

快手-W (01024.HK)

电商业务增长良好，可灵单季度收入超过 2.5 亿元

优于大市

核心观点

业绩概览：收入同比增长 13%，经调整利润同比增长 20%。25Q2，公司营业收入 350 亿元，同比+13%，环比+7%。毛利率 55.7%，同比+0.3%，环比+1.1pct。拆分来看，毛利率提升主要系带宽服务器效率提升。25Q2 公司销售费率 30%，同比-2pct，用户获客成本持续下降。25Q2 公司经调整净利润为 56.2 亿元，同比+20%。经调整利润率 16.0%，同比上涨 1pct，环比提升 2pct。分地区来看：1) 国内收入 337.5 亿元，同比增长 13%；国内经营利润 54 亿元，经营利润率 17%；2) 海外收入 13 亿元，同比增长 20%，海外经营利润 0.2 亿元，经营利润率 1.5%，同比提升 27pct。

运营：25Q2 总流量同比+8%。25Q2，快手全站 MAU 7.15 亿，同比+3%，环比+1%。DAU 4.09 亿，同比+3%，环比+0.2%。本季度快手人均日时长为 127 分钟，同比+4%。以 DAUx 时长计算总流量，25Q2 快手总流量同比+8%。

商业化：25Q2 电商 GMV 增长 18%。1) **直播电商：**25Q2，其他业务（主要为直播电商）收入 52 亿元，同比+26%，环比+9%。GMV3589 亿元，同比+18%。货币化率为 1.39%，同比基本持平。当前公司电商业务核心驱动转为用户付费频次提升。货架场带动频次提升，当前泛货架 GMV 占比 32%。25Q2 电商月活跃买家数达到 1.34 亿，月活跃用户渗透率达到 19.0%，环比持平。我们预计 25Q3 电商 GMV 增长 15%。2) **广告：**25Q2，广告收入 198 亿元，同比+13%，环比+10%。拆分类型来看，我们测算 25Q2 内外循环广告增速皆为低双位数增长。AI 提升广告点击率和转化率带来线上营销服务低单位数增长。除此以外，值得关注的是快手 OneRec 推荐算法，当前应用在用户流量方面，未来架构可以作用于广告等。新的推荐系统从原来的传统推荐算法的召回粗排、混排、精排的模式，变成端到端一站式的分析，会全网去分析用户的行为习惯，从而推荐用户喜欢的内容。算法在部分短视频内容推荐消费场景使用带来了用户时长和留存率的提升。3) **直播：**25Q2，直播收入 100 亿元，同比+8%，环比+2.3%。娱乐直播内容质量提升和形式多样化，付费用户数同比增长是主要驱动因素，ARPPU 同比略增。

可灵：单季度收入达到 2.5 亿。25Q2 可灵 AI 收入超过人民币 2.5 亿元。可灵 AI 的用户既包括对 AIGC 感兴趣的大众创作者，也包括半自媒体用户、设计师及艺术家，电商广告行业从业者以及影视制作工作室等专业创作者。在产品层面，公司将针对核心用户人群不断提升产品交互体验。近期推出了可灵 AI 跨模态整合了文生图、文生视频等功能，形成流程化操作，并赋予创作者实时协同能力。考虑到可灵 AI 进展顺利，我们上调全年收入预期至 1.25 亿美元。

投资建议：公司业绩稳健，AI 持续赋能主业，除此以外 AI 视频产品可灵进展顺利。我们维持公司盈利预测，预期 25-27 年经调整利润 202/238/281 亿元。公司首次特别股息美股 0.46 港币，合计 20 亿港元；叠加回购，测算公司当前股东回报率在 2%左右。继续维持“优于大市”评级。

风险提示：政策及监管风险，宏观经济恢复较慢的风险，短视频竞争格局恶化的风险，销售费率提升的风险等。

公司研究 · 海外公司财报点评

互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn S0980521120004
证券分析师：陈淑媛 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn S0980524030003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	70.00 - 93.00 港元
收盘价	71.75 港元
总市值/流通市值	309675/257468 百万港元
52 周最高价/最低价	81.65/37.55 港元
近 3 个月日均成交额	3031.10 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《快手-W (01024.HK) - 电商业务稳健增长，可灵商业化进展顺利》——2025-05-31
《快手-W (01024.HK) - 预计 25 年 GMV 保持快于电商大盘增速，可灵商业化变现逐步体现》——2025-04-02
《快手-W (01024.HK) - DAU 超过 4 亿，电商 GMV 稳健增长》——2024-11-22
《快手-W (01024.HK) - 电商 GMV 同比增长 15%，观察销售费用变化》——2024-08-22
《快手-W (01024.HK) - 利润节奏释放良好，推出 160 亿港元回购计划》——2024-05-27

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	113,470	126,898	143,077.66	157,879.455	174,493.219
(+/-%)	20.5%	11.8%	12.8%	10.3%	10.5%
调整后净利润(百万元)	10,271	18,308	20,226.11	23,861.449	28,087.591
(+/-%)	-278.6%	78.2%	10.5%	18.0%	17.7%
每股收益(元)-调整后	2.47	4.40	4.86	5.74	6.75
EBIT Margin	-0.2%	11.2%	12.6%	14.2%	15.6%
净资产收益率(ROE)	13.0%	24.7%	20.1%	19.3%	19.6%
市盈率(PE)-调整后	27.5	15.4	14.0	11.8	10.1
EV/EBITDA	56.0	18.5	16.0	12.6	10.2
市销率(PS)	2.49	2.23	1.98	1.79	1.62

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

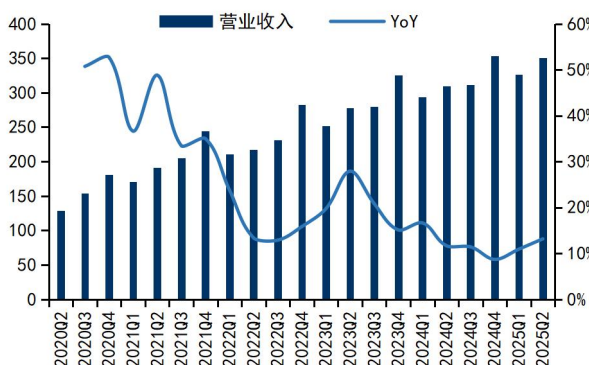
业绩概览：收入同比增长 13%，经调整利润同比增长 20%

营业收入同比+13%。25Q2，公司营业收入 350 亿元，同比+13%，环比+7%。毛利率 55.7%，同比+0.3%，环比+1.1pct。拆分来看，毛利率提升主要系带宽服务器效率提升。

经调整净利润 56.2 亿元，经调整利润率同比上涨 1pct。25Q2 公司销售费率 30%，同比-2pct，用户获客成本持续下降。25Q2 研发费用 34 亿，同比+21%，研发费率同比+0.6pct。25Q2 公司经调整净利润为 56.2 亿元，同比+20%。经调整利润率 16.0%，同比上涨 1pct，环比提升 2pct。

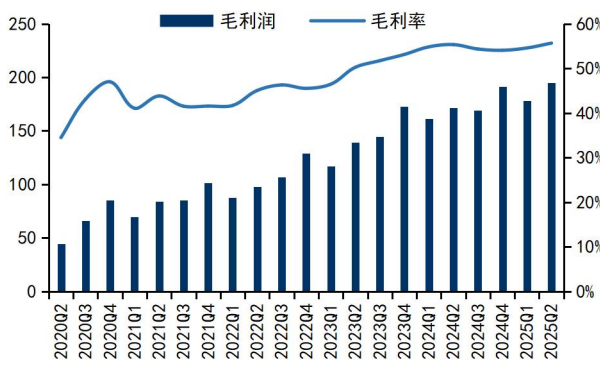
分地区来看：1) 国内收入 337.5 亿元，同比增长 13%；国内经营利润 54 亿元，经营利润率 17%；2) 海外收入 13 亿元，同比增长 20%，海外经营利润 0.2 亿元，经营利润率 1.5%，同比提升 27pct。

图1：快手总收入及增速（亿元，%）



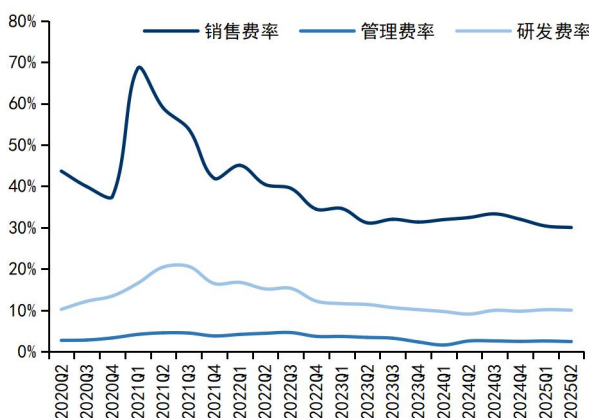
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：快手毛利润以及毛利率（亿元，%）



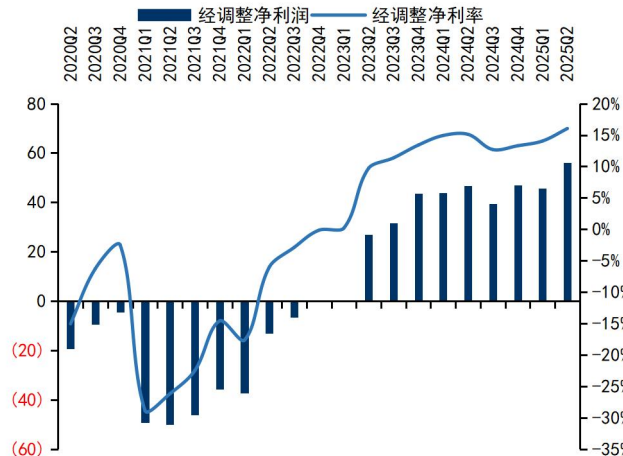
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：快手各项费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：快手经调整利润以及经调整利润率（亿元，%）

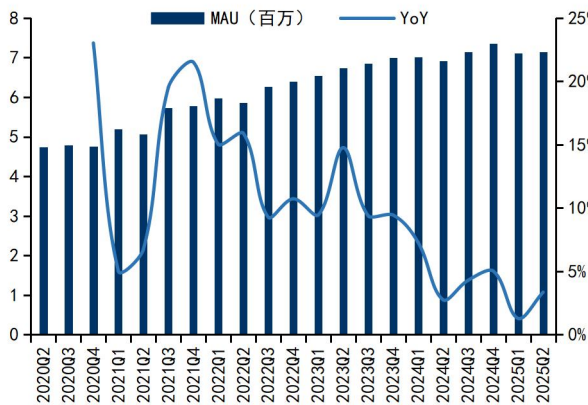


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

运营：25Q2 总流量同比+8%

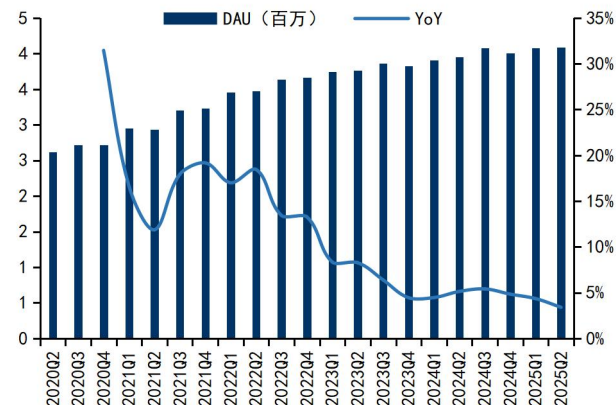
25Q2，快手全站 MAU 7.15 亿，同比+3%，环比+1%。DAU 4.09 亿，同比+3%，环比+0.2%。本季度快手人均日时长为 127 分钟，同比+4%。以 DAUx 时长计算总流量，25Q2 快手总流量同比+8%。

图5：快手 MAU 以及增速



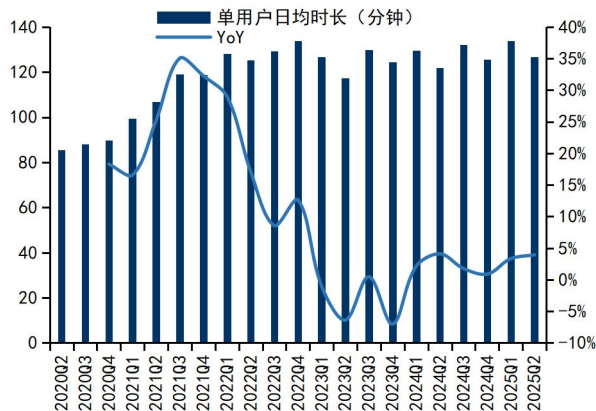
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：快手 DAU 以及增速



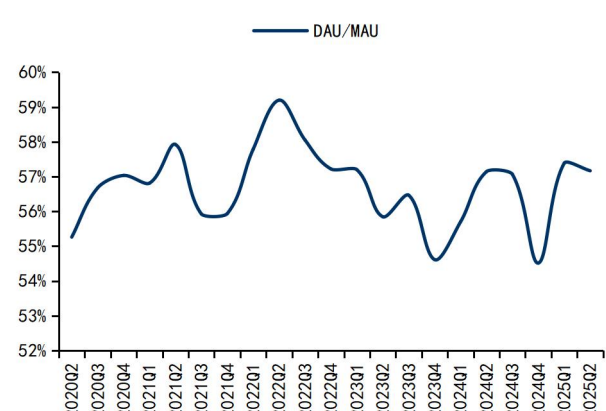
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：快手人均日时长以及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：快手 DAU/MAU (%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

商业化：25Q2 电商 GMV 增长 18%

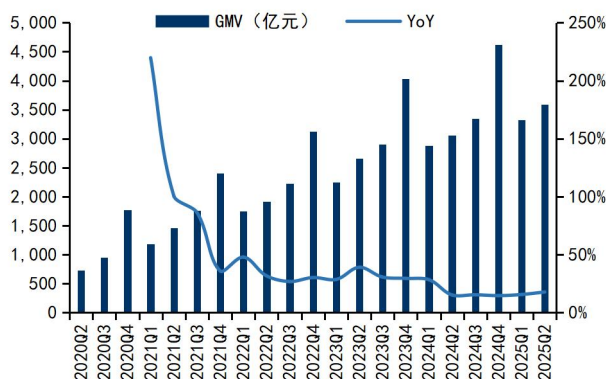
直播电商：25Q2GMV 同比增长 18%，收入同比增长 26%。25Q2，其他业务（主要为直播电商）收入 52 亿元，同比+26%，环比+9%。GMV3589 亿元，同比+18%。货币化率为 1.39%，同比基本持平。当前公司电商业务核心驱动转为用户付费频次提升。货架场带动频次提升，当前泛货架占比 32%。25Q2 电商月活跃买家数达到 1.34 亿，月活跃用户渗透率达到 19.0%，环比持平。我们预计 25Q3 电商 GMV 增长 15%。

图9: 快手其他业务收入及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 快手电商 GMV 以及增速

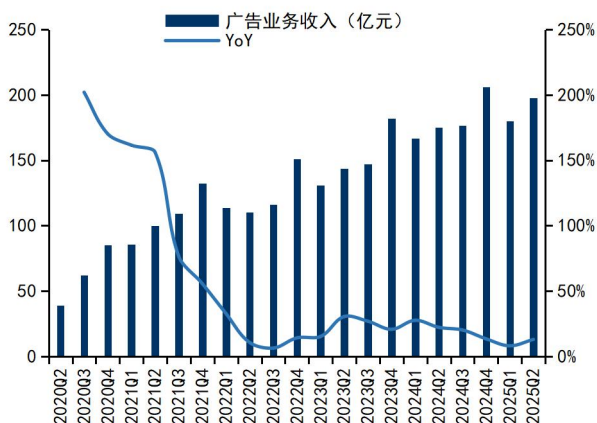


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

广告: 25Q2 收入同比增长 13%。25Q2, 广告收入 198 亿元, 同比+13%, 环比+10%。拆分类型来看, 我们测算 25Q2 内外循环广告增速皆为低双位数增长。AI 提升广告点击率和转化率带来线上营销服务低单位数增长。除此以外, 值得关注的是快手 OneRec 推荐算法, 当前应用在用户流量方面, 未来架构可以作用于广告等。新的推荐系统从原来的传统推荐算法的召回粗排、混排、精排的模式, 变成端到端一站式的分析, 会全网去分析用户的行为习惯, 从而推荐喜欢的产品。算法在部分短视频内容推荐消费场景使用带来了用户时长和留存率的提升。

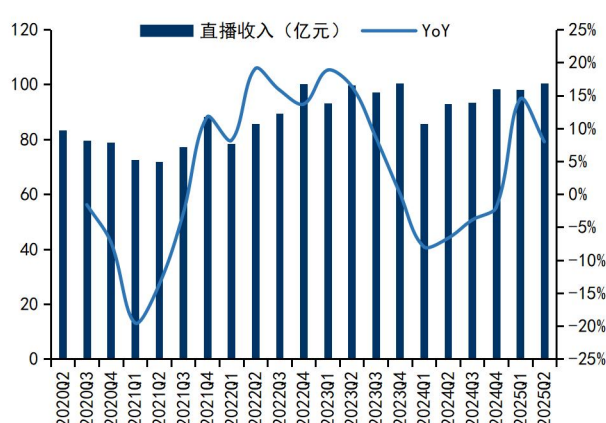
直播: 25Q2 收入同比提升 8%。25Q2, 直播收入 100 亿元, 同比+8%, 环比+2.3%。娱乐直播内容质量提升和形式多样化, 付费用户数同比增长是主要驱动因素, ARPPU 同比略增。

图11: 快手广告业务收入及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 快手直播收入及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

可灵：单季度收入达到 2.5 亿

2025Q2 可灵 AI 收入超过人民币 2.5 亿元。可灵 AI 的用户既包括对 AIGC 感兴趣的大众创作者，也包括半自媒体用户、设计师及艺术家，电商广告行业从业者以及影视制作工作室等专业创作者。在产品层面，公司将针对核心用户人群不断提升产品交互体验。近期推出了可灵 AI 跨模态整合了文生图、文生视频等功能，形成流程化操作，并赋予创作者实时协同能力。考虑到可灵 AI 进展顺利，我们上调全年收入预期至 1.25 亿美元。

投资建议：维持“优于大市”评级

公司业绩稳健，AI 持续赋能主业，除此以外 AI 视频产品可灵进展顺利。我们维持公司盈利预测，预期 25-27 年经调整利润 201/238/275 亿元。公司首次特别股息美股 0.46 港币，合计 20 亿港元，叠加回购，测算公司当前股东回报率在 2%左右。继续维持“优于大市”评级。

风险提示

政策及监管风险，宏观经济恢复较慢的风险，短视频竞争格局恶化的风险，销售费率提升的风险，不同业务在商业发展中博弈的风险，估值的风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	12905	12697	15750	17419	22079	营业收入	113470	126898	143078	157879	174493
应收款项	11376	11320	12763	14084	15566	营业成本	56079	57606	62585	66600	71160
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	128	47	53	58	65	销售费用	37121	36496	44354	48943	54093
流动资产合计	60361	62869	67371	72306	80492	管理费用	20441	18587	18109	19959	22036
固定资产	12356	14831	17718	18136	15961	财务费用	(376)	(809)	104	57	(6)
无形资产及其他	26765	54298	69844	88151	111288	投资收益	0	0	(29)	(29)	(29)
投资性房地产	6600	7709	7709	7709	7709	资产减值及公允价值变动	137	1388	775	775	775
长期股权投资	214	166	221	277	332	其他收入	5153	(912)	293	293	293
资产总计	106296	139873	162864	186579	215781	营业利润	5495	15494	18965	23360	28250
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	1394	0	(1388)	(2215)	(1201)
应付款项	29380	29121	30539	31148	31975	利润总额	6889	15494	17577	21145	27049
其他流动负债	19398	30707	34330	36521	39056	所得税费用	490	150	1933	2537	3516
流动负债合计	48778	59828	64868	67669	71031	少数股东损益	3	9	10	12	16
长期借款及应付债券	0	11100	11100	11100	11100	归属于母公司净利润	6396	15335	15633	18595	23517
其他长期负债	8444	6921	9228	11535	13842						
长期负债合计	8444	18021	20328	22635	24942	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	57222	77849	85196	90304	95973	净利润	6396	15335	15633	18595	23517
少数股东权益	11	20	30	42	58	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	49063	62004	77637	96232	119749	折旧摊销	6721	6721	6579	9471	12509
负债和股东权益总计	106296	139873	162864	186579	215781	公允价值变动损失	(137)	(1388)	(775)	(775)	(775)
						财务费用	(376)	(809)	104	57	(6)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	5973	8555	5898	3782	4181
每股收益-调整后	2.47	4.40	4.86	5.74	6.75	其它	(7559)	(16107)	(15760)	(18519)	(23345)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	11394	13117	11575	12554	16087
每股净资产	11.37	14.37	17.99	22.30	27.75	资本开支	0	(7849)	(8466)	(8889)	(9334)
ROIC	—	—	—	—	—	其它投资现金流	(13820)	(2853)	0	(1940)	(2037)
ROE	13%	25%	20%	19%	20%	投资活动现金流	(13766)	(10654)	(8521)	(10885)	(11427)
毛利率	51%	55%	56%	58%	59%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-0%	11%	13%	14%	16%	负债净变化	0	11100	0	0	0
EBITDA Margin	6%	16%	17%	20%	23%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	20%	12%	13%	10%	11%	其它融资现金流	2003	(24871)	0	0	0
经调整净利润增长率	-279%	78%	10%	18%	18%	融资活动现金流	2003	(2671)	0	0	0
资产负债率	54%	56%	52%	48%	45%	现金净变动	(369)	(208)	3053	1669	4660
息率	-100%	0%	0%	0%	0%	货币资金的期初余额	13274	12905	12697	15750	17419
P/E-调整后	27.5	15.4	14.0	11.8	10.1	货币资金的期末余额	12905	12697	15750	17419	22079
P/B	6.3	5.0	4.0	3.2	2.6	企业自由现金流	0	21498	24023	29427	38097
EV/EBITDA	56.0	18.5	16.0	12.6	10.2	权益自由现金流	0	8529	23908	29363	38104

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032