

买入

2024年7月12日

内容链接商业，共创多元内容生态

- **优质的内容社区和社交平台：**快手作为一个拥有 7 亿月活用户的数字社区，通过“短视频+直播”为基础的内容社区，构建“广告-电商-直播”的多元内容生态，充分发挥平台流量、生态、产品等优势，激发发展新动能，推动业绩可持续增长。
- **线上营销业务持续增长，AIGC 赋能发展：**线上营销业务为快手收入的主要来源之一，其收入的稳健增长主要得益于公司精细化运营、智能营销投放产品升级和算法的持续优化。通过电商业务与内循环广告的协同发展，内循环广告有望成为快手广告收入的主要驱动力。此外，快手发布自研大语言模型“快意”、文生图大模型“可图”、文生视频大模型“可灵”，用 AI 技术赋能多业务场景，帮助商家重塑经营全链路，助力创作者成长和中小企业发展。
- **内容与货架双轮驱动，电商业务强劲增长：**快手自 2018 年进军电商领域以来 GMV 实现高速增长，由快手平台促成的电商商品交易总额由 2018 年的 9660 万增长至 2023 年的 1.18 万亿，呈现快速增长态势。电商业务作为快手未来增长的重要引擎之一，快手开辟泛货架场景，让内容激发需求、货架承接交易，通过直播间、短视频、泛货架不同场景满足不同客户需求，提升转化效率。未来收入增长主要依托于电商 GMV 的增长及佣金货币化率的提升，我们预计 2024 年至 2026 年电商 GMV 的复合增速达 18%。
- **降本增效显著，利润增长可期：**公司业绩增长迅速，2017 年至 2023 年收入由 83 亿元增长至 1135 亿元，年复合增长率达 54.5%。毛利率由 31.3% 提升至 50.6%，公司通过不断提高服务器及带宽利用率，控制带宽费用及服务器托管成本，以及收入结构改变导致的收入分成成本及相关税费的减少，逐步来降低销售成本。公司积极调整运营策略，通过精细化管理，严格控制成本费用增长，经调整净利润于 2023 年实现扭亏为盈，体现公司经营的强大韧性。
- **目标价 60 港元，首次覆盖并给与买入评级：**2024Q1 平台平均日活用户数达 3.94 亿，平均月活用户数达 6.97 亿，日活日均使用时长达 129.5 分钟。随着用户粘性加深以及商业化能力的不断提升，公司广告业务与电商业务有望高速增长。同时，公司注重股东回报，未来三年将回购不超 160 亿港元的股票，作为此计划的一部分公司将于 2024 年的 8 月 8 日至 2025 年的 5 月 30 日自动回购 60 亿港元。我们预测公司 2024 年至 2026 年的收入分别为 1277 亿元、1422 亿元和 1562 亿元，经调整净利润分别为 176 亿元、217 亿元和 263 亿元，同比增长 72%/23%/21%。基于此给予公司目标价 60 港元，对应 2025 年的 13 倍 PE，较现价有 26% 的上涨空间，给予买入评级。
- **风险因素：**行业竞争加剧、政策风险、商业化进度不及预期、国际业务风险

李宜格

+ 852-25321962

vicky.li@firstshanghai.com.hk

罗凡环

+ 852-25321962

simon.luo@firstshanghai.com.hk

主要资料

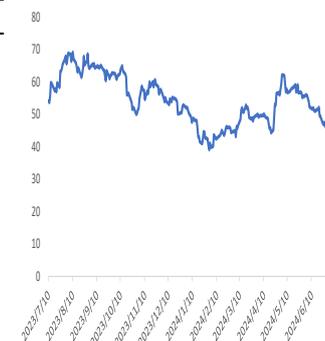
行业	TMT
股价	47.7 港元
目标价	60.0 港元 (+26%)
股票代码	1024
已发行股本	43.7 亿股
总市值	2082 亿港元
52 周高/低	72.5 港元/38.4 港元
每股净资产	12.3 元
主要股东	腾讯 (15.7%) 宿华 (9.8%) 程一笑 (8.8%)

表：盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入 (人民币百万元)	94,183	113,470	127,652	142,181	156,197
变动 (%)	16.2%	20.5%	12.5%	11.4%	9.9%
净利润	-13,689	6,399	13,752	18,737	23,411
变动 (%)	-82.5%	-146.7%	114.9%	36.2%	24.9%
经调整净利润	-5,751	10,271	17,638	21,726	26,348
变动 (%)	-69.5%	-278.6%	71.7%	23.2%	21.3%
基本每股盈利 (元)	-3.22	1.48	3.47	4.29	5.36
变动 (%)	-84.2%	-146.1%	134.0%	23.8%	25.0%
经调整市盈率47.7港元 (估)	NA	29.8	12.7	10.3	8.2

资料来源：公司资料，第一上海整理及预测

股价表现



资料来源：彭博

公司介绍

领先的内容社区和社交平台

快手于 2011 年由曾经先后任职于惠普公司、人人网的产品经理出身的程一笑创立，初期为一款动图制作工具应用程序 GIF 快手，2013 年从工具应用转型为短视频社交平台，2016 年上线直播功能，2018 年进军电商业务，于 2021 年在港交所主板上市。快手作为全球短视频行业的开创者，同时也是全球专注于短视频和直播内容形式的大型基于视频社交平台之一。

作为全球领先的内容社区及社交平台，快手以打造有温度、值得信任的在线社区为初心，通过构建短视频+直播搭建的内容社区，建立起真实、美好、多元、有益的内容生态。

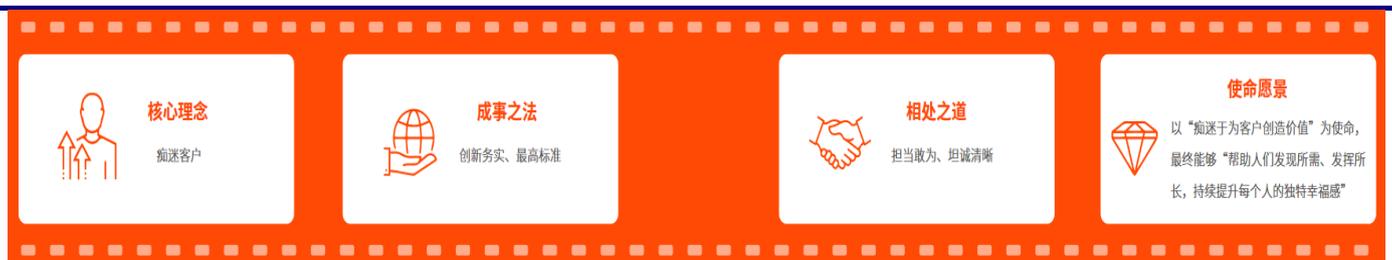
快手坚持构建普惠的数字社区，并逐步由人工智能驱动的内容创作平台发展为涵盖内容消费、知识传播、电商销售、本地生活等功能于一体的数字平台，将技术和产品赋能应用于民生、知识分享、电商、本地生活等各个产业。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2: 企业文化



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3: 快手系列产品



资料来源：公司资料，第一上海整理

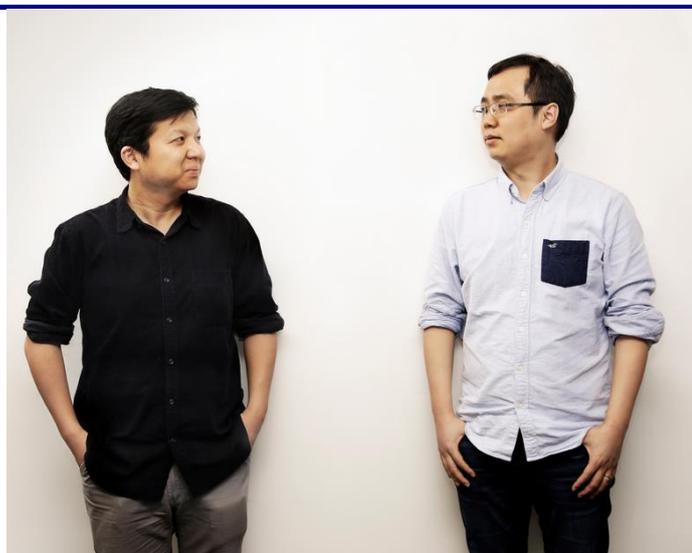
管理层介绍

程一笑先生：为快手的联合创始人、执行董事、董事长兼首席执行官。程先生于2011年推出原创移动应用程序GIF快手，之后与宿华先生共同带领快手成为短视频行业的开创者、中国领先的内容社区和社交平台。

宿华先生：于2013年11月加入快手，为快手的联合创始人及执行董事。宿华先生加入快手前，先后在Google China及百度等技术领先的互联网公司负责搜索和推荐算法、系统架构等广告系统的后端技术研发；也曾担任百度“凤巢”广告系统核心架构师。宿华先生的长期学习、工作和创业经历和经验使其在机器学习技术和人工智能领域积累下丰富的理论知识和实践经验，也为快手日后的转型发展奠定了基础。

快手先后经过多次内部组织架构变动，以适应公司的战略发展和业务需求。2023年12月将数条业务线重新整合划分部门，新一轮调整后，王剑伟从快手CEO程一笑手中接过电商业务，兼任快手商业化事业部和电商事业部。快手通过不断的整理整合内部资源，优化业务流程，提高工作效率和自身竞争力，来适应市场的变化和满足用户的需求。

