

快手-W (01024.HK)

电商 GMV 同比增长 15%，观察销售费用变化

优于大市

核心观点

收入同比增长 12%，经调整利润率同比增长 5pct。 24Q2，公司营业收入 310 亿元，同比+12%，环比+5%。毛利率 55.3%，同比+5.1pct。拆分来看，毛利率提升主要系直播业务分成持续优化，同时带宽及服务器成本下降。收入分成占收入比例下降 3pct。24Q2 公司销售费用绝对值为 100 亿元，同比+16%。销售费率 32%，同比上涨 1pct，环比上涨 1pct。我们预计三季度销售费用 104 亿元，同环比提升主要系公司加大大地生活和电商业务补贴力度等。24Q2 公司经调整净利润为 46.8 亿元，经调整利润率 15.1%，同比增长 5pct，环比增长 0.2pct。

分地区来看：1) 国内收入 299 亿元，同比增长 10%；国内经营利润 45.0 亿元，经营利润率 15.0%；2) 海外收入 10.8 亿元，经营亏损 2.8 亿元。

24Q2 总流量同比+9%，24 年 DAU 向 4 亿目标迈进。 24Q2，快手全站 MAU 6.92 亿，同比+3%。DAU 3.95 亿，同比+5%。本季度快手人均日时长为 122 分钟，同比+4%。以 DAUx 时长计算总流量，24Q2 总流量同比+9%，环比-5%。

商业化：电商业务受到宏观影响。 1) **直播电商：**24Q2，其他业务（主要为直播电商）收入 42 亿元，同比+21%，环比-1%。GMV 3053 亿元，同比+15%，环比+6%。货币化率为 1.36%，同比上升 0.07pct。23Q2 月活跃买家数同比增长 14.1%至 1.31 亿，月活跃用户渗透率创新高至 18.9%。考虑到宏观环境以及公司策略问题，我们预计 24Q3 公司电商 GMV 增长 15%。2) **广告：**24Q2，广告收入 175 亿元，同比+22%，环比+5%。其中，外循环广告增长较好，我们预计 24Q2 外循环广告同比增速可达 30%。根据业绩会，今年上半年公司为付费短剧打造了原生链路，提高了营销客户的投流和转化效率。这种基于原生链路的内容运营模式和产品能力也已经复制到小说、小游戏等行业，预计下半年会继续带来营销投放增量。3) **直播：**24Q2，直播收入 93 亿元，同比-7%。

投资建议：建议观察电商 GMV 以及销售费用指标。 我们预计快手 24Q3 DAU 超过 4 亿，很好完成了公司此前目标。但从利润释放节奏上来看，由于需要完成 4 亿的 DAU 目标叠加宏观环境（本地生活、电商业务补贴等），短期销售费用承压。维持 24-26 年经调整利润 179/245/287 亿元。继续维持“优于大市”评级。

风险提示：政策及监管风险，宏观经济恢复较慢的风险，短视频竞争格局恶化的风险，销售费率提升的风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	113,470	126,835.213	141,184.785	155,040.032	162,792.033
(+/-%)	20.5%	11.8%	11.3%	9.8%	5.0%
调整后净利润(百万元)	10,271	17,906.902	24,477.862	28,730.43	30,993.845
(+/-%)	-278.6%	74.3%	36.7%	17.4%	7.9%
每股收益(元)-调整后	2.47	4.31	5.89	6.91	7.12
EBIT Margin	2.0%	11.2%	16.1%	16.1%	16.1%
净资产收益率 (ROE)	13.0%	23.9%	25.1%	25.0%	21.3%
市盈率 (PE) —调整后	17.2	9.9	7.2	6.2	5.7
EV/EBITDA	27.7	13.0	8.7	7.8	7.3
市销率 (PS)	1.56	1.40	1.25	1.14	1.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：陈淑媛

021-60375431

chenchushuan@guosen.com.cn

S0980524030003

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

70.00 - 93.00 港元

收盘价

44.40 港元

总市值/流通市值

193277/159838 百万港元

52 周最高价/最低价

69.60/38.40 港元

近 3 个月日均成交额

1237.35 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《快手-W (01024.HK) - 利润节奏释放良好，推出 160 亿港元回购计划》——2024-05-27

