

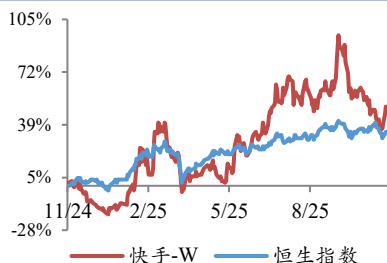
AI 全面赋能业务，可灵增势强劲

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-28

收盘价（港元）	67.80
近 12 个月最高/最低（港元）	92.60/38.15
总股本（百万股）	4,323
流通股本（百万股）	3,608
流通股比例（%）	83.46
总市值（亿港元）	2,931
流通市值（亿港元）	2,446

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

分析师：赵浦轩

执业证书号：S0010525100002

邮箱：zhaopuxuan@hazq.com

相关报告

- 1.快手 25Q2 业绩点评：可灵商业化持续推进，首次宣派特别股息 2025-08-28
- 2.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
- 3.快手 24Q4 业绩点评：AI 赋能广告，

主要观点：

● 25Q3 业绩：

25Q3，公司营收 355.5 亿元，yoy+14.2%；经调整净利润 49.9 亿元，yoy+26.3%。毛利率为 54.7%，同比增加 0.4pct，调整后净利率为 14.0%，同比增加 1.3pct。

● 流量侧持续优化，DAU 再创新高

25Q3 公司 DAU 为 4.16 亿（yoy+2.1%），创历史新高，MAU 为 7.31 亿（yoy+2.4%），日活用户日均使用时长达 134.1min，用户总使用时长 yoy+3.6%。三季度公司持续执行精细化增长策略、差异化的内容供给、优化流量分发机制和社区互动场景，有效降低了获客成本，增加用户粘性。

● GMV 增长强劲，AI 多维度赋能商家

25Q3 电商业务 GMV 为 3850 亿元（yoy+15.2%），复购频次不断提升。泛货架电商 GMV 占比总电商 GMV 超过 32%，泛货架电商场域的日均动销商家同比增长 13.0%。内容上延续了 Q2 帮助商家降低运营门槛的相关运营玩法和策略工具，例如快手优选官方链接超级链接等。短视频电商受益于“短视频内容种草-直播间快速转化-短视频高效承接”的路径，内容场流量得以串联，助力商家获客。

AI 方面，公司通过 AIGC 能力为商家在内容生产、提效和商品匹配效率三个方面进行赋能。在生成端，素材的生成质量提高有利于商家在不同场域的转化效率。在匹配端，基于电商知识图谱的可解释推荐可应用于预测用户的潜在、长期兴趣，可在提升转化的同时，也增强用户对推荐内容的信任感与黏性。

● OneRec 拉动收入增长，内外循环受益于 AI 健康增长

25Q3 线上营销收入 201 亿元，yoy+14.0%，三季度迭代端到端生成式大模型 OneRec，为线上营销业务带来 4%-5% 的收入增长。素材上 AIGC 为线上营销带来超 30 亿元的消耗。

外循环：从内容生成、直播运营到用户服务全链路为用户提供 AI 赋能。三季度通过生成式强化学习出价模型 G4RL、生成式推荐大模型等技术迭代，进一步提升营销推荐效率。UAX 解决方案在外循环的消耗渗透率超 70.0%。

内循环：通过调价智能体等功能提升产品素材的优选能力，结合素材追投和 ROI 出价建议，助力商家增加曝光和销售转化。三季度全站推广产品的总营销消耗占内循环总消耗比例提升至 65.0% 以上。从场域看，泛货架优化人货匹配，通过大模型辅助驱动商家投放渗透率和货架场商家持续经营意愿提升。

● 可灵商业化持续推进，版本迭代降低生成成本

25Q3，可灵 AIQ3 收入超过 3 亿元。三季度公司先后推出灵动画布，升级首尾帧功能，并上线了数字人解决方案，功能上持续创新。

模型端，在 9 月底推出可灵 AI 2.5 Turbo，在文本响应、动态效果、风格保持、美学效果等维度实现大幅提升，成本上将创作者的单视频生成成本降低近 30.0%，保持行业领先。

● **投资建议**

预计 25-27 年公司总收入为 1436.8/1596.0/1737.1 亿元，25-27 年前值为 1424.2/1560.0/1701.0 亿元；预计 25-27 年公司 NON-GAAP 归母净利润为 208.2/233.7/272.0 亿元，25-27 年前值为 207.7/239.2/276.9 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	143,679	159,598	173,710
(+/-) (%)	12%	13%	11%	9%
归母净利润 (NON-GAAP)	17,716	20,816	23,370	27,201
(+/-) (%)	72%	17%	12%	16%
EPS (NON-GAAP)	4.11	4.82	5.41	6.29
P/E (NON-GAAP)	10.05	13.22	11.78	10.12

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	89,809	118,847	152,837
现金	12,697	34,410	59,818	88,812
应收账款	6,674	8,428	8,616	10,237
存货	0	0	0	0
其他	43,498	46,972	50,413	53,788
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	160,853	192,258	228,562
流动负债	59,828	68,481	76,134	84,727
短期借款	0	0	0	0
应付账款	31,141	34,590	38,648	40,626
其他	28,687	33,891	37,486	44,101
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	86,502	94,155	102,748
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	74,330	98,082	125,793
归属母公司股东权益	62,004	74,330	98,082	125,793
负债和股东权益	139,873	160,853	192,258	228,562

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	26,111	29,490	32,950
净利润	15,335	18,293	20,985	24,769
资产折旧与摊销	7,140	1,535	1,643	1,745
营运资金的变动	0	6,279	6,876	6,450
其他非现金调整	0	5	-13	-15
投资活动现金流	-36,677	-6,817	-6,850	-6,898
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	-5,712	-5,695	-5,693
筹资活动现金流	-1,364	2,419	2,767	2,942
债权融资	0	0	0	0
股权融资	5,983	2,419	2,767	2,942
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	21,713	25,408	28,994

利润表

百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	126,898	143,679	159,598	173,710
营业成本	57,606	64,471	71,834	77,754
销售费用	41,105	42,959	46,450	48,967
管理费用	2,916	3,383	3,695	3,937
研发费用	12,199	14,608	16,348	17,581
其他收入-经营	533	298	787	839
其他经营净收益	1,682	2,007	1,733	1,847
营业利润	15,287	20,562	23,792	28,157
除税前溢利	15,494	20,391	23,527	27,730
所得税	-150	-2,097	-2,543	-2,961
净利润	15,344	18,294	20,985	24,769
少数股东损益	9	1	0	0
归母净利润	15,335	18,293	20,985	24,769
归母净利润 (NON-GAAP)	17,716	20,816	23,370	27,201
EBITDA	22,870	21,759	24,892	29,034
EPS (NON-GAAP)	4.11	4.82	5.41	6.29

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入yoy	11.8%	13.2%	11.1%	8.8%
营业利润yoy	137.7%	34.5%	15.7%	18.3%
经调整归母净利润yoy	72.5%	17.5%	12.3%	16.4%
获利能力				
毛利率	54.6%	55.1%	55.0%	55.2%
净利率	12.1%	12.7%	13.1%	14.3%
ROE	24.7%	24.6%	21.4%	19.7%
偿债能力				
资产负债率	55.7%	53.8%	49.0%	45.0%
净负债比率	-0.20	-0.46	-0.61	-0.71
流动比率	1.05	1.31	1.56	1.80
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.89	0.83	0.76
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	4.82	5.41	6.29
每股经营现金	6.90	6.05	6.84	7.64
每股净资产	14.38	17.23	22.74	29.16
估值比率				
P/E	10.1	13.2	11.8	10.1
P/B	3.08	3.97	3.01	2.35

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

分析师: 赵浦轩, 英国曼彻斯特大学金融数学硕士, 吉林大学数学与应用数学学士, 覆盖 XR、游戏、影视等领域, 执业证书编号: S0010525100002

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;
- 卖出一未来 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。