

快手 (1024 HK)

憧憬 1Q21E 用户增长强劲

快手 4Q20 业绩稳健，收入同比增长 53%，比市场/我们预期高 1%/0%。Non-GAAP 净亏损好于预期。广告收入同比增长 170%，电商 GMV 同比增长 314%，表现亮眼。短期股价或受板块风格切换、市场情绪影响及 1Q21E 亏损扩大而承压，但我们长期持续看好快手用户增长及商业化潜力。强劲的 1Q21E 用户增长（1/2 月 DAU 环比增长 4%/11%）和港股通纳入或为股价潜在催化剂。我们维持盈利预测和 382 港元目标价不变，维持买入评级。

- **4Q20 业绩稳健，利润超预期。**快手 4Q20 收入同比增长 53%，比市场/我们预期高 1%/0%。Non-GAAP 净亏损人民币 7.04 亿元，好于市场及我们预期，源于营销费用低于预期。短期板块估值回调及季度业绩波动，不改长期增长逻辑。
- **1Q21E 用户增势向好。**快手 4Q20 用户增势稳健，MAU/DAU/DAU 日均使用时长分别同比增长 23%/31%/18%，至 4.76 亿/2.71 亿/90 分钟。我们预计用户增势将在 1Q21E 持续。根据 QuestMobile 数据，快手 1-2 月用户增速领先于社交娱乐同业。在 1/2 月，快手主站及极速版应用 MAU 环比增长 6%/16%，DAU 环比增长 4%/11%，极速版连续两月录得环比双位数增长。此外，快手用户日均使用时间在 1-2 月亦呈现环比增长，体现用户参与度增强。我们预计快手 1Q21E 收入同比增长 33%，而利润率或由于营销费用较高将环比下滑。
- **看好广告及电商变现潜力。**4Q20 直播处于淡季，收入同比下降 7%，比我们的预期低 1%。由于高基数及趋缓的行业增速，我们预计直播业务在 2021 财年录得单位数增长，其中 1Q21E 或出现双位数同比下降（电商分流因素）。4Q20 广告收入同比增长 170%，比我们的预期高 2%。随着 KA 品牌客户对接、广告形式多样化、算法推荐优化及团队扩充，我们预期广告业务未来三年收入 CAGR 66%，成为公司收入主要推动力。现阶段快手广告加载率、eCPM 及单用户广告收入远低于抖音水平，体现其广告业务仍有较大提升空间。4Q20 电商 GMV 同比增长 314%，带动其他收入同比增长 8.3 倍。我们相信电商业务有望进一步释放 TAM 潜力，并预计 GMV 将在 2022E 财年达到 7,880 亿元。
- **维持买入评级。**我们维持盈利预测及目标价不变。基于快手强劲的用户增长、巨大的变现潜力、多重催化剂和相对较低的政策风险，我们将其作为行业首选。我们的目标价相当于 12/9 倍的 2022/23E 财年预测市销率，或 48 倍 2023E 财年预测市盈率。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万元人民币)	39,120	58,776	84,795	120,332	160,681
同比增长(%)	92.7	50.2	44.3	41.9	33.5
调整后净利润(百万元人民币)	1,034	(7,949)	(4,003)	12,503	29,292
每股盈利(元人民币)	NA	NA	(0.9)	2.8	6.6
每股盈利变动(%)	NA	NA	NA	NA	134.3
市场预测每股盈利(元人民币)	NA	NA	(1.2)	1.5	5.6
市盈率(倍)	NA	NA	NA	88	38
市销率(倍)	26.6	17.7	12.3	8.6	6.5
权益收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$382
(此前目标价)	HK\$382)
潜在升幅	+26.0%
当前股价	HK\$301

中国互联网行业

黄群

(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

卢秋阳

(852) 3761 8728
miriamlu@cmbi.com.hk

徐涵博

(852) 3761 8725
xuhanbo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	1,252,709
3 月平均流通量(百万港元)	不适用
52 周内股价高/低(港元)	417.8/ 250.0
总股本(百万)	3,393

资料来源：彭博

股东结构

Tencent Holdings	21.49%
5Y CAPITAL	16.59%
DCM LP	9.20%

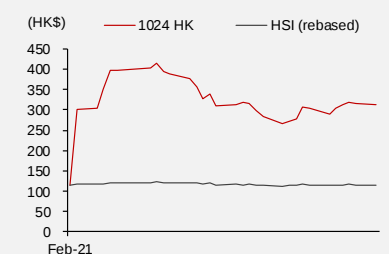
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-18.8%	-14.0%
3-月	不适用	不适用
6-月	不适用	不适用

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其他关联机构曾在过去12个月内与报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。