

快手-W (01024.HK)

流量再创新高，国内持续盈利

2022Q3 销售费用大幅改善，国内业务经营利润持续为正。快手 2022Q3 实现收入 231 亿元、同比增长 13%。其中广告增长 6%至 116 亿元，直播同比增长 16%至 89 亿元，电商及其他收入增长 39%至 26 亿元。

Q3 公司毛利率为 46.3%，同比提升 4.8 个 pct。销售费用率 39.5%、较上年同期的 53.8%大幅改善，主要由于更加高效节制的用户获取和留存方式。研发费用率、行政费用率分别为 15.3%/4.6%，同比降低 5.3/0.1 个 pct。Q3 经营利润为-26 亿元，其中国内经营利润 3.75 亿元、环比增长近 3 倍。经调整净亏损由上年同期的-46 亿缩窄至-6.7 亿元，经调整亏损率由-22.5%缩窄至-2.9%。

流量再创新高，获客质量提升。随着快手运营、算法、内容等多方面策略优化，在降低单用户获客成本和维系成本的同时，实现了用户流量、活跃和留存的提升。Q3 快手总流量同比增长 23.1%，DAU 和 MAU 同比增长 13.4%和 9.3%至 3.63 亿和 6.26 亿，再创新高。用户活跃度高，每日用户时长同比增长 8.6%至 129.3 分钟，快手累计互关用户对数 235 亿、同比增长 63.1%。Q4 通常非获客旺季，但我们预计 Q4 快手 DAU 仍能维持较高水平。

电商：快速复苏，提升商家及用户参与度。Q3 电商 GMV 同比增长 26.6%至 2225 亿元、高于行业增速。供给端，快手吸引更多商家入驻、完善育商体系，Q3 新开店商家数量同比增长近 80%，新动销商家数同比高双位数增长；持续推动知名品牌和快品牌发展，快品牌商家数量环比高双位数增长。需求端，加强信任和购物体验，Q3 重复购买率同比提升 1.1 个 pct，电商月活买家数超过 1 亿。我们预计 Q4 旺季 GMV 增速有望加速，全年 GMV 有望达 9000 亿元。

广告：外循环依旧承压，持续“修炼内功”。Q3 广告收入同比增长 6.2%、增速放缓。单 DAU 广告收入同比下降 6.3%至 31.9 元。为应对市场变化，快手通过不断推进客户增长、持续优化产研和基建能力、持续拓展流量资源等方式不断“修炼内功”，提升商业化底层能力。Q3 月活跃广告主数量同比增长超过 65%、留存率进一步优化。从结构看，外循环修复仍相对缓慢，内循环随电商业务有望实现健康增长。我们预计 Q4 在电商广告带动下有望环比略微提速。

直播：优化供给端，提升付费率。得益于直播内容及用户和内容匹配效率的持续改善，Q3 MPU 同比增长 29.3%至 5960 万，付费率同比持续提升。供给端，持续推进公会合作，Q3 活跃公会主播数量同比增长超 200%。此外，通过快聘、理想家、快相亲等产品形式，继续深化“直播+”生态，丰富直播内容。

投资建议：重申“买入”评级。预计 2022-2024 年收入 927/1058/1227 亿元，同增 14%/14%/15%，调整后净利润-62/3/82 亿元。基于分部估值法给予快手 84 港元目标价，重申“买入”评级。

风险提示：快手用户数扩张不及预期，广告投放需求减少，宏观环境变化超预期，行业政策对业务影响超预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	58,776	81,082	92,715	105,835	122,704
增长率 yoy (%)	50	38	14	14	15
Non-GAAP 归母净利(百万元)	-7,864	-18,852	-6,203	327	8,155
增长率 yoy (%)	-861	-140	67	105	2392
Non-GAAP EPS(元/股)	-8.44	-4.92	-1.46	0.08	1.92
净资产收益率(%)	4.9	-41.8	-20.0	1.4	37.0
P/E(倍)	-5.4	-9.2	-31.0	588.2	23.6
P/S(倍)	0.7	2.1	2.1	1.8	1.6

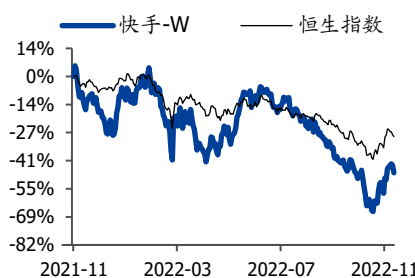
资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 11 月 22 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	互联网软件与服务
前次评级	买入
11月22日收盘价(港元)	50.25
总市值(百万港元)	216,132.20
总股本(百万股)	4,301.14
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	40.96

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 朱若菲

执业证书编号：S0680522030003

邮箱：zhuruofei@gszq.com

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

相关研究

- 《快手-W (01024.HK)：外部广告承压，国内持续推进降本增效》2022-10-22
- 《快手-W (01024.HK)：流量持续高增，国内业务经营利润转正》2022-08-24
- 《快手-W (01024.HK)：内循环稳步恢复，利润率持续优化》2022-07-24

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	31528	53011	32192	32475	28998
现金	20392	32612	29700	28463	42382
应收账款	2428	4450	-1875	5402	-631
预付账款	2285	3278	697	3939	1576
短期定期存款	2729	3825	4825	5825	6825
其他流动资产	3694	8845	-1155	-11155	-21155
非流动资产	20619	39505	40999	42298	43446
固定资产	7206	11051	11297	11448	11541
无形资产	1248	1172	2420	3568	4623
使用权资产	5200	12562	12562	12562	12562
长期定期存款	500	4000	4000	4000	4000
递延所得税资产	2313	5405	5405	5405	5405
其他非流动资产	4152	5315	5315	5315	5315
资产总计	52147	92515	73191	74773	72443
流动负债	23185	37256	32068	41407	40240
银行借款	0	0	100	200	300
应付账款	11544	20021	16892	21740	21694
其他流动负债	11641	17234	15076	19467	18246
非流动负债	189012	10164	10164	10164	10164
租赁负债	3608	10080	10080	10080	10080
其他非流动负债	185404	84	84	84	84
负债合计	212197	47419	42232	51571	50404
少数股东权益	0	7	7	7	7
股本	0	0	0	0	0
累计亏损	-172062	-250172	-264309	-272067	-273229
储备及其他	12012	20854	20854	20854	20854
归属母公司股东权益	-160050	45089	30953	23195	22033
负债和股东权益	52147	92515	73191	74773	72443

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2289	-5519	-5013	-3336	11818
除税前利润	-117201	-79102	-13263	-7366	-1103
固定资产折旧	3078	3986	5354	5449	5507
无形资产摊销	129	164	151	252	345
营运资金变动	6898	8531	3619	-1280	7128
其他经营现金流	109385	60902	-873	-392	-59
投资活动现金流	-4867	-18361	2000	2000	2000
购入物业、厂房及设备	-5908	-7764	-7000	-7000	-7000
其他投资现金流	1041	-10597	9000	9000	9000
筹资活动现金流	19290	36500	100	100	100
借款所得款项	300	0	100	100	100
发行普通股所得款项	0	39223	0	0	0
其他筹资现金流	18990	-2722	0	0	0
现金净增加额	16711	12620	-2913	-1236	13918

利润表 (百万元)

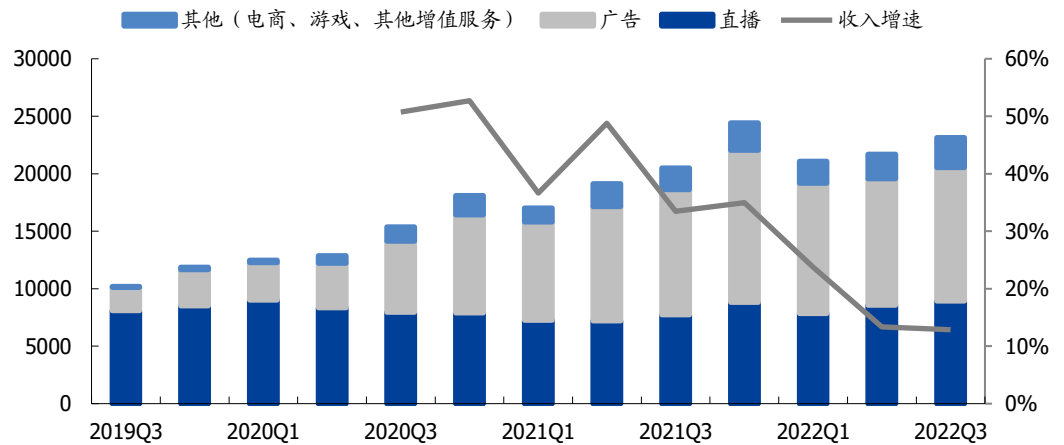
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	58776	81082	92715	105835	122704
营业成本	34961	47052	51111	55631	61788
销售及营销开支	26615	44176	37141	39140	42754
行政开支	1677	3400	3908	4295	4837
研发开支	6548	14956	13858	14134	13880
其他收入	528	1027	1397	600	600
其他收益	176	-225	-1160	-400	-400
营业利润	-10320	-27701	-13065	-7165	-355
财务费用净额	-35	-39	-54	-75	-93
优先股公允价值变动	-106846	-51276	0	0	0
利润总额	-117201	-79102	-13263	-7366	-1086
所得税(开支)/收益	566	1025	-873	-392	-58
净利润	-116635	-78077	-14136	-7758	-1144
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-116635	-78077	-14136	-7758	-1144
调整后净利润	-7864	-18852	-6203	327	8155
调整后 EPS (元)	-8.44	-4.92	-1.46	0.08	1.92

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	50.2	37.9	14.3	14.2	15.5
营业利润 (%)	-1598.5	-168.4	52.8	45.2	87.9
归属母公司净利润 (%)	-493.5	33.1	81.9	45.1	85.2
获利能力					
毛利率 (%)	40.5	42.0	44.9	47.4	49.6
净利率 (%)	-198.4	-96.3	-15.2	-7.3	-0.9
ROE (%)	4.9	-41.8	-20.0	1.4	37.0
ROIC (%)	6.9	-62.4	-45.7	-33.2	-5.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	406.9	51.3	57.7	69.0	69.6
净负债比率 (%)	12.7	-72.3	-95.6	-121.9	-191.0
流动比率	1.4	1.4	1.0	0.8	0.7
速动比率	1.2	1.3	0.9	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.1	1.1	1.4	1.7
应收账款周转率	33.2	23.6	72.0	60.0	51.4
应付账款周转率	3.4	3.0	2.8	2.9	2.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-8.44	-4.92	-1.46	0.08	1.92
每股经营现金流 (摊薄)	2.46	-1.44	-1.18	-0.78	2.78
每股净资产 (最新摊薄)	-171.87	11.76	7.27	5.45	5.18
估值比率					
P/E	-5.4	-9.2	-31.0	588.2	23.6
P/S	0.7	2.1	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	-161.3	-16.0	893.0	33.2	14.2

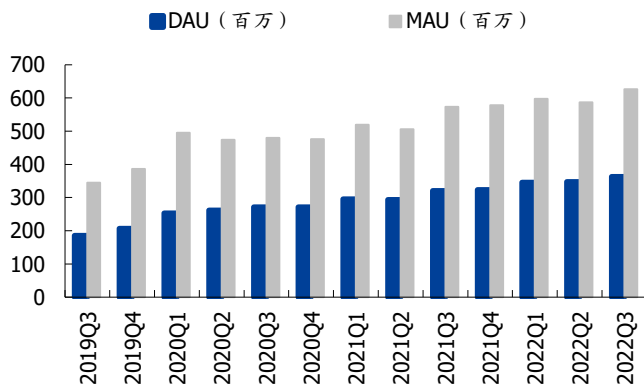
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 11 月 22 日收盘价

图表1: 快手收入构成 (百万元)



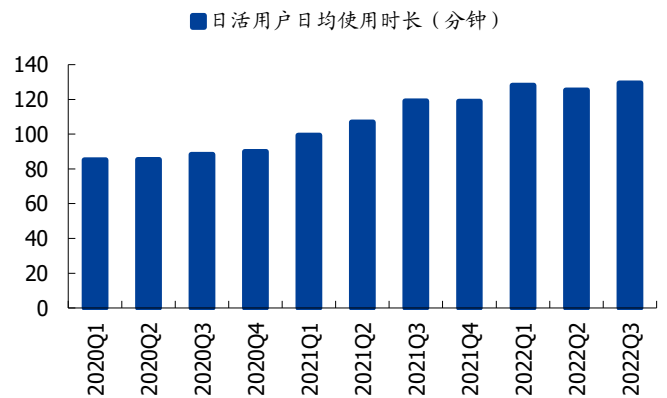
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表2: 快手单季 MAU、DAU



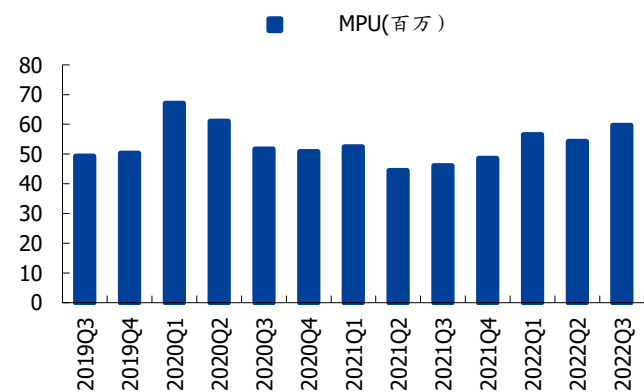
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表3: 快手日活用户日均使用时长 (分钟)



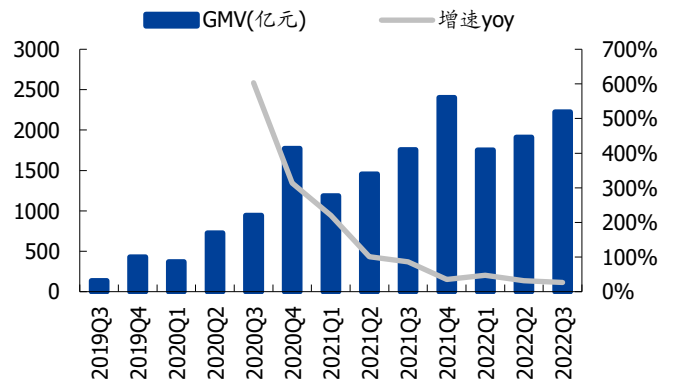
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 快手单季 MPU



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 快手电商 GMV



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 快手财务预测: 年度

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
年度平均 DAU (百万)	308.2	354.6	370.9	385.8	397.4
年度平均 MAU (百万)	544.2	608.6	639.0	664.6	684.5
收入 (百万元)	81,082	92,715	105,835	122,704	137,710
直播	30,995	34,649	37,453	39,697	41,656
广告	42,665	48,139	56,307	68,737	79,853
其他 (电商、游戏、其他增值服务)	7,421	9,928	12,075	14,270	16,201
增速 yoy					
收入	38%	14%	14%	16%	12%
直播	-7%	12%	8%	6%	5%
线上营销服务	95%	13%	17%	22%	16%
其他 (电商、游戏、其他增值服务)	100%	34%	22%	18%	14%
毛利 (百万元)	34,030	41,604	50,204	60,656	70,832
毛利率	42.0%	44.9%	47.4%	49.4%	51.4%
经调整经营利润 (百万元)	-19,752	-5,132	920	8,433	16,433
经调整经营利润率	-24.4%	-5.5%	0.9%	6.9%	11.9%
经调整净利润 (百万元)	-18,852	-6,203	327	8,155	16,539
经调整净利润率	-23.3%	-6.7%	0.3%	6.6%	12.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 快手财务预测: 季度

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4e	2023Q1e	2023Q2e	2023Q3e	2023Q4e
DAU (百万)	345.5	347.3	363.4	362.0	364.4	357.6	381.6	380.1
MAU (百万)	597.9	586.7	626.0	623.7	627.8	616.0	657.3	654.8
收入 (百万元)	21,067	21,695	23,128	26,869	23,476	24,426	26,573	31,361
直播	7,842	8,565	8,947	9,295	8,596	9,335	9,582	9,941
广告	11,351	11,006	11,590	14,235	12,517	12,430	14,005	17,355
其他 (电商、游戏及其他)	1,873	2,124	2,592	3,339	2,363	2,661	2,986	4,065
增速 yoy								
收入	24%	13%	13%	10%	11%	13%	15%	17%
直播	8%	19%	16%	5%	10%	9%	7%	7%
线上营销服务	33%	10%	6%	8%	10%	13%	21%	22%
其他 (电商、游戏及其他)	55%	7%	39%	41%	26%	25%	15%	22%
毛利 (百万元)	8,782	9,770	10,703	12,393	10,946	11,511	12,655	15,093
毛利率	41.7%	45.0%	46.3%	46.1%	46.6%	47.1%	47.6%	48.1%
经调整经营利润 (百万元)	-3,112	-1,195	-572	-210	-836	34	309	1,412
经调整经营利润率	-14.8%	-5.5%	-2.5%	-0.8%	-3.6%	0.1%	1.2%	4.5%
经调整净利润 (百万元)	-3,722	-1,312	-672	-453	-1,040	-125	163	1,329
经调整净利润率	-17.7%	-6.0%	-2.9%	-1.7%	-4.4%	-0.5%	0.6%	4.2%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
增持		相对同期基准指数涨幅在10%以上	
中性		相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间	
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com