

## 买入

2024年11月21日

### DAU 破四亿，盈利能力持续提升

- 业绩微超市场预期, DAU 破四亿:** 2024Q3 公司营业收入 311 亿元 (QOQ+0.5%, YoY+11.4%); 毛利 169 亿元 (QOQ-1.3%, YoY+17.0%), 毛利率较去年同期提升 2.6% 达到 54.3%; 经调整净利润达到 39.5 亿元 (QOQ-15.6%, YoY+24.4%), 经调整净利率 12.7%。用户流量端达新高, 24Q3 快手应用的 DAU 为 4.08 亿 (QOQ+3.3%, YoY+5.4%), MAU 为 7.14 亿 (QOQ+3.2%, YoY+4.3%), 日活跃用户日均使用时长达 132.2 分钟 (QOQ+8.3%, YoY+6.2%), 用户总时长同比增长 7.3%。
- 外循环广告为线上营销业务主要驱动力:** 24Q3 公司线上营销业务收入为 176 亿元 (QOQ+0.7%, YoY+20.0%), 连续六个季度实现 20% 增长。外循环广告成为主要推动力, 传媒资讯、平台电商和本地生活等行业贡献主要增长。第三季度, 快手短剧的营销消耗同比增长超过了 300%, 占外循环消耗大盘的比例也达到双位数, 近期单月消耗峰值也突破了 4,000 万。IAA 短剧模式带动短剧消耗同比增长超 300%, 有超 3 亿的短剧用户基础。全自动投放解决方案渗透率达 50%, 提升投放精准性与稳定性。内循环广告同样稳健, 月动销投流商家同比增长 50% 以上, 短视频引流直播间营销投放同比增长近 20%, 智能化投放产品巩固了平台商家的长效经营能力。
- 内容场和泛货架协同拉动电商增长:** 24Q3 包含电商收入的其他服务收入为 42.1 亿元 (QOQ+0.2%, YoY+17.5%)。本季度电商 GMV 为 3342 亿元 (QOQ+9.4%, YoY+15.1%), 电商增速有所放缓, 货币化率下降。快手持续推进“直播+短视频”模式, 打造强大的内容电商生态, 丰富达人生态。短视频电商 GMV 同比增长超 40.0%, 短视频引流直播间的成交 GMV 环比增长近 40%。泛货架 GMV 占总电商 GMV 比例提升至 27.0%。通过商城场域的协同发力, 日均动销商家同比增长近 70.0%, 电商月活跃买家数同比增长 12.2% 达到 1.33 亿, 为电商生态注入持续动力。
- 可灵 AI 取得显著进展:** 可灵 AI 1.5 版本实现技术突破, 用户月活跃数超 150 万, 并通过会员付费和 API 服务推动商业化, 单月流水超千万人民币。快意 MoE 基座大模型大幅降低训练成本, 适配短视频、直播和电商场景。AIGC 日均营销素材消耗超 2000 万, 互动助手“AI 小快”月活峰值突破 1800 万, 带动用户留存、商业化消耗及电商 GMV 显著提升, 展示了快手 AI 技术在内容生成、推荐和互动中强大潜力。
- 上调目标价至 70 港元, 维持买入评级:** 快手 2024 年第三季度日活与月活用户均创历史新高, 单用户日均时长达 132 分钟, 各项用户数据历史表现最佳。财务方面, 毛利率和净利率持续提升, 受益于广告和电商高毛利业务占比增加及三费开支严格控制。预计未来稳态毛利率、净利率分别可达 58%、20%, 当前净利率 10%, 仍有翻倍空间。海外业务亏损显著收窄, 2025 年有望盈亏平衡。公司账上现金储备 867 亿元, 2024 年预计自由现金流达 180 亿元, 目前市值不足 2000 亿元, 显著低估。综合盈利能力、财务状况和估值, 给予公司 24 年净利润 19 倍估值, 目标价至 70 港币, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济下行消费疲弱、短视频竞争加剧、海外业务减亏不及预期等。

