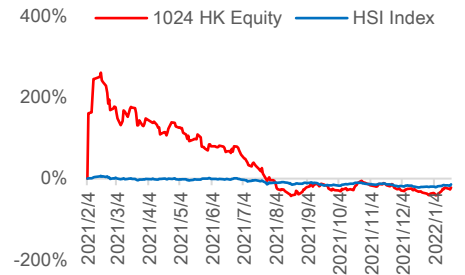


【广发传媒 & 海外】快手-W (01024.HK)

21Q4 前瞻：预计各项收入稳健，降本增效超预期

公司评级	买入
当前价格	89.45 港元
合理价值	120.86 港元
前次评级	买入
报告日期	2022-01-21

相对市场表现



分析师： 旷实
SAC 执证号： S0260517030002
SFC CE No. BNV294
010-59136610
kuangshi@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发传媒&海外】快手-W (01024.HK) :用户加速提升，运营效率优化 2021-11-25
- 【广发传媒&海外】快手-W (01024.HK) :广告持续高速增长，电商加速培育 2021-08-29
- 【广发海外】快手-W (01024.HK) :社区化流量与商业化进阶，寻找出海增量 2021-07-25

联系人： 周喆 010-59136890
zhouzhe@gf.com.cn

核心观点：

- **用户数稳健增长，时长表现优异。** 21Q4 用户维系方面表现良好，预计 21Q4 快手 DAU 维持 3.2 亿，同比实现约 20% 增长，环比基本持平（由于 Q3 为传统用户旺季，环比持平属实不易）。21Q4 用户平均单日时长环比有一定回落，但 10 月至 12 月连续用户单日时长保持增长趋势。
- **预计收入增长符合预期，广告和直播电商保持高速增长。**（1）预计 21Q4 广告同增 50%。流量和加载率持续提升，ecpm 维持 9 月水平。另外，电商旺季带动内循环广告稳健，品牌广告增长快于大盘。（2）2021 年电商 GMV 预计或超额完成全年 6500 亿目标，年活跃买家数达到 2 亿。（3）21Q4 直播打赏收入有望回归同比正增长。综上，我们保守估计 21Q4 快手收入不低于 231 亿元，同比增长 27%，环比提升 13%。
- **亏损率收窄持续兑现，各项费用控制超预期。** 预计 21Q4 毛利率为 41.5%，21Q4 销售和研发费用环比有所回落，21Q4 营业成本+三项运营费用绝对值加总比此前预期节省 11 亿元人民币，我们预计 21Q4 经调整净亏损将收缩至 38 亿元，亏损率下降至 17%（此前预计为 21%）。
- **盈利预测与投资建议：** 预计 22-23 年收入同增 23%、20% 达 981、1174 亿元。经调整净利润对应为 -87 亿元和 62 亿元。公司流量格局稳健，持续降本增效，业绩持续改善，有望在 22 年 4 季度实现国内业务盈利。根据 P/S 估值法，快手合理价值为 120.86 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 持续加大营销，电商业务、海外用户不及预期的风险。

盈利预测：

货币单位：人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	39,120	58,776	79,713	98,092	117,368
增长率（%）	92.7%	50.2%	35.6%	23.1%	19.7%
EBITDA（百万元）	-17,860	-114,123	-76,159	-11,571	3,052
归母净利润（百万元）	1,034	-7,949	-18,265	-8,733	6,245
增长率（%）	-	-	-	-	-
EPS（元/股）	1.11	-8.54	-4.41	-2.11	1.51
市盈率（P/E）	305.96	-	-	-	50.65
ROE（%）	35%	73%	-190%	-43%	-2%
EV/EBITDA	-	-	-	-	124.51

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心；注：归母净利润、EPS 为 NonGAAP 口径

一、快手分业务收入盈利预测

表1: 快手21Q4业绩预览 (人民币 百万元)

单位百万元	4Q21A	3Q21A	4Q21E	QoQ	YoY	4Q21E	4Q21E
						市场一致 预期	此前广发 预测
快手主 APP 运营数据							
Avg MAU	481	573	549	-4%	14%	561	549
Avg DAU	265	320	320	0%	21%	316	320
DAU/MAU	55.0%	58.1%	58.3%	0%	6%		58%
Daily Time Spent per DAU	90	119	109	-8%	21%		109
收入							
直播	7,900	7,724	7,905	2%	0%	7,974	7,905
广告	8,511	10,909	12,784	17%	50%	12,997	12,784
其他	1,688	1,860	2,372	28%	41%	2,470	2,372
电商 GMV	177,108	175,787	223,781	27%	26%	228,437	223,781
佣金率	1.0%	1.1%	1.1%			1.1%	1.1%
营业成本	9,595	11,984	13,486	13%	41%	13,823	13,923
毛利率	47%	42%	42%			41%	40%
销售费用	6,781	11,017	10,936	-1%	61%	10,845	11,236
% rev	37%	54%	47%				49%
研发费用	2,430	4,218	4,036	-4%	66%	4,558	4,105
% rev	13%	21%	18%				18%
管理费用	595	913	922	1%	55%	1,038	1,222
% rev	3.3%	4.5%	4.0%				5%
运营利润	-1,303	-7,639	-6,319	-17%	385%	-6,786	-7,425
运营利润率	-7%	-37%	-27%			-29%	-32%
GAAP 净利润	-19,264	-7,087	-5,707	-19%	-70%	-6,858	-6,797
GAAP 净利润率	-106%	-35%	-25%			-30%	-29%
Non-GAAP 净利润	-704	-4,822	-3,816	-21%	442%	-4,406	-4,906
Non-GAAP 净利润率	-4%	-24%	-17%			-19%	-21%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

投资建议: 基于公司2021年下半年DAU持续增长趋势, 我们微上调2021-2023年平均DAU预测至3.07亿、3.35亿和3.52亿, 同比增长16%、9%和5%。我们调整公司2021-2023年的收入预测至797亿元、981亿元和1174亿元。2022年收入分业务来看, (1) 公司广告收入同比增长33%至562亿元, 受流量增长驱动和商业化加速驱动其跑赢互联网广告行业大盘; (2) 电商直播为其他收入同比增长39%至103亿元, 对应的电商GMV为9000亿元; (3) 直播打赏收入经历了几个季度的内容调整和供

给提升，逐渐恢复正增长。但由于行业红利基本进入尾声，我们预计2022年快手直播打赏收入同比增长5%达到316亿元。Non-GAAP净利润预计2021-2023年分别为-183亿元、-87亿元和62亿元。现阶段以PS/收入增速指标估值，参考可比公司，给予快手0.18倍PS/收入增速，则对应估值为5002亿港元合理价值，对应为120.86港元/股，维持“买入”评级。

表 2: 估值方法

估值指标 (2022E)	目标公司		可比公司				平均值
	快手		哔哩哔哩	知乎	爱奇艺	微博	
收入 (百万 人民币)	98,092		27,664	5,317	31,423	15,991	
收入增速 (%)	23%		43%	52%	3%	11%	
PS	4.3		3.5	5.3	0.8	3.3	3.22
PS/收入增速	0.18		0.08	0.10	0.29	0.29	0.19
估值 (百万 港元)	500,192		117,402				
估值 (百万 美元)	64,390		14,498	4,320	3,820	8,162	
总股数 (百万)	4,139						
每股价格 (港元)	120.86						

资料来源: 彭博, 公司季报, 广发证券发展研究中心

二、风险提示

公司持续加大营销，电商业务推进不及预期，海外用户增长不及预期的风险。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	17,311	31,528	50,302	44,257	52,570
应收账款	1,107	2,428	2,367	3,534	3,526
预付款及其他应收	2,033	2,285	3,428	3,239	3,942
现金	3,996	20,392	37,542	29,864	36,695
其他流动资产	10,175	6,423	6,965	7,620	8,406
非流动资产	15,103	20,619	23,547	26,559	29,745
固定资产	6,232	7,206	8,865	10,494	12,066
使用权资产	4,353	5,200	5,681	6,112	6,576
无形资产	1,120	1,248	1,410	1,613	1,864
其他长期资产	3,398	6,966	7,590	8,339	9,239
资产总计	32,414	52,147	73,848	70,816	82,315
流动负债	15,374	23,185	29,047	32,802	35,764
应付账款	9,055	11,544	15,710	16,095	18,164
其他短期负债	6,319	11,641	13,337	16,707	17,600
非流动负债	72,770	189,012	4,000	4,397	4,834
可转换可赎回优先股	69,444	185,373	0	0	0
其他非流动负债	3,325	3,640	4,000	4,397	4,834
负债合计	88,143	212,197	33,047	37,200	40,598
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	-55,729	-160,050	40,805	33,621	41,721
股东权益	-55,729	-160,050	40,805	33,621	41,721
非控股权益	0	0	-4	-4	-4
总权益	-55,729	-160,050	40,801	33,617	41,717
负债和权益合计	32,414	52,147	73,848	70,816	82,315

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	39,120	58,776	79,713	98,092	117,368
营业成本	25,017	34,961	46,256	53,980	58,145
销售费用	9,865	26,615	44,882	42,055	43,506
行政费用	865	1,677	3,403	3,663	3,747
研发费用	2,944	6,548	14,976	15,448	15,307
营业利润	429	-11,024	-29,805	-17,054	-3,337
营业外收入/支出	260	704	2,081	2,153	2,576
财务收入/成本	-11	-35	42	94	94
可转换可赎回优先股	-19,943	-106,846	-51,276	0	0
利润总额	-19,265	-117,201	-78,958	-14,808	-667
所得税	-386	566	1,439	211	10
GAAP 净利润	-19,652	-116,635	-77,520	-14,597	-658
少数股东损益	0	0	-4	-4	-4
GAAP 归母净利润	-19,652	-116,635	-77,578	-14,593	-654
GAAP EPS (元)	-21	-125	-19	-4	0
Non-GAAP 净利润	1,034	-7,949	-18,265	-8,733	6,245
Non-GAAP EPS (元)	1.1	-8.5	-4.4	-2.1	1.5

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8,020	2,289	-11,035	-1,802	13,385
净利润	-19,265	-117,201	-78,958	-14,808	-667
折旧摊销	2,160	4,863	4,308	4,869	5,488
营运资金变动	5,168	6,898	4,361	2,273	1,662
其它	19,957	107,729	59,255	5,864	6,903
投资活动现金流	-10,149	-4,867	-5,274	-5,875	-6,554
资本支出	-2,548	-5,908	-4,728	-5,220	-5,768
投资活动	-6,193	3,440	0	0	0
其他	-1,407	-2,399	-546	-655	-786
筹资活动现金流	698	19,290	33,458	0	0
债券融资	1,273	20,957	0	0	0
股权融资	0	0	33,458	0	0
其他	-575	-1,666	0	0	0
现金净增加额	-1,430	16,711	17,150	-7,678	6,831
期初现金余额	5,370	3,996	20,392	37,542	29,864
汇兑收益/损失	56	-316	0	0	0
期末现金余额	3,996	20,392	37,542	29,864	36,695

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力(%)					
营业收入增长	93%	50%	36%	23%	20%
营业利润增长	-	-	-	-	-
归属母公司净利润增长	-	-	-	-	-
获利能力(%)					
毛利率	36%	41%	42%	45%	50%
净利率	-	-	-	-	-
ROE	35%	73%	-190%	-43%	-2%
偿债能力					
资产负债率(%)	272%	407%	45%	53%	49%
流动比率	113%	136%	173%	135%	147%
速动比率	113%	136%	173%	135%	147%
营运能力					
总资产周转率	121%	113%	108%	139%	143%
应收账款周转率	3533%	3325%	3325%	3325%	3325%
存货周转率	-	-	-	-	-
每股指标(元)					
每股收益	-21.0	-125.2	-18.7	-3.5	-0.2
每股经营现金流	8.6	2.5	-2.7	-0.4	3.2
每股净资产	-59.7	-171.9	9.9	8.1	10.1
估值比率					
P/S	8.09	5.38	3.97	3.22	2.70
P/E	306	-	-	-	51
EV/EBITDA	-	-	-	-	125

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。