

# 快手-W (01024.HK)

## 电商场域优化，可灵商业化升级

二季度收入与归母净利润均实现同比双位数增长。快手 2025Q2 录得收入 350 亿元，同比增长 13.1%。从业务类型角度，线上营销服务/直播/其他服务各录得收入 198/100/52 亿元，同比增长 12.8%/8.0%/25.9%。本季度公司录得经营利润总额 53 亿元，经营利润率约 15.1%。公司录得 non-GAAP 归母净利 56 亿元，同比上升 20.1%，non-GAAP 净利润率约 16.0%。

**电商：GMV 增长可观，场域建设优化。**本季快手电商 GMV 同比增长 17.6% 至 3589 亿元。其中，泛货架电商持续超大盘增长，其 GMV 占比超过 32%。另一方面，本季短视频电商 GMV 同比增长亦超 30%，得益于挂车短视频供给增加、以及货盘和目标人群的匹配。

**营销：本季内外循环均延续强劲增长势头。**1) 外循环收入的增长主要受内容消费、本地生活和汽车行业需求所驱动，UAX 解决方案在本季度外循环总消耗中的比重已达 65%。2) 内循环方面，快手迭代了智能出价、素材追投、全站多品营销等多个核心工具，提升了商家营销素材投放的稳定性。本季度泛货架电商的广告收入高速增长，平台针对泛货架场单独建模，实现了商家的销售转化率和内循环 eCPM 的同向提升。

**可灵 AI：功能、场景、商业化持续升级。**功能方面：7 月底可灵 AI 再次发布新功能灵动画布。灵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，提升创作者的创作体验。

应用场景角度，可灵 AI 的应用已扩展至广告营销、影视短剧、游戏互动和智能硬件等。在短剧行业，可灵 AI 与快手星芒短剧联合出品的《新世界加载中》累计播放量近 2 亿，在行业树立了新标杆。

可灵 AI 商业化落地能力持续强化，在 2025 年第二季度已实现收入超 2.5 亿元。管理层在业绩会透露，2025 年可灵收入预计比年初目标翻倍。公司也会继续加大可灵 AI 在推理算力的投入，预计可灵 AI 相关的 2025 年 Capex 上的投入较年初预算也会实现翻倍。

**重申“买入”评级。**我们看好快手通过 AI 赋能优化现有业务的效率以及可灵 AI 的商业化变现能力。我们预计快手 2025-2027 年收入 1430/1585/1705 亿元，同增 13%/11%/8%，调整后归母净利 203/251/285 亿元，同增 15%/23%/14%。基于 15x 2026e P/E，我们给予快手目标价 94 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。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	113,470	126,898	142,960	158,451	170,473
增长率 yoy (%)	20	12	13	11	8
调整后归母净利润 (百万元)	10,271	17,716	20,307	25,054	28,519
增长率 yoy (%)	279	72	15	23	14
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.4	4.1	4.7	5.8	6.6
净资产收益率 (%)	20.9	28.6	25.5	24.7	22.5
P/E (倍)	30.3	17.5	15.3	12.4	10.9
P/S (倍)	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8

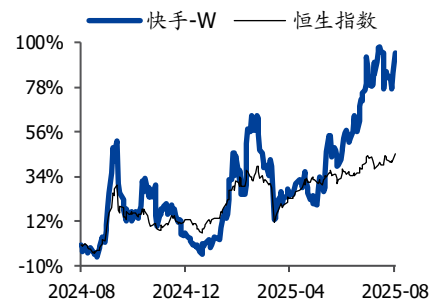
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 25 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	海外
前次评级	买入
08 月 25 日收盘价 (港元)	78.75
总市值 (百万港元)	339,887.52
总股本 (百万股)	4,353.00
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	49.31

### 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)：泛货架和外循环共进，看好可灵前景》 2025-07-23
- 《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

**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
<b>流动资产</b>	60,361	62,869	78,868	109,798	128,923
现金	12,905	12,697	7,787	15,407	16,290
应收账款	6,457	6,674	8,119	8,277	9,363
预付账款	4,919	4,646	4,327	7,696	5,069
短期定期存款	9,874	11,522	12,522	13,522	14,522
其他流动资产	26,206	27,330	46,113	64,896	83,679
<b>非流动资产</b>	45,935	77,004	80,254	82,967	85,265
固定资产	12,356	14,831	16,572	17,859	18,810
无形资产	1,073	1,059	2,568	3,994	5,341
使用权资产	10,399	8,891	8,891	8,891	8,891
长期定期存款	9,765	19,856	19,856	19,856	19,856
递延所得税资产	6,108	6,604	6,604	6,604	6,604
其他非流动资产	6,234	25,763	25,763	25,763	25,763
<b>资产总计</b>	106,296	139,873	159,122	192,765	214,188
<b>流动负债</b>	48,778	59,828	61,568	73,313	69,621
银行借款	0	0	100	200	300
应付账款	23,601	27,470	29,804	34,148	33,751
其他流动负债	25,177	32,358	31,664	38,965	35,569
<b>非流动负债</b>	8,444	18,021	18,021	18,021	18,021
租赁负债	8,405	6,765	6,765	6,765	6,765
其他非流动负债	39	11,256	11,256	11,256	11,256
<b>负债合计</b>	57,222	77,849	79,589	91,334	87,642
少数股东权益	11	20	20	20	20
股本	0	0	0	0	0
累计亏损	-257,491	-242,164	-224,655	-202,758	-177,641
储备及其他	33,183	35,776	35,776	35,776	35,776
归属母公司股东权益	49,063	62,004	79,513	101,410	126,527
<b>负债和股东权益</b>	106,296	139,873	159,122	192,765	214,188

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	20,781	29,787	22,838	35,366	28,630
除税前利润	6,889	15,494	18,597	23,236	26,652
固定资产折旧	3,989	4,064	4,710	5,164	5,499
无形资产摊销	148	104	103	187	266
营运资金变动	4,859	7,510	514	8,118	-2,252
其他经营现金流	4,896	2,615	-1,086	-1,339	-1,536
<b>投资活动现金流</b>	-19,865	-36,677	-27,846	-27,846	-27,846
购入物业、厂房及设备	-4,897	-8,063	-8,063	-8,063	-8,063
其他投资现金流	-14,968	-28,614	-19,783	-19,783	-19,783
<b>筹资活动现金流</b>	-1,364	6,714	98	100	100
借款所得款项	0	12,379	100	100	100
发行普通股所得款项	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1,364	-5,665	-2	0	0
<b>现金净增加额</b>	-448	-176	-4,910	7,620	884

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	113,470	126,898	142,960	158,451	170,473
营业成本	56,079	57,606	64,603	72,135	76,588
销售及营销开支	36,496	41,105	43,425	45,897	49,060
行政开支	3,514	2,916	3,381	3,591	3,695
研发开支	12,338	12,199	14,948	16,245	17,132
其他收入	978	533	69	0	0
其他收益/(亏损)净额	410	1,682	2,144	2,276	2,276
<b>营业利润</b>	6,431	15,287	18,817	22,859	26,276
财务费用净额	539	236	-186	425	425
可转换可赎回优先股公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	6,889	15,494	18,597	23,236	26,652
所得税(开支)/收益	-490	-150	-1,086	-1,339	-1,536
<b>净利润</b>	6,399	15,344	17,511	21,897	25,116
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	6,399	15,344	17,511	21,897	25,116
<b>调整后净利润</b>	10,271	17,716	20,307	25,054	28,519
<b>调整后BPS (元)</b>	2	4	5	6	7

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	20.5	11.8	12.7	10.8	7.6
营业利润(%)	151.2	137.7	23.1	21.5	14.9
归属于母公司净利润(%)	146.7	139.8	14.1	25.0	14.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	50.6	54.6	54.8	54.5	55.1
净利率(%)	5.6	12.1	12.2	13.8	14.7
ROE(%)	20.9	28.6	25.5	24.7	22.5
ROIC(%)	9.5	20.9	19.6	19.1	17.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	53.8	55.7	50.0	47.4	40.9
净负债比率(%)	-26.3	-20.5	-9.7	-15.0	-12.6
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	1.6
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.4	4.1	4.7	5.8	6.6
每股经营现金流(最新摊薄)	4.8	6.9	5.3	8.2	6.7
每股净资产(最新摊薄)	11.4	14.4	18.5	23.6	29.4
<b>估值比率</b>					
P/E	30.3	17.5	15.3	12.4	10.9
P/S	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8
P/B	6.3	5.0	3.9	3.1	2.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 25 日收盘价

图表 1: 快手财务预测: 年度

	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>收入 (百万元)</b>	113,470	126,898	142,960	158,451	170,473
直播	39,054	37,061	40,036	41,300	42,852
广告	60,304	72,419	80,734	90,827	99,021
其他 (电商、游戏、其他增值服务)	14,112	17,418	22,190	26,325	28,600
<b>增速 yoy</b>					
<b>收入</b>	20%	12%	12.7%	11%	8%
直播	10%	-5%	8%	3%	4%
线上营销服务	23%	20%	11%	13%	9%
其他 (电商、游戏、其他增值服务)	45%	23%	27%	19%	9%
<b>毛利 (百万元)</b>	57,391	69,292	78,357	86,316	93,886
<b>毛利率</b>	50.6%	54.6%	54.8%	54.5%	55.1%
<b>销售费用率</b>	32%	32%	30%	29%	29%
<b>管理费用率</b>	3%	2%	2%	2%	2%
<b>研发费用率</b>	11%	10%	10%	10%	10%
<b>经调整经营利润 (百万元)</b>	10,303	17,659	21,612	26,017	29,678
<b>经调整经营利润率</b>	9.1%	13.9%	15.1%	16.4%	17.4%
<b>经调整净利润 (百万元)</b>	10,271	17,716	20,307	25,054	28,519
<b>经调整净利润率</b>	9.1%	14.0%	14.2%	15.8%	16.7%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表2: 快手财务预测: 季度

	2025Q1	2025Q2	2025Q3e	2025Q4e	2026Q1e	2026Q2e	2026Q3e	2026Q4e
<b>收入 (百万元)</b>	32,608	35,046	35,200	40,106	36,547	39,046	39,070	43,789
直播	9,814	10,044	9,822	10,356	10,185	10,170	10,196	10,749
广告	17,977	19,765	19,800	23,192	20,207	22,422	22,403	25,795
其他 (电商、游戏及其他)	4,817	5,237	5,578	6,559	6,155	6,454	6,470	7,246
<b>增速 yoy</b>								
<b>收入</b>	11%	13%	13%	13%	12%	11%	11%	9%
直播	14%	8%	5%	5%	4%	1%	4%	4%
线上营销服务	8%	13%	12%	12%	12%	13%	13%	11%
其他 (电商、游戏及其他)	15%	26%	34%	33%	28%	23%	16%	10%
<b>毛利 (百万元)</b>	17,792	19,504	19,368	21,693	19,823	21,237	21,308	23,948
毛利率	54.6%	55.7%	55.0%	54.1%	54.2%	54.4%	54.5%	54.7%
<b>销售费用率</b>	30%	30%	31%	30%	29%	29%	30%	29%
<b>管理费用率</b>	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
<b>研发费用率</b>	10%	10%	11%	11%	10%	10%	11%	11%
<b>经调整经营利润 (百万元)</b>	4,860	5,985	5,063	5,704	6,039	6,758	6,035	7,185
<b>经调整经营利润率</b>	14.9%	17.1%	14.4%	14.2%	16.5%	17.3%	15.4%	16.4%
<b>经调整净利润 (百万元)</b>	4,580	5,618	4,749	5,359	5,822	6,502	5,821	6,910
<b>经调整净利润率</b>	14.0%	16.0%	13.5%	13.4%	15.9%	16.7%	14.9%	15.8%

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