

公司研究

业绩略超预期，可灵 AI 商业化加速成潜在估值增量

——快手-W (1024.HK) 25 年一季度业绩点评

要点

事件: 2025年5月27日快手-W发布25Q1业绩公告，业绩整体略好于预期，该季度公司实现总收入326亿元人民币，同比+10.9% (vs 一致预期323亿元)；经调整净利润45.8亿元人民币，同比+4.4% (vs 一致预期45.0亿元)。

毛利率、经营利润符合预期，经调整净利润小超预期: 25Q1 公司: 1) 毛利率54.6% (yoy-0.2pcts, 符合预期)，主要系毛利率较低的直播收入占比提升，AI 算力投入影响或将在后续季度体现。2) 经营利润42.6亿元 (yoy+6.6%，符合预期)。销售费用99亿元 (yoy+5.5%)，或因对于商业化短剧、电商等增长业务的补贴推广增加，部分被用户生态的运营效率提升抵消。研发费用33亿元 (yoy+16.0%)，或因对于可灵等 AI 相关业务的人员投入增加。3) 所得税开支2.6亿元，所得税率6.1% (yoy+6.5pcts)，因基于税务亏损确认的递延所得税收益减少，预计25年后续季度仍将保持正向的所得税率。

核心业务: 广告略好于偏谨慎预期，电商增速符合预期。 25Q1 公司: 1) **在线营销:** 收入180亿元 (yoy+8%，vs 预期179亿元)。AI 大模型持续提升营销素材转化效率。外循环驱动增长，本地生活营销消耗yoy+超50%，**内容消费、本地生活行业有望在后续季度保持增量贡献。**内循环中推广智能体4.0或智能托管产品占比60%，持续优化广告基础设施，**后续季度有望通过对泛货架等场域的变现驱动内循环广告增长。**2) **电商:** GMV 3323亿元 (yoy+15.4%，基本符合预期)，月活跃买家数1.35亿 (yoy+7.1%)。供给持续丰富，新入驻快手商家数同比增长超30%，多元场域深度经营，泛货架电商GMV持续超大盘增长，占总GMV比例达约30%，短视频电商GMV同比增长超40%。**25Q2在618大促活动和快手持续扶持中小商家的驱动下，电商GMV较快增长有望维持。**3) **直播打赏:** 98亿元 (yoy+14.4%，vs 预期96亿元)。季度末签约公会机构数量同比增长超25%，签约公会主播数同比增长超40%。

成长业务: 可灵 AI 商业化变现加速。 1) 可灵 AI 已广泛应用于广告、短剧、和智能终端等多行业，**25Q1 可灵收入超1.5亿元**，驱动其他收入超预期增长15.2%至48.2亿元 (vs 预期47.7亿元)。2) 本地生活收入yoy+2倍，月付费用户数yoy+73%。海外收入13亿元 (yoy+33%)，OP首次转正。3) **用户总使用时长yoy+6%**。平均DAU/MAU分别为4.1亿/7.1亿 (yoy+4%/+2%)。

盈利预测、估值与评级: 25Q1 利润端小幅超预期，可灵 AI 有望持续贡献收入增量，小幅上调公司2025-27年经调整净利润预测至201.3/241.8/277.0亿元 (相对上次预测分别+0.9%/+0.6%/+0.1%)。基本面相对稳健，潜在估值增量来自可灵 AI，根据 AI 产品榜数据，25M4 可灵 web 端访问量2020万，环比+19%；25Q1 快手 AIGC 营销素材日均广告消耗3000万元，关注 AI 多模态产业进展带来催化，维持目标价68.8港元，维持“买入”评级。

风险提示: AI 应用进展不及预期风险，用户增长不及预期风险，宏观经济复苏不及预期风险，广告收入增长不及预期风险，电商货币化进展不及预期风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万人民币元)	113,470	126,898	142,603	155,948	167,172
营业收入增长率	20.5%	11.8%	12.4%	9.4%	7.2%
Non-IFRS 归母净利润 (百万人民币元)	10,271	17,716	20,125	24,179	27,701
Non-IFRS 归母净利润增长率	NA	72.5%	13.6%	20.1%	14.6%
Non-IFRS EPS (元)	2.38	4.11	4.69	5.63	6.46
Non-IFRS P/E	20.75	12.03	10.59	8.82	7.69

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价截至2025-05-29, 汇率1港币=0.9165人民币

买入 (维持)

当前价/目标价: 54.20/68.8 港元

作者

分析师: 付天姿

执业证书编号: S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师: 赵越

执业证书编号: S0930524020001

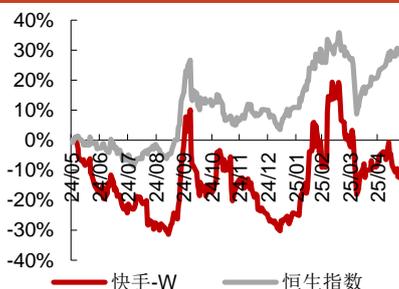
021-52523690

zhaoyue1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	42.91
总市值(亿港元):	2,325.98
一年最低/最高(港元):	37.55-68.9
近3月换手率(%):	153.2

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.4	-0.7	-29.4
绝对	6.7	1.6	-4.2

资料来源: Wind

相关研报

基本面增长放缓，关注可灵 AI 生态、商业化加速发展——快手科技 (1024.HK) 24 年四季度业绩及可灵 AI 动态点评 (2025-03-31) 各业务符合预期，推广开支致营销费用率提升——快手科技 (1024.HK) 2024 年三季度业绩点评 (2024-11-23)

电商 GMV 增长放缓，利润端仍超预期——快手科技 (1024.HK) 2024 年二季度业绩点评 (2024-08-27)

电商驱动 24Q1 利润超预期高增，估值具备向上弹性——快手科技 (1024.HK) 24Q1 业绩前瞻 (2024-4-26)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	113,470	126,898	142,603	155,948	167,172
营业成本	56,079	57,606	63,744	68,461	72,385
折旧和摊销	7,202	7,202	7,242	8,732	10,507
营业税费	0	0	0	0	0
销售费用	36,496	41,105	43,637	46,472	48,981
管理费用	15,852	15,115	17,825	19,026	19,893
财务费用	-539	-236	-232	-262	-263
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	384	1,684	1,684	1,684	1,684
营业利润	5,966	14,992	19,363	23,890	27,847
营业外支出	55	31	80	80	80
利润总额	6,889	15,494	19,783	24,560	28,517
所得税	490	150	1,978	2,702	3,137
净利润	6,399	15,344	17,805	21,859	25,381
少数股东损益	3	9	10	13	15
归属母公司净利润	6,396	15,335	17,795	21,846	25,366
non-ifs 归母净利润	10,271	17,716	20,125	24,179	27,701

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	20,781	29,787	13,286	37,029	42,351
投资活动产生现金流	-19,865	-36,677	-20,821	-20,536	-19,533
融资活动现金流	-1,364	6,714	6,515	7,047	7,297
净现金流	-448	-448	-1,021	23,540	30,115

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	106,296	139,873	156,297	194,652	236,732
货币资金	22,907	24,266	23,245	46,784	76,899
交易型金融资产	25,128	27,050	27,050	27,050	27,050
应收账款	6,457	6,674	8,373	9,127	9,786
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	950	233	909	994	1,065
存货	0	0	0	0	0
流动资产	60,361	62,869	64,830	89,597	120,767
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	214	166	166	166	166
固定资产	22,755	23,722	23,402	23,588	23,015
无形资产	1,073	1,059	1,279	1,499	1,769
非流动资产	45,935	77,004	91,466	105,054	115,965
总负债	57,222	77,849	76,468	92,964	109,664
无息负债	57,222	66,749	65,368	80,417	94,572
有息负债	0	11,100	11,100	12,547	15,091
股东权益	49,074	62,024	79,829	101,688	127,068
股本	0	0	0	0	0
公积金	306,642	304,509	304,509	304,509	304,509
未分配利润	-257,491	-242,164	-224,369	-202,524	-177,158
少数股东权益	11	20	30	43	58
归属母公司权益	49,063	62,004	79,799	101,644	127,010

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 楼

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP