

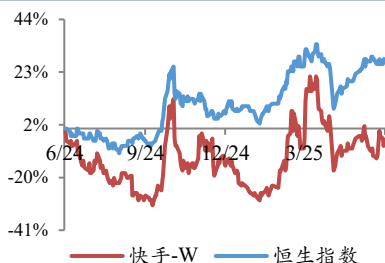
可灵商业化进程加速，业绩稳定增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-06-05

收盘价（港元） 51.90
近 12 个月最高/最低（港元） 68.90/37.55
总股本（百万股） 4,292
流通股本（百万股） 3,561
流通股比例（%） 82.98
总市值（亿港元） 2,227
流通市值（亿港元） 1,848

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 24Q4 业绩点评：AI 赋能广告，流量推动电商增长 2025-04-03
- 2.可灵视频生成领域领先，AI 有望推动广告效率提升 2025-03-10
- 3.快手 24Q3 点评：Q3 业绩符合预期，流量稳健增长 2024-11-26

主要观点：

● 25Q1 业绩：

25Q1，公司营收 326.1 亿元，yoy+10.9%；经调整净利润 45.8 亿元，yoy+4.4%。毛利率为 54.6%，同比减少 0.3pct，环比增加 0.5pct，调整后净利率为 14.0%，同比减少 0.9pct，环比增加 0.8pct。

● 社交生态构建推动 DAU 创新高

25Q1 公司 DAU 为 4.08 亿（yoy+3.6%）创历史新高，MAU 为 7.12 亿（yoy+2.1%），日活用户日均使用时长达 133.8min，用户总使用时长 yoy+5.9%。一季度公司通过不断精细化的用户增长策略，有效降低了获客成本，同时通过优质精准的内容分发供给、持续迭代的内容分发机制和丰富的社区内容提升用户粘性。

● “直播+商城+短视频”经营格局打开电商增长空间

25Q1 直播电商业务 GMV 为 3323 亿元（yoy +15.4%），电商月活跃买家数为 1.35 亿，其中中小商家成长表现显著，主要得益于公司新商成长资源的建设和 AI 能力在多场景下的逐步覆盖。公司构建“直播+商城+短视频”的经营格局。泛货架电商 GMV 在供需两端支持下持续超大盘增长；商城场域持续推动优质供给、品类多样化和多维流量支持策略；短视频电商 GMV 同比增长超 40.0%，通过短直联动的内容玩法，有效拓宽了内容表达途径和用户转化。

● 短剧等内容消费推动营销业务增长

25Q1 线上营销收入 180 亿元，yoy+8.0%，增长主要由外循环部分推动。外循环：在内容消费部分，营销客户以原生链路为基础在平台经营，包括短剧、小游戏、小说，在内容价值和用户粘性上提供支撑，其中短剧的营销消耗同比高速增长。在本地生活部分，通过原生私信、线索表单搜集等多种解决方案，有效帮助商家触达客户并提升转化率。25Q1，本地生活行业的营销消耗同比增长超 50.0%。内循环：在泛货架场域，公司不断优化营销投放链路，通过算法优化匹配效率。在智能化提效上，全站推广智能体 4.0 助力商家全域投放。25Q1，商家使用全站推广智能体 4.0 或智能托管进行营销推广的总消耗占内循环总消耗的比例达 60.0%。

● AI 应用持续迭代，可灵推出 2.0 版本

2025 年 4 月，公司推出可灵 2.0，提出多模态视觉语言（MVL），并基于该理念推出了多模态编辑功能，使得用户可以以图像、视频、声音和运动轨迹等多种信息形态作为输入形式生成视频。25Q1，AIGC 营销素材的日均广告消耗约为人民币 3000 万元，有效在 AIGC 营销素材生产、营销投放智能体和营销推荐大模型等线上营销服务流程中进行赋能。

● 投资建议

预计 25-27 年公司总收入为 1422.1/1549.6/1681.9 亿元，25-27

年前值为 1416.4/1545.9/1672.8 亿元；预计 25-27 年公司 NON-GAAP 归母净利润为 201.6/236.6/272.8 亿元，25-27 年前值为 204.3/257.4/299.8 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	142,212	154,963	168,185
(+/-) (%)	12%	12%	9%	9%
归母净利润 (NON-GAAP)	17,716	20,163	23,659	27,282
(+/-) (%)	72%	14%	17%	15%
EPS (NON-GAAP)	4.11	4.70	5.51	6.36
P/E (NON-GAAP)	10.05	10.14	8.65	7.50

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	75,253	99,618	135,100
现金	12,697	20,062	41,101	71,538
应收账款	6,674	8,274	8,275	9,978
存货	0	0	0	0
其他	43,498	46,917	50,242	53,584
非流动资产	77,004	70,921	73,129	75,252
固定资产	14,831	15,773	16,622	17,385
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	146,174	172,747	210,352
流动负债	59,828	50,609	49,645	56,121
短期借款	0	0	0	0
应付账款	31,141	34,130	34,942	38,650
其他	28,687	16,479	14,703	17,471
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	68,630	67,666	74,142
少数股东权益	20	24	28	32
股本	0	0	0	0
留存收益和资本公积	62,004	77,520	105,054	136,178
归属母公司股东权益	62,004	77,520	105,054	136,178
负债和股东权益	139,873	146,174	172,747	210,352

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	7,808	21,483	30,879
净利润	15,335	17,665	21,299	24,888
资产折旧与摊销	7,140	1,533	1,627	1,713
营运资金的变动	0	-11,385	-1,437	4,284
其他非现金调整	0	-5	-6	-6
投资活动现金流	-36,677	-6,679	-6,678	-6,678
处置固定资产取得的收益	0	0	0	0
资本性支出	0	-980	-980	-980
其他	-36,677	-5,699	-5,698	-5,698
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	7,365	21,040	30,437

利润表

百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	126,898	142,212	154,963	168,185
营业成本	57,606	64,019	67,747	72,181
销售费用	41,105	43,829	46,156	48,939
管理费用	2,916	3,385	3,579	3,801
研发费用	12,199	14,112	15,409	16,520
其他收入-经营	533	594	750	797
其他经营净收益	1,682	1,884	1,201	1,275
营业利润	15,287	19,346	24,023	28,816
除税前溢利	15,494	19,205	23,746	28,381
所得税	-150	-1,536	-2,443	-3,489
净利润	15,344	17,669	21,303	24,892
少数股东损益	9	4	4	4
归母净利润	15,335	17,665	21,299	24,888
归母净利润 (NON-GAAP)	17,716	20,163	23,659	27,282
EBITDA	22,870	20,588	25,086	29,648
EPS (NON-GAAP)	4.11	4.70	5.51	6.36

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	11.8%	12.1%	9.0%	8.5%
营业利润	137.7%	26.5%	24.2%	20.0%
归母净利润 (NON-GAAP)	72.5%	13.8%	17.3%	15.3%
获利能力				
毛利率	54.6%	55.0%	56.3%	57.1%
净利率	12.1%	12.4%	13.7%	14.8%
ROE	24.7%	22.8%	20.3%	18.3%
偿债能力				
资产负债率	55.7%	47.0%	39.2%	35.2%
净负债比率	-0.20	-0.26	-0.39	-0.53
流动比率	1.05	1.49	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	4.70	5.51	6.36
每股经营现金	6.90	1.81	4.98	7.16
每股净资产	14.38	17.97	24.36	31.57
估值比率				
P/E	10.1	10.1	8.6	7.5
P/B	3.08	2.85	2.10	1.62

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。