

快手-W (01024.HK)

泛货架和外循环共进，看好可灵前景

泛货架电商增长，商城货币化率望提升。快手在 618 购物节中，货架场持续高速增长：泛货架商品卡 GMV 同比增长超 53%，搜索 GMV 同比增长超 143%，大牌大补频道百万 GMV 单品数同比增长超 124%。

商业化角度，快手表示，全站推广 Agent 为投放商家撬动了 60% 以上的自然 GMV 增长。近期，快手全站推广升级至 4.0 版本，成为首家支持独立 Agent 调价能力的产品。我们预计，泛货架的增长和商业化工具的迭代，将继续驱动公司 Q2 和后续的电商业 GMV 和内循环收入增长。

内容消费+本地生活，驱动外循环广告增长。2025 年一季度，外循环广告继续成为推动广告增长的核心驱动力，尤其在内容消费行业和本地生活行业体现明显。内容行业，短剧、小游戏、小说都增强了用户粘性。本地生活行业，平台为线索类客户提供了多种解决方案，Q1 本地生活的营销消耗同比增长超 50%。

展望后续，我们预计内容消费和本地生活行业的需求，结合 UAX 投放工具的赋能，外循环广告在 Q2 和后续有望继续高增。

快手可灵 AI 持续迭代，产品和商业化继续突破。可灵 AI 发布于 2024 年 6 月。继 2025 年 4 月可灵 AI 发布 2.0 视频生成模型之后，5 月底公司继续推出可灵 2.1 系列模型：可灵 2.1 模型包含标准、高品质两种模式，主打高性价比和高效生成；可灵 2.1 大师版则具备更强的运动表现和语义响应。6 月公司推出 AI 微电影作品集《新世界加载中》，全部借助可灵 AI 创作而成，展现了 AI 在影视内容创作中的极大潜力。

6 月，快手宣布，可灵 AI 的月度付费金额在 4 月和 5 月连续突破 1 亿美金，此前的年化收入运行率也在上线的第 10 个月突破 1 亿美金。我们看到，可灵 AI 一方面已经位居视频生成类产品的商业化前列，另一方面也有望对快手平台的内容生产和变现带来长远的价值。

重申“买入”评级。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 1406/1545/1666 亿元，同增 11%/10%/8%，调整后归母净利 197/250/285 亿元，同增 11%/27%/14%。基于 15x 2026e P/E，我们给予快手目标价 93 港元，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	140,630	154,538	166,616
增长率 yoy (%)	20	12	11	10	8
调整后归母净利润（百万元）	10,271	17,716	19,680	24,978	28,451
增长率 yoy (%)	279	72	11	27	14
EPS 最新摊薄（元/股）	2.4	4.1	4.6	5.8	6.6
净资产收益率 (%)	20.9	28.6	24.9	24.7	22.5
P/E（倍）	27.9	16.1	14.5	11.4	10.0
P/S（倍）	2.5	2.3	2.0	1.8	1.7

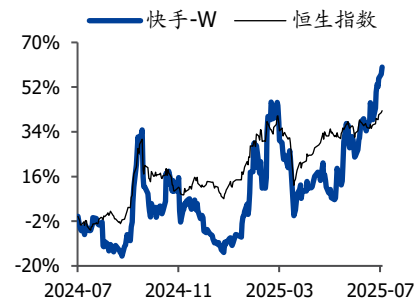
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 7 月 22 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
07 月 22 日收盘价（港元）	72.75
总市值（百万港元）	313,332.44
总股本（百万股）	4,406
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	40.01

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)：可灵 AI 迭代 2.0，产品与变现共进》 2025-04-16
- 《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

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
流动资产	60361	62869	74962	104610	124956
现金	12905	12697	4402	10913	12870
应收账款	6457	6674	7878	8113	9128
预付账款	4919	4646	4047	7166	4757
短期定期存款	9874	11522	12522	13522	14522
其他流动资产	26206	27330	46113	64896	83679
非流动资产	45935	77004	80254	82967	85265
固定资产	12356	14831	16572	17859	18810
无形资产	1073	1059	2568	3994	5341
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
资产总计	106296	139873	155216	187577	210221
流动负债	48778	59828	58022	68293	65736
银行借款	0	0	100	200	300
应付账款	23601	27470	28022	31624	31799
其他流动负债	25177	32358	29900	36468	33637
非流动负债	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
负债合计	57222	77849	76043	86314	83757
少数股东权益	11	20	20	20	20
股本	0	0	0	0	0
累计亏损	-257491	-242164	-225015	-202925	-177724
储备及其他	33183	35776	35776	35776	35776
归属母公司股东权益	49063	62004	79153	101243	126444
负债和股东权益	106296	139873	155216	187577	210221

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	20781	29787	19451	34257	29703
除税前利润	6889	15494	18871	24544	28001
固定资产折旧	3989	4064	4710	5164	5499
无形资产摊销	148	104	103	187	266
营运资金变动	4859	7510	-2511	6817	-1263
其他经营现金流	4896	2615	-1721	-2454	-2800
投资活动现金流	-19865	-36677	-27846	-27846	-27846
购入物业、厂房及设备	-4897	-8063	-8063	-8063	-8063
其他投资现金流	-14968	-28614	-19783	-19783	-19783
筹资活动现金流	-1364	6714	100	100	100
借款所得款项	0	12379	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	-5665	0	0	0
现金净增加额	-448	-176	-8295	6511	1957

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	113470	126898	140630	154538	166616
营业成本	56079	57606	62592	67278	71538
销售及营销开支	36496	41105	43147	45407	48748
行政开支	3514	2916	3439	3625	3743
研发开支	12338	12199	14721	15864	16766
其他收入	978	533	240	0	0
其他收益/(亏损)净额	410	1682	1748	1748	1748
营业利润	6431	15287	18719	24112	27568
财务费用净额	539	236	144	425	425
可转换可赎回优先股公允价值变动	0	0	0	0	0
利润总额	6889	15494	18871	24544	28001
所得税(开支)/收益	-490	-150	-1721	-2454	-2800
净利润	6399	15344	17149	22090	25201
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	6399	15344	17149	22090	25201
调整后净利润	10271	17716	19680	24978	28451
调整后 EPS (元)	2.4	4.1	4.6	5.8	6.6

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	20.5	11.8	10.8	9.9	7.8
营业利润(%)	151.2	137.7	22.4	28.8	14.3
归属于母公司净利润(%)	146.7	139.8	11.8	28.8	14.1
获利能力					
毛利率(%)	50.6	54.6	55.5	56.5	57.1
净利率(%)	5.6	12.1	12.2	14.3	15.1
ROE(%)	20.9	28.6	24.9	24.7	22.5
ROIC(%)	9.5	20.9	19.2	19.8	18.3
偿债能力					
资产负债率(%)	53.8	55.7	49.0	46.0	39.8
净负债比率(%)	-26.3	-20.5	-5.4	-10.6	-9.9
流动比率	1.2	1.1	1.3	1.5	1.9
速动比率	1.0	0.9	1.1	1.3	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
应收账款周转率	17.8	19.3	19.3	19.3	19.3
应付账款周转率	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.4	4.1	4.6	5.8	6.6
每股经营现金流(最新摊薄)	4.8	6.9	4.5	8.0	6.9
每股净资产(最新摊薄)	11.4	14.4	18.4	23.5	29.4
估值比率					
P/E	27.9	16.1	14.5	11.4	10.0
P/S	2.5	2.3	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	19.3	14.4	14.0	11.4	9.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 07 月 22 日收盘价

图表 1: 快手财务预测: 年度

	2023	2024	2025e	2026e	2027e
收入 (百万元)	113,470	126,898	140,630	154,538	166,616
直播	39,054	37,061	38,594	39,829	41,346
广告	60,304	72,419	81,163	91,851	100,146
其他 (电商、游戏、其他增值服务)	14,112	17,418	20,873	22,858	25,124
增速 yoy					
收入	20%	12%	10.8%	10%	8%
直播	10%	-5%	4%	3%	4%
线上营销服务	23%	20%	12%	13%	9%
其他 (电商、游戏、其他增值服务)	45%	23%	20%	10%	10%
毛利 (百万元)	57,391	69,292	78,037	87,260	95,077
毛利率	50.6%	54.6%	55.5%	56.5%	57.1%
销售费用率	32%	32%	31%	29%	29%
管理费用率	3%	2%	2%	2%	2%
研发费用率	11%	10%	10%	10%	10%
经调整经营利润 (百万元)	10,303	17,659	21,249	27,000	30,819
经调整经营利润率	9.1%	13.9%	15.1%	17.5%	18.5%
经调整净利润 (百万元)	10,271	17,716	19,680	24,978	28,451
经调整净利润率	9.1%	14.0%	14.0%	16.2%	17.1%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 快手财务预测: 季度

	2025Q1	2025Q2e	2025Q3e	2025Q4e	2026Q1e	2026Q2e	2026Q3e	2026Q4e
收入 (百万元)	32,608	34,330	34,208	39,484	36,473	37,560	37,554	42,951
直播	9,814	9,730	9,272	9,778	10,185	9,855	9,632	10,157
广告	17,977	19,602	19,836	23,748	20,784	22,264	22,385	26,417
其他 (电商、游戏及其他)	4,817	4,997	5,100	5,958	5,505	5,440	5,536	6,377
增速 yoy								
收入	11%	11%	10%	12%	12%	9%	10%	9%
直播	14%	5%	-1%	-1%	4%	1%	4%	4%
线上营销服务	8%	12%	12%	15%	16%	14%	13%	11%
其他 (电商、游戏及其他)	15%	20%	23%	21%	14%	9%	9%	7%
毛利 (百万元)	17,792	18,991	19,111	22,143	20,509	21,177	21,229	24,345
毛利率	54.6%	55.3%	55.9%	56.1%	56.2%	56.4%	56.5%	56.7%
销售费用率	30%	30%	31%	31%	29%	29%	30%	29%
管理费用率	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
研发费用率	10%	10%	11%	11%	10%	10%	10%	11%
经调整经营利润 (百万元)	4,860	5,442	4,977	5,971	6,380	6,787	6,350	7,483
经调整经营利润率	14.9%	15.9%	14.5%	15.1%	17.5%	18.1%	16.9%	17.4%
经调整净利润 (百万元)	4,580	5,009	4,590	5,501	5,905	6,274	5,882	6,917
经调整净利润率	14.0%	14.6%	13.4%	13.9%	16.2%	16.7%	15.7%	16.1%

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