

## 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年05月29日

买入（维持）

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

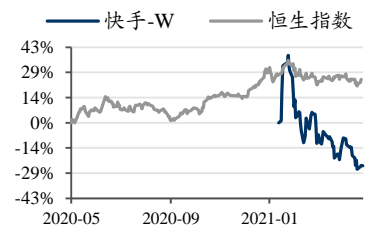
zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	58,776	87,557	132,630	188,875
同比（%）	50	49	51	42
经调整净利润（百万元）	-7,948	-13,522	-4,034	11,188
同比（%）	494	-88	-70	-377
经调整每股收益（元/股）	-2.12	-3.25	-0.97	2.69
P/E（倍）	-5	-51	-170	61

### 投资要点

- **事件：**2021Q1 公司实现总收入 170 亿元（本文除特别说明，均指人民币元），同比 2020Q1 的 125 亿增长 36.6%；2021Q1 经调整净亏损 49 亿元，2020Q1 同期净亏损为 43 亿元。公司业绩符合市场预期。
- **线上营销服务及其他服务（包括电商）高增长，商业化能力持续提升。** 在线营销服务收入由 2020Q1 的 33 亿元增加 161.5% 至 2021Q1 的 86 亿元，每名 DAU 平均线上营销服务收入由 2020Q1 的 12.9 元增加 124.8% 至 2021Q1 的 29.0 元。直播业务收入由 2020Q1 的 90 亿元减少 19.5% 至 2021Q1 的 73 亿元，主要是由于直播平均月付费用户由 2020Q1 的 6,700 万略减少至 2021Q1 的 5,240 万，相比 2020Q1 的疫情特殊情况，2021Q1 生产生活基本回归正常，线上活动花费时间减少导致付费人数略有下滑。其他服务收入由 2020Q1 的 1.8 亿元增加 589.1% 至 2021Q1 的 12 亿元，主要是由于电商业务的快速增长，电商交易总额于 2021 年第一季度持续快速同比增长 219.8%，达到 1,186 亿元。
- **预计在线营销及电商业务仍将保持强劲增长。** 在线营销业务：1) 人工智能、大数据实力提升在线营销服务的有效性；2) 磁力聚星、快手联盟等平台建设更加成熟，品牌效应进一步扩大；3) 品牌广告加速发展，21Q1 品牌广告收入的同比增速已超越在线营销服务的整体增速。电商：1) 私域以及基于信任的生态系统带来高付费率与高复购率；2) 快手小店、好物联盟等电商基础设施进一步完善，赋能平台商家；3) 品类拓展以及进一步强化服饰、食品、美妆、玉石等优势品类。
- **营销高增长驱动毛利率持续改善，销售费用率同比提升 3.5pct。** 2021Q1 公司实现毛利率 41.1%，与 2020Q1 的 34.2% 相比实现增长，主要源于在线营销服务及电商业务占比提升，继而导致销售成本占总收入的百分比下降。2021 年第一季度推广及广告开支增加，主要是由于推广快手极速版及其他应用程序的营销开支以及品牌推广活动开支增加所致，我们判断，海外用户的增长也一定程度上驱动了销售费用率的提升。
- **海外用户增长超预期，长期有望成为公司第二成长曲线。** 2021Q1 公司海外产品 Kwai、SnackVideo 等在南美洲及东南亚等地实现了用户增长超预期，2021Q1 海外市场的 MAU 均值超过 1 亿，2021 年 4 月进一步增长至 1.5 亿以上，海外商业化仍处于早期阶段，长期潜力突出。
- **考虑到 Q1 的亮眼用户数据，但销售费用略超此前预期，我们将公司 2021/2022/2023 年经调整 EPS 从 -1.88/0.27/3.42 元下调至 -3.25/-0.97/2.69 元，对应 PE 分别为 -51/-170/61 倍。看好短视频及直播赛道行业成长潜力，以及公司运营及商业化能力提升，维持“买入”评级。**
- **风险提示：**市场竞争格局恶化，用户增长不及预期，商业化不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	200.40
一年最低/最高价	198.50/417.80
市净率(倍)	11.69
港股流通市值(百万港元)	679896.09

### 基础数据

每股净资产(元)	14.49
资产负债率(%)	37.62
总股本(百万股)	3392.70
流通股本(百万股)	4158.93

### 相关研究

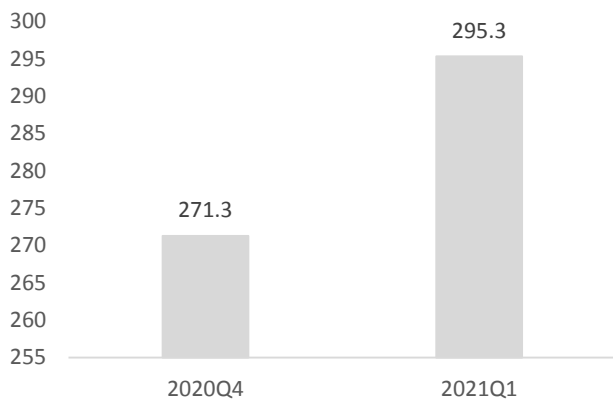
- 1、《快手-W (01024)：获奥运会点播及短视频权利有望再驱流量增长，616 电商节开启完善平台信任机制》2021-05-23
- 2、《快手-W (01024)：2020 年年报点评：符合市场预期，营销业务有望维持强劲增长，首次给予“买入”评级》2021-03-25
- 3、《快手-W (1024.HK)：用户破圈迅猛，商业化能力快速提升》2021-02-05

## 1. 受春节及强运营驱动，日活及平均时长实现高增长

2021Q1, 快手中国应用程序及小程序的平均 DAU 达到 3.792 亿, 同比增长 26.4%, 环比增长 20.0%。

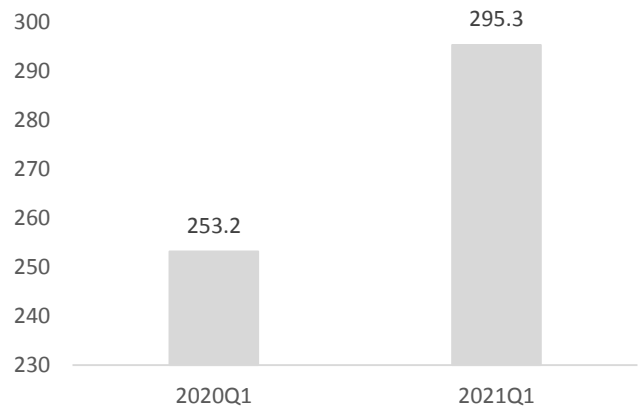
快手应用平均 DAU 及平均 MAU 在 2021Q1 分别达到 2.953 亿及 5.198 亿, 分别同比增长 16.6% 及 5.0%。

图 1: 21Q1 快手应用 DAU 环比增长 8.8% (单位: 百万)



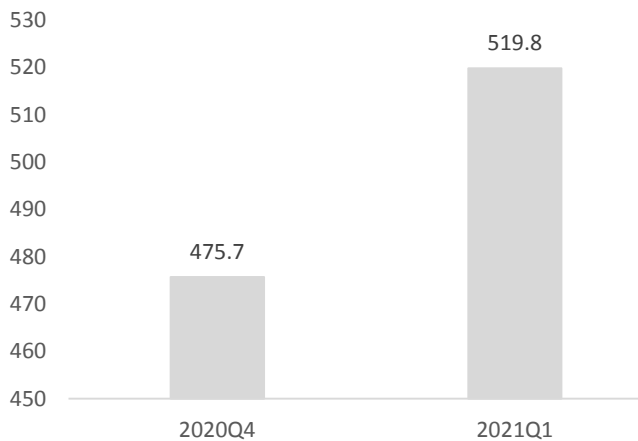
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 21Q1 快手应用 DAU 同比增长 16.6% (单位: 百万)



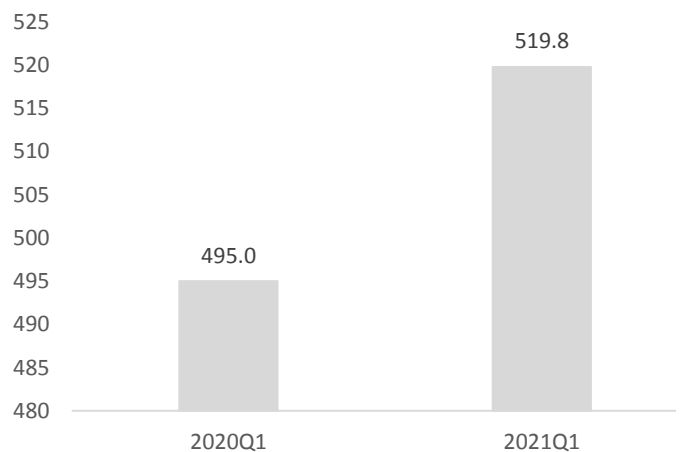
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 21Q1 快手应用 MAU 环比增长 9.3% (单位: 百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

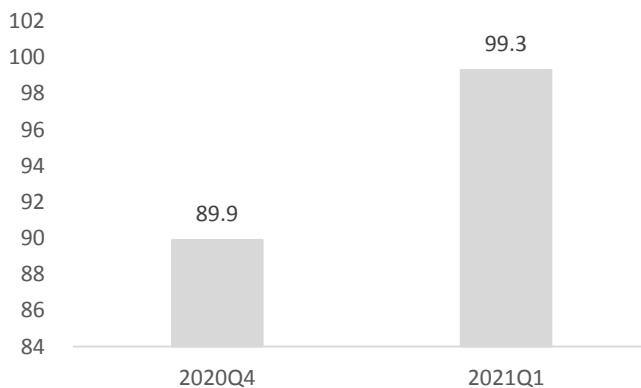
图 4: 21Q1 快手应用 MAU 同比增长 5.0% (单位: 百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

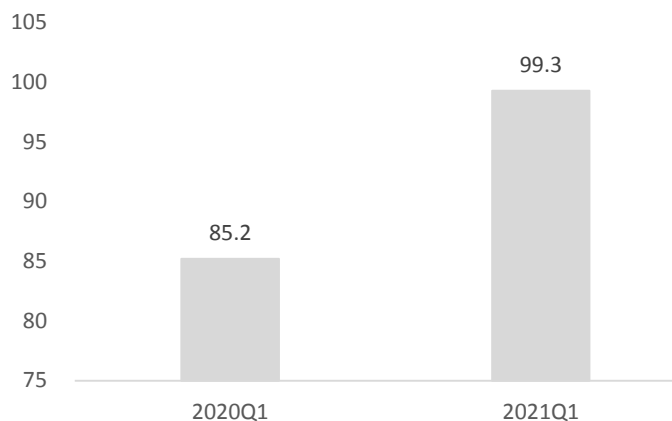
快手应用的每位 DAU 日均使用时长在 2021 年第一季度进一步提升至 99.3 分钟, 同比增长 16.5%, 环比增长 10.5%。

图 5: 21Q1 快手应用每位 DAU 日均使用时长环比增长 10.5% (单位: min)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 21Q1 快手应用每位 DAU 日均使用时长同比增长 16.5% (单位: min)

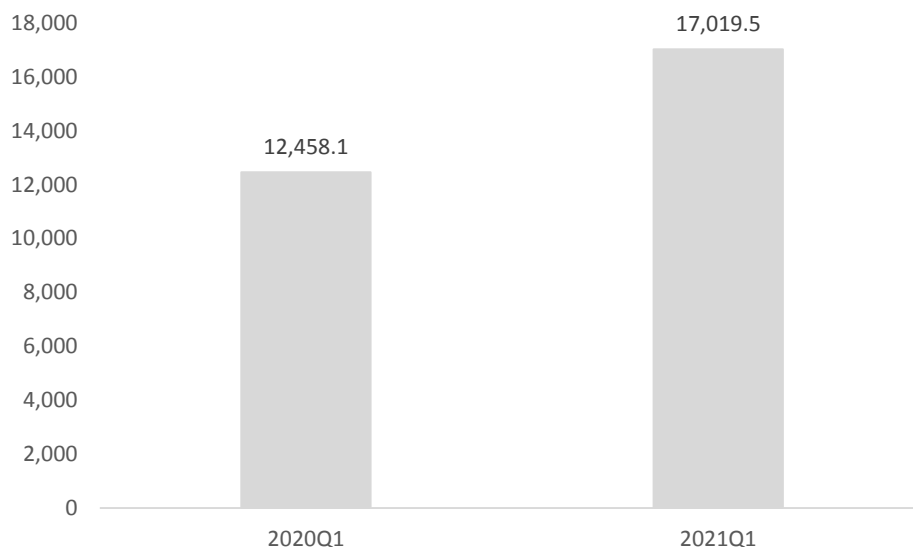


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 营销收入同比增长 161.5%, 电商业务扩展致其他服务收入同比增长 589.1%

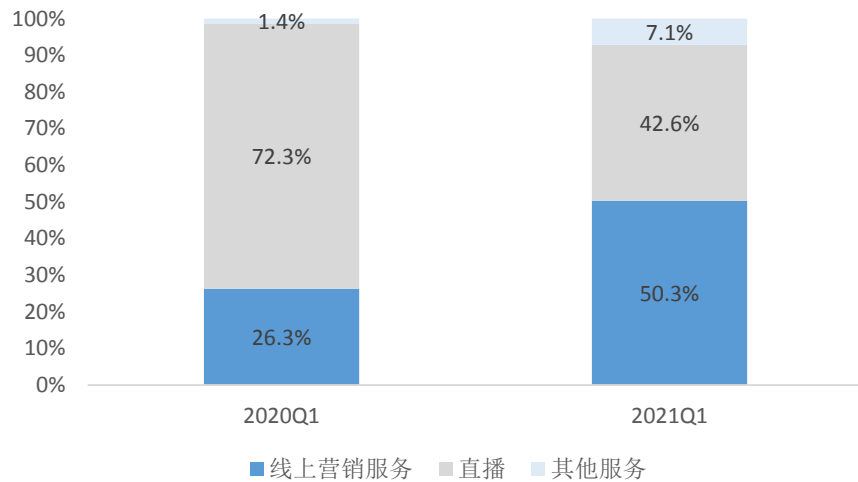
总收入由 2020Q1 的 125 亿元增加 36.6% 至 2021Q1 的 170 亿元, 主要是由于线上营销服务及其他服务 (包括电商) 的强劲增长所致。在线营销服务占比提升至 50.3%, 其他服务 (包括电商) 收入占比提升至 7.1%, 而直播业务收入占比则下滑至 42.6%。

图 7: 快手 21Q1 收入同比增长 36.6% (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 8: 快手收入结构变化

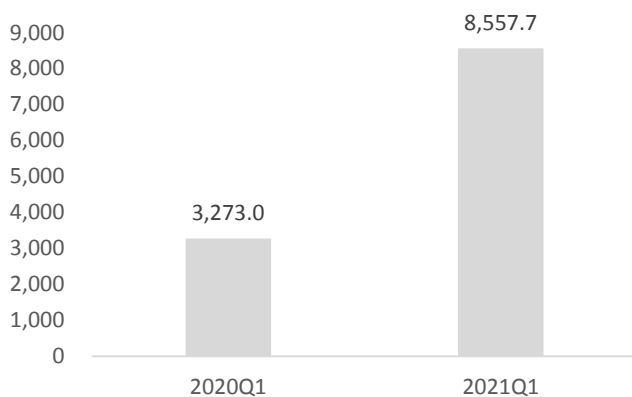


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**在线营销服务实现强劲增长。**用户群体扩大进一步促进流量变现,同时技术端的进一步完善提升了服务效率,使得在线营销服务收入由 2020Q1 的 33 亿元增加 161.5% 至 2021Q1 的 86 亿元,每名 DAU 平均线上营销服务收入由 2020Q1 的 12.9 元增加 124.8% 至 2021Q1 的 29.0 元。其中,品牌广告收入的同比增速超越在线营销服务总收入的同比增速。与 2020Q1 相比,线上营销服务超越直播成为公司收入的最大来源,收入结构实现优化。

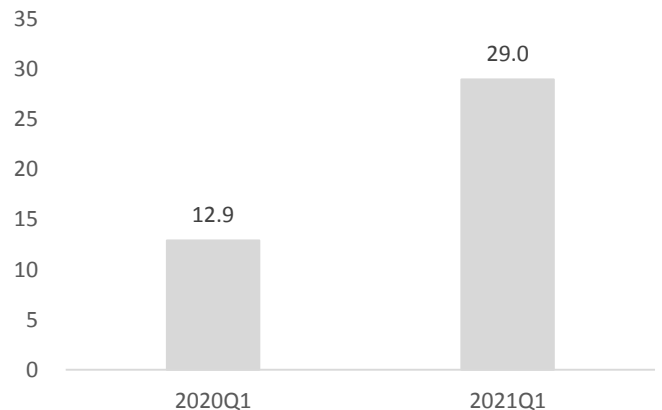
在线营销服务收入的增长由坚实的运营基础支撑。1) 公司平台的 2021Q1 广告主数量是 2020Q1 的两倍以上。2) 2021Q1 磁力聚星接入的内容创作者合作伙伴数量相比 2020 年底超翻倍增长,内容创作者所制作的广告内容视频播放量环比增长超 100%。

图 9: 快手 21Q1 营销收入同比增长 161.5% (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 10: 快手 21Q1 每个 DAU 的平均营销收入同比增长 124.8% (单位: 元)

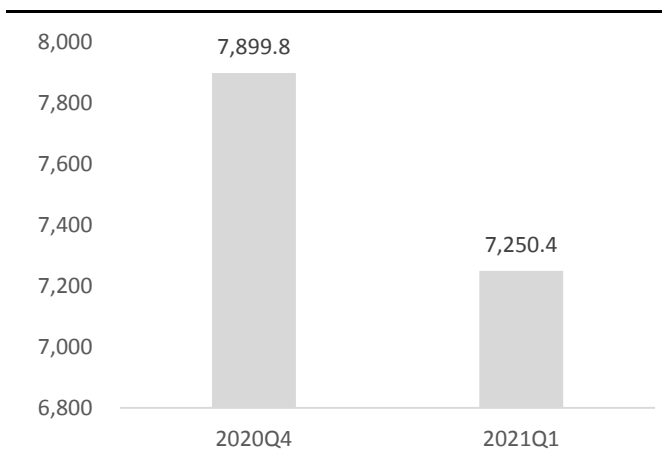


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**直播业务收入有所下滑。**2021Q1 直播业务收入 73 亿元,自 2020Q1 的 90 亿元同比减少 19.5%,自 2020Q4 的 79 亿元环比减少 8.2%。同比下滑主要是由于直播平均月

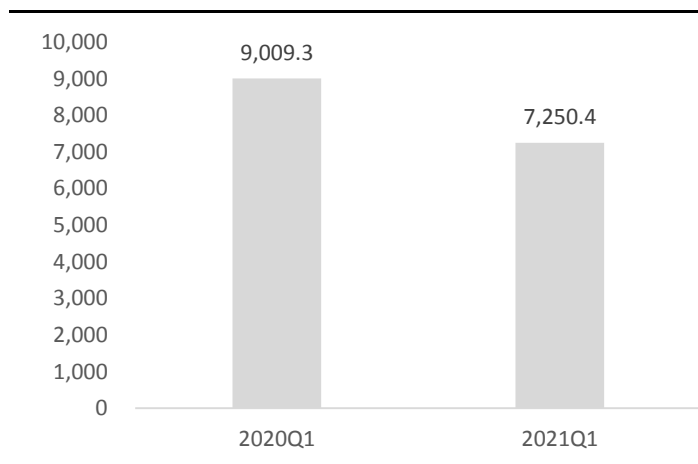
付费用户由 2020Q1 的 67.0 百万变为 2021Q1 的 52.4 百万，环比付费用户数略有增长，收入下滑主要由于用户群体扩大使每月直播付费用户平均收入减少。

图 11: 快手 21Q1 直播业务收入环比减少 8.2% (单位: 百万元)



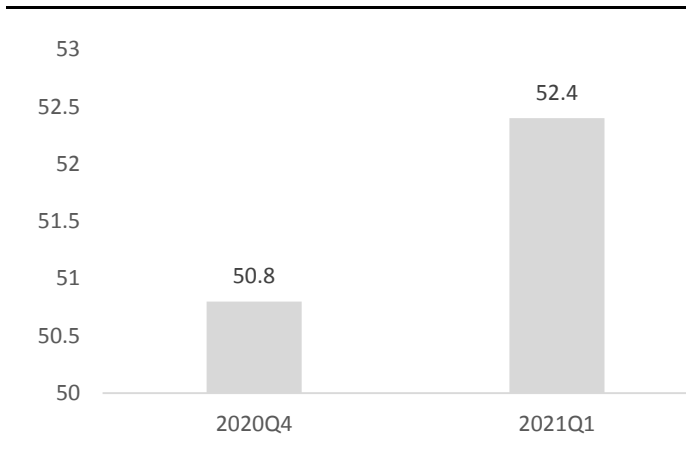
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 12: 快手 21Q1 直播业务收入同比减少 19.5% (单位: 百万元)



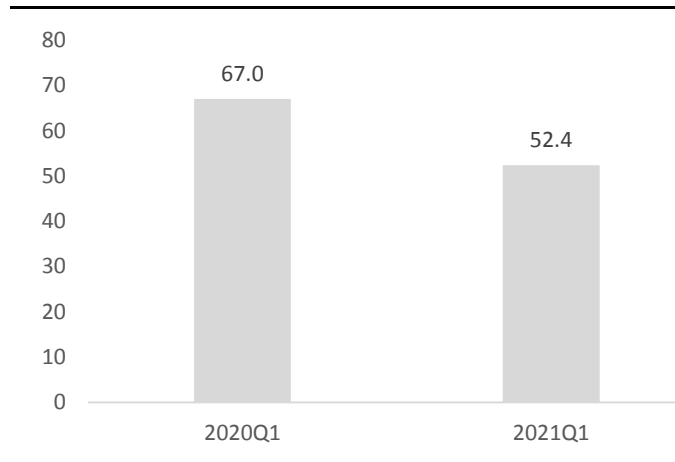
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 13: 快手直播平均月付费用户环比增长 3.1% (单位: 百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

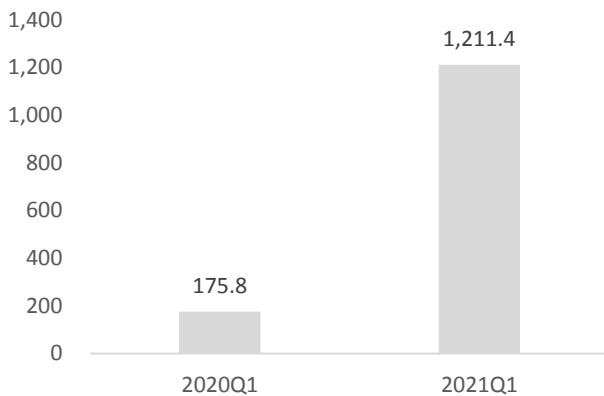
图 14: 快手直播平均月付费用户同比减少 21.8% (单位: 百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

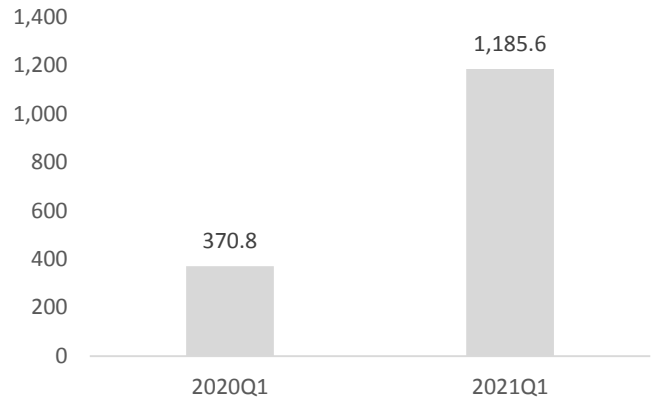
其他服务收入由 2020Q1 的 175.8 百万元增加 589.1% 至 2021Q1 的 12 亿元, 主要是由于电商业务的扩展。电商 GMV 于 2021Q1 同比增长 219.8%, 达到人民币 1,186 亿元。其中, 快手小店的 GMV 占平台 GMV 总额的 85% (yoy+53%); 好物联盟的 GMV 占平台 GMV 总额的贡献环比翻倍。

图 15: 快手其他服务 (包括电商) 快速增长 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 16: 快手 GMV 保持快速增长 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 海外业务超预期发展, MAU 于 2021Q1 超 1 亿

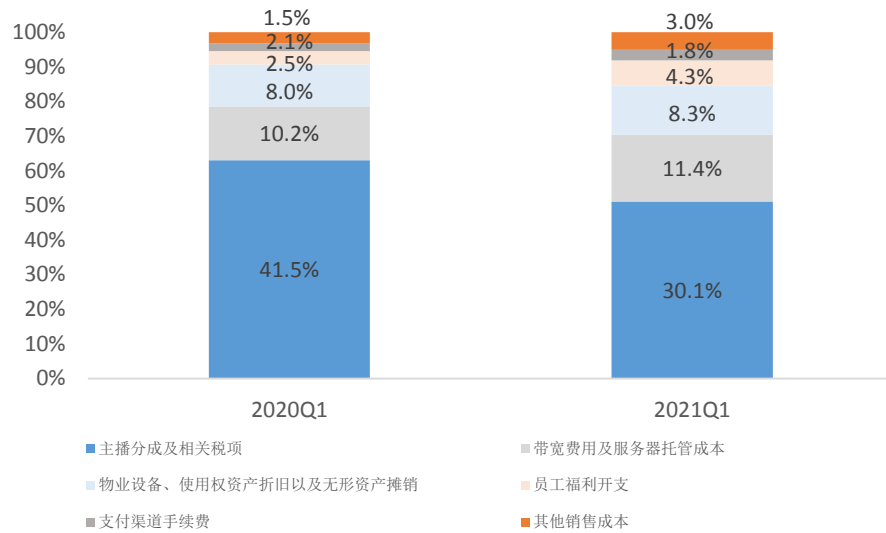
中国短视频与直播行业处于世界领先地位, 而海外短视频及直播行业仍处于蓝海, 成长红利明显。公司积极发展南美洲及东南亚业务, 丰富本地化内容, 2021Q1 Kwai、SnackVideo 等海外产品获客表现亮眼, 2021Q1 海外市场的 MAU 均值超过 1 亿, 2021 年 4 月进一步增长至 1.5 亿以上。

公司海外业务目前尚处于商业化的早期发展阶段, 看好公司商业化潜力。

### 4. 业务结构调整, 催化公司毛利率持续提升

销售成本 2021Q1 为 100 亿元, 2020Q1 为 82 亿元, 2020Q4 则为 96 亿元, 2021Q1 公司销售成本实现同比增长 22.3%, 环比增长 4.6%。主要是由于: 1) 随着用户群体扩大及业务增长导致用户流量增加, 带宽费用及服务器托管成本、物业及设备使用权资产折旧以及无形资产摊销亦有所增加; 2) 为支持业务增长而增加雇员人数及增加以股份为基础的薪酬开支导致雇员福利开支增加。

图 17: 快手销售成本主要来源于主播分成、带宽费用及服务器托管成本、折旧与摊销

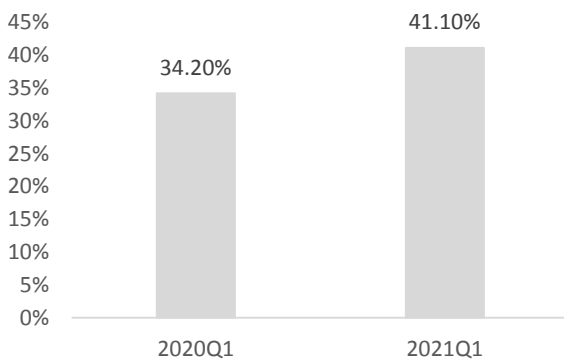


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

毛利由 2020 年同期的人民币 43 亿元增加 64.1% 至 2021 年第一季度的人民币 70 亿元。毛利率由 2020 年同期的 34.2% 增至 2021 年第一季度的 41.1%，主要是由于在线营销服务及电商业务等其他业务扩充，使得直播收入占总收入的百分比下降，继而导致销售成本占总收入的百分比下降。

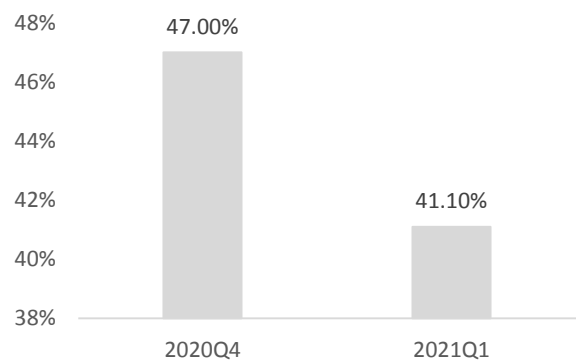
2021Q1 毛利率环比下降 5.9pct，主要由于用户数、在线时长的增长，导致成本的增长，但由于季节性的原因，收入并未同比增长导致。

图 18: 快手 2021Q1 毛利率同比提升 6.9pct



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

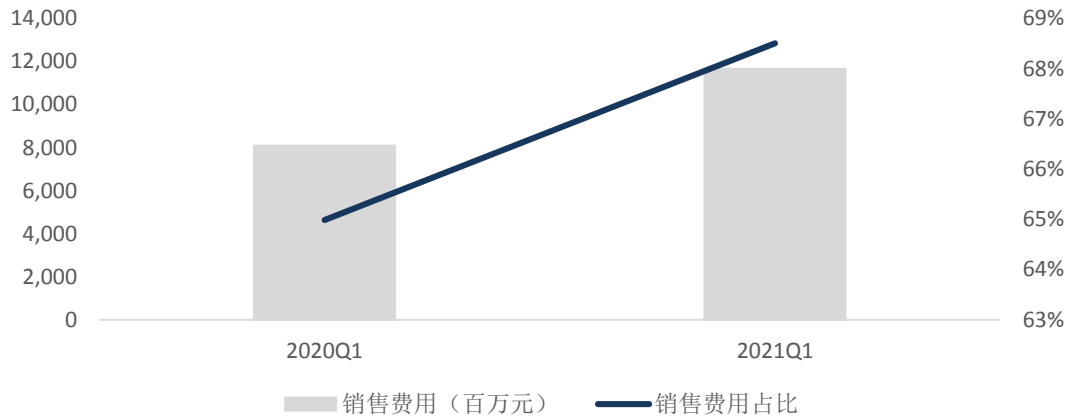
图 19: 快手 2021Q1 毛利率环比下降 5.9pct



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司销售费用 2020Q1/2021Q1 分别为 81 亿元/117 亿元 (yoy+44.0%)，占总收入的百分比分别为 65.0%/68.5%，主要由于公司推广快手极速版及其他应用程序的营销开支以及品牌推广活动开支增加所致。

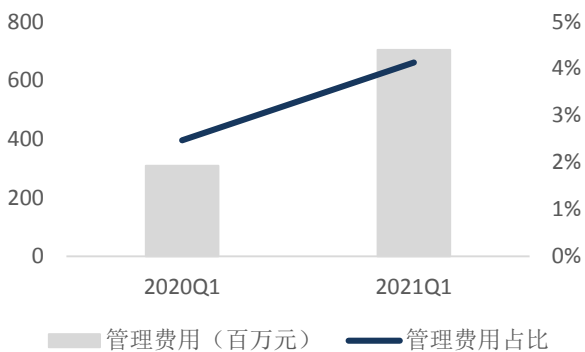
图 20: 快手 21Q1 销售费用达到 68.5%，同比提升 3.5pct



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

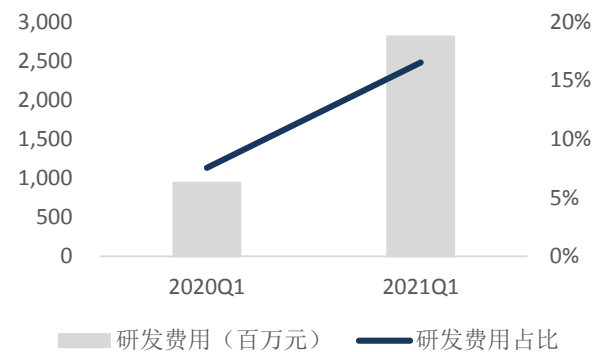
行政开支 2020Q1/2021Q1 分别为 308.2 百万元/703.4 百万元 (yoy+128.2%)，占总收入的百分比由 2.5% 增至 4.1%。研发开支 2020Q1/2021Q1 分别为 939.5 百万元/28 亿元 (yoy+199.2%)，占总收入的百分比由 7.5% 增至 16.5%。

图 21: 快手管理费用及占营收比重 (单位: 百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 22: 快手研发费用及占营收比重 (单位: 百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司 2021Q1 录得经营亏损 73 亿元，经营利润率为-42.8%，2020Q1 则录得经营利润 50 亿元，经营利润率为-40.3%。2020Q1/2021Q1 的净亏损分别为 305 亿元/578 亿元，加回以股份为基础的薪酬开支及可转换可赎回优先股公允价值变动后，2020Q1/2021Q1 的 Non-GAAP 净亏损分别为 49 亿/43 亿。2021Q1 经调整 EBITDA (未经审计) 为-42 亿元，去年同期为-37 亿元。

## 5. 盈利预测及投资建议

我们预计直播打赏业务未来增长将趋于稳健，2021/2022/2023 年增速分别为



-4.1%/5.1%/4.0%;

线上营销业务是当前公司整体增长的主要贡献来源，我们看好未来公司广告业务的增长潜力，预计 2021/2022/2023 年增速分别为 104.0%/72.5%/54.0%。

我们预计公司未来随着广告及其他业务占比提升，毛利率有望提升，2021/2022/2023 年毛利率分别为 51.2%/57.9%/62.1%。

我们预计公司 2021/2022/2023 年收入分别为 875.57/1,326.31/1,888.75 亿元，同比增速分别为 49.0%/51.5%/42.4%。

表 1: 快手核心收入及成本预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>直播</b>	18,615.1	31,442.3	33,209.1	31,833.9	33,444.7	34,792.5
<i>YoY</i>	134.2%	68.9%	5.6%	-4.1%	5.1%	4.0%
<b>线上营销服务</b>	1,665.1	7,418.5	21,854.5	44,586.2	76,911.1	118,443.1
<i>YoY</i>	326.3%	345.5%	194.6%	104.0%	72.5%	54.0%
<b>其他服务</b>	20.4	259.5	3,712.4	11,137.3	22,274.7	35,639.5
<i>YoY</i>		1170.9%	1330.6%	200%	100%	60%
<b>收入总计</b>	20,300.7	39,120.4	58,776.1	87,557.4	132,630.5	188,875.1
<i>YoY</i>	143.4%	92.7%	50.2%	49.0%	51.5%	42.4%
<b>毛利</b>	5,802.2	14,103.6	23,814.6	44,788.0	76,791.2	117,252.0
<b>毛利率</b>	28.6%	36.1%	40.5%	51.2%	57.9%	62.1%
<b>销售费用率</b>	21.0%	25.2%	45.3%	54.2%	50.0%	45.6%
<b>管理费用率</b>	2.7%	2.2%	2.9%	2.7%	2.5%	2.3%
<b>研发费用率</b>	8.6%	7.5%	11.1%	11.5%	10.8%	10.3%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

考虑到 Q1 的亮眼用户数据, 但销售费用略超此前预期, 我们将公司 2021/2022/2023 年经调整 EPS 从 -1.88/0.27/3.42 元下调至 -3.25/-0.97/2.69 元, 对应 PE 分别为 -51/-170/61 倍。

长期仍然看好赛道的长期成长空间, 及公司在商业化能力提升及用户增长方面的潜力, 维持公司“买入”评级。

## 6. 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，但短视频平台全行业的渗透率已经步入中后期。

## 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。

## 4、社区文化的维护和创新不到位的风险

如果平台无法维持独特的社区文化和充满活力的生态系统，或未能留住现有业务伙伴或吸引新业务伙伴，或无法紧跟用户偏好或行为变化，或无法持续技术创新或设计出符合用户预期的功能，则公司的业务、财务状况、经营业绩及前景可能受到不利影响。

## 快手-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>31528</b>	<b>71962</b>	<b>78705</b>	<b>104904</b>	<b>销售收入</b>	<b>58776</b>	<b>87557</b>	<b>132630</b>	<b>188875</b>
现金及现金等价物	20392	57501	59667	81743	销售成本	34961	42769	55839	71623
交易性金融资产	3690	4097	4038	2416	毛利	23815	44788	76791	117252
应收账款及票据	4713	7022	10636	15147	其他收入-净额	533	787	1191	1697
存货	0	0	0	0	营业开支	34839	59627	83204	108852
其他流动资产	2733	3343	4365	5598	其中: 销售费用	26615	47457	66283	86168
<b>非流动资产</b>	<b>20619</b>	<b>22776</b>	<b>25241</b>	<b>26582</b>	管理费用	1677	2348	3170	4121
固定资产	7206	8433	9754	10457	研发费用	6548	9822	13751	18564
无形资产	5611	6541	7685	8322	营业利润	-10492	-14053	-5221	10096
其他非流动资产	6966	6966	6966	6966	加: 财务收入	0	408	1150	1193
<b>资产总计</b>	<b>52147</b>	<b>94738</b>	<b>103946</b>	<b>131486</b>	<b>减: 财务费用</b>	<b>35</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>流动负债</b>	<b>23185</b>	<b>31463</b>	<b>44705</b>	<b>61056</b>	加: 权益性投资损益	0	0	0	0
应付账款及票据	11544	14122	18438	23650	<b>其他非经营性损益</b>	<b>-106674</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
应交税金	938	1397	2116	3014	除所得税前利润	-117201	-13645	-4071	11290
其他流动负债	10703	15943	24151	34392	<b>减: 所得税</b>	<b>-566</b>	<b>-123</b>	<b>-37</b>	<b>102</b>
<b>非流动负债</b>	<b>189012</b>	<b>189012</b>	<b>189012</b>	<b>189012</b>	<b>合并报表净利润</b>	<b>-116635</b>	<b>-13522</b>	<b>-4034</b>	<b>11188</b>
长期借款	0	0	0	0	经调整归母净利润	-7949	-13522	-4034	11188
其他非流动负债	189012	189012	189012	189012					
<b>负债合计</b>	<b>212197</b>	<b>220476</b>	<b>233718</b>	<b>250069</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
归属母公司股东权益	-160050	-125737	-129771	-118583	每股收益 (元)	-2.12	-3.25	-0.97	2.69
<b>负债和股东权益</b>	<b>52147</b>	<b>94738</b>	<b>103946</b>	<b>131486</b>	每股净资产 (元)	-47.35	-30.23	-31.20	-28.51
					发行在外股份 (百万股)	3,743	4,159	4,159	4,159
					ROE (%)	73	11	3	-9
					毛利率 (%)	41	51	58	62
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率 (%)	-198	-15	-3	6
经营活动现金流	2289	-6700	6278	23701	资产负债率 (%)	407	233	225	190
投资活动现金流	-4867	-4026	-4112	-1625	收入增长率 (%)	50	49	51	42
筹资活动现金流	19290	47835	0	0	净利润增长率 (%)	494	-88	-70	-377
现金净增加额	16395	37110	2166	22076	P/E	-5	-51	-170	61
					P/B	-6	-5	-5	-6

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所, 汇率: 1人民币=1.2178港元

## 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>