

快手科技 (1024.HK): 首次派息, 上调可灵收入指引

- 业绩优于预期:** 2Q25 收入人民币 350 亿元, 同比增长 13.1%, 高于市场预期 1.8%; 毛利率为 55.7%, 同环比进一步提升; 调整后净利润 56 亿元, 高于市场预期 11.9%, 调整后净利率 16.0%。公司宣布首次派发特别股息, 每股 0.46 港元, 合计约 20 亿港元。
- 广告增速环比提升:** 2Q25 公司 DAU 4.09 亿, 同比增长 3.4%, 创历史新高, 用户总使用时长同比增长 7.5%。2Q25 广告收入 198 亿元, 同比增长 12.8%, 增速环比回升, 主要是公司积极客户拓展以及 AI 助力下营销转化效率提升, 外循环和内循环广告均得到良好增长, 公司全自动投放解决方案消耗占外循环总消耗的比例提升至约 65%, 全站推广产品迭代推动内循环 eCPM 同比提升。三季度, 海外广告业务预计会受到一定影响, 收入或同比下滑; 国内广告预计保持健康增长, 我们预计三季度整体广告业务收入同比增长 12%。直播收入同比增长 8.0%, 主要得益于持续丰富的优质内容生态, 我们预计三季度增速或略有回落。其他收入同比增长 25.9%, 电商 GMV 同比增长 17.6% 至 3,589 亿元, 优于市场预期 3.6%。泛货架电商持续超大盘增长, GMV 占比提升至超过 32%。我们预计三季度电商 GMV 同比增长 15%。
- 可灵 AI 变现提速:** 可灵 AI 商业化高速增长, 2Q25 收入超过 2.5 亿元, 环比快速提升。付费专业消费者是重要的增长驱动来源, 用户数量快速增长。公司在 5 月推出可灵 AI 2.1 系列模型, 在动态表现、物理模型、语义响应等方面进一步提升, 保持全球视觉生成大模型领域前列。公司上调 2025 年全年可灵收入指引, 较此前预期翻倍, 我们预计或超 9 亿元。
- 维持“买入”评级, 上调目标价至 88 港元:** 我们略微调整公司 FY25E 收入预测至 1,426 亿元, 上调目标价至 88 港元, 对应 FY25E/FY26E 17.0x/13.7x P/E。我们看好公司在视频大模型的领先地位, 或为公司增长带来新的动能, 带动估值提升, 维持“买入”评级。
- 投资风险:** 流量增长不及预期; 行业竞争激烈。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	113,470	126,898	142,586	150,802	161,711
经营利润	6,431	15,287	19,418	25,827	27,550
调整后净利润	10,271	17,711	20,481	25,378	26,843
调整后目标 PE (x)			17.0	13.7	13.0

E=浦银国际预测, 资料来源: 公司报告、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2025 年 8 月 22 日

评级

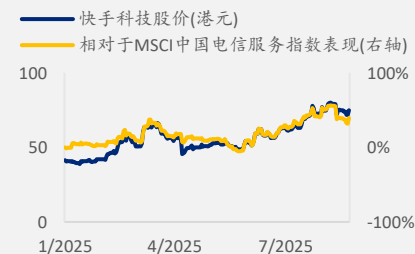
买入

目标价 (港元)	88
潜在升幅/降幅	+23%
目前股价 (港元)	71.75
52 周内股价区间 (港元)	37.55-81.65
总市值 (百万港元)	323,055
近 3 月日均成交额 (百万港元)	3,109

市场预期区间



股价表现



财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	113,470	126,898	142,586	150,802	161,711
收入成本	(56,079)	(57,606)	(64,157)	(65,599)	(70,344)
毛利	57,391	69,292	78,429	85,203	91,367
销售费用	(36,496)	(41,105)	(43,607)	(43,733)	(46,896)
管理费用	(3,514)	(2,916)	(3,488)	(3,318)	(3,558)
研发费用	(12,338)	(12,199)	(14,191)	(14,326)	(15,363)
其他营业费用	1,388	2,215	2,275	2,000	2,000
经营盈利	6,431	15,287	19,418	25,827	27,550
财务成本净额	539	236	(78)	500	500
其他盈利	(81)	(29)	(10)	-	-
除税前盈利	6,889	15,494	19,330	26,327	28,050
所得税开支	(490)	(150)	(1,546)	(3,949)	(4,208)
年度盈利	6,399	15,344	17,784	22,378	23,843
调整后年度盈利	10,271	17,711	20,481	25,378	26,843

资产负债表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
物业及设备	12,356	14,831	19,013	22,341	25,268
使用权资产	10,399	8,891	8,129	7,920	7,858
无形资产	1,073	1,059	956	864	780
金融资产	5,245	24,658	24,658	24,658	24,658
定期存款	6,108	19,856	22,311	23,596	25,303
其他非流动资产	10,754	7,709	7,709	7,709	7,709
非流动资产合计	45,935	77,004	82,775	87,088	91,577
贸易应收账款	6,457	6,674	7,499	7,931	8,505
金融资产	25,128	27,283	27,283	27,283	27,283
定期存款	9,874	11,522	12,946	13,692	14,683
受限制现金	128	47	47	47	47
现金及现金等价物					
其他流动资产	5,869	4,646	4,646	4,646	4,646
流动资产合计	60,361	62,869	78,511	100,249	124,849
资产总额	106,296	139,873	161,286	187,336	216,425
股本及股本溢价	273,371	268,733	266,533	266,533	266,533
其他储备	33,183	35,435	35,435	35,435	35,435
累计亏损	(257,491)	(242,164)	(224,394)	(202,032)	(178,206)
少数股东权益	11	20	20	20	20
权益总额	49,074	62,024	77,594	99,956	123,782
非流动负债合计	8,444	18,021	18,021	18,021	18,021
应付账款	23,601	27,470	30,594	31,281	33,544
其他应付账款及应计费用	25,177	32,358	35,078	38,078	41,078
流动负债合计	48,778	59,828	65,672	69,359	74,622
负债总额	57,222	77,849	83,693	87,380	92,643
权益及负债总额	106,296	139,873	161,286	187,336	216,425

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

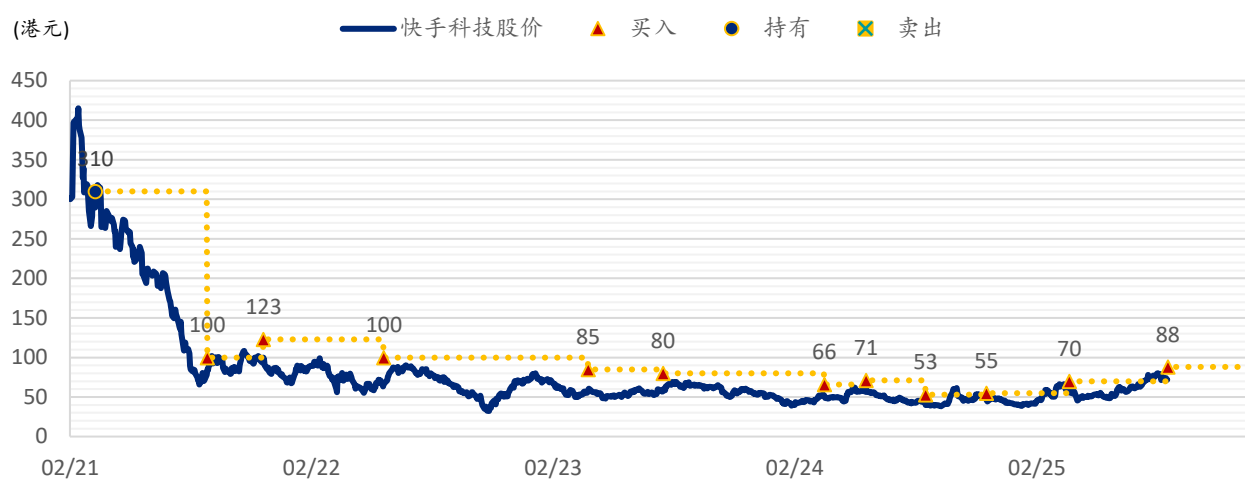
现金流量表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
净利润	6,399	15,344	17,784	22,378	23,843
折旧	7,054	7,036	5,640	6,463	7,409
摊销	148	104	103	93	84
营运资金变动	4,859	7,510	2,299	256	1,689
其他调整项	2,321	(207)	2,705	2,985	2,983
经营现金流	20,781	29,787	28,531	32,173	36,008
购买固定资产净额	(4,887)	(8,063)	(9,060)	(9,582)	(10,275)
其他投资现金流	(14,978)	(28,614)	(3,879)	(2,032)	(2,697)
投资现金流	(19,865)	(36,677)	(12,939)	(11,613)	(12,972)
借款净额	-	-	-	-	-
其他融资现金流	(1,364)	6,714	(2,200)	-	-
融资现金流	(1,364)	6,714	(2,200)	-	-
现金及现金等价物净流量	(448)	(176)	13,392	20,560	23,036
汇率变动影响	79	(32)	-	-	-
年初现金及现金等价物	13,274	12,905	12,697	26,089	46,649
年末现金及现金等价物	12,905	12,697	26,089	46,649	69,685

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
盈利增速					
营业收入增速	20.5%	11.8%	12.4%	5.8%	7.2%
毛利润增速	36.2%	20.7%	13.2%	8.6%	7.2%
经营利润增速	NM	137.7%	27.0%	33.0%	6.7%
净利润增速	NM	139.8%	15.9%	25.8%	6.5%
调整后净利润增速	NM	72.4%	15.6%	23.9%	5.8%
盈利能力比率					
毛利率	50.6%	54.6%	55.0%	56.5%	56.5%
经营利润率	5.7%	12.0%	13.6%	17.1%	17.0%
净利率	5.6%	12.1%	12.5%	14.8%	14.7%
调整后净利率	9.1%	14.0%	14.4%	16.8%	16.6%
每股指标 (元)					
基本EPS	1.5	3.6	4.2	5.2	5.6
摊薄EPS	1.4	3.5	4.1	5.1	5.5
调整后EPS	2.3	4.0	4.7	5.8	6.2
估值 (倍)					
调整后目标P/E			17.0	13.7	13.0
目标P/S			2.4	2.3	2.1

图表 2：SPDBI 目标价：快手科技（1024.HK）

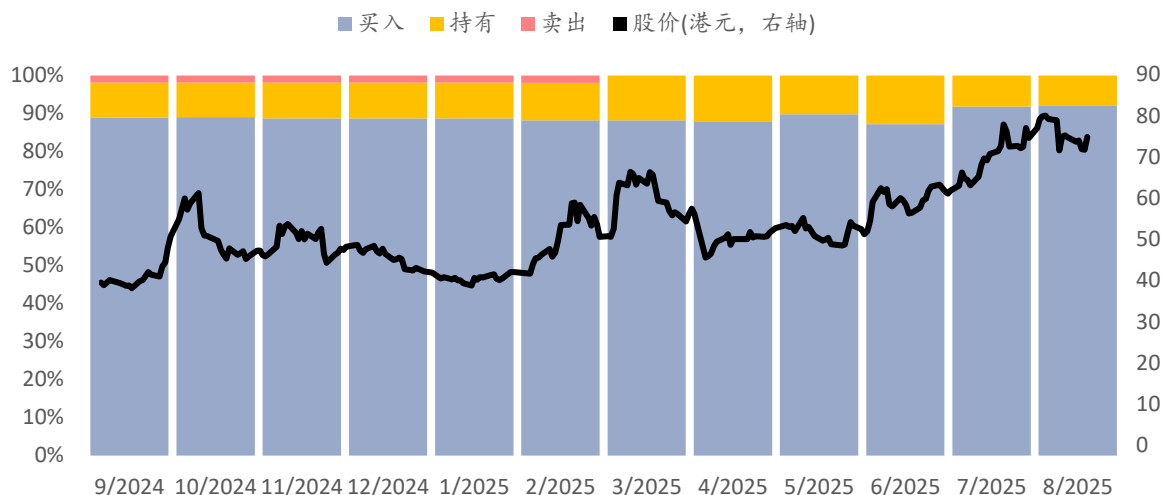


注：截至 2025 年 8 月 21 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

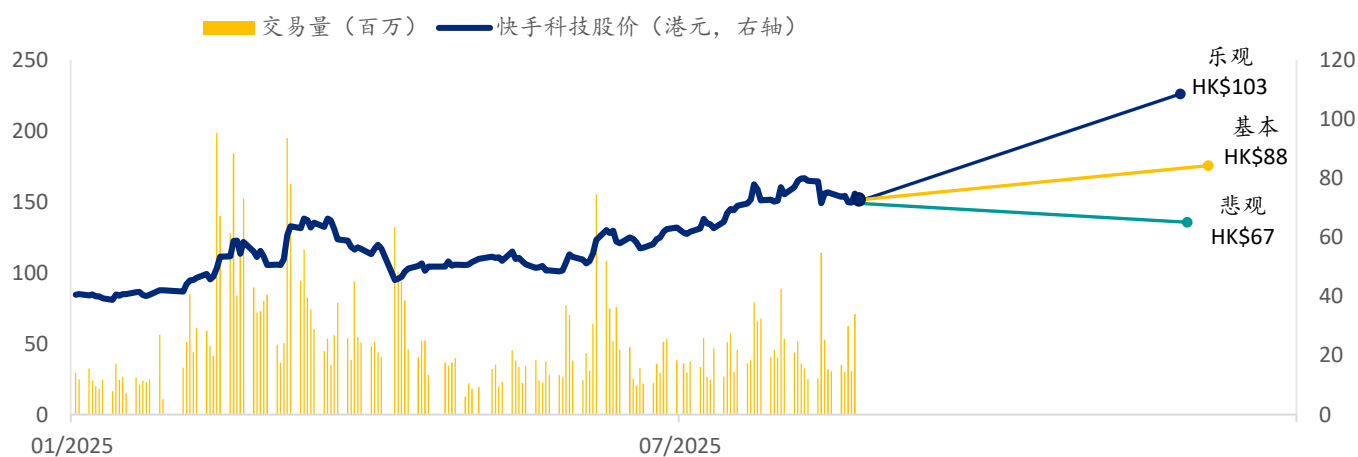
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：市场普遍预期：快手科技（1024.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 情景假设：快手科技（1024.HK）



乐观情景：公司盈利水平好于预期
(概率：20%)

目标价：103 港元

- 电商表现优于预期；
- 外循环广告增长优于预期。

悲观情景：公司盈利水平不及预期
(概率：20%)

目标价：67 港元

- 市场竞争激烈导致电商增长不及预期；
- 投入加大导致利润不及预期。

资料来源：浦银国际预测

图表 5：SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	115.70	买入	147.00	16/5/2025	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	118.09	买入	150.00	16/5/2025	电商
9618 HK Equity	京东	121.10	买入	146.00	18/8/2025	电商
JD US Equity	京东	31.18	买入	38.00	18/8/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	122.96	持有	100.00	28/5/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	16.96	持有	16.00	20/8/2025	电商
700 HK Equity	腾讯	593.00	买入	700.00	14/8/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	131.87	买入	154.00	15/8/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	204.40	买入	240.00	15/8/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	196.80	买入	173.00	21/5/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	23.76	买入	22.00	21/5/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	11.83	买入	13.00	14/4/2025	游戏
2400 HK Equity	心动	77.50	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	4.90	买入	4.20	9/4/2025	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.32	买入	4.00	14/8/2025	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	8.13	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	117.10	买入	159.00	27/5/2025	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	71.75	买入	88.00	22/8/2025	短视频
SE US Equity	Sea	179.60	买入	200.00	13/8/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	36.28	买入	37.00	8/8/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	504.24	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	418.76	买入	476.00	8/8/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	221.95	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	199.75	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	200.62	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	739.10	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	345.52	买入	570.00	7/5/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	689.47	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	24.99	买入	29.00	13/8/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	96.90	买入	114.00	13/8/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	290.60	买入	325.00	20/8/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	37.74	买入	55.00	9/5/2025	软件

注：收盘价截至 2025 年 8 月 21 日；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

