

买入

2025年5月29日

可灵 AI 及海外业务商业化颇有成效，实现收入利润双增长

- AI 赋能成效显著，收入利润双增长：**25Q1 实现收入 326 亿元 (yoy+10.9%)，主要得益于直播、电商以及海外业务增速强劲；经调整净利润达 46 亿元 (yoy+4.4%)，经调整净利润率为 14.0%；毛利率为 54.6% (yoy-0.2pct)，是受可灵 AI 初期投入及直播业务占比提升影响。25Q1 公司 DAU 和 MAU 再创历史新高，DAU 为 4.08 亿，MAU 达 7.12 亿；用户粘性增强，日均使用时长增至 133.8 分钟。公司财务扎实，截止 3 月 31 日公司现金及现金等价物为 116 亿元，可利用资金总额为 940 亿元。股东回报层面，公司 25Q1 累计回购 14.2 亿港元约 2920 万股股份，占年初总股本约 0.68%。
- AI 技术为线上营销服务解决方案全流程赋能：**线上营销服务 25Q1 收入为 180 亿元 (yoy+8%)，占营业收入比为 55.1%，外循环营销服务仍是其主要增长动力。具体看，内容消费增长突出，短剧单日消耗峰值破 3000 万元，同时本地生活消耗同比增超 50%。UAX 解决方案的营销消耗占外循环总消耗比例超 60%。此外，内循环营销方案助力电商商家在快手开展全域智能化经营。一季度电商商家使用全站推广智能体 4.0 或智能托管进行营销推广的消耗，占内循环总消耗比例达 60%。
- 直播业务恢复增长，海外业务首次实现季度利润转正：**直播业务 Q1 收入为 98 亿元 (yoy+14.4%)，恢复同比正增长，占收比 30.1%，系因多人直播、游戏内容生态深化推动增长。同期，含电商的其他服务收入为 48 亿元 (yoy+15.2%)，占收比 14.8%，受益于电商 GMV 的提升，带动佣金收入增长。全域经营策略及 AI 大模型能力，推动月活跃买家数及月动销商家的增长。海外业务收入为 13 亿元 (yoy+32.7%)，经营利润 0.28 亿元，首次实现季度经营利润转正。
- 可灵变现加速，AI 赋能升级业务：**25Q1 可灵 AI 收入超 1.5 亿元，全球用户突破 2200 万。4 月，可灵 AI 2.0 版本基于“多模态视觉语言 (MVL)”理念，实现了视频生成大模型升级，在动态质量等维度保持全球领先，应用于广告、短剧、智能终端等领域。25 年可灵目标实现收入 1 亿美元，成为全球商业收入最高的视频大模型。此外，通过 AIGC 营销素材、智能投放等赋能线上营销，2025 年一季度 AIGC 素材日均广告消耗 3000 万元；上线数字人直播间实时互动功能，提升转化效率。
- 维持目标价至 70 港元，买入评级：**快手在 AI 与电商双引擎驱动下，可灵 AI 加速变现，目标全年收入达 1 亿美元，AIGC 广告日均消耗超 3000 万元；电商收入同比增 15.2%，GMV 与商家活跃度持续上升，驱动平台高质量增长。公司持续以回购增强股东回报，一季度以来已回购约 14.2 亿港元，去年全年回购 58.9 亿港元，自 2024 年 5 月发布回购计划以来，累计回购 73.2 亿港元，剩余 86.9 亿港元可用于未来 24 个月回购，凸显管理层对长期价值的信心。公司现金及现金等价物为 116 亿元，可利用资金总额为 940 亿元。当前快手估值处于历史低位，在盈利能力和基本面持续改善下，具备良好性价比，我们维持快手目标价 70 港元，买入评级。
- 风险提示：**宏观经济下行消费疲弱、短视频竞争加剧、海外业务减亏不及预期等。

罗凡环

852-25321962
simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

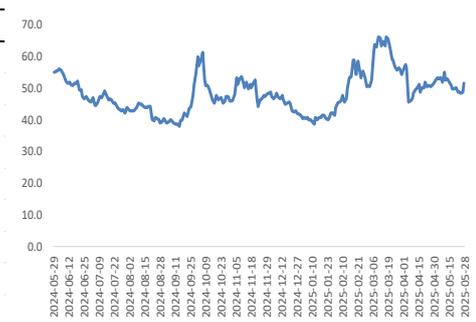
852-25321957
Jinglin.li@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	TMT
股价	51.6 港元
目标价	70.0 港元 (+36%)
股票代码	1024
已发行股本	42.91 亿股
总市值	2100 亿港元
52 周高/低	68.9 港元/37.5 港元
每股净资产	16.5 港元
主要股东	腾讯 (15.9%) 宿华 (10.3%) 程一笑 (9.0%)

表：盈利摘要

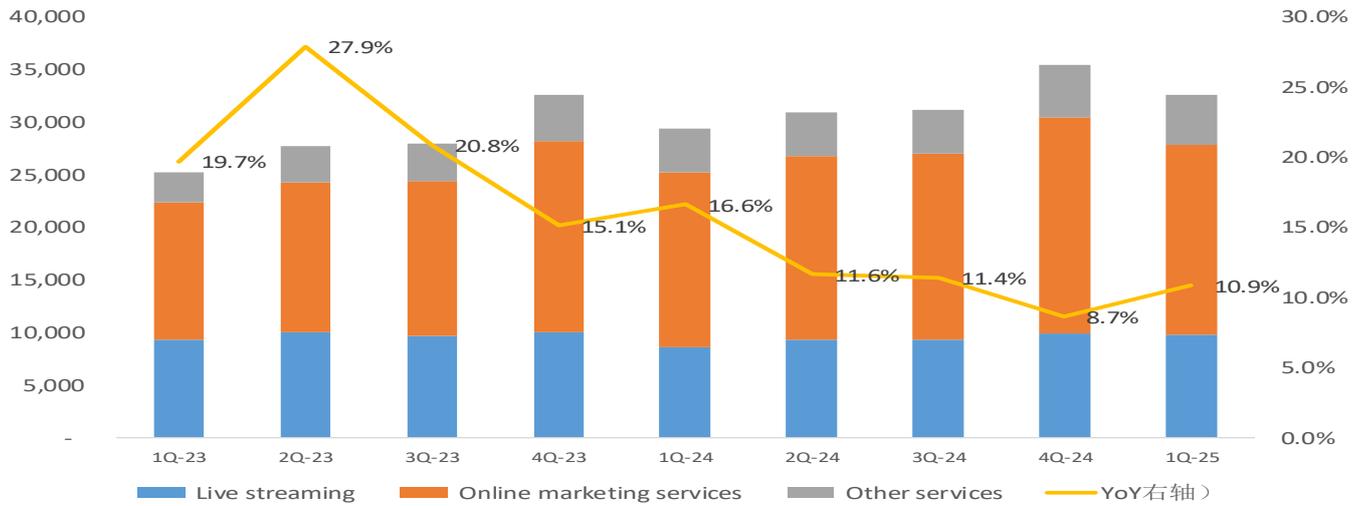
截至12月31日止财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业收入 (人民币百万元)	113,470	126,898	141,347	153,973	165,078
变动 (%)	20.5%	11.8%	11.4%	8.9%	7.2%
净利润	6,399	15,344	17,554	21,034	24,694
变动 (%)	NA	139.8%	14.4%	19.8%	17.4%
经调整净利润	10,271	17,716	20,555	24,234	27,043
变动 (%)	-278.6%	72.5%	16.0%	17.9%	11.6%
基本每股盈利 (元)	1.48	3.55	3.84	4.79	5.36
变动 (%)	-146.1%	139.8%	7.9%	24.8%	12.0%
经调整市盈率 51.65 港元 (估)	32.3	13.5	12.5	10.0	8.9

资料来源：公司资料、第一上海预测

股价表现


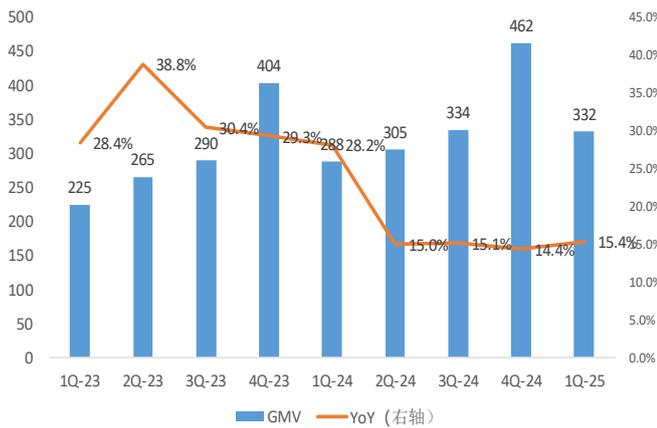
资料来源：彭博

图表 1: 2023Q1-2025Q1 总营收 (百万元)



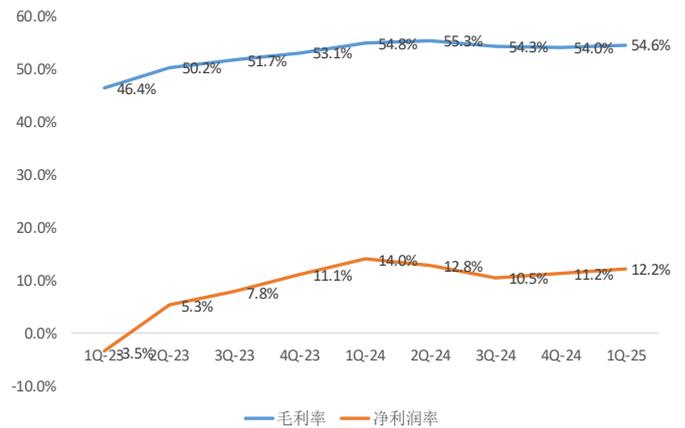
资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 2: GMV 及增速 (百万元)



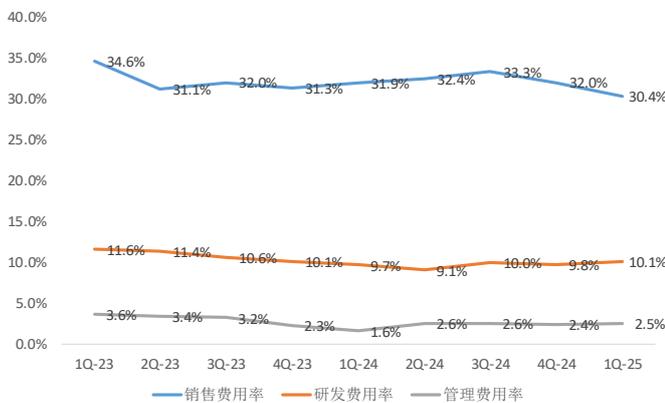
资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 3: 毛利率及经调整净利率



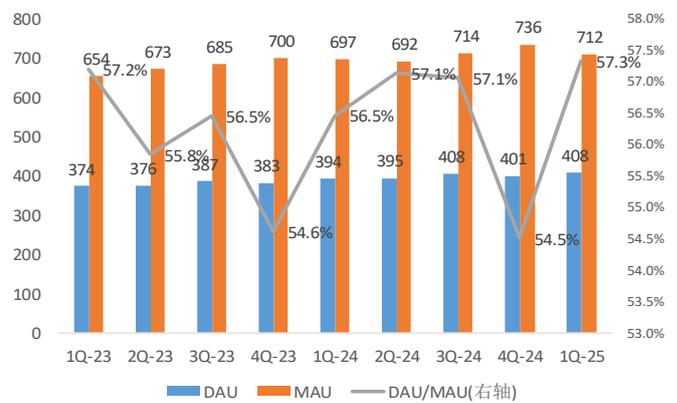
资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 4: 运营费用率



资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 5: 用户规模 (百万)



资料来源: 公司公告, 第一上海整理

附录 1：主要财务报表

资产负债表

<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
物业、厂房及设备	12,356	14,831	17,446	20,323	23,488
无形资产	1,073	1,059	860	1,157	1,485
使用权资产	4,353	5,200	12,562	10,806	10,399
其他非流动资产	28,153	55,914	47,468	48,031	47,126
非流动资产	45,935	77,004	78,336	80,318	82,498
现金及等价物	12,905	12,697	27,851	44,489	64,088
应收账款	6,457	6,674	7,141	7,641	8,176
预付账款	4,919	4,646	5,064	5,520	6,017
其他资产合计	36,080	38,852	38,852	38,852	38,852
流动资产	60,361	62,869	78,908	96,502	117,133
总资产	106,296	139,873	157,244	176,820	199,631
租赁负债	8,405	6,765	6,765	6,765	6,765
其他非流动负债	48,817	71,084	60,407	60,867	61,369
非流动负债	57,222	77,849	67,172	67,632	68,134
应付账款	40,193	50,588	50,588	50,588	50,588
预付账款	4,036	4,696	5,119	5,579	6,081
其他流动负债	4,549	4,544	4,544	4,544	4,544
流动负债	48,778	59,828	60,251	60,711	61,213
负债合计	106,000	137,677	127,422	128,344	129,348
所有者权益	296	2,196	29,822	48,476	70,283

现金流量表

<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
除税前利润	6,889	15,494	17,554	21,034	24,694
所得税支出		0	0	0	0
折旧及摊销	7,202	7,822	6,023	6,625	7,288
营运资本变动	6,898	8,531	-170	4,859	11,111
其他经营现金流	-208	-2,060	-3,296	-4,230	-14,908
经营活动现金流	20,781	29,787	20,111	28,289	28,185
资本开支	-4,897	-5,387	-6,195	-6,814	-7,496
其他投资现金流	-14,968	-31,290	-9,870	-1,794	-1,972
投资活动现金流	-19,865	-36,677	-16,064	-8,608	-9,468
股息	0	0	0	0	0
负债变化	11,259	0	0	0	0
其他投资活动现金流	-12,623	6,714	0	0	0
融资活动现金流	-1,364	6,714	0	0	0
现金净变动	-448	-176	4,047	19,681	18,717
年初现金余额	13,274	12,905	12,697	16,744	36,425
年末现金余额	12,905	12,697	16,744	36,425	55,142

资料来源：公司资料，第一上海预测

利润表

<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
营业收入	113,470	126,898	141,347	153,973	165,078
营业成本	56,079	57,606	62,701	66,881	71,644
毛利	57,391	69,292	78,646	87,092	93,434
销售及营销费用	-36,496	-41,105	-42,140	-44,115	-47,047
行政开支	-3,514	-2,916	-3,589	-3,756	-3,302
研发开支	-12,338	-12,199	-14,296	-14,803	-14,362
其他收入	978	533	53	0	0
其他亏损净额	410	1,682	437	0	0
经营利润	6,431	15,287	19,111	24,418	28,724
财务（费用）/收入净额	539	236	208	328	328
分占按权益法投资	0	0	0	0	0
除所得税前利润	6,889	15,494	19,321	24,746	29,052
所得税	-490	-150	1,766	3,712	4,358
净利润	6,399	15,344	17,554	21,034	24,694
经调整净利润	10,271	17,716	20,555	24,234	27,043
折旧及摊销	7,202	7,140	6,023	6,625	7,288
EBITDA	13,552	22,398	25,136	31,043	36,011

主要财务比率

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率	50.6%	54.6%	55.6%	56.6%	56.6%
EBITDA 率	11.9%	17.7%	17.8%	20.2%	21.8%
净利率	5.6%	12.1%	12.4%	13.7%	15.0%
营运表现					
销售及管理费用/收入	-32.2%	-32.4%	-29.8%	-28.7%	-28.5%
实际税率	-7.1%	-1.0%	9.1%	15.0%	15.0%
股息支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应付账款天数	235.1	235.1	220.0	220.0	220.0
应收账款天数	20.2	20.2	20.2	20.2	20.2
财务状况					
总负债/总资产	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6
收入/净资产	383.3	57.8	4.7	3.2	2.3
经营性现金流/收入	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
税前盈利对利息倍数	12.8	65.7	93.0	75.4	88.6

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。