

## 快手-W (1024. HK) 22Q2 业绩前瞻: 电商业务表现亮眼, 降本增效继续推进

2022年07月24日

**事件:** 快手预计于2022年8月下旬发布2022年第二季度业绩, 我们做出前瞻预测如下:

- **整体:** 我们预计快手 22Q2 收入和调整后净亏损均将好于市场预期。我们预计快手 22Q2 实现收入 210.5 亿元, 同比增加 10.0%, 彭博一致预期为 206.7 亿元, 同比增加 8.00%, 收入增速高于一致预期; 实现 Non-GAAP 归母净利润-24.0 亿元, 净利润率为-11.4%, 彭博一致预期为 -29.8 亿元, 净利润率-14.4%, 亏损好于市场预期。

收入好于一致预期的原因在于: 快手电商 Q2 表现稳健, 带动内循环广告和电商佣金收入增长较快。亏损好于一致预期的原因在于: 广告和电商佣金收入占比增加, 带动整体毛利率环比提升, 同时销售费用控制较好, 营业利润和净利润率继续改善。

- **用户和时长:** 我们预计快手 22Q2 的平均月活跃用户 (MAU) 为 5.82 亿, 环比略降, 同比增长 15%; 平均日活跃用户 (DAU) 为 3.46 亿, 环比持平, 同比增长 18%; 每位日活跃用户日均使用时长为 122 分钟, 环比因季节原因略降, 同比增长 14.1%。随着内容品类和平台生态的持续丰富, 快手在流量端保持了稳健增长的态势。
- **广告业务:** 我们预计 22Q2 快手广告业务实现收入 107.6 亿元, 同比增长 8.0%。其中电商内循环广告收入 (约占广告总收入 30%) 因电商业务表现较好增长较快, 增速与电商 GMV 增速相当; 而外循环广告受疫情和经济形势影响较大, 同比小幅下滑。但 6 月份以来, 外循环广告业务的跌幅有所收窄, 电商平台、金融、快消等投放都有恢复。Ad load 2Q 同比小幅增长, 环比基本稳定。

展望 Q3 和下半年, 我们认为电商内循环广告仍将在电商业务带动下保持较高的增速, 而外循环广告也将随着经济的复苏、广告主预算和信心的增加逐渐恢复。我们预计快手 2022 广告业务全年收入为 546.9 亿元, 同比增长 28.2%, 下半年广告收入增速将显著好于二季度。

- **电商业务:** 我们预计 22Q2 快手其他 (主要是电商佣金) 业务实现收入 23.0 亿元, 同比增长 16.1%; 电商业务 GMV 为 1860 亿元, 同比增长 28%; 电商业务佣金率 1% 左右, 同比去年小幅下降。快手电商业务二季度表现相比其他平台更稳健, 同比增速逐月恢复, 在大促期间持续获取市场份额。从品类上看, 疫情期间非必须消费品影响较大, 但是 616 期间恢复趋势良好, 美妆、家电、食品饮料等品类表现较好。

7 月份以来, 快手电商业务仍然维持了较好的表现, 我们预计在“信任电商”生态不断完善的基础上, 快手的产业带和白牌品类电商仍有较大的发展空间, 而品牌电商也将迅速增长。我们预计快手电商业务

全年将保持较高的增速，2022 年 GMV 将达到 9180 亿元，同比增加 35.0%；其他（主要是电商佣金）收入将达到 100.5 亿元，同比增加 35.4%。

- **直播业务：**我们预计 22Q2 快手的直播业务收入为 79.8 亿元，同比增长 11.0%。直播业务目前运营基本稳定，去年同期基数较低，ARPPU 和 MPU 相对于去年同期均有所增长。我们预计后续快手的直播业务增速将维持在相近的水平。
- **创新业务：**蓝领招聘的“快招工”业务用户增长较好，新的业务还有房产经纪、本地生活等。快手将充分利用好 120 分钟的时长和流量去加强变现能力，拓展更多创新商业化模式。
- **毛利率：**我们预计 22Q2 快手的毛利率为 42.7%，同比略有下降，但环比有所提升。由于疫情影响，收入占比最大、毛利率较高的广告业务增速较低，导致整体毛利率同比有所下降。但公司仍在持续优化广告和直播业务分成成本，提高联盟广告等业务的盈利能力，因此整体毛利率季度环比有所提升。我们预计后续随着广告业务增速的恢复，公司整体毛利率仍将继续上行。
- **营业费用率：**我们预计 22Q2 快手的销售费用为 93.0 亿元，绝对额环比略有下降，销售费用率为 44.2%，环比 Q1 和去年同期下降明显，主要因快手的单用户获客成本和维系成本仍在持续优化。我们预计研发费用和管理费用 Q2 绝对额将环比小幅上升，主要因绩效发放周期的影响。
- **营业利润和净利润：**由于整体收入的增长，毛利率的环比提升，以及费用端的持续优化，我们预计快手 22Q2 的营业利润和净利润仍将继续环比改善。我们预计快手 22Q2 Non-GAAP 营业利润/净利润分别为 -28.6 亿/-24.0 亿，营业利润率/净利润率分别为 -13.6%/-11.4%，同比、环比均明显改善。我们预计后续随着收入端广告业务的增速恢复，以及成本费用端持续的效能提升，快手的利润端仍将继续改善，向盈亏平衡目标逐季度迈进。

**盈利预测和估值：**我们预计快手 22/23/24 整体收入为 987/1207/1436 亿元，同比增长 22%/22%/19%；Non-GAAP 归母净利润为 -127/-60/49 亿元，Non-GAAP 归母净利润率为 -12.9%/-4.9%/3.4%。我们按照分部加总方法（SOTP）对快手进行估值，计算出快手 2023 年的目标市值为 3544 亿元人民币/4111 亿元港币，对应 2023 年目标价为 95.8 港元，给予公司“买入”评级。

