

# 快手-W (01024.HK)

## 可灵 AI 迭代 2.0，产品与变现共进

快手可灵 AI 发布 2.0 版本。4 月 15 日，快手旗下可灵 AI 举行“灵感成真”2.0 模型发布会，宣布基座模型再次升级，并发布了可灵 2.0 视频生成模型及可图 2.0 图像生成模型。本次，可灵 AI 宣布了 AI 视频生成的全新理念“Multi-modal Visual Language (MVL)”，由语义骨架+多模态描述词组成，通过对基础方向和精细控制的把握，来实现创意表达。在快手的测评中，文生视频领域，可灵 2.0 对比谷歌 Veo2 的胜负比为 205%，对比 Sora 的胜负比达 367%。

可灵 AI 的商业化采取 C 端和 B 端并行。从 C 端看，可灵 AI 全球用户规模已突破 2200 万，2024 年 6 月至今 MAU 增长 25 倍。从 B 端看，全球超过 1.5 万开发者已经通过 API 接入的方式使用可灵 AI。

**快手基本面稳健、盈利提升显著。**2024 年，快手实现收入 1269 亿，同比增长 11.8%。其中，直播/广告/其他收入各同比变动-5%/+20%/+23%。

公司 2024 年毛利率达 54.6%，同比提升 4.0pct。2024 年公司经调整净利润达 177 亿元，同比增长 72.5%；经调整净利润率达 14%、稳步提升。

**电商：货架及短视频等形态高增。**2024 年快手电商 GMV 达 1.39 万亿，同比增长约 17%。商家端，2024Q4 月均动销商家数同比增长超 25%。用户端，2024Q4 电商月活跃买家数达 1.43 亿人。场域角度，2024Q4 快手泛货架电商在全部 GMV 中占比达 30%，短视频电商 GMV 亦同增 50%。

**广告：营销产品升级支持内外循环增长。**2024 年快手广告收入增速超 20%。内循环方面，2024Q4 使用全站推广和智能托管产品的商家消耗在内循环占比达 55%。外循环方面，短剧、小游戏、小说等行业增长较快，使得外循环成为广告收入增速的主要驱动力。UAX 营销产品在 2024Q4 占到外循环总消耗的 55%以上。

**直播：内容治理见效，创新业务顺利推进。**伴随快手的直播内容生态治理初见效果，快手 2024Q4 签约公会机构数同比增长 30%，签约公会的主播数量同比增长超 60%。新业务方面，2024Q4 快聘业务日均投递简历用户数同增超 100%，理想家日均线索规模同比增长超 260%。

**投资建议：**我们看好快手在业务稳健增长的同时，积极推进可灵 AI 的产品迭代和商业化探索。我们预计快手 2025-2027 年收入 1412/1545/1664 亿元，同增 11%/9%/8%，调整后归母净利润 196/251/306 亿元，同增 10%/28%/22%。我们给予快手合理目标价为 72 港元，对应 15x 2025e P/E，重申“买入”评级。

**风险提示：**电商 GMV 不及预期，广告投放需求减少，宏观环境变化超预期，AI 进展慢于预期，等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	113,470	126,898	141,176	154,472	166,419
增长率 yoy (%)	20	12	11	9	8
调整后归母净利润(百万元)	10,271	17,716	19,559	25,065	30,611
增长率 yoy (%)	279	72	10	28	22
EPS 最新摊薄(元/股)	2.4	4.1	4.5	5.8	7.1
净资产收益率(%)	20.9	28.6	24.9	25.0	24.1
P/E(倍)	19.4	11.2	10.2	8.0	6.5
P/S(倍)	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2

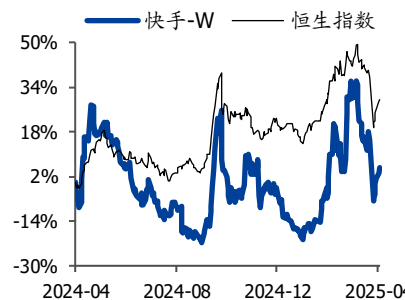
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 15 日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

行业	海外
前次评级	买入
04 月 15 日收盘价(港元)	51.20
总市值(百万港元)	220,648.36
总股本(百万股)	4,305
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	72.10

### 股价走势



### 作者

分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号: S0680524070003

邮箱: liuling3@gszq.com

### 相关研究

- 《快手-W (01024.HK): 电商形态多元, 广告强劲增长》 2024-08-22
- 《快手-W (01024.HK): 电商持续增长, 利润加速释放》 2024-05-29
- 《快手-W (01024.HK): 内循环亮眼, 盈利超预期》 2024-04-09

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	60361	62869	73639	106920	127775
现金	12905	12697	6493	26369	29122
应收账款	6457	6674	9012	8151	11264
预付账款	4919	4646	5120	5224	6051
短期定期存款	9874	11522	12522	13522	14522
其他流动资产	26206	27330	40492	53654	66816
<b>非流动资产</b>	45935	77004	77345	77740	78160
固定资产	12356	14831	14335	13969	13699
无形资产	1073	1059	1896	2657	3347
使用权资产	10399	8891	8891	8891	8891
长期定期存款	9765	19856	19856	19856	19856
递延所得税资产	6108	6604	6604	6604	6604
其他非流动资产	6234	25763	25763	25763	25763
<b>资产总计</b>	106296	139873	150984	184660	205935
<b>流动负债</b>	48778	59828	54321	66338	60827
银行借款	0	0	100	200	300
应付账款	23601	27470	24153	30523	27404
其他流动负债	25177	32358	30068	35615	33123
<b>非流动负债</b>	8444	18021	18021	18021	18021
租赁负债	8405	6765	6765	6765	6765
其他非流动负债	39	11256	11256	11256	11256
<b>负债合计</b>	57222	77849	72342	84359	78848
少数股东权益	11	20	20	20	20
股本	0	0	0	0	0
累计亏损	-257491	-242164	-225546	-203887	-177101
储备及其他	33183	35776	35776	35776	35776
归属母公司股东权益	49063	62004	78622	100281	127067
<b>负债和股东权益</b>	106296	139873	150984	184660	205935

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	20781	30008	12755	38835	21712
除税前利润	6889	15494	19102	24895	30789
固定资产折旧	3989	3763	4414	4283	4187
无形资产摊销	148	143	142	219	289
营运资金变动	4859	10757	-8420	12675	-9551
其他经营现金流	4896	-150	-2483	-3236	-4003
<b>投资活动现金流</b>	-19865	-19707	-19059	-19059	-19059
购入物业、厂房及设备	-4897	-4897	-4897	-4897	-4897
其他投资现金流	-14968	-14810	-14162	-14162	-14162
<b>筹资活动现金流</b>	-1364	0	100	100	100
借款所得款项	0	0	100	100	100
发行普通股所得款项	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1364	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-448	-176	-6204	19876	2753

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	113470	126898	141176	154472	166419
营业成本	56079	57606	62784	66497	69979
销售及营销开支	36496	41105	43979	46269	47852
行政开支	3514	2916	3383	3547	3655
研发开支	12338	12199	14621	15690	16568
其他收入	978	533	381	0	0
其他收益/(亏损)净额	410	1682	2000	2000	2000
<b>营业利润</b>	6431	15287	18790	24470	30364
财务费用净额	539	236	312	425	425
可转换可赎回优先股公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	6889	15494	19102	24895	30789
所得税(开支)/收益	-490	-150	-2483	-3236	-4003
<b>净利润</b>	6399	15344	16618	21658	26786
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	6399	15344	16618	21658	26786
<b>调整后净利润</b>	10271	17716	19559	25065	30611
<b>调整后BPS (元)</b>	2.4	4.1	4.5	5.8	7.1

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	20.5	11.8	11.3	9.4	7.7
营业利润(%)	151.2	137.7	22.9	30.2	24.1
归属于母公司净利润(%)	146.7	139.8	8.3	30.3	23.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	50.6	54.6	55.5	57.0	57.9
净利率(%)	5.6	12.1	11.8	14.0	16.1
ROE(%)	20.9	28.6	24.9	25.0	24.1
ROIC(%)	9.5	20.9	18.1	19.5	19.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	53.8	55.7	47.9	45.7	38.3
净负债比率(%)	-26.3	-20.5	-8.1	-26.1	-22.7
流动比率	1.2	1.1	1.4	1.6	2.1
速动比率	1.0	0.9	1.1	1.4	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
应收账款周转率	17.8	19.3	18.0	18.0	17.1
应付账款周转率	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.4	4.1	4.5	5.8	7.1
每股经营现金流(最新摊薄)	4.8	7.0	3.0	9.0	5.0
每股净资产(最新摊薄)	11.4	14.4	18.3	23.3	29.5
<b>估值比率</b>					
P/E	20.3	11.7	10.6	8.3	6.8
P/S	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	14.5	11.0	10.4	8.2	6.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 15 日收盘价

图表 1: 快手财务预测: 年度

	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>收入 (百万元)</b>	113,470	126,898	141,176	154,472	166,419
直播	39,054	37,061	38,092	38,423	39,562
广告	60,304	72,419	82,786	93,202	101,716
其他 (电商、游戏、其他增值服务)	14,112	17,418	20,298	22,847	25,141
<b>增速 YOY</b>					
<b>收入</b>	20%	12%	11%	9%	8%
直播	10%	-5%	3%	1%	3%
线上营销服务	23%	20%	14%	13%	9%
其他 (电商、游戏、其他增值服务)	45%	23%	17%	13%	10%
<b>毛利 (百万元)</b>	57,391	69,292	78,392	87,975	96,439
<b>毛利率</b>	50.6%	54.6%	55.5%	57.0%	57.9%
<b>销售费用率</b>	32%	32%	31%	30%	29%
<b>管理费用率</b>	3%	2%	2%	2%	2%
<b>研发费用率</b>	11%	10%	10%	10%	10%
<b>经调整经营利润 (百万元)</b>	10,303	17,659	21,731	27,876	34,189
<b>经调整经营利润率</b>	9.1%	13.9%	15.4%	18.0%	20.5%
<b>经调整净利润 (百万元)</b>	10,271	17,716	19,559	25,065	30,611
<b>经调整净利润率</b>	9.1%	14.0%	13.9%	16.2%	18.4%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 快手财务预测: 季度

	2025Q1e	2025Q2e	2025Q3e	2025Q4e	2026Q1e	2026Q2e	2026Q3e	2026Q4e
<b>收入 (百万元)</b>	31,870	34,826	34,975	39,505	35,371	37,657	38,394	43,051
直播	9,146	9,669	9,452	9,825	9,419	9,158	9,731	10,116
广告	18,099	20,329	20,518	23,840	20,632	22,987	23,079	26,503
其他 (电商、游戏及其他)	4,625	4,828	5,005	5,841	5,321	5,512	5,583	6,432
<b>增速 yoy</b>								
<b>收入</b>	8%	12%	12%	12%	11%	8%	10%	9%
直播	7%	4%	1%	0%	3%	-5%	3%	3%
线上营销服务	9%	16%	16%	16%	14%	13%	12%	11%
其他 (电商、游戏及其他)	11%	16%	20%	19%	15%	14%	12%	10%
<b>毛利 (百万元)</b>	17,420	19,227	19,501	22,244	20,005	21,392	21,907	24,672
毛利率	54.7%	55.2%	55.8%	56.3%	56.6%	56.8%	57.1%	57.3%
<b>销售费用率</b>	31%	31%	32%	30%	30%	30%	31%	29%
<b>管理费用率</b>	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
<b>研发费用率</b>	10%	10%	10%	11%	10%	10%	10%	11%
<b>经调整经营利润 (百万元)</b>	4,801	5,415	5,054	6,461	6,316	6,820	6,623	8,117
<b>经调整经营利润率</b>	15.1%	15.5%	14.5%	16.4%	17.9%	18.1%	17.3%	18.9%
<b>经调整净利润 (百万元)</b>	4,325	4,872	4,559	5,804	5,683	6,132	5,964	7,285
<b>经调整净利润率</b>	13.6%	14.0%	13.0%	14.7%	16.1%	16.3%	15.5%	16.9%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com