图表 4: 联合创始人宿华及程一笑



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 5: 主要管理层

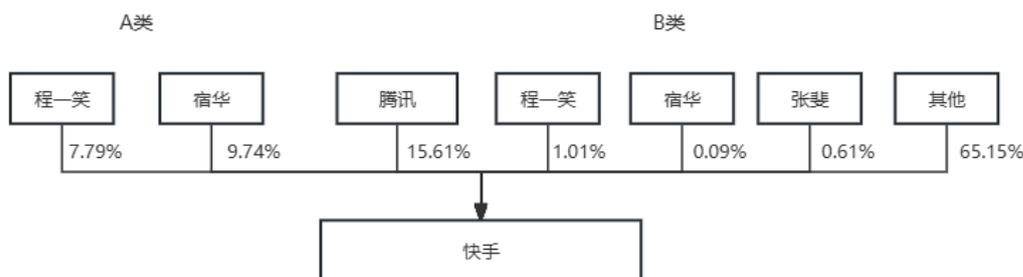
姓名	职位	履历
程一笑	联合创始人、执行董事、董事长兼首席执行官	曾任惠普、人人网工程师，2011年离职创业，推出GIF快手。负责制定集团长期战略，监督业务及营运管理。
宿华	联合创始人及执行董事	清华大学软件学士。曾任谷歌和百度工程师，2013年加入快手。
金秉	CFO	北京外国语大学英语学士。曾任职于花旗集团、瑞士信贷、欢聚集团CFO，22年出任首席财务官，负责整体财务、审计及内控及资本市场活动等工作。
银鑫	高级副总裁	东北大学软件工程硕士学位。曾于人人网就职，2012年加入公司，负责采购、行政、IT中心及基础设施建设。
杨远熙	高级副总裁	大连理工大学计算机科学与技术学士。曾就职于德科软件、华为，2011年加入公司，负责企业社会责任及内容安全。
王剑伟	高级副总裁	2019年5月加入快手，电商事业部兼商业化事业部负责人。

资料来源：公司资料，第一上海整理

股权结构

快手股权结构为同股不同权，联合创始人宿华和程一笑持有较高投票权，对公司具有绝对控制权。截至2023年年报，宿华和程一笑两位联合创始人分别占公司总股本的9.8%和8.8%，腾讯等机构投资者持有B类股份，占公司总股本的15.6%。

图表 6: 公司股权结构



资料来源：公司资料，第一上海整理

经营情况

业务模式

内容消费是快手应用为用户提供的核心价值，公司业务依赖扩大用户群及提升用户参与度，平台提供活跃社交及互动体验，使用户基于共同的兴趣建立联系与交互，孕育一套让用户与商家在多样化内容基础上互动的生态系统。生态系统自然产生的大量用户需求也为公司带来大量的变现机会。

快手主要业务分为线上营销服务、直播及其他服务（含电商）。其中，线上营销服务主要指广告收入，包括品牌广告、效果广告等多种形式。其他业务则主要涉及电商服务，包括直播电商和电商平台交易等。快手期望通过多元的业务模式，带来营收的长期增长和结构优化。

图表 7: 公司生态



图示：黄色气泡代表用户 | 橙色气泡代表商家 | 多邊網絡效應

资料来源：公司资料，第一上海整理

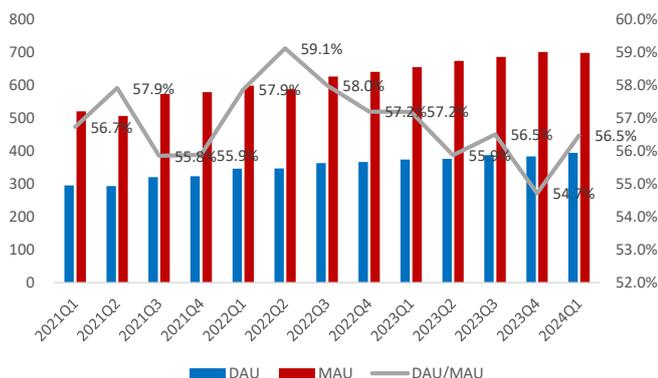
用户规模

用户作为平台内容社群的基础，快手通过短视频、直播等内容格式为用户提供多元化个性化的内容体验。公司推动以高留存高价值用户为导向，获取高质量的用户增长。

得益于高质量的用户增长战略以及丰富的内容供给，快手平台的用户流量呈现出稳健增长趋势。自 2017 年至 2023 年快手应用的平均日活跃用户数从 0.67 亿增长至 3.79 亿，平均月活跃用户数从 1.36 亿增长至 6.78 亿，用户规模高质量增长。快手通过不断优化算法、增加优质内容供给、提高内容与用户匹配等手段，促进了用户日均浏览量和日均浏览时长的提升，自 2017 年至 2023 年快手应用的用户单均使用时长从 53 分钟增长至 159 分钟。

2024Q1 公司 DAU（平均日活跃用户数）达 3.94 亿，同比增长 5.21%；MAU（平均月活跃用户数）达 6.97 亿，同比增长 6.57%；每位日活跃用户日均使用时长为 129.5 分钟。在行业流量见顶的情形下，用户使用时长仍稳健增长，公司通过不断优化用户增长渠道结构，结合算法对新增用户留存率的预测，提高用户增长 ROI。

图表 8: 用户规模 (百万)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 9: 单 DAU 日均使用时长及同比增速

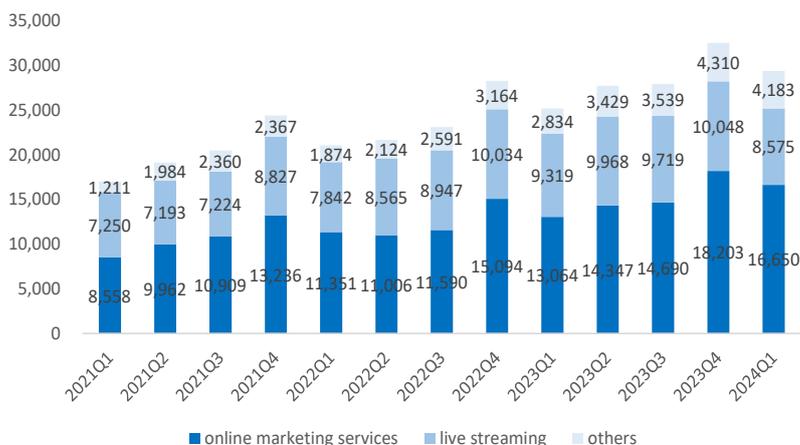


资料来源: 公司资料, 第一上海整理

三大业务板块

公司盈利能力受商业化变现能力影响, 基于快手平台不断完善自身流量生态, 目前主要通过直播、线上营销、电商及其他业务规模来提升变现能力。2017 年至 2023 年公司总收入从 83.4 亿元增长至 1135 亿元, 年复合增长率达 54.5%, 收入实现较快增长。

图表 10: 公司收入结构 (百万元)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

线上营销业务

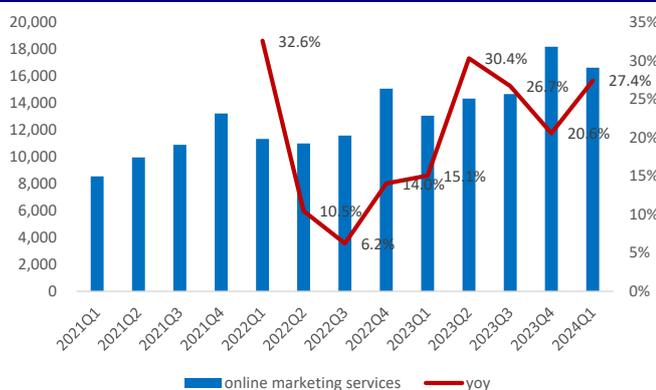
线上营销业务是快手收入的主要来源之一, 其收入的稳健增长主要得益于公司精细化运营、智能营销投放产品升级和算法的持续优化。2024Q1 线上营销业务收入同比增长 27.4%至 167 亿元, 占总收入比例为 56.6%, 占比逐步提升。

线上营销服务主要包括内循环及外循环营销服务等。内循环营销服务是为经营阵地在快手的商家提供的营销服务, 指商家在快手投流完成交易闭环。快手通过全站推广和智能投放等解决方案, 帮助商家在全站进行优质流量探索, 提升营销投放消耗和投放效果。依托 AI 及大模型能力, 为客户提供智能营销解决方案实现全链路提效。公司推出线索全自动营销产品, 借助 AIGC 提高营销素材生产效率和质量, 为客户提供智能化的定向人群营销投放能力。24Q1 商家使用全站推广或智能托管产品进行营销推广的渗透率达 30%, 去年年底为 20%, 增长显著。内循环营销服务是推动线上营销服务收入增长的主要动力。

外循环营销服务是为借助快手平台流量、全链路营销产品矩阵获得品效增长的外部商家提供的营销服务。公司通过自建链路引导帮助外循环客户在快手平台内实现目标用户转化和闭环交易。对于品牌营销服务主要通过品牌资源与流量场景双轮驱动，通过优质内容推动品牌客户预算增长，深化与头部品牌的合作；此外，快手星芒短剧成为众多品牌客户的营销选项，快手星芒短剧招商收入增长迅速，占比有望持续提升。由于外循环营销服务受到宏观经济影响较大，收入增速一般会略高于GDP增速。

线上营销业务作为公司主要的增长驱动因素，内循环业务与电商业务关联度较大，外循环业务主要增长来自细分行业垂直领域。未来随着消费需求和宏观经济复苏，广告加载率及广告单价的提升，线上营销有望呈现较好的增长态势。

图表 11: 线上营销业务收入（百万元）及增速



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 12: 单日活用户平均在线营销服务收入（元）



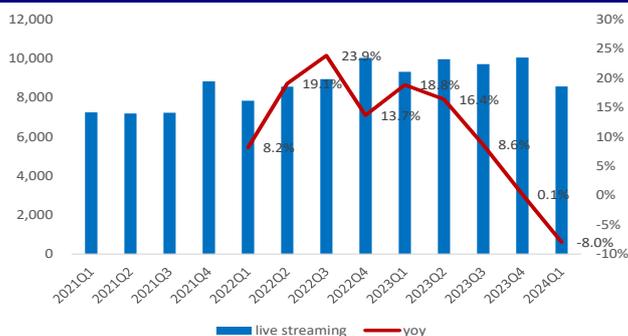
资料来源：公司资料，第一上海整理

直播业务

直播业务作为快手内容的基石，通过观众送虚拟物品给主播从中分成获得收入。随着平台的发展及监管的趋严，快手不断挖掘培育新的优质的直播内容与主播，各领域进行尝试，例如招聘领域“快聘”、房产领域“理想家”等，构建多领域多品类的差异化特色，逐渐摆脱单一领域、大主播独大的直播生态，打造稳定的直播平台。

直播业务收入受监管趋严影响，自 2017 年至 2023 年收入占比持续下降从 95.3% 下降至 34.4%，收入增速也有所放缓，预计随着精细化运营能力的提升，多元化场景的开发，中长期维持健康稳定发展。随着公司整体业务结构性占比改善，未来直播业务对于公司发展的影响将不断减少。

图表 13: 直播业务收入（百万元）及增速



资料来源：公司资料，第一上海整理

电商业务

公司 2018 年进入电商领域，作为直播电商平台重要参与者，由快手平台促成的电商商品交易总额由 2018 年的 9660 万增长至 2023 年的 1.18 万亿，呈现快速增长态势。电商业务作为快手未来增长的重要引擎之一，其收入增长主要依托于电商 GMV 的增长及佣金货币化率的提升。

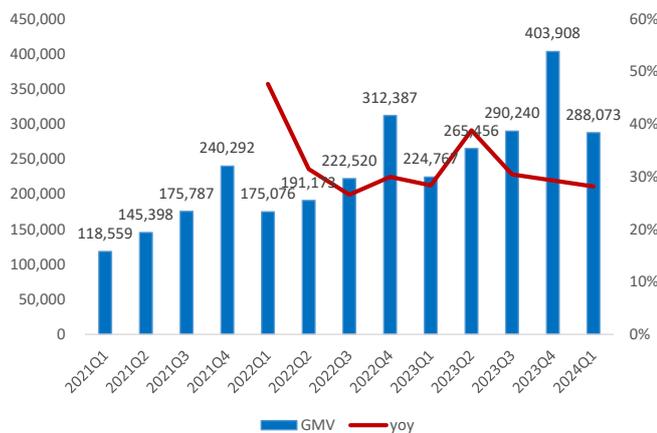
用户侧，公司注重用户体验提升，截至 24Q1 月活跃买家达 1.26 亿，MAU 渗透率不断提升至 18.6%，得益于泛货架等购物场景持续丰富，精细化智能运营并加强电商生态治理。

供给侧，注重商家发展和扶持，大幅优化升级平台招商政策，24Q1 月动销商家数同比增长约 70%。为更好帮助商家在快手平台成长，通过一系列商家训练营、扶摇计划等政策助力新商家冷启，提供全链路帮扶。品牌侧，通过川流计划加强有优质分销货品的品牌自播，通过花火计划拉动达人带货积极性。

快手提出以用户为先的战略，深度挖掘用户需求，构建消费者满意的电商场景。2023 年，快手正式切入泛货架域架，打通短视频、直播间与泛货架三大场景，形成全域经营。2024Q1 由商城、搜索、买家首页、店铺等场景组成的泛货架整体 GMV 占比约 25%。泛货架日均动销商家同比增速超 50%，日均买家同比增速超 60%。内容场+货架场双轮驱动增长。

快手作为内容电商平台，内容与电商的深度融合有望为商业化道路提供新的动力，全域经营有望为电商业务提供新的增长曲线。

图表 14: 电商 GMV (百万元) 及增速



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 15: 其他业务 (含电商) 收入 (百万元) 及增速



资料来源：公司资料，第一上海整理

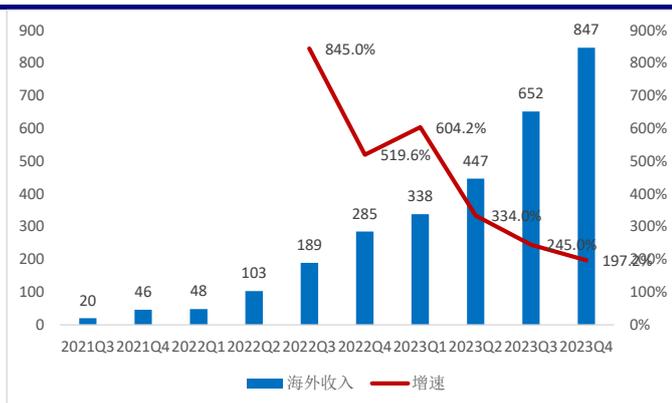
海外业务

快手 2017 年启动出海计划，推出快手海外版短视频应用“Kwai”，但进展并不顺利，由于对海外市场没有充分的了解和规划，在本地化、内容运营、社区建设等方面都有所不足，战略不够清晰，一直处于亏损状态。快手吸取教训，提出聚焦战略对海外业务定位进行调整，深耕区域市场，精细化运营，通过 Snack Video、Kwai 等两款产品覆盖印尼、巴西、中东等市场，2023 年全年海外业务的经营亏损由 2022 年的 66 亿元收窄至 28 亿元。

公司持续推进核心市场区域的聚焦战略，巴西、中东及印度等重点区域的日活跃用户和用户市场稳步提升。不断推进本地化原创内容生产，构建短剧、小游戏、体育等多业务布局，并赞助地区热门节目来提升媒体品牌影响力。2023 年快手海外在巴西、印尼等重点区域的用户 DAU、时长等方面取得了快速增长。巴西区域 DAU 增长 17%，Kwai 在巴西的月活用户突破 6000 万，覆盖 30% 的巴西人口，并且用户时长超过 70 分钟。

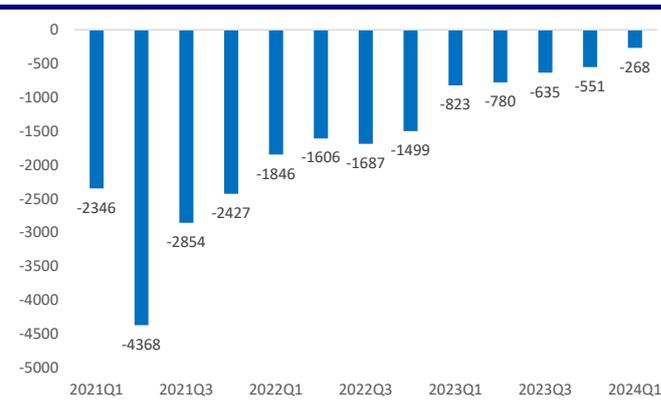
海外营销业务公司注重本地化能力构建，在 2024 年，快手海外将围绕出价产品、直播流量、原生内容三方面，持续推进产品生态搭建与完善。在出价产品方面，快手海外商业化将围绕广告主的需求持续深入发展，提升投放效率及稳定性，助力广告主达成更多投放目标。在直播流量方面，快手海外商业化将通过培养自有主播、发展已有达人等形式，助力更多行业品牌破圈。在原生内容方面，快手海外将持续助力广告主通过原生素材内容获取更多用户，实现高效投放效果。

图表 16: 海外收入（百万元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 17: 海外经营亏损（百万元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

本地生活

基于快手庞大的流量基础与平台的用户画像，快手本地生活业务 2022 年正式上线，快手的 7 亿用户群体中，新线城市用户优势明显，新线城市用户占比约 60%，随着新线城市用户需求爆发，快手持续推动服务零售的数字化升级，满足用户对附近商品的需求，并通过创新扶持政策，加强与优质商家合作，加大达人扶持力度，产出优质本地生活内容。2024 年一季度快手本地生活日均支付用户同比增长近 9 倍，日均动销商家数环比增长 29%，商品数环比增长 38%。

快手本地生活的商业模式还在探索过程中，基于独特的用户群体的用户需求，还需要大量的市场教育及营销活动激发消费需求，有望成为新一业务增量。

图表 18: 公司本地生活业务



资料来源：QuestMobile，第一上海整理

图表 19: 本地生活业务



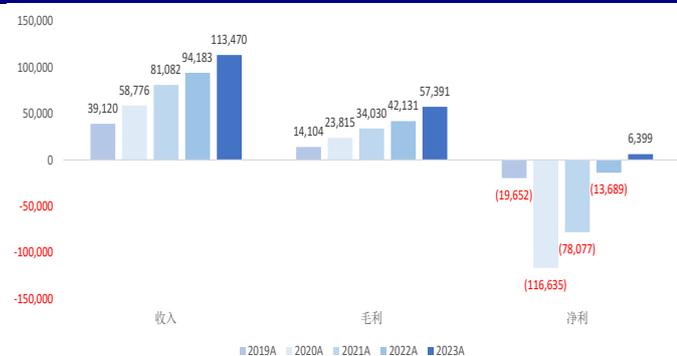
资料来源：公司资料，第一上海整理

财务概况

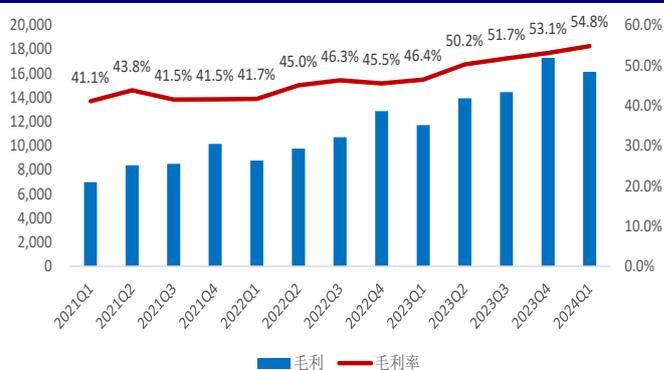
以巨大的流量池与多元的创作者/内容为基底，快手发展强劲，通过内容和商业生态的提升，公司的财务收益也有较快的增长。公司总收入自 2017 年的 83 亿元增长至 2023 年的 1135 亿元，年复合增长率达 54.5%，增长迅速。经调整净利润于 2017 年至 2022 年一直处于亏损状态，主要是由于公司在市场拓展、技术研发及内容创作等方面投入较大，市场竞争激烈所致。公司不断调整经营策略，控制成本，于 2023 年公司实现经调整净利润扭亏为盈达 103 亿元，进入集团层面整体盈利的时代。

快手在保持直播业务领域的稳定发展的同时，广告及电商业务的快速增长，有望为公司业绩带来较好的增长。

图表 20: 年度业绩情况（百万元）



图表 21: 毛利率



资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料，第一上海整理

毛利率

公司通过不断优化成本结构，提高营运效率，毛利率由 2017 年的 31.3% 提升至 2023 年的 50.6%，24Q1 毛利率达 54.8%，整体呈现增长趋势，主要受益于成本的下降。公司的销售成本主要包括收入分成及相关税项、带宽费用及服务器托管成本、雇员福利开支、渠道手续费、物业及设备折旧及无形资产摊销等。公司通过不断提高服务器及带宽利用率，控制带宽费用及服务器托管成本，以及收入结构改变导致的收入分成成本及相关税费的减少，逐步来控制销售成本，销售成本占比由 21Q1 的 58.9% 进一步降至了 24Q1 的 45.2%。公司积极调整运营策略，严格控制成本增长。随着业务结构性的变化，高毛利的广告业务及电商业务的占比逐步提升，毛利率稳步增长。

费用率

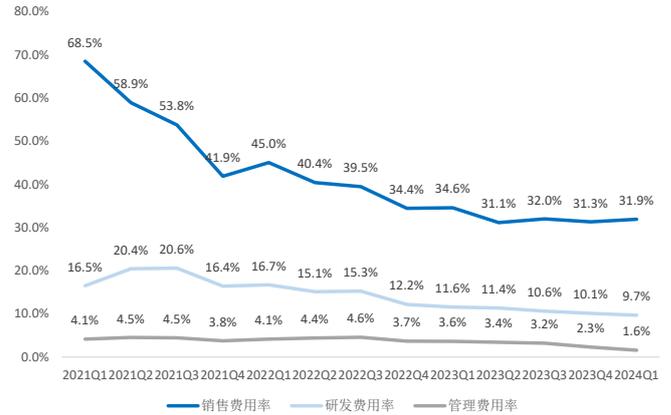
费用端公司通过精细化运营，不断降低各项支出，盈利能力不断改善。销售费用一直为公司费用中占比最大的部分，主要为营销、品牌推广及广告活动费用，公司有效控制用户获取及留存支出，销售及营销开支占比不断下降，由 21Q1 的 68.5% 大幅降至 24Q1 34.6%。研发开支及行政开支随着雇员福利开支减少而减少，由 21Q1 的 16.5% 下降至 9.7%。

图表 22: 成本构成 (百万元)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 23: 费用率情况



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

通过打造可持续内容供给生态, 精细化运营, 公司盈利能力逐步改善, 于 2023 年实现集团层面的整体盈利, 净利润达 64 亿元, 经调整净利润达 102.7 亿元。24Q1 公司净利润达 41 亿元, 利润率为 14%, 经调整净利润达 43.9 亿元, 同比增长 10347.6%。业绩体现了公司经营的强大韧性, 大超市场预期。

图表 24: 经营利润 (百万元)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 25: 经调整净利润 (百万元)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

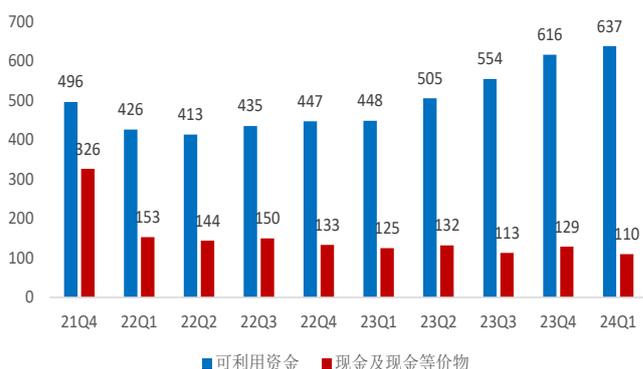
公司经营性现金流情况逐步改善, 近两年实现正向流入, 受益于公司收入不断增长, 降本增效显著。公司现金情况良好, 截至 2024Q1 末, 公司可利用资金为 637 亿元, 其中现金及现金等价物为 110 亿元。可利用资金包括现金及现金等价物、定期存款、金融资产和受限制现金。

图表 26: 现金流情况 (百万元)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 27: 可利用资金 (亿元)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

行业情况

中国的移动互联网行业发展稳健

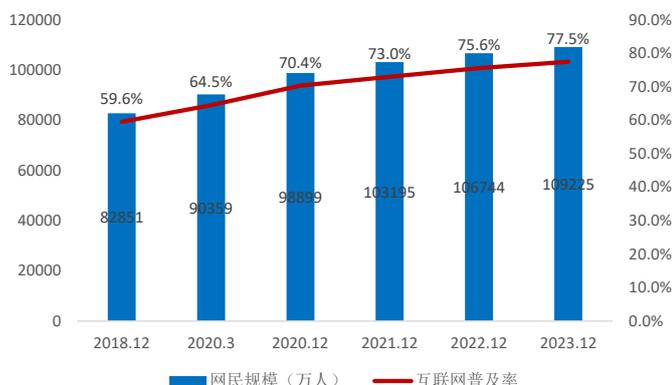
网络已成为现代社会必不可少的一部分, 互联网平台以流量为核心资源, 通过打造差异化优势来构建优质的生态空间。

快手作为互联网内容平台, 从短视频起家, 逐步涉猎直播、电商、本地生活等领域, 打造围绕广告-电商-直播的商业模式。在互联网渗透率基本触顶的情形下, 快手通过切入不同的消费场景, 拓展平台商业化能力。

中国移动互联网用户规模 2023 年全年增速 2% 以上达 10.9 亿人, 移动互联网流量仍在稳步提升中。全网用户使用粘性较去年略有下降, 月人均使用时长减少 11.4 小时至 166 小时。

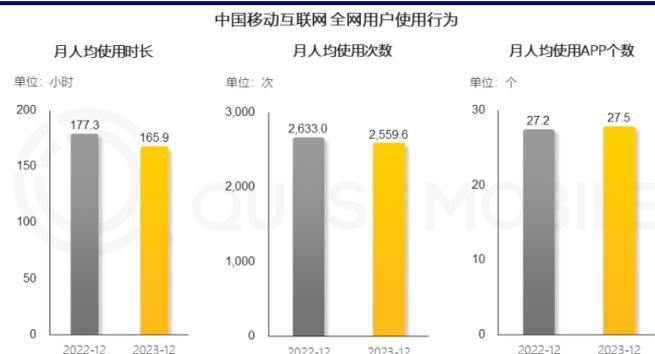
快手截至 24Q1 月活跃用户数达 6.97 亿人, 日活跃用户数达 3.94 亿人, 单用户日均使用时长为 129.5 分钟, 流量规模占据国内互联网平台的一大部分。

图表 28: 中国移动互联网用户规模



资料来源: CNNIC, 第一上海整理

图表 29: 用户使用行为

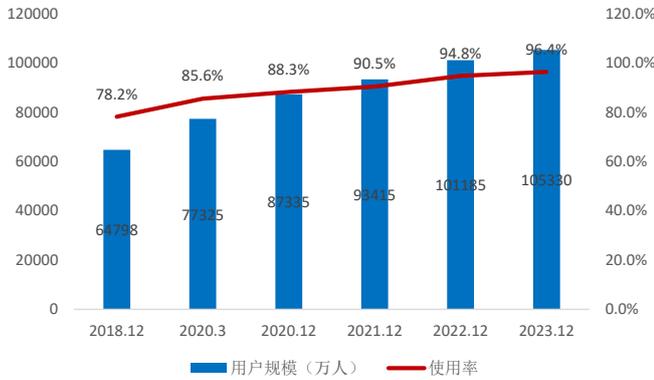


资料来源: QuestMobile, 第一上海整理

短视频用户规模占整体网民的 96.4%

我国网络视频用户规模达 10.67 亿人，占网民整体的 97.7%。网络视频用户中短视频用户规模占比较大，达 10.53 亿人，占网民整体的 96.4%。短视频用户作为互联网的一大组成部分，以抖音、快手为代表的短视频平台，挖掘其潜在需求，是个流量平台的核心任务。

图表 30: 短视频用户规模及使用率



资料来源: CNNIC, 第一上海整理

图表 31: 抖音与快手



资料来源: Mob 研究院, 第一上海整理

抖音与快手

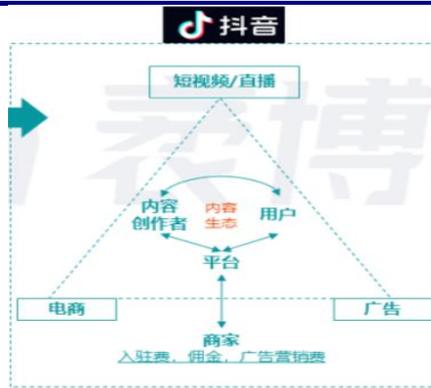
作为短视频平台的两大巨头，抖音与快手在定位、功能和结构等方面都存在差异，月活跃用户规模上，在国内市场抖音：快手约为 1.9:1。但其商业化进程基本相似，都由直播+广告+电商组成。

图表 32: 抖音与快手月活跃用户数规模



资料来源: QuestMobile, 第一上海整理

图表 33: 抖音业务板块



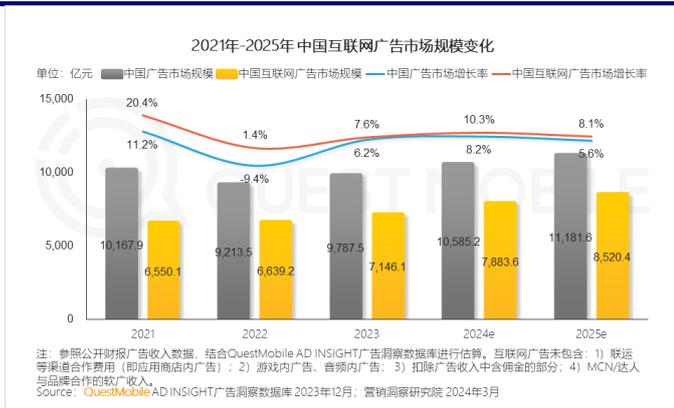
资料来源: Mob 研究院, 第一上海整理

广告市场

作为内容平台商业化的重要市场之一，互联网广告市场有望随着整体市场经济复苏的趋势有所增长。2023 年中国 GDP 达 126 万亿元，同比增长 5.2%，社会消费品零售总额达 47 万亿，同比增长 7.2%。根据 QuestMobile 数据，2023 年中国广告市场规模达 9786 亿元，同比增长 6.2%，互联网广告市场规模为 7146 亿元，同比增长 7.6%，互联网广告市场增速超越广告大盘规模增速。

快手外循环广告受行业影响较大，内循环广告受电商拉动较大。随着互联网用户规模扩大，保持高使用粘性，各平台营销跨界竞争，营销渠道趋向整合，打通流量链条，提升营销效率，互联网广告市场规模仍有望保持高单位数增长。

图表 34: 互联网广告市场规模



资料来源: QuestMobile, 第一上海整理

图表 35: 互联网广告市场份额



资料来源: QuestMobile, 第一上海整理

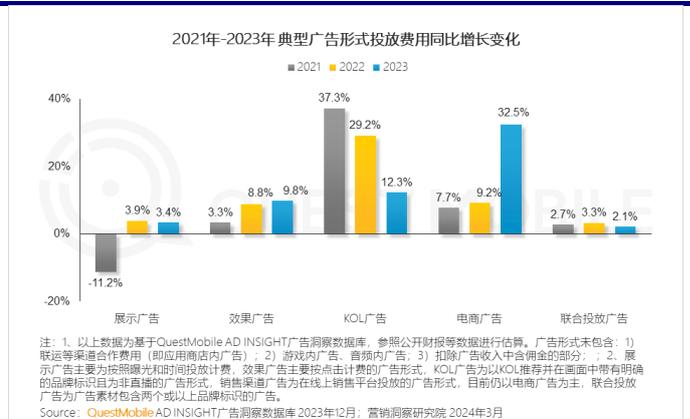
近年来新媒体平台用户规模不断增长，月总使用时长占比也在不断提升，庞大的流量规模，有望为品牌带来更大的市场影响力，向此渠道端广告的布局也在逐步加深。品牌数字化营销有望为品牌带来更强的竞争力。快手作为行业较为领先的短视频平台，随着自身营销矩阵的不断完善，助力广告业务高速发展。

图表 36: 新媒体平台用户规模及使用时长占比



资料来源: QuestMobile, 第一上海整理

图表 37: 广告投放费用变化



资料来源: QuestMobile, 第一上海整理

电商市场

电商作为内容平台另一重要商业化选择，直播电商近年来发展迅猛。2023年社会消费品零售总额为47万亿，同比增长7.2%，社零增速由负转正。网上零售额15万亿，网络零售市场交易额占社会消费品零售总额的比例达32.75%，占比不断提升。其中实物商品网上零售额达13万亿，增速为8.4%，占社零比重创新高。整体来看，近几年实物商品网上零售额增速呈不断下降趋势，主要是受国内整体消费环境的影响，社会零售增长处于相对较低的水平。线上消费逐步成为人们消费的主要渠道，但行业发展目前难以流量驱动增长，精细化运营重要性逐步显现。

图表 38: 社会零售额



资料来源：国家统计局，第一上海整理

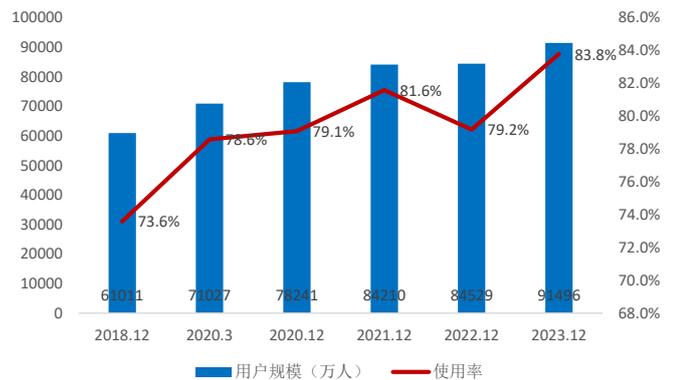
图表 39: 网上零售额与实物商品网上零售额



资料来源：国家统计局，第一上海整理

2023年我国网络购物用户规模达 9.15 亿人，占网民整体的 83.8%。从 2015 至 2017 年网购用户的增速逐年下降，2018 至 2019 年有所回升。2020 年受到疫情影响回落明显。2020-2022 年增速继续回落，2023 年增速有回升趋势。我国网络购物行业持续健康发展，进一步发挥稳增长、促消费的作用，绿色消费、国货“潮品”等成为消费的新增长点。

图表 40: 网络购物用户规模及使用率



资料来源：CNNIC，第一上海整理

图表 41: 电商市场规模及增速



资料来源：电数宝，第一上海整理

电商市场

2023 年电商市场规模达 50.57 万亿，同比增长 6.3%，增速有所放缓。随着电商市场规模不断增长，参与者众多，传统电商与新媒体电商平台竞争逐渐加剧，用户重合度不断加深，2024 年 3 月综合电商平台与短视频平台重合用户规模为 8.67 亿。

传统的货架电商通常依赖于商品详情页中的图文信息，直播电商则侧重于短视频、直播等形式，以及由网红和主播提供的介绍，这些内容更加生动和情感化，从而更有效地触发用户的即兴和冲动购买欲望。

直播电商平台在用户使用时间上占据优势。这些平台的核心优势在于能够持续产出丰富的内容，使用户在无目的浏览短视频和直播时，体验类似于逛街的感觉，更容易被推荐的商品吸引，随后通过平台提供的流畅交易路径，轻松进入购买环节。

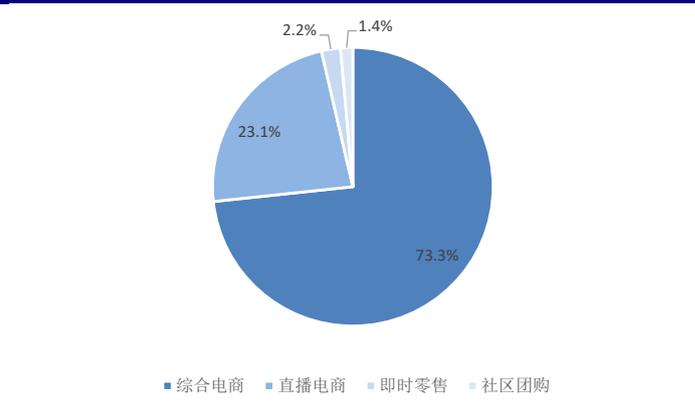
不同类型的电商平台中，综合电商仍为主力，直播电商位居第二。但直播电商目前渗透率仍有提升空间。

图表 42: 电商平台



资料来源: 网经社, 第一上海整理

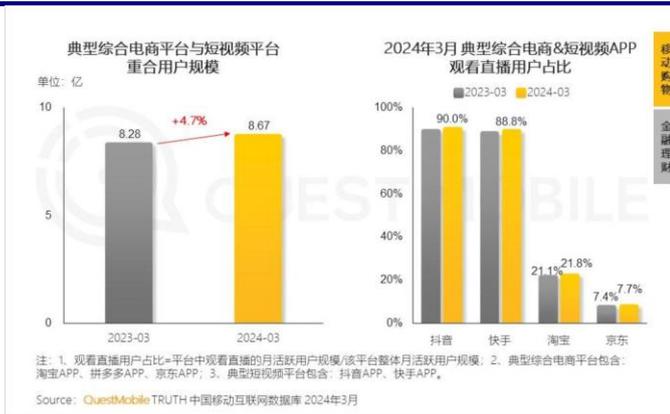
图表 43: 2023 年各电商 GMV 份额



资料来源: 星图数据, 第一上海整理

2023 年直播电商用户规模达 5.4 亿人, 同比增长 14.2%。直播电商用户人均年消费额为 8660 元, 同比增长 17%。在消费者信心指数有所下降的情形下, 对于消费性价比更为关注。快手电商的月付费用户平均数量在 2023 年第四季度突破 1.3 亿, 渗透率还有提升空间。

图表 44: 用户重合规模



资料来源: QuestMobile, 第一上海整理

图表 45: 直播电商用户规模及增速



资料来源: 电数宝, 第一上海整理

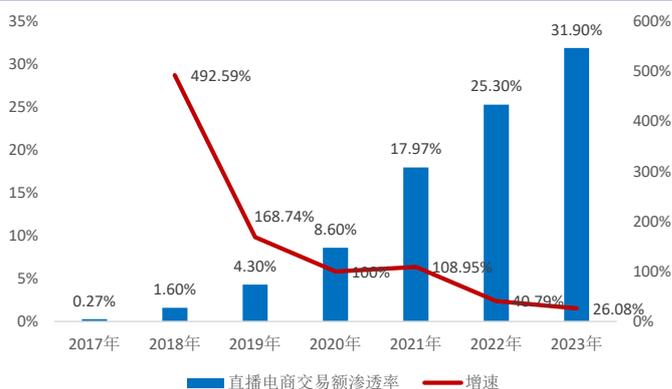
2023 年直播电商交易规模达 49168 亿元, 同比增长 40.5%, 2017 年至 2023 年国内直播电商市场规模年复合增长率为 151%。根据艾瑞咨询预测, 2024 年至 2026 年中国直播电商市场规模年复合增长率为 18%, 相较于行业发展早期, 增速出现下滑。直播电商交易规模占网络零售交易规模的多少为直播电商渗透率, 2023 年直播电商渗透率达 31.9%, 增速为 26.1%, 增速持续下降。随着直播电商市场的快速发展, 参与者众多, 市场趋于饱和, 行业将呈现平稳精细化增长。

图表 46: 直播电商市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询，第一上海整理

图表 47: 直播电商交易额渗透率及增速



资料来源：电数宝，第一上海整理

QuestMobile 数据显示，典型短视频平台不断强化其电商功能，与传统电商平台之间的竞争日益激烈，其中抖音与淘宝重合度较高达 62.7%，快手与拼多多重合度较高达 34.9%。同时，内容电商的两大代表抖音和快手都在布局“全域”和“泛货架”的场景。

图表 48: 传统电商与抖音用户重合度

2023年12月典型移动购物电商与新媒体电商平台用户重合情况及相比去年同期变化（一）



注：1. 整体重合度=A与B的重合用户规模/(A+B) 去重活跃用户规模；2. 相比去年同期变化=2023年12月重合率-2022年12月重合率。

资料来源：QuestMobile，第一上海整理

图表 49: 传统电商与快手用户重合度

2023年12月典型移动购物电商与新媒体电商平台用户重合情况及相比去年同期变化（二）



注：1. 整体重合度=A与B的重合用户规模/(A+B) 去重活跃用户规模；2. 相比去年同期变化=2023年12月重合率-2022年12月重合率。

资料来源：QuestMobile，第一上海整理

快手的“泛货架”，指的不只是传统货架电商的商城，而是包括了推荐、商城、搜索和店铺等多个场景和入口在内，核心是直播间以外的消费。将推荐、商城、搜索、店铺等场景等集合成为快手电商泛货架场域，让商品推荐变得更精准、更高效的同时，能够有效满足消费者不同的主动消费需求，提高交易的成功率。快手泛货架场的不断完善，进一步降低了快手经营门槛。让不擅长做短视频、做直播，但有好产品的商家也能在快手上卖货。

数据显示用户在快手泛货架场的消费习惯正在持续养成，搜索场域 GMV、买家数超高速增长，2024 年 Q1 商品搜索 GMV 同比增长 128%，搜索下单转化率高出大盘近 2 倍，夜间搜索下单数同比增长超 90%。快手通过全场域经营的拓展，有望逐步建立电商闭环，提高复购率，进一步提升 GMV，实现电商业务的高速发展。

图表 50: 不同电商平台对比



资料来源：网经社，第一上海整理

图表 51: 全域经营



资料来源：公司资料，第一上海整理

投资亮点

用户粘性高，差异化优势

快手月活跃用户数达 7 亿，虽低于其他平台，但用户粘性相对稳定，2024Q1 用户使用时长达 129 分钟，同环比均有提升。快手注重社区建设，7 亿老铁消费需求的变化一直是快手发展电商和商业化的主线，对行业来说，也将决定很多商家接下来的业务和获利模式。

快手在以三线及以下城市为主体的新线城市具有较强的影响力，市场消费潜力较大，摩根士丹利中国首席经济学家邢自强曾表示，“新线城市青年”是今后十年消费的新生力量，预计到 2030 年，三、四线城市消费总额将达 45 万亿元。

根据 QusetMobile 数据显示，新线城市用户规模占互联网总体用户规模达 52.6%，用户时长在 159.8 分钟左右，其互联网粘性在不断加强。从快手买家的城市分部来看，来自三线及以下城市的大众市场用户占比超 60%，是快手电商的主要消费主力。从买家的年龄分布来看，30 岁以下的年轻买家占比超 30%，31-49 岁用户占比超 40%，为快手电商的主要购买人群。

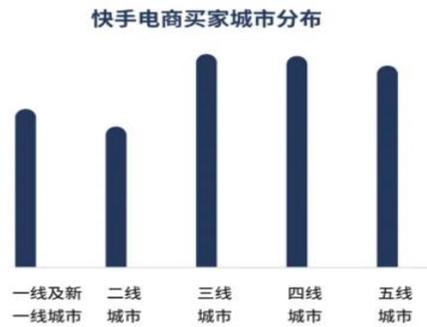
快手月活跃用户数规模不及抖音，但其在下沉市场略胜一筹。深挖优势领域市场，在当前消费背景下，持续下探开发新线城市，根据用户内容消费数据，预判用户消费需求，更加精准匹配转化。内容电商平台用户需求匹配程度相较于交易平台更为精准。

图表 52: 互联网用户城际分布



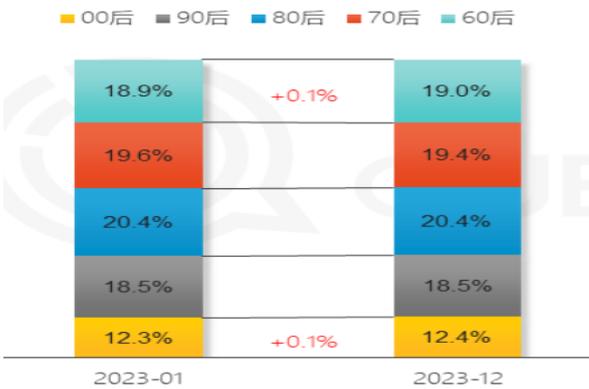
资料来源: QuestMobile, 第一上海整理

图表 53: 快手电商买家城市分布



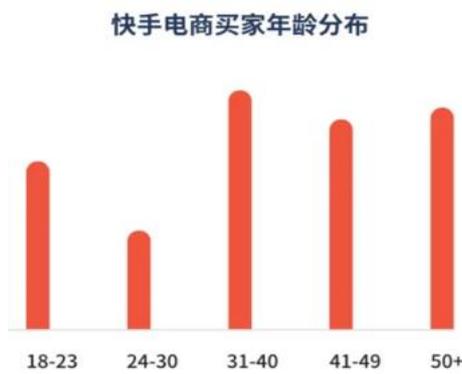
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 54: 互联网年龄分布



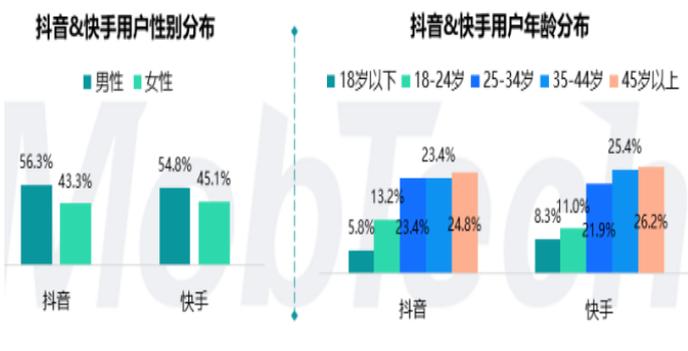
资料来源: QuestMobile, 第一上海整理

图表 55: 快手买家年龄分布



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 56: 抖音快手用户画像对比



资料来源: Mob 研究院, 第一上海整理

图表 57: 抖音快手用户城市对比



资料来源: Mob 研究院, 第一上海整理

电商业务与广告业务双轮驱动增长

随着消费市场供需变化供过于求，电商市场进化到了内容+货架的全域化阶段。快手独特的以信任为基础的电商模式，通过优化算法深耕特色内容，提升平台社交互动氛围，增强用户粘性，为电商业务提供丰富的流量来源。快手通过增加对有质价比的商品和好评度高的商家的流量支持，以吸引更多消费者，增加复购行为。快手电商和商家通过持续跟随用户需求的变化，调整经营方向，以实现增长与发展。

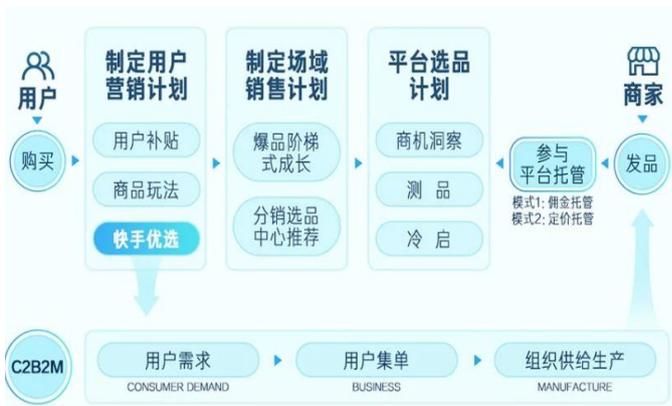
需求端，快手电商坚持消费者优先的核心经营战略，携手商家、达人做好全域经营，通过达人、品牌、平台三方协作，推动商业化能力的提升。2023 年电商月付费用户数达 1.3 亿，渗透率提升至 18.6%。得益于快手开辟泛货架场景，让内容激发需求、货架承接交易，形成“1+1>2”的效果。在内容生态与商业生态架起了四通八达的连接，形成一种融合式的全域购物体验。直播间、短视频、泛货架不同场景满足不同客户需求，通过用户画像及内容消费的数据，深度挖掘及预判用户消费需求，更加精准的匹配，转化效率更高。

供给端，2023 年快手电商经营者数量同比增长 55%，新动销商家数同比增长 68.5%，月均 GMV 超 200 万的新商数同比增长 130%。2024 年快手电商将为新入驻商家提供千亿流量的启航计划，结合扶摇计划，帮助商家完成从冷启到经营规模的扩大。此外，公司为帮助商家打开泛货架场域销量，快手商城已经上线销售托管功能，包括品牌商品佣金托管和白牌商品定价托管两种模式，可降低商家运营难度并提高销量确定性。电商业务随着入驻 SKU 的不断丰富，消费者复购率的提升从而带来货币化率的提升。

图表 58: 电商网络



图表 59: 销售托管



资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料，第一上海整理

内循环广告高速增长

电商广告驱动广告业务持续增长，公司进一步升级商业化营销基础设施。在 2023 年磁力大会上，快手向业界公开“全站 ROI”经营理念，并随之推出了相应的全站推广产品。全站推广，就是产品持续上线的投前、中、后的诊断复盘和素材实时分析等新功能，帮助商家在快手全站实现更高的 GMV 转化。全站推广在 2023 年峰值消耗已突破 1500 万，成本达成率已稳定超过 90%。

经过一年的迭代和优化，全站推广已经发展到了 3.0 版本，支持“短视频+泛货架”场景的商品投放能力，打通了内容和泛货架场域，通过精准人货匹配、流量预估、增量价值优化，提升全站投放的效果和稳定性。这一产品显著提升了电商商家从广告宣传到电商运营的转化效率，实现了营销到经营的顺畅过渡。

财报显示 2024 年第一季度，商家使用全站推广或智能托管产品进行营销推广的总

消耗大内循环总消耗的 30%。随着商家投流意愿提升，带动内循环营销业务的增长。

图表 60: 全站推广



图表 61: 智能托管



资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料，第一上海整理

海外业务明年有望盈亏平衡

公司海外业务随着聚焦重点市场，本地化战略的逐步推进，核心区域日活用户数及用户时长稳步增长，近期减亏效果显著，有望于明年实现盈亏平衡，为公司增添新的增长点。

2024 年第一季度海外营收同比增长 193.2%达到 9.9 亿元。巴西地区 DAU 同比增长 13%，每位日活跃用户的日均使用时长超 75 分钟。海外业务收入分为广告业务和直播业务收入，随着内容生态的搭建完成，通过广告变现提升商业化能力。

AIGC 助力业务发展

快手于 2023 年年初启动新 AI 战略，结合并赋能现有业务场景，全面布局 AI 各种产品，目前主要围绕快意语言大模型、可灵文生视频大模型及可图文生图片大模型开展商业化。

快意大模型为快手自研的大模型产品，快意大模型沿用了 Transformer decoder-only 技术架构，设计有 13B、66B、175B 三种参数规模，在每个参数规模下包含预训练模型 (KwaiYii-Base) 和对话模型 (KwaiYii-Chat) 两个版本。通过在 4T+高质量 tokens 上进行预训练和百万级高质量指令数据上进行对齐，快意预训练模型和对话模型已在行业权威评测榜单上取得显著领先的效果，其中 175B 版本模型的表现已接近 GPT-4。

快手大模型目前在多个领域落地应用，如磁力开创、女媧数字人及 π 数字员工。磁力开创为 AIGC 素材一站式生成工具，为广告主与客户提供广告素材；女媧数字人是创造有感情，能够互动的数字人，根据商业场景匹配创造数字人，可以让客户实现低成本开播，在收益更多的同时可以降低传统直播间的前期投入风险；π 数字员工为 AI 驱动的智能客服，主要责任的话是承接营销对话能力，与用户进行垂直行业的沟通。

有了基于智能技术重构的内容运营，为平台与品牌提供了优质且活跃的内容生态，而在此之上，基于大模型技术所重构的电商经营则顺势而为，围绕着降本增效，促成了用户在快手电商中的高 ROI 转化。依托大模型技术对于内容与电商的全链路重构，使得快手电商能够精细化的行业运营策略及持续提升的产品能力，快手已经吸引了众多品牌、商家以及合作伙伴入局共建快手商业生态。

图表 62: 快意大模型



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 63: 字节跳动与快手推出的大模型

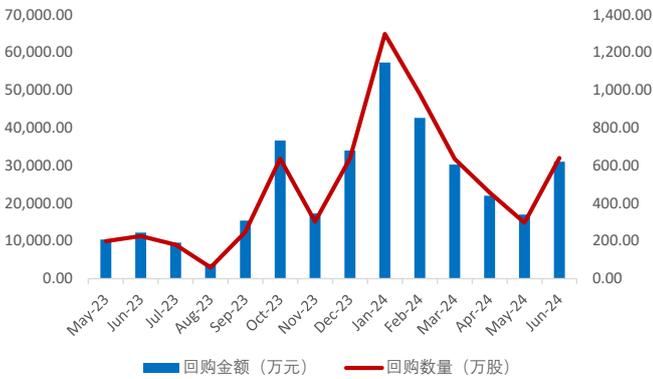
对比维度	字节跳动	快手
大模型	豆包大模型	快意大模型
视频生成	即梦(Dreamina)	可灵
AI音乐产品	海绵音乐	回森
AI智能创作云	火山引擎	StreamLake
AI聊天机器人	抖音晴天	
AI剪辑工具	剪映	快剪
AI教育产品	河马爱学 识典古籍	
AI社交产品	猫箱 / 小黄蕉	快惠
AI特效创作工具	橡塑	必扬
AI电商	抖音AI导购助手	
AI营销	即创	
AI综合工具	小悟空	
AI智能体应用	扣子	
AI图片创作	星绘	可图

资料来源: AI 鲸选社, 第一上海整理

回购

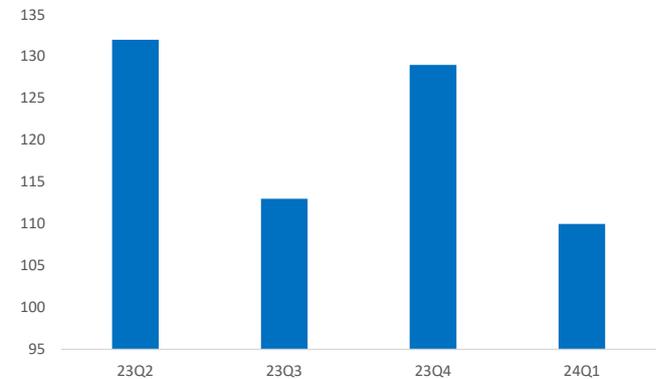
公司于 2023 年 5 月首次提出 40 亿港元回购计划, 截至 2024 年 5 月末, 公司共回购金额达 30.9 亿港元回购 6170 万股。同时, 公司公布新一批回购计划, 自 2024 年 6 月 13 日起, 在未来 3 年内, 回购价值不超过 160 亿港元的 B 类股, 直至 2027 年举行的股东周年大会结束为止。作为此计划的一部分公司于 2024 年的 8 月 8 日至 2025 年的 5 月 30 日自动回购 60 亿港元。公司将结合资本市场环境, 合理安排股份回购节奏, 不断提升股东回报。

图表 64: 回购情况



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 65: 现金及现金等价物 (亿元)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

看好公司未来发展, 目标价 60 港元, 买入评级

业绩增长可期

线上营销业务目前主要增长驱动力为内循环营销业务, 我们预计内循环业务将随着电商业务 GMV 的快速增长而增长; 外循环业务会受到宏观经济的影响, 主要受益于垂直细分行业客户投放效率的提升。电商业务将随着电商 GMV 以及佣金货币化率的提升而增长, 我们预计 2024 年至 2026 年电商 GMV 的复合增速达 18%。直播业务由于受到行业监管的影响, 我们预计今后有望保持平稳发展。

随着用户粘性加深以及商业化能力的不断提升, 公司广告业务与电商业务有望高速

增长。此外，公司降本增效成果显著，销售成本及各项费用不断减少，公司盈利增长可期。同时，公司注重股东回报，未来三年将回购不超 160 亿港元的股票。我们预测公司 2024 年至 2026 年的收入分别为 1277 亿元、1422 亿元和 1562 亿元，经调整净利润分别为 176 亿元、217 亿元和 263 亿元，同比增长 72%/23%/21%。基于此给予公司目标价 60 港元，对应 2025 年的 13 倍 PE，较现价有 26% 的上涨空间，给予买入评级。

图表 66: 收入预测

Line Item	Units	FY-19	FY-20	FY-21	FY-22	FY-23	FY-24	FY-25	FY-26
		A	A	A	A	A	E	E	E
Revenue - Live streaming	CNYM	31,442.3	33,209.1	30,995.2	35,388.0	39,054.0	35,698.1	35,006.8	35,340.2
YoY Growth					14.2%	10.4%	-8.6%	-1.9%	1.0%
Revenue - Online marketing services	CNYM	7,418.5	21,854.5	42,665.5	49,041.5	60,304.0	73,384.1	83,491.9	91,871.9
YoY Growth					14.9%	23.0%	21.7%	13.8%	10.0%
Revenue - Other services	CNYM	259.5	3,712.4	7,420.9	9,753.1	14,112.0	18,569.6	23,682.6	28,985.4
YoY Growth					31.4%	44.7%	31.6%	27.5%	22.4%
Revenues	CNYM	39,120.3	58,776.0	81,081.5	94,182.6	113,470.0	127,651.8	142,181.3	156,197.4
YoY Growth					16.2%	20.5%	12.5%	11.4%	9.9%
Average MAUs	M#	330.4	481.1	544.2	612.7	678.2	709.5	727.2	734.5
YoY Growth					12.6%	10.7%	4.6%	2.5%	1.0%
Average DAUs	M#	175.6	264.6	308.2	355.6	379.9	400.7	414.5	422.3
YoY Growth					15.4%	6.8%	5.5%	3.5%	1.9%
DAU to MAU ratio	%	53.1%	55.0%	56.6%	58.0%	56.0%	56.5%	57.0%	57.5%
YoY Growth					2.5%	-3.5%	0.8%	0.9%	0.9%

资料来源：公司资料，第一上海预测

图表 67: 同类公司估值情况

股票代码	公司	财报货币	交易货币	股价	市值 (百万港元)	PE				PS			
						2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
直播													
BILI US EQUITY	哔哩哔哩	CNY	USD	16.9	54,850	N/A	N/A	48.2	24.8	3.0	3.7	3.5	3.1
MOMO US EQUITY	挚文	CNY	USD	6.6	9,539	5.7	7.4	5.1	5.0	0.7	0.7	0.6	0.6
YY US EQUITY	欢聚时代	USD	USD	34.4	15,932	7.6	8.9	8.0	7.0	0.5	0.4	0.4	0.3
HUYA US EQUITY	虎牙	CNY	USD	4.68	8,322	N/A	26.9	16.7	12.8	0.9	0.8	0.8	0.7
DOYU US EQUITY	斗鱼	CNY	USD	17.4	4,296	117.3	N/A	N/A	N/A	0.5	1.0	1.0	1.0
平均值						43.5	14.4	19.5	12.4	1.1	1.3	1.3	1.1
广告													
700 HK EQUITY	腾讯控股	CNY	HKD	384.8	3,599,804	21.9	17.1	15.2	13.5	4.1	3.4	2.9	2.5
9888 HK EQUITY	百度集团	CNY	HKD	97.2	272,667	10.9	9.1	8.7	7.9	0.9	0.8	0.8	0.7
9898 HK Equity	微博-SW	USD	HKD	64.7	15,697	5.8	5.0	4.7	4.8	0.6	0.5	0.5	0.4
平均值						12.9	10.4	9.5	8.7	1.9	1.6	1.4	1.2
电商													
BABA US EQUITY	阿里巴巴	CNY	USD	76.0	1,433,390	14.3	8.6	8.7	7.9	1.6	1.5	1.4	1.1
JD US EQUITY	京东	CNY	USD	26.8	319,092	12.8	8.7	7.8	7.1	1.3	1.2	1.1	1.0
PDD US EQUITY	拼多多	CNY	USD	138.1	1,495,878	22.9	11.4	9.0	7.6	5.5	4.4	3.2	2.3
VIPS US EQUITY	唯品会	CNY	USD	13.4	56,714	6.9	5.6	5.3	5.0	1.1	1.1	1.0	0.8
平均值						14.2	8.6	7.7	6.9	2.4	2.1	1.7	1.3

资料来源：彭博，第一上海整理（截止 7 月 11 日收盘价）

风险因素

- 行业竞争加剧** 公司处于短视频、直播、电商等行业，行业企业数量众多，商业化进展不一。因此行业竞争情况对公司的业绩有较大影响。我们是基于行业竞争正常的情况下进行预测，若竞争加剧，将影响我们对公司业绩预测的准确度。
- 政策监管风险** 公司的业务受政策影响较大。我们的预测是基于政策相对稳定的条件下做出，若政策进一步严格，可能导致业绩不达预期。
- 商业化进度不及预期风险** 公司电商及广告业务商业化还在推进中，本地生活等新业务还在投入期，若发展不及预期，将会影响公司的盈利预测。我们的预测是基于公司商业化进展顺利的情况下得出的。
- 国际业务风险** 公司海外业务不断发展中，但海外业务受不同国家和地区政治提至、经济状况、法律环境等因素影响差异较大，投资环境较为复杂，中美经贸摩擦、部分地区的贸易保护主义等对公司海外业务有一定的影响。同时汇率波动也有一定的不确定性。我们的预测是基于公司海外业务处于正常发展的情况得出。

主要财务报表

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
物业、厂房及设备	13,215	12,356	11,065	9,645	8,084
无形资产	1,123	1,073	1,024	971	912
使用权资产	10,806	10,399	9,303	8,098	6,771
其他非流动资产	18,305	22,107	22,107	22,107	22,107
非流动资产	43,449	45,935	43,500	40,821	37,874
现金及等价物	13,274	12,905	25,315	50,985	80,979
应收账款	6,288	6,457	7,881	8,089	9,455
预付账款	4,106	4,919	5,362	5,844	6,370
其他资产合计	22,190	36,080	36,080	36,080	36,080
流动资产	45,859	60,361	74,637	100,919	132,884
总资产	89,307	106,296	118,137	141,819	170,758
租赁负债	8,721	8,405	8,405	8,405	8,405
其他非流动负债	39	39	39	39	39
非流动负债	8,760	8,444	8,444	8,444	8,444
应付账款	33,058	40,193	37,918	42,468	47,564
预付账款	3,240	4,036	4,399	4,795	5,227
其他流动负债	4,411	4,549	4,549	4,549	4,549
流动负债	40,710	48,778	46,866	51,812	57,340
负债合计	49,470	57,222	55,310	60,256	65,784
所有者权益	39,838	49,074	62,826	81,563	104,974

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
除税前利润	-12,531	6,889	13,752	18,737	23,411
所得税支出	-990	-1,223	0	0	0
折旧及摊销	6,573	7,202	7,822	8,604	9,465
营运资本变动					
其他经营现金流	7,742	7,913	-3,778	4,255	3,636
经营活动现金流	795	20,781	17,796	31,596	36,512
资本开支	-5,100	-4,897	-5,387	-5,925	-6,518
投资受益					
其他投资现金流	-12,928	-14,968	0	0	0
投资活动现金流	-18,028	-19,865	-5,387	-5,925	-6,518
股息	0	0	0	0	0
负债变化	1,910	11,259	0	0	0
其他投资活动现金流	-19,938	-31,124	-5,387	-5,925	-6,518
融资活动现金流	-2,598	-1,364	0	0	0
现金净变动	-19,832	-448	12,409	25,671	29,994
年初现金余额	32,613	13,274	12,905	25,315	50,985
年末现金余额	13,274	12,905	25,315	50,985	80,979

资料来源：公司资料，第一上海预测

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
营业收入	94,183	113,470	127,652	142,181	156,197
营业成本	52,051	56,079	59,800	64,697	70,294
毛利	42,131	57,391	67,852	77,484	85,904
销售及营销费用	-37,121	-36,496	-40,635	-43,521	-46,250
行政开支	-3,921	-3,514	-1,907	-1,949	-1,985
研发开支	-13,784	-12,338	-12,667	-13,934	-14,995
其他收入	1,547	978	118	0	0
其他亏损净额	-1,410	410	445	0	0
经营利润	-12,658	6,431	13,206	18,080	22,674
财务（费用）/收入净额	166	539	495	551	605
分占权益法投资	0	0	0	0	0
除所得税前利润	-12,531	6,889	13,697	18,631	23,280
所得税	-1,158	-490	55	105	132
净利润	-13,689	6,399	13,752	18,737	23,411
经调整净利润	-5,751	10,271	17,638	21,726	26,348
折旧及摊销	6,573	7,202	7,822	8,604	9,465
EBITDA	-6,123	13,552	21,025	26,684	32,139

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
盈利能力					
毛利率	44.7%	50.6%	53.2%	54.5%	55.0%
EBITDA 率	-6.5%	11.9%	16.5%	18.8%	20.6%
净利率	-14.5%	5.6%	10.8%	13.2%	15.0%
营运表现					
销售及管理费用/收入	-39.4%	-32.2%	-31.8%	-30.6%	-29.6%
实际税率	9.2%	-7.1%	0.4%	0.6%	0.6%
股息支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转					
应付账款天数	215.1	235.1	235.1	220.0	220.0
应收账款天数	20.5	20.2	20.2	20.2	20.2
财务状况					
总负债/总资产	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
收入/净资产	2.4	2.3	2.0	1.7	1.5
经营性现金流/收入	0.0	0.2	0.1	0.2	0.2
税前盈利对利息倍数	-75.7	12.8	27.7	33.8	38.4

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。