

# 快手 (1024 HK)

## 2023 投资日：夯实内容生态，变现韧性增长

我们于上周（9 月 21 日）参加快手 2023 年投资日，此次投资日从公司战略发展、用户及内容生态、商业化、国际化、AIGC 应用层面展现快手内容社区生态护城河、未来电商及广告增长空间、本地生活布局及自研能力，并对竞争格局、国际化规划及大模型进行了深度探讨。围绕“打造最有温度最值得信任的在线社区”愿景，我们认为投资日亮点如下：1) 内容消费、流量分配机制升级下，社区护城河凸显，竞争影响有限；2) 电商商达调优效果显著，货架电商初步跑通，期待双十一全量上线增量；3) 广告在全面原生、算法优化、客户拓展下长期有望达到 10% 市占率。我们看好快手 2H23 业绩高确定性，中长期电商增量空间（叠加货架电商）、外循环广告复苏以及利润释放可期。维持财务预测不变及买入评级，目标价 97 港元。

■ **战略：夯实内容生态建设+深耕 AGI，驱动流量交易双增长。**CEO 程一笑认为快手三大核心角色为：用户、创作者、商家，且在平台通过内容生产消费和商品服务交易已形成多边网络效应和正向循环。基于可持续增长战略，快手将进一步加强充足多元供给、高效内容分发与匹配、运营机制优化：1) **夯实内容生态建设**：重点发展优质内容、有效供给、良好载体和精准匹配，一方面鼓励原生创作、拓展垂类领域，另一方面加强公私域流量有效结合、精准匹配，并通过建设关注关系、丰富互动形式强化社交粘性。截至 2Q23，快手月活达 6.73 亿，人均时长 122 分钟，万粉创作者数 270 万+，月均短视频发布 11 亿+，日均互动数量 80 亿。2) **内容分发优化，深挖变现价值链**：加强 B 端供给建设能力，拓展交易闭环，从电商、本地生活至房产、汽车、招聘等多领域，加深商家平台粘性并反哺用户交易心智。3) **深耕 AGI 技术，赋能核心应用场景**：快手在天然内容场景、分发匹配算法、算力（超万张 A800 卡）和人才储备层面均具备 AGI 差异化优势，未来将积极探索 AGI 在潜在全新流量入口的机遇及现有业务场景赋能后的效率提升。核心 AGI 应用场景包括：消费侧通过搜索、推荐、互动能力优化增强用户理解，供给侧通过降低生产门槛、提升生产效率赋能创作者及经营者（如广告素材生成成本降低；独立 APP 快影已有 AI 文生图等），平台侧在安全、客服、研发领域助力效率提升（如智能客服、审核）。

■ **用户和内容生态：注重高质量用户增长，多场景互动增强粘性和频次。**快手主站业务与社区科学线负责人于越以“高效增长、场景深化和生态繁荣”总结过往一年主站表现：其中 DAU 再创新高（2Q23 达 3.76 亿），获客效率持续优化（单用户获客成本下降 40%、ROI 同比增长 19%）；内容消费层面通过社交和搜索场景优化，拉动互动频次（累计互关对数同比增长 50%）、心智强化，支撑内部电商等场景演化（日均搜索次数同比增长 30%）；创作者生态多样化（超 2,200 万创作者在平台上获得超 900 亿收入），且垂类繁荣发展（如三农、短剧、群众体育运动）。展望未来，快手将通过两大引擎加强社区护城河：1) 更加注重高质量用户增长（以高留存、高价值用户为导向）；2) 多场景协力，强化用户打开理由：包括内容消费、作者与垂类、社交、搜索、商品与服务等，持续优化推荐算法，强化私域心智，大力扶持优秀内容创作者，鼓励推广特色内容，混排机制迭代，以此实现用户体验和商业机制最优。

■ **直播：优质内容赋能，紧跟政策风向优化健康供给生态。**快手过往在直播变现呈现高于行业增速的稳健增长，于越认为其得益于“坚定、赋能、开放和创新”经营理念：坚定以优质内容为平台的核心驱动力、以长期生态健康为平台准则；对工会和主播进行优质内容赋能，建设内容和区域团队；搭建快手直播开放平台，深化各行业合作（如直播弹幕玩法有望创收）；积极探索 AI 大模型技术（如 AIGC 定制礼物、虚拟人直播）。展望未来，在监管环境变化下，快手将更加注重健康供给生态建设，发力优质内容垂类与主播培养。

### 买入（维持）

|         |          |
|---------|----------|
| 目标价     | HK\$97   |
| (此前目标价) | HK\$97   |
| 潜在升幅    | +52.8%   |
| 当前股价    | HK\$63.5 |

#### 中国传媒与文娱

##### 黄群

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

##### 许义鑫

(852) 3900 0849  
easonxu@cmbi.com.hk

#### 公司数据

|                |           |
|----------------|-----------|
| 市值(百万港元)       | 269,650   |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 1256.13   |
| 52 周内股价高/低(港元) | 80.9/31.8 |
| 总股本(百万)        | 3,591     |

资料来源：彭博

#### 股东结构

|                  |        |
|------------------|--------|
| Tencent Holdings | 18.89% |
| Morningside      | 15.68% |
| DCM              | 4.92%  |

资料来源：彭博

#### 股价表现

|      | 绝对回报  | 相对回报  |
|------|-------|-------|
| 1- 月 | 0.0%  | -0.3% |
| 3- 月 | 10.0% | 21.7% |
| 6- 月 | 19.1% | 29.2% |

资料来源：彭博

#### 12 个月内股价表现



资料来源：彭博

审计师：PwC

- **电商：强化低价好物，商家协作调优，泛货架模式初步跑通。**围绕“信任电商”定位，快手在电商行业“多快好省”标签中更注重“省”，即低价好物。CEO 程一笑分享了快手电商用户数据，其中三线及以下人群占比约 70%。相较于高线城市的追求性价比趋势及过度服务，低线城市用户消费力未被充分开发，消费升级仍在持续，且半熟人环境下信赖口碑推荐，快手低线高占比用户将为其未来电商发展潜力释放提供基础，用户更高复购及忠诚度将打开 LTV 空间。截至 2Q23，快手电商 GMV 同比增长 39%，月活买家数达 1.1 亿(同比增长+17%)，ARPPU 同比增长 14%。此外，今年快手电商优化梳理了商家达人经营关系，通过川流计划完善分配规则，将资源有效分配商家，促进互利互惠：一方面持续引入新商家和供给、提质增效(月动销商家数增长 60%、新增品牌增长>90%)，另一方面达人生态不断调优、扶持中小达人(通过扶摇计划精细化运营、团长撮合、分销库扶持腰部达人，带动中小达人日动销卖家数 9 月相较于 1 月增长 141%，头部达人 GMV 占比持续下降)。泛货架层面，快手表示已初步跑通：1Q23 重点建设买家在货架场景中的心智框架，2Q23 将买手从推荐直播间完全升级为商品卡，3Q23 将拓展流量规模至首页 Tab，并将于 4Q23 借助双十一大促进一步扩大货架电商规模。其中，去年双十一泛货架 GMV 同比增长超 60%，今年泛货架 GMV 占比约 20%。
- **商业化：海量用户基数+原生广告完善+算法优化，带动广告市占率长期目标提升至 10%。**2Q23 快手广告市占率约 5.1%，快手商业化业务负责人王剑伟提到未来长期市占率将追平至快手互联网时长占比，即 10%。王剑伟从广告四大板块对商业化版图进行了梳理、能力优化策略及空间探讨，四大板块包括线索表单(金融、交通、教育培训)、下载激活(游戏、网服、传媒资讯)、订单支付(美妆、食品饮料、IT 消电)、搜索广告。其中，线索表单行业在疫情放开后逐步复苏，下载激活板块(外循环)将结合客户需求超深度优化，订单支付板块在电商有机协同下保持高速增长，搜索广告将带来新场景增量(快手日搜索量同比增长 30%，13%搜索词与商业相关，未来预计可提升至 30%-40%)。展望未来，广告核心增长路径为：1) 流量：过去两年流量增长 CAGR 约 20%，单日峰值播放量超 1000 亿，为后续商业化提供支撑；2) 广告加载率：原生广告持续渗透(2Q23 渗透率同比增长 93%)，素材优质化，提升自然流量(2Q23 +50%)及综合 ROI，实现流量扩容正循环；3) CPM：通过价值人群识别(快手 MAC/MAU 1H23 达 15%，目标 2025 年达 25%)、精准匹配(全场景数据模型及“千客千模”行业模型)、客户竞价充分三维度提高广告价值。
- **本地生活：聚焦性价比，开城扩张进行时。**本地生活负责人笑古从 To C 和 To B 两个角度探讨快手本地生活价值：1) To C：本地生活超一半用户来自低线城市，快手用户结构拥有高契合度，且在性价比、内容种草、可靠服务保障层面实现差异化；2) To B：快手帮助商家降低营销成本，引入差异化增量客流。在部门成立约 1 年期间，2Q23 本地生活 GMV 实现环比 3x 增长，且营销费用占比环比下降 1/3。1Q23 聚焦 6 个城市进行 MVP 试点，用户月均转化率提升 10+倍，2Q23 及 3Q23 已扩张至 10/16 城市。未来增长策略层面，需求侧通过打造先进比价引擎进行流量分发，供给侧将从到餐逐步探索酒旅和到综业务、鼓励优质内容(如蜜雪冰城店员直播)，链接侧做好供需匹配(搭建 GPM 导向的流量分发体系)、平台侧从佣金、广告推进商业化(已开始抽佣、实行阶梯返佣制度)，并结合 AI 提高补贴效率。
- **国际业务：以减亏为核心，提升商业化收入并注重区域聚焦及本地化。**快手海外业务始于 2017 年，已覆盖 24 个国家，过去一年在核心国家 DAU 和时长取得增长的同时实现大幅降本，得益于：1) 1H23 海外推广费用同比下降 51%，2) 服务器带宽效率优化；3) 1H23 海外内容成本同比下降 64%。展望未来，国际化业务负责人马宏彬提到将侧重区域聚焦(巴西、印度尼西亚、沙特阿拉伯、埃及、土耳其、阿根廷等)、本地化深化(营造本地化工区、打造本地化品牌等)、行业深耕(积极布局电商，致力于成为拉美市场领导者)。
- **技术生态：差异化技术积累，自研 LLM 大模型，构建“AIGC+X”技术生态。**主站业务与社区科学线负责人于越表示，快手在 3 月制定新 AI 战略，下限目标为在可能到来的技术革命保持国内第一梯队，结合并加强现有业务场景，上限目标为通过自主颠覆式创新技术，带来业务领先优势，改变市场格局。其中，技术路线为研发推出 LLM 大模型(快意大模型)、AIGC+X 生态(AI 文生

图、AI 玩评)、Reco 大模型来赋能业务。快手在推荐技术、内容理解、内容生成层面拥有强大技术积累，依托天然场景，有望逐步突破应用赛点，实现降本增效。

- 当前投资人普遍对快手青睐度较高，看好其电商及广告市占率提升空间、利润释放逻辑。投资人主要聚焦四方面问题：1) 用户和算法：DAU 此前 4 亿目标是否有进一步上升空间，用户时长变化趋势和目标；混排机制效用；2) 电商：下半年工作重点和 KPI，货架进展和空间；3) 广告：外循环广告天花板和增长策略，原生广告对加载率提升效果、品牌广告高增长支撑逻辑；4) 竞争：微信视频号潜在影响，本地生活差异化抓手。快手在过去多季度实现好于行业的韧性增长，并持续上修利润率，配合 40 亿港元回购计划，我们认为当前宏观不确定性下具备高防御性的成长型标的。我们看好 2H23 业绩高确定性、中长期电商增量空间（叠加货架电商）、外循环广告复苏以及利润释放可期。维持财务预测不变及买入评级，目标价 97 港元。

### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY21A    | FY22A   | FY23E   | FY24E   | FY25E   |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入(百万人民币)    | 81,082   | 94,183  | 111,959 | 127,322 | 143,471 |
| 同比增长 (%)       | 37.9     | 16.2    | 18.9    | 13.7    | 12.7    |
| 调整后净利润(百万人民币)  | (18,852) | (5,751) | 7,402   | 12,408  | 20,185  |
| 调整后每股收益(人民币)   | (4.7)    | (1.3)   | 1.6     | 2.7     | 4.3     |
| 同比增长 (%)       | NA       | NA      | NA      | 68      | 63      |
| 一致预期每股收益(人民币)  | NA       | NA      | 1.1     | 2.9     | 4.9     |
| 市盈率(倍)         | NA       | NA      | 35      | 21      | 13      |
| 市销率(倍)         | 3.2      | 2.7     | 2.3     | 2.0     | 1.8     |
| 股息率 (%)        | 0.0      | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 杠杆率            | 净现金      | 净现金     | 净现金     | 净现金     | 净现金     |

资料来源：公司数据，彭博，招银国际环球市场预测



图 1: 快手公司战略：夯实内容生态建设



资料来源: 快手投资日, 招银国际环球市场

图 2: 快手公司战略：拉动流量交易双增长



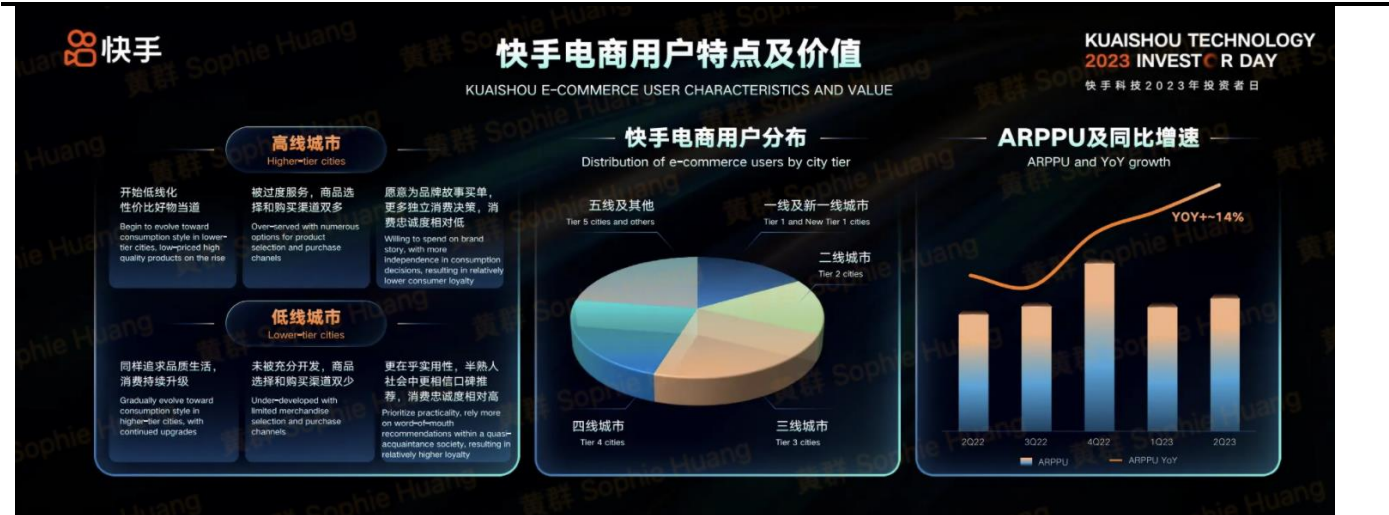
资料来源: 快手投资日, 招银国际环球市场

图 3: 快手公司战略：拥抱 AGI



资料来源: 快手投资日, 招银国际环球市场

图 4: 快手电商用户特点及价值



资料来源: 快手投资日, 招银国际环球市场

图 5: 快手电商商家协同



资料来源: 快手投资日, 招银国际环球市场

图 6: 快手泛货架模式初步跑通



资料来源: 快手投资日, 招银国际环球市场



图 7: 快手广告商业化版图



资料来源: 快手投资日, 招银国际环球市场

图 8: 快手广告加载率增长逻辑



资料来源: 快手投资日, 招银国际环球市场

图 9: 快手广告 CPM 增长逻辑



资料来源: 快手投资日, 招银国际环球市场

图 10: 快手本地生活 1H23 成果



资料来源: 快手投资日, 招银国际环球市场

图 11: 快手本地生活供给侧发展进展



资料来源: 快手投资日, 招银国际环球市场

图 12: 快手 AGI 战略目标



资料来源: 快手投资日, 招银国际环球市场



图 13: 快手 LLM 大模型



资料来源: 快手投资日, 招银国际环球市场

图 14: 快手快意大模型



资料来源: 快手投资日, 招银国际环球市场

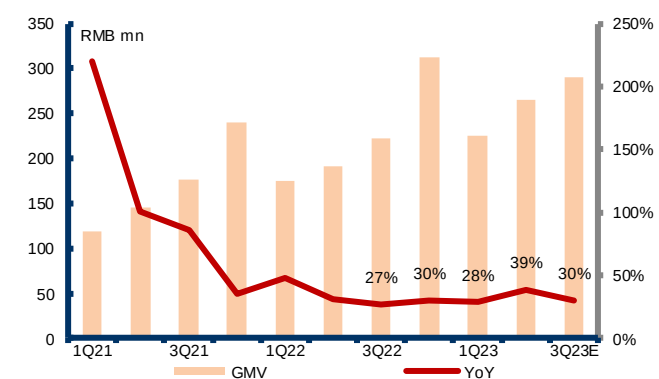
图 15: 快手“AIGC+X”技术生态



资料来源: 快手投资日, 招银国际环球市场

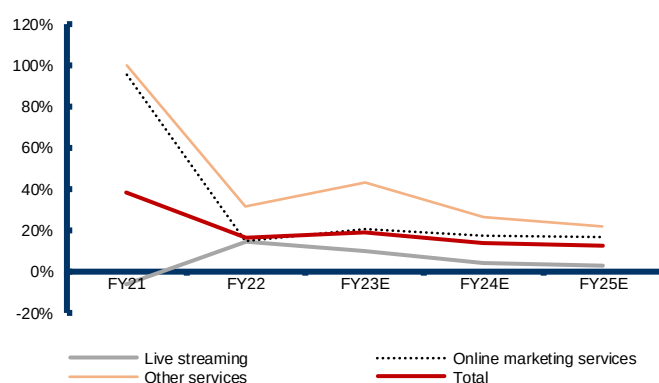


图 16: 季度电商 GMV 预测



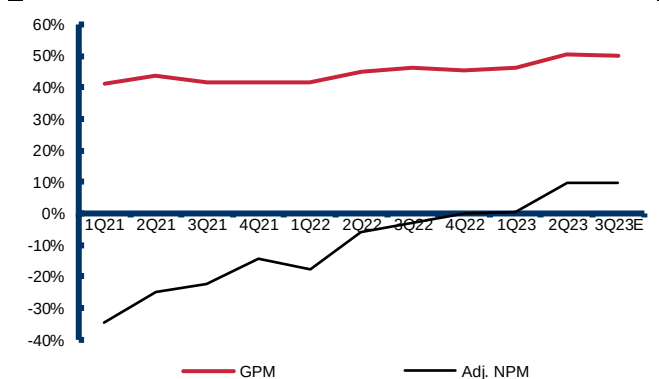
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 17: 年度收入预测



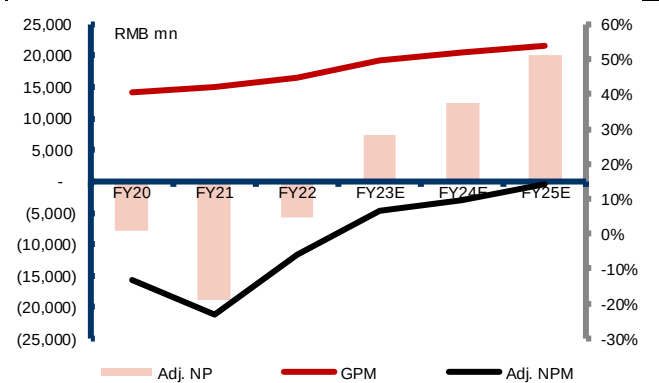
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 18: 季度利润率预测



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 19: 年度利润率预测



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 20: 可比公司估值

| 公司   | 代码        | 市值<br>(百万美元) | 货币  | 股价  | CMBI<br>评级 | 目标价 | PE    |       |       | PS    |       |       | FY23-25 EPS<br>CAGR |
|------|-----------|--------------|-----|-----|------------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------|
|      |           |              |     |     |            |     | FY23E | FY24E | FY25E | FY23E | FY24E | FY25E |                     |
| 快手   | 1024 HK   | 35,375       | HKD | 64  | BUY        | 97  | 35.0  | 21.0  | 13.0  | 2.3   | 2.0   | 1.8   | 65%                 |
| 游戏   |           |              |     |     |            |     |       |       |       |       |       |       |                     |
| 腾讯控股 | 700 HK    | 383,212      | HKD | 314 | BUY        | 458 | 19.2  | 16.1  | 14.0  | 4.5   | 4.0   | 3.6   | 16%                 |
| 网易   | NTES US   | 62,431       | USD | 97  | BUY        | 125 | 15.3  | 14.9  | 13.4  | 4.3   | 3.9   | 3.6   | 0%                  |
| 心动公司 | 2400 HK   | 864          | HKD | 14  | NA         | NA  | 31.6  | 16.3  | 11.4  | 1.6   | 1.3   | 1.1   | 76%                 |
| 平均   |           |              |     |     |            |     | 17.2  | 15.5  | 12.9  | 3.5   | 3.1   | 2.8   | 8%                  |
| 泛文娱  |           |              |     |     |            |     |       |       |       |       |       |       |                     |
| 哔哩哔哩 | BILI US   | 5,369        | USD | 13  | BUY        | 26  | NA    | NA    | 45.9  | 1.7   | 1.5   | 1.3   | NA                  |
| 爱奇艺  | MOMO US   | 1,312        | USD | 7   | HOLD       | 14  | 4.5   | 4.4   | 4.1   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 4%                  |
| 欢聚集团 | YY US     | 2,440        | USD | 39  | BUY        | 51  | 10.8  | 10.6  | 9.4   | 1.1   | 1.0   | 0.9   | 10%                 |
| 虎牙   | HUYA US   | 640          | USD | 3   | BUY        | 6   | NA    | 69.9  | 14.4  | 0.7   | 0.7   | 0.6   | NA                  |
| 斗鱼   | DOYU US   | 298          | USD | 1   | NA         | NA  | 23.9  | 17.5  | 17.5  | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 13%                 |
| 腾讯音乐 | TME US    | 10,331       | USD | 6   | BUY        | 9   | 12.7  | 12.0  | 10.7  | 2.8   | 2.7   | 2.5   | 8%                  |
| 芒果超媒 | 300413 CH | 7,016        | CNY | 27  | NA         | NA  | 21.8  | 18.4  | 16.2  | 3.3   | 2.9   | 2.6   | 16%                 |
| 爱奇艺  | IQ US     | 4,428        | USD | 5   | BUY        | 9   | 13.1  | 9.2   | 7.5   | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 24%                 |
| 平均   |           |              |     |     |            |     | 12.6  | 12.0  | 10.9  | 1.2   | 1.1   | 1.0   | 13%                 |
| 广告   |           |              |     |     |            |     |       |       |       |       |       |       |                     |
| 百度   | BIDU US   | 44,748       | USD | 128 | BUY        | 201 | 12.3  | 12.0  | 10.5  | 2.4   | 2.2   | 2.0   | 8%                  |
| 微博   | WB US     | 2,774        | USD | 12  | BUY        | 25  | 5.5   | 5.0   | 4.6   | 1.5   | 1.4   | 1.4   | 9%                  |
| 平均   |           |              |     |     |            |     | 8.9   | 8.5   | 7.6   | 2.0   | 1.8   | 1.7   | 8%                  |
| 电商   |           |              |     |     |            |     |       |       |       |       |       |       |                     |
| 阿里巴巴 | BABA US   | 213,927      | USD | 84  | BUY        | 157 | 9.1   | 8.5   | 7.6   | 1.6   | 1.5   | 1.3   | 12%                 |
| 京东集团 | JD US     | 52,650       | USD | 30  | BUY        | 62  | 11.7  | 10.0  | 8.5   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 25%                 |
| 拼多多  | PDD US    | 116,538      | USD | 92  | BUY        | 109 | 16.4  | 12.8  | 10.1  | 4.2   | 3.3   | 2.7   | 25%                 |
| 唯品会  | VIPS US   | 7,855        | USD | 15  | NA         | NA  | 6.8   | 6.6   | 6.3   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 4%                  |
| 平均   |           |              |     |     |            |     | 11.0  | 9.5   | 8.1   | 0.8   | 0.8   | 0.7   | 17%                 |
| 海外文娱 |           |              |     |     |            |     |       |       |       |       |       |       |                     |
| Meta | META US   | 760,961      | USD | 296 | NA         | NA  | 21.9  | 17.3  | 15.5  | 5.7   | 5.1   | 4.6   | 21%                 |
| 奈飞公司 | NFLX US   | 170,235      | USD | 384 | NA         | NA  | 31.6  | 24.5  | 19.7  | 5.0   | 4.5   | 4.0   | 26%                 |
| Snap | SNAP US   | 14,005       | USD | 9   | NA         | NA  | NA    | 86.7  | 41.0  | 3.1   | 2.7   | 2.4   | NA                  |
| 平均   |           |              |     |     |            |     | 26.8  | 20.9  | 17.6  | 4.6   | 4.1   | 3.6   | 23%                 |
| 平均   |           |              |     |     |            |     | 16.8  | 13.2  | 11.3  | 2.3   | 2.1   | 1.9   | 14%                 |

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测



## 财务分析

### 利润表

| 截至 12.31(百万人民币) | FY21A    | FY22A    | FY23E    | FY24E    | FY25E    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入              | 81,082   | 94,183   | 111,959  | 127,322  | 143,471  |
| 直播              | 30,995   | 35,388   | 38,845   | 40,399   | 41,409   |
| 广告              | 42,665   | 49,042   | 59,161   | 69,296   | 80,614   |
| 其他              | 7,421    | 9,753    | 13,953   | 17,627   | 21,448   |
| 营业成本            | (47,052) | (52,051) | (56,219) | (60,975) | (65,991) |
| 毛利润             | 34,030   | 42,131   | 55,740   | 66,346   | 77,481   |
| 销售费用            | (44,176) | (37,121) | (37,031) | (39,690) | (41,578) |
| 行政费用            | (3,400)  | (3,921)  | (4,168)  | (4,576)  | (4,797)  |
| 研发利润            | (14,956) | (13,784) | (13,556) | (14,773) | (15,733) |
| 其他收入            | 801      | 137      | 600      | 500      | 500      |
| 经营利润            | (27,701) | (12,558) | 1,585    | 7,807    | 15,872   |
| 其他收入/费用         | (51,314) | 166      | 97       | 153      | 247      |
| 税前利润            | (79,102) | (12,531) | 1,670    | 7,957    | 16,119   |
| 所得税             | 1,025    | (1,158)  | (309)    | (1,929)  | (3,183)  |
| 净利润             | (78,077) | (13,689) | 1,362    | 6,028    | 12,936   |
| 调整后净利润          | (18,852) | (5,751)  | 7,402    | 12,408   | 20,185   |

### 现金流量表

| 截至 12.31(百万人民币) | FY21A    | FY22A    | FY23E    | FY24E    | FY25E    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 净利润             | (78,077) | (13,689) | 1,362    | 6,028    | 12,936   |
| 摊销              | 6,885    | 6,306    | 6,600    | 7,610    | 8,269    |
| 运营资本变动          | 2,444    | (2,631)  | 1,652    | 2,069    | 2,185    |
| 其他              | 63,229   | 12,203   | 4,500    | 4,900    | 5,100    |
| 经营活动现金流         | (5,519)  | 2,189    | 14,114   | 20,607   | 28,490   |
| 资本开支            | (5,789)  | (9,181)  | (11,210) | (10,802) | (13,228) |
| 投资购买            | -        | -        | -        | -        | -        |
| 其他              | (12,572) | (8,367)  | 47       | 47       | 47       |
| 投资活动现金流         | (18,361) | (17,548) | (11,163) | (10,755) | (13,180) |
| 股票发行            | 39,386   | -        | -        | -        | -        |
| 债券变动            | -        | -        | -        | -        | -        |
| 可转债发行           | -        | -        | -        | -        | -        |
| 其他              | (2,885)  | (4,482)  | -        | -        | -        |
| 融资活动现金流         | 36,500   | (4,482)  | -        | -        | -        |
| 现金增加净额          | 12,620   | (19,841) | 2,952    | 9,852    | 15,310   |
| 年初现金及现金等价物      | 20,392   | 32,612   | 13,274   | 16,720   | 27,067   |
| 汇兑              | (399)    | 494      | 494      | 494      | 494      |
| 年末现金及现金等价物      | 32,612   | 13,274   | 16,720   | 27,067   | 42,870   |

### 资产负债表

| 截至 12.31(百万人民币)        | FY21A  | FY22A  | FY23E  | FY24E  | FY25E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 非流动资产                  | 39,505 | 43,449 | 49,363 | 52,014 | 56,431 |
| 固定资产                   | 11,051 | 13,215 | 12,026 | 15,194 | 20,384 |
| 使用权资产                  | 12,562 | 10,806 | 18,906 | 18,853 | 18,546 |
| 无形资产                   | 1,172  | 1,123  | 1,336  | 1,413  | 1,489  |
| 其他                     | 14,720 | 18,305 | 17,094 | 16,553 | 16,011 |
| 流动资产                   | 53,011 | 45,859 | 50,094 | 61,841 | 79,119 |
| 现金                     | 32,612 | 13,274 | 16,720 | 27,067 | 42,870 |
| 预付账款                   | 3,278  | 4,106  | 4,435  | 4,810  | 5,206  |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 8,842  | 13,087 | 13,087 | 13,087 | 13,087 |
| 贸易和其他应收款               | 4,450  | 6,288  | 7,475  | 8,500  | 9,578  |
| 其他                     | 3,828  | 9,103  | 8,377  | 8,377  | 8,377  |
| 流动负债                   | 37,256 | 40,710 | 43,878 | 47,347 | 51,005 |
| 应付账款                   | 20,021 | 22,868 | 24,699 | 26,789 | 28,993 |
| 其他应付款                  | 9,123  | 10,190 | 11,005 | 11,937 | 12,918 |
| 消费者预付金                 | 3,503  | 3,240  | 3,761  | 4,210  | 4,683  |
| 其他                     | 4,608  | 4,411  | 4,411  | 4,411  | 4,411  |
| 非流动负债                  | 10,108 | 8,744  | 8,744  | 8,744  | 8,760  |
| 可转换可赎回优先股              | -      | -      | -      | -      | -      |
| 其他                     | 10,108 | 8,744  | 8,744  | 8,744  | 8,760  |
| 少数股东权益                 | -      | -      | -      | -      | -      |
| 净资产总额                  | 45,096 | 39,838 | 45,699 | 56,628 | 74,664 |
| 股东权益                   | 45,096 | 39,838 | 45,699 | 56,628 | 74,664 |

### 主要比率

| 截至 12.31  | FY21A  | FY22A  | FY23E  | FY24E | FY25E |
|-----------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 收入结构 (%)  |        |        |        |       |       |
| 直播        | 38.2   | 37.6   | 34.7   | 31.7  | 28.9  |
| 广告        | 52.6   | 52.1   | 52.8   | 54.4  | 56.2  |
| 其他        | 9.2    | 10.4   | 12.5   | 13.8  | 14.9  |
| 合计        | 100.0  | 100.0  | 100.0  | 100.0 | 100.0 |
| 增速 (%)    |        |        |        |       |       |
| 收入        | 37.9   | 16.2   | 18.9   | 13.7  | 12.7  |
| 毛利        | 42.9   | 23.8   | 32.3   | 19.0  | 16.8  |
| 经营利润      | NA     | NA     | NA     | NA    | NA    |
| 调整后净利润    | NA     | NA     | NA     | 67.6  | 62.7  |
| 利润表比率 (%) |        |        |        |       |       |
| 经营利润率     | (34.2) | (13.3) | 1.4    | 6.1   | 11.1  |
| 税前利润率     | (97.6) | (13.3) | 1.5    | 6.2   | 11.2  |
| 调整后净利润率   | (23.3) | (6.1)  | 6.6    | 9.7   | 14.1  |
| 有效税率      | (1.3)  | 9.2    | (18.5) | 15.0  | 15.0  |
| 回报率 (%)   |        |        |        |       |       |
| ROE       | NA     | NA     | NA     | 24.3  | 30.7  |

资料来源：公司及招银国际证券预测

## 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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

### 招银国际环球市场投资评级

|     |                             |
|-----|-----------------------------|
| 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 | ：招银国际并未给予投资评级               |

### 招银国际环球市场行业投资评级

|      |                         |
|------|-------------------------|
| 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  |

### 招银国际环球市场有限公司

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

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)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。招银国际环球市场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。招银国际环球市场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策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，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上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策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。招银国际环球市场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，请与我们联络。

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，未经招银国际环球市场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

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场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。