

快手-W (01024)

证券研究报告

2021年05月31日

21Q1 点评：广告、电商高速发展，海外拓展已见成效，持续投入提升费用率

广告、电商商业化高速发展拉动营收增长；收入结构改善拉高毛利率；销售费用持续投放，调整后净利润仍为亏损。

2021Q1 公司实现总收入 170.2 亿元，同比增长 36.6%。其中，直播收入为 72.5 亿元，同比下降 19.5%，占总体收入为 42.6%；线上营销服务收入为 85.6 亿元，同比增长 161.5%，占总体收入为 50.3%，首次超过 50%，环比增长 3.3pct；公司 21Q1 其他收入为 12.1 亿元，同比增长 589.1%，占总体收入为 7.1%。

由于高毛利线上营销业务增长，直播收入占比下降，公司整体毛利率提高。21Q1 实现毛利 69.9 亿元，毛利率为 41.1%，同比增长 6.9pct。

由于公司营销、品牌推广开支大幅上升。公司 21Q1 整体费用率为 89.1%，同比增长 14.1pct，其中：销售费用率为 68.5%，同比增长 3.5pct；管理费用率为 4.1%，同比增长 1.6pct；研发费用率为 16.5%，同比增长 8.9pct。21Q1 调整后归属股东净利润亏损 49.2 亿元，净利率为-28.9%。

用户数及单用户使用时长稳健增长，DAU/MAU 活跃度持续提升，海外用户 MAU 达 1.5 亿，海外拓展初见成效。

21Q1 快手 DAU 实现 2.95 亿，同比增长 16.6%，环比增长 8.8%；实现 MAU 5.2 亿，同比增长 5.0%，环比增长 9.3%。21Q1 用户日均使用时长达 99.3 分钟，同比增长 16.5%。21Q1 用户活跃度（DAU/MAU）为 56.8%，同比增长 5.7pct。快手首次披露国际市场的最新进展，1Q21 快手海外市场的 MAU 均值超过 1 亿，4 月增至 1.5 亿以上。2020 年底，原滴滴国际化事业部 COO 仇广宇入职快手，出任国际化总负责人，2021 年 4 月，原 Facebook 华人工程高管王美宏入职担任快手海外技术负责人，直接向 CTO 陈定佳汇报。快手海外业务持续发力，MAU 拓展初见成效未来可期。

直播业务稳健，在线营销高速发展，直播电商打开未来成长空间，快手小店占比达 85%，电商交易闭环加强。

直播业务：直播 ARPU 降低导致公司直播收入有所下降。21Q1，公司直播平均每月付费用户为 5240 万，同比下降 21.8%，环比上升 3.1%，环比净增 160 万，21Q1 直播 ARPU 为 46.1 元，同比增长 2.9%。

线上营销业务：线上营销 ARPU 高速增长和平台整体用户使用时长的增长拉动线上营销收入增加。21Q1 公司线上营销 ARPU 为 29 元，同比增长 124.8%，同比净增 16.1 元。

电商业：21Q1 公司 GMV 实现 1186 亿元，20 年同期为 371 亿元，同比增长 219.8%，主要是春节期间销售交易减少所致。21Q1 货币化率达到 1.02%，同比增长 0.54pct。21Q1 公司持续投资电商基础设施，快手小店的电商交易额占平台电商交易总额的比例从 20Q1 的 53%增至 85%。

投资建议：公司用户数量与使用时长均稳健增长，海外持续发力未来可期。社区基因构建用户粘性，商业化发力已见成效，我们预期公司广告收入仍有较大提升空间，电商万亿市场可期，货币化率弹性明显。由于直播业务 20 年疫情影响高基数叠加直播监管政策影响，我们下调公司直播收入预期，对公司整体收入预期从 878/1216/1638 调整至 854/1182/1574 亿元，分别同比增长 45%/38%/33%；由于公司海外业务及极速版仍在拓展期，销售费用投放持续加大，销售费用率同比上行，调整 NonGAAP 归属股东净利润从-69/33/175 亿元至-103 亿元/-34 亿元/44 亿元。按照 P/S 来看，快手当前市值对应 2020-2022 年 P/S 分别为 7.7x/5.6x/4.2x，维持“买入”评级。

风险提示：市场变化剧烈风险，互联网监管风险，经营能力不及预期等

投资评级

| | |
|--------|------------|
| 行业 | 资讯科技业/软件服务 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 227.4 港元 |
| 目标价格 | 港元 |

基本数据

| | |
|--------------|---------------|
| 港股总股本(百万股) | 4,158.93 |
| 港股总市值(百万港元) | 945,741.15 |
| 每股净资产(港元) | -42.76 |
| 资产负债率(%) | 406.92 |
| 一年内最高/最低(港元) | 417.80/213.20 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 文浩 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110516050002 | |
| wenhao@tfzq.com | |
| 翟一柠 | 联系人 |
| zhaiyining@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《快手-W-公司点评:20 年业绩点评:社群基因提升用户粘性，广告商业化加速营收高增》2021-03-24
- 《快手-W-新股报告:从两强争霸到三国杀，快手如何在短视频江湖中突围?》2021-01-30

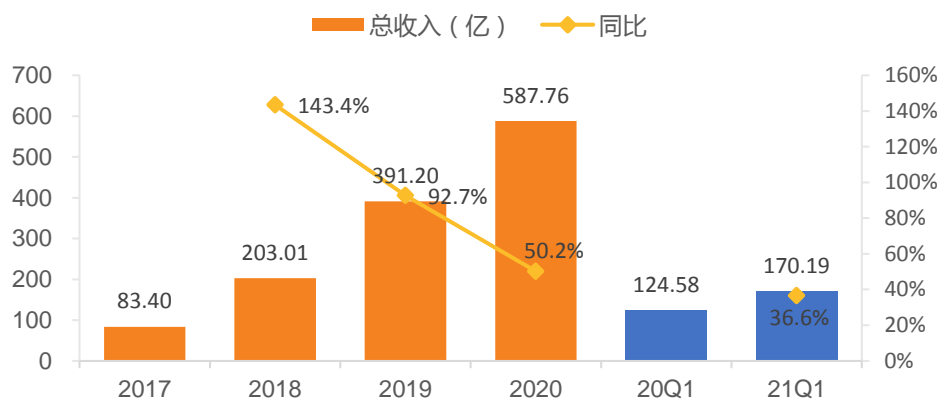
1. 财务情况：线上营销业务发力拉动营收高速增长，收入结构改善毛利率持续上升

快手商业化提速，线上营销业务发力拉动营收高速增长。2021Q1 公司实现总收入 170.2 亿元，同比增长 36.6%。

分收入来源看，线上营销服务单季度首次贡献收入超过 50%。公司 21Q1 直播收入为 72.5 亿元，同比下降 19.5%，占总体收入为 42.6%；公司 21Q1 线上营销服务收入为 85.6 亿元，同比增长 161.5%，占总体收入为 50.3%，首次超过 50%，环比增长 3.3pct；公司 21Q1 其他收入为 12.1 亿元，同比增长 589.1%，占总体收入为 7.1%。

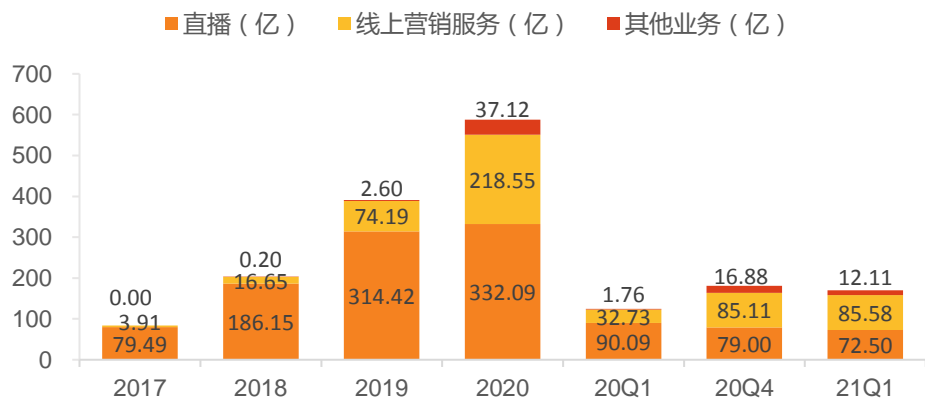
21Q1 销售费用投放使得调整后归属股东净利润亏损 49.2 亿元，净利率为-28.9%。

图 1：快手总收入及增速



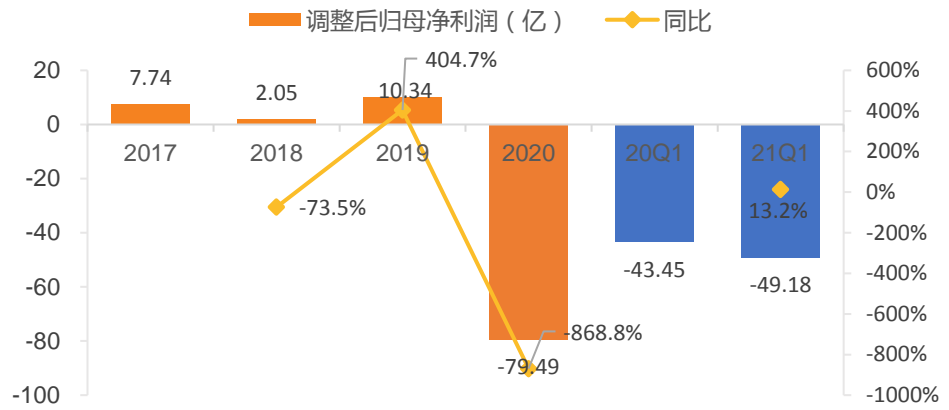
资料来源：招股说明书，公司财报，天风证券研究所

图 2：快手分业务收入



资料来源：招股说明书，公司财报，天风证券研究所

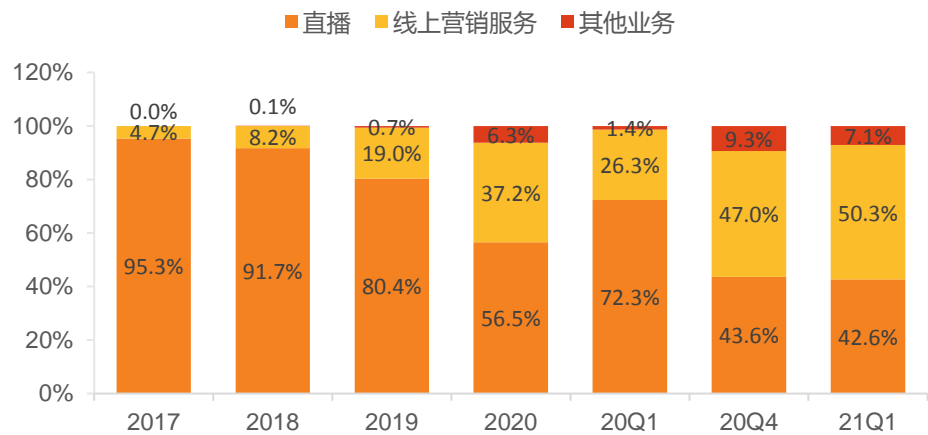
图 3：快手调整后归属股东净利润及增速



资料来源：招股说明书，公司财报，天风证券研究所

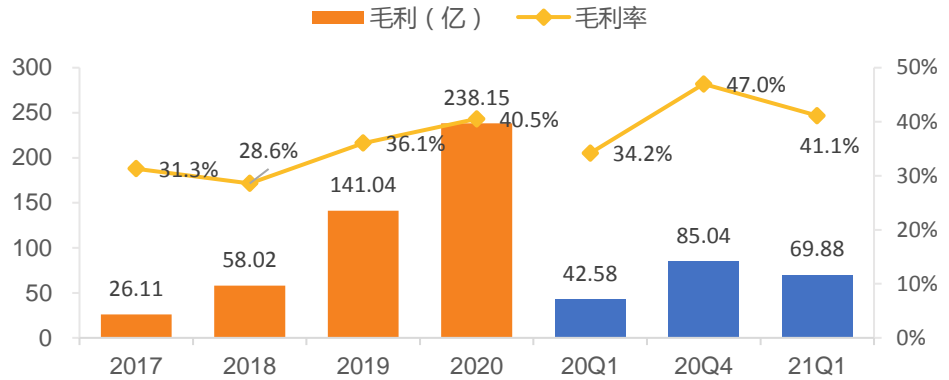
收入结构改善调整，高毛利线上营销服务占比提升，拉动公司整体毛利率同比提高。21Q1公司实现毛利 69.9 亿元，毛利率为 41.1%，同比增长 6.9pct。由于线上营销和电商业务扩充，直播收入占比下降，主播收入分成等成本占收入比重减小，毛利率同比提高。

图 4：快手收入结构



资料来源：招股说明书，公司财报，天风证券研究所

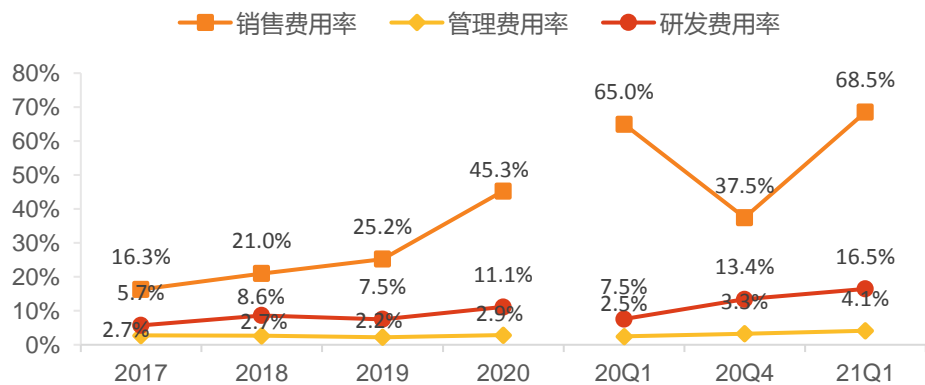
图 5：快手毛利及毛利率



资料来源：招股说明书，公司财报，天风证券研究所

继续加大营销投入，营销费用率上升带动整体费用率明显上升拖累盈利能力。由于推广快手极速版及其他应用程序，营销、品牌推广开支大幅上升。公司 21Q1 整体费用率为 89.1%，同比增长 14.1pct，环比增长 34.9pct，其中：销售费用率为 68.5%，同比增长 3.5pct，环比增长 31.0pct；管理费用率为 4.1%，同比增长 1.6pct，环比增长 0.8pct；研发费用率为 16.5%，同比增长 8.9pct，环比增长 3.0pct。

图 6：快手三项费用率

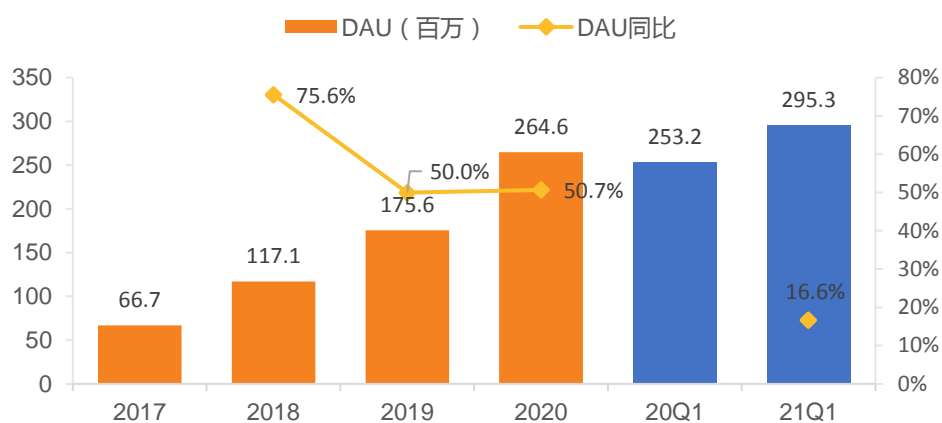


资料来源：招股说明书，公司财报，天风证券研究所

2. 用户情况：用户活跃度持续提升，海外用户增长亮眼

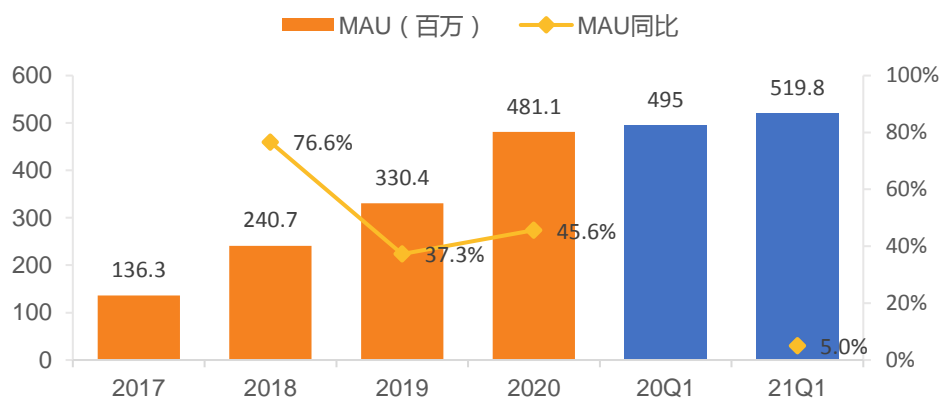
用户数及使用时长持稳健增长，活跃度持续提升。21Q1 快手 DAU 实现 2.95 亿，同比增长 16.6%，环比增长 8.8%；实现 MAU 为 5.2 亿，同比增长 5.0%，环比增长 9.3%。21Q1 每位日活用户日均使用时长达 99.3 分钟，同比增长 16.5%。21Q1 用户活跃度（DAU/MAU）为 56.8%，同比增长 5.7pct。

图 7：快手 DAU 及增速



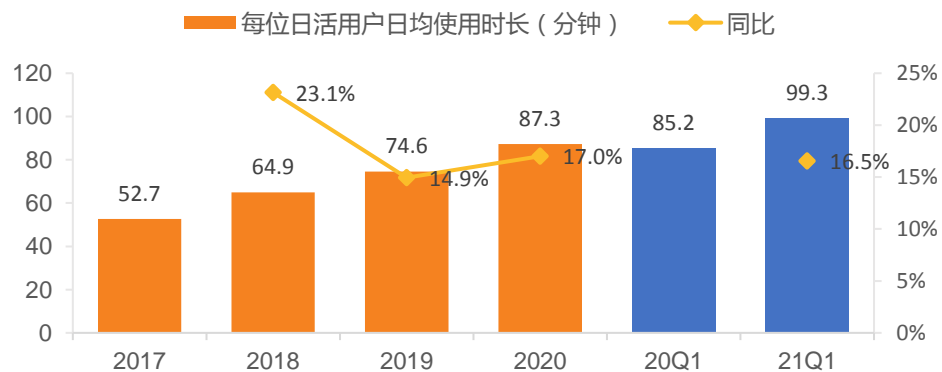
资料来源：招股说明书，公司财报，天风证券研究所

图 8：快手 MAU 及增速



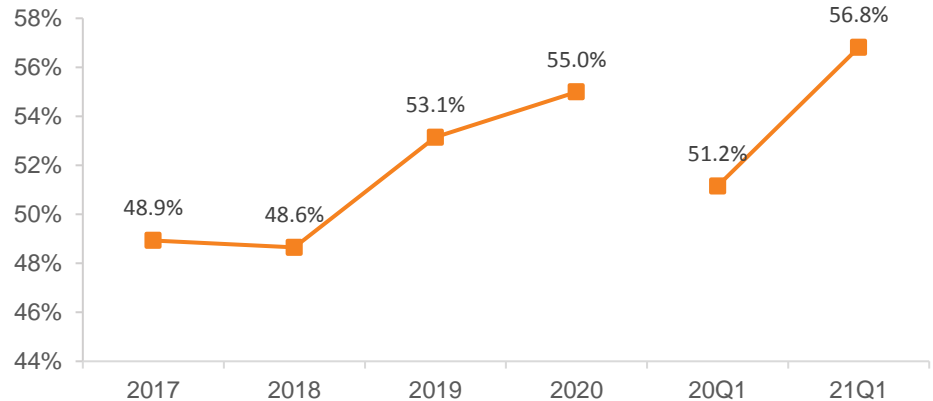
资料来源：招股说明书，公司财报，天风证券研究所

图 9：快手每位日活日均使用时长



资料来源：招股说明书，公司财报，天风证券研究所

图 10：快手用户活跃度 (DAU/MAU)



资料来源：招股说明书，公司财报，天风证券研究所

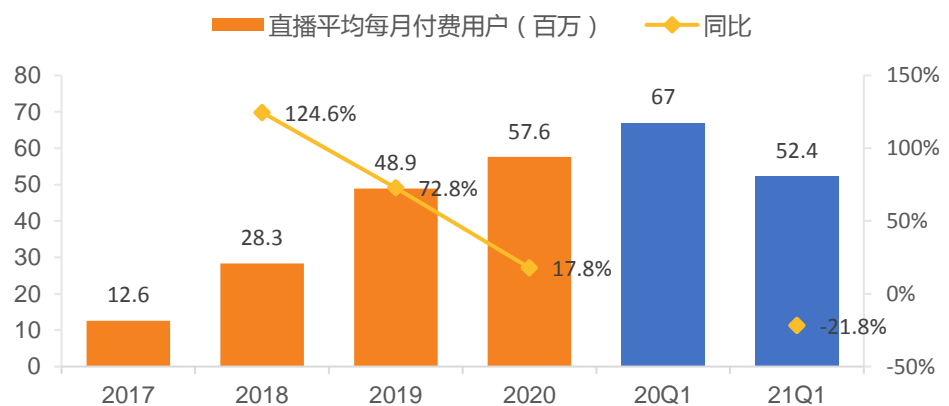
快手海外业务持续发力，MAU 拓展初见成效未来可期。快手首次披露国际市场的最新进展，1Q21 快手海外市场的 MAU 均值超过 1 亿，4 月增至 1.5 亿以上。2020 年底，原滴滴国际化事业部 COO 仇广宇入职快手，出任国际化总负责人，2021 年 4 月，原 Facebook 华人工程高管王美宏入职担任快手海外技术负责人，直接向 CTO 陈定佳汇报。

3. 业务分析：在线营销业务高速增长，直播电商打开成长空间

3.1. 直播业务：付费用户数持续增长，ARPU 下降拖累整体表现

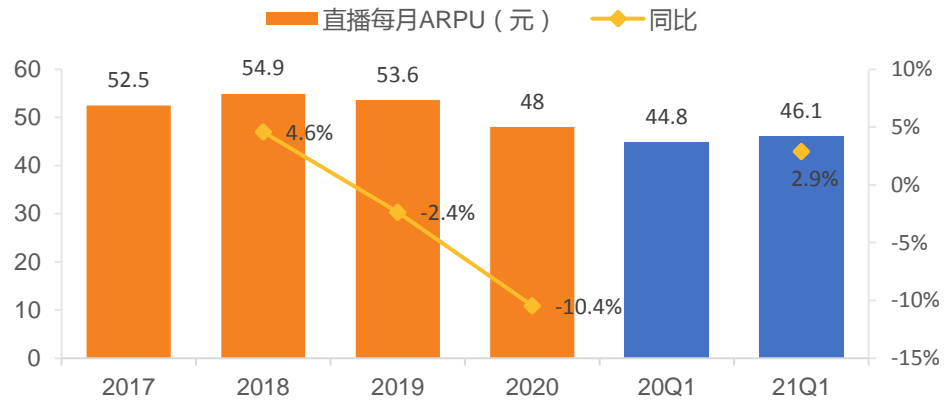
直播 ARPU 降低导致公司直播收入有所下降。由于 20Q1 疫情高基数影响，21Q1 公司直播平均每月付费用户为 5240 万，同比下降 21.8%，环比上升 3.1%，环比净增 160 万；21Q1 直播 ARPU 为 46.1 元，同比增长 2.9%。

