

2021年1月26日

快手-W (1024.HK)

IPO 点评

证券研究报告

软件互联网

## 快手-W IPO 点评

### 报告摘要

#### 公司概况

- ▶ 快手科技是全球领先的内容社区和社交平台，根据艾瑞咨询的数据，截至2020年9月30日，全球范围内公司是以虚拟礼物打上流水及直播平均月付费用户计最大的直播平台；以平均日活跃用户数计第二大短视频平台；以商品交易总额GMV计第二大的直播电商平台。截至2020年9月30日止九个月，快手科技的中国app及小程序平均日活用户（DAU）3.05亿，平均月活用户（MAU）7.69亿，每位日活用户日均使用时长超过86分钟；累计短视频和直播点赞、转发及评论2.43万亿；26%的MAU用户为内容创作者；电商交易总额达到2041亿元人民币。
- ▶ 公司的主要业务模式的变现均来自于内容平台带来的机会。按照公司财报披露的口径可分为直播服务、线上营销服务以及其他服务。2017年、2018年及2019年与截至2019年及2020年9月30日止九个月，公司的收入分别为83.4亿、203.0亿、391.2亿和406.8亿，同比增长分别为143.4%、92.7%和49.2%。按业务来分，公司的收入主要来自于直播、线上营销服务及其他服务（包括电商、网络游戏及其他增值服务），其中绝大部分收入来自于中国客户。

#### 行业状况及前景

- ▶ **短视频市场前景广阔** 受益于其可以捕捉精彩瞬间的丰富内涵，并以更自然、更接近面对面的方式实现实时互动，视频作为一种在线体验内容形式正日益流行。移动互联网的普及和智能设备、带宽和移动基础设施的发展，尤其是4G的扩张和5G的引入，将继续促进视频的增长势头。根据艾瑞咨询，全球移动互联网用户日均在线时长2019年达3.37小时，并预计在2025年将达3.90小时。2019年日均在线时长中大约23.5%用在基于视频的社交及娱乐平台上，这个比例到2025年预计将达32.8%。
- ▶ **短视频与直播行业竞争格局** 快手是全球两个专注于短视频和直播内容形式的大型基于视频社交平台之一。在中国，有若干个以短视频或直播内容为基础的社交平台。虽然它们之间存在某种程度的用户重叠，但是各个平台通过差异化的用户体验和用户交互而实现自身的差异化。

#### 优势与机遇

- ▶ 公司是最大的直播平台，拥有庞大的活跃用户数量；
- ▶ 目前主要的收入来源于直播，广告和电商领域广告开始发力，潜力巨大；
- ▶ 基于社交的短视频平台产品，用户粘性强。

#### 弱项与风险

- ▶ 短视频行业竞争激烈，存在流失客户和收入增长不达预期的风险；
- ▶ 公司正在转型向线上营销和电商迈进，营销成本可能拖累业绩。

#### 投资估值

- ▶ 快手计划2月5日于香港联交所主板开售，指示性发售价格范围在每股105港元-115港元之间，对应股份市值分别为4314亿港元和4724亿港元。短视频目前仍然为二级市场稀缺标的，尚缺乏最直接的公司作为估值参考。按照业务发展的逻辑我们认为同样作为社区经营的视频平台，哔哩哔哩（BILI.US）可以作为公司估值参考。
- ▶ 倘若按照发行指导价上限115港元，我们计算对应公司发行后整体市值为约合609亿美元，与我们预估的上市合理估值有50%-69%的增长空间。考虑到现阶段短视频行业的市场关注度较高，认购程度大概率较为火爆，以及公司在定价上仍然给予了市场一定空间，此次申购我们给出7分评级，建议融资申购。

IPO 专用评级: 7

-- 评级分为0至10，10为最高

-- 评级基于以下标准:

1. 公司营运 (0-3): 2
2. 行业前景 (0-3): 2
3. 招股估值 (0-2): 1
4. 市场情绪 (0-2): 2

#### 主要发售统计数字

上市日期	2月5日
发行股数(亿股)	3.65
-- 当中旧股数目及占比	0; 0%
发行后总股本(亿股)	41.1
发行价范围(港元)	105-115
发行后市值(亿港元)	4314-4724
备考预测盈利(百万港元)	--
备考预测市盈率(倍)	--
备考每股净资产(港元)	16.64-17.52
备考市净率(倍)	6.31-6.56

保荐人 摩根士丹利、美银证券、华兴资本

账簿 HSBC、工银国际、海通国际、招银国际、  
管理人 中银国际、富途证券

会计师 普华永道

资料来源: 公司招股书

#### 汪阳 TMT 行业分析师

+852-2213 1400

alexwang@eif.com.hk

## 1 公司简介及历史发展

快手科技是全球领先的内容社区和社交平台，根据艾瑞咨询的数据，截至2020年9月30日，全球范围内公司是以虚拟礼物打上流水及直播平均月付费用户计最大的直播平台；以平均日活跃用户数计第二大短视频平台；以商品交易总额GMV计第二大的直播电商平台。截至2020年9月30日止九个月，快手科技的中国app及小程序平均日活用户（DAU）3.05亿，平均月活用户（MAU）7.69亿，每位日活用户日均使用时长超过86分钟；累计短视频和直播点赞、转发及评论2.43万亿；26%的MAU用户为内容创作者；电商交易总额达到2041亿元人民币。

公司的原创移动应用程序GIF快手最初于2011年推出，供用户制作并分享GIF动图，；2013年推出短视频社交平台；2016年推出直播功能；2018年快手助战MAU突破一亿，同年推出了电商解决方案；2019年推出快手极速版，成为全球第二大GMV直播平台。

图表 1：公司发展大事记

时间	事件
2011年	推出移动应用功能程序GIF快手
2012年	成为中国短视频行业先驱，让用户可以在移动设备上创作和观看视频
2013年	推出短视频社交平台
2016年	推出直播功能
2017年	探索其他变现模式，如线上营销服务
2018年	快手主站MAU突破1亿，开始发展电商业务
2019年	推出快手极速版；成为全球第二大GMV直播平台
2020年	8月快手极速版MAU突破1亿；截至9月30日九个月，APP+小程序MAU突破3亿；截至11月30日十一个月电商GMV超过3300亿元

资料来源：招股书，安信国际证券研究

截至2020年9月30日，公司有19,941名全职雇员，绝大部分雇员长驻中国，主要于总部及成都、武汉、无锡、天津及其他城市工作。其中研发人员占比为32.9%，客服及运营人员占比为52.9%。

图表 2 公司员工人数与比例

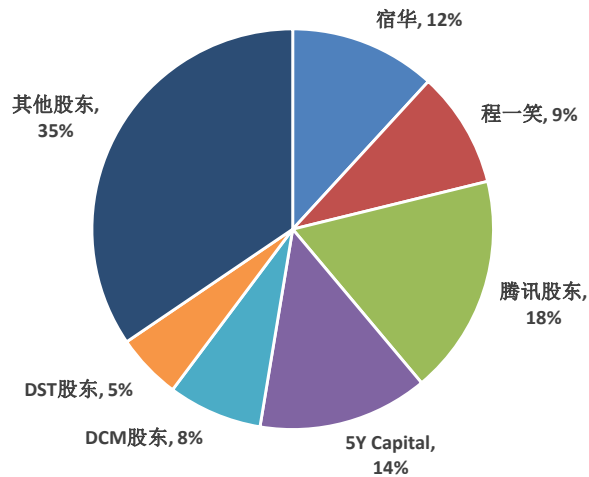
职能	全职雇员人数	百分比%
研发	6,551	32.9%
客服及运营	10,552	52.9%
销售及推广	1,754	8.8%
一般及行政	1,084	5.4%

资料来源：招股说明书，安信国际证券研究

## 2 股权结构

腾讯为第一大股东，宿华、程一笑为实际控制人 公司的普通股可分为A类股和B类股，每股A类普通股赋予持有人权利可投10票，B类普通股可投1票。假设未行使超额配股权，上市后腾讯持有公司总流通股的17.8%，为第一大单一股东，创始人宿华和程一笑分别持股比例为11.8%和9.4%。假设未行使超额配股权，上市后公司创始人宿华和程一笑合计持有公司A类股票共7.66亿股，权益占比18.6%，投票权占比69%。

图表 2：公司联交所上市后股权结构图（假设未超配）



资料来源：招股书，安信国际证券研究

### 3 公司主要业务

公司是全球领先的内容社区和社交平台，根据艾瑞咨询，快手如今是中国家喻户晓的品牌，是中国最广泛使用的社交平台类应用之一。截至 2020 年 9 月 30 日止九个月，公司的中国应用程序及小程序的 DAU 及 MAU 分别为 3.05 亿及 7.69 亿。其中快手应用 DAU 及 MAU 分别为 2.58 亿和 4.85 亿。在同一期间内，公司的日活跃用户在快手应用的日均使用时长超过 86 分钟、日均访问快手应用超过 10 次。内容创作者占平均月活跃用户在快手应用上的比例约 26%，平台应用每月平均短视频上传量亦超过 11 亿条。

通过短视频和直播业务提升平台的用户体验及社交互动，平台上的内容让用户基于共同的兴趣产生社交联系并进行交互。平台丰富的内容为基础，配套数据和业务层共同支撑起公司的生态系统。平台上各方协调合作，使得生态系统中的参与者之间产生了无数的交互并形成了显著的网络效应。

**内容：**用户的参与使短视频和直播内容不断快速且自发地增长，为社区内的社交互动和联系作出贡献。公司推动平台上的内容拥抱每一种生活，并反映用户的生活，相信这有助于吸引用户并保持用户的参与度。利用公司的技术和数据能力，能够识别和分析来自平台上不同用户和兴趣群体的需求，从而为用户提供和推荐符合他们的兴趣和需求的内容，提升用户参与度和留存率。

**公司业务：**公司提供的产品和服务包括**娱乐、在线营销服务、电商、网络游戏、在线知识分享**等。这些产品和服务可提高平台的用户参与度，在用户、内容和业务伙伴之间形成良性循环。所有用户都可以免费访问快手，而快手主要通过销售虚拟物品，提供多种形式的在线营销服务，以及收取电商销售佣金进行变现。平台正在积极开发其他变现机会，通过提供网络游戏、在线知识分享以及其他产品和服务让收入来源更加多元化。**目前主要的变现方式为直播、在线营销服务和电商。**

**技术与数据：**公司的技术能够满足用户的兴趣和需求，覆盖内容生产、压缩、传输、分析、推荐、搜索等多方面。随着用户生产和消费内容，彼此互动，积累了有价值的的数据，这些数据帮助公司提高效率并研发新的功能以提升用户体验。

图表 4 快手生态系统



资料来源：招股书，安信国际证券研究

**公司创造价值所在：**在用户层面，快手让用户可以享有一个可供休闲娱乐、学习、创作内容及社交的安全可信的平台，另一方面为用户提供机会和工具，让他们能够通过内容创作来培养及增加粉丝并变现；在商家层面，快手为商家提供在线营销解决方案及电商平台，以帮助其触达目标客户并与之互动。快手的用户规模庞大、参与度高，公司对用户的定位精准，加上用户对平台充满信任，使得公司提供的在线营销解决方案对商家富有价值且非常高效。商家可以通过创作短视频或直播内容来吸引用户注意力，帮助用户作出购买决策。商家也可以利用快手平台作为各类产品及服务的分销渠道。

**核心算法：**让用户接触多元化内容和内容创作者 快手的目标是创建一个长久、多元化、包容和充满活力的社区。利用业界领先的人工智能及大数据技术提供个性化推荐，让用户接触到多元化的内容和内容创作者。因此，平台的内容符合更广泛的兴趣和需求，也激励用户持续创作新颖和独特的内容。这进一步使越来越多的内容创作者有机会被看到和听到，从而使内容更多元化。截至2020年6月30日，快手应用上将近40%的短视频拥有超过100次的累计观看次数。根据艾瑞咨询，公司有意地将平台流量分配给更多的内容创作者，而其他社交平台则更专注推荐KOL或其他热门内容创作者创作的内容。

### 3.1 核心平台：快手应用

**快手应用包括快手主站、快手极速版及快手概念版。**其中快手主站和快手极速版是最受欢迎的两款核心应用程序。快手主站演变自公司2011年自主推出的移动应用程序，是功能最齐全的应用程序。快手极速版是快手主站之外的版本，于2019年8月正式推出，旨在吸引更为广泛的用户群体。快手极速版具备快手主站的大多数功能，但快手极速版专注于通过更简单的界面体验为用户提供更沉浸式的内容消费体验。快手概念版推出于2018年11月，用于探索不同的用户需求及偏好。用户也可通过小程序、移动端网页及网站访问平台，这些作为快手应用的延伸，有助于分享内容及获取客户。此外公司通过提供工具简化内容创作者工作流程，并协助商家在平台上开展各种商业活动。

**应用包含“发现”、“社交”与“创作”三大模块** “内容”：快手应用一大特点是短视频和直播的个性化内容推送，可以通过双列带缩略图模式或上下滑个性化推送模式来呈现，能根据用户的兴趣来促使发现有趣的内容。“社交”：用户在应用内互相关注、评论及分享彼此的内容，在直播间社交互动，以及与在平台上提供产品及服务的商家进行交易。快手应用的全套社交功能亦包括使用户发现附近发生的事情及附近的人分享的内容；“创作”：快手应用提供功能强大且操作直观的内容创作工具，帮助用户直接在手机上创作有趣的新内容。

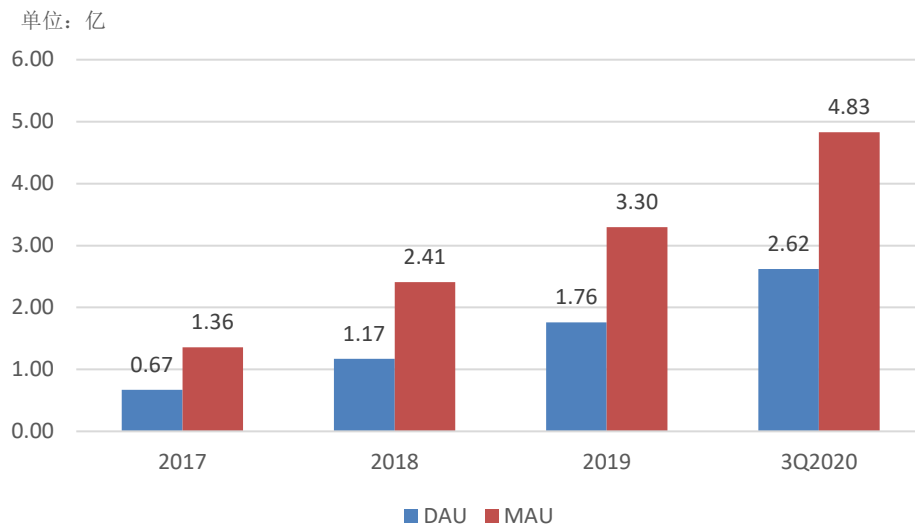
图表 3：快手应用主要界面



资料来源：招股说明书

**爆发增长的用户数** 公司拥有庞大且参与度较高的用户群，用户可以扮演多个角色：1.以观众的身份享受丰富的内容及成为内容创作者的粉丝；2.以创作者身份通过创作及分享供其他用户欣赏的短视频或直播与其他用户进行动态互动；3.作为买家及卖家在公司电商平台上进行交易。截至2017年、2018年及2019年12月31日止年度与截至2020年9月30日止九个月，快手应用的DAU分别为0.67亿、1.17亿、1.76亿及2.62亿，以及MAU分别为1.36亿、2.41亿、3.30亿及4.83亿。截至2020年9月30日止九个月，日活跃用户平均每天在快手应用花费超过86分钟，每天访问快手应用平均超过10次。截至2020年9月30日，累计5.37亿名用户曾于快手应用上传短视频。

图表 6：快手应用月活用户数量变化



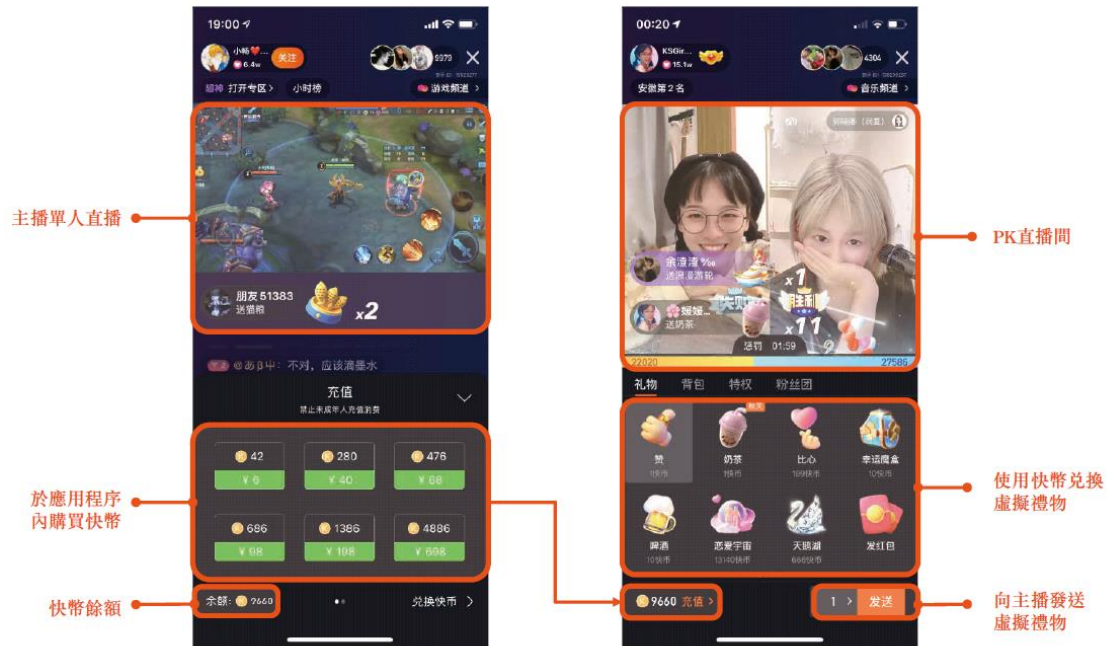
资料来源：招股说明书，安信国际证券研究整理

### 3.2 收入和变现模式

公司的主要业务模式的变现均来自于内容平台带来的机会。按照公司财报披露的口径可分为直播服务、线上营销服务以及其他服务。

**直播业务：**直播中的大部分收入来自观众给主播的虚拟礼物打赏。观众可于观看直播时购买虚拟物品并打赏给主播。根据艾瑞咨询，截至 2020 年 9 月 30 日止九个月，快手为以虚拟礼物打赏流水及直播平均月付费用户计最大的直播平台，快手应用开展了近 14 亿场直播活动。

图表 7: 快手应用直播界面和主要功能

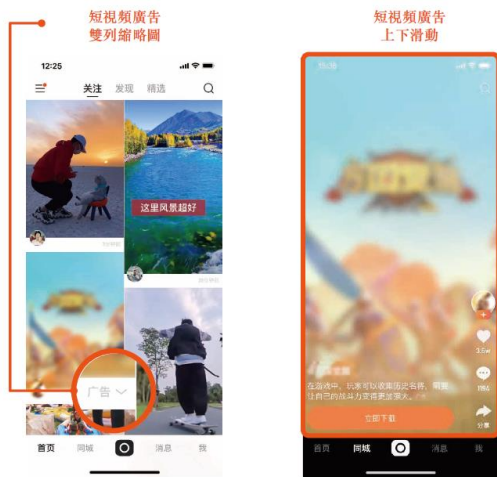


资料来源：招股说明书

**在线营销服务** 在线营销服务为生态系统参与者提供一整套在线营销解决方案，主要包括**广告服务**及**快手粉条**。

1. 对于广告服务，凭借平台上大量且多元化的内容及公司的人工智能技术，平台可将广告准确针对目标群，使广告商更有效接触目标受众并增加彼等的投资回报。广告的形式包括(i)短视频广告；(ii)展示广告；(iii)口头推荐；及(iv)推广活动。公司提供该广告服务的优势一方面在于公司积累了广泛的用户数据可以精准定位和推送广告，另一方面广告的多样化形式能有效缓解用户接触广告的反

图表 8：短视频广告形式



资料来源：招股说明书

图表 9：展示广告形式



资料来源：招股说明书

图表 10：推广活动与使用魔法表情的广告



资料来源：招股说明书

图表 11：口头推荐广告



资料来源：招股说明书

- 快手粉条让内容创作者通过付费方式向更多人推广其短视频或直播。内容创作者通过付费方式在指定时间内向目标数目的观众推广其短视频或直播。快手粉条使希望增加粉丝数量或视频观看次数的内容创作者以简单的方法达到目的，通过提供简单有效的方式，让内容创作者于公司的平台购买快手粉条。

**其他服务：包括电商、网络游戏、知识共享内容等**

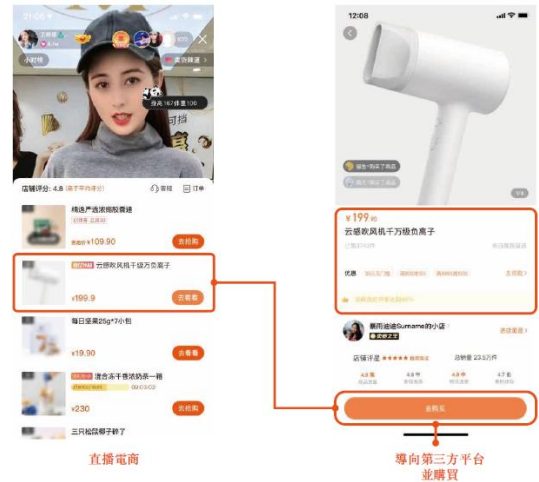
- 电商业务：公司的电商业务开始与 2018 年 8 月，截至 2020 年 9 月 30 日止九个月的商品交易总额达到人民币 2,041 亿元。用户通过在直播、短视频或用户数据页面中提供的链接，在快手应用或通过第三方电商平台购买产品。快手按所售产品价格及类型收取佣金。用户直接通过快手应用、网站或内容创作者在直播、短视频或用户数据页面中提供的链接访问快手小店。此外通过快手平台，用户可于直播、短视频或用户数据页面中点击主播及短视频创作者提供的链接，获得第三方电商平台的产品及服务。

图表 12: 直播电商与快手小店



资料来源: 招股说明书

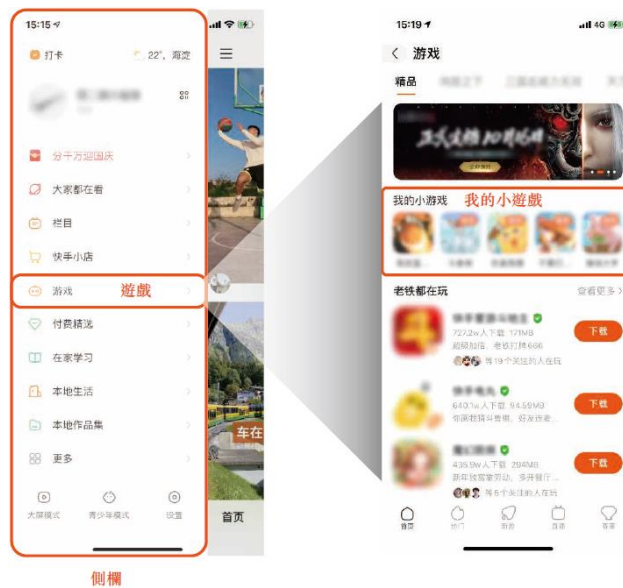
图表 13: 第三方电商平台模式



资料来源: 招股说明书

2. 游戏业务: 公司于 2018 年 1 月开始于平台策划及提供移动端游戏, 提供包括自身开发的游戏及第三方制作的游戏。用户可于快手应用的游戏标签页面查看移动端游戏, 继而用户会被导向快手应用内直接玩小游戏或下载其他移动端游戏应用程序。通过用户于游戏内购买包括为提升游戏内的体验而购买虚拟货币或虚拟物品获得收入, 大部分移动端游戏为独家代理或联合营运, 与第三方开发游戏公司按合约分成。同时公司也在自研移动端游戏, 为第三方游戏开发商提供广泛的移动端游戏发行渠道, 并获得游戏分成收入。联合营运移动端游戏的开发商负责游戏服务器的托管及维护。

图表 14: 快手游戏导流界面

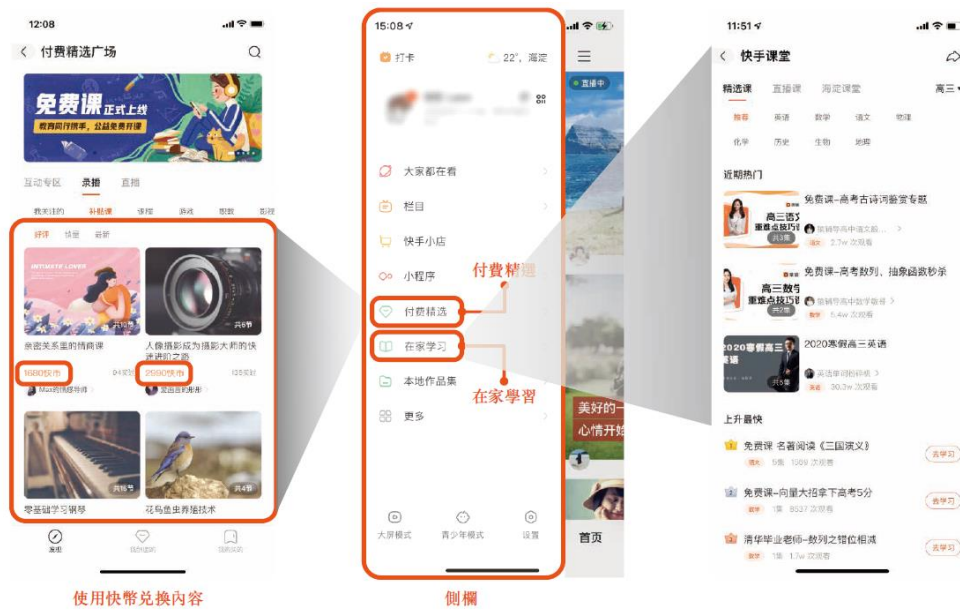


资料来源: 招股说明书

3. 知识共享内容: 公司从 2018 年夏季开始在平台提供知识共享内容, 主要包括由普通用户分享的技能及其他教育内容。知识共享内容可以提前录制或以直播形式开展。倘若平台的内容创作者希望就彼等制作的内容收取费用, 公司可以从中收取费用。



图表 15：快手知识付费专区



资料来源：招股说明书

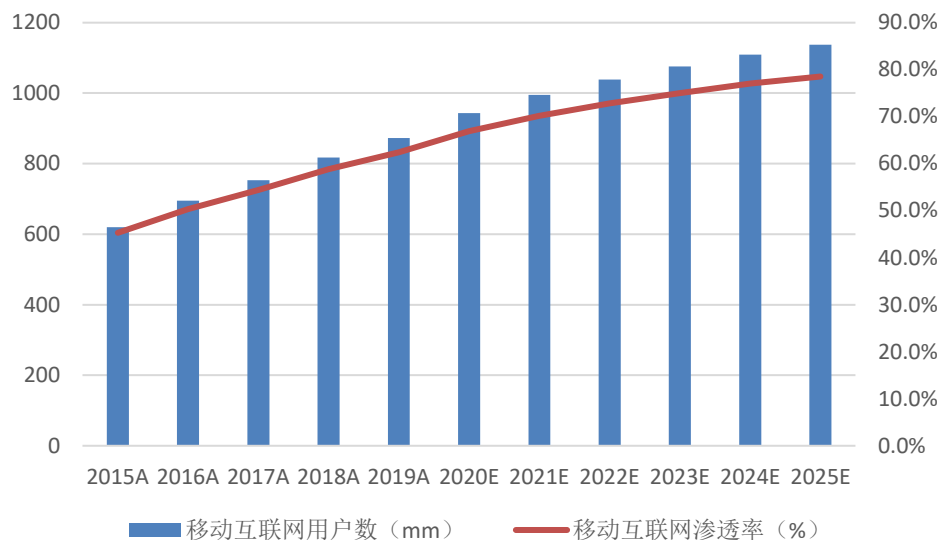
## 4 行业市场发展前景

### 4.1 短视频市场前景广阔

视频正在抢占移动互联网用户注意力 受益于其可以捕捉精彩瞬间的丰富内涵，并以更自然、更接近面对面的方式实现实时互动，视频作为一种在线体验内容形式正日益流行。移动互联网的普及和智能设备、带宽和移动基础设施的发展，尤其是 4G 的扩张和 5G 的引入，将继续促进视频的增长势头。根据艾瑞咨询，全球移动互联网用户日均在线时长 2019 年达 3.37 小时，并预计在 2025 年将达 3.90 小时。2019 年日均在线时长中大约 23.5% 用在基于视频的社交及娱乐平台上，这个比例到 2025 年预计将达 32.8%。

中国正在全球范围内引领基于视频的移动体验的发展。根据艾瑞咨询，中国 2019 年移动互联网用户数达 8.73 亿，系全世界最大的移动互联网用户群体，占到全球移动互联网用户总数的 23.0%。根据艾瑞咨询，预计中国移动互联网用户规模到 2025 年将达 11 亿，同时渗透率将从 62.4% 提升至 78.5%。

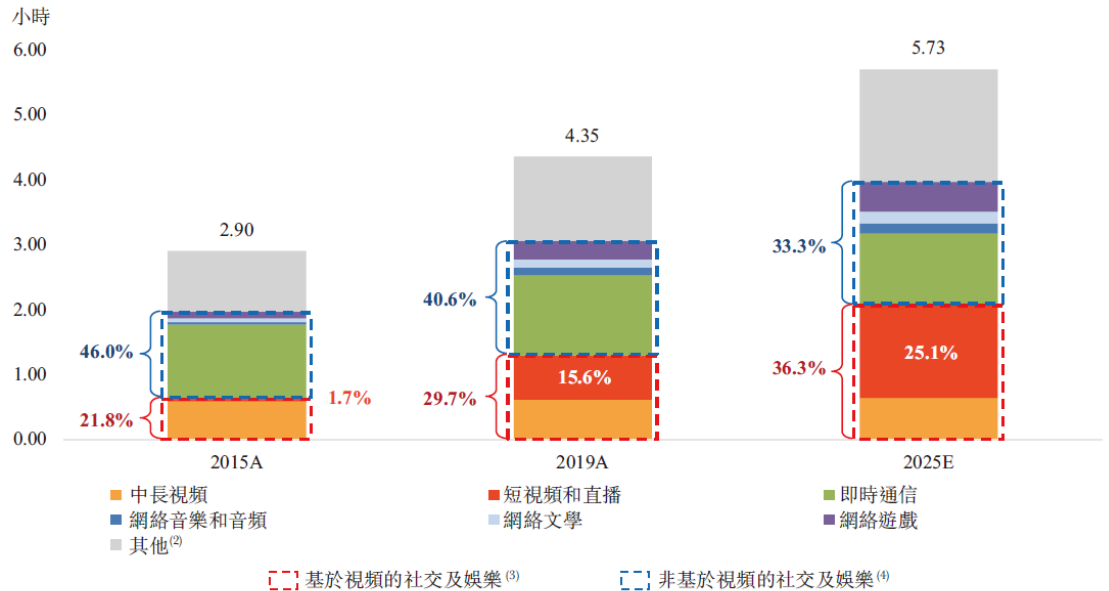
图表 14：中国移动互联网用户数和移动互联网渗透率



资料来源：艾瑞咨询，安信国际证券研究整理

中国移动互联网用户 2015 年日均在线时长为 2.90 小时，2019 年提升至 4.35 小时，预计到 2025 年将达 5.73 小时。2019 年，日均在线时长中大约 29.7% 用在基于视频的社交及娱乐平台上，这个比例到 2025 年预计将达 36.3%。

图表 17：中国移动互联网用户按核心应用程序功能分类的日均使用时长

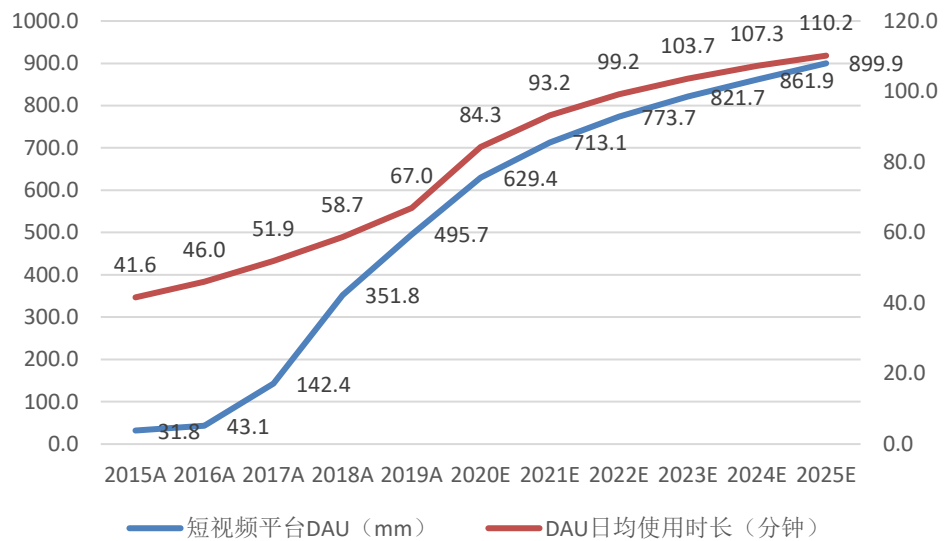


资料来源：艾瑞咨询

短视频和直播是社交平台上越来越受欢迎的两种显著的视频形式。根据艾瑞咨询，由中国引领，短视频和直播分别于 2012 年和 2009 年开始越来越受欢迎。短视频满足用户在碎片时间内对社交娱乐活动的需求，直播满足用户对实时社交和互动的需求。根据艾瑞咨询，中国移动互联网用户于短视频及直播平台的短视频和直播方面的日均使用时长占其总移动互联网日均使用时长的平均比例从 2015 年的 1.7% 增至 2019 年的 15.6%，该比例预计将于 2025 年达到 25.1%。同时，全球社交和内容平台也试图抓住该潮流。如今，全球领先的社交和内容平台在文字、图片及音频之外采用短视频和直播的内容形式为用户提供极富参与度和互动性的体验。

短视频拥有丰富的内容和精简的形式，使其十分契合用户的碎片时间。短视频易于制作和观赏，可以随时分享，因而具备迅速传播的潜力。这些特点使得短视频平台能够受益于强大的传播特性和网络效应。短视频的流行是全球现象。基于短视频的应用程序已经兴起，社交平台也已经将短视频融合进其所提供的用户体验中。中国引领了短视频的迅速发展。根据艾瑞咨询，中国拥有全世界最多的短视频用户，占 2019 年全球短视频平台用户数约 80%。此外，中国短视频平台的平均日活跃用户数 2019 年已达 4.957 亿，到 2025 年预计将达 8.999 亿，每位日活跃用户在平台日均花费时长预计将从 2019 年的 67.0 分钟增至 2025 年的 110.2 分钟。

图表 18：中国短视频平台平均日活跃用户数和每位日活跃用户日均使用时长

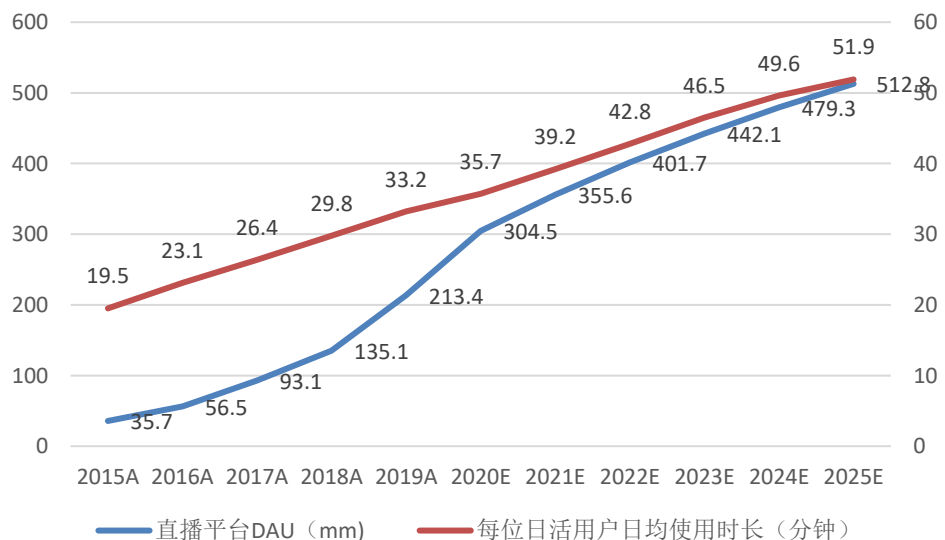


资料来源：艾瑞咨询，安信国际证券研究整理

## 4.2 直播行业发展

直播使实时视频互动成为可能，是一种社交属性很强的内容形式。用户可实时与他人互动，并可实时发现并参与诸如游戏、音乐表演及户外活动等广泛活动。直播平台的用户能够创作和分享各种内容，享受互动和沉浸式的体验。智能手机近年来的普及激发了直播在全球的流行，因为任何人都可以很容易地以主播或观众的身份参与直播。中国引领了直播在全球的迅速商业化。根据艾瑞咨询，中国拥有全世界最多的直播用户，2019年占全球直播平台用户数约50%。此外，中国直播平台的平均日活跃用户数于2019年已达2.134亿，到2025年预计将达5.128亿，每位日活跃用户的日均花费时长预计将从2019年的33.2分钟增至2025年的51.9分钟。

图表 19：中国直播平台平均日活跃用户数和每位日活跃用户日均使用时长



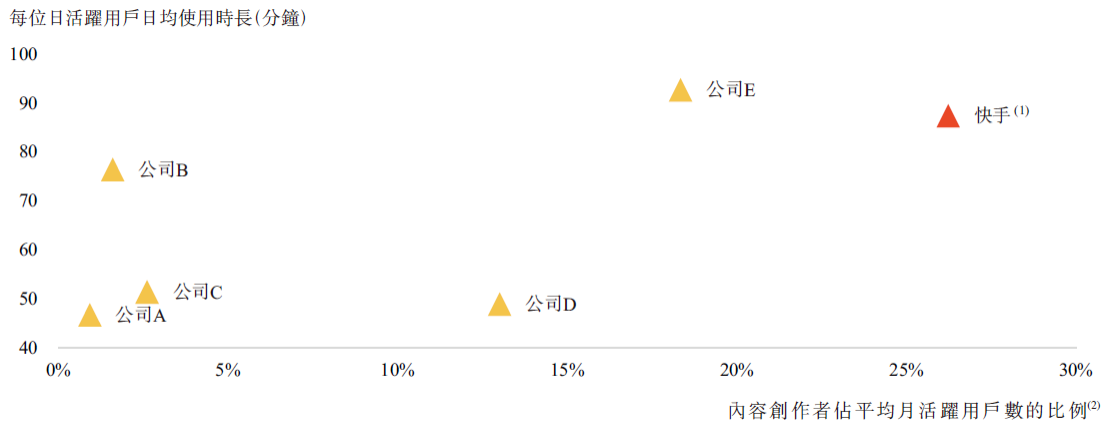
资料来源：艾瑞咨询，安信国际证券研究整理

## 4.3 短视频与直播行业竞争格局

快手是全球两个专注于短视频和直播内容形式的大型基于视频社交平台之一。在中国，有若干个以短视频或直播内容为基础的社交平台。虽然它们之间存在某种程度的用户重叠，但是各个平台通过差异化的用户体验和用户交互而实现自身的差异化。

具有更多样化内容和更活跃内容创作生态系统的平台能够更好地满足具有不同背景和兴趣的用户不断变化的需求。如下图所示，根据艾瑞咨询，按照内容创作者占月活跃用户的比例计，在中国头部的基于视频的社交平台上，快手拥有最活跃的内容小区。

图表 20: 截至 2020 年 6 月 30 日止六个月中国短视频及直播平台比较



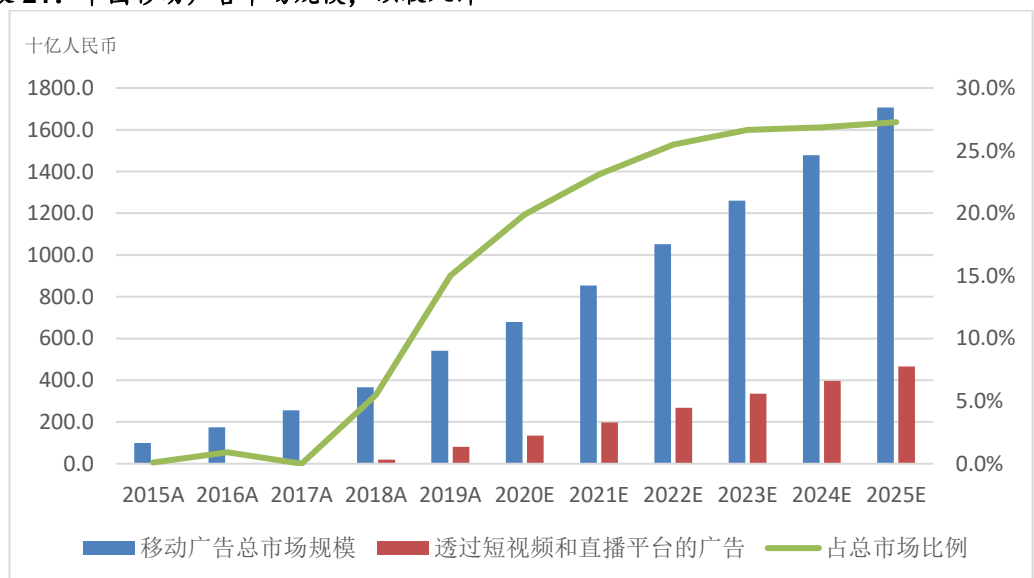
资料来源: 艾瑞咨询

#### 4.4 线上营销服务

在线营销服务主要包括广告，广告是基于短视频和直播的社交平台变现的天然方式，因为广泛的用户触达以及平台上通过用户参与自然产生的多元化的内容、兴趣和需求。通过短视频和直播的移动广告的主要驱动因素包括：用户数及时长占比增加。随着短视频和直播在移动用户总时长份额中的占比越来越高，广告商愈发重视对该等营销渠道的投放。根据艾瑞咨询，中国 2019 年移动互联网用户在短视频和直播上的时间占移动互联网日常使用时长的 15.6%，到 2025 年预计将达到 25.1%；更好的用户理解及触达。基于用户交互的海量数据，短视频和直播平台为实现精准用户理解而采用的先进技术，以及有针对性的广告内容开发和分发，提升了广告的效率 and 效果；以及卓越且新颖的广告形式。与传统的广告形式相比，短视频和直播可以简洁地承载更丰富、更动态和更具互动性的内容，更有效地传递信息，这逐渐受到更多广告商的重视。

根据艾瑞咨询，由移动网络的普及持续推动，中国移动广告市场规模从 2015 年的人民币 998 亿元增至 2019 年的人民币 5,415 亿元，并预计 2025 年将达到人民币 17,061 亿元，复合年增长率为 21.1%。短视频和直播是移动广告越来越受欢迎的渠道，占 2019 年移动广告市场比例为 15.0%，且 2025 年将达到 27.3%。

图表 21: 中国移动广告市场规模，以收入计



资料来源: 艾瑞咨询, 安信国际证券研究整理

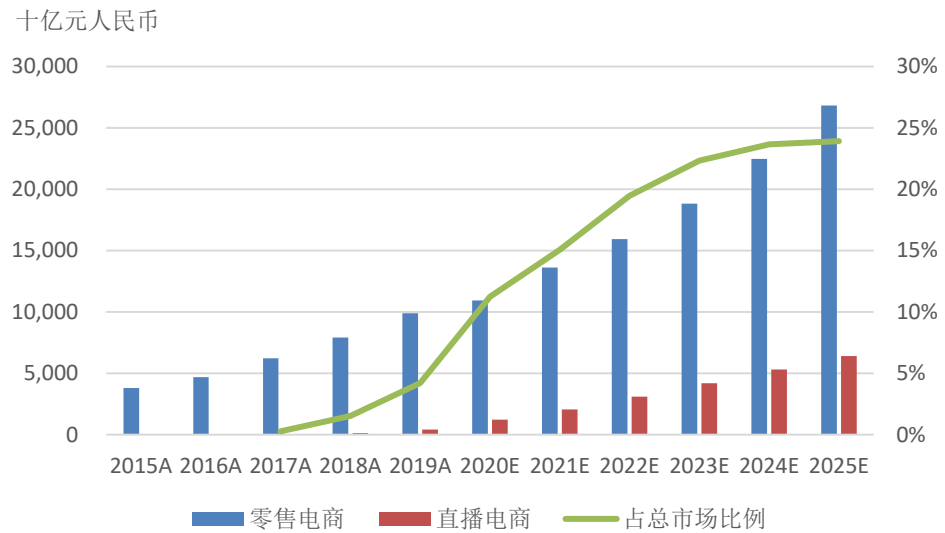
#### 4.5 直播电商

由于社交互动与信任，基于短视频和直播的社交平台对电商十分有效。基于短视频及直播的社交平台上的电商的主要驱动因素包括：买家与电商商户双方之间的信任更可能是由于围绕来自于真实人物的真实内容的参与。互动和口碑推荐以及用户与内容创作者之间的联系进一步支持了这一点；丰富的内容与社交互动为电商创造自然契机。此外，短视频及直播可有效提升产品知名度及

销售；用户数及时长占比增加拓展了用户参与场景并因此提高了电商需求在此类平台上产生并得到满足的可能性；以及短视频及直播平台上电商基础设施的发展，例如店铺运营工具、物流和客户服务，使得商户能够利用短视频和直播平台更方便地销售及推销更多种类的产品。

由于短视频和直播社交平台进行电商直播越来越普遍，且电商日后将会以更多样化的形式出现。在中国，直播电商的商品交易总额预计将从 2019 年的人民币 4,168 亿元增至 2025 年的人民币 64,172 亿元，复合年增长率为 57.7%。在 2019 年，直播电商的商品交易总额占中国零售电商市场的 4.2%，该占比预计将在 2025 年达到 23.9%。

图表 22：中国零售电商与直播电商市场规模，以商品交易总额计



资料来源：艾瑞咨询，安信国际证券研究整理

## 5 财务分析

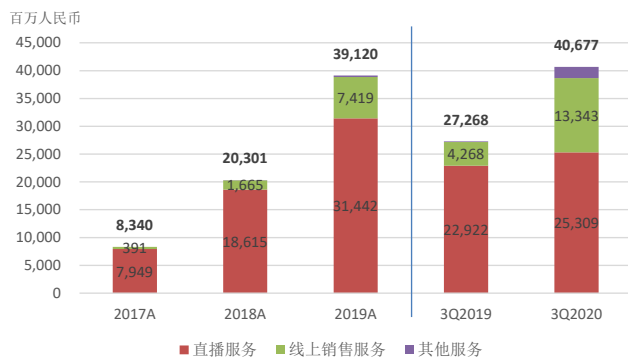
2017 年、2018 年及 2019 年与截至 2019 年及 2020 年 9 月 30 日止九个月，公司的收入分别为 83.4 亿、203.0 亿、391.2 亿和 406.8 亿，同比增长分别为 143.4%、92.7%和 49.2%。按业务来分，公司的收入主要来自于直播、线上营销服务及其他服务（包括电商、网络游戏及其他增值服务），其中绝大部分收入来自于中国客户。

**直播收入：**从过往记录来看，公司的收入大部分来自直播业务。2017 年、2018 年及 2019 年与截至 2019 年及 2020 年 9 月 30 日止九个月，公司的直播收入占总收入的百分比分别为 95.3%、91.7%、80.4%、84.1%及 62.2%。直播收入增长主要是由于公司提供大量丰富多样的直播内容以及通过互动功能提升直播用户参与度。2018 年及 2019 年与截至 2019 年及 2020 年 9 月 30 日止九个月的直播收入增速分别为 134.2%、68.9%和 10.4%。主要是由于用户群体扩大导致付费用户人数增加，直播中平均每月付费用户由截至 2019 年 9 月 30 日止九个月的 4,850 万人增至截至 2020 年 9 月 30 日止九个月的 5,990 万人。

**线上营销服务收入：**公司自在线营销服务的收入比例不断增加。于 2017 年、2018 年、2019 年与截至 2019 年及 2020 年 9 月 30 日止九个月，在线营销服务收入占收入的比例分别为 4.7%、8.2%、19.0%、15.6%及 32.8%。公司的线上营销服务根据用户兴趣定 1 制并精心设计内容及样式，尽可能降低对用户体验的干扰。公司 AI 算法能够帮助广告客户更精准触达目标观众，增加客户的投资回报。2018 年及 2019 年与截至 2019 年及 2020 年 9 月 30 日止九个月的线上营销收入增速分别为 326.3%、345.5%和 212.7%，线上销售服务业务规模目前仍然处于高增长的快车道，

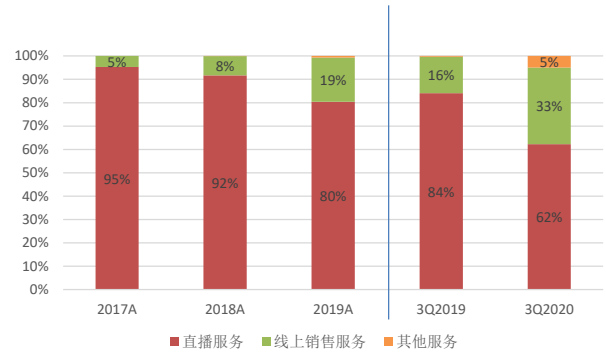
**其他服务收入：**包括电商、网络游戏及其他增值服务。2017 年、2018 年、2019 年与截至 2019 年及 2020 年 9 月 30 日止九个月，其他服务的收入占收入分别为 0%、0.1%、0.6%、及 5.0%。公司于 2018 年 8 月推出电商业务，此后电商收入快速增长，平台促成的电商商品交易总额由 2018 年的人民币 9660 万元增至 2019 年的人民币 596 亿元，并由截至 2019 年 9 月 30 日止九个月的人民币 168 亿元增至截至 2020 年 9 月 30 日止九个月的人民币 2,041 亿元。其他服务收入中短期增长潜力最大的是电商领域，公司提高电商收入的能力取决于内容，而商家可通过内容有效提高其产品、业务或品牌的知名度、用户交流及用户社群的信任水平。中长期来看，公司利用内部游戏开发能力以及与其他第三方的合作提高网络游戏及其他增值服务的收入。

图表 23: 按业务分各版块收入变化



资料来源: 招股说明书, 安信国际证券研究整理

图表 24: 按业务分各版块收入占比变化

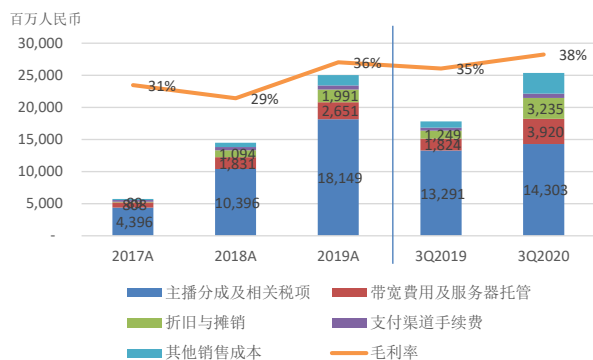


资料来源: 招股说明书, 安信国际证券研究整理

公司的毛利率在 2017 年、2018 年、2019 年与截至 2019 年及 2020 年 9 月 30 日止九个月分别为 31%、29%、36%、35%和 38%。其成本构成中, 主播分成及相关税项占比较高, 长期维持在 70%以上, 2020 年前三季度的成本占比下滑至 56%, 主要原因在于线上营销业务的快速增长。

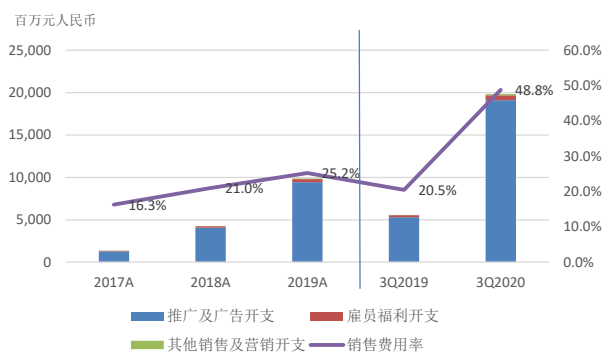
公司的销售费用率在 2020 年迎来了较大的提升, 从 2019 年整体的 25.2%提升至截至 2020 年 9 月 30 日止九个月的 48.8%, 主要原因在于推广及广告开支的大幅提升。公司于 2019 年 8 月正式推出快手极速版, 并就快手极速版获取用户及品牌推广产生开支。随着公司向在线营销服务及电商等邻近业务以及海外市场拓展, 公司亦产生推广及广告开支。快手极速版及其他产品和服务的营销开支与品牌营销活动开支(包括全国性营销活动开支)占 2019 年及截至 2020 年 9 月 30 日止九个月推广及广告开支的重要部分。因此, 快手的用户群及用户参与度显著提升, 生态系统提供的内容及服务亦更加丰富。例如, 快手应用的 DAU 用户由 2019 年的 1.76 亿增至截至 2020 年 9 月 30 日止九个月的 2.62 亿。2020 年 8 月, 快手极速版自正式推出起仅一年内 DAU 突破 1 亿。快手应用每位日活跃用户日均使用时长由 2019 年的 74.6 分钟增加十分钟以上至截至 2020 年 9 月 30 日止九个月的 86.3 分钟。

图表 25: 毛利率及相关费用率



资料来源: 招股说明书, 安信国际证券研究

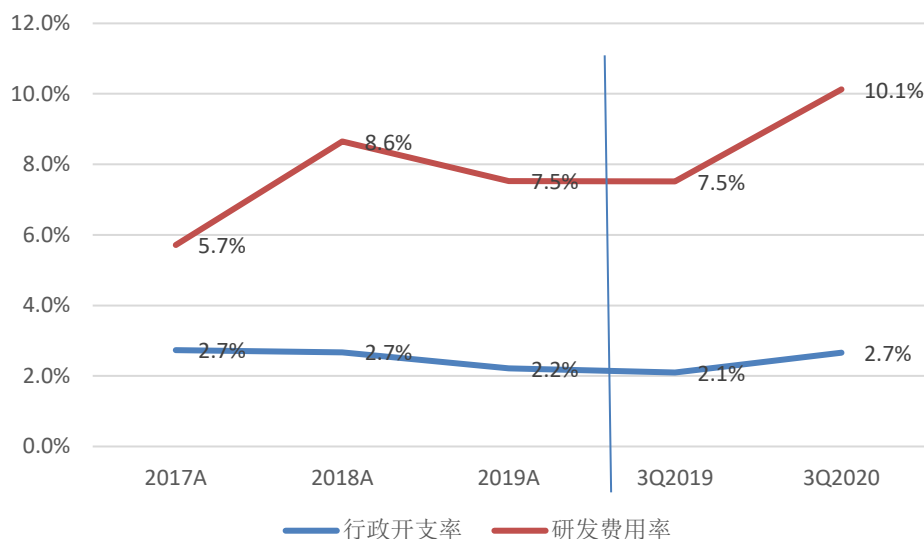
图表 26: 销售费用率与销售费用构成



资料来源: 招股说明书, 安信国际证券研究

公司的行政费用率在过往期间保持平稳水平, 稳定在 2.1-2.7%的区间内波动。研发费用在 2020 年 9 月 30 日止九个月提升至 10.1%的水平主要原因在于研发雇员福利开支的增加。

图表 27：行政费用率与研发费用率

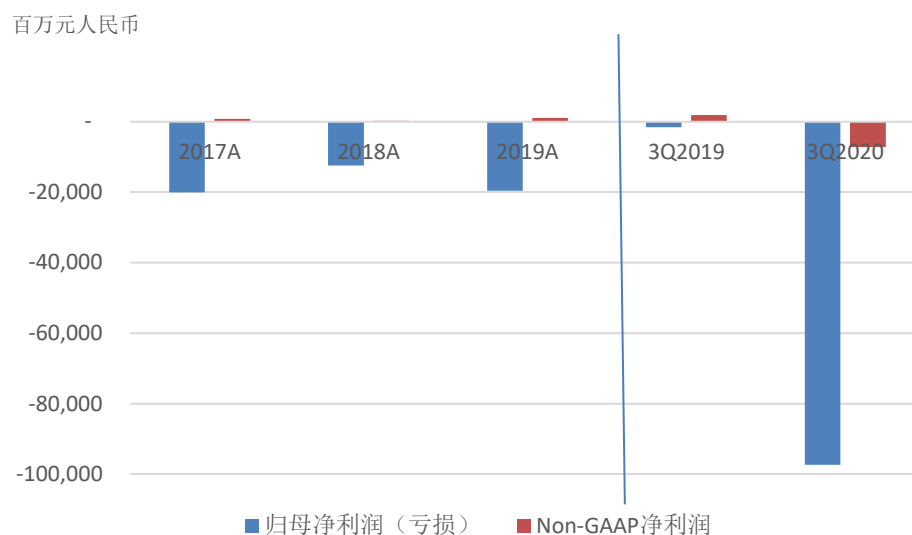


资料来源：招股说明书，安信国际证券研究整理

净利润方面，公司于 2017 年、2018 年、2019 年和截至 2020 年 9 月 30 日止九个月录得净亏损人民币 200.4 亿、124.3 亿、196.5 亿和 97.4 亿元人民币。亏损的主要原因在于公司可转换可赎回优先股的公允价值变动伴随公司估值的提升带来非现金性亏损的大幅提升，以及公司以股份为基础的薪酬开支影响。于 2017 年、2018 年、2019 年和截至 2020 年 9 月 30 日止九个月经调整的净利润分别为 7.74 亿、2.05 亿、10.3 亿以及净亏损 72.4 亿。截至 2020 年 9 月 30 日止九个月录得经营亏损主要是由于销售

及营销开支占总收入的百分比增加，以扩大用户群和提升用户参与度、提高品牌知名度并发展整体生态系统。

图表 28：归母净利润/亏损与经调整后的净利润/亏损



资料来源：招股说明书，安信国际证券研究整理

## 6 招股信息与投资建议

按照业务板块拆解快手可以分为直播、线上营销和其他收入三大板块：直播业务是发展比较成熟的业务板块，按收入来算行业排名第一位，2020 年前三季度贡献收入约 253 亿元，收入占比 62.8%，同比增长 10.4%，预计后续增长可能与行业增速同步；线上营销在 2020 年前三季度贡献收入 134 亿元，收入占比 32.8%，同比增长 212.7%，2020 年是公司发力线上营销业务发展的元年，参考市场关于抖音广告收入的规模预测，未来几年快手在广告业务上的快速增长仍然值得期待。其他

收入包括了电商、游戏与其他增值服务等，我们认为其中发展空间最大的业务为直播电商领域，公司在 2020 年上半年电商 GMV 为 1096 亿，2020 年前三季度 GMV 为 2041 亿，单季 GMV 接近上半年的 GMV 量，且公司在 GMV 变现领域做的相对克制，我们认为未来公司在 GMV 的规模和变现率方面都有较大的增长空间。

快手计划 2 月 5 日于香港联交所主板开售，股份代号 1024。指示性发售价格范围在每股 105 港元-115 港元之间，对应股份市值分别为 4314 亿港元和 4724 亿港元。短视频目前仍然为二级市场稀缺标的，尚缺乏最直接的公司作为估值参考。按照业务发展的逻辑我们认为同样作为社区经营的视频平台，哔哩哔哩(BILI.US)可以作为公司估值参考。参考哔哩哔哩在美股的最新市值(截至 2021 年 2 月 25 日美股收盘)为 443 亿美元，哔哩哔哩 2020 年 8 月单月活跃用户数超过 2 亿，前三季度累计营收 81.7 亿元人民币(2019 年全年 67.8 亿人民币)，如果采用 P/MAU(哔哩哔哩单用户价值约为 237 美元)测算，快手参照哔哩哔哩的估值超过 1145 亿美元。考虑到快手目前用户增长空间逐渐达到天花板，后续增长逻辑在于广告和电商业务的拓展，目前仍然面临对手的强劲竞争(抖音和视频号)，我们调整公司的估值系数 0.8-0.9，预计上市合理估值应当在 916-1031 亿美元。

倘若按照发行指导价上限 115 港元，我们计算对应公司发行后整体市值为约合 609 亿美元，与我们预估的上市合理估值有 50%-69%的增长空间。考虑到现阶段短视频行业的市场关注度较高，认购程度大概率较为火爆，以及公司在定价上仍然给予了市场一定空间，此次申购我们给出 7 分评级，建议融资申购。

## 7 风险提示

1. 市场竞争激烈，公司用户留存度降低；
2. 营销费用激增带来盈利能力不达预期；
3. 广告变现增速和直播带货收入不及预期；
4. 平台面临政策监管风险。



## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010