

快手-W(01024)

报告日期: 2024 年 11 月 21 日

营收和利润符合预期，加强让利于商家和用户 ——快手 24Q3 业绩点评报告

投资要点

- 3Q2024，公司在宏观波动中走出较为健康的姿态。公司 Q3 实现 311.3 亿元 (YoY +11.4%)，高于彭博一致预期 0.3%。毛利率为 54.3% (YoY +2.6pct)，高于彭博一致预期 0.4pct。经调整净利润 39.5 亿 (YoY +24.4%)，高于一致预期盈利 1.0%，经调整净利率 12.7% (YoY +1.3pct)，高于一致预期 0.1pct。
- 我们预计，公司顺周期业务总体跟随宏观波动表现，电商在适度加大补贴的情况下持续提升变现效率，广告外循环收入恢复快于内循环。我们测算，公司 2024/25/26 年经调整利润分别为 177/220/270 亿元，对应当前股价 PE 为 11.9/9.6/7.8 倍，维持“买入”评级。
- 流量：用户指标略超预期，运维成本可控
本季度快手 DAU 达 4.08 亿 (YoY +5.4%)，高于彭博一致预期 1.0%。MAU 达 7.1 亿 (YoY +4.3%)，高于彭博一致预期 1.8%。DAU/MAU 为 57.1% (YoY +0.6pct)，单 DAU 人均使用时长 132.2 分钟 (YoY +1.8%)。公司依托具有差异化的生态位，通过包含加强短剧垂类扶持，全方位满足用户追奥运需求在内的多项产运优化，实现了用户活跃和留存的提升。我们测算，在相关投放背景下，用户新增和维护成本保持相对稳定。
- 总览：收入符合预期，海外电商处于探索阶段
公司 Q3 实现 311.3 亿元 (YoY +11.4%)，高于彭博一致预期 0.3%。
 - 1) 国内业务：收入 298.0 亿元 (YoY +9.17%)，实现经营利润 35.1 亿元 (YoY +11.09%)。
 - 2) 海外业务：收入 13.3 亿元 (YoY +104.1%)，经营亏损 1.5 亿元 (同比减亏 4.9 亿元，环比减亏 1.3 亿元)。Kwai 在核心市场巴西保持增长，流量上，日活跃用户同比增长 9.7%，日均使用时长同比增长 4.2%。变现上，线上营销正快速析出利润帮助减亏，电商仍处于探索阶段。
- 分业务：广告内循环让利于商家，电商表现出韧性
广告：收入 176 亿元 (YoY +20.0%)，与一致预期基本持平。分结构看，预计外循环增长显著高于整体增长，行业层面，传媒资讯、电商平台和本地生活等保持繁荣。本季度 IAA 短剧模式跑通，付费受众迅速提升，短剧营销消耗同比增长超 3 倍。公司延续其智能化优势，使用营销产品 Universal Auto X(UAX)进行投放的总消耗占比达 50%以上，Q1/Q2 这一比例分别为约 30%/40%；预计内循环广告收入增速低于电商 GMV 增速，源于平台着眼于长期生态需求和竞争需求让利于商家。
电商：收入 41.6 亿元 (YoY +17.5%)，低于一致预期 0.3%。Q3 快手电商 GMV3342 亿元 (YoY +15.1%)，高于一致预期 2.7%；变现率为 1.23% (YoY +0.01pct)，低于一致预期 0.04pct，主要源于为应对传统货架电商竞争压力，公司让利商家、补贴用户力度大于预期，部分被品类结构改善抵消；月付费用户平均数达 1.33 亿 (YoY +12.2%)，月活跃用户渗透率创新高至 18.6% (YoY +1.1pct)。
人货场来看，公司在货和场层面积极寻求增量，本季度公司在中小商家和达人上延续扶持，月均动销商家数同比增长超过 40.0%，新入驻快手商家数量同比增长超 30.0%，商品类目数量同比增长超 20.0%，中小达人日均撮合 GMV 环比增长超 40.0%。电商多场域协同效应持续增强，Q3 泛货架场域 GMV 超大盘增长，占总 GMV 比例约 27.0%，短视频电商 GMV 同比增长超 40.0%，短视频引流直播间成交的 GMV 环比增长近 40%。

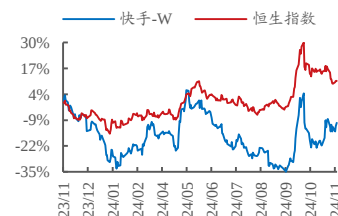
投资评级：买入(维持)

分析师：姚逸云
执业证书号：S1230524080007
yaoyiyun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$52.55
总市值(百万港元)	226,668.04
总股本(百万股)	4,313.38

股票走势图



相关报告

- 1 《利润略超预期，电商 GMV 承压》 2024.08.22
- 2 《利润大超预期，回购彰显信心》 2024.05.25
- 3 《运营效率持续优化，首次实现全年盈利》 2024.03.23

直播：收入 93.38 亿元 (YoY -3.9%)，高于一致预期 1.4%，主要源于流量大盘和付费用户数超预期提升，这部分业务经历快速调整后出现企稳态势，公司通过积极引入优质供给对冲影响，预计 Q4 保持低个位数同比降幅。

□ 盈利表现：营销跟随需求扩张，盈利符合预期

本季度快手毛利 169.1 亿 (YoY +17.0%)，高于彭博一致预期 1.1%。毛利率 54.3% (YoY +2.6pct)，高于彭博一致预期 0.7pct，高于预期主要得益于收入结构改善和资产运用效率提升。环比下滑与奥运会内容支出、电商补贴等营销投入、AI 业务投入有关。

