

公司研究

活跃用户数增速边际向好，广告、电商收入短期承压

——快手科技（1024.HK）22Q2 经营数据跟踪及业绩前瞻研究

要点

2022Q2 前瞻：收入方面，我们预计 22Q2 快手科技实现总收入 209.5 亿元人民币（yoy+9.5%）；1) 预计加强公会合作驱动 22Q2 直播打赏平均月付费用户数同比提升。预计直播打赏收入 80.5 亿元（yoy+11.9%）。2) 流量保持增长韧性，22Q2 预计快手单季总用户时长约 669 亿小时（yoy+40%），内循环广告贡献增量。疫情反复下各行业广告主预算受限，CPM 短期承压。预计在线营销收入 107.9 亿元（yoy+8.4%）。3) 疫情反复影响商家开播、物流，“616 实在购物节”驱动 GMV 增速恢复。预计 22Q2 快手电商 GMV 1,818 亿元（yoy+25%）。预计其他（主要为电商）收入 21.1 亿元（yoy+6.3%）。

利润方面，预计 22Q2 经调整净亏损 32.7 亿元人民币，经调整净亏损环比收窄，经调整净损益率-15.6%。预计 22Q2 毛利率 42.3%，环比小幅提升；销售/管理/研发费用率分别 44%/4.4%/17%，OPEX 费用率环比小幅改善。

用户与海外：活跃用户数增速边际向好，预计 22Q2 快手应用平均 DAU 及平均 MAU 分别将达 3.5 亿人及 5.8 亿人（同比分别+18%及+15.5%）。根据极光数据（Moonfox），1) 22Q2 快手主站、极速版 MAU 同比增速分别高于 22Q1，快手应用 MAU 有望迎来较快增长。22Q2 快手+快手极速版平均 MAU（未去重）6.3 亿，yoy+8.2%（22Q1 增速-1.2%）。2) MAU 存量持续转化为 DAU 增量，22Q2 快手 DAU 增速有望快于 MAU。22Q2 快手主站+极速版（未去重）DAU yoy+10.2%（22Q1 增速+6%）。快手布局“快招工”、房产经纪等服务领域，积极培育知识、短剧等内容生态，有望持续实现用户拓展。

垂类内容深挖、社交信任加强，用户粘性得到巩固。1) 预计 22Q2 快手应用 DAU/MAU 为 59.2%（yoy+1.3pcts）。2) 预计 22Q2 快手应用每 DAU 日均使用时长同比增长 19%至 127.2 分钟。22Q2 快手主站、极速版人均使用时长健康增长，同比增速分别快于抖音主站&极速版。根据极光数据，22Q2 快手主站人均日使用时长 117 分钟，yoy+9.7%（抖音主站对应增速+7.9%），快手极速版人均日使用时长 112 分钟，yoy+6.4%（抖音极速版对应增速+1.1%）。

快手海外深耕重点区域市场，app 排名居细分领域前列，长期运营可期。22 年 1 月 1 日至 7 月 22 日，Kwai 巴西市场 iphone 免费摄影与录像应用榜日均排名 6 位。SnackVideo 印尼市场 iphone 免费社交应用榜日均排名 9.6 位。

盈利预测、估值与评级：疫情反复短期对快手广告、电商业务造成负面影响，随着后续疫情好转，快手广告、电商业务增长有望得到恢复，维持公司 2022-24 年营收预测 947/1,153/1,348 亿元。快手具备良好的社区氛围，粉丝和达人间自发形成的情感联系更强，具备长期变现潜力。快手平台用户获取、留存效率持续提升，流量仍有望健康增长；降本提效逻辑持续验证，经调整净亏损率有望在 22 年持续收窄；维持“买入”评级。

风险提示：用户增长不及预期风险，广告收入增长不及预期风险，电商货币化进展不及预期风险，第三方数据与实际数据存在偏差风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万人民币元）	58,776	81,082	94,694	115,309	134,780
营业收入增长率	50.2%	37.9%	16.8%	21.8%	16.9%
Non-IFRS 净利润（百万人民币元）	-7,949	-18,848	-8,806	-408	6,795
P/S	5.30	3.84	3.29	2.70	2.31

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2022-07-26，汇率 1 港币=0.8609 人民币

买入（维持）

当前价：84.65 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

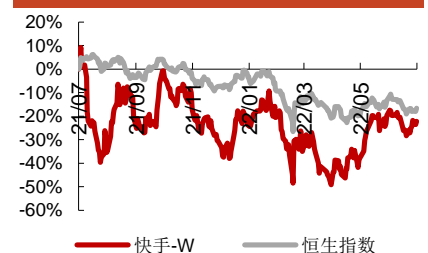
联系人：赵越

zhaoyue1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	42.92
总市值(亿港元):	3633.51
一年最低/最高(港元):	55.30-118.90
近 3 月换手率(%):	54.5

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.7	47.9	-11.1
绝对	-3.1	53.1	-34.6

资料来源：Wind

相关研报

用户数&时长持续增长，海外新兴市场排名稳定——快手科技（1024.HK）22M5 经营数据跟踪研究（2022-06-17）

流量再创新高，各业务维持增长韧性——快手科技（1024.HK）2022 年一季度业绩点评（2022-05-25）

DAU 保持增长韧性，用户粘性持续巩固——快手科技（1024.HK）2022 年一季度经营数据跟踪研究（2022-04-14）

活跃用户数环比持稳，降本增效持续验证——快手科技（1024.HK）2021 年四季度及 21 年度业绩点评（2022-3-30）

目录

1、经营数据：活跃用户数增速边际向好，用户粘性持续巩固	4
1.1、DAU、MAU：增速边际向好，看好快手 22Q2 活跃用户数较快增长	4
1.2、用户粘性：快手时长增速快于竞品，DAU/MAU 小幅提升	6
1.3、海外：核心区域市场持续深耕，app 排名保持稳定	7
2、22Q2 业绩前瞻：流量维持高速增长，广告、电商受疫情影响短期承压	8
3、估值与投资建议	9
4、风险分析	9

图目录

图 1: 20M1-22M6 快手、快手极速版、快手+快手极速版 MAU 对比 (单位: 百万人)	4
图 2: 20Q1-22Q2 快手、快手极速版、快手+快手极速版平均 MAU 及同比增速 (单位: 百万人)	4
图 3: 20M1-22M6 快手、快手极速版、快手+快手极速版月均 DAU 对比 (单位: 百万人)	5
图 4: 20Q1-22Q2 快手、快手极速版、快手+快手极速版平均 DAU 及同比增速 (单位: 百万人)	5
图 5: 20M1-22M6 快手、快手极速版、抖音、抖音极速版平均 DAU/MAU 对比	6
图 6: 20M1-22M6 快手、快手极速版、抖音、抖音极速版人均日使用时长对比 (单位: 分钟)	6
图 7: 快手、快手极速版、抖音、抖音极速版 1 日新增-活跃留存对比	7
图 8: 快手、快手极速版、抖音、抖音极速版 7 日新增-活跃留存对比	7
图 9: Kwai 巴西市场 iphone 免费摄影与录像榜排名变动	7
图 10: SnackVideo 印尼市场 iphone 免费社交榜排名变动	7

表目录

表 1: 22M6 快手、快手极速版、抖音、抖音极速版月均 DAU 城市等级分布对比	5
表 2: 公司盈利预测与估值简表	9

1、经营数据：活跃用户数增速边际向好，用户粘性持续巩固

1.1、DAU、MAU：增速边际向好，看好快手 22Q2 活跃用户数较快增长

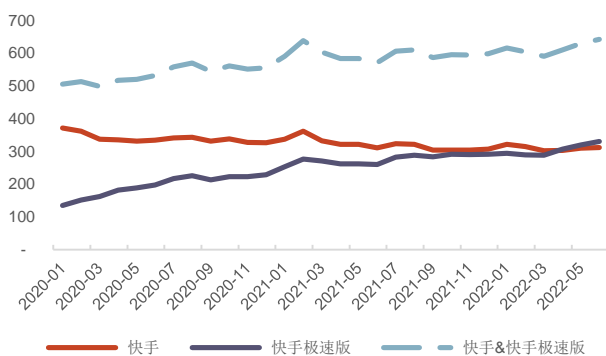
第三方数据追踪:22年2季度来看,快手主站、极速版 MAU 增速分别高于 22Q1,我们认为,22Q2 快手应用 MAU 有望迎来较快增长。根据极光 (MoonFox) 数据,22Q2 快手主站+极速版 (未去重) MAU 6.3 亿,同比上升 8.2% (对比 22Q1 同比增速-1.2%)。22Q2 快手主站平均 MAU 3.1 亿,同比下降 3.0% (对比 22Q1 同比增速-9.1%) ; 快手极速版平均 MAU 3.2 亿,同比上升 21.9% (对比 22Q1 同比增速+8.9%) 。

快手通过布局“快招工”线上招聘、线上房产经纪等服务领域,推动短视频&直播内容和实体发展、个人生活更紧密链接,同时有望持续实现用户规模的拓展。

1) 招聘方面,快手推出“2022 大学生云端招聘季”,合作中航锂电等多家企业,总计提供超过 38000 个岗位;5 月 24 日至 6 月 15 日,快手推出 600 余场直播招聘专场,100 多家优质用工企业,提供近 20 万个岗位,助力企业复工复产。2) 房产经纪方面,22 年 4 月 30 日-5 月 4 日,“快手理想家”联合房产主播在沈阳、天津等多地发起“五一购房节”,5 天线上近 40 套新房成交,交易总额 3,500 万元。

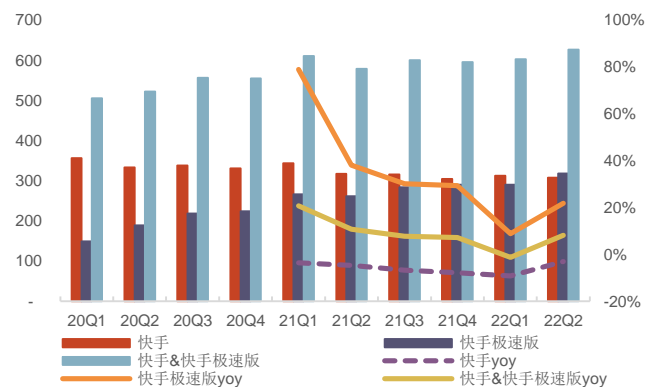
22 年 6 月来看,快手主站、极速版 MAU 增速边际向好持续。根据极光 (MoonFox) 数据,22M6 快手主站+极速版 (未去重) MAU 6.4 亿,同比上升 12.5% (对比 22M5 同比增速 7.7%)。22M6 快手主站平均 MAU 3.1 亿,同比上升 0.4% (对比 22M5 同比增速-3.8%) ; 快手极速版平均 MAU 3.3 亿,同比上升 26.9% (对比 22M5 同比增速+21.8%)。快手主站 MAU 增速在 22M6 相对于 22M5 有边际好转,快手极速版用户增长显著,是快手新客获取的重要来源。

图 1: 20M1-22M6 快手、快手极速版、快手+快手极速版 MAU 对比 (单位: 百万人)



资料来源: 极光, 光大证券研究所; 注: 其中快手+快手极速版数据为快手数据和快手极速版数据未去重相加

图 2: 20Q1-22Q2 快手、快手极速版、快手+快手极速版平均 MAU 及同比增速 (单位: 百万人)



资料来源: 极光, 光大证券研究所; 注: 其中快手+快手极速版数据为快手数据和快手极速版数据未去重相加

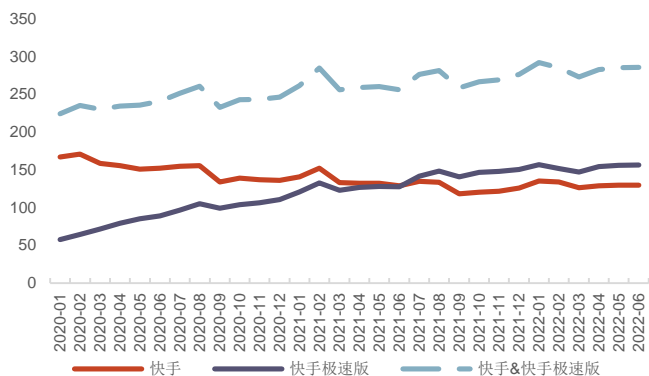
22 年 2 季度来看, 快手极速版 DAU 维持健康增长, 主站 DAU 保持韧性, 22Q2 快手应用 DAU 增速有望高于 MAU 增速。根据极光 (MoonFox) 数据, 22Q2 快手主站+极速版 (未去重) DAU 2.8 亿, 同比上升 10.2% (对比 22Q1 同比增速 6.0%)。22Q2 快手主站平均 DAU 1.3 亿, 同比下降 1.4% (对比 22Q1 同比增速-7.2%) ; 快手极速版平均 DAU 1.6 亿, 同比上升 22.1% (对比 22Q1 同比

增速+21.0%)。22Q2 快手依托于“老铁经济”和私域流量的强粘性和高转化的同时，有望积极开发公域，通过内容投入+发力运营，将 MAU 存量持续转化为 DAU 增量。

快手积极培育多项内容生态，有望持续促进平台流量增长。1) 知识方面，“快手读书月”于 4 月 10 日全面开启，截至 4 月 12 日，在快手“陪你读书”话题活动页面，快手创作者发布累计超过 11 万个作品，这些短视频的总播放量已突破 1.5 个亿。2) 短剧方面，22Q2 快手家庭共情赛道重点项目《再婚》，拿下 8.9 亿播放量，同比 Q1 榜首增量 74.5%，为各大短剧平台 22Q2 播放量最高的短剧。

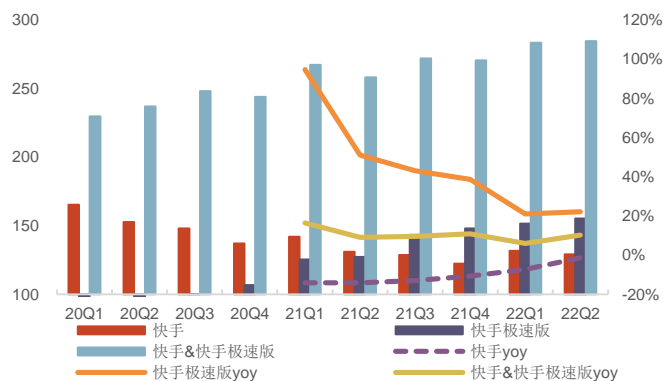
22 年 6 月来看，快手 DAU 同比增速快于 22M5，边际向好。根据极光 (MoonFox) 数据，22M6 快手主站+极速版 (未去重) DAU 2.9 亿，同比上升 11.7% (对比 22M5 同比增速 9.7%)。

图 3: 20M1-22M6 快手、快手极速版、快手+快手极速版月均 DAU 对比 (单位: 百万人)



资料来源: 极光, 光大证券研究所; 注: 其中快手&快手极速版数据为快手数据和快手极速版数据未去重相加

图 4: 20Q1-22Q2 快手、快手极速版、快手+快手极速版平均 DAU 及同比增速 (单位: 百万人)



资料来源: 极光, 光大证券研究所; 注: 其中快手&快手极速版数据为快手数据和快手极速版数据未去重相加

下沉市场仍是快手基本盘。根据极光 (MoonFox) 数据，22M6 快手主站在三、四线城市地区月均 DAU 占比分别为 23.4%、22.4%；快手极速版的对应占比为 24.0%、24.1%，与 22M5 相比均有小幅上升。在用户分布变动较小的情况下，快手有望通过“老铁文化”拉近与下沉市场用户的距离，增进社区的粘性；同时通过对快品牌、供应链的打造，满足下沉市场用户的物质生活需求，加速电商业务的发展。

表 1: 22M6 快手、快手极速版、抖音、抖音极速版月均 DAU 城市等级分布对比

城市等级	快手		快手极速版		抖音		抖音极速版	
	22M6 占比	mom	22M6 占比	mom	22M6 占比	mom	22M6 占比	mom
一线城市	5.8%	0.0pcts	4.8%	0.0pcts	7.2%	0.2pcts	5.5%	0.0pcts
新一线城市	14.4%	-0.2pcts	13.8%	-0.1pcts	17.3%	-0.4pcts	15.2%	-0.2pcts
二线城市	17.5%	-0.2pcts	16.1%	0.0pcts	18.1%	-0.3pcts	16.9%	-0.1pcts
三线城市	23.4%	0.4pcts	24.0%	0.3pcts	23.4%	0.2pcts	23.4%	0.3pcts
四线城市	22.4%	0.2pcts	24.1%	0.0pcts	20.6%	0.2pcts	23.0%	0.1pcts
其他	16.6%	-0.1pcts	17.2%	-0.3pcts	13.4%	2.8pcts	16.1%	-0.1pcts

资料来源: 极光, 光大证券研究所

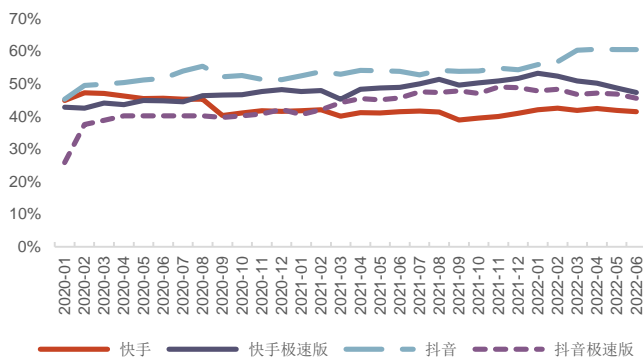
1.2、 用户粘性：快手时长增速快于竞品，DAU/MAU 小幅提升

第三方数据追踪：22Q2 快手主站&极速版人均使用时长维持健康增长，快手主站&极速版时长同比增速分别快于抖音主站&极速版。根据极光 (MoonFox) 数据，22Q2 快手主站人均日使用时长为 117 分钟，同比增长 9.7%，快手极速版人均日使用时长 112 分钟，同比增长 6.4%；抖音主站人均日使用时长为 145 分钟，同比增长 7.9%，抖音极速版人均日使用时长 100 分钟，同比增长 1.1%。22M6 快手主站人均日使用时长为 114 分钟，同比增长 1.6%，快手极速版人均日使用时长 108 分钟，同比下降 0.1%；抖音主站人均日使用时长为 143 分钟，同比增长 5.4%，抖音极速版人均日使用时长 100 分钟，同比下降 0.7%。

22Q2 快手主站&快手极速版平均 DAU/MAU 小幅提升，在快手平台社交属性加强、独特内容扩展、组织架构调整下，用户粘性得到巩固。根据极光数据，快手 22Q2 的快手主站的月平均 DAU/MAU 为 41.9% (yoy+0.7pcts), 极速版为 48.8% (yoy+0.1pcts)。

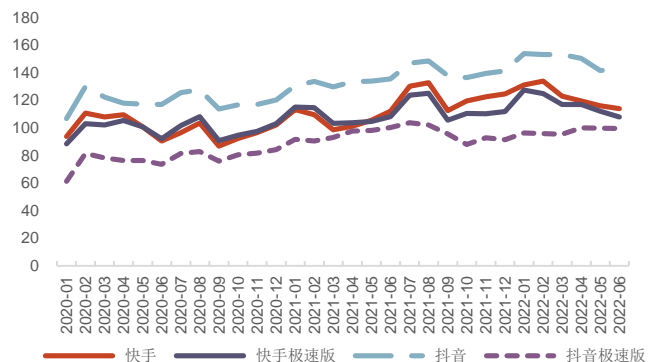
我们认为,后续快手用户时长有望持续增加,进而通过广告、电商等商业化变现,实现业绩增长。1) 内容生态保持多样化、差异化。快手上的内容分发逻辑更去中心化,逐步涌现数量可观的多元化品类、兼具知识和创意的精品内容。2) 组织架构调整&高粘性社区生态已就绪。快手通过功能设计或内容运营来实现粉丝和粉丝间、主播和主播间的相互关注和互动,加深后的用户情感投入驱动快手用户时长增长。3) 22Q2 新冠疫情的反复使得我国居民居家时间更长,对快手用户时长的增长客观上有一定驱动作用。

图 5：20M1-22M6 快手、快手极速版、抖音、抖音极速版平均 DAU/MAU 对比



资料来源：极光，光大证券研究所

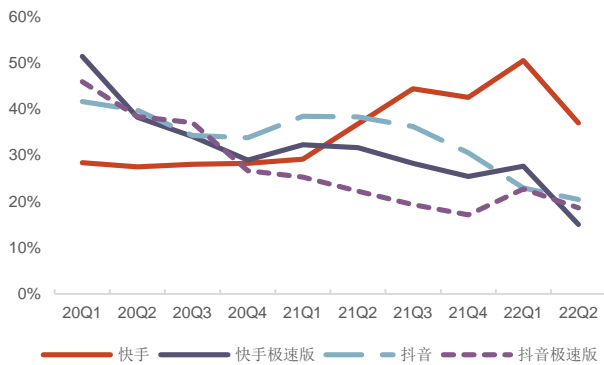
图 6：20M1-22M6 快手、快手极速版、抖音、抖音极速版人均日使用时长对比 (单位：分钟)



资料来源：极光，光大证券研究所

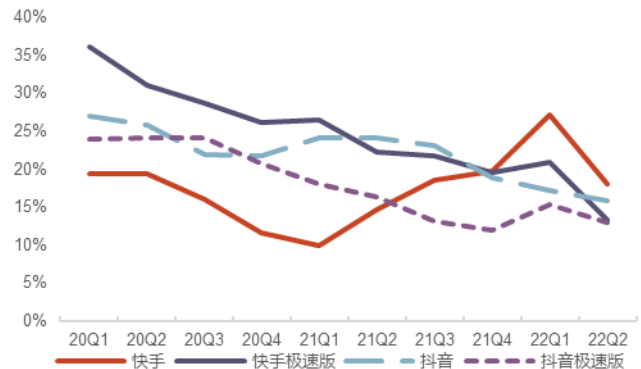
活跃用户数拓展的同时，快手 22M6 用户新增-活跃留存率有所波动。根据极光数据，快手主站 22M6 平均 7 日新增-活跃留存达 16%，同比下降 3.5pcts，与 22M5 相比下降 1.1pcts。22M6 快手主站 1 日新增-活跃留存达 33%，同比下降 11pcts，与 22M5 相比下降 2pcts。

图 7: 快手、快手极速版、抖音、抖音极速版 1 日新增-活跃留存对比



资料来源: 极光, 光大证券研究所

图 8: 快手、快手极速版、抖音、抖音极速版 7 日新增-活跃留存对比



资料来源: 极光, 光大证券研究所

1.3、海外：核心区域市场持续深耕，app 排名保持稳定

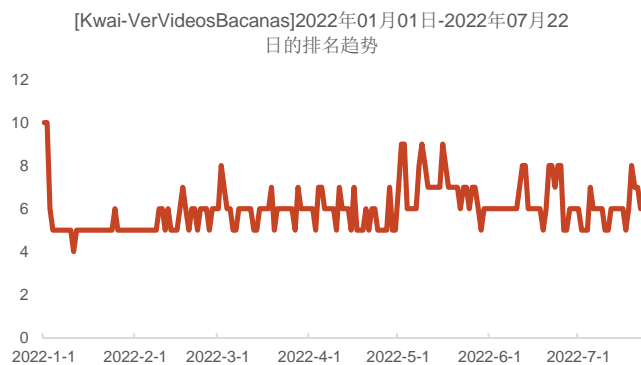
快手海外深耕核心区域市场，app 排名仍居于细分领域前列，长期运营可期。根据 22 年 1 月 1 日至 22 年 7 月 22 日点点数据排名情况，快手目前在海外各市场推进差异化运营：

1) Kwai 在巴西市场 iphone 免费摄影与录像应用榜排名日均排名 6 位。巴西是快手海外目前最成功的市场，已经开始广告、电商等变现业务运营。

2) SnackVideo 在印尼市场 iphone 免费社交应用榜日均排名 9.6 位，排名整体较为稳定。印尼等东南亚市场、哥伦比亚等西语区市场是快手海外的第二梯队，新兴市场仍有用户拓展潜力，快手有望通过在目标地区内容上发展快手的特色垂类，通过对算法、产品、本地化内容的运营和升级，提升这些市场的市占率。

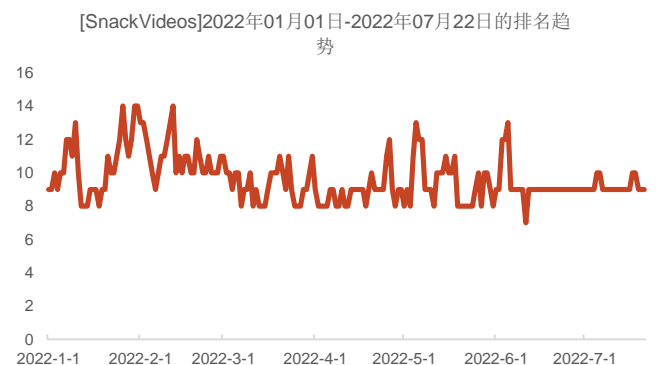
我们认为，22Q2 快手海外营销投入有望持续节制，Kwai 中东、Kwai 拉美与 SnackVideo 东南亚三个应用的人员进行整合，搭建统一的产品中台与运营中台，助力降本增效。我们认为，基于快手海外已积累的活跃用户数体量，快手持续丰富内容生态，保持较高排名，有利于快手更好地发挥在国内和海外两个市场的业务协同效应，为长线海外运营提供可能。

图 9: Kwai 巴西市场 iphone 免费摄影与录像榜排名变动



资料来源: 点点数据, 光大证券研究所

图 10: SnackVideo 印尼市场 iphone 免费社交榜排名变动



资料来源: 点点数据, 光大证券研究所

2、22Q2 业绩前瞻：流量维持高速增长，广告、电商受疫情影响短期承压

用户方面：参考上述第三方监测数据，22Q2 快手应用 MAU 及 DAU 同比增速快于 22Q1。我们认为，22Q2 快手活跃用户数将保持同比较快增长，用户淡季，DAU 相比于 22Q1 环比稳定。预计 22Q2 快手应用平均 DAU 以及平均 MAU 分别将达 3.5 亿人以及 5.8 亿人，同比分别增长 18%及 15.5%。组织架构调整带来的用户获取、运营效率提升有望保持。

垂类内容的深挖、社交信任的加强将共同推动快手 22Q2 DAU/MAU 同比提升、每 DAU 日均使用时长保持高位，用户粘性得到巩固。1) 我们预计 22Q2 快手应用 DAU/MAU 为 59.2%，同比上升 1.3pcts。2) 综合第三方快手主站和极速版数据来看，我们预计 22Q2 快手应用每 DAU 日均使用时长同比增长 19%至 127.2 分钟，在 22Q1 高基数下，环比略有波动。在电商直播增长驱动下，我们认为快手 22H2 每位日活用户日均使用时长有望保持增长。

收入方面：我们预计 22Q2 快手实现总收入 209.5 亿元，同比增长 9.5%，收入增速受疫情影响短期承压。

广告：我们预计 22Q2 快手线上营销实现收入 107.9 亿元，同比增长 8.4%。主要考虑：1) 流量保持增长韧性，22Q2，我们以单季总用户时长度量快手流量（单季总用户时长=平均 DAU*每 DAU 日均使用时长*单季天数），测算得到快手 22Q2 预计单季总用户时长约 669 亿小时，同比增长约 40%。2) 22Q2 快手电商 GMV 保持增长，内循环广告贡献增量。3) 宏观经济疲弱和疫情反复影响下，各行业广告主预算受限，广告 CPM 预计在 22Q2 短期将较为承压。我们认为，22Q3 快手广告业务增速有望回暖。主要考虑：1) 随着我国疫情得到控制，宏观经济复苏，广告主预算有望在 22H2 逐步得到恢复；2) 部分行业监管趋缓，游戏版号 22 年恢复下发，游戏广告在快手的买量有望提升。3) 内循环受电商业务增速回升正面促进。

直播电商：我们预计 22Q2 快手电商 GMV 达到 1,818 亿元，同比增长 25%。主要考虑：1) 疫情影响下，快手部分商家在疫情地区，开播、履约受到明显影响；同时，用户侧下单频次因疫情限制而承压，快手 GMV 增速短期下滑。2) 22M6 物流有所恢复，叠加快手“616 实在购物节”活动驱动，维持 22Q2 快手 GMV 增长韧性。22 年 616 期间（5 月 20 日-6 月 19 日），快手品牌商家 GMV 同比 21 年 616 增长达 515%。3) 货币化率维持于约 1.2%水平，预计 22Q2 快手其他服务（主要为电商）实现收入 21.1 亿元，同比增速 6.3%。我们认为，22Q3 快手电商 GMV 增速有望回暖。疫情短期内影响最大的时间节点已经过去，随着快手活跃用户数的稳定提升，更多品牌商的引入、快品牌的培育，加强人、货的匹配，后续快手电商活跃买家数、客单价、用户下单频次仍有增长空间。

直播打赏：我们预计 22Q2 快手直播打赏收入 80.5 亿元，同比增长 11.9%。主要考虑：快手扶持多元化主播和直播内容，通过加大公会合作，将原有的个人主播逐步向专业化变现团队转变，直播质量、直播间氛围有望提升，受此驱动下，我们预计 22Q2 直播平均月付费用户达 5,240 万人，同比增长 18%。

利润方面：我们认为随着公司对降本增效战略的加强重视，经调整净亏损有望环比收窄。我们预计 22Q2 公司经调整净亏损 32.7 亿元人民币，对比 22Q1 经调整净亏损 37.2 亿；预计 22Q2 经调整净损益率-15.6%，同比改善 11pcts。

毛利率：我们预计公司 22Q2 毛利率将达 42.3%，环比将有小幅的提升。主要考虑：1) 随着公司优化和直播工会、联盟广告的分成机制，预计收入分成及相关

税项成本占总收入比例有望环比小幅下降。2) 快手仍在保持内容采买方面的投入以持续培育丰富的内容生态，预计内容成本占总收入比例保持稳定。

OPEX 费用率：我们预计公司 22Q2 销售/管理/研发费用率分别将达 44%/4.4%/17%，OPEX 费用率 65.4%，环比小幅下降。主要由于：a) 公司对降本提效更加重视，开辟高效的新买量渠道，实现资源合理利用，公司销售费用率预计实现环比改善。b) 公司保持对大数据及其他先进技术的开发投入，同时 2 季度是公司绩效周期，管理/研发费用率预计将环比略有上升。

3、估值与投资建议

疫情反复短期对快手广告、电商业造成一定负面影响，随着后续疫情好转，快手广告、电商业增长有望得到恢复，维持公司 2022-24 年营收预测 947/1,153/1,348 亿元。快手具备良好的社区氛围，粉丝和达人间自发形成的情感联系、信任感更强，具备长期变现潜力。快手平台用户获取、留存效率持续提升，流量仍有望健康增长；降本提效逻辑持续验证，经调整净亏损率有望在 22 年持续收窄；维持“买入”评级。

表 2：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万人民币元）	58,776	81,082	94,694	115,309	134,780
营业收入增长率	50.2%	37.9%	16.8%	21.8%	16.9%
Non-IFRS 净利润（百万人民币元）	-7,949	-18,848	-8,806	-408	6,795
P/S	5.30	3.84	3.29	2.70	2.31

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2022-07-26，汇率 1 港币=0.8609 人民币

4、风险分析

用户增长不及预期风险：国内短视频行业渗透率已达较高水平，快手 MAU、DAU 增长或将面临减速。

广告收入增长不及预期风险：受疫情反复、特定行业监管等影响，广告主需求降低，广告收入增长可能短期减缓。

电商商业化进展不及预期风险：22 年疫情反复对快手电商 GMV 增长造成不利影响，或将造成电商收入增长减缓。

第三方数据与实际数据存在偏差风险：引用第三方数据来自极光（Moonfox）等平台，可能因统计口径等问题导致第三方平台数据与实际数据存在一定偏差。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	58,776	81,082	94,694	115,309	134,780
营业成本	34,961	47,052	54,483	65,389	75,218
折旧和摊销	4,863	6,885	4,434	5,385	6,335
营业税费	0	0	0	0	0
销售费用	26,615	44,176	36,615	34,593	33,695
管理费用	8,224	18,357	19,667	23,062	26,417
财务费用	35	39	44	162	153
公允价值变动损益	-106,846	-51,276	0	0	0
投资收益	273	1,046	1,046	1,046	1,046
营业利润	-117,633	-78,771	-15,095	-6,864	333
营业外支出	96	1,358	2,619	2,619	2,619
利润总额	-117,201	-79,102	-17,099	-8,867	-1,670
所得税	-566	-1,025	-152	-79	-15
净利润	-116,635	-78,077	-16,947	-8,788	-1,655
少数股东损益	0	-3	-1	-0	-0
归属母公司净利润	-116,635	-78,074	-16,946	-8,788	-1,655
non-ifs 归母净利润	-7,949	-18,848	-8,806	-408	6,795

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,289	-5,519	-5,017	8,056	16,202
投资活动产生现金流	-4,867	-18,361	-5,964	-6,844	-6,750
融资活动现金流	19,290	36,500	10,525	4,316	11,036
净现金流	16,711	12,620	-456	5,528	20,488

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	52,147	92,515	91,517	101,698	125,623
货币资金	23,124	36,440	35,984	41,511	61,999
交易型金融资产	3,690	8,842	8,842	8,842	8,842
应收账款	2,428	4,450	3,931	4,784	5,593
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
流动资产	31,528	53,011	52,685	59,852	81,857
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	1,411	1,384	1,386	1,388
固定资产	12,381	23,145	23,795	23,494	22,241
无形资产	1,248	1,172	1,392	1,612	1,882
非流动资产	20,619	39,505	38,833	41,846	43,766
总负债	212,197	47,419	63,368	82,337	107,918
无息负债	212,197	47,419	58,244	80,982	103,162
有息负债	0	0	5,124	1,355	4,756
股东权益	-160,050	45,096	28,149	19,361	17,706
股本	0	0	0	0	0
公积金	12,012	295,261	295,261	295,261	295,261
未分配利润	-172,062	-250,172	-267,118	-275,906	-277,561
少数股东权益	0	7	6	5	5
归属母公司权益	-160,050	45,089	28,144	19,356	17,700

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
64CannonStreet, London, UnitedKingdomEC4N6AE