《快手-W (01024.HK) - 24 年收入端稳健增长，利润端持续释放》——2024-03-24

《快手-W (01024.HK) - 23Q4 业绩前瞻：收入侧稳健增长，利润侧释放节奏良好》——2024-01-24

《快手-W (01024.HK) - 经营杠杆持续释放，利润侧稳步提升》——2023-11-23

《快手-W (01024.HK) - 淡季下电商业务增长强劲，利润释放节奏良好》——2023-11-06

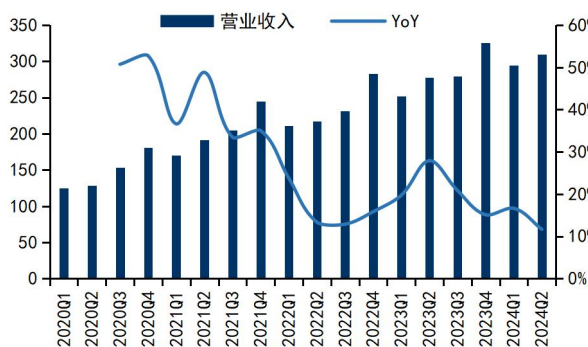
业绩概览：收入同比增长 12%，经调整利润率同比增长 5pct

营业收入同比+12%。24Q2，公司营业收入 310 亿元，同比+12%，环比+5%。毛利率 55.3%，同比+5.1pct，环比+0.5pct。拆分来看，毛利率提升主要系直播业务分成持续优化，同时带宽及服务器成本下降。收入分成占收入比例下降 3pct，带宽费用占收入比例同比下降 1.0pct。

经调整净利润 47 亿元，经调整利润率同比增长 5pct。24Q2 公司销售费用绝对值为 100 亿元，同比+16%。销售费率 32%，同比上涨 1pct，环比上涨 1pct。我们预计三季度销售费用 104 亿元，同环比提升主要系公司加大大地生活和电商业务补贴力度等。24Q2 公司经调整净利润为 46.8 亿元，经调整利润率 15.1%，同比增长 5pct，环比增长 0.2pct。

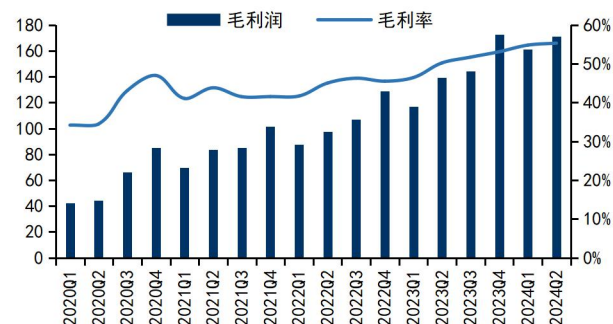
分地区来看：1) 国内收入 299 亿元，同比增长 10%；国内经营利润 45.0 亿元，经营利润率 15.0%；2) 海外收入 10.8 亿元，经营亏损 2.8 亿元。

图1：快手总收入及增速（亿元，%）



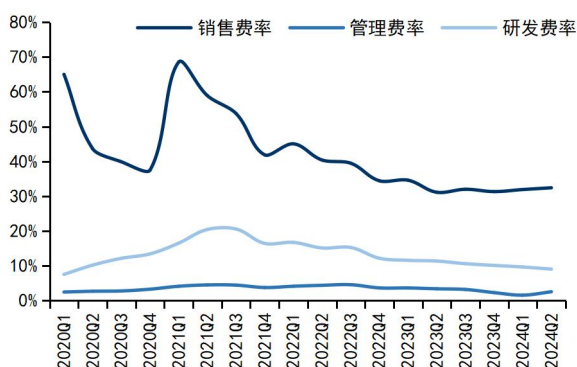
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：快手毛利润以及毛利率（亿元，%）



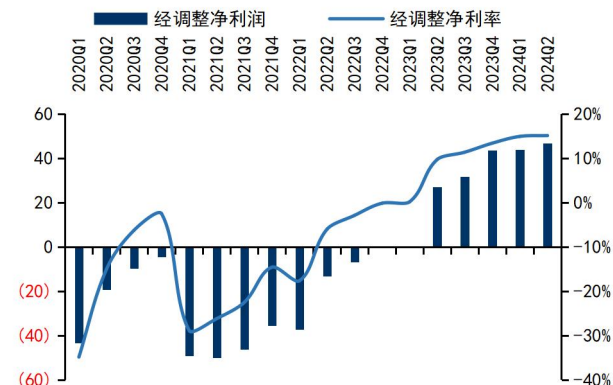
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：快手各项费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：快手经调整利润以及经调整利润率（亿元，%）

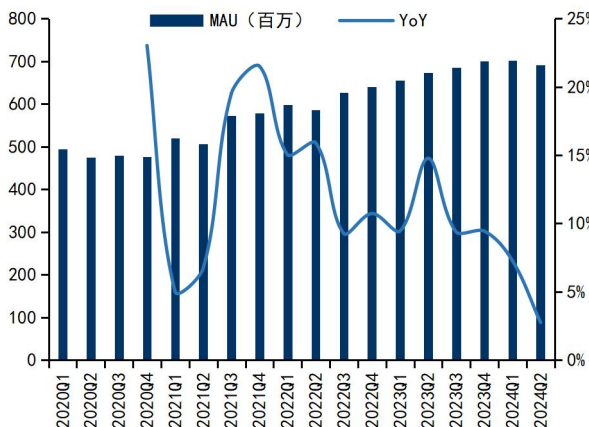


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

运营：24Q2 总流量同比+9%

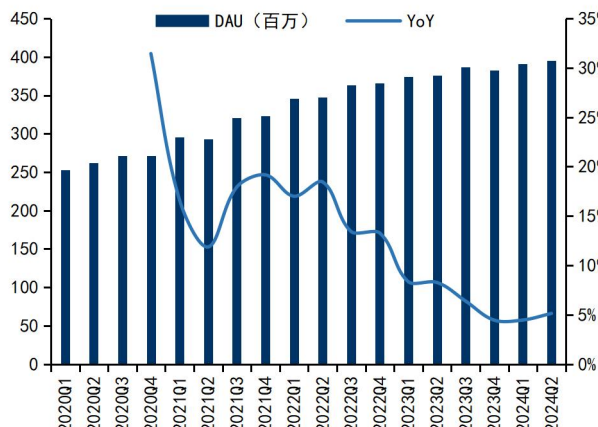
24Q2 总流量同比+9%，24 年 DAU 向 4 亿目标迈进。24Q2，快手全站 MAU 6.92 亿，同比+3%，环比-1%。DAU 3.95 亿，同比+5%，环比+1%，DAU/MAU 为 57%。本季度快手人均日时长为 122 分钟，同比+4%。以 DAUx 时长计算总流量，24Q2 快手总流量同比+9%，环比-5%。我们预计 24Q3 快手 DAU 可以达到 4 亿+。

图5：快手 MAU 以及增速



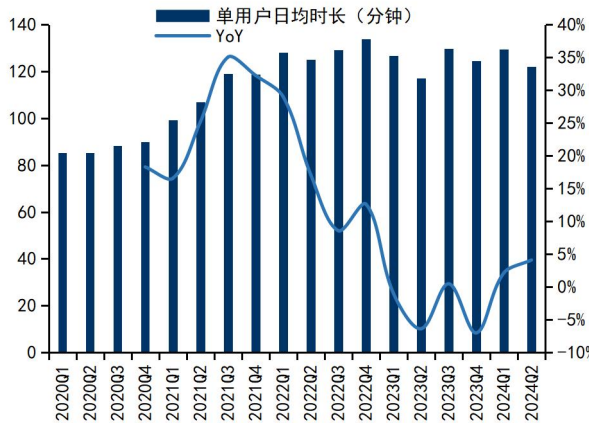
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：快手 DAU 以及增速



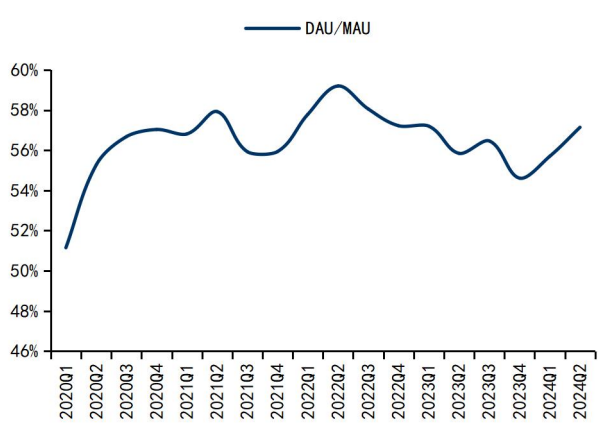
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：快手人均日时长以及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：快手 DAU/MAU (%)



