

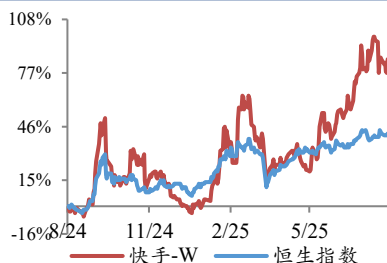
可灵商业化持续推进，首次宣派特别股息

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-28

收盘价（港元）	76.00
近 12 个月最高/最低（港元）	81.65/37.75
总股本（百万股）	4,316
流通股本（百万股）	3,588
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	3,280
流通市值（亿港元）	2,727

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 快手 25Q1 业绩点评：可灵商业化进程加速，业绩稳定增长 2025-06-05
2. 快手 24Q4 业绩点评：AI 赋能广告，流量推动电商增长 2025-04-03
3. 可灵视频生成领域领先，AI 有望推动广告效率提升 2025-03-10

主要观点：

● 25Q2 业绩：

25Q2，公司营收 350.5 亿元，yoy+13.1%；经调整净利润 56.2 亿元，yoy+20.1%。毛利率为 55.7%，同比减少 0.4pct，调整后净利率为 16.0%，同比增加 0.9pct。公司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，持续提升股东回报。

● 平台流量持续优化，DAU 创新高

25Q2 公司 DAU 为 4.09 亿（yoy+3.4%）创历史新高，MAU 为 7.15 亿（yoy+3.3%），日活用户日均使用时长达 126.8min，用户总使用时长 yoy+7.5%。二季度公司持续执行高质量用户的增长策略、流量分配机制优化、社区互动氛围提升和差异化的内容运营策略，有效降低了获客成本，提升整体 ROI。同时在流量分配上也进行了更加精准的匹配，提升用户粘性。

● 多场域转化效率提升，持续赋能内容生态

25Q2 电商业务 GMV 为 3589 亿元（yoy+17.6%），电商月活跃买家数达 1.34 亿，复购频次不断提升。泛货架电商 GMV 占比总电商 GMV 超过 32%。短视频电商 GMV 同比增长超过 30.0%，短视频电商的目标人群与核心货盘的匹配效率持续提升。AI 方面，公司 AIGC 能力通过自动生成与优化高质量素材，直接提升商品在商品卡、短视频等场域的转化效率，构建了直播、短视频、泛货架电商、达人分销四个核心场域阵地，全面赋能电商的内容生态。

● AI 赋能广告，智能化投放占比提升

25Q2 线上营销收入 198 亿元，yoy+12.8%，内外循环均实现健康增长。二季度营销素材 AIGC 解决方案迭代至更多行业场景，素材转化率进一步提升。外循环：内容消费行业、本地生活行业和汽车行业的需求强劲。短剧行业持续推动广告内容消耗，实现高双位数同比增长，通过 IAP 智能定价和 IAA 营销节点的动态调整，进一步提升短剧用户的付费意愿和观看时长。智能化产品投放层面，Universal Auto X（UAX，全自动投放）解决方案消耗占外循环总消耗比例提升至 65.0%。内循环：持续助力电商商家提升全域智能经营效率，迭代了智能出价、素材追投、全站多品营销等多个核心工具。从场域看，泛货架持续引入优质内容和商品供给，同时还重点优化了流量分发策略，加强和电商业务的协同，实现商家的销售转化率和内循环营销服务的 eCPM 同向提升。

● 可灵商业化超预期，产品持续迭代

25Q2，可灵 AI 收入超过 2.5 亿元。可灵 AI 不断探索 P 端用户的应用场景，包括广告营销、影视短剧、游戏互动和智能硬件等。在短剧方面，可灵 AI 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。

版本更新方面，2025 年 5 月，可灵推出可灵 AI 2.1 系列模型，在动态表现、物理模拟和语义响应均有提升。2025 年 7 月底，可灵 AI 发布了新功能灵动画布，实现无限可视化空间、智能创作辅助与多人实时协作等功能为一体，带来一站式的流畅高效创作体验。

● **投资建议**

预计 25-27 年公司总收入为 1424.2/1560.0/1701.0 亿元，25-27 年前值为 1422.1/1549.6/1681.9 亿元亿元；预计 25-27 年公司 NON-GAAP 归母净利润为 207.7/239.2/276.9 亿元，25-27 年前值为 201.6/236.6/272.8 亿元，维持“买入”评级。

● **风险提示**

广告和电商增速不及预期；行业竞争格局恶化；国际局势风险；海外业务减亏不及预期；AI 产品商业化不及预期等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	126,898	142,424	156,004	170,096
(+/-) (%)	12%	12%	10%	9%
归母净利润 (NON-GAAP)	17,716	20,773	23,919	27,692
(+/-) (%)	72%	17%	15%	16%
EPS (NON-GAAP)	4.11	4.81	5.54	6.42
P/E (NON-GAAP)	10.05	15.23	13.23	11.42

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测
资产负债表

百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	62,869	75,318	100,471	135,942
现金	12,697	20,097	41,827	72,191
应收账款	6,674	8,296	8,364	10,097
存货	0	0	0	0
其他	43,498	46,925	50,280	53,655
非流动资产	77,004	71,044	73,411	75,726
固定资产	14,831	15,896	16,903	17,859
无形资产	9,950	8,455	6,960	5,464
租赁土地	0	27	27	27
权益性投资	166	118	70	22
其他	52,057	46,548	49,451	52,354
资产总计	139,873	146,361	173,882	211,667
流动负债	59,828	50,328	50,070	56,349
短期借款	0	0	0	0
应付账款	31,141	33,824	35,269	38,679
其他	28,687	16,504	14,802	17,669
非流动负债	18,021	18,021	18,021	18,021
长期借款	0	0	0	0
其他	18,021	18,021	18,021	18,021
负债合计	77,849	68,349	68,091	74,370
少数股东权益	20	21	21	21
股本	0	0	0	0
留存收益和资本公积	62,004	77,991	105,770	137,277
归属母公司股东权益	62,004	77,991	105,770	137,277
负债和股东权益	139,873	146,361	173,882	211,667

现金流量表

百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	29,787	8,013	22,411	31,100
净利润	15,335	18,137	21,543	25,272
资产折旧与摊销	7,140	1,535	1,643	1,745
营运资金的变动	0	-11,696	-828	4,025
其他非现金调整	0	37	53	58
投资活动现金流	-36,677	-6,849	-6,916	-6,971
处置固定资产取得的收益	0	0	0	0
资本性支出	0	-1,105	-1,155	-1,205
其他	-36,677	-5,744	-5,761	-5,766
筹资活动现金流	-1,364	6,236	6,236	6,236
债权融资	0	0	0	0
股权融资	5,983	6,236	6,236	6,236
支付的利息和股利	0	0	0	0
其他	-7,347	0	0	0
现金净增加额	-369	7,400	21,730	30,364

利润表

百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	126,898	142,424	156,004	170,096
营业成本	57,606	63,720	67,768	72,530
销售费用	41,105	43,703	46,315	49,339
管理费用	2,916	3,442	3,670	3,917
研发费用	12,199	14,368	15,784	17,003
其他收入-经营	533	440	762	813
其他经营净收益	1,682	2,205	1,220	1,301
营业利润	15,287	19,837	24,448	29,422
除税前溢利	15,494	19,585	24,012	28,810
所得税	-150	-1,447	-2,469	-3,538
净利润	15,344	18,138	21,543	25,272
少数股东损益	9	1	0	0
归母净利润	15,335	18,137	21,543	25,272
归母净利润 (NON-GAAP)	17,716	20,773	23,919	27,692
EBITDA	22,870	20,904	25,271	30,001
EPS (NON-GAAP)	4.11	4.81	5.54	6.42

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	11.8%	12.2%	9.5%	9.0%
营业利润	137.7%	29.8%	23.2%	20.3%
归母净利润 (NON-GAAP)	72.5%	17.3%	15.1%	15.8%
获利能力				
毛利率	54.6%	55.3%	56.6%	57.4%
净利率	12.1%	12.7%	13.8%	14.9%
ROE	24.7%	23.3%	20.4%	18.4%
偿债能力				
资产负债率	55.7%	46.7%	39.2%	35.1%
净负债比率	-0.20	-0.26	-0.40	-0.53
流动比率	1.05	1.50	2.01	2.41
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.97	0.90	0.80
应收账款周转率	19.33	19.03	18.73	18.43
应付账款周转率	1.96	1.96	1.96	1.96
每股指标 (元)				
每股收益	4.11	4.81	5.54	6.42
每股经营现金	6.90	1.86	5.19	7.21
每股净资产	14.38	18.08	24.52	31.83
估值比率				
P/E	10.1	15.2	13.2	11.4
P/B	3.08	4.35	3.21	2.47

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。