

2021年02月19日

快手-W (01024.HK)

公司深度分析

证券研究报告

抖音是“刷”，快手是“玩”，标志鲜明的社区属性是快手最核心的优势

■报“刷抖音”和“玩快手”的最大差异就在用户的参与门槛。抖音一定是推荐内容爆款，而快手给予普通创作者更多露出机会。所以新用户进入抖音后，被推荐的内容一定是经过公域流量池检验的爆款内容，快手仅给予头部内容的30%的流量。因此抖音上观看的短视频内容更为精致，团队运作的痕迹比较明显，而快手上的短视频内容更为粗糙，贴近普通大众的平常生活。所以我们认为日活GMV并非快手的核心指标，因为快手流量分发逻辑下形成的“平凡”内容调性很难第一时间吸引住用户（获新相对较难），但快手沉淀下来的用户相比抖音更具社交粘性，价值量更高，反而形成更具竞争壁垒的社区标签属性。我们认为：

(1) 快手公平普惠的流量分发机制让各层级主播的私域流量均具有较好的社交粘性，而抖音的中腰部主播粉丝起量初期主要依赖主播个人，粉丝质量相比超头部主播更高。

(2) 快手给予更多普通人生存的土壤，形成具有很强壁垒性的社区属性。

(3) 抖音和快手的流量分发逻辑无关优劣，抖音更偏媒体，公域流量更偏向广告变现；快手更偏社区，私域流量更偏向直播打赏及、电商变现。

■快手已形成强标签的社区属性，私域流量强势，同时尝试开发公域流量。我们预计快手收入端：(1) 直播打赏：快手直播打赏市占率已达到较高水平，根植于主播私域流量变现，未来将成为公司稳定的现金牛业务，我们预计未来三年年复增速10%-20%；(2) 广告：快手广告业务主要增量将来公域流量变现产品（信息流广告、粉丝头条、话题标签页广告等），私域流量变现产品尚需要电商业务规模及货币化率支撑，短期不确定性较高。公域流量广告变现是互联网媒体最直接、见效最快的变现方式，因此我们预计未来两年公司广告业务增速均有望达到100%，短期弹性较大；(3) 电商：快手内容电商货币化率很低，目前仅约0.7%，未来快手重点将做大电商GMV规模，因此短期收入弹性贡献有限。

■投资建议：公司广告业务以及直播电商业务目前已经进入高速增长状态，预计将释放巨大的商业价值。我们预计公司2020年-2022年的收入分别为533.2亿、767.8亿、1041.2亿；增速分别为36.3%、44.0%、35.6%；公司长期持续变革产品、不断提升运营效率，未来有望保持较

投资评级 **买入-A**
维持评级

股价(2021-02-18) 393.60 港元

交易数据

总市值(百万元)	1637000
流通市值(百万元)	1335400
总股本(百万股)	4159
流通股本(百万股)	3393

陈旻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100002
chenmin1@essence.com.cn

相关报告

■风险提示：用户获取成本提升风险、短视频行业竞争加剧风险、内容监管疏漏风险、对头部主播依赖过度风险。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	20,300.6	39,120.3	53,321.0	76,782.3	104,116.8
净利润	-12,429.3	-19,651.5	-95,609.3	-7,923.6	5,289.1
每股收益(元)	-30.25	-47.83	-232.73	-1.93	1.29
每股净资产(元)	-8.69	-13.57	-22.22	-23.97	-22.69
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	-9.9	-6.3	-1.3	-155.5	233.0
市净率(倍)	-34.5	-22.1	-13.5	-12.5	-13.2
净利率	-61.2%	-50.2%	-179.3%	-10.3%	5.1%
净资产收益率	34.8%	35.3%	104.7%	8.0%	-5.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	43.7%	41.1%	125.2%	-152.6%	898.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 快手最核心的竞争优势即其标志鲜明的社区属性	5
1.1. 互联网存量用户竞争重点为用户精细化需求.....	5
1.2. 众多中小创作者形成的社区构建出快手最核心的竞争优势.....	7
2. 商业化变现进入高速期，短期看广告，长期看电商	14
2.1. 直播打赏：稳中有增，已成为全球最大的直播平台.....	15
2.2. 广告：重点开发公域流量变现，短期爆发力最强.....	19
2.3. 内容电商：长期增长潜力极高，有望成为业务增长第二极.....	22
3. 投资建议	24
4. 风险提示	24

图表目录

图 1：中国短视频行业月活跃用户规模（亿）及渗透率.....	5
图 2：不同娱乐形态用户时长占比.....	5
图 3：2017-2018 年快手、抖音 MAU（百万）.....	6
图 4：2017-2018 年快手、抖音 DAU（百万）.....	6
图 5：周杰伦快手账号&直播首秀.....	6
图 6：张雨绮（快手电商代言人）、沈腾（快手代言人）.....	6
图 7：快手九周年宣传片《看见》宣传海报.....	7
图 8：5 种主要的流量分发方式.....	8
图 9：中心化与去中心化的特性区别.....	9
图 10：2020H1 快手与抖音不同粉丝量级的赞/评比.....	9
图 11：2020H1 快手与抖音不同粉丝量级的赞/评比差值.....	9
图 12：2020 年 1 月快手、抖音的用户地区性情况.....	10
图 13：大部分内容平台的注意力，并没有投向下沉市场用户.....	11
图 14：快手给予中小创作者生存土壤，反过来形成的社区属性成为快手的核心优势.....	12
图 15：快手 KOL 行业价值分布.....	13
图 16：抖音短视频 KOL 行业价值分布.....	13
图 17：短视频不同流量分发逻辑更适合的变现方式.....	14
图 18：2017-2020Q1-Q3 快手收入结构及同比增速.....	15
图 19：快手 Top200 主播分类占比.....	16
图 20：小葫芦指数 1000 分以上秀场主播占比.....	16
图 21：2016-2019 年主要直播平台打赏市占率对比.....	16
图 22：2019 年主要直播平台月活跃用户数（百万）及 ARPU 值（元）对比.....	16
图 23：快手直播收入（百万元）占其总营收比例.....	18
图 24：快手直播与其他直播平台收入对比（亿元）.....	18
图 25：快手信息栏.....	20
图 26：小店通样式演示图.....	21
图 27：快接单产品形态.....	21
图 28：快接单价值定位.....	22
图 29：快手直播电商以信任为基石、具备四大维度优势.....	23

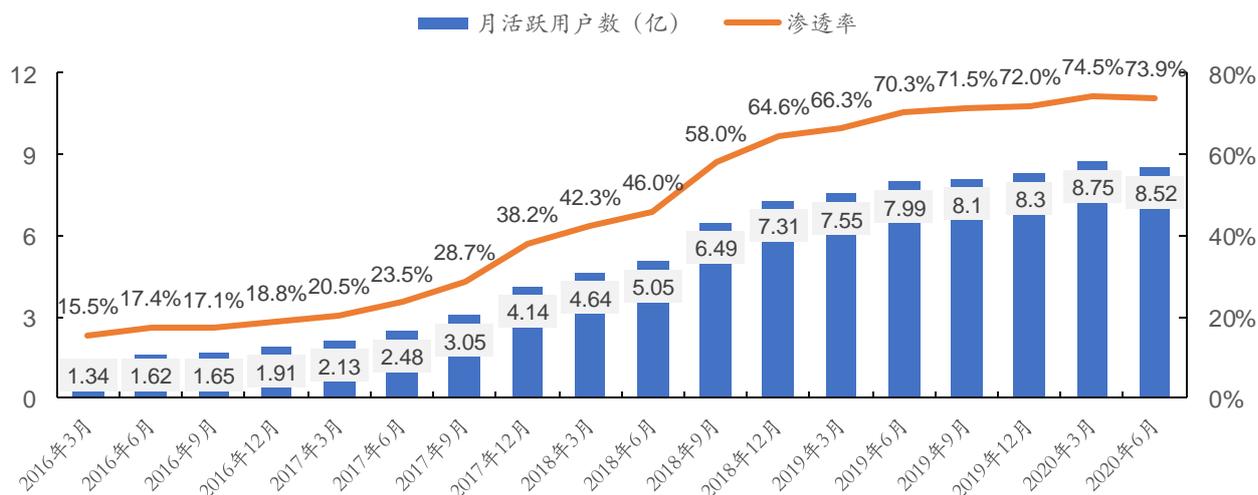
表 1: 各平台 10W+粉丝账号数	10
表 2: 快手营业收入预测.....	15
表 3: 主要直播平台数据对比.....	17
表 4: 快手旗下重点电竞赛事转播版权.....	17
表 5: 快手最新 2.0 版游戏公会激励政策	18
表 6: 快手营业收入预测.....	19
表 7: 快手线上营销服务收入预测.....	22
表 8: 2018-2020 年各大电商平台佣金 (亿元) 及货币化率.....	24
表 9: 快手内容电商收入预测.....	24

1. 快手最核心的竞争优势即其标志鲜明的社区属性

1.1. 互联网存量用户竞争重点为用户精细化需求

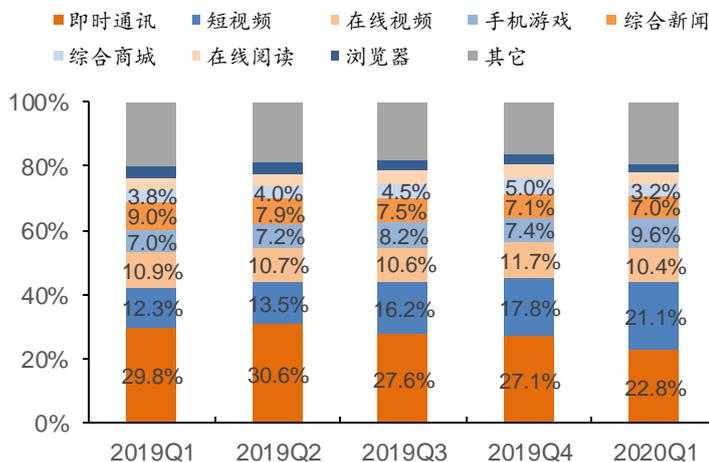
互联网进入下半场，在存量用户时代，简单粗暴探讨日活已失去意义，更重要的是需要理解用户更精细化的需求，未来争夺重点是用户的消费市场，一个平台最大的价值及竞争壁垒将在于如何垄断式的抢占用户垂直化的需求。所以我们认为未来短视频市场竞争格局并非长视频同质化竞争，短视频是内容载体，抖音、快手、视频号将分占用户不同的娱乐需求：抖音核心优势的是高质量的 PUGC 短视频内容，占据的是用户内容消费的需求，其直接对标竞品应为长视频内容；快手核心优势是下沉群体聚集发声的社区，占据的是三线以下城市人群的社交互动的需求；视频号核心优势是以微信为核心的生态体系（朋友圈、小程序、公众号），占据的是熟人间的社交分享需求。如果三家直接竞争短视频内容需求，大概率只有一家赢者通吃，但如果三家分占用户不同精细化需求，未来长时间将会保持差异化竞争态势。根据 QuestMobile，2020 年 6 月，中国短视频行业月活已达到 8.52 亿人，渗透率达到 73.9%；根据极光数据，2020 年 Q1，中国短视频消费市场用户时长占比已达到 21.1%，仅次于即时通讯。短视频行业已进入行业发展高峰期，未来边际增速增长有限，行业竞争更多将着眼于精细化用户需求。

图 1：中国短视频行业月活跃用户规模（亿）及渗透率



资料来源：Quest Mobile，安信证券研究中心

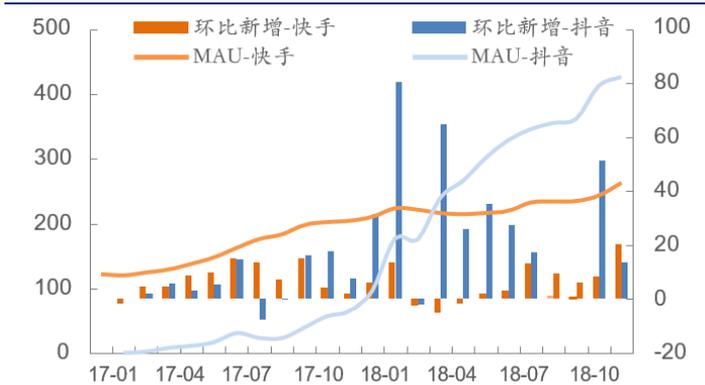
图 2：不同娱乐形态用户时长占比



资料来源：Quest Mobile，安信证券研究中心

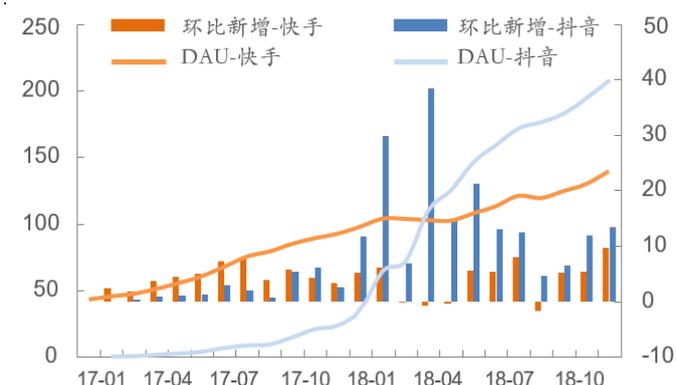
面对竞品的强势竞争，快手正迈入发展的十字路口，如何在延续私域流量核心优势的同时，在公域流量上发力破圈，是快手未来发展的核心关键。快手已在私域流量上获得强势地位，同时加快公域流量开发进度。根据招股书，2020年前9月快手营销费用高达198亿元，2021年预计还将继续大力进行营销推广。2018年抖音高举高打，主打一二线城市核心白领精品内容，在日活水平上对快手迅速实现弯道超车。2020年两大平台日活水平差异愈发明显，截至2020年11月底，快手日活、月活分别为2.64亿人、4.81亿人（快手招股），而抖音2020年日活已达6亿人（《2020抖音数据报告》）。面对竞品的压力以及强烈的商业化诉求，快手加快公域流量上的竞争和布局。

图 3: 2017-2018 年快手、抖音 MAU (百万)



资料来源: Quest Mobile, 安信证券研究中心

图 4: 2017-2018 年快手、抖音 DAU (百万)

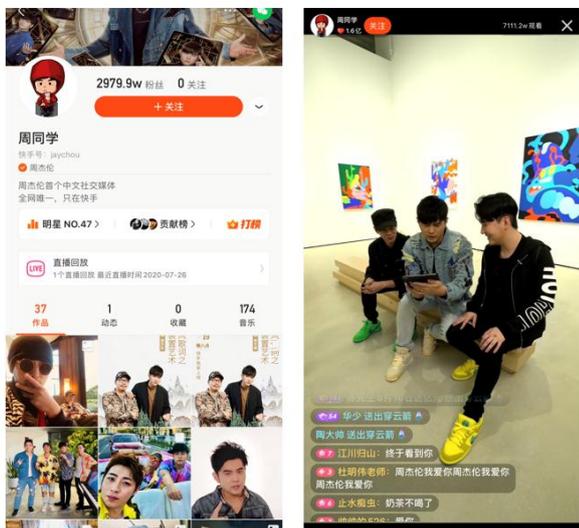


资料来源: Quest Mobile, 安信证券研究中心

2017 年以前快手并未进行大规模的明星运营及市场活动。2017 年 6 月王祖蓝是第一批商业化入驻快手的明星代表，此后快手逐步打破纯素人分享的内容格局，柳岩、潘长江、韩北等明星先后入驻。2019 年上半年起，快手抖音化进程加快，全面触碰抖音核心阵地，在公域流量破圈上连番布局。

(1) 快手在原有网生红人的社区中引入越来越多的明星入驻，品牌推广、广告活动的力度空前。明星作为顶流具有明显的话题流量，能够有效提升平台知名度和品牌辨识度。2020 年快手拿下周杰伦一系列版权与直播权益，根据快手统计，2020 年 7 月 26 日共计 6800 万人次观看周杰伦快手首秀直播，互动总量 3.8 亿。此后公司引入多圈层明星矩阵，包括孟美岐、吴宣仪、程潇、黄渤、沈腾、张雨绮、陈坤等。

图 5: 周杰伦快手账号&直播首秀



资料来源: 快手 App, 安信证券研究中心

图 6: 张雨绮 (快手电商代言人)、沈腾 (快手代言人)



资料来源: 快手 App, 安信证券研究中心

(2) 快手布局影视、音乐、动漫等泛娱乐内容，通过专业内容提升平台公域流量属性。影视方面，快手在短剧版权采购上加大投入，首推分账政策，引入优质短剧内容。快手官方宣布将在短剧版权采购上加大投入，首推分账政策，引入优质短剧内容，按照该计划，2020年快手将打造 200+ 优质短剧，投入超百亿流量，同时与 1000+ 内容制作机构建立合作。因此，未来可能会有一些新型的爆款短剧在快手上涌现。音乐方面，快手曾联合 TME 旗下 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐和全民 K 歌四大平台发布“音乐燎原计划”，整合资源，以帮助更多音乐人出圈。流行原创歌曲《少年》在快手上线，并在快手音乐人的共同助推下，成为全网爆款歌曲。2020 年快手联合 QQ 音乐进一步推出音乐扶持项目——“12 号唱片”年度唱作人大赛。动漫方面，AcFun 总经理兼快手二次元垂类负责人文旻在 ACG 光合创作者大会上表示，快手将对泛 ACG 内容进行综合开发，打造第一泛 ACG 生态平台，并推出定向活动帮助泛二次元 IP 快速增长，包括与王一博这样当红的偶像 IP 互动、推出模仿 IP 人物的魔法表情、与二次元 IP 人物实现剧情互动、举行 IP 形象仿妆大赛等带有快手特色的二次元主题活动。

我们认为快手目前正处于发展的十字路口，未来可能会出现三种局面：(1) 坚持基于关系链的去中心化流量分发逻辑，将私域流量的社区属性做到极致，在私域流量电商变现上重点布局；(2) 抖音化获得成功，在强势私域流量的基础上，充分开发公域流量广告变现，短期广告变现的弹性更大；(3) 改变底层流量分发逻辑，转为中心化流量分发逻辑，完全对标抖音，将公域流量做到极致，但伤害底层人群的社区氛围，影响私域流量变现效率（直播打赏、电商）。

1.2. 众多中小创作者形成的社区构建出快手最核心的竞争优势

根据紫金财经，快手副总裁岳富涛称快手分配给用户自主掌握的私域流量占比超过 30%，70% 以上的流量分配给长尾用户，因此相比其他平台高举高打的帅哥靓女等精致内容，快手平台普通人展现自己的日常生活更多。2020 年快手九周年发布的宣传片《看见》，“奥利给”大叔代表了各行各业的众生相，游离在精英群体之外的小人物，通过快手结交到天南海北的老铁，找到属于自己的圈层。快手已有独树一帜的清晰标签，其长久以来行走的“平民路线”，孕育出快手最核心的竞争壁垒——强互动关系的社区型平台。

图 7：快手九周年宣传片《看见》宣传海报



资料来源：紫金财经，安信证券研究中心

中心化流量分发机制下，平台提供流量分发的入口，并且掌控流量分发的规则，并根据规则将流量下发到各个节点。主要的流量分发机制包括搜索分发（如百度搜索）、社交分发（如微博）、算法分发（如抖音）、人工分发（如报纸编辑）、付费分发（如 PR 软文）。中心化的优点是平台可对流量掌控度较高，可进行细粒度的规划以达到最优的流量分发效益，并可随时根据自己的战略目标，调整流量分配的规则。缺点是节点没有自主权，平台可随时掐断流量曝光，并受到平台分配逻辑的影响。主流的公域流量媒体均为中心化流量分发机制，在这种分发逻辑下，广告变现是最直接最有效的变现方式，但受制于广告主整体广告预算的制约，即广告行业存在明显的天花板。抖音背靠头条成熟的公域流量分发体系，流量集中度高，抖音手握流量分配权，非常适合信息流广告变现，据知名咨询公司 R3 数据显示，抖音 2020 年广告收入达到千亿，远远超过快手。

图 8：5 种主要的流量分发方式



资料来源：云猫增长实验室，安信证券研究中心

非中心化流量分发机制下，平台不提供流量分发的入口，各个节点自己负责流量的获取。最典型的产品即微信公众号。快手属于算法分发下的非中心化流量分发，平台提供流量分发入口，但给予中腰部个体更高的分发权重。去中心化的优点是私域流量属于各个节点，不属于平台，因此个体的积极性会更高，缺点是可能导致头部个体垄断流量，私域流量变为个人的公域流量，且平台变现相对困难。互联网媒体（输出内容和信息，相对应媒介，输出产品和服务）多为公域流量，主流变现方式为广告和会员，但淘宝直播带货培育了用户接受被动推荐的习惯，具有私域流量的媒体能够通过内容电商进行变现，扩大了媒体的变现范围，也极大的提高了私域流量对媒体的价值。快手给予内容创作者更高的流量自主权，具有庞大的私域流量池，用户和内容创作者的关系更近，非常适合直播打赏及直播电商变现。三级标题

图 9：中心化与去中心化的特性区别



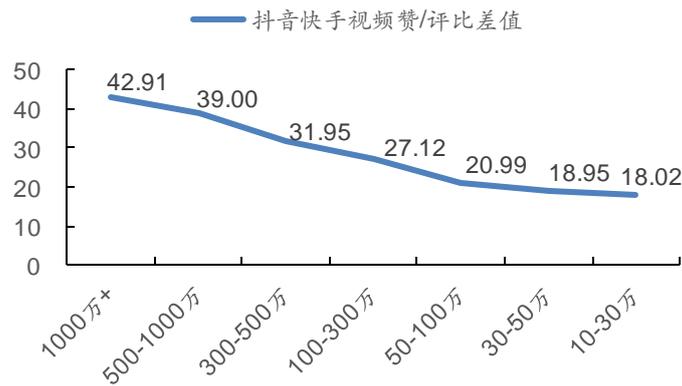
资料来源：云猫增长实验室，安信证券研究中心

图 10：2020H1 快手与抖音不同粉丝量级的赞/评比



资料来源：云猫增长实验室，安信证券研究中心

图 11：2020H1 快手与抖音不同粉丝量级的赞/评比差值



资料来源：云猫增长实验室，安信证券研究中心

根据克劳锐指数研究院，快手和抖音在各种粉丝量级上的赞评比均有明显差异(点赞/评论)，不同层级快手均具有明显的优势，尤其在超过 1000 万粉丝的主播上差距最为明显。快手每 7.99 个点赞即有 1 个互动评论，而抖音需要 50.9 个点赞。在内容评论率上快手是抖音的 3 倍，内容互动率快手是抖音的 2.5 倍。快手粉丝主播与粉丝的社交互动性较强，相比抖音具有更高的社区粘性。超头部主播（超过 1000 万粉丝）快手和抖音差距最大。抖音中腰部主播（低于 300 万粉丝）的赞评比迅速下降，10 万粉丝量级赞评比仅 28.98。快手赞评比相对保持稳定，基本维持在 10-15 之间。从各级粉丝账号占比上可以看到快手相对更为平民普惠，十万级粉丝的中腰部主播快手占比达 86.7%，超过抖音 7.3pct，超过微博 15pct。

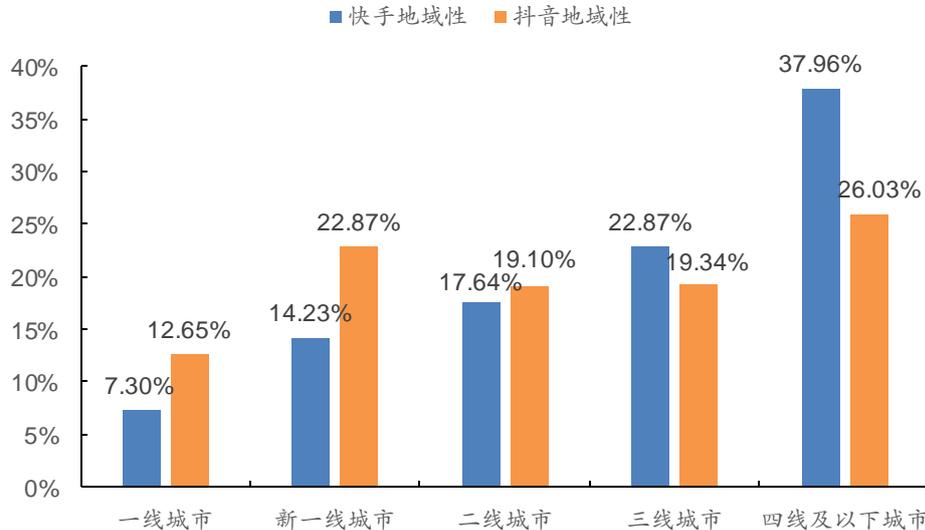
表 1: 各平台 10W+粉丝账号数

粉丝量级	抖音		快手		微博		小红书	
	帐号数(个)	占比	帐号数(个)	占比	帐号数(个)	占比	帐号数(个)	占比
亿级粉丝	0	0.0%	0	0.0%	6	0.0%	0	0.0%
千万级粉丝	315	0.8%	162	0.4%	1145	1.5%	3	0.1%
百万级粉丝	8158	19.8%	5599	12.9%	20826	26.8%	181	5.0%
十万级粉丝	32756	79.4%	37544	86.7%	55737	71.7%	3463	95.0%
粉丝 10w+帐号数	41229	100.0%	43305	100.0%	77708	100.0%	3647	100.0%

资料来源: 克劳锐, 安信证券研究中心

“刷抖音”和“玩快手”的最大差异就在用户的参与门槛。抖音、知乎、豆瓣等内容门槛较高, 一是需要内容创作者更高的文化表达能力, 二是用户对平台内容更为挑剔, 因此平台逐步形成“审美鸿沟”。内容的分发权主要掌握在平台手中, 平台对内容的审美决定了平台的用户群体画像, 且大部分内容平台的注意力, 并没有投向下沉市场用户。所谓下沉市场人群主要指三线以下城市、县镇与农村地区, 这部分人群本科及以上学历占比不到 10%, 而这些“少数人”却占据了 90%以上的声量。根据腾讯企鹅智库、混沌大学, 相比综艺和游戏, 下沉市场人群更为偏好短视频和段子, 其中 85.7%短视频用户偏好幽默搞笑内容, 67%的用户愿意在消耗流量的情况下观看短视频。因此下沉市场最核心的需求就是“更多发声”、“更多展示”、“更多机会”。根据微播易, 快手、抖音用户具有鲜明的地域性, 快手三线以下用户占比明显高于抖音, 2020 年 1 月快手三线城市、四线及以下城市用户占比分别为 22.87%、37.96%, 分别高于抖音 3.5pct、11.9pct。

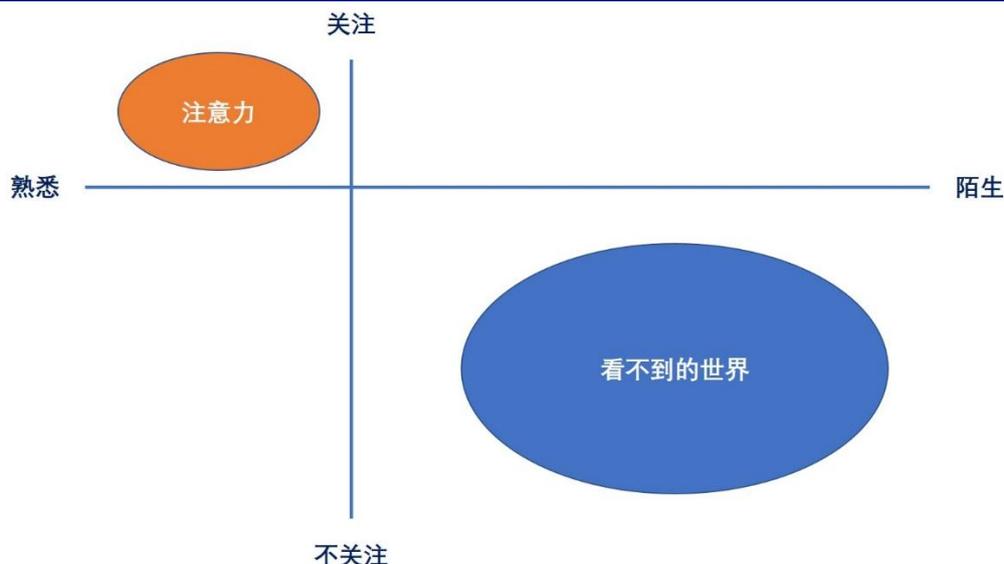
图 12: 2020 年 1 月快手、抖音的用户地区性情况



资料来源: 微播易, 安信证券研究中心

根据国家统计局, 2018 年中国大专及以上学历受教育程度的人口仅占总人口 13%, 还有约 87% 的人没有接受过高等教育。而快手选择让那些 87% 的人群能够更好的表达和被关注。普惠最根本的逻辑就是每个人都值得被记录。这样的价值观、考核指标和普惠算法不断激励普通创作者创作作品。根据混沌大学, 2019 年约 2.5 亿用户在快手上发布作品, 日均上传作品超过 1000 万, 由此累计出超 200 亿条内容的视频资源库。

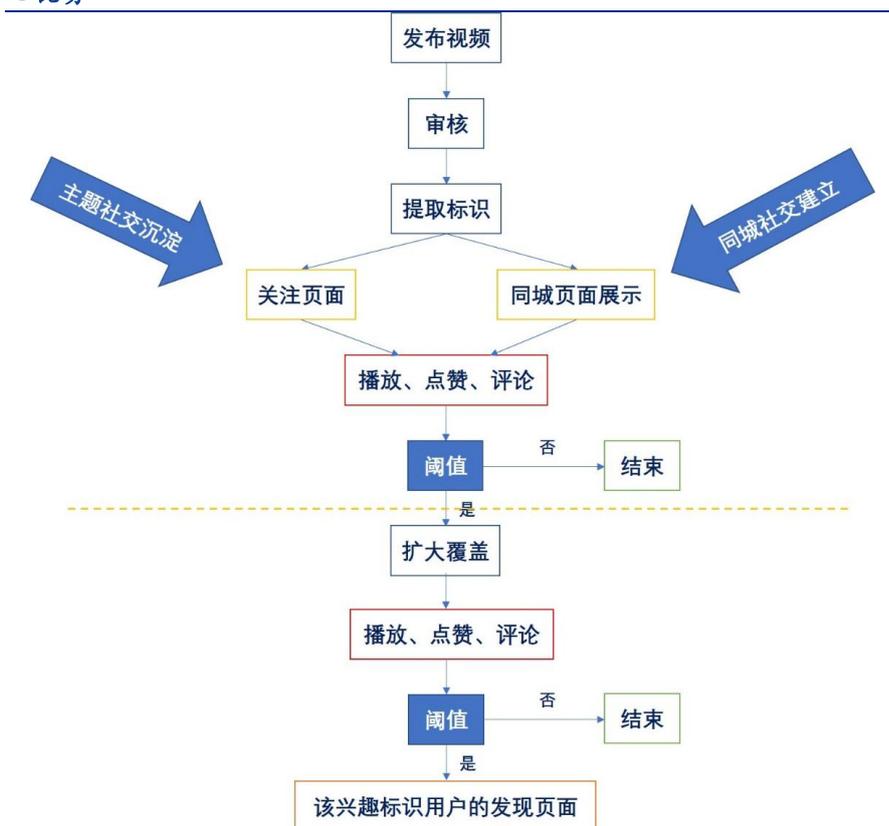
图 13: 大部分内容平台的注意力, 并没有投向下沉市场用户



资料来源: 混沌大学, 安信证券研究中心

根据快手发布视频流程, 内容创作者在快手上发布视频后, 后台进行内容审核并提取标签, 将视频分别分发至关注和同城两个界面上, 同时在关注创作者的粉丝和同城老乡面前曝光。如果视频数据非常好击穿了阈值, 平台将给予更多的视频更多的曝光机会。对于绝大多数普通创作者, 他们创作的普通内容很难击穿阈值并进一步扩大影响力, 其话量与影响力难以进一步扩大。但这部分普通人也能获得自己的社交关系沉淀, 建立自己的小圈层。快手公平普惠的社区氛围为中小创作者提供了优秀的生存土壤。对于这部分群体可能是“小生意”, 但对于快手而言, 众多中小创作者形成的社区构建了快手最核心的竞争优势。

图 14：快手给予中小创作者生存土壤，反过来形成的社区属性成为快手的核心优势



资料来源：混沌大学，安信证券研究中心

抖音一定是推荐内容爆款，而快手给予普通创作者更多露出机会。所以新用户进入抖音后，被推荐的内容一定是经过公域流量池检验的爆款内容，快手仅给予头部内容的 30% 的流量。因此抖音上观看的短视频内容更为精致，团队运作的痕迹比较明显，而快手上的短视频内容更为粗糙，贴近普通大众的平常生活。所以我们认为日活 GMV 并非快手的核心指标，因为快手流量分发逻辑下形成的“平凡”内容调性很难第一时间吸引住用户（获新相对较难），但快手沉淀下来的用户相比抖音更具社交粘性，价值量更高，反而形成更具竞争壁垒的社区标签属性。

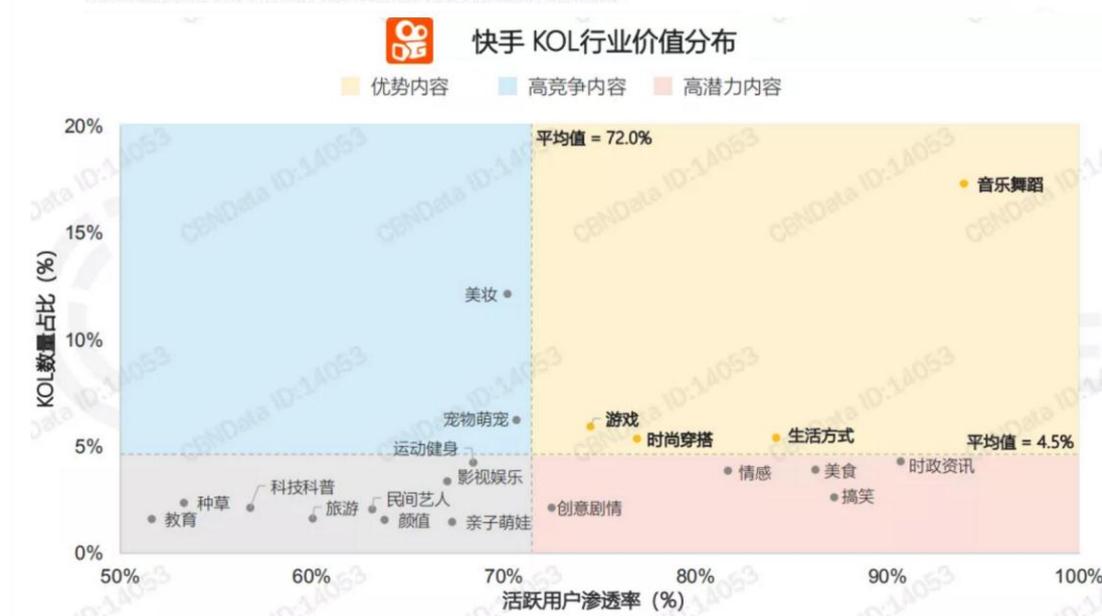
根据混沌大学，抖音推荐算法公式为极高的权利×内容质量+极低权重×社交关系；快手推荐算法公式为 $0.5 \times \text{质量} + 0.5 \times \text{社交关系}$ 。因此快手始终在思考如何给予普通创作者更多流量。

(1) 降低基尼系数：快手的算法量化指标视频热度高会获得一定曝光，但是热度上升到一定程度则会抑制其曝光。其中运用了基尼系数进行流量平衡，以避免过度集中于头部。为避免社区内生态形成流量两极分化过大的情况，快手在内容分发策略上引入“基尼系数”的概念进行调控，包括短视频播放量、评论点赞数，都有基尼系数的约束性考核。抖音则给予优质 KOL 活优质内容更多的流量扶持和自动加权。

(2) 加快内容适用期：快手不断为新内容创作机会，一般内容召回期限为 24-48 小时（内容适用期头部内容在平台内容池中的留存时长，超过期限后将换上新内容）。抖音为确保足够的精品内容触达用户，内容适用期限一般高达 90 天，而且还额外执行精品召回策略，即特别优质的内容给予更长的曝光期。

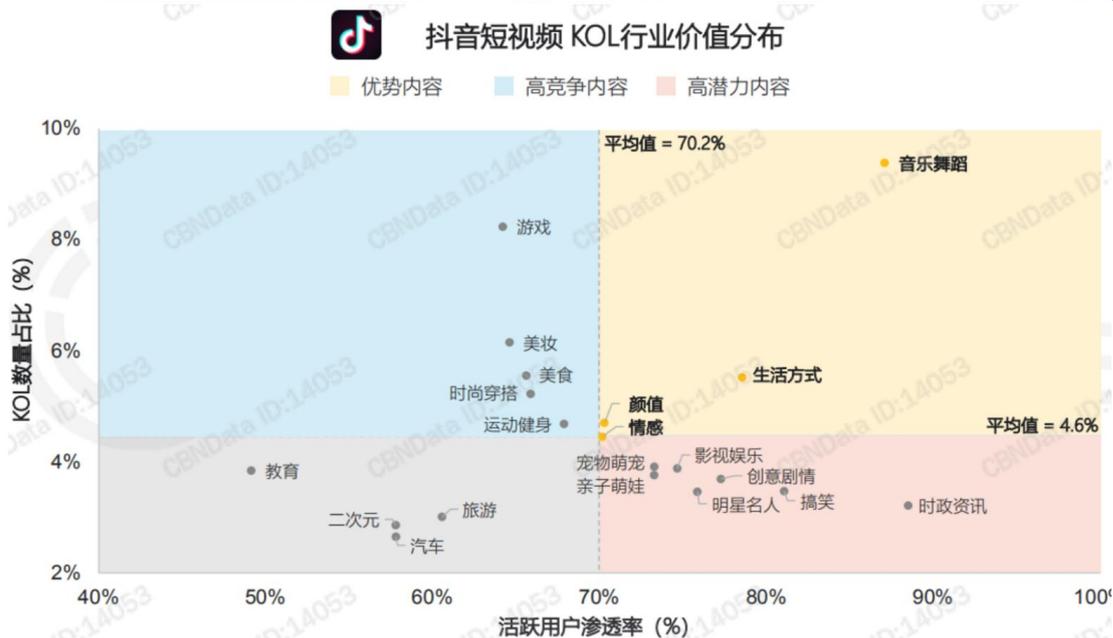
(3) 重视投稿率：快手更重视投稿率指标，其次才是人均浏览率，抖音则正好相反。因此快手偏社区，抖音偏媒体。

图 15: 快手 KOL 行业价值分布



资料来源：紫金财经，NEW MEDIA 新媒体数据库，安信证券研究中心

图 16: 抖音短视频 KOL 行业价值分布

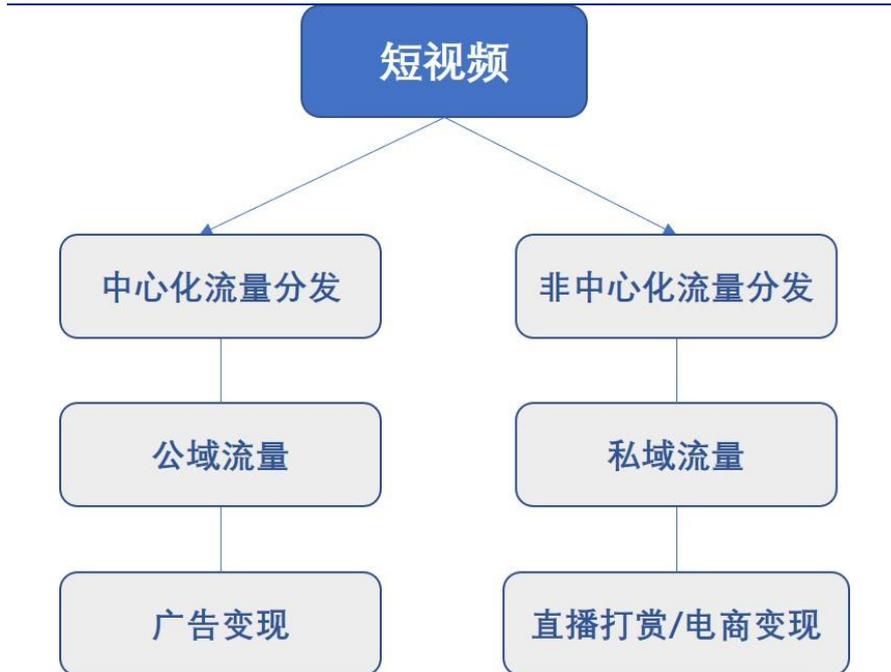


资料来源：紫金财经，NEW MEDIA 新媒体数据库，安信证券研究中心

我们认为可以得出结论：

- (1) 快手公平普惠的流量分发机制让各层级主播的私域流量均具有较好的社交粘性，而抖音的中腰部主播粉丝起量初期主要依赖主播个人，粉丝质量相比超头部主播更高。
- (2) 快手给予更多普通人生存的土壤，形成具有很强壁垒性的社区属性。
- (3) 抖音和快手的流量分发逻辑无关优劣，抖音更偏媒体，公域流量更偏向广告变现；快手更偏社区，私域流量更偏向直播打赏及、电商变现。

图 17：短视频不同流量分发逻辑更适合的变现方式



资料来源：安信证券研究中心

2. 商业化变现进入高速期，短期看广告，长期看电商

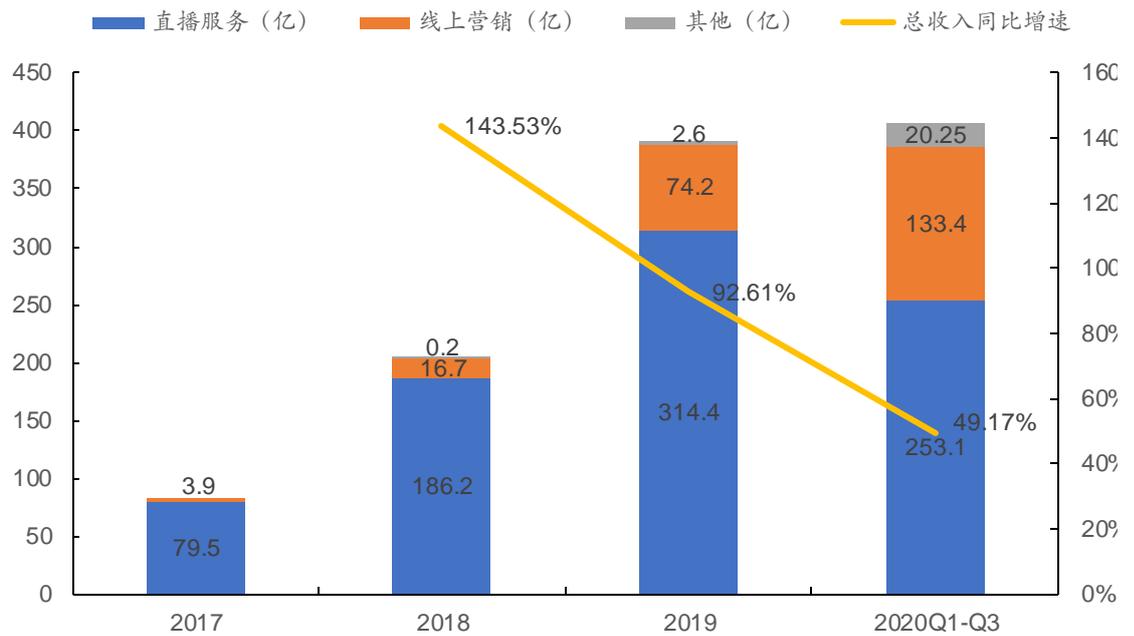
快手正式商业化始于 2017 年，2017 年 3 月快手试水信息流广告，但快手去中心化的流量分发机制导致快手最契合的变现方式为私域流量变现（直播打赏、内容电商），公域流量变现（信息流广告变现）相对较弱。目前快手主要变现模式为直播打赏及广告，内容电商潜空间最大。其他还包括游戏分发、知识付费等。

(1) 直播：直播业务产品则包括快手的娱乐直播和快手游戏直播，其中游戏直播包括移动端与 PC 端游戏直播，快手通过对主播收到的礼物和打赏进行抽成。2017 年快手营业收入共 83.4 亿元，其中直播服务约 79.5 亿元（占比达 95.32%），2020 年上半年直播服务占比下降至 68.52%（营业收入约 173.5 亿元），仍为公司主要的收入来源。

(2) 广告：快手广告主要包括信息流广告、快手粉条、话题标签页、快接单、小店通等。广告主（可以是平台内的电商主）通过在平台上投放广告引导用户完成各种目标（让用户看到广告、让用户跳转到 APP 下载页、让用户跳转至快手小店购买商品等）。我们预计目前广告业务主要的收入弹性来自信息流广告，小店通附属于内容电商业务，内容电商处于高速发展期，货币化率水平相对较低。2020 年上半年快手广告收入为 71.63 亿元，占比迅速上升至 28.29%，短期内（未来 1-2 年）预计是公司增量最大的收入来源。

(3) 电商：以快手小店为主体，用户通过观看直播或短视频并点击链接跳转至快手小店进行商品的购买下单，根据快手电商发布的公告，快手小店对商品交易额抽取一定比例（平均 5%，目前大多是会返点，综合货币化率不足 1%）的佣金来完成商业化变现。根据公司公告及公开信息披露，2020 年上半年快手佣金收入不足 8 亿元，占比仅 3%。但电商行业天花板较高，长期看增长潜能最大。

图 18: 2017-2020Q1-Q3 快手收入结构及同比增速



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 安信证券研究中心

鉴于快手已形成强标签的社区属性, 私域流量强势, 同时尝试开发公域流量, 我们预计快手收入端: (1) 直播打赏: 快手直播打赏市占率已达到较高水平, 根植于主播私域流量变现, 未来将成为公司稳定的现金牛业务, 我们预计未来三年年复增速 10%-20%; (2) 广告: 快手广告业务主要增量将来公域流量变现产品 (信息流广告、粉丝头条、话题标签页广告等), 私域流量变现产品尚需要电商业务规模及货币化率支撑, 短期不确定性较高。公域流量广告变现是互联网媒体最直接、见效最快的变现方式, 因此我们预计未来两年公司广告业务增速均有望达到 100%, 短期弹性较大; (3) 电商: 快手内容电商货币化率很低, 目前仅约 0.7%, 未来快手重点将做大电商 GMV 规模, 因此短期收入弹性贡献有限。

表 2: 快手营业收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (亿元)	83.4	203.0	391.2	533.1	767.7	1040.9	1362.2
yoy		143.4%	92.7%	36.3%	44.0%	35.6%	30.9%
快手电商收入 (亿元)		0.0	1.2	19.6	47.2	106.6	196.7
yoy			6074.0%	1570.1%	141.0%	125.7%	84.4%
快手电商 GMV (亿元)		9.7	596.4	3500.0	6560.6	10059.6	14460.7
yoy			6074.0%	486.8%	87.4%	53.3%	43.8%
直播打赏营业收入 (亿元)	79.5	186.2	314.4	368.7	442.5	527.3	596.2
yoy		134.2%	68.9%	17.3%	20.0%	19.2%	13.1%
线上营销服务收入 (亿元)	3.91	16.65	74.19	143.39	276.54	405.60	567.84
yoy		326.3%	345.5%	93.3%	92.9%	46.7%	40.0%

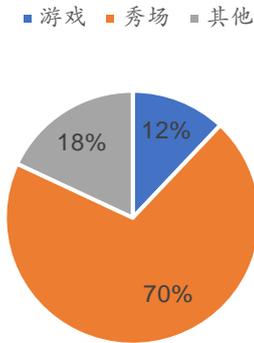
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.1. 直播打赏: 稳中有增, 已成为全球最大的直播平台

受益于快手基于关系链的非中心化流量分发机制, 快手目前已成为最大的直播平台。按照公司直播服务营收/中国直播打赏市场规模计算, 快手直播收入份额占比已接近四分之一, 从 2017 年的 15.03%, 提高至 2019 年的 22.46%。快手直播打赏目前以秀场直播为主, 分发机制延续短视频内容的非中心化逻辑, 分类推荐并未按照实时热度进行排序。根据小葫芦数

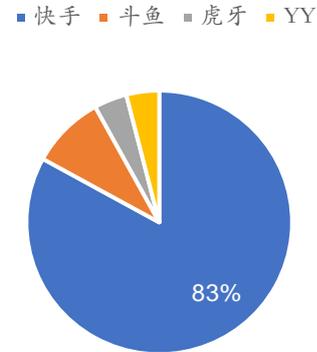
据，快手 Top200 主播中秀场主播占比达 70%。从全平台角度看，据小葫芦数据统计，2020 年 2 月 17 日至 2020 年 2 月 23 日小葫芦指数 1000 分以上的秀场直播，总样本数为 123 人，其中快手头部主播占比高达 83%，高于斗鱼、虎牙和 YY 的和，排名前五的主播均是快手主播。

图 19：快手 Top200 主播分类占比



资料来源：小葫芦数据，安信证券研究中心

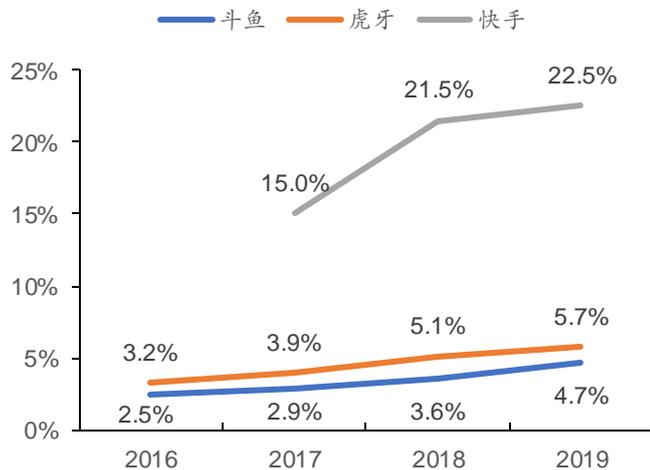
图 20：小葫芦指数 1000 分以上秀场主播占比



资料来源：小葫芦数据，安信证券研究中心

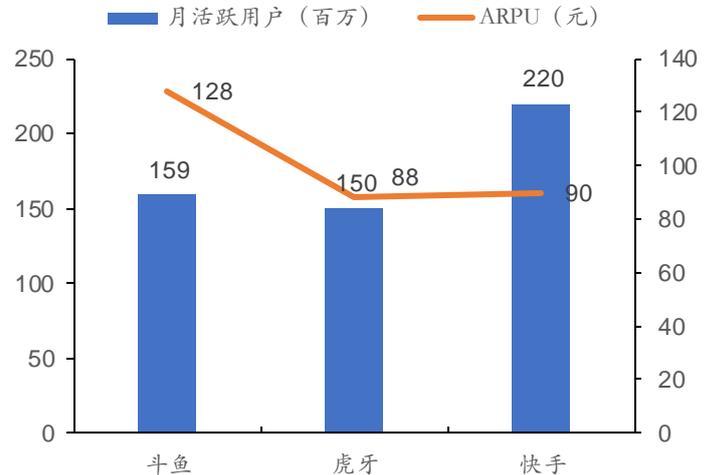
注：小葫芦指数是衡量网络红人和主播的线上指标，由收入指数（礼物）及人气指数（弹幕）配以一定权重比例计算得到。

图 21：2016-2019 年主要直播平台打赏市占率对比



资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

图 22：2019 年主要直播平台月活跃用户数（百万）及 ARPU 值（元）对比



资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

根据公司招股说明书，快手 2020 年上半年直播月付费用户达到 6400 万人，是虎牙的 10 倍、斗鱼的近 8 倍（据两家公司 2020Q2 财报披露，虎牙、斗鱼月付费用户分别约 620 万人、760 万人）。从付费率上看，快手直播打赏付费率为 13.21%，同期虎牙、斗鱼分别为 3.7%、4.6%；从直播 ARPPU 上看，快手直播 ARPPU 仅 45.2 元、同期虎牙、斗鱼分别为 129.5 元、97.3 元。快手直播打赏的高付费率补偿了低 ARPPU，主要系直播打赏的生态略有差异，虎牙、斗鱼主播收入依赖高打赏付费用户，而快手“老铁文化”下，打赏倾向众筹式的支持，付费群体更为大众化，因此快手 ARPPU 与付费率应综合进行考虑。快手已逐步上线高价值礼物

(过千元), 未来 ARPU 值存在少量提升空间 (多数打赏付费用户为普通大众), 预计快手直播打赏的收入规模稳中有增。

表 3: 主要直播平台数据对比

快手	2017	2018	2019	2019H1	2020H1	2020 年前 11 月	虎牙 2020H1	斗鱼 2020H1
月付费用户(百万)	12.6	28.3	48.9	48.1	64	58.1	6.2	7.6
MAU(百万)	136.3	249.7	330.4	294.6	484.6	481.4	168.5	165
付费率	9.24%	11.33%	14.80%	16.33%	13.21%	12.07%	3.70%	4.60%
直播收入(百万)	7949	18615	31442	14833	17349	-	4845	4433
直播 ARPPU(元)	52.5	54.9	53.6	51.4	45.2	-	129.5	97.3
以打赏收入计市占率	15.0%	21.5%	22.5%				5.7%	4.7%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

我们认为快手直播打赏未来将呈现以下趋势:

1、快手直播打赏两级分化将更为明显, 尤其是加强公域流量分发后, 这部分在未来可能会影响快手公平普惠的社区属性。快手直播主播头部化趋势比较明显, 但基于原先的分发逻辑, 对于普通主播来说虽是一门小生意, 但中小主播在快手这一社区平台上仍有较大的生存空间。未来流量公域化属性明显后, 快手将争夺头部主播入驻, 工作室化趋势加强, 普通人的生存空间可能会进一步压窄。

2、除秀场直播外, 快手将加入游戏直播的竞争, 直播打赏公域化属性更为明显。快手主要通过:

(1) 签约头部主播: 2020 年 7 月, 第三大游戏直播平台触手直播停服后, 快手迅速与原平台的 11 名游戏主播签约入驻, 其中包括《王者荣耀》主播旧梦、蓝烟、忆寒和《和平精英》主播独一、花花等人。并加大内部流量政策倾斜支持 (中心化流量分发机制)。

(2) 建设电竞生态体系, 获得头部电竞赛事直播版权。2019 年快手全程对《英雄联盟》全球总决赛进行直播; 2020 年快手成为腾讯游戏全新版权平台的合作伙伴, 取得《王者荣耀》职业赛事直播版权; 快手凭借自身在《和平精英》上的垂类用户积累, 切入 PEL 和平精英联赛转播业务, 并邀请大批 PEL 职业选手入驻平台, 成为《和平精英》品类最大的直播、电竞人才输送基地。截至目前, 快手已累计拥有 KPL、LPL、PEL、LDL、KGL、PCL 等多项顶级电竞赛事版权。

表 4: 快手旗下重点电竞赛事转播版权

游戏名称			
游戏类型	MOBA	FPS	FPS
授权方	LPL	CFPL、CFML	PEL
游戏名称			
游戏类型	MOBA	FPS	FPS
授权方	KPL	PCL、PGC	网易 NexT

资料来源: 快手 APP, 安信证券研究中心

(3) 吸纳直播公会等专业机构入驻。2019 年 12 月, 快手开放直播公会系统, 允许具有优秀营收能力、良好运营能力、优质主播资源的正规公司入驻。引入最初, 直播公会系统 1.0

版公会激励措施：平台在和公会主播五五分成的基础上，根据流水的不同的给予 2%、4%和 7%三档流水返点，最高可获 10%返点。2020 年 7 月初，快手推出 2.0 版游戏公会政策：取消入驻流水门槛，返点月流水门槛由原 20 万降至 5 万，主播和公会综合分成比例提升至 62%，在一线游戏内容平台中最高。

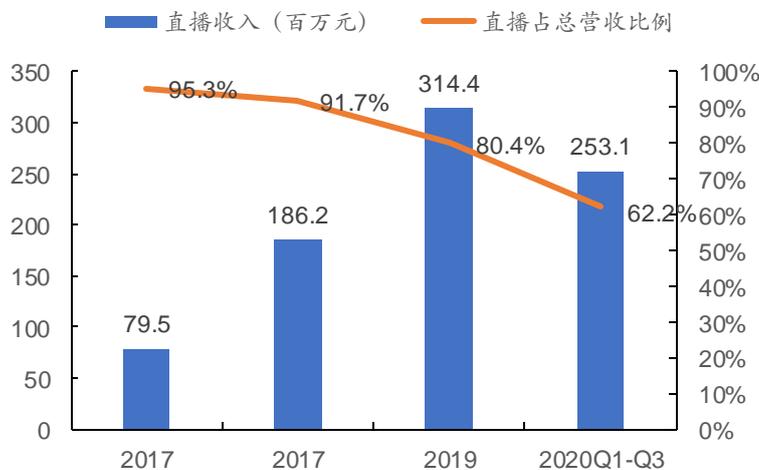
表 5：快手最新 2.0 版游戏公会激励政策

公会评级	流水要求	有效主播 (任务 1)	流水返点 1 (总流水)	新增活跃主播 (除王者、 和平外) (任务 2)	流水返点 2 (总流水)
S	≥100 万	80	8%	25	4%
A	≥50 万	50	6%	15	3%
B	≥20 万	20	5%	10	2%
C	≥5 万	10		5	2%

资料来源：快手平台，安信证券研究中心

直播打赏公域化从收入规模的角度能够迅速起量，且收入天花板更高。也因为此，根据招股书披露，快手成长为全球最大的直播平台，我们预计 2020 年直播打赏收入超过 300 亿元。私域流量天然适合直播打赏变现，当主播主播头部化后，其私域流量逐步带有公域流量属性，马太效应将更为明显，可能会挤压中小主播的生存空间。根据公司公告，2020 年前三季度，快手直播收入已达到 253.1 亿元，收入规模体量远超过同行竞争对手，2020 年上半年，斗鱼、虎牙、YY 直播、映客直播收入分别为 47.9 亿元、51.1 亿元、71.5 亿元、21.7 亿元。

图 23：快手直播收入（百万元）占其总营收比例



资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

图 24：快手直播与其他直播平台收入对比（亿元）



资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

快手直播打赏收入增长主要取决于月活、月付费率、月均付费用户平均收入三个指标。鉴于快手 2020 年起加大营销推广费用（用于获新），我们认为快手未来三年直播打赏的收入增速主要依靠月活的增长；在月活增长初期，付费率可能会受到影响下降，后续随着快手运营深入，付费率有望回升；快手直播打赏的流量分发氛围短期内不会发声变化，我们假设月均付费用户平均收入保持稳定，后续随着快手加大公域流量支持，ARPU 值预计有所提升，但付费率可能会下降补偿 ARPU 值提升（众筹式打赏向大鲸鱼打赏切换）。基于此，我们预测快手 2021 年-2023 年直播打赏营业收入分别约 442.5 亿元、527.3 亿元、596.2 亿元，分别同增 20%、19.2%、13.1%。

表 6：快手营业收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
直播打赏							
直播打赏营业收入 (亿元)	79.5	186.2	314.4	368.7	442.5	527.3	596.2
yoy		134.2%	68.9%	17.3%	20.0%	19.2%	13.1%
平均月活 (亿人)	1.36	2.41	3.30	5.12	6.15	6.76	7.10
yoy		76.6%	37.3%	55%	20%	10%	5%
直播平均月付费用户 (亿人)	0.13	0.28	0.49	0.61	0.74	0.88	0.99
付费率	9.2%	11.8%	14.8%	12%	12%	13%	14%
月均直播付费用户平均收入 (元)	52.5	54.9	53.6	50.0	50.0	50.0	50.0

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.2. 广告：重点开发公域流量变现，短期爆发力最强

快手抖音化战略下，广告收入预计将为快手短期内（1-2 年）爆发力最强的业务。根据妙投 App，2019 年快手广告加载率仅 2% 左右，同期抖音达到 10%，对标国外 Facebook、ins 加载率极限值约为 15%-20%。快手加大广告商业化进程，广告加载率具有很大提升空间，短期内广告业务高速增长预计主要源自加载率提升。快手广告业务模块快手粉条、话题标签页、快接单、小店通等，其中快手粉条受益于网红营销，快接单、小店通则与快手内容电商业务挂钩，未来潜力加大。各类广告业务模块中，最主要的变现形式为信息流广告。根据知乎（2019 年 7 月），快手信息流广告位置包括（1）发现页：主要在第五/六个视频位置，其形式可为跳转链接、短视频等。（2）视频播放页：在广告主制作的短视频、图集、影集播放过程中，下方添加了行为按钮，用户点击即可跳转。快手提供了 CPC、CPV、OCPC 三种计费模型：（1）CPC 单次点击成本：安卓 0.1 元起，IOS 0.2 元起，视频开始播放计一次费（20 分钟内重复开始播放只计一次费用）。（2）CPV 单次曝光成本：更适用于品牌推广，安卓 0.15 元起，ios 0.3 元起，视频播放超过 3 秒计一次费（20 分钟内重复 3s 播放只计一次费用）。（3）OCPC 目标转化成本竞价：OCPC 以相应的 CPC/CPV 计费，但是可以让平均行为点击成本尽量达到预期的目标值，适合希望获取大量转化效果数据。通过预先投入实验性预算，找出契合的用户群体，然后向更多服务该特性的用户投放广告。

图 25：快手信息栏



资料来源：快手 App，安信证券研究中心

· 快手粉条：针对内容创作者推出的付费推广服务，用于帮助内容创作者提高曝光率，通过粉丝定向、多标签定向定位，有效获取高价值粉丝。作品推广更注重内容品质与账号成长，同时支持同城页曝光、LBS 获取本地精准流量，适合本地商家、中小商户通过作品推广引流并转化。内容创作者可以通过该服务让更多人在发现页/同城页看到内容作品。根据快科技，截至 2020 年 9 月，快手粉条商业曝光日均超 30 亿次，日均连接粉丝关系超 700 万次，直播间日均引流超 3 亿人次，每小时达成 30 万次用户关系连接及 4 万比付费推广订单。粉条产品服务的社区内容创作者数量已突破 4000 万，在电商用户服务中的渗透率达到 70%，服务品牌客户数超过 100 个。粉条业务负责人阿稳，希望通快手粉条连接快手生态中的普通老铁、原生达人、快手商家、品牌主、合作服务商等，以期实现链接、共生、共赢。

· 小店通：小店通是快手 2020 年 6 月新推出的针对电商商家在公域流量获取粉丝、商品访问和订单支付的工具，即针对电商型网红、品牌商家的电商变现信息流广告工具。小店通覆盖品类逐步扩充，现已覆盖食品类、玉石类、酒类等，针对重点客户包括（1）电商型网红（特别是 10 万粉丝以上；（2）原来想做二类电商但不准入的客户（如水产、水果、玉石等）；（3）产业带客户，有预算有货的客户。小店通的变现能力附属于快手电商业务的拓展，本质为信息流广告，我们预计目前占比较小。

图 26：小店通样式演示图



资料来源：磁力引擎小店通产品介绍，安信证券研究中心

· 快接单：快接单是面向快手网红的推广接单产品，快手网红可通过“快接单”功能接受广告主发布的 App 应用/品牌/电商推广等订单，拍摄视频或通过直播完成订单，并获得相应的推广收入。快接单的计费方式为：平台价格+高峰发布费(周五 0 点-周日 23: 59: 59 可选)+增值服务费(弱链、置顶，可选) (资料来源：知乎星鹿 video)。快接单主要分营销及电商两大类，营销分品牌曝光、效果广告两种，电商类快接单附属于快手内容电商生态的构建。

图 27：快接单产品形态



资料来源：知乎@星鹿 video，安信证券研究中心

图 28：快接单价值定位



资料来源：知乎@星鹿 video，安信证券研究中心

快手广告业务主要分传统广告、电商两大类，其中电商营销服务收入附属于快手内容电商生态，可体现在快手电商货币化率指标上，现阶段占比较小，且短期增量有限，主要系：（1）广告库存有限，游戏类效果广告经济效益高于电商类效果广告，从经济的角度，游戏效果广告优先消耗广告库存；（2）快手电商处于高速发展期，生态尚处于构建过程中，相关营销工具使用场景有待加强。因此我们认为短期内快手广告业务增量主要来自非电商类的品牌/效果广告，主要动能为广告加载率提升。快手抖音化加强公域流量建设及公域流量商业化变现，短期（1-2 年）快手广告业务预计将高速增长。

表 7：快手线上营销服务收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
线上营销服务							
线上营销服务收入（亿元）	3.91	16.65	74.19	143.39	276.54	405.60	567.84
yoy		326.3%	345.5%	93.3%	92.9%	46.7%	40.0%
平均日活（亿人）	0.667	1.171	1.756	2.82	3.38	3.72	3.90
日活/月活	48.9%	48.6%	53.1%	55%	55%	55%	55%
单日活广告收入（元）	5.9	14.2	42.3	50.91	81.82	109.09	145.45
单月活广告收入（元）	2.87	6.92	22.45	28	45	60	80

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 内容电商：长期增长潜力极高，有望成为业务增长第二极

“短视频+直播”融合电商增长迅猛，快手已成全球第二大直播电商平台。快手电商常被解读为电商 4.0 版本——即跨越文字、图文、广播电视三种传播形态的互动式实时传播。“短视频+直播”的形态在一定程度上承担着传统销售场景中“货架+导购”的角色，一个手机加设备支架，基本上就可以满足所有行业的销售需求。快手涉足直播电商拥有四大维度优势，其中信任为快手电商能够成功的基石：一是多元市场，快手在一、二线城市用户占比扩大，多元市场容纳丰富需求；二是粉丝经济，“社区属性+信任关联”，形成快手平台极高的购买转化率；三是流量优势，快手以“私域流量+公域流量”模式，有效赋能商家涨粉卖货；四是沉浸直播，快手所提供的沉浸式直播体验，以紧张互动氛围不断激发销售。

依托平台优势，根据招股书披露，截至 2020 年上半年，快手电商的日活已突破 1 亿+，单场直播破亿元最短时长仅用了 10 分钟，单场直播最高支付金额达到 12.5 亿+元。2018 年 8 月正式上线后，快手直播电商 GMV 从 2018 年不到 1 亿元提升至 2019 年近 600 亿元；2020 年以来快手直播电商 GMV 继续迅速增长，2020 年上半年快手电商业务 GMV 突破 1000 亿元，已成为全球范围内以商品交易总额计算、仅次于淘宝直播的第二大的直播电商平台，仅次于淘宝天猫、京东、拼多多的电商“第四极”。

图 29：快手直播电商以信任为基石、具备四大维度优势



资料来源：快手大数据研究院，安信证券研究中心

互联网平台主要分为媒体及媒介（渠道）两类，互联网媒体主要输出内容及信息（如爱奇艺、抖音、快手），互联网媒介主要输出商品及服务（如淘宝、饿了么等）。其中互联网媒体主要变现方式是广告、会员，尤其广告变现模式在互联网发展过程中已经开发到极致（效率、效果层面），电商变现历来占比极小。2019 年淘宝将直播带货的销售模式跑通，淘宝本意希望留住更多用户使用时长，但真正受益的反而是有内容（长用户使用时长）的内容平台。淘宝直播带货教育了用户，培育了用户被动接受推荐的消费模式。不同于长视频，用户不希望在消费内容的过程中受到干扰，短视频契合用户碎片化娱乐需求，愿意接受电商推荐，快手、抖音在直播带货的发展过程中实际上最为受益。

快手、抖音已经充分收获到内容电商迅猛发展红利，未来长久发展，需要长期打磨内容电商底层生态。短期迅速增长后逐步开始暴露出底蕴不足的风险，如消费者维权（高退货率、缺乏商品监管、无售后服务）、供应链能力（货源、物流等）、电商生态环境等均有待长期打磨。我们认为快手目前电商货币化率较低主要原因包括：

(1) 快手电商业务尚处于高速发展期，现阶段重点为做大 GMV 规模，打磨底层生态，提前分利得不偿失；

(2) 目前头部主播相对议价权更高，流量入口、销售渠道更多掌握在头部主播手中，货源掌握在其他媒介手中（如淘宝、京东），快手无法顺畅分润利润。

因此快手内容电商的发展将是长时间、高投入的过程，电商货币化率提升尚需要时间进行验证。目前快手已经着手在供应链端加强建设，但软性服务建设用力尚浅（如消费者维权、售后等）。如 2020 年 5 月，快手与京东达成战略合作，快手用户可在快手小店直接购买京东自营商品，同时获得京东物流配送等服务，双方共建优质商品池。我们认为快手电商货币化率提升体现在分佣比例及营销收入，底层生态跑通后，货币化率提升将顺理成章。

表 8：2018-2020 年各大电商平台佣金（亿元）及货币化率

项目	电商平台	2018	2019	2020H1
佣金	阿里巴巴	34.1	46.5	61.8
	京东	30.5	45.9	66.2
	拼多多	0.5	1.6	3.3
	快手		0.3	0.8
项目	电商平台	2018	2019	2020
佣金率	阿里巴巴	2.18%	2.18%	2.37%
	京东	2.36%	2.74%	3.17%
	拼多多	0.38%	0.34%	0.33%
	快手		0.44%	0.74%

资料来源：阿里巴巴，京东，拼多多，安信证券研究中心

表 9：快手内容电商收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
内容电商							
快手电商收入（亿元）		0.0	1.2	19.6	47.2	106.6	196.7
yoy			6074.0%	1570.1%	141.0%	125.7%	84.4%
快手电商 GMV（亿元）		9.7	596.4	3500.0	6560.6	10059.6	14460.7
yoy			6074.0%	486.8%	87.4%	53.3%	43.8%
B2C 电商（亿元）		79078	99043	118852	136679	157181	180758
yoy			25.2%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%
内容电商行业空间 1（亿元）		1330.0	4338.0	9610.0	16401.5	25149.0	36151.7
yoy		600.0%	226.2%	121.5%	70.7%	53.3%	43.8%
内容电商/B2C 电商		1.7%	4.4%	8.1%	12%	16%	20%
电商收入占总收入比重 2		0.0%	0.3%				
快手电商货币化率		0.2%	0.2%	0.6%	0.7%	1.1%	1.4%
快手电商 GMV/内容电商		0.7%	13.7%	36.4%	40%	40%	40%
复购率		18.0%	45.4%				

资料来源：公司公告安信证券研究中心

注 1：2018-2020 年主要指直播带货，2021 年后考虑买量销售、内容引流；2018-2020 数据来源于前瞻产业研究院

注 2：电商收入占总收入比重假设等于其他收入占总收入比重，而电商业务始于 2018 年 8 月，其他收入比重更大，所以假设 2018 年电商营收比例等于 2019 年

3. 投资建议

公司广告业务以及直播电商业务目前已经进入高速增长状态，预计将释放巨大的商业价值。我们预计公司 2020 年-2022 年的收入分别为 533.2 亿、767.8 亿、1041.2 亿；增速分别为 36.3%、44.0%、35.6%；公司长期持续变革产品、不断提升运营效率，未来有望保持较强的竞争力。

4. 风险提示

用户获取成本提升风险。

互联网流量获取成本逐渐提升，短视频平台的变现依赖既有用户维持或提升活跃度，也依赖持续性获取新用户，获客成本的提升将抬升公司的营业成本，挤压利润空间。

短视频行业竞争加剧风险。

头部短视频平台竞争加剧，若快手无法紧跟用户偏好变化，无法持续设计出符合用户预期的功能，那么可能会失去吸引力，导致用户转移到其他短视频平台，难以维持平台既有的用户

规模。

内容监管疏漏风险。

随着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，或将出现内容监管疏漏的风险。

对头部主播依赖过度风险。

平台和主播存在微妙的共生与平衡关系，平台需要主播生产内容、经营私域流量，主播需要平台技术支撑、导入公域流量。快手直播电商业务中头部主播 GMV 占比较大，头部主播走向具有一定不确定性，如头部主播出走，对电商业务或将造成负面影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,300.6	39,120.3	53,321.0	76,782.3	104,116.8	成长性					
减:营业成本	14,498.4	25,016.8	33,251.0	46,069.4	52,058.4	营业收入增长率	143.4%	92.7%	36.3%	44.0%	35.6%
营业税费	-	-	-	-	-	营业利润增长率	-7.2%	246.2%	-2997.3	91.8%	166.9%
销售费用	4,262.0	9,865.0	23,994.5	34,552.0	41,646.7	净利润增长率	-38.0%	58.1%	-386.5%	91.7%	166.8%
管理费用	542.4	865.4	2,420.3	3,947.4	5,168.4	EBITDA 增长率	-2.6%	238.1%	-2901.3	-92.0%	-173.4%
财务费用	53.1	103.3	-27.0	20.0	22.0	EBIT 增长率	-2.6%	238.1%	-2909.4	-91.8%	-167.3%
资产减值损失	-	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	-38.2%	57.9%	389.3%	-91.7%	-167.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-88,420.0	-	-	投资资本增长率	68.1%	60.5%	-106.8%	-88.6%	-2352.0
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	60.9%	56.1%	63.8%	7.9%	-5.4%
营业利润	944.6	3,269.9	-94,737.7	-7,806.5	5,221.3	利润率					
加:营业外净收支	-	-	-	-	-	毛利率	28.6%	36.1%	37.6%	40.0%	50.0%
利润总额	-12,401.1	-19,265.5	-94,737.7	-7,806.5	5,221.3	营业利润率	4.7%	8.4%	-177.7%	-10.2%	5.0%
减:所得税	28.2	386.1	871.6	117.1	-67.9	净利润率	-61.2%	-50.2%	-179.3%	-10.3%	5.1%
净利润	-12,429.3	-19,651.5	-95,609.3	-7,923.6	5,289.1	EBITDA/营业收入	4.9%	8.6%	-177.2%	-9.8%	5.3%
						EBIT/营业收入	4.9%	8.6%	-177.7%	-10.1%	5.0%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	31	40	51	44	39
货币资金	5,370.0	3,996.0	10,703.3	15,756.5	20,051.6	流动营业资本周转天数	-44	-64	-104	-97	-78
交易性金融资产	4,274.0	8,902.0	10,546.0	7,907.3	9,118.4	流动资产周转天数	146	129	137	118	106
应收账款	129.0	1,107.0	1,763.4	3,176.2	4,840.8	应收账款周转天数	2	6	10	12	14
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	0	0	0	0	0
预付账款	62.7	97.4	257.3	163.7	291.0	总资产周转天数	214	225	241	198	175
存货	9.4	18.2	5.0	34.1	11.9	投资资本周转天数	-673	-570	-240	14	-22
其他流动资产	937.9	3,190.4	0.0	0.0	0.0	投资回报率					
可供出售金融资产	678.0	2,258.0	5,193.4	6,232.1	6,855.3	ROE	34.8%	35.3%	104.7%	8.0%	-5.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-75.4%	-60.6%	-245.3%	-17.5%	9.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	43.7%	41.1%	125.2%	-152.6%	898.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,421.0	6,232.0	8,816.6	10,025.7	12,363.9	销售费用率	21.0%	25.2%	45.0%	45.0%	40.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	2.7%	2.2%	4.5%	5.1%	5.0%
无形资产	1,046.0	1,120.0	1,458.3	1,760.0	2,016.0	财务费用率	0.3%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	118.0	170.0	238.0	333.2	466.5	三费/营业收入	23.9%	27.7%	49.5%	50.2%	45.0%
资产总额	16,479.0	32,414.0	38,981.4	45,388.8	56,015.4	偿债能力					
短期债务	-	-	123,148.0	129,305.4	116,374.9	资产负债率	316.7%	271.9%	176.1%	180.6%	178.7%
应付账款	2,026.0	9,055.0	11,213.0	13,455.6	16,146.7	负债权益比	-146.2%	-158.2%	-231.4%	-224.1%	-227.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.67	1.13	0.16	0.18	0.24
其他流动负债	1,562.0	5,334.0	10,528.0	11,580.8	16,146.7	速动比率	2.67	1.12	0.16	0.17	0.24
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	18.77	32.65	3,509.80	-389.33	238.33
其他非流动负债	48,142.0	72,770.0	49,420.0	56,777.3	59,655.8	分红指标					
负债总额	52,184.0	88,143.0	211,258.0	220,710.8	211,629.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	3,379.8	3,379.8	3,379.8	4,108.2	4,108.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	-	-	-94,669.7	-102,593.3	-97,304.2						
股东权益	-35,704.0	-55,729.0	-91,289.9	-98,485.1	-93,196.0						
						现金流量表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E						
净利润	-12,429.3	-19,651.5	-95,609.3	-7,923.6	5,289.1	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	115.5	1,179.6	273.4	273.4	273.4	EPS(元)	-30.25	-47.83	-232.73	-1.93	1.29
资产减值准备	-	-	-	-	-	BVPS(元)	-8.69	-13.57	-22.22	-23.97	-22.69
公允价值变动损失	-	-	-88,420.0	-	-	PE(X)	-9.9	-6.3	-1.3	-155.5	233.0
财务费用	-	-	-27.0	20.0	22.0	PB(X)	-34.5	-22.1	-13.5	-12.5	-13.2
投资损失	-	-	-	-	-	P/FCF	180.1	-	37.6	-926.8	-151.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	P/S	60.7	31.5	19.0	16.1	11.8
营运资金的变动	1,082.6	564.6	-16,869.2	9,209.3	4,824.7	EV/EBITDA	-	-	-11.8	-177.2	237.9
经营活动产生现金流量	480.6	706.1	-200,652.1	1,579.1	10,409.2	CAGR(%)	-13.9%	-164.6%	68.3%	-13.9%	-164.6%
投资活动产生现金流量	-572.8	119.7	83,840.6	1,600.0	-1,834.3	PEG	0.7	0.0	-0.0	11.2	-1.4
融资活动产生现金流量	-34.5	2,175.4	58,567.6	8,995.0	-8,012.0	ROIC/WACC	4.4	4.1	12.6	-15.3	90.3
						REP	-	-	17.0	-146.7	-1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于恒生指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于恒生指数波动;

■ 分析师声明

陈旻声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓萱		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
侯宇彤		北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034