

快手 4Q24 前瞻：流量和变现稳健，可灵持续迭代

核心观点

● 可灵文生视频能力一梯队，关注商业化潜力和主业赋能。

1) 2024 年 12 月可灵升级 1.6 版本，快手内部评测比 1.5 模型整体效果提升 195%。此前对主流文生视频模型测评中，谷歌 Veo2 位于榜首，其次则为国内可灵 1.5，视频生成技术实力深厚。

2) 商业变现和场景应用探索上，目前 ToC 月流水千万，用户群体以海外创作者为主。ToB 通过 API 服务提供高质量的图像与视频生成服务，如电商商家可以通过 AI 快速生成产品展示视频和 AI 模特功能等提升经营效率、降低经营成本；广告主可通过 AI 广告素材缩短营销投放的内容生产周期，或生成创意性广告素材辅助创作。

3) 在大模型赋能上，快手自研的推荐大模型、视觉理解大模型有望提升内容推流、广告投放、电商场域人货匹配的精准度，后续逐渐体现在业绩层面，提升主业效率。此外，公司积极接入外部研发大模型能力，旗下剪辑软件快影已正式接入 DeepSeek-R1，建议关注更多产品和应用场景接入进展，以及商业化探索。

● 流量端态势健康，主业稳健，考虑 AI 布局价值有望带来估值弹性。

1) 流量端，我们预计 4Q24 的平均 DAU yoy+4.8%至 4.01 亿，人均单日时长预计维持在高位在 126min 左右。

2) 电商双 11 大促，供需双侧驱动，拉动 GMV 增速达 14%。快手双 11 期间 GMV 同比强劲增长，一方面供给侧扩容，报名双 11 的商家首次突破 300 万个，动销新商家达数超 30 万，内容场与泛货架场的单日 GMV 破峰商家均大幅增加。另一方面需求侧，双 11 期间快手电商新增付费用户超 700 万人，有效实现用户从内容消费到商品消费的转化。此外公司致力于营商环境改善，12 月快手电商正式终止“退款不退货”服务。我们预计 4Q24 公司 GMV 同比增长 14%至 4605 亿，其他业务（主要是电商佣金）同比增长 18%。

3) 外循环广告持续拉动，带动广告收入同比增长 15%。我们预计 4Q24 外循环广告继续保持良好增速，内循环广告收入增速与 GMV 增速同频。

4) 我们预计公司直播收入 4Q24 同比下滑 4%为 96 亿元。

5) 公司 4Q24 的总收入预计 yoy+9.6%至 357 亿元。

● 收入结构优化继续作用于毛利率改善，销售、研发费用绝对值有所增长。我们预计 4Q24 毛利率同比提升 1.1pct 至 54.2%。费用端，公司继续对电商、商业化、本地生活等业务进行补贴，预计 4Q24 销售费用绝对值同比增长至 114 亿元，销售费用率同比提升 0.7pct 至 32%；研发方面对可灵等继续投入，4Q24 研发费用绝对值同比增长至 36 亿元。预计 4Q24 实现经调整净利润 45.4 亿元左右，经调整利润率为 12.7%。

盈利预测与投资建议

- 考虑到税率影响，我们预计 24-26 年公司经调整归母净利润为 175.51/201.14/243.24 亿元（原预测为 175.51/202.29/253.40 亿元）。采用 PE 估值，参考可比公司估值水平，给予公司 25 年 15xPE 估值，25 年公司经调整净利润 201.14 亿元，对应合理价值为 3,017 亿 CNY，折合 3,272 亿 HKD（港币兑人民币汇率 0.922），目标价 76.03 港元/股，维持“买入”评级。

风险提示 宏观消费恢复不及预期，国内商业化效率不及预期，海外业务亏损加大

投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 02 月 21 日）	58.4 港元
目标价格	76.03 港元
52 周最高价/最低价	63.35/37.55 港元
总股本/流通 H 股（万股）	430,383/356,488
H 股市值（百万港币）	251,344
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 02 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	9.16	40.72	25.86	28.21
相对表现%	5.37	23.95	6.08	-14.05
恒生指数%	3.79	16.77	19.78	42.26



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135

联系人

金沐阳	jinmuyang@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

相关报告

快手 3Q24 点评：业绩符合预期，关注电商多场域协同效应释放	2024-11-25
快手 3Q24 前瞻：流量端稳健增长，内容和商业化均衡发展	2024-10-16
快手 2024 投资者日：内容和商业生态协同发展，驱动效率提升和长效经营	2024-09-26

公司主要财务信息

	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入(百万元)	94,183	113,470	127,192	141,029	153,437
同比增长(%)	16.2%	20.5%	12.1%	10.9%	8.8%
营业利润(百万元)	(12,558)	6,431	14,957	22,246	26,936
同比增长(%)	-54.7%	-151.2%	132.6%	48.7%	21.1%
归属母公司净利润(百万元)	(13,691)	6,396	15,219	19,049	23,071
同比增长(%)	-82.5%	-146.7%	137.9%	25.2%	21.1%
每股收益(元)	(3.22)	1.48	3.53	4.42	5.35
毛利率(%)	44.7%	50.6%	54.7%	56.5%	56.9%
净利率(%)	-14.5%	5.6%	12.0%	13.5%	15.0%
净资产收益率(%)	-32.2%	14.4%	26.3%	24.6%	22.9%
市盈率(倍)	-	36.3	15.3	12.2	10.1
市净率(倍)	2.4	2.0	1.8	1.6	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

表 1：公司的收入预测

单位：百万/%	23A	1Q24A	2Q24	3Q24	4Q24E	24E	25E	26E
营业收入	113,470	29,408	30,975	31,131	35,678	127,192	141,029	153,437
yoy	20.5%	16.6%	11.6%	11.4%	9.6%	12.1%	10.9%	8.8%
营业成本	56,079	13,288	13,840	14,217	16,324	57,669	61,352	66,192
毛利润	57,391	16,120	17,135	16,914	19,354	69,523	79,676	87,245
毛利率%	50.6%	54.8%	55.3%	54.3%	54.2%	54.7%	56.5%	56.9%
销售费用	36,496	9,384	10,040	10,364	11,406	41,194	42,764	45,857
研发费用	12,338	2,843	2,805	3,100	3,589	12,337	13,368	13,151
行政费用	3,514	462	792	796	857	2,907	3,156	3,145
营业利润	6,431	3,994	3,906	3,119	3,938	14,957	22,246	26,936
营业利润率%	5.7%	13.6%	12.6%	10.0%	11.0%	11.8%	15.8%	17.6%
净利润	6,399	4,120	3,980	3,270	3,857	15,227	19,057	23,073
利润率%	5.6%	14.0%	12.8%	10.5%	10.8%	12.0%	13.5%	15.0%
经调整净利润	10,271	4,388	4,679	3,948	4,536	17,551	20,114	24,324
利润率%	9.1%	14.9%	15.1%	12.7%	12.7%	13.8%	14.3%	15.9%
国内经营利润	11,402	3,991	4,498	3,505	4,932	16,926	22,585	27,183
利润率%	10.3%	14.0%	15.0%	11.8%	14.4%	13.8%	17.1%	18.8%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

我们采用 PE 估值法，参考可比公司估值水平给予公司 25 年 15xPE 估值，25 年公司经调整净利润 201.14 亿元，对应合理价值为 3,017 亿 CNY，折合 3,272 亿 HKD（港币兑人民币汇率 0.922），目标价 76.03 港元/股，维持“买入”评级。

表 2：快手公司估值

快手收入构成	经调整净利润（亿元）			可比公司 PE 2025	估值(亿 CNY) 2025	估值(亿 HKD) 2025
	2023	2024E	2025E			
快手	102.71	175.51	201.14	15	3,017	3,272

数据来源：东方证券研究所，港币人民币汇率为 0.922（2025/2/21）

表 3：可比公司估值表

公司	经调整净利润（亿元）			PE 估值			市值 (亿 CNY)
	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
拼多多	679	1,214	1,398	19	11	9	13,077
美团	233	440	553	39	21	16	9,082
腾讯控股	1,577	2,184	2,387	28	20	18	43,758
百度	287	270	255	8	9	9	2,315
META	2,771	4,490	4,770	45	28	26	124,169
调整后均值				29	17	15	

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所（时间：2025/2/21）

风险提示 宏观消费恢复不及预期，国内商业化效率不及预期，海外业务亏损加大

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
现金及等价物	13,274	12,905	34,123	57,343	84,793	营业收入	94,183	113,470	127,192	141,029	153,437
短期定期存款	8,318	9,874	9,874	9,874	9,874	营业成本	(52,051)	(56,079)	(57,669)	(61,352)	(66,192)
贸易应收款项	6,288	6,457	7,238	8,025	8,731	销售费用	(37,121)	(36,496)	(41,194)	(42,764)	(45,857)
公允价值计量的金融资产	13,087	25,128	25,128	25,128	25,128	管理费用	(3,921)	(3,514)	(2,907)	(3,156)	(3,145)
预付款项及其他流动资产	4,891	5,997	6,567	6,784	7,201	研发费用	(13,784)	(12,338)	(12,337)	(13,368)	(13,151)
流动资产合计	45,859	60,361	82,930	107,154	135,727	其他收入净额	137	1,388	1,873	1,858	1,844
固定资产及使用权资产	24,021	22,755	25,521	28,438	30,787	营业利润	(12,558)	6,431	14,957	22,246	26,936
无形资产	1,123	1,073	1,203	1,334	1,451	财务费用	166	539	254	148	178
公允价值计量的金融资产	3,626	5,245	3,800	4,000	4,000	优先股公允价值变动	0	0	0	0	0
长期定期存款	7,870	9,765	9,765	9,765	9,765	其他收入/亏损	(139)	(81)	(28)	0	0
其他	6,810	7,097	7,564	8,308	8,976	利润总额	(12,531)	6,889	15,183	22,394	27,113
非流动资产合计	43,449	45,935	47,852	51,845	54,979	所得税	(1,158)	(490)	44	(3,337)	(4,040)
资产总计	89,307	106,296	130,782	158,999	190,706	净利润	(13,689)	6,399	15,227	19,057	23,073
应付款项及其他应计费用	33,058	40,193	45,054	49,955	54,350	少数股东	1	3	8	8	2
可转换可赎回优先股	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	(13,691)	6,396	15,219	19,049	23,071
其他	7,652	8,585	9,525	10,562	11,491	经调整净利润	(5,751)	10,271	17,551	20,114	24,324
流动负债合计	40,710	48,778	54,579	60,516	65,841	每股收益 (元)	(3.22)	1.48	3.53	4.42	5.35
可转换可赎回优先股	0	0	0	0	0						
其他	8,760	8,444	9,460	10,485	11,404						
非流动负债合计	8,760	8,444	9,460	10,485	11,404						
负债合计	49,470	57,222	64,039	71,002	77,245						
股本	0	0	0	0	0						
股份溢价	274,473	273,459	273,459	273,459	273,459						
库存股	0	(88)	(88)	(88)	(88)						
其他储备	29,239	33,183	35,625	37,822	40,212						
累计亏损	(263,883)	(257,491)	(242,272)	(223,223)	(200,151)						
股东权益合计	39,830	49,063	66,724	87,970	113,432						
少数股东	8	11	19	27	29						
负债及股东权益	89,307	106,296	130,782	158,999	190,706						

现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元						FY2022A					
利润总额	(12,531)	6,889	15,183	22,394	27,113						
折旧摊销	6,573	7,202	7,433	8,311	5,110						
SBC	6,249	3,570	2,442	2,197	2,390						
优先股公允价值变动	0	0	0	0	0						
营运资金变动	(170)	4,859	3,581	3,783	3,170						
其他	673	(1,684)	(594)	(3,869)	(4,602)						
经营活动现金流	795	20,836	28,045	32,817	33,181						
资本支出	(4,611)	(4,887)	(10,328)	(11,360)	(7,576)						
短期&长期投资	(4,126)	(13,162)	1,829	184	384						
其他	(8,810)	(2,114)	0	0	0						
投资活动现金流	(17,548)	(20,163)	(8,499)	(11,176)	(7,192)						
债券融资	0	0	0	0	0						
股权融资	0	0	0	0	0						
其他	(4,482)	(3,232)	1,673	1,579	1,461						
筹资活动现金流	(4,482)	(3,232)	1,673	1,579	1,461						
汇率变动影响	494	79	0	0	0						
现金净增加额	(20,741)	(2,480)	21,218	23,220	27,450						

成长能力						获利率能力					
FY2022A						FY2022A					
营业收入	16.2%	20.5%	12.1%	10.9%	8.8%	毛利率	44.7%	50.6%	54.7%	56.5%	56.9%
营业利润	-54.7%	-151.2%	132.6%	48.7%	21.1%	净利率	-6.1%	9.1%	13.8%	14.3%	15.9%
归属于母公司净利润	-69.5%	-278.6%	70.9%	14.6%	20.9%	ROE	-32.2%	14.4%	26.3%	24.6%	22.9%
						ROIC	-15.3%	6.0%	11.6%	12.0%	12.1%
偿债能力						营运能力					
资产负债率	55.4%	53.8%	49.0%	44.7%	40.5%	应收账款周转率	10.0	9.6	9.7	9.9	10.0
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	存货周转率	-	-	-	-	-
流动比率	88.8%	80.8%	65.8%	56.5%	48.5%	总资产周转率	1.0	1.2	1.1	1.0	0.9
速动比率	80.5%	72.2%	105.9%	135.5%	168.0%						
每股指标 (元)						估值比率					
每股收益	(3.2)	1.5	3.5	4.4	5.3	市盈率	-	36.3	15.3	12.2	10.1
每股经营现金流	0.2	4.8	6.5	7.6	7.7	市净率	2.4	2.0	1.8	1.6	1.5
每股净资产	9.4	11.4	15.5	20.4	26.3	EV/EBITDA	-	23.2	13.3	9.5	7.9
						EV/EBIT	-	36.0	15.5	10.4	8.6

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。