

互联网 | 公司研究

2022年7月25日

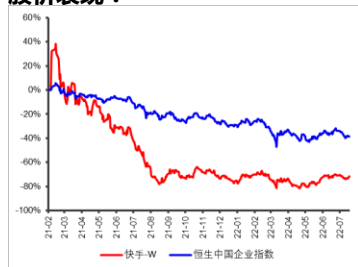
买入

维持

## 市场数据：2022年7月22日

收盘价(港币)	85.100
恒生中国企业指数	7,106.70
52周最高/最低价(港币)	129.500/53.150
H股市值(亿港元)	3653
流通H股(亿股)	35.26
汇率(人民币/港币)	1.1629

## 股价表现：



资料来源：Wind

## 证券分析师

林起贤  
A0230519060002  
linqx@swsresearch.com  
任梦妮  
A0230521100005  
renmn@swsresearch.com

## 联系人

任梦妮  
(8621)23297818 x转  
renmn@swsresearch.com

# 快手 2Q22 前瞻：流量维持高位，国内业务年内单季盈利可期

## 快手-W (01024.HK)

我们预计快手 2Q22 实现收入 204.97 亿元，同比增长 7.1%，预计 2Q22 经调整净亏损-25.14 亿元，同比增长 47%，经调整亏损率-12.26%。6 月电商和内循环广告恢复较快，降本增效持续兑现，亏损率明显收窄。受疫情和消费疲软影响，下半年商业化恢复情况仍需观察疫情防控和消费复苏节奏，但目前预期 4Q22 国内业务 Non-IFRS 利润有望打平。

**流量略好于预期，用户数预计与 1Q22 持平超预期，时长预计环比小幅回落。**随着公司组织架构调整的磨合期逐渐过去，快手 App 内容运营能力不断提升，拉动流量持续增长。2021 年 10 月，快手与 NBA 宣布达成多年战略合作伙伴关系。根据快手官方数据，在与 NBA 战略合作的首赛季中，快手平台相关视频总播放 640 亿，总互动 31 亿，NBA 官方账号矩阵涨粉超 2100 万，NBA 创作者粉丝总量破 7500 万。2Q22，多位 NBA 明星入驻快手。我们认为，本次运营活动与快手的用户画像契合，运营维度丰富，有利于快手提升用户粘性和时长。我们预计，2Q22 快手 DAU 有望维持在 1Q22 的较高水平，时长环比小幅回落，但仍将保持在 120 分钟以上，考虑 3Q22 的流量和时长受外循环逐渐复苏进一步拉动。我们维持全年流量实现 20%-30% 增长预期不变。

**广告、电商受疫情影响增速放缓但仍有 alpha，直播业务稳健。**市场预期 2Q22 广告收入同比增长约 5%-10%，我们预计 2Q22 快手广告收入同比增长 7%，主要驱动力仍是流量增长，预计 ecpm 价格环比 1Q22 保持平稳。考虑互联网公司 2Q 指引整体低迷，快手逆势增长且 ecpm 价格稳定体现广告主对流量仍持续增长的快手有预算倾斜。电商受疫情影响但环比逐月改善，6 月 GMV 维持较快增长。市场预期 2Q22 电商 GMV 增速在 20%-25%，我们预计 2Q22 电商 GMV1771 亿元，同比增长 22%。快手在电商业务通过引入更多品牌商家和服务商吸引更多用户参与电商生态，22 年在三个大搞基础上增加“大搞产业带”和“大搞快品牌”，发挥私域流量优势，当前增长的主要动力来自电商买家数量的增长，客单价维持稳定。

**降本增效持续兑现，销售费用率收窄至 45% 以下。**我们预计 2Q22 快手毛利率环比 1Q22 略增，费用端持续收窄。预计 2Q22 销售费用 90.52 亿元，同比下降 20%，环比绝对值下降，预计销售费用率收窄至 44%，较 1Q22 销售费用率 45% 收窄 1pct。销售费用收窄主要由于：1) 国内整体单用户竞争成本下降，2) 快手组织架构调整后，获客和维系效率提升，海外优化等结果。我们预计 2Q22 行政开支 8.20 亿元（费用率 4%），研发开支 29.89 亿元（费用率 15%），费用率持续收窄。

**维持买入评级。**2022 年是快手组织架构、管理层调整后的第一个完整财年，也是快手流量和商业化稳健增长，降本增效持续兑现的一年。考虑到疫情影响，消费疲软，电商等竞争格局激烈的影响，我们维持原预测 2022E-2024E 营业收入 968 亿元、1186 亿元及 1405 亿元，经调整净利润为-101 亿元、-25 亿元及 131 亿元。我们给予快手 22 年 5 倍 ps，对应人民币市值 4839 亿元，对应港币市值 5622 亿。基于 50% 以上的上升空间，维持买入评级。

**风险提示：**短视频及直播行业政策调整导致公司收入不及预期；疫情反复影响物流网络导致电商和广告业务恢复不及预期；竞争加剧导致销售费用投放超预期，降本不及预期

### 财务数据及盈利预测

人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	588	811	968	1,186	1,405
同比增长率(%)	50%	38%	19%	23%	19%
Non-IFRS 归母净利润(亿元)	-79	-189	-101	-25	131
同比增长率(%)	-861%	-140%	46%	75%	617%
Non-IFRS 摊薄每 ADS 收益(元)	-8	-5	-2	-1	3
净资产收益率(%)	5%	-42%	-40%	-18%	71%
市销率(倍)	5.3	3.9	3.2	2.6	2.2
市盈率(倍)	-	-	-	-	24

注：“Non-IFRS 摊薄每 ADS 收益”为 Non-IFRS 归属于母公司所有者的净利润除以 IFRS 加权 ADS 份额

## 附录 – 财务报表

合并利润表					
人民币：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	58,776	81,082	96,780	118,590	140,538
营业成本	-34,961	-47,052	-55,336	-62,875	-71,589
毛利	23,815	34,030	41,444	55,715	68,950
销售及营销开支	-26,615	-44,176	-39,458	-43,275	-43,081
行政开支	-1,677	-3,400	-3,900	-4,186	-2,811
研发开支	-6,548	-14,956	-14,563	-16,603	-16,865
经营利润/亏损	-10,320	-27,701	-17,827	-9,698	4,844
财务费用	-2,975	-3,610	-2,075	-435	-434
除税前利润/亏损	-117,201	-79,102	-18,023	-9,907	4,624
所得税开支/收益	566	1,025	-1,784	-980	-458
本公司股权持有人应占年/期内亏损	-116,635	-78,077	-19,807	-10,887	4,166
经调整净利润/亏损净额	-7,864	-18,852	-10,134	-2,535	13,118

资料来源：公司数据，申万宏源研究

合并现金流量表					
人民币：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前利润	-117,201	-79,102	-18,023	-9,907	4,624
加：折旧和摊销	4,863	6,885	4,569	5,620	6,810
营运资本变动	6,898	8,529	3,547	6,415	6,456
其他	107,596	56,635	5,977	7,180	8,303
经营活动所得现金净额	2,289	-5,519	-3,930	9,309	26,193
资本性支出	-5,908	-7,764	-8,145	-8,160	-8,127
其他投资活动所用现金净额	1,041	-10,597	0	0	0
投资活动所用现金净额	-4,867	-18,361	-8,145	-8,160	-8,127
发行普通股收到的现金	20,957	0	0	0	0
购股权开支	0	0	-7,761	-8,161	-8,761
其他融资活动所得现金净额	-1,366	-2,722	0	0	0
融资活动所得现金净额	19,290	36,500	-7,761	-8,161	-8,761
期末现金	20,392	32,612	12,777	5,765	15,070

资料来源：公司数据，申万宏源研究

合并资产负债表					
人民币：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	31,528	53,011	34,671	29,739	41,136
现金及现金等价物	20,395	32,615	12,779	5,768	15,073
贸易应收账款	2,428	4,450	5,312	6,509	7,713
预付款项,其他应收款及其他流动资产	2,285	3,278	3,913	4,795	5,682
其他流动资产	6,420	12,668	12,668	12,668	12,668
非流动资产	20,619	39,505	43,081	45,620	46,937
固定资产-物业及设备	7,206	11,051	14,639	17,177	18,515
有使用权资产	5,200	12,562	12,562	12,562	12,562
无形资产	1,248	1,172	1,159	1,161	1,140
其他非流动资产	6,966	13,309	13,309	13,309	13,309
<b>总资产</b>	<b>52,147</b>	<b>92,515</b>	<b>77,752</b>	<b>75,359</b>	<b>88,073</b>
流动负债	23,185	37,256	42,299	50,793	59,341
应付账款、					

客户预付款	3,290	3,503	2,903	3,558	4,216
其他流动负债	8,350	13,732	15,498	17,952	20,422
非流动负债	189,012	10,164	10,164	10,164	10,164
<b>总负债</b>	<b>212,197</b>	<b>47,419</b>	<b>52,463</b>	<b>60,957</b>	<b>69,505</b>
股本	0	0	0	0	0
股本溢价	0	274,408	274,408	274,408	274,408
储备和留存收益	-160,050	-229,319	-249,125	-260,012	-255,846
<b>权益总额</b>	<b>-160,050</b>	<b>45,096</b>	<b>25,289</b>	<b>14,402</b>	<b>18,568</b>
<b>权益负债总额</b>	<b>52,147</b>	<b>92,515</b>	<b>77,752</b>	<b>75,359</b>	<b>88,073</b>

资料来源：公司数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。