销售费用 103.6 亿 (YoY +15.9%)，高于彭博一致预期 0.1%。销售费用率为 33.3% (YoY +1.3pct)，低于彭博一致预期 0.1pct。

管理费用 8.0 亿 (YoY -11.4%)，高于彭博一致预期 5.8%。管理费用率为 2.6% (YoY -0.7pct)，高于彭博一致预期 0.1pct。

研发费用 31.0 亿 (YoY +4.5%)，高于彭博一致预期 5.0%。研发费用率为 10.0% (YoY -0.7pct)，高于彭博一致预期 0.4pct。

经调整净利润 39.5 亿 (YoY +24.4%)，高于一致预期盈利 1.0%，经调整净利率 12.7% (YoY +1.3pct)，高于一致预期 0.1pct。

□ 投资建议

我们测算，公司 2024/25/26 年经调整利润分别为 177/220/270 亿元，对应当前股价 PE 为 11.9/9.6/7.8 倍，维持“买入”评级。

快手 Q1 业绩后宣布计划在未来三年内回购不超过 160 亿港元的股票，其中 60 亿港元的自动回购计划于今年 8 月 8 日开始至明年 5 月 30 日完成，Q3 耗用 21 亿港元，公司暂无分红派息计划。

□ 风险提示

1) 竞争格局恶化风险；2) 宏观经济波动风险；3) 海外政策风险。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	113,470	126,970	142,856	156,765
(+/-) (%)	20.48%	11.90%	12.51%	9.74%
Non-GAAP 归母净利润	10,271	17,651	22,045	26,989
(+/-) (%)	146.72%	112.38%	49.76%	26.43%
每股收益(元)	1.48	4.09	5.11	6.26
P/E	33.27	11.94	9.56	7.81

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	60,361	70,358	89,786	112,516
现金	12,905	11,539	19,493	30,952
应收账款及票据	6,457	7,557	8,502	9,330
存货	0	0	0	0
其他	40,999	51,263	61,791	72,234
非流动资产	45,935	46,948	48,435	50,483
固定资产	12,356	10,769	9,579	8,686
无形资产	11,445	10,041	8,989	8,199
其他	22,134	26,137	29,867	33,598
资产总计	106,296	117,306	138,221	162,999
流动负债	48,778	50,900	56,460	61,508
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	27,591	26,316	28,800	31,155
其他	21,187	24,584	27,660	30,353
非流动负债	8,444	7,737	7,737	7,737
长期债务	0	0	0	0
其他	8,444	7,737	7,737	7,737
负债合计	57,222	58,637	64,197	69,245
普通股股本	0	0	0	0
储备	37,203	46,798	62,152	81,883
归属母公司股东权益	49,063	58,658	74,012	93,743
少数股东权益	11	11	11	11
股东权益合计	49,074	58,669	74,023	93,754
负债和股东权益	106,296	117,306	138,221	162,999

现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	20,781	20,559	29,900	34,405
净利润	6,396	13,584	20,343	25,719
少数股东权益	3	0	0	0
折旧摊销	7,202	6,373	5,625	5,065
营运资金变动及其他	7,180	602	3,931	3,621
投资活动现金流	(19,865)	(17,937)	(16,957)	(16,957)
资本支出	(4,897)	(3,382)	(3,382)	(3,382)
其他投资	(14,968)	(14,554)	(13,574)	(13,574)
筹资活动现金流	(1,364)	(4,000)	(5,000)	(6,000)
借款增加	4,073	0	0	0
普通股增加	(1,081)	(4,000)	(5,000)	(6,000)
已付股利	0	0	0	0
其他	(4,356)	0	0	0
现金净增加额	(369)	(1,366)	7,954	11,459

利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	113,470	126,970	142,856	156,765
其他收入	55	446	600	600
营业成本	56,079	57,581	63,019	68,171
销售费用	36,496	41,247	42,638	42,589
管理费用	3,514	2,960	3,188	3,420
研发费用	12,338	12,326	13,440	14,278
财务费用	(621)	(323)	(288)	(487)
除税前溢利	6,889	13,623	21,459	29,394
所得税	490	39	1,116	3,674
净利润	6,399	13,584	20,343	25,719
Non-GAAP 归母净利润	10,271	17,651	22,045	26,989
EBIT	6,268	13,301	21,171	28,906
EBITDA	13,470	19,674	26,796	33,971
EPS (元)	1.48	4.09	5.11	6.26

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	20.48%	11.90%	12.51%	9.74%
Non-GAAP 归母净利润	146.72%	112.38%	49.76%	26.43%
获利能力				
毛利率	50.58%	54.65%	55.89%	56.51%
销售净利率	5.64%	10.70%	14.24%	16.41%
ROE	13.04%	23.16%	27.49%	27.44%
ROIC	11.86%	22.61%	27.11%	26.98%
偿债能力				
资产负债率	53.83%	49.99%	46.45%	42.48%
净负债比率	-26.30%	-19.67%	-26.33%	-33.01%
流动比率	1.24	1.38	1.59	1.83
速动比率	1.23	1.38	1.59	1.83
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.14	1.12	1.04
应收账款周转率	17.81	18.12	17.79	17.58
应付账款周转率	2.19	2.14	2.29	2.27
每股指标 (元)				
每股收益	1.48	4.09	5.11	6.26
每股经营现金流	4.78	4.77	6.93	7.98
每股净资产	11.29	13.60	17.16	21.73
估值比率				
P/E	33.27	11.94	9.56	7.81
P/B	4.36	3.59	2.85	2.25
EV/EBITDA	14.93	10.13	7.14	5.29

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>