

【广发传媒&海外】快手-W (01024.HK)

DAU 超 4 亿，平衡收入增长和利润释放

核心观点:

- 快手发布 24Q3 财报：24Q3 总收入 311 亿元人民币，YoY/QoQ+11%/+1%，符合彭博一致预期（310 亿元）。24Q3NonGAAP 净利润为 39.48 亿元，YoY/QoQ+24%/-16%，vs.一致预期为 39.15 亿元（超 1%）。24Q3 毛利率为 54.33%，YoY/QoQ+2.6pct/-1.0pct。24Q3 MAU 达到 7.14 亿，YoY/QoQ+4%/+3%。DAU 达到 4.08 亿，YoY/QoQ+5%/+3%。三季度单日时长为 132 分钟，YoY/QoQ+2%/+8%。
- 24Q3 广告稳健增长，电商 GMV 企稳。（1）24Q3 直播收入为 93.38 亿元，YoY/QoQ-4%/+0%，vs.一致预期为 92.13 亿元，持续优化生态供给。（2）24Q3 广告收入为 176 亿元，YoY/QoQ+20%/+1%，vs.一致预期为 176 亿元。受外循环增长驱动，短剧投放环比增长较快。（3）其他收入为 41.59 亿元，YoY/QoQ+18%/+0%，vs.一致预期为 41.73 亿元。24Q3 电商 GMV 为 3342 亿元，YoY+15%，QoQ+9%。电商抽佣 Take Rate 倒算为 1.24%，同比基本持平。电商策略回归内容场为核心大本营，结合泛货架的稳定贡献提升。电商月活跃买家数持续提升至 1.33 亿。
- 盈利预测与投资建议。公司平衡收入增长和利润释放，在短剧和本地生活方面有小幅投入，促进收入持续健康稳定增长，同时 AI 方面的布局对后续商业化带来提效，我们略提高销售费用和研发费用的预测。预计 24-25 年收入为 1272/1410 亿元，同增 12.1%/10.9%。24-25 经调整利润预计为 177/225 亿元。参考可比公司，按 24 年经调整净利润对应 16x PE 估值认为快手合理价值为 71.27 港元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：竞争加剧、电商和海外扩大投入增长不及预期等风险。

盈利预测：EPS 按最新股数进行计算

货币单位：人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	94,183	113,470	127,181	141,020	153,465
增长率（%）	16.2%	20.5%	12.1%	10.9%	8.8%
EBITDA（百万元）	-9,294	10,608	19,291	25,891	33,532
净利润（百万元）	-5,751	10,271	17,745	22,538	28,559
增长率（%）	-	--	72.8%	27.0%	26.7%
EPS（元/股）	-1.35	2.38	4.11	5.23	6.62
市盈率（P/E）	-	20.53	11.88	9.36	7.38
ROE（%）	-34%	13%	24%	26%	27%
EV/EBITDA	-	23.88	13.13	9.78	7.56

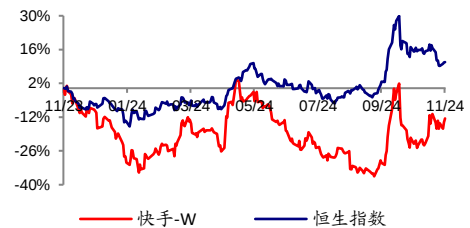
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心；注：净利润、EPS 为 NonGAAP 口径

公司评级

买入

当前价格	52.55 港元
合理价值	71.27 港元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-21

相对市场表现



分析师:

周喆



SAC 执证号: S0260523050003



SFC CE No. BJD408



010-59136890

zhouzhe@gf.com.cn

分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610

kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

【广发传媒&海外】快手-W 2024-08-21

(01024.HK):外循环广告加

速，电商增长受竞争影响放

缓

【广发传媒&海外】快手-W 2024-05-23

(01024.HK):核心商业收入

高速增长，利润超预期

【广发传媒&海外】快手-W 2024-03-22

(01024.HK):电商旺季带动

利润大幅超预期

本文如非特别说明，采用人民币为货币单位，港币对人民币汇率采用0.9303，美元兑人民币汇率采用7.2402。

一、盈利预测和投资建议

表 1: 快手 24Q4 季度业绩预测

单位百万元	3Q23A	4Q23A	2Q24A	3Q24A	QoQ	YoY	4Q24E	QoQ	YoY
快手主 APP 运营数据									
Avg MAU	685	700	692	714	3%	4%	701	-2%	0%
Avg DAU	387	383	395	408	3%	5%	400	-2%	5%
DAU/MAU	56.5%	54.6%	57.1%	57.1%			57.1%		
Daily Time Spent per DAU	130	125	122	132	8%	2%	127	-4%	2%
收入									
直播	27,948	32,561	30,975	31,131	1%	11%	35,667	15%	10%
广告	9,719	10,048	9,302	9,338	0%	-4%	9,654	3%	-4%
其他	14,690	18,203	17,515	17,634	1%	20%	20,932	19%	15%
电商 GMV	3,539	4,310	4,158	4,159	0%	18%	5,082	22%	18%
佣金率	290,240	403,908	305,253	334,163	9%	15%	461,977	38%	14%
营业成本	1.2%	1.1%	1.36%	1.24%			1.10%		
毛利率	13,495	15,269	13,840	14,217	3%	5%	16,352	15%	7%
销售费用	52%	53%	55.32%	54.33%			54.16%		
% rev	8,939	10,198	10,040	10,364	3%	16%	11,463	11%	12%
研发费用	32%	31%	32%	33%			32%		
% rev	2,967	3,296	2,805	3,100	11%	4%	3,531	14%	7%
管理费用	11%	10%	9%	10%			10%		
% rev	898	752	792	796	1%	-11%	856	8%	14%
GAAP 净利润	3%	2%	3%	3%			2%		
GAAP 净利润率	2,182	3,612	3,980	3,270	-18%	50%	4,092	25%	13%
Non-GAAP 净利润	8%	11%	13%	11%			11%		
Non-GAAP 净利润率	3,173	4,362	4,679	3,948	-16%	24%	4,710	19%	8%
	11%	13%	15%	13%			13%		

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

用户指标预测调整：我们预计2024-2026年快手APP的月活（全年均值）同比增速为3%、3%和0%，月活规模分别达到7.01亿、7.20亿和7.20亿人。日活（全年均值）增速为5%/3%/1%，达到3.99亿/4.10亿/4.15亿人。

表 2：快手用户（百万）增长预测（2020-2026E）

用户指标	单位	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
国内用户								
MAU-APP	百万	481	544	613	678	701	720	720
YoY	%	46%	13%	13%	11%	3%	3%	0%
DAU-APP	百万	265	308	356	380	399	410	415
YoY	%	51%	16%	15%	7%	5%	3%	1%
DAU/MAU	%	55%	57%	58%	56%	57%	57%	58%
用户时长（分钟）	分钟	87	112	129	125	128	128	128

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

各项收入预测：24Q3电商GMV增速企稳在15%，双十一促销表现较好，但考虑整体宏观环境和消费情绪的持续复苏仍需要观望，我们维持24-25年电商GMV同比增速预测为17%、12%，随着佣金率的逐步提升，带动其他业务收入在24-25年分别达到176亿元和208亿元，同比增长25%和19%。广告业务受益于外循环广告增长加速表现持续强劲，外循环广告主要受益于短剧、小游戏等投流增长下驱动增长较快。电商内循环广告因电商GMV增长放缓，我们预计较此前的增长节奏有所放缓，但整体仍较为稳健。考虑内循环和外循环广告的趋势，我们预计24-25年广告业务收入达到727亿元和823亿元，同比增长21%、13%。直播行业整体增长停滞，快手直播业务加强内容合规，有所下滑，但下半年下滑幅度在内容生态持续优化提升付费吸引的趋势下逐步收窄。我们预计24-25年快手直播收入达到369亿元和379亿元，同比增长-6%和3%。综上，我们预计快手总收入在24-25年达到1272亿元、1410亿元，同比增长12%和11%。

表 3：公司各项收入预测（2020-2026E）

收入指标	单位	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	百万元	58,776	81,082	94,183	113,470	127,181	141,020	153,465
YoY	%	50%	38%	16%	20%	12%	11%	9%
直播	百万元	33,209	30,995	35,388	39,054	36,869	37,871	37,871
YoY	%	6%	-7%	14%	10%	-6%	3%	0%
月付费用户	百万元	58	48	57	57	56	57	57
付费率	%	12%	9%	9%	8%	8%	8%	8%
月 ARPU	元	48	54	52	57	55	55	55
广告	百万元	21,855	42,665	49,042	60,304	72,731	82,304	91,548
YoY	%	195%	95%	15%	23%	21%	13%	11%
每DAU广告收入/天	元	0.23	0.38	0.38	0.44	0.51	0.56	0.61
其他服务	百万元	3,712	7,421	9,753	14,112	17,582	20,844	24,046
YoY	%	1331%	100%	31%	45%	25%	19%	15%
GMV	百万元	381,169	680,036	901,170	1,184,371	1,389,465	1,549,331	1,646,597
佣金率	%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

随着高毛利的电商和广告增长保持稳健，直播业务有所下滑，高毛利业务占比提升的趋势较为明显，公司毛利率预计将在24-25年持续优化，我们预计24-25年公司毛利率分别达到55%和56%。考虑近期公司在短剧、本地生活和电商的补贴投入有所提升，我们略调高24-25年销售费用占收入比的预测至32%和31%。公司在AI大模型的投入方面也有所增加，研发费用占收入比预计在24-25年达到10%和10%，费用率预计企稳。我们预计在收入增长稳健，毛利率持续优化的趋势下，24-25年公司经调整净利润预计达到177亿元和225亿元，对应的利润率分别为14%和16%，同比增长73%和27%。

表 4: 公司成本项预测 (2020-2026E)

成本指标	单位	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售成本	百万元	34,961	47,052	52,051	56,079	57,697	62,226	64,483
毛利润	百万元	23,815	34,030	42,131	57,391	69,485	78,794	88,982
毛利润率	%	41%	42%	45%	51%	55%	56%	58%
销售费用	百万元	26,615	44,176	37,121	36,496	41,251	43,112	44,848
销售费用占收入比	%	45%	54%	39%	32%	32%	31%	29%
行政费用	百万元	1,677	3,400	3,921	3,514	2,906	3,103	3,346
行政费用占收入比	%	3%	4%	4%	3%	2%	2%	2%
研发费用	百万元	6,548	14,956	13,784	12,338	12,279	13,539	14,703
研发费用占收入比	%	11%	18%	15%	11%	10%	10%	10%
运营利润	百万元	-11,024	-28,503	-12,695	5,043	13,048	19,040	26,085
运营利润率	%	-19%	-35%	-13%	4%	10%	14%	17%
净利润/亏损	百万元	-116,635	-78,077	-13,689	6,399	15,462	19,856	25,763
净利润/亏损率	%	-198%	-96%	-15%	6%	12%	14%	17%
经调整净利润/亏损	百万元	-7,864	-18,852	-5,751	10,271	17,745	22,538	28,559
经调整净利润/亏损率	%	-13%	-23%	-6%	9%	14%	16%	19%

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

投资建议：我们调整公司2024-2025年的收入预测至1272亿元和1410亿元。Non-GAAP净利润预计2024-2025年分别为177亿元、225亿元。参考可比的有稳定盈利水平的互联网公司的24年PE倍数/24-26年利润CAGR的PEG比值平均为1.7，选取24-26年利润符合增速较为接近的美团和拼多多平均~0.6xPEG作为估值参考，我们给予快手按2024-26年利润CAGR为27%对应0.6倍PEG估值，按24年经调整净利润对应16x PE，则公司总合理价值为3074亿港元，认为快手合理价值为71.27港元/股，维持“买入”评级。

表5: 可比公司估值参数 (2024-2026E)

公司名 称	市值 (LC mn)	收入 (LC mn)			NonGAAP 净利润 (LC mn)			PE			24-26E 利润 CAGR	24 年 PE/利 润增速
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E		

腾讯控股	3,745,867	709,282	772,505	836,346	234,056	258,472	286,243	16	14	13	11%	1.5
美团	1,028,409	360,321	418,264	475,703	44,525	57,832	72,095	23	18	14	27%	0.8
阿里巴巴	213,788	130,116	138,966	150,843	22,168	20,927	23,118	10	10	9	2%	4.5
京东	57,241	157,388	166,767	176,151	5,973	6,345	6,879	10	9	8	7%	1.3
拼多多	162,917	56,354	71,243	84,934	17,313	20,959	25,401	9	8	6	21%	0.4
平均值												1.7

数据来源：一致预期来自于彭博（2024年11月18日收盘价），广发证券发展研究中心

二、风险提示

因竞争环境恶化，公司的营销费用控制不及预期，甚至费用扩大影响利润兑现的风险。电商业务推进不及预期导致收入增长放缓的风险。海外持续加大买量投入但用户增长达不到，或影响公司在中长期突破国内业务天花板创造第二增长曲线的风险。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	45,859	60,361	65,593	89,965	90,732	
应收账款	6,288	6,457	8,043	8,035	9,462	
预付款及其他应收	4,106	4,919	3,266	5,562	3,587	
现金	13,274	12,905	17,306	37,022	35,493	
其他流动资产	22,190	36,080	36,977	39,347	42,190	
非流动资产	43,449	45,935	47,430	53,245	59,856	
固定资产	13,215	12,356	13,470	14,757	15,964	
使用权资产	10,806	10,399	6,904	7,130	7,363	
无形资产	1,123	1,073	2,172	2,548	3,004	
其他长期资产	18,305	22,107	24,883	28,811	33,524	
资产总计	89,307	106,296	113,023	143,210	150,588	
流动负债	40,710	48,778	38,346	56,470	43,704	
应付账款	22,868	23,601	23,940	27,333	25,800	
其他短期负债	17,841	25,177	14,406	29,137	17,904	
非流动负债	8,760	8,444	9,264	10,188	11,205	
可转换可赎回优先	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	8,760	8,444	9,264	10,188	11,205	
负债合计	49,470	57,222	47,609	66,658	54,910	
股本	0	0	0	0	0	
储备及其他资本项	39,830	49,063	65,402	76,541	95,667	
股东权益	39,830	49,063	65,402	76,541	95,667	
非控股权益	8	11	11	11	11	
总权益	39,838	49,074	65,413	76,552	95,678	
负债和权益合计	89,307	106,296	113,023	143,210	150,588	

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	94,18	113,470	127,181	141,020	153,465
营业成本	52,05	56,079	57,697	62,226	64,483
销售费用	37,12	36,496	41,251	43,112	44,848
行政费用	3,921	3,514	2,906	3,103	3,346
研发费用	13,78	12,338	12,279	13,539	14,703
营业利润	-	5,043	13,048	19,040	26,085
营业外收入/支出	137	1,388	1,874	2,078	2,261
财务收入/成本	166	539	254	267	280
可转换可赎回优先股	0	0	0	0	0
利润总额	-	6,889	15,142	21,351	28,626
所得税	-1,158	-490	319	-1,495	-2,863
GAAP 净利润	-	6,399	15,462	19,856	25,763
少数股东损益	1	3	4	4	4
GAAP 归母净利润	-	6,396	15,458	19,852	25,759
GAAP EPS（元）	-3	1	4	5	6
Non-GAAP 净利润	-5,751	10,271	17,745	22,538	28,559
Non-GAAP EPS（元）	-1.4	2.4	4.1	5.2	6.6

现金流量表	单位：百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	795	20,781	12,494	45,583	25,227
净利润	-12,531	6,889	15,142	21,351	28,626
折旧摊销	6,573	5,488	6,027	6,512	6,982
营运资金变动	1,234	6,949	-11,031	15,039	-13,176
其它	5,519	1,456	2,355	2,681	2,795
投资活动现金流	-18,028	-19,865	-8,092	-20,867	-21,757
资本支出	-4,620	-5,768	-6,118	-6,498	-6,913
投资活动	-5,453	13,660	0	0	0
其他	-7,955	-27,757	-1,975	-14,370	-14,844
筹资活动现金流	-2,599	-1,364	0	-5,000	-5,000
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-2,599	-1,364	0	-5,000	-5,000
现金净增加额	-19,832	-448	4,401	19,716	-1,529
期初现金余额	32,613	13,274	12,905	17,306	37,022
汇兑收益/损失	494	79	0	0	0
期末现金余额	13,274	12,905	17,306	37,022	35,493

主要财务比率						
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
成长能力(%)						
营业收入增长	16%	20%	12%	11%	9%	
营业利润增长	-	-	159%	46%	37%	
归属母公司净利润	-	-	143%	28%	30%	
获利能力(%)						
毛利率	45%	51%	55%	56%	58%	
净利率	-15%	6%	12%	14%	17%	
ROE	-34%	13%	24%	26%	27%	
偿债能力						
资产负债率(%)	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4	
流动比率	1.1	1.2	1.7	1.6	2.1	
速动比率	1.1	1.2	1.7	1.6	2.1	
营运能力						
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	
应收账款周转率	17.5	17.8	17.5	17.5	17.5	
存货周转率	-	-	-	-	-	
每股指标(元)						
每股收益	-3.2	1.5	3.6	4.6	6.0	
每股经营现金流	0.2	4.8	2.9	10.6	5.9	
每股净资产	9.4	11.4	15.2	17.8	22.2	
估值比率						
P/S	2.24	1.86	1.66	1.50	1.37	
P/E	-	21	12	9	7	
EV/EBITDA	-	24	13	10	8	

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

周 喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

章 驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。

毛 玥：高级分析师，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

黄 静 仪：研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。