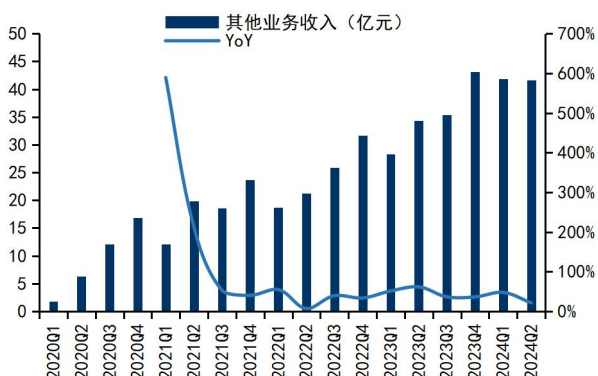
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

商业化：电商业务受到宏观影响

直播电商：24Q2GMV 同比增长 15%，收入同比增长 21%。24Q2，其他业务（主要为直播电商）收入 42 亿元，同比+21%，环比-1%。GMV3053 亿元，同比+15%，环比+6%。货币化率为 1.36%，同比上升 0.07pct。当前公司电商业务核心驱动为付费用户数的提升，23Q2 月活跃买家数同比增长 14.1%至 1.31 亿，月活跃用户渗透率创新高至 18.9%。货币化率增长主要系达人分销抽佣带来的增量。考虑到宏观环

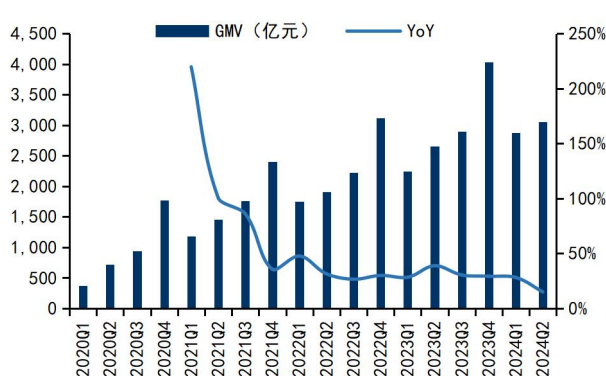
境以及公司策略问题，我们预计 24Q3 公司电商 GMV 增长 15%。

图9：快手其他业务收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：快手电商 GMV 以及增速

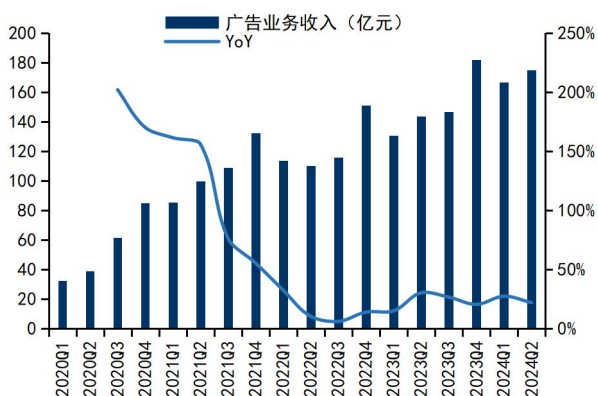


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

广告：24Q2 收入同比增长 22%。24Q2，广告收入 175 亿元，同比+22%，环比+5%。其中，外循环广告增长较好，我们预计 24Q2 外循环广告同比增速可达 30%。根据业绩会，今年上半年公司为付费短剧打造了原生链路，提高了营销客户的投流和转化效率。这种基于原生链路的内容运营模式和产品能力也已经复制到小说、小游戏等行业，预计下半年会继续带来营销投放增量。

