

快手-W

社区为基石，信任为风帆

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖快手-W (01024) 给予跑赢行业评级，目标价 353.90 港元，对应 2022E 10.7x P/S。理由如下：

- ▶ **受益视频化大趋势，社区属性网络效应显著。**我们认为视频将逐步成为用户娱乐消费、信息获取、社交表达的主要媒介形式，驱动短视频平台应用场景不断丰富化，从而持续开拓新的市场空间。基于麦克卢汉冷热媒介理论，东方文化属于冷文化，有深厚的部落社区的基因，快手的社区定位恰好满足了这部分需求，我们认为社区背后的网络效应将成为快手的核心竞争壁垒，亦有望基于社区内用户不同需求，不断孵化新的变现模式。
- ▶ **快手不断提升生态核心竞争力，用户规模仍有增长空间。**2019 年以来，快手持续通过产品形态（丰富上下滑形态）、内容生态、电商服务等多角度提升生态竞争力。展望未来，我们认为通过差异化内容或服务实现用户拉新，基于丰富且有深度的社区生态实现用户留存将成为快手追求用户增长的核心路径。我们预测 2021-2023 年快手 App 端平均 DAU 规模分别达到 3.18 亿、3.66 亿、4.02 亿人，同比增长 20%、15% 和 10%。
- ▶ **信任经济孕育直播电商未来海量空间及独特发展道路。**从商业化角度来看，我们认为广告将是短期增长的核心看点。但中长期核心看点在电商：短期来看，内容电商流量红利驱动 GMV 高速增长；中长期看，我们认为视频媒介叠加社区温度孕育的特色的信任关系将有望孕育特色快手电商生态——重点开拓非标品品类（珠宝玉石是典型品类），进一步加速线下商业线上化，从而打开充足发展空间。我们预计 2021-2023 年平台直播电商 GMV 分别为 6,551 亿元，9,442 亿元，12,658 亿元，分别同比增长 71.9%，44.1% 和 34.1%。

我们与市场的最大不同？我们认为快手有独特的社区产品理念，这些理念长期的贯彻和执行将使得快手在产品、商业化、产业化等角度逐步和竞争对手产生差异化特色。而其背后的网络效应价值将逐步在电商等商业化方向被验证。

潜在催化剂：生态进化超预期；创业业务增长超预期。

盈利预测与估值

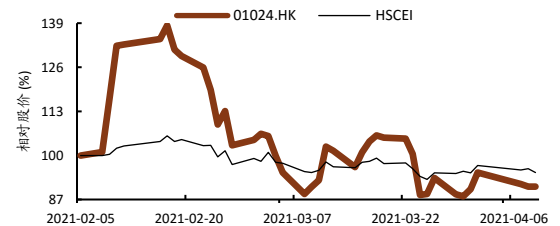
我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 832.4 亿元，1,178.9 亿元和 1,539.8 亿元，CAGR 为 36.0%。我们首次覆盖快手科技(1024.HK)给予跑赢行业评级，给予分部加总估值的目标价为 353.9 港元（参考可比公司估值，广告和直播业务给予 2022 年 7.5 倍 P/S，电商业务给予 2022 年 0.5 倍 P/GMV），对应 2022 年 P/S 为 10.7X，较现价有 28.0% 上行空间。

风险

竞争格局恶化、商业化营收不及预期及内容监管风险。

首次覆盖跑赢行业

股票代码	01024.HK
评级	* 跑赢行业
最新收盘价	港币 276.40
目标价	港币 353.90
52 周最高价/最低价	港币 417.80~248.20
总市值(亿)	港币 11,495
30 日日均成交额(百万)	港币 1,982.74
发行股数(百万)	4,159
其中：自由流通股(%)	82
30 日日均成交量(百万股)	6.86
主营行业	科技



(人民币 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E
净收入	39,120	58,776	83,235	117,894
增速	92.7%	50.2%	41.6%	41.6%
净利润	-19,652	-116,635	-4,635	6,692
增速	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
非通用准则净利润	1,034	-7,949	-2,804	9,286
增速	404.7%	-868.8%	N.M.	N.M.
每股净利润	-21.04	-125.25	-1.11	1.61
非通用准则每股净利润	1.11	-8.54	-0.67	2.23
每股净资产	-59.66	-171.87	22.96	25.19
每股销售额	41.88	63.12	20.01	28.35
每股经营现金流	8.59	2.46	2.18	5.60
市盈率	N.M.	N.M.	N.M.	147.5
非通用准则市盈率	224.1	N.M.	N.M.	106.3
市净率	N.M.	N.M.	10.3	9.4
市销率	5.9	3.7	11.9	8.4
平均总资产收益率	4.2%	-18.8%	-3.1%	6.7%
平均净资产收益率	-2.3%	7.4%	8.7%	9.3%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

肖伊衍

分析师

yanan.xiao@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080521010001

SFC CE Ref: BIL686

白洋

分析师

yang3.bai@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080520110002

SFC CE Ref: BGN055

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E
利润表					成长能力				
营业收入	39,120	58,776	83,235	117,894	营业收入	92.7%	50.2%	41.6%	41.6%
营业成本	-25,017	-34,961	-43,597	-53,682	营业利润	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
销售管理费用	-10,730	-28,291	-35,617	-44,800	EBITDA	164.0%	-200.7%	N.M.	367.2%
研发费用	-2,944	-6,548	-9,943	-14,147	净利润	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
其他	0	0	0	0	Non-GAAP 净利润	404.7%	-868.8%	N.M.	N.M.
营业利润	689	-10,320	-4,735	6,728	盈利能力				
财务费用	0	0	0	0	毛利率	36.1%	40.5%	47.6%	54.5%
其他利润	0	0	0	0	营业利润率	1.8%	-17.6%	-5.7%	5.7%
利润总额	-19,265	-117,201	-4,635	7,648	EBITDA 利润率	9.2%	-6.2%	4.9%	16.2%
所得税	-386	566	0	-956	净利率	-50.2%	-198.4%	-5.6%	5.7%
净利润	-19,652	-116,635	-4,635	6,692	Non-GAAP 净利率	2.6%	-13.5%	-3.4%	7.9%
少数股东损益	0	0	0	0	偿债能力				
非通用准则净利润	1,034	-7,949	-2,804	9,286	流动比率	1.13	1.36	3.64	3.16
EBITDA	3,591	-3,616	4,100	19,156	速动比率	1.13	1.36	3.64	3.16
资产负债表					现金比率	0.26	0.88	3.22	2.77
货币资金	3,996	20,392	94,065	105,036	资产负债率	271.9%	406.9%	26.8%	29.2%
应收账款及票据	3,140	4,713	5,158	7,225	净债务资本比率	7.2%	12.7%	净现金	净现金
存货	0	0	0	0	回报率分析				
其他流动资产	10,175	6,423	6,943	7,463	总资产收益率	4.2%	-18.8%	-3.1%	6.7%
流动资产合计	17,311	31,528	106,167	119,724	净资产收益率	-2.3%	7.4%	8.7%	9.3%
固定资产及在建工程	10,585	12,406	15,412	18,613	每股指标				
无形资产及其他长期资产	1,120	1,248	1,184	1,081	每股净利润 (元)	-21.04	-125.25	-1.11	1.61
非流动资产合计	15,103	20,619	24,249	28,346	非通用准则每股净利润 (元)	1.11	-8.54	-0.67	2.23
资产合计	32,414	52,147	130,416	148,070	每股净资产 (元)	-59.66	-171.87	22.96	25.19
短期借款	0	0	0	0	每股销售额 (元)	41.88	63.12	20.01	28.35
应付账款	9,055	11,544	14,396	17,726	每股经营现金流 (元)	8.59	2.46	2.18	5.60
其他流动负债	6,319	11,641	14,809	20,147	估值分析				
流动负债合计	15,374	23,185	29,204	37,873	市盈率	N.M.	N.M.	N.M.	147.5
长期借款	0	0	0	0	非通用准则市盈率	224.1	N.M.	N.M.	106.3
非流动负债合计	72,770	189,012	5,718	5,418	市净率	N.M.	N.M.	10.3	9.4
负债合计	88,143	212,197	34,922	43,291	EV/EBITDA	63.4	N.M.	217.9	46.1
少数股东权益	0	0	0	0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益合计	-55,729	-160,050	95,494	104,779					
负债及股东权益合计	32,414	52,147	130,416	148,070					
现金流量表									
税前利润	-19,265	-117,201	-4,635	7,648					
折旧和摊销	2,160	4,863	7,004	9,834					
营运资本变动	5,168	5,478	6,174	6,603					
其他	19,957	109,149	524	-802					
经营活动现金流	8,020	2,289	9,067	23,282					
资本开支	-2,548	-5,900	-9,950	-12,935					
其他	-7,600	1,033	403	1,203					
投资活动现金流	-10,149	-4,867	-9,547	-11,732					
股权融资	1,273	21,000	74,753	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	-575	-1,710	-600	-580					
筹资活动现金流	698	19,290	74,153	-580					
汇率变动对现金的影响	56	-316	0	0					
现金净增加额	-1,374	16,395	73,674	10,971					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

快手是中国领先的短视频平台。公司于 2011 年推出原创移动应用程序 GIF 快手，供用户制作并分享 GIF 动图，并于 2012 年开始进军短视频社区，帮助用户在移动设备上制作、上传及观看短视频。2016 年快手推出直播功能，2017 年以虚拟礼物收入计，快手主站成为全球最大单一直播平台；2018 年快手开始发展电商业务，2019 年以商品交易总额计，快手成为世界第二大直播电商平台。2020 年上半年，快手的中国应用程序及小程序的平均日活跃用户数突破 3 亿。目前快手主要收入来自直播、广告及电商业务，此外公司也在积极拓展游戏和海外等业务。

目录

问题 1: 快手的公司基因是什么?	6
发展历程: 快手平等普惠社区理念仍然根深蒂固	6
基于麦克卢汉冷热媒介理论, 社区核心竞争力是网络效应	7
问题 2: 快手的核心财务数据表现如何?	8
问题 3: 快手的公司核心战略是什么?	10
以社区生态为本, 不断夯实内容生态; 以商业化为粘合剂, 持续孵化新业务	10
平衡, 或许是快手接下来面临的难题之一	10
问题 4: 如何看待快手未来用户增长前景?	11
主要路径: 迎着视频化大趋势, 从差异化角度追求用户增长, 利用生态留存用户	12
次要路径: 极速版继续渗透更下沉市场用户	12
我们预计快手 APP 端 DAU 在 2023 年达到 4 亿	13
问题 5: 如何看待快手直播业务前景?	14
快手直播的本质: 是部落社区的核心合作机制, 远不止头部	14
打赏收入增速放缓, 不断通过运营优化直播生态	15
直播生态根深蒂固, 但变现方式或更多元化, 预计打赏类收入未来保持稳定	16
问题 6: 如何看待快手广告发展前景?	17
四大利好驱动快手广告收入确定性增长	17
广告货币化率持续提升, 预计未来 2 年是收入最重要增速引擎	19
问题 7: 如何看待快手电商发展前景?	21
愿景: 视频有望开启线上信任时代, 成为快手电商长期发展的核心基石	21
当下核心在于建生态: 有趣地逛, 信任地选, 放心地买	22
算法推荐+信任关系, 造就快手电商中长期非标商品+服务海量市场空间	24
问题 8: 如何看待快手其他新业务发展?	27
游戏: 基于繁荣的游戏直播生态, 发力发行和研发	27
海外: 整装再出发	28
问题 9: 如何看待快手组织架构?	30
组织架构: “双核”模式, 新一届经营委员会成立	30
正式确立公司的愿景和使命	31
问题 10: 如何看待快手的目标估值区间?	32
核心盈利预测: 营收维持高增长, 预计 2022 年实现盈利	32
采用分部估值方法: 目标价 353.9 港元, 给予“跑赢行业”评级	32
风险因素	34

图表

图表 1: 2014-2020 年快手 DAU 增长曲线&发展核心事件	6
图表 2: 社交 VS 社区 VS 媒体	7
图表 3: 直接网络效应类型举例	7
图表 4: 2017-2020 年快手营业收入及增速	8
图表 5: 2017-2020 年快手收入结构变化	8
图表 6: 2017-2020 年快手毛利率走势	8
图表 7: 2017-2020 年快手费用率走势	8
图表 8: 2017-2020 年快手净利润及增速	9
图表 9: 2017-2020 年快手经调整净利润及增速	9
图表 10: 快手核心战略示意图	10
图表 11: 2017-2020 年快手 APP 端 DAU/MAU 规模	11
图表 12: 2017-2020 年快手 APP 端 DAU/MAU	11
图表 13: 2017-2020 年快手 APP 端日均使用时长情况	11
图表 14: 2020 年快手 APP 端+小程序 DAU 和 MAU 情况	11
图表 15: 抖音/快手都在内测中长视频专区，快手春节推出超级播活动	12
图表 16: 快手极速版/主站与微信和抖音的用户机型价格（元）分布对比	13
图表 17: 2018-2023E 快手 DAU\MAU\日均使用时长预测	13
图表 18: 快手直播付费率与 ARPU 与其他主流直播平台对比	14
图表 19: 2017-2020 年快手直播收入及增速	15
图表 20: 2017-2020 年快手直播月付费用户规模及 ARPPU	15
图表 21: 快手直播核心界面	15
图表 22: 快手直播近期重要事件及 2020 年年度盛典前三主播名单	16
图表 23: 2018-2023E 快手直播业务营收及核心驱动力拆解	16
图表 24: 2017-2020 年快手广告营收及增速	17
图表 25: 快手持续引入品牌类广告	18
图表 26: 快手广告主要产品类型示意	18
图表 27: 快手小店通 VS 传统商家营销路径	19
图表 28: 快手“磁力引擎”广告体系全貌图	19
图表 29: 2020-2023E 快手广告 ARPU 值核心拆解	20
图表 30: 2018-2023E 快手广告业务营收及核心驱动力拆解	20
图表 31: 快手电商业务发展主要事件	21
图表 32: 2018-2020 年快手直播电商 GMV（单位：十亿元）	22
图表 33: 2019-2020 年快手其他业务营收及变现率（单位：百万元/%）	22
图表 34: 快手电商 2020 年主要活动案例	22
图表 35: 2020 年 12 月全网 TOP50 带货主播	23
图表 36: 2020 年 12 月快手推出“好物种草”活动情况	23
图表 37: 快手电商供应链端的核心布局措施整理	23
图表 38: 快手电商核心规则一览	24
图表 39: 2020 年 1-9 月快手直播带货来源分布	24
图表 40: 2020 年 1-9 月快手活跃主播销售额分类	24
图表 41: 2020 年 1-8 月快手直播带货品类分布	25
图表 42: 快手电商尚未开放的类目	25
图表 43: 快手 2020 年 1-9 月美食销量 TOP10 品牌	25
图表 44: 抖音 2020 年 1-9 月美食销量 TOP10 品牌	25
图表 45: 2020 年直播电商渗透率测算	25
图表 46: 当下直播电商主要品类社零规模（亿元）	25
图表 47: 2021E-2023E 年网络直播、网络购物、直播电商用户规模及渗透率	26
图表 48: 2018-2023E 快手直播电商业务营收及核心驱动力拆解	26
图表 49: 快手游戏直播业务发展历程	27

图表 50: 快手自研（左）、独家代理（中）和联运（右）的游戏示例.....	28
图表 51: 快手自研及发行的重点游戏.....	28
图表 52: 快手海外业务及主要应用 Kwai 发展历程.....	29
图表 53: 快手 IPO 后股权结构图	30
图表 54: 快手组织架构图	31
图表 55: 2018-2023E 快手营业收入（单位：十亿元）及拆分	32
图表 56: 2018-2023E 快手核心费用率假设.....	32
图表 57: 2018-2023E 快手运营利润及调整净利润预测（单位：百万元）	32
图表 58: 社区、媒体公司 P/S 和单 DAU 价值情况测算.....	33
图表 59: 电商可比公司 PS 和单 DAU 价值情况测算	33
图表 60: 快手 SOTP 估值.....	33
图表 61: 快手利润表预测	34
图表 62: 快手资产负债表预测	34
图表 63: 快手现金流量表预测	35
图表 64: 可比公司估值表	36
图表 65: 历史 P/B	36

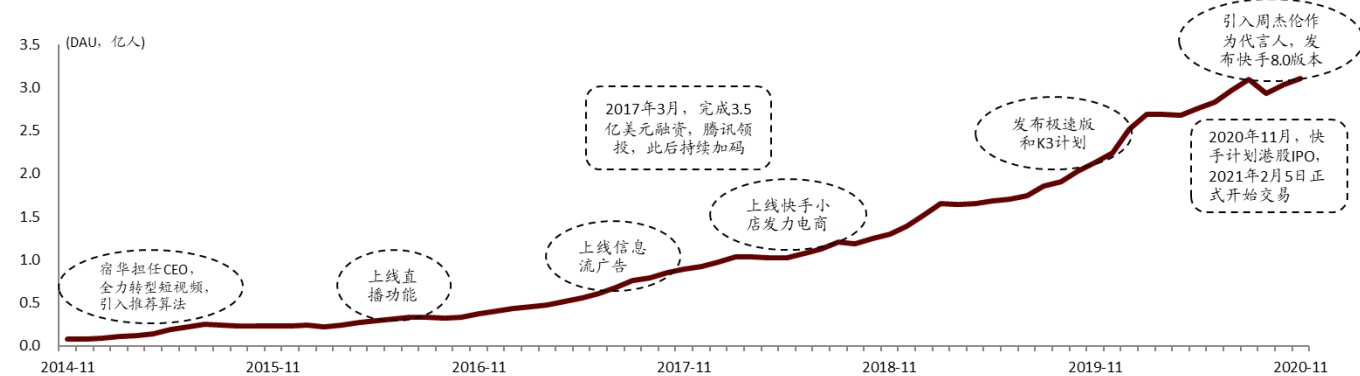
问题 1：快手的公司基因是什么？

结论：我们认为快手底层仍坚持社区发展理念，普惠、鼓励普通人表达仍然是快手区别于其他公司的核心价值观。基于麦克卢汉的冷热文化与媒介理论，东方文化属于典型冷文化，具有明显的部落社区情结。快手的同城分发、直播等一系列产品功能恰巧匹配了部落用户社交需求。展望未来，我们认为部落社区网络效应将是快手核心竞争力之一，社区内“居民”的各种需求有望持续孵化出新业务。

发展历程：快手平等普惠社区理念仍然根深蒂固

快手成立于 2011 年，由联合创始人程一笑创立，从 gif 工具起家并逐步转型为短视频社区（2012 年开始）。2014 年，宿华加入快手并担任 CEO，正式将推荐算法融入到内容分发环节中。快手以普惠为核心理念，以“拥抱每一种生活”为口号。2020Q4，快手日均 DAU 达到 2.71 亿人，用户规模仅次于抖音，日均使用时长达到 89.9 分钟，是中国短视频赛道核心玩家之一。

图表 1：2014-2020 年快手 DAU 增长曲线&发展核心事件



注：快手 DAU 规模=极速版+主站（未去重） 资料来源：Questmobile，中金公司研究部

快手发展核心历程：工具阶段，社区无为而治阶段，追求破圈阶段。

- **工具阶段（2011-2013）：**从 gif 工具起家，在微博等社交媒体完成原始用户积累，但发展很快进入瓶颈。这个阶段由联合创始人程一笑主导。
- **社区“无为而治”阶段（2014-2018）：**2014 年 CEO 宿华加入，公司全面转型短视频社区，内容分发侧引入推荐算法，深度执行普惠理念，强调不折腾，让用户定义产品，逐步把快手打造成了展示普通大众生活的分享平台。
- **强调运营，提升效率，追求破圈（2019-）：**2018 年快手遭遇监管压力被暂停下线，之后用户规模被抖音超越。快手于 2019 年开始宣布摆脱佛系，拥抱狼性——设立运营部，扶持 MCN，优化内容生态；加强品牌宣传，加强明星引入；推出上下滑形态，提示分发效率；发布 K3 计划，并于 2020 年初宣布超过 3 亿 DAU。

我们认为快手坚持普惠，鼓励普通人表达的社区理念未曾改变：回顾过往发展历程，快手的口号从“记录世界记录你”到“看见每一种生活”到“拥抱每一种生活”，不变的是对普通大众生活的普惠理念（社区的“温度”）和以用户为核心的产品理念，变化的是对体系效率更高的追求（从无为到有为），最终目标是兼顾**温度**和**效率**。从“道法术”层面来看，普惠的社区理念一直是快手核心的“**道**”，而追求效率，从有为到无为则是快手突破自身的“**法 or 术**”，两者并不在一个层面。实际上，在快手 IPO 发言稿中，快手 CEO 宿华和首席产品官程一笑同时使用社区来定义快手平台，也在一定程度印证了这个判断。

基于麦克卢汉冷热媒介理论，社区核心竞争力是网络效应

东方文化是典型的冷文化，拥有深厚的部落社区基因。麦克卢汉在《理解媒介》中提出，人类的起源是部落，人类通过协同合作实现生存繁殖和部落发展。文字的发明带来了人类第一次社会巨大的变革——第一次让人类脱离纯口语化的环境，使得视觉相比于听觉等其他感官有了独特的定义，人类第一次可以只接受信息而不反馈（相比于前期口语化环境）。麦克卢汉说，拼音文字（如英语）的发明更进一步区别了冷热两种文化，主要原因是拼音文字完全将视觉和其他感官分离开来，拼音文字的含义与其形状、发音等形式完全没有关系，彻底将人从部落文化中分离出来，使人变成彻底的视觉动物，而西方正是基于拼音文字孕育了热文化的基础（视觉文化）。

相比较而言，会意文字和象形文字（例如汉字）却能够将意义和知觉固定下来，视觉很难从其他感官中脱颖而出。由此，汉字普及几千年也没有威胁中国的部落文化和家族文化。对于非洲部落，只要普及一代人拼音文字，就足以将个人从部落网络中分离出来。由此，区别于西方文化，使用会意和象形的汉字的中华文化是冷文化的代表，其背后是深厚的部落文化情结。

快手部落社区特征显著，网络效应潜力仍待挖掘。从社交-社区-媒体属性划分来看，快手主要对应人类社会的部落社区结构。如上文所说，东方文化至今仍然保留了深厚的部落文化，这与西方文化拼音文字完全脱离部落文化形成鲜明对照。快手的同城分发逻辑正是符合部落社区属性，利用部落用户对本地信息更高的关注度，在线上组成了一个“部落”。从nfx基金网络效应理论来看，相比抖音更偏媒体属性的双边网络效应，快手社区属性归属于个人社交网络效应，与微信朋友圈、Facebook等偏公域的社交表达平台更加类似。展望未来，我们认为快手的社区网络效应潜力仍有较大发展潜力，社区内部“居民”各种新需求，将有望持续孵化出新业务。

图表 2：社交 VS 社区 VS 媒体

	社交	社区	媒体
传播范围	一对一	一对多 or 多对多	一对所有人
对应人类社会	人对人交流	部落社会	城市
单位群体规模	小	中	大
用户连接	强	中等	弱
内容特征	口语化，清晰度低	口语化	清晰度高
内容精良程度	低	中	高
互动形式	参与+及时反馈	参与+反馈	旁观
网络效益类型	个人效应	个人网络	双边网络

资料来源：《探索第一性》，Alphabet，知乎，中金公司研究部

图表 3：直接网络效应类型举例

PERSONAL	直接网络效应	性质	案例
	物理网络效应	- 节点和连接是物理存在的 - 高防御性，强大网络效应 - 有规模效应和嵌入效应 - 倾向于赢家通吃 - 通常是国有化的	- 电信行业：电话、电缆、宽带、卫星 - 交通行业：公路、铁路、地铁 - 基础设施：供水、天然气、电力
	个人效用网络效应	- 建立在真实用户信息基础上 - 用于个人生活重要功能（离不开）	即时通信：WhatsApp、微信、Skype等
	个人网络效应	- 关系着用户个人身份和声望 - 可以看做真实社交关系延伸 - 可以让你创造和维持公众形象	- 社交网络：Facebook、朋友圈、快手等 - 职场：LinkedIn等

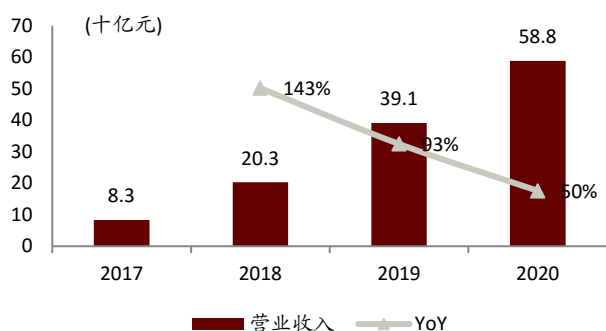
资料来源：nfx基金官网，中金公司研究部

问题 2：快手的核心财务数据表现如何？

结论：快手的营收保持高速增长，广告正在成为收入增长最重要引擎。从成本与费用来看，过去 3 年毛利率基本维持稳定，核心成本包括直播主播分成、带宽成本等。费用端来看，销售费用率 2020 年有显著提升，主要驱动原因是快手极速版拉新与留存成本；从利润端来看，2020 年回到亏损状态，主要由于销售费用急剧上升。

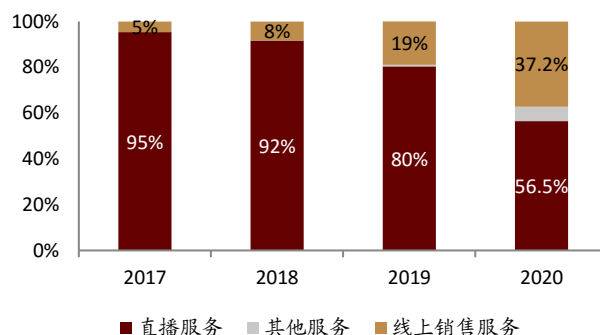
营收保持高速增长，直播仍为重要来源，广告增速显著。2017-2020 年，快手总营收分别为 83.4 亿、203.0 亿、391.2 亿、587.8 亿元人民币，复合增长率达 91.7%。公司营业收入主要来自直播、线上销售服务以及其他业务，随着近年来收入结构渐趋多元化，直播业务的收入贡献从 2017 年的 95.3% 下降到 2020 年的 56.5%。线上销售服务也即广告业务正在成为快手收入的重要引擎，2020 年占比升至 37.2%；2020Q4 占比首度超过直播业务，达到 47.0%。其他服务包括电商服务、网络游戏以及其他增值服务，2020 年占比为 6.3%，主要源于电商业务的增长。

图表 4：2017-2020 年快手营业收入及增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

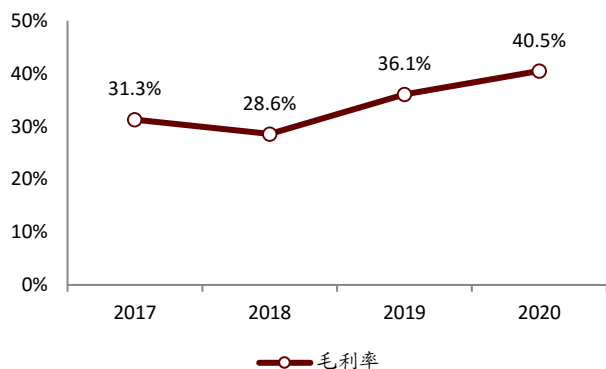
图表 5：2017-2020 年快手收入结构变化



资料来源：公司公告，中金公司研究部

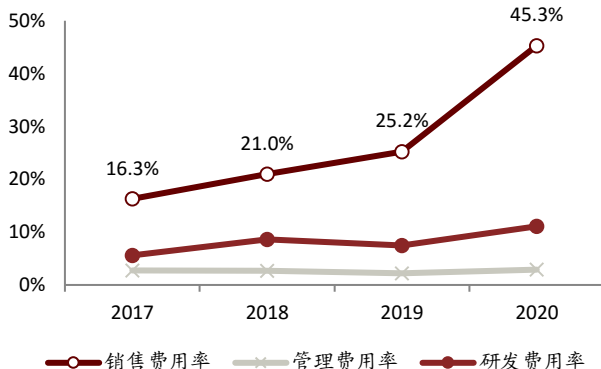
毛利率保持稳中有升，销售费用率提升显著。2017-2019 年快手毛利率基本维持稳定，分别为 31.3%、28.6% 和 36.1%，2020 年毛利率提升至 40.5%。毛利率提升源于广告业务对收入贡献增加。目前快手的核心成本包括直播主播分成、带宽服务器成本等，我们预计未来都将随营收结构变化而下降，毛利率有望维持稳中有升态势。2017-2020 年快手销售及营销开支分别为 13.6 亿、42.6 亿、98.7 亿和 266.1 亿元人民币，销售费用率呈现逐年上升趋势，2020 年出现显著提升，主要驱动因素是快手极速版的推广营销活动。研发费用包括研发人员福利及折旧摊销成本，为夯实技术基础、促进产品创新，快手研发费用率除 2019 年微降外，呈现逐年上升趋势。

图表 6：2017-2020 年快手毛利率走势



资料来源：公司公告，中金公司研究部

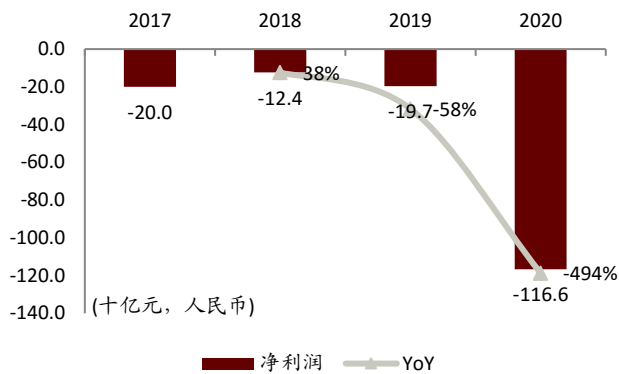
图表 7：2017-2020 年快手费用率走势



资料来源：公司公告，中金公司研究部

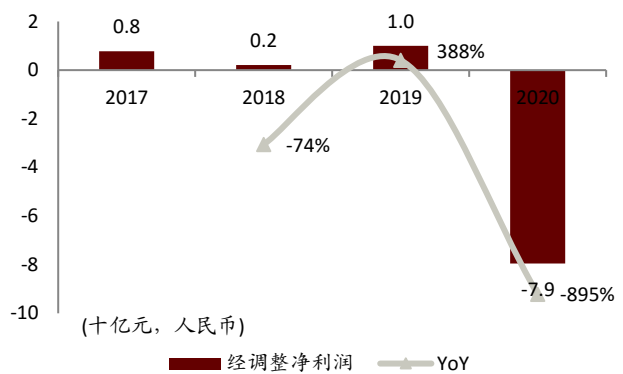
利润端：加强营销致使利润承压，目前仍处于亏损状态。快手 2017-2020 年净利润分别为-200 亿、-124 亿、-197 亿和-1166 亿元人民币，主要原因是可转债公允价值变动。2017-2020 年经调整净利润分别为 7.7 亿、2.1 亿、10 亿和-79 亿元人民币。由于夯实内容生态，追求用户增长等方向需要投资，短期内销售费用大幅增长，2020 年快手经调整净利润近三年来首次转亏。

图表 8：2017-2020 年快手净利润及增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 9：2017-2020 年快手经调整净利润及增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

问题 3：快手的公司核心战略是什么？

以社区生态为本，不断夯实内容生态；以商业化为粘合剂，持续孵化新业务

从自然生长的社区，到寻求媒体化破圈：快手的核心发展战略经历了强调“无为而治”的自然生长的社区时代（2014-2018年），及更加强调积极主动作为的“完善社区生态”时代（2019-今）。快手的底色是社区，社区的底色是用户通过内容实现**合作连接和反馈**。由此，保持好快手社区生态核心是维持好用户之间的合作连接和及时反馈。另一方面，快手通过丰富“上下滑”分发形式拓展社区中内容消费场景。

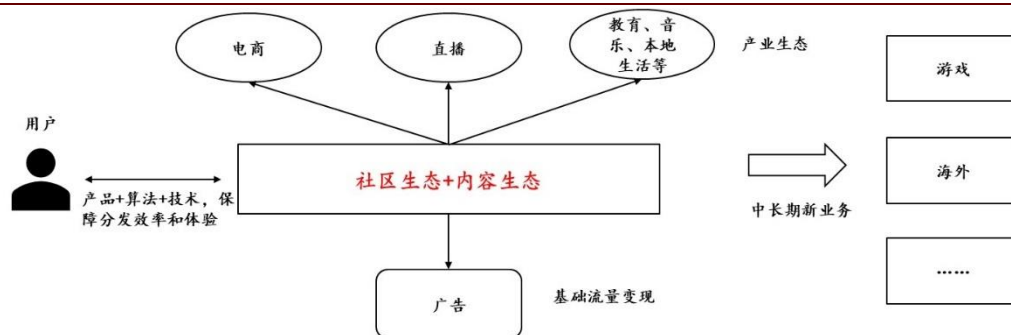
内容是用户社交和娱乐等行为的媒介，快手底层内容生态是核心，它决定了用户来不来、停留多久、是否持续停留等一系列行为，进一步决定平台的商业价值。由于前期快手更偏社区，社交属性内容是其优势，而消费属性的内容生态存在一定短板，要持续追求用户增长，**夯实内容生态成为2020年以来核心的战略之一**。

商业化源于用户需求，始于平台主动运营和发展。其中，广告是基于内容生态直接流量变现，是平台赖以生存核心变现模式，也是整个创作者生态核心的**粘合剂之一**。此外，基于内容生态孵化产业化发展方向也成为重点方向，也是快手未来商业化重要方向。其中，直播生态是快手特色，也是相对成熟变现模式之一；而电商生态则展现出欣欣向荣的态势，未来发展潜力较大。此外，教育、音乐、本地生活等新兴产业生态仍然在快手内容生态中持续孕育。

从消费分发侧来看，不断提升产品体验，算法分发效率，提升技术底层实力是生态持续破圈的必要条件。

最后，从中长期看，我们认为快手沉淀的内容生态、算法、技术、商业化能力都有望成为模块化中台能力，为孵化独立业务奠定基础，目前**游戏、海外业务**是快手中长期潜在重点发展方向。

图表 10：快手核心战略示意图



资料来源：公司公告，中金公司研究部

平衡，或许是快手接下来面临的难题之一

正如前文所说，当下快手已经形成了融合**社交、媒体、电商**等多种形态的复杂社区生态，且已经孵化了直播、广告、电商等一系列商业化形式。展望未来，快手一方面需要平衡好社区生态用户差异化需求（例如社交核心是用户参与度，用户合作连接、反馈等，而媒体生态则讲究内容生态本身丰富度，优质程度等）；另一方面，快手需要平衡好用户体验和多样化商业化方式发展关系，以电商为例，电商内容生态本身就需要与用户娱乐内容生态相平衡，我们认为将是快手的一个挑战。

问题 4：如何看待快手未来用户增长前景？

结论：我们仍然看好快手用户持续增长的前景：一方面，基于视频化大趋势，未来短视频在用户娱乐消费、信息获取、社交表达等使用场景中渗透率有望进一步提升。我们认为快手有望用差异化优质内容、服务吸引用户，用生态留住用户，从而实现用户持续增长；另一方面，我们预估主流短视频平台仍有 1-2 亿更下沉市场的用户未被渗透，快手极速版将持续渗透这部分市场。基于此，我们预测 2021-2023 年快手平均 DAU 规模分别达到 3.18 亿、3.66 亿、4.02 亿人，分别同比增长 20.1%、15.1%、10.0%。

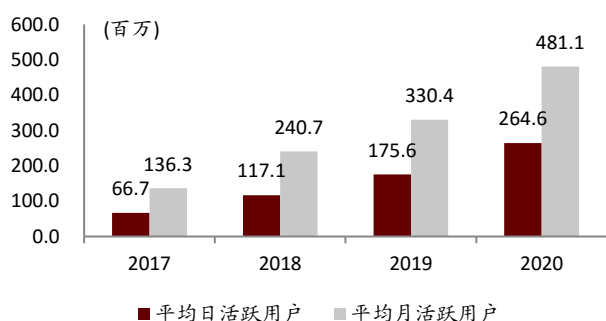
现状：2020 年用户增长有所放缓，日均使用时长增长健康

截至 2020 年 Q4，快手 App 端日活跃用户（DAU）规模为 2.71 亿人，同比增长 31.4%；App 端月活跃用户（MAU）达到 4.8 亿人，同比增长 23.0%。如果加上小程序端用户，则 2020 年快手平均 DAU 规模为 3.08 亿，MAU 规模为 7.77 亿人。

2020 年初 K3 战役结束后，公司宣布达到 3 亿 DAU。2020 年整体用户增长趋势放缓，另一方面，公司用户粘性和用户时长等指标显示出良性的态势，其中 DAU/MAU 指标稳中有升，从 2019 年的 53.1% 提升至 2020 年 Q4 的 57.0%。单用户日均使用时长从 2019 年的 74.6 分钟，提升至 2020 年 Q4 的 89.9 分钟。用户粘性提升和用户时长提升显示出 2020 年对整体生态夯实作用效果明显。

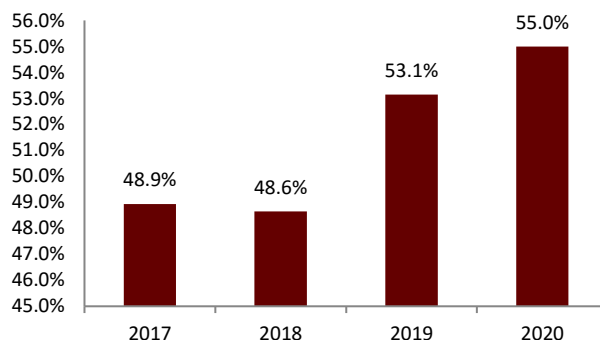
需要指出的是，快手用户数分为 APP 口径和全渠道口径（含小程序等），为了统一口径，我们在后续盈利预测中一律以 APP 端作为统计口径。

图表 11：2017-2020 年快手 APP 端 DAU/MAU 规模



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 12：2017-2020 年快手 APP 端 DAU/MAU



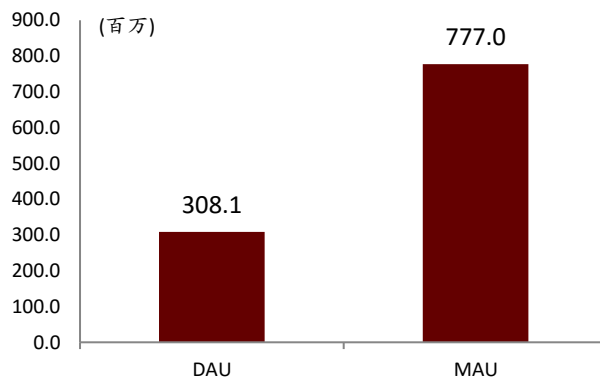
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 13：2017-2020 年快手 APP 端日均使用时长情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 14：2020 年快手 APP 端+小程序 DAU 和 MAU 情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

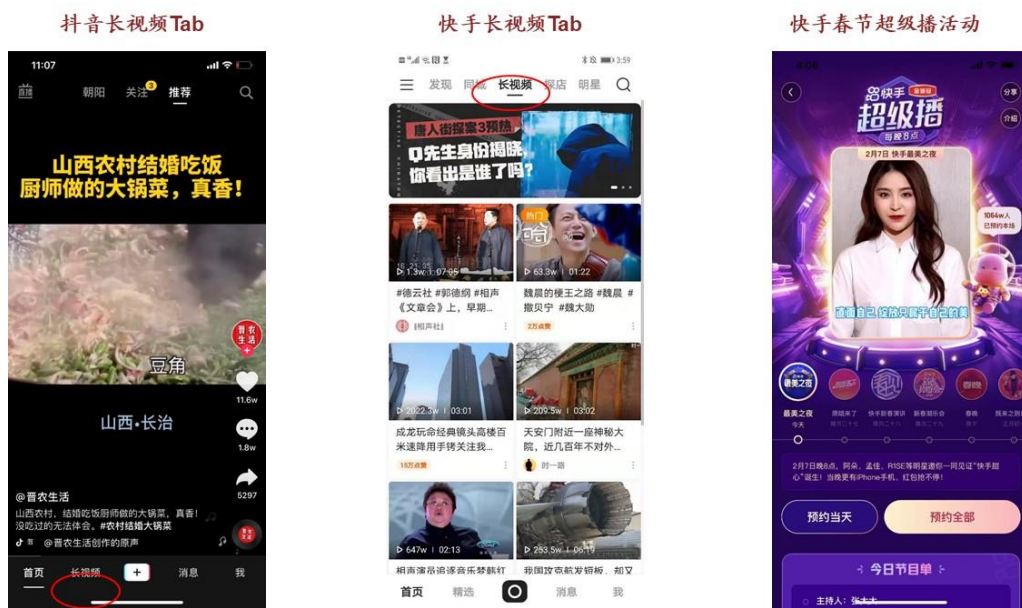
主要路径：迎着视频化大趋势，从差异化角度追求用户增长，利用生态留存用户

短视频平台内容生态正在持续丰富：从内容生产源头上，目前短视频平台已经汇集了UGC/PUGC/OGC（版权）内容；从视频体裁上，短视频平台汇聚了短视频（1分钟以内），中视频（1-10分钟），长视频（10分钟以上）等多种形式；此外，短视频平台直播生态已经从最初秀场直播延展到“万物皆可播”，甚至平台开始持续主动举办引人入胜的直播活动；从商业化角度，品牌生产内容，电商种草类内容开始迅速发展。实际上，我们认为对抖音/快手目前还被简单称为短视频平台已经“名不副实”。

究其原因，短视频平台内容生态升级底层驱动是用户需求升级，考虑到内容消费升级是长期大势，因此这一趋势可持续。内容产业本质是多样性和单一平台无法垄断性，基于短视频平台内容生态建设不断升级趋势，我们预判未来各家平台差异化内容也会逐步增加，平台运营的核心焦点将从“补充生态多样性”逐步转变化“打造特色、差异化内容和生态”。快手从2020年开始夯实内容生态，目前取得一定阶段性成果，未来，我们预计其仍将沿着主线，从内容角度打造更多差异化、破圈内容和服务，涵盖更多用户不同层次的需求，从而进一步驱动用户增长。

最后，快手从2020年以来夯实内容生态，补充上下滑分发形式，持续打造电商生态等一系列措施的核心目的是打造全方位竞争力的社区生态。丰富且有深度的生态也能够一方面匹配用户更多的需求，另一方面更好满足用户特定需求，从而提升单用户时长与新增用户留存。

图表 15：抖音/快手都在内测中长视频专区，快手春节推出超级播活动

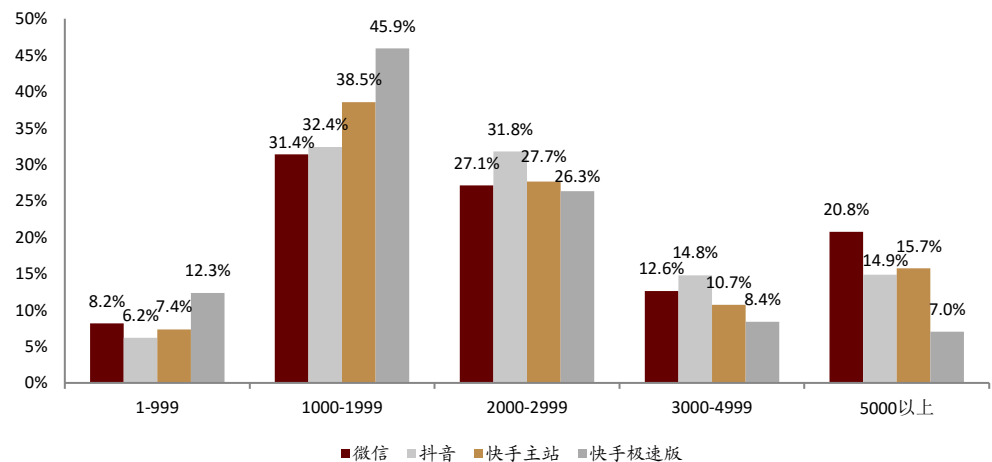


资料来源：抖音App，快手App，中金公司研究部

次要路径：极速版继续渗透更下沉市场用户

2019年8月快手极速版正式推出，以其更加轻量的APP大小，上下滑交互形式（推荐页），金币激励机制等，迅速切入相对更下沉市场用户。从Questmobile数据来看，快手极速版使用机型价格区间1-999元占比达到12.3%，高于可比App；价格区间处于1000-1999元的占比45.9%，同样高于其他可比App，显示了其针对更下沉市场的特性。2020年8月招股书披露，极速版DAU用时1年突破了1亿人，成长速度十分迅猛。Questmobile数据显示，当下短视频App整体在移动互联网中渗透率为75.2%（MAU口径），移动互联网整体用户量级约为10亿，按约50%活跃率换算成DAU口径对应未被渗透用户仍有1-2亿用户（以下沉市场为主的用户），我们预计快手仍将基于极速版继续渗透下沉市场用户。

图表 16：快手极速版/主站与微信和抖音的用户机型价格（元）分布对比



资料来源：Questmobile，中金公司研究部

我们预计快手 APP 端 DAU 在 2023 年达到 4 亿

基于视频化趋势，快手从生态差异化角度以及进一步下沉市场渗透寻找用户增长。2020 年快手全力完善内容生态、调整产品结构，加固商业化基础后，伴随上市的“东风”，我们预计用户规模有望持续增长。以 APP 口径作为基准，我们预测 2021-2023 年快手平均 DAU 规模分别达到 3.18 亿、3.66 亿、4.02 亿人，分别同比增长 20.1%、15.1%、10.0%。DAU/MAU 从 55%提升至 59.3%。日均时长层面，2020 年快手 App 的 DAU 单日时长为 87.3 分钟，我们预计 2021-2023 年 DAU 日均时长分别为 100.4 分钟、105.4 分钟、110.4 分钟。

图表 17：2018-2023E 快手 DAU\MAU\日均使用时长预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
DAU（百万人）	117.1	175.6	264.6	317.7	365.6	402.2
%		50.0%	50.7%	20.1%	15.1%	10.0%
MAU（百万人）	240.7	330.4	481.1	558.2	628.2	678.2
%		37.3%	45.6%	16.0%	12.5%	8.0%
DAU/MAU	48.65%	53.15%	55.00%	56.92%	58.20%	59.30%
单用户日均使用时长（分钟）	64.9	74.6	87.3	100.4	105.4	110.4

资料来源：公司公告，中金公司研究部

问题 5：如何看待快手直播业务前景？

结论：对于快手来说，直播既是部落社区核心的合作-反馈的机制——快手拥有繁荣的直播生态，也是一个平台端/KOL 端的变现产品——直播打赏是平台重要收入来源之一。展望未来，我们认为只要快手平台社区底色不变，快手直播整体生态仍将繁荣，且将成为快手核心竞争壁垒之一。另一方面，直播打赏收入或随着变现模式逐步多元化（例如转向电商）而受到一定压力，我们预计快手直播业务 2021-2023 年分别实现营收 339.0 亿元、347.9 亿元、358.9 亿元，分别同比增长 2.1%、2.6%、3.2%。

快手直播的本质：是部落社区的核心合作机制，远不止头部

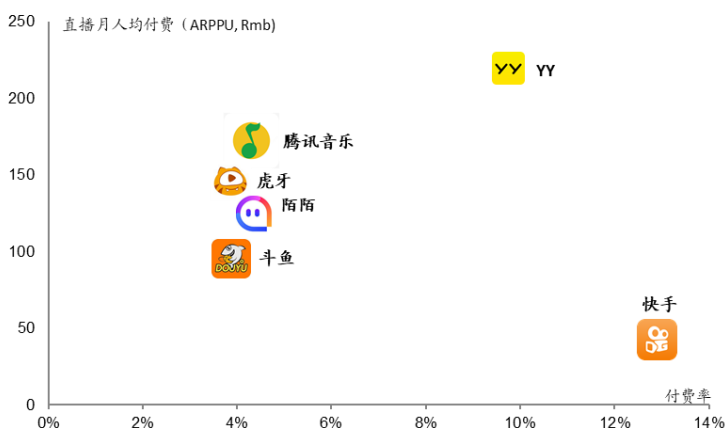
快手的底色是社区，从用户规模来看，若把微信看成通讯工具，快手则是当下最大的有部落社交属性的社区。从部落社交角度来看，合作-反馈是平台核心要素，而直播则是快手核心的社区合作连接机制之一：一方面直播完全处于口语化环境，用户天然有较强的参与感，且能够获得即时反馈；另一方面，对于头部直播间，快手推出直播 PK 等功能，社区生态中“家族文化”等元素进一步促进了用户在直播时的参与感，以及合作氛围。展望未来，我们认为只要快手仍将社区作为自身底色，不管变现方式是打赏、电商还是其他，直播生态重要性只会强化而不会弱化。

快手的特色直播生态：繁荣的直播生态，远不止头部。基于深厚的社区氛围，快手衍生出了根基深厚，且风格独特的直播生态。截至 2020 年 Q3，快手平台直播场次接近 14 亿场，日均约 500 万场；根据飞瓜数据，2020 年 Q3，同时在线人数超过 60 人的直播场次仅 700 万+。两者对比，快手直播场次中，人气值低于 60 直播场次占比达到 99.5%。也就是说，快手绝大多数直播更像“社区居民”的聊天和反馈，快手繁荣的直播生态远不止我们看到的头部生态。

直播供给端红利仍处于释放期。供给端红利是决定内容产业发展可持续性核心影响要素。随着手机拍摄硬件不断升级，“拍短视频”已经几乎达到全民参与的程度（2020 年，快手生产者占 MAU 比重超过 25%），短视频供给端红利已经基本得到充分释放。另一方面，直播形态创作门槛相比短视频对软硬件要求都更高，我们认为未来直播在供给端红利持续释放仍将不断加强直播生态宽度、深度。

快手直播生态与其他主流直播生态核心参数对比：YY 和陌陌的直播更依赖大 R（付费较高的用户）付费，特征是低付费率高 ARPU 值。快手直播更像“街头卖艺式”，其付费率更高，付费用户基础更广，平均 ARPU 较低。从主播端来看，传统直播平台主播头部集中现象显著，而快手直播生态则更为良性，主播流量和打赏金额相对分散。此外，快手直播还有独特的文化，以“直播打榜”为例，主播为其他主播打赏进入 TOP 榜单，直播间主播引导粉丝关注打榜主播，一直是快手平台相对低成本获取关注用户的重要形式之一。

图表 18：快手直播付费率与 ARPU 与其他主流直播平台对比

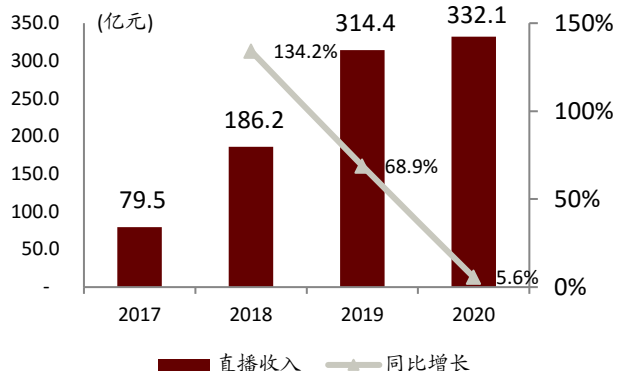


注：付费率数据截至 2020H1 资料来源：公司公告，中金公司研究部

打赏收入增速放缓，不断通过运营优化直播生态

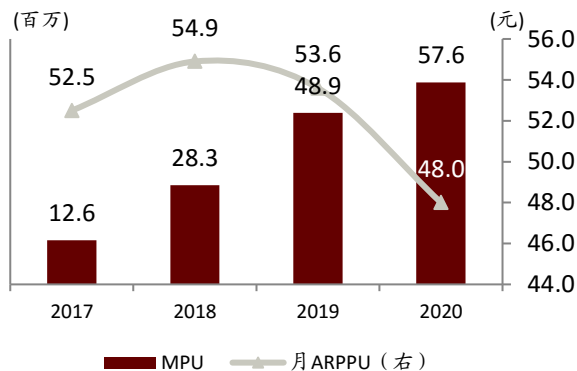
打赏类收入受直播电商等新业态兴起影响，增速放缓。快手直播兴起于2016年，从产品角度，快手的直播产品涵盖了充值、打赏、互动、PK（2018年7月推出）等常规的直播平台功能。直播本身既是社区用户产品，也是商业化产品。2017-2020年，快手分别实现直播收入79.5亿元、186.2亿元、314.4亿元、332.1亿元，2018-2020年分别同比增长134.2%、68.9%、5.6%，整体增速有所放缓。从驱动因素拆解来看，2020年月度付费人群规模较2019年仍有18%的增长，显示出直播生态仍然强劲。ARPPU有所降低，主要因为电商类、游戏类直播占比增加。

图表 19：2017-2020 年快手直播收入及增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 20：2017-2020 年快手直播月付费用户规模及 ARPPU



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 21：快手直播核心界面



资料来源：公司公告，快手App，中金公司研究部

以“开源”为核心思路，通过活动运营等途径扶持新主播。传统快手直播生态一定程度存在头部主播集中的问题，这是生态是用户和平台理念互相作用的结果，头部网红的存在直接显示的是其对于用户的吸引力，因此过于限制网红发展反而可能影响用户体验。另一方面，在开源的思路下，为用户提供更多、更优质的主播供用户选择，且通过活动运营、产品、分发等多环节机制为新主播提供更多晋升机制，是当下快手主要的选择。最后，在内容严监管的背景下，平台加强对于主播管控，借势也给新主播留出更多空间。

引入公会，增强运营，扶持新人，盘活生态。快手早期更鼓励社区自然生长，故排斥直播公会等专业机构入驻。到2019年年底，随着直播生态的成熟，专业化的主播孵化和管理能与原有生态进行互补，快手开始开发直播公会入驻，但仅鼓励签约粉丝在1-50万之间的中腰部主播。2020年，随着头部主播家族化等问题日益凸显，快手直播开始重视运营，通过“铁定你最红”，“直播年度盛典”等活动运营，来限制家族式发展，盘活生态，扶持新主播。以2020年快手直播年度盛典为例，其前三名为马洪涛，四川可乐，清河李哥，均非传统快手六大家族成员。

图表 22：快手直播近期重要事件及 2020 年年度盛典前三主播名单



资料来源：快手直播账号，中金公司研究部

直播生态根深蒂固，但变现方式或更多元化，预计打赏类收入未来保持稳定

基于直播电商等新发展趋势，预计直播营收未来收入增速存在一定压力。我们预计快手直播业务 2021-2023 年分别实现营收 339.0 亿元、347.9 亿元、358.9 亿元，分别同比增长 2.1%、2.6%、3.2%。核心假设前提是随着快手产品从双列转向上下滑，以及直播流量更多偏向直播电商，传统直播打赏业务或将承压。我们预计随着用户规模增长，直播付费率、ARPPU 会呈现一定下降趋势。

图表 23：2018-2023E 快手直播业务营收及核心驱动力拆解

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
直播营收（十亿元）	18.62	31.44	33.21	33.90	34.79	35.89
yoy	134.2%	68.9%	5.6%	2.1%	2.6%	3.2%
MPU（百万）	28.30	48.90	57.60	53.98	56.54	58.33
yoy	124.6%	72.8%	17.8%	-6.3%	4.7%	3.2%
%MAU	11.8%	14.8%	12.0%	9.7%	9.0%	8.6%
月 ARPPU（元）	54.90	53.60	48.00	52.33	51.28	51.28
yoy	4.6%	-2.4%	-10.4%	9.0%	-2.0%	0.0%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

问题 6：如何看待快手广告发展前景？

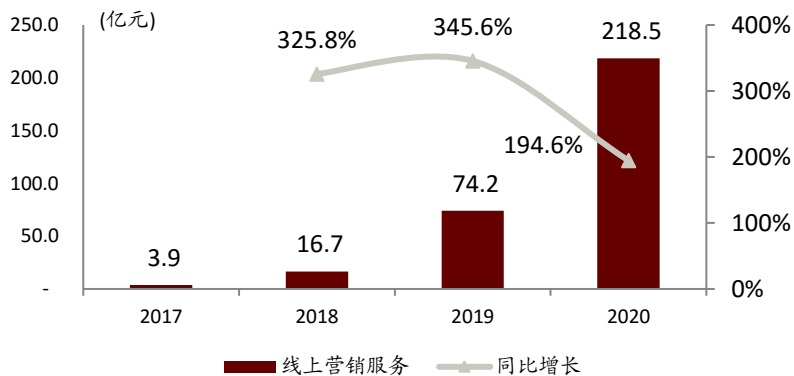
结论：内容生态调性提升，增加对于 KA 广告主吸引力；单列用户体量增加提升公域流量占比；电商等生态繁荣助推体系内循环广告增长；“磁力引擎”商业化体系不断成熟，有助于提升 eCPM。考虑到相比于腾讯、抖音等可比公司快手广告收入仍处于较低水平，预测 2021-2023 年快手分别实现广告收入 429.8 亿元、708.3 亿元、991.0 亿元，分别同比增长 96.7%、64.8%、39.9%，驱动力主要来自广告加载率提升、eCPM 提升和用户日均 VV 提升。

四大利好驱动快手广告收入确定性增长

广告行业核心趋势之一是“去中心化”。广告行业的本质是用户心智获取，在搜索引擎主导时代，获取用户核心心智方式是提升搜索结果排名，目标商品一旦能够“名列前茅”，其后会有诸多用户“自来水”。近年来，广告行业呈现出明显“用户需求前置发掘”趋势，尤其是基于算法的信息流、短视频平台兴起后，“人找信息”变为“信息找人”趋势显著，而用户心智获取也变得更加去中心化，“自来水”型流量减少，流量精细化运营要求更高，而这背后最直接的受益者之一则是基于**算法推荐的短视频平台**。

短视频赛道广告变现有“得天独厚”的优势，快手广告奋起直追。广告营收核心影响因素是**库存量和单价**，前者与流量 VV 直接相关，决定于产品形态和用户消费行为；后者则与 ROI 直接相关，ROI 又与算法等基础能力和数据资产沉淀深度相关。短视频赛道先天具有高用户天花板，高粘性（DAU/MAU 50%以上），高时长（快手 2020 年日均使用时长 87 分钟），单次消费高 VV（常见单条视频长度为 15 秒-1 分钟）等一系列优势，因此广告成为其必然的核心商业模式之一。2017 年 9 月，快手上线信息流广告系统。2017-2020 年快手分别实现广告营收 3.9 亿元，16.7 亿元，74.2 亿元，218.5 亿元，2018-2020 年同比增长 326.3%，345.5%，194.6%，显示出迅速的增长态势。

图表 24：2017-2020 年快手广告营收及增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

利好 1：内容生态升级增强平台对于广告主吸引力。平台的广告收入从需求端看取决于用户的规模、加载率等等，而从供给端看其直接收入来源则是广告主。由此，广告主对于平台的接受程度直接影响平台的广告收入。近年来，随着快手不断夯实内容生态，提升平台调性，引入头部内容，广告主尤其是核心行业的 KA 广告主对于快手认知度和接受程度有显著提升的趋势。2021 年春节，快手联合金领冠推出了超级播，联合淘宝特价版推出春节活动，以及头部游戏大厂三七互娱《荣耀大天使》在快手集中投放都显示了 KA 广告主对于快手接受程度不断提升的态势。

图表 25：快手持续引入品牌类广告



资料来源：快手 App，中金公司研究部

利好 2：受益公域流量占比提升，积极完善商业化体系。快手极速版+快手 8.0 版本推出后，快手体系内容“上下滑”单列形态占比提升，直接引导平台公域流量提升（产业链调研显示“上下滑”模式 VV 是传统双列模式约 3 倍），首先利好的是广告商业模式。目前，快手广告形态已经横跨双列展示、上下滑形态、商家展示、推广活动、魔法表情、内容植入广告等诸多形式。相比于直播更偏私域流量商业模式，广告模式平台掌控能力也更强。

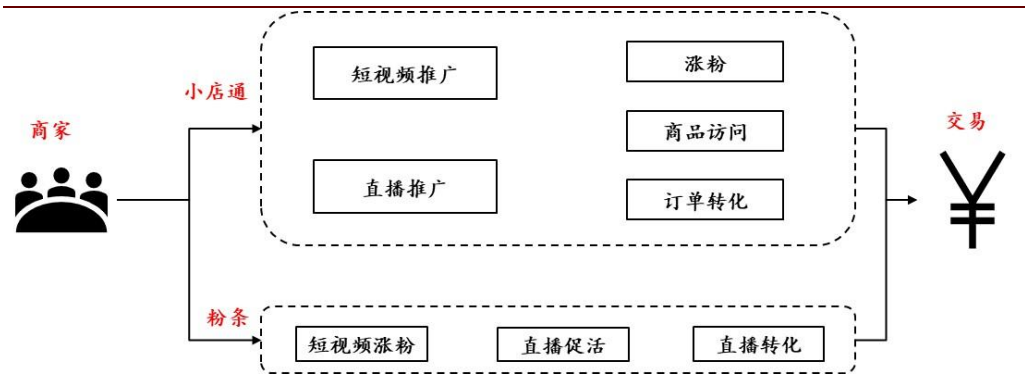
图表 26：快手广告主要产品类型示意



资料来源：公司公告，中金公司研究部

利好 3：电商生态崛起打开体系内循环广告空间。传统的广告指广告主在平台投放广告，起到加速转化效果。快手平台由于有社区属性，故对于有能力积累私域流量的广告主较为友好。更进一步的是，随着快手电商生态崛起，商家可以在平台体系内完成曝光-转化全链路，进一步打开了体系内循环广告空间。最后，我们认为小店通等一系列针对性广告工具推出，缩短了转化链路，提升了转化效率，有望成为催化剂。快手磁力引擎数据，截至 2020 年底，小店通自 2020 年 6 月上线以来，累计服务客户超过 1 万个，月活跃客户增长近 5 倍，累计新涨粉超过 3 亿，累计引入直播观看量超过 200 亿。

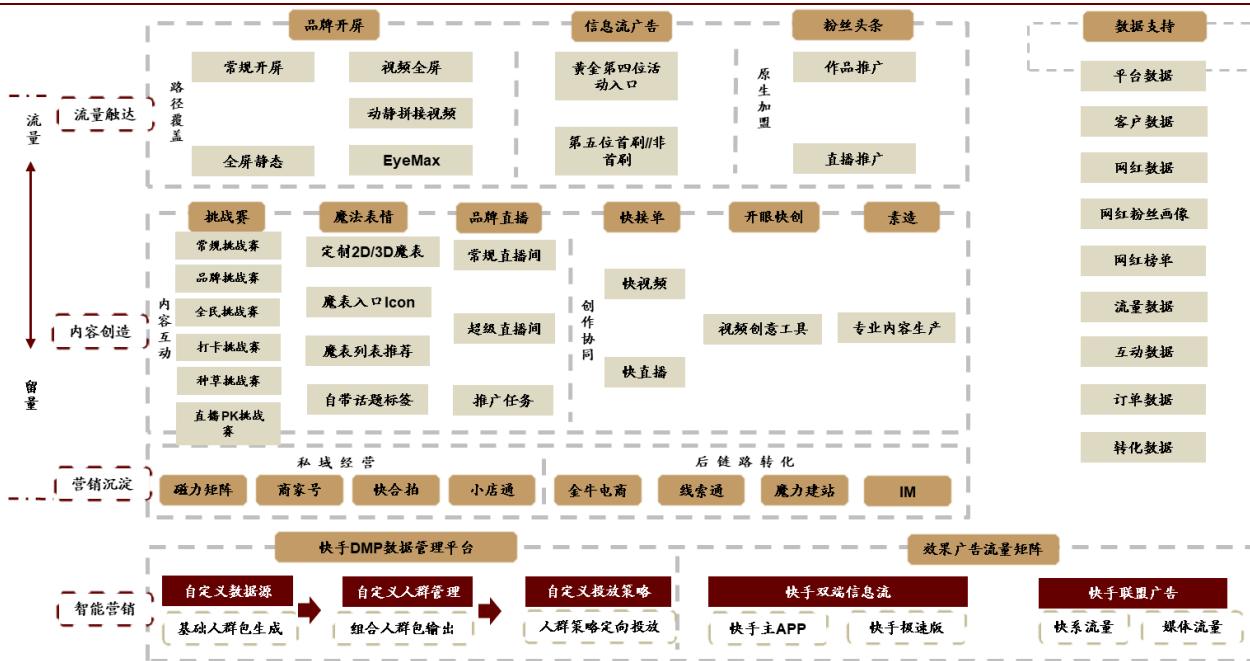
图表 27：快手小店通 VS 传统商家营销路径



资料来源：快手 App，中金公司研究部

利好 4：“磁力引擎”商业化体系不断完善，底层数据能力不断提升。2019 年以来，快手持续完善广告商业化体系：从属性来看，快手广告商业化体系分为三层，首先是公域信息流广告体系，快手有品牌广告、效果广告、粉丝头条等一系列产品；其次是基于内容的植入广告体系，私域流量是快手传统强项，快手有快捷单、活动运营、魔法表情等一系列产品；第三是品牌 or 商家私域流量经营领域，目前有商家号等产品。除此之外，快手还积极补强用户画像等数据底层基础设施，以提升投放 ROI 为核心目的，进一步提升 eCPM 空间。

图表 28：快手“磁力引擎”广告体系全貌图



注：磁力引擎是快手广告商业化体系的简称 资料来源：《快手商业化产品营销通案》，快手营销中心策略组，中金公司研究部

广告货币化率持续提升，预计未来 2 年是收入最重要增速引擎

广告单 ARPU 仍有显著提升空间，或成为未来 1-2 年重要增长引擎。快手短期公域流量提升有助于广告库存提升，而我们认为商业化底层基础设施完善则有望提升 ROI 从而提升单价；此外，直播电商的繁荣发展，也有望提升平台广告单价。从发展阶段来看，快手广告商业化仍处于发展初期，单 ARPU 相比于腾讯、抖音等可比公司仍有较大提升空间。我们用广告收入=DAU*ARPU，其中 ARPU=广告 VV*eCPM 的核心的公式，预测 2021-2023 年快手分别实现广告收入 429.8 亿元、708.3 亿元、991.0 亿元，分别同比增长 96.7%、64.8%、39.9%，驱动力主要来自广告加载率提升、eCPM 提升和用户日均 VV 提升。

图表 29：2020-2023E 快手广告 ARPU 值核心拆解

驱动拆分	计算关系	2020	2021E	2022E	2023E	假设逻辑
用户日均时长（分钟）	①	87.3	100.4	105.4	110.4	招股书
假设直播时长占比（%）	②	30%	27%	24%	23%	产业调研
短视频时长（分钟）	③=①*(100%-②)	61	73	80	85	
假设平均单条视频观看时长（秒）	④	20	21	22	23	产业调研
日均 VV	⑤=③*60/④	183.3	208.7	218.4	221.7	
假设 Ad Load（%）	⑥	5.9%	7.3%	9.0%	10.5%	产业调研
广告日均 VV	⑦=⑤*⑥	10.8	15.2	19.7	23.3	
假设 eCPM（元）	⑧	21	24	27	29	产业调研
ARPU（元）	⑨=⑦*⑧/1000*365	82.6	135.3	193.7	246.4	

资料来源：公司公告、产业调研等，中金公司研究部

图表 30：2018-2023E 快手广告业务营收及核心驱动力拆解

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
广告营收（十亿元）	1.67	7.42	21.85	42.98	70.83	99.10
yoy	326.3%	345.5%	194.6%	96.7%	64.8%	39.9%
DAU（百万）	117.1	175.6	265	318	366	402
yoy	75.6%	50.0%	50.7%	20.1%	15.1%	10.0%
ARPU（元）	14.22	42.30	82.60	135.27	193.73	246.42
yoy	142.8%	197.5%	95.3%	63.8%	43.2%	27.2%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

问题 7：如何看待快手电商发展前景？

结论：快手电商的核心优势在于**算法和信任关系**：其中算法能够助力平台深化“货找人”的逻辑，更精准前置发掘用户的需求；此外，我们认为视频媒介（短视频+直播）有望开启纯线上信任关系时代，而快手社区属性更进一步加深了信任关系的价值。我们预计随着平台流量和补贴持续向直播电商迁移，以及商家和品牌不断入驻平台，直播电商用户规模渗透率短时间仍有较大提升空间。另一方面，在信任关系驱动下，快手在非标品类市场不断拓展品类，客单价仍有显著提升空间。中长期看，随着快手电商产业链布局深化，take rate 也有较大提升空间。我们预计 2021-2023 年平台直播电商 GMV 分别为 6,551 亿元，9,442 亿元，12,658 亿元，分别同比增长 71.9%，44.1%，34.1%。

愿景：视频有望开启线上信任时代，成为快手电商长期发展的核心基石

视频或开启“线上信任”时代。传统部落社区例如微信群、微博等核心媒介仍然是图文，图文反馈是理性的，图文交流始终与现实交流存在差异，很难建立信任机制，只能依赖已有的线下信任关系。不同的是，视频交流则与现实交流更无缝衔接，所谓“眼见为实”，我们认为视频媒介有希望第一次使得建立纯线上的信任机制变得可能，从而开启新时代，打开新的商业空间。这一点和 Snapchat 创始人 Evan Spiegel 的“线上生态理念”不谋而合。他说过，早期的社交网络（如 Facebook）存在的时代，用户对于互联网的心智是“积累”——即通过线上不断分享线下美好生活瞬间打造个人完美形象，大家来线上本来就是分享的心智。这里隐含的一个假设就是线上和线下是两个割裂的世界，而这两个世界之所以割裂原因其实是**信任关系缘起只能在线下**。Evan 认为，随着线上生活融入我们生活越来越深，线下和线上将逐步融为一体，甚至未来人可能主要生活在虚拟世界里（可参考电影《头号玩家》）。线上生活主流化的核心基础就是**信任关系建立也完全线上化**。视频时代，提供这种可能性，而线上信任时代必然也会孕育着新的商机，例如直播电商则正是源于此。

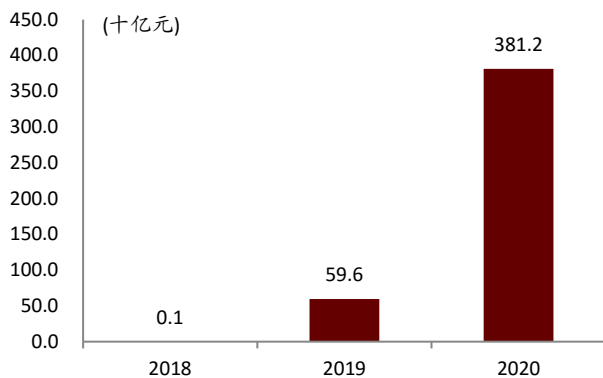
快手电商源于信任关系，业务保持高速增长。快手电商业务于 2018 年 10 月推出，并于 2018 年 11 月推出“快手 116 老铁节”，第一次推出卖货主播排行榜。2019 年 5 月，快手推出快手小店，不断完善电商基础设施。2020 年 9 月，快手官方披露电商 DAU 超过 1 亿人。从“人-货-场”的电商分析框架来看，快手直播电商核心优势在于“人”，即快手积累的深厚的**社区温度**——由于主播和粉丝之间的信任度较高，从而带来更高的用户转化率，从而给快手发展直播电商业务带来一定优势。基于庞大的用户基数以及媒介红利（直播电商目前核心优势还在于直播媒介优势挖掘不确定性需求），快手直播电商业务实现了迅猛发展，2019 年实现 GMV596 亿元，2020 年实现 GMV3812 亿元。营收方面，2019 年实现其他业务营收 2.6 亿元（以电商收入为主），2020 年实现其他业务营收 37.1 亿元。货币化率方面，目前快手电商 take rate 仍低于 1%（常规佣金率为实际销售额的 2-5%），主要原因来自于发展初期返利商家结果。

图表 31：快手电商业务发展主要事件



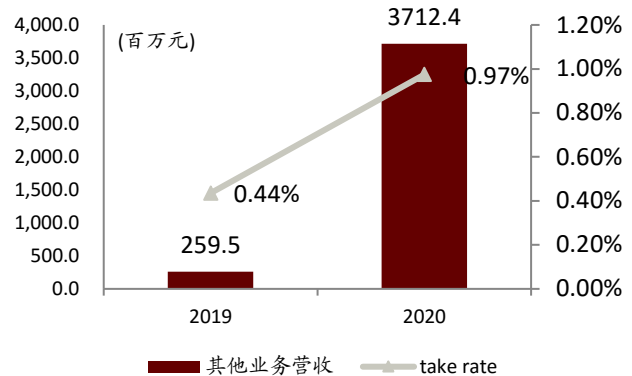
注：百亿补贴为人民币口径 资料来源：《2020 快手电商生态报告》快手大数据研究院，中金公司研究部

图表 32：2018-2020 年快手直播电商 GMV（单位：十亿元）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 33：2019-2020 年快手其他业务营收及变现率（单位：百万元/%）



注：快手其他业务营收含直播电商、游戏、增值业务等收入，假设核心为直播电商收入计算 take rate 资料来源：公司公告，中金公司研究部

当下核心在于建生态：有趣地逛，信任地选，放心地买

我们认为，电商产业链条长，且任一环节都不能有显著短板。快手电商虽然近年来依赖媒介、流量等优势驱动 GMV 增速迅猛，但当下核心并不在于迅速变现，而在于建立良性的电商生态。2020 年 9 月，快手电商负责人笑古宣布未来快手电商将用户打造能够“**有趣地逛、信任地选、放心地买**”的良好购物体验，这三个方向也是快手建生态的核心三大方向。

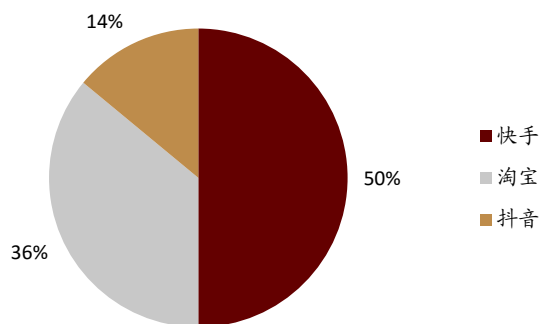
有趣地逛：快手作为内容社区平台，其进军电商核心优势之一就是内容。而“有趣地逛”指的就是让电商内容要能够反哺平台内容生态，同时高效实现“种草-拔草”全链路。2020 年以来，快手电商从**引入服务商，培育潜力新兴主播，扶持优质种草内容，举办一系列优质电商活动**等方向打造有趣且高效的电商内容生态，并取得一定效果。胖球数据显示，2020 年 12 月快手有 25 位主播进入全网 TOP50 带货主播，其中 14 位是**新进榜单主播**，包括遥望网络旗下瑜大公子、李宣卓等非传统家族类潜力主播进入榜单。

图表 34：快手电商 2020 年主要活动案例



资料来源：快手电商，中金公司研究部

图表 35：2020 年 12 月全网 TOP50 带货主播



资料来源：胖球数据，中金公司研究部

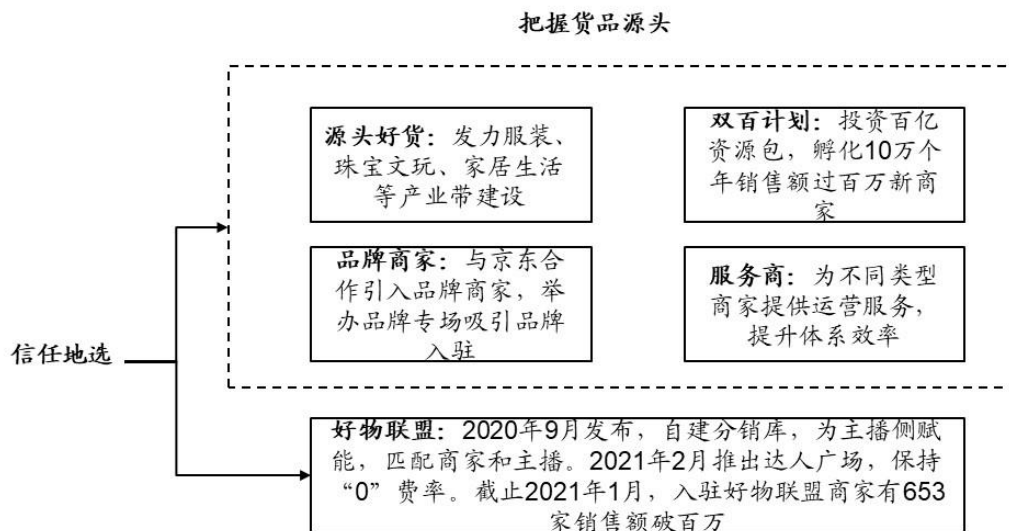
图表 36：2020 年 12 月快手推出“好物种草”活动情况



资料来源：快手 App，中金公司研究部

信任地选：核心在于供应链，也是如快手等内容电商相对较弱的环节，快手电商核心通过两大途径解决供应链问题：一方面，从把握货品源头入手，既深耕源头好货，也加速引进品牌。2019 年 10 月快手电商宣布推出“源头好货”计划，深耕核心服装、珠宝文玩等产业带；同时，2020 年快手加速引入品牌商家，包括和京东深度合作，以及举办众多品牌专场吸引品牌入驻。另一方面，2020 年 9 月快手电商推出“好物联盟”，自建商品分销库，同时为主播赋能，匹配合适商家，降低带货门槛，提升体系效率。自成立以来，好物联盟服务了 100 万+达人，每月有 60 万+达人在好物联盟选货，触达了亿级消费者。截至 2021 年 1 月，有 653 家商家销售额破百万。

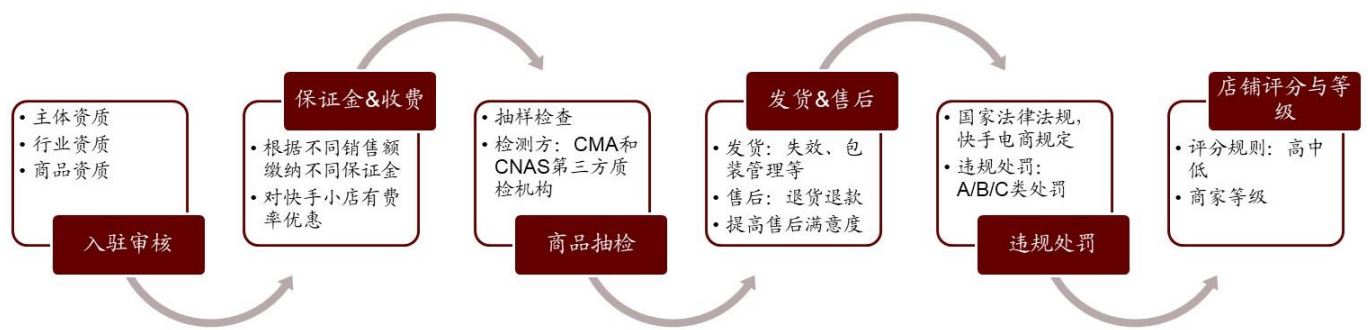
图表 37：快手电商供应链端的核心布局措施整理



资料来源：快手电商官网，中金公司研究部

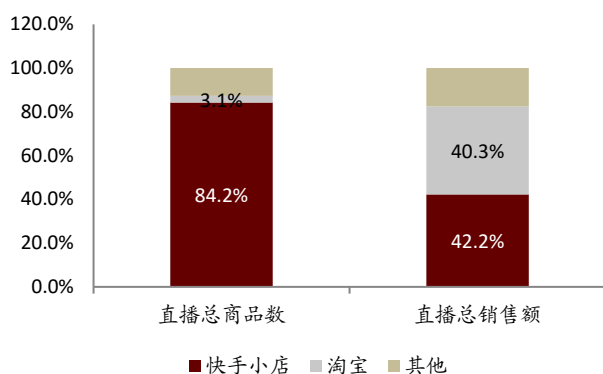
放心地买：核心是平台电商规则制定和基础产品的打造，既要保证形成优胜劣汰的机制，也要保证用户的购物体验。目前快手已经形成了**入驻——保证金——商品抽检——发货 & 售后——违规处罚——店铺评分 & 等级**等成熟的“电商规则”，从机制设置上保证用户购物体验；另一方面，2019 年 5 月快手推出快手小店，尝试建立自己的电商生态闭环，并在营销端（例如小店通），数据端不断完善产品功能，飞瓜数据显示，2020 年 1-9 月快手直播电商交易量中，来自快手小店占比达到 84.2%，交易额占比达到 42.2%，均成为第一大来源。

图表 38：快手电商核心规则一览



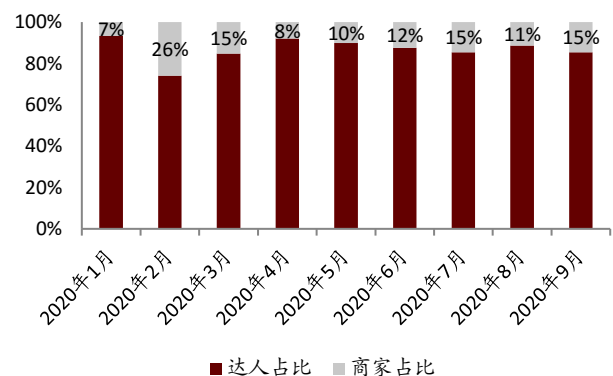
资料来源：快手电商，中金公司研究部

图表 39：2020 年 1-9 月快手直播带货来源分布



资料来源：飞瓜数据，中金公司研究部

图表 40：2020 年 1-9 月快手活跃主播销售额分类



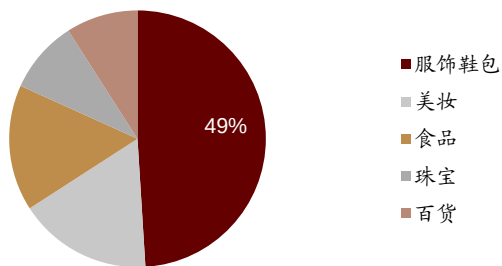
资料来源：飞瓜数据，中金公司研究部

算法推荐+信任关系，造就快手电商中长期非标商品+服务海量市场空间

供给端：快手直播核心优势在算法+信任关系，非标商品或服务是未来核心拓展品类。抖音/快手平台进军电商的第一优势在于算法，从人找货（搜索）进化到货找人（算法），算法匹配效率提升将成为短视频平台电商中长期天花板的的核心影响因素之一。此外，正如前文所言，我们认为快手作为视频部落社区，有望开启纯线上信任时代，利用信任关系拓展决策成本相对较高的非标商品 or 服务市场的份额。

从品类来看，2020 年 1-8 月快手电商核心品类涵盖服装（占比 49%），美妆、食品、珠宝等相对非标产品，一定程度跑出了与“货柜式”电商的差异。此外，快手电商依赖信任关系，使得平台对传统品牌商品依赖程度较低，飞瓜数据显示，2020 年 1-9 月快手电商美食品类销量 TOP10 大多为网红品牌，相比来看，抖音 TOP10 则涵盖周黑鸭、百草味等知名品牌。从市场空间来看，非标品市场空间显著，除现有主流市场如服装、食品、珠宝文玩等都是万亿人民币级别赛道外，未来快手在二手市场、培训教育、本地生活服务、旅游等非标、决策成本较高的市场仍有广泛拓展空间。

图表 41：2020 年 1-8 月快手直播带货品类分布



资料来源：《2020 快手电商生态报告》快手大数据研究院，中金公司研究部

图表 42：快手电商尚未开放的类目

1、保健品	2、药品（中西药、兽药）
3、医疗器械	4、农资类（农药、种子、化肥）
5、烟草及其周边、电子烟等相关制品	6、古董
7、票类、预付卡类（门票、电影票等）	8、通信运营商卡类、充值类产品（电话卡/流量卡、充值业务等）
9、其它暂未开放销售商品：跨境电商、畜牧养殖、房产/地产、汽车、机械设备、培训教育、保险、酒店/交通等出行虚拟服务类商品	

资料来源：快手电商官网，中金公司研究部

图表 43：快手 2020 年 1-9 月美食销量 TOP10 品牌

品牌	代表商品
序木堂	大麦若叶青汁粉
嗨吃家	酸辣粉
滋食	饼干
佬食仁	糕点
百草味	坚果礼包
古方	红糖姜茶
老先生食品	糕点
辣味客	即食火锅
藤壶岛	海味即食
林家铺子	黄桃罐头

资料来源：飞瓜数据，中金公司研究部

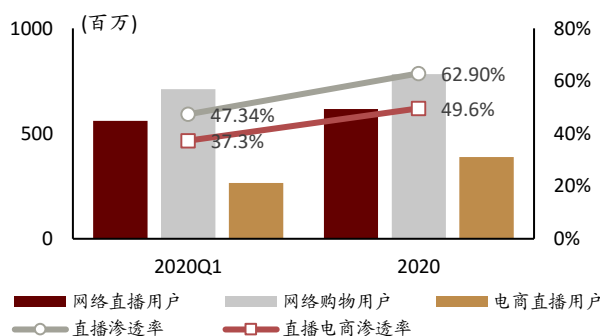
图表 44：抖音 2020 年 1-9 月美食销量 TOP10 品牌

品牌	代表商品
周黑鸭	卤味零食
百草味	蜜饯果干
李子柒	螺蛳粉
三只松鼠	坚果礼包
老先生食品	糕点
良仁	即食小龙虾
滋食	饼干
五芳斋	粽子
真真老老	粽子
七年五季	糕点

资料来源：飞瓜数据，中金公司研究部

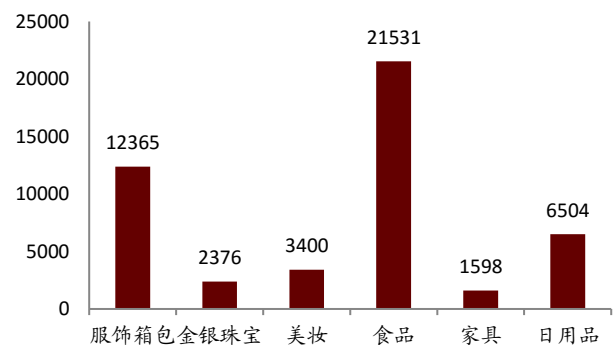
需求端：短期用户渗透率仍有提升空间，中长期 ARPU 值提升可期，我们预计 GMV 仍将保持高速增长。从用户角度来看，CNNIC 数据显示，截至 2020 年 12 月，直播电商用户规模达到 3.88 亿人，对标直播行业、网络购物行业渗透率分别为 **62.9%** 和 **49.6%**。我们预计随着平台流量和补贴持续向直播电商迁移，以及商家和品牌不断入驻平台，直播电商用户规模渗透率短时间仍有较大提升空间，我们预计快手 2021-2023 电商 MAU 分别为 2.9 亿、3.6 亿和 4.1 亿人。另一方面，随着直播电商平台电商生态不断完善，用户平台购物习惯不断养成等因素，客单价仍有显著提升空间，我们预计快手电商 2021-2023 年度 ARPU 分别为 3127.5 元、3624 元、4156.5 元。中长期看，随着快手电商产业链布局深化，take rate 也有较大提升空间。我们预计 2021-2023 年平台直播电商 GMV 分别为 6,551 亿元、9,442 亿元、12,658 亿元，分别同比增长 71.9%、44.1%、34.1%。

图表 45：2020 年直播电商渗透率测算



资料来源：CNNIC，中金公司研究部

图表 46：当下直播电商主要品类社零规模（亿元）



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 47：2021E-2023E 年网络直播、网络购物、直播电商用户规模及渗透率

驱动拆分	计算关系	2021E	2022E	2023E	假设逻辑
MAU (百万)	①	558.2	628.2	678.2	招股书
假设电商渗透率 (%)	②	75%	80%	82%	产业调研
假设直播电商渗透率 (%)	③	70%	72%	74%	产业调研
电商 MAU (百万)	④=①*②*③	293.1	361.8	411.5	
假设下单率 (%)	⑤	71%	72%	74%	产业调研
电商买家规模 (百万)	⑥=④*⑤	207.7	260.5	304.5	
假设客单价 (元)	⑦	75	80	85	产业调研
假设月度购买次数	⑧	3.475	3.775	4.075	产业调研
年度 ARPU (元)	⑨=⑦*⑧*12	3127.5	3624	4156.5	
GMV (十亿元)	⑩=⑥*⑨	655.1	944.2	1265.8	

资料来源：公司公告等，中金公司研究部

图表 48：2018-2023E 快手直播电商业务营收及核心驱动力拆解

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
GMV (十亿元)	0.10	59.64	381.17	655.08	944.15	1265.79
%		61640.3%	539.1%	71.9%	44.1%	34.1%
营收(百万)		259.51	3712.44	6358.74	12273.95	18986.90
%			1330.6%	71.3%	93.0%	54.7%
take rate		0.44%	0.97%	0.97%	1.30%	1.50%

注：假设当下其他业务营收核心为主播电商业务营收 资料来源：公司公告，中金公司研究部

问题 8：如何看待快手其他新业务发展？

结论：长期值得关注方向为游戏和海外，其中游戏业务基于平台优势进军游戏代理/发行/研发；海外业务是 2021 年重点战略方向。

游戏：基于繁荣的游戏直播生态，发力发行和研发

快手游戏业务核心优势在于繁荣的快手游戏短视频+直播生态。快手自 2016 年开始做游戏直播，凭借良好的社区氛围及腾讯系丰富的内容资源，用户数迅速增长，2019 年 7 月游戏直播总日活突破 5600 万，与斗鱼、虎牙并列为中国游戏直播平台的第一梯队。2018 年 2 月，快手游戏分区上线；2020 年春节，快手游戏自研团队接管游戏直播团队；8 月 A 站宣布并入游戏部，进一步增强了快手游戏部内容生态实力。

快手游戏直播内容偏向手游，截至 2021 年 1 月 5 日，粉丝数超过 1000 万的主播达 17 人，其中 16 人为《王者荣耀》或《和平精英》主播。而专门的游戏直播平台如斗鱼、虎牙等有相当数量的硬核用户。

图表 49：快手游戏直播业务发展历程



资料来源：快手公众号，小葫芦大数据，中金公司研究部

从渠道联运出发，布局游戏全产业链。快手游戏从联运开始（是腾讯游戏必发渠道之一）进军游戏发行代理和自研游戏，目前快手的自研游戏大部分为休闲游戏，迄今为止罕有重度自研游戏取得成功。收购 A 站（AcFun）后，快手有意抓住粘性较强的二次元圈层，在 2020 年 ChinaJoy 上发布了自研国漫手游《镇魂街：武神躯》，游戏于 3 月 18 日上线，目前在游戏畅销榜排名在 70-80 名之间（AppAnnie 数据）。此外，从架构来看，快手的游戏业务主要以慕远科技有限公司为主体展开，旗下有快游、纪元和方舟三大工作室，并投资了上古开天、上海犀牛互动、暖域科技等游戏开放商。

图表 50：快手自研（左）、独家代理（中）和联运（右）的游戏示例



资料来源：快手 App，中金公司研究部

图表 51：快手自研及发行的重点游戏

	已上线	新游储备
休闲游戏	不休的音符、爱游斗地主、天天开铺子、兜来玩麻将、战机：代号 666、斗兽棋游戏、不要打飞机	一起来飞车2（发行）
中重度手游	镇魂街：武神躯（发行、3月18日上线）、三国志威力无双（发行）	巨像文明、征战纪元、铁甲经理人

资料来源：快手游戏，TapTap，中金公司研究部

海外：整装再出发

快手 2015-2016 年开启国际化，但在 2017 年与字节跳动竞购 Musical.ly 失败。此后，快手推出了 Kwai（在巴西 DAU 突破 700 万），Snack Video（在印度被封禁），Zynn（在北美上线）等多款产品，但与 TikTok 比，在内容运营和用户数量上存在显著差异。2020 年 7 月底，滴滴国际化事业部 COO 仇广宇接手快手国际化业务，区别于前期分部门作战的方式，我们认为未来快手在海外将拥有更加统一的战略和布局。我们认为，海外市场短视频赛道空间广阔，类比国内市场，很可能也能容纳不止一款短视频产品，快手积累的中台优势仍然有希望在海外争取一块更大的蛋糕。

图表 52：快手海外业务及主要应用 Kwai 发展历程

	快手组织团队	Kwai	TikTok情况	其他产品
2015-2016年	初步试水海外业务，组建团队			
2017年	年初开始有独立的海外团队； 8月原字节跳动国际业务总裁刘新华开始接手快手海外业务； 在对Musical.ly的竞购中惜败	5月开始在俄罗斯、韩国、泰国等地试水； 7月，俄罗斯和印度用户占海外用户的31%和23%； 10月下旬进入韩国市场后，连续8天在视频编辑类应用下载排名第一	5月TikTok上线； 11月10亿美元收购Musical.ly	
2018年	年中停止激进的投放策略，将海外资源集中到Kwai团队； 12月，首席增长官刘新华离开海外业务	上半年在俄罗斯和东南亚保持优势； 上半年，Kwai在俄罗斯和东南亚7个国家的Google Play和App Store下载排行榜中双双登顶，但在韩国的下载排名掉到35名开外； 战略调整后数据出现大滑坡	年初开始猛攻东南亚； 1月登顶泰国App Store总榜，5月在越南Google Play和App Store拿下总榜第一； 8月TikTok与Musical.ly合并； 11月，抖音和TikTok全球月活跃用户数超5亿（抖音3亿）	
2019年	6月快手打响K3战役，海外团队招聘重启	9月在巴西DAU突破300万，11月超过700万	2月TikTok累计下载量突破10亿； 7月，全球月活突破15亿	视频编辑应用VStatus在南美洲有亮眼表现； MV Master年初上线，迅速登顶印度谷歌总榜，2020年被封禁
2020年	KT团队负责印度和东南亚，XYZ团队聚焦美洲； 7月底，滴滴国际化事业部COO仇广宇卸任，接手快手国际化业务	Kwai在南美主要国家表现良好，在巴西DAU稳定在600万左右，被印度封禁	被印度封禁； 美国禁止联邦雇员使用TikTok，经历强制出售风波，未来仍未确定	Snack video在印度享受到短期的TikTok封禁红利，MAU达到1.5亿，但随后也被封禁； 5月对标TikTok的Zynn北美上线，但随后因涉嫌抄袭被下架，目前已复架； XYZ产品海外累计活跃用户超过1亿，MAU突破2000万

资料来源：36Kr，Wikipedia，中金公司研究部

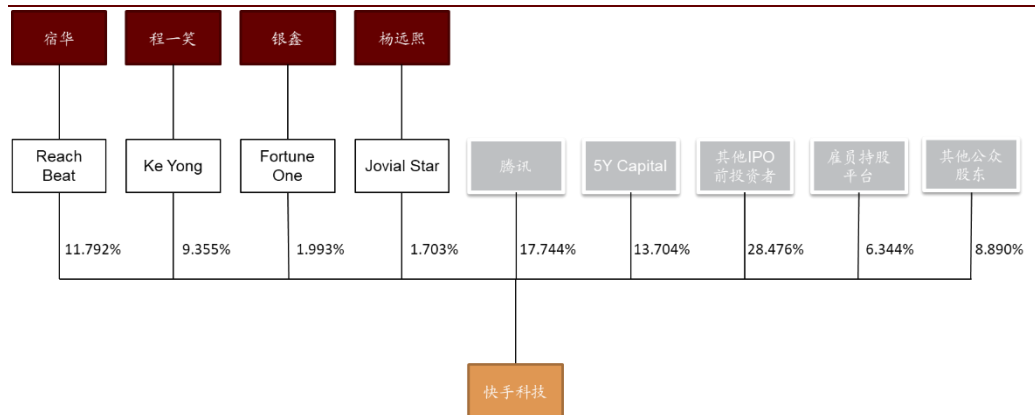
问题 9：如何看待快手组织架构？

结论：快手核心高管是 CEO 宿华和首席产品官程一笑，两人分别负责多个业务部门。此外，核心价值观和公司使命提出证明快手企业文化愈加成熟。

组织架构：“双核”模式，新一届经营委员会成立

“双核”管理模式：快手以联合创始人宿华（CEO）和程一笑为核心领导，其中前者负责技术、商业化、PR/GR、海外、战略投资等领域，而后者主要负责快手主站产品生态，一笑向宿华汇报。自 2014 年以来，快手逐渐形成了类似 Alphabet 的双核管理模式——两位创始人有相同的理念，互补的能力，且分工明确。通过同票不同权的设置，IPO 后宿华和程一笑的投票权分别为 39.36% 和 31.20%，二人为公司的实际控制人。

图表 53：快手 IPO 后股权结构图



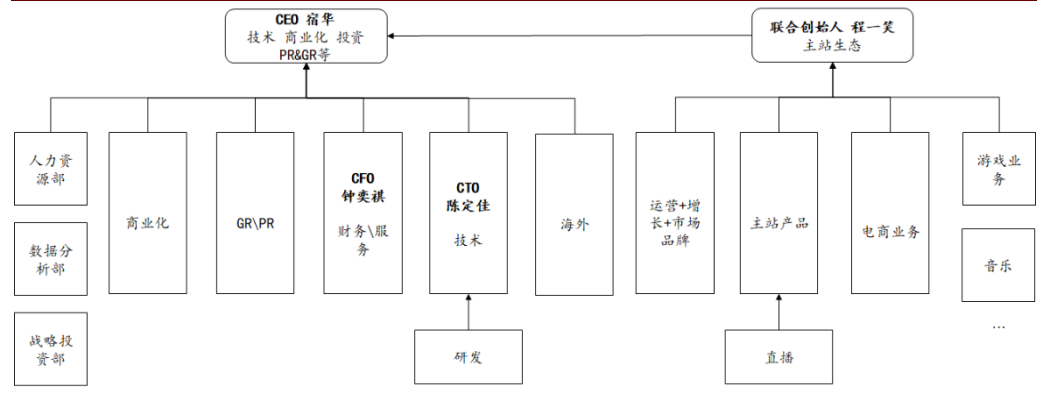
资料来源：公司招股书，中金公司研究部

新一届经营委员会成立，已经组建了分工清晰的核心高管团队。据晚点消息¹，2020 年 12 月快手成立了新一届经营管理委员会，除两位核心高管外，CTO 陈定佳（技术），CFO 钟奕祺（财务法务），刘峰（人力），余海波（PR/GR），马宏彬（商业化），严强（运营），王剑伟（产品），笑古（电商），仇广宇（海外），于越（研发）等 12 人组成的核心“班委会”，核心事件决策由班委投票，共同决策。

复盘过去，快手的组织架构经历了几轮调整，包含核心部门高管对调、新业务核心领导引入等。从现状来看，目前快手核心职能均已经有较为明确的高管负责，但仍然不排除未来持续迭代。

¹ https://www.latepost.com/news/dj_detail?id=448

图表 54：快手组织架构图



资料来源：公司公告，中金公司研究部

正式确立公司的愿景和使命

快手作为领先的内容社区及社交平台，其使命是成为全球最痴迷于为客户创造价值的公司。快手专注为客户提供服务，并通过持续创新和优化其产品与服务为客户创造价值。在快手，任何用户都可以通过短视频和直播来记录和分享他们的生活，呈现和发挥所长。透过与内容创作者和企业紧密合作，快手提供的产品和服务可满足用户自然产生的各种需求，包括娱乐、线上营销服务、电商、网络游戏、在线知识共享等。

在快手官网介绍上，快手的核心价值观以“痴迷客户，为客户创造价值”为中心，其中客户含义可能是用户、商家等，其背后逻辑其实来自于快手社区和社交平台定位——生产者也可能是消费者，也可能是商家，其实是一体的。在快手体系中，消费端用户是根本，但生产者同样是根基，从这一点来看，其类似阿里的以“客户第一”。另一方面，快手联合创始人程一笑在《直播时代》序言中提出快手的愿景和使命：“打造最有温度、最值得信任的在线社区，帮助人们发现所需，发挥所长，持续提升每个人独特的幸福感”。核心价值观和公司使命提出证明快手企业文化愈加成熟。我们认为，快手企业核心价值观发布弥补了前期公司治理的文化缺位，若能深度执行贯彻，对于公司中长期可持续发展至关重要。

问题 10：如何看待快手的目标估值区间？

核心盈利预测：营收维持高增长，预计 2022 年实现盈利

结合前文分部预测，我们预测 2021-2023 年快手分别实现总营收 832.4 亿元、1178.9 亿元和 1539.8 亿元，分别同比增长 41.6%、41.6%、30.6%。毛利率方面，我们认为随着公司广告、电商等高毛利营收占比逐步提升，公司毛利率有望持续提升，我们预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 48%、54%、60%。费用率方面，销售费用率有望随着公司营收规模增长逐步降低，我们预计 2021-2023 年销售费用率分别为 40%、35%、32%。此外，我们预计管理费用率基本维持稳定，研发费用率有望稳中有升。

图表 55：2018-2023E 快手营业收入（单位：十亿元）及拆分

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营收	20.30	39.12	58.78	83.24	117.89	153.98
yoy		92.7%	50.2%	41.6%	41.6%	30.6%
直播营收	18.62	31.44	33.21	33.90	34.79	35.89
yoy		68.9%	5.6%	2.1%	2.6%	3.2%
广告营收	1.67	7.42	21.85	42.98	70.83	99.10
yoy		345.5%	194.6%	96.7%	64.8%	39.9%
其他营收（电商为主）	0.02	0.26	3.71	6.36	12.27	18.99
yoy		1170.8%	1330.6%	71.3%	93.0%	54.7%

注：假设当下其他业务营收核心为主播电商业务营收 资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 56：2018-2023E 快手核心费用率假设

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	29%	36%	41%	48%	54%	60%
销售费用率	21%	25%	45%	40%	35%	32%
管理费用率	2.7%	2.2%	2.9%	2.9%	3.0%	2.9%
研发费用率	8.6%	7.5%	11.1%	11.9%	12.0%	12.1%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

基于以上核心假设，我们预测 2021-2023 年快手分别实现营业利润-47.4 亿元、67.3 亿元、223.4 亿元，对应运营利润率分别为-6%、6%、15%。我们预测 2021-2023 年快手分别实现调整后净利率-28.0 亿元，92.3 亿元和 240.2 亿元，对应调整后净利率-3%、8%和 16%。

图表 57：2018-2023E 快手运营利润及调整净利润预测（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
运营净利润	-520.71	688.68	-10319.95	-4735.27	6728.10	22344.14
OP Margin	-3%	2%	-18%	-6%	6%	15%
调整后净利润	204.83	1033.88	-7948.81	-2804.10	9285.76	24023.71
调整后净利率	1%	3%	-14%	-3%	8%	16%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

采用分部估值方法：目标价 353.9 港元，给予“跑赢行业”评级

快手首先是一个社区，直播和广告是传统的变现模式。此外，我们预计随着直播电商的发展，其广阔的市场空间有望孕育出闭环的电商生态。我们用分部加总估值对快手进行估值，分别考虑传统社区价值（直播+广告），以及中长期电商生态的价值。

社区价值：快手兼具媒体和社交属性，根据赛道属性以及发展阶段，我们选择 Facebook、Snapchat、Twitter、腾讯、哔哩哔哩作为可比公司，可比公司 PS（2021E）和 PS（2022E）均值分别为 11.9x 和 9.1x。单 DAU 价值均值则为 398.6 美元/用户。综合考虑可比公司估值，以及快手用户中长期成长性，以及业务可比性，剔除 Snapchat 偏高估值，给予可比公司平均水平 2022 年 7.5x PS（我们预计快手直播业务达到稳态后 non-GAAP 净利润率在 15% 左右，广告业务的稳态 non-GAAP 净利润率在 30% 左右，按 2025 年营收占比加权平均后对应稳态 non-GAAP 净利润为 27%，7.5x PS 对应隐含稳态 non-GAAP PE 28x），我们预计 2022 年直播+广告营收 1056.2 亿元人民币，广告+直播业务对应估值为 1182.3 亿美元。

图表 58：社区、媒体公司 P/S 和单 DAU 价值情况测算

	市值（十亿美元）	营收（十亿美元）		P/S		最新 DAU（百万）	单 DAU 价值(美元)
		2021E	2022E	2021E	2022E		
Facebook	805.9	107.4	128.3	7.5	6.3	1,850	435.6
Snapchat	77.8	3.7	5.2	21.0	15.0	265	293.6
Twitter	48.9	4.7	5.6	10.4	8.7	192	254.7
腾讯	757.7	87.9	106.3	8.6	7.1	1,455.9	520.5
哔哩哔哩	34.2	2.9	4.1	11.8	8.3	70.0	488.6
平均值				11.9	9.1		398.6

注：股价截至 2021 年 3 月 27 日，Facebook、Snapchat、Twitter 预测数据来自彭博一致预期，腾讯、哔哩哔哩预测数据来自中金公司研究部；腾讯 DAU =（微信 MAU+QQ MAU）*0.8 预估，哔哩哔哩的 DAU 使用的 2021E 资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

电商业务价值：基于算法和信任关系优势，我们认为快手电商中长期在非标品有明显优势，成长空间较大。参考电商平台估值水平，我们认为快手电商中长期盈利空间和发展路径与阿里巴巴、拼多多更可比，考虑到快手电商目前发展阶段早于可比公司，及我们对直播电商未来空间更乐观，叠加快手在非标品类独特路线，给予 0.5 倍 2022 年 P/GMV，我们预测 2022 年 GMV 达到 9442 亿元，对应估值 704.6 亿美元。从更长期维度来看，我们认为快手电商仍有广泛成长空间，有望成为快手进一步打开估值区间的核心业务。

图表 59：电商可比公司 PS 和单 DAU 价值情况测算

	市值（十亿美元）	最新 MAU（百万）	单 MAU 价值(美元)	2021GMV（十亿美元）	P/GMV
阿里巴巴	616.10	902.0	683.0	1396.75	0.44
京东	128.40	350.0	366.9	497.25	0.26
拼多多	161.00	719.9	223.6	349.45	0.46
平均值			424.5		0.4

注：股价截至 2021 年 3 月 27 日，阿里巴巴/拼多多 MAU 为 4Q20 数据，京东 MAU 为 QuestMobile1 月数据 资料来源：公司公告，中金公司研究部（含 GMV 预测）

快手对应合理估值区间测算：我们认为快手合理估值区间为 1886.9 亿美元，对应港币市值 14717 亿港元，目标价 353.9 港元，较现价有 28.0% 上行空间，给予“跑赢行业”评级。

图表 60：快手 SOTP 估值

社区价值		2022 年直播+广告营收（亿人民币）	P/S	估值（亿人民币）	估值（亿美元）	估值（亿港元）
		1,056	7.5x	7,922	1,182	9,222
电商业务价值		2022 年 GMV（亿人民币）	P/GMV	估值（亿人民币）	估值（亿美元）	估值（亿港元）
		9,442	0.5x	4,721	705	5,496
加总				12,642	1,887	14,717

资料来源：公司公告，中金公司研究部

风险因素

主要风险：竞争格局恶化、商业化营收不及预期及内容监管风险。

- ▶ **竞争格局恶化风险：**我们判断短视频行业的完全存量竞争时代还未到来，但伴随不同平台的获客目标调整、业务条线的发展及商业化策略的调整，加上微信视频号号的不断升级，竞争格局也在不断变化。如若行业竞争加剧，对快手的用户增长、获客成本、商业化速度和盈利性可能受到不利影响。
- ▶ **商业化营收不及预期风险：**宏观环境、竞争格局和某些突发事件都可能影响快手收入，需要我们持续追踪。
- ▶ **监管风险：**短视频平台内容受到监管，因此监管的不确定性对平台的内容运营和管理提出了更高要求。此外伴随用户时长进一步增长，青少年沉迷问题可能更加严重，未成年人保护条例和行业规定可能对平台业务产生一定影响。
- ▶ **版权内容风险：**4 月 9 日，中国电视艺术交流协会等发布关于保护影视版权的联合声明，呼吁短视频平台和公众账号生产运营者切实提升版权保护意识，对目前网络上出现的公众账号生产运营者针对影视作品内容未经授权进行剪辑、切条、搬运、传播等行为，将发起集中、必要的法律维权行动。我们认为目前对短视频平台而言此类风险较为可控，但需关注版权内容方面的政策动态，最不利的结果可能包括部分视频下架、内容成本增加等。

图表 61：快手利润表预测

利润表（人民币百万）	2019A	2020A	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
营业收入	39,120	58,776	17,811	19,722	21,469	24,233	83,235	117,894
营业成本	-25,017	-34,961	-10,235	-10,431	-11,055	-11,876	-43,597	-53,682
毛利总额	14,104	23,815	7,576	9,291	10,414	12,357	39,638	64,212
销售费用	-9,865	-26,615	-7,481	-7,889	-8,588	-9,208	-33,166	-41,263
管理费用	-865	-1,677	-534	-592	-623	-703	-2,451	-3,537
研发费用	-2,944	-6,548	-2,137	-2,367	-2,555	-2,884	-9,943	-14,147
其他收入	260	704	272	288	302	324	1,186	1,463
营业利润	689	-10,320	-2,304	-1,268	-1,049	-114	-4,735	6,728
税前利润	-19,265	-117,201	-2,279	-1,243	-1,024	-89	-4,635	7,648
所得税	-386	566						-956
归属母公司股东的净利润	-19,652	-68,091	-2,279	-1,243	-1,024	-89	-4,635	6,692
经调整净利润	1,034	-7,949	-1,887	-809	-552	444	-2,804	9,286

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 62：快手资产负债表预测

资产负债表（百万人民币）	2019A	2020A	2021E	2022E
现金	3,996	20,392	94,065	105,036
短期存款及限制性资金	1,272	2,733	2,733	2,733
金融资产	8,902	3,690	4,210	4,730
应收账款	1,107	2,428	1,922	2,641
预付账款及其他	2,033	2,285	3,236	4,584
流动资产	17,311	31,528	106,167	119,724
固定资产	6,232	7,206	8,585	9,690
无形资产及代理权费	5,473	6,448	8,012	10,004
金融资产	2,258	3,843	3,843	3,843
其他非流动资产	1,140	3,122	3,809	4,809
非流动资产	15,103	20,619	24,249	28,346
总资产	32,414	52,147	130,416	148,070
应付账款	9,055	11,544	14,396	17,726
递延收益	3,028	5,763	8,162	11,560
其他流动性负债	3,291	5,877	6,647	8,587
流动负债	15,374	23,185	29,204	37,873
非流动负债	72,770	189,012	5,718	5,418
总负债	88,143	212,197	34,922	43,291
股东权益	-55,729	-160,050	95,494	104,779
负债及股东权益合计	32,414	52,147	130,416	148,070

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 63：快手现金流量表预测

现金流量表（百万人民币）	2019A	2020A	2021E	2022E
净利润	-19,652	-68,091	-2,279	-1,243
折旧摊销	2,160	4,863	7,004	9,834
运营资本变动	5,168	5,478	6,174	6,603
其他非现金性调整	20,343	60,039	-1,832	8,089
经营性现金流	8,020	2,289	9,067	23,282
资本支出	-2,548	-5,900	-9,950	-12,935
投资性现金流	-10,149	-4,867	-9,547	-11,732
融资性现金流	698	19,290	74,153	-580
汇兑损益影响	56	-316	-	-
货币资金增加	-1,374	16,395	73,674	10,971

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 64: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	财报货币	收盘价	目标价	评级	市盈率		市销率	
							2020A/E	2021E	2020A/E	2021E
BABA.US	阿里巴巴*	USD	CNY	228.24	311.00	跑赢行业	27.1(a)	23.4(a)	5.8(a)	4.5(a)
00700.HK	腾讯控股*	HKD	CNY	620.50	682.00	中性	41.1	34.1	10.4	8.7
NTES.US	网易*	USD	CNY	104.93	145.00	跑赢行业	31.2	25.0	6.4	5.4
09999.HK	网易-S*	HKD	CNY	162.80	227.00	跑赢行业	38.0	29.8	6.4	5.4
03690.HK	美团点评-W*	HKD	CNY	314.00	426.00	跑赢行业	508.3	N.M.	13.6	8.6
WB.US	微博	USD	USD	49.42	n.a.	n.a.	21.8	20.0	6.6	5.5
JD.US	京东*	USD	CNY	82.14	106.00	跑赢行业	54.2	43.8	1.2	0.9
VIPS.US	唯品会*	USD	CNY	29.04	50.00	跑赢行业	22.3	16.5	1.3	1.0
BZUN.US	宝尊电商*	USD	CNY	36.53	42.00	中性	37.7	29.4	2.2	1.6
PDD.US	拼多多*	USD	CNY	140.20	178.00	跑赢行业	N.M.	N.M.	20.1	10.8
00780.HK	同程艺龙	HKD	CNY	18.48	n.a.	n.a.	97.7	21.8	5.6	3.9
YY.US	欢聚时代*	USD	CNY	103.27	136.00	跑赢行业	N.M.	N.M.	4.1	2.9
MOMO.US	陌陌*	USD	CNY	15.87	15.60	跑赢行业	8.1	9.2	1.4	1.5
00799.HK	IGG*	HKD	USD	10.66	12.10	中性	6.2	8.8	2.3	1.7
HUYA.US	虎牙直播	USD	CNY	18.79	n.a.	n.a.	33.4	26.4	2.6	2.3
SY.US	新氧*	USD	CNY	9.62	15.00	跑赢行业	70.7	21.9	5.2	3.6
01024.HK	快手-W*	HKD	CNY	276.40	353.90	跑赢行业	N.M.	N.M.	16.5	11.9

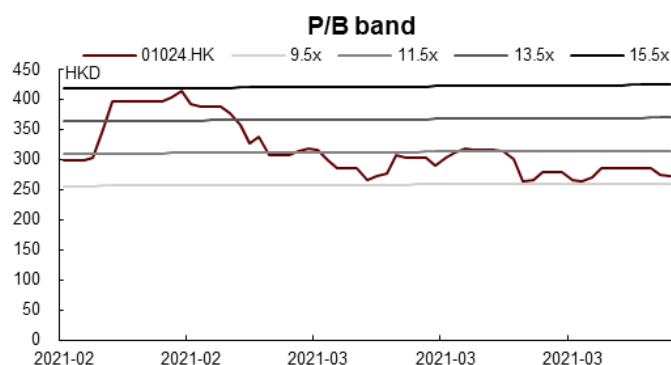
注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年

港股收盘于北京时间 2021-04-09；WB.US 收盘于北京时间 2021-04-07；BABA.US, NTES.US, JD.US, VIPS.US, BZUN.US, PDD.US, YY.US, MOMO.US, HUYA.US, SY.US 收盘于北京时间 2021-04-08

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

图表 65: 历史 P/B



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。

V190624
编辑：樊荣，张莹

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

