

快手-W (01024.HK)

2025Q2 业绩点评：业绩超预期，看好可灵及 AI 赋能生态变现

买入（维持）

2025 年 08 月 24 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 郭若娜

执业证书：S0600524080004
guorn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	113,525	126,898	142,599	156,929	172,136
同比 (%)	20.51	11.78	12.37	10.05	9.69
归母净利润 (百万元)	6,396	15,335	17,286	21,450	26,309
同比 (%)	146.72	139.76	12.72	24.09	22.65
Non-IFRS 净利润 (百万元)	10,271	17,716	20,016	24,455	29,605
同比 (%)	-	72.49	12.98	22.18	21.06
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.48	3.55	4.01	4.97	6.10
P/E (现价&最新摊薄)	46.50	19.39	17.20	13.86	11.30
PE (Non-IFRS)	28.96	16.79	14.86	12.16	10.05

投资要点

■ **公司业绩超预期**：25Q2 收入为 350.5 亿元，yoy+13.1%。经调整净利润为 56.18 亿元，yoy+20.1%，经调整净利率为 16.0%，yoy+0.9pct。公司收入利润均好于预期。同时，公司宣派派发自上市以来的首次特别股息每股 0.46 港元，合共约 20 亿港元。

■ **可灵商业化进展亮眼，期待后续技术和产品迭代驱动流水增长**。公司 5 月推出可灵 AI 2.1 系列模型，在模型质量方面实现全方位提升，动态表现更优异，物理模拟更真实，语义响应更准确。可灵 AI 助力 P 端创作者和企业用户不断探索更多的应用场景，包括广告营销、影视短剧、游戏互动和智能硬件等，如与快手星芒短剧联合出品全球首部 AI 单元故事集《新世界加载中》（全球累计播放量近 2 亿），与《逆水寒》手游合作丰富游戏社交玩法等等。受益于应用场景的深度探索，Q2 可灵 AI 收入超过 2.5 亿元人民币（Q1 为 1.5 亿元），业绩会上公司提到 2025 年可灵 AI 收入预计比年初目标翻番，2025 年相关的 capex 投入较年初预算也实现翻倍。7 月底发布新功能灵动动画布，集无限可视化空间、智能创作辅助与多人实时协作等功能为一体，为创作者带来一站式创作体验；8 月底可灵 2.1 模型上线首尾帧功能，相比于可灵 1.6 首尾帧功能效果提升 235%，超越行业内其他模型，我们看好技术迭代及功能丰富推动可灵流水进一步增长。

■ **AI 大模型有望提高生态变现能力**。Q2 公司推出了 OneRec 端到端生成式推荐大模型，应用于短视频内容推荐，提升了用户时长和留存率（Q2 公司 DAU 同比增长 3.4%，DAU 日均使用时长同比增长 3.9%）。在在线营销服务场景，大语言模型挖掘用户全局行为和营销服务转化之间的关联关系，直接端到端生成用户感兴趣的营销素材，提高了点击率和转化率，带来在线营销服务收入低单位数的增长。在电商场景，公司利用多模态大模型技术提升了对商品信息的提炼能力，并借助大语言模型的知识推理能力，对商品的适用人群、使用场景和用户兴趣点进行结构化的描述，提升了人货匹配效率。考虑到公司生态变现与竞对相比并不充分，我们建议关注 AI 大模型技术对公司广告等收入的驱动潜力。

■ **Q2 电商 GMV 好于预期，我们预计下半年主业保持稳健增长**。1) 25Q2 公司直播业务收入实现 100 亿元，yoy+8%，好于一致预期；2) 线上营销服务收入 198 亿元，yoy+13%，符合一致预期，主要由于借助 AI 技术优化智能营销产品解决方案，推动营销客户投放消耗增加；3) 包括电商收入在内的其他服务收入 52 亿元，yoy+26%，好于一致预期。电商 GMV 同比增长 17.6% 达 3589 亿元，亦好于一致预期。公司持续

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	74.90
一年最低/最高价	37.55/81.65
市净率(倍)	4.15
港股流通市值(百万港元)	245,361.64

基础数据

每股净资产(元)	16.49
资产负债率(%)	54.53
总股本(百万股)	4,316.03
流通股本(百万股)	3,588.41

相关研究

《快手-W(01024.HK.): 2025Q1 业绩点评：业绩符合预期，可灵 AI 商业化进展亮眼》

2025-05-30

《快手-W(01024.HK.): 可灵 2.0 模型正式发布，期待 AI 打开公司成长空间》

2025-04-15

深化内容场和泛货架场的协同, 25Q2 泛货架 GMV 占总电商 GMV 超过 32.0%, 商城场域的日均动销商家同比增长 30%。我们预计下半年公司电商业务将继续保持高于行业的增速水平, 主业整体保持稳健增长。

- **盈利预测与投资评级:** 我们继续看好可灵 AI 作为国内头部视频生成模型保持高速增长趋势, 同时公司主业在 AI 赋能下进一步优化效率。我们维持公司 2025-2027 年 nonifrs 净利润预测 200/245/296 亿元, 对应 nonifrs PE 为 15/12/10x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争风险, 消费不及预期, 商业化不及预期

快手-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	62,869.00	80,284.96	105,253.96	135,690.23	营业总收入	126,898.00	142,598.50	156,929.00	172,135.58
现金及现金等价物	12,697.00	27,642.16	50,074.05	78,081.10	营业成本	57,606.00	64,208.69	69,562.86	75,615.03
应收账款及票据	6,674.00	6,931.87	7,192.58	7,411.39	销售费用	41,105.00	44,007.52	46,076.14	48,819.61
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	2,916.00	3,448.72	3,559.91	3,904.87
其他流动资产	43,498.00	45,710.93	47,987.33	50,197.74	研发费用	12,199.00	14,417.28	15,238.44	16,284.72
非流动资产	77,004.00	80,079.75	81,004.87	81,391.10	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	14,831.00	15,381.35	14,924.15	13,610.53	经营利润	13,072.00	16,516.29	22,491.65	27,511.35
商誉及无形资产	9,923.00	7,938.40	6,350.72	5,080.58	利息收入	1,071.00	253.94	552.84	1,001.48
长期投资	166.00	136.00	106.00	76.00	利息支出	700.00	349.50	366.00	366.00
其他长期投资	44,348.00	47,348.00	50,348.00	53,348.00	其他收益	2,051.00	2,326.00	2,559.75	2,807.79
其他非流动资产	7,736.00	9,276.00	9,276.00	9,276.00	利润总额	15,494.00	18,746.73	25,238.24	30,954.62
资产总计	139,873.00	160,364.71	186,258.83	217,081.33	所得税	150.00	1,458.66	3,785.74	4,643.19
流动负债	59,828.00	62,011.65	66,454.26	70,966.33	净利润	15,344.00	17,288.06	21,452.51	26,311.43
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	9.00	1.73	2.15	2.63
应付账款及票据	27,470.00	27,645.41	28,791.30	29,825.93	归属母公司净利润	15,335.00	17,286.33	21,450.36	26,308.80
其他	32,358.00	34,366.24	37,662.96	41,140.40	EBIT	15,123.00	18,842.29	25,051.40	30,319.14
非流动负债	18,021.00	19,042.00	19,042.00	19,042.00	EBITDA	19,298.83	23,276.54	29,096.28	33,902.91
长期借款	11,100.00	12,200.00	12,200.00	12,200.00	Non-IFRS 净利润	17,716.00	20,016.10	24,454.70	29,604.54
其他	6,921.00	6,842.00	6,842.00	6,842.00					
负债合计	77,849.00	81,053.65	85,496.26	90,008.33					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	20.00	21.73	23.87	26.51	每股收益(元)	3.55	4.01	4.97	6.10
归属母公司股东权益	62,004.00	79,289.33	100,738.70	127,046.50	每股净资产(元)	14.44	18.37	23.34	29.44
负债和股东权益	139,873.00	160,364.71	186,258.83	217,081.33	发行在外股份(百万股)	4,316.03	4,316.03	4,316.03	4,316.03
					ROIC(%)	24.51	21.11	20.83	20.43
					ROE(%)	24.73	21.80	21.29	20.71
					毛利率(%)	54.60	54.97	55.67	56.07
					销售净利率(%)	12.08	12.12	13.67	15.28
					资产负债率(%)	55.66	50.54	45.90	41.46
					收入增长率(%)	11.78	12.37	10.05	9.69
					净利润增长率(%)	139.76	12.72	24.09	22.65
					P/E	19.39	17.20	13.86	11.30
					P/B	4.77	3.75	2.95	2.34
					EV/EBITDA	8.38	12.11	8.92	6.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年8月23日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>