图 11：快手直播付费用户数



资料来源：招股说明书，公司财报，天风证券研究所

图 12：快手直播月度 ARPU

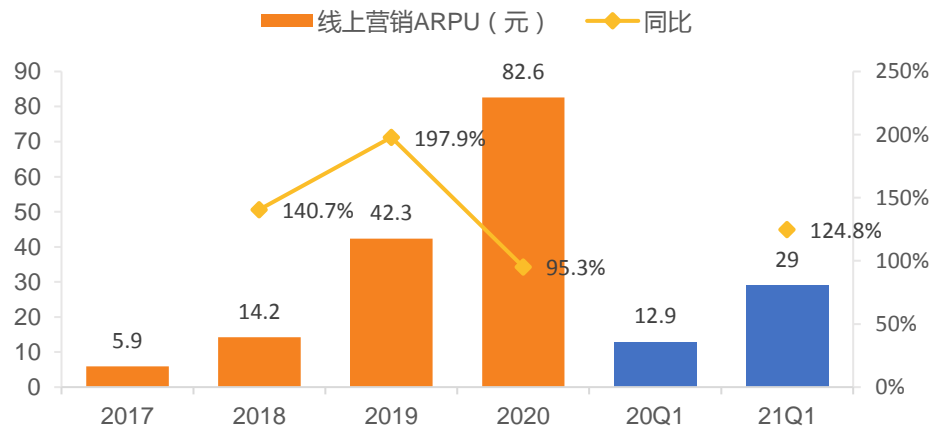


资料来源：招股说明书，公司财报，天风证券研究所

3.2. 线上营销业务：商业化提速，流量 ARPU 双升拉动广告增长

线上营销 ARPU 高速增长和平台整体用户使用时长的增长拉动线上营销收入增加。21Q1 公司线上营销 ARPU 为 29 元，同比增长 124.8%，同比净增 16.1 元。加之用户数量、用户使用时长、用户活跃度保持同比增长，公司整体投放效率有所提升，广告产品矩阵逐渐完善，线上营销收入增幅明显。

图 13：快手线上营销 ARPU

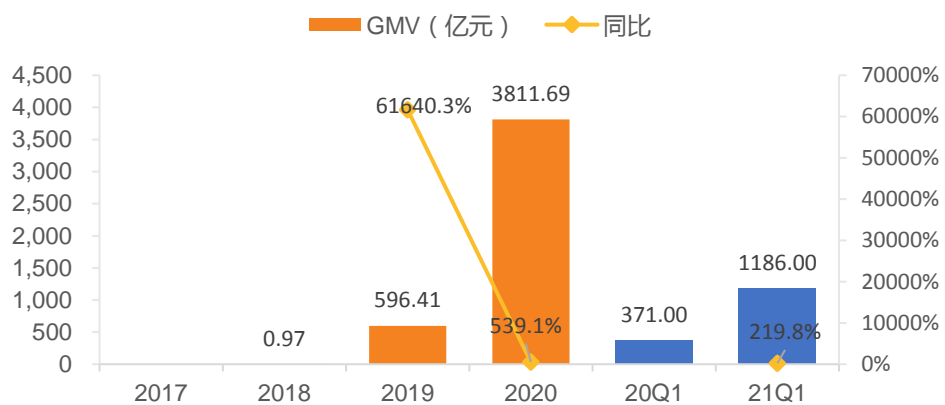


资料来源：招股说明书，公司财报，天风证券研究所

3.3. 电商业务：GMV 高速增长，电商闭环持续加强

21Q1 公司 GMV 实现 1186 亿元，20 年同期为 371 亿元，同比增长 219.8%。假设公司其他收入均由电商贡献，公司 21Q1 货币化率达到 1.02%，同比增长 0.54pct。21Q1 公司持续投资电商基础设施，快手小店的电商交易额占平台电商交易总额的比例从 20Q1 的 53% 增至 85%。

图 14：快手电商 GMV



资料来源：招股说明书，公司财报，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|---------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |