

快手首次覆盖：短视频社区龙头，商业化加速正当时



核心观点

- 视频化表达应该是下一个十年内容领域的主题，快手为行业龙头。短视频和直播降低了信息表达和理解的门槛，头一次让如此大范围的用户参与信息交换，真正做到了记录世界多元的真实与美好，让很多人&地点&事件第一次以影像的方式被记录和大范围传播。快手是中国目前为止最大的互联网内容平台之一，用户规模大（DAU 达 3 亿）、使用时间长（人均单日使用时长近 90min），参与内容创作者群体多（快手内容创作用户达 3 亿）。
- 2021 双引擎，带动平台商业化加速。双引擎是指 1) 私域流量的社交、内容场景，是快手现有优势，2) 叠加快手新增公域流量的高效触达+广泛度（此处需优质内容+运营+工具配合），两者结合给与平台流量持续的支持，使用户留存层面更好转化，也支持直播、商业化广告、内容电商健康发展。
- 商业化广告是平台可见且确定性的高增长商业化方式。快手作为短视频+直播相结合的内容生态型平台：1) 从产品角度看，产品体系不断完善，同时具备流量曝光型和原生内容型商业化产品矩阵，承接内容起量、商业化助推、以及未来企业营销阵地的各项作用，更加生态化，持续性；2) 从流量角度看，公司之前的流量洼地可通过提升私域流量商业化效率来实现，同时循序渐进推进公域流量商业化，形成双轮驱动。
- 内容电商给平台更大的想象力，未来第二曲线。快手不仅是小镇居民的娱乐场，更是他们的生活场、消费场，快手电商用户基本盘是“一群更下沉市场、有支付能力的小镇青年”，快手是他们大多数时间的消费场景。快手电商生态建设方面进行大量投入，达人生态、基础设施都在持续完善中。

财务预测与投资建议

- 我们预计公司 20-22 年分别实现收入 593/861/1207 亿元，由于公司尚未盈利，因此采取 PS 估值，根据可比公司均值，给予快手 2021 年 13.8xPS 估值，对应市值 14,217 亿港元，目标价 346.07 港元/股，给予“买入”评级。

风险提示 社区内容监管不力；用户和时长增长不及预期；获客成本增长过快；广告和电商增长不及预期

公司主要财务信息 (单位: CNY)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	20,301	39,120	59,306	86,060	120,679
同比增长	143.4%	92.7%	51.6%	45.1%	40.2%
营业利润 (百万元)	(521)	689	(13,320)	(3,458)	9,855
同比增长	-185.7%	-232.3%	-2034.2%	-74.0%	-385.0%
归属母公司净利润 (百万元)	182	1,347	(10,585)	(1,329)	11,254
同比增长	-76.5%	638.5%	-886.1%	-87.4%	-947.1%
每股收益 (元)	(13.3)	(21.0)	(108.6)	(0.8)	2.2
毛利率	28.6%	36.1%	43.7%	54.7%	61.8%
净利率	0.9%	3.4%	-17.8%	-1.5%	9.3%
净资产收益率	42.9%	43.0%	95.8%	6.7%	13.0%
市盈率 (倍)	-	-	-	-	116.4
市净率 (倍)	11.5	6.0	3.9	12.0	8.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (港元)	300.00
目标价格(港元)	346.07
52 周最高价/最低价(港元)	345.00/300.00
总股本/流通 H 股 (百万股)	4108/3342
H 股市值 (百万元港币)	1,232,458
国家/地区	中国
行业	互联网
报告发布日期	2021 年 02 月 08 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.00	0.00	0.00	0.00
相对表现	0.00	0.00	0.00	0.00
恒生指数	3.55	5.06	12.58	6.88



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 项雯倩
021-63325888*6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003

证券分析师 吴丛露

wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003

证券分析师 李雨琪
021-63325888-3023
liyuyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001

联系人 詹博
021-63325888*3209
zhanbo@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、公司概况	5
1.1 发展历程回顾	5
1.2 股权结构	6
1.3 收入概览	7
二、短视频领域集中度提升，社区商业化加速	8
2.1 视频化表达是下一个 10 年内容发展的主题	8
2.2 竞争格局向头部集中	8
2.3 成熟互联网社区加速商业化	9
三、公司业务分析	10
3.1 直播打赏业务	10
3.1.2 快手直播打赏：特殊社群&家族文化形成付费率高，ARPU 低特征	11
3.2 广告：商业化体系迭代加速，广告成为当前核心增长引擎	13
3.2.1 行业：短视频/直播内容营销成为广告主的选择趋势	13
3.2.2 快手广告商业化情况：产品加速更新，广告流水快速放量	14
3.2.3 快手和同行对比：广告加载率和 CPM 有较大提升空间	15
3.3 电商：尚处于建生态阶段，收入反哺优质达人和商户	17
3.3.1 行业：商品供给极度丰富的时代，用户需更多内容辅助消费决策	17
3.3.2 快手电商生态：超头部家族影响力在降低，中腰部主播逐渐成长	18
四、财务分析	22
4.1 成本和费用	22
4.2 盈利能力：销售费用提升导致利润率有所降低	24
盈利预测与投资建议	24
盈利预测	24
投资建议	26
风险提示	27

图表目录

图 1: 快手的股权结构 (IPO 后, 不考虑超额配售)	7
图 2: 网民不同类型 APP 使用时长占比 (%)	8
图 3: MAU 排名 Top 600 应用的中短视频 APP 时长分布 (%)	9
图 4: 短视频行业的 CR5 集中度在提升	9
图 5: 内容社区的成长 and 商业化价值提升路径	10
图 6: 直播行业用户数和时长	11
图 7: 不同平台的直播付费率	12
图 8: 直播付费用户数平均付费金额 (元/人/月)	13
图 9: 短视频广告行业规模变化	14
图 10: 快手广告收入 (百万) 及增速	15
图 11: 流量平台广告收入/MAU (元/人/月)	16
图 12: 用户不同的购物需求对应不同的电商产品功能	18
图 13: 直播电商满足非效率型购物需求, 渗透率将逐步提升	18
图 14: 快手电商 GMV (亿元)	19
图 15: 快手电商 GMV/MAU (元/人/期)	19
图 16: 快手六大家族的 GMV 占比	19
图 17: 快手单场破 500 万/1000 万/1 亿的直播场次 (场)	20
图 18: 在快手推广商品达人的被抽佣情况	21
图 19: 快手成交渠道的 GMV 的分布 (2020 年)	22
图 20: 快手各项费用率	23
图 21: 快手获客成本 (元/人)	24
表 1: 快手不同发展阶段的特点	5
表 2: 快手收入构成 (单位: 百万元)	7
表 3: 快手直播收入拆分	12
表 4: 快手和抖音 2020 年广告收入 (假设测算)	16
表 5: 快手电商交易额和佣金率	20
表 6: 快手小店/抖音小店/天猫的部分类目技术服务费率	21
表 7: 公司销售成本及费率	23
表 8: 公司盈利能力	24
表 9: 快手分业务盈利预测	25
表 10: 快手分业务盈利预测 (单位: CNY)	26
表 11: 公司 2021 年广告收入对 MAU 及人均时长的敏感性测试 (单位: 亿元)	27

表 12：公司 2021 年广告收入对 MAU 及单位流量变现能力的敏感性测试（单位：亿元）	27
表 13：公司 2021 年其他服务（主要为电商）收入敏感性测试（单位：亿元）	28

一、公司概况

1.1 发展历程回顾

快手的发展历程可以分为三个阶段，公司在不同的发展阶段，面对不一样的竞争环境，采取了不一样的发展策略。下文我们将从公司的发展策略、用户增长策略、商业化、组织架构等方面来分析公司三个发展阶段的特点。总结来看：

① **2013-2016年**，快手先是确立了“普惠、公平”的底层价值观，在此基础上，开发出符合价值观的产品、建立相应氛围的社区。这段时期市场上并没有和快手定位相似度极高的竞品，快手的增长策略相对缓和，公司主要精力是放在产品的打磨上，几乎没有市场投放，凭借去中心化的社区生态及低使用门槛的产品自然增长到 4000 万 DAU、1.1 亿 MAU。团队构成非常简单，基本是研发人员，只有百人规模。这个时期几乎没有商业化。

② **2017-2018年**，和快手定位非常接近的抖音在 2016 年底上线，且增长势头很快，用户数在 2018 年中的时候赶超快手，快手为了应对竞争，改变了此前的自然增长策略，开始加大市场投放、建立 APP 矩阵、投资源组建出海团队，虽然并不是每个尝试都取得了预期的成果，但不可否认，强大的竞争对手加速了快手的成长，快手的 MAU/DAU 分别由 17 年初的 1.4 亿/6670 万增长到 2018 年底的 2.4 亿/1.17 亿，2018 年的估值达到 200 亿美元。1) 团队方面，2017 年开始加大职业经理人的引入，并扩充了大量的运营人员，公司的人数由 2016 年的百人规模增长到 2018 年的 6000 余人。2) 商业化方面，2016 年底公司开始搭建商业化中台，而 17、18 年公司搭建了商业化团队，并上线、完善了商业化的相关产品和技術能力，2018 年公司收入 200 亿元，90%以上来自直播打赏收入。

③ **2019-2020年**，快手改变佛系发展策略，定下 20 年春节前 DAU 破 3 亿的目标，在产品、社区运营、团队、商业化方面都做出应对。产品方面，推出了主攻下沉市场的“快手极速版”，相比主站功能和界面更简洁，采用单列 Feed 流，并利用红包拉新，其用户增速远快于竞对的极速版产品；团队方面，持续引入运营、商业化、产品方面的人才，并对员工实施 OKR 考核；运营方面，推出多项创作者扶持计划，挖掘各垂类的内容；商业化变现加速，除了直播打赏收入，公司在广告收入、直播电商方面定下了较高的增长目标，也实现了高速的增长。

表 1：快手不同发展阶段的特点

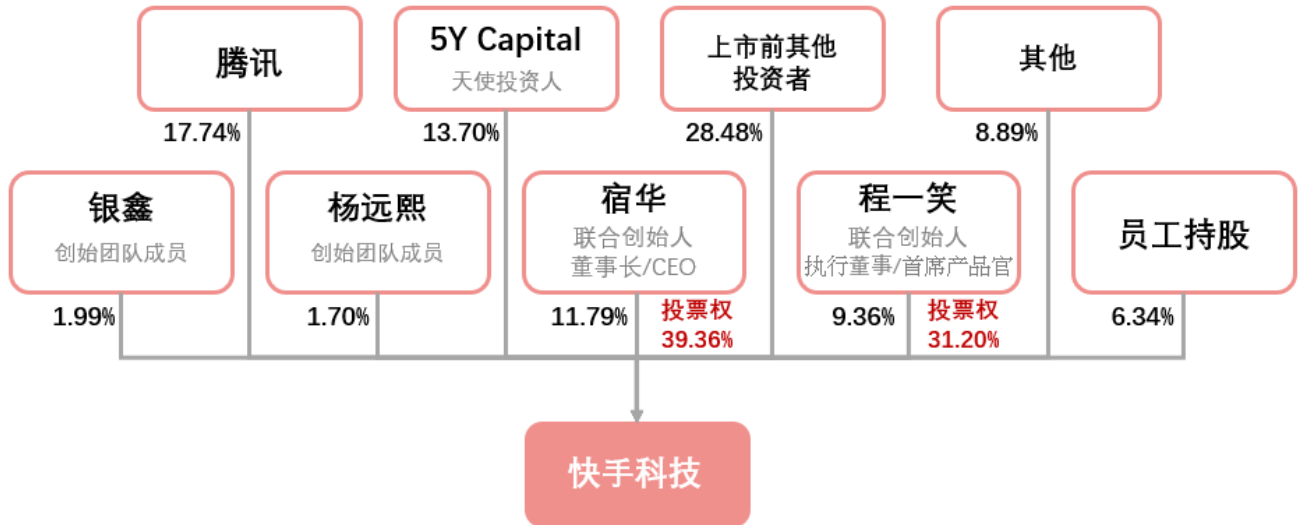
	2013-2016	2017-2018	2019-2020
竞争策略	竞对主要有美拍、秒拍，缺乏完全对标竞品，竞争环境相对宽松；	面临抖音、火山小视频的竞争，2018 年中 DAU、MAU 被抖音反超；快手处于“守”的状态，对上略显被动；	快手采取主动进攻姿态，提升各方面能力，竞标 20 年春晚红包，和抖音的用户差距先拉大后缩小；
用户增长	自然增长为主，几乎没有市场推广	成立市场部，进行较大规模市场投放，有意识地拓展一二线用户；组建出海团队，但效果不达预期，2018 年底收缩业务；	佛系转激进：完成 K3（20 年春节达到 3 亿 DAU）战役；推出极速版，金币拉新主攻下沉市场，用户增长及留存好于竞对；主站增加单列精选页，满足更多用户需求；

			重启出海业务，扩大团队；
用户量级	DAU: 从 2013 年的 1 万增长到 2016 年底的 4000 万； MAU: 2016 年底达 1.1 亿。	DAU: 从 17 年初的 4000 万增长到 18 年底的 1.4 亿； MAU: 从 17 年初的 1.2 亿增长到 18 年底 2.6 亿（期间出现过瓶颈）；	增长较 17-18 年加速： DAU: 20 年春节 DAU 峰值破 3 亿，20 年平均 2.6 亿； MAU: 20/10 超 5 亿；
品牌宣传	由创始人公开演讲宣传产品价值观	赞助、冠名了多档综艺加大曝光量； 拍摄品牌形象宣传片，重点宣导生活没有高低之分，效果欠佳；	多起营销传播事件，通过具象真实地呈现普通人生活的参差百态来展示产品价值观，收获好口碑；
产品	专注快手 APP（短视频+直播）	完善快手 APP 直播功能； 孵化/投资了 APP 矩阵，涵盖游戏、内容社区、视频、工具等；	上线极速版，采用单屏 Feed 流模式分发视频，网赚模式拉新；
运营	几乎无运营，流量不进行人工分配，不接触创作者和外部机构	成立运营部门，马宏彬负责，扩充运营、审核人员	进一步强化运营： 推出创作者扶持计划，引入直播公会和 MCN； 挖掘垂类内容；
团队/管理	百人级别团队，以研发人员为主	大量引入职业经理人，搭建、完善公司各职能团队； 人员大幅扩张，大量补充运营人员，团队扩张到 6000 人；	持续引入管理、研发、技术人才； 执行 OKR 考核制度，发布职级体系； 核心高管开启轮岗； 团队扩张到 20Q3 的近 2 万人；
商业化	几乎没有商业化，2016 年 4 月上线直播功能获得少量打赏收入，处于亏损	强化商业化中台，搭建完整独立商业化团队，推出快手营销平台，上线购物车功能； 克制地商业化：开启信息流广告、电商变现； 18 年收入 200 亿，直播占 90% 以上。	升级营销平台，大力发展直播电商； 19 年收入近 400 亿：直播 300 亿+，广告 75 亿，电商 GMV 600 亿； 20/11(ytd)：直播 300 亿+，广告 190 亿，电商 GMV 3300 亿。
融资	B 轮、C 轮投后估值 20 亿美元	D 轮、E 轮投后估值 200 亿美元	19 年底 F 轮投后估值 286 亿美元； 2021 年初 IPO

资料来源：乱翻书，晚点 LatePost，36Kr，界面新闻，腾讯新闻《一线》，虎嗅网，企查查，东方证券研究所

1.2 股权结构

预计公司 IPO 之后的股权结构如下图：其中，公司主要创始人宿华和程一笑合计持股 21.15%，合计拥有投票权 70.56%；联合创始人银鑫和杨远熙分别持股 1.99%、1.70%；员工持股 6.34%。公司的天使投资人五源资本（原晨兴资本）持股 13.70%，上市前的主要投资方腾讯持股 17.74%。

图 1：快手的股权结构（IPO 后，不考虑超额配售）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 收入概览

公司收入快速增长，从 2017 年的 83.4 亿增长到 2019 年的 391 亿元，20 年前三个季度累计实现收入 407 亿元，yoy+49.2%。不同阶段，收入增长的驱动力不同：

2017-2018 年：2016 年公司上线直播功能，2018 年推出直播 PK 功能，直播打赏收入是这个阶段公司最重要的收入来源，也是最大的增长驱动力，占公司收入的比重在 90% 以上；

2019-2020 年：公司的商业化重心开始向广告和电商转移，但电商目前仍处于建生态阶段，尚未充分货币化，广告商业化体系迭代迅速，实现高速增长，3Q20，广告收入（133 亿）已经超过了直播打赏收入的公司分成（110 亿）成为了最重要的收入来源，而且维持高速增长。

表 2：快手收入构成（单位：百万元）

	2017	2018	2019	3Q19 累计	3Q20 累计
直播收入	7,949	18,615	31,442	22,922	25,309
YoY	—	134.2%	68.9%	—	10.4%
%总收入	95.3%	91.7%	80.4%	84.1%	62.2%
在线营销服务	391	1,665	7,419	4,268	13,343
YoY	—	326.3%	345.5%	—	212.7%
%总收入	4.7%	8.2%	19.0%	15.7%	32.8%
其他业务	—	20	260	78	2,025
YoY	—	—	1170.8%	—	2484.8%
%总收入	—	0.1%	0.7%	0.3%	5.0%
收入合计	8,340	20,301	39,120	27,268	40,677
YoY	—	143.4%	92.7%	—	49.2%

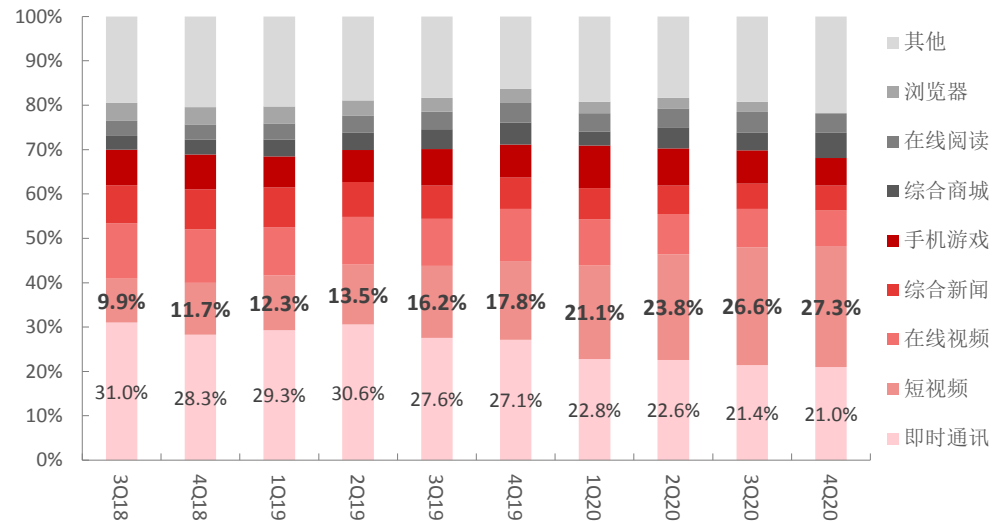
资料来源：公司公告，东方证券研究所

二、短视频领域集中度提升，社区商业化加速

2.1 视频化表达是下一个 10 年内容发展的主题

视频化表达应该是下一个十年的内容领域的一个主题，从个人表达，以及消费程度来说，时代正在往视频化表达方向发展。短视频的时长占比迅速提升，3Q18 时占比仅有 9.9%，2Q20 时超过了即时通讯，至 4Q20 时占比已经达到 27.3%；而且除了短视频应用之外，新闻、即时通讯软件的信息传递媒介也逐步短视频化。

图 2：网民不同类型 APP 使用时长占比（%）

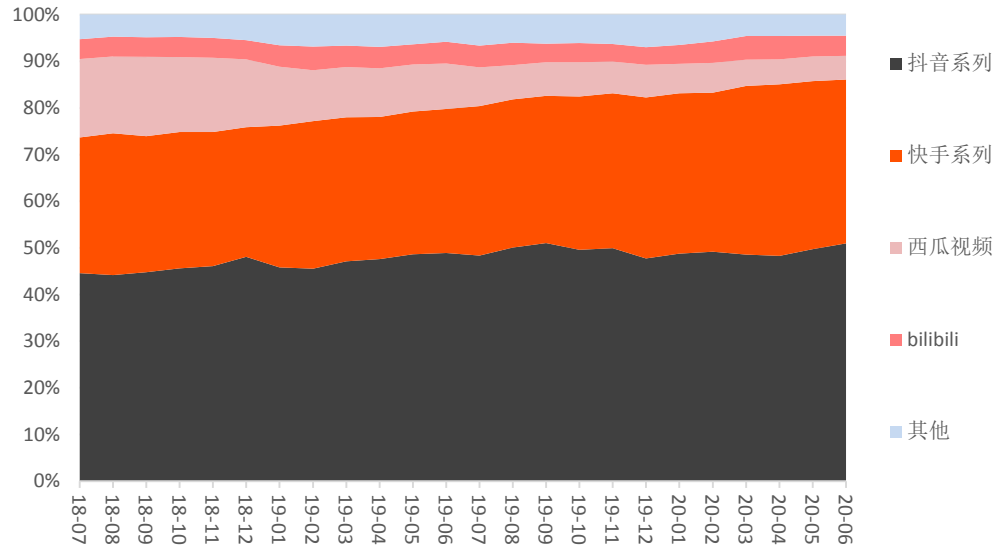


资料来源：极光大数据，东方证券研究所

2.2 竞争格局向头部集中

在短视频行业蓬勃发展背景下，行业内的竞争格局也表现出了明显向头部集中的趋势。抖音和快手是当前毫无疑问的短视频行业两巨头，两者旗下短视频类 APP 的用户使用时长相加已经占到 MAU top 600 中短视频 APP 的 80% 以上。根据 QuestMobile 的统计用户，短视频行业的头部 5 个 APP（主要为抖音、快手系的 APP 和西瓜视频）的去重用户仍然持续增长，由 19/09 的 7.1 亿提升到 20/09 的 7.95 亿，在短视频行业的渗透率从 89.3% 提升到 92.5%；但 Top 5 以外的短视频 APP 去重用户是在减少的，由 19/09 的 3.43 亿减少到 20/09 的 2.91 亿。

