

25Q3 财报点评：广告&可灵超预期，AI 赋能核心业务效果显现

核心观点

快手发布 25Q3 业绩公告，25Q3 快手实现营收 355 亿元(yoy+14%，+0.69% vs consensus)，略超预期。IFRS 净利润为 45 亿元(+7.19% vs consensus)，NPM 为 12.6%，Non-IFRS 净利润为 49.9 亿(+3.2% vs consensus，48.3 亿)，高于市场预期。本次业绩亮点：1) 广告同比增速达到 14%，超出此前市场预期，AI 大模型应用尤其是 OneRec 带来广告收入 3-4%的提升；2) 可灵 Q3 收入超 3 亿，环比增长 20%，前期市场对于可灵 Q3 环比增长存疑，实际收入仍在提升；3) 电商 GMV 同比增长 15%，符合预期。

简评

25Q3 快手实现营收 355 亿元(yoy+14%，+0.69% vs consensus)，略超预期。IFRS 净利润为 45 亿元(+7.19% vs consensus)，NPM 为 12.6%，Non-IFRS 净利润为 49.9 亿(+3.2% vs consensus，48.3 亿)，高于市场预期。

可灵性能再登榜首，B 端空间广阔。Q3 可灵实现 3 亿元收入，9 月推出可灵 AI 2.5 Turbo 模型，在文本响应、动态效果、风格保持等维度实现大幅提升，截至 11 月 22 日仍在 Artificial Analysis 文生视频与图生视频榜单排名第一，性能提升的同时进一步降低推理成本，使创作者单视频生成成本下降近 30%。未来 B 端商业化空间依然广阔，伴随漫剧等新形态视频内容兴起叠加模型能力提升，B 端变现节奏有望进一步加快。

AI 工具赋能主业效果显现。AI 在主业方面的进展包括：1) 上线出价模型 G4RL(生成式强化学习出价模型)，实现广告竞价从单步决策向全程规划的升级；2) 推荐模型 OneRec 拓展到广告及电商推荐场景；3) 电商侧推出端到端生成式检索架构 OneSearch，带动搜索订单量提升 5%。AI 大模型的应用和场景拓展，带来国内线上营销收入 4%-5%的提升。

商业化：1) 电商：Q3 快手电商 GMV 实现 15%同比增长，其他业务收入 59 亿，yoy+41%(+4.59% vs consensus)。电商用户复购频次提升，泛货架对快手电商总 GMV 贡献超 32%。OneSearch 与 OneRec 的应用到电商场景分别推动搜索订单量提升近 5.0%，并带来 Feed 流 GMV 高单位数增长。3Q 货品结构进一步丰富，单店月均动销低三级类目数同比提升近 30%。

2) 广告：Q3 广告收入 201 亿元，yoy+14%(+1.11% vs consensus)，环比上季度加速，剔除海外影响，国内广告增速为 16%。外循环广告方面，UAX 在外循环总消耗占比持续提升至 70%以上，分行业看，内容消费(尤其是短剧及新形态漫剧、小游戏、小说)、

快手-W(1024.HK)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

发布日期：2025 年 12 月 01 日

当前股价：68.40 港元

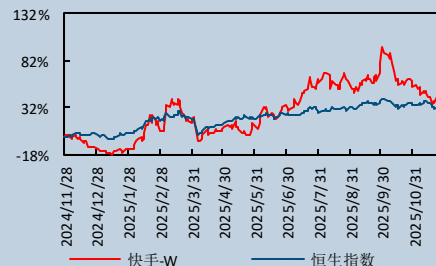
目标价格 6 个月：92.4 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
-8.74/-7.92	-13.53/-15.18	46.31/10.89
12 月最高/最低价(港元)		91.85/38.80
总股本(万股)		432,345.85
流通 H 股(万股)		432,345.85
总市值(亿港元)		2,679.14
流通市值(亿港元)		2,943.82
近 3 月日均成交量(万)		3907.10
主要股东		
Tencent Mobility Limited		11.81%

股价表现



相关研究报告

25.08.26	【中信建投海外研究】快手-W(1024):25Q2 财报点评：派发特别股息 20 亿港币，电商&可灵&利润均超预期
25.07.08	【中信建投海外研究】快手-W(1024):25Q1 财报点评：可灵商业化目标再上调，海外运营利润转正

生活服务等行业投放增长领先；内循环广告方面：Q3 同比增速为 15%左右（和 GMV 一致），全站推广产品营销消耗占比提升至 65%以上。AIGC 赋能方面，2025 年第三季度，AIGC 营销素材消耗金额总计超过 30 亿。

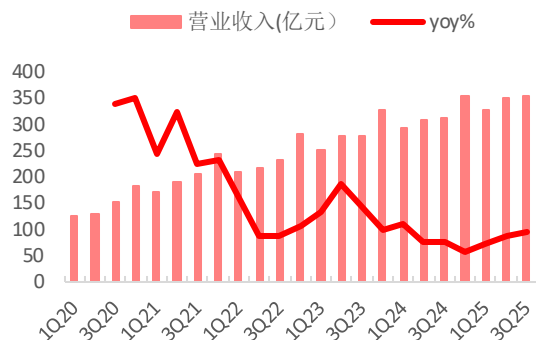
3) 直播：Q3 收入为 96 亿元，yoy+3%（-2.43% vs consensus）。供给端生态持续夯实，2025Q3 签约公会数量同比增长超 17.0%，公会签约主播数量增长超 20.0%。

毛利端基本符合预期，Q3 毛利润为 194 亿元（-0.61% vs consensus），GPM 54.7%（yoy+0.4pcts，qoq-1.0pcts）；费用端比预期更优，整体 beat consensus 4.94%，Q3 快手 S&M 为 104 亿，S&M of Rev 29.3%（+5.27% vs consensus），G&A 6.9 亿，G&A of Rev 1.9%（+17.7% vs consensus，优于预期），R&D 36.5 亿，R&D of Rev 10.3%（+1.06% vs consensus，优于预期）。

Q3 流量稳健，时长增长。DAU 为 4.16 亿，yoy+2%，MAU 为 7.31 亿，yoy+2%，单用户日均时长回升至 134.1 分钟。

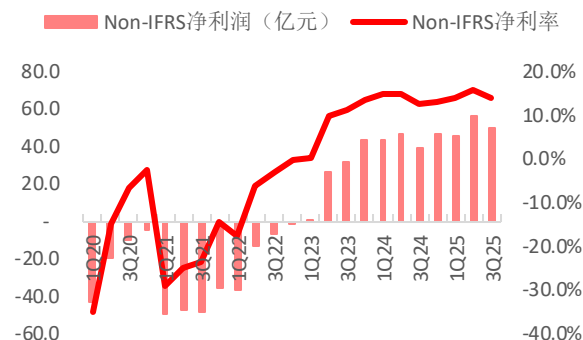
盈利预测：目前看快手 AI 战略已进入正轨，并开始显现“飞轮效应”。可灵流水不断增加的同时毛利率为正，商业化不仅实现闭环且位居全球第一梯队；同时 AI 对主业形成明显共振，创造长期的结构性收益。我们预计公司 2025-2026 收入分别为 1420/1558 亿元，Non-IFRS 净利润为 206/228 亿元，给予 25 年 18x P/E，目标价为 92.4 港币，维持“买入”评级。

图 1: 公司营收及同比增速



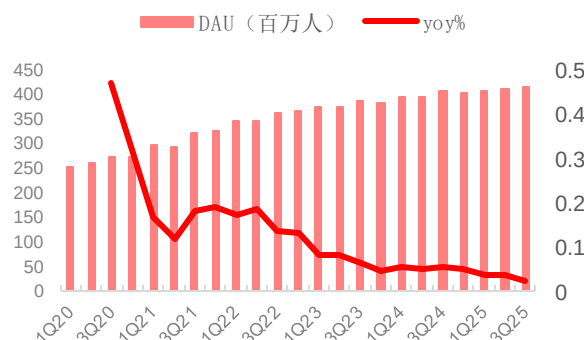
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 2: 快手 Non-IFRS 净利润及净利率



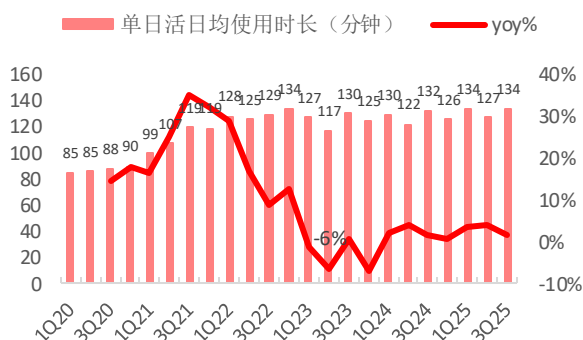
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 3: 快手 DAU 及增速



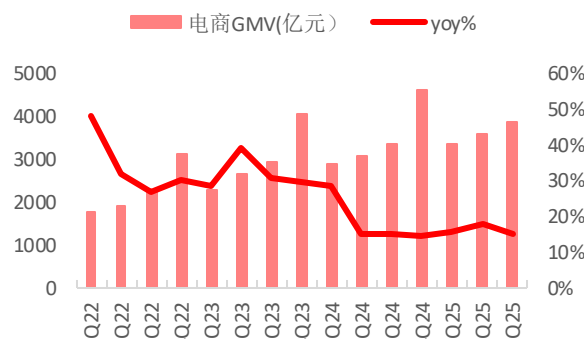
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 4: 快手单日活用户日均使用时长及增速



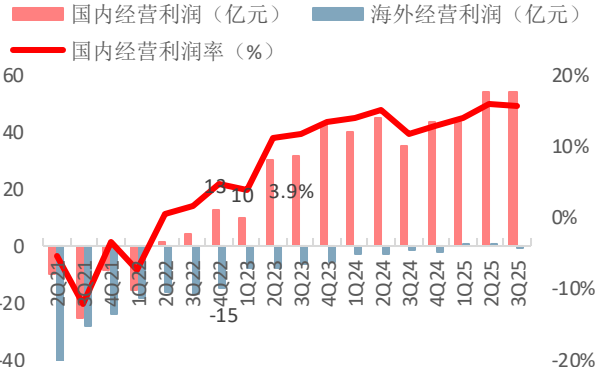
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 5: 电商 GMV 及增速



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 6: 快手国内、海外经营利润及利润率



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

表 1: 快手 2025Q3 业绩 VS 彭博一致预期

运营数据	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	consensus	Diff%
平均月活跃用户 (百万)	654	673	685	700	697	692	714	736	712	715	731	729	0.29%
同比%	9%	15%	9%	9%	7%	3%	4%	5%	2%	3%	2%	2%	
平均日活跃用户 (百万)	374	376	387	383	394	395	408	401	408	409	416	417	-0.19%
同比%	8%	8%	6%	4%	5%	5%	5%	5%	4%	3%	2%	2%	
人均单日使用时长 (分钟/	126.8	117.2	129.9	124.5	129.5	122.0	132.2	125.6	133.8	126.8	134.1		
GMV (十亿元)	225	265	290	404	288	305	334	462	332	359	385	384	0.27%
同比%	28%	39%	30%	29%	28%	15%	15%	14%	15%	18%	15%	15%	
财务数据 (百万元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25		
营业收入	25,217	27,744	27,948	32,561	29,408	30,975	31,131	35,384	32,608	35,046	35,554	35,311	0.69% Beat
同比%	20%	28%	21%	15%	17%	12%	11%	9%	11%	13%	14%	13%	
直播业务	9,319	9,968	9,719	10,048	8,575	9,302	9,338	9,846	9,814	10,044	9,574	9,812	-2.43% Miss
同比%	19%	16%	9%	0%	-8%	-7%	-4%	-2%	14%	8%	3%	5%	
在线营销业务	13,064	14,347	14,690	18,203	16,650	17,515	17,634	20,620	17,977	19,765	20,102	19,881	1.11% Beat
同比%	15%	30%	27%	21%	27%	22%	20%	13%	8%	13%	14%	13%	
电商及其他	2,834	3,429	3,539	4,310	4,183	4,158	4,159	4,918	4,817	5,237	5,878	5,620	4.59% Beat
同比%	51%	61%	37%	36%	48%	21%	18%	14%	15%	26%	41%	35%	
毛利润	11,712	13,934	14,453	17,292	16,120	17,135	16,914	19,123	17,792	19,504	19,434	19,554	-0.61%
毛利率%	46.4%	50.2%	51.7%	53.1%	54.8%	55.3%	54.3%	54.0%	54.6%	55.7%	54.7%	55.4%	-0.7%
经营费用	(12,562)	(12,736)	(12,804)	(14,246)	(12,689)	(13,637)	(14,260)	(15,634)	(14,023)	(14,800)	(14,758)	(15,525)	4.94%
经营费用率	49.8%	45.9%	45.8%	43.8%	43.1%	44.0%	45.8%	44.2%	43.0%	42.2%	41.5%	44.0%	
销售费用	(8,723)	(8,636)	(8,939)	(10,198)	(9,384)	(10,040)	(10,364)	(11,317)	(9,897)	(10,503)	(10,420)	(11,000)	5.27% Beat
销售费用率	34.6%	31.1%	32.0%	31.3%	31.9%	32.4%	33.3%	32.0%	30.4%	30.0%	29.3%	31.2%	
管理费用	(919)	(945)	(898)	(752)	(462)	(792)	(796)	(866)	(828)	(897)	(688)	(836)	17.70% Beat
管理费用率	3.6%	3.4%	3.2%	2.3%	1.6%	2.6%	2.6%	2.4%	2.5%	2.6%	1.9%	2.4%	
研发费用	(2,920)	(3,155)	(2,967)	(3,296)	(2,843)	(2,805)	(3,100)	(3,451)	(3,298)	(3,400)	(3,650)	(3,689)	1.06% Beat
研发费用率	11.6%	11.4%	10.6%	10.1%	9.7%	9.1%	10.0%	9.8%	10.1%	9.7%	10.3%	10.4%	
净利润	(876)	1,481	2,182	3,612	4,120	3,980	3,270	3,974	3,979	4,922	4,489	4,188	7.19% Beat
净利润率	-3.5%	5.3%	7.8%	11.1%	14.0%	12.8%	10.5%	11.2%	12.2%	14.0%	12.6%	11.9%	0.8%
Non-IFRS净利润	42	2,694	3,173	4,362	4,388	4,679	3,948	4,701	4,580	5,618	4,986	4,831	3.21% Beat
Non-IFRS净利润率	0.2%	9.7%	11.4%	13.4%	14.9%	15.1%	12.7%	13.3%	14.0%	16.0%	14.0%	13.7%	0.3%

数据来源: 公司公告, 彭博, 中信建投证券

表 2: 快手利润表预测 (百万元)

利润表	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入	81,082	94,183	113,470	126,898	141,970	155,778
直播收入	30,995	35,388	39,054	37,061	38,983	39,215
在线营销收入	42,665	49,042	60,304	72,419	81,042	90,720
电商及其他收入	7,421	9,753	14,112	17,418	21,945	25,843
营业成本	(47,052)	(52,051)	(56,079)	(57,606)	(63,732)	(68,792)
毛利率	42.0%	44.7%	50.6%	54.6%	55.1%	55.8%
销售费用	(44,176)	(37,121)	(36,496)	(41,105)	(42,255)	(44,864)
管理费用	(3,400)	(3,921)	(3,514)	(2,916)	(3,343)	(3,583)
研发费用	(14,956)	(13,784)	(12,338)	(12,199)	(14,418)	(16,357)
其他收入	1,027	1,547	978	533	96	0
其他损益	(225)	(1,410)	410	1,682	1,822	0
经营利润	(27,701)	(12,558)	6,431	15,287	20,139	22,183
利息收入(支出)	(39)	166	539	236	(118)	0
权益法下投资亏损	(87)	(139)	(81)	(29)	(7)	0
可转换可赎回优先股的公允价值变动	(51,275)	0	0	0	0	0
税前利润	(79,102)	(12,531)	6,889	15,494	20,014	22,183
所得税	1,025	(1,158)	(490)	(150)	(1,967)	(2,218)
净利润	(78,077)	(13,689)	6,399	15,344	18,047	19,964
EPS	(20.37)	(3.22)	1.48	3.56	4.19	4.64
Non-IFRS 净利润	(18,852)	(5,751)	10,271	17,716	20,578	22,768
Non-IFRS EBITDA	(12,953)	1,815	17,420	25,856	31,536	33,860

数据来源: 公司公告, 中信建投预测

表 3: 快手资产负债表&现金流量表预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
总流动资产	53,011	45,859	60,361	62,869	83,634	105,741
总非流动资产	39,505	43,449	45,935	77,004	74,563	78,821
总资产	92,515	89,307	106,296	139,873	158,197	184,562
总流动负债	37,256	40,710	48,778	59,828	49,449	53,049
总非流动负债	10,164	8,760	8,444	18,021	6,921	6,922
总负债	47,419	49,470	57,222	77,849	56,370	59,971
普通股股本	0.14	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00
股本溢价	274,408	274,473	273,459	268,733	287,782	287,778
其他储备	20,854	29,239	33,183	35,776	38,483	41,287
留存收益	(250,172)	(263,883)	(257,491)	(242,164)	(224,120)	(204,165)
归属于母公司的股东权益	45,096	39,838	49,074	62,024	101,828	124,592
股东权益合计	45,096	39,838	49,074	62,024	101,828	124,592
总权益及负债	92,515	89,307	106,296	139,873	158,197	184,563
现金流量表						
经营活动所得现金净额	(5,519)	2,198	20,781	29,787	21,584	30,732
投资活动所得现金净额	(18,361)	(17,548)	(19,865)	(36,677)	1,516	(13,554)
融资活动所得现金净额	36,500	(4,482)	(1,364)	6,714	(183)	6
汇率变动	(399)	494	79	(32)	0	0
现金及现金等价物增加/减少净额	12,620	(19,832)	(448)	(176)	22,916	17,184
年初的现金及现金等价物	20,392	32,612	13,274	12,905	12,697	35,613
年末的现金及现金等价物	32,612	13,274	12,905	12,697	35,613	52,797

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

风险分析

互联网流量红利见顶，线下恢复，短视频流量红利期结束，用户规模和时长增长见顶甚至下降风险；内容行业监管政策持续收紧，短视频内容生态将进一步规范，内容制作与内容产出受限；直播监管政策持续加强；宏观经济下行带来广告业务增长不及预期；短视频创作涉及版权风险；AI用户量及商业化进展不及预期；美联储加息进程超预期，继续压制中概股整体表现；中美关系发展的不确定性；人民币汇率超预期贬值；中概股退市风险；其他影响中概互联整体表现的海外风险因素。

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk