

2021 年 3 月 15 日



快手科技： 从快手“出圈”看短视频长期趋势

评级：持有

首次覆盖

我们首次覆盖快手（1024.HK），给予持有评级，目标价 310 港元。短视频，作为崛起中的超级流量入口，逐渐成为互联网基础应用，且具备多元变现潜力。快手作为中国短视频龙头之一，我们看好其长期前景，广告和直播带货将成为其主要增长驱动，我们预计收入未来三年年均复合增长 45%。我们认为，快手的长期发展取决于其出圈进程，包含四个方向：用户层，提升品牌形象，向高线用户渗透；结构层，去家族化，向 MCN 和供应链渗透；内容层，打造泛娱乐内容生态，向中长视频和 PUGC 渗透；区域层，优化出海战略，向海外市场渗透。但是，我们认为目前估值已基本反映了未来一年的增长预期，给予“持有”评级。

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

林琰（研究部主管）
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

目录

思考一：快手为何受到追捧？	5
短视频仍处于红利期	6
用户时长成为流量争夺焦点	7
思考二：如何看快手变现的市场空间？	8
直播打赏保持稳健增长	10
短视频广告高速增长	11
直播电商或成为新的驱动	12
思考三：快手和抖音，有何不同？	14
用户分布：快手侧重于下沉市场	16
分发机制：快手主打“普惠价值”，去中心化运营	17
商业变现：快手直播强势，广告稍逊	18
思考四：关于快手“出圈”的猜想	20
“农村包围城市”的故事可否复制？	20
“家族文化”是一把双刃剑	22
“生态”是互联网巨头的终极对决	23
出海：看见更广阔的世界	26
估值分析与预测	27
首予“持有”评级，目标价 310 港元	27
投资风险	29
财务分析及预测	30
预计未来三年年均复合增长 45%	30
利润率或持续改善	32
SPDBI 乐观与悲观情景假设	33
公司背景	35
财务报表	36



快手科技 (1024.HK): 从快手“出圈”

看短视频长期趋势

今年2月5日,快手作为短视频第一股登陆港股市场,受到市场追捧。快手是我国最大的直播平台、第二大直播电商平台,也是中国第二大短视频平台,截至2020年11月,快手的MAU达到4.81亿。我们首次覆盖快手(1024.HK),给予持有评级,12个月目标价为310港元,基本与现价持平。

· **短视频,崛起的超级流量入口,多元变现模式:**短视频是中国互联网在过去几年最大的风口,仍处于红利期,无论是在用户数量和用户时长。视频化表达将是长期趋势,短视频逐渐成为互联网基础应用。快手作为短视频龙头之一,我们预计MAU到2022年有望突破6亿。此外,快手凭借自身巨额流量优势,有多种商业变现潜力。我们认为广告和直播带货将成为其主要增长驱动,预计其收入未来三年年均复合增长45%。

· **快手持续“出圈”,进一步打开市场空间:**短视频行业未来或呈现多个巨头并存的格局,不同平台将拥有各自的品牌调性。快手特点在于:普惠价值,重视中长尾用户;下沉市场用户占比较大;社区属性更强,用户粘性和互动性高。我们认为,快手的长期发展则取决于其出圈进程,包含四个方向:用户层,提升品牌形象,农村包围城市,向高线用户渗透;结构层,去家族化趋势,向MCN和上游供应链渗透;内容层,打造泛娱乐内容生态,向中长视频和PUGC渗透;区域层,优化出海战略,向海外市场渗透。

· **估值:**我们给予“持有”评级,目标价为310港元。我们基于分布加总法,得到目标价310港元,对应13x/9x的2021和2022年P/S。我们看好快手的长期发展,同时认为公司目前估值已基本反映了未来一年的增长预期,给予“持有”评级。

· **投资风险:**宏观经济放缓;短视频行业竞争激烈;直播带货政策监管趋严。

图表 1: 快手财务摘要

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入	20,301	39,120	58,100	85,560	118,413
营收增速	143.4%	92.7%	48.5%	47.3%	38.4%
调整后净利润	205	1,034	(8,196)	(2,699)	6,922
调整后净利率	1.0%	2.6%	-14.1%	-3.2%	5.8%
调整后 EPS (元)	0.2	1.1	(2.4)	(0.7)	1.7
PS (x)			15	13	9

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

2021年3月15日

评级

持有

目标价(港元)	310
潜在升幅/降幅	2.0%
目前股价(港元)	308
52周内股价区间(港元)	250.0-417.8
总市值(十亿港元)	1,264.3
近90日日均成交额(百万港元)	6,484

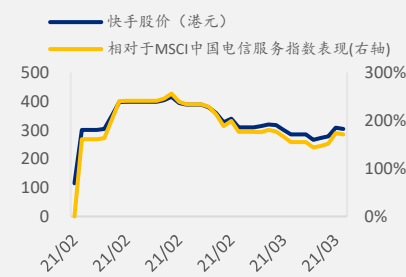
注: 截至2021年3月11日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

快手科技 (1024.HK): 从快手“出圈”看短视频长期趋势

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入	20,301	39,120	58,100	85,560	118,413
收入成本	(14,498)	(25,017)	(35,441)	(47,058)	(59,207)
毛利	5,802	14,104	22,659	38,502	59,207
销售费用	(4,262)	(9,865)	(27,307)	(34,224)	(43,813)
管理费用	(542)	(865)	(1,452)	(1,711)	(2,368)
研发费用	(1,755)	(2,944)	(4,938)	(6,845)	(8,289)
其他营业费用	237	260	1,000	-	-
经营盈利	(521)	689	(10,039)	(4,278)	4,737
财务成本净额	52	(11)	(30)	(44)	(61)
优先股公允价值变动	(11,933)	(19,943)	(100,000)	(20,000)	(20,000)
除税前盈利	(12,401)	(19,265)	(110,069)	(24,322)	(15,325)
所得税开支	(28)	(386)	770	-	-
年度盈利	(12,429)	(19,652)	(109,299)	(24,322)	(15,325)

非通用会计准则

年度盈利	(12,429)	(19,652)	(109,299)	(24,322)	(15,325)
股份酬金	702	742	1,102	1,623	2,247
优先股公允价值变动	11,933	19,943	100,000	20,000	20,000
调整后年度盈利	205	1,034	(8,196)	(2,699)	6,922

现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
净利润	(12,429)	(19,652)	(109,299)	(24,322)	(15,325)
折旧	1,155	2,098	4,328	3,892	4,843
摊销	25	63	67	63	59
营运资金变动	565	5,168	3,236	3,428	3,467
其他调整项	12,504	20,343	101,248	21,837	22,543
经营现金流	1,819	8,020	(419)	4,898	15,588
购买固定资产净额	(2,866)	(2,548)	(3,784)	(5,572)	(7,711)
购买金融资产净额	(2,272)	(6,193)	-	-	-
定期存款	-	(1,381)	(1,034)	(1,496)	(1,790)
其他投资现金流	(485)	(27)	-	-	-
投资现金流	(5,623)	(10,149)	(4,817)	(7,068)	(9,501)
借款净额	-	-	500	1,000	2,000
其他融资现金流	6,034	698	30,000	-	-
融资现金流	6,034	698	30,500	1,000	2,000
现金及现金等价物净流量	2,230	(1,430)	25,263	(1,169)	8,087
汇率变动影响	452	56	-	-	-
年初现金及现金等价物	2,689	5,370	3,996	29,260	28,090
年末现金及现金等价物	5,370	3,996	29,260	28,090	36,177

资产负债表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
物业及设备	2,421	6,232	6,398	8,255	11,174
使用权资产	1,272	4,353	3,642	3,464	3,413
无形资产	1,046	1,120	1,053	990	930
其他非流动资产	958	3,398	3,815	4,419	5,142
非流动资产合计	5,696	15,103	14,908	17,128	20,659
贸易应收账款	129	1,107	1,645	2,422	3,352
定期存款	-	1,271	1,888	2,780	3,847
现金及现金等价物	5,370	3,996	29,260	28,090	36,177
其他流动资产	5,284	10,936	10,936	10,936	10,936
流动资产合计	10,783	17,311	43,728	44,228	54,313
资产总额	16,479	32,414	58,637	61,357	74,972
股本	0	0	0	0	0
其他储备	(28)	(321)	(321)	(321)	(321)
累计亏损	(35,676)	(55,408)	(164,561)	(188,670)	(203,698)
权益总额	(35,704)	(55,729)	(164,882)	(188,991)	(204,020)
非流动负债合计	48,142	72,770	72,770	72,770	72,770
借款	-	-	500	1,500	3,500
应付账款	2,026	9,055	12,828	17,033	21,431
可转换可赎回优先股	-	-	130,000	150,000	170,000
其他流动负债	2,017	6,319	7,421	9,045	11,291
流动负债合计	4,042	15,374	150,749	177,578	206,222
负债总额	52,184	88,143	223,519	250,347	278,992
权益及负债总额	16,479	32,414	58,637	61,357	74,972

主要财务比率

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
盈利增速					
营业收入增速	143.4%	92.7%	48.5%	47.3%	38.4%
毛利润增速	122.2%	143.1%	60.7%	69.9%	53.8%
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	(73.5%)	404.7%	NM	NM	NM
盈利能力比率					
毛利率	28.6%	36.1%	39.0%	45.0%	50.0%
经营利润率	(2.6%)	1.8%	(17.3%)	(5.0%)	4.0%
净利率	(61.2%)	(50.2%)	(188.1%)	(28.4%)	(12.9%)
调整后净利率	1.0%	2.6%	(14.1%)	(3.2%)	5.8%
每股指标 (元)					
基本EPS	(13.3)	(21.0)	(32.2)	(5.8)	(3.7)
摊薄EPS	(13.3)	(21.0)	(32.2)	(5.8)	(3.7)
调整后EPS	0.2	1.1	(2.4)	(0.6)	1.7
每股指标增速					
基本EPS增速	(38.0%)	58.1%	53.1%	(81.8%)	(37.0%)
摊薄EPS增速	(38.0%)	58.1%	53.1%	(81.8%)	(37.0%)
调整后EPS增速	(73.5%)	404.7%	(318.2%)	(73.1%)	(356.5%)
估值 (倍)					
调整后目标P/E		238.1	(109.1)	(406.1)	158.3
目标P/S		6.3	15.4	12.8	9.3
目标P/B		(4.4)	(5.4)	(5.8)	(5.4)

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

快手（1024.HK）：

从快手“出圈”看短视频长期趋势

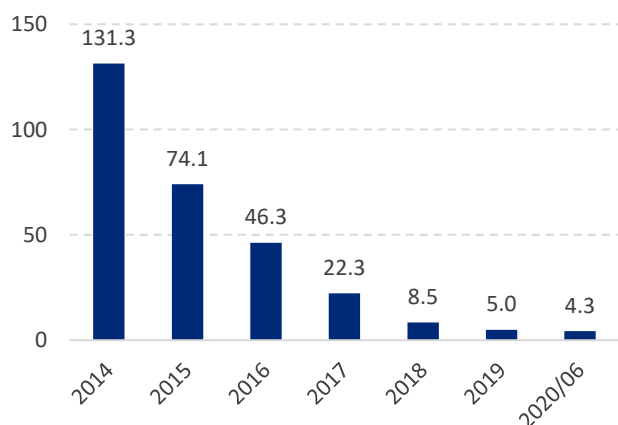
思考一：快手为何受到追捧？

今年2月5日，快手作为短视频第一股登陆港股市场，受到市场追捧，上市首日股价涨逾160%，也反映了市场对短视频赛道的长期看好。

短视频，成为新的超级流量入口。随着我国通信网络的不断完善，4G流量资费不断下调，为短视频的爆发提供了网络基础。智能手机摄像功能持续升级，也为此提供更强的设备支持。“快餐文化”下，短视频可以充分利用碎片化时间，逐渐成为大众的主要娱乐方式；网红经济盛行，自媒体从业人数骤增，也为短视频提供了高质量的内容输出。此外，传统社交支配下的焦虑情绪越来越重，而短视频由于较为轻松的氛围，受到用户青睐。

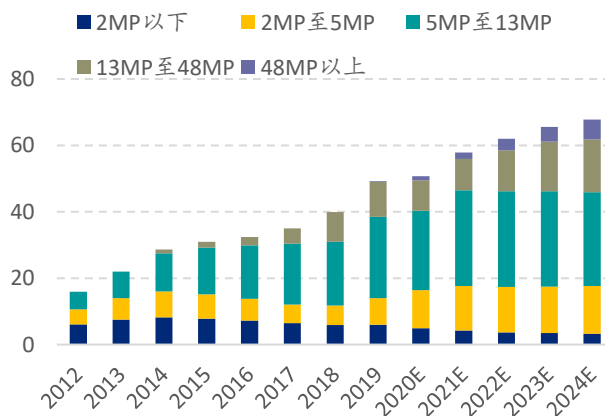
视频化表达已成为大的趋势，短视频逐渐成为基础应用。短视频是中国互联网在过去几年中最大的风口。互联网信息承载媒介不断更迭，从文本、图片再到视频，互联网信息传递效率在不断提升。相比于传统媒介，短视频可以在有限时间内提供高密度的信息输出。

图表 2：中国移动数据流量资费（元/MB）



资料来源：CAICT、浦银国际

图表 3：全球手机摄像头按像素细分市场规模（亿颗）



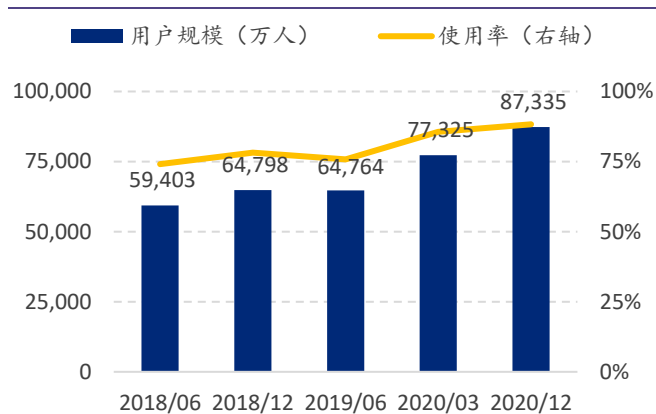
E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际《光学行业：点亮世界，看见未来》

● 短视频仍处于红利期

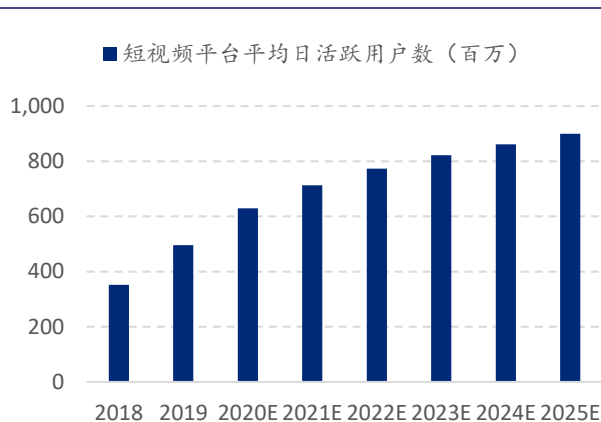
整体规模增长，红利延续。根据 CNNIC，截至 2020 年 12 月，我国短视频用户规模为 8.73 亿，占网民整体的 88.3%，较 2020 年 3 月增长约 1 亿，渗透率已处于高位。而未来的增长将更多是来自 DAU 用户的提升，根据艾瑞数据，2019 年我国短视频平均 DAU 已接近 5 亿，预计到 2025 年有望增至 9 亿，仍有很大增长空间。

图表 4: 中国短视频用户规模及使用率



资料来源: CNNIC、浦银国际

图表 5: 中国短视频平台 DAU 增速

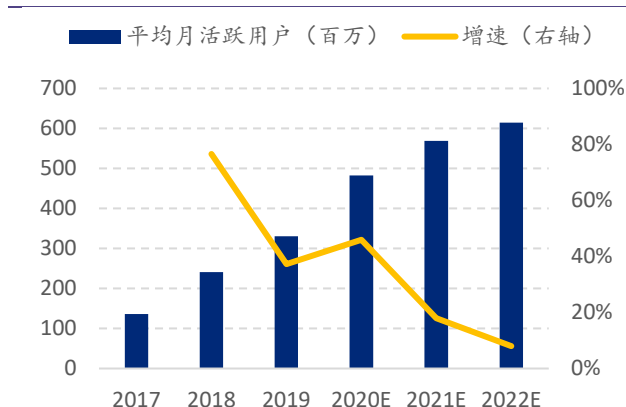


E=艾瑞预测

资料来源: 艾瑞、浦银国际

快手也将享受行业增长红利。我们预测快手的 MAU 在 2022 年有望突破 6 亿，DAU 或达到 3.5 亿，未来三年年均复合增长 26%。

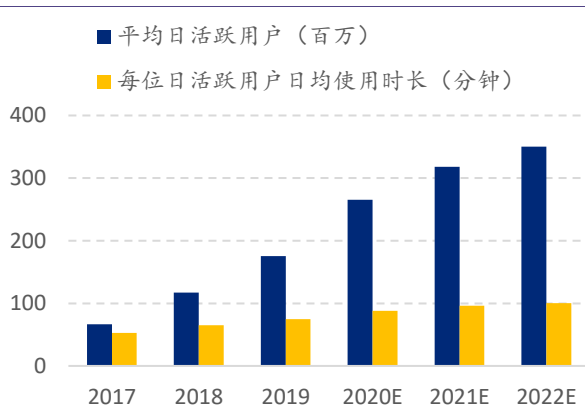
图表 6: 快手 MAU 预测



E=浦银国际预测

资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 7: 快手 DAU 预测



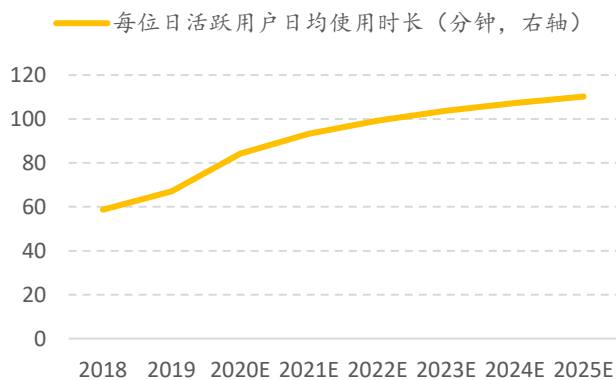
E=浦银国际预测

资料来源: 公司财报、浦银国际

● 用户时长成为流量争夺焦点

用户时长仍有很大提升空间。根据 Questmobile，短视频 APP，包括快手、抖音等，人均使用时长和单日打开次数均高于腾讯视频、爱奇艺等长视频 APP，成为新的视频流量高地。根据艾瑞数据，2019 年单用户在短视频平台的时长约为 67 分钟，预计到 2025 年有望增至 110 分钟。

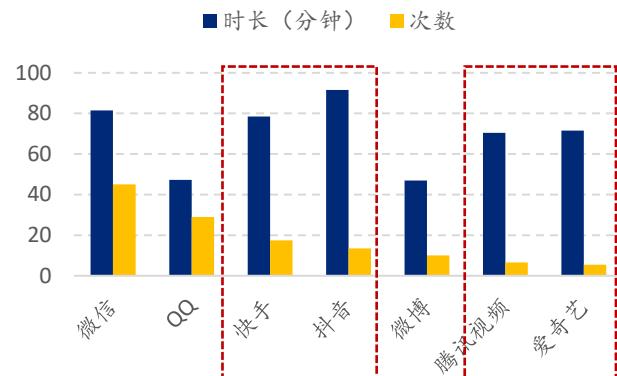
图表 8: 中国短视频平台日均使用时长



E=艾瑞预测

资料来源：艾瑞、浦银国际

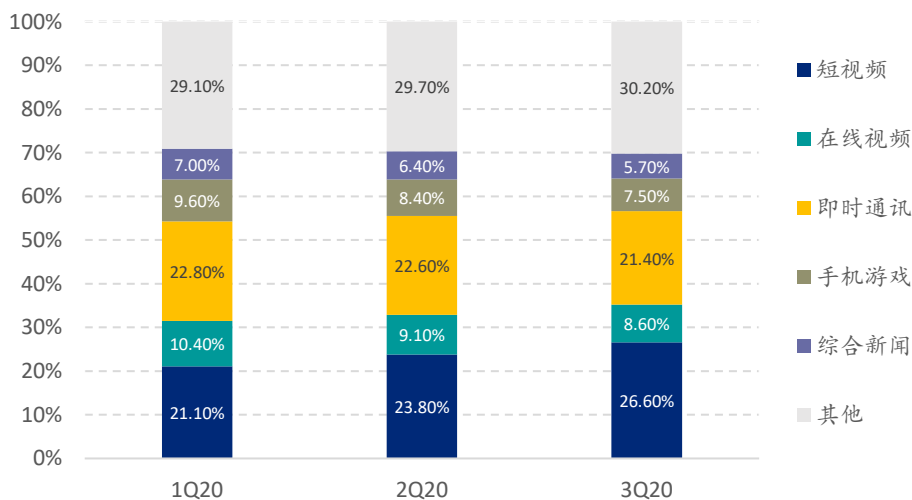
图表 9: 移动互联网流量入口对比 (2020.06)



资料来源：Questmobile、浦银国际

短视频，无论是在用户数，还是在用户时长方面，都已逐渐成为互联网行业的基础应用。根据极光统计的中国移动网民人均 APP 使用时长，短视频的占比从 1Q20 的 21.1% 增长至 3Q20 的 26.6%，持续稳步提升。此外，短视频也是 2020 年前三季度互联网人均使用时长增加最多的垂直领域。

图表 10: 短视频用户时长占比不断提升

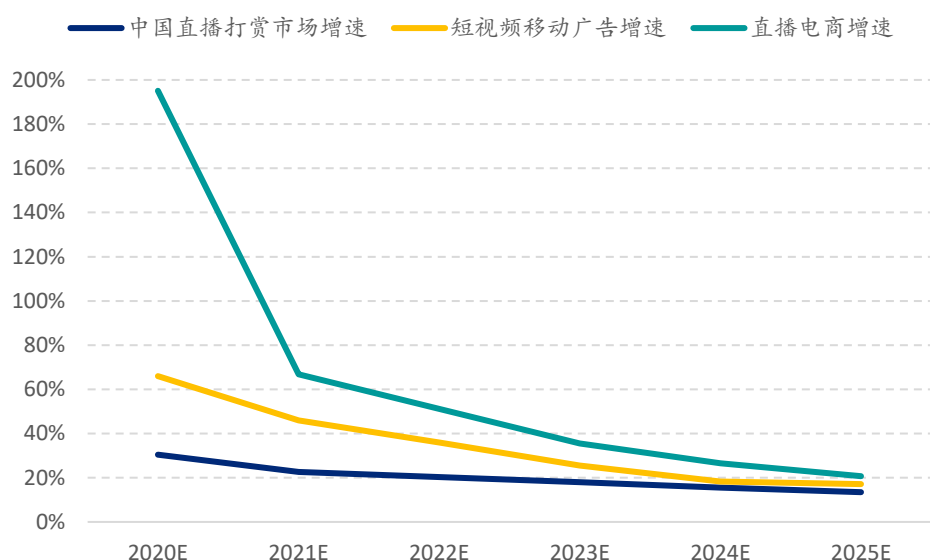


资料来源：极光大数据，浦银国际

思考二：如何看快手变现的市场空间？

短视频具备多种变现可能。短视频本身更多地还是作为流量入口，而在其巨大流量基础上可以形成多元变现模式，主要包括直播打赏、广告和电商带货等。目前，直播打赏已较为成熟，而短视频广告正处于加速变现期，直播电商变现在高速增长。而各个短视频平台因为各自发展阶段不同，在变现模式选择和侧重方面也有所不同。

图表 11: 短视频不同变现模式市场增速

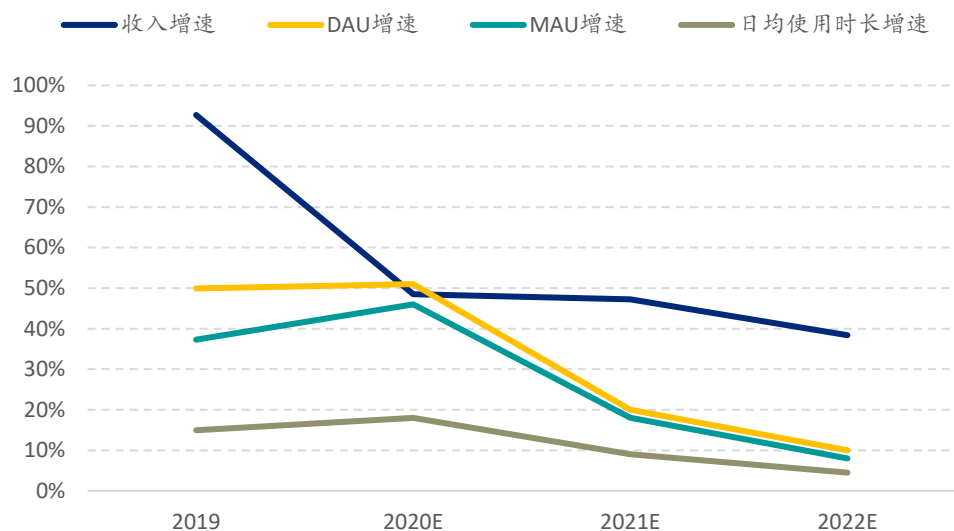


E=艾瑞预测

资料来源：艾瑞，浦银国际

从短视频不同变现模式的未来增速来看，直播电商未来五年的增速最快，其次为短视频广告，然后为直播打赏。我们认为，快手的收入结构变化与此保持一致，其他服务（以直播电商为主）和线上营销服务（广告收入）占比将逐步提升。

图表 12: 快手加速商业变现

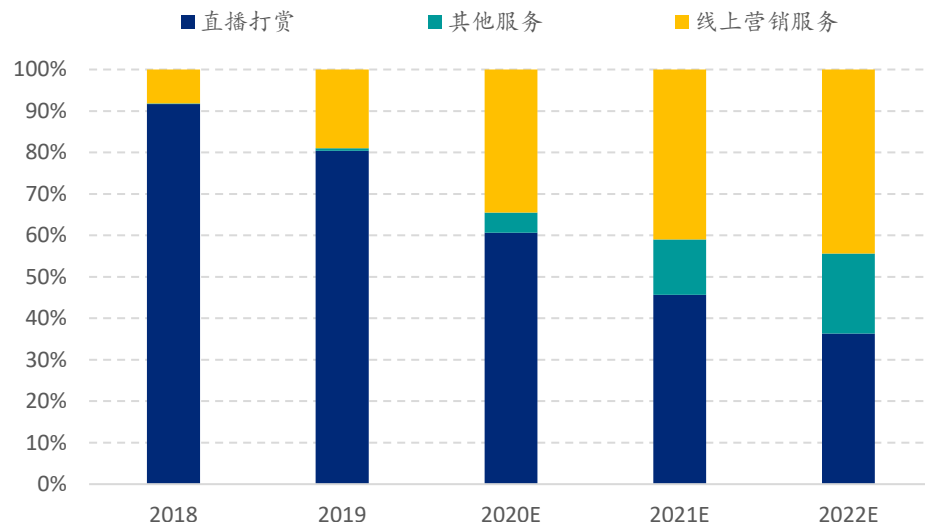


E=浦银国际预测

资料来源：公司财报，浦银国际

根据公司招股书,截至 2020 年 9 月,快手最大的收入来源为直播打赏收入,约占 62%;其次为线上营销服务,即广告收入,占比 33%;其他服务占比约 5%,主要为电商带货相关收入,以及包括游戏和在线教育等增值服务。我们预计到 2025 年,直播打赏、线上营销服务和直播电商的收入占比分别为 19%、44%和 36%。

图表 13: 快手收入结构预测



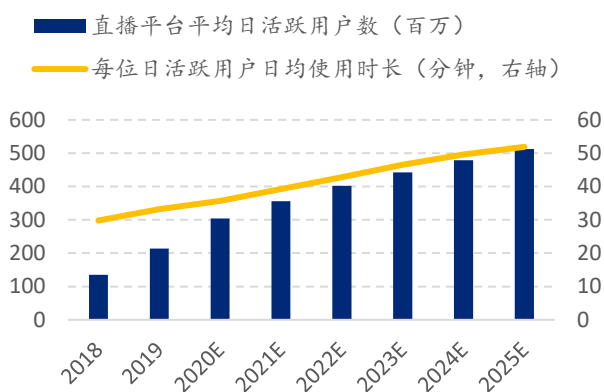
E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

直播打赏保持稳健增长

直播打赏相对稳健。根据艾瑞统计，2019 年中国直播虚拟礼物打赏规模为 1400 亿元，预计未来五年年均复合增长近 20%。直播平台日活将从 2019 年的 2.1 亿增至 2025 年的 5.1 亿，日活时长也将从 2019 年的 33.2 分钟增至 2025 年的 51.9 分钟。

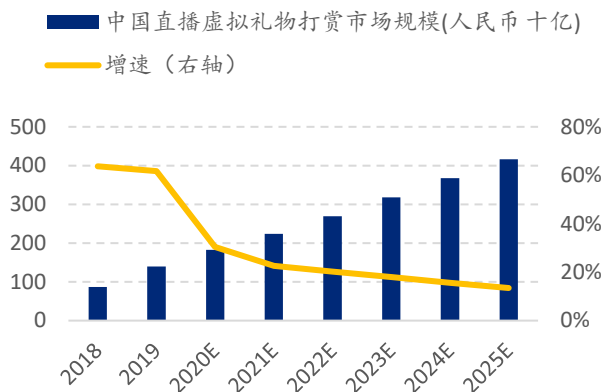
图表 14: 中国直播平台日活用户及使用时长



E=艾瑞预测

资料来源: 艾瑞、浦银国际

图表 15: 中国直播虚拟礼物打赏市场规模

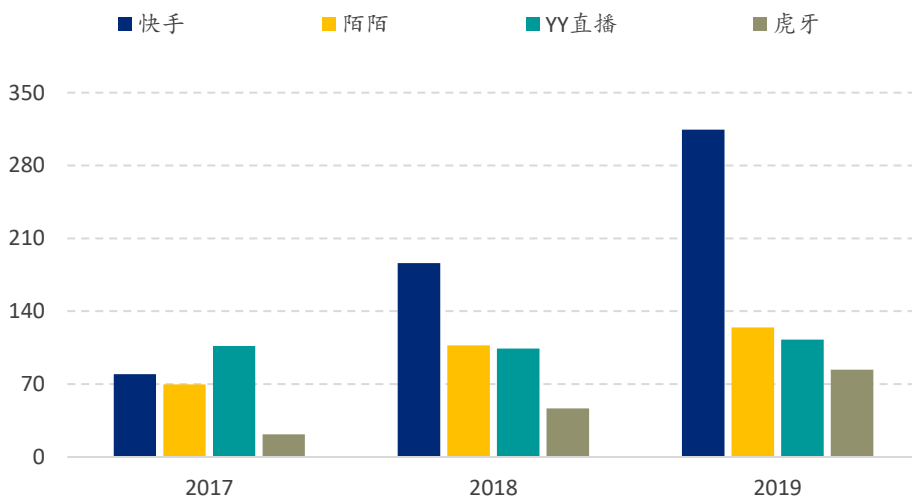


E=艾瑞预测

资料来源: 艾瑞、浦银国际

直播和短视频存在着天然的协同性。直播由于强互动性，用户粘性高于短视频，而短视频由于可重复观看，更利于其内容的传播。快手以短视频的身份切入直播赛道，凭借平台积累的用户优势，直播打赏营收规模后来居上，反超其他垂直直播平台。

图表 16: 中国直播平台收入对比 (人民币 亿)

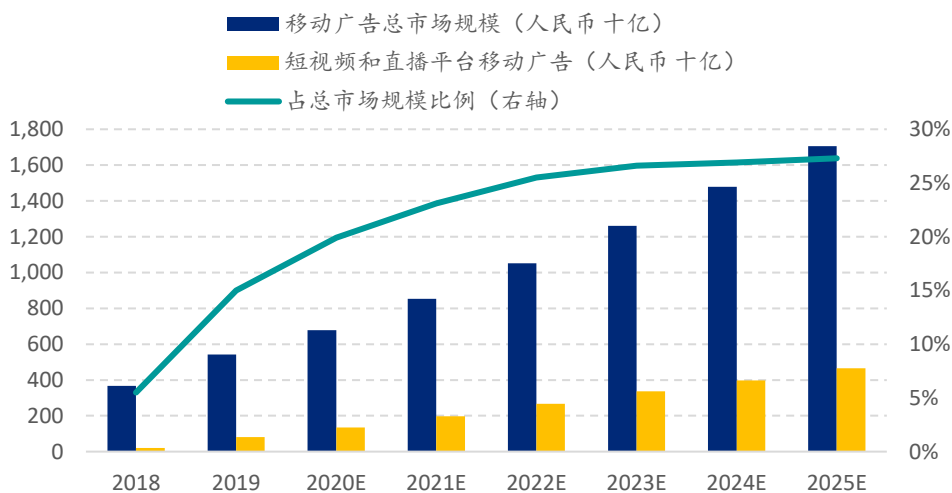


资料来源: 公司年报, 浦银国际

● 短视频广告高速增长

短视频广告行业保持高速增长。艾瑞数据显示，2019 年我国短视频和直播平台的广告市场规模为 814 亿，并预计未来五年年均复合增长 34%，远高于移动广告大盘的增速，在移动广告规模占比也将从 2019 年的 15% 升至 2025 年的 27%。

图表 17: 中国移动广告总市场规模及短视频和直播平台移动广告规模（亿）

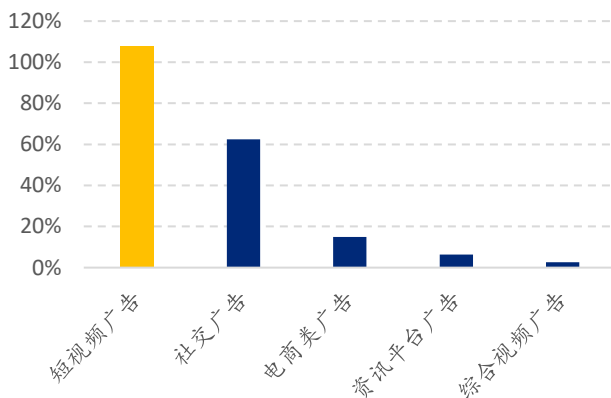


E=艾瑞预测

资料来源：艾瑞、浦银国际

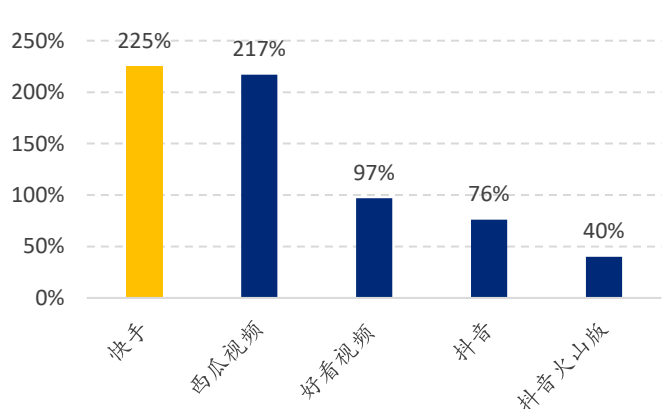
短视频正逐渐成为移动广告的重要投放渠道。根据 Questmobile 统计，在 2020 年三季度，我国短视频广告投放费同比翻倍，远高于社交广告、资讯广告和长视频广告。短视频广告逐渐受到广告主的青睐。

图表 18: 中国各类广告投放费同比增长（3Q20）



资料来源：Questmobile、浦银国际

图表 19: 中国短视频平台广告收入增速（3Q20）



资料来源：Questmobile、浦银国际

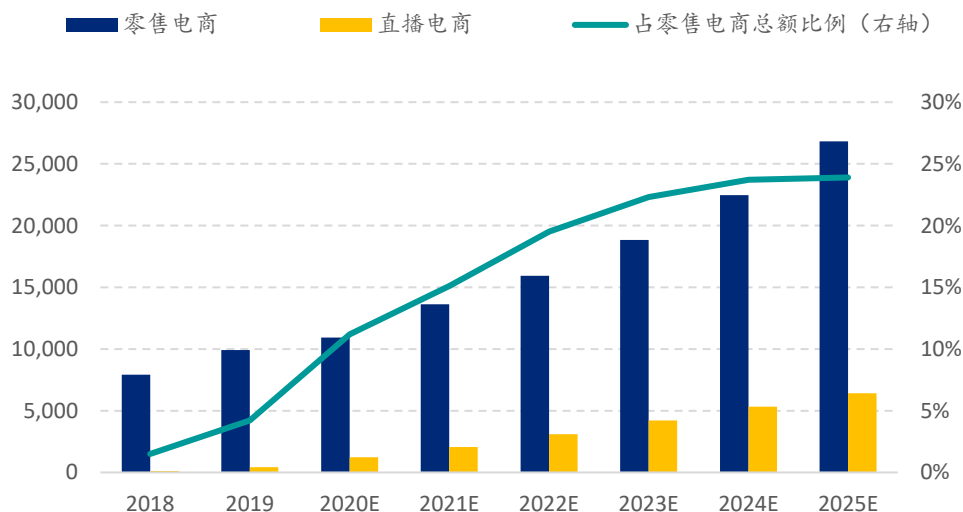
快手的广告业务由于起步稍晚，3Q20 的广告收入同比增速达 225%，居行业第一，但整体收入规模仍与抖音存在一定差距。

目前快手的在线营销业务主要由广告服务和快手粉条两部分。其中广告服务通过推荐短视频、首页弹出广告、横幅广告等方式，以此向广告主收取费用；而快手粉条则是通过在指定的时间内向目标观众推送短视频或直播来进行收费变现。

● 直播电商或成为新的驱动

直播电商正逐渐成为零售电商的重要渠道，或成为快手新的增长驱动：艾瑞统计 2019 年中国直播电商规模为 4168 亿元，并预测到 2025 年，增至 6.4 万亿元，年均复合增长 58%，远高于零售电商 18% 的增速。而直播电商占零售电商规模的比例也预计将从 2019 年的 4.2% 提升至 2025 年的 24%。

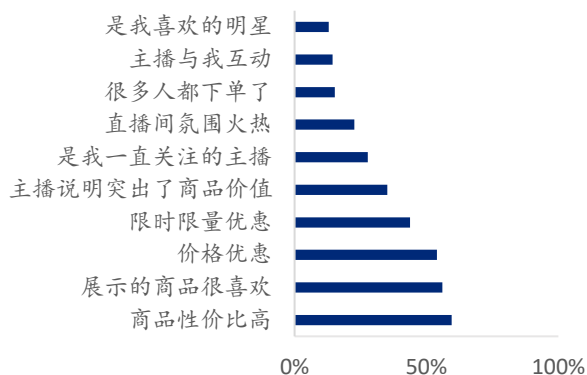
图表 20: 中国直播电商市场规模（十亿元）



E=艾瑞预测

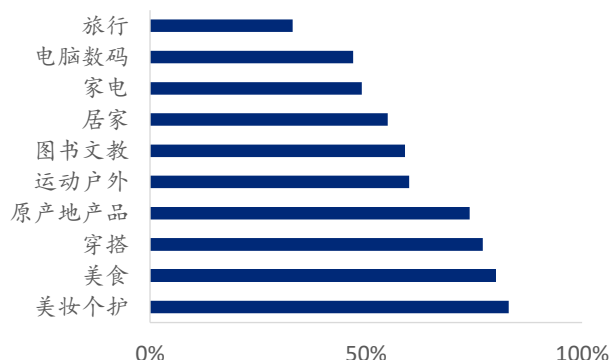
资料来源：艾媒、浦银国际

图表 21: 直播电商行业购物驱动因素 (2020 年 3-4 月)



资料来源: 艾媒、浦银国际

图表 22: 直播电商各品类转化率



注: 转化率为购买过用户与观看过的用户比率

资料来源: DATA100、浦银国际

在直播带货品类方面, 美妆个护、美食和穿搭类的转化率相对较高。而根据用户调查数据显示, 用户选择的直播电商的主要因素包括商品性价比高, 展示商品喜欢, 价格优惠等。

图表 23: 直播带货产业链

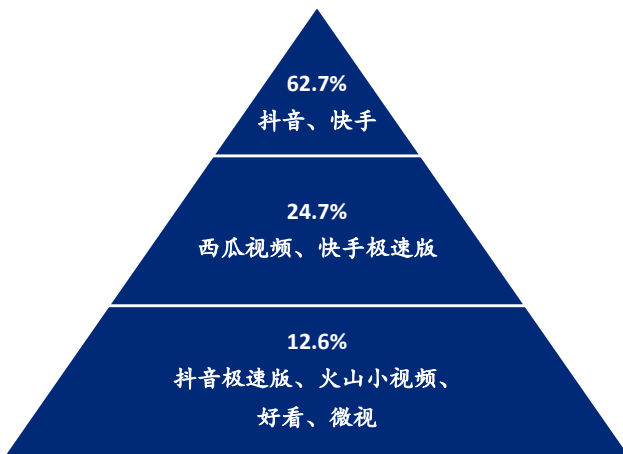


资料来源: 艾媒、浦银国际

思考三：快手和抖音，有何不同？

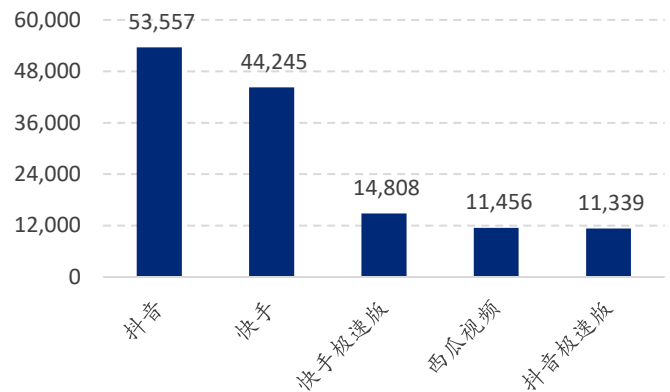
短视频的竞争格局，逐渐从“两强争霸”演变为“三国杀”局面。目前，头条系和快手在用户规模上遥遥领先，而视频号凭借微信的巨额流量扶持，也在加速追赶。根据 Questmobile，按照 MAU 排序，字节跳动和快手系包揽中国短视频 APP 中的前五（视频号非独立 APP，未包含在内）：其中抖音、快手稳居前二。短视频去重后 CR5 达到 89%，进一步向头部集中。

图表 24：中国短视频平台竞争格局：梯队分布



资料来源：Mobtech、浦银国际

图表 25：中国短视频 Top5 APP 的 MAU (2020.12)



资料来源：Questmobile、浦银国际

短视频领域，长期来看或出现多个巨头共存的格局，不同平台的内容拥有各自的品牌调性。而短期来看，各个短视频平台的产品端则在不断趋同，各自取长补短。各短视频平台在不断向对方腹地渗透，从而满足不同类型的用户需求，争夺更多用户。抖音 APP 主打全面屏，沉浸式体验，而抖音极速版在“关注”界面，则采用了双列形式；快手 APP，过去主打双列模式，而去年推出快手 8.0 版本，兼容双列呈现（“发现”界面）和单列上下滑动（“精选”界面）两种浏览模式。而长期来看，未来视频的原创性将极大地影响用户留存。

图表 26: 快手 APP



资料来源：快手 APP、浦银国际

图表 27: 快手极速版 APP



资料来源：快手极速版 APP、浦银国际

由于视频号并不是作为独立的 APP 来运营，且起步较晚，因此在产品运营和商业变现等方面和传统的短视频巨头还存在着一定差别。而抖音和快手的差异化竞争主要在于用户分布、分发机制和商业变现三个方面。

图表 28: 抖音 vs 快手

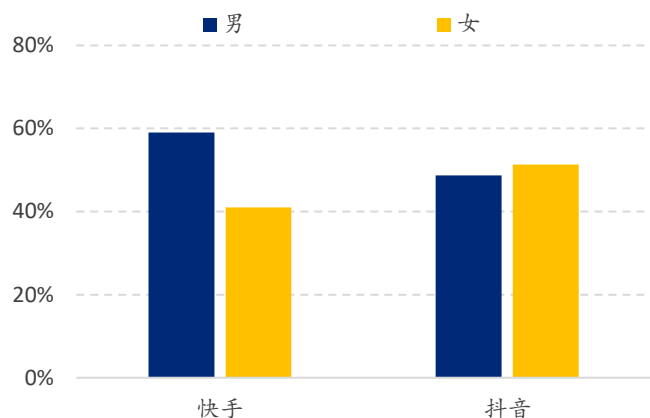
平台	快手	抖音
用户分布	低线城市用户占比较大	用户分布相对均衡
分发机制	普惠价值，去中心化运营，重视中长尾用户	侧重中心化运营，对头部爆款给予更多流量支持
商业变现	直播和带货更强势	广告变现更为领先

资料来源：浦银国际

● 用户分布：快手侧重于下沉市场

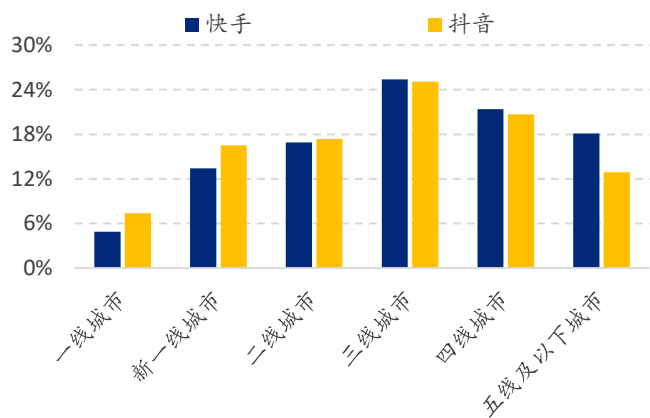
从用户的城市分布来看，相对于抖音，快手的低线城市用户占比更大，侧重于下沉市场。根据 Quest Mobile 统计的 2020 年 12 月数据显示，快手的高线城市占比为 35%，而抖音的高线城市用户占比超过 41%。此外，快手的男性用户占比较高，近六成，而抖音的性别分布则更为均衡，女性用户稍多。

图表 29: 2020 年 6 月快手、抖音性别分布



资料来源：艾媒、浦银国际

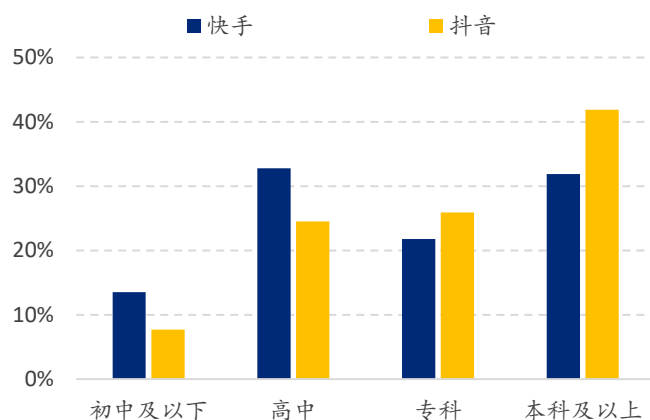
图表 30: 2020 年 12 月快手、抖音用户城市线级比例



资料来源：Questmobile、浦银国际

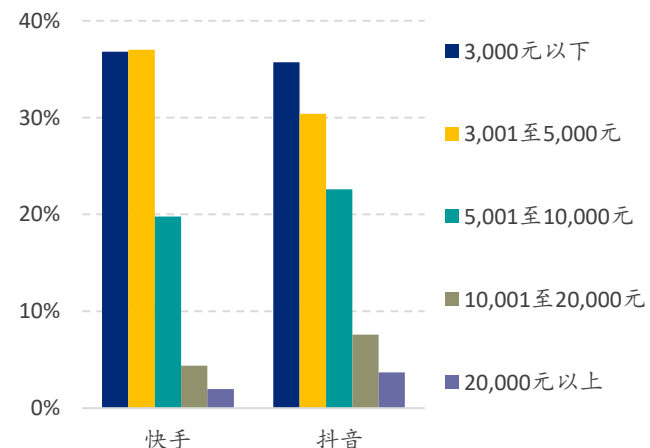
从用户收入来看，月收入 5000 元以下人群，抖音占比 66%，快手为 74%；从学历来看，高中及以下学历人群，抖音占比为 32%，快手占比为 46%。

图表 31: 快手、抖音活跃用户学历分布



资料来源：企鵝智酷、浦银国际

图表 32: 2020 年 11 月中国短视频头部应用用户月收入分布



资料来源：艾媒、浦银国际

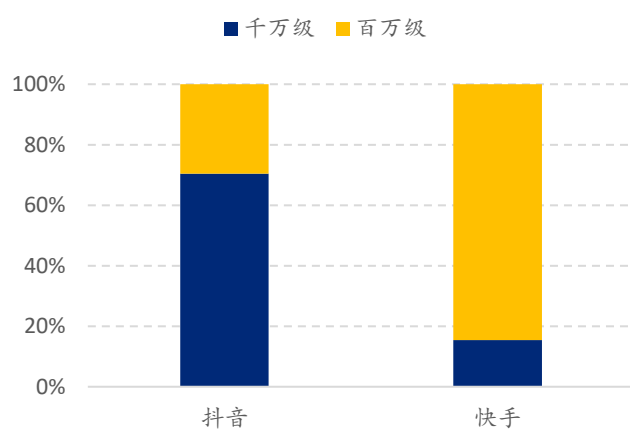
● 分发机制：快手主打“普惠价值”，去中心化运营

快手趋向于去中心化，主打“普惠价值”，更利于长尾用户。快手注重对私域流量的运营，只有 30% 的流量是分配给头部热门内容，剩下的 70% 的流量是分配给中长尾内容。这种去中心化的推荐算法使得普通人的作品也能得到一定曝光。抖音则更强调对公域流量的把控，头部爆款的作品会得到更多的流量扶持。

快手 APP，“发现”界面为双列呈现模式，用户选择权更大。而抖音 APP，全屏沉浸体验，平台拥有更大的流量掌控权，决定用户优先看到的内容。

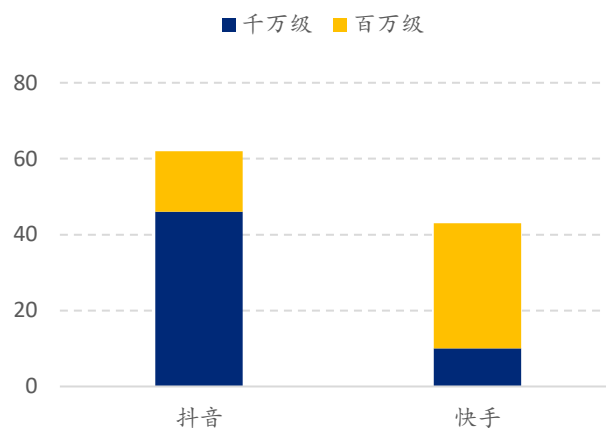
从各个平台的 KOL 分布来看，快手的中腰部的 KOL 占比更大，而抖音的粉丝则更向头部 KOL 集中。

图表 33: Top1000 KOL 各量级占比



资料来源：克劳锐、浦银国际

图表 34: Top1000 KOL 各量级粉丝覆盖量（亿）



资料来源：克劳锐、浦银国际

● 商业变现：快手直播强势，广告稍逊

三大核心领域变现各有特色：直播打赏方面，两个平台都基本成熟，快手有先发优势；广告领域，抖音更为领先，快手与抖音差距较大，目前在发力追赶；电商领域都呈现高速发展，快手 GMV 略高于抖音。因此，整体来看，快手更多地还是依赖 C 端收入（以直播打赏为主），而抖音则更多靠 B 端收入（广告变现）。

在广告效率方面，抖音相对领先。一方面，单屏展示一定程度上优于双列展示，主要由于单列模式下的“强制观看”，曝光率要优于快手的双列模式。另一方面，从用户画像来看，对于广告主而言，抖音平台的用户价值更高，投放效果更优，抖音在广告推送的算法上也具备一定优势。

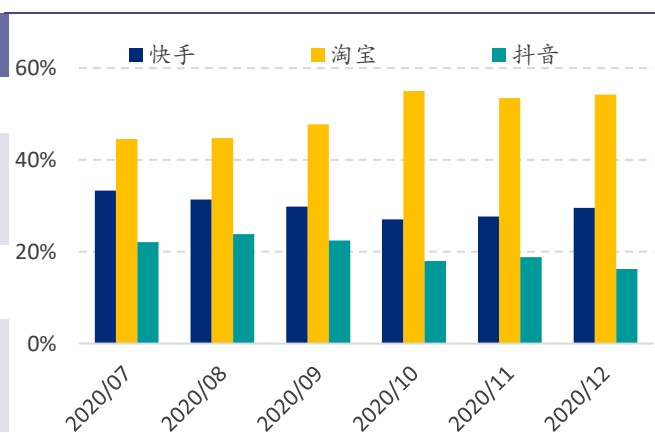
快手“老铁文化”，高用户粘性，认人买货，电商转化率高。在过去很长一段时间，“家族”是快手平台的重要特征，因此其社区性更强，用户社交粘性和互动程度更高，快手平台上的内容创作者比例要高于其他平台。截至 2020 年 9 月 30 日，快手平台 26% 的用户为创作者，而抖音的创作者比例不到 20%。此外，根据克劳锐统计 2020 年上半年数据，抖音在平均单条点赞量和评论量上较快手有优势，但快手的赞/评比为 28:1，低于抖音的 38:1，显示快手用户评论属性更强、用户参与度更高。直播带货方面，快手买家平均月复购率高达 65%。

图表 35：直播电商平台对比

平台	淘宝直播	快手	抖音
平台属性	电商	社交+内容	社交+内容
电商载体	站内成交	淘宝、天猫、京东、拼多多、快手小店等	淘宝、天猫、京东、拼多多、抖音小店等
代表主播	薇娅、李佳琦	辛巴	罗永浩
带货模式	商家自播和达人导购模式	达人直播	短视频+直播
转化率	很高	较高	中等

资料来源：艾瑞、浦银国际

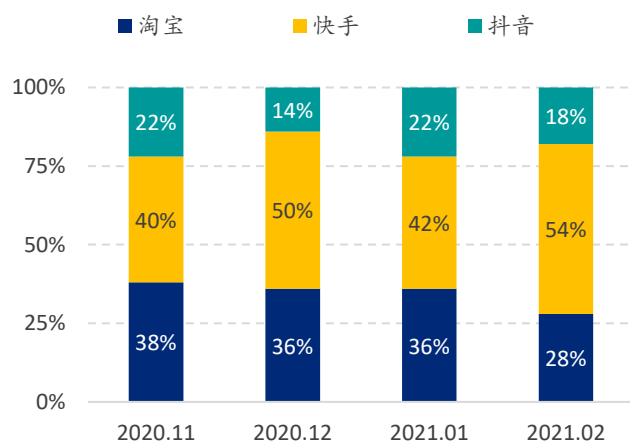
图表 36：2H20 三大平台带货销售额占比



资料来源：小葫芦、浦银国际

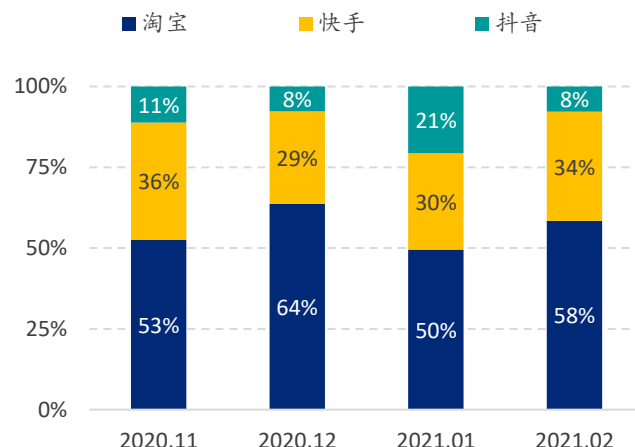
从电商报近四个月的直播电商Top50 监测数据来看,我们可以发现:在Top50 的主播数量方面,快手平台的比例在 40%~54%,领先于其他带货平台;在Top50 的成交额方面,快手平台的比例在 29%~36%,位于淘宝和抖音之间。

图表 37: 中国直播电商平台 TOP50 主播数占比



资料来源: 电商报、浦银国际

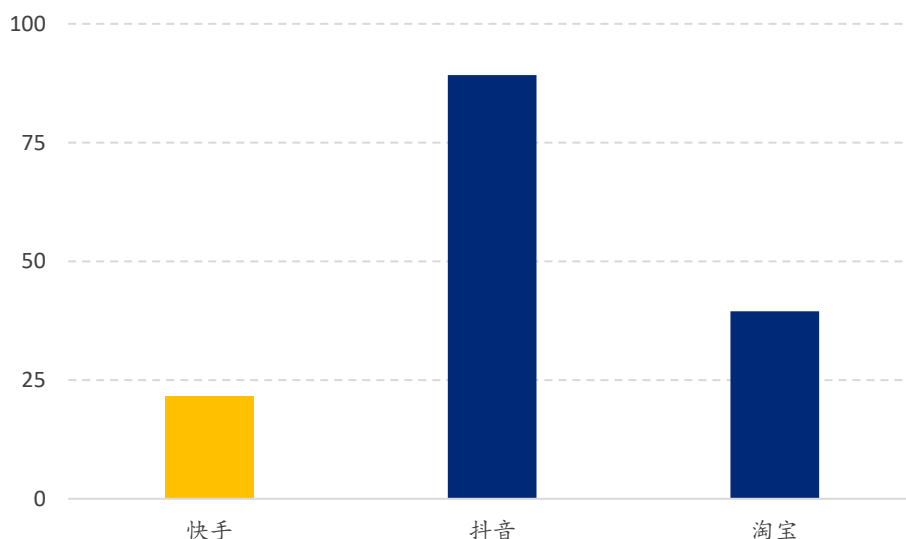
图表 38: 中国直播电商平台 TOP50 成交金额占比



资料来源: 电商报、浦银国际

电商带货方面,快手相对抖音、淘宝,商品均价更低。由于快手的用户在下沉市场占比更高,中低收入人群占比高,快手平台带货的均价相对较低。以2020年4月为例,抖音、淘宝的前十名商品均价分别为 89.23 元、39.48 元,而快手平台为 21.66 元。

图表 39: 2020 年 4 月直播电商平台前十名热销商品均价 (元)



资料来源: 艾媒、浦银国际

思考四：关于快手“出圈”的猜想……

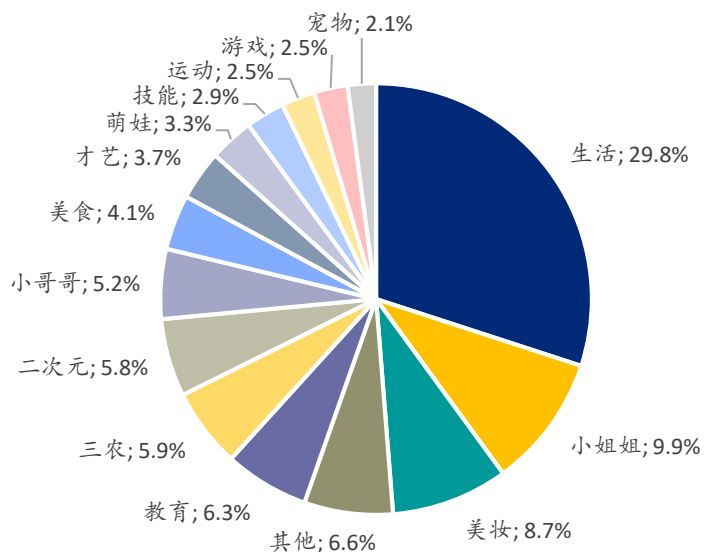
快手的长期发展，很大程度上取决于其“出圈”进程。快手只有通过力求破圈，才能进一步打开市场空间，维持业务的不断壮大。我们认为，快手未来的“出圈”，主要在于四个方向：

- 一、用户层出圈，提升品牌形象，农村包围城市，向高线城市用户渗透；
- 二、结构层出圈，去家族化趋势，向 MCN 和供应链上游渗透；
- 三、内容层出圈，打造泛娱乐内容生态，向中长视频和 PUGC 渗透；
- 四、区域层出圈，优化出海战略，向海外市场渗透。

● “农村包围城市”的故事可否复制？

扎根于下沉市场的快手，也想要寻求更大突破，向主流人群渗透是必然选择。和电商领域类似，淘宝在发力下沉市场，拼多多在努力向上渗透。快手也是以“三线及以下城市”为根据地，采取“农村包围城市”的发展路径。品牌升级有助于开拓更广阔的市场空间和提升品牌价值。而如何提升自身形象去吸引中高端用户和品牌，仍是快手需要解决的问题。

图表 40: 快手平台不同类型内容占比



资料来源：快手大数据研究院、浦银国际



快手巨资邀请周杰伦、陈坤等明星入驻，希望在年轻人群中收获价值认同。此外，快手也通过赞助各地春晚，并与人民日报联合举办新年晚会，进一步提升品牌形象，努力融入一二线主流市场。

改变品牌认知将是个漫长的过程。快手希望品牌重塑，让市场打破其原有的“土味”固有认知，从而被更多主流用户所接受。我们认为，快手是在往正确的方向努力，这些市场推广活动，一方面极大地增加了平台的曝光度，从而吸引更多用户；另一方面，也能不断丰富和优化自身平台的用户结构。但品牌认知的改变或将是个长期的过程。由于在一二线城市，竞争对手已经有较为明显的先发优势，红包拉新或许能带来短期用户的增长，而只有通过符合主流市场用户价值且具备一定独有性的内容，才能不断向上渗透。

● “家族文化”是一把双刃剑

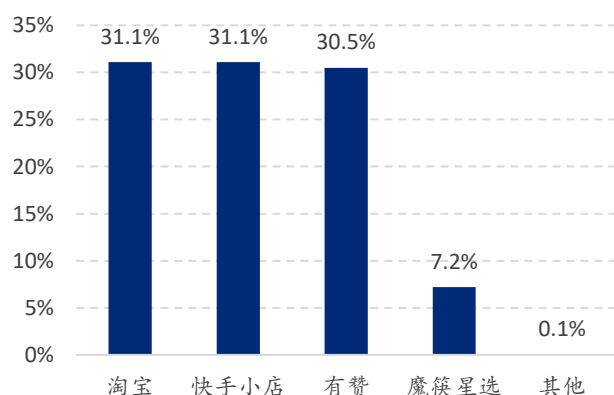
“家族文化”是快手平台的重要特征，在快手的历史中扮演重要角色。快手平台主要包括六大家族，分别为辛巴家族、散打家族、二驴家族、方丈家族、嫂家军、牌家军。六大家族拥有庞大粉丝群，累计数量 5 亿，有着不可忽视的影响力。在很长一段时间，给头部 KOL 直播间刷礼物，或者通过更为直接的师徒模式成为快手平台上迅速涨粉的途径。此外，“家族文化”也极大地提高了用户粘性。

头部家族，对平台而言存在一定风险。一方面，如果头部主播过于强势，将影响平台生态的平衡，如在直播分成方面的话语权等；另一方面，头部主播也很大程度上代表着平台自身对外界的形象，尤其是家族中“江湖文化”盛行，或导致一些品牌主对其营销推广形象的担心。

“去家族化”，降低头部风险：2018 年底，快手开始主动引入运营更成熟的 MCN，内部结构逐步正规化，机构在各方面都效率更高，也更专业。此外，快手也不断邀请明星入驻、企业家直播带货等，不断丰富平台上的带货渠道，进一步降低对“家族”带货的依赖。此外，快手还推出了多项支持线下实体店和批发城的支持，加强与上游供应链的合作。

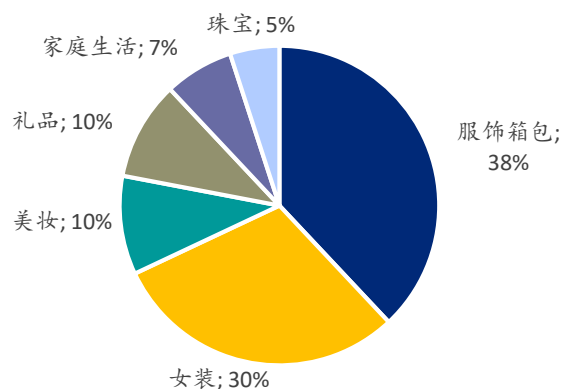
根据公司披露数据显示，截至 2020 年 11 月，快手电商 GMV 为 3326 亿，辛巴家族 2020 年前 11 个月的销售额为 208 亿，约占整体 GMV 的 6%，占比逐步下降，影响有限。直播打赏方面，平台前十大主播 2020 年三季度以来的直播打赏金额，不到公司直播打赏总收入的 5%。

图表 41: 快手直播带货商品渠道分布 (2020.10)



资料来源: Questmobile、浦银国际

图表 42: 快手直播电商品类分布 (2020.12)

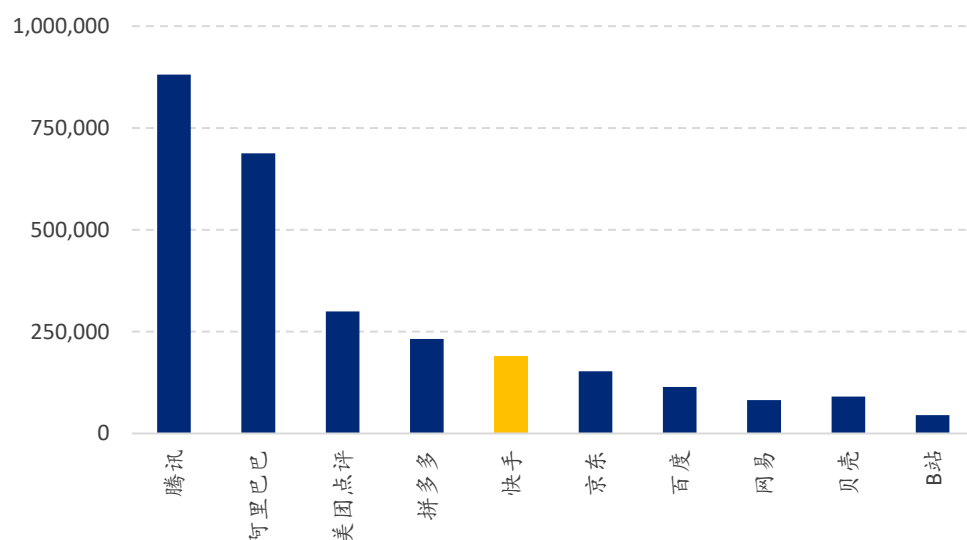


资料来源: 卡思数据、浦银国际

● “生态”是互联网巨头的终极对决

截至 2 月 26 日，快手市值约 12800 亿港元，在中国互联网上市公司中，位列第五，仅次于腾讯、阿里巴巴、美团点评和拼多多，领先于京东、百度、网易等。快手已然跻身于中国互联网巨头行列。相对于其他互联网巨头而言，快手的生态布局还有待完善。

图表 43: 中国互联网上市公司市值 Top 10 (百万美元)



数据截至 2021 年 2 月 26 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

除了我们上文提到的直播、广告和带货等业务外，快手的其他服务中还包含着多个新业务，如游戏、在线教育和本地生活等。在快手 APP 中，用户可以在“在家学习”中购买不同类型的教育内容；快手也提供游戏渠道推广服务；“本地生活”入口，提供餐饮出行等服务。但目前来看，收入规模有限（其他服务占总收入约 5%，其中绝大部分为电商带货业务所贡献）。

图表 44: 快手的其他服务



资料来源：快手、浦银国际

快手或将继续通过不断投资来完善其业务生态。目前，快手的投资超过 40 项，覆盖游戏、教育、人工智能、VR/AR/MR、娱乐及内容生态、短视频、电商服务、支付等细分赛道。其中投资笔数较多的是游戏业务，娱乐内容生态和人工智能。

在**游戏领域**，快手已投资并购的游戏公司约 7 家，包括凉屋游戏、十字星工作室、赛瑞思动、CMGE 中手游、王牌互娱、YTG 和英雄体育 VSPN，涉及游戏研发、发行、电竞赛事运营、电竞俱乐部等多个环节。游戏是泛娱乐中的重要垂直领域，也是和快手中的游戏直播存在巨大的协同。

在**娱乐内容**方面，快手在 2018 年 6 月收购 AcFun（A 站），这是快手在二次元领域的重要布局。快手布局 A 站，也被视为快手“出圈”的重要动作。从“老铁文化”向二次元领域渗透，也代表着快手朝着更为多元，更为包容的平台去发展。

快手未来或加大向中长视频和 PUGC（专业用户生产内容）渗透，围绕**内容领域布局**。短视频是中国互联网在过去几年最大的风口，UGC（用户生产内容）是短视频平台内容的重要支撑，而从长期来看，能否提供高质量的内容输出是影响其长期用户留存的重要因素。PUGC 或将成为短视频平台在下半场的关键，从而不断拓展更多的 IP 资源。此外中长视频的内容价值仍然是不可忽略的，短视频逐步向中长视频渗透也将是长期趋势。

图表 45: 快手在各领域投资的部分企业

投资领域	被投资公司	投资时间	参投轮次
游戏	英雄体育 VSPN	2020.10.	B
	YTG 电竞俱乐部	2020.08	并购
	王牌互娱	2020.4	天使轮
	赛瑞思动	2020.3	并购
	中手游	2019.10.	基石轮
	十字星工作室	2019.09	A
	凉屋游戏	2018.5	A
教育	火花思维	2020.4	D
	精准学	2019.5	A
VR/AR	Nreal 太若科技	2020.9	B
	Owlil	2020.5	并购
	TONOT	2017.12	A
人工智能	明略科技	2020.3	E
	一流科技	2019.2	A
	知衣科技	2018.9	A
	周同科技	2018.6	A
	小帽科技	2017.7	天使轮
娱乐内容生态	知乎	2019.8	F
	Acfun	2018.6	并购
	创动空间	2018.5	新三板
	比达传媒	2018.4	NA
	慕远科技	2019.4	并购
工具类	茄子快传	2020.5	战略投资
	一起写	2019.1	并购
短视频产业链	大片 APP	2018.7	pre-A
电商服务	魔筷科技	2018.1	B
支付	易联支付	2020.11	并购
创投	五源资本	2019.9	NA

资料来源：创业邦、浦银国际

● 出海：看见更广阔的世界

出海，是快手长期发展的必由之路。随着国内的短视频用户渗透率趋于饱和，快手亟需开拓更广阔的市场和寻找更多的用户增量。当然，出海之路，也注定并不平坦。在短视频赛道，竞争对手除了字节系的 TikTok 外，还有 Facebook 等国际巨头。此外，海外监管政策也带来一定的不确定性，但这并不能阻碍出海成为的大趋势。目前，我国短视频领域在用户数量和运营经验方面在国际上都是相对领先。

相比于竞争对手而言，快手在出海方面较为谨慎。快手在 2017 年开始出海之路，在出海的早期阶段，在北美、南美、东南亚、俄罗斯、韩国等地区都进行尝试，但表现不及预期。我们认为这一方面是和公司战略重点和资源倾斜有关，稳固并扩大国内市场份额是快手优先考虑的重中之重。另外一方面，海外产品的本土化和矩阵协同或将成为快手需要不断优化的方向。

图表 46: 2020 年全球非游戏按收入排名（百万美元）

Overall Revenue	App Store Revenue	Google Play Revenue
1  TikTok	1  TikTok	1  Google One
2  YouTube	2  YouTube	2  Disney+
3  Tinder	3  Tinder	3  Tinder
4  Tencent Video	4  Tencent Video	4  Piccoma
5  Disney+	5  iQIYI	5  BIGO LIVE
6  iQIYI	6  Netflix	6  Pandora
7  Netflix	7  Disney+	7  LINE
8  Google One	8  Youku	8  LINE Manga
9  Piccoma	9  LINE Manga	9  Twitch
10  BIGO LIVE	10  QQ Music	10  Facebook

资料来源：Sensor Tower、浦银国际

参照竞争对手，2017 年抖音通过海外版 TikTok 走向国际市场，针对不同国家的特点进行改版优化，做好本土化工作，更容易被当地市场所接受。此外，投资或收购或成为打开海外市场的有效途径。例如，字节跳动收购 Musical.ly，将抖音的数据算法与产品很好地结合，为出海奠定了坚实基础。此后，又先后投资和收购了 Flipagram，News Republic 和 Live.me 等产品，从而形成海外市场的多产品矩阵布局，可以形成有效协同性。

估值分析与预测

● 首予“持有”评级，目标价 310 港元

目前，快手仍处于业务快速扩张期，尚未形成稳定盈利，市盈率方法并不适用。我们通过 SOTP 估值方法来对其进行估值。我们给予“持有”评级，12 个月目标价为 310 港元，基本与现价持平。我们认为目前估值已基本反映了未来一年的增长预期。

图表 47: 快手估值-分部加总法

业务(人民币百万)	2021 年收入	P/S	估值
直播	39,089	5	195,446
线上营销服务	35,052	15	525,786
其他服务	11,418	30	342,547
净现金			29,371
市值(人民币 百万)			1,093,150
人民币/港币			0.85
市值(港元 百万)			1,290,614
股数(百万)			4,159
目标价(港元)			310

注：E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

首先，纯直播平台，如欢聚、陌陌等的 P/S 估值区间为 1.5x-3.3x，考虑到用户规模差距以及未来增速，我们给予快手的直播业务一定的估值溢价，给予直播业务 5x 2021 年 P/S。

其次，由于广告业务和电商业务仍在高速发展，我们参照目前市值较大的中国互联网公司中，收入增速位居前列的哔哩哔哩和拼多多。参照哔哩哔哩和拼多多最近的季报，两者的同比增速均为 90%左右，分别对应 13x 和 18x 的 P/S。考虑到快手两项业务增速更快，广告业务和电商业务未来三年年均增速分别 92%和 345%，我们分别给予 15x 和 30x 的 2021 年 P/S 的估值。

基于 SOTP 方法计算，快手 12 个月目标价为 310 港元，对应公司整体 2021 年 13x P/S，处于合理区间。

若按单用户市值测算，目标价 310 港元对应约 1655 亿美元市值，公司目前 MAU 为 4.81 亿，单用户价值约为 344 美元。

图表 48: 中国主要互联网公司单用户价值

公司名称	月活跃用户 (百万)	市值 (百万美元)	单用户市值 (美元)
快手	481	162,850	339
腾讯	1,200	803,900	670
阿里巴巴	824	631,362	766
拼多多	643	199,855	311
京东	442	140,856	319
哔哩哔哩	197	38,909	198
微博	523	11,991	23
虎牙	172	6,184	36
斗鱼	194	4,537	23

注: 2021 年 3 月 11 日数据

资料来源: 公司年报, Bloomberg、浦银国际

图表 49: 可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	P/S	P/E(市盈率)			
					2018A	2019A	2020E	2021E
1024 HK EQUITY	快手	162,850	307.8	NA	NA	NA	NA	NA
700 HK EQUITY	腾讯	803,900	680.5	9.3	68.1	55.2	41.9	33.6
9988 HK EQUITY	阿里巴巴	631,362	227.6	4.6	45.3	41.3	30.6	22.6
3690 HK EQUITY	美团	252,567	344.6	10.1	NA	NA	NA	NA
PDD US EQUITY	拼多多	199,855	148.1	18.1	NA	NA	NA	NA
JD US EQUITY	京东	140,856	89.3	1.0	NA	82.5	55.3	44.1
BIDU US EQUITY	百度	91,418	255.1	4.7	27.4	41.0	28.5	26.5
NTES US EQUITY	网易	74,900	105.7	5.5	54.4	31.3	31.5	26.3
BILI US EQUITY	哔哩哔哩	38,909	103.1	13.1	NA	NA	NA	NA
WB US EQUITY	微博	11,991	52.1	6.5	20.0	19.4	24.3	20.2
YY US EQUITY	欢聚	10,333	114.2	2.5	17.0	30.1	30.9	25.0
HUYA US EQUITY	虎牙	6,184	25.0	3.3	96.9	54.3	33.1	26.3
MOMO US EQUITY	陌陌	3,492	16.1	1.5	6.9	5.7	9.2	8.7
平均				6.7	42.0	40.1	31.7	25.9

注: NA 代表公司亏损, 市盈率不适用, 2021 年 3 月 11 日数据

资料来源: Bloomberg、浦银国际



● 投资风险

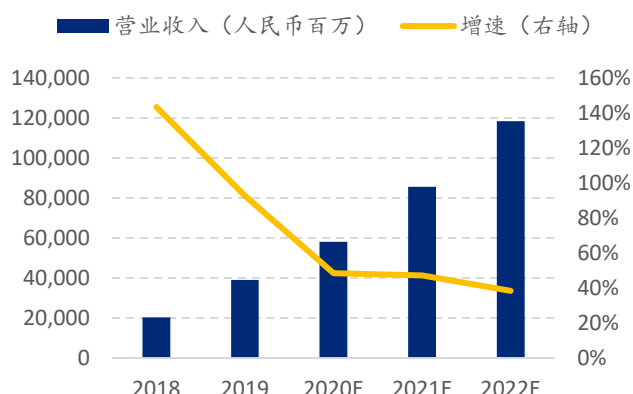
- 宏观经济增速放缓，或影响居民的收入，进而减少居民在直播打赏的消费支出，公司的相关收入将受到影响。
- 竞争激烈或导致用户增长不及预期，进而影响到公司的收入变现。
- 直播带货行业目前还存在诸多问题，随着相关政策的出台，或将对公司的电商业务造成影响。
- 短视频内容同质化严重，导致用户流失。
- 市场流动性调整或导致互联网行业估值回调。

财务分析及预测

● 预计未来三年年均复合增长 45%

2019 年，快手收入同比增长 93%，达到 391 亿人民币。我们预计 2020-2022 年收入增速分别为 49%、47%、38%，达到 581 亿、856 亿、1184 亿人民币。分部收入来看，快手目前以直播和线上营销服务为核心，我们预计 2020 年直播和线上营销服务收入分别为 352 亿和 200 亿，占总收入的 61%和 34%，其他服务收入占比逐步提升。

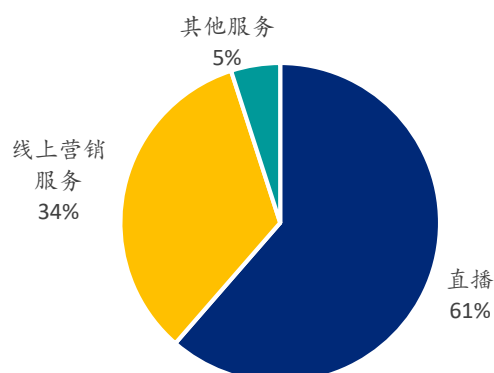
图表 50: 快手收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 51: 快手分部业务收入占比 (2020E)



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 52: 公司收入预测

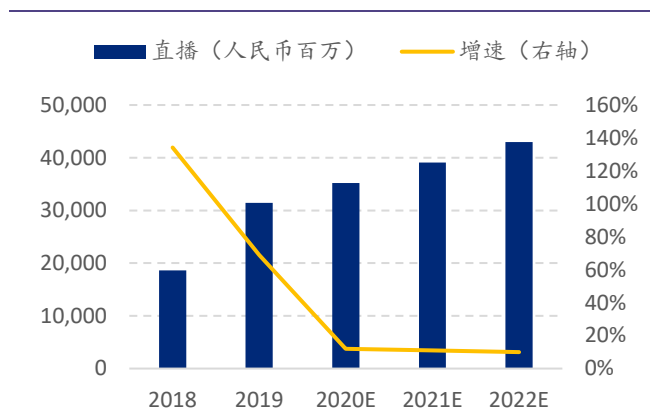
人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
合计收入	20,301	39,120	58,100	85,560	118,413
同比增长	143%	93%	49%	47%	38%
直播					
收入	18,615	31,442	35,215	39,089	42,998
同比增长	134%	69%	12%	11%	10%
线上营销服务					
收入	1,665	7,419	20,030	35,052	52,579
同比增长	326%	346%	170%	75%	50%
其他服务					
收入	20	260	2,855	11,418	22,836
同比增长		1171%	1000%	300%	100%

E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

核心直播业务将保持稳健增长。2019 年直播收入为 314 亿，占总收入的 80%。我们预计 2020 年直播业务收入为 352 亿人民币，同比增速 12%。随着用户数的增加、用户付费意愿和能力的增加，预计直播业务未来三年年均复合增长 11%。

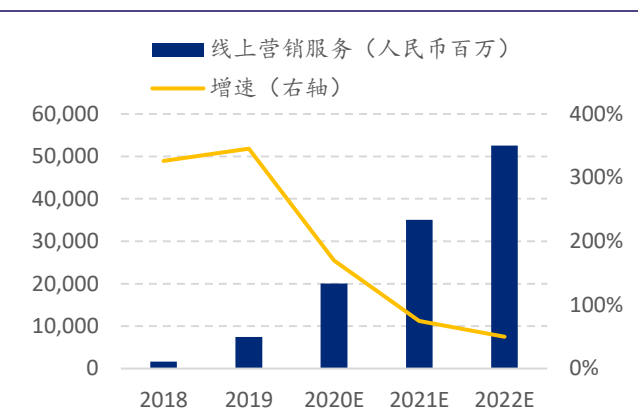
图表 53: 直播业务收入预测



E=浦银国际预测

资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 54: 线上营销服务业务收入预测



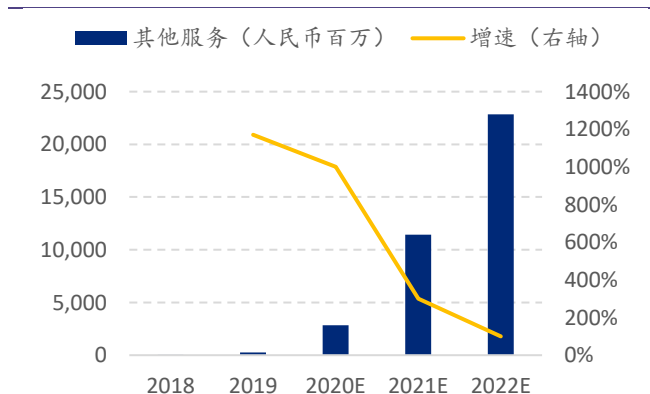
E=浦银国际预测

资料来源: 公司财报、浦银国际

线上营销服务业务加速变现。2019 年，线上营销服务收入为 74.2 亿人民币，同比增长 346%，占总收入的 19%。随着用户数量的快速增长和用户时长的增加，2020 年前三季度线上营销业务的收入占比已达到 33%。我们预计线上营销服务业务 2020 年的收入将达到 200 亿，同比增长 170%，未来三年年均复合增速达到 92%。

电商业务收入或成为公司未来新增长点。其他业务收入中包括电商业务、网络游戏和其他增值服务。由于快手的电商业务尚处于爆发期，我们预计公司其他收入在 2022 年占比将由 2020 年的 5%提升至 19%。

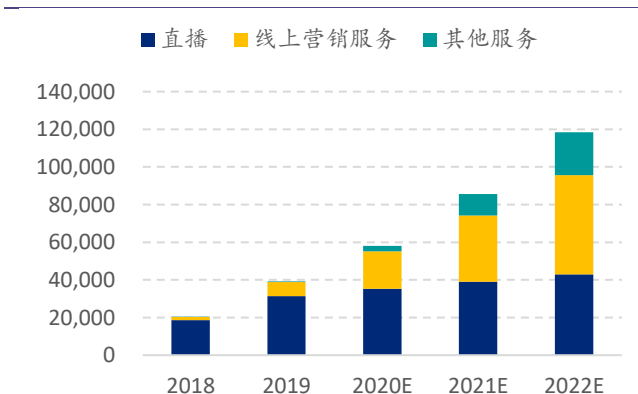
图表 55: 其他服务业务收入预测



E=浦银国际预测

资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 56: 各业务板块收入占比预测 (人民币百万)



E=浦银国际预测

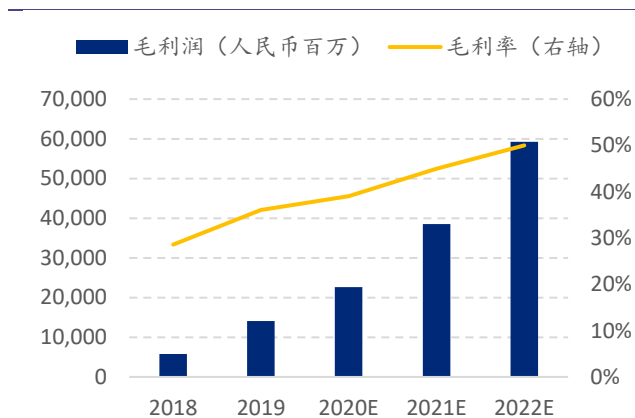
资料来源: 公司财报、浦银国际

● 利润率或持续改善

2019 年公司毛利率为 36%，我们认为随着线上营销业务收入占比的提升，公司未来毛利率将持续得到改善，我们预计 2022 年毛利率将提升至 50%。同时，我们认为公司仍将维持大规模的市场推广和用户拉新，销售费用在短期仍将维持高位。随着业务的不断发展，销售费率有望逐步下降。

我们预测 2020-2022 年，公司调整后净利润分别为-82 亿，-27 亿和 69 亿。

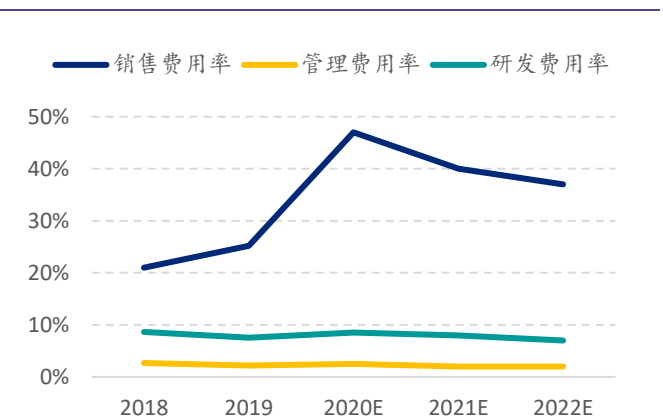
图表 57: 快手毛利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

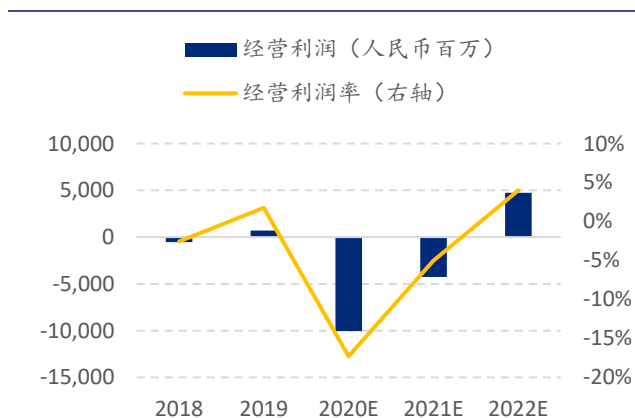
图表 58: 快手费用率预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

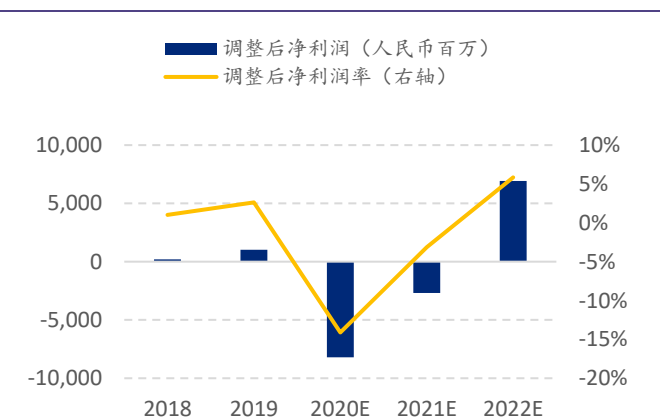
图表 59: 快手经营利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 60: 快手调整后净利润预测

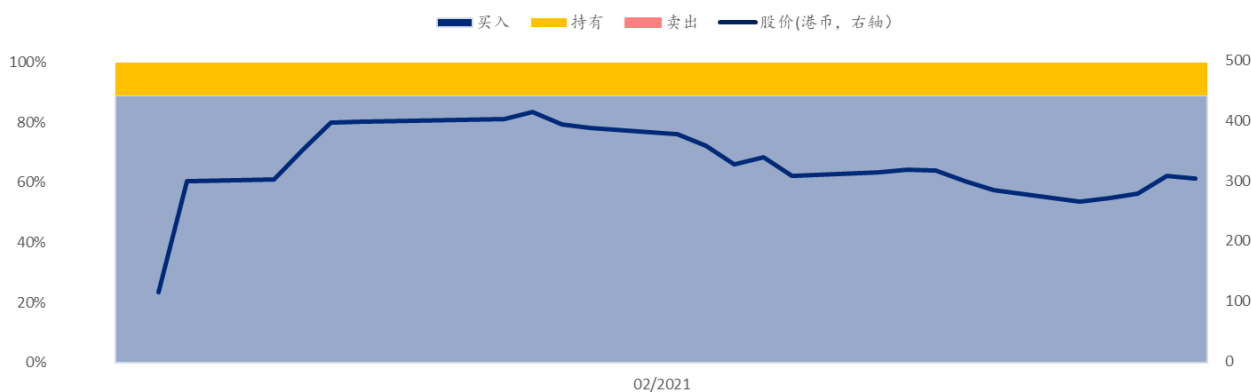


E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

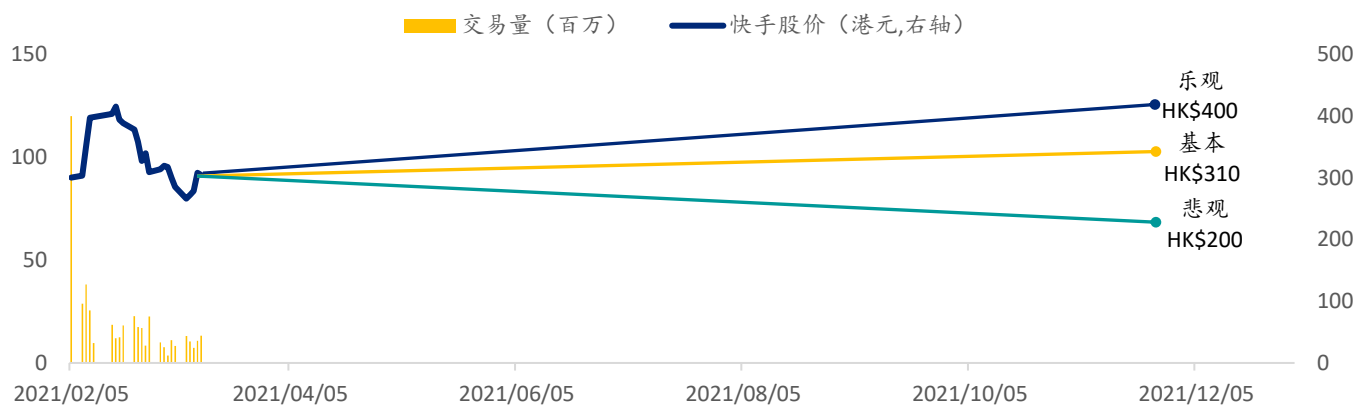
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 61：快手市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 62：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：400 港元

- 若公司能够维持用户的快速增长，市场份额可以进一步提升，广告业务和电商带货业务或将加速变现。

悲观情景：公司盈利水平不及预期
(概率：20%)

目标价：200 港元

- 若市场竞争激烈，导致用户增长不及预期或出现下滑，将影响公司的基本盘，直播和在线营销等相关收入都会受到影响。

资料来源：浦银国际预测

图表 63：SPDBI 目标价：快手科技



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 64：SPDBI 科技行业覆盖公司

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
1024 HK Equity	快手	308.0	持有	310.0	15/3/2021	短视频
9988 HK Equity	阿里巴巴	228.0	买入	335.0	4/2/2021	电商
700 HK Equity	腾讯	681.0	买入	700.0	13/11/2020	游戏
3690 HK Equity	美团	345.0	买入	326.0	28/8/2020	本地生活服务
780 HK Equity	同程艺龙	16.0	买入	18.0	26/11/2020	OTA
8083 HK Equity	有赞	2.9	买入	4.0	2/3/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	21.0	买入	15.7	21/12/2020	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	53.8	买入	52.0	21/12/2020	SaaS
600588 CH Equity	用友	34.0	买入	54.0	21/12/2020	SaaS
268 HK Equity	金蝶	26.6	买入	31.0	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	39.2	买入	58.0	21/12/2020	SaaS

资料来源：Bloomberg、浦银国际。截至 2021 年 3 月 11 日收盘价

公司背景

图表 65：快手科技发展里程碑

年度	事项
2011	推出 GIF 快手，供用户制作并分享 GIF 动图，GIF 动图本质上是短视频的雏形。
2012	成为中国短视频行业的先驱，让用户能够在移动设备上创作、上传及观看短视频。
2013	推出短视频社交平台。
2016	推出直播功能作为平台的自然延伸。
2017	以虚拟礼物打赏所得收入计，于 2017 年第四季度，快手主站成为全球最大单一直播平台。 开始探索其他变现模式，例如在线营销服务。
2018	2018 年 1 月，快手主站的平均日活跃用户数突破 1 亿。 开始发展电商业务。
2019	2019 年 8 月，正式推出快手极速版。 以商品交易总额计，成为全球第二大直播电商平台。
2020	2020 年 8 月，快手极速版的平均日活跃用户突破 1 亿。 截至 2020 年 9 月 30 日止九个月，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。 截至 2020 年 11 月 30 日止十一个月，快手的电商业务商品交易总额超过人民币 3,300 亿元。

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 66：快手部分管理团队介绍

姓名	任职情况	简历
宿华	联合创始人、执行董事、董事长兼首席执行官	宿先生主要负责为本集团作出战略及关键决策，包括战略方向、业务管理、创新、技术、研发、企业文化、公关宣传、政府事务、财务、法务、商业化、人才招聘及海外拓展。宿先生积极参与本集团的产品及服务、生态系统的维护及发展，以及新业务的孵化工作。宿先生亦一直负责战略投资及收购，且积极参与本集团的投资策略，促进本集团与被投资企业建立并保持紧密合作关系，在我们的生态系统中实现协同效应。 加入本集团前，宿先生曾在谷歌中国及百度公司担任工程师。2013 年 11 月，宿先生加入本集团，并担任首席执行官至今。拥有清华大学软件学院计算机软件学士学位。
程一笑	联合创始人、执行董事兼首席产品官	程先生全权负责本集团产品相关的事务，包括开发新应用程序、产品迭代、开发新应用程序功能及用户界面优化。程先生亦负责领导本集团的新业务孵化（例如电商及网络游戏）与生态系统的维护及发展，以及战略投资及收购。程先生亦参与制定集团战略方向及业务创新，并将社会学及经济学等相关原理引入产品的内容推荐算法设计。 创立本集团前，程先生曾在惠普担任软件工程师兼开发工程师，并曾于人人网任职。2011 年，程先生推出快手的原创移动应用程序“GIF 快手”，该产品为一款供用户制作及分享动图的移动应用程序。拥有东北大学软件学院软件工程学士学位。
钟奕祺	首席财务官	主要负责本集团整体的财务（包括会计、财务管理等）、法务、审计及内控以及资本市场活动等等相关工作。钟先生于 2016 年 11 月加入本集团，自此一直担任首席财务官。 钟先生曾在宝洁、戴尔、李宁和汽车之家等公司担任财务相关工作，拥有新加坡国立大学文学学士学位。
陈定佳	首席技术官	主要负责本集团的技术开发、产品测试、运营维护及部分新业务等相关工作。陈先生于 2015 年 11 月加入本集团，自此一直担任首席技术官。 于加入本集团前，陈先生曾担任腾讯科技（深圳）有限公司及广州腾讯科技有限公司的组长、总监及助理总经理等多个职位。拥有清华大学软件学院计算机软件学士学位。

资料来源：公司资料、浦银国际

● 财务报表

图表 67: 损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
损益表					
直播	18,615	31,442	35,215	39,089	42,998
线上营销服务	1,665	7,419	20,030	35,052	52,579
其他服务	20	260	2,855	11,418	22,836
收入合计	20,301	39,120	58,100	85,560	118,413
成本	(14,498)	(25,017)	(35,441)	(47,058)	(59,207)
毛利润	5,802	14,104	22,659	38,502	59,207
销售费用	(4,262)	(9,865)	(27,307)	(34,224)	(43,813)
管理费用	(542)	(865)	(1,452)	(1,711)	(2,368)
研发费用	(1,755)	(2,944)	(4,938)	(6,845)	(8,289)
其他营业费用	237	260	1,000	-	-
营业利润	(521)	689	(10,039)	(4,278)	4,737
财务成本净额	52	(11)	(30)	(44)	(61)
优先股公允价值变动	(11,933)	(19,943)	(100,000)	(20,000)	(20,000)
除税前盈利	(12,401)	(19,265)	(110,069)	(24,322)	(15,325)
所得税开支	(28)	(386)	770	-	-
年度盈利	(12,429)	(19,652)	(109,299)	(24,322)	(15,325)
非通用会计准则					
年度盈利	(12,429)	(19,652)	(109,299)	(24,322)	(15,325)
股份酬金	702	742	1,102	1,623	2,247
优先股公允价值变动	11,933	19,943	100,000	20,000	20,000
调整后年度盈利	205	1,034	(8,196)	(2,699)	6,922

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 68: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
资产负债表					
物业及设备	2,421	6,232	6,398	8,255	11,174
使用权资产	1,272	4,353	3,642	3,464	3,413
无形资产	1,046	1,120	1,053	990	930
其他非流动资产	958	3,398	3,815	4,419	5,142
非流动资产合计	5,696	15,103	14,908	17,128	20,659
贸易应收账款	129	1,107	1,645	2,422	3,352
定期存款	-	1,271	1,888	2,780	3,847
现金及现金等价物	5,370	3,996	29,260	28,090	36,177
其他流动资产	5,284	10,936	10,936	10,936	10,936
流动资产合计	10,783	17,311	43,728	44,228	54,313
资产总额	16,479	32,414	58,637	61,357	74,972
权益及负债总额					
股本	0	0	0	0	0
其他储备	(28)	(321)	(321)	(321)	(321)
累计亏损	(35,676)	(55,408)	(164,561)	(188,670)	(203,698)
权益总额	(35,704)	(55,729)	(164,882)	(188,991)	(204,020)
非流动负债合计	48,142	72,770	72,770	72,770	72,770
借款	-	-	500	1,500	3,500
应付账款	2,026	9,055	12,828	17,033	21,431
可转换可赎回优先股	-	-	130,000	150,000	170,000
其他流动负债	2,017	6,319	7,421	9,045	11,291
流动负债合计	4,042	15,374	150,749	177,578	206,222
负债总额	52,184	88,143	223,519	250,347	278,992
权益及负债总额	16,479	32,414	58,637	61,357	74,972
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	1,819	8,020	(419)	4,898	15,588
投资活动耗用现金流量净额	(5,623)	(10,149)	(4,817)	(7,068)	(9,501)
融资活动所得现金流量净额	6,034	698	30,500	1,000	2,000
现金及现金等价物增加净额	2,230	(1,430)	25,263	(1,169)	8,087
期初的现金及现金等价物	2,689	5,370	3,996	29,260	28,090
现金及现金等价物的汇兑收益	452	56	-	-	-
期末的现金及现金等价物	5,370	3,996	29,260	28,090	36,177

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

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

“维持”: 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。

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团－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联属公司、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。

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的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(腾讯控股 700.HK)在过去 12 个月内有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。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6469

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



浦銀國際證券有限公司

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