

快手科技(1024.HK): 收入增速放缓, 可灵大模型带来新契机

- **业绩基本符合预期:** 4Q24 收入人民币 354 亿元, 同比增长 8.7%, 略低于市场预期; 调整后净利润 47 亿元, 同比增长 7.8%, 基本符合预期。
- **广告收入增速回落, 直播收入或企稳:** 4Q24 公司 DAU 4.01 亿, 同比增长 4.8%, MAU 达到 7.36 亿, 同比增长 5.0%, 日均使用时长 126 分钟, 总流量同比增长 5.8%, 基本符合预期。广告收入 206 亿元, 同比增长 13%, 增速较上季度回落, eCPM 录得同比高单位数增长。外循环广告成为主要增长驱动, 尤其在短剧、小游戏和小说等领域。考虑到去年一季度高基数影响, 今年一季度广告收入增速或承压, 全年增速呈现先低后高, 我们预计全年广告增速~14%。直播收入同比下滑 2%, 降幅环比继续收窄, 由于基数影响, 预计今年一季度直播收入同比增长 12%, 但全年维持低个位数增速。其他收入 49 亿元, 同比增长 14.1%, 其中电商 GMV 为 4621 亿元, 同比增长 14.4%, 增速较上季度略有放缓。活跃买家数同比增长 10% 至 1.43 亿, 渗透率达 19.5%, 泛货架电商超大盘增长, GMV 占比达到 30%。我们预计全年电商 GMV 同比增长 13%。随着可灵大模型收入贡献的提升, 预计全年其他收入同比增长近 20%。
- **利润率同比持平, 可灵大模型带来新契机:** 公司毛利率为 54.0%, 同比提升 0.9pp; 调整后净利率 13.3%, 同比基本持平。可灵大模型保持行业领先地位, 目前累计收入超一亿元, 成为国内商业化第一的视频大模型。公司坚定 AI 战略, 看好 AI 对短视频创作的赋能, 目前平台 AIGC 营销素材日均消耗超人民币 3000 万元。公司表示 2025 年加大 AI 投入, 但力度相对可控, 我们预计全年调整后净利率 14%, 基本持平。
- **维持“买入”评级, 调整目标价至 70 港元:** 我们略微调整公司 FY25E 收入预测至 1405 亿, 调整目标价至 70 港元, 对应 FY25E/FY26E 14x/11x P/E。我们看好公司在视频大模型的领先地位, 或为公司增长带来新的动能, 带动估值提升, 维持“买入”评级。
- **投资风险:** 流量增长不及预期; 行业竞争激烈。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	113,470	126,898	140,497	151,515	162,620
经营利润	6,431	15,287	19,134	25,939	27,694
调整后净利润	10,271	17,711	20,021	25,474	26,965
调整后目标 PE (x)			14.0	11.0	10.4

E=浦银国际预测,

资料来源: 公司报告、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2025 年 3 月 26 日

评级

买入

目标价(港元)	70
潜在升幅/降幅	+23%
目前股价(港元)	56.8
52 周内股价区间(港元)	37.6-68.9
总市值(百万港元)	236,694
近 3 月日均成交额(百万港元)	3,305

市场预期区间



股价表现



注: 截至 2025 年 3 月 25 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	113,470	126,898	140,497	151,515	162,620
收入成本	(56,079)	(57,606)	(63,181)	(65,909)	(70,740)
毛利	57,391	69,292	77,315	85,606	91,880
销售费用	(36,496)	(41,105)	(43,160)	(43,939)	(47,160)
管理费用	(3,514)	(2,916)	(3,372)	(3,333)	(3,578)
研发费用	(12,338)	(12,199)	(14,050)	(14,394)	(15,449)
其他营业费用	1,388	2,215	2,400	2,000	2,000
经营盈利	6,431	15,287	19,134	25,939	27,694
财务成本净额	539	236	-	500	500
其他盈利	(81)	(29)	-	-	-
除税前盈利	6,889	15,494	19,134	26,439	28,194
所得税开支	(490)	(150)	(1,913)	(3,966)	(4,229)
年度盈利	6,399	15,344	17,221	22,474	23,965

非通用会计准则

年度盈利	6,399	15,339	17,221	22,474	23,965
股份酬金	3,570	2,349	2,800	3,000	3,000
优先股公允价值变动	-	-	-	-	-
调整后年度盈利	10,271	17,711	20,021	25,474	26,965

现金流量表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
净利润	6,399	15,344	17,221	22,474	23,965
折旧	7,054	4,615	4,497	4,867	5,339
摊销	148	141	123	107	93
营运资金变动	4,859	(121)	1,573	521	1,401
其他调整项	2,321	2,175	2,607	2,792	2,776
经营现金流	20,781	22,153	26,019	30,760	33,574
购买固定资产净额	(4,887)	(5,465)	(6,051)	(6,526)	(7,004)
其他投资现金流	(14,978)	(1,891)	(1,915)	(1,552)	(1,564)
投资现金流	(19,865)	(7,357)	(7,966)	(8,078)	(8,568)
借款净额	-	-	-	-	-
其他融资现金流	(1,364)	-	-	-	-
融资现金流	(1,364)	-	-	-	-

现金及现金等价物净流量	(448)	14,797	18,053	22,682	25,006
汇率变动影响	79	-	-	-	-
年初现金及现金等价物	13,274	12,905	27,702	45,755	68,437
年末现金及现金等价物	12,905	27,702	45,755	68,437	93,443

资产负债表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
物业及设备	12,356	14,092	15,889	17,618	19,304
使用权资产	10,399	9,514	9,271	9,200	9,179
无形资产	1,073	932	809	702	610
金融资产	5,245	5,245	5,245	5,245	5,245
定期存款	6,108	6,831	7,563	8,156	8,754
其他非流动资产	10,754	10,754	10,754	10,754	10,754
非流动资产合计	45,935	47,367	49,531	51,676	53,845
贸易应收账款	6,457	7,221	7,995	8,622	9,254
金融资产	25,128	25,128	25,128	25,128	25,128
定期存款	9,874	11,042	12,226	13,185	14,151
受限制现金	128	128	128	128	128
现金及现金等价物					
其他流动资产	5,869	5,869	5,869	5,869	5,869
流动资产合计	60,361	77,090	97,100	121,369	147,973
资产总额	106,296	124,457	146,631	173,044	201,818
股本及股本溢价	273,371	273,371	273,371	273,371	273,371
其他储备	33,183	33,183	33,183	33,183	33,183
累计亏损	(257,491)	(242,321)	(225,294)	(203,029)	(179,288)
少数股东权益	11	11	11	11	11
权益总额	49,074	64,244	81,271	103,536	127,277
非流动负债合计	8,444	8,444	8,444	8,444	8,444
应付账款	23,601	24,244	26,590	27,738	29,771
其他应付账款及应计费用	25,177	27,526	30,326	33,326	36,326
流动负债合计	48,778	51,770	56,916	61,064	66,097
负债总额	57,222	60,214	65,360	69,508	74,541
权益及负债总额	106,296	124,457	146,631	173,044	201,818

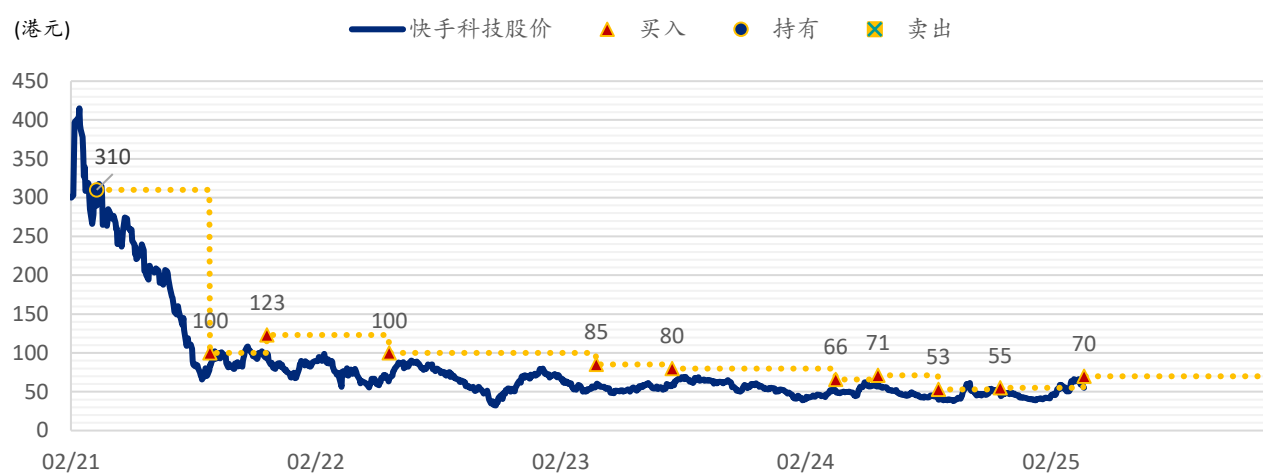
主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
盈利增速					
营业收入增速	20.5%	11.8%	10.7%	7.8%	7.3%
毛利利润增速	36.2%	20.7%	11.6%	10.7%	7.3%
经营利润增速	NM	137.7%	25.2%	35.6%	6.8%
净利润增速	NM	139.8%	12.2%	30.5%	6.6%
调整后净利润增速	NM	72.4%	13.0%	27.2%	5.9%
盈利能力比率					
毛利率	50.6%	54.6%	55.0%	56.5%	56.5%
经营利润率	5.7%	12.0%	13.6%	17.1%	17.0%
净利率	5.6%	12.1%	12.3%	14.8%	14.7%
调整后净利率	9.1%	14.0%	14.2%	16.8%	16.6%
每股指标 (元)					
基本EPS	1.5	3.6	4.0	5.2	5.6
摊薄EPS	1.4	3.5	3.9	5.1	5.4
调整后EPS	2.3	4.0	4.5	5.8	6.1
估值 (倍)					
调整后目标P/E		15.8	14.0	11.0	10.4
目标P/S		2.2	1.9	1.8	1.7

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 快手科技 (1024.HK)

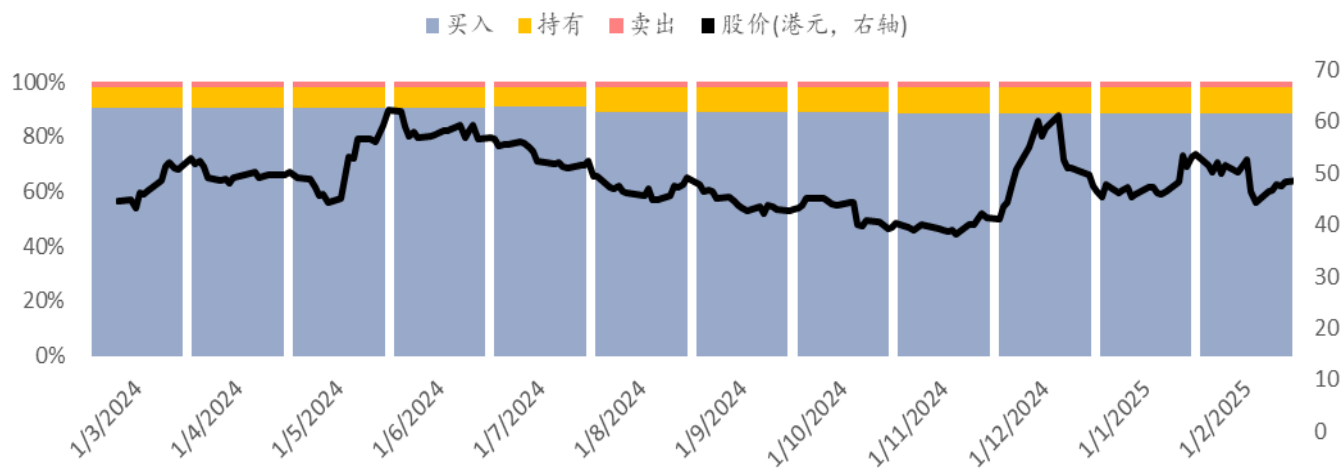


注: 截至 2025 年 3 月 25 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：快手市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：快手 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司盈利水平好于预期
(概率：20%)

目标价：90 港元

- 电商表现优于预期；
- 外循环广告增长优于预期。

悲观情景：公司盈利水平不及预期
(概率：20%)

目标价：39 港元

- 市场竞争激烈导致电商增长不及预期；
- 投入加大导致利润不及预期。

资料来源：浦银国际预测

图表 5：SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	127.70	持有	91.00	18/11/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	132.75	持有	94.00	18/11/2024	电商
9618 HK Equity	京东	161.20	买入	217.00	7/3/2025	电商
JD US Equity	京东	41.47	买入	56.00	7/3/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	125.25	持有	125.00	21/3/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	16.06	持有	14.00	20/11/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	14.96	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	7.74	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.95	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	502.00	买入	700.00	20/3/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	99.74	买入	118.00	24/2/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	154.00	买入	184.00	24/2/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	149.90	买入	177.00	21/1/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	19.31	买入	23.00	21/1/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	11.76	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	37.00	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	4.29	买入	4.20	23/1/2025	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	1.01	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.33	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	7.73	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	158.50	买入	200.00	24/3/2025	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	56.80	买入	70.00	26/3/2025	短视频
780 HK Equity	同程旅行	19.16	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.91	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	38.15	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	15.80	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	12.60	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	3.08	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.10	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	130.30	买入	165.00	5/3/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	22.89	买入	33.00	24/2/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	395.16	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	346.29	买入	535.00	13/2/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	205.71	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	170.56	买入	226.00	12/2/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	172.79	买入	226.00	12/2/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	626.31	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	340.50	买入	380.00	4/3/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	615.88	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	14.25	买入	18.00	19/3/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	54.70	买入	70.00	19/3/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	147.70	买入	190.00	26/2/2025	在线音乐

注：港股、A股收盘价截至2025年3月25日，美股收盘价截至3月25日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(创梦天地 1119.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

