

快手-W (01024.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

可灵商业化开启，AI 赋能有望加速

业绩简评

2025年3月25日，公司披露2024年四季度及全年业绩公告，2024Q4实现收入354亿元，同比增长8.7%，Non-IFRS净利润47亿元，同比增长+7.8%。2024全年收入1269亿元，同比+11.8%，Non-IFRS净利润177亿元，同比+72.5%。

经营分析

用户数稳中有升，AI 商业化变现初始。2024Q4，快手DAU保持4亿以上，同比增长4.8%，MAU达到7.4亿，同比增长5%，日均使用时长125.6分钟，用户总使用时长同比增长5.8%。AI变现：1) 2024Q4，公司上线可灵AI独立APP，用户量及迅速增长，开启商业化变现至2025年2月，可灵AI累计收入超过人民币1亿元。2) AIGC大幅提升客户营销素材生产效率，2024Q4，AIGC营销素材日均消耗超过人民币3000万元。

线上营销：eCPM提升及外循环广告拉动线上营销服务增长。2024Q4公司线上营销收入206亿元，同比增长13.3%。2024Q4，客户营销服务出价(eCPM)实现高单位数同比提升，成为增长主要驱动力。内循环广告：中小商家消耗提升，全站推产品使用率持续提升，全站推及智能托管产品进行营销推广的总消耗占内循环总消耗比例达到55%，中小商家营销消耗同比提升超过30%；外循环广告：为收入增长主要驱动因素，短剧、小游戏、小说等内容消费行业增速较快。

电商：保持稳健增长，活跃买家数增长为主要驱动力。2024Q4公司电商GMV达到4621亿元，同比增长14.4%。用户：月活跃买家达到1.43亿，同比增长10%，月活用户渗透率达到19.5%。商家：月动销商家数同比增长超过25%，中小商家GMV同比大幅增长(主要由于新商招商政策提升)。

直播：收入降幅收窄，直播生态治理阶段取得阶段性成果。2024Q4公司直播业务收入98亿元，同比下滑2%。供给侧持续优化，扶持中小主播，游戏相关垂类健康发展。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2025/2026/2027年公司NON-IFRS净利润分别为200/250/305亿元，当前股价对应2025/2026/2027年NON-IFRS PE分别为11.08/8.86/7.28X，维持“买入”评级。

风险提示

广告增长不及预期风险；消费疲软导致电商GMV增长不及预期风险；用户增长不及预期风险；AI变现不及预期风险

商贸零售组

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：许孟婕 (执业 S1130522080003)

xumengjie@gjzq.com.cn

市价 (港币)：56.800元

相关报告：

- 《快手-W 港股公司点评：DAU创新高，外循环广告增长强劲》，2024.11.21
- 《快手-W 港股公司点评：AI驱动公司提质增效，盈利能力增强》，2024.8.20
- 《快手-W：业绩超预期，将开启160亿港元回购》，2024.5.23



主要财务指标

| 项目 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 113,470 | 126,898 | 141,322 | 155,200 | 167,400 |
| 营业收入增长率 | 20.48% | 11.83% | 11.37% | 9.82% | 7.86% |
| NON-IFRS 归母净利润(百万元) | 10,271 | 17,716 | 20,031 | 25,047 | 30,459 |
| NON-IFRS 归母净利润增长率 | N.A | 72.49% | 13.07% | 25.04% | 21.60% |
| NON-IFRS 摊薄每股收益(元) | 2.387 | 4.117 | 4.654 | 5.820 | 7.078 |
| 每股经营性现金流净额 | 4.83 | 6.92 | 5.50 | 6.00 | 7.08 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 13.04% | 24.73% | 19.93% | 20.50% | 20.67% |
| P/E | 21.60 | 12.52 | 11.08 | 8.86 | 7.28 |
| P/B | 4.90 | 3.88 | 3.11 | 2.47 | 1.96 |

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (百万元) | | | | | | | 资产负债表 (百万元) | | | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 主营业务收入 | 94,183 | 113,470 | 126,898 | 141,322 | 155,200 | 167,400 | 货币资金 | 13,274 | 12,905 | 12,697 | 27,097 | 48,195 | 70,822 |
| 增长率 | 16.2% | 20.5% | 11.8% | 11.4% | 9.8% | 7.9% | 应收款项 | 10,394 | 11,376 | 11,320 | 14,482 | 15,779 | 17,019 |
| 主营业务成本 | 52,051 | 56,079 | 57,606 | 62,961 | 66,926 | 71,210 | 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 55.3% | 49.4% | 45.4% | 44.6% | 43.1% | 42.5% | 其他流动资产 | 22,190 | 36,080 | 38,852 | 46,390 | 50,110 | 53,508 |
| 毛利 | 42,131 | 57,391 | 69,292 | 78,360 | 88,274 | 96,190 | 流动资产 | 45,859 | 60,361 | 62,869 | 87,969 | 114,084 | 141,349 |
| %销售收入 | 44.7% | 50.6% | 54.6% | 55.4% | 56.9% | 57.5% | %总资产 | 51.3% | 56.8% | 44.9% | 53.2% | 58.8% | 63.0% |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | 268 | 214 | 166 | 1,166 | 1,316 | 1,366 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 固定资产 | 13,215 | 12,356 | 14,804 | 16,244 | 16,918 | 17,552 |
| 销售费用 | 37,121 | 36,496 | 41,105 | 42,998 | 44,040 | 45,198 | %总资产 | 14.8% | 11.6% | 10.6% | 9.8% | 8.7% | 7.8% |
| %销售收入 | 39.4% | 32.2% | 32.4% | 30.4% | 28.4% | 27.0% | 无形资产 | 11,900 | 11,445 | 9,950 | 10,788 | 11,604 | 12,301 |
| 管理费用 | 3,921 | 3,514 | 2,916 | 3,461 | 5,423 | 5,846 | 非流动资产 | 43,449 | 45,935 | 77,004 | 77,372 | 80,013 | 82,895 |
| %销售收入 | 4.2% | 3.1% | 2.3% | 2.4% | 3.5% | 3.5% | %总资产 | 48.7% | 43.2% | 55.1% | 46.8% | 41.2% | 37.0% |
| 研发费用 | 13,784 | 12,338 | 12,199 | 15,144 | 17,158 | 17,868 | 资产总计 | 89,307 | 106,296 | 139,873 | 165,341 | 194,097 | 224,244 |
| %销售收入 | 14.6% | 10.9% | 9.6% | 10.7% | 11.1% | 10.7% | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 息税前利润 (EBIT) | -12,706 | 5,029 | 13,072 | 16,757 | 21,653 | 27,278 | 应付款项 | 23,607 | 27,591 | 27,470 | 31,481 | 33,463 | 35,605 |
| %销售收入 | n.a | 4.4% | 10.3% | 11.9% | 14.0% | 16.3% | 其他流动负债 | 17,103 | 21,187 | 32,358 | 38,581 | 42,369 | 45,198 |
| 财务费用 | -183 | -621 | -236 | -348 | -508 | -923 | 流动负债 | 40,710 | 48,778 | 59,828 | 70,062 | 75,832 | 80,803 |
| %销售收入 | -0.2% | -0.5% | -0.2% | -0.2% | -0.3% | -0.6% | 长期贷款 | 0 | 0 | 11,100 | 11,100 | 11,100 | 11,100 |
| — | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 8,760 | 8,444 | 6,921 | 6,921 | 9,842 | 9,537 |
| — | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 49,470 | 57,222 | 77,849 | 88,083 | 96,774 | 101,440 |
| 投资收益 | -139 | -81 | -29 | 0 | 0 | 0 | 普通股股东权益 | 39,830 | 49,063 | 62,004 | 77,240 | 97,303 | 122,781 |
| %税前利润 | n.a | n.a | n.a | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 其中：股本 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | 2 |
| 营业利润 | -12,706 | 5,029 | 15,988 | 16,757 | 21,653 | 27,278 | 未分配利润 | 28,229 | 37,203 | 62,345 | 77,580 | 97,642 | 123,120 |
| 营业利润率 | n.a | 4.4% | 12.6% | 11.9% | 14.0% | 16.3% | 少数股东权益 | 8 | 11 | 20 | 19 | 20 | 22 |
| 营业外收支 | 131 | 1,320 | -701 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 89,307 | 106,296 | 139,873 | 165,341 | 194,097 | 224,244 |
| 税前利润 | -12,531 | 6,889 | 15,494 | 17,105 | 22,161 | 28,200 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | n.a | 6.1% | 12.2% | 12.1% | 14.3% | 16.8% | | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 所得税 | 1,158 | 490 | 150 | 1,710 | 2,216 | 2,820 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | n.a | 7.1% | 1.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 每股收益 | -3.181 | 1.486 | 3.563 | 3.577 | 4.634 | 5.897 |
| 净利润 | -13,689 | 6,399 | 15,344 | 15,394 | 19,945 | 25,380 | 每股净资产 | 9.255 | 11.401 | 14.408 | 17.948 | 22.610 | 28.530 |
| 少数股东损益 | 1 | 3 | 9 | -1 | 1 | 2 | 每股经营现金净流 | 0.511 | 4.829 | 6.922 | 5.496 | 5.997 | 7.083 |
| 归属于母公司的净利润 | -13,691 | 6,396 | 15,335 | 15,396 | 19,943 | 25,379 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | n.a | 5.6% | 12.1% | 10.9% | 12.9% | 15.2% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | -34.37% | 13.04% | 24.73% | 19.93% | 20.50% | 20.67% |
| | | | | | | | 总资产收益率 | -15.33% | 6.02% | 10.96% | 9.31% | 10.27% | 11.32% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | -28.56% | 8.12% | 16.17% | 15.83% | 16.48% | 17.12% |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | 16.16% | 20.48% | 11.83% | 11.37% | 9.82% | 7.86% |
| | | | | | | | EBIT 增长率 | -55.70% | -139.58% | 159.93% | 28.19% | 29.22% | 25.98% |
| | | | | | | | 净利润增长率 | 82.46% | 146.72% | 139.76% | 0.39% | 29.54% | 27.25% |
| | | | | | | | 总资产增长率 | -3.47% | 19.02% | 31.59% | 18.21% | 17.39% | 15.53% |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 24.4 | 20.8 | 19.2 | 24.6 | 24.3 | 24.3 |
| | | | | | | | 存货周转天数 | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 165.5 | 179.6 | 174.1 | 182.5 | 182.5 | 182.5 |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 51.2 | 39.7 | 42.6 | 42.0 | 39.8 | 38.3 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -46.01% | -62.23% | -35.40% | -50.30% | -60.66% | -68.38% |
| | | | | | | | EBIT 利息保障倍数 | 69.5 | -8.1 | -55.4 | -48.2 | -42.7 | -29.6 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 55.39% | 53.83% | 55.66% | 53.27% | 49.86% | 45.24% |

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |