国元证券 GUOYUAN SECURITIES

传媒与互联网行业

从快手看短视频赛道

——快手招股说明书梳理

证券研究报告 2020年11月

证券分析师: 李典

电话: 021-51097188-1866 E-MAIL: lidian@gyzq.com.cn

SAC执业资格证书编码:S0020516080001

联系人: 陈俊璇

电话: 021-51097188-2174 E-MAIL: chenjunxuan@gyzq.com.cn

SAC执业资格证书编码:S0020120060016

1、公司介绍：短视频及直播平台先行者

- **快手是短视频和直播社交平台的先行者**，价值观是“拥抱每一种生活”，提供能智能简化内容创作工作流的工具，使用双列带缩略图格式以及上下滑个性化推送格式。
- **快手移动应用包括快手主站、快手极速版、快手概念版**。快手主站功能最齐全；快手极速版具备主站的大多数功能，通过更简单的界面体验为用户提供更沉浸式的内容消费体验；快手概念版是2018年11月推出的应用程序。
- 快手用户偏年轻化，30岁以下用户占比达到70%+，同时下沉市场渗透较广，四线以下城市用户占比达到31%。
- 快手主要通过销售虚拟物品、提供在线营销服务、以及收取电商销售佣金进行变现，同时正在开发游戏、在线知识分享等多元变现渠道。2019年公司整体营收达391.20亿元。截至2020年6月30日止六个月，快手的中国应用程序及小程序的平均日活跃用户及平均月活跃用户分别为3.02亿、7.76亿，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。

图：快手应用界面



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图：2020上半年快手用户画像



资料来源：快手大数据研究院，国元证券研究中心

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1、公司介绍：由工具APP转向短视频社区，寻求多元化变现渠道

国元证券 GUOYUAN SECURITIES

- 公司的发展历史可追溯至2011年3月，程一笑推出供用户制作及分享GIF动图的移动应用程序“GIF快手”，多以微博、人人网等社区为应用场景；2012年，增加了创作、上传和观看短视频的功能；2013年10月，快手正式转型为短视频社交平台，11月，宿华加入，极大改善了算法，提高用户体验；2014年11月，改名为“快手”；2016年4月，快手推出直播功能，帮助用户更好地社交、实时互动；2017-2018年，开始探索在线营销服务、电商等其他变现渠道；2019年8月，正式推出快手急速版；2020年，快手作为2020年春节联欢晚会独家互动合作伙伴，除夕当晚投放10亿红包，截至2020年6月30日止六个月，快手的中国应用程序及小程序的平均日活跃用户数突破3亿，8月，快手极速版的平均日活跃用户突破1亿。

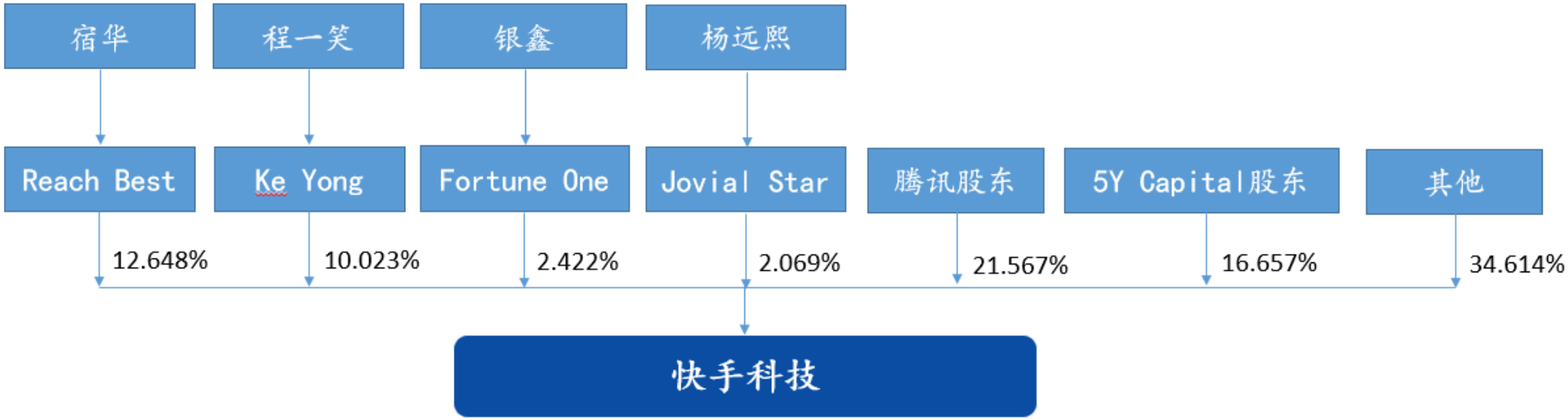
图：公司历史沿革

2011	2012	2013	2016	2017	2018	2019	2020
3月，推出移动应用程序 GIF 快手，供用户制作并分享GIF动图	11月，上线创作、上传及观看短视频功能	10月，转型为短视频社交平台	4月，推出直播功能	以虚拟礼物打赏所得收入计，快手主站于2017Q4成为全球最大单一直播平台 开始探索在线营销服务等变现模式	1月，快手主站的平均日活跃用户数突破1亿。 6月，快手电商上线	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	截至2020H1，中国应用程序及小程序的平均日活跃用户数突破3亿。 8月，快手极速版的平均日活跃用户突破1亿

资料来源：公司公告，公开资料，国元证券研究所

- 公司采用不同投票权架构，除少数保留事项的决议案投票外，A类股份的股东每股可投十票，而B类股份的股东每股可投一票。公司融资完成后，除Reach Best及Ke Yong外，股东持有的每股普通股及每股优先股将自动转换为一股B类股份，既仅联合创始人宿华和程一笑拥有A类股份。
- 快手的主要个人股东为宿华（12.648%）、程一笑（10.023%）、银鑫（2.422%）、杨远熙（2.069%）。
- 公司自成立以来已获得过6轮融资，投资方包括腾讯、五源资本、红杉中国、淡马锡等明星机构，目前腾讯为第一大股东，拥有公司21.567%的股份，五源资本（5Y Capital）拥有公司16.657%股份。

图：公司股权架构图



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1、公司介绍：程一笑和宿华为联合创始人，在技术与产品上形成互补

- 执行董事兼首席产品官程一笑先生曾在惠普、人人网任职，在2011年推出工具类APP GIF快手，董事长兼首席执行官宿华先生曾在谷歌中国和百度担任工程师，曾负责百度凤巢系统的架构搭建，于2013年11月加入公司，极大改善了算法。两位联合创始人一致洞察出基于内容形式社交平台的市场潜力，同时在产品和技术专业知识上实现互补，最终开创了全球短视频和直播平台模式。

表 ：公司管理层履历

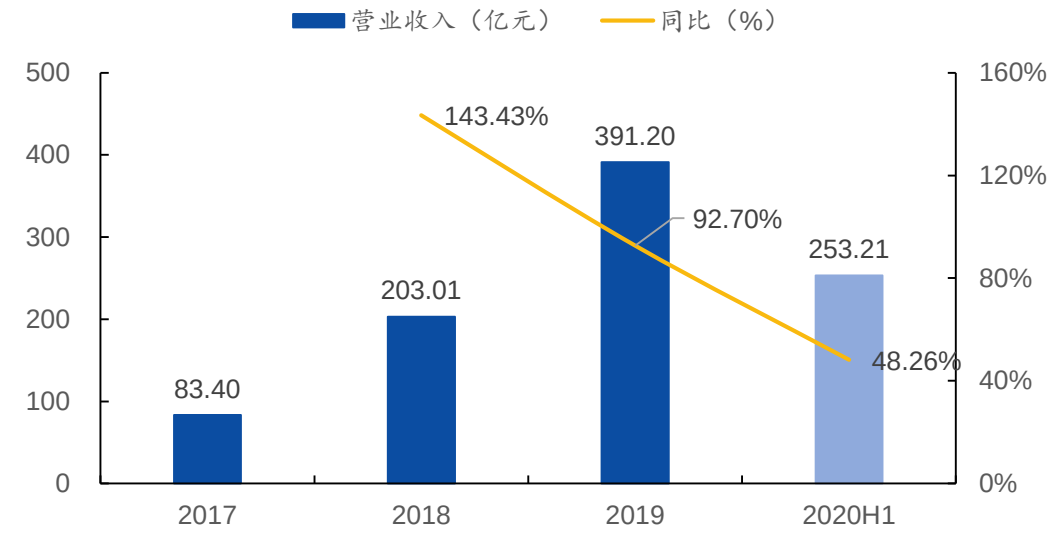
姓名	职位	主要职责	履历
宿华	联合创始人、执行董事、董事长兼首席执行官	负责为本集团作出战略及关键决策，包括战略方向制定、业务管理、业务创新、技术、研发、企业文化、公关宣传、政府事务、财务、法务、商业化、人才招聘、海外拓展，以及战略投资及收购	加入本集团前，宿先生分别于2006年12月至2008年10月以及于2010年1月至2011年5月在谷歌中国及百度担任工程师。2013年11月，宿先生加入本集团，并担任首席执行官至今。
程一笑	联合创始人、执行董事兼首席产品官	负责本集团产品相关的事务，包括开发新应用程序、产品迭代、开发新应用程序功能及界面优化，以及战略投资及收购；领导本集团的新业务孵化，以及生态系统的维护及发展	创立本集团前，程先生于2007年8月至2009年7月在惠普担任软件工程师兼开发工程师，并于2009年9月至2011年2月于人人网任职。2011年，程先生推出公司原创移动应用程序「GIF 快手」，是一款供用户制作及分享动图的移动应用程序。
李朝晖	非执行董事	主要负责向董事会提供专业意见	李先生于2011年加入腾讯控股，目前担任腾讯投资(Tencent Investment)的管理合伙人及腾讯的副总裁。 李先生于2008年9月至2010年5月担任贝塔斯曼亚洲投资基金(Bertelsmann Asia Investment Fund)的投资总监。李先生亦为贝壳、好买财富管理等多家公司的董事。
张斐	非执行董事	主要负责参与制订本集团的业务计划和战略及重大决策	张先生拥有逾20年的风险投资经验，专注于人工智能／云计算，社交／数字媒体及娱乐，以及电动汽车／无人驾驶领域。张先生于2004年至2007年在北京担任策源创投的合伙人，期间设立和管理壹支创投基金，主导多项投资及管理多项投资组合。2011年1月至今，张先生一直担任五源资本（5Y Capital）合伙人，主导多项投资及管理多项投资组合。2015年12月至今，张先生创立Neumann Advisory Hong Kong Limited并担任该公司的基金经理及负责人员。
沈抖	非执行董事	主要负责参与制订本集团的业务计划和战略及重大决策。	沈博士自2019年5月起担任百度执行副总裁，2020年9月起担任北京小度互娱科技有限公司董事长。此前，沈博士担任百度高级副总裁，负责统筹百度移动应用程序、好看短视频应用程序及智能小程序有关业务。加入百度前，沈博士于微软adCenter项目组工作，并联合创办了BuzzLabs（一家从事社交媒体监测及分析的公司，其后被CityGrid Media收购）。沈博士为爱奇艺、携程等多家公司的董事。
林欣禾	非执行董事	主要负责参与制订本集团的业务计划和战略及重大决策。	林先生自2006年起为风险投资公司DCM中国的联合创始人兼董事合伙人。林先生联合创立新浪并担任首席运营官，助力该公司成为首个在美国上市的中国互联网公司。林先生亦在唯品会、途牛、58同城、中国在线教育集团等多个上市公司担任董事职位。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2、财务分析：营收高速增长，直播为主要收入来源

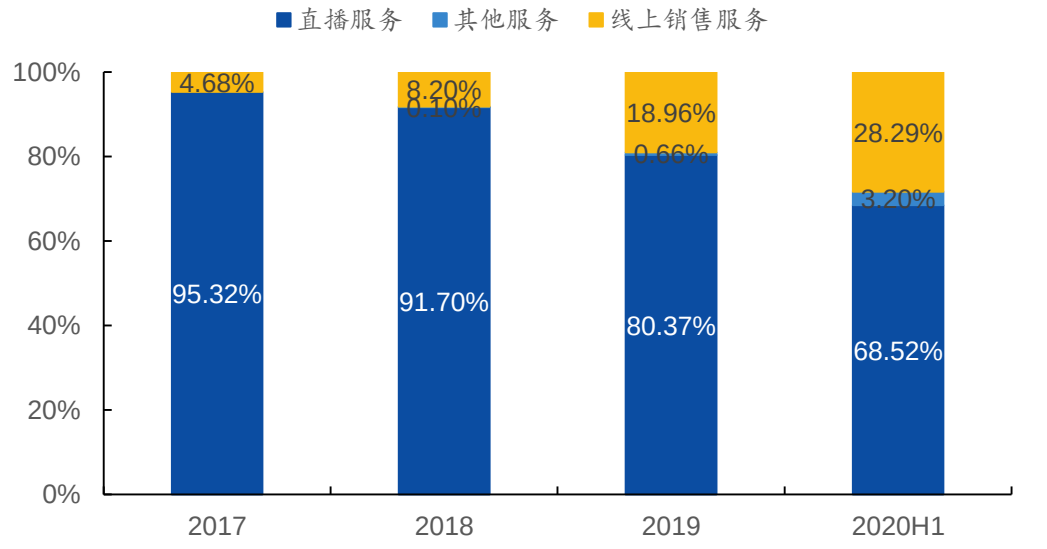
- **公司2017-2019年营收分别为83.40亿元、203.01亿元、391.20亿元，2018-2019年同比增速分别为+143.43%、+92.70%。2020H1营收为253.21亿元，同比+48.26%。**公司收入主要来自直播服务、线上营销服务，营收结构上看，直播服务仍贡献绝大部分营收，但其占比从2017年的95.32%下降到2020H1的68.52%，而线上营销服务营收从2017年的4.68%上升至2020H1的28.29%，同时，公司积极寻求其他变现方式，受益电商业务扩展，其他服务收入由2018年的0.20亿元上升至2019年的2.60亿元，2020H1为8.10亿元，营收占比从无到有，上升至2020H1的3.20%。

图：2017年-2020H1公司营业收入及同比变化



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图：2017年-2020H1公司营业收入结构变化



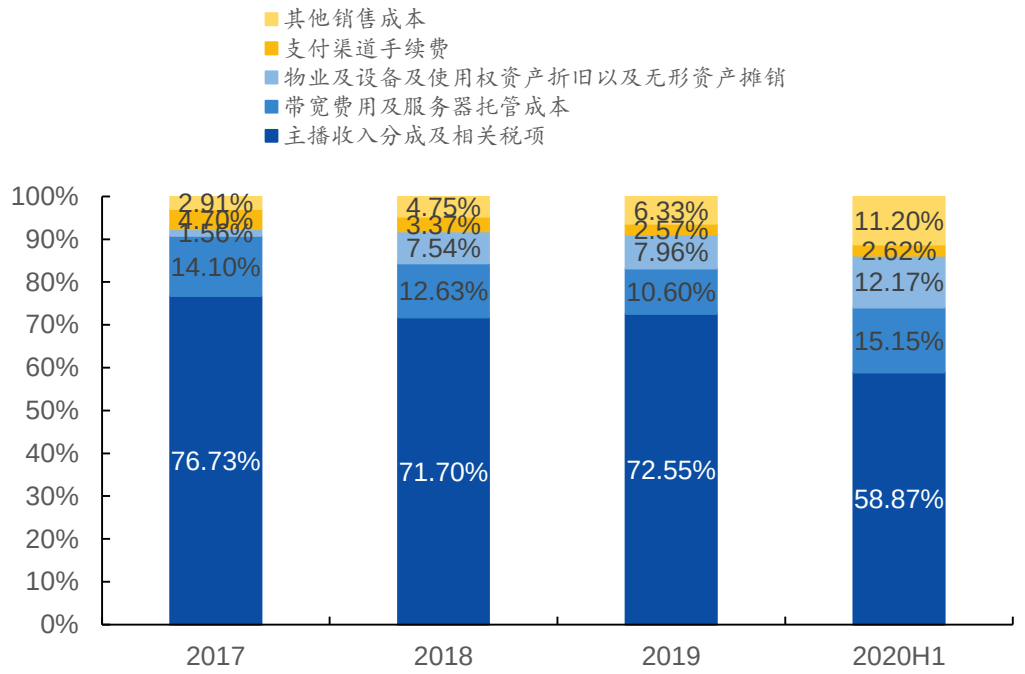
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2、财务分析：营业成本及毛利率分析

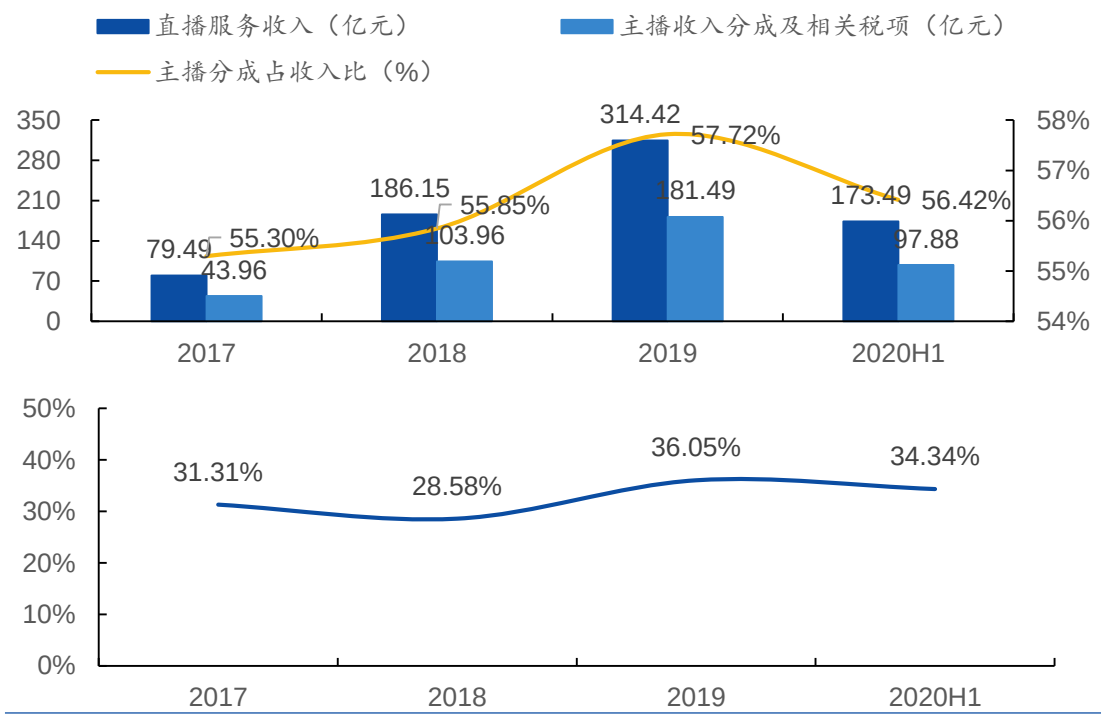
- 公司的主要营业成本由主播收入分成及相关税项、带宽服务器成本、物业设备等资产折旧摊销、支付渠道手续费构成，2020H1分别占比58.87%，15.15%、12.17%、2.62%。主播分成为最主要的成本项，分成占直播服务收入的比重约为56.42%，反应其直播分成比例。
- 毛利率方面，公司2017-2020H1毛利率分别为31.31%、28.58%、36.05%、34.34%。

图：2017年-2020H1公司成本结构



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图： 2017年-2020H1公司主播分成占直播服务收入比例（上） 2017年-2020H1公司毛利率变化（下）



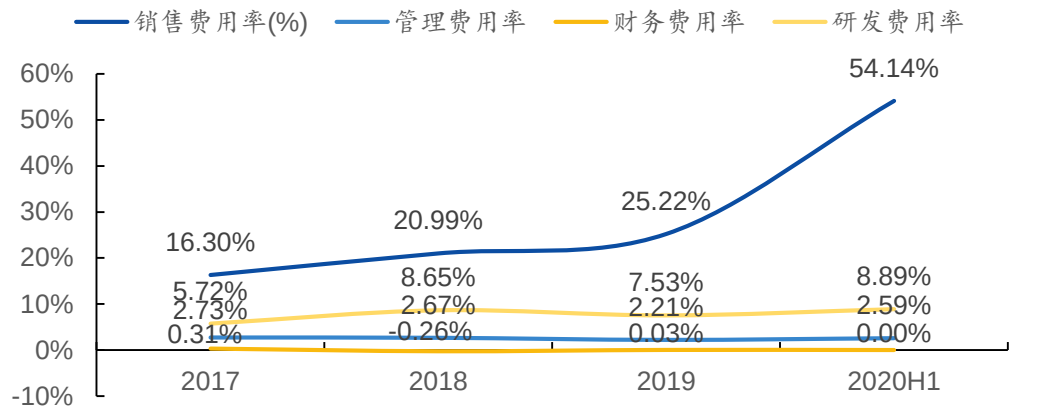
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2、财务分析：品牌推广及预装费用增加带动销售费用率走高

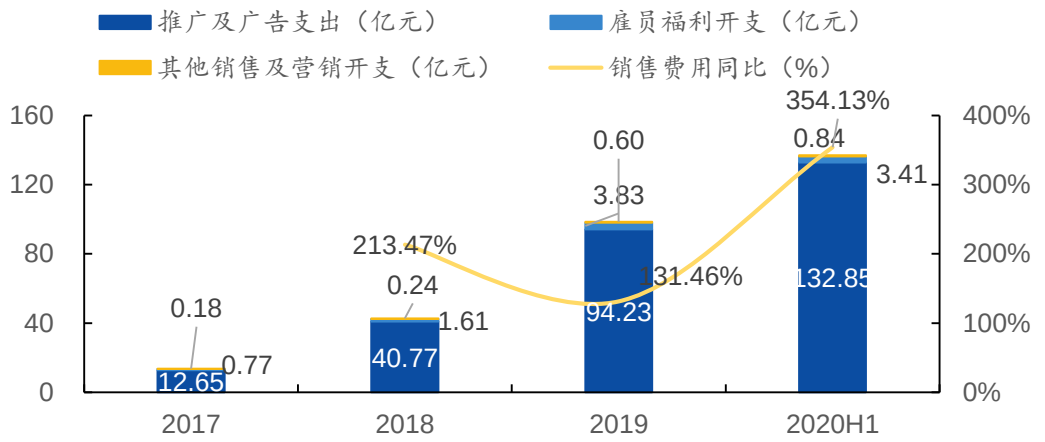
- **2017年-2020H1，公司合计期间费用率分别为25.06%、32.06%、34.98%和65.62%。其中销售费用率提升明显：**公司销售费用主要由推广及广告支出构成，2017-2020H1占整体销售费用比例分别为93.02%、95.66%、95.52%、96.91%。2018年，公司销售费用由2017年的13.60亿元增加213.47%至42.62亿元，销售费用率同比提高4.69pct至20.99%，主要由于公司增加了手机预装及平台促销活动、品牌推广活动及新产品及服务的推广，导致营销、品牌推广及广告活动增加。快手极速版及其他应用的营销开支以及品牌推广活动开支占2019年-2020H1推广及广告开支的重要部分，2019年-2020H1，公司销售费用分别为98.65亿元、137.09亿元，同比分别增长131.46%、354.13%，销售费用率分别为25.22%、54.14%。
- **研发费用率小幅增长：**2017年-2020H1，公司研发费用分别为4.77 亿元、17.55亿元、29.44亿元和 22.52 亿元，研发费用率分别为5.72%、8.65%、7.53%和 8.89%。
- **管理费用率和财务费用较为稳定：**2017年-2020H1公司管理费用分别为2.28亿元、5.42亿元、8.65亿元、6.55亿元，主要由于公司业务发展而增加行政管理人员数目导致雇员福利开支增加，管理费用率保持稳定，分别为2.73%、2.67%、2.21%和 2.59%。公司2017年-2020H1财务费用净额分别为0.21亿元、-0.52亿元、0.11亿元、0.01亿元。

图：2017年-2020H1公司期间费用率变化



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图：2017年-2020H1公司销售费用拆分及整体同比增速



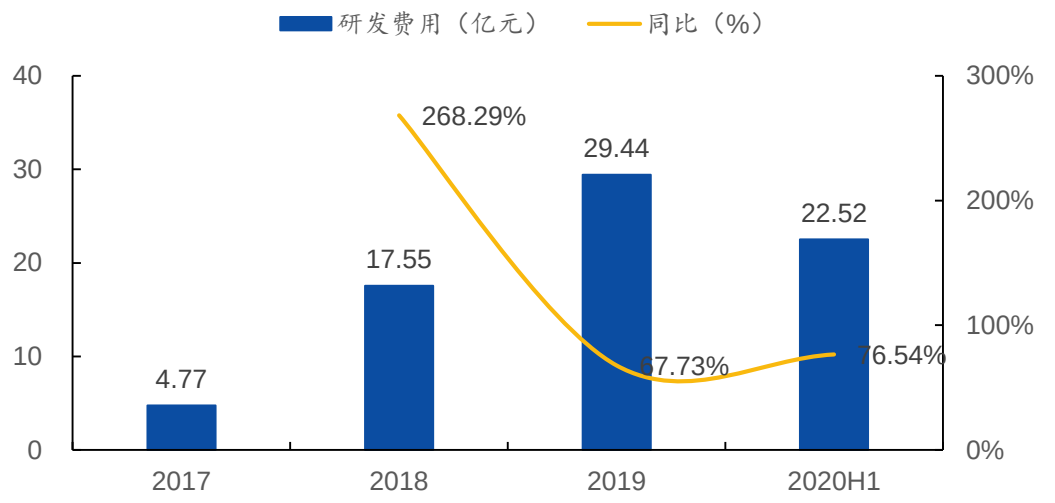
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2、财务分析：研发高投入

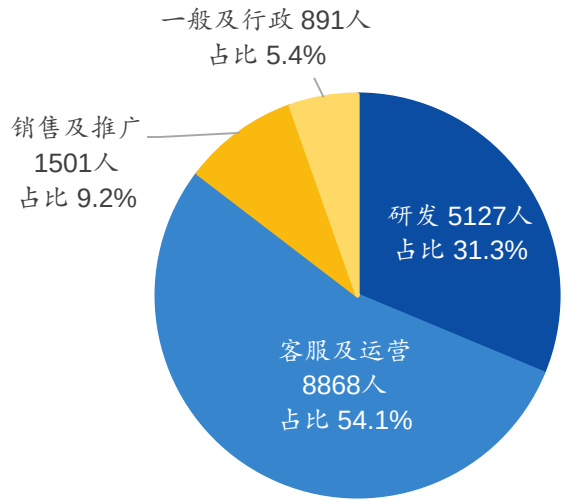
- 公司拥有一支由高级工程师、计算器科学家及技术人员组成的，覆盖多个领域的专业团队。截至2020年6月30日，公司拥有5127名研发人员，占员工总数的31.3%，研发人员多数曾在知名技术公司工作，超过2,300名研发人员拥有硕士或以上学位。
- 公司研发团队除频繁定期优化平台外，还开展了多个重大研发项目，并成功开发了：（1）个性化内容推荐系统，令我们能一直满足用户及在线营销 业务合作伙伴不断变化的需求；（2）多个深度学习及强化学习算法；（3）可快速扩缩容的混合云计算平台；（4）增加特效等功能作为内容创作的工具；（5）人工智能媒体处理和直播源站系统；（6）先进的内容分析系统，以经济高效的方式审查平台上的内容在适用法律法规下的合规性。2016年，公司开设了Y-Tech人工智能研究中心，致力于计算器视觉和深度学习等前沿领域的研发，以及完善快手应用上例如AR、滤镜及其他技术驱动特效的特色及功能。另计划在内蒙古乌兰察布市投资建立超大规模互联网数据中心，以满足不断增长的海量用户群对大数据平台及人工智能技术日益增长的需求。

图：2017年-2020H1公司研发费用及同比变化



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图：2020H1公司按职能划分的雇员人数及占比



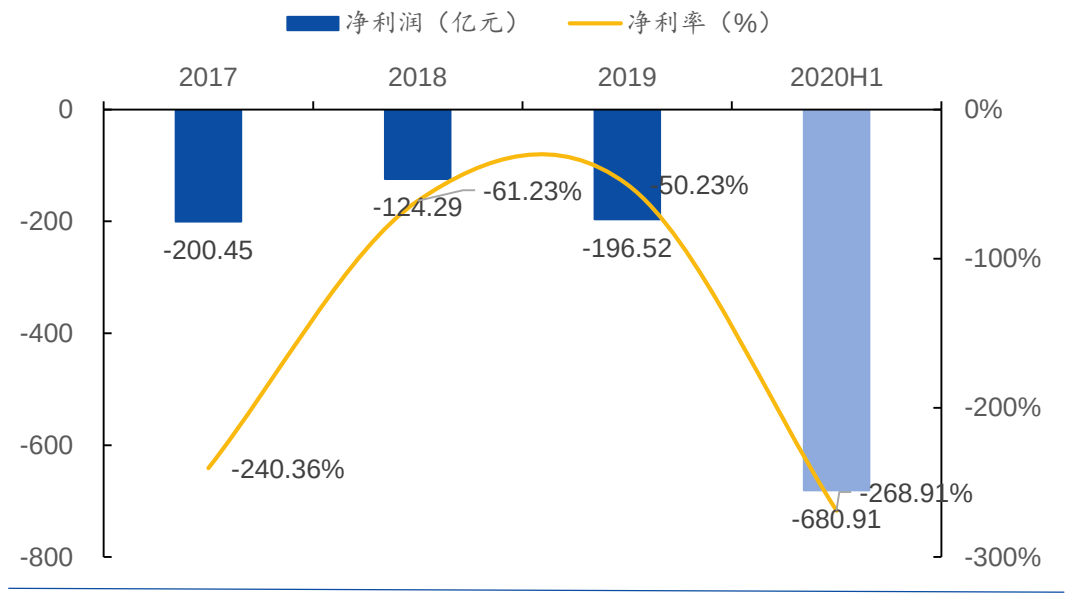
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2、财务分析：2020H1调整后净利润-63.48亿

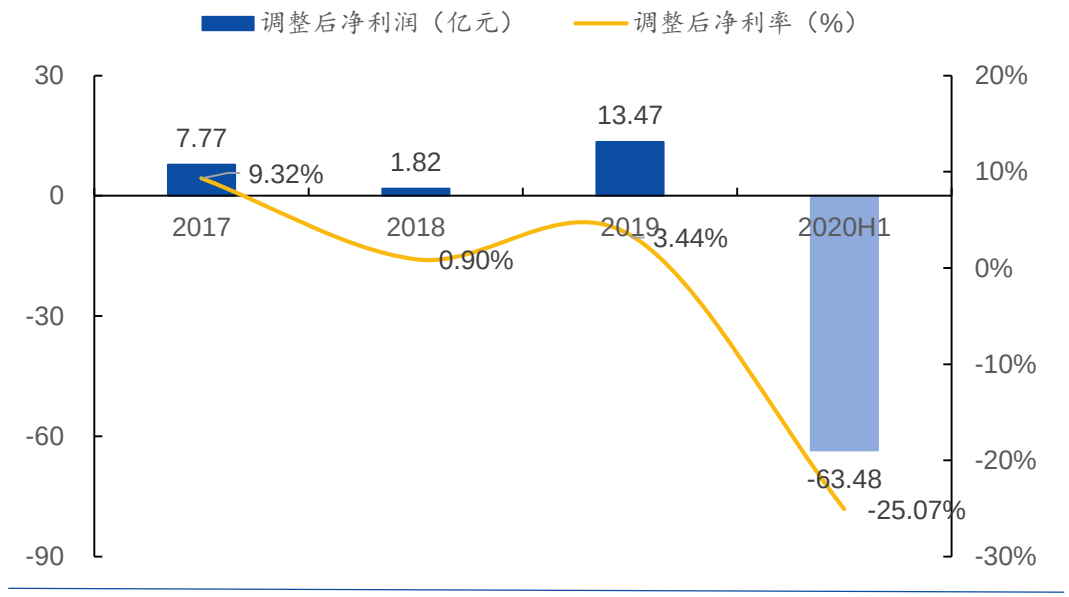
- 2017年-2020H1，公司净利润分别为-200.45亿元、-124.29亿元、-196.52亿元、-680.91亿元，净利润率分别为-240.36%、-61.23%、-50.23%、-268.91%。主要由于公司可转换可赎回优先股公允价值变动亏损过大，分别为-205.22亿元、-119.33亿元、-199.43亿元、-612.44亿元。剔除业务收购产生的无形资产摊销、以股份为基础的薪酬开支、可转换可赎回优先股公允价值变动、上市和非上市实体投资的按公允价值计量且其变动计入损益之金融资产公允价值（收益）/亏损净额，则2017年-2020H1，公司调整后净利润分别为7.77亿元、1.82亿元、13.47亿元、-63.48亿元，净利润率分别为9.32%、0.90%、3.44%、-25.07%。2020H1主要由于销售费用过高导致净利润为负。

图：2017年-2020H1公司净利润及净利率



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图： 2017年-2020H1公司调整后净利润及净利率



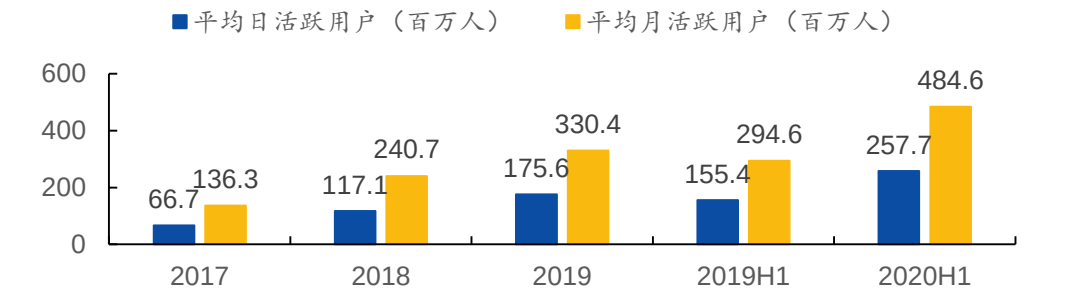
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3、公司业务：快手运营数据

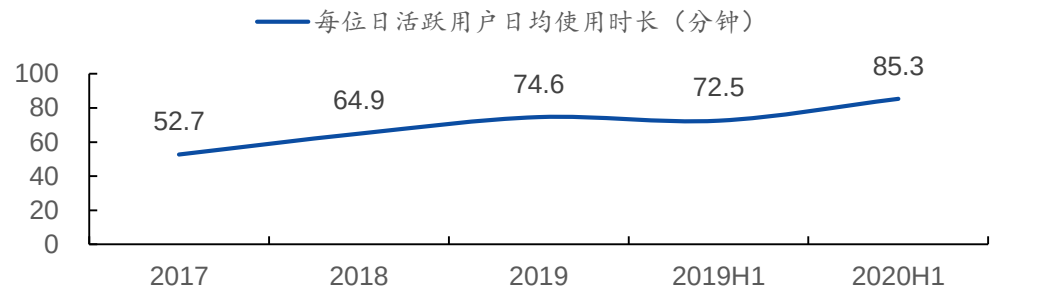
- 截至2020年6月30日止六个月，快手的平均日活用户达2.577亿人，平均月活用户4.846亿人，用户粘性为42.9%，低于抖音但远超长视频网站，日活用户平均每天使用时长达85.3分钟，日均访问快手应用超过10次。
- 快手提供高度活跃的社交互动体验，截至2020年6月30日止六个月，内容创作者占平均月活用户在快手应用上的比例约26%，用户平均每月向快手应用上传11亿个短视频，并于快手应用上开展了近十亿场直播活动，用户在快手应用贡献1.5万亿次点赞、1220亿条评论及60亿次转发量。

图：快手平均日活跃用户和月活跃用户规模



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图：快手每位日活跃用户日均使用时长（分钟）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 ：视频+社交类APP运营数据对比

	直播		短视频			长视频		
	虎牙	斗鱼	快手	抖音	爱奇艺	腾讯视频	芒果TV	哔哩哔哩
DAU（百万人）			**212.9**	295.9	100.0	102.2	38.5	32.5
MAU（百万人）	168.5	194.0	**484.6**	526.6	507.8	483.0	186.0	105.6
付费用户数（百万人）	6.2	7.6	**64.0**		104.9	114.0	27.7	12.9
付费率	3.7%	3.9%	**13.2%**		20.7%	23.6%	14.9%	12.2%
ARPU（元/月）	34.5	25.4	**45.2**		9.6		8.5	5.3
用户粘性（DAU/MAU）			**43.9%**	56.2%	19.7%	21.2%	20.7%	30.8%
日活跃用户使用时长（分钟）			**85.3**	94.0	71.2	70.0	74.6	83.8

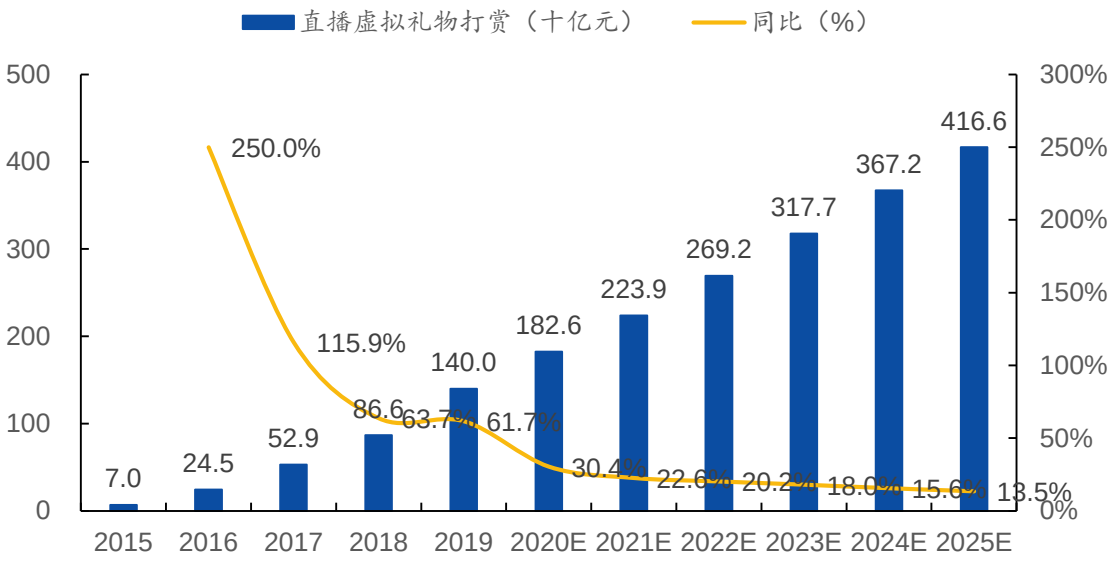
资料来源：各家公司公告，Questmobile，国元证券研究中心

注：DAU除抖音、快手为Questmobile2020年前六个月取平均数外，其他为Questmobile统计的2020年6月数据，MAU除快手（公司公告，2020H1）、虎牙（公司公告，2020Q2）、斗鱼（公司公告，2020Q2）外，其他数据为Questmobile统计的2020年6月数据。日活跃用户使用时长除快手为公司公布外，其他公司均根据Questmobile数据计算。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

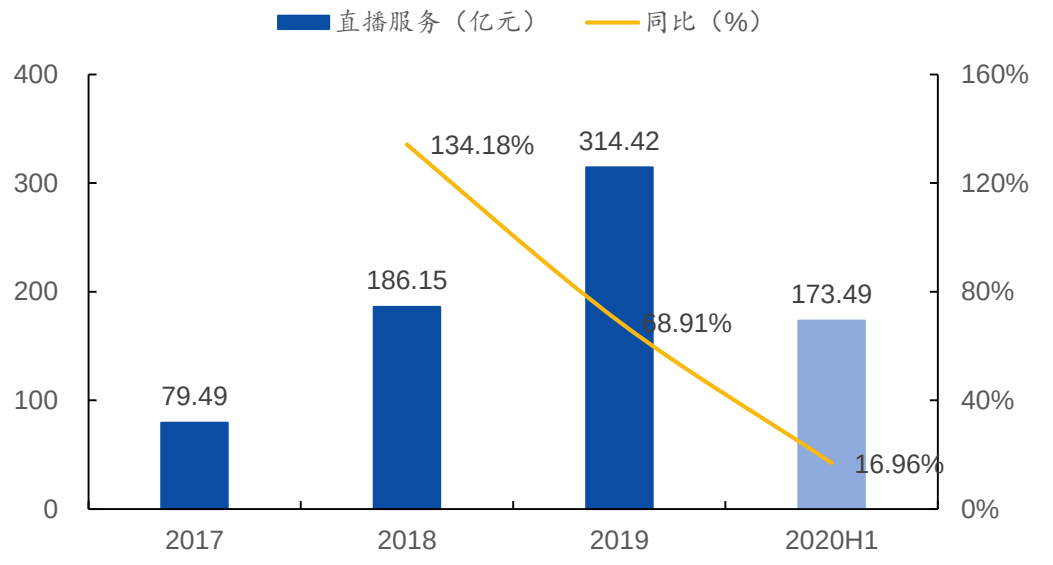
- **公司直播服务收入占比最高，2020H1增速有所放缓。**直播服务2017年-2020H1收入分别为79.49亿元、186.15亿元、314.42亿元、173.49亿元，2018年-2020H1同比增速分别为134.18%、68.91%、16.96%，主要是由于用户群体扩大导致付费用户人数增加，但随着直播格局稳定、商业模式成熟，公司直播业务增速逐步放缓。

图：中国直播虚拟礼物打赏市场规模（以收入计）



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

图：2018年-2020H1公司直播服务营收及同比增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3.1 直播：多元化直播内容+互动功能，提升直播用户参与度

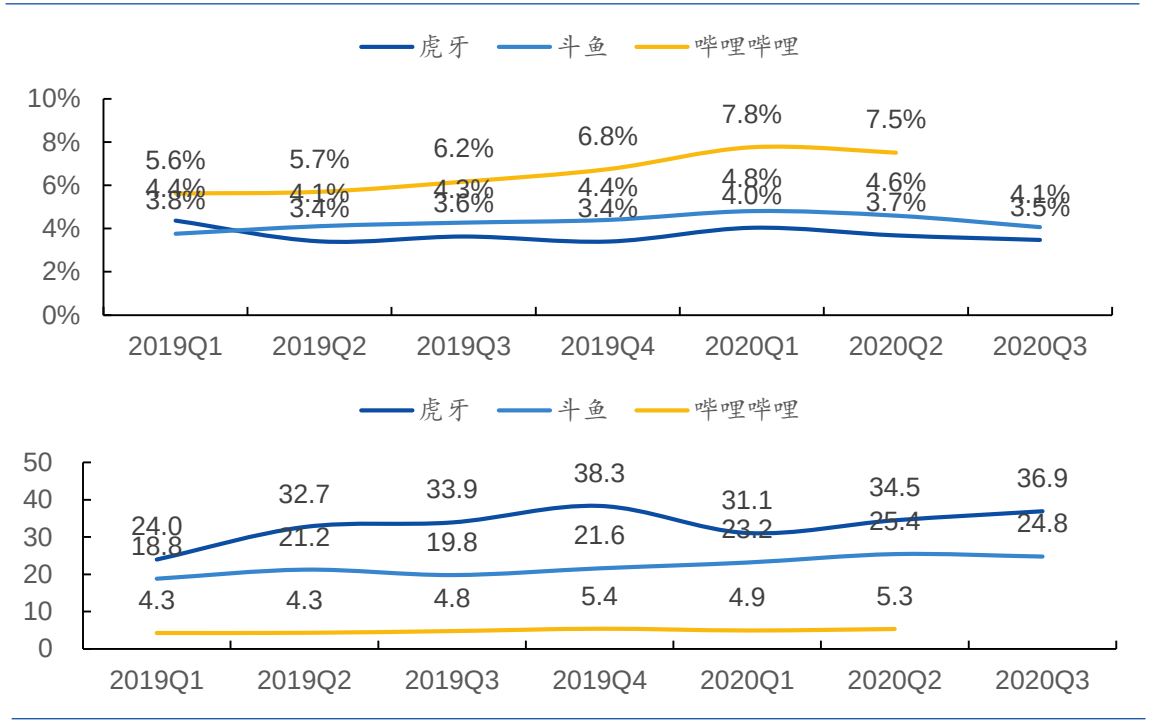
- 快手在多元化创作内容基础上，提供点赞、分享、关注、评论、私信、打赏、PK、多人直播等互动功能，帮助提高用户参与度，其中购买及打赏虚拟物品能很好鼓励观众与主播互动而非被动观看直播，另外PK功能比拼两位主播在规定时间内获得的观众虚拟物品数量，营造竞争环境，鼓励了虚拟礼物打赏。截至2020年6月30日止六个月，快手应用开展了近十亿场直播活动。
- **直播付费率+ARPU值领先同行。**虎牙和斗鱼的直播付费率约在3-5%，ARPU值在20-40元/月，哔哩哔哩算上直播+增值服务的付费率在2020年提高到7%以上，ARPU值较低。而快手2017年-2020H1直播付费率分别为9.2%、11.8%、14.8%、13.2%，ARPU值在过去几年保持在50元+，2020H1为45.2元，均领先于以上平台直播运营数据。

表 ：快手互动功能及运营数据

互动功能	功能介绍	运营数据
点赞、关注和分享	用户可以发送「红心」点赞支持创作者，亦可与其他人分享内容，另可通过关注内容创作者，更及时地观看创作者在平台发布的所有内容及更新	截至2020年6月30日止六个月，快手应用的短视频及直播合计获1.5万亿次点赞及60亿次分享，于2020年6月30日，快手应用上累计有近80亿对互关
评论	用户对短视频发表/回复评论、分享感受及与具有类似兴趣及需求的其他用户交流，亦可点赞评论，而获赞多的评论会在评论区置顶	截至2020年6月30日止六个月，快手应用上的短视频及直播合计约有超过1,220亿条用户评论。
私信	用户之间可相互发送私信	截至2020年6月30日止六个月期间，用户通过平台累计发送逾400亿条私信
打赏	用户使用快币兑换虚拟物品，然后将该等虚拟物品打赏给主播以示友好、欣赏、赞赏或支持	截至2020年6月30日，虚拟物品的人民币等值价格介乎约0.1元至约2,000元之间。
PK	两名主播进行PK，在规定时间内获得观众较多虚拟物品的主播获胜	截至2020年6月30日止六个月，快手应用促成的主播PK达4.14亿次
多人直播	允许主播通过向一名观众发出邀请或接受观众邀请加入直播与主播互动，或允许主播邀请最多7名嘉宾在语音聊天室中进行聊天及社交。	

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图：虎牙、斗鱼、哔哩哔哩直播业务付费率（上）ARPU值（下）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

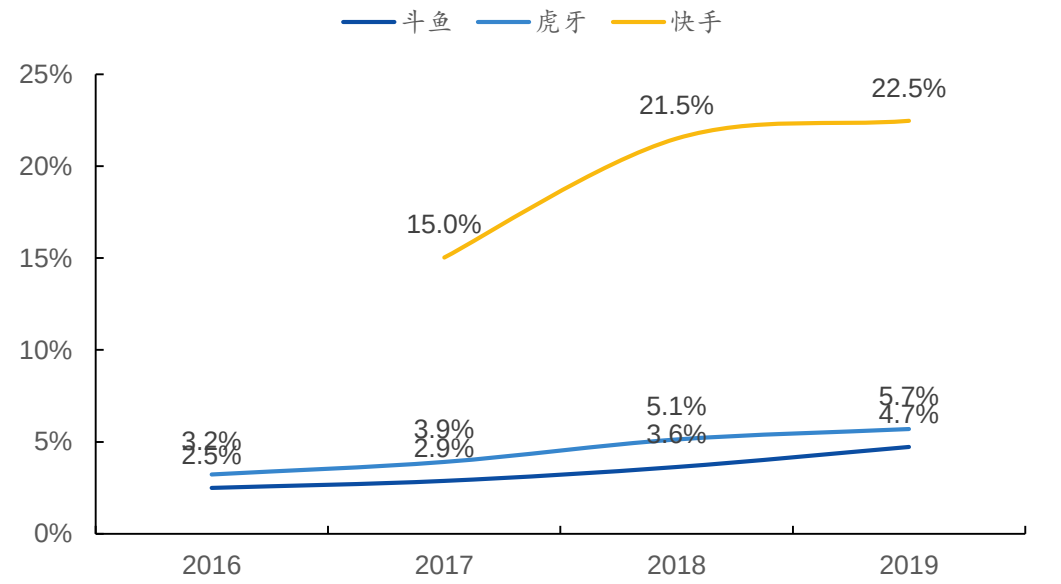
请务必阅读正文之后的免责条款部分

3.1 直播：成熟变现渠道，国内打赏规模最大的直播平台

国元证券 GUOYUAN SECURITIES

- 公司直播服务的大部分收入来自观众给主播的虚拟礼物打赏。按照公司直播服务营收/中国直播打赏市场规模计算，2019年，快手的直播市场份额从2017年的15.03%提高到22.46%，虎牙、斗鱼市场份额分别为5.70%、4.73%。根据艾瑞咨询，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。

图：快手、虎牙、斗鱼在中国直播打赏市场的占有率



资料来源：艾瑞咨询，公司公告，国元证券研究所

表 ：公司直播服务营收拆分

	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
平均月活跃用户（百万人）	136.3	240.7	330.4	294.6	484.6
YoY		76.6%	37.3%		64.5%
付费率（%）	9.2%	11.8%	14.8%	16.3%	13.2%
直播平均每月付费用户（百万人）	12.6	28.3	48.9	48.1	64.0
YoY		124.6%	72.8%		33.1%
直播每月付费用户平均收入（元）	52.5	54.9	53.6	51.4	45.2
YoY		4.6%	-2.4%		-12.1%
直播服务营收（百万元）	7,949.0	18,615.1	31,442.3	14,832.9	17,349.1
YoY		134.2%	68.9%		17.0%

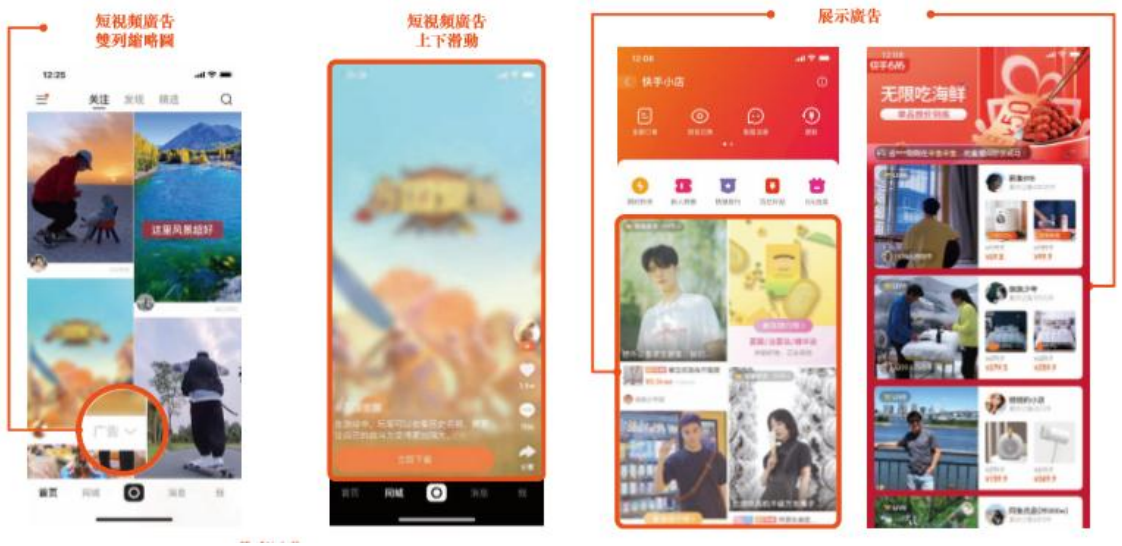
资料来源：公司公告，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3.2 在线营销服务：面向广告商和内容创作者，增长快速

- **公司的在线营销服务面向平台生态系统参与者，主要包括快手粉条及广告服务。**
- **快手粉条：**让内容创作者通过付费方式在指定时间内向目标数目的观众推广其短视频或直播，使希望增加粉丝数量或视频观看次数的内容创作者以简单的方法达到目的。
- **广告服务：**分为基于效果（根据主动点击收费）或基于展示（广告展示期间按比例收费）的广告服务，形式包括短视频广告、展示广告、口头推荐、推广活动，公司凭借平台上大量且多元化的内容及AI技术，使广告商更有效接触目标受众并增加对等的投资回报。

图： 公司广告服务展示



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 ：快手广告类型及确认收入方式

广告类型		收入确认方式
快手粉条		面向内容创作者，用户通过付费方式在指定时间内向目标观众推广其短视频或直播。厘定在指定时间内向目标观众推广一次即达成一次履约责任。由于推广时间通常较短，每次推广履约责任的收入于合约推广期间确认。
广告服务	基于效果的广告服务	允许广告客户在移动平台上或第三方互联网平台放置链接，基于效果的广告服务的呈列及交付方式主要为显示可点击缩略图的短视频与其他推荐短视频，或以不同频率在其他短视频之间显示。根据主动点击向广告客户收费，点击一次链接即达成履约责任一次。在该模式下，收入于用户点击客户提供的链接时确认
	基于展示的广告服务	展示广告以首页弹出广告、横幅广告、标志及魔法表情植入等形式在平台的多个页面投放。收入于广告展示期间按比例确认。一般而言，展示类广告均为短期。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

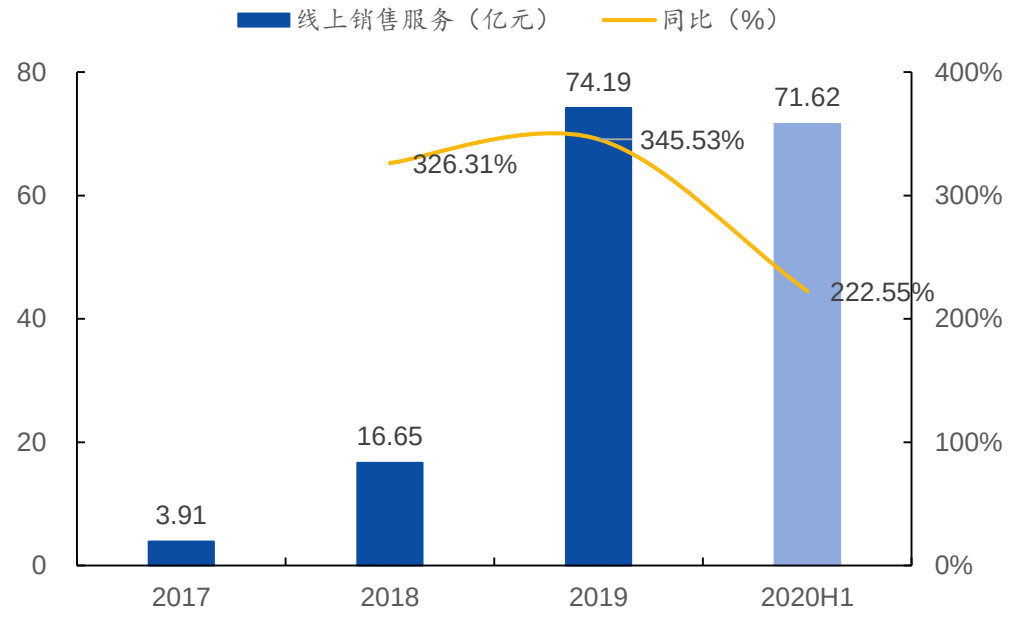
请务必阅读正文之后的免责条款部分

3.2 在线营销服务：面向广告商和内容创作者，增长快速

- **线上营销服务高速增长，为公司营收增长“第二极”。**线上营销服务2017年-2020H1收入分别为3.91亿元、16.65亿元、74.19亿元、71.62亿元，2018-2019年同比增速分别为326.31%、345.53%

- 快手应用的每日活跃用户的平均在线营销服务收入由2017年的6元增至2018年的14元，再进一步增至2019年的42元，按半年计，则该项由2019H1的14元增至2020H1的28元。

图：2018年-2020H1公司直播服务营收及同比增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 ：公司广告收入概览

分类	公司名称	广告收入（亿元） 2019年	广告收入（亿元） 2020H1	广告收入同比增速 2019年	广告收入同比增速 2020H1
电商	阿里巴巴	1,456.8	全年1,754.0	27%	全年20%
	京东	426.8	235.8	27%	23%
	拼多多	268.1	165.5	133%	59%
生活服务	美团点评	158.4	71.9	69%	11%
搜索	百度	780.9	319.3	-5%	-13%
社交	腾讯社交	529.0	298.5	33%	36%
	微博	106.8	43.6	2%	-13%
长视频	腾讯媒体	154.8	64.1	-15%	-19%
	爱奇艺	82.7	31.2	-11%	-28%
媒体	网易	25.8		-7%	
	搜狐	87.0	37.8	-1%	-9%
	趣头条	54.2	27.4	94%	19%
短视频	字节跳动	约1200亿 预计全年1800亿元		约100%	
	快手	74.2	71.6	346%	223%

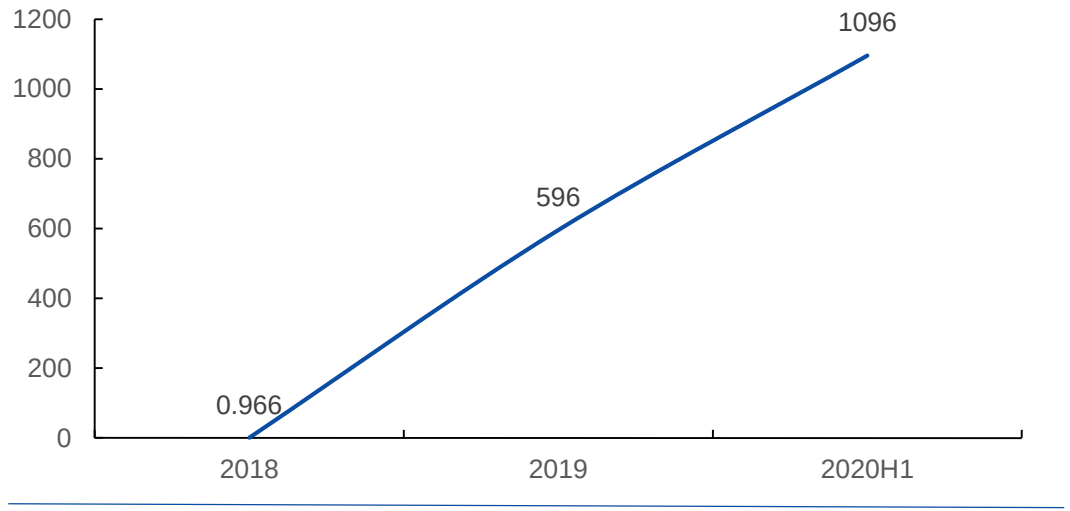
资料来源：公司公告，公开资料，国元证券研究中心
注：搜狐营收按人民币兑美元6.9762换算，字节跳动数据来自公开资料

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3.3 其他业务：电商GMV迅速成长，货币化率具备提升空间

- 用户可通过在直播、短视频等页面中的链接，在快手应用或通过第三方电商平台购买产品：**（1）快手小店：**用户直接通过快手应用及网站或内容创作者在直播、短视频或用户数据页面中提供的链接访问快手小店；**（2）第三方电商平台：**用户可于直播、短视频或用户数据页面中点击主播及短视频创作者提供的链接，获得第三方电商平台的产品及服务。
- **GMV迅速增长。**快手的GMV由2018年的0.966亿元增至2019年的596亿元，2020H1达到1096亿元，根据艾瑞咨询，快手为全球第二大直播电商平台（按商品交易总额计）。
- **货币化率有较大提升空间。**快手按所售产品价格及类型收取佣金，佣金率大多为5%，但由于公司采取返还佣金政策，故货币化率较低，假设快手的其他收入均来自于电商业务，得到2019年和2020H1的货币化率分别为0.44%、0.74%，对比阿里和京东2%-3%的区间，还有较大提升空间。

图：2018年-2020H1快手电商GMV变化（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 ：电商平台GMV、佣金收入及货币化率

项目	公司	2017	2018	2019
GMV（十亿元）	阿里巴巴	3,767.0	4,820.0	5,727.0
	京东	1,294.5	1,676.9	2,085.4
	拼多多	141.2	471.6	1,006.6
	快手	0.1	59.6	106.9
佣金（十亿元）	阿里巴巴	34.1	46.5	61.8
	京东	30.5	45.9	66.2
	拼多多	0.5	1.6	3.3
	快手	0.0	0.3	0.8
货币化率（%）	阿里巴巴	2.18%	2.18%	2.37%
	京东	2.36%	2.74%	3.17%
	拼多多	0.38%	0.34%	0.33%
	快手			0.44%

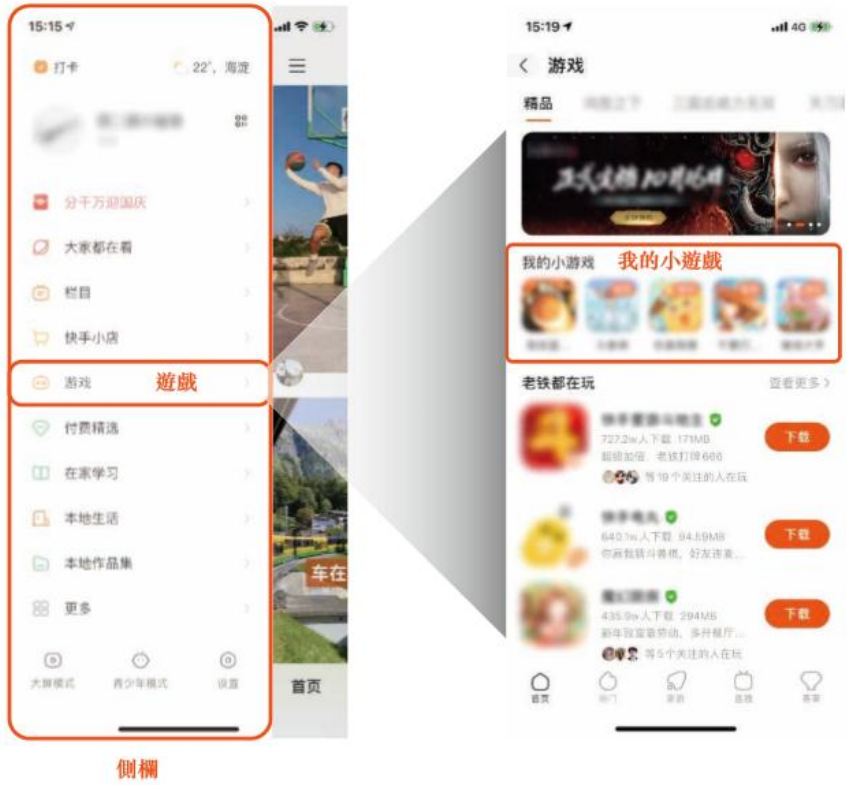
资料来源：公司公告，国元证券研究中心
注：假设快手其他收入均来自于电商业务

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3.3 其他业务：探索网络游戏、知识付费等多元变现渠道

- **网络游戏：**公司平台上大部分移动端游戏为独家代理或联合营运，同时公司也在自研移动端游戏。公司为第三方游戏开发商提供广泛的移动端游戏发行渠道，并获得游戏分成收入，联合营运移动端游戏的开发商负责游戏服务器的托管及维护。
- **知识分享：**内容创作者可在公司平台提前录制或以直播形式提供知识共享内容，内容创作者可对制作的内容收取费用。

图：快手平台的游戏页面



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图： 快手平台的知识共享页面



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

请务必阅读正文之后的免责条款部分

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn