



# 快手科技 (1024.HK): 利润超预期, 电商 GMV 同比增长 30%

- 利润好于预期, 毛利率持续改善:** 3Q23 收入人民币 279 亿元, 同比增长 20.8%, 略高于市场预期 0.9%; 调整后净利润 31.7 亿元, 优于市场预期的 26.7 亿元; 调整后净利润率 11.4%, 去年同期为 -2.9%, 2Q23 为 9.7%。毛利率同比改善 5.4 个百分点至 51.7%, 自建 IDC 使得带宽成本不断优化; 销售费用同比减少 2%, 销售费率从去年同期的 39.5%, 下降至 32%, 环比略有提升。
- 用户数再创新高, 外循环广告持续修复:** 总流量保持高质量增长: 3Q23 DAU 3.87 亿, 同比增长 6.4%; MAU 6.85 亿, 同比增长 9.4%; 单用户时长 129.9 分钟, 用户总时长同比增长 6.9%。广告业务收入 147 亿元, 同比增长 27%, 符合市场预期: 受电商业务推动, 内循环广告增长强劲; 外循环效果广告持续修复, 同比增速较二季度进一步提升, 尤其在传媒资讯、教育培训和大健康行业, 因此, 我们预计四季度整体广告收入或同比增长 20%。此外, 本季度平均月度使用快手搜索用户超 4.7 亿, 搜索营销收入同比增长超 120%。直播收入 97 亿元, 同比增长 8.6%, 好于市场预期 2%, 本季度公会签约主播数量同比增长 40%。考虑到当期直播生态加强治理, 我们预计四季度直播收入或保持平稳。
- 电商 GMV 同比增长 30%, 强劲增长势头或将持续:** 3Q23 电商及其他收入 35 亿元, 同比增长 37%, 符合预期, 电商 GMV 2902 亿元, 同比增长 30%, 远超行业大盘。新入驻商家数保持高位, 月均动销商家同比增长 50%。直播带货生态更加均衡, 非头部达人 GMV 占比从 2021 年初的 20% 上升至 50%。泛货架整体 GMV 占比近 20%, 目前客单价略低于直播场景, 未来在标品方面有很大机会。电商业务仍是公司收入主要增长驱动, 我们预计四季度 GMV 有望维持 30% 同比增速。
- 维持“买入”评级及目标价 80 港元:** 考虑到电商 GMV 保持强劲增长, 我们将公司 2023E/2024E 收入略微上调 0.7%/1.3%。维持目标价 80 港元, 对应 37.5x/24.1x 的 2023E/2024E 市盈率。我们看好公司电商业务增长势头和盈利能力持续改善, 维持“买入”评级。
- 投资风险:** 用户增长和留存率不及预期; 政策监管风险; 竞争激烈。

图表 1: 盈利预测变动

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	81,082	94,183	113,421	130,814	145,122
经营利润	(27,701)	(12,558)	4,630	10,073	15,528
调整后净利润	(18,848)	(5,752)	8,703	13,574	18,618
调整后目标 PE(x)			37.5	24.1	17.5

E=浦银国际预测,

资料来源: 公司报告、浦银国际

赵丹

互联网分析师

dan\_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网助理分析师

charles\_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2023 年 11 月 22 日

## 评级

**买入**

目标价(港元)	80.0
潜在升幅/降幅	+37%
目前股价(港元)	58.5
52 周内股价区间(港元)	47.4-80.85
总市值(百万港元)	262,378
近 3 月日均成交额(百万港元)	1,133

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 11 月 21 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>收入</b>	<b>81,082</b>	<b>94,183</b>	<b>113,421</b>	<b>130,814</b>	<b>145,122</b>
收入成本	(47,052)	(52,051)	(56,806)	(62,791)	(68,933)
<b>毛利</b>	<b>34,030</b>	<b>42,131</b>	<b>56,615</b>	<b>68,023</b>	<b>76,189</b>
销售费用	(44,176)	(37,121)	(36,377)	(40,552)	(42,085)
管理费用	(3,400)	(3,921)	(3,802)	(4,317)	(4,789)
研发费用	(14,956)	(13,784)	(12,618)	(13,081)	(13,787)
其他营业费用	801	137	812	-	-
<b>经营盈利</b>	<b>(27,701)</b>	<b>(12,558)</b>	<b>4,630</b>	<b>10,073</b>	<b>15,528</b>
财务成本净额	(39)	166	524	603	693
其他盈利	(51,362)	(139)	(58)	-	-
<b>除税前盈利</b>	<b>(79,102)</b>	<b>(12,531)</b>	<b>5,096</b>	<b>10,675</b>	<b>16,221</b>
所得税开支	1,025	(1,158)	(465)	(1,601)	(2,433)
<b>年度盈利</b>	<b>(78,077)</b>	<b>(13,689)</b>	<b>4,631</b>	<b>9,074</b>	<b>13,788</b>
<b>非通用会计准则</b>					
年度盈利	(78,074)	(13,690)	4,631	9,074	13,788
股份酬金	7,830	6,249	3,867	4,500	4,830
优先股公允价值变动	51,276	-	-	-	-
<b>调整后年度盈利</b>	<b>(18,848)</b>	<b>(5,752)</b>	<b>8,703</b>	<b>13,574</b>	<b>18,618</b>

### 现金流量表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	(78,077)	(13,689)	4,631	9,074	13,788
折旧	6,721	6,434	4,673	4,569	5,007
摊销	164	140	134	118	104
营运资金变动	8,531	1,234	805	1,468	1,743
其他调整项	57,142	8,080	4,026	4,684	5,034
<b>经营现金流</b>	<b>(5,519)</b>	<b>2,198</b>	<b>14,268</b>	<b>19,913</b>	<b>25,676</b>
购买固定资产净额	(7,758)	(4,611)	(5,553)	(6,405)	(7,106)
其他投资现金流	(10,604)	(12,937)	(2,740)	(2,477)	(2,038)
<b>投资现金流</b>	<b>(18,361)</b>	<b>(17,548)</b>	<b>(8,293)</b>	<b>(8,882)</b>	<b>(9,143)</b>
借款净额	-	-	-	-	-
其他融资现金流	36,500	(4,482)	-	-	-
<b>融资现金流</b>	<b>36,500</b>	<b>(4,482)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>12,620</b>	<b>(19,832)</b>	<b>5,975</b>	<b>11,031</b>	<b>16,532</b>
汇率变动影响	(399)	494	-	-	-
年初现金及现金等价物	20,392	32,612	13,274	19,249	30,280
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>32,612</b>	<b>13,274</b>	<b>19,249</b>	<b>30,280</b>	<b>46,812</b>

### 资产负债表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
物业及设备	11,051	13,215	14,927	16,993	19,159
使用权资产	12,562	10,806	9,974	9,744	9,677
无形资产	1,172	1,123	989	871	767
金融资产	3,301	3,626	3,626	3,626	3,626
定期存款	5,405	5,095	6,136	7,077	7,851
其他非流动资产	6,015	9,584	9,584	9,584	9,584
<b>非流动资产合计</b>	<b>39,505</b>	<b>43,449</b>	<b>45,236</b>	<b>47,895</b>	<b>50,664</b>
贸易应收账款	4,450	6,288	7,572	8,733	9,689
金融资产	8,842	13,087	13,087	13,087	13,087
定期存款	3,825	8,318	10,017	11,553	12,817
受限制现金	2	59	59	59	59
现金及现金等价物	-	-	-	-	-
其他流动资产	3,278	4,832	4,832	4,832	4,832
<b>流动资产合计</b>	<b>53,011</b>	<b>45,859</b>	<b>54,817</b>	<b>68,545</b>	<b>87,296</b>
<b>资产总额</b>	<b>92,515</b>	<b>89,307</b>	<b>100,053</b>	<b>116,440</b>	<b>137,961</b>
股本及股本溢价	-	-	-	-	-
其他储备	20,854	29,239	29,239	29,239	29,239
累计亏损	(250,172)	(263,883)	(259,093)	(249,835)	(235,843)
少数股东权益	7	8	8	8	8
<b>权益总额</b>	<b>45,096</b>	<b>39,838</b>	<b>44,628</b>	<b>53,886</b>	<b>67,877</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>10,164</b>	<b>8,760</b>	<b>8,760</b>	<b>8,760</b>	<b>8,760</b>
应付账款	20,021	22,868	24,957	27,587	30,285
其他应付账款及应计费用	17,234	17,841	21,708	26,208	31,038
流动负债合计	37,256	40,710	46,666	53,795	61,323
<b>负债总额</b>	<b>47,419</b>	<b>49,470</b>	<b>55,425</b>	<b>62,555</b>	<b>70,083</b>
<b>权益及负债总额</b>	<b>92,515</b>	<b>89,307</b>	<b>100,053</b>	<b>116,440</b>	<b>137,961</b>

### 主要财务比率

	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	37.9%	16.2%	20.4%	15.3%	10.9%
毛利增速	42.9%	23.8%	34.4%	20.2%	12.0%
经营利润增速	NM	NM	NM	117.6%	54.2%
净利润增速	NM	NM	NM	96.0%	51.9%
调整后净利润增速	NM	NM	NM	56.0%	37.2%
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	42.0%	44.7%	49.9%	52.0%	52.5%
经营利润率	(34.2%)	(13.3%)	4.1%	7.7%	10.7%
净利率	(96.3%)	(14.5%)	4.1%	6.9%	9.5%
调整后净利率	(23.2%)	(6.1%)	7.7%	10.4%	12.8%
<b>每股指标 (元)</b>					
基本EPS	(20.4)	(3.2)	1.1	2.0	3.1
摊薄EPS	(20.4)	(3.2)	1.0	2.0	3.1
调整后EPS	(4.9)	(1.4)	2.0	3.1	4.2
<b>估值 (倍)</b>					
调整后目标P/E			37.5	24.1	17.5
目标P/S			2.8	2.5	2.3
目标P/B			36.3	37.3	37.3

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 快手



注: 截至 11 月 21 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 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/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	76.00	买入	97.00	17/11/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	78.94	买入	100.00	17/11/2023	电商
9618 HK Equity	京东	110.80	买入	162.00	16/11/2023	电商
JD US Equity	京东	28.08	买入	42.00	16/11/2023	电商
PDD US Equity	拼多多	117.34	买入	115.00	30/8/2023	电商
VIPS US Equity	唯品会	15.75	持有	16.00	15/11/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	28.85	买入	37.00	30/8/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	8.16	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	3.26	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	324.80	买入	424.00	16/11/2023	游戏、社交
NTES US Equity	网易	116.48	买入	133.00	17/11/2023	游戏
9999 HK Equity	网易	179.60	买入	207.00	17/11/2023	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	112.70	买入	146.00	18/8/2023	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	14.16	买入	19.00	18/8/2023	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	14.32	买入	20.00	11/9/2023	游戏
2400 HK Equity	心动	13.68	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	3.35	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.66	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.90	持有	2.60	11/9/2023	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	0.91	持有	1.00	11/9/2023	游戏直播
3690 HK Equity	美团	110.50	买入	180.00	25/8/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	58.50	买入	80.00	22/11/2023	短视频
780 HK Equity	同程旅行	15.14	买入	20.00	22/11/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.12	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	3.66	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	30.50	买入	36.00	25/5/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	17.77	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	12.02	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	3.28	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	38.26	持有	41.00	15/11/2023	电商、游戏

注：股价截至 11 月 21 日收盘

资料来源：Bloomberg、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人士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人士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。

### 浦银国际证券财富管理团队

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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

