

买入 (维持)

01024.HK 快手-W

港股

目标价: 92.85 港元

现价: 56.3 港元

## 电商业业务持续高增长, 大模型落地加速推进

2023年11月28日

预期升幅: 64.9%

## 市场数据

日期	2023/11/28
收盘价 (港元)	56.3
总股本 (亿股)	43.55
流通股本 (亿股)	43.55
净资产 (亿元)	458.71
总资产 (亿元)	979.21
每股净资产 (元)	10.53

数据来源: Ifind, 公司财报

## 相关报告

跟踪-《营收盈利均超预期, 快手持续释放商业潜力》-20230407

跟踪-《国内业务连续两个季度盈利, 组织商业化能力升级》-20221125

跟踪-《国内业务提前盈利, 新业务稳步推进》-20220826

## 海外研究

## 分析师:

洪嘉骏

hongjiacun@xyzq.com.cn

SAC: S0190519080002

SFC: BPL829

求培培

qiupei@xyzq.com.cn

SAC: S0190521090003

请注意: 求培培并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管的活动

## 投资要点

- **业绩符合预期, 暑期流量创新高。**公司 23Q3 实现营收 279.48 亿元 (YoY+20.8%), 小幅超过一致预期的 277.08 亿元, 经调整净利润达 31.73 亿元, 优于彭博一致预期的 26.6 亿元, 去年同期经调整亏损净额为 6.72 亿元, 经调整净利率为 11.4%, 降本增效成果显著。毛利率提升至 51.7% (YoY+5.4pcts), 主要由带宽和服务器托管成本占比下降 2.3pcts 带动。销售费用率同比大幅下降 7.5pcts 至 32%, 行政和研发费用率分别小幅下降至 3.2% (YoY-1.4pcts) 和 10.6% (YoY-4.7pcts)。平台流量创新高, 23Q3 公司 DAU3.87 亿 (YoY+6.4%, QoQ+2.8%), MAU6.85 亿 (YoY+9.4%, QoQ+1.7%), 每位日活跃用户日均使用时长增至 129.9 分钟 (YoY+6.9%, QoQ+10.8%)。
- **内循环广告业务强劲增长, 外循环广告业务持续恢复。**23Q3 公司线上营销服务收入为 147 亿元 (YoY+26.7%), 活跃营销客户同比增长超 140%。主要得益于: 1) 内循环营销服务收入继续保持强劲增长, 23Q3 营销客户通过直播托管进行营销投放的消耗环比提升超 9 倍; 2) 外循环效果类营销服务持续恢复。外循环收入增速环比提升, 尤其在传媒资讯、教育培训和大健康等行业。公司通过深化精细化管理, 加强原生推广素材投放力度, 23Q3 外循环原生推广素材投放消耗环比提升超 30%; 3) 客户结构方面, 重视中小商家的成长, 从流量和运营方面给中小商家更多政策支持, 使中小商家在快手的投流意愿进一步增强。
- **电商 GMV 淡季实现高增长。**活跃商家数量和电商月活跃付费用户数量增长, 推动 23Q3 电商 GMV 增至 2902.40 亿元 (YoY+30.4%), 其他服务收入增至 35.39 亿元 (YoY+36.6%)。1) 23Q3 新入驻商家数保持高位, 月均动销商家同比增长约 50%; 2) 泛货架整体 GMV 占比接近 20%, 其中电商意图日搜索用户峰值环比提升 25%, 搜索 GMV 同比提升近 70%; 双十一开启商城一级流量入口, GMV 占比约为 10%, 有望进一步提升用户复购; 3) 23Q3 腰部及长尾达人贡献 GMV 占整体达人 GMV 比例从 2021 年初的超 20% 逐步提升至本季度的近 50%; 4) 持续提升短视频电商内容质量及转化效率, 推动短视频 GMV 同比超翻倍增长, 实现连续五个季度的持续提升。
- **上线基于大模型的智能问答产品, 加速推进大模型研发和落地。**快手目前大模型最新进展包括: 1) 在搜索业务方面, 上线快手 AI 对话功能, 这是中国短视频和直播行业首个基于大语言模型落地的智能问答产品; 2) 大模型研发持续推进, 语言大模型“快意”130 亿和 660 亿大模型已达到行业内同等规模领先水平, 同时也已经开始超千亿规模语言大模型以及多模态大模型的研发; 3) 加速推进大模型场景化落地, 在内容消费侧, 依托可图大模型, 在短视频评论区推出了“AI 玩评”功能, 在商业化场景侧, 大模型在素材生成、快聘和房地产直播的数字人播报等场景的应用也越来越广泛。
- **投资建议:**公司三季度业绩符合预期, 海外业务亏损进一步收窄, 广告和电商业业务强势增长, 新业务与大模型的研发落地均持续取得进展。随着收入结构的优化、精细化运营持续推进, 快手的总体盈利能力有望逐步提升。我们维持公司“买入”评级, 预测公司 FY2023-2025 经调整净利润分别为 86.1/175.4/259.6 亿元, 24 年目标价 92.85 港元。
- **风险提示:**1) 短视频行业竞争加剧; 2) 直播电商监管趋严; 3) 社区运营不当风险。

## 主要财务指标

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	941.8	1136.6	1305.0	1469.2
同比增长(%)	16.2	20.7	14.8	12.6
毛利率 (%)	44.7	50.0	52.9	55.1
经调整净利润(亿元)	-57.5	86.1	175.4	259.6
经调整净利率 (%)	-6.1	7.6	13.4	17.7

数据来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

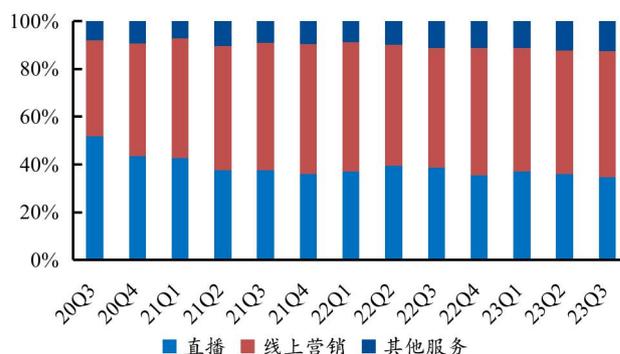
报告正文

图 1、营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、营业收入结构



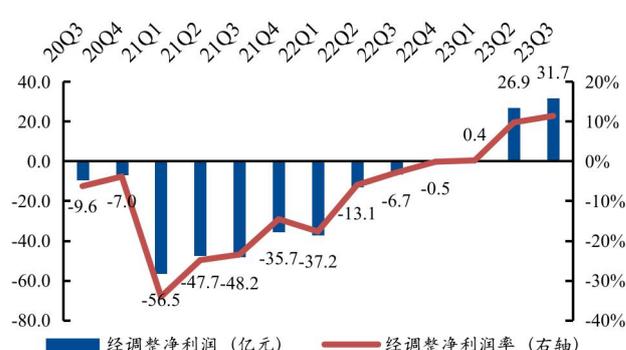
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、毛利及毛利率



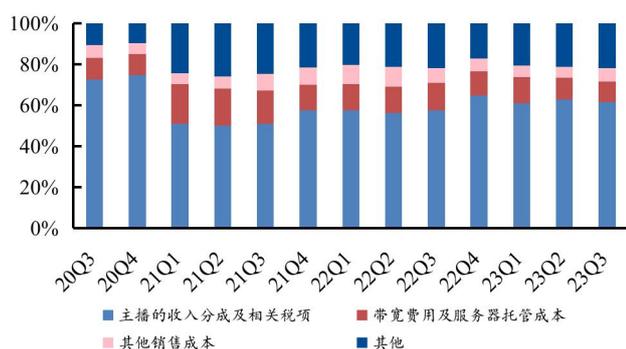
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、经调整净利润和经调整净利润率



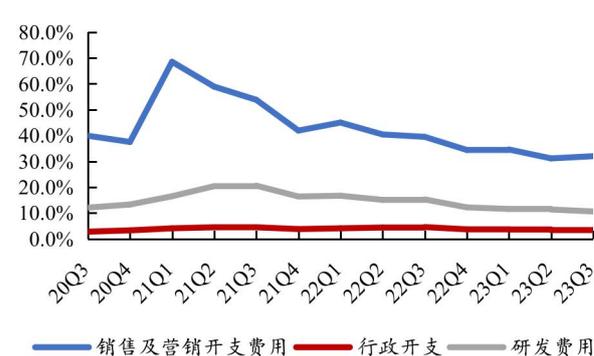
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、直接销售成本结构



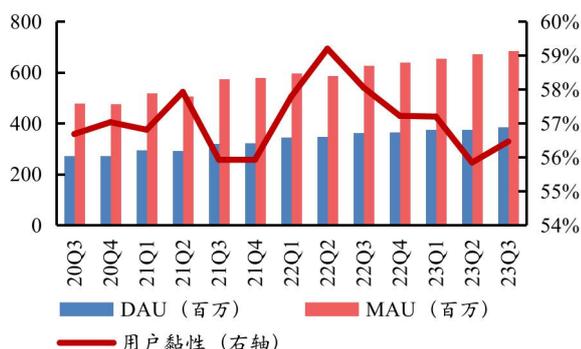
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、营运成本主要构成费率情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、DAU、MAU、用户粘性 (DAU/MAU)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、DAU 用户日均使用时长及平台日均总时长



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、快手在线营销收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、快手电商 GMV 及同比增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

**风险提示:** 1) 短视频行业竞争加剧; 2) 直播电商监管趋严; 3) 社区运营不当风险

## 附表

资产负债表					利润表				
单位: 人民币亿元					单位: 人民币亿元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	133	154	218	409	营业收入	941.8	1136.6	1305.0	1469.2
应收账款	63	40	78	55	成本	-520.5	-568.3	-614.6	-659.7
预付款项, 其他应收款及其他流动资产	48	49	59	69	毛利	421.3	568.3	690.3	809.5
按公允价值计入损益的金融资产	131	149	169	192	销售及营销开支	-371.2	-367.1	-369.3	-379.1
其他流动资产	84	101	116	130	行政开支	-39.2	-38.6	-41.8	-47.0
<b>流动资产</b>	<b>459</b>	<b>493</b>	<b>640</b>	<b>856</b>	研发开支	-137.8	-125.0	-130.7	-143.2
有使用权资产	108	131	161	160	其他经营收入	15.5	9.1	10.4	11.8
无形资产	11	22	36	48	其他经营净收益	-14.1	1.7	0.0	0.0
按公允价值计入损益的金融资产	36	41	47	53	<b>营业利润</b>	<b>-125.6</b>	<b>48.3</b>	<b>159.0</b>	<b>252.0</b>
固定资产	132	152	177	191	财务费用	1.7	4.8	1.3	1.5
其他非流动资产	147	158	169	181	可转换可赎回优先股的公允价值变动收益/(亏损)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>非流动资产</b>	<b>434</b>	<b>504</b>	<b>589</b>	<b>633</b>	<b>税前利润</b>	<b>-125.3</b>	<b>53.1</b>	<b>160.3</b>	<b>253.5</b>
<b>总资产</b>	<b>893</b>	<b>997</b>	<b>1230</b>	<b>1488</b>	所得税费用	-11.6	-4.7	-24.0	-38.0
					<b>税后净利润</b>	<b>-136.9</b>	<b>48.4</b>	<b>136.2</b>	<b>215.5</b>
					非控制性股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	229	217	257	277	<b>经调整净利润</b>	<b>-57.5</b>	<b>86.1</b>	<b>175.4</b>	<b>259.6</b>
预收款项	32	51	53	59	<b>EPS(元)</b>	<b>-3.18</b>	<b>1.16</b>	<b>3.28</b>	<b>5.18</b>
其他流动负债	146	176	206	225					
<b>流动负债</b>	<b>407</b>	<b>444</b>	<b>516</b>	<b>560</b>	<b>主要财务比率</b>				
租赁	87	106	130	129	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	0	0	0	1	<b>成长性</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>88</b>	<b>106</b>	<b>130</b>	<b>129</b>	营收增长率	16.2%	20.7%	14.8%	12.6%
<b>总负债</b>	<b>495</b>	<b>550</b>	<b>646</b>	<b>690</b>					
股本	0.0015	0.0015	0.0015	0.0015	<b>盈利能力</b>				
股本溢价	2745	2745	2745	2745	毛利率	44.7%	50.0%	52.9%	55.1%
留存收益	-2639	-2590	-2454	-2239	经调整净利率	-6.1%	7.6%	13.4%	17.7%
<b>总权益</b>	<b>398</b>	<b>447</b>	<b>583</b>	<b>799</b>	ROE	-13.5%	20.6%	34.1%	37.6%
<b>总负债和总权益</b>	<b>893</b>	<b>997</b>	<b>1230</b>	<b>1488</b>					
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	55.4%	55.2%	52.6%	46.3%
					流动比率	112.6%	111.1%	124.0%	152.7%
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	103.6%	120.3%	117.2%	108.1%
					应收账款周转率	17.5	22.0	22.0	22.0
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	-3.18	1.16	3.28	5.18
					每股净资产	9.2	10.7	14.0	19.2

数据来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:沪深两市以沪深300指数为基准;北交所市场以北证50指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理集团有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd、桐庐新城发展投资有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、安庆盛唐投资控股集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、滁州经济技术开发总公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股集团国际有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、泰州医药城控股集团有限公司、南洋商业银行有限公司、平安国际融资租赁有限公司、上海银行杭州分行、湖州南浔振浔污水处理有限公司、杭州银行绍兴分行、北京银行股份有限公司杭州分行、台州市黄岩经济开发集团有限公司、湖州吴兴交通旅游投资发展集团有限公司、江苏银行扬州分行、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、温州名城建设投资集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、民生银行、南京银行南通分行、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、交银金融租赁有限责任公司、交银租赁管理香港有限公司、平度市城市开发集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、澳门国际银行股份有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中国国际金融(国际)有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、嵊州市交通投资发展集团有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、香港象屿投资有限公司、厦门象屿集团有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、湖州燃气股份有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、Zhejiang Boxin BVI Co Ltd.、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、高邮市建设投资发展集团有限公司、Gaoyou Construction Investment Development (BVI) Co.,Ltd.、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、云南省能源投资集团有限公司、Yunnan Energy Investment Overseas Finance Company Limited、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited.、招商证券国际有限公司、中國光大銀行、光大銀行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、XianJin Industry

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd.、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展(集团)有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展(集团)有限责任公司有投资银行业务关系。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港(兴证国际)
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：(852) 35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk