

买入

2025年8月25日

收入利润全面超预期，重视股东回报首次派息

- 营收及利润数据亮眼，全面超预期：**公司 25Q2 实现收入 350.46 亿元 (YoY+13.1%)，系因用户活跃、内容生态繁荣以及 AI 赋能业务。毛利达 195.04 亿元 (YoY+13.8%)，毛利率为 55.7%，同比略增；经营利润 52.89 亿元 (YoY+35.4%)，经营利润率 15.1% (YoY+2.5pct)；经调整净利润达 56.18 亿元，同比增长 20.1%，经调整净利率达到 16% (YoY+0.9pct)。25Q2 快手 DAU 达 4.09 亿 (YoY+3.44%)，同比稳健增长，其平均线上营销服务收入为 48.3 元 (YoY+9.03%)。在资金面，3 月 31 日，公司现金及现金等价物为 123 亿元，可利用资金总额为 1019 亿元。此外，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。
- 以 AI 模型撬动更多行业营销预算：**线上营销服务收入达 198 亿元 (YoY+12.8%)，系因积极的客户拓展以及 AI 技术优化方案对于营销转化率的提升。外循环层面，内容消费持续发力，IAP 及 IAA 提升用户付费意愿；本地生活与汽车需求强劲；UAX 渗透率持续提升。在内循环层面，供给侧与流量分发双管齐下，实现电商商家转化率与内循环营销服务 eCPM 的同向提升。
- 直播内容不断优化，电商业务跑赢大盘：**直播业务收入同比增长 8.0% 至 100 亿元，线上线下结合的差异化场景表现优异。与此同时，25Q2 公司电商 GMV 同比增长 17.6% 至 3589 亿元，增速超预期。电商月均买家数达 1.34 亿，用户复购频次不断提高。从 GMV 看，泛货架电商 GMV 持续超大盘增长，占比总电商 GMV 超过 32.0%。此外，海外业务收入同比增长 20.5% 至 13 亿元，首次实现盈利 0.2 亿元。本地生活收入同比增长约 120%。
- 可灵 AI 变现路径清晰，市场广阔：**5 月推出可灵 AI 2.1 系列模型，形成阶梯化服务与定价。7 月底发布灵动动画布功能，提供一站式创作体验。在营收层面，可灵 4 月及 5 月流水均过亿，Q2 营收超 2.5 亿元。同时，公司在成本端坚定投资：Capex 预算翻倍，相关研究人员开支维持预期，并将在成本端提质增效，维持利润水平。在商业化进程上，可灵逐步具备游戏制作和专业影视制作等工业级场景的深度应用能力，盈利路径逐渐清晰。目前，可灵 AI 已与《逆水寒》手游达成深度合作，并参与了首部 AI 单元剧集的制作，成为 AI 影视创作新标杆。
- 上调目标价至 100 港元，维持买入评级：**公司 AI 战略商业化提速，其可灵 AI 在 2025 年第二季度收入超 2.5 亿元，并已赋能内容与商业生态，增长潜力巨大。内外循环广告业务增长显著，线上营销服务收入同比增长 12.8%。电商与直播两大核心业务稳健发展，第二季度电商商品交易总额 (GMV) 同比增长 17.6%。公司财务状况极其稳健，截至 25Q2 可利用资金总额达 1019 亿元人民币，自 2024 年 5 月宣布 160 亿港元回购以来，累计回购 88 亿，今年 8 月首次宣派约 20 亿港元的特别股息，彰显了对股东回报的承诺与未来发展的信心。综合公司盈利能力、财务状况和估值，给予公司 25 年净利润 22 倍估值，目标价至 100 港元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济下行消费疲弱、短视频竞争加剧、海外业务减亏不及预期等。

罗凡环

852-25321962

simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	TMT
股价	74.9 港元
目标价	100.0 港元 (+34%)
股票代码	1024
已发行股本	43.16 亿股
总市值	3200 亿港元
52 周高/低	81.7 港元/37.6 港元
每股净资产	18.1 港元
主要股东	腾讯 (15.7%) 宿华 (9.9%) 程一笑 (8.9%)

表：盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业收入 (人民币百万元)	113,470	126,898	141,902	154,103	165,167
变动 (%)	20.5%	11.8%	11.8%	8.6%	7.2%
净利润	6,399	15,344	18,433	21,566	24,707
变动 (%)	NA	139.8%	20.1%	17.0%	14.6%
经调整净利润	10,271	17,716	21,330	24,766	27,056
变动 (%)	NA	72.5%	20.4%	16.1%	9.2%
基本每股盈利 (元)	1.48	3.55	3.84	4.79	5.36
变动 (%)	NA	139.8%	7.9%	24.8%	12.0%
经调整市盈率 74.9 港元 (估)	46.3	19.3	17.9	14.4	12.8

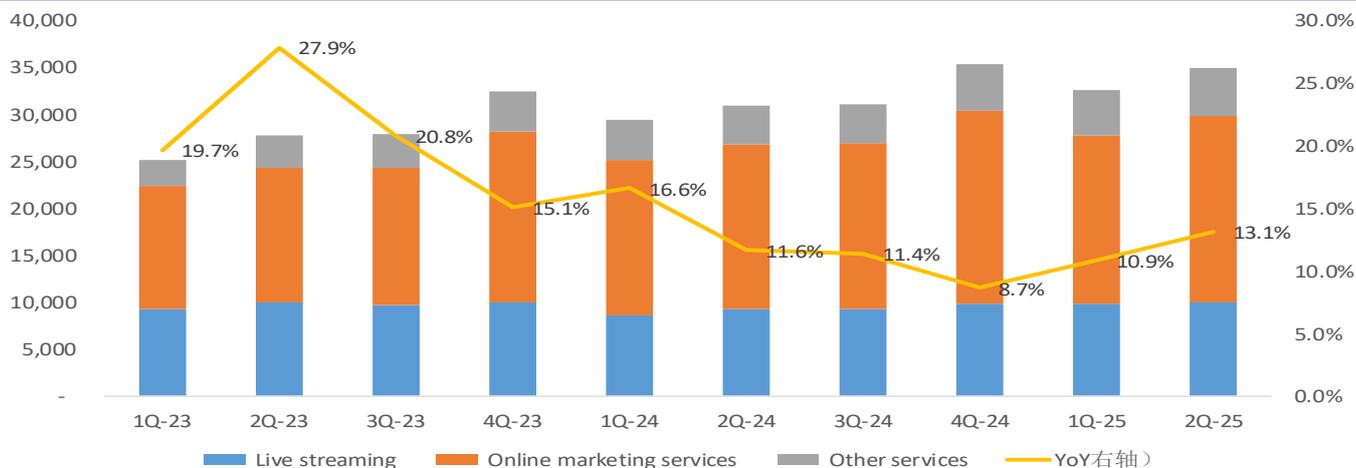
资料来源：公司资料、第一上海预测

股价表现



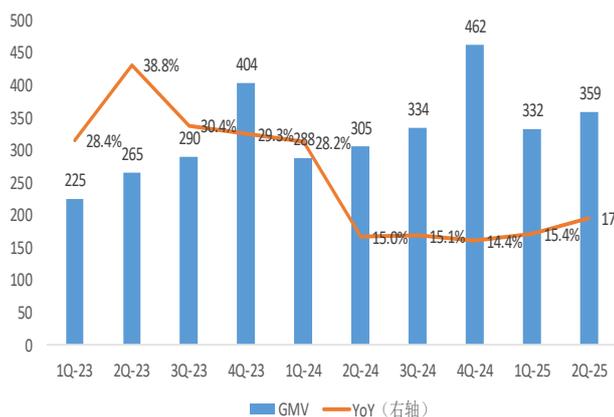
资料来源：彭博

图表 1: 2023Q1-2025Q2 总营收 (百万元)



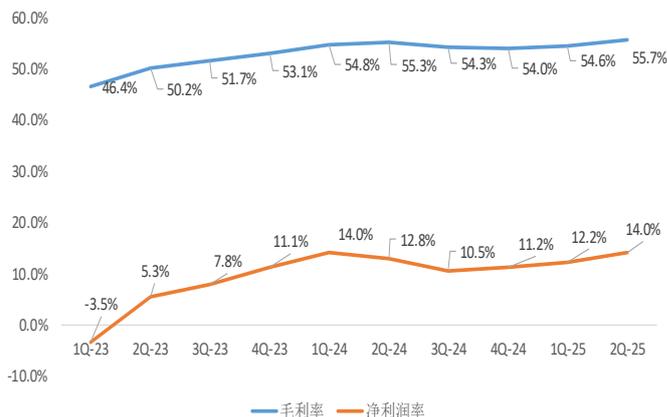
资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 2: GMV 及增速 (十亿元)



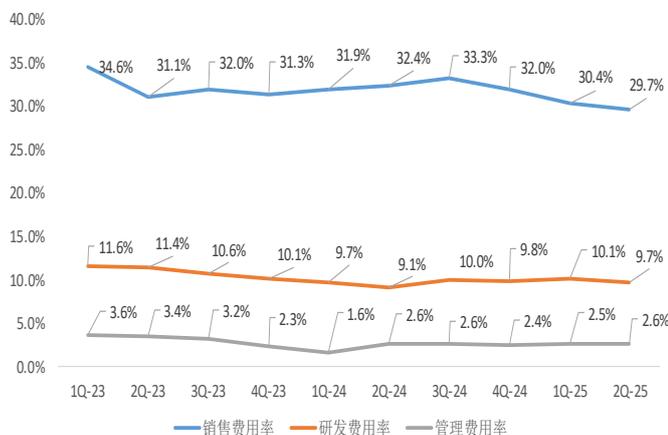
资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 3: 毛利率及经调整净利率



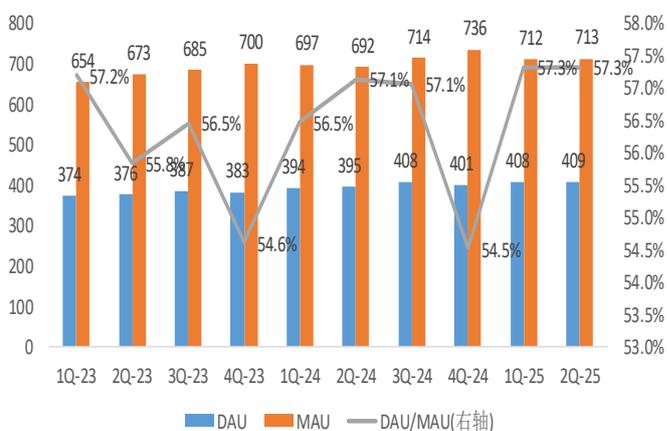
资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 4: 运营费用率



资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 5: 用户规模 (百万)



资料来源: 公司公告, 第一上海整理

附录 1：主要财务报表

资产负债表

<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	历史	历史	预测	预测	预测
物业、厂房及设备	12,356	14,831	17,446	20,323	23,488
无形资产	1,073	1,059	860	1,157	1,485
使用权资产	4,353	5,200	12,562	10,806	10,399
其他非流动资产	28,153	55,914	47,468	48,031	47,126
非流动资产	45,935	77,004	78,336	80,318	82,498
现金及等价物	12,905	12,697	28,878	45,954	65,564
应收账款	6,457	6,674	7,141	7,641	8,176
预付账款	4,919	4,646	5,064	5,520	6,017
其他资产合计	36,080	38,852	38,852	38,852	38,852
流动资产	60,361	62,869	79,935	97,967	118,608
总资产	106,296	139,873	158,271	178,284	201,106
租赁负债	8,405	6,765	6,765	6,765	6,765
其他非流动负债	48,817	71,084	60,407	60,867	61,369
非流动负债	57,222	77,849	67,172	67,632	68,134
应付账款	40,193	50,588	50,588	50,588	50,588
预付账款	4,036	4,696	5,119	5,579	6,081
其他流动负债	4,549	4,544	4,544	4,544	4,544
流动负债	48,778	59,828	60,251	60,711	61,213
负债合计	106,000	137,677	127,422	128,344	129,348
所有者权益	296	2,196	30,848	49,941	71,758

现金流量表

<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	历史	历史	预测	预测	预测
除税前利润	6,889	15,494	18,433	21,566	24,707
所得税支出		0	0	0	0
折旧及摊销	7,202	7,822	6,023	6,625	7,288
营运资本变动	6,898	8,531	-170	4,859	11,111
其他经营现金流	-208	-2,060	-4,174	-4,761	-14,921
经营活动现金流	20,781	29,787	20,111	28,289	28,185
资本开支	-4,897	-5,387	-6,195	-6,814	-7,496
其他投资现金流	-14,968	-31,290	-9,870	-1,794	-1,972
投资活动现金流	-19,865	-36,677	-16,064	-8,608	-9,468
股息	0	0	0	0	0
负债变化	11,259	0	0	0	0
其他投资活动现金流	-12,623	6,714	0	0	0
融资活动现金流	-1,364	6,714	0	0	0
现金净变动	-448	-176	4,047	19,681	18,717
年初现金余额	13,274	12,905	12,697	16,744	36,425
年末现金余额	12,905	12,697	16,744	36,425	55,142

资料来源：公司资料，第一上海预测

利润表

<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	历史	历史	预测	预测	预测
营业收入	113,470	126,898	141,902	154,103	165,167
营业成本	56,079	57,606	63,054	66,937	71,683
毛利	57,391	69,292	78,848	87,165	93,485
销售及营销费用	-36,496	-41,105	-42,416	-44,153	-47,073
行政开支	-3,514	-2,916	-3,625	-3,790	-3,303
研发开支	-12,338	-12,199	-13,901	-14,180	-14,370
其他收入	978	533	69	0	0
其他亏损净额	410	1,682	1,006	0	0
经营利润	6,431	15,287	19,980	25,043	28,739
财务（费用）/收入净额	539	236	80	328	328
分占权益法投资	0	0	0	0	0
除所得税前利润	6,889	15,494	20,051	25,371	29,067
所得税	-490	-150	1,618	3,806	4,360
净利润	6,399	15,344	18,433	21,566	24,707
经调整净利润	10,271	17,716	21,330	24,766	27,056
折旧及摊销	7,202	7,140	6,023	6,625	7,288
EBITDA	13,552	22,398	25,993	31,668	36,027

主要财务比率

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	历史	历史	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率	50.6%	54.6%	55.6%	56.6%	56.6%
EBITDA 率	11.9%	17.7%	18.3%	20.6%	21.8%
净利率	5.6%	12.1%	13.0%	14.0%	15.0%
营运表现					
销售及管理费用/收入	-32.2%	-32.4%	-29.9%	-28.7%	-28.5%
实际税率	-7.1%	-1.0%	8.1%	15.0%	15.0%
股息支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应付账款天数	235.1	235.1	220.0	220.0	220.0
应收账款天数	20.2	20.2	20.2	20.2	20.2
财务状况					
总负债/总资产	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6
收入/净资产	383.3	57.8	4.6	3.1	2.3
经营性现金流/收入	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
税前盈利对利息倍数	12.8	65.7	250.0	77.3	88.5

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。