

快手-W (01024.HK)

优于大市

预计 25 年 GMV 保持快于电商大盘增速，可灵商业化变现逐步体现

核心观点

收入同比增长 9%，经调整利润率同比持平。 24Q4，公司营业收入 354 亿元，同比+9%，环比+14%。毛利率 54%，同比+1pct，环比-0.3pct。拆分来看，毛利率提升主要系直播业务分成持续优化，收入分成占收入比例下降 1pct。24Q4 公司销售费用绝对值为 113 亿元，同比+11%。销售费率 32%，同比上涨 1pct，环比下降 1pct。24Q4 公司经调整净利润为 47 亿元，经调整利润率 13.3%，同比持平，环比下降 1pct。

分地区来看：1) 国内收入 341 亿元，同比增长 7%；国内经营利润 44 亿元，经营利润率 12.8%；2) 海外收入 43.6 亿元，经营亏损 2.4 亿元。

运营：24Q4 总流量同比+6%。 24Q4，快手全站 MAU 7.36 亿，同比+5%。DAU 4.01 亿，同比+5%。本季度快手人均日时长为 126 分钟，同比+1%。以 DAUx 时长计算总流量，24Q4 快手总流量同比+6%。公司完成 24 年 DAU 达到 4 亿的目标，我们预计 25 年公司总流量仍可达到约 5% 增长。

商业化：预计 25 年电商 GMV 增长 13%。 1) 直播电商：24Q4，其他业务（主要为直播电商）收入 49 亿元，同比+14%，环比+18%。GMV 4621 亿元，同比+14%，环比+38%。货币化率为 1.06%，同比基本持平。当前公司电商业务核心驱动为付费用户数的提升，电商月活跃买家数同比增长 10%，达到 1.43 亿，月活跃用户渗透率达到 19.5%。公司近一年来，持续推动快手电商生态中特别是中小商家繁荣，电商月均动销商家数同比增长超过 25%。24Q4 中小商家 GMV 同比大幅增长。考虑到宏观环境以及公司策略问题，我们预计 25 年公司电商 GMV 增长 13%。2) 广告：24Q4，广告收入 206.2 亿元，同比+13%，环比+17%。2024Q4 的广告出价 (eCPM) 实现了高单位数的同比增长，是线上营销服务收入增长的主要驱动因素。拆分类型来看，外循环广告增长较好。根据业绩会，短剧、小游戏和小说等内容消费外循环广告发展良好。我们预计 25Q1 广告收入因基数问题增长乏力，25 年总体增长 14-15%。我们预计 25Q1 广告同比增长 7.5%：一方面去年元梦和蛋仔派对等外循环投放高基数，另一方面内循环广告 take rate 下降，低于 GMV 增长，电商生态建设下早期给更多商家冷启扶持。全年来看，我们预计 25 年公司广告收入增速在 14-15%，AI 对在线营销的赋能会逐步释放。3) 直播：24Q4，直播收入 99 亿元，同比-2%，环比+5%。我们预计 25 年直播收入同比回归正增长。

可灵：AI 视频生成领域标杆产品，商业化变现逐步体现。 可灵自 2024 年 6 月发布以来，凭借对标 Sora 的技术实力和多元化的创作功能，迅速成为全球视频生成领域的标杆产品。2024Q4 正式上线了可灵 AI 独立 App，为全球用户提供了网页端和独立 App 多个入口选择。根据业绩会，可灵提供面向 C 端用户会员订阅和 B 端商家 API 接入等途径，当前与包括小米、蓝色光标、AWS 等在内的数千家国内外企业合作。自可灵 AI 开始商业化变现，截至 2025 年 2 月可灵 AI 的累计收入已经超过了人民币 1 亿元。我们预计在 2025 年，可灵 AI 将实现明显收入侧体现，预计总体收入规模在 6000 万美元。

投资建议： 公司电商持续生态调整。AI 产品可灵优秀并在 25 年也将贡献收

公司研究 · 海外公司财报点评

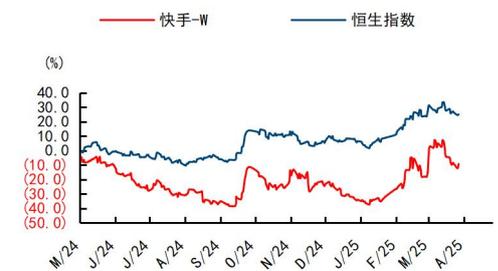
互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 **证券分析师：陈淑媛**
 0755-81982651 021-60375431
 zhanglunke@guosen.com.cn chenshuyuan@guosen.com.cn
 S0980521120004 S0980524030003

基础数据

| | |
|-------------|--------------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | 70.00 - 93.00 港元 |
| 收盘价 | 56.15 港元 |
| 总市值/流通市值 | 241910/200437 百万港元 |
| 52 周最高价/最低价 | 68.90/37.55 港元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 3447.59 百万港元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《快手-W (01024.HK) -DAU 超过 4 亿，电商 GMV 稳健增长》——2024-11-22
- 《快手-W (01024.HK) -电商 GMV 同比增长 15%，观察销售费用变化》——2024-08-22
- 《快手-W (01024.HK) -利润节奏释放良好，推出 160 亿港元回购计划》——2024-05-27
- 《快手-W (01024.HK) -24 年收入端稳健增长，利润端持续释放》——2024-03-24
- 《快手-W (01024.HK) -23Q4 业绩前瞻：收入侧稳健增长，利润侧释放节奏良好》——2024-01-24

入。今年公司在 AI 方面的投入对经调整净利润率的影响在 1-2%的水平。考虑到研发投入，我们下调公司盈利预测，预期 25-27 年经调整利润 201/238/275 亿元（下调幅度-8%/-7%/0%）。继续维持“优于大市”评级。

风险提示：政策及监管风险，宏观经济恢复较慢的风险，短视频竞争格局恶化的风险，销售费率提升的风险等。

| 盈利预测和财务指标 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入(百万元) | 126,898 | 141,983.4 | 156,855.0 | 171,497.2 | 181,787.0 |
| (+/-%) | 11.8% | 11.9% | 10.5% | 9.3% | 6.0% |
| 调整后净利润(百万元) | 18,308 | 20,141.3 | 23,795.3 | 27,572.1 | 29,676.4 |
| (+/-%) | 78.2% | 10.0% | 18.1% | 15.9% | 7.6% |
| 每股收益(元)-调整后 | 4.40 | 4.84 | 5.72 | 6.63 | 6.54 |
| EBIT Margin | 11.2% | 12.6% | 14.2% | 15.5% | 17.9% |
| 净资产收益率 (ROE) | 24.7% | 20.1% | 19.4% | 19.5% | 19.1% |
| 市盈率 (PE) —调整后 | 11.8 | 10.7 | 9.1 | 7.8 | 7.3 |
| EV/EBITDA | 14.9 | 13.9 | 11.9 | 10.5 | 9.0 |
| 市销率 (PS) | 1.70 | 1.52 | 1.38 | 1.26 | 1.19 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

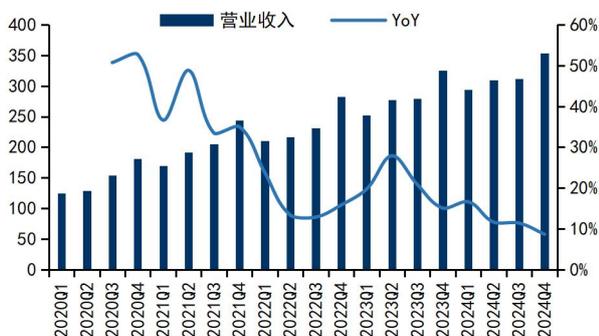
业绩概览：收入同比增长 9%，经调整利润率同比持平

营业收入同比+9%。24Q4，公司营业收入 354 亿元，同比+9%，环比+14%。毛利率 54%，同比+1pct，环比-0.3pct。拆分来看，毛利率提升主要系直播业务分成持续优化。收入分成占收入比例下降 1pct。

经调整净利润 47 亿元，经调整利润率同比持平。24Q4 公司销售费用绝对值为 113 亿元，同比+11%。销售费率 32%，同比上涨 1pct，环比下降 1pct。24Q4 公司经调整净利润为 47 亿元，经调整利润率 13.3%，同比持平，环比下降 1pct。

分地区来看：1) 国内收入 341 亿元，同比增长 7%；国内经营利润 44 亿元，经营利润率 12.8%；2) 海外收入 43.6 亿元，经营亏损 2.4 亿元。

图1：快手总收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：快手毛利润以及毛利率（亿元，%）



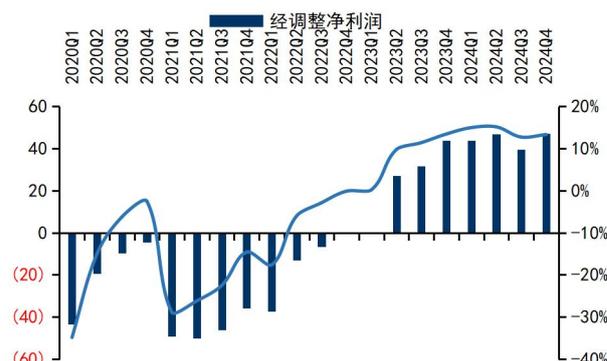
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：快手各项费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：快手经调整利润以及经调整利润率（亿元，%）



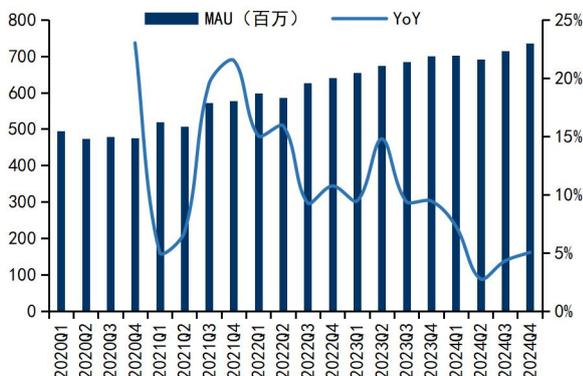
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

运营：24Q4 总流量同比+6%

24Q4，快手全站 MAU 7.36 亿，同比+5%，环比+3%。DAU 4.01 亿，同比+5%，环比

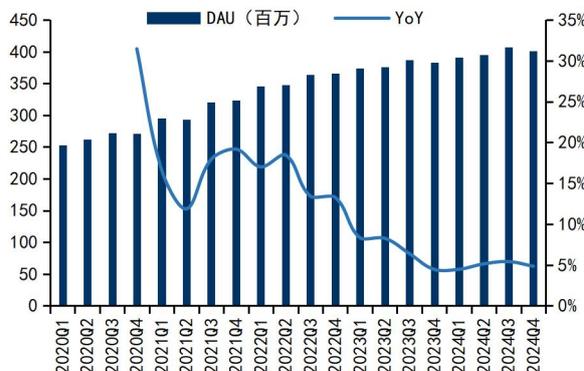
-2%。本季度快手人均日时长为 126 分钟，同比+1%。以 DAUx 时长计算总流量，24Q4 快手总流量同比+6%。公司完成 24 年 DAU 达到 4 亿的目标，我们预计在此基础上，25 年公司总流量仍可达到约 5% 增长。

图5: 快手 MAU 以及增速



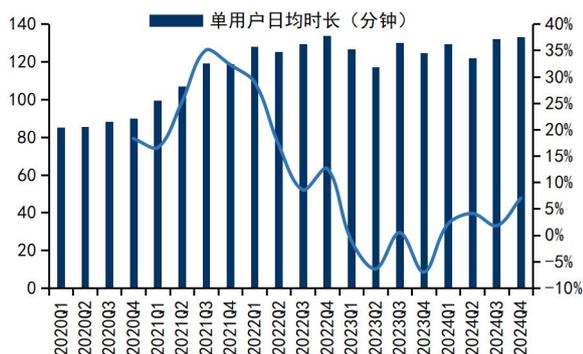
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 快手 DAU 以及增速



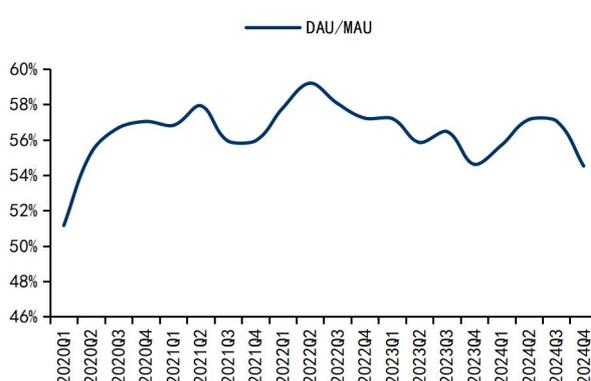
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 快手人均日时长以及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 快手 DAU/MAU (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

商业化: 预计 25 年电商 GMV 增长 13%

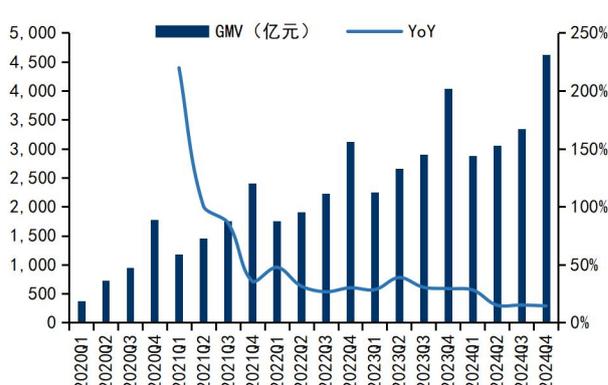
直播电商: 24Q4GMV 同比增长 14%，收入同比增长 14%。24Q4，其他业务（主要为直播电商）收入 49 亿元，同比+14%，环比+18%。GMV4621 亿元，同比+14%，环比+38%。货币化率为 1.06%，同比基本持平。当前公司电商业务核心驱动为付费用户数的提升，电商月活跃买家数同比增长 10%，达到 1.43 亿，月活跃用户渗透率达到 19.5%。公司近一年来，持续推动快手电商生态中特别是中小商家繁荣，电商月均动销商家数同比增长超过 25%。24Q4 中小商家 GMV 同比大幅增长。考虑到宏观环境以及公司策略问题，我们预计 25 年公司电商 GMV 增长 13%。

图9：快手其他业务收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：快手电商 GMV 以及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

广告：24Q4 收入同比增长 13%。24Q4，广告收入 206.2 亿元，同比+13%，环比+17%。2024Q4 的广告出价 (eCPM) 实现了高单位数的同比增长，是线上营销服务收入增长的主要驱动因素。拆分类型来看，外循环广告增长较好。根据业绩会，短剧、小游戏和小说等内容消费外循环广告发展良好。**我们预计 25Q1 广告收入因基数问题增长乏力，25 年总体增长 14-15%。**我们预计 25Q1 广告同比增长 7.5%：一方面去年元梦和蛋仔派对等外循环投放高基数，另一方面内循环广告 take rate 下降，低于 GMV 增长，电商生态建设下早期给更多商家冷启扶持。全年来看，我们预计 25 年公司广告收入增速在 14-15%，AI 对在线营销的赋能会逐步释放。

直播：24Q4 收入同比下降 7%。24Q4，直播收入 99 亿元，同比-2%，环比+5%。我们预计 25 年直播收入同比回归正增长。

图11：快手广告业务收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：快手直播收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

可灵：视频生成领域标杆产品，商业化变现逐步体现

可灵自 2024 年 6 月发布以来，凭借对标 Sora 的技术实力和多元化的创作功能，迅速成为全球视频生成领域的标杆产品。2024Q4 正式上线了可灵 AI 独立 App，为全球用户提供了网页端和独立 App 多个入口选择。根据业绩会，可灵提供面向 C 端用户会员订阅和 B 端商家 API 接入等途径，当前与包括小米、蓝色光标、AWS 等在内的数千家国内外企业合作。自可灵 AI 开始商业化变现，截至 2025 年 2 月可灵 AI 的累计收入已经超过了人民币 1 亿元。我们预计在 2025 年，可灵 AI 将实现明显收入侧体现，预计总体收入规模在 6000 万美元。

投资建议：维持“优于大市”评级

公司电商持续生态调整，今年预计电商 GMV 增长 13%。AI 产品可灵优秀并在 25 年也将贡献收入。今年公司在 AI 方面的投入对经调整净利润率的影响在 1-2%的水平。考虑到研发投入，我们下调公司盈利预测，预期 25-27 年经调整利润 201/238/275 亿元（下调幅度-8%/-7%/0%）。继续维持“优于大市”评级。

风险提示

政策及监管风险，宏观经济恢复较慢的风险，短视频竞争格局恶化的风险，销售费率提升的风险，不同业务在商业发展中博弈的风险，估值的风险。

财务预测与估值

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 现金及现金等价物 | 12697 | 23547 | 32240 | 40863 | 营业收入 | 126898 | 141983 | 156855 | 171497 |
| 应收款项 | 11320 | 12666 | 13992 | 15298 | 营业成本 | 57606 | 62062 | 66097 | 70060 |
| 存货净额 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 47 | 53 | 58 | 64 | 销售费用 | 36496 | 44015 | 48625 | 53164 |
| 流动资产合计 | 62869 | 75071 | 87035 | 99007 | 管理费用 | 18587 | 17972 | 19831 | 21661 |
| 固定资产 | 14804 | 10645 | 6486 | 2326 | 财务费用 | (809) | 26 | (169) | (343) |
| 无形资产及其他 | 54325 | 67627 | 85065 | 110203 | 投资收益 | 0 | (29) | (29) | (29) |
| 投资性房地产 | 7709 | 7709 | 7709 | 7709 | 资产减值及公允价值变动 | 1388 | 775 | 775 | 775 |
| 长期股权投资 | 166 | 221 | 277 | 332 | 其他收入 | (912) | 293 | 293 | 293 |
| 资产总计 | 139873 | 161273 | 186571 | 219578 | 营业利润 | 15494 | 18947 | 23511 | 27993 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外净收支 | 0 | (1388) | (2215) | (1201) |
| 应付款项 | 28343 | 30197 | 32330 | 34425 | 利润总额 | 15494 | 17559 | 21296 | 26792 |
| 其他流动负债 | 31485 | 35324 | 38445 | 41515 | 所得税费用 | 150 | 1932 | 2556 | 3483 |
| 流动负债合计 | 59828 | 65521 | 70775 | 75940 | 少数股东损益 | 9 | 10 | 12 | 16 |
| 长期借款及应付债券 | 11100 | 11100 | 11100 | 11100 | 归属于母公司净利润 | 15335 | 15618 | 18728 | 23294 |
| 其他长期负债 | 6921 | 9228 | 11535 | 13842 | | | | | |
| 长期负债合计 | 18021 | 20328 | 22635 | 24942 | 现金流量表(百万元) | | | | |
| 负债合计 | 77849 | 85849 | 93410 | 100882 | 净利润 | 15335 | 15618 | 18728 | 23294 |
| 少数股东权益 | 20 | 30 | 43 | 58 | 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 62004 | 77622 | 96350 | 119644 | 折旧摊销 | 6721 | 5159 | 5159 | 5159 |
| 负债和股东权益总计 | 139873 | 161273 | 186571 | 219578 | 公允价值变动损失 | (1388) | (775) | (775) | (775) |
| | | | | | 财务费用 | (809) | 26 | (169) | (343) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 8555 | 6649 | 6228 | 6161 |
| 每股收益-调整后 | 4.40 | 4.84 | 5.72 | 6.63 | 其它 | (16107) | (15744) | (18652) | (23122) |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流 | 13117 | 10906 | 10688 | 10716 |
| 每股净资产 | 14.39 | 18.02 | 22.36 | 27.77 | 资本开支 | (7822) | 0 | 0 | 0 |
| ROIC | -- | -- | -- | -- | 其它投资现金流 | (2853) | 0 | (1940) | (2037) |
| ROE | 25% | 20% | 19% | 19% | 投资活动现金流 | (10627) | (55) | (1996) | (2093) |
| 毛利率 | 55% | 56% | 58% | 59% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 11% | 13% | 14% | 16% | 负债净变化 | 11100 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 16% | 16% | 18% | 19% | 支付股利、利息 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 12% | 12% | 10% | 9% | 其它融资现金流 | (24898) | 0 | 0 | 0 |
| 经调整净利润增长率 | 78% | 10% | 18% | 16% | 融资活动现金流 | (2698) | 0 | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 56% | 53% | 49% | 46% | 现金净变动 | (208) | 10850 | 8692 | 8623 |
| 息率 | 0% | 0% | 0% | 0% | 货币资金的期初余额 | 12905 | 12697 | 23547 | 32240 |
| P/E-调整后 | 11.8 | 10.7 | 9.1 | 7.8 | 货币资金的期末余额 | 12697 | 23547 | 32240 | 40863 |
| P/B | 3.8 | 3.0 | 2.4 | 2.0 | 企业自由现金流 | 21525 | 31715 | 36366 | 41391 |
| EV/EBITDA | 14.9 | 13.9 | 11.9 | 10.5 | 权益自由现金流 | 8529 | 31686 | 36555 | 41778 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032