证券研究报告

公司研究

公司点评

快手-W（1024.HK）

投资评级

上次评级

刘旺传媒互联网及海外首席分析师
执业编号：S1500524120005
邮　箱：liuwang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

快手-W：25Q2业绩超预期，可灵AI商业化加速，AI赋能提效快手生态

2025年8月27日

事件：2025年8月21日，快手发布25Q2业绩公告。25Q2公司实现营收350.46亿元，同比+13.1%；毛利195.04亿元，同比+13.8%；调整后净利润56.18亿元，同比+20.1%。25Q2毛利率为55.7%，同比提升0.4pct，环比提升1.1pct，经调整净利润率为16%，同比提升0.9pct，环比提升2pct，毛利率和经调整净利率均突破历史峰值，大幅超出市场预期。25Q2海外营收13亿元，同比+20.5%，巴西日活用户使用时长同比持续增长。

点评：

- **可灵AI商业化持续加速，探索更多垂类场景应用中。**25Q2可灵实现营收2.5亿元，环比25Q1营收1.5亿元提升66.7%。可灵AI自发布以来迭代升级30余次，累计生成超2亿个视频和4亿张图片。截至25H1可灵AI累计生成视频数量2亿+，陆续推出多图参考、灵动画布等功能为创作者打造一站式AI生产力引擎，服务的企业客户超2万家。全球首部AI单元故事集《新世界加载中》累计全球播放量近2亿，不断探索更多垂类应用场景如广告营销、影视短剧、游戏和智能硬件等。

- **OneRec端到端推荐大模型重塑公司推荐算法生态，利好快手广告降本提效，提高用户时长和留存率进而提高广告ROI，利好电商场景人货场匹配效率等。**25Q2公司线上营销服务营收197.65亿元，同比+12.8%，占比为56.4%。每位日活跃用户平均线上营销服务收入48.3元，同比+9%。OneRec端到端推荐大模型基于短视频内容推荐提升用户时长和留存率，广告营销场景中端到端生成营销素材提升点击率和转化率，电商场景提升人货匹配效率。线上营销业务中，通过IAP和IAA动态调整提升短剧用户付费意愿和时长。25Q2 UAX的消耗占外循环总消耗的比例提升至65%。

- **电商和直播业务稳步增长，AI赋能产品生态。**直播业务营收100.44亿元，同比+8%，占比28.7%；其他服务（包括电商）营收52.34亿元，同比+25.9%，占比14.9%。其中总电商GMV实现3588.79亿元，同比+17.6%，电商月均买家数达1.34亿，二季度泛货架对快手电商总GMV的贡献比例超32%，商城场域日均动销商家同比增长30%。短视频电商GMV同比增长超过30%。

- **日活跃用户创新高。**平均DAU和平均MAU用户分别达到了4.09亿及7.15亿，分别同比增长3.4%和3.3%，快手平均DAU用户创历史新高。25Q2快手日活跃用户日均使用时长达126.8分钟，用户总使用时长同比增长7.5%。

- **首次发放特别股息，提振市场信心。**公司宣布上市以来首次特别股息每

股 0.46 港元，合计共 20 亿港元，增强市场信心。

- **盈利预测：可灵 AI 作为全球 AI 商业化较为领先的应用，在不断打磨自身模型技术迭代的同时，也在拓展更多垂类应用场景来扩大商业化市场空间，我们看好可灵在 AI 视频产品上的领先性。此外，我们认为除市场关注的焦点—可灵之外，AI 对公司传统业务如广告、电商的边际影响存在超预期的可能性，建议持续关注快手主业变化及可灵 AI 模型迭代、商业化进展。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 1439.41/1583.45/1725.37 亿元，同比+13%/10%9%；预计实现经调整归母净利润分别为 203.38/259.59/296.55 亿元，同比+15%/27.6%/14%，截至 2025 年 8 月 25 日，对应 PE 分别为 15/12/10.5x。**
- **风险因素：**活跃用户增速不及预期、AI 产品迭代不及预期、商业化不及预期等

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	113,525	126,898	143,941	158,345	172,537
增长率 YoY %	20.5%	11.8%	13.4%	10.0%	9.0%
归母净利润(百万元)	6,396	15,335	17,485	22,781	26,536
增长率 YoY%	146.7%	139.8%	14.0%	30.3%	16.5%
毛利率%	50.58%	54.6%	55.02%	56.8%	57.4%
净资产收益率ROE%	13.0%	24.7%	22.0%	22.3%	20.6%
EPS(摊薄)(元)	1.47	3.57	4.05	5.28	6.15
市盈率 P/E(倍)	35.98	11.58	19.44	14.92	12.81
市净率 P/B(倍)	4.69	2.86	4.28	3.32	2.64

资料来源：信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 08 月 25 日收盘价

资产负债表			单位：	百万元
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	62,869	85,432	112,423	148,647
现金	12,697	11,989	20,664	36,291
应收账款及票据	6,674	8,868	8,093	10,329
存货	0	0.00	0.00	0.00
其他	43,498	64,575	83,666	102,026
非流动资产	77,004	76,930	76,881	76,829
固定资产	14,831	14,831	14,831	14,831
无形资产	9,923	9,923	9,923	9,923
其他	52,250	52,176	52,127	52,075
资产总计	139,873	162,362	189,304	225,476
流动负债	59,828	64,824	68,975	78,598
短期借款	0	1,074	1,611	2,238
应付账款及票据	27,470	32,083	31,559	36,868
其他	32,358	31,667	35,805	39,492
非流动负债	18,021	18,021	18,021	18,021
长期债务	11,100	11,100	11,100	11,100
其他	6,921	6,921	6,921	6,921
负债合计	77,849	82,845	86,996	96,619
普通股股本	0	0	0	0
储备	50,139	67,624	90,405	116,941
归属母公司股东权益	62,004	79,489	102,270	128,806
少数股东权益	20	28	39	52
股东权益合计	62,024	79,516	102,308	128,858
负债和股东权益	139,873	162,362	189,304	225,476

重要财务指标			单位：	百万元
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	126,898.00	143,941.26	158,344.69	172,537.06
增长率（%）	11.8%	13.4%	10.0%	9.0%
EBITDA	20,212.00	16,484.20	22,959.98	27,088.32
归母净利润	15,335.0	17,484.8	22,780.8	26,536.2
增长率（%）	139.8%	14.0%	30.3%	16.5%
每股收益 EPS	3.57	4.05	5.28	6.15
每股净资产	14.44	18.42	23.70	29.84
市盈率（P/E）	11.58	19.44	14.92	12.81
市净率（P/B）	2.86	4.28	3.32	2.64
PE/G	8.29	138.66	49.26	77.70

利润表			单位：	百万元
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	126,898	143,941	158,345	172,537
其他收入	0	0	0	0
营业成本	57,606	64,738	68,405	73,501
销售费用	41,105	44,049	47,503	50,898
管理费用	2,916	3,556	3,642	3,796
研发费用	12,199	15,114	15,834	17,254
财务费用	-371	-196	-102	-160
除税前溢利	15,494	18,609	24,247	27,946
所得税	150	1,117	1,455	1,397
净利润	15,344	17,492	22,792	26,549
少数股东损益	9	8	11	13
归属母公司净利润	15,335	17,485	22,781	26,536
EBIT	13,072	16,484	22,960	27,088
EBITDA	20,212	16,484	22,960	27,088
EPS（元）	3.57	4.05	5.28	6.15

现金流量表			单位：	百万元
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	29,787	16,250	25,643	32,247
净利润	15,335	17,485	22,781	26,536
少数股东权益	9	8	11	13
折旧摊销	7,140	0	0	0
营运资金变动及其他	7,303	-1,242	2,851	5,698
投资活动现金流	-36,677	-17,910	-17,367	-17,097
资本支出	-8,063	0	0	0
其他投资	-28,614	-17,910	-17,367	-17,097
筹资活动现金流	6,714	952	399	477
借款增加	11,100	1,074	537	627
普通股增加	-4,855	0	0	0
已付股利	0	-122	-138	-149
其他	469	0	0	0
现金净增加额	-208	-708	8,675	15,627

研究团队简介

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道。2023 年加入信达证券研发中心，目前主要专注于美股研究以及结合海外映射对 A 股、港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 15%以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%～15%；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。