**投资建议：**我们认为快手作为短视频行业的头部公司，将持续受益于短视频行业用户和总时长的进一步增长、自身优异的商业模式，以及差异化的竞争力。我们预计快手的广告、电商业务虽然近期受疫情影响增速有所放缓，但中长期仍将保持较快的增长，直播打赏业务基本维持稳定，同时公司盈利能力将通过降本增效不断得到改进。我们对快手给予“买入”评级，目标价 95.8 港元，继续重点推荐。

**风险因素：**短视频和直播行业监管风险；短视频行业竞争格局恶化风险；

广告和电商行业景气度变化；用户增长停滞风险；降本增效成果不达预期的风险；中概股市场系统性风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	58,776	81,082	98,654	120,676	143,586
增长率 YoY %	50.20%	37.95%	21.67%	22.32%	18.98%
Non-GAAP 归属母公司净利润(百万元)	-7,864	-18,852	-12,740	-5,954	4,924
增长率 YoY%	-13.40%	139.73%	-32.42%	-53.26%	-182.70%
毛利率%	40.52%	41.97%	42.81%	44.49%	46.56%
净资产收益率 ROE%	72.90%	-173.20%	-134.40%	-25.70%	18.50%
EPS(摊薄)(元)	-8.44	-20.23	-13.67	-6.39	5.28
市盈率 P/E(倍)	-	-	-	-	63.95
市净率 P/B(倍)	-	5.00	8.78	9.48	7.96

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2022年7月22日收盘价, CNY/HKD=1.16

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	31,528	53,011	48,038	49,203	59,982
现金及等价物	20,392	32,612	26,267	25,867	35,095
限制性现金	4	2	2	2	2
短期存款	2,729	3,825	3,825	3,825	3,825
应收账款	2,428	4,450	5,302	6,295	7,336
存货	0	0	0	0	0
其他	5,976	12,121	12,641	13,213	13,724
非流动资产	20,619	39,505	40,502	42,470	43,281
长期股权投资	3,843	3,301	3,301	3,301	3,301
固定资产(合计)	7,206	11,051	10,074	9,314	11,700
无形资产	1,248	1,172	1,256	1,336	1,413
其他	8,322	23,981	25,872	28,519	26,867
资产总计	52,147	92,515	88,540	91,673	103,263
流动负债	23,185	37,256	42,493	48,289	53,540
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	5,763	9,123	10,571	12,164	13,585
应付账款	11,544	20,021	23,198	26,693	29,811
其他	5,877	8,111	8,724	9,432	10,144
非流动负债	189,012	10,164	10,164	10,164	10,164
长期借款	3,608	10,080	10,080	10,080	10,080
其他	185,404	84	84	84	84
负债合计	212,197	47,419	52,657	58,453	63,704
少数股东权益	0	7	7	7	7
股东权益	(160,050)	45,096	35,883	33,220	39,559
负债和股东权益	52,147	92,515	88,540	91,673	103,263

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	58,776	81,082	98,654	120,676	143,586
同比(%)	50.20%	37.95%	21.67%	22.32%	18.98%
归属母公司净利润	-7,864	-18,852	-12,740	-5,954	4,924
同比(%)	-13.40%	139.73%	-32.42%	-53.26%	-182.70%
毛利率(%)	40.52%	41.97%	42.81%	44.49%	46.56%
ROE%	72.90%	-173.20%	-134.40%	-25.70%	18.50%
EPS(摊薄)(元)	-8.44	-20.23	-13.67	-6.39	5.28
P/E	-	-	-	-	63.95
P/B	-	5.00	8.78	9.48	7.96

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	58,776	81,082	98,654	120,676	143,586
营业成本	34,960	47,051	56,419	66,992	76,735
营业税金及附加					
销售费用	9,865	26,615	44,176	43,210	45,857
管理费用	865	1,677	3,400	3,749	4,103
研发费用	2,944	6,548	14,956	14,798	13,274
财务费用	(704)	(801)	(801)	(801)	(801)
减值损失合计					
投资净收益	(164)	500	1,500	1,500	1,500
其他	-	-	-	-	-
营业利润	(8,394)	(19,752)	(13,348)	(6,238)	5,574
营业外收支					
利润总额	(8,394)	(19,752)	(13,348)	(6,238)	5,574
所得税	(530)	(900)	(608)	(284)	650
净利润	(7,864)	(18,852)	(12,740)	(5,954)	4,924
少数股东损益					
归属母公司净利润	(7,864)	(18,852)	(12,740)	(5,954)	4,924
EBITDA	(3,531)	(3,531)	(3,531)	(3,531)	(3,531)
EPS(当年)(元)	-8.44	-20.23	-13.67	-6.39	5.28

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,119	-6,544	1,162	10,293	21,101
净利润	-7,864	-18,852	-12,740	-5,954	4,924
折旧摊销	3,078	3,986	4,732	5,393	2,054
财务费用	-704	-801	-801	-801	-801
投资损失	-164	500	1,500	1,500	1,500
营运资金变动	6,898	2,444	3,865	4,231	3,699
其它	1,875	6,179	4,606	5,924	9,725
投资活动现金流	-4,867	-18,361	-9,134	-11,163	-10,755
资本支出	-5,908	-5,789	-9,181	-11,210	-10,802
长期投资	-25	-323	0	0	0
其他	1,066	-12,249	47	47	47
筹资活动现金流	19,290	36,500	0	0	0
吸收投资	0	39,386	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	0	0	0	0	0
现金流净增加额	17,541	11,594	-7,971	-870	10,346

## 研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商、新消费等多个板块，元宇宙二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice最佳分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。