

广拓流量多元变现——展望快手生态的高成长性

核心观点:

- **内容生态活跃, 用户边界持续扩张** 快手基于社交和兴趣分发内容, 分发逻辑为社交与智能分发并重, 将流量相对平等的分发到用户身上, 基于用户偏好和视频的匹配度, 将较新的内容推荐给用户。依靠良好的用户口碑和高度社交的属性, 快手应用平均日活跃用户数规模实现了快速增长, 从2017年的0.67亿增长到2018年的1.17亿, 再进一步增长到2019年的1.76亿, 截至2020年6月30日快手日活跃用户达到2.58亿。快手是目前内容社区活跃度最高的视频社交平台之一。
- **变现渠道多元, 营收保持高速增长** 快手主要通过销售虚拟物品, 提供多种形式的在线营销服务, 以及收取电商销售佣金进行变现。快手相较于其他互联网平台广告加载率仍具提升空间。随着快手主站上线单列精选, 其广告效果实现路径更短, 相较需要用户点击以观看广告的双列模式, 广告库存量得到较大提升, 推动变现效率增长。对比主要互联网平台的广告收入与单用户价值, 快手未来仍具较大释放空间。快手于2018年开始开展电商业务, 收入增长迅速, 于快手平台GMV由2018年的人民币96.6百万元增至2019年的人民币596亿元, 并由2019年上半年的人民币34亿元增至2020上半年的人民币1,096亿元, 成为全球第二大直播电商平台。在2019年, 直播电商的商品交易总额占中国零售电商市场的4.2%, 该占比预计将在2025年达到23.9%。可见快手的电商业务尚处于蓄力期, 还具有很高的上升空间。
- **注重技术研发, 未来成长空间广阔** 快手在数据和科技基础设施上投入大量资源, 拥有逾五千名研发人员, 于2017年、2018年及2019年的研发开支分别为人民币476.6百万元、人民币18亿元、人民币29亿元, 分别约占同期经营开支的23.1%、26.8%及21.5%。作为全球短视频行业的开创者, 快手不断更新升级短视频平台以满足用户在碎片化时间内的社交和娱乐需求, 产品创新走在行业前沿。在人工智能、大数据分析等技术领域, 快手处于领先地位。快手技术既提升了平台的运营效率, 又提供了卓越的用户体验, 建立起繁荣活跃的社群生态系统, 为变现打下坚实基础。
- **投资建议** 我们看好公司利用“去中心化”模式而建立的内容社交化平台。随快手多渠道业务模式的扩充, 其有望改变依赖直播而获取收入的现状, 相对而来的是直播、广告、电商、游戏以及其他业务的多重变现方式。随广告库存和加载量的提升、电商规模的高速增长、游戏及教育等产业链的发展, 快手有望推动收入高速增长, 给予“推荐”评级。

主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	391.20	593.66	776.81	1,006.59
收入增长率%	92.70%	51.75%	30.85%	29.58%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

快手科技(H01454.HK)

推荐 (首次评级)

分析师

杨晓彤

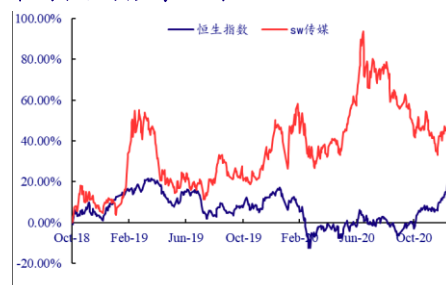
☎: 010-83571329

✉: yangxiaotong@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130518020001

特此鸣谢: 岳铮

相对恒生指数表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

投资概要:

关键假设及主要预测:

关键假设:

短视频作为全民性的娱乐社交形式之一,未来在移动互联网中的渗透率仍然具备上升潜力;

- a) 快手在短视频平台领域始终保持较强竞争力
- b) 我国移动互联网用户规模保持平稳并小幅上升趋势

我们与市场不同的观点:

市场认为在短视频竞争赛道上,随着抖音和快手的消费群体不断扩张、用户资源越来越重叠,表现出更快的增长速度的抖音将占据优势。但我们认为,快手的社群体系更活跃、更贴近普罗大众,由社群相似的兴趣与偏好形成流量定位和内容分发也就更为有效和精准,成为“短视频第一股”后将进一步稳定视频行业头部地位。

市场认为快手目前营收速度下滑,未来发展存在上限。但我们认为,快手拥有高粘性的用户群体和平台的强社交互动性,并灵活运用自身优势开发多样化的变现渠道,在正式上市之后将有望超出市场预期,实现快速增长。

估值与投资建议:

我们看好公司利用“去中心化”模式而建立的内容社交化平台。随着快手多渠道业务模式的扩充,其有望改变依赖直播而获取收入的现状,相对而来的是直播、广告、电商、游戏以及其他业务的多重变现方式。而作为互联网行业,公司任何业务的变现都离不开其用户流量。目前公司尚处于成长期,随着广告库存和加载量的提升、电商规模的高速增长、游戏及教育等产业链的全面发展,快手有望推动收入高增长。截至2020年上半年,快手月活用户已达4.85亿人,我们预计未来公司月活用户能持续增长,仍有较大上涨空间,2020全年及2021、2022年有望达到用户规模将达到4.90亿人、5.53亿人、6.00亿人。

我们采用市值和用户流量之比(P/U)法估值,我们选取了互联网行业中属性具备社区、直播、内容的6家可比公司的单用户市值对快手未来市值进行预测,可比公司中2020年Q3平均单用户市值为670元人民币,根据可比公司单用户市值,结合公司未来成长性,我们认为快手公司2020~2022年合理单用户市值将为1000元、1100元、1200元人民币,对应目标市值依次为4897.62亿元、6081.28亿元、7263.65亿元。

我们采用PS法估值,选取了相同的6家可比公司对快手未来市值进行预测。可比公司中2020年平均PS值为7倍,我们认为快手公司合理PS为8倍左右,对应目标市值依次为4749.25亿元、6214.45亿元、8052.74亿元。

综上,我们认为公司作为短视频行业领军企业,社交生态流量优势显著,三大业务直播打赏、线上营销及电商仍处于高速成长期,且公司持续加快推进业务转型升级,看好平台后续发展,给予推荐评级。

主要风险因素:

用户流失风险,运营成本上升风险,内容创作者流失风险,政策风险,研发风险,知识产权等法律风险,竞争加剧风险。

目 录

一、强化社交属性，活跃社区文化	3
（一）“去中心化”流量分发，提升用户创作活力	3
（二）具有强私域属性，主播用户粘性持续提升	5
（三）直播形式多样化，内容电商模式优势凸显	7
（四）短视频增长势头强劲，用户规模持续扩张	10
（五）内容社区活跃，用户价值提升空间较大	11
二、十年长跑，铸就商业化内容社交平台	13
（一）快手基本情况及发展历程	13
（二）股权结构：头部资本高度青睐，股东集中度较高	13
（三）自研核心技术打造“去中心化”平台	14
三、渐进式商业发展路径，多元化的变现渠道	18
（一）直播打赏规模攀升，用户付费仍具增长空间	18
（二）私域属性助力电商业务发展，GMV有望快速提升	19
（三）短视频营销增长迅速，快手仍具较大潜力	21
（四）游戏有望成为新的增量，短视频成为游戏推广重要渠道	22
（五）深度布局教育赛道，赋能内容发挥价值	24
四、估值及投资建议	26
五、风险提示	28

一、强化社交属性，活跃社区文化

（一）“去中心化”流量分发，提升用户创作活力

快手基于社交和兴趣分发内容，分发逻辑为社交与智能分发并重，将流量相对平等的分发到用户身上，基于用户偏好和视频的匹配度，将较新的内容推荐给用户。其商业模式的关键要素为业务、内容、技术及数据。其中业务通过多样化的产品和服务，包括娱乐、线上营销服务、电商、网络游戏、在线知识分享等提高用户参与度，满足用户的多种需求。内容以短视频和直播内容不断快速且自发的增长，分析不同用户和兴趣群体的需求，提高其留存率。技术及数据以其领先的技术和海量的数据支撑着生态系统，覆盖内容生产、压缩、传输、分析、推荐、搜索等多方面。

快手具备深度强化学习的专为短视频和直播内容推荐而构建的个性化推荐引擎，允许用户关注有趣和有用的内容，并根据共同兴趣将观众与创作者联系起来，这决定了其“去中心化”的流量分发逻辑，以先进的算法使得用户流量趋向平等分发，更多用户的内容得到推广。

图 1：快手商业模式



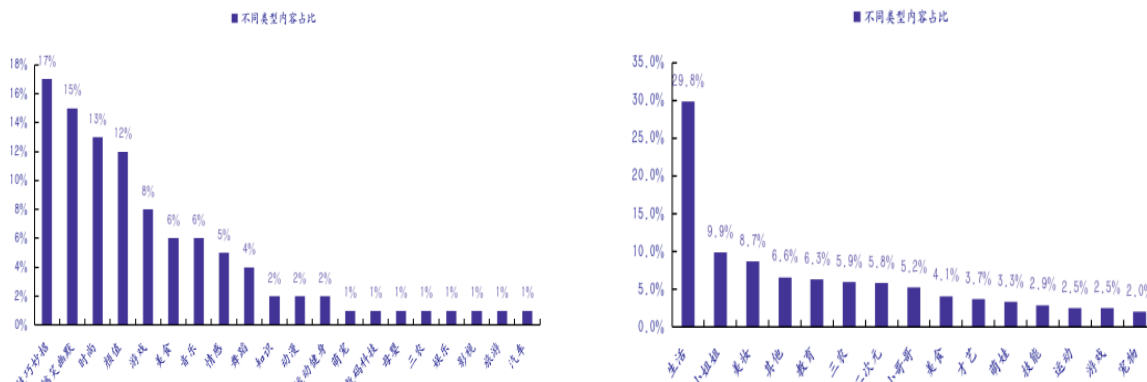
图示：黄色气泡代表用户 | 橘色气泡代表商家 | 多邊網絡效應

资料来源：快手招股说明书，中国银河证券研究院整理

从 2020 年快手发布的内容生态半年报中可看出，快手短视频内容品类多样化，快手注重生活化，其生活内容占比达 29.8%，占据绝对的优势，以技巧妙招、搞笑幽默、时尚和颜值为主占据平台 50% 以上的份额，同时美妆、教育等也成为快手平台的重要组成部分。在“去中心化”流量平等分发的逻辑下，用户所发布的内容易得到更多的推广机会，从而给予用户动力去

生产更多有趣的短视频，提供用户活跃度，推动平台内容的丰富性。

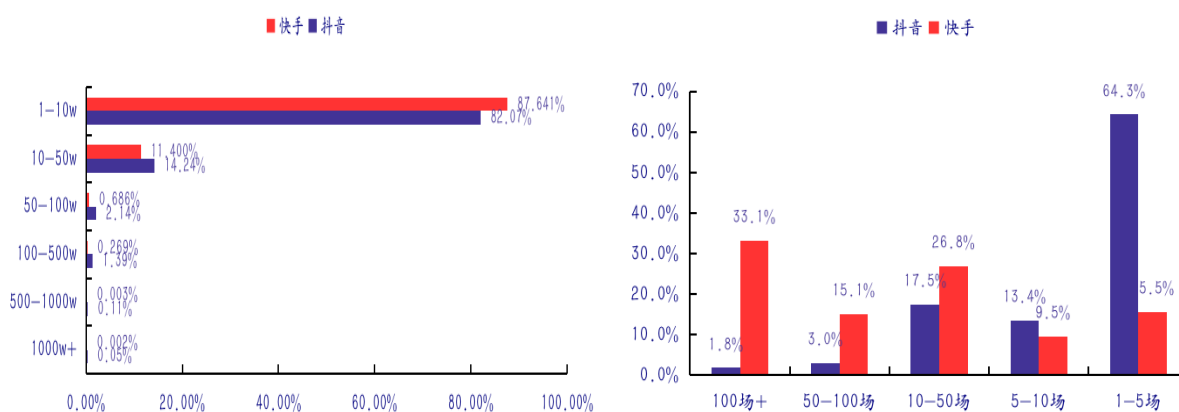
图 2：快手内容分类及 2020H1 快手内容生态分布



资料来源：快手大数据研究院，2020 年快手内容生态半年报，中国银河证券研究院整理

在 2020 上半年的新增主播数据上，快手新增主播粉丝数达到 500 万以上的占 0.005%，100 万-500 万粉丝的主播占 0.269%，是 500 万以上粉丝的主播的 53.8 倍。而抖音新增主播粉丝数达 500 万以上的占 0.16%，100 万-500 万粉丝的主播占 1.39%，仅有 500 万以上粉丝主播的 8.69 倍。2020 上半年，抖音新增 1000 万以上粉丝的主播共 146 个，快手仅 4 个。为了加大头部主播效应，抖音吸引明星、红人等头部主播入驻，头部主播新增较多。而快手则是围绕“去中心化”的特点发展推荐算法，让每个人的创作内容都能被用户看到，因此腰部主播新增数量较多。在新增主播直播场次上，2020 上半年，抖音仅有 4.8% 的新增主播直播了 50 场以上，而快手则达到了 48.2%。快手主播普遍保持较高的活跃度。

图 3：抖音与快手直播新增主播粉丝数与直播场次区间分布







资料来源：面朝研究院，中国银河证券研究院整理

（二）具有强私域属性，主播用户粘性持续提升

快手兼具私域社交和公域媒体两种特性，但相比竞争对手，其私域属性更强。快手的社群运营更加注重用户的参与和交互，早在 2011 到 2014 年期间，其产品设计思路已经开始尝试添加社交功能，直到 2020 上半年，快手平台中约 26% 的平均月活用户同时也是平台内容创作者，每月平均短视频上传了超过 11 亿条，远超其他主流短视频平台。

“老铁”经济是快手一大标签，通过 AI 算法，系统将基于关系、位置、兴趣、话题的相似视频推送给用户，建立起观众与创作者基于相似生活背景、文化习俗、娱乐方式的共鸣。自 2012 年上线的“同城”推送，一直是快手重要的流量入口；再往后，快手逐渐转向搭建半熟人半陌生人共存的社区，拓展基于同行、校友、老乡等具有天生亲切感的社交，进一步强化其私域属性，从而增强用户粘性。根据 QuestMobile，快手主站应用在短视频平台具有仅次于抖音的用户活跃率(DAU/MAU*100%)，而快手极速版的活跃率在 2020 年 6 月更是全行业领先，高达 57.9%，仅次于微信的 82%，七日活跃留存率为 82.9%，同样仅次于微信。用户之间的互动也非常高，截止 2020 年 6 月 30 日，快手沉淀接近 80 亿对互关用户关系。

表 1：2020 年 6 月短视频典型平台运营情况

	 抖音短视频	 快手	 快手极速版	 微视	 抖音极速版
月活跃用户数 (万)	51336	42975	12118	9615	8840
同比增长率	5.6%	26.2%	15049.5%	86.7%	-
活跃率	57.5%	50.0%	57.9%	26.4%	44.4%
月人均使用时长 (分钟)	1569.5	1162.6	1389.8	245.9	994.3
同比增长率	44.9%	2.2%	264.4%	70.3%	-
活跃用户 7 日留存率	87.2%	82.9%	83.0%	50.3%	77.8%
卸载率	6.0%	8.1%	13.7%	10.4%	23.0%

资料来源：QuestMobile、中国银河证券研究院整理（注：活跃率=目标 APP 的 DAU/MAU*100%）

“老铁”经济同样离不开主播的贡献，短视频建立用户关系后直播又促进了主播和观众之间的互动，增强观众对于主播的信任感，进一步培育私域流量。快手平台的流量分发较为平均、素人主播居多，平台介入较少，通过开放公会、调整分成比例等扶持主播发展。目前的头部主播主要形成了六大以家族为单位的阵营，包括：辛巴家族、二驴家族、散打家族、牌牌琦家族、张二嫂家族、方丈家族。家族内部主要以夫妻、情侣为核心，向外延伸为有血缘关系的亲属，直至头部主播收的徒弟和签约艺人，其成员之间存在极强的利益绑定关系。家族之间共同招揽流量和运营粉丝，增强了其粉丝社区的粘度性和社交性，主播的高信任度转化为超强的带货能力。以头部主播辛巴为例，其 2019 年销售额达 133 亿，超过北京国贸商城、上海环球港、深圳罗湖万象城等一众一线城市主流商圈。截至 2020 年 6 月 30 日止六个月，快手电商平台日活突破 1 亿，平均复购率达 60% 以上。

表 2: 2020 年 12 月快手平台直播带货主播前 10 名

排名	主播	开播场次	带货类目	总销量	销售额
1	蛋蛋小盆友	5 场	服饰、鞋靴、箱包	679.49 万	5.12 亿
2	小米官网	36 场	服饰、箱包、珠宝/首饰/眼镜	34.16 万	2.67 亿
3	白小白《爱我就别走了》	31 场	服饰、鞋靴、珠宝/首饰/眼镜	37.31 万	2.36 亿
4	快手小店-百亿补贴	6 场	休闲食品、粮油调味速食、酒类	17.58 万	2.35 亿
5	陶子家 主号	21 场	服饰、鞋靴、箱包	195.73 万	2.32 亿
6	瑜大公子	16 场	服饰、鞋靴、箱包	309.37 万	2.20 亿
7	真姐定制 源头工厂	21 场	服饰、鞋靴、箱包	223.38 万	2.08 亿
8	娃娃每晚 7 点多超多新款	22 场	服饰、鞋靴、箱包	358.65 万	1.94 亿
9	徐小米教搭配	20 场	服饰、鞋靴、箱包	185.88 万	1.71 亿
10	半姐在广州开服装厂	35 场	服饰、鞋靴、箱包	227.86 万	1.60 亿

资料来源: 壁虎看看, 中国银河证券研究院整理

表 3: 快手六大家族主要成员及粉丝数

六大家族	主要成员	粉丝数
辛巴家族	辛有志	7101 万
	时大漂亮	1753 万
	蛋蛋	2576 万
	爱美食的猫妹妹	3917 万
	初瑞雪	2935 万
	鹿	784 万
	赵梦澈	1353 万
		总粉丝数: 2.04 亿
驴家班	二驴	4383 万
	驴嫂平荣	2502 万
	王大拿	567 万
		总粉丝数: 7452 万
散打家族	散打哥	5338 万
	真真姐	1032 万
	小沈龙	2540 万
	五哥	1499 万
	户外发	1040 万
		总粉丝数: 1.14 亿
丈门	方丈	3142 万
	李舒克	806 万
	王小国	1473 万
	小杜凤儿	532 万
		总粉丝数: 5953 万
716 牌家军	牌牌琦	3400 万
	小伊伊	3813 万

大伟	345 万
金牌志虎	590 万
总粉丝数：8148 万	
张二嫂	3364 万
杨妹儿	371 万
嫂家军	319 万
思文儿人还行	319 万
胡闹	1005 万
贺仔	688 万
总粉丝数：5729 万	

数据来源：飞瓜数据（截止 2020 年 11 月 21 日）、中国银河证券研究院整理

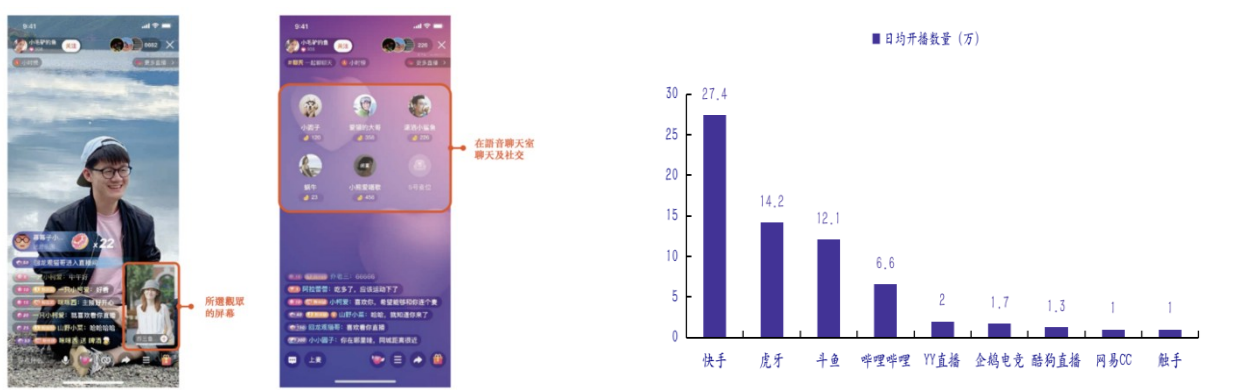
（三）直播形式多样化，内容电商模式优势凸显

1. 直播形式多样，开播场次拔优

快手的直播与电商内容均为其平台内容的自然延伸，对比于直播秀场的领军人物 YY、抖音等,其优势在于能够以多种不同的方式来增强平台的社交圈，不仅局限于直播为主的单一模式，注重用户的内容体验，注重用户的内容选择而进行平台社交，以短视频为主的内容留住用户，进而到直播促进用户间的互动使流量变存量。

快手于 2016 年在平台上推出直播功能，这是基于短视频功能的自然延伸，用户可进行实时社交与参与活动。直播以多种形式进行，包括一对多、PK 及多人直播。与短视频类似，其为普通用户提供易于访问且功能强大的可与其他用户进行直播及互动的平台。根据艾瑞咨询，截止至 2020 年 6 月 30 日六个月中，快手应用开展了近 10 亿场直播活动，其中 2020 年 1-5 月日均开播数量达 27.4 万场，同行业中虎牙及斗鱼紧随其后，分别为 14.2 万场和 12.1 万场，快手在直播行业中用户活跃度占据上风。

图 4：快手直播用户界面及 2020 年 1-5 月各平台日均开播数量



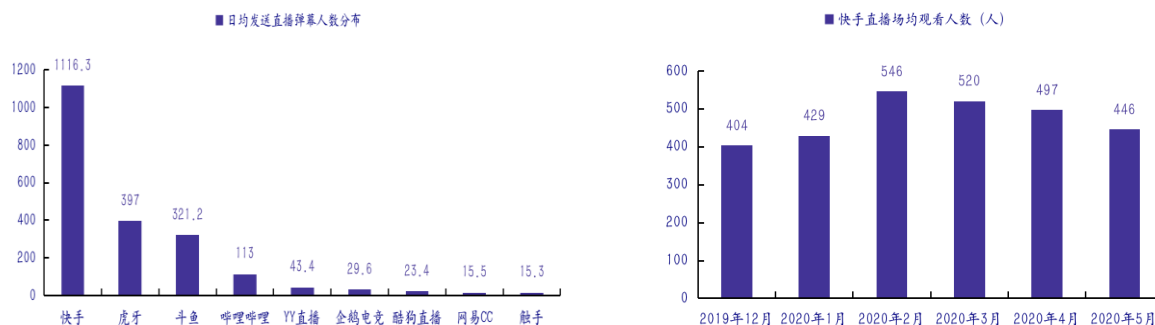
资料来源：快手大数据研究院，2020 年快手内容生态半年报，千瓜数据，小葫芦，中国银河证券研究院整理

2. 直播观者稳定，用户活跃参播

直播功能中为用户提供多渠道互动方式，打造富有朝气且活跃的社群。用户在平台互动主要围绕平台的内容，借此分享共同爱好并彼此建立联系。最常见的互动功能包括点赞、分享、关注、评论、私信、打赏、PK 及多人直播。根据艾瑞咨询，截止至 2020 年 6 月 30 日六个月

中，快手应用的短视频及直播合计获 1.5 万亿次点赞、60 亿次分享、1220 亿条评论、400 亿条私信、4.14 亿次 PK。根据千瓜数据，2020 年 1-5 月快手日均发送直播弹幕人数达 1116.3 万人，接近同行业佼佼者虎牙及斗鱼的三倍，其中虎牙为 397 万人，斗鱼为 321.2 万人。2019 年 12 月-2020 年 5 月中，场均观看人数较为稳定，其中 2020 年 2 月夺得半年头筹，用户达 546 人，且半年之中场均均超 400 人。

图 5：2020 年 1-5 月各平台日均发送直播弹幕人数（万）及 2019 年 12 月-2020 年 5 月快手直播场均观看人数



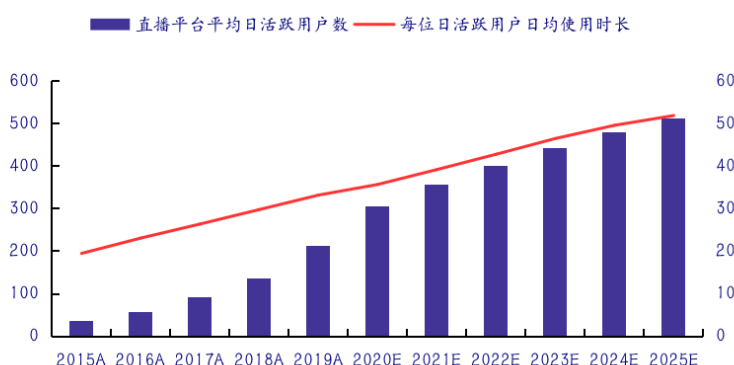
资料来源：飞瓜数据，小葫芦，中国银河证券研究院整理

3. 直播全球获关注，电商成重要动力

全球范围内，直播平台自 2010 年起通过秀场直播获得广泛关注与认可，其后通过其他社交和娱乐用例扩大应用范围。中国引领了直播在全球的迅速商业化。根据艾瑞咨询，中国拥有全世界最多的直播用户，2019 年占全球直播平台用户数约 50%。此外，中国直播平台的平均日活跃用户数于 2019 年已达 2.134 亿，到 2025 年预计将达 5.128 亿，每位日活跃用户的日均花费时长预计将从 2019 年的 33.2 分钟增至 2025 年的 51.9 分钟。

下图列出了在指定期间内中国直播平台平均日活跃用户数和每位日活跃用户日均使用时长：

图 6：2015A-2025E 中国直播平台平均日活跃用户数（百万）和每位日活跃用户日均使用时长（分钟）



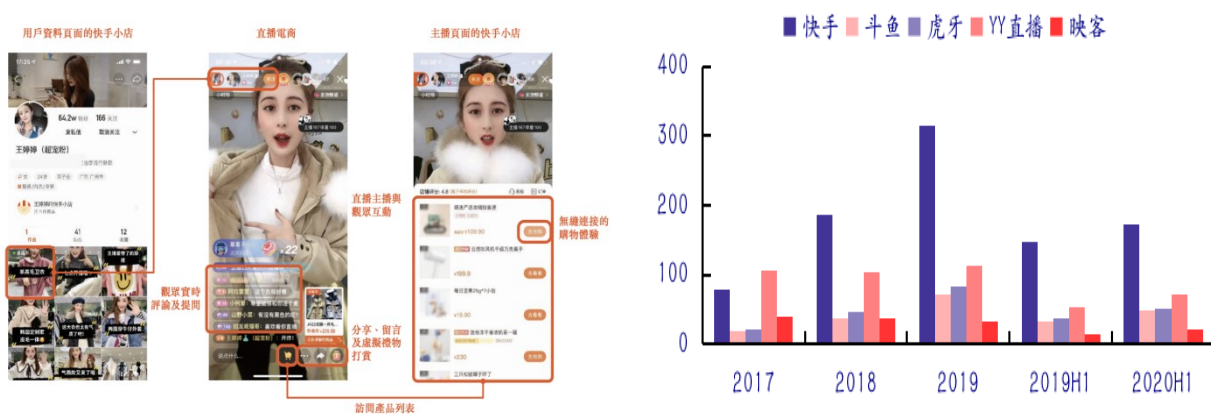
资料来源：快手招股说明书，中国银河证券研究院整理

基于快手平台的信任及用户互动提供了自然的机会，让用户及业务合作伙伴可在平台上进行交易。快手于 2018 年 8 月推出电商业务，根据艾瑞咨询，截止至 2020 年 6 月 30 日六个月中，商品交易总额达到人民币 1096 亿元。用户通过在直播、短视频或用户资料页面中提供的

链接，在快手应用或通过第三方电商平台购买产品，作为直播内容的自然延伸，直播电商内容是电商业务增长的主要动力。直播电商内容包括大量商家及推广人员与用户互动以实时营销各种产品，根据艾瑞咨询，截止至2020年6月30日六个月，其平均重复购买率达60%以上。

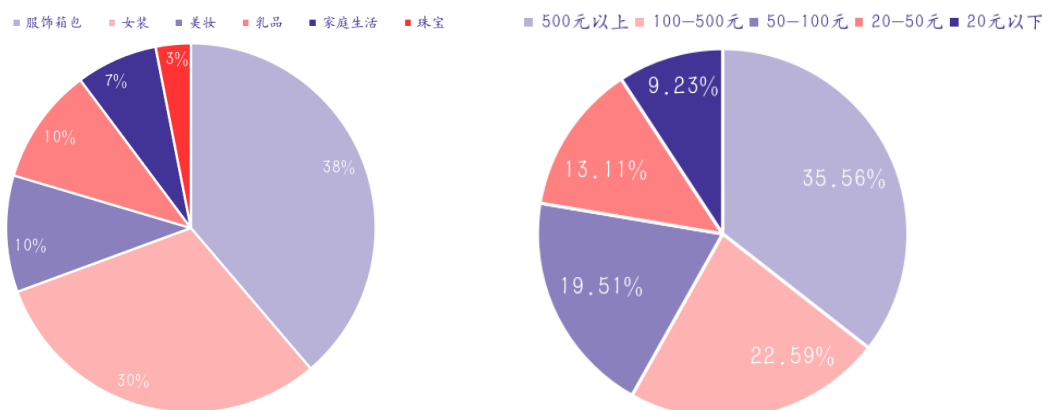
2017-2019年中，快手平台收入节节高升，其中2018年同比增速达134.2%，2019年同比增速达68.9%，同年收入达314.4亿元，2019H1和2020H1收入分别为148.3亿元和173.5亿元，同行业中YY直播表现优异，2019年收入达112.8亿元，但快手领先优势依旧明显，势头充足。根据卡思2020年10月数据，快手直播电商品类丰富，包含服饰箱包、女装、美妆等多个品类，其中服饰箱包销售占比摘取桂冠，达38%，女装紧随其后为30%，二者占据绝大多数品类份额。品类价格以100元以上的商品分布最广，占比达58.15%。

图 7：直播电商快手小店用户界面及 2017-2019 年及 2019H1-2020H1 各平台收入对比（亿元）



资料来源：公司年报，公司财报，中国银河证券研究院整理

图 8：2020 年 10 月快手直播电商品类及价格分布



资料来源：卡思数据，中国银河证券研究院整理

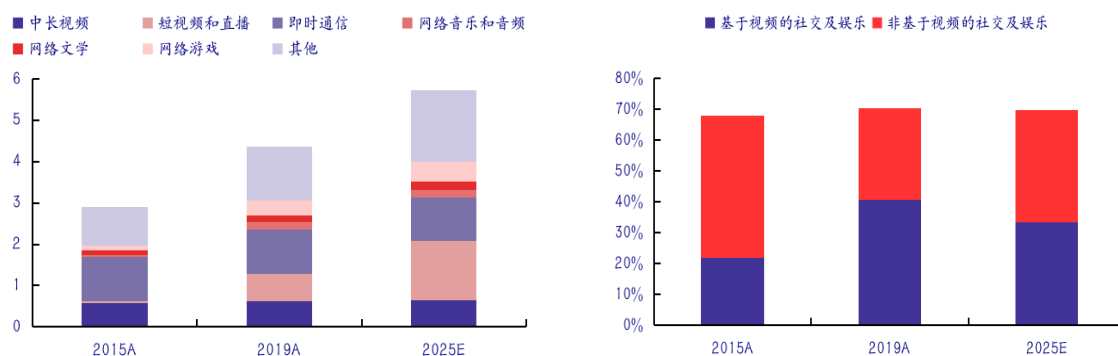
快手始终致力于真实的用户体验，提供有趣、有益和自发创作的内容平台。通过关注真实性来创造一个长久、多元化、包容和充满活力的社区。利用业界领先的人工智能及大数据技术提供个性化推荐，让用户接触到多元化的内容和内容创作者。因此，其内容符合更广泛的兴趣

和需求，同时也激励用户持续创作新颖和独特的内容，促使内容的多元化。根据艾瑞咨询，快手将平台流量分配给更多的内容创作者，而相对比于其他社交平台，则更专注推荐 KOL 或其他热门内容创作者创作的内容。快手为平台用户提供更广泛的曝光，而这会带来更真实的内容社区，促使更多用户被平台吸引。

（四）短视频增长势头强劲，用户规模持续扩张

短视频和直播是社交平台上越来越受欢迎的两种显著的视频形式。短视频拥有丰富的内容和精简的形式，使其十分契合用户的碎片时间。中国移动互联网用户于短视频及直播平台的短视频和直播方面的日均使用时长占其总移动互联网日均使用时长的平均比例从2015年的1.7%增至2019年的15.6%，该比例在未来将会持续提升，预计将于2025年达到25.1%。

图 9：中国移动互联网用户按核心应用程序功能分类的日均使用时长，2015A vs. 2019A vs. 2025E



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

根据艾瑞咨询，2016-2021E 年间中国短视频行业市场规模始终保持增长态势，其中 2018 年增速高达 744.7%，2019-2021E 其增速放缓，分别为 115.5%、49.7%和 40.0%，预测 2021 年中国短视频行业市场规模将达 2110.3 亿元。根据 QuestMobile，2013-2020E 年间短视频用户规模同样保持上涨态势，2018 年增速夺得最高为 107%，后续有放缓趋势，预计 2020 年用户规模将达 7.22 亿人。行业总体虽增速下降，但依旧具备上浮空间。

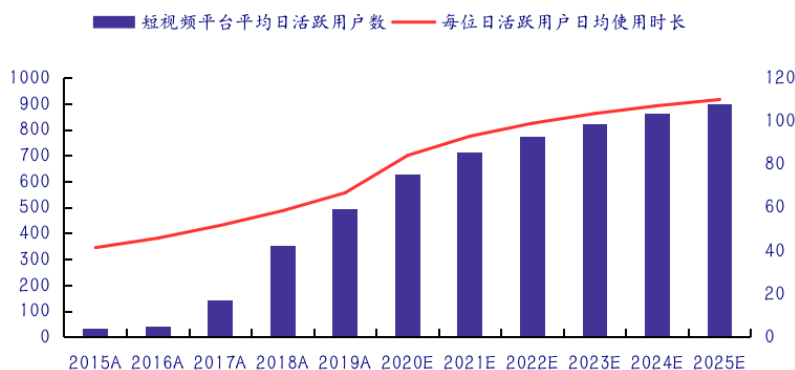
图 10：2016-2021E 中国短视频行业市场规模（亿）与短视频用户规模（亿人）及其增速



资料来源：艾瑞咨询，QuestMobile，中国银河证券研究院整理

短视频的流行是全球现象，中国引领了短视频的迅速发展。根据艾瑞咨询，中国拥有全世界最多的短视频用户，占2019年全球短视频平台用户数约80%。此外，中国短视频平台的平均日活跃用户数2019年已达4.957亿，到2025年预计将达8.999亿，每位日活跃用户在平台日均花费时长预计将从2019年的67.0分钟增至2025年的110.2分钟。

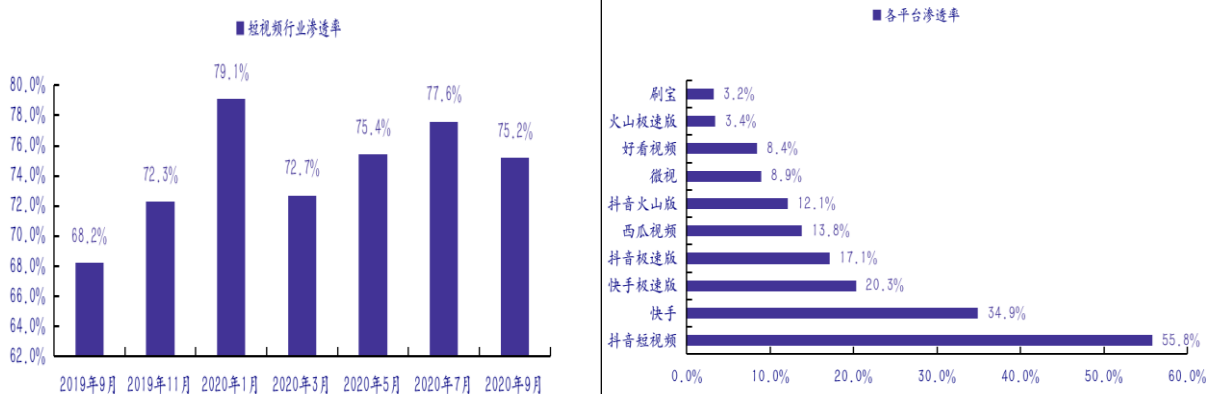
图 11: 2015A-2025E 中国短视频平台平均日活跃用户数（百万）和每位日活跃用户日均使用时长（分钟）



资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院整理

2019年9月-2020年9月间，短视频行业渗透率保持在65%以上，且在2019年11月后保持在72%上有所波动，2020年9月其渗透率已达75.2%，整体较为稳定。单看快手表现，2020年9月其渗透率达34.9%，同行业内仅次于抖音的55.8%。

图 12: 2019年9月-2020年9月短视频行业渗透率与2020年9月短视频各平台渗透率



资料来源: QuestMobile, 极光大数据, 中国银河证券研究院整理

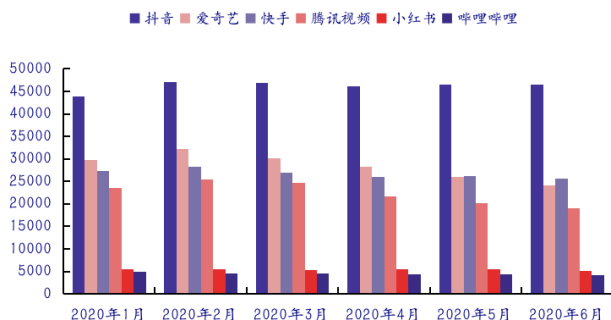
(五) 内容社区活跃，用户价值提升空间较大

依靠良好的用户口碑和高度社交的属性，快手应用平均日活跃用户数规模实现了快速增长，从2017年的0.67亿增长到2018年的1.17亿，再进一步增长到2019年的1.76亿，2020年上半年达2.58亿。

2020年上半年各大平台月平均活跃用户规模相对较为稳定，抖音短视频行业内领跑，爱

奇艺和快手位居第二第三，2月由于疫情原因各大平台月平均活跃用户规模达到峰值，抖音达47132万人，爱奇艺达32203万人，快手达28251万人。抖音短视频业内第一的位置稳居不下且有与其他平台拉开差距的趋势，影视平台爱奇艺与腾讯视频小幅下滑，快手表现相对稳定，且于2020年5月超出爱奇艺，位居第二，其5月和6月的月平均活跃用户规模分别为26243万人及25553万人，相比较来看，快手约为抖音的50%左右的份额，仍具较大增长空间。

图 13: 2020 年 1 月-2020 年 6 月不同平台月平均活跃用户 (万) 情况



资料来源: Trustdata, 中国银河证券研究院整理

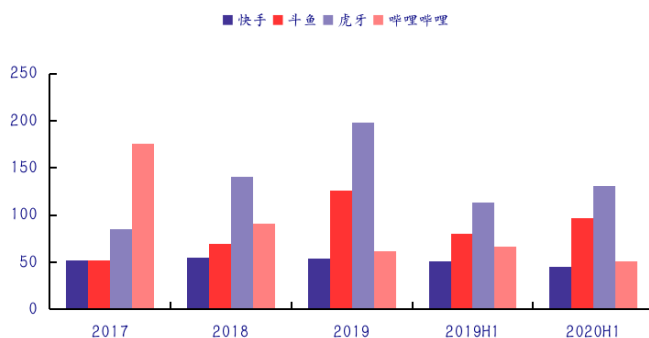
表 4: 快手的规模及用户参与指标

快手的中国应用程序及小程序的平均日活跃用户	3.02 亿
短视频和直播点赞、转发及评论	1.63 万亿
快手的中国应用程序及小程序的平均月活跃用户	7.76 亿
平均月活跃用户为内容创作者	~26%
每位日活跃用户日均使用时长	85+ 分钟
电商交易总额	1,096 亿人民币

资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院

2020H1 快手直播收入实现 173.49 亿元，而同期斗鱼、虎牙、b 站直播收入分别只有 44.3 亿元，48.4 亿元和 16.2 亿元，在直播体量上快手已经远超其竞争对手。但在直播用户月度 ARPPU 上，快手仍处于较低水平，2020H1 仅有 45.2 元，同期斗鱼和虎牙分别有 97.2 和 137.2，长期看仍具有较大发展空间

图 14: 2019H1 与 2020H1 各平台 ARPPU 情况 (元)



资料来源: 快手招股说明书, 中国银河证券研究院整理

二、十年长跑，铸就商业化内容社交平台

（一）快手基本情况及发展历程

快手是全球领先的内容社区和社交平台，自 2011 年以 GIF 动图推出起，历经一系列变革。其于 2012 年推出短视频制作、上传及观看；2013 年正式推出短视频社交平台；2016 年作为平台功能延伸推出直播功能；2018 年推出电商解决方案。

表 5：快手发展历程

时间	事件成就
2011 年	以原创移动应用程序 GIF 推出快手，主打用户分享制作 GIF 动图的工具软件；
2012 年	技术引进，成为中国短视频行业先驱，使用户能够在移动设备上制作、上传及观看短视频；
2013 年	推出短视频社交平台；
2016 年	推出直播功能作为平台功能的自然延伸，便于用户实时互动和参与；
2017 年	第四季度，以虚拟打赏所得收入计，快手主站成为全球最大单一直播平台；
2018 年	1 月主站平均日活跃用户数破 1 亿、开始发展电商业务；
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 年	上半年应用程序及小程序平均日活跃用户数破 3 亿、电商业务商品交易总额破人民币 1 亿元，8 月快手极速版平均日活跃用户数破 1 亿。

资料来源：快手官网、快手招股说明书、中国银河证券研究院整理

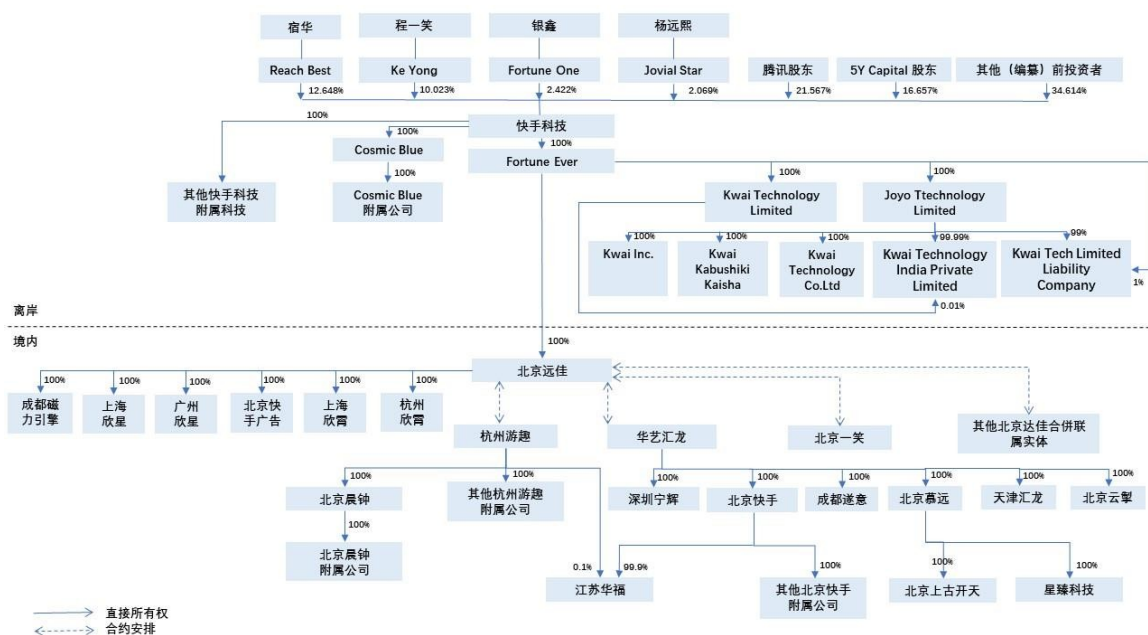
根据艾瑞咨询，2020 年截止至 6 月 30 日，在全球范围内，快手是以虚拟礼物打赏流水及直播平均月付费用户计最大的直播平台；以平均日活跃用户数计第二大的短视频平台；以及以商品交易总额计第二大的直播电商平台。

（二）股权结构：头部资本高度青睐，股东集中度较高

公司采取不同投票权架构控制，根据该架构而分为 A 类股份及 B 类股份。对于提呈公司股东大会的任何决议案，A 类股份持有人每股可投 10 票，B 类股份持有人除保留事项有关决议案外每股可投 1 票。不同投票权受益人为宿华先生及程一笑先生。

截止至 2020 年 6 月 30 日，腾讯股东合计持有股份 21.567% 为控股第一大股东，5Y Capital 股东合计以 16.657% 紧随其后，DCM 股东合计持有 9.23%，DST 股东合计持有 6.43%，百度持有 3.78%，红杉股东合计持有 3.2%；个人股东宿华通过控股 Reach Best 持有公司 12.648% 股份、程一笑通过控股 Ke Yong 持有公司 10.023% 股份，二人为公司最大的个人股东。

图 15: 快手股权架构图



资料来源: 快手招股说明书, 中国银河证券研究院整理

表 6: 快手 IPO 前融资历程

时间	轮次	融资金额	投资方
2012 年 4 月 17 日	天使轮	30 万美元	晨兴资本、张斐
2013 年 4 月 26 日	A 轮	130 万美元	晨兴资本、红杉资本
2014 年 6 月 30 日	B 轮	2175 万美元	红杉资本、DCM 中国、胡博宇
2015 年 1 月 5 日	B+轮	1.3 亿美元	红杉资本、DST Global、五源资本
2016 年 3 月 1 日	C 轮	1.285 亿美元	腾讯投资、百度投资并购部、CMC 资本、光源创投
2017 年 3 月 23 日	D 轮	3.5 亿美元	腾讯投资、华兴资本
2018 年 7 月 23 日	E 轮	10 亿美元	腾讯投资、红杉资本
2019 年 8 月 6 日	E+轮	1.8 亿美元	中网投
2019 年 12 月 3 日	F 轮	近 30 亿美元	腾讯投资、红杉资本、淡马锡、博裕资本、云锋基金

资料来源: 天眼查, 中国银河证券研究院整理

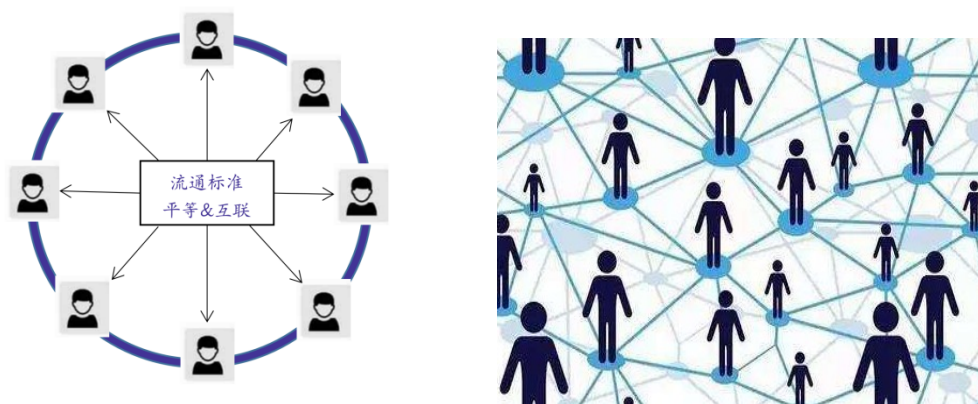
(三) 自研核心技术打造“去中心化”平台

快手具备创新的人工智能、大数据分析和音视频技术。根据艾瑞咨询, 快手是中国短视频行业首批极少数将深度强化学习算法大规模应用于视频推荐的公司之一。依据其深度强化学习为基础的自研图神经网络分析用户行为而实时推荐超过 200 亿条短视频及直播内容, 提供个性

化体验。其双列带缩略图模式是快手应用的特色，该模式向用户展示多个可点击的预览缩略图，用户可根据其喜好选择想要浏览的短视频及直播，是全球极少数的双列带缩略图以及上下滑个性化推送界面的大型引擎。

快手具备三大核心技术，分别为计算机视觉与机器学习端、视频编解码算法及解码标准（KVC）、自研 MMU 算法，这促使其运用精准的数据和多元的体验感为用户提供更好的服务。其一为用户提供一系列滤镜，增强现实效果并增添短视频乐趣，其二为运用技术保证高质量的内容传输及视频播放的流畅度，其三为基于推荐算法而采取流量普惠的分发机制，打造“去中心化”内容社交平台。

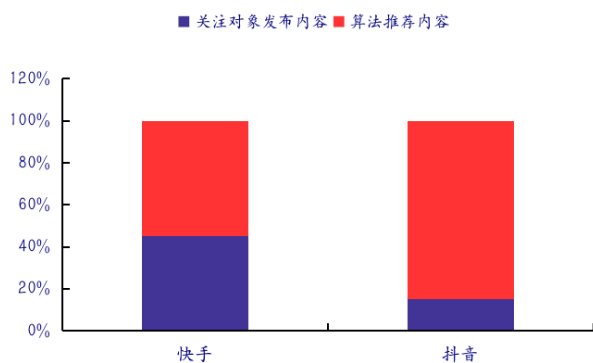
图 16: “去中心化”分发逻辑



资料来源：花火新闻中心，中国银河证券研究院整理

“去中心化”流量分发机制具备适应性、可进化性、无限性的优点，在此机制下，快手平台的用户更易于发展社交关系。短视频行业的佼佼者抖音则采取“中心化”流量分发机制，这使其将流量主要分布于头部 KOL，流量主要集中于热门内容，其采取智能与社交分发的方式（90% 标签+10%关注），而快手则采取普惠方式，强调用户平等，采取 60-70% 标签+30-40% 关注，根据 WalktheChat Analysis，快手发现页中用户关注对象所推送的情况占比达 40-50%，而抖音则为 10-20%，这种差异化发展使快手占据一定市场份额并拥有更广阔的前景，基于互联网时代 QQ 成功的经验，社交属性或为快手的一大优势。

图 17: 快手与抖音内容推送情况



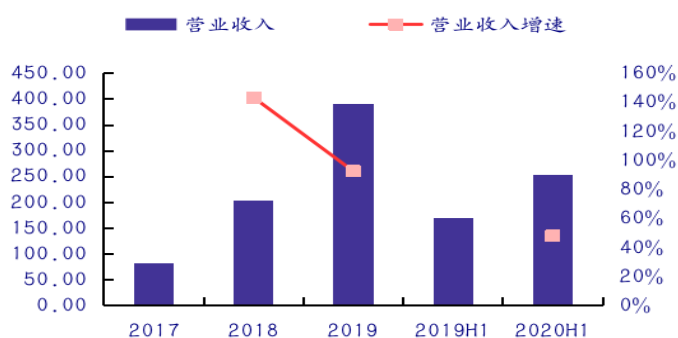
资料来源：WalktheChat Analysis，中国银河证券研究院整理

（四）营业收入多元化，直播占比下降，线上营销节节攀高

1. 营业收入

2017-2019 年间，快手以多元化的方式进行变现，营业收入始终以高增长率递增，2018 年同比增长率达 143.4%，2019 年营业收入达 391.2 亿元，同比增长率为 92.7%。2020H1 公司营业收入达 253.21 亿元，同比增长率为 48.3%。

图 18: 2017-2019 年、2019H1 与 2020H1 营业收入（亿元）及增速

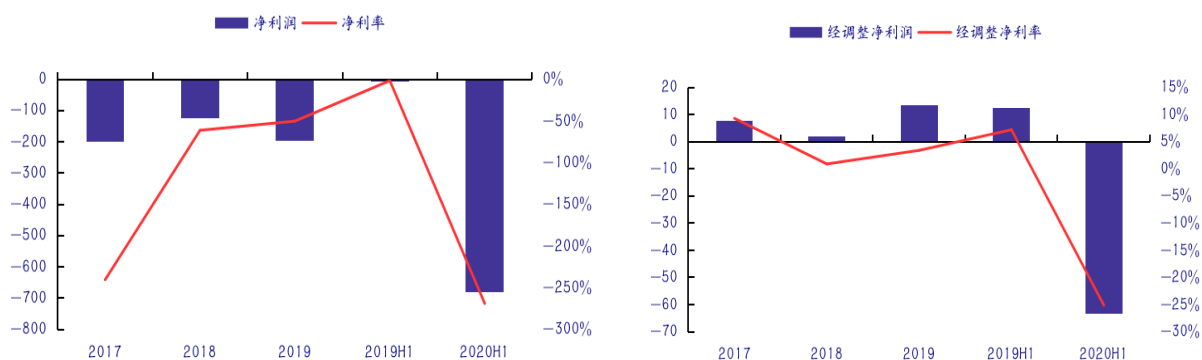


资料来源：中国网络视听节目服务协会，中国银河证券研究院整理

2. 净利润

2017-2019 年间，快手净利润相对较为稳定，其经调整后的净利润为加上业务收购产生的无形资产摊销、以股份为基础的薪酬开支和可转换购回优先股公允价值变动。2017-2019 年经调整净利润分别为 7.77 亿、1.82 亿、13.46 亿。2019H1 为 12.35 亿，2020H1 为 -63.48 亿，其较大幅度的下降主要由于业务扩张产生的销售及营销费用的大幅提升。

图 19: 2017-2019 年、2019H1 与 2020H1 净利润和经调整净利润及净利率



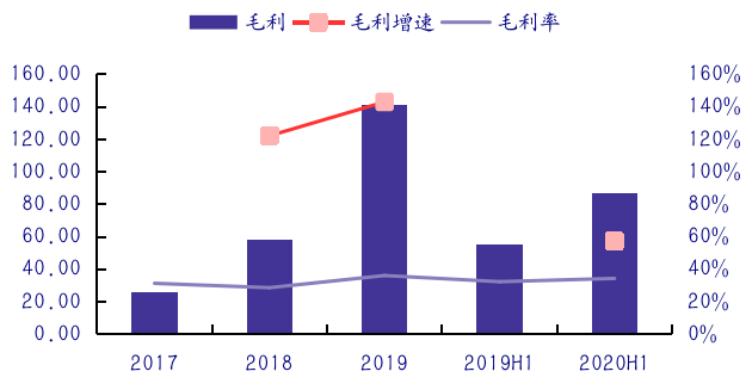
资料来源：快手招股说明书，中国银河证券研究院整理

3. 毛利及毛利率

2017-2019 年间，快手毛利始终保持增长趋势，2019 年毛利达 141.04 亿元，同比增速为 143.07%，2019H1 毛利为 55.25，2020H1 毛利为 86.94，同比增速达 57.38%。其毛利率相对来

讲较为稳定，维持在 30%左右的水平上下浮动。

图 20: 2017-2019 年、2019H1 与 2020H1 毛利、毛利增速和毛利率



资料来源：快手招股说明书，中国银河证券研究院整理

4. 分业务收入情况

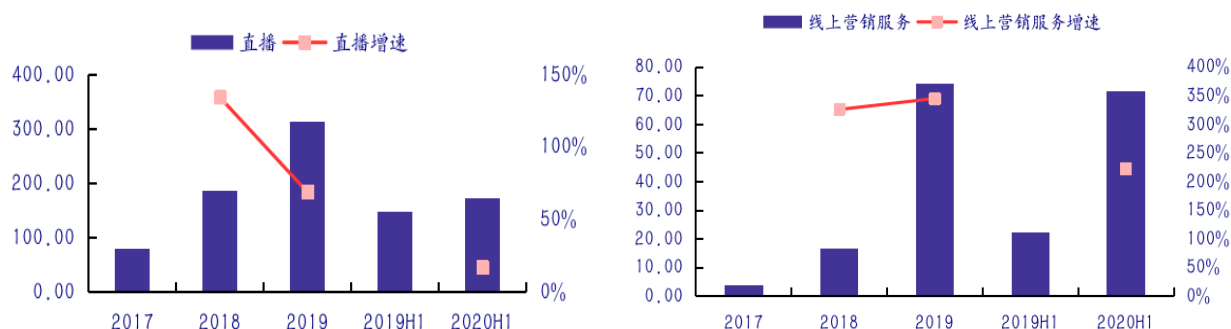
快手以直播、线上营销服务及其他业务作为其主要收入，其中直播收入占比年均达 65% 以上为其最主要的业务收入。2017-2019 年间，快手三项主要业务收入均以较高速率增长，2019 年直播营业收入达 314.42 亿元，线上营销服务达 74.19 亿元，其他业务收入达 2.6 亿元。2020H1 的线上营销服务和其他业务营业收入增速较高，分别为 222.54%、3173.81%，快手正逐渐平衡其三项业务所占营业收入份额，并积极开拓不同的变现方式。

直播业务中，公司收入主要来源于向观众销售虚拟物品获得收入，并在观众将虚拟物品赠送给主播时进行收入确认即主播业务的收入分成。

线上营销服务主要为客户提供全套线上营销解决方案，包含基于效果和基于展示的广告服务和快手粉条，帮助广告商有效触达目标群体。具体为短视频的推广以、定时直播推广和多个页面的投放。随线上营销服务的不断拓展，对线上交易的用户吸引力会不断增强，促使此类业务收入取得较大增幅。

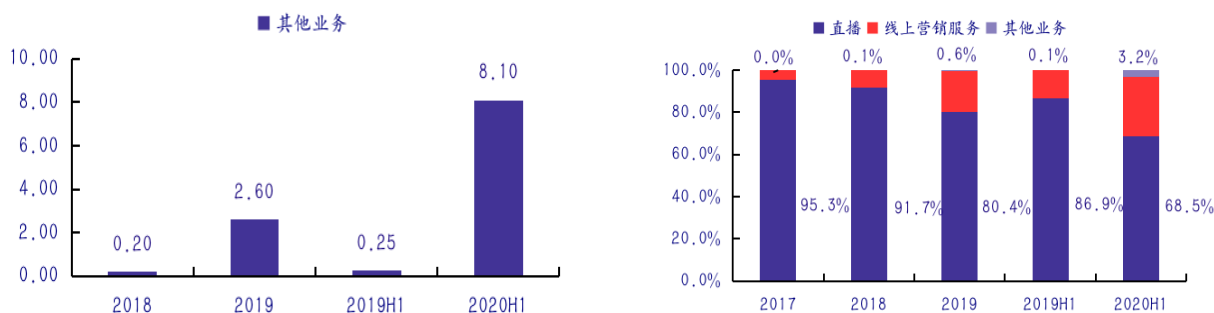
其他业务收入包含电商业务、网络游戏及其他增值服务。其中电商业务为通过商品买卖而在成交时确认收取佣金，网络游戏及其他增值服务则以服务合约下的履约责任达成时确认。

图 21: 2017-2019 年、2019H1 与 2020H1 线上营销服务直播的营业收入 (亿元) 及增速



资料来源：快手招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 22: 2017-2019 年、2019H1 与 2020H1 其他业务营业收入及分业务收入占比情况



资料来源: 快手招股说明书, 中国银河证券研究院整理

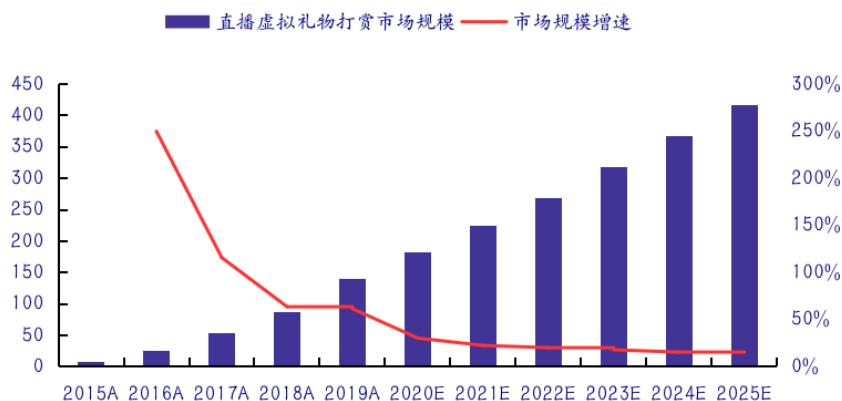
三、渐进式商业发展路径, 多元化的变现渠道

(一) 直播打赏规模攀升, 用户付费仍具增长空间

快手的平台具有强大的网络效应。融合了短视频和直播的社交平台拥有充满活力的生态系统, 用户在其中广泛参与不同的主题, 用户需求自然地显现。用户在快手平台上的高度参与促进用户之间产生社交信任, 这一信任鼓励用户更加积极及深入地互动, 亦鼓励用户与商家之间的交易, 进而吸引更多的用户、广告商、商家和其他业务合作伙伴加入快手的平台。得益于内容生态的助力, 根据快手招股说明书, 快手收入在营业纪录期间高速增长, 从 2017 年的人民币 83 亿元增至 2019 年的人民币 391 亿元, 2020 年上半年达 253.21 亿元, 同比增长 48.3%。

快手目前利润主要来自直播和在线营销服务两种变现方式。截至 2020 年 6 月 30 日止六个月, 快手是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。根据艾瑞咨询, 以收入计的中国直播虚拟礼物打赏市场规模从 2015 年的人民币 70 亿元增至 2019 年的人民币 1,400 亿元, 预计在 2025 年将达到人民币 4,166 亿元, 复合年增长率为 19.9%。

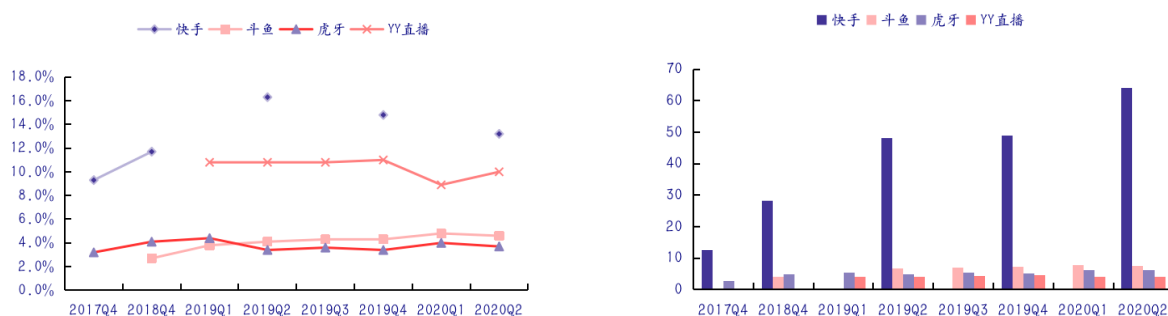
图 23: 2015A-2025E 以收入计的中国直播虚拟礼物打赏市场规模 (人民币十亿元计) 及其增速



资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院整理

在 2017 第四季度至 2020 年第二季度中，快手直播平台用户付费率保持在 9% 以上，其中 2019 年第二季度达到最高为 16.3%，对比于其他头部直播平台处于领先地位。快手付费用户数总体呈增长趋势，于 2020 年第二季度达 6400 万人，由于其用户付费率表现较为稳定，且付费用户数量逐年增长，其直播市场潜力也不断攀升。

图 24: 2017Q4-2020Q2 头部直播平台用户付费率及付费用户数 (百万人) 对比

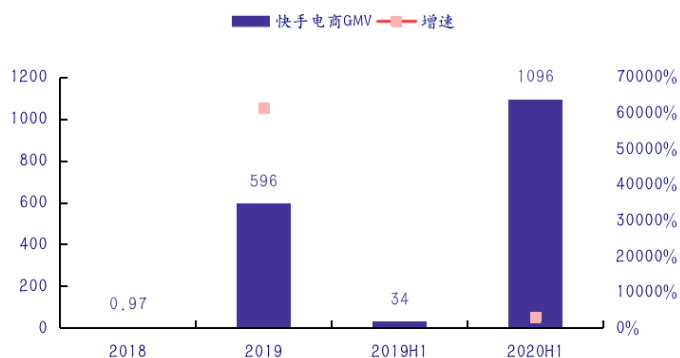


资料来源: 公司招股书, 公司财报, 中国银河证券研究院整理

(二) 私域属性助力电商业务发展, GMV 有望快速提升

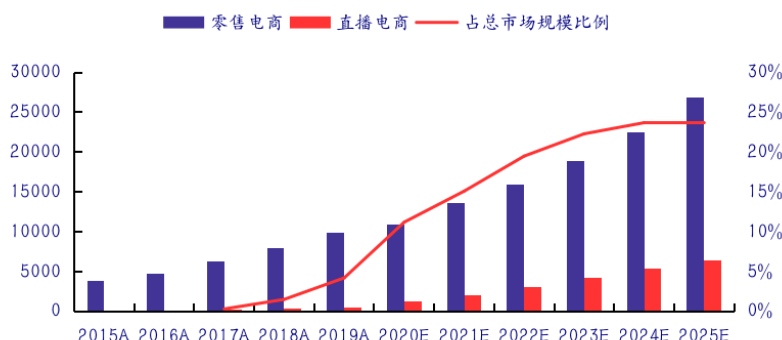
快手于 2018 年开始开展电商业务, 收入增长迅速, 于快手平台 GMV 由 2018 年的人民币 96.6 百万元增至 2019 年的人民币 596 亿元, 并由 2019 年上半年的人民币 34 亿元增至 2020 年上半年的人民币 1,096 亿元, 成为全球第二大直播电商平台。但目前电商收入规模仍很小, 电商、网络游戏及其他增值服务于 2017 年、2018 年、2019 年与截至 2019 年及 2020 年 6 月 30 日止六个月, 其他服务的收入占收入的比例分别为零、0.1%、0.6%、0.1%及 3.2%。在中国, 直播电商的商品交易总额预计将从 2019 年的人民币 4,168 亿元增至 2025 年的人民币 64,172 亿元, 复合年增长率为 57.7%。在 2019 年, 直播电商的商品交易总额占中国零售电商市场的 4.2%, 该占比预计将在 2025 年达到 23.9%。可见快手的电商业务尚处于蓄力期, 还具有很高的上升空间。

图 25: 2018-2019、2019H1-2020H1 快手直播电商 GMV(亿元) 及其增速



资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院整理

图 26：2015A-2025E 以商品交易总额计的中国零售电商与直播电商市场规模情况（人民币十亿元计）



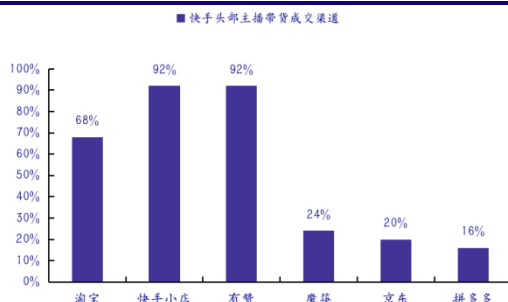
资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

直播电商相比于传统电商，消费者能够通过主播的实时展示更直观地了解商品，互动性更强，其显著的特点为以“人”带货，消费者对主播的信任度能够促进其购买率。快手的优势就在于其较强的私域属性，平台明确以短视频引流，直播带货的模式，强调社区融合的导向。主播或通过组建家族，或通过打造“人设”，培养并维护其私域流量，粉丝与主播之间的互动程度高，信任程度高，购买欲也高，快手用户的平均重复购买率达 60% 以上。

快手直播电商运行方式主要为通过用户在直播、短视频等页面中获取的链接，进入快手自身或第三方电商平台的页面进行购买，主要包括快手自建的“快手小店”以及淘宝、京东等主流电商平台。主播则主要通过与各大电商平台上的商家合作，代为推广产品，获得扣除电商平台和直播平台的费用后的剩余佣金，但随着直播电商的发展和头部主播的产生，部分主播开始向产业链上游扩张，自建供应链并开创自有品牌，由主播亲自推广自家产品，藉由已经沉淀下来的私域流量获得超强的变现能力，形成完整的闭环并不断强化自己的基本盘。

快手平台目前在加大力度完善供应链和建设电商基础设施。快手主要通过好物联盟、精选联盟、有赞、魔筷等平台，将商家、主播、招商团长联系起来，降低主播电商化门槛，为主播提供更多优质商品供给以及开通完备的带货培训课程。此外，今年 5 月快手和京东宣布达成战略合作，双方将在供应链方面深度合作，京东将优势品类商品供给给快手，快手主播在直播间可直接销售京东自营商品，快手用户也可以在快手小店直接购买京东自营商品。

图 27：快手头部主播带货成交渠道分布（2020 年 3 月）

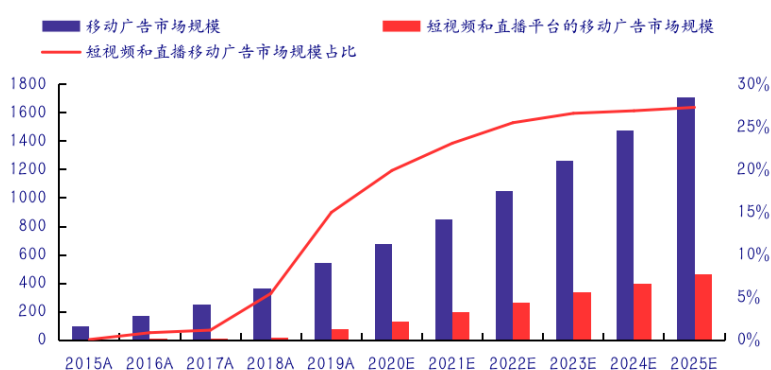


资料来源：QuestMobile，中国银河证券研究院整理

（三）短视频营销增长迅速，快手仍具较大潜力

快手得益于其生态系统的活力，吸引了来自许多行业的广告客户。根据艾瑞咨询，快手的在线营销服务收入从2018年的人民币17亿元快速增长到截至2020年6月30日止六个月期间的人民币72亿元。由移动网络的普及持续推动，中国移动广告市场规模从2015年的人民币998亿元增至2019年的人民币5,415亿元，并预计2025年将达到人民币17,061亿元，复合年增长率为21.1%。短视频和直播是移动广告越来越受欢迎的渠道，占2019年移动广告市场比例为15.0%，且2025年将达到27.3%。

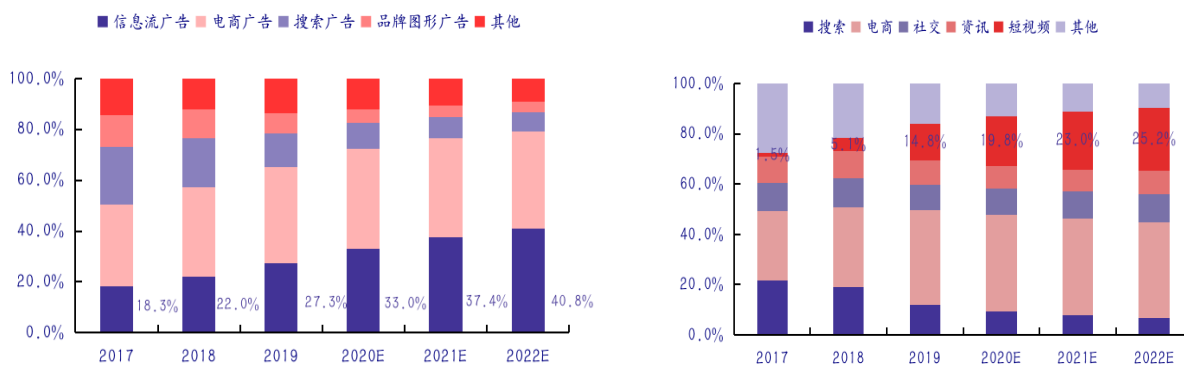
图 28：2015A-2025E 以收入计的中国移动广告市场规模情况（人民币十亿元计）



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

快手是同时具备短视频和电商直播的商业化平台，根据艾瑞咨询，2017-2019年间中国信息流广告市场份额占比不断提升，2019年已达27.3%，并预计2020年其比例将达40.8%，年复合增长率为24.6%，电商广告同样表现出色，预计2022年其比例将达38.4%，二者占据接近80%的市场份额。同时中国短视频移动广告正成为未来越来越受欢迎的营销渠道，2017年其收入份额为1.5%，并预计在2022年其比例将达25.2%，年复合增长率达316%，2017年其与电商收入份额占比为29.2%，预计2022年其比例将达63.3%。

图 29：2017-2019 年、2020E-2022E 中国不同形式网络广告市场份额及移动广告不同媒体收入份额占比

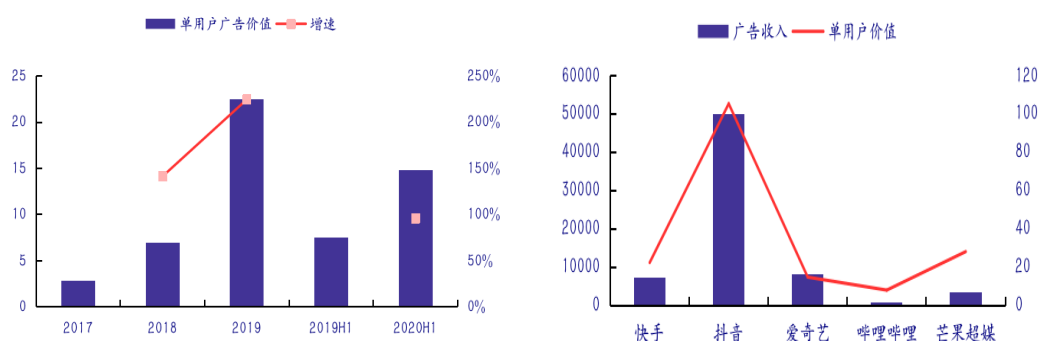


资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

快手相较于其他互联网平台广告加载率仍具提升空间。随着快手主站上线单列精选，其广

告效果实现路径更短，相较需要用户点击以观看广告的双列模式，广告库存量得到较大提升，推动变现效率增长。2017-2019 年间，快手单用户广告价值已得到快速提升，2019 年其广告收入达 74.19 亿，单用户广告价值为 22.45 且同比增长率达 224.6%。但对比主要互联网平台的广告收入与单用户价值，快手未来仍具较大释放空间。对比抖音，抖音基于其先进的算法和内容推送以“中心化”机制进行流量分发，线上营销为其主要收入来源，2019 年抖音广告收入约为 500 亿元，单用户价值为 105.34，快手仅为其 1/5 左右，随快手变现效率的提升，其在单用户广告价值仍具潜力。

图 30：2017-2019 年、2019H1-2020H1 快手单用户广告价值（元）及 2019 年各平台广告收入（百万元）和单用户价值（元）

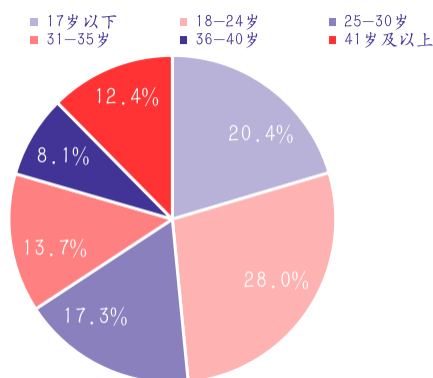


资料来源：快手招股说明书，公司财报，Questmobile，中国银河证券研究院整理

（四）游戏有望成为新的增量，短视频成为游戏推广重要渠道

在游戏业务上，根据飞瓜数据，截止 2020 年 7 月，快手游戏类短视频 DAU 超过 9000 万，游戏直播 DAU 超过 5100 万，快手依托庞大的游戏主播和粉丝群体，利用内部游戏开发能力以及与其他第三方的合作提高网络游戏及其他增值服务的收入。快手观看直播用户中 0-35 岁用户占比 79.5%，高度匹配游戏人群的用户画像。

图 31：快手观看直播用户年龄分布

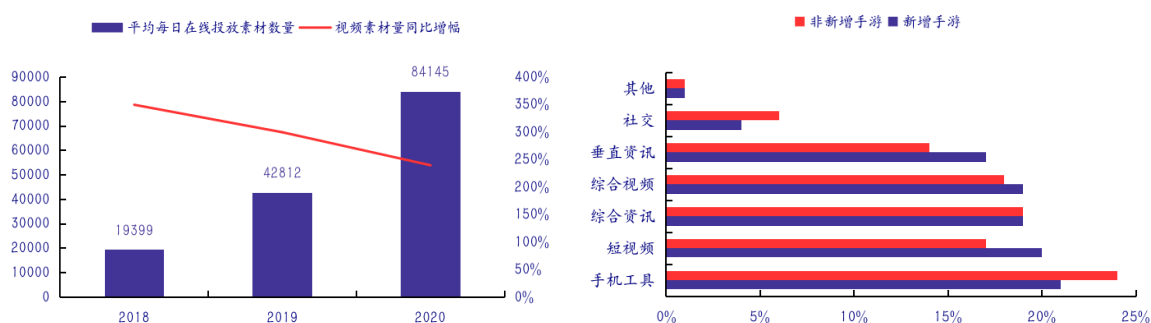


资料来源：飞瓜数据，热云数据，中国银河证券研究院整理

短视频平台已成游戏发行的重要渠道，据 DataEye 数据研究院发布的《2020 移动游戏全

年买量白皮书》统计，2020 年移动游戏买量素材投放量与较 2019 相比增幅高达 96.55%，买量发行已形成趋势。分素材类型来看，视频素材投放量同比增幅高达 240%，连续三年涨幅超 200%。在 2019 年买量手游投放媒体类型中，短视频类型新增手游投放仅次于手机工具高达达 20%，非新增手游达 17%。短视频平台的迅速崛起收割了大量流量资源，其所提供的视频素材买量模式极大丰富了买量素材的多样性，给用户带来了更强的互动感，并且能通过平台算法帮助厂商更精准地触达目标客群，转化效果显著。

图 32：2018-2020 游戏行业投放素材数量概况及 2019 年买量手游投放媒体类型分布



资料来源：DataEye，热云数据，中国银河证券研究院整理

快手通过收购或者自建设立游戏团队建立多元化游戏研发矩阵，其重点工作室为快手方舟工作室、快手纪元工作室、快手快游工作室等自研移动端游戏，产品以休闲和 SLG 类型为主，但也通过收购慕远科技、投资凉屋游戏、王牌互娱等手游公司，多元化游戏矩阵。其代理游戏类型分布多样，包含 SLG、Rougelike、RAC、卡牌等，代理游戏研发商分布较为分散，包括凯撒文化、成都速鱼网络和多氪游戏等。

表 7：快手自研及代理游戏产品概览

类型	公司名称	备注
组建工作室	快手方舟工作室	
	快手纪元工作室	主要负责游戏开发
	快手快游工作室	
全资收购游戏公司	慕远科技	主要负责快手自研和代理游戏发行
	赛瑞思动	A 站子公司，上线《傲天下》、《问鼎江湖》等网页游戏
	凉屋游戏	持股 15%，代表作《元气骑士》
	中手游	F 轮-上市前投资
对外投资	王牌互娱	持股 2.53%，代表作《英雄归来》
	十字星工作室	A+轮投资，覆盖动漫、游戏业务
	YTG 电竞俱乐部	并购，更名为 KS.YTG 电竞俱乐部
	英雄体育 VSPN	B 轮参投，承办众多头部游戏赛事
	小象互娱	战略投资，游戏直播头部 MCN 公司，股东包括腾讯、斗鱼、主播 PDD

资料来源：TapTap，竞核研究组，中国银河证券研究院整理

游戏产品的丰富可使用户与平台的其他用户实时互动，借助直播业务积累的游戏资源，快

手得以向移动游戏这一优势方向发展，同时向 PC 端的中核硬核游戏进军。加速游戏布局是快手争夺流量及变现能力的必然要求，游戏与短视频的用户有较高重合度，游戏玩家粘性强，与平台互动紧密，符合快手的社区特性。

表 8: 快手自研及代理游戏产品概览

自研游戏产品	游戏类型	代理游戏产品	游戏类型
《征战纪元》	SLG	《镇魂街: 武神躯》	卡牌
《不打街机不回家》	SLG	《一起来飞车 2》	RAC
《巨像文明》	SLG	《超级战姬传说》	Rougelike
《铁甲经理人》	SLG	《三国志: 威力无双》	SLG
《少年召唤师》	RPG		
《爱游斗地主》	休闲		
《天天开铺子》	休闲		
《拇指点点消》	三消		

资料来源: TapTap、竞核研究组, 中国银河证券研究院整理

(五) 深度布局教育赛道，赋能内容发挥价值

在线教育方面，快手也自 2018 年起在平台上线在线教育、知识共享服务，通过“短视频+直播”的形式，快手教育内容板块快速发展，根据《快手教育生态报告》，截至 2019 年底，快手教育类短视频累计生产量超过 2 亿，日均播放总量超过 22 亿，日均播放占比 4%左右，教育短视频作者超过 99 万，总体仍处于起步阶段。从内容上看，教育内容比较多样化，包括学前、K12、职业教育、音乐、美术等细分领域。

根据凤凰财经数据，截至 2020H1，快手平台共有教育生态教师 5.5 万名，覆盖学生超过 1609 万名，付费课累计学习时长达到 339 万小时以上。作业帮、猿辅导、好未来、VIPKID、作业帮等多个教育培训机构也已入驻快手。此外，快手也先后投资了 VIPKID、精准学等教育公司。这些举措也印证了快手对在线教育的重视，以及对在线教育未来发展前景的看好。

图 33: 快手教育机构入驻与投资情况



资料来源: 中国银河证券研究院整理

其次，快手新增“快手课堂”板块，搭建起教育内容整合平台，摆脱视频时长对教育内容的限制，推动更多优质教育内容的产生。快手也在2019年上线针对青少年的教育型短视频软件“青春记”，集合心理教育、趣味科普、专业知识等内容。通过搭建起的教育平台和板块，推出付费课程，快手帮助教育内容创作者更好地流量变现。数据显示，超过52万教育内容创作者从快手获得收入，51%的作者使用短视频售卖课程，43%的作者直播间售卖课程，均有约95%获得收益。

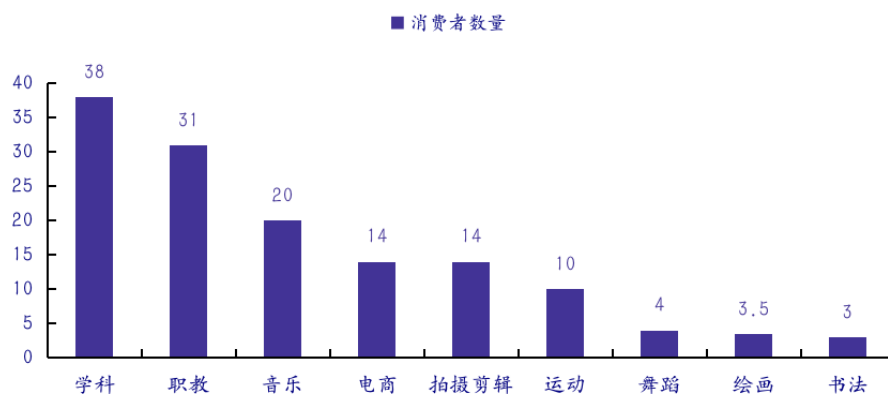
图 34: 快手课堂、青春记用户界面



资料来源：中国银河证券研究院整理

在学前、K12、成人教育之外，快手更加细分了在线教育的市场，让在线教育融入到生活之中。知识的边界延伸到了职教、音乐、拍摄剪辑、运动等数十个领域，更加满足了大众对各方面知识的探求。

图 19: 2019 年快手各付费品类消费者数量（万人）



数据来源：快手《2019 生态教育报告》，中国银河证券研究院整理

四、估值及投资建议

营业收入分析及预测:

核心假设:

短视频作为全民性的娱乐社交形式之一，未来在移动互联网中的渗透率仍然具备上升潜力；

1. 快手在短视频平台领域始终保持较强竞争力
2. 我国移动互联网用户规模保持平稳并小幅上升趋势

基于以上核心假设，我们对快手的未来收入进行预测：

直播服务业务：目前快手收入来源主要以直播业务为主，2018年、2019年及2020年上半年直播业务收入在整体收入中的占比依次为92.63%、80.31%、68.38%，公司直播服务业务收入规模根据快手短视频用户规模*短视频用户渗透率*直播付费用户渗透率*ARPU值测算，公司目前用户规模随着短视频行业在移动互联网行业市占率的提升保持稳定增长，同时，快手在短视频领域的渗透率保持相对平稳，用户付费率表现较为稳定，其直播市场的收入规模仍具备一定上升潜力，我们预计直播业务2020-2022年收入增速依次为35%、14%和15%，达到425.27、486.45、561.22亿元。

表 9: 快手科技直播业务拆分

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
直播服务业务收入 (亿元)	79.38	186.44	314.52	425.27	486.45	561.22
YoY		134.87%	68.70%	35.21%	14.39%	15.37%
移动互联网网民数 (亿人)	8.17	8.97	9.42	9.80	10.09	8.17
YoY		8.55%	9.79%	5.00%	4.00%	3.00%
短视频用户规模 (亿人)	2.42	5.01	6.27	7.53	8.13	8.58
YoY		107.02%	25.15%	20.17%	7.90%	5.48%
短视频用户渗透率	32%	61%	70%	80%	83%	85%
快手 MAU (亿人)	1.36	2.41	3.30	4.90	5.53	6.00
YoY		77.21%	36.93%	48.41%	12.88%	8.58%
直播付费用户渗透率	9%	12%	15%	15%	16%	17%
直播每月付费用户数 (百万人)	12.60	28.30	48.90	73.46	88.45	102.05
YoY		124.60%	72.79%	50.23%	20.41%	15.37%
月度 ARPU (元)	52.50	54.90	53.60	48.24	45.83	45.83
YoY		4.57%	-2.37%	-10.00%	-5.00%	0.00%

资料来源：快手招股说明书，中国银河证券研究院整理

广告业务：快手目前广告单用户收入与其他平台相比仍处于偏低状态，而快手的广告加载率也处于较低水平，同时随着单列精选的上线，和双列模式的推出，广告库存量也有望实现大幅上升，因此，快手的库存和加载率均具备较大提升空间，我们认为，快手的广告商业化空间较大。预计广告业务2020-2022年收入增速依次为78.10%、69.47%、52.02%，达到132.13、223.92、340.40亿元。

表 10: 快手科技广告业务拆分

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
广告收入规模 (亿元)	3.91	16.65	74.19	132.13	223.92	340.40
YoY		326.31%	345.56%	78.10%	69.47%	52.02%
单用户 ARPU (元)	2.87	6.91	22.48	26.98	40.50	56.71
YOY		140.58%	225.39%	20.00%	60.00%	40.00%
MAU	1.36	2.41	3.30	4.90	5.53	6.00

资料来源: 快手招股说明书, 中国银河证券研究院整理

表 11: 2019 年各平台单用户 ARPU 及广告加载率

	微信	FB	微博	抖音	哔哩哔哩	快手
单用户 ARPU (元)	30	180	20	118	6	22
广告加载率	约 2.5%	约 15%	约 5%	约 10%	约 8%	单列约 2%

资料来源: 公司财报, 公司招股说明书, QuestMobile, 中国银河证券研究院整理

电商业务: 公司自布局直播电商业务以来一直处于持续高速增长态势, 而内容电商未来将是电商行业的主要发展方向, 直播电商整体市占率有望逐步提升, 快手有望享受内容电商的行业红利实现快速发展。2020 年快手直播带货金额快速放量, 上半年快手电商 GMV 达到 1096 亿元, 已超过 2019 年全年水平。考虑到公司佣金率仍处于市场较低状态, 未来具备较大增长空间, 我们认为目前尚处于规模较小的此业务在未来 3 年仍将继续保持高速增长。经过测算, 我们预计公司 2020-2022 年电商业务收入增速依次为 270%、87%、66%, 达到 17.64 亿元、32.92 亿元、54.70 亿元。

游戏及其他业务: 快手科技目前深化布局游戏及教育等产业链发展, 考虑到公司目前在这些领域已取得初步进展, 长期来看此部分业务收入将在未来几年持续放量, 经过测算, 我们预计公司 2020-2022 年营业收入增速依次为 617.52%、80.00%、50.00%, 达到 18.62 亿元、33.52 亿元、50.27 亿元。

经过测算, 我们预计公司 2020-2022 年营业收入增速依次为 50.75%、30.85%、29.58%, 达到 593.66 亿元、776.81 亿元、1006.59 亿元。

基于以上分析, 我们看好公司利用“去中心化”模式而建立的内容社交化平台。随着快手多渠道业务模式的扩充, 其有望改变依赖直播而获取收入的现状, 相对而来的是直播、广告、电商、游戏以及其他业务的多重变现方式。而作为互联网行业, 公司任何业务的变现都离不开其用户流量。目前公司尚处于成长期, 随着广告库存和加载量的提升、电商规模的高速增长、游戏及教育等产业链的全面发展, 快手有望推动收入高增长。截至 2020 年上半年, 快手月活用户已达 4.85 亿人, 我们预计未来公司月活用户能持续增长, 仍有较大上涨空间, 2020 全年及 2021、2022 年有望达到用户规模将达到 4.90 亿人、5.53 亿人、6.00 亿人。我们采用市值和用户流量之比 (P/U) 估值法, 我们选取了互联网行业中属性具备社区、直播、内容的 6 家可比公司的单用户市值对快手未来市值进行预测, 可比公司中 2020 年 Q3 平均单用户市值为 670 元人民币, 根据可比公司单用户市值, 结合公司未来成长性, 我们认为快手公司 2020-2022 年合理单用户市值将为 1000 元、1100 元、1200 元人民币, 对应目标市值依次为 4897.62 亿元、6081.28 亿元、7263.65 亿元。

表 12: 可比公司估值水平 (统计日期为 2021 年 1 月 20 日)

	2020E	2021E	2022E
MAU (亿人次)	4.90	5.53	6.00
单用户市值 (元)	1000	1100	1210
YOY		10.00%	10.00%
目标市值 (亿人民币)	4,897.62	6,081.28	7,263.65

资料来源: Wind, 银河证券研究院整理

我们采用 PS 法估值, 选取了相同的 6 家可比公司对快手未来市值进行预测。可比公司中 2020 年平均 PS 值为 7 倍, 我们认为快手公司合理 PS 为 8 倍左右, 对应目标市值依次为 4749.25 亿元、6214.45 亿元、8052.74 亿元。

表 13: 可比公司估值水平 (统计日期为 2021 年 1 月 18 日)

所属行业	代码	证券名称	单用户价值 (元)	PS		
			2020Q3	2020E	2021E	2022E
社区	FB.O	FACEBOOK	1822.82	9.85	7.13	5.96
直播	DOYU.O	斗鱼	134.19	2.55	2.05	1.80
直播	HUYA.N	虎牙直播	204.00	3.07	2.45	2.07
内容	IQ.O	爱奇艺	221.49	3.14	2.95	2.59
社区	BILLO	哔哩哔哩	1383.49	18.84	15.60	11.61
社区	YY.O	欢聚	257.70	1.45	1.66	1.42
行业平均			670.61	7.05	5.83	4.70

资料来源: Wind, 银河证券研究院整理

综上, 我们认为公司作为短视频行业领军企业, 社交生态流量优势显著, 三大业务直播打赏、线上营销及电商仍处于高速成长期, 且公司持续加快推进业务转型升级, 看好平台后续发展, 给予推荐评级。

五、风险提示

用户流失风险, 运营成本上升风险, 内容创作者流失风险, 政策风险, 研发风险, 知识产权等法律风险, 竞争加剧风险。

插图目录

图 1 : 快手商业模式.....	3
图 2 : 快手内容分类及 2020H1 快手内容生态分布	4
图 3 : 抖音与快手直播新增主播粉丝数与直播场次区间分布	4
图 4 : 快手直播用户界面及 2020 年 1-5 月各平台日均开播数量.....	7
图 5 : 2020 年 1-5 月各平台日均发送直播弹幕人数 (万) 及 2019 年 12 月-2020 年 5 月快手直播场均观看人数.....	8
图 6 : 2015A-2025E 中国直播平台平均日活跃用户数 (百万) 和每位日活跃用户日均使用时长 (分钟)	8
图 7 : 直播电商快手小店用户界面及 2017-2019 年及 2019H1-2020H1 各平台收入对比 (亿元)	9
图 8 : 2020 年 10 月快手直播电商品类及价格分布	9
图 9 : 中国移动互联网用户按核心应用程序功能分类的日均使用时长, 2015A vs. 2019A vs. 2025E.....	10
图 10 : 2016-2021E 中国短视频行业市场规模 (亿) 与短视频用户规模 (亿人) 及其增速	10
图 11 : 2015A-2025E 中国短视频平台平均日活跃用户数 (百万) 和每位日活跃用户日均使用时长 (分钟)	11
图 12 : 2019 年 9 月-2020 年 9 月短视频行业渗透率与 2020 年 9 月短视频各平台渗透率	11
图 13 : 2020 年 1 月-2020 年 6 月不同平台月平均活跃用户 (万) 情况	12
图 14 : 2019H1 与 2020H1 各平台 ARPPU 情况 (元)	12
图 15 : 快手股权架构图	14
图 16 : “去中心化”分发逻辑	15
图 17 : 快手与抖音内容推送情况	15
图 18 : 2017-2019 年、2019H1 与 2020H1 营业收入 (亿元) 及增速	16
图 19 : 2017-2019 年、2019H1 与 2020H1 净利润和经调整净利润及净利率	16
图 20 : 2017-2019 年、2019H1 与 2020H1 毛利、毛利增速和毛利率	17
图 21 : 2017-2019 年、2019H1 与 2020H1 线上营销服务直播的营业收入 (亿元) 及增速	17
图 22 : 2017-2019 年、2019H1 与 2020H1 其他业务营业收入及分业务收入占比情况	18
图 23 : 2015A-2025E 以收入计的中国直播虚拟礼物打赏市场规模 (人民币十亿元计) 及其增速	18
图 24 : 2017Q4-2020Q2 头部直播平台用户付费率及付费用户数 (百万人) 对比	19
图 25 : 2018-2019、2019H1-2020H1 快手直播电商 GMV(亿元) 及其增速	19
图 26 : 2015A-2025E 以商品交易总额计的中国零售电商与直播电商市场规模情况 (人民币十亿元计)	20
图 27 : 快手头部主播带货成交渠道分布 (2020 年 3 月)	20
图 28 : 2015A-2025E 以收入计的中国移动广告市场规模情况 (人民币十亿元计)	21
图 29 : 2017-2019 年、2020E-2022E 中国不同形式网络广告市场份额及移动广告不同媒体收入份额占比	21
图 30 : 2017-2019 年、2019H1-2020H1 快手单用户广告价值 (元) 及 2019 年各平台广告收入 (百万元) 和单用户价值 (元)	22
图 31 : 快手观看直播用户年龄分布	22
图 32 : 2018-2020 游戏行业投放素材数量概况及 2019 年买量手游投放媒体类型分布	23
图 33 : 快手教育机构入驻与投资情况	24
图 34 : 快手课堂、青春记用户界面	25

表格目录

表 1：2020 年 6 月短视频典型平台运营情况	5
表 2：2020 年 12 月快手平台直播带货主播前 10 名	6
表 3：快手六大家族主要成员及粉丝数	6
表 4：快手的规模及用户参与指标	12
表 5：快手发展历程	13
表 6：快手 IPO 前融资历程	14
表 7：快手自研及代理游戏产品概览	23
表 8：快手自研及代理游戏产品概览	24
表 9：快手科技直播业务拆分	26
表 10：快手科技广告业务拆分	27
表 11：2019 年各平台单用户 ARPU 及广告加载率	27
表 12：可比公司估值水平（统计日期为 2021 年 1 月 20 日）	28
表 13：可比公司估值水平（统计日期为 2021 年 1 月 18 日）	28

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：杨晓彤，传媒互联网团队负责人。哈尔滨工业大学管理学硕士，具有7年证券从业经历，2017年加入银河证券研究院投资研究部。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn