

【广发传媒 & 海外】快手 -W (01024.HK)

国内提前达到盈亏平衡，商业化持续迭代

公司评级	买入
当前价格	73.75 港元
合理价值	94.42 港元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-25

核心观点:

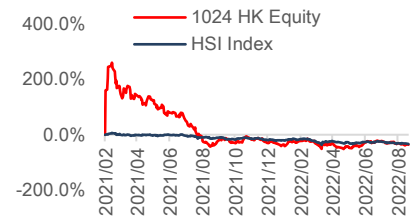
- 快手发布 22Q2 业绩:** 总收入为 217 亿元, YoY/QoQ+13%/+3%。毛利率 45%, YoY/QoQ+1pct/3pct, 毛利率提升受益于直播等分成比例的有效控制。营销费用 88 亿元, YoY/QoQ-22%/-8%, 营销费用率 40%, YoY/QoQ-18pct/-5pct。研发费用 33 亿元, YoY/QoQ-16%/-7%。管理费用为 9.6 亿元, YoY/QoQ+11%/+10%。运营亏损率为 15%, 同比收窄 25pct, 环比收窄 9pct; 经调整净亏损为 13 亿元, 亏损率收窄至 6%。
- 优化运营+社交属性+多元内容, 用户与流量保持增长。** 22Q2 DAU 3.47 亿人, YoY/QoQ +18%/1%。MAU 为 5.87 亿人, YoY/QoQ+16%/-2%。用户时长 125 分钟, YoY/QoQ+17%/-2%, 时长环比季节性回落。
- 国内业务首次运营层面盈利, 海外加快探索变现。** (1) 22Q2 广告收入为 110 亿元, YoY/QoQ +10%/-3%, 广告主数量同增超 90%, 内循环收入显韧性。(2) 直播收入 86 亿元, YoY/QoQ +19%/+9%, 平均月付费用户同比增长 21.8%, 快招工 MAU 达到 2.5 亿人。(3) 其他业务收入为 21 亿元, YoY/QoQ +7%/+13%, 电商 GMV 达 1912 亿元, YoY/QoQ +31%/+9%, 复购率同比环比保持增长, 品牌电商 GMV 增速高于大盘。
- 盈利预测与投资建议:** 2 季度提前验证了国内业务的盈利能力, 预计 3-4Q 会在持续夯实国内业务盈亏平衡的基础上逐步提升盈利水平 (我们预计 4Q22 国内业务运营利润近 20 亿, 基本可以弥补海外业务亏损)。调整 2022-23 年收入预测为 933/1128 亿元, 同增 15.0%/20.9%。2022-23 经调整利润预计为 -74/44 亿元。按照 22 年收入对应 3.8x PS 估值认为快手合理价值为 94.42 港元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 公司持续持续加大营销, 电商业务推进不及预期风险等。

盈利预测:

货币单位: 人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	58,776	81,082	93,282	112,818	134,011
增长率 (%)	50.2%	37.9%	15.0%	20.9%	18.8%
EBITDA (百万元)	-114,123	-76,303	-10,614	2,219	12,217
归母净利润 (百万元)	-7,864	-18,852	-7,376	4,350	16,112
增长率 (%)	-	-	-	-	270.4%
EPS (元/股)	-8.44	-4.92	-1.92	1.13	4.20
市盈率 (P/E)	-	-	-	63.72	17.20
ROE (%)	73%	-193%	-43%	-4%	16%
EV/EBITDA	-	-	-	150.11	27.26

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

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):2Q22 前瞻:** 2022-07-22
 电商复苏较快, 整体稳健
- 【广发传媒&海外】快手-W (01024.HK):用户扩张超预期, 持续降本增效** 2022-05-25
- 【广发传媒&海外】快手-W (01024.HK):经营数据全面超预期, 降本增效持续兑现** 2022-03-31

联系人:

周喆 010-59136890

zhouzhe@gf.com.cn

本文港币对人民币汇率采用0.8753，美元兑人民币汇率采用6.8681。

快手22Q2业绩情况：运营数据表现稳健，DAU达3.47亿人，YoY/QoQ +18%/1%，一致预期为3.44亿人。MAU为5.87亿人，YoY/QoQ+16/-2%，一致预期为5.83亿人。DAU/MAU同比提升1.3pct至59.2%。用户时长达125分钟，YoY/QoQ+17%/-2%，时长环比季节性回落。

总收入为217亿元，YoY/QoQ+13%/+3%，一致预期为207亿元。（1）广告收入为110亿元，YoY/QoQ +10%/-3%，一致预期为107亿元。（2）直播收入为86亿元，YoY/QoQ +19%/+9%，一致预期为80亿元。（3）其他业务收入为21亿元，YoY/QoQ +7%/+13%，一致预期为19亿元。电商GMV达到1912亿元（市场预期为1810亿元），YoY/QoQ+31%/+9%。

毛利率为45%（vs.一致预期 43%），环比提升3pct，同比提升1pct，毛利率改善受益于直播等分成比例的有效控制，以及对带宽等费用的有效控制。

营销费用为88亿元，YoY-22%，QoQ-8%，市场预期92亿元，营销费用占收入比例40%，同比降低18pct，环比降低5pct，持续降本增效。研发费用为33亿元，YoY/QoQ -16%/-7%，市场预期为36亿元。管理费用为9.6亿元，YoY +11%，QoQ +10%，市场预期为8亿元。

22Q2运营亏损率为15%，同比收窄25pct，环比收窄9pct，好于一致预期的24%亏损率。公司整体经调整净亏损为13亿元（亏损率收窄至6%），一致预期为29亿元亏损（经调整亏损率为14%）。

22Q2快手首次分国内和海外披露了财务数据，22Q2国内营收为216亿元，经营利润实现首次盈利，达到9362万元人民币，去年同期收入为191亿元，经营亏损为10.3亿元人民币。

一、优化运营+社交属性+多元内容，用户与流量保持增长

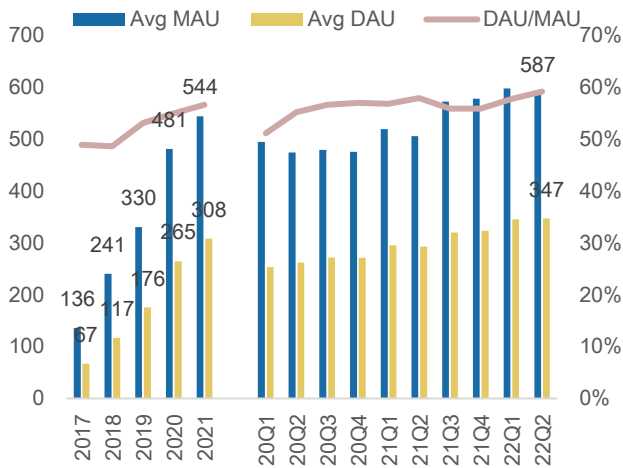
22Q2快手总流量同比增长38.7%，保持强劲增长。用户方面，DAU继续创下历史新高达到3.47亿人，同比和环比均保持正增长（YoY/QoQ+18%/1%），MAU环比略回落2%至5.87亿人，但同比仍保持+16%的稳健增长。时长方面，用户时长环比季节性回落2%至125分钟，但同比也保持了+17%的稳定增长。22Q2运营数据的稳健表现主要得益于三个方面，即优化运营、社交属性和多元内容的共同推动。

（1）用户拉新和留存策略的持续优化：用户拉新方面，公司继续拓展高效的获客渠道，并注重提高转化率。用户留存方面，公司的单DAU留存率和维系成本仍在优化。此外，公司推荐算法能力不断提升，在提高创作者流量分发效率的同时，有效提升用户体验。

（2）社交属性和互动继续增强：截至6月末，快手互关用户对数超过200亿对，同比增长65.9%，社交属性进一步增强。

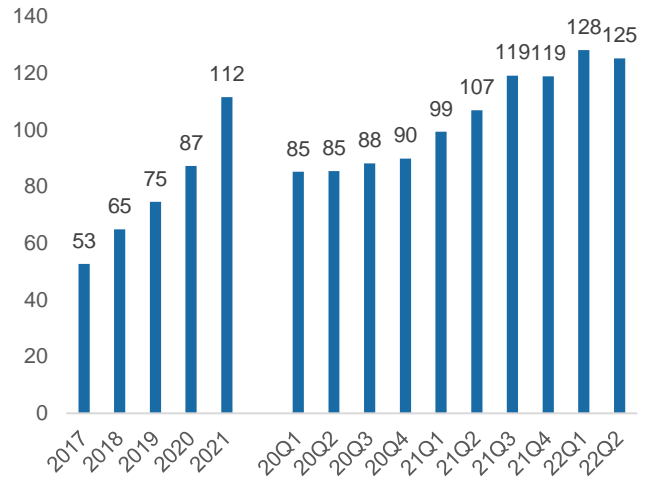
(3) 推进内容多元化: 快手的内容供给不断丰富和多元, 持续提高垂类内容质量和运营能力。在快手星芒短剧的助力下, “再婚” “古蛇传” 等更多类型和题材的爆款短剧不断推出, 满足更广范围用户的内容消费需求。此外, 近期成龙和周杰伦等明星的直播首秀成为平台热点, 带动平台流量进一步增长。

图1: 快手2017-22Q2用户 (百万) 情况推移



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图2: 快手2017-22Q2日均用户时长 (分钟) 推移

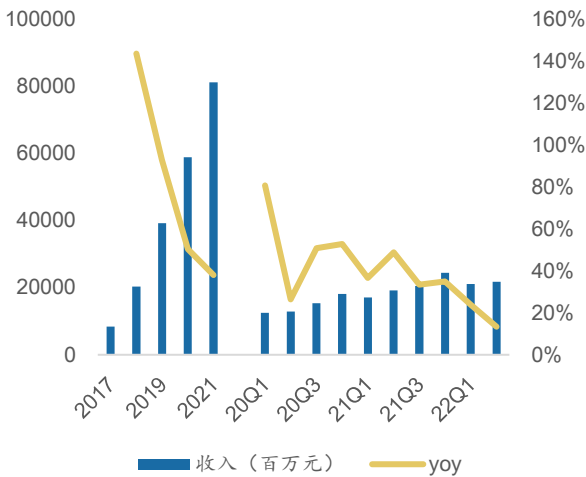


数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

二、国内业务首次运营层面盈利, 海外加快探索变现

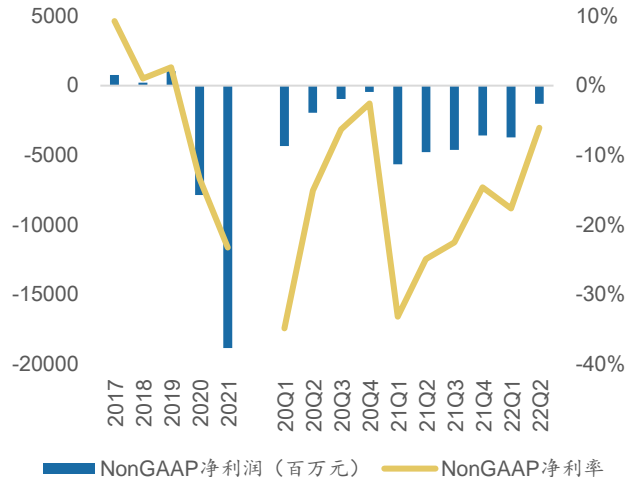
22Q2收入、毛利和亏损率继续超预期。 总收入为217亿元, YoY/QoQ+13%/+3%, 超出一致预期为207亿元。毛利率为45%, 环比提升3pct, 同比提升1pct, 超出一致预期的43%; 运营亏损率为15%, 同比收窄25pct, 环比收窄9pct, 好于一致预期的24%亏损率; 公司整体经调整净亏损为13亿元 (亏损率收窄至6%), 一致预期为29亿元亏损 (调整亏损率为14%)。

图3: 快手营业收入 (百万元) 推移2017-22Q2



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

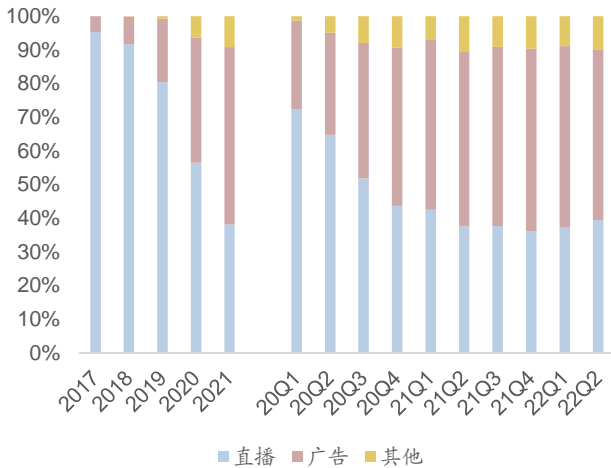
图4: 快手净利润 (百万元) 情况推移2017-22Q2



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

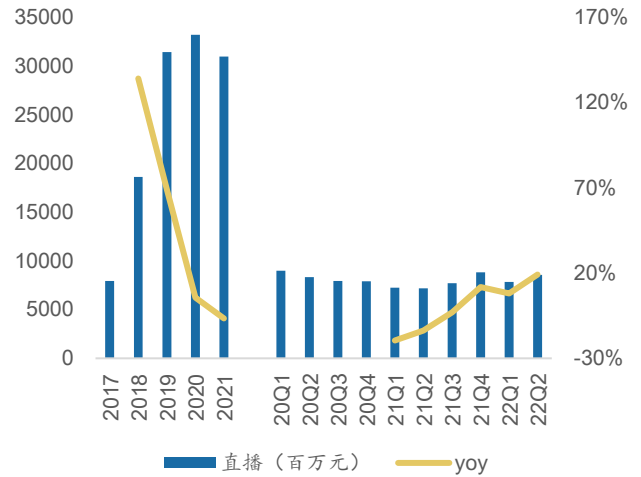
收入结构小幅波动，广告占比出现下滑，直播和电商占比提升。22Q2广告收入占比环比下滑3pct，占比达51%，仍为公司最主要收入来源；直播收入占比环比继续提升2pct至39%，连续第二个季度占比提升；包含电商收入在内的其他收入占比环比提升1pct至10%。

图5：快手营收各项构成推移2017-22Q2



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图6：快手直播收入及增速情况推移2017-22Q2



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

22Q2广告收入为110亿元，YoY/QoQ +10%/ -3%。同比提升主要由于公司不断提升的在线营销服务、产品功能和广告效果驱动下，广告主数量增加，同时电商广告的内循环收入增长更显韧性。环比下滑主要由于疫情和宏观环境等因素对广告主投放需求造成负面影响。公司在不同渠道拓展广告主覆盖范围，22Q2广告主数量同比增长超90%，广告主留存率进一步提高。电商广告随着疫情的缓解出现复苏，直播电商和短视频电商广告相结合，有效推动22Q2广告业务增长。品牌广告增速高于整体线上营销收入，在公司广告位增加、定制化营销和品效合一的促进下，品牌广告主对公司更加青睐。

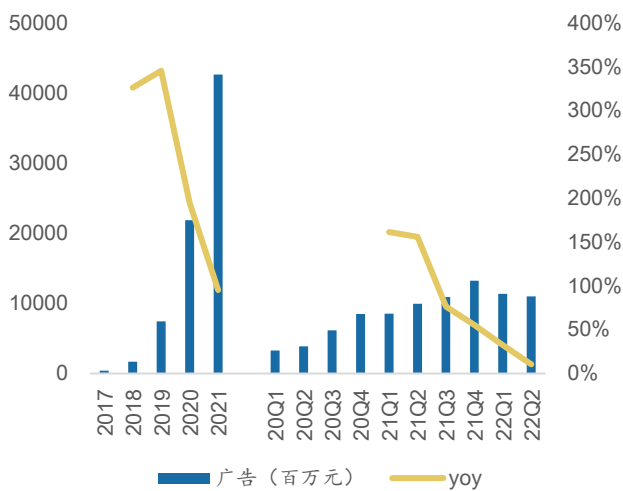
直播收入为86亿元，YoY/QoQ +19%/ +9%。同比和环比的提升主要由于在直播内容质量和用户与内容匹配效率提升的驱动下，平均月付费用户同比增长21.8%。一方面，直播供给继续优化，公司加强和工会的合作，更好赋能主播，提升直播内容质量和运营能力。另一方面，更多互动玩法和消费场景的推出，叠加算法的优化，共同促进22Q2单月付费比率同比增长。此外，快招工和快手直播生态良好融合，22Q2快招工MAU达到2.5亿人，较22Q1提升90%。

其他业务收入为21亿元，YoY/QoQ +7%/ +13%。同比和环比的增长主要得益于快手信任电商的强化、扩大品牌电商和加快和快手服务商的合作。22Q2快手电商GMV达到1912亿元 (YoY/QoQ +31%/ +9%)。一方面，公司在服饰和化妆品等非标品类外，还在食品饮料和家电数码等品类持续提升深度和广度，为用户提供更全面的消费选择。另一方面，快手电商在内容和算法上持续优化，推动电商月活跃付费用户持续增长。另外，快手服务商为电商体系的商家有效赋能，2000多名商家实现GMV跃迁。快手电商还推出回头客推荐指数和回头客说，通过客户反馈和口碑对商家进行评估，

既服务于用户的消费决策，又促进商家提升商品和服务质量，22Q2复购率同比环比保持增长。此外，品牌电商方面，知名品牌和快品牌不断壮大，22Q2月动销快品牌商家数环比翻倍增长，月动销品牌商家数同比增长超过两倍，品牌电商GMV增速高于大盘。

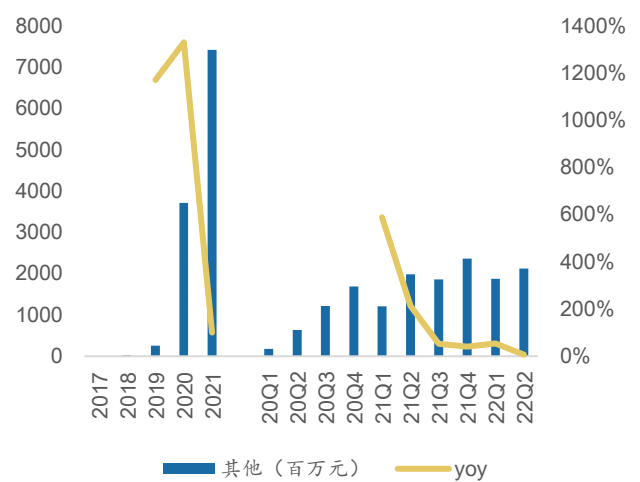
海外生态体系不断完善，重点市场探索变现。运营方面，内容差异化推动海外用户高质量增长，用户留存率和参与度不断提升，截至6月末，海外市场单用户日均使用时长接近60分钟，创下新高。变现方面，注重以ROI为导向，通过和工会合作加强直播生态建设，同时进一步增强广告服务能力，广告主数量有所提升。22Q2海外收入达到1.03亿元，环比增长超过一倍，亏损较21Q2和22Q1收窄至16亿元。

图7：快手广告收入及增速推移2017-22Q2



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图8：快手其他收入及增速推移2017-22Q2



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

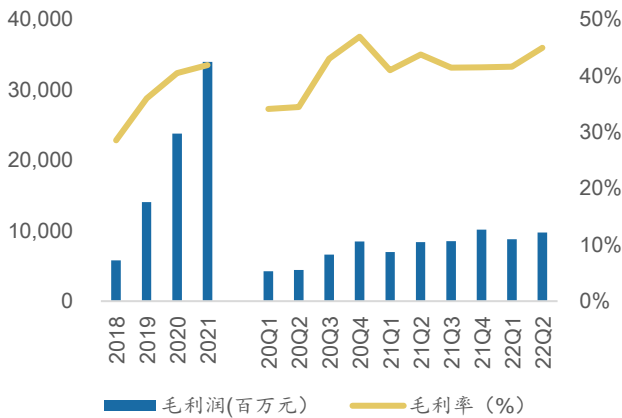
三、降本增效成效显著，营销费用继续改善

营业成本：22Q2营业成本119亿元，YoY+11%，QoQ-3%。同比增加主要由于收入增长所导致的收入分成和相关税费的增加，以及内容成本上升导致，带宽费用和服务器托管成本的减少部分抵消了其他费用的上升。环比下降主要由于收入分成成本及相关税费减少。

毛利率和费用：22Q2毛利率为45%，环比提升3pct，同比提升1pct。毛利率提升受益于直播等分成比例的有效控制。

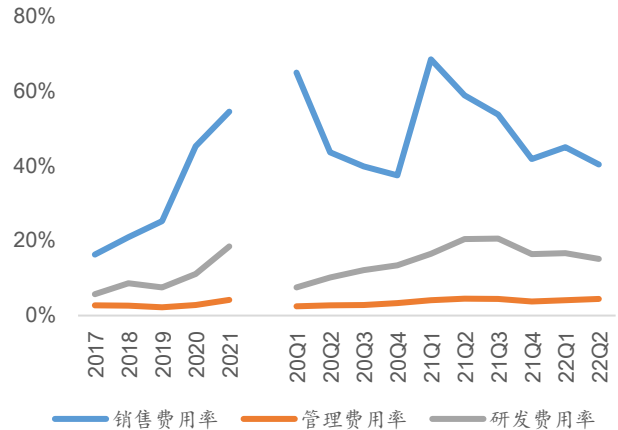
(1) 22Q2营销费用为88亿元，YoY-22%，QoQ-7%，营销费用率为40.4%，同比降低18pct，环比降低5pct，持续降本增效。同比下滑主要由于用户获取和留存成本控制良好，环比下滑主要由于春节营销费用高企，以及用户拉新和留存的优化。**(2) 22Q2管理费用为9.6亿元，YoY+11%，QoQ+10%。**同比和环比增长主要因员工福利开支增加及以股份为基础的薪酬相关支出增加。**(3) 22Q2研发费用为33亿元，YoY-16%，QoQ-7%。**同比和环比减少主要由于员工福利开支（包括以股份为基础的薪酬开支）减少。

图9：快手毛利率情况推移2017-22Q2



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图10：快手各项费用率情况推移2017-22Q2



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

用户指标预测调整：2Q22用户数环比持续提升，突破了以往季节性的限制，得益于公司在流量和内容运营商的持续提效，我们预计2022-2024年快手APP的月活（全年均值）同比增速为11%/2%和2%，月活规模分别达到6.05亿、6.20亿和6.32亿人。日活（全年均值）增速为15%/5%/5%，达到3.55亿/3.73亿/3.92亿人。

表1：快手用户增长预测（2022-2024E）

用户指标	单位	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
国内用户								
MAU-APP	百万	241	330	481	544	605	620	632
YoY	%	77%	37%	46%	13%	11%	2%	2%
DAU-APP	百万	117	176	265	308	355	373	392
YoY	%	76%	50%	51%	16%	15%	5%	5%
DAU/MAU	%	49%	53%	55%	57%	59%	60%	62%
用户时长	分钟	65	75	87	112	128	128	128

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

各项收入预测：7月以来，电商持续6月的复苏趋势，增势稳健。直播受益于内容供给的扩充也保持稳健提升趋势。广告相对复苏慢于前两项业务，主要是外循环广告受宏观疲弱拖累，内循环受益于电商的发展仍有稳健提升。我们将2022-2024年公司主营业务收入增速调整至15%、21%和19%，整体绝对值将达到933亿元、1128亿元和1340亿元。其中，预计直播增速分别为11%、4%、1%，因公会合作增加内容供应和玩法场景拓展提升用户参与度和付费率，直播收入预计分别达到345亿元、360亿元和364亿元。因短期宏观因素，我们对2022-24年广告收入预期略微调整至490亿元、645亿元、800亿元，同比增速对应为15%、32%、24%。电商复苏较快，我们略上调整全年GMV交易额至9031亿元，佣金率同比小幅提升，预计2022-24年其他收入增长至98亿元、124亿元和176亿元，同比增长32%、26%和42%。

表 2: 公司各项收入预测 (2022-2024E)

收入指标	单位	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	百万元	20,301	39,120	58,776	81,082	93,282	112,818	134,011
YoY	%	143%	93%	50%	38%	15%	21%	19%
直播	百万元	18,615	31,442	33,209	30,995	34,491	35,965	36,425
YoY	%	134%	69%	6%	-7%	11%	4%	1%
月付费用户	百万元	28	49	58	48	55	55	56
付费率	%	12%	15%	12%	9%	9%	9%	9%
月 ARPU	元	55	54	48	54	52	54	54
广告	百万元	1,665	7,419	21,855	42,665	48,984	64,493	79,992
YoY	%	326%	346%	195%	95%	15%	32%	24%
每 DAU 广告收入/天	元	0.04	0.12	0.23	0.38	0.38	0.48	0.57
电商直播收入	百万元	20	260	3,712	7,421	9,807	12,361	17,594
YoY	%		1171%	1331%	100%	32%	26%	42%
GMV	百万元	97	59,641	381,169	680,036	903,120	1,143,831	1,368,194
佣金率	%		1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%

数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

快手整体毛利率环比提升显著, 预计随着降本增效和收入结构的继续改善, 毛利率将持续提升, 在2022-24年分别为45%、52%和56%。

营销费用持续控制超预期, 我们预计未来销售费用额仍有一定优化空间, 但考虑到海外投放可能会在用户增长的前提下有所提升, 预计2022-2024年销售费用率占收入比为41%、38%和34%。行政费用和研发费用随着收入规模效应和人效的提升, 仍有进一步收窄的空间, 我们预计2022-2024年, 行政费用占收入比例分别达到4%、3%和3%, 研发费用率分别为15%、13%和13%。

表 3: 公司成本项预测 (2022-2024E)

成本指标	单位	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售成本	百万元	14,498	25,017	34,961	47,052	50,954	54,393	59,559
毛利润	百万元	5,802	14,104	23,815	34,030	42,328	58,425	74,452
毛利润率	%	29%	36%	41%	42%	45%	52%	56%
销售费用	百万元	4,262	9,865	26,615	44,176	37,939	42,535	46,020
销售费用占收入比	%	21%	25%	45%	54%	41%	38%	34%
行政费用	百万元	542	865	1,677	3,400	3,945	3,600	4,249
行政费用占收入比	%	3%	2%	3%	4%	4%	3%	3%
研发费用	百万元	1,755	2,944	6,548	14,956	14,318	14,692	17,183
研发费用占收入比	%	9%	8%	11%	18%	15%	13%	13%
运营利润	百万元	-758	429	-11,024	-28,503	-13,874	-2,402	7,000
运营利润率	%	-4%	1%	-19%	-35%	-15%	-2%	5%
净利润/亏损	百万元	-12,429	-19,652	-116,635	-78,077	-15,050	-1,696	9,117
净利润/亏损率	%	-61%	-50%	-198%	-96%	-16%	-2%	7%
经调整净利润/亏损	百万元	205	1,034	-7,864	-18,852	-7,376	4,350	16,112

经调整净利润/亏损率	%	1%	3%	-13%	-23%	-8%	4%	12%
------------	---	----	----	------	------	-----	----	-----

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

投资建议：我们调整公司2022-2024年的收入预测至933亿元、1128亿元和1340亿元。Non-GAAP净利润预计2022-2024年分别为-74亿元、44亿元和161亿元，根据我们对国内外业务运营利润的分拆，预计2022年4季度，国内业务利润接近20亿元人民币，2023年全年可实现运营利润额为165亿元人民币。现阶段，我们以PS/收入增速指标估值，参考可比公司，快手的业务矩阵和商业化模型都体现更强的业绩韧性和持续的迭代能力，我们给予快手按2022年收入3.8倍PS估值，则对应合理价值为4010亿港元，对应合理价值为94.42港元/股，维持“买入”评级。

表 4：估值方法

目标公司 估值指标 (2022E)	快手	可比公司				
		哔哩哔哩	知乎	爱奇艺	微博	平均值
收入 (百万 本地货币)	93,282	23,075	4,102	29,285	14,233	
收入增速 (%)	15%	19%	17%	-4%	-1%	
PS	3.8	2.8	1.4	0.7	2.1	1.74
PS/收入增速	0.25	0.14	0.08			0.11
估值 (百万 港元)	400,912	72,761				
估值 (百万 美元)	51,094	9,273	841	2,954	4,336	
总股数 (百万)	4,246					
每股合理价值 (港元)	94.42					

资料来源：彭博，广发证券发展研究中心；市值取 2022 年 8 月 24 日收盘价

表 5: 快手 22Q2 业绩与市场一致预期比较

单位百万元	2Q21A	1Q22A	2Q22A	QoQ	YoY	2Q22		2Q22	
						一致预期	实际	广发预	实际
						VS 一	测	VS 广	发预测
快手主 APP 运营数据									
Avg MAU	506	598	587	-2%	16%	583	1%	593	-1%
Avg DAU	293	346	347	1%	18%	344	1%	346	0%
DAU/MAU	57.9%	57.8%	59.2%					58%	
Daily Time Spent per DAU	107	128	125	-2%	17%			122	3%
收入									
直播	7,193	7,842	8,565	9%	19%	7,981	7%	7,967	8%
广告	9,962	11,351	11,006	-3%	10%	10,717	3%	10,880	1%
其他	1,983	1,873	2,124	13%	7%	1,949	9%	2,045	4%
电商 GMV	145,398	175,076	191,174	9%	31%	180,909	6%	180,947	6%
佣金率	1.4%	1.1%	1.1%			1.1%		1.1%	
营业成本	10,754	12,285	11,925	-3%	11%	11,858	1%	12,040	-1%
毛利率	44%	41.7%	45.0%			43%		42%	
销售费用	11,270	9,488	8,762	-8%	-22%	9,197	-5%	8,976	-2%
% rev	59%	45.0%	40.4%			44%		43%	
研发费用	3,911	3,523	3,282	-7%	-16%	3,616	-9%	3,807	-14%
% rev	20%	17%	15.1%			17%		18%	
管理费用	864	871	956	10%	11%	893	7%	985	-3%
% rev	4.5%	4.1%	4.4%			4%		5%	
运营利润	-7,661	-5,101	-3,231	-37%	-58%	-4,987	35%	-4,916	34%
运营利润率	-40%	-24%	-15%			-24%		-24%	
GAAP 净利润	-7,036	-6,254	-3,176	-49%	-55%	-5,136	38%	-6,065	48%
GAAP 净利润率	-37%	-30%	-15%			-25%		-29%	
Non-GAAP 净利润	-4,770	-3,722	-1,312	-65%	-72%	-2,908	55%	-3,195	59%
Non-GAAP 净利润率	-25%	-18%	-6%			-14%		-15%	

数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

公司持续持续加大营销, 电商业务推进不及预期, 用户海外用户增长不及预期的风险。

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	31,528	50,754	42,138	52,046	67,998
应收账款	2,428	2,449	3,162	3,624	4,437
预付款及其他应收	2,285	3,526	2,767	3,951	3,405
现金	20,392	37,814	28,588	36,064	50,807
其他流动资产	6,423	6,965	7,620	8,406	9,349
非流动资产	20,619	23,547	26,559	29,745	32,865
固定资产	7,206	8,865	10,494	12,066	13,470
使用权资产	5,200	5,681	6,112	6,576	6,904
无形资产	1,248	1,410	1,613	1,864	2,172
其他长期资产	6,966	7,590	8,339	9,239	10,318
资产总计	52,147	74,301	68,697	81,791	100,863
流动负债	23,185	29,792	29,321	35,568	37,274
应付账款	11,544	16,179	13,844	18,205	16,888
其他短期负债	11,641	13,613	15,477	17,363	20,386
非流动负债	189,012	4,000	4,397	4,834	5,314
可转换可赎回优先	185,373	0	0	0	0
其他非流动负债	3,640	4,000	4,397	4,834	5,314
负债合计	212,197	33,793	33,718	40,402	42,588
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项	-160,050	40,512	34,980	41,393	58,281
股东权益	-160,050	40,512	34,980	41,393	58,281
非控股权益	0	-3	-2	-4	-6
总权益	-160,050	40,508	34,979	41,389	58,275
负债和权益合计	52,147	74,301	68,697	81,791	100,863

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2020	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	58,776	81,082	93,282	112,818	134,011
营业成本	34,961	47,052	50,954	54,393	59,559
销售费用	26,615	44,176	37,939	42,535	46,020
行政费用	1,677	3,400	3,945	3,600	4,249
研发费用	6,548	14,956	14,318	14,692	17,183
营业利润	-	-28,503	-13,874	-2,402	7,000
营业外收入/支出	704	801	29	893	1,060
财务收入/成本	-35	-39	-5	8	8
可转换可赎回优先股	-	-51,276	0	0	0
利润总额	-	-79,102	-13,851	-1,501	8,068
所得税	566	1,025	-1,200	-195	1,049
GAAP 净利润	-	-78,077	-15,050	-1,696	9,117
少数股东损益	0	-3	-2	-4	-6
GAAP 归母净利润	-	-78,074	-15,129	-1,692	9,123
GAAP EPS (元)	-125	-20	-4	0	2
Non-GAAP 净利润	-7,864	-18,852	-7,376	4,350	16,112
Non-GAAP EPS (元)	-8.4	-4.9	-1.9	1.1	4.2

	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,289	-10,763	-3,350	14,030	21,803
净利润	-117,201	-79,102	-13,851	-1,501	8,068
折旧摊销	4,863	4,308	4,869	5,488	6,027
营运资金变动	6,898	4,926	-930	3,997	713
其它	107,729	59,106	6,562	6,046	6,995
投资活动现金流	-4,867	-5,274	-5,875	-6,554	-7,061
资本支出	-5,908	-4,728	-5,220	-5,768	-6,118
投资活动	3,440	0	0	0	0
其他	-2,399	-546	-655	-786	-943
筹资活动现金流	19,290	33,458	0	0	0
债券融资	20,957	0	0	0	0
股权融资	0	33,458	0	0	0
其他	-1,666	0	0	0	0
现金净增加额	16,711	17,422	-9,225	7,476	14,742
期初现金余额	3,996	20,392	37,814	28,588	36,064
汇兑收益/损失	-316	0	0	0	0
期末现金余额	20,392	37,814	28,588	36,064	50,807

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力(%)					
营业收入增长	50%	38%	15%	21%	19%
营业利润增长	-	-	-	-	-
归属母公司净利润	-	-	-	-	-
获利能力(%)					
毛利率	41%	42%	45%	52%	56%
净利率	-198%	-96%	-16%	-2%	7%
ROE	73%	-193%	-43%	-4%	16%
偿债能力					
资产负债率(%)	407%	45%	49%	49%	42%
流动比率	136%	170%	144%	146%	182%
速动比率	136%	170%	144%	146%	182%
营运能力					
总资产周转率	113%	109%	136%	138%	133%
应收账款周转率	3325%	3325%	3325%	3325%	3325%
存货周转率	-	-	-	-	-
每股指标(元)					
每股收益	-125.2	-20.4	-3.9	-0.4	2.4
每股经营现金流	2.5	-2.8	-0.9	3.7	5.7
每股净资产	-171.9	10.6	9.1	10.8	15.2
估值比率					
P/S	4.72	3.42	2.97	2.46	2.07
P/E	-	-	-	64	17
EV/EBITDA	-	-	-	150	27

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。