



快手科技 (1024.HK): 收入结构优化, 估值吸引, 上调至“买入”评级

上调至“买入”评级, 调整目标价至 100 港元。我们在三月份首次覆盖快手, 给予“持有”评级, 考虑到当时估值过高。截至 8 月 30 日, 公司股价从高点下调约 80%, 我们认为目前估值吸引。业务层面, 虽然直播业务仍在下滑, 但广告和电商业务保持高速增长, 变现进度优于预期, 成长为主要营收; 同时收入结构优化, 带动毛利率持续改善。

- **收入略超预期, 亏损加大:** 公司 2Q21 收入为 191.4 亿人民币, 同比增长 49%, 高于市场预期 2.2%。广告收入为 99.6 亿人民币, 同比增长 156%; 直播收入为 71.9 亿, 同比下降 14%; 电商及其他服务收入 19.8 亿, 同比增长 213%。调整后净亏损为 47.7 亿, 去年同期为 19.4 亿, 市场预期为 49.4 亿。
- **MAU 环比略有下滑, 加大海外扩张:** 二季度, MAU 为 5.1 亿, 同比增长 6.7%, 环比出现下滑。DAU 为 2.93 亿, 同比增长 11.9%, 中长期来看, 公司维持 4 亿 DAU 目标。海外市场是公司未来重点战略之一, 持续发力南美、东南亚和中东地区市场。目前, 海外 MAU 已超过 1.8 亿。
- **直播收入继续下滑, 广告和电商业务保持高速增长:** 直播收入持续下滑, 同比降 13.7%, 一季度同比降 19.5%。公司加强公会合作, 数量同比增四倍。广告收入同比增长 156%, 收入占比提升至 52%, 二季度品牌广告商数量增长近四倍。电商及其他收入同比增长 213%, 电商交易额为 1454 亿, 同比翻倍, 绝大部分由私域所贡献。公司继续加大商业闭环建设, 快手小店贡献占比提升至 91%, 去年同期为 66%。
- **毛利率改善, 经营亏损加大:** 收入结构变化导致毛利率提升 9.3 个百分点, 至 44%。但营业费用仍然激进, 尤其是销售费用, 同比翻倍至 113 亿, 销售费率为 59%, 去年同期为 44%。二季度经营亏损为 72 亿, 去年同期为 25 亿, 经营亏损率也由去年同期的 20% 下滑至 38%。
- **上调至“买入”评级, 目标价至 100 港元:** 基于分部加总估值法的目标价为 100 港元, 分别对应 4.2x 2021 年和 3.2x 2022 年 P/S。
- **投资风险:** 用户增长不及预期; 政策监管风险; 竞争激烈。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	39,120	58,776	81,865	107,467	144,422
经营利润	689	(10,320)	(27,612)	(16,120)	(8,665)
调整后净利润	1,034	(7,949)	(19,375)	(11,127)	(2,675)
目标 PS(x)			4.2	3.2	2.4

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

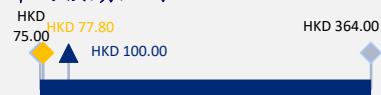
2021 年 8 月 31 日

评级

买入

目标价 (港元)	100.0
潜在升幅/降幅	+28.7%
目前股价 (港元)	77.8
52 周内股价区间 (港元)	64.5-417.8
总市值 (百万港元)	323,660
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,668

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 8 月 30 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

相关报告:

《快手科技: 从快手“出圈”看短视频长期趋势》(2021-3-15)

浦银国际

公司研究

快手科技 (1024.HK): 收入结构优化, 估值吸引, 上调至“买入”评级

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
收入	39,120	58,776	81,865	107,467	144,422
收入成本	(25,017)	(34,961)	(45,217)	(55,883)	(72,211)
毛利	14,104	23,815	36,648	51,584	72,211
销售费用	(9,865)	(26,615)	(47,358)	(53,733)	(64,990)
管理费用	(865)	(1,677)	(3,638)	(3,224)	(4,333)
研发费用	(2,944)	(6,548)	(15,003)	(10,747)	(11,554)
其他营业费用	260	704	1,739	-	-
经营盈利	689	(10,320)	(27,612)	(16,120)	(8,665)
财务成本净额	(11)	(35)	(5)	(7)	(9)
优先股公允价值变动	(19,943)	(106,846)	(51,301)	-	-
除税前盈利	(19,265)	(117,201)	(78,918)	(16,127)	(8,675)
所得税开支	(386)	566	1,419	-	-
年度盈利	(19,652)	(116,635)	(77,499)	(16,127)	(8,675)
非通用会计准则					
年度盈利	(19,652)	(116,635)	(77,499)	(16,127)	(8,675)
股份酬金	742	1,841	6,823	5,000	6,000
优先股公允价值变动	19,943	106,846	51,301	-	-
调整后年度盈利	1,034	(7,949)	(19,375)	(11,127)	(2,675)

现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
净利润	(19,652)	(116,635)	(77,499)	(16,127)	(8,675)
折旧	2,098	4,734	4,152	6,022	8,348
摊销	63	129	144	127	112
营运资金变动	5,168	6,898	2,433	2,464	3,865
其他调整项	20,343	107,163	58,359	5,308	6,414
经营现金流	8,020	2,289	(12,412)	(2,206)	10,065
购买固定资产净额	(2,548)	(5,907)	(8,228)	(10,801)	(14,515)
购买金融资产净额	(6,193)	3,440	-	-	-
定期存款	(1,381)	(15,175)	(1,981)	(2,196)	(3,170)
其他投资现金流	(27)	22	-	-	-
投资现金流	(10,149)	(17,620)	(10,208)	(12,997)	(17,685)
借款净额	-	12,752	1,000	2,000	2,000
其他融资现金流	698	19,290	41,276	-	-
融资现金流	698	32,042	42,276	2,000	2,000
现金及现金等价物净流量	(1,430)	16,711	19,656	(13,203)	(5,621)
汇率变动影响	56	(316)	-	-	-
年初现金及现金等价物	5,370	3,996	20,392	40,048	26,845
年末现金及现金等价物	3,996	20,392	40,048	26,845	21,224

资产负债表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
物业及设备	6,232	7,206	11,875	16,811	23,024
使用权资产	4,353	5,200	4,606	4,448	4,403
无形资产	1,120	1,248	1,104	977	865
其他非流动资产	3,398	6,966	7,874	8,882	10,336
非流动资产合计	15,103	20,619	25,460	31,119	38,628
贸易应收账款	1,107	2,428	3,382	4,439	5,966
定期存款	1,271	2,729	3,801	4,990	6,706
现金及现金等价物	3,996	20,392	40,048	26,845	21,224
其他流动资产	10,936	5,980	5,980	5,980	5,980
流动资产合计	17,311	31,528	53,210	42,254	39,876
资产总额	32,414	52,147	78,670	73,373	78,504
股本	0	0	0	0	0
其他储备	(321)	12,012	12,012	12,012	12,012
累计亏损	(55,408)	(172,062)	(249,325)	(265,144)	(273,405)
权益总额	(55,729)	(160,050)	40,636	24,817	16,557
非流动负债合计	72,770	189,012	3,640	3,640	3,640
借款	-	-	1,000	3,000	5,000
应付账款	9,055	11,544	14,931	18,452	23,844
可转换可赎回优先股	-	-	-	-	-
其他流动负债	6,319	11,641	18,464	23,464	29,464
流动负债合计	15,374	23,185	34,394	44,916	58,308
负债总额	88,143	212,197	38,034	48,556	61,948
权益及负债总额	32,414	52,147	78,670	73,373	78,504

主要财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
盈利增速					
营业收入增速	92.7%	50.2%	39.3%	31.3%	34.4%
毛利增速	143.1%	68.9%	53.9%	40.8%	40.0%
经营利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
净利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
调整后净利润增速	404.7%	NM	NM	NM	NM
盈利能力比率					
毛利率	36.1%	40.5%	44.8%	48.0%	50.0%
经营利润率	1.8%	(17.6%)	(33.7%)	(15.0%)	(6.0%)
净利率	(50.2%)	(198.4%)	(94.7%)	(15.0%)	(6.0%)
调整后净利率	2.6%	(13.5%)	(23.7%)	(10.4%)	(1.9%)
每股指标 (元)					
基本EPS	(21.0)	(34.4)	(18.8)	(3.9)	(2.1)
摊薄EPS	(21.0)	(34.4)	(18.8)	(3.9)	(2.1)
调整后EPS	1.1	(2.3)	(4.7)	(2.7)	(0.6)
每股指标增速					
基本EPS增速	58.1%	63.4%	(45.3%)	(79.2%)	(46.2%)
摊薄EPS增速	58.1%	63.4%	(45.3%)	(79.2%)	(46.2%)
调整后EPS增速	404.7%	(311.7%)	100.6%	(42.6%)	(76.0%)
估值 (倍)					
调整后目标P/E			(17.9)	(31.2)	(129.6)
目标P/S			4.2	3.2	2.4
目标P/B			8.5	14.0	20.9

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 快手财务预测对比

人民币百万	FY2021E			FY2022E		
	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异
收入	81,865	85,560	-4.3%	107,467	118,413	-9.2%
毛利润	36,648	38,502	-4.8%	51,584	59,207	-12.9%
经营利润	(27,612)	(4,278)	NM	(16,120)	4,737	NM
净利润	(77,499)	(24,322)	NM	(16,127)	(15,325)	NM
调整后净利润	(19,375)	(2,699)	NM	(11,127)	6,922	NM

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 快手估值-分部加总法

业务 (人民币百万)	2022E 收入	P/S	估值
直播	27,724	1	27,724
线上营销服务	64,730	4	258,919
其他服务	15,013	4	60,054
市值 (人民币 百万)			346,696
港元/人民币			0.84
市值 (港元 百万)			412,733
股数 (百万)			4,123
目标价 (港元)			100

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 快手



资料来源: Bloomberg、浦银国际

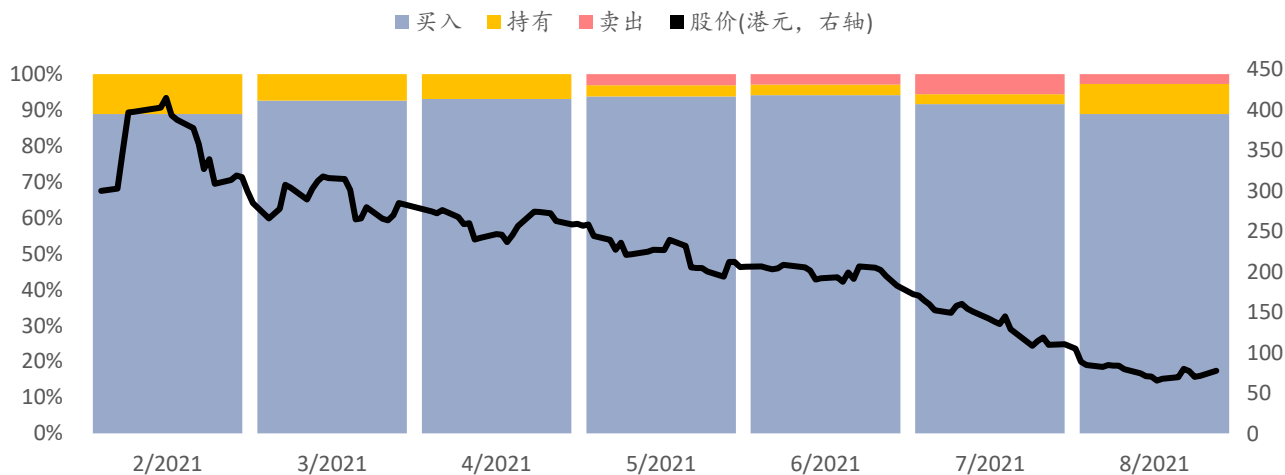
图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
700 HK Equity	腾讯	465.80	买入	650.00	19/8/2021	游戏
9988 HK Equity	阿里巴巴	158.20	买入	245.00	4/8/2021	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	162.29	买入	251.00	4/8/2021	电商
3690 HK Equity	美团	228.40	持有	326.00	29/3/2021	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	77.80	买入	100.00	31/8/2021	短视频
780 HK Equity	同程艺龙	17.40	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	有赞	0.82	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	10.90	买入	16.00	17/8/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	28.40	买入	40.00	27/8/2021	SaaS
600588 CH Equity	用友	34.68	买入	45.00	24/8/2021	SaaS
268 HK Equity	金蝶	27.50	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	25.60	买入	58.00	21/12/2020	SaaS

注: 股价截至 8 月 30 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 快手市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 快手 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司盈利水平好于预期
(概率: 20%)

目标价: 147 港元

- 若公司商业变现进展顺利, 2022 年广告收入增速在 60% 以上。

悲观情景: 公司盈利水平不及预期
(概率: 20%)

目标价: 55 港元

- 若市场竞争激烈, 导致用户增长不及预期或出现下滑, 2022 年广告收入增速低于 30%。

资料来源: 浦银国际预测

图表 8: 损益表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
损益表					
直播	31,442	33,209	27,449	27,724	28,278
线上营销服务	7,419	21,855	45,584	64,730	90,621
其他服务	260	3,712	8,831	15,013	25,523
收入合计	39,120	58,776	81,865	107,467	144,422
成本	(25,017)	(34,961)	(45,217)	(55,883)	(72,211)
毛利润	14,104	23,815	36,648	51,584	72,211
销售费用	(9,865)	(26,615)	(47,358)	(53,733)	(64,990)
管理费用	(865)	(1,677)	(3,638)	(3,224)	(4,333)
研发费用	(2,944)	(6,548)	(15,003)	(10,747)	(11,554)
其他营业费用	260	704	1,739	-	-
营业利润	689	(10,320)	(27,612)	(16,120)	(8,665)
财务成本净额	(11)	(35)	(5)	(7)	(9)
优先股公允价值变动	(19,943)	(106,846)	(51,301)	-	-
除税前盈利	(19,265)	(117,201)	(78,918)	(16,127)	(8,675)
所得税开支	(386)	566	1,419	-	-
年度盈利	(19,652)	(116,635)	(77,499)	(16,127)	(8,675)
非通用会计准则					
年度盈利	(19,652)	(116,635)	(77,499)	(16,127)	(8,675)
股份酬金	742	1,841	6,823	5,000	6,000
优先股公允价值变动	19,943	106,846	51,301	-	-
调整后年度盈利	1,034	(7,949)	(19,375)	(11,127)	(2,675)

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 9: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
资产负债表					
物业及设备	6,232	7,206	11,875	16,811	23,024
使用权资产	4,353	5,200	4,606	4,448	4,403
无形资产	1,120	1,248	1,104	977	865
其他非流动资产	3,398	6,966	7,874	8,882	10,336
非流动资产合计	15,103	20,619	25,460	31,119	38,628
贸易应收账款	1,107	2,428	3,382	4,439	5,966
定期存款	1,271	2,729	3,801	4,990	6,706
现金及现金等价物	3,996	20,392	40,048	26,845	21,224
其他流动资产	10,936	5,980	5,980	5,980	5,980
流动资产合计	17,311	31,528	53,210	42,254	39,876
资产总额	32,414	52,147	78,670	73,373	78,504
股本	0	0	0	0	0
其他储备	(321)	12,012	12,012	12,012	12,012
累计亏损	(55,408)	(172,062)	(249,325)	(265,144)	(273,405)
权益总额	(55,729)	(160,050)	40,636	24,817	16,557
非流动负债合计	72,770	189,012	3,640	3,640	3,640
借款	-	-	1,000	3,000	5,000
应付账款	9,055	11,544	14,931	18,452	23,844
可转换可赎回优先股	-	-	-	-	-
其他流动负债	6,319	11,641	18,464	23,464	29,464
流动负债合计	15,374	23,185	34,394	44,916	58,308
负债总额	88,143	212,197	38,034	48,556	61,948
权益及负债总额	32,414	52,147	78,670	73,373	78,504
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	8,020	2,289	(12,412)	(2,206)	10,065
投资活动耗用现金流量净额	(10,149)	(4,867)	(10,208)	(12,997)	(17,685)
融资活动所得现金流量净额	698	19,290	42,276	2,000	2,000
现金及现金等价物增加净:	(1,430)	16,711	19,656	(13,203)	(5,621)
期初的现金及现金等价物	5,370	3,996	20,392	40,048	26,845
现金及现金等价物的汇兑收	56	(316)	-	-	-
期末的现金及现金等价物	3,996	20,392	40,048	26,845	21,224

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。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士。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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本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。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