

快手 3Q22 前瞻：外循环广告收入承压，电商业务维持稳定增长

核心观点

- **流量维持稳健增长：我们预计 DAU 和时长同比/环比保持提升。**三季度公司继续深耕垂类内容，进一步探索短视频/直播的适用场景，例如在短剧领域探索多元化的题材、推出自制综艺、继续推进“快招工”等。三季度是短视频行业的流量旺季，我们预计 3Q22 平台的 DAU yoy+12%至 3.6 亿，人均日时长 yoy+9%至 130min。
- **电商业务稳定发展，四季度电商旺季 GMV 有望加速增长。**公司 9 月中旬进行组织架构调整，CEO 程一笑任电商第一负责人，显现公司对电商业务的重视。我们认为快手的公域电商的匹配效率仍有较大成长空间，平台也从多方面给予商家支持。我们预计 3Q22 快手电商 GMV 同比增长 25%至 2,197 亿元。四季度是电商旺季，目前平台已经进入 116 大促周期（10/13-11/11），电商增速有望环比提升，我们维持 2022 电商全年实现 GMV 9000 亿以上的预测。
- **广告方面，内循环广告受电商驱动，外循环受行业投放需求疲软影响。**内循环广告收入和电商 GMV 紧密挂钩，我们预计内循环广告收入增长趋势和电商 GMV 增速基本保持一致（3Q22 yoy+20%以上，4Q 有望环比加速）；而外循环广告收入和宏观环境变化紧密挂钩，三季度广告行业的投放需求仍然较为疲软，预计外循环收入增长面临一定压力。我们预期 3Q22 公司广告收入同比增长 5.0%至 115 亿元；四季度收入增速有望在内循环收入拉动下环比提升。
- **降本增效成效持续验证，有望维持国内业务盈利。**公司今年以来持续优化各项成本和费用：**毛利率方面**，我们预计随着直播公会体系、广告联盟体系的成熟，公司的分成比例有望持续优化，3Q22 的**毛利率有望实现同比/环比的优化达到 45.4%**；虽然三季度为获客旺季，但由于行业竞争格局趋缓、且今年互联网广告市场价格走低，我们预计 3Q **销售费用**预计会季节性环比增加，但仍然保持同比下降（销售费率维持同比优化趋势）。预计公司 3Q 经调整净利润-16 亿元（利润率-7.1%），预计国内业务将延续二季度趋势，实现正的经营利润。
- **海外：新负责人延续此前重投产比的发展思路，海外亏损预计环比持平。**快手的国际部近期也进行了组织架构的调整，原商业化负责人马宏彬任新负责人，据媒体报道，国际化部门将遵循“打好基本功，花好每分钱”的发展原则；我们预计三季度快手海外的亏损不会环比扩大，长期将持续缩窄。

盈利预测与投资建议

- 我们预计 22-24 年公司实现收入 923/1106/1326 亿，由于消费、广告市场需求的恢复不及预期，我们小幅下调了广告收入的预测（原预测 955/1165/1442 亿）。采用 PS 估值，参考可比公司给予公司 23 年 2.6xPS 估值，合理价值为 2,875 亿 CNY/ 3,170 亿 HKD（汇率 0.907），目标价 73.74 港元/股，维持“买入”评级。

风险提示 广告市场需求恢复速度不及预期，公域电商优化速度不及预期，海外业务减亏进度不及预期

投资评级 买入（维持）

股价（2022年10月21日）	40 港元
目标价格	73.74 港元
52 周最高价/最低价	110.5/39.85 港元
总股本/流通 H 股（万股）	429,912/353,288
H 股市值（百万港币）	171,965
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2022 年 10 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-17.95	-28.38	-51.46	-58.61
相对表现	-15.68	-16.27	-30.25	-20.92
恒生指数	-2.27	-12.11	-21.21	-37.69



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
吴丛露	wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520020003 香港证监会牌照：BQJ931
李雨琪	021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
詹博	021-63325888*3209 zhanbo@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521110001
崔凡平	021-63325888*6065 cuifanping@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050003

相关报告

快手 2Q22 点评：流量收入超预期，国内业务盈亏平衡，期待公域价值进一步释放	2022-09-06
快手 1Q22 点评：流量/收入/利润多指标超预期，成本和费用继续优化	2022-06-07

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	58,776	81,082	92,286	110,570	132,647
同比增长(%)	50.2%	37.9%	13.8%	19.8%	20.0%
营业利润(百万元)	(10,320)	(27,701)	(12,011)	(513)	12,423
同比增长(%)	-1598.5%	168.4%	-56.6%	-95.7%	-2519.9%
归属母公司净利润(百万元)	(116,635)	(78,074)	(13,064)	(1,432)	10,487
同比增长(%)	493.5%	-33.1%	-83.3%	-89.0%	-832.1%
每股收益(元)	(125.2)	(20.4)	(3.0)	(0.3)	2.4
毛利率(%)	40.5%	42.0%	45.6%	49.8%	53.4%
净利率(%)	-198.4%	-96.3%	-14.2%	-1.3%	7.9%
净资产收益率(%)	108.1%	135.8%	-31.0%	-3.4%	19.1%
市盈率(倍)	-	-	-	-	14.9
市净率(倍)	0.6	1.7	1.7	1.4	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

表 1：公司的收入预测

单位：百万/%	21A	1Q22A	2Q22A	3Q22E	4Q22E	22E	23E	24E
营业收入	81,082	21,067	21,695	22,416	27,108	92,286	110,570	132,647
yoy	37.9%	23.8%	13.4%	9.4%	11.0%	13.8%	19.8%	20.0%
营业成本	47,052	12,285	11,925	12,236	13,730	50,176	55,559	61,878
毛利润	34,030	8,782	9,770	10,179	13,379	42,110	55,011	70,769
毛利率%	42.0%	41.7%	45.0%	45.4%	49.4%	45.6%	49.8%	53.4%
销售费用	44,176	9,488	8,762	9,003	9,317	36,571	37,262	38,185
研发费用	14,956	3,523	3,282	3,390	3,466	13,661	15,113	16,963
行政费用	3,400	871	956	1,009	922	3,758	3,799	3,847
营业利润	-27,701	-5,643	-3,059	-3,103	-206	-12,011	-513	12,423
营业利润率%	-34.2%	-26.8%	-14.1%	-13.8%	-0.8%	-13.0%	-0.5%	9.4%
净利润	-78,077	-6,254	-3,176	-3,307	-327	-13,064	-1,432	10,493
利润率%	-96.3%	-29.7%	-14.6%	-14.8%	-1.2%	-14.2%	-1.3%	7.9%
经调整净利润	-18,852	-3,722	-1,482	-1,581	1,584	-5,201	6,285	18,823
利润率%	-23.3%	-17.7%	-6.8%	-7.1%	5.8%	-5.6%	5.7%	14.2%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测假设调整情况：

收入：直播、电商端调整不大；由于宏观经济恢复程度不及预期，广告市场投放需求偏弱，因此我们下调了 22-24 年的广告收入预测，由此前的 512/673/900 亿元下调至 481/615/787 亿元。带动总收入由此前的 955/1165/1442 亿元下调至 923/1106/1326 亿元。

成本和费用：由于下调了高毛利的广告收入增速预测，所以 23-24 年毛利率预测有所下调，由此前的 50.9%/54.9%下调至 49.8%/53.4%。由于收入下调，销售费用绝对额维持预测，23-24 年销售费率有所提升，由此前的 32.1%/26.6%上调至 33.7%/28.8%。

表 2：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元 (标注除外)	调整前 (22/9/6)			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
核心假设						
营业收入 (百万)	95,493	116,548	144,210	92,286	110,570	132,647
变动幅度				-3.4%	-5.1%	-8.0%
直播收入 (百万)	34,231	36,042	37,484	34,185	35,993	37,433
变动幅度				-0.1%	-0.1%	-0.1%
广告收入 (百万)	51,177	67,338	90,044	48,120	61,542	78,699
变动幅度				-6.0%	-8.6%	-12.6%
电商 GMV (亿元)	9,104	11,952	15,298	9,008	11,827	15,138
变动幅度				-1.1%	-1.0%	-1.0%
电商货币化率 (%)	1.06%	1.06%	1.05%	1.06%	1.06%	1.05%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
其他收入 (电商, 百万)	10,085	13,168	16,682	9,982	13,035	16,514
变动幅度				-1.0%	-1.0%	-1.0%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

毛利率(%)	46.0%	50.9%	54.9%	45.6%	49.8%	53.4%
变动幅度				-0.4%	-1.2%	-1.6%
销售费用(百万)	37,352	37,408	38,298	36,571	37,262	38,185
变动幅度				-2.1%	-0.4%	-0.3%
销售费率(%)	39.1%	32.1%	26.6%	39.6%	33.7%	28.8%
变动幅度				0.5%	1.6%	2.2%
研发费率(%)	14.8%	13.6%	12.8%	14.8%	13.7%	12.8%
变动幅度				0.0%	0.1%	0.0%
行政费用率(%)	4.1%	3.4%	2.9%	4.1%	3.4%	2.9%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：主要财务数据变动分析表

人民币百万元 (标注除外)	调整前 (22/9/6)			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入	95,493	116,548	144,210	92,286	110,570	132,647
变动幅度				-3.4%	-5.1%	-8.0%
营业利润	(11,547)	2,710	18,933	(12,011)	(513)	12,423
变动幅度				-4.0%	-118.9%	-34.4%
归属母公司净利润	(12,636)	1,480	16,020	(13,064)	(1,432)	10,487
变动幅度				-3.4%	-196.8%	-34.5%
经调整归属净利润	(4,541)	9,592	25,083	(5,201)	6,285	18,823
变动幅度				-14.6%	-34.5%	-25.0%
毛利率(%)	46.0%	50.9%	54.9%	45.6%	49.8%	53.4%
变动幅度				-0.4%	-1.2%	-1.6%
经调整归属净利率(%)	-4.8%	8.2%	17.4%	-5.6%	5.7%	14.2%
变动幅度				-0.9%	-2.5%	-3.2%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

由于公司尚未盈利，我们采用 PS 估值法，参考可比公司估值水平给予公司 23 年 2.6xPS 估值，公司合理价值为 2875 亿 CNY，折合 3170 亿 HKD（港币兑人民币汇率 0.907），目标价 73.74 港元/股，维持“买入”评级。

表 4：快手公司估值

快手收入构成	收入 (亿 CNY)			可比公司 PS 2023	估值(亿 CNY) 2023	估值(亿 HKD) 2023
	2021	2022E	2023E			
快手	811	923	1,106	2.6	2,875	3,170

数据来源：东方证券研究所，港币人民币汇率为 0.907

表 5：可比公司估值表

公司	收入 (亿元)			PS 估值			市值 (亿元)
	21	22E	23E	21	22E	23E	
拼多多(CNY)	939	1,195	1,479	5.6	4.4	3.6	5,308

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

美团(CNY)	1,791	2,182	2,869	4.4	3.6	2.8	7,948
腾讯控股(CNY)	5,613	5,914	6,754	3.6	3.4	3.0	20,286
哔哩哔哩(CNY)	194	237	313	1.6	1.3	1.0	307
均值				3.8	3.2	2.6	

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所（时间：2022/10/21）

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	20,392	32,612	33,563	46,089	71,204	营业收入	58,776	81,082	92,286	110,570	132,647
短期定期存款	2,729	3,825	5,000	3,000	2,000	营业成本	(34,961)	(47,052)	(50,176)	(55,559)	(61,878)
贸易应收款项	2,428	4,450	5,065	6,069	7,280	销售费用	(26,615)	(44,176)	(36,571)	(37,262)	(38,185)
公允价值计量的金融资产	3,690	8,842	8,700	8,800	8,900	管理费用	(1,677)	(3,400)	(3,758)	(3,799)	(3,847)
预付款项及其他流动资产	2,289	3,281	2,725	2,777	2,847	研发费用	(6,548)	(14,956)	(13,661)	(15,113)	(16,963)
流动资产合计	31,528	53,011	55,053	66,734	92,231	其他收入净额	704	801	(131)	650	650
固定资产及使用权资产	12,406	23,612	19,011	22,446	26,397	营业利润	(10,320)	(27,701)	(12,011)	(513)	12,423
无形资产	1,248	1,172	1,334	1,598	1,917	财务费用	(35)	(39)	(46)	(55)	(67)
公允价值计量的金融资产	3,843	3,301	4,500	4,700	5,000	优先股公允价值变动	(106,846)	(51,276)	0	0	0
长期定期存款	500	4,000	4,000	4,000	4,000	其他收入/亏损	0	(87)	(81)	0	0
其他	2,622	7,420	8,872	10,191	11,763	利润总额	(117,201)	(79,102)	(12,137)	(569)	12,356
非流动资产合计	20,619	39,505	37,717	42,935	49,076	所得税	566	1,025	(926)	(863)	(1,863)
资产总计	52,147	92,515	92,770	109,669	141,307	净利润	(116,635)	(78,077)	(13,064)	(1,432)	10,493
应付款项及其他应计费用	17,308	29,144	33,172	39,744	47,679	少数股东	0	(3)	0	0	6
可转换可赎回优先股	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	(116,635)	(78,074)	(13,064)	(1,432)	10,487
其他	5,877	8,111	8,926	10,694	12,830	经调整净利润	(7,864)	(18,852)	(5,201)	6,285	18,823
流动负债合计	23,185	37,256	42,098	50,439	60,509	每股收益(元)	(125.25)	(20.37)	(3.04)	(0.33)	2.44
可转换可赎回优先股	185,373	0	0	0	0						
其他	3,640	10,164	11,573	13,846	16,591						
非流动负债合计	189,012	10,164	11,573	13,846	16,591						
负债合计	212,197	47,419	53,671	64,285	77,100						
股本	0	0	0	0	0						
股份溢价	0	274,408	274,408	274,408	274,408						
其他储备	12,012	20,854	27,920	35,638	43,968						
累计亏损	(172,062)	(250,172)	(263,236)	(264,669)	(254,182)						
股东权益合计	(160,050)	45,089	39,092	45,377	64,194						
少数股东	0	7	7	7	13						
负债及股东权益	52,147	92,515	92,770	109,669	141,307						

现金流量表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	(117,201)	(79,102)	(12,137)	(569)	12,356
折旧摊销	4,863	6,885	8,157	8,134	9,580
SBC	1,841	7,830	7,067	7,717	8,330
优先股公允价值变动	106,846	51,276	0	0	0
营运资金变动	6,898	8,531	3,948	5,270	6,357
其他	(958)	(939)	(880)	(808)	(1,797)
经营活动现金流	2,289	(5,519)	6,154	19,746	34,826
资本支出	(5,907)	(7,758)	(3,717)	(11,834)	(13,850)
短期&长期投资	3,440	(6,003)	(1,057)	(300)	(400)
其他	(2,401)	(4,601)	(2,263)	1,900	900
投资活动现金流	(4,867)	(18,361)	(7,038)	(10,234)	(13,350)
债券融资	20,957	0	0	0	0
股权融资	0	39,223	0	0	0
其他	(1,666)	(2,722)	1,834	3,013	3,639
筹资活动现金流	19,290	36,500	1,834	3,013	3,639
汇率变动影响	(316)	(399)	0	0	0
现金净增加额	16,395	12,221	951	12,525	25,115

主要财务比率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	50.2%	37.9%	13.8%	19.8%	20.0%
营业利润	-1598.5%	168.4%	-56.6%	-95.7%	-2519.9%
经调整净利润	-860.6%	139.7%	-72.4%	-220.8%	199.5%
获利能力					
毛利率	40.5%	42.0%	45.6%	49.8%	53.4%
经调整净利率	-13.4%	-23.3%	-5.6%	5.7%	14.2%
ROE	108.1%	135.8%	-31.0%	-3.4%	19.1%
ROIC	-223.7%	-84.4%	-14.1%	-1.3%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	406.9%	51.3%	57.9%	58.6%	54.6%
净负债率	-119.8%	32.8%	51.4%	40.1%	9.2%
流动比率	73.5%	70.3%	76.5%	75.6%	65.6%
速动比率	120.1%	118.6%	110.1%	114.9%	137.7%
运营能力					
应收账款周转率	15.0	13.0	11.9	13.3	14.0
存货周转率	-	-	-	-	-
总资产周转率	1.4	1.1	1.0	1.1	1.1
每股指标(元)					
每股收益	(125.2)	(20.4)	(3.0)	(0.3)	2.4
每股经营现金流	2.5	(1.4)	1.4	4.6	8.1
每股净资产	(171.9)	11.8	9.1	10.6	14.9
估值比率					
市盈率	-	-	-	-	14.9
市销率	0.6	1.7	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	-	-	-	21.6	7.5
EV/EBIT	-	-	-	-	12.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn