

快手科技 (1024 HK)

2024 投资者日：驱动盈利韧性增长

我们于9月13日参加了快手2024年投资者日，会议核心要点包括：1) 快手用户生态健康发展，公司未来将通过提升活跃度、提高用户留存、以及加强内容与商业化协同三方面驱动生态增长；2) 客单价承压导致电商业务增长短期放缓，未来快手将继续强化“好内容+好商品”的电商战略，加强信任经济、内容驱动、购物体验保障及货架电商的建设；3) 商业化方面，内循环广告商业化效率持续提升，外循环广告得益于短剧/小游戏/小说等行业的增量需求，维持韧性增长；4) 财务端方面，公司将致力于达成40法则（核心商业收入增速/经调整净利润率均>20%），得益于毛利率及销售费用率优化，未来经调整净利润率有望提升至20%以上。我们看好快手广告及电商业务持续维持快于行业收入增长，同时释放杠杆效应，驱动盈利强劲增长（24-26E CAGR: 43%），公司当前8x FY24E Non-GAAP PE 具备较高吸引力。维持目标价92港元及买入评级。

■ **社区战略：规模+留存+收入驱动增长。**快手在用户、创作者和商家生态取得健康发展，2Q24日活跃用户/十万粉创作者数/月动销商家数分别同比增长5/10/50+%，得益于平台运营策略的持续升级：1) 平衡内容质量与商业价值，通过混排推动商业和高质量内容更加一致，降低平台内低质量内容播放占比；2) 巩固社交与私域运营护城河，探索创新玩法，提升用户体验，用户在私域与创作者的互动比例达到77%；3) 打造符合快手调性的用户与内容社区，扶持差异化的内容发展；4) 运营AI能力赋能内容创作，可灵累计视频生成量达到2,700万。展望未来，快手将围绕以下三大方向驱动增长：

1) **规模：**激活低时长、低活跃用户，增加日活跃用户数量；2) **留存：**通过精细化运营，优化人群体验，满足用户需求；3) **收入：**加强内容型业务与收入型业务协同，帮助商家和创作者取得收入增长的同时提升内容质量。

■ **电商：强化“好内容+好商品”策略。**快手电商业务进一步强化“好内容+好商品”的战略：1) **内容端：**继续放大快手直播内容优势，2Q24直播电商公域GPM同比增长18%，同时探索短视频和图文直播电商，2Q24短视频带货GMV同比增长约50%，图文带货GMV同比提升6倍；2) **商品端：**持续丰富商品供应，持续建设履约和服务能力，2Q24商品类目数同比增长，用户复购率同比提升21%；3) **创作者：**更好连接内容与商品，2Q24达人分销日均撮合GMV相较4Q23增长近90%。泛货架电商生态亦取得健康增长，2Q24平台泛货架GMV同比增长超55%，泛货架MAC同比增长超40%。展望未来，快手电商将继续加强主播信任经济、内容驱动、购物体验保障和货架电商的建设。

■ **商业化：内外循环业务维持韧性增长。**内循环货币化效率持续提升，1H24内循环活跃客户数同比增长超80%，内循环货币率同比提升7%，主要得益于内循环产品能力的持续迭代，1H24全站推广消耗渗透率同比提升20个百分点，智能托管客户渗透率同比提升32个百分点；外循环方面，短剧、小游戏、小说等新赛道的发展推动公司外循环广告收入增长维持韧性，平台目前已有超4,000万付费短剧用户，超3,700万小游戏MAU，短剧和小游戏赛道衍生强劲的广告需求。

■ **AI战略：赋能内容理解、推荐、生成三大场景。**展望中短期，快手AI战略将专注于用AI升级公司现有业务，基于已在中文场景下达到GPT-4水平的基底大模型快意LLM，快手将输出三方面AI能力赋能现有业务：1) 升级快

买入(维持)

目标价 **92.00 港元**
潜在升幅 **141.2%**
当前股价 **38.15 港元**

中国互联网

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

陶冶
franktao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	164,579.1
3月平均流通量(百万港元)	1,061.9
52周内股价高/低(百万港元)	65.15/38.15
总股本(百万)	4314.0

资料来源: FactSet

股东结构

腾讯	15.6%
宿华	10.0%

资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-15.3%	-16.3%
3-月	-25.6%	-22.4%
6-月	-26.7%	-27.9%

资料来源: FactSet

股份表现



资料来源: FactSet

手内容理解体系，大模型具备自动分析回答以及更强的内容理解能力，在短视频、直播、评论等多场景落地；2) 探索下一代推荐大模型，提升内容推荐精准度，有望提升快手用户时长；3) 打造视频生成大模型，快手可灵目前是全球首个用户可用的真实影像级视频生成大模型，目前已累计 260 万用户数和 2,700 万视频生成数。

- **国际及本地生活业务。**海外业务方面，快手优先深耕巴西市场，依托于广告商业化追求重点市场的盈亏平衡；在中长期探索巴西的电商和金融业务，寻求中长期发展机会；利用服务器全球可用的优势，快手在其他国家低成本运营，等待其他市场的发展机会。本地生活方面，快手 2Q24 本地生活 GMV 同比增长 296%，月交易用户数同比增长 278%，主要得益于快手持续优化用户体验、丰富商家与内容供给、提升匹配效率。展望未来，快手本地生活将持续加强行业及区域化管理，扩大 GMV 规模同时提升货币化率，在 2025 年分城市逐步实现盈利。
- **财务展望：专注核心商业收入及利润增长。**公司未来目标达成 40 法则（核心商业收入增速/经调整净利润率均达到 20% 以上），经调整净利润率（2Q24 为 15.1%）的提升将主要来自于：1) 毛利率的持续改善，主要得益于高毛利率的广告及电商业务收入占比提升，以及带宽与服务器占收比的持续优化；2) 销售费用的持续优化；3) 国际业务及本地生活业务逐渐实现盈利。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	94,183	113,470	127,468	142,448	155,176
调整后净利润(百万人民币)	(5,751.4)	10,271.0	17,764.0	23,515.0	30,254.8
调整后每股收益(人民币)	(1.35)	2.38	4.12	5.45	7.01
市场平均预估每股收益(人民币)	N/A	N/A	4.14	5.45	6.92
市盈率(倍)	N/A	23.1	9.8	7.1	5.4

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	81,082	94,183	113,470	127,468	142,448	155,176
销售成本	47,052	52,051	56,079	57,948	62,815	65,675
毛利	34,030	42,131	57,391	69,520	79,634	89,500
运营费用	61,731	54,689	50,960	53,650	56,813	58,194
销售费用	44,176	37,121	36,496	40,535	42,581	43,602
行政费用	3,400	3,921	3,514	2,932	3,014	3,021
研发费用	14,956	13,784	12,338	11,727	12,319	12,614
其他	801	137	1,388	1,544	1,101	1,044
运营利润	(27,701)	(12,558)	6,431	15,870	22,821	31,307
净利息收入(支出)	(39)	166	539	271	531	234
其他	(51,276)	0	0	0	0	0
税前利润	(79,016)	(12,392)	6,970	16,141	23,351	31,541
所得税	(1,025)	1,158	490	806	2,335	3,785
税后利润	(77,990)	(13,551)	6,480	15,335	21,016	27,756
净利润	(77,990)	(13,551)	6,480	15,335	21,016	27,756
调整后净利润	(18,852)	(5,751)	10,271	17,764	23,515	30,255
资产负债表						
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	53,011	45,859	60,361	85,068	90,262	134,009
现金与现金等价物	32,612	13,274	12,905	35,367	23,403	73,976
Restricted cash	2	59	128	128	128	128
应收账款	4,450	6,288	6,457	7,860	8,140	9,290
预付款项	3,278	4,832	4,919	6,035	6,206	7,129
短期银行存款	3,825	8,318	9,874	9,599	26,308	17,408
以公允价值计入损益的资产	8,842	13,087	26,078	26,078	26,078	26,078
非流动资产	39,505	43,449	45,935	48,344	68,630	61,802
物业及厂房及设备 (净额)	11,051	13,215	12,356	11,642	13,615	15,478
Right-of-use assets	12,562	10,806	10,399	13,823	15,600	15,830
递延税项	5,405	5,095	6,108	6,108	6,108	6,108
合资及联营公司投资	1,411	268	214	214	214	214
无形资产	1,172	1,123	1,073	1,043	1,055	936
以公允价值计入损益的资产	3,301	3,626	5,245	5,245	5,245	5,245
其他非流动资产	4,603	9,316	10,540	10,268	26,792	17,991
总资产	92,515	89,307	106,296	133,412	158,892	195,811
流动负债	37,256	40,710	48,778	55,558	56,195	62,617
应付账款	20,021	22,868	23,601	27,203	27,179	29,680
应付税款	1,080	936	1,222	1,275	1,424	1,552
其他流动负债	12,626	13,430	20,628	22,797	22,790	26,493
Lease liabilities	3,529	3,475	3,327	4,283	4,802	4,893
非流动负债	10,164	8,760	8,444	10,968	12,296	12,538
融资租赁承担	10,080	8,721	8,405	10,820	12,132	12,362
其他非流动负债	84	39	39	148	163	176
总负债	47,419	49,470	57,222	66,526	68,491	75,155
股本	0	0	0	0	0	0
留存收益	(250,172)	(263,883)	(257,491)	(242,178)	(221,162)	(193,406)
其他储备	295,261	303,712	306,554	309,053	311,552	314,051
股东权益总额	45,089	39,830	49,063	66,875	90,390	120,645
少数股东权益	7	8	11	11	11	11
总负债和股东权益	92,515	89,307	106,296	133,412	158,892	195,811

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	(79,016)	(12,392)	6,970	16,141	23,351	31,541
折旧摊销	6,885	6,573	7,202	7,627	9,182	10,440
税款	(1,497)	(990)	(1,223)	(644)	(2,170)	(3,645)
营运资金变化	8,531	1,234	4,859	3,252	(482)	4,131
其他	59,577	7,773	2,973	2,477	2,499	2,499
净经营现金流	(5,519)	2,198	20,781	28,853	32,380	44,966
投资现金流						
资本开支	(8,777)	(50,079)	(66,680)	(3,935)	(7,246)	(7,759)
收购与投资	(72,416)	0	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	67,406	0	0	0	0	0
其他	(4,574)	32,531	46,815	546	(33,232)	17,701
净投资现金流	(18,361)	(17,548)	(19,865)	(3,388)	(40,478)	9,942
融资现金流						
净借贷	0	0	11,259	0	0	0
发行股票所得现金	39,223	0	0	0	0	0
其他	(2,722)	(4,482)	(1,364)	(3,003)	(3,866)	(4,335)
净融资现金流	36,500	(4,482)	(1,364)	(3,003)	(3,866)	(4,335)
净现金流变动						
年初现金	20,392	32,612	13,274	12,905	35,367	23,403
汇率变动	(399)	494	79	0	0	0
年末现金	32,612	13,274	12,905	35,367	23,403	73,976
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	37.9%	16.2%	20.5%	12.3%	11.8%	8.9%
毛利润	42.9%	23.8%	36.2%	21.1%	14.5%	12.4%
经营利润	na	na	na	146.8%	43.8%	37.2%
净利润	na	na	na	136.7%	37.0%	32.1%
调整后净利润	na	na	na	73.0%	32.4%	28.7%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	42.0%	44.7%	50.6%	54.5%	55.9%	57.7%
营业利润率	(34.2%)	(13.3%)	5.7%	12.5%	16.0%	20.2%
调整后净利润率	(23.3%)	(6.1%)	9.1%	13.9%	16.5%	19.5%
股本回报率	na	(31.9%)	14.6%	26.5%	26.7%	26.3%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.7)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.3)	(0.6)
流动比率 (倍)	1.4	1.1	1.2	1.5	1.6	2.1
应收账款周转天数	20.0	24.4	20.8	22.5	20.9	21.9
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	155.3	160.4	153.6	171.3	157.9	164.9
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	ns	ns	23.1	9.8	7.1	5.4
市盈率 (摊薄)	ns	ns	23.1	9.8	7.1	5.4
市帐率	3.0	3.7	3.1	2.2	1.7	1.2
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在 -10% 至 +15% 之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。