

公司研究

快手商业化的终局猜想：流量变现最大化，直播电商成就未来

——快手-W (1024.HK) 投资价值分析报告

要点

快手商业化的终局猜想：流量变现最大化，广告变现是当下，直播电商是未来。伴随快手未来用户流量的持续增长，商业化进程短期靠广告增长拉动，中长期看直播电商 GMV 和货币化率的持续提升。1) 每一次信息总量的数量级增长，都会带来创作者和用户行为模式的重塑以及注意力的重新聚集。“流量”是一种蕴含用户各类底层需求的注意力经济。算法加持下视频化的获客成本和变现能力具备效率优势，当流量总量接近见顶，短视频与直播领域所获流量占比将逐渐提升。2) 媒介从文本、图文、进入视频化时代，用户核心诉求是与海量信息匹配；短视频+推荐算法是最高效的解决方案，带来快手的核心竞争力——私域与公域流量。

直播电商成就未来，渗透率持续提升。GMV 放量：20Q3 的 GMV 增长至 945 亿元，单季度接近 H1 的 1096 亿元的 GMV，20 年前三季度 GMV 达 2041 亿元，同比增长 1115%；根据我们测算 2021 年 GMV 有望达到 7,885.5 亿元，货币化率有望提升至 1.5%。1) 为什么想要做大电商？从营收/MAU，市值/MAU 维度，电商是流量变现最高效的商业模式，变现效率指标高于其他商业模式；从人性看，消费者永远想要更多、更好、更便宜的东西，决定了电商业务的天花板很高。2) 为什么可以做大？一方面通过网红收集粉丝反馈、批量带货实现规模化，对接产业熨平生产端波动，降低组织生产的不确定性；另一方面网红通过缩短供应链，打造极致性价比吸引粉丝。直播电商逻辑是社会组织形式沿资源和资本更有效配置的路径演进，渗透率将持续提升。

广告是快手近年增长的核心驱动力。快手产品形态改版壮大单列流量，强化运营，调整组织架构，提升广告收入天花板以及变现效率。2020 年前三季度广告收入 133.4 亿元，同比增长 212.7%。随着单列大屏版流量的壮大，根据我们测算，21/22/23 三年广告收入有望增长至 440.4/739.9/1,089.2 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 95.7%。

直播打赏的高速增长时代已经过去，秀场直播形态或将转型。1) 首先直播政策收紧；2) 既定人群的渗透率接近天花板；3) 经营公域流量的分流效应。2020 年前三季度直播打赏收入 253.1 亿元，同比增长 10.4%，我们预测 21/22/23 三年直播收入有望增长至 399.2/441.9/484.7 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 11.4%。

盈利预测、估值与评级：快手兼具私域社交+公域媒体两种产品特点，依托于“老铁经济”和私域流量的强粘性和高转化的同时，积极开发公域提高商业化变现效率，公司广告及直播电商业务具备长期商业化变现潜力。根据分部估值结果，首次覆盖，我们给予快手“买入”评级，目标股价 404 港元。

风险提示：用户增长进入瓶颈期，抖音、视频号竞争加剧，辛巴捆绑太深。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元 RMB)	203	391	582	956	1,465
营业收入增长率	143%	93%	49%	64%	53%
Non-IFRS 净利润 (亿元 RMB)	2	10	-54	-33	70
归母净利润增长率	-74%	405%	-624%	40%	316%
EPS (摊薄 RMB)	0.05	0.25	(1.30)	(0.78)	1.69
P/E (港币汇率 0.83)	6539	1295	N/A	N/A	190

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价采取 2021-02-19 收盘价。

买入 (首次)

当前价/目标价：388/404 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

联系人：王凯

021-52523852

wangkai8@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	41.59
总市值(亿港元):	16,136.66
一年最低/最高(港元):	283.00/417.80
近 3 月换手率:	93.60%

相关研报

老铁经济，快手江湖——短视频快手系列报告一 (2020-11-26)

投资聚焦

关键假设

直播业务：随网络直播新规出台，秀场直播平台进一步缩小，快手将获取更大游戏直播份额，预计 2021-2023 年公司直播市场份额提升至 23.6%/24.2%/24.8%，我们预计 2021-2023 年公司直播业务营收分别为 399.2/441.9/484.7 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 11.4%。

广告业务：随着单列大屏版本推出、小店通等流量产品上线，公司广告库存量有望实现大幅上升，预计 2021-2023 年总用户时长分别提升为 1,271/1,525/1,754 亿小时，单用户每小时广告变现收入分别为 0.35、0.49、0.62 元。我们预计 2021-2023 年公司广告业务收入分别为 440.4/739.9/1,089.2 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 95.7%。

电商业务：快手自布局直播电商业务以来一直处于持续高速增长态势，假设 2021-2023 年快手直播电商 GMV 市占率逐步提升至 27.0%、29.7%、32.0%，未来待直播电商规模快速增长、生态建设完善，预计 2021-2023 年货币化率或将提高至 1.5%/2.1%/2.8%。我们预计公司 2021-2023 年直播电商收入将达到 116.1/283.5/574.3 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 286.1%。

我们区别于市场的创新之处

我们从用户角度探讨短视频+推荐算法迎来结构性流量红利机会。我们提出快手商业化的终局：1) 直播电商将成为快手最重要的商业模式，基于直播电商模式的本质论证直播电商渗透率将持续提升，并通过自上而下的视角测算了未来增长空间。2) 我们测算了产品改版后广告收入天花板、变现效率的提升，提出广告业务是当下业绩核心驱动力；3) 单纯的秀场直播打赏模式成为过去式。

股价上涨的催化因素

公司当前积极开发公域提高商业化变现效率，随着单列大屏版本推出、小店通等流量产品上线，公司广告库存量有望实现大幅上升，打开广告天花板；直播电商行业中长期空间巨大，快手多品类布局发力电商，打开非标品类线上渗透率天花板，有望在中长期开始贡献盈利增长；公司具备长期商业化变现潜力，有利于公司估值进一步抬升。

估值与目标价

我们采用以下三种方式对公司进行估值分析：

1) **分部估值：**我们采取 P/S、PSG 估值法从直播业务、广告业务和电商业务三个板块分别对公司估值，目标股价 404 港元。

2) **市值/MAU 估值：**我们给予公司 1760 倍市值/MAU，假设 2021 年快手平台总 MAU 达 8 亿人次，目标股价 409 港元。

3) **DCF 估值：**我们预计公司 2021-2023 年归母净利分别为-40.1/63.0/90.2 亿元，根据 DCF 估值，目标股价 439.9 港元。

综上所述，保守原则下我们选取分部估值法结果：首次覆盖，我们给予快手“买入”评级，目标价为 404 港币。

目 录

1、时代背景：流量、内容、算法.....	6
1.1、单列产品+算法推荐=最高效的人与内容匹配，未来将占据更大流量结构	7
1.1.1、精准的个性化算法推荐是为内容价值赋能的最高效方式	7
1.1.2、产品交互迭代进化，单列大屏占比提升	8
1.1.3、快手主站 8.0 改版后运营数据提升	9
1.2、视频化结构流量红利下，电商具备最佳流量变现效率	10
2、快抖相争后趋同，视频号入局.....	11
2.1、两强相争、互补短板，产品及用户画像趋同	11
2.2、基于微信流量和社交链差异化竞争者——微信视频号入局	12
3、快手商业化终局猜想：直播电商是未来，广告成就现在，直播打赏成过去式.....	13
3.1、内外生因素下直播打赏业务天花板已现	13
3.1.1、外生阻力：政策约束加大，直播打赏模式或将转型	13
3.1.2、内生阻力一：直播付费用户渗透率见顶，月均 ARPU 减速	14
3.1.3、内生阻力二：商业化加速下的公域流量分配机制分流严重	15
3.2、线上营销业务-积累数据、壮大单列推荐流量	15
3.2.1、信息流广告	16
3.2.2、开屏广告	17
3.3、直播电商是未来：中长期空间巨大，渗透率持续快速提升	18
3.3.1、直播电商空间测算	19
3.3.2、直播电商相对于传统电商具备优势，将驱动渗透率保持快速提升	20
3.3.3、直播电商与传统电商的比较优势在于流量端的掌控	24
3.3.4、快手下一步如何发力电商？多品类布局——直播打开非标品类线上渗透率天花板，或将布局奢侈品与农产品	24
3.3.5、辛巴家族与快手的博弈	28
4、财务状况：营收保持高速增长，毛利率维持 30%+	29
5、财务分析.....	31
5.1、关键假设以及盈利预测	31
6、估值水平与投资评级	33
6.1、分部估值法	33
6.2、市值/MAU	34
6.3、绝对估值法	34
6.4、目标价与评级	35
7、风险分析.....	36

图目录

图 1: 互联网技术-流量-效率发展史.....	6
图 2: 信息分发模式的演进.....	6
图 3: 推荐算法的内容分发逻辑.....	7
图 4: 抖音、快手算法推荐逻辑比较	8
图 5: 抖音、快手月均 MAU 及二者比值 (亿人次, %)	9
图 6: 抖音、快手月使用时长及二者比值 (亿小时, %)	9
图 7: 不同公司流量变现效率 (营收/MAU)	10
图 8: 不同公司商业模式市值/MAU 比较.....	10
图 9: 活跃用户数 (亿)	11
图 10: 用户人均单日使用时长 (分钟)	11
图 11: 抖音快手用户城市分布.....	12
图 12: 抖音快手用户年龄分布	12
图 13: 抖音快手用户性别分布	12
图 14: 快手直播打赏收入预测 (单位: 亿元, %)	13
图 15: 快手直播月活 (左轴) 以及 ARPU (右轴)	13
图 16: 快手 MAU 及其增速.....	14
图 17: 快手付费率.....	15
图 18: 月均 ARPU	15
图 19: 广告收入空间估计.....	17
图 20: 购物模式的演进	18
图 21: 直播电商商业模式梳理	19
图 22: 测算 1: 直播电商市场规模测算 (亿元, %)	19
图 23: 测算 2: 直播电商渗透率及市场规模预测 (亿元, %)	19
图 24: 测算 3: 直播电商用户规模及市场规模测算.....	20
图 25: 测算 3: 直播电商渗透率及 ARPU	20
图 26: 传统电商与直播电商供应链对比.....	21
图 27: 双十一购物决策因素	22
图 28: 直播购物原因	22
图 29: 各电商模式转化率.....	23
图 30: 电商模式的正向循环	23
图 31: 非计划性购物需求主要因素	23
图 32: 直播电商与传统电商规模增速对比	23
图 33: 2018 年电商各类目规模及线上渗透率.....	25
图 34: 2019 年不同品类线上销售额	25
图 35: 直播电商带来珀莱雅收入线上化率稳步上升.....	26
图 36: 高打折力度催化泡泡面膜成为爆款	26
图 37: 翡翠线上渗透率在直播带动下骤升	27
图 38: 微拍堂 GMV 逐年上升	27
图 39: 2020 年服装鞋包商品 GMV 在传统电商模式中仍居首位	27

图 40: 太平鸟服饰双十一期间线上销售额占比达 70%.....	27
图 41: 辛巴家族 GMV 占比 (单位: %)	28
图 42: 2017-20Q3 快手营业收入及同比增速	29
图 43: 2017-20Q3 快手营业收入构成	29
图 44: 快手净利率、毛利率变动趋势.....	29
图 45: 2017-20Q3 快手调整后归母净利及同比增速	30
图 46: 快手费用结构	30
图 47: 2017-20Q3 公司现金流量变动	30

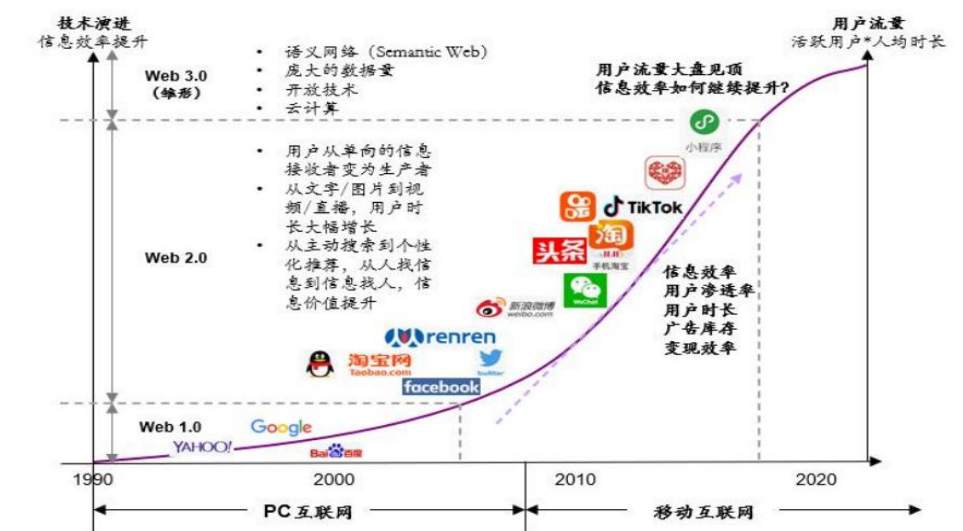
表目录

表 1: 单列、双列比较	9
表 2: 直播行业相关政策梳理	14
表 3: 2021 年信息流广告收入测算	16
表 4: 供应链对比.....	21
表 5: 传统电商与直播电商对比.....	22
表 6: 快手淘宝对比	24
表 7: 不同品类的零售属性比较.....	26
表 8: 快手直播收入增长潜力预测 (单位: 亿元, %)	31
表 9: 快手广告业务增长潜力预测	31
表 10: 快手电商业务增长潜力预测 (单位: 亿元, %)	32
表 11: 快手营收预测 (单位: 亿元, %)	32
表 12: 直播业务 P/S 估值	33
表 13: 广告业务 P/S 估值	33
表 14: 电商业务 PSG 估值 (单位: 亿元, %)	33
表 15: 快手及可比公司市值/MAU 估值	34
表 16: 绝对估值核心假设表	34
表 17: 现金流折现及估值表	35
表 18: 敏感性分析表	35

1、时代背景：流量、内容、算法

互联网用户基数的快速扩张、用户时长的快速提升带来了巨大的红利，在这一过程中“流量”的概念应运而生。流量经济的背后是互联网技术迭代驱动的信息效率提升。海外的互联网研究者根据用户与信息之间交互方式的变化，将互联网的发展史大致划分为 Web 1.0-Web 3.0 三个阶段：Web 1.0 阶段用户是被动接受静态网页的信息；Web 2.0 阶段以用户为中心，实现了用户和用户、用户与信息的大规模交互；Web 3.0 阶段应用程序将变得高度智能化，目前属于概念定义期。

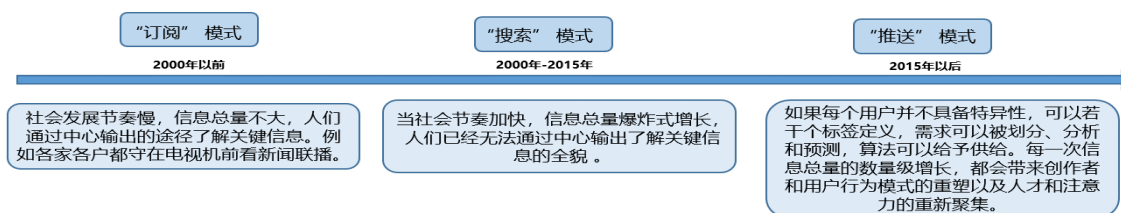
图 1：互联网技术-流量-效率发展史



资料来源：光大证券研究所根据公开信息整理

每一次信息总量的数量级增长，都会带来创作者和用户行为模式的重塑以及注意力的重新聚集。“流量”是一种蕴含用户各类底层需求的注意力经济。算法加持下视频化的获客成本和变现能力具备效率优势，当流量总量接近见顶，短视频与直播领域所获流量占比将逐渐提升。1) 在当社会发展节奏慢、信息总量不大的时候，人们通过中心化途径了解信息：电视机前看新闻联播为“订阅”模式；2) 当社会节奏加快，信息总量爆炸式增长，人们已经无法通过中心输出了解关键信息的全貌，我们对信息的诉求就进入主动“搜索”模式时代；3) 信息进一步膨胀加剧了用户对优质内容的核心诉求，人与内容匹配的核心矛盾催生了“推送”模式时代：如果我们以若干个标签定义每个用户的特异性，需求可以被划分、分析和预测，那么在人们需求之前，算法+用户数据可以给予精准的内容供给排序。

图 2：信息分发模式的演进



资料来源：光大证券研究所根据公开信息整理

短视频以及直播将比图文媒介产生更深远的影响和渗透，视频化趋势仍在进行中，并维持较高增速。短视频+直播链接各个产业成为必然选择：在资讯类、电商类、社交类等 APP 中都会作为新的媒介形式；电商、体育、文旅、汽车、游戏、音乐、家居、本地生活等各行业渗透率逐步提升。

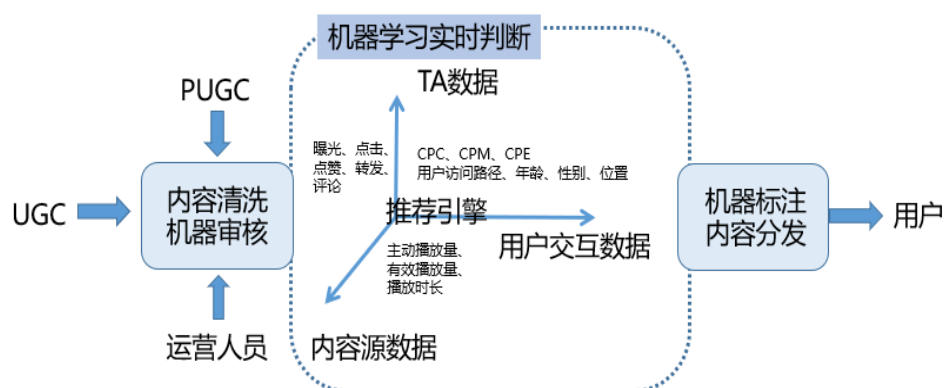
快手商业模式的本质问题是人们注意力的买卖：如何低成本的获取流量，然后高质量的卖出流量？而互联网产品形态很大程度左右着用户的注意力、流量的价值。1) 如何以更低的价格买入更多用户的注意力？即以低成本大规模方式获取流量。快手答案是：记录每个人的生活，通过 UGC、PUGC 的内容来买入用户的注意力，满足用户对内容、自身效用的需求获客并实现留存。抖音运营体系多是围绕头部和潮流热点生产内容；2) 如何以更高的效率卖出更多用户的注意力？即商业化问题的本质：以直播打赏、广告、电商等模式卖出注意力。

1.1、单列产品+算法推荐=最高效的人与内容匹配，未来将占据更大流量结构

1.1.1、精准的个性化算法推荐是为内容价值赋能的最高效方式

信息流形态产品的快手拥有大规模的内容供给以及亿万级别用户消费，其需要解决的核心问题为：如何把这些内容分类淘洗有效分发出去。精准的个性化算法推荐是为内容价值赋能的最高效方式：内容价值高低的关键因素是在于谁来看，即人与内容的匹配。

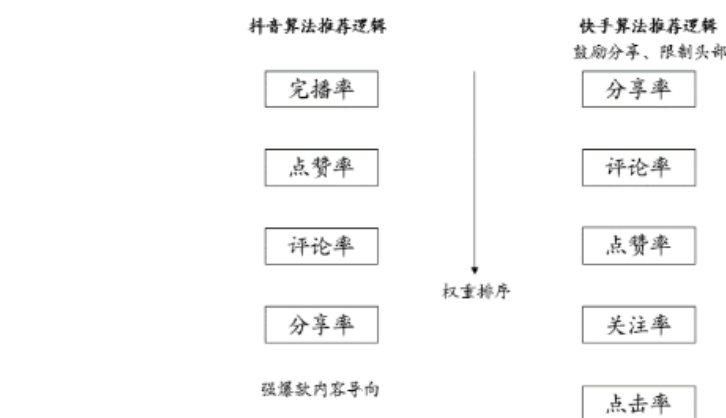
图 3：推荐算法的内容分发逻辑



资料来源：光大证券研究所整理

1) 抖音的核心生产数据是用户行为，结果是大众点击投票。算法获得热门的内容反馈更多，所以会推得更准、力度更强，同时可能低估长尾内容的价值。如果算法高度依赖大众行为，那创作者也会被大众行为诱导；2) 快手用户行为数据里包含了点击率（双列产品从封面进入内容的行为），同时相应推荐算法鼓励分享、并限制头部内容流量；3) 视频号核心生产数据是关系链，能够按照阶层去分发触达，关系链会更偏向用户所属阶层。类似用户消费朋友圈内容的关键因素是社交、情感联系，更有机会解决普通人内容价值低问题。

图 4：抖音、快手算法推荐逻辑比较



资料来源：光大证券研究所整理

1) **抖音主打公域为主的算法推荐。**抖音重视优质的内容，通过中心化的分发算法，筛选优质的内容，利用单列大屏的呈现，使得用户能更沉浸式的不停观看其短视频，且将大部分的流量留在了可控的公域。算法机制发现用户投票的优质内容，通过逐级推送流量池，放大头部效应。抖音的内容消费者体验更好，使得头部达人涨粉速度更快，粉丝向头部达人集中。2) **快手分发当中给予社交更高权重，在逐步开始强化公域运营。**快手更重视的是用户关系和真实普惠，通过均衡的分发机制让更多中腰部和长尾用户更有机会被看到，使得用户更多的进行互动和社交，形成了以私域流量为核心的平台。快手只有 30% 的流量是分配给头部达人，70% 的流量分配给长尾内容，提升内容创作者体验，但头部达人的涨粉速度慢。3) **视频号基于社交关系的分发。**2020 年上半年，由于视频号平台内容的丰富度不够，使得算法推荐上，命中率很低。2020 年下半年开始丰富内容，开始做全屏短视频的尝试，因此推荐命中率有提升。根据微信公开课，张小龙表示视频号中关注、好友推荐、机器推荐的消耗比例应该是 1:2:10，也就是某一用户看过的 130 条视频中，应包含 10 个关注的 up 主的视频、20 个朋友点赞的视频和 100 个系统推荐的视频。

1.1.2、产品交互迭代进化，单列大屏占比提升

单列和双列交互方式对抖音快手造成的差异包括：

- 1) **单列沉浸式完美契合无脑的状态，消费成本低、体验更好，在相同的时间内，单列比双列能看的视频会更多、更高效。**单列产品减少用户的思考、选择和操作，只需要滑动就可切换视频，而双列则需要通过点击来切换视频，消费路径长、消费成本高。
- 2) **单列沉浸式成瘾性使得用户时长增加。**用户效用来看，在刷短视频的时候会处于持续无脑的、愉悦的状态；用户成本来看，单列上下滑的时间切换视频的成本极低、时间很短，愉悦状态不会因为切换视频被打断。用户时长以及用户生命周期价值增加，用户给平台贡献的价值增加。
- 3) **单列沉浸式的商业化更理想。单列式变现效率高于双列。**单列比双列的消费路径更短、成本更低，同样的时长内，单列比双列能消费的视频数更多，因而所观看的广告数就更多。

单列沉浸式更加适合短视频消费，单列沉浸式使得用户时长增加，单列沉浸式的商业化更理想。单列沉浸式用户时长增加，同时也提高了变现效率。单列双列会造成内容生态的不同。单列交互方式特征是强内容、弱关系，导致私域弱，公域

强；双列式弱内容、强关系，内容需要用户自己选择点击观看，因此私域强，公域弱。公域意味着平台对流量的控制权，私域强是有利于平台创作者。

表 1：单列、双列比较

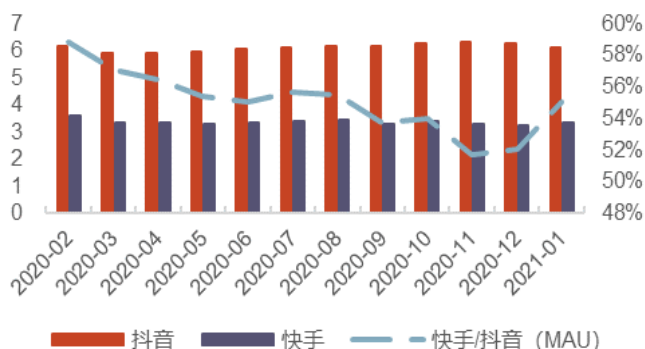
	单列	双列
内容消耗的速度	较慢	较快
内容倾向	更鼓励内容创作	更鼓励具有强粉丝效应的人和个性化的内容
用户成本	切换视频的成本极低、时间很短，愉悦状态不会因为切换视频被打断	切换视频的成本极高
用户使用时长	较长	较短
用户体验	沉浸式完美契合无脑的状态，消费成本低、体验更好	体验相对弱
交互方式特征	强内容、弱关系，导致私域弱，公域强；平台对流量的控制权大	弱内容、强关系，内容需要用户自己选择点击观看，因此私域强，公域弱，有利于平台创作者
浏览效果	更多、更高效	效果不如单列
商业化	更理想，变现效率更高。消费路径更短、成本更低，同样的时长内，单列比双列能消费的视频数更多，所观看的广告数就更多	变现效率较低。观看选择时需要用户点击观看，转化路径多了从瀑布流的内容封面到内容观看的 CTR 转化率的步骤

资料来源：光大证券研究所整理

1.1.3、快手主站 8.0 改版后运营数据提升

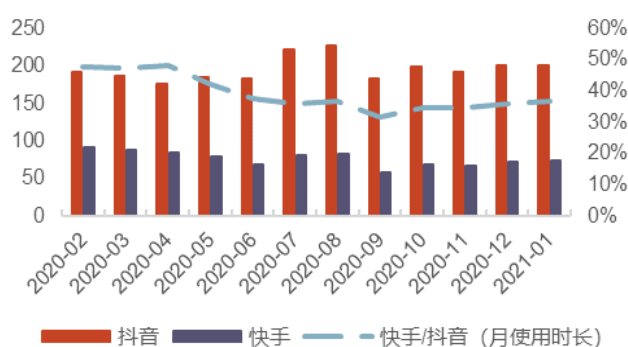
单列沉浸式对用户使用有更好的体验。快手转变成单列沉浸式、通过强化运营以及组织架构调整后开始吸引了更多用户，快手/抖音使用时长比值在改版后变大，且 MAU 比值在 1 月出现迅速增长。2020 年 2 月-9 月，快手与抖音 MAU 的比值以及快手与抖音的使用时长比值呈下降趋势。2020 年 9 月 3 日，快手进行 8.0 改版，更新了 LOGO，发布了全新的 Slogan，在首页“关注、发现、同城”之外，增加了底部导航栏和“精选”栏目，支持单列沉浸式上下滑体验。快手改版后，其与抖音使用时长比值呈现稳定增长趋势，在 10 月迎来 MAU 和使用时长比值的小幅增长。

图 5：抖音、快手月均 MAU 及二者比值（亿人次，%）



资料来源：极光数据，光大证券研究所

图 6：抖音、快手月使用时长及二者比值（亿小时，%）



资料来源：极光数据，光大证券研究所

1.2、 视频化结构流量红利下，电商具备最佳流量变现效率

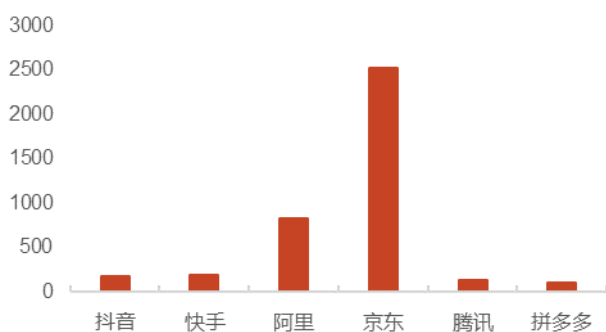
视频化结构性流量红利下，终局是流量变现效率的最大化。为什么快手加强电商业务？从“流量效率”来看，我们认为直播电商渗透率快速提升的底层逻辑是流量变现效率的优势：从效率的角度来看，收益/DAU 更高的产品形态更好，那么电商是更好的流量变现方式。DAU 即企业每天可以接触到的用户量级。推荐决定了新用户的留存，内容多样化决定了长期用户留存。越多流量就越能通过服务、广告去转化这些用户。应用的形式深刻影响着这些与用户接触的货币化能力，我们把产品抽象成黑箱，每天进入黑箱是 DAU，产生的是收入。APP 本身的每日启动次数代表每天有多少潜在消费者的光顾。而这个启动次数又和其内部的每项业务相关，各项业务都可以分解成每日 DAU、每日营收，从而获得总体营收。

什么是更好的产品以及商业形态？如何提升流量转化效率？

1) 电商行业货币化率处于成熟阶段的公司，均以相对较低的流量创造了较高的营业收入，电商是流量变现最高效的手段。阿里巴巴市值约 46068 亿元，20 年 6 月 MAU 达 8.46 亿，2019 财年营业收入为 5097.1 亿元；腾讯市值约 58866 亿元，其流量大约是阿里的 4.5 倍，但 2020 年前三季度营业收入仅 3484.0 亿元；京东 20 年 6 月 MAU 仅为 2.95 亿，但其 20 年前三季度营业收入为 5214.7 亿元；拼多多市值约 46052 亿元，20 年 6 月 MAU 达到 4.98 亿，20 年前三季度营收达 329.4 亿元。分别通过营业收入/MAU 和市值/MAU 得到的变现效率，均显示阿里、京东的流量变现效率高于腾讯。

2) 公域流量通过广告变现效率更高，抖音现用的单列沉浸式在以公域流量为核心的情况下变现效率更高。

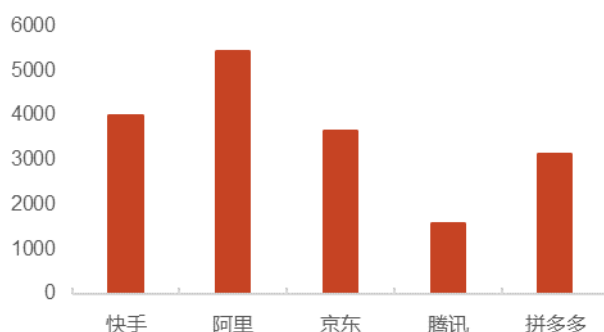
图 7：不同公司流量变现效率（营收/MAU）



资料来源：公司公告，易观应用，光大证券研究所

注：阿里营收为 2019 财年数据，其余公司营收为 2020 年前三季度数据；MAU 为截至 2020 年 6 月易观应用 top 榜数据。

图 8：不同公司商业模式市值/MAU 比较



资料来源：Wind，易观应用，光大证券研究所

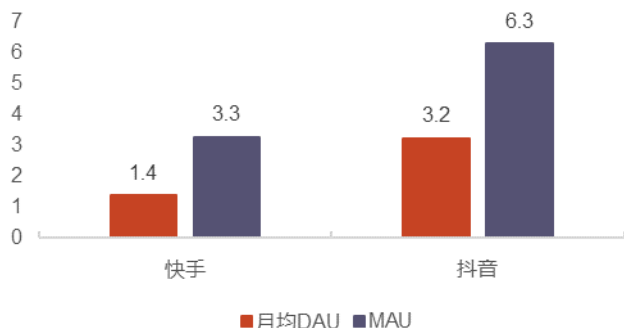
注：市值按 2021 年 2 月 19 日收盘价计算，MAU 为截至 2020 年 6 月易观应用 top 榜数据。

2、快抖相争后趋同，视频号入局

2.1、两强相争、互补短板，产品及用户画像趋同

抖音和快手稳居短视频行业第一梯队，愈发激烈的行业竞争促使两者日益趋同。根据中国网络视听节目服务协会公布的数据，2020年12月抖音和快手两者活跃用户规模约占整个短视频行业用户规模的56.7%，抖音在活跃用户规模上领先于快手。2020年12月两者月均日活用户数分别为3.2亿和1.4亿，月活用户数为6.3亿和3.3亿，用户人均单日使用时长为120分钟和102分钟。随着移动互联网人口红利出尽和短视频用户规模接近天花板，为了争取更多的活跃用户和更高的用户人均单日使用时长，抖音和快手的产品形态、用户画像日益趋同，短视频行业竞争愈发激烈。至20H1两者用户重合度超过40%。

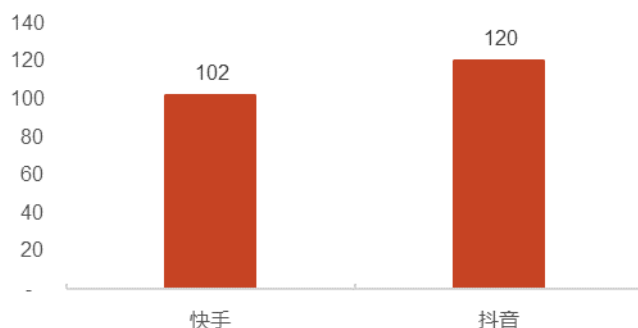
图9：活跃用户数（亿）



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所

注：统计截止于2020年12月

图10：用户人均单日使用时长（分钟）



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所

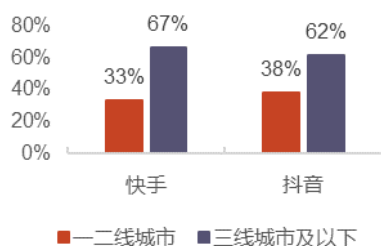
注：统计截止于2020年12月

从产品形态上看，抖音定位社交媒体，快手偏向社区。在产品迭代过程中，双方都有向对方靠近的趋势，核心驱动力是获取更多用户流量以及变现效率的要求。

快手上线8.0版本，提高平台公域流量占比。2020年9月快手8.0版本的上线是快手自2014年由GIF工具转型短视频社区以来，涵盖产品与品牌的最大规模升级，不仅更新了品牌LOGO和Slogan，还更新了产品主交互界面。产品主交互界面的变化主要包括：1) 新增底部导航栏和“精选”tab。2) 兼容双列点选和单列上下滑两种浏览模式。升级到8.0版本以前，快手的视频内容全部采用双列卡片流的形式。升级到8.0版本以后，首页的“关注、发现”页面采用双列卡片流的形式，新增的“精选”页面支持单列沉浸式上下滑体验，页面的界面设计与抖音“推荐”页面的界面设计相似度较高。这说明快手以私域流量为核心，逐渐提升公域流量占比，将流量的分发权更加集中在平台的手上，提高平台整体的变现效率。

抖音近期的产品更新更加重视平台的社交属性。抖音上线了承载熟人/半熟人社交功能的“朋友”栏目，替代底部导航栏中原有的“同城”栏目。“朋友”功能更强调了平台内的双向关系，这有利于促进用户在平台内的社交关系的构建和深化，从而增加用户粘性。抖音还上线主打与好友分享的“日记模式”，用户可通过抖音底部栏的“+”号进入拍摄功能，选择“快拍”按钮进行日记的拍摄。日记模式将进一步强化抖音的社交关系。

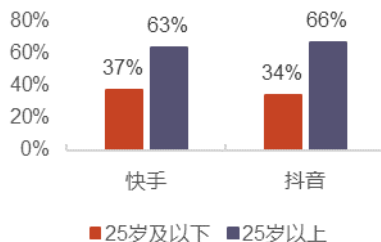
图 11: 抖音快手用户城市分布



资料来源：极光大数据，光大证券研究所

注：统计截止于 2020 年 12 月

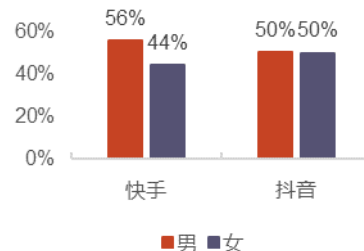
图 12: 抖音快手用户年龄分布



资料来源：极光大数据，光大证券研究所

注：统计截止于 2020 年 12 月

图 13: 抖音快手用户性别分布



资料来源：极光大数据，光大证券研究所

注：统计截止于 2020 年 12 月

从用户画像上看，抖音的女性用户占比略高于快手，25 岁以下的用户占比略低于快手，一二线城市用户占比略高于快手，但用户画像整体趋同。

1) 在原来的印象中，快手的用户群体具有男性主导、年龄结构偏大、下沉市场的特征。快手主动改变“男性主导”“年龄结构偏大”的原始用户画像，在吸引年轻群体和女性群体方面做出了一些尝试，例如邀请周杰伦在快手平台首播新歌《Mojito》，邀请张雨琦担任快手电商代言人，逐渐实现男女用户比例均衡化和用户年龄结构年轻化，城市分布上也更符合中国互联网民的整体画像。a) 年轻用户注入了创造力和新的消费动力；b) 吸引女性用户，用“她经济”打开增量市场，美妆、女装市场明显收益；随着小镇青年和镇域经济的崛起，下沉市场迎来持续增长，赢得对低线城市经济发展的红利收割。

2) 抖音的产品定位以一、二线城市时尚、年轻用户为主。但随着近年移动互联网流量红利在一、二线城市的逐渐消退，抖音正在极速下沉。抖音在吸引低线城市用户群体方面做出了一些尝试。抖音推出抖音极速版，通过社交裂变和金币玩法效果，与快手争夺下沉市场用户；由于下沉市场具有强烈的“熟人”特性，抖音打造地域性红人，扶持搞笑风方言红人和各个地域的垂直类美食或生活红人，显现本地化特征。

2.2、基于微信流量和社交链差异化竞争者——微信视频号入局

微信视频号基于微信流量和社交链，将社交关系引入到视频内容。与抖音快手不同，微信视频号背靠微信 12 亿日活用户，从一开始就是基于私域流量的短视频平台，通过建立完整的闭环和生态系统，推动转、赞、评等互动的增加。基于社交链推荐分发方式，微信视频号通过好友之间的互相推荐来扩大视频内容的选择范围，在延迟视频生命周期长方面比其他平台更优越。微信做视频号，一方面填补了市场上缺乏优质的“社交+视频”的产品空白，另一方面拓展与加强原有的社交链，在用户、内容和创作者之间建立了连接。

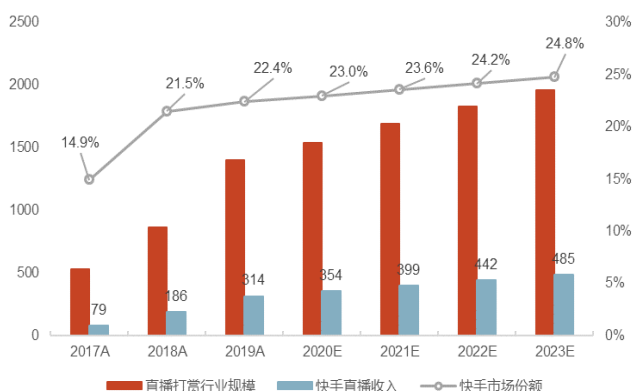
3、快手商业化终局猜想：直播电商是未来，广告成就现在，直播打赏成过去式

公域流量中，电商平台内容化，内容平台电商化，商业化的终局是流量变现效率的最大化。围绕着“流量效率”，我们认为直播电商渗透率快速提升的底层逻辑是流量变现效率的优势。新的流量分布形式、新的用户交互形式和新消费的兴起带来全新机遇。1) 电商形态不断进化，而人的需求依然存在，且会进一步被放大。2) 媒介、信息分发方式的变革导致新事物取代旧事物，直播电商渗透率将持续提升。

3.1、 内外生因素下直播打赏业务天花板已现

据艾瑞咨询，随网络直播新规出台，秀场直播平台进一步缩小，快手获取更大游戏直播份额，快手直播打赏市场份额有望逐步提升。2020-2023 年，艾瑞咨询预测直播打赏行业规模分别为 1,540 亿元、1,694 亿元、1,830 亿元、1,958 亿元，我们预计 2020-2023 年快手直播打赏收入市场份额逐步提升至 23.0%、23.6%、24.2%、24.8%，测算得出 2020-2023 年快手直播收入分别为 354 亿元、399 亿元、442 亿元、485 亿元，由于针对电商主播的小店通流量产品上线后或对打赏电商有替代作用，我们预计未来直播收入增速或将下降，整体占快手的收入比例也会下降。

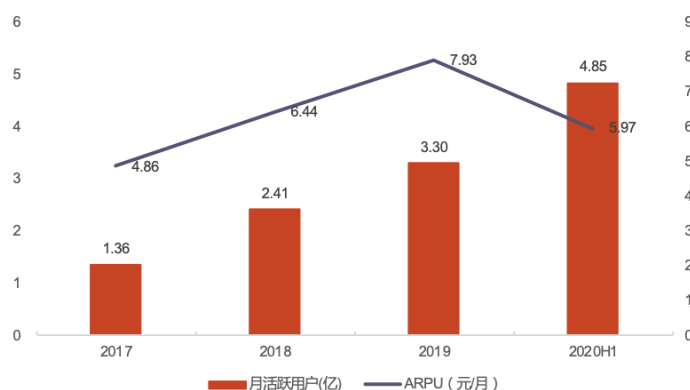
图 14：快手直播打赏收入预测（单位：亿元，%）



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所预测

注：直播打赏行业规模预测来自艾瑞咨询，快手市场份额预测来自光大证券研究所。

图 15：快手直播月活（左轴）以及 ARPU（右轴）



资料来源：快手招股说明书，光大证券研究所

3.1.1、外生阻力：政策约束加大，直播打赏模式或将转型

政策对于直播约束趋严的大方向逐渐清晰，严监管对直播打赏业务带来一定不确定性。政策限制用户打赏上限，外生阻力下核心用户价值受限。根据国家广播电视总局 2020 年 11 月 12 日发出的《关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》对直播打赏规定。第一，未经平台批准，主播不得变更其直播间所提供节目的类别；第二，未成年或未实名登记的用户不得打赏；第三，平台亦要限制每次、每日及每月的虚拟打赏金额上限。若用户的虚拟打赏已达到每日/每月上限，平台须暂停该用户当日或当月的虚拟打赏功能。贡献大量直播打赏收入的“土豪”用户的价值上限被锁死。

表 2：直播行业相关政策梳理

发布时间	相关政策	政策内容
2016 年 9 月 2 日	《关于加强网络视听节目直播服务管理有关问题的通知》	对直播内容进行限制，重大政治、军事、经济、社会、体育及文化活动直播需进行多级报备。
2016 年 11 月 4 日	《互联网直播服务规定》	设立平台审查直播内容、根据互联网直播内容类别、用户规模及其他情况，进行分类及分级管理，为图文、视频、音频加上标识或为平台发布标识信息等强制规范性内容
2016 年 12 月 2 日	《网络表演经营活动管理办法》	从事网络表演经营活动的网络表演经营单位应当按照《互联网文化规定》，向省级文化行政部门申请 ICB 许可证。
2020 年 11 月 12 日	《关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》	列明直播业务有关实名登记、用户虚拟打赏消费限额、未成年用户虚拟打赏限制、直播审核人员资格、内容标签及其他方面的规定。

资料来源：光大证券研究所根据公开信息整理

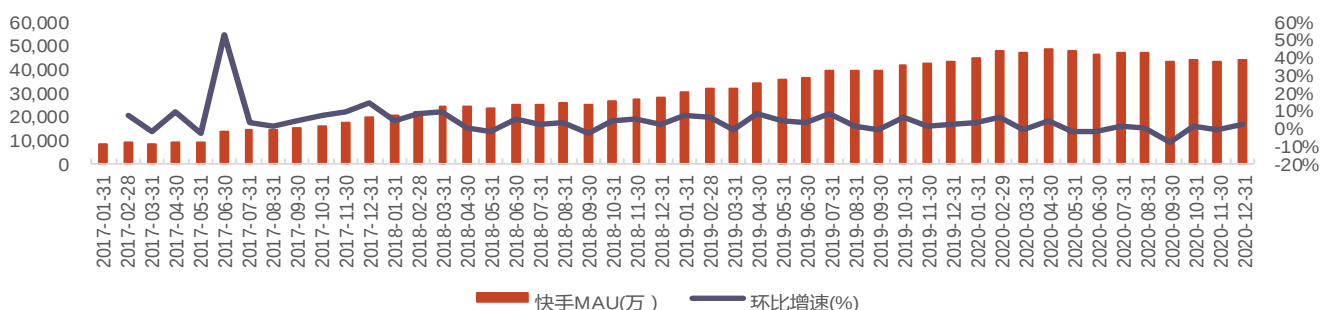
3.1.2、内生阻力一：直播付费用户渗透率见顶，月均 ARPU 减速

我们将直播打赏收入按以下方式拆分： $\text{直播打赏收入} = \text{用户数} \times \text{用户付费率} \times \text{ARPU}$ 。从三种因素驱动来看，在未来较长的一段时间内用户数、用户付费率、ARPU 均无法为直播打赏收入提供推动力。

1) 短视频赛道竞争加剧，吃用户增长红利的时代已经过去。17 年后短视频赛道进入高速增长时代，2017-2020 年，快手 MAU 月环比增速接近 10%，2020 年以来快手 MAU 环比增速明显下滑，近半数月份出现增速为负的情况，其余正增速月份增速也接近于 0，9 月环比增速为-8.6%，达到历史最低。随着腾讯旗下视频号加入赛道以及竞争对手抖音商业化加速，短视频赛道用户增长两位数甚至三位数的时代已经过去，难再依靠用户数增长作为内生推动力。

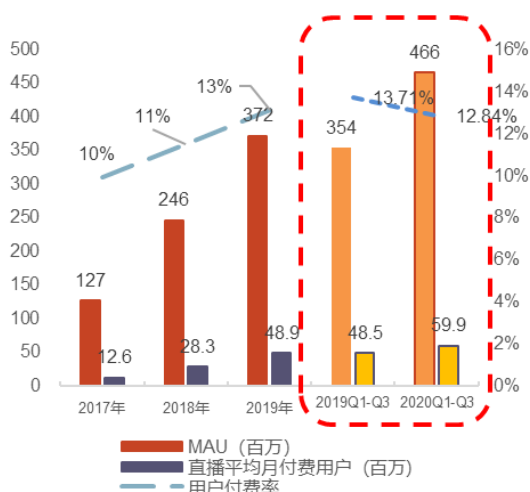
2) 直播付费率遇瓶颈，月均 ARPU 连续两年下滑。2017-2019，快手直播用户渗透率由 9.94% 提升至 13.15%，19 年达到最高。根据快手招股说明书数据计算，近两年用户付费率由 1Q19-3Q19 的 13.71% 跌至 1Q20-3Q20 的 12.84%，快手直播用户渗透率指标短期内已经见顶，我们预计 21-23 年将保持在约 13%。ARPU 自 19 年以来持续下降，19 年月均 ARPU 由 54.9 元跌至 53.6 元，同比增速-2.37%。20 年数据更加不乐观，月均 ARPU 由 1Q19-3Q19 的 52.5 元跌至 1Q20-3Q20 的 47 元，同比增速低至-10.48%，预计全年跌幅接近-10%。因此我们认为直播付费率及 ARPU 两项指标短期内均见顶，难以为直播打赏业绩提供内生推动力。

图 16：快手 MAU 及其增速



资料来源：易观千帆，光大证券研究所

图 17: 快手付费率



资料来源: 快手招股说明书, 易观千帆, 光大证券研究所

图 18: 月均 ARPU



资料来源: 快手招股说明书, 光大证券研究所

3.1.3、内生阻力二：商业化加速下的公域流量分配机制分流严重

快手传统模式下的推荐机制中，用户关注及互动的权重较大，流量分配模式相较于抖音等平台更偏去中心化，天然有利于 KOL 培养“老铁”粉丝群体，形成私域流量。

直播打赏行为动机可简单分为两者：1) 普通用户角度：出于对主播直播内容的赞赏，通过直播打赏行为赞助、激励主播。2) 商家或其他主播：通过直播打赏冲榜来吸引眼球，引流至自己店铺或直播间。

前者需要用户对主播建立一定的信任感，主播需要与用户建立起长期的信任纽带，用户才会为主播进行打赏，在以私域流量为主的过去，这种关系的建立难度较小，用户会被重复地推荐该主播相关内容，主播能够更轻易建立起私域流量池。快手加大公域流量经营后，关注和互动的权重下降，内容推荐中心化程度提升，这种纽带的建立难度提升。

至于后者，公域流量的分流效应更为显著。过去头部主播掌握巨大私域流量池，商家和其他主播通过直播打赏进行冲榜引流的效果明显，成本较低。快手商业化加速的大趋势下，多种满足主播和商家增流需求的工具出现，以小店通为主的买量工具迅速进入商家和主播视野。公域流量买量工具的出现叠加私域流量池的削弱，未来选择小店通等工具进行买量的商家和主播会逐步增加，进一步削弱直播打赏的增长动力。

3.2、线上营销业务——精品推荐壮大、单双列流量结构优化，提升广告天花板

单列下广告分发效率对平台更高，而双列产品偏私域，平台流量分配旁落，价值流向主播。公域的短视频推小店效果不好，解题方法显然不是限制私域流量，而是做大精品推荐流，快手 8.0 大改版的思路是要做流量重新分配的调整。从用户的内容消费的链条来看，单列全屏产品用户无限下划浏览，不能选择是否能看到某个视频，广告可操作空间是确定的数字。双列信息流产品相比起单列全屏多了一层点击跳转，那么在广告商业产品的漏斗模型中，双列对封面图计价做点击和转化预估，要多加上一层从瀑布流到点击内容观看的 CTR。

我们认为，未来单双列广告并存格局将长期存在：一方面两者适用的场景不同，适合不同广告主；另一方面用单列去扩展规模，保留双列特色去繁育生态。最终演化的结局很可能是：单列流量以及广告收入将占据更高比例，最终达到一个更优化的比例。

3.2.1、信息流广告

信息流广告分为双列信息流广告及单列信息流广告两种，单列信息流广告随快手 8.0 上线，因此 3Q20 前快手信息流广告均为双列信息流广告。

表 3：2021 年信息流广告收入测算

	双列信息流广告	单列信息流广告
DAU (百万人)	353	353
人均曝光量 (个/天)	381	\
CTR ₀	16%	\
人均 VV (个/天)	\	76.1
Ad load	11%	11%
广告有效播放率	55%	55%
实际 CPM (元/千次)	16	16
天数 (天)	365	365
收入 (百万元)	7,604	9,505
总收入 (百万元)	17,109	

资料来源：光大证券研究所测算

1) 双列信息广告收入测算：双列信息流广告收入=DAU*人均曝光量*CTR₀*实际 CPM*Ad load*广告有效播放率。

人均曝光量：人均曝光量为日活跃用户每日浏览的视频封面数，而双列视频人均 VV=人均曝光量*CTR₁，可通过人均 VV 及 CTR₁ 测算出人均曝光量。CTR₁ 指双列视频平均 CTR（包括内容视频及广告视频），即用户从浏览封面到点入视频观看的转化率，根据《2019 快手创作者报告数据》快手的 CTR 约为 20%。双列视频人均 VV=（用户平均观看短视频时长/平均短视频长度）*双列视频观看占比=[用户平均使用快手时长*（1-观看直播时长占比）]/平均短视频长度*双列视频观看占比。观看直播时长占比我们用快手直播平均月付费用户/MAU 来进行估计。双列视频观看占比指用户观看的短视频总数中双列视频数的占比，在 2020Q4 以前均为 100%，之后我们假设为 50%，即单列视频将分走一半流量。平均短视频长度假设为 30s。

CTR₀：CTR₀ 为双列广告视频的 CTR，即用户从看到广告视频封面到点入广告视频观看的转化率。广告 CTR(CTR₀) 低于内容 CTR(CTR₁) 是双列视频广告的主要劣势。

实际 CPM：根据市场调研反馈，目前快手信息流广告均价为 15 元左右，形式以 CPM 为主，距离抖音实际 CPM（20-30 元）仍有一定差距，预计未来仍有提升空间。

Ad load：专家反馈，目前信息流广告展现频率为首刷第五个视频为广告视频，随后每十个视频出现一次广告视频，综合下来 ad load 为 10%。抖音 ad load 约为 20%，因此 ad load 方面预计快手仍有巨大提升空间。

广告有效播放率：资料显示只有当用户在广告视频界面停留 3 秒以上才能算作有效曝光次数，目前短视频行业平均广告有效播放率为 55%，我们假设快手双列视频广告有效播放率与行业平均相同。

2) 单列信息流广告收入测算: 单列信息流广告收入=DAU*人均 VV*实际 CPM*ad load*广告有效播放率。

人均 VV: 单列视频人均 VV=用户平均观看短视频时长/平均短视频长度*单列视频观看占比=[用户平均使用快手时长*(1-观看直播时长占比)]/平均短视频长度*单列视频观看占比。思路与双列相同, 这里单列视频观看占比 2020Q4 之前为 0, 之后我们假设为 50%。

实际 CPM: 根据市场调研反馈结果得知, 目前单列广告价格与双列价格相同, 但我们预计未来单列视频由于其优越性提价空间将大于双列视频。

Ad load: 假设为 10%。

广告有效播放率: 假设为 55%。

3.2.2、开屏广告

开屏广告收入=日活跃用户日均打开快手频次*Ad load*CPM*展示有效率。

日活跃用户日均打开快手频次: 根据 questmobile 数据显示, 20 年 1-5 月平均为 20.2 次, 假设未来打开频次维持在 20 次。

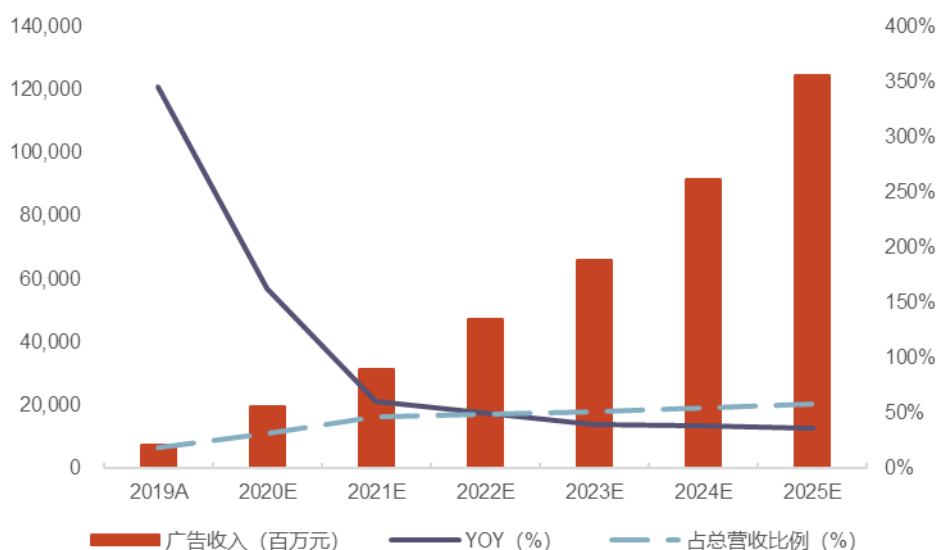
Ad load: 根据资料显示该数值目前为 5%。

CPM: 根据市场调研结果显示, 开屏广告被定义为 S 级资源, 目前不接受折价出售。因此这里我们假设 CPM 为平均刊例报价 220 元。

展示有效率: 资料显示只有未被跳过的开屏广告视作有效, 专家反馈目前短视频行业普遍开屏广告有效率为 33%, 这里我们假设为 33%。

结合以上假设与分析, 我们预测 2021-2023 年快手广告业务收入分别为 440.4/739.9/1089.2 亿元。

图 19: 广告收入空间估计



资料来源: 快手招股说明书, 光大证券研究所预测

3.3、直播电商是未来：中长期空间巨大，渗透率持续提升

购物模式演进的底层逻辑是满足人性对于更多、更便宜、更好商品永恒的需求。供给和需求是一体的两面，要根本上变革供给侧，得先变革需求侧。

第一类供给侧的变革是满足了一直存在却未被完全满足的需求。满足了不确定性需求，形成供给侧的升级，满足了人性更快、更多、更好、更美的诉求。

第二类供给侧的变革源于新的应用场景的出现。在新应用场景下形成不同需要，推动了供给侧生产组织、管理和交付流通上变革。直播电商的 KOL 通过缩短供应链，打造极致性价比吸引粉丝。

第三种供给侧的变革源于信息收集成本大幅变化引起的。通过网红批量带货实现规模化生产，KOL 直播收集粉丝反馈定制化，对接产业熨平了生产端的波峰波谷，降低了组织生产的不确定性。通过信息的归集，全链路打通来实现现有需求的更优质、更高效的满足。

我们认为，社会组织形式沿资源和资本更有效配置的路径演进，直播电商的渗透率将持续提升。未来供给侧将打破滞后的大规模计划生产，实现中小规模批量“定制生产”。1) 原有的传统电商改造了流通领域，对供应链上游的改造较少，主体的工厂主要依赖于线下商超的批量订单。2) 基于直播间双向互动的特点，主播可以小批量打样，判断是否有可能出现爆品，决定是否追加生产；直播电商实现供应链端直接接触用户，具备 C2M 的柔性 and 敏捷双重特性。这种基于需求驱动的供应链有助于减小库存。

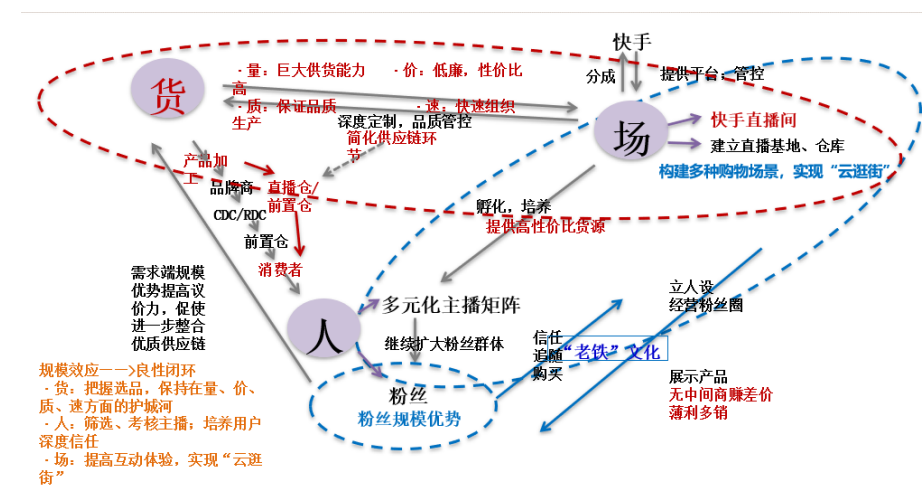
图 20：购物模式的演进



资料来源：光大证券研究所整理

直播电商生态系统以“货”、“场”、“人”三个维度展开，“货”端具备量、价、质、速四方面的优势，为“场”内产品保证深度定制和品质管控，并且简化供应链环节，省略品牌商、CDC/RDC 等流程；“场”端建立直播基地，构建多种购物场景，创办“云逛街”环境，展示高性价比货源，并持续孵化培养多元主播矩阵；“人”端做好人设建立，积极经营粉丝群体，培养粉丝“深度信任”、“追随”并最终“购买”的信念模式，掌握需求端规模优势后提高议价能力，促使进一步整合优质供应链，形成商业模式良性闭环。

图 21: 直播电商商业模式梳理

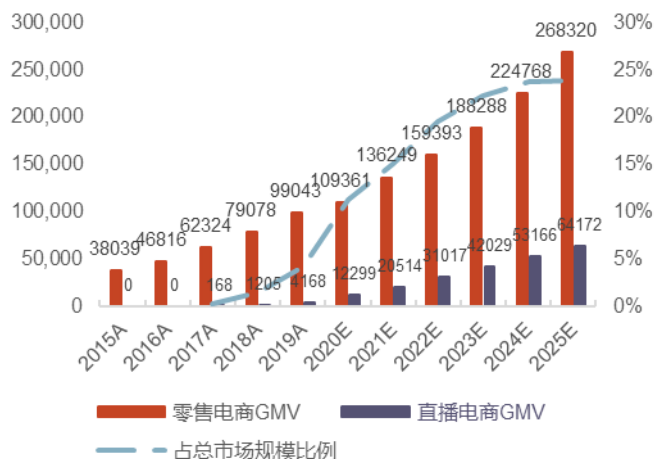


资料来源: 光大证券研究所整理

3.3.1、直播电商空间测算

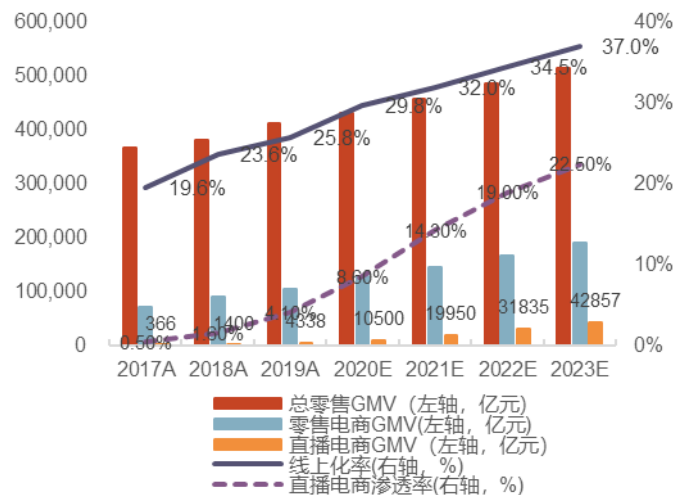
测算方式 1: 零售电商规模*直播电商渗透率。据艾瑞咨询, 2020-2022 年零售电商市场规模分别为 109,361/136,249/159,393 亿元, 对应直播电商市场规模分别为 12,299/20,514/31,017 亿元。

图 22: 测算 1: 直播电商市场规模测算 (亿元, %)



资料来源: 艾瑞咨询预测, 光大证券研究所

图 23: 测算 2: 直播电商渗透率及市场规模预测 (亿元, %)



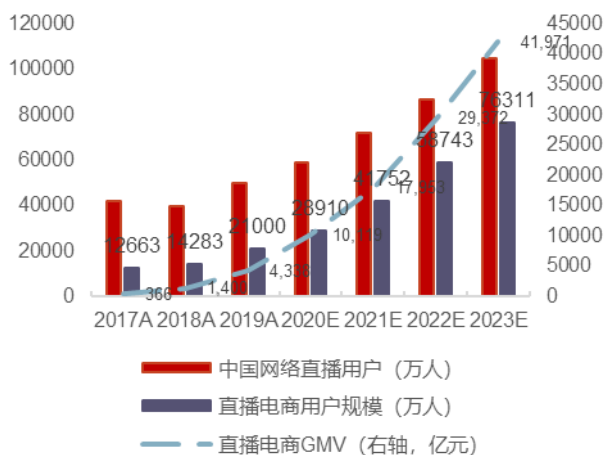
资料来源: KPMG 与阿里研究院预测, 光大证券研究所

测算方式 2: 零售市场规模*线上化率*直播电商渗透率,直播电商行业渗透率提升空间大, 保持高速增长。根据 KPMG 与阿里研究院的研判, 2020 年直播电商市场规模达 10,500 亿元, 渗透率为 8.6%; 2021 年直播电商规模 19,950 亿元, 渗透率达到 14.3%; 2022 年直播电商规模将达到 31,835 亿元, 渗透率将达到 19.0%。

测算方式 3: 直播电商市场规模=直播用户数*直播电商用户渗透率*ARPU。直播电商用户渗透率=直播电商用户数/直播用户数。根据艾瑞咨询预测, 2020-2022 年直播电商用户规模分别为 28,910/41,752/58,743 万人, ARPU 分别为

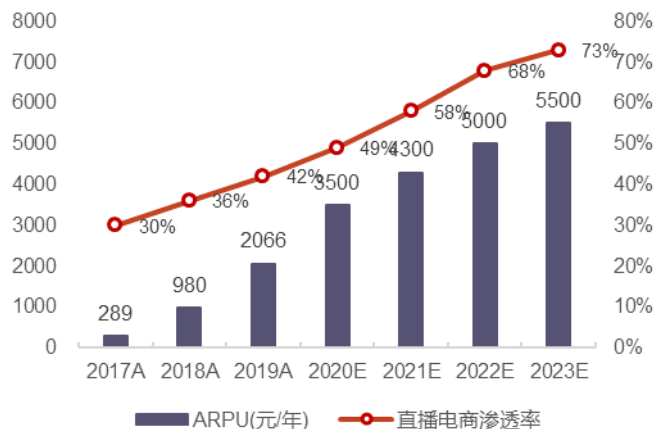
3,500/4,300/5,000 元/年，预计 2020-2022 年直播电商市场规模分别为 10,119/17,953/29,372 亿元。

图 24：测算 3：直播电商用户规模及市场规模测算



资料来源：艾瑞咨询预测，光大证券研究所

图 25：测算 3：直播电商渗透率及 ARPU



资料来源：艾瑞咨询预测，光大证券研究所

通过以上三种测算方式，我们可以看到，无论在何种测算方式下，均能体现出直播电商中长期增长空间广阔，直播电商在整体零售电商市场中的渗透率将持续提升。

3.3.2、直播电商相对于传统电商具备优势，将驱动渗透率保持快速提升

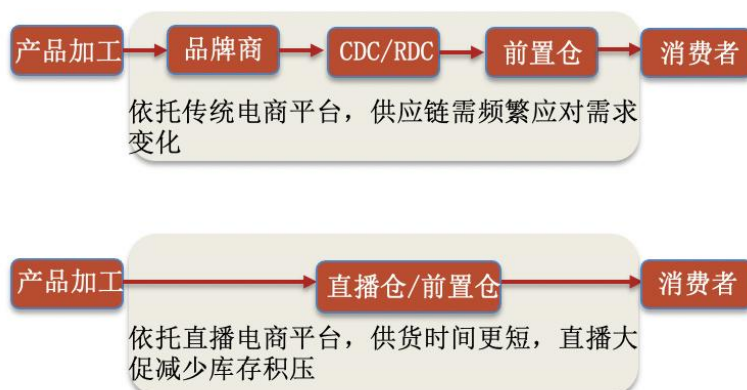
KOL 实现了需求信息的收集、协调粉丝愿望，利用人和人推荐、人之间关系、兴趣的相似点，做人以群分的归并，把每个人个性化的需求归集成有一定时间富裕度的计划性需求。这种需求的归集程度灵敏的反馈到上游供应链。前后端信息会更全面的打通，消除需求和生产的错配，能在需求的差异化批量归集中找到自身的差异化，实现供给侧变革。

信息不对称的降低减小了组织生产的不确定性，帮助实现资源以及资本的更有效配置：每个人对于自己在未来的需求和规划往往比其他人要清楚。而这种每个人的规划和意愿，以及个体对自身行为的确定性把握，对满足需求的供给方具备价值。视频直播互动高效表达需求、实现了这种确定性的产品化；头部网红小批量打样使这种确定性沿着产业链向上游传递，实现去中心化。

直播电商相对于传统电商优势——供应链优势：

1) 供应链简化，提升运营效率：传统电商供应链以 B2C/C2C 模式为主，直播电商的 C2M 模式进一步简化供应链，厂商直接接触消费者，一方面减少中间环节运营成本；另一方面网红主播的粉丝效应降低厂商宣发成本及流量成本。

图 26：传统电商与直播电商供应链对比



资料来源：京东物流战略与创新研究院，光大证券研究所

2) **供应链柔性及敏感度提升**：电商直播模式下，厂商可借助直播平台得到消费者偏好反馈并及时进行调整；主播需要大量新品保证直播间吸引力，倒逼供应链端加快产品更新频率。此外，基于直播间双向互动的特点，主播可通过小批量打样判断商品成为爆款的可能性，企业决定是否追加生产。直播电商相比传统电商上新频率更高，供应链相对均匀化，减少集中上新对供应链的冲击。从而实现更精细化的反馈，网红收集粉丝需求信息，批量化向上游提出订单。工厂从粉丝的联名订单里获得了工厂原来不具有的需求确定性。这种确定性可以转变为利用生产计划低谷进行生产的便利，也可转化为采购原材料时的笃定。

表 4：供应链对比

	代表主播	内容平台	上新频率	每次上新款式数量
传统服装供应链	NA	NA	2-3 次/年	NA
网红图文供应链	张大奕、雪梨等	微博	1-2 次/月	<100 款
直播/短视频网红供应链	薇娅、烈儿宝贝等	淘宝	3-4 次/月	300 款以上

资料来源：京东物流战略与创新研究院，光大证券研究所

信息密集度提升，内容形式多样化

1) **相比于传统电商，直播电商对于产品信息密度提升**。不同于传统电商图文形式产品介绍，主播在直播间直接讲解甚至直接试吃、试用，给予消费者多重信息维度，促进购买转化率。从信息传达角度，直播电商的出现推动了商品描述的升级（文字→图文→音频→视频→直播互动），提升信息交互效率。

2) **未来 5G 商用快速落地，进一步拓宽直播内容范畴**。5G 更快的速率与更低的时延将极大拓展电商直播应用场景，高清的直播画面帮助消费者更清晰直观地了解产品细节；VR、AR 等技术的应用提供消费者沉浸式的观看与互动，逐渐步入“云逛街”。目前一些 app 逐渐采用 VR 技术，例如“美妆相机”app 可以在线模拟试妆，相信未来直播电商将逐步引入先进技术，消费者在直播间中试衣试妆，近距离了解产品信息。

表 5：传统电商与直播电商对比

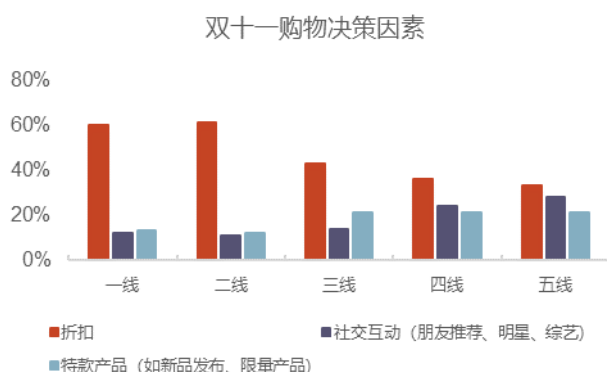
	传统电商	直播电商
传播媒介	文字、图片	直播、短视频
互动形式	用户通过图文了解产品，互动以评论、回复为主。	实时向用户介绍，针对直播间用户提问及时回答。
流量转化	通过海量商品吸引客户，借助图文吸引流量促进转化	共域+私域流量，通过直播互动提高转化效率
依附平台	淘宝、京东、微博、小红书等	淘宝直播、抖音、快手等
决策效率	搜索引擎模式，考察图文、关键词等内容，决策时间较长。	主播精选产品，跟随主播购买，缩短决策链。

资料来源：光大证券研究所整理

用户体验层面优势：超高性价比渗透用户，娱乐化、互动化带来体验升级。

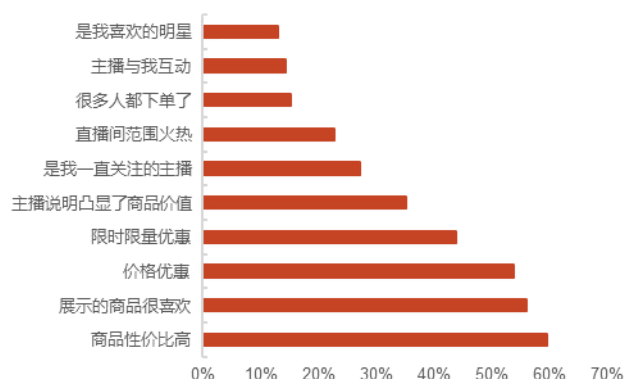
- 1) 拓展下沉市场用户。头部主播因其强大的带货能力具有较强的议价能力。商家以价格换销量的方式迎合低线核心用户的需求，推动下沉市场电商渗透率提升。与一二线城市用户相比，下沉市场用户在购物决策时获得的信息较少，更容易被直播平台 KOL 影响。
- 2) 电商直播泛娱乐化及社交化提升用户体验度。用户可以与自己喜欢的主播交流互动，及时得到反馈。此外直播间邀请明星客串，增加抽奖互动环节，甚至与广电平台合作将直播嵌入进综艺当中。
- 3) 价格优势促进用户购买行为。直播电商因其较低的供应链成本及流量成本，更具价格优势，对用户更具吸引力。

图 27：双十一购物决策因素



资料来源：麦肯锡《2019 中国数字消费者趋势》，光大证券研究所

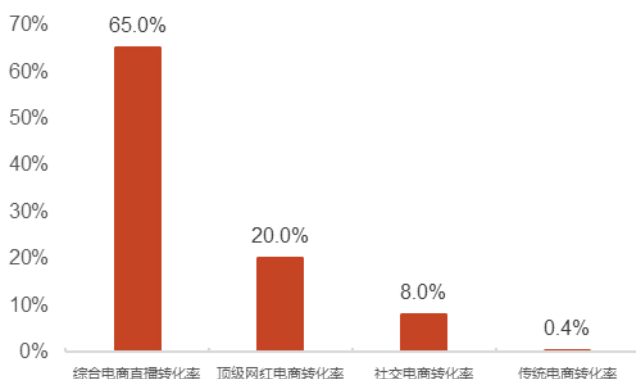
图 28：直播购物原因



资料来源：2020 年京东物流战略与创新研究院报告，光大证券研究所

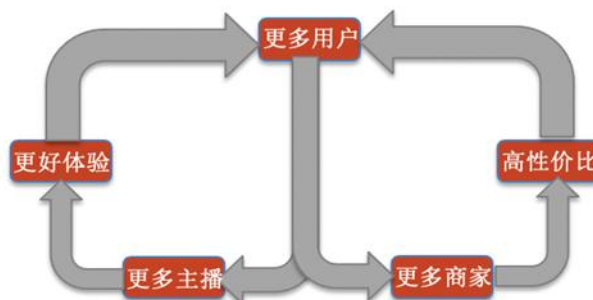
重塑消费者购买习惯：体验的个性化、互动的场景化和持续创新。电商直播使 KOL（达人、导购、网红等）可以通过直播更好地与用户互动，增强了用户与商品之间的信任度，提升购买效率；另一方面，主播通过选品及谈判，商品极具性价比。在两者共同作用下，直播电商的转化率相对于传统电商模式大幅提高。

图 29：2020 年各电商模式转化率



资料来源：2020 年京东物流战略与创新研究院报告，光大证券研究所

图 30：电商模式的正向循环

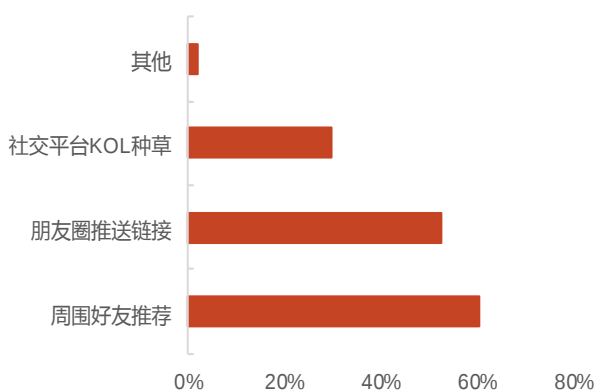


资料来源：光大证券研究所整理

直播电商相对于传统电商优势——拓宽传统电商需求与供给层次：

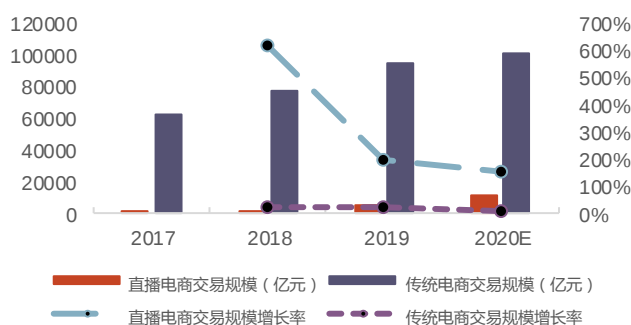
- 1) 发现用户非计划性需求。根据尼尔森《2019 泛社交电商深度研究报告》，由于直播电商“云逛街”、强流量沉淀与互动社交特征，使消费者从传统电商的主动消费转变为被动消费。用户在观看直播的同时发现非计划性需求，从而最大程度的挖掘用户生命周期价值。
- 2) 非标产品更为受益。整体上，直播已覆盖全部行业。由于直播电商相对于传统电商的多信息维度，使传统非线上商品增长强劲。
- 3) 随着直播电商大众化，一些新兴品类崭露头角。根据《2020 年天猫双十一商家直播报告》2019 年美妆服装等传统线上行业相继迅猛增长，2020 年母婴、3C 数码、手表眼镜等受众更精确的行业紧随其后。

图 31：非计划性购物需求主要因素



资料来源：尼尔森《2019 泛社交电商深度研究报告》，光大证券研究所

图 32：直播电商与传统电商规模增速对比



资料来源：《2020 年天猫双十一商家直播报告》，光大证券研究所

注：预测数据来源于《2020 年天猫双十一商家直播报告》。

直播电商规模快速增长，传统电商增速放缓。由于人口红利见顶与竞争环境恶化等因素，传统电商步入存量争夺阶段，各平台通过直播电商寻求增量。2018、2019 年直播电商交易规模增速分别为 617.8%、200.4% 远超近几年网络市场整体交易规模 CAGR 27.4%；传统电商交易规模增速在直播电商冲击下逐渐放缓。

2019 年直播电商成交额达 4512.9 亿，占网络购物 20.3%，仍有很大成长空间。根据《2020 淘宝直播新经济报告》2019 年淘宝直播带货能力全面爆发，连续三年直播引导成交增速 150% 以上；2019 年末，淘宝直播用户每天购买商品数量同比增加 190%，覆盖淘宝天猫绝大部分商品类型。在 2020 年双十一期间，近七成用户在观看直播下单金额占期间购物消费 10% 以上。

3.3.3、直播电商与传统电商的比较优势在于流量端的掌控

快手为代表的社交内容平台电商处于发展初期，产业链上游对接品牌商、工厂及产业基地，中游为主播、MCN 机构，下游为消费者。快手电商头部带货主播通常不依附于外部 MCN 机构，倾向于直接对接上游。在产业链中，快手完成前端导流、展示场景等环节，下单、支付、物流等主要导入外部平台完成。

淘宝为代表的电商平台发展较为成熟，上游以品牌商为主，中游以商家自播为主、达人主播为辅，其中商家自播主要为店铺导购等内部人员直播带货，达人主播多与 MCN 机构合作通过 MCN 对接品牌商、少数直接对接品牌商并参与销售分成。

表 6：快手淘宝对比

平台	快手	淘宝
平台属性	社交+内容	电商
电商载体	淘宝、天猫、京东	站内成交
带货 KOL 载体	代表主播：辛巴家族	头部主播高度集中，代表：李佳琦、薇娅
带货商品属性	高性价比的白牌商品	淘宝体系内全品类
带货模式	达人直播、打榜、连麦	商家自播和达人导购模式
机会点	擅长维护高价值的私域流量	强大的供应链、流量扶持

资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

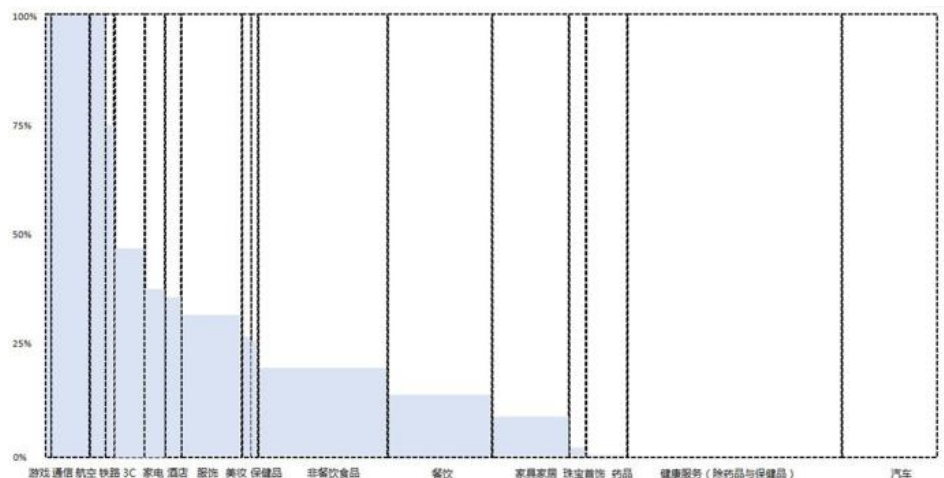
从前端流量平台来看，快手抖音等短视频平台具有低成本流量、海量主播等前端优势。1) 快手等平台以海量达人直播为主，用户是感情驱动，货品每天更新，内容紧凑、转化能力强；2) 淘宝直播中以商家自播为主，场次占比为 90%。

从供货平台的角度看，淘宝京东等电商平台具有供应链、品牌商资源等后端优势。

1) 快手与抖音均对接了淘宝/天猫/京东等目前最主流的电商供货平台。快手单独对接的电商平台包括拼多多、有赞、魔筷等；而抖音单独对接的电商平台包括唯品会及考拉海购等；2) 淘宝直播在购物场景方面占据了显著优势，用户使用淘宝 APP 可直接下单不需要跳转平台购物，因此在淘宝直播间能够实现更高的下单转化率；3) 快手与抖音均依靠自己流量优势开始着手自建站内电商平台，并吸引商家入驻实现用户与商户的直接对接。

3.3.4、快手下一步如何发力电商？多品类布局——直播打开非标品类线上渗透率天花板，或将布局奢侈品与农产品

图 33：2018 年电商各类目规模及线上渗透率



资料来源：Euromonitor，美团点评，民航总局，易观智库，铁道部，平安好医生，中国移动，中国联通，中国电信，伽马数据，商务部，国家统计局，光大证券研究所

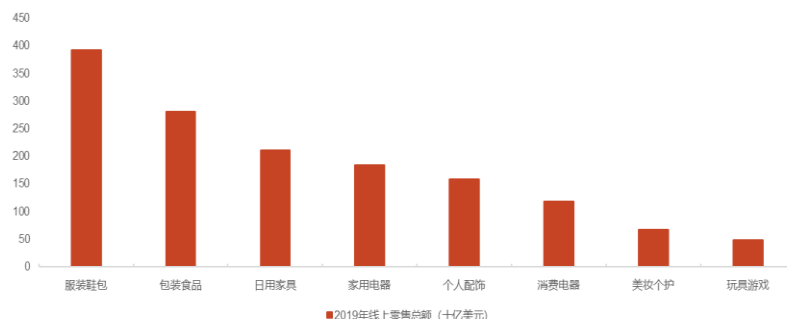
注：矩形宽度代表该类目行业规模，蓝色部分代表该行业已线上化部分

直播为电商带来的最大的意义在于打开了部分非标垂直类目的线上渗透率天花板。例如：直播大幅改善了用户线上选购珠宝玉石商品的购物体验，从而显著提升了珠宝玉石品类的购买转化率与线上渗透率。

传统电商平台形态大同小异，均属于自助搜索货架式电商，以图文形式对商品特点进行描述介绍；因此传统电商平台最适合标准化商品进行销售推广。机票/酒店标准化程度相对较高（且不存在履约难度）也因此造就了携程、去哪儿等在线旅游产品巨头；3C 及家电等品类同样具备统一的产品与价格体系，帮助早期的京东实现了平台规模的快速扩张；服饰鞋帽类目虽然 SKU 众多，但某些细分品类（例如牛仔裤、保暖内衣等）却也同样具备一定的标品属性，因此淘宝等平台也得以实现对线下服装市场的颠覆。

通过用户交互形式的升级，**直播电商打开了非标类目的线上渗透率天花板**，泛知识领域，通过直播电商进行知识带货；通过主播介绍引导，直播电商开始触达用户非计划性购物需求，从而进一步提升服饰、美妆等可选消费品的潜在电商交易规模。

图 34：2019 年不同品类线上销售额



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

直播电商快速发展，对哪些品类和品牌更好？具有低标准化程度、高毛利率、高购买频次、高客单价的品类显示出增量空间，未来有望成为快手布局方向。

购买频次：高购买频次的商品天然适合 KOL 带货模式的直播电商，主播一旦形成良好口碑，粉丝群体便会长期选择主播所推荐服饰，形成消费习惯，高购买频次商品有利不断重复并深化主播与粉丝之间的联系。

客单价：高客单价商品通常来说决策链路长，学习成本高，不适合传统电商以图片视频模式进行销售，而直播间通过主播鉴定、科普，降低了信息不对称。

标准化程度：对于大部分非标品类来说，图文介绍的沟通效率大幅低于线下导购员的讲解和推荐，因此线上平台并没有成为家具、珠宝首饰以及汽车等类目的主流销售渠道。直播利用主播为非标品提供了更为详尽的介绍，消费者能够获得商品更加充分的信息，直播打开了非标品品类的线上化率天花板。

毛利率：直播电商形式的收入分成方更多，主播方一般要求一定份额的佣金，商家还需支付高额坑位费。除此之外，主播为了稳固粉丝群体，需要压低价格为粉丝谋福利。高毛利率的商品具有较大压价空间，同样是直播电商模式的主要受益品类。

表 7：不同品类的零售属性比较

	客单价	毛利率	标准化程度	物流难度	价格敏感度	市场集中度
大家电	高	中	高	高	中	高
小家电	中	中高	中高	中	高	高
3c	高	低	高	中	中	高
服饰	中	高	中	低	高	低
化妆品	中	高	中	低	低	高
零食	低	中	高	低	高	中
生鲜	低	低	低	高	高	低
珠宝	高	高	低	中	高	低

资料来源：光大证券研究所

1) 高毛利的美妆用品天然适合低价促销—美妆商品案例分析：珀莱雅

相对于传统电商售货形式来说，直播电商主播有佣金分成，商家还需支付坑位费作为宣传，除此之外，主播为给粉丝谋求福利，会要求商家进一步压低价格。因此具有较大压价空间的高毛利率美妆商品天然具有直播电商优势。珀莱雅 2018 年就通过薇娅直播带货。泡泡面膜通过李佳琦直播带货，7 月成为阿里全网护肤品类销量第一。直播中，原价 249 元的面膜被压价至 99.90 元，折价率高达 60%。

图 35：直播电商带来珀莱雅收入线上化率稳步上升

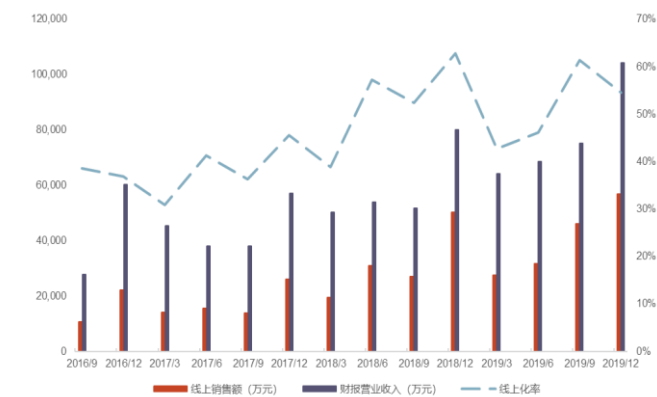


图 36：高打折力度催化泡泡面膜成为爆款

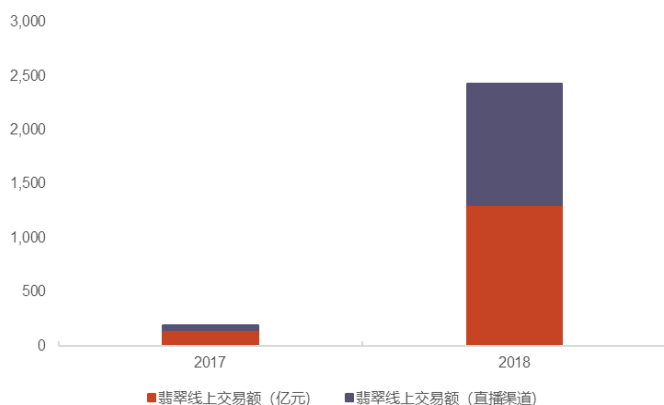


资料来源: wind, 光大证券研究所

资料来源: 淘宝, 光大证券研究所

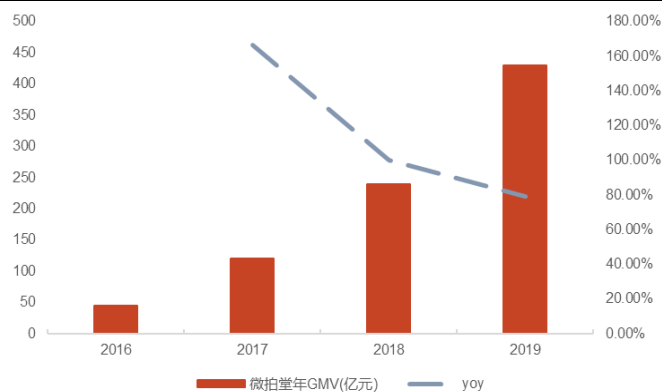
2) 线下导购线上化给高客单价非标品类带来红利—珠宝商品案例分析: 微拍堂。以珠宝为代表的大部分非标品类来说, 图文介绍的沟通效率极低。而直播电商可以看作是线下导购的线上化。因此直播对传统电商平台的升级大幅改善了用户线上选购珠宝玉石商品的购物体验, 从而显著提升了珠宝玉石品类的购买转化率与线上渗透率。微拍堂是国内领先的文玩艺术品电商平台。微拍堂首创了“直播拍卖+免费鉴宝”的全新商业模式, 并陆续推出“鉴真阁”、“直播鉴宝”、“有证链”等创新服务, 逐步发展成为国内文玩艺术品电商行业的领军企业。

图 37: 翡翠线上渗透率在直播带动下骤升



资料来源: 《2018 中国翡翠行业消费白皮书》, 光大证券研究所

图 38: 微拍堂 GMV 逐年上升

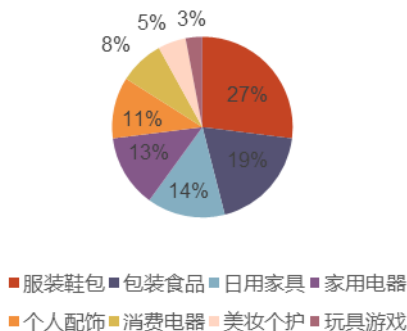


资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

3) 线上规模的直播迁移叠加购买频次优势—服饰商品案例分析: 太平鸟

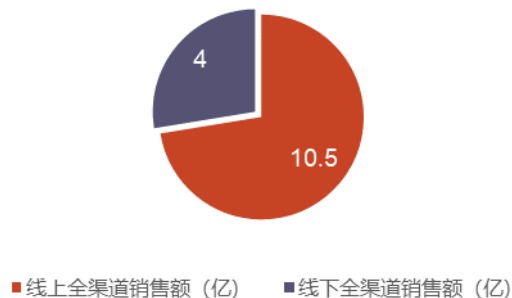
根据欧睿统计数据, 2019 年服装鞋包线上零售额占线上零售总额的 27%, 位居第一。在直播电商渗透相近的情况下, 本身具有**最大线上销售规模的服装鞋包品类在直播电商领域的销售额天然具有优势**。对于服饰品类, 消费者的购买频次高, 复购率在众多品类中位于前列, 对于 KOL 带货模式的直播电商来说, 主播一旦形成良好口碑, 粉丝群体便会长期选择主播所推荐服饰, 形成消费习惯。太平鸟服饰是零售服饰提出数字化转型的“排头兵”; 2018 年, 太平鸟提出“**聚焦时尚、全域零售、数据驱动**”的战略方针, 将数字化与核心业务的时尚、零售关键词并排, 放在战略首位。20 年双十一, 太平鸟主打直播卖货模式, 10.21 至 11.11 连续 22 天不间断直播, 双十一期间总成交额达 14.5 亿元, 同比增长 58%。

图 39: 2019 年服装鞋包商品 GMV 在传统电商模式中仍居首位



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

图 40: 太平鸟服饰双十一期间线上销售额占比达 70%



资料来源: 太平鸟 2020 双 11 全日报, 光大证券研究所

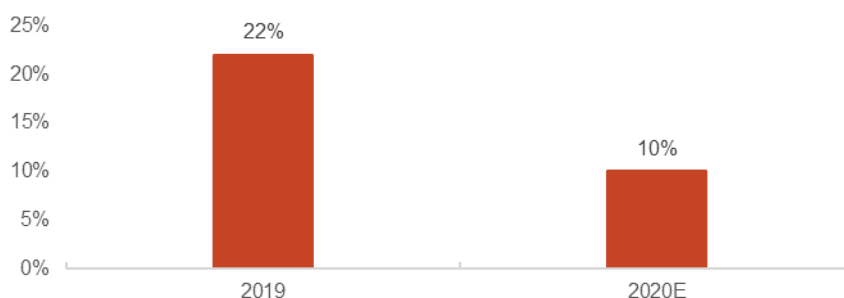
3.3.5、辛巴家族与快手的博弈

快手流量分配体系遭遇头部主播挑战。快手平台早期的分发体系，使得用户对 KOL 的喜爱超过平台，KOL 通过扶持一批调性相似或互补的主播，将流量维持在自身的生态体系内，目前第一大家族为辛巴 818 家族，总粉丝超 3 亿。“家族”式生态变相绕过了平台的流量分配体系，对平台的商业利益造成侵犯。

快手限制家族式生态无序发展，扶持新主播崛起，维护平台健康发展。快手直播电商主播 10 月榜共 12 位非辛巴家族主播进入 Top 20 榜单，新势力向辛巴霸榜的范围渗透。1) 扶持另五大家族。例：扶持二驴家族，提供供应链支持，助力董明珠带货格力，三小时破三亿元。2) 联合头部 MCN 开发新主播。例：11 月 5 日遥望网络旗下主播瑜大公子仅凭 1300 万的粉丝体量，开播只半小时 GMV 就达到 3 千万，三小时直接破亿，直播期间观看总人次超过 1020 万，整场直播带货 GMV 最终达到 3.68 亿。3) 利用“小店通”对公域流量再分配，用精准的用户定位取代之前推出的“粉条”推广，催化了珠宝电商主播“雪妹儿”和“玩家”等一批新生主播诞生；4) 探索“企业家大佬+快手达人+专业主持人”的直播带货的新模式。

动态共生体系下，平台与主播博弈永不眠。2019 年，根据辛巴团队公布数据，辛巴全年直播带货 GMV 为 133 亿元，占快手全年 GMV 的 22%+；根据快手管理层在港交所聆讯透露最新信息，辛巴当前 GMV 占比已降至 10% 左右。未来自有供应链建设是辛巴式家族最优选，凭借自己的影响力整合供应链，最小化平台约束力并强化基本盘。而快手平台端必将进一步扶持更多中腰部主播、MCN 机构，丰富内容生态和 KOL 梯队，加强平台端的流量掌控能力。

图 41：辛巴家族 GMV 占比（单位：%）



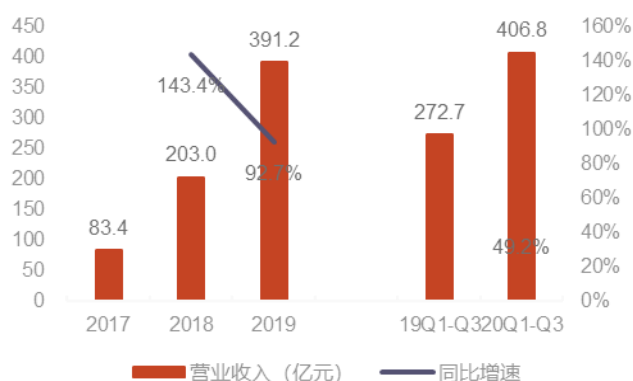
资料来源：辛巴团队，光大证券研究所预测

注：2019 年数据为辛巴团队公布 GMV 数据，2020 年数据为来自于快手在港交所聆讯透露最新信息。

4、财务状况：营收保持高速增长，毛利率维持 30%+

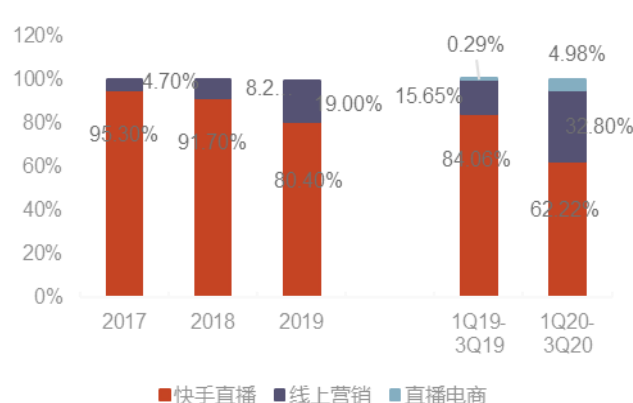
公司营收持续高速增长，多元化变现致使直播打赏业务营收占比下降。公司 2017-2019 年实现营收 83.4、203.0、391.2 亿元，CAGR 高达 116.6%。公司主要变现形式为直播打赏、广告营销和其他业务（主要为直播电商业务），其中直播打赏业务为公司营收第一大来源，2017-2019 年营收占比分别为 95.3%、91.7%、80.4%。随着公司广告营销及直播电商业务成为重要增长点，直播打赏营收占比逐年下降，2020 年 Q1-Q3 三项业务营收占比分别为 62.2%、32.8%、5.0%。

图 42：2017-2020Q3 快手营业收入及同比增速



资料来源：快手招股说明书，光大证券研究所

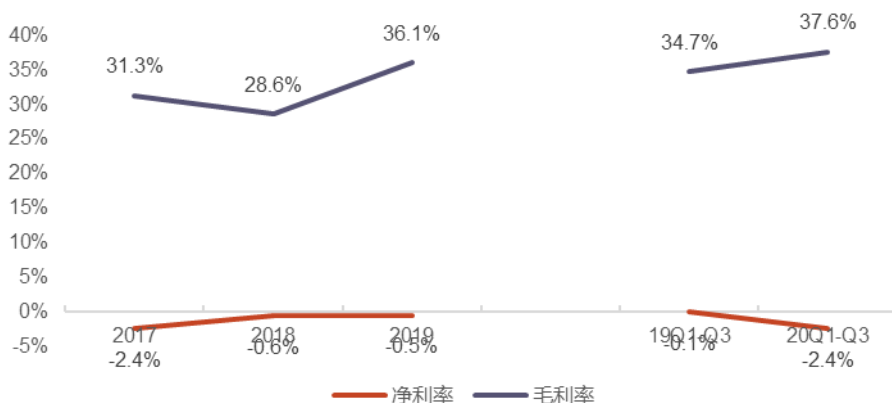
图 43：2017-2020Q3 快手营业收入构成



资料来源：快手招股说明书，光大证券研究所

营收结构性变化，毛利率有望稳步提升。公司销售成本中主播收入分成以及相关税项占比超 70%，2018-2020Q3 该项成本占营收比由 52.1% 不断下降至 35.2%，推动公司毛利率由 28.6% 稳步提升至 37.6%。未来，随着广告营销服务和其他业务的营收增速持续高于直播业务，主播收入分成及相关税项占营收比进一步下降，公司整体毛利率有望稳步提升。

图 44：快手净利率、毛利率变动趋势

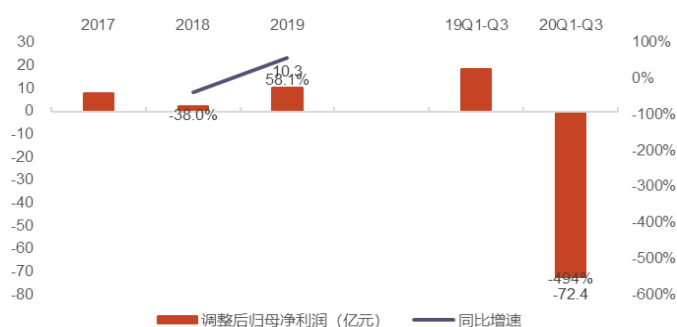


资料来源：快手招股说明书，光大证券研究所

营销推广成本及研发开支大幅上升致使净利有所下滑。公司 2019-2020Q3 经调整后的净利润分别为 10.3 亿元和 -72.4 亿元，利润下降主要是推广快手极速版及进行其他品牌营销活动，致使营销开支由 19 年的 98.7 亿元大幅增加至 20Q3 的

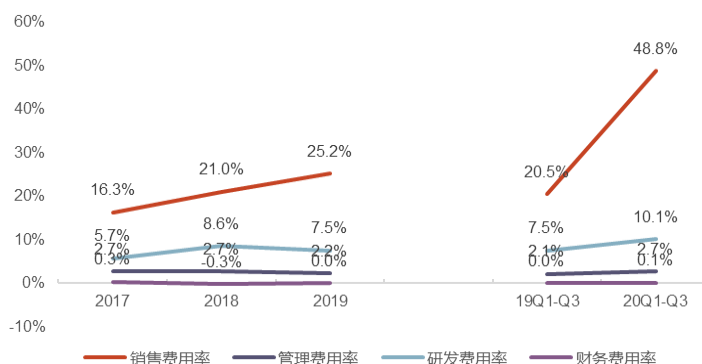
198.3 亿元。此外，公司积极投资人工智能、大数据等先进技术，研发开支亦由 2019 年的 29.4 亿元快速提升至 41.2 亿元。占营收比达 10.1%。

图 45：2017-20Q3 快手调整后归母净利润及同比增速



资料来源：快手招股说明书，光大证券研究所

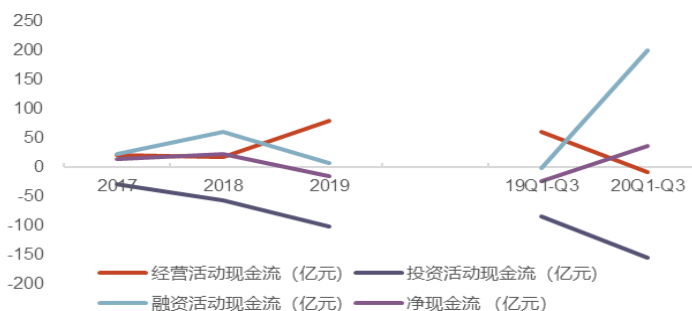
图 46：快手费用结构



资料来源：快手招股说明书，光大证券研究所

直播增长推动经营活动现金流逐步上升。受益于直播业务快速发展，公司 2017-2019 年经营活动现金流稳步提升分别为 20.6 亿元、18.2 亿元、80.2 亿元，20 年 Q3 受销售及营销开支大福提升致使净利大幅下降影响，公司经营活动现金净流量为-7.7 亿元。根据招股书，公司还将加大销售及营销开支，但随着营销投入驱动平均日活用户数及收入规模的增长，未来销售及营销开支占营收比将会下降。

图 47：2017-20Q3 公司现金流量变动



资料来源：快手招股说明书，光大证券研究所

5、财务分析

5.1、关键假设以及盈利预测

我们认为，快手兼有私域社交+公域媒体双重特性，平台商业化增长潜力可期。我们对于公司 2021-2023 年直播、广告和电商业务做如下具体预测：

直播业务：1) 行业规模：直播行业在经历过去 5 年高速发展期后步入成熟，增速逐渐放缓，预计 2021-2023 年直播打赏行业规模为 1,694.0/1,829.5/1,957.6 亿元；**2) 快手市场份额：**预计随网络直播新规出台，秀场直播平台进一步缩小，快手获取更大游戏直播份额，公司直播打赏市场规模有望稳步提升，预计 2021-2023 年公司直播市场份额逐步提升至 23.6%/24.2%/24.8%。综上，我们预计 2021-2023 年公司直播业务营收分别为 399.2/441.9/484.7 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 11.4%。

表 8：快手直播收入增长潜力预测（单位：亿元，%）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
直播行业规模	529.0	866.0	1,400.0	1,540.0	1,694.0	1,829.5	1,957.6
YOY		63.7%	61.7%	10.0%	10.0%	8.0%	7.0%
快手市场份额	14.9%	21.5%	22.4%	23.0%	23.6%	24.2%	24.8%
直播收入	79.5	186.2	314.4	354.1	399.2	441.9	484.7
YOY		134.2%	68.9%	12.6%	12.8%	10.7%	9.7%

资料来源：快手招股说明书，光大证券研究所预测

广告业务：1) 总用户观看广告总时长：目前公司单用户广告变现能力相较其他短视频平台还有较大提升空间，随着单列大屏版本推出、小店通等流量产品上线，公司广告库存量有望实现大幅上升，预计 2021-2023 年总用户时长分别提升为 1,271/1,525/1,754 亿小时；**2) 用户观看广告每小时变现：**预计 2021-2023 年单用户每小时广告变现收入分别为 0.35、0.49、0.62 元。综上，我们预计 2021-2023 年公司广告业务收入分别为 440.4/739.9/1089.2 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 95.7%。

表 9：快手广告业务增长潜力预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
单用户广告变现(元/时)	0.02	0.04	0.12	0.21	0.35	0.49	0.62
YOY		136.2%	200.0%	75.0%	65.0%	40.0%	28.0%
总用户时长(亿时)	230.7	418.6	640.5	941.6	1,271.1	1,525.3	1,754.1
YOY		81.5%	53.0%	47.0%	35.0%	20.0%	15.0%
广告收入(亿元)	3.9	16.7	74.2	197.7	440.4	739.9	1,089.2
YOY		326.3%	345.5%	166.5%	122.8%	68.0%	47.2%

资料来源：快手招股说明书，光大证券研究所预测

电商业务：1) 直播电商行业 GMV：假设 2021-2023 年零售电商行业整体 GMV 分别为 146,249.0/169,393.0/188,288.0 亿元，考虑到内容电商未来将是整个电商行业的主要发展方向，我们假设 2021-2023 年直播电商行业渗透率逐步提升至 20.0%/27.0%/33.7%，测算得到 2021-2023 年直播电商行业 GMV 分别为 29,238.1/45,717.8/63,521.8 亿元；**2) 快手直播电商 GMV：**快手自布局直播电商业务以来一直处于持续高速增长态势，假设 2021-2023 年快手直播电商 GMV 市占率逐步提升至 27.0%/29.7%/32.0%，则我们预计 2021-2023 年快手直播电商 GMV 分别为 7,885.5/13,563.1/20,352.6 亿元；**3) 快手货币化率：**由于电商广告未有效统计以及短期电商佣金收入让位于 GMV 成长以及用户口碑导致当前货币化率较低，待直播电商规模快速增长、生态建设完善、外部竞争缓和，货币化率或将提高，预计 2021-2023 年分别为 1.5%/2.1%/2.8%。综上，我们预计

公司 2021-2023 年直播电商收入将达到 116.1/283.5/574.3 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 286.1%。

表 10：快手电商业务增长潜力预测（单位：亿元，%）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
零售电商行业 GMV	79,078.0	99,043.0	123,361.0	146,249.0	169,393.0	188,288.0
YOY		25.2%	24.6%	18.6%	15.8%	11.2%
直播电商行业渗透率	1.5%	4.2%	11.8%	20.0%	27.0%	33.7%
直播电商行业 GMV	1,205.0	4,168.0	14,507.3	29,238.1	45,717.8	63,521.8
YOY		245.9%	248.1%	101.5%	56.4%	38.9%
快手电商 GMV 市占率	8.0%	15.5%	22.5%	27.0%	29.7%	32.0%
快手直播电商 GMV	96.4	646.0	3,260.5	7,885.5	13,563.1	20,352.6
YOY		570.2%	404.7%	141.8%	72.0%	50.1%
快手货币化率	0.2%	0.4%	0.9%	1.5%	2.1%	2.8%
直播电商收入	0.2	2.6	30.0	116.1	283.5	574.3
YOY		1176.5%	1060.8%	287.0%	144.2%	102.6%

资料来源：快手招股说明书，光大证券研究所预测

经过测算，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别 955.7/1,465.4/2,148.2 亿元，同比分别增长 64.3%/53.3%/46.6%；2021 年快手上市后影响利润的可转换可赎回优先股的公允价值变动因素消除（IPO 之后优先股转为普通股，该部分亏损不再计入报表），进而公司有望 2022 年开始盈利，我们预计公司 2021-2023 年归母净利分别为-40.1/63.0/90.2 亿元。

表 11：快手营收预测（单位：亿元，%）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
直播业务	186.2	314.4	354.1	399.2	441.9	484.7
YOY		68.9%	12.6%	12.8%	10.7%	9.7%
广告业务	16.7	74.2	197.7	440.4	739.9	1,089.2
YOY		345.5%	166.5%	122.8%	68.0%	47.2%
电商业务	0.2	2.6	30.0	116.1	283.5	574.3
YOY		1176.5%	1060.8%	287.0%	144.2%	102.6%
营业收入合计	203.0	391.2	581.8	955.7	1,465.4	2,148.2
YOY		92.7%	48.7%	64.3%	53.3%	46.6%

资料来源：快手招股说明书，光大证券研究所预测

6、估值水平与投资评级

6.1、分部估值法

鉴于公司短期内高费用率致使经营亏损，故我们采取 P/S、PSG 估值法从直播业务、广告业务和电商业务三个板块分别对公司进行具体估值分析：

直播业务：我们采用 P/S 估值法，选取以直播业务为核心的互联网平台虎牙直播、欢聚、陌陌作为可比公司，可比公司平均 PS 为 2.1 倍，鉴于公司为以虚拟礼物打赏流水及直播平均月付费用户计最大的直播平台，独有的私域流量具有粘性强、高转化的特点，给予公司 2.1 倍 PS，对应直播业务市值 838.3 亿元。

表 12：直播业务 P/S 估值

可比公司	市值（亿元）	2021E 营收（亿元）	预测 P/S
虎牙	400.1	136.5	2.9
欢聚	579.9	286.4	2.0
陌陌	229.3	157.8	1.5
平均			2.1
快手预测值	838.3	399.2	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所

注：可比公司市值按 2021 年 2 月 5 日收盘价计算，快手营收为光大证券研究所预测，其余营收为 2021 年 Wind 一致预期。

广告业务：我们采用 P/S 估值法，选取以广告业务为核心的互联网平台微博、百度、Facebook、Twitter 作为可比公司，可比公司平均 PS 为 7.2 倍，考虑到公司当前加大公域流量运营，8.0 改版及小店通推出打开广告天花板，未来广告业务将成为快手重要的收入增长驱动，我们给予公司 11 倍 PS，对应广告业务市值 4,844.8 亿元。

表 13：广告业务 P/S 估值

可比公司	市值（亿元）	2021E 营收（亿元）	预测 PS
微博	736.8	120.2	6.1
百度	5,694.6	1,220.4	4.7
Facebook	49,027.2	6,770.3	7.2
Twitter	2,903.7	272.4	10.7
平均			7.2
快手预测值	4,844.8	440.4	11.0

资料来源：Wind，光大证券研究所

注：可比公司市值按 2021 年 2 月 5 日收盘价计算，快手营收为光大证券研究所预测，其余营收为 2021 年 Wind 一致预期。

电商业务：鉴于公司电商业务具有较高成长性，我们采用 PSG 估值法进行分析，选取以电商业务为核心的互联网平台公司阿里巴巴、京东、拼多多作为可比公司，可比公司平均 PSG 为 0.20，鉴于快手独特的私域流量天然适合做交易变现，且待直播电商规模快速增长，生态建设完善，公司货币化率或将提高，公司电商业务增长前景广阔，给予公司 0.25 倍 PSG，对应直播业务市值 8,327.2 亿元。

表 14：电商业务 PSG 估值（单位：亿元，%）

可比公司	市值	2020E 营收	2021E 营收	2021E 营收增速	预测 PSG
阿里	46,216.3	6,917.5	8,948.2	29.4%	0.18
拼多多	15,628.3	511.5	788.3	54.1%	0.37
京东	9,567.1	7,425.9	9,208.0	24.0%	0.04
平均					0.20
快手预测值	8,327.2	30.0	116.1	287.0%	0.25

资料来源：Wind，光大证券研究所

注：可比公司市值按 2021 年 2 月 5 日收盘价计算，快手营收为光大证券研究所预测，其余营收为 2021 年 Wind 一致预期。

综上,根据 P/S、PSG 估值法的分部估值结果,我们预计快手目标市值为 14,010.3 亿元,对应目标股价 404 港元。

6.2、市值/MAU

考虑到公司未来商业化变现潜力由 MAU 增长及单用户价值驱动,故以下我们采用了市值/MAU 估值对公司进行估值分析:

我们选取以直播、广告、电商相关领域为核心业务的互联网平台公司作为可比公司,包括微博、Facebook、Twitter、阿里巴巴、京东、拼多多、哔哩哔哩、斗鱼、虎牙直播在内的可比公司市值/MAU 在 140-5300 倍区间,市值/MAU 平均值为 1766 倍。鉴于公司依托于“老铁经济”和私域流量的强粘性和高转化的同时,积极开发公域提高商业化变现效率,公司单用户价值仍具备提升空间。我们给予公司 1770 倍市值/MAU,假设 2021 年快手平台总 MAU 可达 8 亿人次,对应目标市值为 14,160.0 亿元,对应目标股价 409 港元。

表 15: 快手及可比公司市值/MAU 估值

公司	市值 (亿元)	月活用户数 (亿人)	单用户市值
微博	736.8	5.2	140.9
Facebook	49,027.2	27.4	1,789.3
推特	2,903.7	1.9	1,552.8
阿里	46,216.3	8.8	5,245.9
京东	9,567.1	3.4	2,813.9
拼多多	15,628.3	6.4	2,430.5
哔哩哔哩	3,040.7	2.0	1,543.5
斗鱼	287.6	1.9	148.2
虎牙直播	400.1	1.7	231.3
平均			1,766.2
快手预测值	14160.0	8.0	1770.0

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

注：市值按 2021 年 2 月 5 日收盘价计算，MAU 为 20Q3 数据。

6.3、绝对估值法

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：假设长期增长率为 2%；
- 2、 β 值选取：采用申万二级行业分类-互联网传媒行业的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 25%。

表 16: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.0%
无风险利率 Rf	3.3%
β -unlevered	0.9
Rm-Rf	6.5%
Ke	9.2%

税率	25.0%
Kd	4.4%
Ve	100.0%
Vd	0.0%
目标资本结构	0.0%
WACC	9.2%

资料来源：光大证券研究所

经过测算，预计 2021-2025 年第一阶段、2025-2033 年第二阶段、永续增长阶段公司现金流现值和分别为 787.3/4,399.9/9,885.2 亿元，我们预计公司目标市值为 15,244.9 亿元，根据 DCF 估值给予公司合理价值 439.9 港元/股。

表 17：现金流折现及估值表

	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	78,725.5	5.16%
第二阶段	439,990.5	28.86%
第三阶段（终值）	988,519.9	64.84%
企业价值 AEV	1,507,235.8	98.9%
加：非经营性净资产价值	22,080.2	1.45%
减：少数股东权益（市值）	0.0	0.00%
减：债务价值	4,830.8	-0.32%
总股本价值（百万人民币）	1,524,485.2	100.00%
股本（百万股）	4,158.9	N/A
每股价值（港元）	439.9	N/A

资料来源：光大证券研究所

注：汇率截至 2021 年 2 月 16 日，1 人民币 ≈ 1.20 港元

表 18：敏感性分析表

wacc	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.2%
0.0%	444.5	406.7	373.5	344.2	318.1
1.0%	486.1	441.4	402.6	368.8	339.1
2.0%	541.1	486.4	439.9	399.9	365.2
3.0%	617.2	547.2	489.1	440.2	398.6
4.0%	729.7	633.9	557.3	494.7	442.8

资料来源：光大证券研究所

6.4、目标价与评级

综上所述，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别 955.7/1,465.4/2,148.2 亿元，对应年份归母净利润分别为-40.1/63.0/90.2 亿元。保守原则下我们选取分部估值法结果：我们分别给予快手直播、广告、电商业务 2.1 倍 PS、11.0 倍 PS、0.25 倍 PSG，预计快手目标市值为 14,010.3 亿元，对应目标股价 404 港元，首次覆盖，我们给予快手“买入”评级。

7、风险分析

- 1) **辛巴捆绑太深**：如果公司未能及时限制头部主播“家族”式生态的无序发展，平台端的流量掌控能力加强不及预期，则面临流量分配体系遭遇头部主播挑战的风险，侵犯平台商业利益。
- 2) **用户增长进入瓶颈期**：短视频行业整体渗透率已达较高水平，未来将步入稳定期。如果公司在内容运营、内容类型丰富化方面的拓展进度不及预期，用户和时长的增长则有进入瓶颈期的风险。
- 3) **抖音、视频号竞争加剧**：公司在短视频领域仍面临抖音、视频号的激烈竞争，若未来竞争持续加剧，将对公司业务造成较大冲击。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,301	39,120	58,178	95,571	146,535
销售成本	14,498	25,017	34,907	52,564	73,268
折旧和摊销	1,180	2,160	4,087	5,067	6,802
销售费用	4,262	9,865	23,271	38,229	51,287
管理费用	542	865	1,287	2,114	3,241
研发费用	1,755	2,944	4,379	7,193	11,029
其他收入	108	293	435	715	1,096
其他收益/(亏)	129	-33	14	14	14
经营利润	-521	689	-5,216	-3,799	8,821
财务费用	-52	11	83	177	421
可转换可赎回	11,933	19,943	89,150	0	0
税前利润	-12,401	-19,265	-94,449	-3,976	8,399
利润总额	-12,401	-19,265	-94,449	-3,976	8,399
所得税	28	386	867	37	2,100
净利润	-12,429	-19,652	-95,316	-4,013	6,299
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-12,429	-19,652	-95,316	-4,013	6,299
EPS (按最新股本)	-3.03	-4.78	-23.20	-0.98	1.53

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,819	8,020	1,117	10,440	23,483
税前净利润	-12,401	-19,265	-94,426	-3,613	9,497
折旧摊销	1,180	2,160	4,087	5,067	6,802
净营运资金增加	565	5,168	3,128	9,220	10,249
其他	12,475	19,957	88,328	-234	-3,065
投资活动产生现金流	-5,623	-10,149	-15,706	2,518	-10,654
净资本支出	-2,866	-2,548	-6,114	-8,031	-10,641
其他资产变化	-2,757	-7,601	-9,592	10,549	-13
融资活动现金流	6,034	698	20,030	3,333	3,822
发行可转换可赎回优	6,300	1,273	105,794	0	0
借款所得款项	0	0	300	0	0
其他	-266	-575	-86,064	3,333	3,822
净现金流	2,230	-1,430	5,440	16,291	16,651

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EBITDA 率	3.2%	7.3%	-1.9%	1.3%	10.7%
EBIT 率	-2.6%	1.8%	-9.0%	-4.0%	6.0%
归母净利润率	-61.2%	-50.2%	-163.8%	-4.2%	4.3%
ROA	-75.4%	-60.6%	-181.4%	-5.0%	4.7%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	316.7%	271.9%	386.0%	291.3%	210.0%
流动比率	2.7	1.1	0.2	0.2	0.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	16,479	32,414	52,545	80,278	132,817
货币资金	5,370	3,996	10,566	42,787	87,878
交易性金融资产	4,274	8,902	8,636	8,710	8,731
应收帐款	129	1,107	1,745	2,867	4,396
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	725	2,033	3,324	5,285	7,337
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	285	1,272	10,634	0	0
流动资产合计	10,783	17,311	34,905	59,649	108,342
可供出售金融资产	678	2,258	2,879	2,903	2,910
长期股权投资	0	0	0	0	0
物业及设备	2,406	6,198	7,372	7,966	7,963
在建工程	14	34	75	124	207
无形资产	1,046	1,120	1,200	1,286	1,377
使用权资产	1,272	4,353	5,085	7,321	10,987
其他非流动资产	280	1,140	1,030	1,030	1,030
非流动资产合计	5,696	15,103	17,641	20,629	24,475
总负债	52,184	88,143	202,841	233,813	278,958
短期借款	0	0	300	300	300
应付账款	2,026	9,055	11,862	18,861	26,182
其他应付款	845	3,028	3,855	6,130	8,509
预收账款	476	1,530	2,618	4,301	6,594
所得税负债	198	424	582	956	1,465
租赁负债	499	1,337	1,513	2,485	3,810
可转换可赎回优先股	0	0	122,848	122,848	122,848
其他 (融资缺口)	0	0	1,153	17,426	46,347
流动负债合计	4,042	15,374	144,730	173,306	216,056
租赁负债	892	3,288	5,684	8,079	10,475
可转换可赎回优先股	47,211	69,444	52,390	52,390	52,390
递延税项负债	38	38	38	38	38
非流动负债合计	48,142	72,770	58,111	60,507	62,903
股东权益	-35,704	-55,729	-150,295	-153,535	-146,142
股本	0	0	0	0	0
其他储备	-28	-321	429	1,179	1,929
累计亏损	-35,676	-55,408	-150,724	-154,713	-148,071
归属母公司权益	-35,704	-55,729	-150,295	-153,535	-146,142
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	21.0%	25.2%	40.0%	40.0%	35.0%
管理费用率	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
财务费用率	-0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%
研发费用率	8.6%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股经营现金流	0.4	1.9	0.3	2.5	5.6
每股销售收入	4.9	9.4	14.0	23.0	35.2

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS (摊薄 RMB)	0.05	0.25	(1.30)	(0.78)	1.69
PE	6539	1295	N/A	N/A	190

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------