

快手-W (01024.HK)

可灵 AI 收入突破 1 亿元，泛货架 GMV 占比达 30%

公司发布 2024Q4 业绩，实现收入 353.84 亿元，同比增长 8.7%；调整后归母净利润为 47.01 亿元，同比增长 7.8%。

- 日活持续突破 4 亿里程碑，用户粘性保持健康状态。24Q4DAU 为 4.01 亿，同比增长 4.8%，MAU 为 7.35 亿，同比增长 5.0%。DAU/MAU 为 54.5%，同比下降 0.1pct。使用时长为 125.6 分钟，同比提升 0.1 分钟。Kwai 深度扎根巴西市场，Q4 DAU 同比增长 9.3%。
- 商业化维度，各项业务略低于前期彭博一致预期。24Q4 总收入为 353.84 亿元，同比增长 8.7%。1) 24Q4 线上营销服务收入为 206.2 亿元，同比增长 13.3%，彭博一致预期增速为 15.2%。全站推广或智能托管产品总消耗占内循环总消耗的 55%，外循环中短剧、小游戏、小说等行业表现突出。2) 24Q4 其他业务收入为 49.18 亿元，同比增长 14.1%，彭博一致预期增速为 18.5%。GMV 为 4620.94 亿元，同比增长 14.4%。月均动销商家数同比增长超 25%，泛货架占比提升至 30%。3) 24Q4 直播收入为 98.4 亿元，同比下降 2.0%。未签约公会机构数量同比超 30%，签约主播数量同比超 60%。
- 海外持续减亏，利润率持续健康增长。24Q4 毛利为 191.23 亿元，毛利率为 54.0%。24Q4 运营费用为 156.34 亿元，同比增长 9.7%，运营费用率为 44.2%，同比增长 0.4pct。24Q4 销售及营销开支为 113.17 亿元，同比增长 11%，销售费用率为 32%，同比增长 0.7pct。24Q4 行政开支为 8.66 亿元，同比增长 15.2%，管理费用率为 2.4%，同比增长 0.1pct。24Q4 研发开支为 34.51 亿元，同比增长 4.7%，研发费用率为 9.8%，同比下降 0.4pct。24Q4 调整后归母净利润为 47.01 亿元，同比增长 7.8%。24Q4 国内经营利润为 43.61 亿元，国内经营利润率 12.8%。24Q4 海外经营利润为-2.36 亿元，前值为-5.51 亿元。
- 布局未来，可灵 AI 战略卡位视频大模型，收入突破一亿元。24 年 12 月公司推出可灵 1.6 模型，在多个基准测试中均为全球领先。自商业化以来至 2025 年 2 月可灵 AI 累计营业收入超 1 亿元。以全球领先的技术优势和商业化规模持续定义视觉大模型行业标杆，加速产业融合。可灵 AI 的 B 端生态合作伙伴覆盖手机制造、云计算厂商等多领域。
- 维持“强烈推荐”投资评级。我们下调 25-26 年经调整净利润至 200.15/225.61 亿元（前值为 203.26/247.04）亿元，对应经调整 PE 分别为 10.6/9.4x。维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：业务增长不及预期、宏观波动风险、费用高企风险、用户流失风险、监管及舆情风险等。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 113470 | 126898 | 141536 | 152045 | 160661 |
| 同比增长 | 20% | 12% | 12% | 7% | 6% |
| 营业利润(百万元) | 6431 | 15287 | 19240 | 23086 | 26060 |
| 同比增长 | -151% | 138% | 26% | 20% | 13% |
| 归母净利润(百万元) | 6396 | 15335 | 17327 | 19903 | 21926 |
| 同比增长 | -147% | 140% | 13% | 15% | 10% |
| 经调整净利(百万元) | 10271 | 17716 | 20015 | 22561 | 24583 |

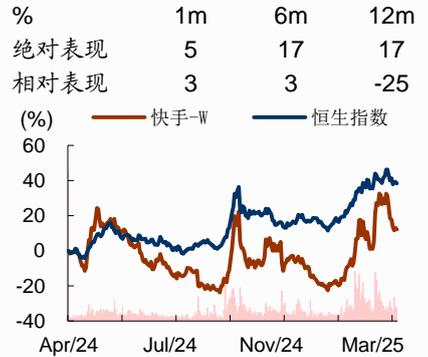
强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/传媒
目标估值: NA
当前股价: 56.1 港元

基础数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本 (百万股) | 4308 |
| 香港股 (百万股) | 3570 |
| 总市值 (十亿港元) | 241.7 |
| 香港股市值 (十亿港元) | 200.3 |
| 每股净资产 (港元) | 14.4 |
| ROE (TTM) | 24.7 |
| 资产负债率 | 55.7% |
| 主要股东 | Vistra Trust |
| 主要股东持股比例 | 17.4106% |

股价表现



相关报告

- 《快手-W (01024) —业绩符合预期, 用户端持续健康增长》2024-11-26
- 《快手-W (01024) —盈利释放符合预期, AI 工具赋能增长》2024-08-23
- 《快手-W (01024) —利润端持续超预期, 160 亿港币回购彰显公司信心》2024-05-25

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

徐帅 S1090523070014

✉ xushuai2@cmschina.com.cn

| | | | | | | |
|--------|------|------|-------|-------|-------|------|
| | 同比增长 | 扭亏 | 72.5% | 13.0% | 12.7% | 9.0% |
| 经调整 PE | | 20.7 | 12.0 | 10.6 | 9.4 | 8.6 |

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 60361 | 62869 | 85349 | 108763 | 133321 |
| 现金及现金等价物 | 12905 | 12697 | 33866 | 56339 | 80125 |
| 交易性金融资产 | 26078 | 27283 | 27283 | 27283 | 27283 |
| 其他短期投资 | 9874 | 11522 | 11522 | 11522 | 11522 |
| 应收账款及票据 | 6457 | 6674 | 7444 | 7997 | 8450 |
| 其它应收款 | 4919 | 4646 | 5182 | 5567 | 5882 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 128 | 47 | 52 | 56 | 60 |
| 非流动资产 | 45935 | 77004 | 77154 | 77304 | 77455 |
| 长期投资 | 15507 | 44514 | 44514 | 44514 | 44514 |
| 固定资产 | 12329 | 14804 | 14954 | 15104 | 15255 |
| 无形资产 | 11499 | 9977 | 9977 | 9977 | 9977 |
| 其他 | 6600 | 7709 | 7709 | 7709 | 7709 |
| 资产总计 | 106296 | 139873 | 162503 | 186067 | 210776 |
| 流动负债 | 48778 | 59828 | 65131 | 68792 | 71576 |
| 应付账款 | 23601 | 27470 | 29941 | 31647 | 32943 |
| 应交税金 | 1222 | 873 | 873 | 873 | 873 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他 | 23955 | 31485 | 34317 | 36272 | 37758 |
| 长期负债 | 8444 | 18021 | 18021 | 18021 | 18021 |
| 长期借款 | 0 | 11100 | 11100 | 11100 | 11100 |
| 其他 | 8444 | 6921 | 6921 | 6921 | 6921 |
| 负债合计 | 57222 | 77849 | 83152 | 86813 | 89597 |
| 股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 储备 | 39830 | 49063 | 62004 | 79331 | 99234 |
| 少数股东权益 | 11 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 归属于母公司所有者权益 | 49063 | 62004 | 79331 | 99234 | 121159 |
| 负债及权益合计 | 106296 | 139873 | 162503 | 186067 | 210776 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 20781 | 29787 | 21036 | 22471 | 23776 |
| 净利润 | 6396 | 15335 | 17327 | 19903 | 21926 |
| 折旧与摊销 | 7202 | | | | |
| 营运资本变动 | 4859 | 0 | 3992 | 2720 | 2010 |
| 其他非现金调整 | 2324 | 14452 | (283) | (152) | (161) |
| 投资活动现金流 | (19865) | (36677) | (150) | (150) | (151) |
| 资本性支出 | (4897) | | (150) | (150) | (151) |
| 出售资产净额 | 10 | | | | |
| 投资增减 | 132874 | | | | |
| 其它 | 312 | (36677) | | | |
| 筹资活动现金流 | (1364) | 6714 | 283 | 152 | 161 |
| 债务增减 | 4073 | | | | |
| 股本增减 | (1081) | | | | |
| 股利支付 | 0 | | | | |
| 其它筹资 | (4356) | 6714 | 283 | 152 | 161 |
| 其它调整 | 0 | | | | |
| 现金净增加额 | (369) | (208) | 21169 | 22473 | 23786 |

资料来源：公司数据、招商证券

注：Wind 尚未公布公司 2024 年现金流量表，表中数据以 NA 列示

利润表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总营业收入 | 113470 | 126898 | 141536 | 152045 | 160661 |
| 主营业务收入 | 113470 | 126898 | 141536 | 152045 | 160660 |
| 营业成本 | 56079 | 57606 | 62788 | 66365 | 69084 |
| 毛利 | 57391 | 69292 | 78748 | 85680 | 91576 |
| 营业支出 | 50960 | 54005 | 59508 | 62594 | 65517 |
| 营业利润 | 6431 | 15287 | 19240 | 23086 | 26060 |
| 利息支出 | (539) | (236) | (283) | (152) | (161) |
| 利息收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 权益性投资损益 | (81) | (29) | 0 | 0 | 0 |
| 其他非经营性损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经常项目损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 除税前利润 | 6889 | 15494 | 19523 | 23238 | 26221 |
| 所得税 | 490 | 150 | 2187 | 3326 | 4285 |
| 经调整净利润 | 10271 | 17716 | 20015 | 22561 | 24583 |
| EPS(元) | 1.48 | 3.56 | 4.02 | 4.62 | 5.09 |

主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 20% | 12% | 12% | 7% | 6% |
| 营业利润 | -151% | 138% | 26% | 20% | 13% |
| 净利润 | -147% | 140% | 13% | 15% | 10% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 50.6% | 54.6% | 55.6% | 56.4% | 57.0% |
| 净利率 | 5.6% | 12.1% | 12.2% | 13.1% | 13.6% |
| ROE | 13.0% | 24.7% | 21.8% | 20.1% | 18.1% |
| ROIC | 12.0% | 20.7% | 21.1% | 20.7% | 19.5% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 53.8% | 55.7% | 51.2% | 46.7% | 42.5% |
| 净负债比率 | 0.0% | 7.9% | 6.8% | 6.0% | 5.3% |
| 流动比率 | 1.2 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 1.9 |
| 速动比率 | 1.2 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 1.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| 存货周转率 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.0 |
| 应收帐款周转率 | 10.4 | 11.2 | 11.8 | 11.6 | 11.5 |
| 应付帐款周转率 | 2.4 | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 2.1 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.48 | 3.56 | 4.02 | 4.62 | 5.09 |
| 每股经营现金 | 4.82 | 6.92 | 4.89 | 5.22 | 5.52 |
| 每股净资产 | 11.37 | 14.40 | 18.43 | 23.05 | 28.14 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 5.09 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 34.8 | 14.5 | 12.8 | 11.2 | 10.1 |
| PB | 4.5 | 3.6 | 2.8 | 2.2 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 19.7 | 17.5 | 13.9 | 11.6 | 10.2 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。