

快手科技 (1024 HK)

2025 光合大会：AI 进展积极

我们于 8 月 29 日参加了快手 2025 年光合大会及投资者会议，报告中我们总结了公司 AI、电商与广告营销业务的最新进展。我们看好 AI 在多维度持续推动公司的业绩增长，主要由于：1) 广阔的市场空间：2024 年全球视频制作市场规模约 1,400 亿美元，其中 AI 工具渗透率有望在长期超过 50%，2025 年 AI 视频创作人数已超 1 亿人；2) 良好的竞争优势：公司具备 SOTA 视频生成模型、行业领先的产品能力以及先发优势，商业化的跑通让公司能够形成产品迭代-收入增长的正循环；3) 丰富的应用场景：除可灵 AI 收入增量以外，AI 已经开始赋能快手平台流量、广告和电商等多个业务场景。考虑公司长期 AI 业务前景以及短期盈利增长的确定性（25-27E 调整后净利润 CAGR 14%），我们维持买入评级及目标价 84.0 港元。

■ **AI 多维度驱动业绩增长。**1) 可灵 AI 长期增长空间广阔：据公司测算数据，2024 年全球视频制作市场规模 1,400 亿美元，未来 3 年内 AI 渗透的市场规模有望达 200-300 亿美元（渗透率 15-20%），长期渗透率有望超 50%，对比我们预期 FY25 可灵 AI 收入约 1.3 亿美元。2025 年以来，全球 AI 视频创作人数超 1 亿，同比增长 70%，快手平台上 AI 内容播放量在 1-7 月增长 321%。我们看好可灵 AI 在技术与产品能力方面的领先优势，持续受益于快速增长的 AI 视频创作市场；2) 推荐模型 OneRec 提升推荐效率，拉动流量增长：OneRec 目前已覆盖快手平台 25% 的峰值流量，通过端到端优化推荐问题和排序，推动平台总时长增长超 1%，同推荐请求下计算成本降至传统引擎的约 10%；3) AI 生成广告素材，并提升广告匹配与出价效率：AIGC 营销素材日均消耗目前已超 3,000 万元，此外公司通过大模型理解广告素材，优化广告匹配与出价，推动平台整体广告消耗提升。

■ **电商业务：维持韧性增长。**我们预计快手 2H25 维持快于行业的电商 GMV 增长（+15% YoY），公司多方面驱动今年电商收入增长：1) 加强商品供应链与服务能力建设，把握今年国补等消费政策机会；2) 加强短视频与直播电商联动，提升商家流量获取效率；3) 加强货架电商建设，推动货架场景 GMV 增长；4) 利用 AI 优化商品的匹配推荐，OneRec 推荐系统目前已上线货架场景，推动电商 GMV 增长。

■ **广告业务：关注内容消费、本地服务赛道机会。**广告方面，1H25 公司在内容赛道（小游戏、短剧等）维持较快增速，2H25 随着基数变高增速或略有放缓；在本地服务等线索相关赛道，得益于公司和企业微信等渠道的打通，实现广告效果提升，FY25 有望维持强劲增长。此外，外卖行业虽然整体收缩广告投放，但由于该行业在快手占比较低且费用缩减幅度较小，对于公司整体广告收入增长影响有限。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	113,470	126,898	142,640	154,253	165,120
调整后净利润(百万人民币)	10,271.0	17,716.0	20,409.7	23,700.4	26,432.6
调整后每股收益(人民币)	2.38	4.12	4.74	5.51	6.14
市场平均预估每股收益(人民币)	2.38	4.12	4.60	5.44	6.48
市销率(倍)	2.6	2.3	2.1	1.9	1.8
市盈率(倍)	45.9	19.3	16.8	14.3	12.6

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价 **84.00 港元**
潜在升幅 **11.5%**
当前股价 **75.35 港元**

中国互联网

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

马泽慧
(852) 3761 8838
joannama@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	324,381.8
3 月平均流通量(百万港元)	3,180.0
52 周内股价高/低(港元)	80.00/38.15
总股本(百万)	4305.0

资料来源：FactSet

股东结构

腾讯	15.6%
宿华	10.0%

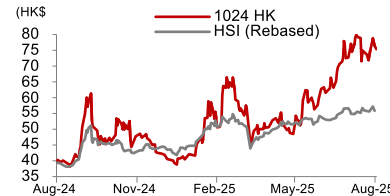
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	4.5%	6.4%
3 - 月	39.0%	30.7%
6 - 月	48.9%	36.2%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

快手 2025 光合大会

用户生态：2Q25 日活跃用户达 4.09 亿，总使用时长同比增长 7.5%；私域属性持续强化，私域用户日均互动次数超 40 亿次，互关对数同比增长 15.5%。区域渗透呈现“北方稳固、南方提速”特征，东北区域月活渗透率 85%、西北 73%，华东、华南区域用户渗透同比均提升 9% 以上；人群结构优化，年轻一代日活跃用户同比增长 7.9%，中高收入人群（中产、白领）同比增长 12%。

创作者生态：生态规模与变现能力双升，9,100 万创作者实现连续三年不断更，万粉以上创作者投稿数同比增长 100%，职业主播数量同比增长 8%；过去一年超 2,600 万创作者在平台获得收入，其中月收入过千创作者同比增长近 12%，电商年 GMV 超百万创作者增长 13%。将私域流量作为年轻用户留存的关键抓手，通过“公域涨粉+私域沉淀”的联动模式提升用户粘性，2025 年公域播放量同比增长 15%，私域用户时长同比增长 3.7%，私域粘性强的创作者公域曝光环比提升 10.2%、粉丝数量增长 7.2%。

图 1: 快手：用户&创作者生态



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

广告业务：聚焦高增长赛道，核心赛道保持高增长，例如内容消费领域（短剧、小游戏）持续维持快于公司广告大盘收入增长，本地线索类广告通过打通企业微信等渠道提升投放效果；面对监管环境变化，依托品牌广告占比较低的优势，“投流税”等监管影响较为有限。

电商业务：聚焦供给优化与场景协同电商领域，达人带货 GMV 同比增长 16.5%，私域电商 GMV 转化效率为公域的 4 倍以上，“短视频+同步开播”模式的 GMV 转化效率较单一短视频提升 5 倍。快手通过三重策略维持增长：一是优化佣金机制，推动商家生态健康化；二是强化“短视频+直播”联动，已搭建完整联动机制，创作者开播期间视频流量可获超 50% 增量，双优创作者流量获取效率较单一内容载体创作者高 4-10 倍；三是发力货架电商，目标推动 GMV 持续攀升。

图 2: 快手：电商业务



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

本地生活与海外业务：本地生活不参与餐饮外卖激烈竞争，聚焦服务类高收益场景；海外业务短期避免大幅亏损，长期逐步拓展多区域市场。

AI 应用主要围绕几个方面：

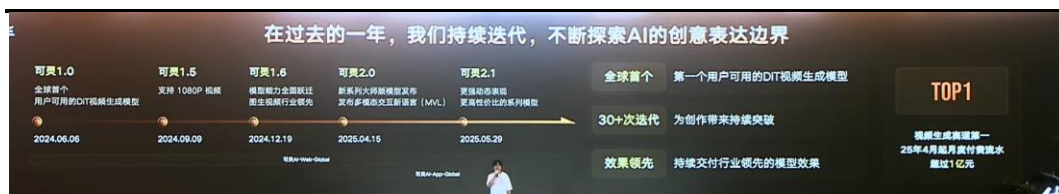
可灵 AI：2025 年 4 月起月度付费流水突破 1 亿元，处于全球视频生成赛道付费规模第一。2.1 版本核心升级“首尾帧功能”，在胜负比上领先竞品超 200%，可实现多模态编辑（增、运动控制、音效自动匹配等）。

内容推荐：OneRec 目前已覆盖快手平台 25% 的峰值流量，通过端到端优化推荐问题和排序，推动平台总时长增长超 1%。

电商与广告：电商领域通过 AI 生成数字人直播、商品详情页素材，利用大模型优化买家画像匹配，实现更精准的商品推荐；AIGC 营销素材日均消耗目前已超 3,000 万元，此外公司通过大模型理解广告素材，优化广告匹配与出价，推动平台整体广告消耗提升。

AI 商业化空间与迭代方向：据公司测算，2024 年全球视频制作成本规模约 1,400 亿美元，2-3 年 AI 有望渗透 200-300 亿美元市场，长期渗透规模可达 50% 以上。未来技术迭代重点包括：1) 长视频生成技术；2) 强化精细控制能力；3) 注入个性化，实现角色和故事的差异化。

图 3：快手：可灵 AI



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	94,183	113,470	126,898	142,640	154,253	165,120
销售成本	52,051	56,079	57,606	63,499	66,766	69,458
毛利润	42,131	57,391	69,292	79,141	87,487	95,663
运营费用	54,689	50,960	54,005	59,836	63,983	68,053
销售费用	37,121	36,496	41,105	43,648	46,276	48,710
行政费用	3,921	3,514	2,916	3,423	3,548	3,608
研发费用	13,784	12,338	12,199	14,549	15,425	16,182
其他	137	1,388	2,215	1,784	1,266	447
运营利润	(12,558)	6,431	15,287	19,305	23,504	27,610
净利息收入(支出)	166	539	236	(186)	131	74
其他	0	0	0	0	0	0
税前利润	(12,392)	6,970	15,523	19,119	23,635	27,683
所得税	1,158	490	150	1,434	2,836	4,152
税后利润	(13,551)	6,480	15,373	17,685	20,798	23,531
净利润	(13,551)	6,480	15,373	17,685	20,798	23,531
调整后净利润	(5,751)	10,271	17,716	20,410	23,700	26,433

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	45,859	60,361	62,869	81,081	94,340	112,706
现金与现金等价物	13,274	12,905	12,697	26,114	36,775	50,853
限定用途现金	59	128	47	47	47	47
应收账款	6,288	6,457	6,674	8,086	8,396	9,247
预付款项	4,832	4,919	4,646	6,106	6,150	6,969
短期银行存款	8,318	9,874	11,522	13,445	15,689	18,308
以公允价值计入损益的资产	13,087	26,078	27,283	27,283	27,283	27,283
非流动资产	43,449	45,935	77,004	87,718	96,709	106,745
物业及厂房及设备 (净额)	13,215	12,356	14,831	20,991	24,007	26,320
使用权资产	10,806	10,399	8,891	8,490	8,377	8,460
递延税项	5,095	6,108	6,604	6,604	6,604	6,604
合资及联营公司投资	268	214	166	166	166	166
无形资产	1,123	1,073	1,059	1,050	933	816
以公允价值计入损益的资产	3,626	5,245	24,430	24,430	24,430	24,430
其他非流动资产	9,316	10,540	21,023	25,987	32,192	39,948
总资产	89,307	106,296	139,873	168,798	191,050	219,451
流动负债	40,710	48,778	59,828	72,323	74,030	78,415
应付账款	22,868	23,601	27,470	33,419	34,261	36,148
应付税款	936	1,222	873	981	1,061	1,136
其他流动负债	13,430	20,628	27,809	34,357	35,165	37,548
租赁负债	3,475	3,327	3,676	3,566	3,543	3,583
非流动负债	8,760	8,444	18,021	17,948	17,918	18,002
长期债务	0	0	11,100	11,100	11,100	11,100
融资租赁承担	8,721	8,405	6,765	6,563	6,521	6,594
其他非流动负债	39	39	11,256	11,386	11,397	11,408
总负债	49,470	57,222	77,849	90,272	91,948	96,418
股本	0	0	0	0	0	0
留存收益	(263,883)	(257,491)	(242,164)	(224,479)	(203,681)	(180,150)
其他储备	303,712	306,554	304,168	302,986	302,762	303,163
股东权益总额	39,830	49,063	62,004	78,507	99,081	123,013
少数股东权益	8	11	20	20	20	20
总负债和股东权益	89,307	106,296	139,873	168,798	191,050	219,451

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	(12,392)	6,970	15,523	19,119	23,635	27,683
折旧摊销	6,573	7,202	7,140	7,189	8,011	8,454
税款	(990)	(1,223)	(1,021)	(1,196)	(2,745)	(4,067)
营运资金变化	1,234	4,859	7,510	9,625	1,296	2,600
其他	7,773	2,973	635	2,725	2,902	2,902
净经营现金流	2,198	20,781	29,787	37,462	33,099	37,572
投资现金流						
资本开支	(50,079)	(66,680)	(104,728)	(10,799)	(8,484)	(8,256)
收购与投资	0	0	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	32,531	46,815	68,051	(6,887)	(8,449)	(10,375)
净投资现金流	(17,548)	(19,865)	(36,677)	(17,686)	(16,933)	(18,631)
融资现金流						
净借贷	0	11,259	14,797	0	0	0
发行股票所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	(4,482)	(1,364)	6,714	(6,359)	(5,504)	(4,864)
净融资现金流	(4,482)	(1,364)	6,714	(6,359)	(5,504)	(4,864)
净现金流变动						
年初现金	32,612	13,274	12,905	12,697	26,114	36,775
汇率变动	494	79	(32)	0	0	0
年末现金	13,274	12,905	12,697	26,114	36,775	50,853
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	16.2%	20.5%	11.8%	12.4%	8.1%	7.0%
毛利润	23.8%	36.2%	20.7%	14.2%	10.5%	9.3%
经营利润	na	na	137.7%	26.3%	21.8%	17.5%
净利润	na	na	137.2%	15.0%	17.6%	13.1%
调整后净利润	na	na	72.5%	15.2%	16.1%	11.5%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	44.7%	50.6%	54.6%	55.5%	56.7%	57.9%
营业利益率	(13.3%)	5.7%	12.0%	13.5%	15.2%	16.7%
调整后净利润率	(6.1%)	9.1%	14.0%	14.3%	15.4%	16.0%
股本回报率	(31.9%)	14.6%	27.7%	25.2%	23.4%	21.2%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.3)	(0.3)	(0.0)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
流动比率 (倍)	1.1	1.2	1.1	1.1	1.3	1.4
应收账款周转天数	24.4	20.8	19.2	20.7	19.9	20.4
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	160.4	153.6	174.1	192.1	187.3	190.0
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	ns	45.9	19.3	16.8	14.3	12.6
市盈率 (摊薄)	ns	45.9	19.3	16.8	14.3	12.6
市帐率	7.4	6.1	4.8	3.8	3.0	2.4
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。