

# 25Q1 财报点评：可灵商业化目标再上调，海外运营利润转正

## 核心观点

快手发布 25Q1 业绩公告，整体营收符合预期，海外业务运营层面转正。Q1 快手实现营收 326 亿元（yoy+11%），与彭博预期基本一致。Q1 公司 IFRS 净利润为 39.8 亿元，NPM 为 12.2%；Non-IFRS 净利润为 46 亿，NPM 为 14.0%。可灵 AI 商业化变现提速，2025 年 4 月，公司推出可灵 AI 2.0 视频生成大模型，性能全球领先，标志着其在生成式 AI 领域的技术壁垒再度提升，1Q 可灵收入超 1.5 亿元，有望助力公司打开成长空间。

## 简评

分业务看，快手 Q1 电商 GMV 实现 3323 亿元（yoy+15%），带动其他业务实现收入 48 亿，yoy+15%（+1.02% vs consensus）；广告收入为 180 亿元，yoy+8%（+0.38% vs consensus）；直播收入为 98 亿元，yoy+14%（+2.21 % vs consensus），广告、电商收入基本符合预期，直播收入增速边际好转。海外市场实现盈亏平衡里程碑，整体海外收入为 13 亿元，yoy+32.7%，通过成本控制优化，海外运营层面首次实现盈利，25Q1 海外业务经营利润为 2800 万。

**商业化：**1) 电商：Q1 快手电商 GMV 实现 15% 同比增长，月活买家数达到 1.35 亿，渗透率为 19.0%，公司持续推动中小商家繁荣，电商月均动销商家数同比增长超 25%，平台通过“直播+商城+短视频”三位一体布局驱动增长：泛货架 GMV 占比达 30%，日均动销商家同比增长超 40%，短视频电商 GMV 同比增长 40%。为扶持中小商家，短期克制变现或将导致收入增速略弱；

2) 广告：Q1 广告实现 8% 同比增长，分行业看，内容消费（高双位数增长）、本地生活（增 50%+）投放增长领先；技术层面看，UAX 在外循环总消耗占比提至 60%，AIGC 广告素材也达到日均 3000 万元，AI 驱动下半年广告增速或将加速；

3) 直播：Q1 直播收入 98 亿元，yoy+14%，qoq+0%，预计 25 年直播收入回归正增长。

**用户增长和算法持续优化，总流量同比增长 7%。**Q1 快手 DAU 为 4.08 亿，yoy+4%，MAU 为 7.12 亿，yoy+2%，每 DAU 日均使用时长 133.8 分钟（yoy+3%）。

**可灵 AI：2025 年 4 月可灵 AI2.0 全系模型 2.0 发布，性能全球领先，标志着其在生成式 AI 领域的技术壁垒再度提升。**可灵 2.0 提出多模态视觉语言（MVL），并基于该理念推出了多模态编辑功能，使得用户可以以图像、视频、声音和运动轨迹等多种信息形态作为输入形式生成视频。此次发布的 2.0 版本在核心技术指标上实现多维突破，根据最新 Artificial Analysis 全球视频

## 快手-W (1024.HK)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BU1663

发布日期：2025 年 07 月 08 日

当前股价：63.00 港元

目标价格 6 个月：70 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	6.60/6.20	12.10/7.56	40.78/6.58
12 月最高/最低价 (港元)			66.35/38.15
总股本 (万股)			430,697.51
流通 H 股 (万股)			430,697.51
总市值 (亿港元)			2,483.31
流通市值 (亿港元)			2,711.42
近 3 月日均成交量 (万)			4444.54
主要股东			
Tencent Mobility Limited			11.78%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 25.04.25 【中信建投海外研究】快手-W(1024):24Q4 财报点评：业绩符合预期，可灵商业化加速
- 24.05.31 【中信建投海外研究】快手-W(1024):24Q1 财报点评：净利润超市场预期，泛货架加速推进
- 24.04.17 【中信建投海外研究】快手-W(1024):23Q4 财报点评：全年调后净利润超 100 亿元，泛货架加速推进

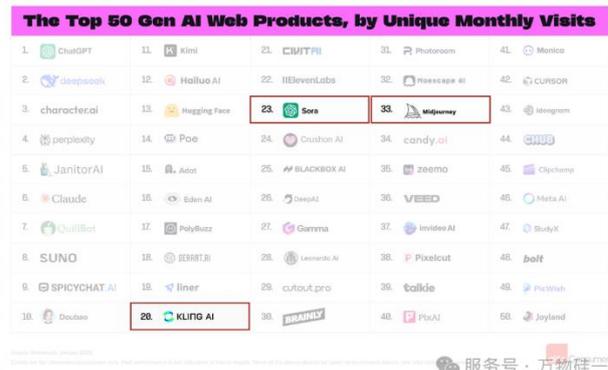
大模型排名，可灵 2.0 在 Arena ELO 基准测试取得 1201 分，可灵 2.0/1.6（Pro）占据全球第一第二位置，领先一众国内外厂商的最新模型，包括 Runway、Minimax、Pika 等。自 2024 年 6 月首代产品面世以来，该平台已历经超过 20 次迭代升级，基本保持 2 周一次的迭代速度，其技术优势也通过了权威评测与商业价值的双重验证。

图 1: Artificial Analysis Video Arena Leaderboard

Creator	Model	Arena ELO	95% CI
Kuaishou	Kling 2.0	1206	-17/+16
Kuaishou	Kling 1.6 (Pro)	1134	-12/+12
Runway	Runway Gen 4	1120	-10/+11
Google	Veo 2	1119	-12/+12
MiniMax	I2V-01-Director	1043	-10/+11
Runway	Runway Gen 3 Alpha Turbo	1008	-10/+10

数据来源: Artificial Analysis, 中信建投证券

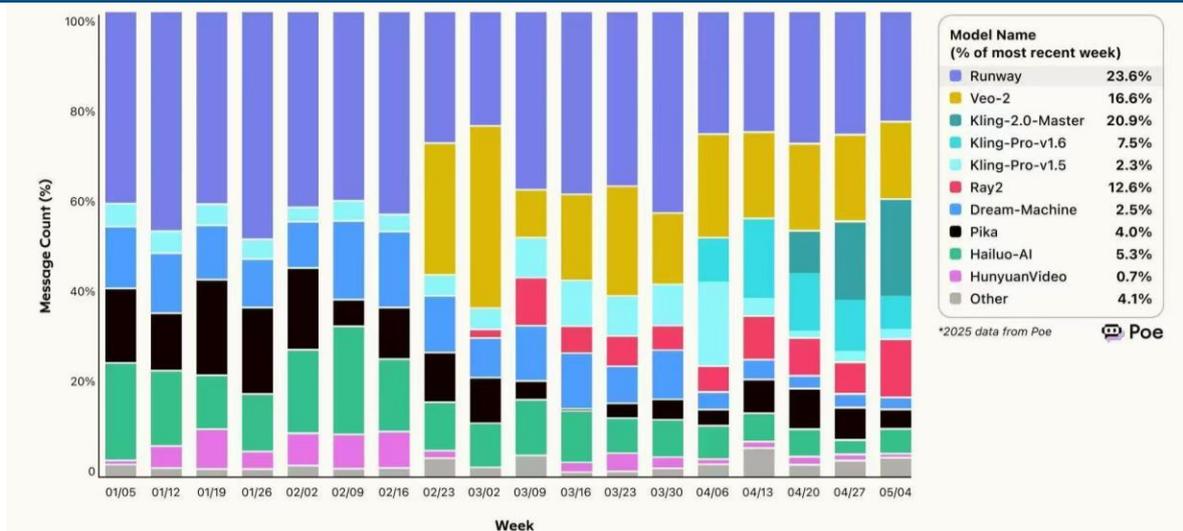
图 2: 风投机构 A16Z 发布的消费级 AI 应用排行榜



数据来源: A16Z AI 应用排行榜, 中信建投证券

根据 POE 2025 年春季 AI 模型使用趋势报告，快手可灵系列在文生视频领域迅速崛起，可灵家族市占率快速达到 30%+，可灵 2.0-Master 在 2025 年 4 月末发布的三周后，占据 Poe 的全部视频生成的 21% 份额，位居全球第二。而在 2020 年 1-4 月，定义类别的视频生成先行者 Runway，视频生成的使用份额下降了约 40%，降至约 20%。

图 3: 文生视频模型市场份额



数据来源: POE 2025 年春季 AI 模型使用趋势报告, 中信建投证券

用户层面，可灵全球用户数超过 2200 万（截至 25 年 4 月 15 日），累计生成了 1.68 亿个视频与 3.44 亿张图片，位居全球前列，根据 AI 产品榜数据，25M4 可灵 web 端访问量 2020 万，环比+19%。商业化层面可灵形成了“C 端订阅+B 端 API 付费+广告赋能”的多样化变现形式，形成正循环。移动互联时代的

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

思路普遍是“先做大用户量再谈变现”。但 AIGC 产品的使用成本 (推理成本) 非常高，完全免费的模式很难支撑大量用户使用、以及底层模型的持续研发和产品的迭代。可灵从初期就探索了合理的付费模式，建立起商业化循环。

可灵 AI 在推出 10 个月之后（即今年 3 月）的年化收入运行率（ARR）已突破 1 亿美元。25Q1 营收超过 1.5 亿元人民币，今年 4 月和 5 月的月度付费金额均超过 1 亿元人民币，营收增速和营收水平均位居全球视频生成大模型产品和独立 AI 产品头部。从收入构成来看，目前 P（Prosumer）端付费订阅会员贡献了可灵 AI 将近 70% 的营业收入，C 端更多是达人创作者/网红/博主/AI 创作者，B 端 API 收入占比约 30%。

C 端付费方面，可灵在国内和海外开启订阅付费模式。目前 P 端付费订阅用户占比 70%，收入增长来看，付费用户增长和 ARRPU 增长双重驱动。P 端用户兼具了 C 端用户的传播属性和 P 端用户的付费能力，比如专业达人创作者、网红、博主、AI 创作者等。

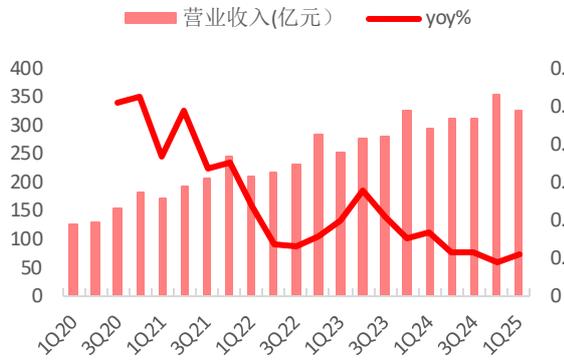
**表 1: 可灵订阅会员体系（按照年卡会员计算）**

会员等级	原价 (元/年)	折后 (元/年) (按 5 折)	月均费用	每 100 灵感值成本	每月灵感值	内容生产力 (约)
黄金会员	792	396	33 元	5.00 元	660	3300 张图 或 66 个视频
铂金会员	3192	1596	133 元	4.43 元	3000	15000 张图 或 300 个视频
钻石会员	7992	3996	333 元	4.16 元	8000	40000 张图 或 800 个视频

资料来源：快手可灵官网，中信建投证券

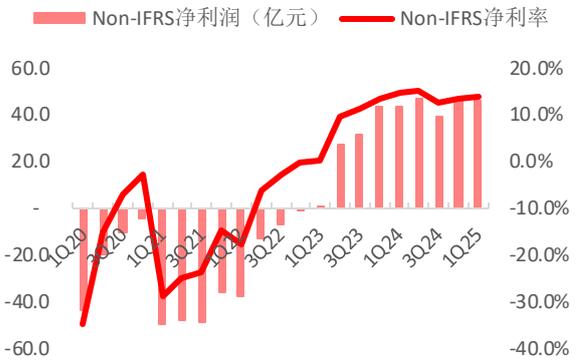
可灵 AI 也面向 B 端商家提供 API 接入等服务。目前，可灵 AI 已为包括小米、亚马逊云科技、阿里云、Freepik、蓝色光标等在内的超过 1 万家的企业客户提供 API 服务。来自世界各地的超 1.5 万开发者，已将可灵的 API 应用于不同的行业场景中，累计生成的图像数量约 1200 万个，生成的视频素材超过 4000 万个。

图 4: 公司营收及同比增速



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 5: 快手 Non-IFRS 净利润及净利率



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 6: 快手 DAU 及增速



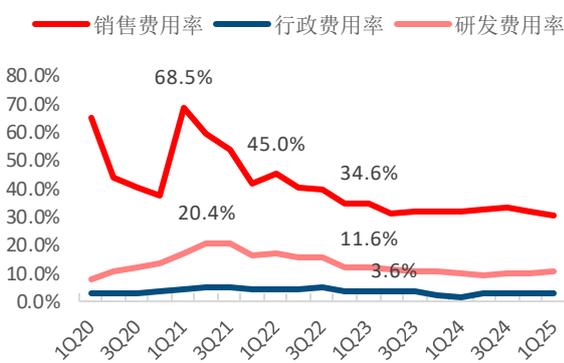
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 7: 快手单日活用户日均使用时长及增速



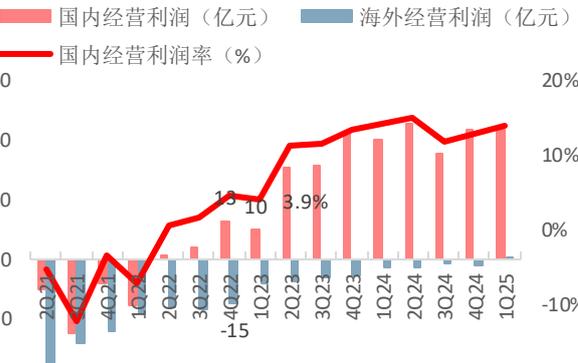
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 8: 公司各项费用率 (%)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 9: 快手国内、海外经营利润及利润率



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

盈利预测: 我们预计公司 2025-2026 收入分别为 1408/1519 亿元, Non-IFRS 净利润为 196/224 亿元, 给与 25 年 15 倍 P/E, 目标价为 70 港币, 维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

**表 10: 快手 2025Q1 业绩 VS 彭博一致预期**

运营数据	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	consensus	Diff%
平均月活跃用户 (百万)	654	673	685	700	697	692	714	736	712	721	-1.33%
同比%	9%	15%	9%	9%	7%	3%	4%	5%	2%	3%	
平均日活跃用户 (百万)	374	376	387	383	394	395	408	401	408	404	0.96%
同比%	8%	8%	6%	4%	5%	5%	5%	5%	4%	3%	
人均单日使用时长 (分钟/天)	126.8	117.2	129.9	124.5	129.5	122.0	132.2	125.6	133.8		
GMV (十亿元)	225	265	290	404	288	305	334	462	332	332	-0.01%
同比%	28%	39%	30%	29%	28%	15%	15%	14%	15%	15%	
财务数据 (百万元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25		
营业收入	25,217	27,744	27,948	32,561	29,408	30,975	31,131	35,384	32,608	32,283	1.01%
同比%	20%	28%	21%	15%	17%	12%	11%	9%	11%	10%	
直播业务	9,319	9,968	9,719	10,048	8,575	9,302	9,338	9,846	9,814	9,602	2.21%
同比%	19%	16%	9%	0%	-8%	-7%	-4%	-2%	14%	12%	
在线营销业务	13,064	14,347	14,690	18,203	16,650	17,515	17,634	20,620	17,977	17,909	0.38%
同比%	15%	30%	27%	21%	27%	22%	20%	13%	8%	8%	
电商及其他	2,834	3,429	3,539	4,310	4,183	4,158	4,159	4,918	4,817	4,768	1.02%
同比%	51%	61%	37%	36%	48%	21%	18%	14%	15%	14%	
毛利润	11,712	13,934	14,453	17,292	16,120	17,135	16,914	19,123	17,792	17,640	0.86%
毛利率%	46.4%	50.2%	51.7%	53.1%	54.8%	55.3%	54.3%	54.0%	54.6%	54.6%	-0.1%
经营费用	(12,562)	(12,736)	(12,804)	(14,246)	(12,689)	(13,637)	(14,260)	(15,634)	(14,023)	(13,867)	1.12%
经营费用率	49.8%	45.9%	45.8%	43.8%	43.1%	44.0%	45.8%	44.2%	43.0%	43.0%	
销售费用	(8,723)	(8,636)	(8,939)	(10,198)	(9,384)	(10,040)	(10,364)	(11,317)	(9,897)	(9,833)	0.65%
销售费用率	34.6%	31.1%	32.0%	31.3%	31.9%	32.4%	33.3%	32.0%	30.4%	30.5%	
管理费用	(919)	(945)	(898)	(752)	(462)	(792)	(796)	(866)	(828)	(758)	9.28%
管理费用率	3.6%	3.4%	3.2%	2.3%	1.6%	2.6%	2.6%	2.4%	2.5%	2.3%	
研发费用	(2,920)	(3,155)	(2,967)	(3,296)	(2,843)	(2,805)	(3,100)	(3,451)	(3,298)	(3,276)	0.66%
研发费用率	11.6%	11.4%	10.6%	10.1%	9.7%	9.1%	10.0%	9.8%	10.1%	10.1%	
净利润	(876)	1,481	2,182	3,612	4,120	3,980	3,270	3,974	3,979	4,006	-0.67%
净利润率	-3.5%	5.3%	7.8%	11.1%	14.0%	12.8%	10.5%	11.2%	12.2%	12.4%	-0.2%
Non-IFRS净利润	42	2,694	3,173	4,362	4,388	4,679	3,948	4,701	4,580	4,500	1.78%
Non-IFRS净利润率	0.2%	9.7%	11.4%	13.4%	14.9%	15.1%	12.7%	13.3%	14.0%	13.9%	0.1%

数据来源: 公司公告, 彭博, 中信建投证券

**表 11: 快手利润表预测**

利润表	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>81,082</b>	<b>94,183</b>	<b>113,470</b>	<b>126,898</b>	<b>140,751</b>	<b>151,923</b>
直播收入	30,995	35,388	39,054	37,061	38,180	38,408
在线营销收入	42,665	49,042	60,304	72,419	81,762	89,463
电商及其他收入	7,421	9,753	14,112	17,418	20,808	24,053
<b>营业成本</b>	<b>(47,052)</b>	<b>(52,051)</b>	<b>(56,079)</b>	<b>(57,606)</b>	<b>(62,253)</b>	<b>(65,614)</b>
毛利率	42.0%	44.7%	50.6%	54.6%	55.8%	56.8%
销售费用	(44,176)	(37,121)	(36,496)	(41,105)	(42,225)	(45,577)
管理费用	(3,400)	(3,921)	(3,514)	(2,916)	(3,237)	(3,646)
研发费用	(14,956)	(13,784)	(12,338)	(12,199)	(14,075)	(15,192)
其他收入	1,027	1,547	978	533	0	0
其他损益	(225)	(1,410)	410	1,682	0	0
<b>经营利润</b>	<b>(27,701)</b>	<b>(12,558)</b>	<b>6,431</b>	<b>15,287</b>	<b>18,960</b>	<b>21,894</b>
利息收入(支出)	(39)	166	539	236	0	0
权益法下投资亏损	(87)	(139)	(81)	(29)	0	0
可转换可赎回优先股的公允价值变动	(51,275)	0	0	0	0	0
税前利润	(79,102)	(12,531)	6,889	15,494	18,960	21,894
所得税	1,025	(1,158)	(490)	(150)	(1,896)	(2,189)
净利润	(78,077)	(13,689)	6,399	15,344	17,064	19,705
EPS	(20.37)	(3.22)	1.48	3.55	3.95	4.57
<b>Non-IFRS 净利润</b>	<b>(18,852)</b>	<b>(5,751)</b>	<b>10,271</b>	<b>17,716</b>	<b>19,597</b>	<b>22,439</b>
Non-IFRS EBITDA	(12,953)	1,815	17,420	25,856	30,367	33,502

数据来源: 公司公告, 中信建投预测

**表 12: 快手资产负债表&现金流量表预测**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
总流动资产	53,011	45,859	60,361	62,869	81,534	102,157
总非流动资产	39,505	43,449	45,935	77,004	74,563	78,821
总资产	92,515	89,307	106,296	139,873	156,097	180,978
总流动负债	37,256	40,710	48,778	59,828	48,506	50,951
总非流动负债	10,164	8,760	8,444	18,021	6,921	6,922
总负债	47,419	49,470	57,222	77,849	55,427	57,873
普通股股本	0.14	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00
股本溢价	274,408	274,473	273,459	268,733	287,782	287,778
其他储备	20,854	29,239	33,183	35,776	38,310	41,044
留存收益	(250,172)	(263,883)	(257,491)	(242,164)	(225,110)	(205,415)
归属于母公司的股东权益	45,096	39,838	49,074	62,024	100,670	123,106
股东权益合计	45,096	39,838	49,074	62,024	100,670	123,106
总权益及负债	92,515	89,307	106,296	139,873	156,097	180,978
<b>现金流量表</b>						
经营活动所得现金净额	(5,519)	2,198	20,781	29,787	19,619	29,539
投资活动所得现金净额	(18,361)	(17,548)	(19,865)	(36,677)	1,516	(13,554)
融资活动所得现金净额	36,500	(4,482)	(1,364)	6,714	(183)	6
汇率变动	(399)	494	79	(32)	0	0
现金及现金等价物增加/减少净额	12,620	(19,832)	(448)	(176)	20,951	15,990
年初的现金及现金等价物	20,392	32,612	13,274	12,905	12,697	33,648
年末的现金及现金等价物	32,612	13,274	12,905	12,697	33,648	49,638

数据来源: 公司公告, 中信建投预测

## 风险分析

互联网流量红利见顶，线下恢复，短视频流量红利期结束，用户规模和时长增长见顶甚至下降风险；内容行业监管政策持续收紧，短视频内容生态将进一步规范，内容制作与内容产出受限；直播监管政策持续加强；宏观经济下行带来广告业务增长不及预期；短视频创作涉及版权风险；AI用户量及商业化进展不及预期；美联储加息进程超预期，继续压制中概股整体表现；中美关系发展的不确定性；人民币汇率超预期贬值；中概股退市风险；其他影响中概互联整体表现的海外风险因素。

## 分析师介绍

### 崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk