付费用户突破1.3亿，月活用户渗透率达到18.6%。泛货架超大盘增长，GMV占比超过20%，搜索GMV同比增长超60%。

**直播：进入健康稳态发展阶段。**2023Q4公司直播收入100亿元，同比持平。公司坚持以长期生态健康为准则，在主播、内容等层面持续优化，预计直播生态治理将持续进行。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024/2025/2026年公司NON-IFRS净利润分别为161/240/308亿元，当前股价对应2024/2025/2026年NON-IFRS PE分别为12.8/8.6/6.7X，维持“买入”评级。

### 风险提示

广告恢复不及预期风险；消费疲软导致电商GMV增长不及预期风险；用户增长不及预期风险。

### 传媒与互联网组

分析师：陈泽敏 (执业 S1130524020004)

chenzemin@gjzq.com.cn

分析师：许孟婕 (执业 S1130522080003)

xumengjie@gjzq.com.cn

市价 (港币): 52.250 元

### 相关报告：

- 《快手-W 港股公司点评：经营效率提升，外循环广告恢复增长》，2023.8.23
- 《快手-W 港股公司点评：首次实现集团盈利，回购计划彰显信心》，2023.5.23
- 《快手-W 港股公司点评：盈利能力持续改善，23年广告修复》，2023.3.30



### 主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	94,183	113,470	126,535	139,125	152,640
营业收入增长率	16.16%	20.48%	11.51%	9.95%	9.71%
NON-IFRS 归母净利润 (百万元)	-5,751	10,271	16,135	23,990	30,803
NON-IFRS 归母净利润增长率	n.a	n.a	57.09%	48.69%	28.40%
摊薄每股收益(元)	-3.147	1.470	2.910	4.619	6.183
每股经营性现金流净额	0.51	4.78	4.74	5.90	7.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	-34.37%	13.04%	21.25%	25.84%	25.67%
P/E	n.a	20.08	12.78	8.60	6.69
P/B	5.71	4.63	3.82	2.92	2.17

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (百万元)							资产负债表 (百万元)							
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>81,082</b>	<b>94,183</b>	<b>113,470</b>	<b>126,535</b>	<b>139,125</b>	<b>152,640</b>	货币资金	32,612	13,274	12,905	20,922	38,083	62,059	
增长率	37.9%	16.2%	20.5%	11.5%	9.9%	9.7%	应收款项	7,728	10,394	11,376	13,599	14,283	15,671	
<b>主营业务成本</b>	<b>47,052</b>	<b>52,051</b>	<b>56,079</b>	<b>57,111</b>	<b>57,735</b>	<b>58,277</b>	存货	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	58.0%	55.3%	49.4%	45.1%	41.5%	38.2%	其他流动资产	12,670	22,190	36,080	43,528	47,256	50,655	
<b>毛利</b>	<b>34,030</b>	<b>42,131</b>	<b>57,391</b>	<b>69,423</b>	<b>81,390</b>	<b>94,363</b>	流动资产	53,011	45,859	60,361	78,050	99,623	128,385	
%销售收入	42.0%	44.7%	50.6%	54.9%	58.5%	61.8%	%总资产	57.3%	51.3%	56.8%	62.2%	66.5%	70.7%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期投资	1,411	268	214	1,214	1,364	1,414	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	11,051	13,215	12,329	13,917	14,731	15,496	
<b>销售费用</b>	<b>44,176</b>	<b>37,121</b>	<b>36,496</b>	<b>39,019</b>	<b>39,150</b>	<b>42,956</b>	%总资产	11.9%	14.8%	11.6%	11.1%	9.8%	8.5%	
%销售收入	54.5%	39.4%	32.2%	30.8%	28.1%	28.1%	无形资产	13,733	11,900	11,472	12,271	13,051	13,712	
<b>管理费用</b>	<b>3,400</b>	<b>3,921</b>	<b>3,514</b>	<b>3,746</b>	<b>4,865</b>	<b>5,338</b>	非流动资产	39,505	43,449	45,935	47,523	50,266	53,242	
%销售收入	4.2%	4.2%	3.1%	3.0%	3.5%	3.5%	%总资产	42.7%	48.7%	43.2%	37.8%	33.5%	29.3%	
<b>研发费用</b>	<b>14,956</b>	<b>13,784</b>	<b>12,338</b>	<b>13,421</b>	<b>15,188</b>	<b>16,666</b>	<b>资产总计</b>	<b>92,515</b>	<b>89,307</b>	<b>106,296</b>	<b>125,573</b>	<b>149,889</b>	<b>181,628</b>	
%销售收入	18.4%	14.6%	10.9%	10.6%	10.9%	10.9%	短期借款	0	0	0	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>-28,682</b>	<b>-12,706</b>	<b>5,952</b>	<b>13,237</b>	<b>22,187</b>	<b>29,403</b>	应付款项	20,021	23,607	23,601	29,591	28,867	29,138	
%销售收入	n.a	n.a	5.2%	10.5%	15.9%	19.3%	其他流动负债	17,234	17,103	25,177	27,964	33,390	38,160	
<b>财务费用</b>	<b>39</b>	<b>-183</b>	<b>-539</b>	<b>-351</b>	<b>-415</b>	<b>-771</b>	流动负债	37,256	40,710	48,778	57,555	62,257	67,299	
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>投资收益</b>	<b>-87</b>	<b>-139</b>	<b>-81</b>	<b>-243</b>	<b>-273</b>	<b>-283</b>	其他长期负债	10,164	8,760	8,444	8,444	9,842	9,537	
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	47,419	49,470	57,222	65,999	72,099	76,836	
<b>营业利润</b>	<b>-28,682</b>	<b>-12,706</b>	<b>5,952</b>	<b>13,237</b>	<b>22,187</b>	<b>29,403</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>45,089</b>	<b>39,830</b>	<b>49,063</b>	<b>59,563</b>	<b>77,778</b>	<b>104,778</b>	
营业利润率	n.a	n.a	5.2%	10.5%	15.9%	19.3%	其中：股本	0	0	0	1	2	2	
<b>营业外收支</b>	<b>-50,295</b>	<b>131</b>	<b>479</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	未分配利润	35,557	28,229	49,151	59,650	77,864	104,864	
<b>税前利润</b>	<b>-79,102</b>	<b>-12,531</b>	<b>6,889</b>	<b>13,345</b>	<b>22,330</b>	<b>29,891</b>	少数股东权益	7	8	11	10	12	13	
利润率	n.a	n.a	6.1%	10.5%	16.1%	19.6%	<b>负债股东权益合计</b>	<b>92,515</b>	<b>89,307</b>	<b>106,296</b>	<b>125,573</b>	<b>149,889</b>	<b>181,628</b>	
<b>所得税</b>	<b>-1,025</b>	<b>1,158</b>	<b>490</b>	<b>686</b>	<b>2,233</b>	<b>2,989</b>	<b>比率分析</b>		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税率	n.a	n.a	7.1%	5.1%	10.0%	10.0%	<b>每股指标</b>							
<b>净利润</b>	<b>-78,077</b>	<b>-13,689</b>	<b>6,399</b>	<b>12,659</b>	<b>20,097</b>	<b>26,902</b>	每股收益	-17.946	-3.147	1.470	2.910	4.619	6.183	
<b>少数股东损益</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	每股净资产	10.364	9.155	11.277	13.691	17.878	24.084	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-78,074</b>	<b>-13,691</b>	<b>6,396</b>	<b>12,660</b>	<b>20,095</b>	<b>26,900</b>	每股经营现金净流	-1.269	0.505	4.777	4.740	5.899	7.381	
净利率	n.a	n.a	5.6%	10.0%	14.4%	17.6%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
<b>现金流量表 (百万元)</b>							<b>回报率</b>							
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	净资产收益率	-173.15%	-34.37%	13.04%	21.25%	25.84%	25.67%	
<b>净利润</b>	<b>-78,074</b>	<b>-13,691</b>	<b>6,396</b>	<b>12,660</b>	<b>20,095</b>	<b>26,900</b>	总资产收益率	-84.39%	-15.33%	6.02%	10.08%	13.41%	14.81%	
<b>少数股东损益</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	投入资本收益率	-51.23%	-28.56%	9.61%	18.46%	22.79%	23.15%	
<b>非现金支出</b>	<b>57,138</b>	<b>8,081</b>	<b>14,385</b>	<b>242</b>	<b>274</b>	<b>285</b>	<b>增长率</b>							
<b>非经营收益</b>							主营业务收入增长率	37.95%	16.16%	20.48%	11.51%	9.95%	9.71%	
<b>营运资金变动</b>	<b>8,531</b>	<b>1,234</b>	<b>0</b>	<b>6,606</b>	<b>4,090</b>	<b>3,655</b>	EBIT 增长率	160.27%	-55.70%	-146.85%	122.39%	67.62%	32.52%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-5,519</b>	<b>2,198</b>	<b>20,781</b>	<b>20,620</b>	<b>25,666</b>	<b>32,113</b>	净利润增长率	33.06%	82.46%	146.72%	97.94%	58.73%	33.86%	
<b>资本开支</b>	<b>-7,764</b>	<b>-4,620</b>	<b>0</b>	<b>-3,500</b>	<b>-2,800</b>	<b>-2,700</b>	总资产增长率	77.41%	-3.47%	19.02%	18.13%	19.36%	21.17%	
<b>投资</b>	<b>-10,659</b>	<b>-12,982</b>	<b>0</b>	<b>-13,300</b>	<b>-4,950</b>	<b>-4,950</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>其他</b>	<b>62</b>	<b>53</b>	<b>-19,865</b>	<b>6,357</b>	<b>1,125</b>	<b>-587</b>	应收账款周转天数	20.0	24.4	20.8	24.6	24.3	24.3	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-18,361</b>	<b>-17,548</b>	<b>-19,865</b>	<b>-10,443</b>	<b>-6,625</b>	<b>-8,237</b>	存货周转天数	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
<b>股权募资</b>	<b>39,248</b>	<b>54</b>	<b>0</b>	<b>-2,000</b>	<b>-2,000</b>	<b>0</b>	应付账款周转天数	155.3	165.5	153.6	189.1	182.5	182.5	
<b>债权募资</b>	<b>-2,748</b>	<b>-4,537</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	49.7	51.2	39.3	40.1	38.6	37.1	
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-1,364</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>36,500</b>	<b>-4,482</b>	<b>-1,364</b>	<b>-2,000</b>	<b>-2,000</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-69.39%	-46.01%	-62.23%	-68.92%	-75.61%	-81.21%	
<b>现金净流量</b>	<b>12,221</b>	<b>-19,338</b>	<b>-369</b>	<b>8,017</b>	<b>17,161</b>	<b>23,976</b>	EBIT 利息保障倍数	-744.3	69.5	-11.0	-37.7	-53.5	-38.1	
							资产负债率	51.26%	55.39%	53.83%	52.56%	48.10%	42.30%	

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806