罗凡环

852-25321962

simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

### 主要资料

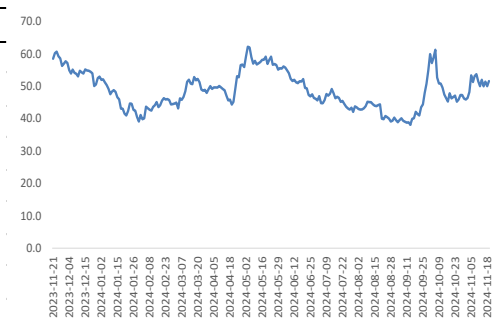
行业	TMT
股价	52.6 港元
目标价	70.0 港元 (+33%)
股票代码	1024
已发行股本	43.13 亿股
总市值	2300 亿港元
52 周高/低	63.35 港元/37.55 港元
每股净资产	14.5 港元
主要股东	腾讯 (15.7%) 宿华 (9.9%) 程一笑 (8.9%)

### 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	127,547	141,277	154,961
变动 (%)	16.2%	20.5%	12.4%	10.8%	9.7%
净利润	(13,689)	6,399	15,081	19,364	25,100
变动 (%)	-82.5%	-146.7%	135.7%	28.4%	29.6%
经调整净利润	(5,751)	10,271	17,526	22,302	27,469
变动 (%)	-69.5%	-278.6%	70.6%	27.2%	23.2%
基本每股盈利 (元)	-3.22	1.48	3.49	4.43	5.62
变动 (%)	-84.2%	-146.1%	135.7%	26.7%	27.1%
经调整市盈率 52.55 港元 (估)	NA	33.0	14.0	11.1	8.7

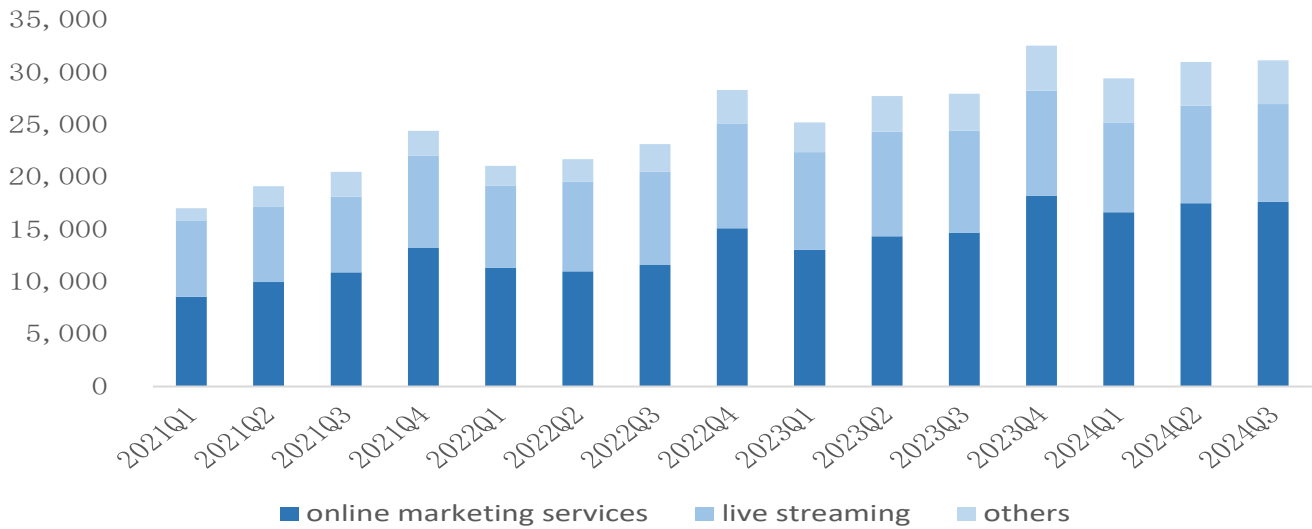
资料来源: 公司资料、第一上海预测

### 股价表现



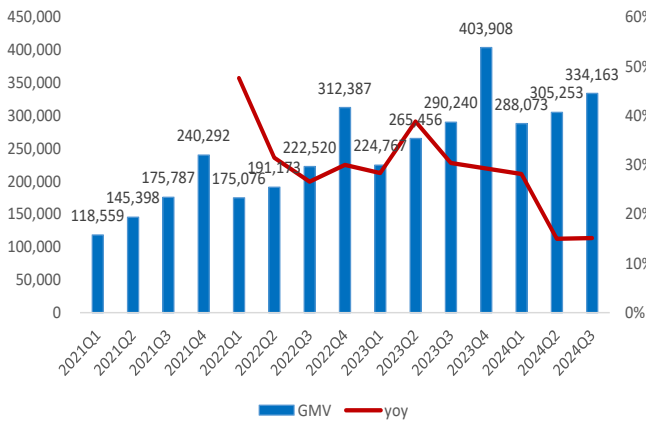
资料来源: 彭博

图表 1: 2021Q1-2024Q3 总营收 (百万元)



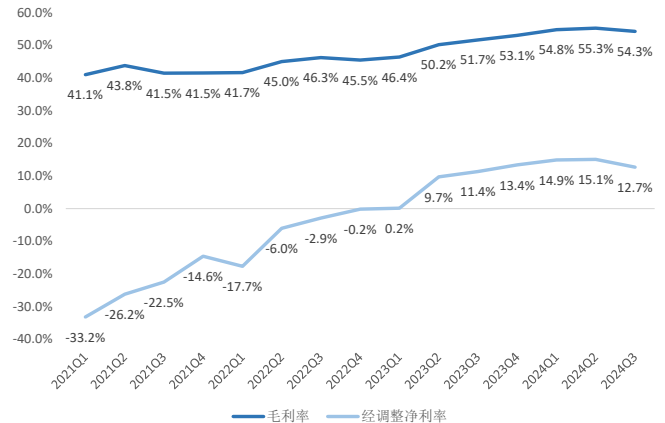
资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 2: GMV 及增速 (百万元)



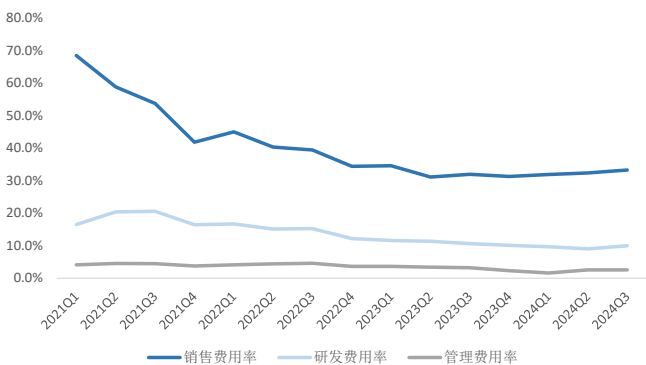
资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 3: 毛利率及经调整净利率



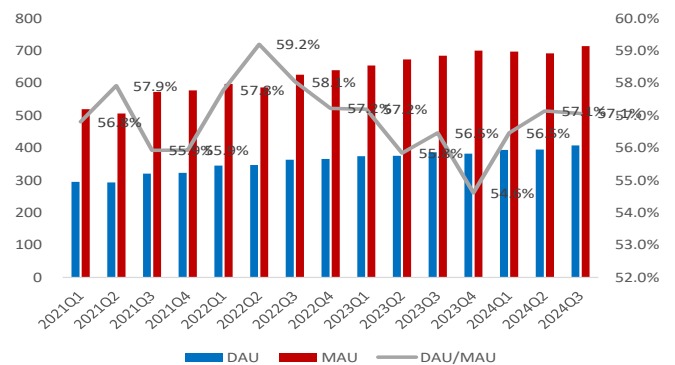
资料来源: 公司公告, 第一上海整理

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

## 附录 1：主要财务报表

资产负债表						利润表					
<人民币百万元>, 财务年度截止<十二月>						<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		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	营业收入	94,183	113,470	127,547	141,277	154,961
无形资产	1,123	1,073	1,024	971	912	营业成本	52,051	56,079	57,869	63,515	68,737
使用权资产	10,806	10,399	9,303	8,098	6,771	毛利	42,131	57,391	69,678	77,762	86,224
其他非流动资产	18,305	22,107	22,107	22,107	22,107	销售及营销费用	(37,121)	(36,496)	(41,467)	(43,272)	(45,734)
<b>非流动资产</b>	<b>43,449</b>	<b>45,935</b>	<b>43,500</b>	<b>40,821</b>	<b>37,874</b>	行政开支	(3,921)	(3,514)	(2,971)	(3,188)	(3,342)
现金及等价物	13,274	12,905	24,134	52,798	78,888	研发开支	(13,784)	(12,338)	(12,047)	(12,370)	(12,793)
应收账款	6,288	6,457	7,869	7,999	9,406	其他收入	1,547	978	346	0	0
预付账款	4,106	4,919	5,362	5,844	6,370	其他亏损净额	(1,410)	410	1,090	0	0
其他资产合计	22,190	36,080	36,080	36,080	36,080	<b>经营利润</b>	<b>(12,558)</b>	<b>6,431</b>	<b>14,628</b>	<b>18,932</b>	<b>24,354</b>
<b>流动资产</b>	<b>45,859</b>	<b>60,361</b>	<b>73,444</b>	<b>102,721</b>	<b>130,744</b>	财务(费用)/收入净额	166	539	294	301	330
<b>总资产</b>	<b>89,307</b>	<b>106,296</b>	<b>116,944</b>	<b>143,542</b>	<b>168,618</b>	分占权益法投资	0	0	0	0	0
租赁负债	8,721	8,405	8,405	8,405	8,405	除所得税前利润	(12,531)	6,889	14,894	19,233	24,685
其他非流动负债	39	39	39	39	39	所得税	(1,158)	(490)	187	131	415
<b>非流动负债</b>	<b>8,760</b>	<b>8,444</b>	<b>8,444</b>	<b>8,444</b>	<b>8,444</b>	净利润	(13,689)	6,399	15,081	19,364	25,100
应付账款	33,058	40,193	35,396	42,234	41,778	经调整净利润	(5,751)	10,271	17,526	22,302	27,469
预付账款	3,240	4,036	4,399	4,795	5,227	折旧及摊销	6,573	7,202	7,822	8,604	9,465
其他流动负债	4,411	4,549	4,549	4,549	4,549	EBITDA	(6,123)	13,552	22,422	27,536	33,819
<b>流动负债</b>	<b>40,710</b>	<b>48,778</b>	<b>44,344</b>	<b>51,578</b>	<b>51,554</b>						
<b>负债合计</b>	<b>49,470</b>	<b>57,222</b>	<b>52,788</b>	<b>60,022</b>	<b>59,998</b>						
<b>所有者权益</b>	<b>39,838</b>	<b>49,074</b>	<b>64,156</b>	<b>83,520</b>	<b>108,620</b>						
现金流量表						主要财务比率					
<人民币百万元>, 财务年度截止<十二月>						<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		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	15,081	19,364	25,100	盈利能力					
所得税支出	(990)	(1,223)	0	0	0	毛利率	44.7%	50.6%	54.6%	55.0%	55.6%
折旧及摊销	6,573	7,202	7,822	8,604	9,465	EBITDA 率	-6.5%	11.9%	17.6%	19.5%	21.8%
营运资本变动	5,168	6,898	8,531	(170)	4,859	净利率	-14.5%	5.6%	11.8%	13.7%	16.2%
其他经营现金流	2,574	1,015	(14,820)	6,791	(6,815)	营运表现					
<b>经营活动现金流</b>	<b>795</b>	<b>20,781</b>	<b>16,615</b>	<b>34,589</b>	<b>32,608</b>	销售及管理费用/收入	-39.4%	-32.2%	-32.5%	-30.6%	-29.5%
资本开支	(5,100)	(4,897)	(5,387)	(5,925)	(6,518)	实际税率	9.2%	-7.1%	1.3%	0.7%	1.7%
其他投资现金流	(12,928)	(14,968)	0	0	0	股息支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>投资活动现金流</b>	<b>(18,028)</b>	<b>(19,865)</b>	<b>(5,387)</b>	<b>(5,925)</b>	<b>(6,518)</b>	应付账款天数	215.1	235.1	235.1	220.0	220.0
股息	0	0	0	0	0	应收账款天数	20.5	20.2	20.2	20.2	20.2
负债变化	1,910	11,259	0	0	0	财务状况					
其他投资活动现金流	(4,508)	(12,623)	0	0	0	总负债/总资产	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
<b>融资活动现金流</b>	<b>(2,598)</b>	<b>(1,364)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	收入/净资产	2.4	2.3	2.0	1.7	1.4
<b>现金净变动</b>	<b>(19,832)</b>	<b>(448)</b>	<b>11,228</b>	<b>28,664</b>	<b>26,091</b>	经营性现金流/收入	0.0	0.2	0.1	0.2	0.2
年初现金余额	32,613	13,274	12,905	24,134	52,798	税前盈利对利息倍数	-75.7	12.8	50.7	63.9	74.8
年末现金余额	13,274	12,905	24,134	52,798	78,888						

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 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。