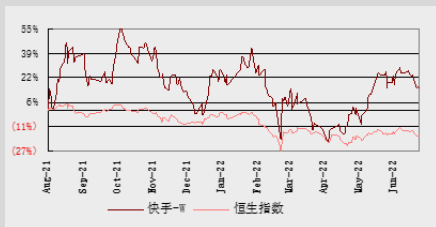


01024.HK
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 港币 75.1

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.8	(11.8)	13.9	7.6
相对香港恒生指数	13.4	(10.6)	17.1	32.7

发行股数(百万)	4,294
流通股(%)	100
总市值(港币 百万)	322,482
3个月日均交易额(港币 百万)	2,088
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
Tencent Mobility Limited	12

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以2022年8月23日收市价为标准

相关研究报告

《快手-W: 22Q2 业绩前瞻: 预计流量稳健增长, “快品牌” 电商表现亮眼》 20220725

《快手科技: 用户数据创新高, 业绩韧性较强》 20220525

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

传媒
证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

快手-W

22Q2 业绩: 流量增长强劲, 国内实现单季盈利

快手科技公布 22Q2 业绩, Q2 营业收入 216.95 亿元, 同比增长 13.4%; 经调整净亏损 13.12 亿元 (21Q2 经调整净亏损 50.16 亿元); 经调整 EBITDA 4.07 亿元 (21Q2 经调整 EBITDA 35.60 亿元)。在外部复杂环境下, 公司表现出了强韧的业绩增长和出色的成本管控能力, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩全面超预期, 国内业务提前实现单季度盈利。**分业务看, 线上营销服务收入 110.06 亿元, 同比增长 10.5%。直播业务收入 85.65 亿元, 同比增长 19.1%。其他服务收入 21.24 亿元, 同比增长 7.1%, 电商 GMV 同比增长 31.5% 至 1912 亿元。22Q2 国内经营利润 9362 万元 (22Q2 经营亏损 10.26 亿元); 海外经营亏损由 21Q2 的 43.68 亿元大幅缩窄至 16.06 亿元。
- **流量表现继续创新高, 内容供给丰富。**快手 22Q2 平均 DAU 创新纪录, 同比增长 18.5% 至 3.47 亿; MAU 5.87 亿, 同比增长 15.9%; 用户粘性 (日活/月活) 达到历史最高 59.2%; 每 DAU 日均使用时长达到 125.2 分钟, 同比增长 17.1%。短剧、大型明星直播、垂类内容供给丰富。
- **外部宏观环境严峻, 广告业务韧性较强。**上半年整体广告市场承压, 公司在如此环境之下, Q2 平台广告主数量同比增长超过 90%, 品牌广告增速超过广告收入增速, 平台电商商家贡献的内循环广告呈现更强的韧性。
- **信任电商心智加深, 快招工服务表现亮眼。**22Q2 电商用户复购率在高于行业整体的基础上继续提升, 快品牌发展迅速, 22Q2 月动销快品牌商家数量环比翻倍增长。22Q2 快手直播平均月付费用户同比增长 21.8% 至 5420 万人, ARPPU 达到 52.7 元, 同比下降 2.3%。22Q2 快招工 MAU 达到 2.5 亿, 环比增长 90%; 截至 6 月底, 合作企业数量超过 10 万。
- **运营效率和技术提升, 成本管控能力突出。**公司 22Q2 毛利率 45.0%, 同比增加 1.2ppts, 环比增加 3.3ppts。22Q2 销售/管理/研发费用率分别为 40.4%/4.4%/15.1%, 同比大幅下降 18.5ppts/基本持平/下降 5.3ppts。

估值

- 在复杂环境下, 公司表现出了强韧的业绩增长和出色的成本管控能力, 我们上调公司 2022/23/24 年经调整净利润至 -72.19/10.17/69.46 亿元。维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济下滑; 消费疲软; 内容监管超预期; 数据和广告监管风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	58,776	81,082	95,609	118,606	141,819
变动(%)	50.2	37.9	17.9	24.1	19.6
调整后净利润(人民币 百万)	(7,864)	(18,852)	(7,219)	1,017	6,946
变动(%)	-	(139.7)	61.7	114.1	-
调整后每股收益(人民币)	(8.4)	(4.5)	(1.7)	0.2	1.6
前次预测每股收益(人民币)	(8.4)	(4.5)	(2.5)	(0.1)	1.0
调整幅度(%)	-	-	32.8	-	61.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

业绩全面超预期，国内业务提前实现单季度盈利。快手 22Q2 收入和利润表现情况全面超此前市场预期，营业收入 216.95 亿元，同比增长 13.4%；净亏损 31.76 亿元（vs. 21Q2 净亏损 70.36 亿元），经调整净亏损 13.12 亿元（vs. 21Q2 经调整净亏损 57.49 亿元），亏损率均大幅缩窄；经调整 EBITDA 4.07 亿元（vs. 21Q2 经调整 EBITDA 35.60 亿元），20Q4 以来首次转正。

分业务看，线上营销服务收入 110.06 亿元，同比增长 10.5%，在外部宏观经济压力较大、广告投放整体承压的情况下，快手的广告收入增长保持了较强的韧性，市场份额进一步扩大。直播业务收入 85.65 亿元，同比增长 19.1%，增长主要由月付费用户增加带动。其他服务收入（主要为电商）21.24 亿元，同比增长 7.1%，电商 GMV 同比增长 31.5% 至 1912 亿元。

快手首次披露了国内和海外的业绩情况：22Q2 国内收入 215.92 亿元，同比增长 12.9%；经营利润 9362 万元（22Q2 经营亏损 10.26 亿元），原本计划在 22Q4 实现盈利。22Q2 海外收入 1.03 亿元，同比增长 1329%；经营亏损由 21Q2 的 43.68 亿元大幅缩窄至 16.06 亿元。截至 6 月末，海外单用户日均使用时长创新高，超过 60 分钟。

图表 1. 公司财务数据对比

（人民币 百万）	2Q21	1Q22	2Q22	同比变化 (%)	环比变化 (%)
营业收入	19,139	21,067	21,695	13	3
线上销售服务收入	9,962	11,351	11,006	10	(3)
直播服务收入	7,193	7,842	8,565	19	9
其他服务收入	1,983	1,873	2,124	7	13
国内收入	19,132	21,019	21,592	13	3
海外收入	7	48	103	1,329	117
毛利润	8,385	8,782	9,770	17	11
毛利率(%)	44	42	45	1	3
销售费用率(%)	59	45	40	(18)	(5)
管理费用率(%)	5	4	4	(0)	0
研发费用率(%)	20	17	15	(5)	(2)
经营亏损	(7,215)	(5,643)	(3,059)	58	101
国内经营利润	(1,026)	(1,544)	94	-	-
海外经营亏损	(4,368)	(1,846)	(1,606)	63	103
调整后净亏损	(5,016)	(3,722)	(1,312)	74	102

资料来源：公司公告，中银证券

流量继续创新高，内容供给丰富。快手 22Q2 平均日活用户数创新纪录，同比增长 18.5% 至 3.47 亿；月活用户数 5.87 亿，同比增长 15.9%；用户粘性（日活/月活）达到历史最高 59.2%；每 DAU 日均使用时长达到 125.2 分钟，同比增长 17.1%。Q2 以来快手平台举行了多项大型直播活动：6 月 25 日成龙全球直播首秀，最高同时在线人数超 526 万；7 月 18 日周杰伦新专辑首场直播，最高同时在线人数超 654 万。另外，短剧、垂类直播内容丰富，包括多部爆款短剧、“快看博物馆之城”系列文化直播等。

外部宏观环境严峻，公司广告业务韧性强。上半年宏观环境不确定性增强、消费整体疲软，叠加 4-5 月疫情扰动，整体广告市场承压。但公司在如此环境之下，Q2 广告收入仍然实现了较好的增长，Q2 平台广告主数量同比增长超过 90%，品牌广告增速超过整体广告收入增速。平台电商商家贡献的内循环广告呈现更强的韧性，在疫情缓解后以及 616 购物节刺激下，平台内电商广告投放恢复较快。

信任电商心智加深，快品牌发展壮大。22Q2 电商用户复购率在高于行业整体的基础上继续提升，通过严格的假货赔付条款、用户反馈口碑等对商家进行定量和定性评估，加深用户对信任电商的认知。快品牌发展迅速，官方数据显示，快手 616 实在购物节期间，快品牌直播间订单量共计 1200 万单，复购率最高达 88%，快品牌 GMV 同比增长 198%。22Q2 月动销快品牌商家数量环比翻倍增长，月动销品牌商家数量同比增长超过两倍。

直播运营能力提升，快招工服务表现亮眼。22Q2 快手直播平均月付费用户同比增长 21.8%至 5420 万人，付费率同比提升 0.4ppt 至 9.2%，ARPPU 达到 52.7 元，同比下降 2.3%。快手通过加强与工会的合作，引入新主播，推出创新互动玩法和消费场景，激发直播消费需求。在稳健发展的流量生态中，快招工服务表现亮眼，22Q2 快招工 MAU 达到 2.5 亿，环比增长 90%；截至 6 月底，合作企业数量超过 10 万。快手在蓝领招聘上具备三个优势：用户规模大及使用频次高、信任环境构建、流量分发匹配效率高。

运营效率和技术提升，成本管控能力突出。公司 22Q2 毛利率 45.0%，同比增加 1.2ppts，环比增加 3.3ppts。营业成本中，通过更高效率的分成机制，分成成本占总收入比例同比下降 2.9ppts；音视频编解码算法、内容存储等技术能力提升，千分钟时长带宽成本显著下降，带宽和服务器成本占总收入比例同比下降 3.2ppts；人力相关成本也有明显优化。22Q2 销售费用率 40.4%，同比大幅下降 18.5ppts，环比下降 4.7ppts；管理/研发费用率分别为 4.4%/15.1%，同比基本持平/下降 5.3ppts。

我们认为在复杂环境下，公司表现出了强韧的业绩增长和出色的成本管控能力；预计在 Q3 暑期旺季，流量仍保持强劲增长，直播和电商业务表现平稳，但广告业务仍有压力。我们略微上调公司 2022/23/24 年营业收入至 956.09/1186.06/1418.19 亿元，同比增长 17.9%/24.1%/19.6%；经调整净利润-72.19/10.17/69.46 亿元。维持**买入**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	58,776	81,082	95,609	118,606	141,819
营业成本	(34,961)	(47,052)	(52,681)	(61,082)	(70,768)
毛利润	23,815	34,030	42,928	57,524	71,051
销售费用	(26,615)	(44,176)	(39,365)	(43,884)	(49,637)
管理费用	(1,677)	(3,400)	(3,883)	(4,270)	(4,822)
研发费用	(6,548)	(14,956)	(14,732)	(18,028)	(21,273)
其他收入	528	(225)	710	200	200
其他损益	176	(225)	(741)	0	0
营业利润	(10,320)	(27,701)	(15,083)	(8,458)	(4,480)
财务收入净值	(35)	(38)	1	200	100
其他损益	(106,846)	(51,362)	(131)	0	0
税前损益	(117,201)	(79,102)	(15,213)	(8,258)	(4,380)
所得税	566	1,025	(830)	(413)	(219)
年度损益	(116,635)	(78,077)	(16,043)	(8,671)	(4,599)
调整后净利润	(7,864)	(18,852)	(7,219)	1,017	6,946
普通股数(摊薄, 百万)	931	4,227	4,294	4,294	4,294
EPS(调整后, 摊薄)	(8.4)	(4.5)	(1.7)	0.2	1.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净损益	(117,201)	(79,102)	(7,219)	1,017	6,946
折旧与摊销	4,863	6,885	12,665	10,272	9,147
运营资本变动	(3,779)	(12,554)	5,445	11,289	16,094
其他经营现金流	118,406	79,252	(6,459)	(5,540)	(10,291)
经营活动产生的现金流	2,289	(5,519)	4,431	17,038	21,897
购买固定资产净值	(5,907)	(7,758)	(8,100)	(8,100)	(8,100)
投资增加净值	3,440	(6,003)	(955)	(1,150)	(1,161)
其他投资现金流	(2,401)	(4,601)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(4,867)	(18,361)	(9,055)	(9,250)	(9,261)
净增债务	(1,666)	(2,748)	1,252	1,150	1,161
净增权益	20,957	0	0	0	0
其他融资现金流	0	39,248	(28)	0	0
融资活动产生的现金流	19,290	36,500	1,223	1,150	1,161
现金变动	16,711	12,620	(3,400)	8,938	13,797
期初现金及等价物	3,996	20,392	32,612	29,212	38,150
期末现金及等价物	20,392	32,612	29,212	38,150	51,947

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	20,392	32,612	29,212	38,150	51,947
短期定期存款	2,729	3,825	4,780	5,930	7,091
应收款项	2,428	4,450	23,902	29,651	35,455
其他流动资产	5,980	12,123	27,964	32,563	37,206
流动资产总计	31,528	53,011	85,859	106,295	131,699
固定资产	7,206	11,051	10,194	9,791	9,602
无形资产	1,248	1,172	1,122	1,072	1,022
其他非流动资产	12,165	27,282	23,624	21,905	21,097
非流动资产总计	20,619	39,505	34,940	32,768	31,721
总资产	52,147	92,515	120,799	139,063	163,420
应付账款	17,308	29,144	57,366	71,163	85,091
短期借款	2,099	3,529	4,780	5,930	7,091
其他流动负债	3,778	4,582	10,641	12,940	15,261
流动负债总计	23,185	37,256	72,786	90,034	107,444
非流动负债总计	189,012	10,164	10,135	10,135	10,135
总负债	212,197	47,419	82,922	100,169	117,579
累计损益	(172,062)	(250,172)	(266,215)	(274,886)	(279,485)
其他权益	184,073	271,026	295,892	314,252	330,396
归属于母公司权益	12,012	20,854	29,677	39,366	50,911
非控制性权益	0	0	0	0	0
权益总额	(160,050)	45,096	37,877	38,894	45,841
总负债及权益	52,147	92,515	120,799	139,063	163,420

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长率 (%)	50.24	37.95	17.92	24.05	19.57
营业利润增长率 (%)	-	(168.42)	45.55	43.92	-
调整后净利润增长率 (%)	-	(139.73)	61.71	114.09	-
获利能力					
毛利率 (%)	40.52	41.97	44.90	48.50	50.10
调整后净利率 (%)	(13.38)	(23.25)	(7.55)	0.86	4.90
ROE	4.91	(41.80)	(19.06)	2.62	15.15
偿债能力					
资产负债率 (%)	406.92	51.26	68.64	72.03	71.95
净负债比率 (%)	(132.58)	105.15	218.93	257.54	256.50
流动比率 (%)	135.99	142.29	117.96	118.06	122.57
速动比率 (%)	126.13	133.49	91.69	91.71	96.18
营运能力					
总资产周转率	1.39	1.12	0.90	0.91	0.94
应收账款周转率	33.25	23.58	6.74	4.43	4.36
应付账款周转率	2.38	2.03	1.22	0.95	0.91
每股指标 (元)					
每股收益	(8.44)	(4.46)	(1.68)	0.24	1.62
每股销售收入	63.12	19.18	22.27	27.62	33.03
估值比率					
P/E	(7.65)	(14.48)	(38.42)	272.61	39.92
P/S	1.02	3.37	2.90	2.34	1.96

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371