

公司研究

泛货架商业化&推荐系统 OneRec 推动，25H2 广告增长有望加速

——快手-W（1024.HK）跟踪研究报告

要点

事件：618 期间，快手泛货架 GMV 维持高增，平台探索商业化转化路径。全新推荐系统 OneRec 正式上线快手 App。AIGC 剧集《新世界加载中》于 6 月 26 日上线快手平台，剧集镜头全部由可灵 AI 模型生成。

点评：快手 618 期间泛货架增长较快，为广告商业化提供流量基础。1) 电商整体 GMV 符合预期，泛货架增速快于大盘。根据快手披露，618 期间商品卡 GMV 同比增长超 53%，搜索 GMV 同比增长超 143%，挂车短视频 GMV 同比增长超 29%。泛货架作为区别于直播间的内容消费场域，已逐步成为用户浏览、发现与购买的重要通路，内容消费与商品转化之间的路径更加清晰。2) 泛货架具备进一步广告商业化潜力，有望在 25H2 带来新增量。快手早期重点在于通过流量分发、供应链扶持及智能化工具建设，引导生态内商家提升投放效率。随着中小商家逐步成熟，平台有望推动部分流量位产品化，并通过智能化工具引导商家开展自主投放，逐步建立面向泛货架场景的广告转化链路。

全新端到端生成式推荐系统 OneRec 上线，有望带动平台用户时长与留存指标持续提升。1) 内容理解与推荐建模全面重构，增强推荐精度与用户体验。

OneRec 基于多模态 AI 大模型框架，通过统一编码器将视频内容中的配音、画面等要素进行结构化建模与语义融合，提升内容理解的深度与广度。在建模侧，系统统一融合用户静态特征与长期行为，实现对短期兴趣与长期偏好的动态平衡，推荐结果更加精准与连贯。2) 系统已落地快手 App，推荐效果与算力效率有所提升。根据 OneRec 论文，模型有效计算量提升 10 倍，通信与存储开销显著降低，整体运营成本降至传统方案的 10.6%。目前 OneRec 已全面应用于快手 App 与极速版，承接约 25% 的推荐请求流量。上线后快手 App 与极速版停留时长分别提升 0.54% 和 1.24%，7 日用户生命周期显著增长。

可灵于 6 月合作推出 AIGC 剧集《新世界加载中》，平台内容供给侧实现新技术尝试。该剧由快手自研视频生成大模型“可灵 AI”生成全部镜头，包含 7 个单元剧内容，覆盖写实、科幻、动画等多种风格，首集已于 2025 年 6 月 26 日上线快手 App 星芒短剧频道，截至 6 月 30 日，在快手极速版的累计播放量已突破 5500 万次。剧集中的单元《马丁症》获第十五届北京国际电影节 AIGC 单元“最佳技术奖”，体现了可灵在 AIGC 剧集制作中的技术落地能力。

盈利预测、估值与评级：25H2 广告增长有望加速，一是全新推荐系统 OneRec 已全面上线，提升内容理解与分发效率；二是泛货架具备进一步广告变现潜力，有望带来新增量，维持公司 2025-27 年经调整净利润预测为 201.3/ 241.8/ 277.0 亿元。基本面整体稳健，潜在估值增量来自可灵 AI，根据 AI 产品榜数据，25M5 可灵 Web 端访问量达 1721 万次，AI 短剧等新形态内容持续推进，关注 AI 多模态产业进展催化，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）	2.40	4.14	4.70	5.64	6.47
Non-IFRS P/E	24.08	13.96	12.29	10.23	8.93

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截至 2025-06-30，汇率 1 港币=0.9121 人民币

买入（维持）

当前价/目标价：63.30/68.8 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：赵越

执业证书编号：S0930524020001

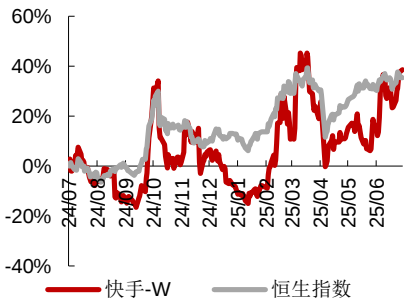
021-52523690

zhaoyue1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	42.84
总市值(亿港元):	2,711.73
一年最低/最高(港元):	37.55-68.9
近 3 月换手率(%):	126.9

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	15.4	10.1	1.3
绝对	18.8	12.8	37.2

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-05-30）

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）

图 1: 2025 年“618”购物节综合电商表现



资料来源: 星图数据, 光大证券研究所

图 2: 2025 年快手“618”购物节表现

新品消费升温, 快手618丰富营销场景激活新品购买需求

在大促的氛围下, 快手在平台各类保障服务的前提下, 通过专业测评内容、平台智能推送以及沉浸式内容、达人营销等方式激活消费者的新品购买需求, 消费者今年在快手618活动中更加积极的尝试、购买各类新产品。

大促活动加持多元营销场景, 消费者在快手618活动购买新品积极性高



数据来源: CTR2025快手618消费趋势用户调研, N=1260

22

资料来源: CTR 移动用户指数公众号, 光大证券研究所

图3：新世界加载中《马丁症》截图



资料来源：bilibili，光大证券研究所

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
行业及公司评级	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曾与、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 层

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