

买入

2024 年 8 月 22 日

电商 GMV 增速放缓，盈利能力持续提升

- **业绩超市场预期：**2024Q2 公司营业收入 309 亿元（QOQ+5.3%，YoY+11.6%）；毛利 171 亿元（QOQ+6.3%，YoY+23.0%），毛利率较去年同期提升 5.1%达到 55.3%；经调整净利润达到 46.8 亿元（QOQ+6.6%，YoY+73.7%），经调整净利率 15.1%，超出市场预期，创历史新高。用户流量端依旧稳健，24Q2 快手应用的 DAU 为 3.95 亿（QOQ+0.4%，YoY+5.1%），MAU 为 6.92 亿（QOQ-0.8%，YoY+2.7%），日活跃用户日均使用时长达 122 分钟（QOQ-5.8%，YoY+4.3%），用户总时长同比增长 9.5%。
- **外循环广告增长显著：**24Q2 公司线上营销业务收入为 175 亿元（QOQ+5.2%，YoY+22.1%），占总收入之比为 56.5%，其中内循环广告受益于持续优化的智能投放产品策略及先进的算法，全站推广和智能托管等产品推升客户的总消耗，但由于电商 GMV 增速放缓，其增速环比有所下降；外循环广告收入增长显著，增速同环比均有所提升，主要是短剧在内的传媒咨询及本地生活行业投放的增长所拉动，二季度付费短剧日均营销消耗同比增长超两倍，在外循环营收比例达到了高单位数。
- **泛货架场景拉动电商需求释放：**24Q2 包含电商收入的其他服务收入为 41.6 亿元（QOQ-0.6%，YoY+21.3%），本季度电商 GMV 为 3053 亿元（QOQ+6.0%，YoY+15.0%），受宏观经济消费疲软所致增速低于预期，其中泛货架 GMV 占总 GMV 比例提升至 25%以上，通过打通全场景运营有望实现较好的增长。电商月活跃买家数同比增长 14.1%至 1.31 亿，月活跃用户渗透率达 18.9%，月均动销商家数同比增长超 50%，通过对供给两侧的不断发力，打造多元化电商生态。
- **海外业务持续减亏：**24Q2 海外收入为 11 亿元（QOQ+11.0%，YoY+141.4%），海外核心市场日活跃用户日均使用时长接近 80 分钟，同比增长 5%。通过持续优化产品能力，积极拓展客户，线上营销业务收入实现同比增长超 200%，环比持续攀升。随着海外业务变现效率的提升，24Q2 营业亏损为 2.77 亿元，同比减少 64.5%，有望于明年实现整体扭亏为盈，为利润做出一定贡献。
- **调整目标价 55 港元，维持买入评级：**公司二季度业绩在收入和利润上均超预期，这主要得益于直播打赏业务、费用控制方面超预期表现。但二季度电商 GMV 同比增速仅为 15%，低于市场预期，且泛货架电商 GMV 占比环比变化不大，转型进展缓慢，社零增速的放缓增加了增速放缓的风险；获客费用超预期但 MAU 用户增长低于预期，表明用户增长面临挑战；虽然回购稳步进行，但暂未宣布提升股东回报的进一步显著措施。收入和经营利润预测采用 2024 年的预测数据，计算得出目标价为 55 港元，较上一收盘价有 37.5%的上升空间，维持买入评级。

李宜格

852-25321962

vicky.li@firstshanghai.com.hk

罗凡环

852-25321962

simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	TMT
股价	40.0 港元
目标价	55.0 港元 (+37.5%)
股票代码	1024
已发行股本	43.53 亿股
总市值	1741 亿港元
52 周高/低	69.6 港元/38.4 港元
每股净资产	14.3 港元
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	127,098	140,921	154,559
变动(%)	16.2%	20.5%	12.0%	10.9%	9.7%
净利润	-13,689	6,399	13,757	18,770	23,778
变动(%)	-82.5%	-146.7%	115.0%	36.4%	26.7%
经调整净利润	-5,751	10,271	17,600	21,716	26,190
变动(%)	-69.5%	-278.6%	71.4%	23.4%	20.6%
基本每股盈利（元）	-3.22	1.48	3.48	4.29	5.33
变动(%)	-84.2%	-146.1%	135.0%	23.2%	24.2%
经调整市盈率40港元（估）	NA	25.0	10.6	8.6	7.0

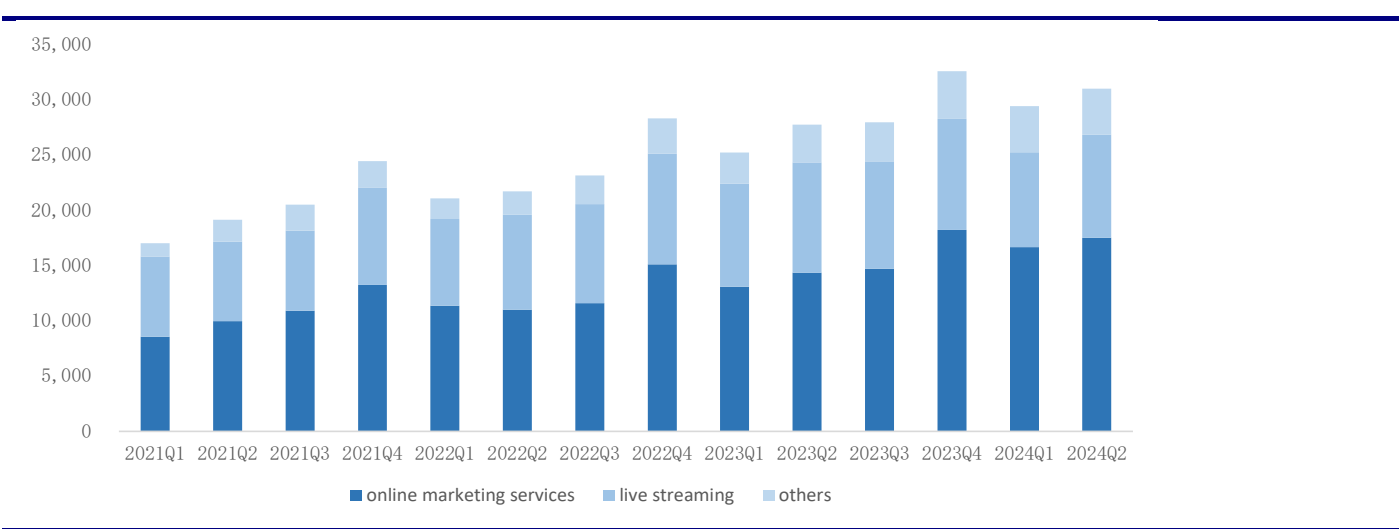
资料来源：公司资料、第一上海预测

股价表现



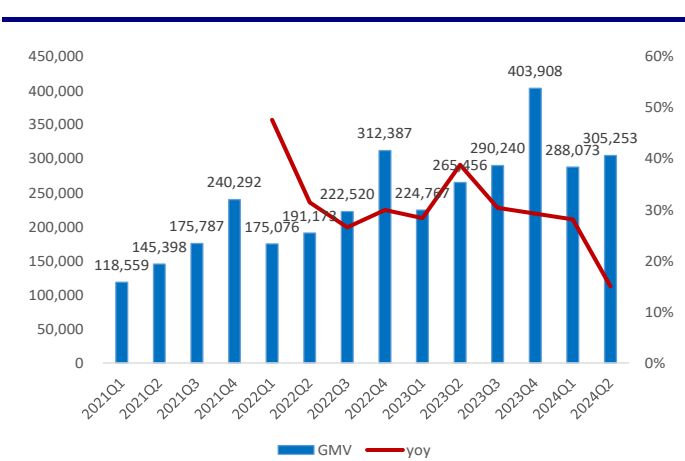
资料来源：彭博

图表 1：2021Q1-2024Q2 总营收（百万元）



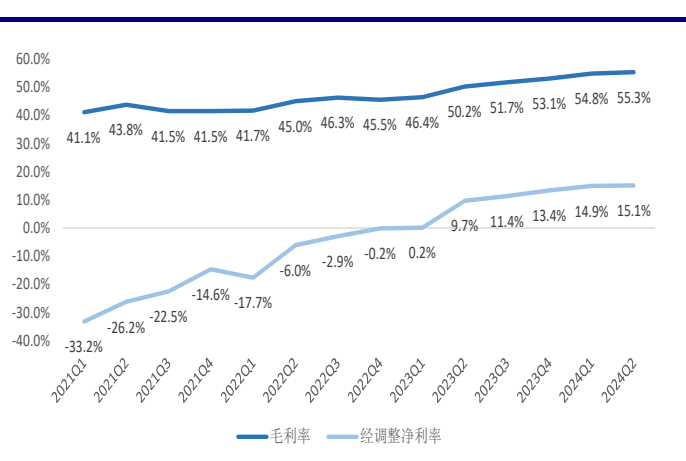
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 2：GMV 及增速（百万元）



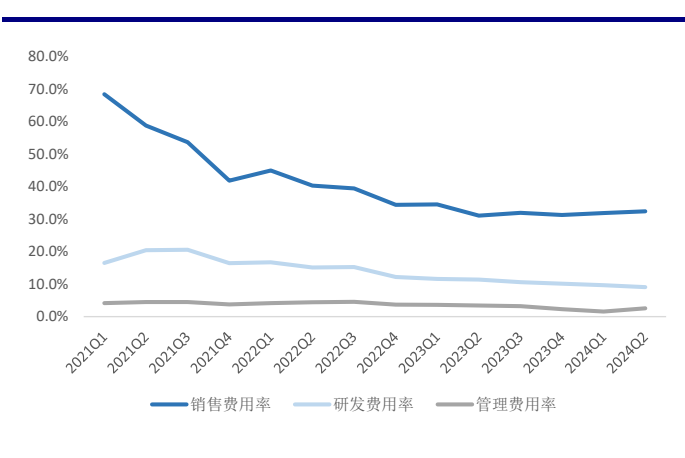
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 3：毛利率及经调整净利率



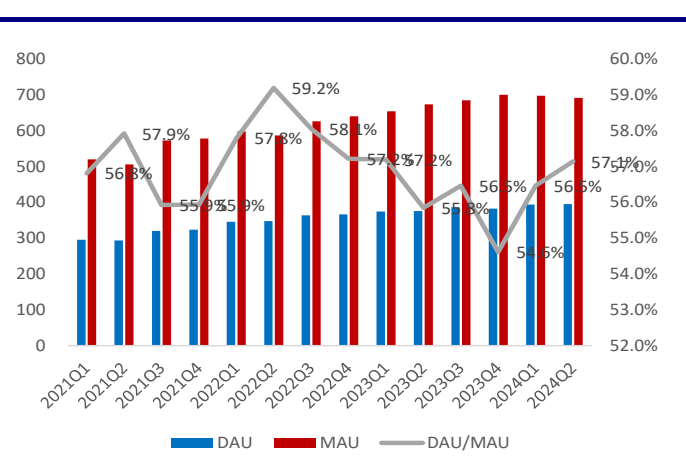
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 4：运营费用率



资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 5：用户规模（百万）



资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 6：分部估值结果

2024年	直播	广告	电商
预计收入（百万）	36,208	72,657	18,234
预计经营利润	4,707	15,984	6,199
税后利润	3,860	13,107	5,084
分部估值中枢	PE: 5X	PE: 10X	PE: 15X
分部估值结果（百万）	19,299	131,072	76,253
占比	8.5%	57.8%	33.6%
主营业务估值总和（百万）	226,624		
汇率（RMB/HKD）	1.08		
股份总额	4,441		
每股目标价（HKD）	55		
每股现价（HKD）	40		
上涨空间	38%		

资料来源：公司公告，第一上海整理

附录 1：主要财务报表

资产负债表					
<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>					
	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	24,335	49,198	77,157
应收账款	6,288	6,457	7,818	8,009	9,350
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	73,595	99,132	128,957
总资产	89,307	106,296	117,095	139,952	166,831
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	36,871	40,562	43,232
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	45,819	49,906	53,008
负债合计	49,470	57,222	54,263	58,350	61,452
所有者权益	39,838	49,074	62,831	81,602	105,379

现金流量表					
<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>					
	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	13,757	18,770	23,778
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	5,168	6,898	8,531	-170	4,859
其他经营现金流	2,574	1,015	-13,294	3,583	-3,625
经营活动现金流	795	20,781	16,816	30,788	34,477
资本开支	-5,100	-4,897	-5,387	-5,925	-6,518
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	-4,508	-12,623	0	0	0
融资活动现金流	-2,598	-1,364	0	0	0
现金净变动	-19,832	-448	11,430	24,863	27,959
年初现金余额	32,613	13,274	12,905	24,335	49,198
年末现金余额	13,274	12,905	24,335	49,198	77,157

资料来源：公司资料，第一上海预测

利润表					
<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>					
	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	127,098	140,921	154,559
营业成本	52,051	56,079	58,998	63,355	68,559
毛利	42,131	57,391	68,100	77,566	86,000
销售及营销费用	-37,121	-36,496	-41,018	-43,704	-46,388
行政开支	-3,921	-3,514	-2,960	-3,180	-3,334
研发开支	-13,784	-12,338	-11,726	-12,339	-13,224
其他收入	1,547	978	152	0	0
其他亏损净额	-1,410	410	819	0	0
经营利润	-12,558	6,431	13,368	18,343	23,055
财务（费用）/收入净额	166	539	322	300	329
分占权益法投资	0	0	0	0	0
除所得税前利润	-12,531	6,889	13,668	18,643	23,384
所得税	-1,158	-490	89	127	394
净利润	-13,689	6,399	13,757	18,770	23,778
经调整净利润	-5,751	10,271	17,600	21,716	26,190
折旧及摊销	6,573	7,202	7,822	8,604	9,465
EBITDA	-6,123	13,552	21,168	26,947	32,519

主要财务比率					
	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%	53.6%	55.0%	55.6%
EBITDA 率	-6.5%	11.9%	16.7%	19.1%	21.0%
净利率	-14.5%	5.6%	10.8%	13.3%	15.4%
营运表现					
销售及管理费用/收入	-39.4%	-32.2%	-32.3%	-31.0%	-30.0%
实际税率	9.2%	-7.1%	0.7%	0.7%	1.7%
股息支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
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	42.4	62.1	71.0

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。本报告所载的资料、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。