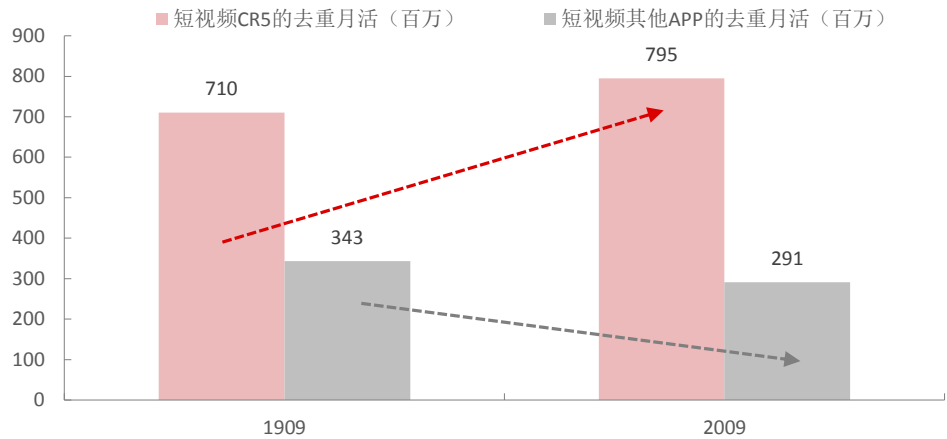
图 3：MAU 排名 Top 600 应用的中短视频 APP 时长分布 (%)



备注：抖音系列含抖音短视频、抖音极速版、抖音火山版、火山极速版；快手系列含快手、快手极速版

资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 4：短视频行业的 CR5 集中度在提升



资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

2.3 成熟互联网社区加速商业化

UGC 社区开始进入商业化加速阶段

1) UCG 内容社区加速商业化原因：商业化是维系社区生态可持续增长的重要环节

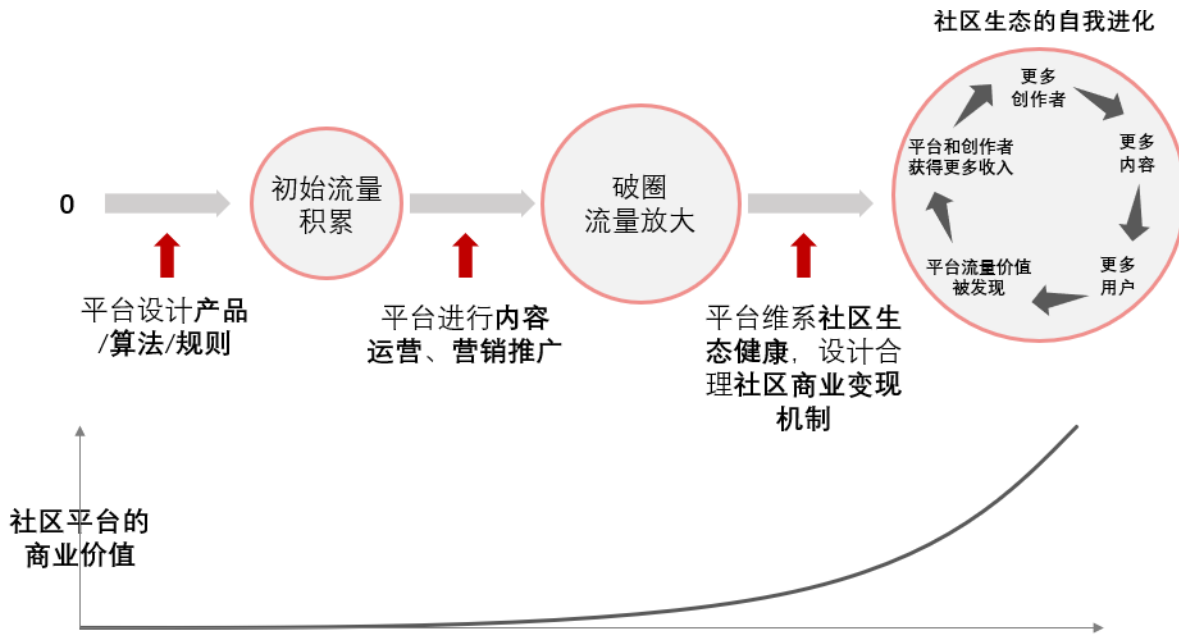
社区生长有不同阶段，商业化是内容社区可持续增长的重要保障。简化来看，第一阶段，社区刚开始需要确定社区的基调、产品、算法等方面的基础性质，积累一批种子用户；第二阶段，有了初始用户积累后，如果需要实现进一步的用户增长，平台需要在内容运营和创作引导的工作，同时需要

主动挖掘、培养更多类型的创作者，延伸内容的广度，扩大受众人群；第三阶段，社区的创作群体、消费群体、内容库足够庞大，平台需要做的是设计合理的流量分配机制与商业机制让社区进入正循环增长，实现自我进化，基本循环逻辑为：更多的 UGC/PUGC 创作者→更多的内容→更多的用户→用户支持创作者+品牌方看到平台的价值 → 商业化收入提升 → 更多的 UGC/PUGC 创作者加入，进入持续正循环。商业化是 UGC 内容社区可持续增长的重要环节。

社区流量达到一定量级后，商业价值会呈指数型增长。互联网平台的商业化价值通常和平台的流量呈正相关，而且当流量达到一定量级之后，商业价值的增长曲线会变得非常陡峭，一是因为流量的变现方式会更加多样化（广告、电商、知识付费等），另外，很多商业活动是有规模效应的，例如广告主进行营销推广，当平台流量较小时，广告主只愿意投放按效果付费的广告，而当平台流量达到一定规模之后，广告主认为在平台进行营销推广可以产生较大的影响力和传播范围，就愿意在平台上进行较大预算的品牌广告投放。

目前 UGC 内容社区的流量竞争格局暂时进入一个较为稳定的局面，头部的抖音、快手、B 站、小红书等平台的用户已经基本稳定在一定量级（亿级 MAU），将进入商业化变现的加速阶段。

图 5：内容社区的成长和商业价值提升路径



资料来源：东方证券研究所

三、公司业务分析

公司收入快速增长，从 2017 年的 83.4 亿增长到 2019 年的 391 亿元，20 年前三个季度累计实现收入 407 亿元，yoy+49.2%。不同阶段，收入增长的驱动力不同，早期主要由直播打赏驱动，近两年广告收入成为核心增长引擎，而电商有可能成为公司下一增长曲线。

3.1 直播打赏业务

近年来，我国直播平台日活跃用户数保持高速增长，2019 年底已突破 2 亿；每位日活跃用户的日均使用时长 yoy 也保持在 10%+，2019 年底达到 33.2 分钟。根据艾瑞咨询的预测，到 2025 年，中国直播平台的平均 DAU 有望增长到 5.13 亿，年复合增长率 16%，而单位用户日均时长预计增长到 51.9 分钟；2019-2025 的直播的日均总时长预计增长 CAGR 为 25%。而直播打赏的总体规模有望从 2019 年的 1400 亿元增长到 2025 年的 4166 亿元，CAGR 20%。

图 6：直播行业用户数和时长

年份	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
直播平台平均 DAU (百万)	93.1	135.1	213.4	304.5	355.6	401.7	442.1	479.3	512.8
YoY	64.8%	45.1%	58.0%	42.7%	16.8%	13.0%	10.1%	8.4%	7.0%
单位 DAU 日均时长 (min)	26.4	29.8	33.2	35.7	39.2	42.8	46.5	49.6	51.9
YoY	14.3%	12.9%	11.4%	7.5%	9.8%	9.2%	8.6%	6.7%	4.6%
日总时长 (百万 min)	2,458	4,026	7,085	10,871	13,940	17,193	20,558	23,773	26,614
YoY	88.3%	63.8%	76.0%	53.4%	28.2%	23.3%	19.6%	15.6%	12.0%
中国直播打赏市场规模 (bn)	52.9	86.6	140	182.6	223.9	269.2	317.7	367.2	416.6
YoY	115.9%	63.7%	61.7%	30.4%	22.6%	20.2%	18.0%	15.6%	13.5%

资料来源：艾瑞咨询，快手招股说明书，东方证券研究所

3.1.2 快手直播打赏：特殊社群&家族文化形成付费率高，ARPU 低特征

快手直播生态总结：

1) 直播生态概况：快手是一个重私域的平台，因此基于“人”的直播打赏收入是快手最早产生的变现模式，截止 20Q3，快手是国内直播打赏流水最大的平台，直播的场次也相当可观：20 年前三季度，快手开展了约 14 亿场直播活动。用户侧，快手目前的 DAU 是 3 亿，其中有直播观看行为的 DAU 是 1.7 亿（占比 57%），其中观看直播电商的 DAU 约 1 亿。

2) 挂榜涨粉是独特文化：快手形成了独特的挂榜涨粉的生态，部分用户打赏动机是为了从主播的直播间吸引到流量，本质是一种流量购买行为。

3) 用户付费特点：用户付费率高，但是人均付费金额低。通过对比快手的直播和其他直播平台，可以发现，快手“家族”氛围浓厚，加入达人家族（粉丝团）的用户有很强的家族使命感，为了守护家族荣誉付费意愿很强，但可能收入水平制约了付费能力，因此会形成快手直播付费率高但 ARPU 低的特点。

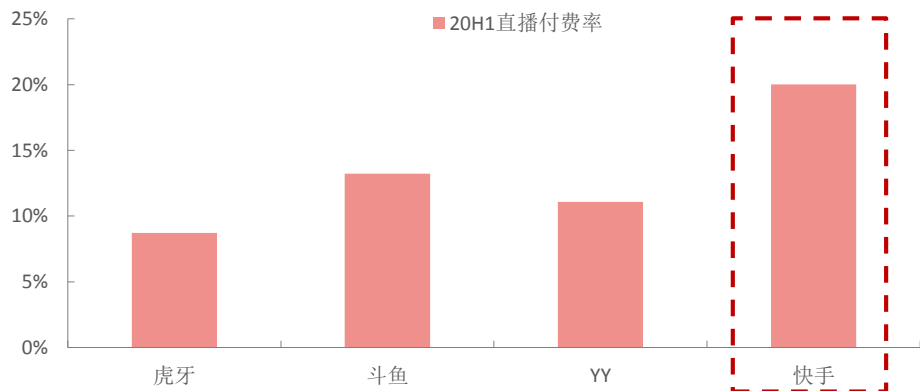
20 年前三季度快手的直播打赏收入 253 亿元，yoy+10.4%，付费用户数保持增长（yoy+23.4%至 5990 万），单位用户的打赏金额同比有所下降。20 年前三季度直播收入增速放缓，是因为快手为了维持整体主播生态的健康，对直播挂榜行为以及连麦 PK 的行为进行了更规范的管理，且对部分头部主播进行更严格的管控（例如今年 5 月散打哥、辛巴等部分头部主播被禁播）。20 年前三季度，平台的流量抽成为 43.5%，该比例过去几年保持相对稳定，平台的直播收入毛利为 143 亿元。

表 3：快手直播收入拆分

	2017	2018	2019	3Q19 (ytd)	3Q20 (ytd)
① 直播平均每月付费用户（百万）	12.6	28.3	48.9	48.5	59.9
YoY		124.6%	72.8%		23.5%
直播付费用户/MAU%	9.2%	11.8%	14.8%	15.6%	12.4%
② 直播每月付费用户平均收入（元）	52.5	54.9	53.6	52.5	47
YoY		4.6%	-2.4%		-10.5%
①×②×月份数=直播收入（百万）	7,949	18,615	31,442	22,922	25,309
YoY		134.2%	68.9%		10.4%
减去：主播的收入分成及相关税项	4,396	10,396	18,149	13,291	14,303
= 平台的收入分成（百万）	3,553	8,219	13,293	9,631	11,007
平台的抽成比例%	44.7%	44.2%	42.3%	42.0%	43.5%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

快手的直播付费率显著高于其他直播平台。快手生态内有较浓厚的“家族”氛围，头部的达人通常也有比较强的“江湖”气息，和粉丝能成为家人或兄弟，能充分调动粉丝捍卫家族利益的荣誉感。例如用户如果加入了辛巴的“818 军团”（粉丝团），那就是 818 军团的家族成员之一，如果辛巴作为家族的代表，去和其他主播进行连麦 PK，那么家族成员是荣辱与共的，都有很强的使命感，愿意出钱出力刷礼物帮助家族赢得比赛（即使付费能力不高）；但是其他的游戏、秀场直播平台，这种家族氛围并没有那么强，打赏的行为可能主要集中在少部分用户（头部土豪）。因此，快手的直播付费率是较高的：如果用付费用户数/MAU 代表直播付费率（不同平台定义详见下图的备注），则可以发现，**20H1，快手的直播付费率是 20%，虎牙、斗鱼和 YY 的付费率则在 10%左右。**

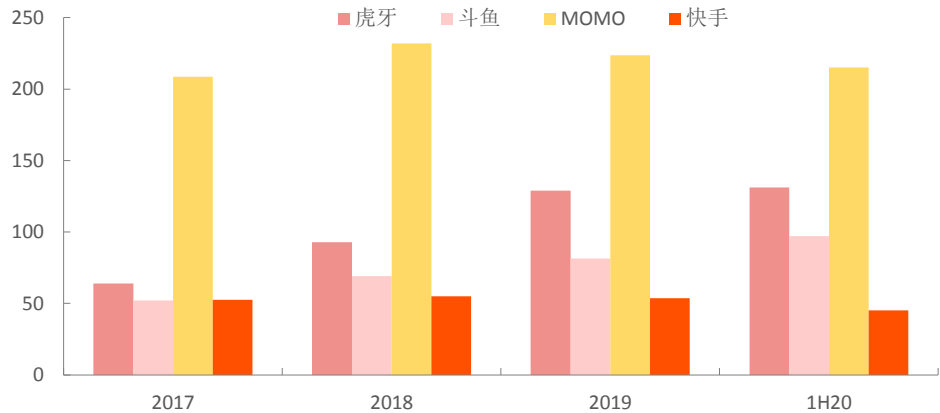
图 7：不同平台的直播付费率


备注：快手的付费率计算=直播月度付费用户/直播 MAU（直播的 DAU 为 1.7 亿，假设直播 DAU/MAU=全平台的 DAU/MAU）
 虎牙、斗鱼、YY 的付费率计算=直播的季度付费用户/移动端 APP 的 MAU

资料来源：公司公告，东方证券研究所

快手的直播付费用户的平均付费金额(ARPPU)20H1为45.2元/人/月,和秀场直播为主的MOMO(同期ARPPU为215元/人/月)、游戏直播为主的虎牙和斗鱼(同期ARPPU为131、97元/人/月)。ARPPU较低的原因,如上文所述,快手平台的家族文化较为盛行,付费用户更多,即使是收入不高的人群也会有付费行为,所以付费用户的整体付费能力相比其他直播平台更弱。

图 8: 直播付费用户数平均付费金额(元/人/月)



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

快手直播业务 2020 年以来的重要变化趋势: 强化运营丰富生态, 帮助达人缩短涨粉和转化路径

1) 引入专业的直播公会: 快手引入更多平台可控的直播公会, 并给予足够的激励, 以此来解决快手平台此前对达人(尤其是头部家族)管控能力弱的问题, 并丰富平台的主播类型。

2) 缩短达人涨粉和转化的路径: 直播是达人实现商业化变现的重要场景(打赏或直播带货)。快手此前直播间流量来源有两个: ①达人的私域流量(直播间在用户的“关注页”露出), 所以达人需要先拍视频进行粉丝积累, 再把粉丝导入直播间完成变现, 转化路径较长; ②另一个是“同城页”的流量, 但流量不多。今年产品进行升级改版, 直播间可以在流量较大的公域流量池“发现页”和“精选页”露出, 而且平台新增了给直播间买流量的商业化工具(信息流广告、粉条), 所以可以满足部分有快速涨粉和转化的达人的需求。

3.2 广告: 商业化体系迭代加速, 广告成为当前核心增长引擎

3.2.1 行业: 短视频/直播内容营销成为广告主的选择趋势

我国移动广告总市场规模不断增长, 2019 年已突破 5000 亿。短视频和直播平台成为更多广告主的选择: 原因 1) 短视频和直播平台时长占比提升, 流量价值在增加; 2) 短视频/直播内容平台的广告素材更加生动, 视频/直播的媒介形式能够搭载维度更多的信息, 在用户转化方面有较好的效果。2019 短视频/直播平台的广告规模已超过 800 亿, 增速大于移动广告总市场规模, 占总市场规模份额因而不断提升, 预计到 2025 年规模达到 4653 亿元, CAGR 达 34%。

图 9：短视频广告行业规模变化

年份	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
移动广告总市场规模 (bn)	255.0	366.3	541.5	678.7	853.2	1,051.3	1,261.0	1,478.6	1,706.1
YoY	45.7%	43.6%	47.8%	25.3%	25.7%	23.2%	19.9%	17.3%	15.4%
短视频和直播平台的移动广告 (bn)	3.2	20.1	81.4	135.1	197.1	267.8	336.0	397.3	465.3
YoY	100.0%	528.1%	305.0%	66.0%	45.9%	35.9%	25.5%	18.2%	17.1%
占移动广告市场规模%	1.3%	5.5%	15.0%	19.9%	23.1%	25.5%	26.6%	26.9%	27.3%

资料来源：快手招股说明书，东方证券研究所

3.2.2 快手广告商业化情况：产品加速更新，广告流水快速放量

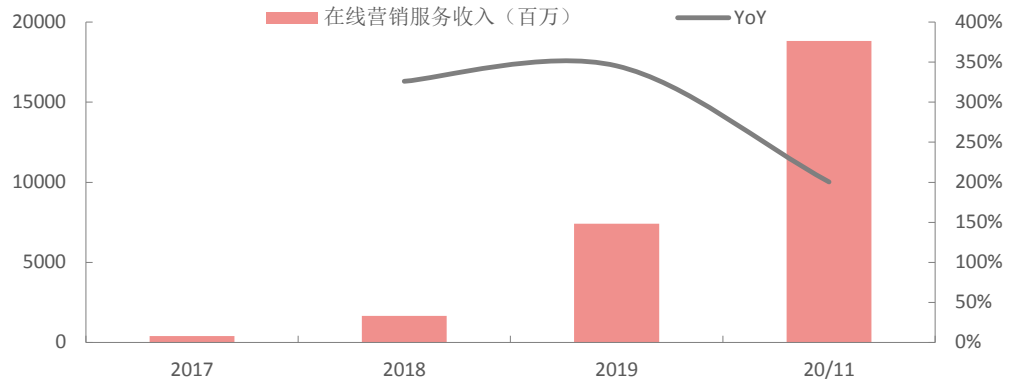
快手在广告商业化方面的努力主要包括 3 个方面：

- 1) **推进公域流量的商业化。**推出、升级相关的商业化产品：给尽可能多的广告主类型提供多样化的资源组合产品，并帮助广告主/代理商将广告投放过程智能化、精准化，让从头部到长尾的广告主都能利用快手的生态资源进行营销推广。
- 2) **提升私域流量商业化效率。**提供广告主和达人的对接渠道，让达人可以高效地将自身的内容创作者能力或者积累的私域流量进行变现。相关交易平台，既包括商业化推广需求的交易平台（例如磁力聚星），也包括创意内容的交易平台（例如素造平台）。
- 3) **招募更多专业的机构加入生态：去家族化，大力吸引包括代理商、服务商、MCN 机构、品牌商等入驻。**

进入 2020 年快手产品升级最重要的特点，是开放更多的公域流量给广告商业化产品，并更加注重服务于品牌型广告主的营销需求。20 年 11 月，快手磁力引擎（快手的商业化营销服务平台）进行了品牌升级，提出了提出“让品牌更有吸引力”的新主张，将“依托公域吸引力和私域吸附力打造营销闭环”，一定程度上代表了快手商业化体系的变化趋势：开放更多的公域流量作为商业资源、对品牌商客户更加重视。

快手广告收入目前的情况：

20 年前 11 个月，公司在线营销服务收入同比增长 200%至 188 亿元（超过了直播打赏的平台分成收入），成为公司目前最重要的收入来源。其中，单位日活用户对应的在广告收入同比翻倍增长（yoy+96%）。

图 10：快手广告收入（百万）及增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.2.3 快手和同行对比：广告加载率和 CPM 有较大提升空间

影响广告收入的根本原因：

1) 平台的流量价值（即平台用户的商业化价值，决定广告主是否愿意来到平台进行广告投放）：当平台的用户数越多、停留时长越长，而且这群用户的消费能力或消费潜力越高，平台的流量价值越高。

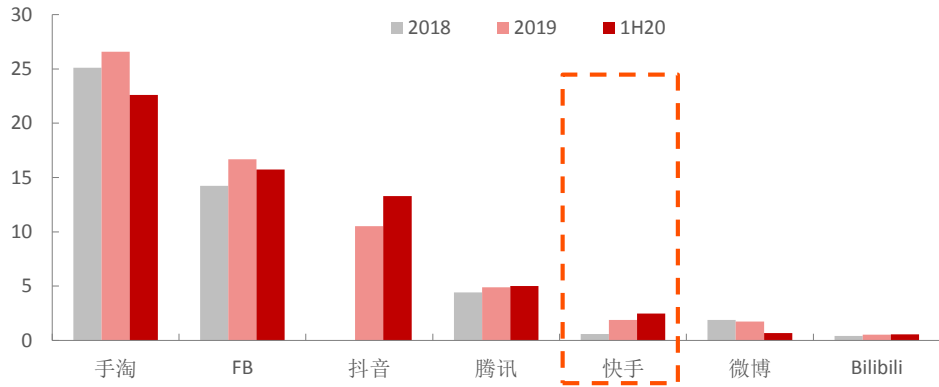
2) 广告是否能投放得出去：这和平台定位、平台生态、流量分发方式、广告加载率、广告产品体系的完备程度、广告投放系统的智能化及精准度有关。

快手目前的 DAU 为 3 亿，人均时长 90 分钟，平台的流量价值非常大，但是基于流量的广告变现能力和其他流量平台能力相比较弱：比较各平台 20H1 单位月活用户产生的广告收入可以发现，快手的广告变现能力是低于大部分头部互联网社区的，这和快手私域强公域弱的流量特征、开放的商业化流量少、广告产品体系不完善有关系。

我们与其他平台单用户广告价值对比，以及平台自身广告库存承载量及价格测算，相结合去探讨快手广告商业化的空间。

1) 与其他流量平台广告变现能力的横向对比：快手的单位用户广告收入仍处于较低水平。

目前快手广告单个用户的广告变现效率仍然在比较低的水平：**20H1，快手单位月活每月用户对应的广告收入仅为 2.5 元/人**，和同行相比是较低的水平：最高为电商属性的手淘（23 元/人/月），其次较高为商业化能力强的 FB（16 元/人/月）与抖音（13 元/人/月）。我们认为逻辑也可理解，阿里电商属性下离货的目的最近，转化目的最直接，所以阿里妈妈作为全域广告（KA 品牌一体化营销阵地）单用户价值最高，其次为更偏引流前期的商业化能力强的抖音，如果快手用户流量价值可以追赶上现阶段的抖音，预计会有 3-4 倍单用户价值空间。

图 11：流量平台广告收入/MAU（元/人/月）


资料来源：公司公告，QuestMobile，东方证券研究所

2) 平台自身看，和同行的单位用户广告收入的差距来自哪里？

和抖音的差距主要来自短视频的总播放量、广告加载率、CPM 的价格。将快手和抖音的广告收入进行拆解比较，发现二者广告收入之间的差距，主要来自：

- ①可被插入广告的流量池（短视频的总VV数）；
- ②广告的加载率；
- ③CPM 的价格。

我们做极端假设，假设可被插入广告流量池不增长，那么快手仍旧可以通过提高自己现阶段较低的 ad load(假设增加 30%到 8%)，以及精细化投放提升 CPM(比如，靠拢字节水平，20-23 元)，即可实现广告收入的翻倍增长。当然，用户在有温度的平台上仍会持续稳步增长，以及日活/月活也可以在平台运营加强上逐步提升。

表 4：快手和抖音 2020 年广告收入（假设测算）

2020 年估算	快手	抖音	GAP
① DAU 均值 (亿)	3	4.5	50%
② 人均使用时长 (min)	90	90	0%
③ 直播占总时长比重%	30%	15%	-15%
④ 每条视频长度 (s)	20	20	0%
①×②÷④=⑤短视频 VV(亿次/日)	567	1032.75	82%
②÷④=⑥人均观看条数(次/人/日)	189	230	21%
⑦广告加载率	5%	10%	100%
⑤×⑦=⑧广告条数 (亿条/日)	28.4	103.3	264%
⑨ CPM (元/千次)	20	30	50%
⑧×⑨=⑩广告收入 (亿元/天)	0.57	3.10	446%
⑩×365=⑪广告收入 (亿元/年)	207	1,131	446%

资料来源：公司公告，QuestMobile，东方证券研究所

总结快手广告现阶段特点：

- 1) 广告是快手现阶段的商业化核心增长引擎。2019 年开始，快手逐步完善流量采买工具、上线 DMP 平台、增加公域流量池→开放更多商业流量池，广告收入迅速提升。
- 2) 单列目前承载更多广告商业化。快手产品特色是单双列并存，单列产品形态下广告的转化效率更高，目前单列的广告消耗占比在提升
- 3) 快手单位流量的广告收入目前低于其他的平台。和竞对的主要差异来自，可被插入广告的流量池，广告加载率，单位流量曝光价值（CPM）。

3.3 电商：尚处于建生态阶段，收入反哺优质达人和商户

3.3.1 行业：商品供给极度丰富的时代，用户需更多内容辅助消费决策

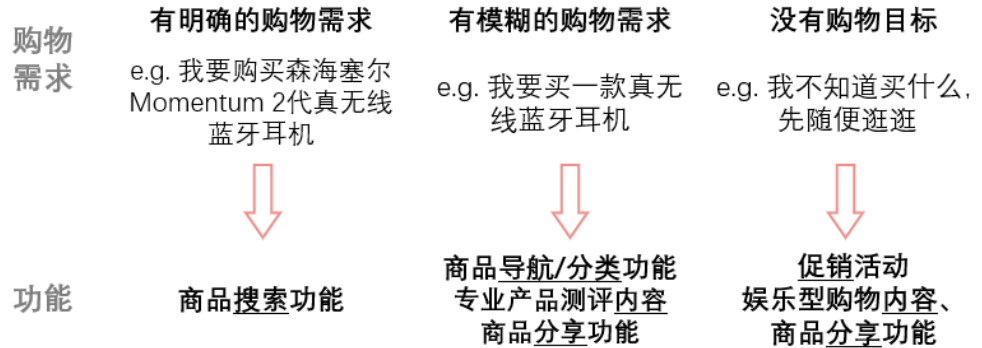
用户通常有三类购物需求：1) 有明确目标，2) 有模糊目标，3) 没有目标。电商平台的不同功能可以满足不同的购物需求。第一种情况是效率型购物，消费者明确知道自己想要什么，具体到商品的型号、颜色等，这时候电商平台的搜索功能是可以满足消费者需求的；第二种场景下，消费者有模糊的需求方向，但不知道具体要购买什么产品，这时候需要电商平台提供商品信息分类功能，或者非常针对性、专业的消费测评内容来帮助消费者进行决策；第三种场景下，用户可能原本没有购买商品的需要，但是在平台上进行内容浏览的时候被激发出消费需求。

在第一代电商平台崛起的年代，大部分供需匹配可以通过搜索功能来解决，但未来，更多的电商成交可能会诞生在第二、第三种场景下，即用户在没有目标地浏览的情况下产生成交，原因：

- 1) 下沉市场在崛起：对于下沉市场用户而言，他们会经历一个线上购物化率提升的过程，而这群用户一般不知道自己需要什么；
- 2) 商品供给丰富化：对于高线市场用户而言，需求开始个性化，叠加供给端新消费品牌的快速迭代，更多细分品类以及新品类开始涌现，消费者可选择的范围变大，但做购物决策的难度在提升，因此需要更多内容来辅助消费决策。
- 3) 购物场景的碎片化：移动互联网时代，信息对用户的触达随时随地都在发生，购物决策也会随时发生。

内容型平台做电商，和传统的电商平台相比，在满足效率购物需求方面是没有优势的，但是因为有内容方面的优势，在满足用户较长决策周期的消费需求方面是更有优势的。

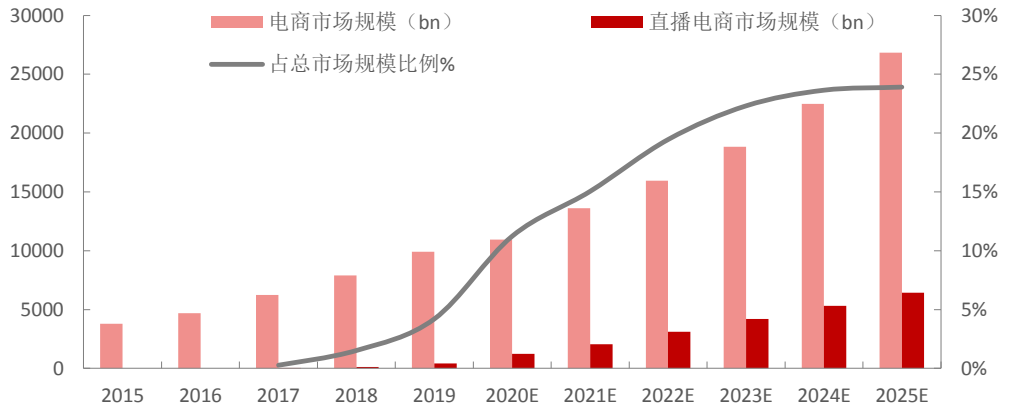
图 12：用户不同的购物需求对应不同的电商产品功能



资料来源：东方证券研究所

2020 年我国的直播电商规模预计超过 1 万亿(淘宝直播 4000 亿、快手 3500 亿, 抖音 2000 亿); 根据艾瑞咨询的预测, 我国直播电商市场规模到 2025 年预计达到 6.4 万亿, 占电商的比例达到 24%, 年化增长率达 58%。

图 13：直播电商满足非效率型购物需求，渗透率将逐步提升



资料来源：艾瑞咨询，快手招股说明书，东方证券研究所

3.3.2 快手电商生态：超头部家族影响力在降低，中腰部主播逐渐成长

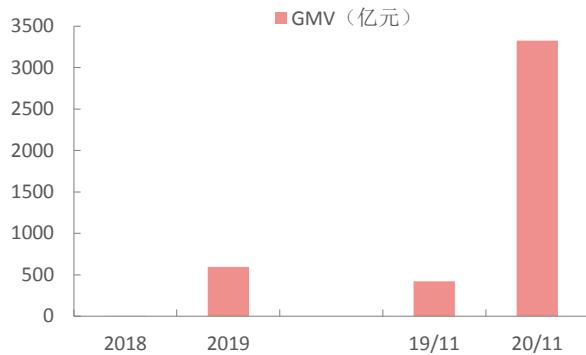
用数据感受快手电商的生态：一个大电商场，有着明显的类目倾向

人次和场次：根据磁力引擎和明略科技的数据，快手 20 年 4-5 月期间，直播电商日均开播场次 8.6 万场、开播主播 7.2 万人；日均观看人数为 1.3 亿人（快手整体 DAU 是 3 亿，即有 1/3 以上的用户是有观看直播电商行为的），日均进入电商直播间的人次数为 3.1 亿人次，平均每场观看人数 1,540 人。

成交额方面：2019年，公司的成交额约600亿，20年截至11月的成交额为3327亿元，单位MAU对应的成交额是691元，为2019年同期的5倍以上。

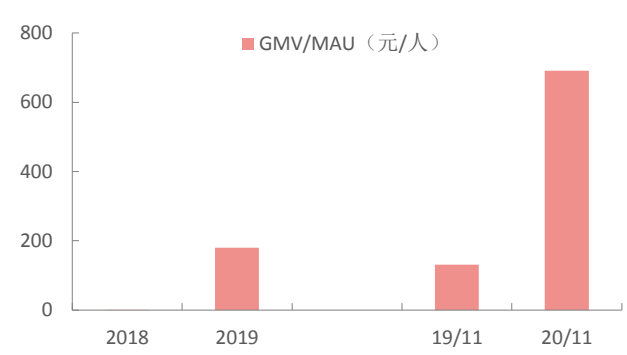
类目方面：从开播场次和广告投放角度看，快手直播电商占比最高类目是服饰、美妆、珠宝、食品。

图 14：快手电商 GMV（亿元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 15：快手电商 GMV/MAU（元/人/期）



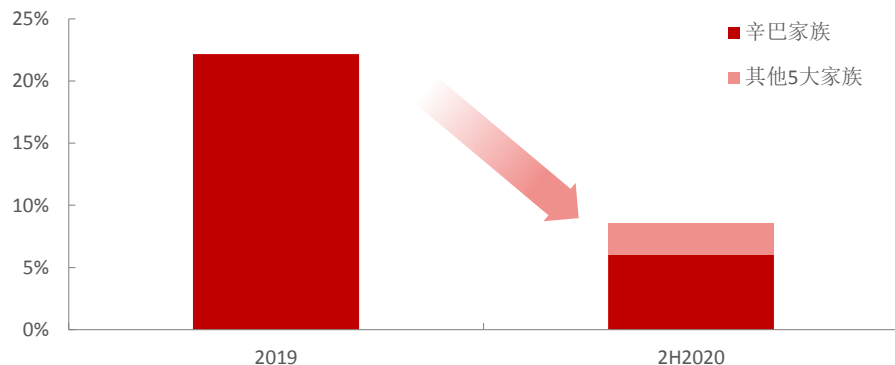
资料来源：公司公告，东方证券研究所

快手直播电商达人生态特征：主播的头部集中度在降低

2019年，根据辛巴团队公布的数据，辛巴家族全年直播带货GMV133亿元，而快手2019全年的GMV约600亿元，**辛巴家族占比达22%+**。

2020年下半年，根据壁虎看看的统计数据，辛巴家族2020年全年的带货GMV约150亿元，另外5大家族的带货GMV约64亿元，快手招股书公布6-11月的GMV为2200亿元，假设12月份实现GMV300亿元，则20年下半年“**六大家族**”的**GMV占比不到10%**，头部家族的占比相比2019年明显下降。

图 16：快手六大家族的 GMV 占比

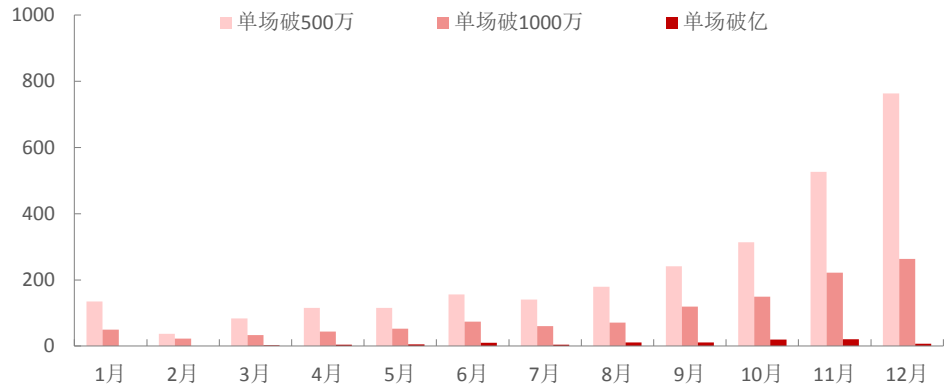


资料来源：公司公告，壁虎看看，东方证券研究所

主播的梯队正在逐步形成：根据壁虎看看统计的数据，拿同样是电商大促月份的6月和11月份进行对比，6月单场破500万的场次数为156场，单场破1000万GMV的场次为74场，单场破亿的

场次为 10 场；而 11 月份，单场破 500 万的场次增加到 526 场（增长 237%），单场破千万的场次达 222 场（增长 200%），单场破亿的场次增长也很快，增长到 21 场，但增速不如破 500 万和破千万场次，说明越来越多的中腰部主播在成长起来。

图 17：快手单场破 500 万/1000 万/1 亿的直播场次（场）



资料来源：壁虎看看，东方证券研究所

电商收入：为了促进电商生态的，平台大部分收入会以现金和流量券方式奖励给优质达人/商户。所以虽然电商的 GMV 到 20/11 已经达到 3300 亿+，但是收入仍然较低。如果假设公司的“其他服务”版块收入的 90%是电商收入，则公司 20Q3 的电商佣金率仅为 0.89%。货币化率低的原因，一部分是由于平台对优质商户/达人的返佣，另一部分原因是快手的 GMV 成交不完全是在站内完成的，跳转到站外成交的 GMV 快手是不能向商家收取扣点的。

表 5：快手电商交易额和佣金率

	2018	2019	3Q20(ytd)
电商交易总额（亿元）	1	596	2,041
YoY		61597.7%	1112.2%
电商收入（百万）	18	234	1,822
YoY		1170.8%	2484.8%
电商佣金率%		0.4%	0.89%

* 假设其他服务收入 90%是电商收入

资料来源：公司公告，东方证券研究所

目前各大电商平台或者内容平台（包括快手/抖音/天猫等）对电商营销/成交的收费，主要面向两方收费：① 向商家收费；② 向推广商品的内容创作者收费。

1) 向商家收费（对 GMV 抽佣）。只有当商家把店铺开在平台内，平台才会能直接向商家收技术服务费。所以快手面向商家的收费，只针对直接将商品上传到快手小店，在快手小店完成成交的商

户收取。通常都是基于 GMV 抽成，按不同的类目收取不同的费率。比较快手、抖音、天猫三个平台可以发现，三个平台的技术服务费率几乎是一样的。但快手目前将收取的技术服务费大部分以流量券或其他奖励形式返还给优质商户或达人，因此目前真实的费率远低于规定的水平。

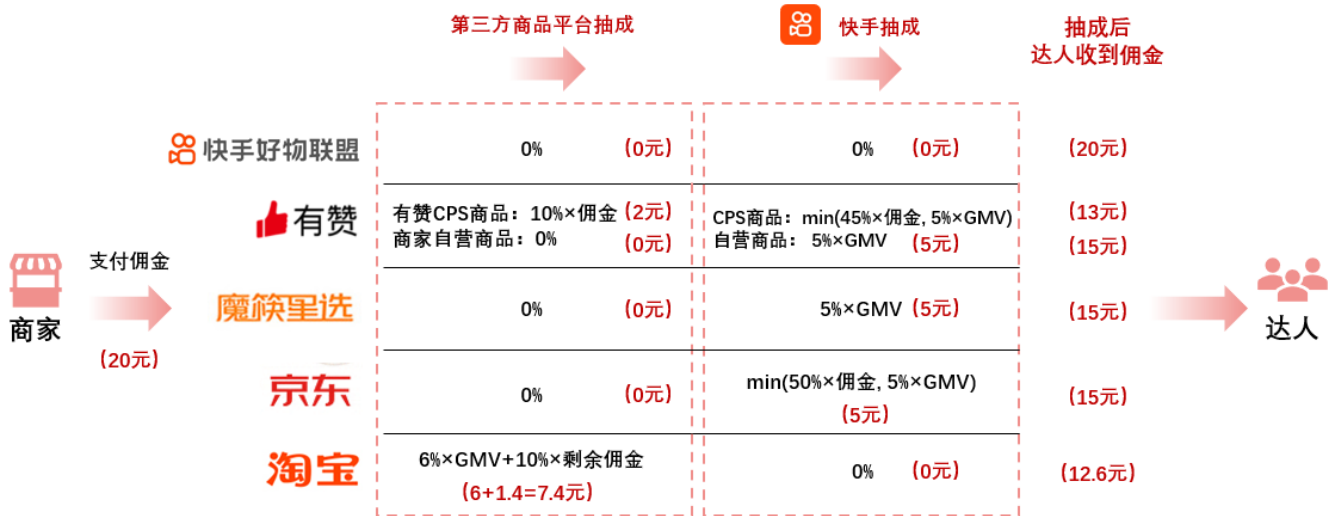
表 6：快手小店/抖音小店/天猫的部分类目技术服务费率

类目	快手小店	抖音小店	天猫
服饰/箱包	5%	5%	5%
美妆/个护	5%	5%	4-5%
食品	2%	2%	2%
3C 数码/家电	2%	2%	2%

资料来源：快手，抖音，天猫，东方证券研究所

2) 向推广达人收费（对达人佣金抽佣）。这种情况通常发生在达人带货的商品不是自己小店的商品，而是其他商户的商品，销售成功后，商户会向达人支付推广佣金，快手会在达人佣金中进行抽成，同时商户的开店平台也会对佣金进行抽成，因此，达人到手的佣金通常是经过 2 道抽成。从抽佣的规则上看，快手对达人带货好物联盟和带货淘宝的商品，不再另外抽佣，对其他来源的商品，最高抽商品成交额 5% 的佣金。综合考虑 2 道抽成，目前达人带货快手好物联盟的商品，实际到手的佣金是最多的（完全不被抽成）。

图 18：在快手推广商品达人的被抽佣情况



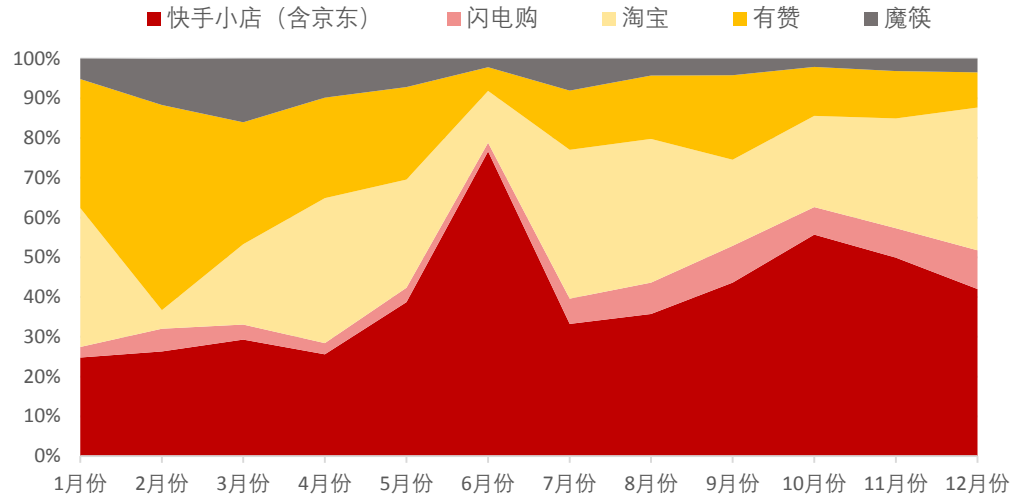
举例：商品售价100元，商家设置佣金20元，图中的 (xx元) 为举例数据

资料来源：快手好物联盟，东方证券研究所

可以看到，在电商基础设施逐渐完善、商品和达人的对接链条逐渐通畅、快手平台对闭环成交的费率最为优惠的情况下，在快手上进行全链路的闭环经营成了越来越多商户的选择。根据壁虎可控统计的数据，20Q1 时，快手小店（含闪电购）的 GMV 占比仅为 25% 不到，而到了 2020 年下半

年，快手小店（含闪电购）的占比提升到了 60%左右。预计随着更多的成交闭环在站内，达人、商家生态的完善，快手电商业务的货币化能力将会逐步显现。

图 19：快手成交渠道的 GMV 的分布（2020 年）



资料来源：壁虎看看，东方证券研究所

总结快手电商业务的特点：

1) 电商是快手商业化的第二增长曲线。我们认为电商会是下一阶段的商业化重点，目前电商处于建生态的阶段，尚未开始大规模货币化（佣金返还给商户和达人），后期如果达人生态、电商基础设施更加成熟，平台可能盈利电商货币化的加速（参考拼多多，当流量和 GMV 的增长势能稳定、品类的基本盘稳定之后，货币化率自然而然会提升）。

2) 快手电商的特征是人格属性强，因此主播是快手生态的重要环节，主播生态的健康对快手电商长期可持续发展至关重要。快手 2020 年在促进主播生态可控地健康发展方面做了很多努力。

3) 关于品类，目前服饰在快手的类目中占比约 1/2，是快手的基本盘。我们认为服饰品类只是第一步，内容电商核心是满足消费者目标性不强的购物需求，更适合下沉市场的用户，如果后期快手能在达人类型、内容场景方面做更多样化的拓展，电商的品类有可能实现类目上的拓展。这种场景化、目的性不强的购物模式有可能成为下沉市场用户线上购物的主流模式。

4) 关于品牌，根据壁虎看看的统计数据，2020 年有一定知名度的品牌在快手的销售额占比达到 20%，虽然大部分是通过达人直播间卖出去的而非品牌自运营，但也反应了下沉市场用户消费升级需求旺盛，也让品牌主进驻快手进行营销投入或长效经营提供了可能性。

四、财务分析

4.1 成本和费用

直播打赏收入占比下降，毛利率提升。快手的营业成本中，直播打赏收入中给主播的分成及相关税项占比最高，占公司直播打赏收入比例的 55%以上；而广告和电商业务是平台模式，相对而言营业成本/收入比例较低。而且营业成本除了给主播的分成，其他更多偏固定成本，是有规模效应的。我们预计，随着公司直播打赏收入占比降低，广告和电商等业务收入不断增长，长期来看，毛利率会呈现提升趋势。

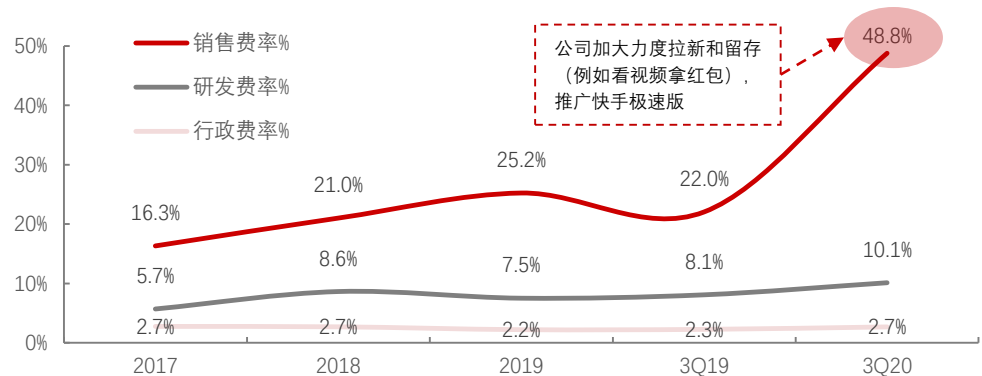
表 7：公司销售成本及费率

	2017	2018	2019	3Q20
营业成本：百万 CNY				
主播的收入分成及相关税项	4,396	10,396	18,149	14,303
带宽费用及服务器托管成本	808	1,831	2,651	3,920
折旧及摊销	89	1,094	1,991	3,235
支付渠道手续费	269	489	642	687
其他销售成本	167	689	1,584	3,221
营业成本合计	5,729	14,498	25,017	25,367
费用率：%				
主播分成及税项/直播打赏收入%	55.3%	55.8%	57.7%	56.5%
其他营业成本/公司总收入%	16.0%	20.2%	17.6%	27.2%
公司毛利率%	31.3%	28.6%	36.1%	37.6%

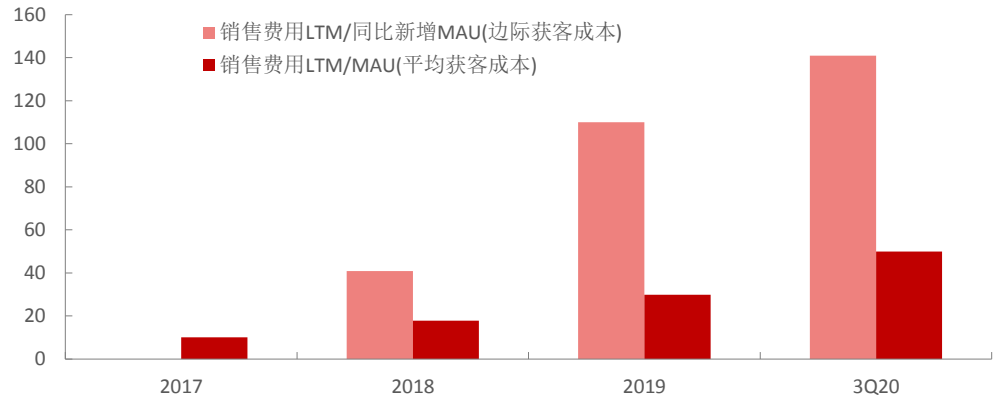
资料来源：公司公告，东方证券研究所

拉新/用户留存成本提升，公司销售费率有所提升。公司的研发费率和行政费率相对稳定，但是销售费率（主要由推广及广告开支构成）2020 年有较大幅度的增长，原因有二：① 公司于 2019 年 8 月上线了快手极速版，新产品获取用户和品牌推广产生销售费用开支；② 快手向线上营销服务及电商等临近业务以及海外市场拓展，也产生了推广开支，计入销售费用。销售费用增长的核心原因：在公司用户数的高基数下，获客的成本增长较快，截至 20Q3 的平均获客成本为 50 元/人，相比 2019 年的 30 元/人提升了 67%。目前公司的单位流量变现能力（收入/MAU）和同行相比仍然较低，我们预计随着公司商业化逐渐成熟，销售费率降逐步稳定。

图 20：快手各项费用率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 21：快手获客成本（元/人）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

4.2 盈利能力：销售费用提升导致利润率有所降低

销售费率提升导致公司的盈利能力有所下降。公司 2019 年及之前均实现了盈利（经调整利润），2020 年以来由于销售费用提升较快，经调整的净利率下降到-17.8%。我们预计，随着公司收入结构的调整、单位用户的变现能力提升，盈利能力将会逐步提升。

表 8：公司盈利能力

盈利能力	2017	2018	2019	3Q20
经营利润	608	-521	689	-8,942
%收入	7.3%	-2.6%	1.8%	-22.0%
净利润	-20,045	-12,429	-19,652	-97,371
%收入	-240.4%	-61.2%	-50.2%	-239.4%
经调整净利润	777	182	1,347	-7,244
%收入	9.3%	0.9%	3.4%	-17.8%
经调整 EBITDA	1,020	1,360	3,591	-4,543
%收入	12.2%	6.7%	9.2%	-11.2%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

1) 用户增长: 截至 20/11, 公司 App 端的平均 MAU 达到 4.81 亿 (yoy+48.6%), DAU/MAU 的比同比小幅提升至 54.8%, 平均 DAU 达 2.64 亿 (yoy+53.6%), 人均单日时长达 86.7 分钟 (yoy+16.8%)。我们预计, 快手在泛娱乐内容消费和社交为核心场景的短视频领域用户覆盖率已经较高, 但是随着公司在更多垂类内容的深度运营、平台内容和达人生态丰富化, 还有产品改版之后带来的内容消费体验的改善, 用户数和时长仍然有一定的增长空间。我们预计到 2022 年, 快手的平均 MAU 达到 6.48 亿 (相比 20/11 增长 34.6%), DAU/MAU 的比例提升至 59%, 平均 DAU 增长到 3.82 亿 (相比 20/11 增长 44.9%), 而人均单日时长增长至 108 分钟 (相比 20/11 增长 24%)。

2) 收入: 我们预计公司 20-22 年实现收入 593 亿元、861 亿、1207 亿。其中:

- **直播打赏**收入已经度过了最快的增长时期, 但随着公司引入更多专业的直播公会、培育出更多垂类专业的主播, 直播打赏收入有望平稳增长, 我们预计直播打赏收入 20-22 年增长 9.2%、7.3%、8.0%;
- **广告业务**方面, 我们预计随着快手商业化产品体系不断完善、广告投放系统的精准性逐步提升 (广告加载率和 CPM 价格提升), 单位 MAU 的广告变现能力维持高速增长 (由 19 年的 22.5 元/人提升至 22 年的 103.2 元/人), 预计 20-22 年实现广告收入 212 亿、408 亿、669 亿元;
- **其他服务**板块的收入来源主要是电商, 我们认为快手直播电商已经占据了部分下沉市场用户的心智 (月复购率高达 65%), 因此在主播生态体系更加完善、基础设施更加智能的前提下, 电商的 GMV 有望维持高速增长 (20-22 年增速为 490%/70%/60%), 且随着闭环成交的比例提升, 佣金率也有望逐步提升, 预计 20-22 年其他服务收入达 38/84/140 亿, 其中来自电商的收入为 35/76/124 亿元。

3) 成本和费用: 我们预计, 随着毛利率更高的广告和电商业务收入占比的提升, 毛利率会逐步提升, 预计 20-22 年的毛利率由 2019 年的 36.1% 提升到 43.7%/54.7%/61.8%。费用率方面, 由于公司仍然面临较大的用户增长压力, 销售费用仍然会维持较高水平的增长, 但由于单位用户变现能力也会加速增长, 因此销售费率有望稳定下降, 预计 20-22 年为 47.5%/47.9%/42.9%。行政费率和研发费率基本维持稳定。

表 9: 快手分业务盈利预测

	2018	2019	20E	21E	22E
1. 直播打赏					
① 直播平均每月付费用户 (mn)	28.3	48.9	60.6	68.5	74.0
YoY	11.8%	14.8%	11.8%	11.6%	11.4%
② 直播每月付费用户平均收入 (元)	54.9	53.6	47.2	44.8	44.8
YoY	4.6%	-2.4%	-12.0%	-5.0%	0.0%
①×②×月份数=直播收入 (mn)	18,615	31,442	34,321	36,844	39,791
YoY	134.2%	68.9%	9.2%	7.3%	8.0%
2. 广告业务					
平均 MAU (百万)	240.7	330.4	512.1	588.9	647.8
YoY	76.6%	37.3%	55.0%	15.0%	10.0%

单位 MAU 广告收入 (元/人)		6.9	22.5	41.4	69.3	103.2
	YoY	141.4%	224.6%	84.2%	67.6%	48.9%
广告营销收入合计 (mn)		1,665	7,419	21,183	40,825	66,856
	YoY	326.3%	345.5%	185.5%	92.7%	63.8%
3. 其他服务						
电商交易总额 (亿元)		1	596	3,516	5,978	9,565
	YoY		61597.7%	490.0%	70.0%	60.0%
电商佣金率%			0.39%	1.00%	1.27%	1.30%
① 电商收入 (mn)		18	234	3,516	7,592	12,434
	YoY		1170.8%	1405.6%	115.9%	63.8%
② 其他收入 (mn)		2	26	285	799	1,599
其他服务收入合计 (mn)		20	260	3,802	8,391	14,033
	YoY		1170.8%	1365.0%	120.7%	67.2%
合计						
公司收入合计		20,301	39,120	59,306	86,060	120,679
	YoY	143.4%	92.7%	51.6%	45.1%	40.2%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

我们预计公司 2020-2022 年分别实现收入 593 亿元 (yoy+51.6%)、861 亿元 (yoy+45.1%)、1207 亿元 (yoy+40.2%)，由于公司目前尚未实现盈利，因此采取 PS 估值。我们选取全球和中国的互联网社区巨头公司作为可比公司。根据可比公司的平均估值水平，给予快手 2021 年 13.8xPS 估值，对应市值 11,867 亿元人民币，以 0.835 的港元/人民币汇率进行换算，则对应 14,217 亿港元，目标价 346.07 港元/股，给予“买入”评级。

表 10：快手分业务盈利预测 (单位：CNY)

公司	收入 (亿元)				PS 估值			市值 (亿元)
	2019	20E	21E	22E	20E	21E	22E	
拼多多	301	530	794	1,179	29.3	19.6	13.2	15,566
美团	976	1,138	1,733	2,376	17.3	11.4	8.3	19,728
腾讯控股	3,773	4,805	5,893	7,121	12.2	10.0	8.2	58,700
哔哩哔哩	68	116	167	225	25.6	17.8	13.2	2,969
Facebook(USD)	707	860	1,074	1,282	8.9	7.1	6.0	7,635
SEA(USD)	29	49	77	105	26.6	16.9	12.5	1,307
均值					20.0	13.8	10.2	
快手 (CNY)	391	593	861	1,207				11,867 (21 年估值)

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

风险提示

社区内容监管不力：随着抖音和快手的用户和内容体系的增长，如果公司的运营团队和内容监管机制的成长速度跟不上用户和内容的增长速度，会出现内容监管疏漏的风险。

快手用户和时长增长不及预期：如果公司在内容运营、内容类型丰富化方面的拓展进度不及预期，用户和时长的增长则有不及预期的风险。

获客成本增加：公司的用户数已经增长到较高的水平，如果后续的营销推广效果不及预期，有获客成本增加的风险。由于销售费用占收入的比重较大（3Q20 累计销售费率 48.8%），因此获客成本增加有可能会对公司的盈利能力产生较大影响。

快手的广告和直播电商增长速度不及预期：

目前广告收入是快手第一大增长引擎，如果不能进行流量池的持续扩张、投放系统的标签体系不能持续优化，广告收入增速有不及预期风险。我们目前假设快手 2021 年的 MAU 为 5.89 亿，人均时长为 98 分钟，则可实现广告收入 408 亿元；如果快手的 MAU 到 2021 年不达预期，仅为 4.7 亿 MAU，时长仅为 78 分钟，则广告收入只有 271 亿元。

快手在直播电商领域都还处于起步阶段，如果不能持续完善相应的产品体系、引入合作伙伴，将会面临业务增速不及预期风险，我们给予 21 年近 6000 亿 GMV 和 1.27% 的假设，则可实现其他服务收入 84 亿元；如果快手到了 2021 年，GMV 增速不及预期，仅为约 5000 元，佣金率的提升幅度由于快手站内 GMV 占比较低不及预期，仅为 1.17%，则其他服务收入仅为 64 亿元。

表 11：公司 2021 年广告收入对 MAU 及人均时长的敏感性测试（单位：亿元）

MAU(mn) \ 人均时长(min)	377	471	589	707	848
63	184	223	271	320	378
78	223	271	332	393	466
98	271	332	408	484	575
117	320	393	484	575	685
141	378	466	575	685	816

资料来源：东方证券研究所

表 12：公司 2021 年广告收入对 MAU 及单位流量变现能力的敏感性测试（单位：亿元）

MAU(mn) \ 单位 MAU 的广告收入(元/人)	377	471	589	707	848
44	167	209	261	314	376

55	209	261	327	392	470
69	261	327	408	490	588
82	314	392	490	588	705
99	376	470	588	705	847

资料来源：东方证券研究所

表 13：公司 2021 年其他服务（主要为电商）收入敏感性测试（单位：亿元）

GMV(亿元)	佣金率%	1.07%	1.17%	1.27%	1.37%	1.47%
	3,826		49	53	57	60
4,782		59	64	69	74	78
5,978		72	78	84	90	96
7,173		85	92	99	106	113
8,608		100	109	117	126	135

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析（单位：CNY）

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及等价物	5,370	3,996	4,679	46,774	63,978	营业收入	20,301	39,120	59,306	86,060	120,679
短期定期存款	0	1,271	10,634	8,000	5,000	营业成本	(14,498)	(25,017)	(33,384)	(38,981)	(46,153)
贸易应收款项	129	1,107	1,483	2,151	3,017	销售费用	(4,262)	(9,865)	(28,167)	(41,226)	(51,827)
公允价值计量的金融资产	4,274	8,902	8,546	8,600	8,700	管理费用	(542)	(865)	(2,076)	(2,410)	(3,379)
预付款项及其他流动资产	1,010	2,034	4,230	6,194	7,785	研发费用	(1,755)	(2,944)	(9,400)	(7,401)	(10,016)
流动资产合计	10,783	17,311	29,572	71,720	88,480	其他收入净额	237	260	400	500	550
固定资产及使用权资产	3,693	10,585	13,640	19,794	27,756	营业利润	(521)	689	(13,320)	(3,458)	9,855
无形资产	1,046	1,120	1,483	2,151	3,017	财务费用	52	(11)	(20)	(24)	(29)
						可转换可赎回优先股公					
公允价值计量的金融资产	678	2,258	4,000	4,200	4,500	允价值变动	(11,933)	(19,943)	(89,150)	0	0
长期定期存款	0	110	610	610	610	利润总额	(12,401)	(19,265)	(102,490)	(3,482)	9,826
其他	280	1,030	1,513	2,102	2,874	所得税	(28)	(386)	1,332	346	(985)
非流动资产合计	5,696	15,103	21,246	28,858	38,757	净利润	(12,429)	(19,652)	(101,158)	(3,136)	8,840
资产总计	16,479	32,414	50,818	100,577	127,237	少数股东	0	0	0	0	0
应付款项及其他应计费用	2,870	12,083	16,309	23,666	33,187	归属母公司净利润	(12,429)	(19,652)	(101,158)	(3,136)	8,840
可转换可赎回优先股	0	0	110,107	0	0	Non-GAAP 归母净利润	182	1,347	(10,585)	(1,329)	11,254
其他	1,172	3,291	5,341	7,315	10,258	每股收益(元)	(13.31)	(21.04)	(108.60)	(0.76)	2.15
流动负债合计	4,042	15,374	131,757	30,982	43,445						
可转换可赎回优先股	47,211	69,444	69,444	0	0						
其他	930	3,325	5,081	7,360	10,303						
非流动负债合计	48,142	72,770	74,525	7,360	10,303						
负债合计	52,184	88,143	206,282	38,342	53,747						
股本	0	0	0	0	0						
股份溢价	0	0	0	219,028	219,028						
其他储备	(28)	(321)	1,102	2,909	5,323						
累计亏损	(35,676)	(55,408)	(156,566)	(159,702)	(150,862)						
股东权益合计	(35,704)	(55,729)	(155,464)	62,236	73,490						
少数股东	0	0	0	0	0						
负债及股东权益	16,479	32,414	50,818	100,577	127,237						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利润总额	(12,401)	(19,265)	(102,490)	(3,482)	9,826
折旧摊销	1,180	2,160	3,482	4,830	6,869
SBC	702	742	1,423	1,807	2,414
优先股公允价值变动	11,933	19,943	89,150	0	0
营运资金变动	565	5,168	2,186	5,478	8,023
其他	(158)	(728)	841	370	(957)
经营活动现金流	1,819	8,020	(5,408)	9,003	26,175
资本支出	(2,866)	(2,548)	(6,900)	(11,652)	(15,697)
短期&长期投资	(2,272)	(6,193)	(920)	(254)	(400)
其他	(485)	(1,408)	(9,863)	2,634	3,000
投资活动现金流	(5,623)	(10,149)	(17,683)	(9,272)	(13,097)
债券融资	6,300	1,527	21,257	(300)	0
股权融资	0	0	0	39,477	0
其他	(267)	(829)	2,472	3,186	4,126
筹资活动现金流	6,034	698	23,728	42,364	4,126
汇率变动影响	452	56	46	0	0
现金净增加额	2,682	(1,374)	683	42,095	17,204

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	143.4%	92.7%	51.6%	45.1%	40.2%
营业利润	-185.7%	-232.3%	-2034.2%	-74.0%	-385.0%
Non-GAAP 归母净利润	-76.5%	638.5%	-886.1%	-87.4%	-947.1%
获利能力					
毛利率	28.6%	36.1%	43.7%	54.7%	61.8%
Non-GAAP 净利率	0.9%	3.4%	-17.8%	-1.5%	9.3%
ROE	42.9%	43.0%	95.8%	6.7%	13.0%
ROIC	-75.4%	-60.6%	-199.1%	-3.1%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	316.7%	271.9%	405.9%	38.1%	42.2%
净负债率	-131.1%	-151.0%	-129.7%	-13.5%	-13.9%
流动比率	37.5%	88.8%	445.5%	43.2%	49.1%
速动比率	161.0%	54.7%	16.0%	203.7%	183.6%
运营能力					
应收账款周转率	25.1	18.3	13.4	12.2	12.6
存货周转率	-	-	-	-	-
总资产周转率	1.7	1.6	1.4	1.1	1.1
每股指标(元)					
每股收益	(13.3)	(21.0)	(108.6)	(0.8)	2.2
每股经营现金流	1.9	8.6	(5.8)	2.2	6.4
每股净资产	(38.2)	(59.7)	(166.9)	15.1	17.9
估值比率					
市盈率	-	-	-	-	116.4
市销率	11.5	6.0	3.9	12.0	8.5
EV/EBITDA	5,686.9	718.9	-	-	83.8
EV/EBIT	-	1,493.7	-	-	104.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn