

买入

2025年12月2日

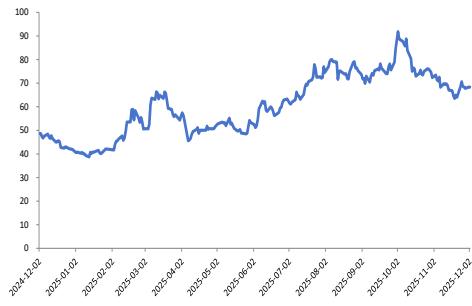
收入利润均超预期，回购分红提升股东回报

- **营收及利润均 beat 一致预期：**2025Q3，公司实现收入 355.54 亿元 (YoY+14.2%)，主要由线上营销收入和电商收入增长贡献。毛利为 194.34 亿元 (YoY+14.9%)，毛利率 54.7% (YoY+0.4pct)；经营利润 44.89 亿元 (YoY+12.6%)，经调整利润 49.86 亿元 (YoY+14.0%)，beat 一致预期 3.1%。第三季度，快手 DAU 达 4.2 亿 (YoY+2.1%)，MAU 为 7.3 亿 (YoY+2.4%)，双关用户日均私信渗透率同比提升超 3%，用户粘性强。三季度末现金及等价物为 129 亿元，广义现金储备超 1066 亿元，现金流头寸充足。截至目前，公司 2025 年回购金额约 22.8 亿港元，并派发特别股息 20 亿港元，持续提升股东回报。
- **广告业务持续加速，直播收入稳健增长：**2025Q3，公司线上营销服务收入 201 亿元 (YoY+14.0%)，占比 56.5%，营销链路转化效率得到提升。外循环广告层面，生活服务行业、短剧为主的内容消费拉动增长，全自动投放 UAX 渗透率达到 70%。在内循环层面，全站推广产品的总营销消耗占内循环总消耗比例超 65.0%。基于 AI 能力，快手优化高质量商家的流量配置与泛货架场的人货匹配，优化经营环境。直播业务于本季度实现收入 96 亿元 (YoY+2.5%)，主要关注内容与生态可持续性发展。
- **电商业务再超预期，海外亏损收窄：**其他服务收入 59 亿元 (YoY+41.3%)，主要是由于电商业务及可灵 AI 业务的增长。第三季度，快手电商业务 GMV 同比增长 15.2%，至 3,850 亿元，泛货架电商占总 GMV 比例超 32%。需求端，快手电商月均买家结构趋向健康发展，电商活跃用户的复购频次同比持续提高；供给端，月均动销商家数持续增长，三级商品类目数同比提升近 30.0%。此外，尽管巴西支付政策存在一定影响，海外业务亏损进一步从去年的 1.53 亿元缩窄至 0.64 亿元。
- **可灵 AI 收入稳步增长，生成式技术赋能主业：**第三季度，可灵 2.5 Turbo 推出后持续霸榜 Artificial Analysis，可灵 AI 的收入单季度超过 3 亿元。可灵还赋能带动营销素材消耗超 30 亿元，AI 定制特效赋能直播场景。同时，端到端生成式推荐大模型 OneRec 覆盖更多场景，联动生成式强化学习出价模型 G4RL，带来线上营销服务收入约 4%-5% 的提升，并拉动电商商城的信息流场景 GMV 高单位数的提升。此外，端到端生成式检索架构 OneSearch 驱动商城搜索订单量效果提升近 5.0%。
- **目标价 82.4 港元，维持买入评级：**快手净利润增速大幅跑赢营收，盈利质量持续优化；用户基本盘稳固，为业务增长筑牢根基。电商板块成为核心增长引擎，25Q3 电商 GMV 同比增长 15.2% 至 3850 亿元，AI 技术全面赋能业务升级，OneRec 等大模型持续广告、电商业务赋能；可灵 AI 商业化提速，在广告需求端应用空间广阔，成为全新增长曲线。此外，快手财务结构持续优化，资产负债率下降、现金流充裕，为技术投入与业务扩张提供坚实保障，短期业绩落地明确，长期增长基本面稳固。综合考虑公司于 25 年积极回购 22.8 亿港元，且特别派息 20 亿港元，给予公司 25 年 18 倍 PE 估值，目标价至 82.4 港币，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济下行消费疲弱、业务竞争加剧、海外业务减亏不及预期等。

表：盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业收入（人民币百万元）	113,470	126,898	142,219	154,335	165,424
变动 (%)	20.5%	11.8%	12.1%	8.5%	7.2%
净利润	6,399	15,344	18,094	20,215	24,746
变动 (%)	NA	139.8%	17.9%	11.7%	22.4%
经调整净利润	10,271	17,716	20,588	23,415	27,092
变动 (%)	-278.6%	72.5%	16.2%	13.7%	15.7%
基本每股盈利（元）	1.48	3.55	4.20	4.69	5.74
变动 (%)	-146.1%	139.8%	18.1%	11.7%	22.4%
经调整市盈率 68.35 港元（估）	42.3	17.6	14.9	13.4	10.9

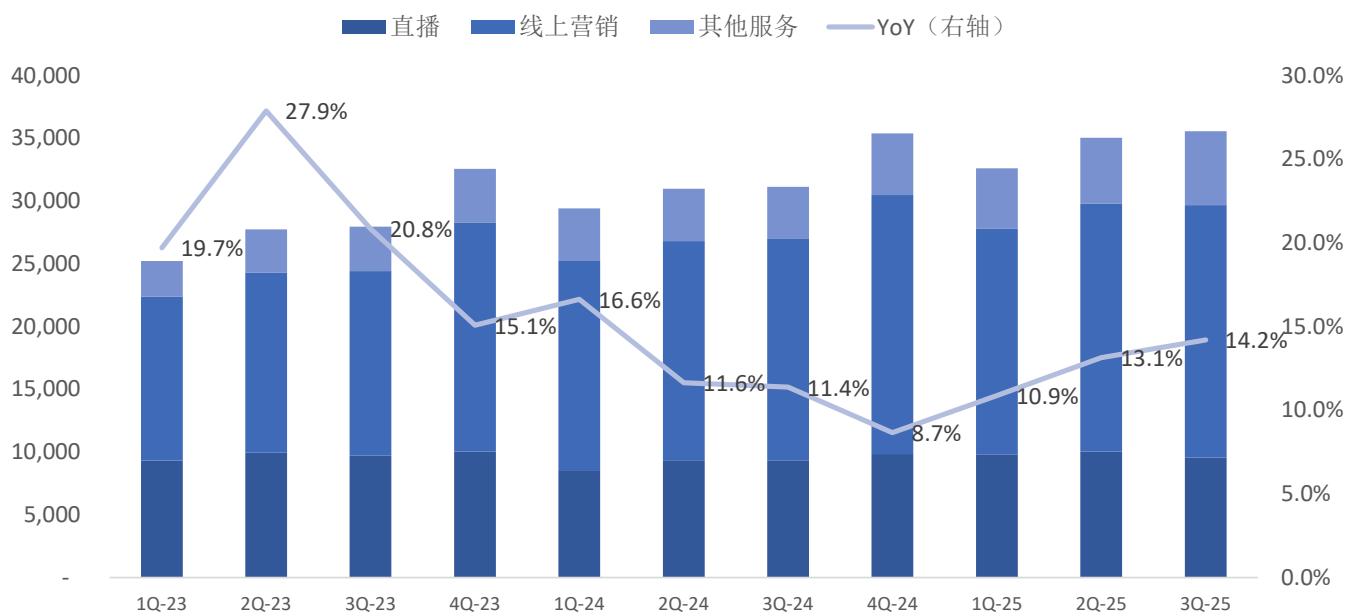
股价表现



资料来源：公司资料、第一上海预测

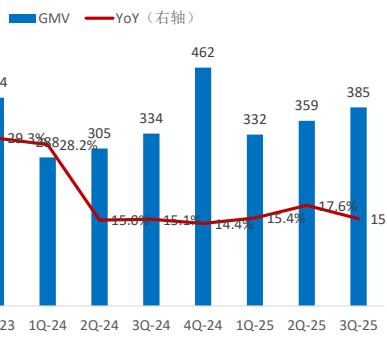
资料来源：彭博

图表 1：2023Q1-2025Q3 总营收（百万元）



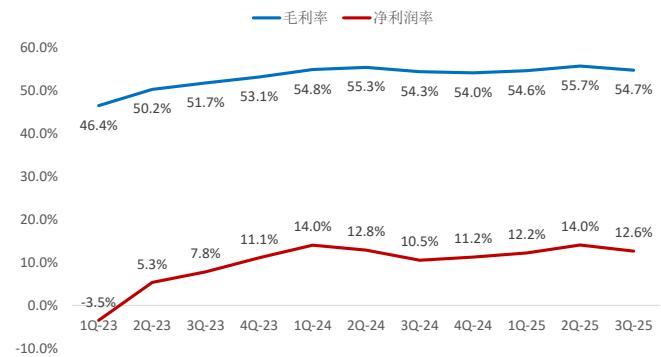
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 2：GMV 及增速（百万元）



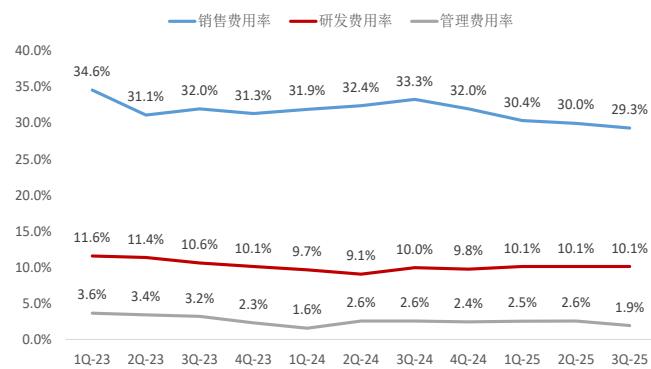
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 3：毛利率及净利润率



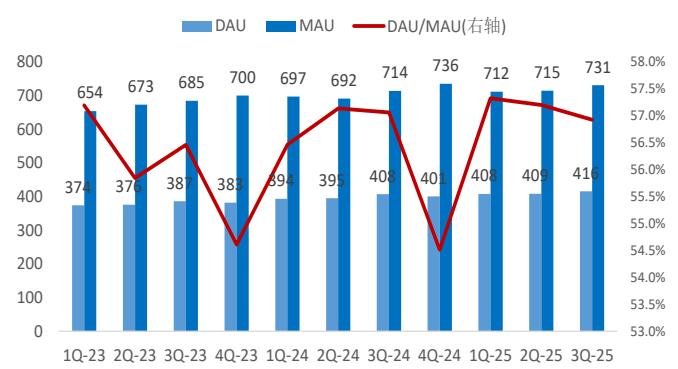
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 4：运营费用率



资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 5：用户规模（百万）



资料来源：公司公告，第一上海整理

附录 1：主要财务报表

资产负债表

<人民币百万元>, 财务年度截止<十二月>					
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
物业、厂房及设备	12,356	14,831	15,037	15,548	16,110
无形资产	1,073	1,059	860	1,157	1,485
使用权资产	4,353	5,200	12,562	10,806	10,399
其他非流动资产	28,153	55,914	47,468	48,031	47,126
非流动资产	45,935	77,004	75,926	75,542	75,119
现金及等价物	12,905	12,697	22,655	42,759	67,398
应收款项	6,457	6,674	7,141	7,641	8,176
应付账款	4,919	4,646	5,064	5,520	6,017
其他资产合计	36,080	38,852	38,852	38,852	38,852
流动资产	60,361	82,869	73,713	94,772	120,442
总资产	106,296	139,873	149,639	170,314	195,562
租赁负债	8,405	6,765	6,765	6,765	6,765
其他非流动负债	48,817	71,084	60,407	60,867	61,369
非流动负债	57,222	77,849	67,172	67,632	68,134
应付账款	40,193	50,588	50,588	50,588	50,588
应付账款	4,036	4,696	5,119	5,579	6,081
其他流动负债	4,549	4,544	4,544	4,544	4,544
流动负债	48,778	59,828	60,251	60,711	61,213
负债合计	106,000	137,677	127,422	128,344	129,348
所有者权益	296	2,196	22,217	41,971	66,214

现金流量表

<人民币百万元>, 财务年度截止<十二月>					
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
除税前利润	6,889	15,494	18,094	20,215	24,746
所得税支出	0	0	0	0	0
折旧及摊销	7,202	7,822	6,023	6,625	7,288
营运资本变动	6,898	8,531	-170	4,859	11,111
其他经营现金流	-208	-2,060	-3,836	-3,411	-14,960
经营活动现金流	20,781	29,787	20,111	28,289	28,185
资本开支	-4,897	-5,387	-6,195	-6,814	-7,496
其他投资现金流	-14,968	-31,290	-9,870	-1,794	-1,972
投资活动现金流	-19,865	-36,677	-16,064	-8,608	-9,468
股息	0	0	0	0	0
负债变化	11,259	0	0	0	0
其他投资活动现金流	-12,623	6,714	0	0	0
融资活动现金流	-1,364	6,714	0	0	0
现金净变动	-448	-176	4,047	19,681	18,717
年初现金余额	13,274	12,905	12,697	16,744	36,425
年末现金余额	12,905	12,697	16,744	36,425	55,142

利润表

<人民币百万元>, 财务年度截止<十二月>					
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
营业收入	113,470	126,898	142,219	154,335	165,424
营业成本	56,079	57,606	63,805	69,049	71,794
毛利	57,391	69,292	78,414	85,286	93,630
销售及营销费用	-36,496	-41,105	-42,192	-43,445	-47,146
行政开支	-3,514	-2,916	-3,349	-3,550	-3,308
研发开支	-12,338	-12,199	-14,294	-14,838	-14,392
其他收入	978	533	96	0	0
其他亏损净额	410	1,682	1,602	0	0
经营利润	6,431	15,287	20,278	23,453	28,784
财务(费用)/收入净额	539	236	-35	329	329
分占按权益法投资	0	0	0	0	0
除所得税前利润	6,889	15,494	20,236	23,782	29,113
所得税	-490	-150	2,142	3,567	4,367
净利润	6,399	15,344	18,094	20,215	24,746
经调整净利润	10,271	17,716	20,588	23,415	27,092
折旧及摊销	7,202	7,140	8,432	8,992	9,891
EBITDA	13,552	22,398	28,703	32,445	38,675

主要财务比率

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率	50.6%	54.6%	55.1%	55.3%	56.6%
EBITDA 率	11.9%	17.7%	20.2%	21.0%	23.4%
净利润率	5.6%	12.1%	12.7%	13.1%	15.0%
营运表现					
销售及管理费用/收入	-32.2%	-32.4%	-29.7%	-28.2%	-28.5%
实际税率	-7.1%	-1.0%	10.6%	15.0%	15.0%
股息支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应付账款天数	235.1	235.1	220.0	220.0	220.0
应收账款天数	20.2	20.2	20.2	20.2	20.2
财务状况					
总负债/总资产	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
收入/净资产	383.3	57.8	6.4	3.7	2.5
经营性现金流/收入	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。