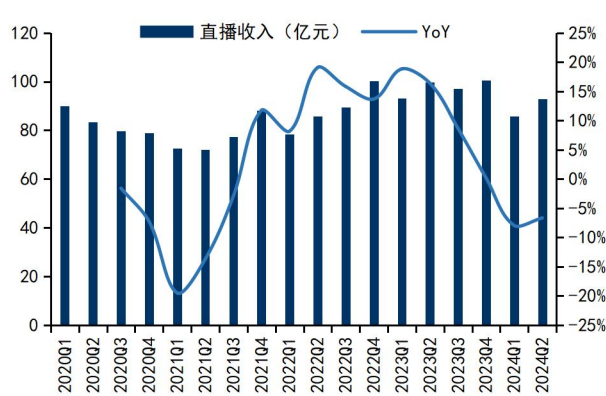
直播：24Q2 收入同比下降 7%。24Q2，直播收入 93 亿元，同比-7%，环比+8%。考虑到去年同期基数效应，我们预计 24Q3 直播收入同比减少 4%-5%。

图11：快手广告业务收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：快手直播收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级

建议观察电商 GMV 以及销售费用指标。我们预计快手 24Q3 DAU 超过 4 亿，很好完成了公司此前目标。但从利润释放节奏上来看，由于需要完成 4 亿的 DAU 目标叠加宏观环境（本地生活、电商业务补贴等），短期销售费用承压。维持 24-26 年经调整利润 179/245/287 亿元。继续维持“优于大市”评级。

风险提示

政策及监管风险，宏观经济恢复较慢的风险，短视频竞争格局恶化的风险，销售费率提升的风险，不同业务在商业发展中博弈的风险，估值的风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	12905	13182	15660	21702	营业收入	113470	126835	141185	155040
应收款项	11376	12710	14148	15536	营业成本	56079	55618	59812	65682
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	128	143	159	175	销售费用	36496	38931	39532	43411
流动资产合计	60361	61987	67717	77050	管理费用	18587	18050	19078	20928
固定资产	12356	13298	12740	10607	财务费用	(809)	(261)	(288)	(374)
无形资产及其他	26765	42071	63398	91764	投资收益	0	(81)	(81)	(81)
投资性房地产	6600	6600	6600	6600	资产减值及公允价值变动	1388	775	775	775
长期股权投资	214	285	357	428	其他收入	990	293	293	293
资产总计	106296	124242	150811	186449	营业利润	5495	15485	24038	26379
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	1394	(1388)	(758)	(251)
应付款项	29380	28562	29936	32207	利润总额	6889	14097	23281	26129
其他流动负债	19398	19947	20703	22514	所得税费用	490	(1303)	1656	(2613)
流动负债合计	48778	48509	50639	54721	少数股东损益	3	6	10	11
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	6396	15394	21615	28730
其他长期负债	8444	11259	14073	16888					
长期负债合计	8444	11259	14073	16888	现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	57222	59768	64712	71609	净利润	6396	15394	21615	28730
少数股东权益	11	17	27	39	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	49063	64457	86071	114802	折旧摊销	6721	5200	6957	8801
负债和股东权益总计	106296	124242	150811	186449	公允价值变动损失	(1388)	(775)	(775)	(775)
					财务费用	(809)	(261)	(288)	(374)
关键财务与估值指标	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	5973	1197	3490	5493
每股收益-调整后	2.47	4.31	5.89	6.91	其它	(7174)	(15524)	(21541)	(28579)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	10528	5490	9746	13670
每股净资产	11.27	14.81	19.77	26.37	资本开支	(4515)	(5142)	(5399)	(5669)
ROIC	--	--	--	--	其它投资现金流	(13820)	0	(1798)	(1887)
ROE	13%	24%	25%	25%	投资活动现金流	(18281)	(5213)	(7268)	(7628)
毛利率	51%	56%	58%	58%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	2%	11%	16%	16%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	15%	21%	22%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	20%	12%	11%	10%	其它融资现金流	7383	0	0	0
经调整净利润增长率	-279%	74%	37%	17%	融资活动现金流	7383	0	0	0
资产负债率	54%	48%	43%	38%	现金净变动	(369)	277	2478	6042
息率	0%	0%	0%	0%	货币资金的期初余额	13274	12905	13182	15660
P/E-调整后	17.2	9.9	7.2	6.2	货币资金的期末余额	12905	13182	15660	21702
P/B	3.9	3.0	2.2	1.7	企业自由现金流	10323	14068	25535	31142
EV/EBITDA	27.7	13.0	8.7	7.8	权益自由现金流	18457	14303	25794	31478

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032