

快手 (1024 HK)

短視頻風起時，多元變現可期

快手作為短視頻和直播行業龍頭，內容調性和強互動社區構築護城河，並有望持續受益於短視頻賽道的分流強時和高速增長。在用戶拓展、變現多元化和技術革新推動下，我們預計公司 2020-23E 財年收入年複合增速可達 40%。首次覆蓋，給予買入評級，基於 DCF 的目標價為 382 港元。快手仍處於高增長階段，廣告和電商變現及潛在新業務有望進一步釋放其 TAM 及估值。

- **短視頻和直播的開創者和全球領導者。**根據艾瑞諮詢 2020 年 9 月數據，快手是全球最大的直播平臺、第二大的短視頻及直播電商平臺。基於快手龐大的用戶群 (3.05 億 DAU) 和強互動社區，我們看好其用戶增長潛力與變現多元化空間，預計 2020-23E 財年收入年複合增速可達 40%。
- **看好短視頻分流搶時及稀缺性，內容調性和強互動社區構築護城河。**我們看好快手在短視頻賽道分流搶時下的用戶快速增長及變現空間：短視頻大盤用戶增速仍保持雙位數增長，且 2019-25E 年廣告/直播/電商行業複合增長率可達 34%/20%/58% (根據艾瑞諮詢預測)。區別於競對，快手的競爭優勢在於其真實普惠、多元化的內容生態，以興趣為核心的活躍社區，以及公平普惠的流量分發機制。快手有望通過高用戶粘性、強信任關係鏈、去中心化機制構築較高壁壘，並不斷提升市場份額。我們看好其用戶增長空間，並預計 2020-23E 財年 MAU/DAU 年複合增長率將達到 12%/13%。
- **變現空間可期，廣告和電商釋放長期 TAM。**快手有望憑藉其海量用戶數據及大數據分析，豐富平臺內容、優化推薦算法，進一步提升變現能力。我們認為，快手成長邏輯已從直播驅動轉向廣告和直播帶貨。直播收入將在用戶大盤拉動下保持穩健增長，廣告業務將成為收入主要推動力。公司廣告過往變現較為保守（雙列關係/用戶體驗），單用戶廣告收入遠低於競對。但隨著 1) 廣告團隊的搭建擴充；2) KA 品牌客戶的對接、網盟的擴張；3) 算法推薦優化、單列形式的引入、廣告形式多樣化，預計廣告未來三年收入 CAGR 66% (其中 FY21 預計+ 90% YoY)。此外，我們看好電商業務進一步釋放 TAM，並預計 GMV/收入將在 2022E 財年達到 7,880 億/144 億，受益於：1) 電商滲透率提升，預計 2022 年月度買家數 6,600 萬；2) 場景延伸及品類擴張帶動購買頻次和客單價增長；3) 返利逐步成熟後傭金率提升。我們預計公司直播/廣告/電商收入在 2020-23 財年年均複合增長 7%/66%/71%，2022E 財年收入佔比達 32%/56%/11%。
- **首次覆蓋，給予買入評級。**基於 DCF 的目標價為 382 港元（相當於 12/9 倍 2022/23E 財年預測市銷率，或 48 倍 2023E 財年預測市盈率），高於行業平均。股價由於近期市場波動回落 25%，建議逢低買入。潛在催化劑：1) 近期業績發布；2) 強勁用戶數據；3) 憧憬納入港股通；4) 變現勝於預期；及 5) 新業務貢獻。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入 (百萬元人民幣)	39,120	58,671	84,795	120,332	160,681
同比增長 (%)	92.7	50.0	44.5	41.9	33.5
淨收入 (百萬元人民幣)	1,034	(10,635)	(4,003)	12,521	29,310
每股盈利 (元人民幣)	NA	NA	(0.9)	2.8	6.6
每股盈利變動 (%)	NA	NA	NA	NA	134.1
市場預測每股盈利 (元人民幣)	NA	NA	(1.2)	1.5	5.6
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	89	38
市銷率 (倍)	26.8	17.9	12.4	8.7	6.5
權益收益率 (%)	35	153	26	(45)	257
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$382
潛在升幅	+26.0%
當前股價	HK\$303

中國互聯網行業

黃群

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

盧秋陽

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

徐涵博

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

公司數據

市值(百萬港元)	1,280,119
3 月平均流通量(百萬港元)	不適用
52 周內股價高/低(港元)	417.8/ 250.0
總股本(百萬)	4,159

資料來源：彭博

股東結構

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

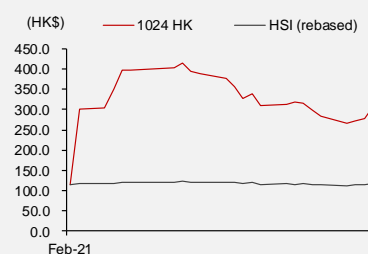
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-29.9%	-27.2%
3-月	不適用	不適用
6-月	不適用	不適用

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

披露

招銀國際證券或其他關聯機構曾在過去12個月內與報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。