



中國 | 媒體

21 November 2025

快手 (1024 HK)

Kling AI 第三季增長勝預期

3Q25 經調整淨利按年增長 26.2%至人民幣 50 億元受惠收入與毛利率改善
 快手 2025 財年第三季收入同比增長 14.2% 至 356 億元人民幣，主要驅動因素包括：i) 在線營銷服務業務受惠於 AI 技術升級營銷產品解決方案，收入同比增 14% 至 201 億元人民幣；ii) 直播業務透過持續豐富高質量多元內容，收入同比增 2.5% 至 96 億元人民幣；iii) 其他服務業務受電商及 Kling AI 業務增長帶動，收入同比大增 41% 至 59 億元人民幣。毛利率受折舊攤銷費用、帶寬支出及服務託管成本下降帶動，同比微升 0.3 個百分點至 54.7%。銷售費用率因運營效率提升，由 2024 年第三季的 33.3% 降至 2025 年第三季的 29.3%；管理費用因員工福利開支減少，同比下降 14% 至 6.88 億元人民幣；研發費用則因 AI 領域投資增加，同比增長 18% 至 37 億元人民幣。扣除股份支付費用、投資公允價值變動等非經常性項目後，2025 年第三季調整後淨利 (adj NP) 同比增 26.2% 至 50 億元人民幣。

電商 GMV 按年增長 15.2%

2025 年第三季，快手 App 日均活躍用戶 (DAUs) 同比增 2.1% 至 4.16 億人，連續第三季創下歷史新高；用戶總使用時長同比增 3.6%，日均使用時長達 134 分鐘。電商交易總額 (GMV) 同比增 15.2% 至 3850 億元人民幣。本季度中小商家增長強勁，公司透過降低入駐成本、減低新商家准入門檻，持續自然吸引新商戶加入，月均活躍商家數保持健康增長。泛貨架場景 GMV 表現跑贏整體增速，其日均活躍商家數同比增 13%，佔總 GMV 比重達 32%。

直播業務持續穩健增長

直播方面，合作經紀公司數量按年增長約 17%，經紀公司旗下主播數量按年增長約 20%。基於 Kling AI 研發的「AI 萬象」虛擬禮物自定義功能，支持主播即時生成基於個人形象的個性化虛擬禮物，大幅提升用戶付費意願及直播間停留時長——9 月下旬上線當日，用戶付費創建並發送的個性化虛擬禮物數量即突破 10 萬份。面向傳統行業的「直播+」戰略（如「快聘」招聘服務、「理想家」房產服務）持續擴張：快聘日均簡歷投遞用戶數同比增長超 20%，理想家月付費客戶數同比增長超 90%。

Kling AI 2025 年第三季收入突破 3 億元人民幣

Kling AI 2025 年第三季收入突破 3 億元人民幣，並於 9 月下旬推出 2.5 Turbo 升級模型。該模型在知名 AI 基準測試平台 Artificial Analysis 的排名中，同時蟬聯文本轉視頻 (text-to-video) 及圖片轉視頻 (image-to-video) 全球第一。模型在視頻質量、處理流暢度方面實現大幅提升，並將創作者的單支視頻生成成本降低近 30%，為商業化規模擴張奠定基礎。此次升級進一步強化 Kling AI 在廣告、微短劇、電商等專業場景的實用性及用戶付費意願。管理層透露，Kling AI 第三季收入已超 3 億元人民幣，並上調 2025 全年收入指引至 1.4 億美元以上（年初目標約 6000 萬美元），反映產品能力與用戶需求同步快速擴張。

當前估值具吸引力，預測 PE 大幅低於同行平均

快手目前股價對應 2025/2026 年預測市盈率 (PE) 分別為 12.2 倍及 10.6 倍，估值水平具備顯著吸引力，且大幅低於同行平均的 16.0 倍 / 14.6 倍。

未評級

當前股價 (港元)*	63.15
目標價 (港元)	N/A
上升/下跌空間 (%)	N/A
前次評級	未評級
前次目標價	N/A
恒生指數	25,300.28
* 價格截至午市收市	21-Nov-25

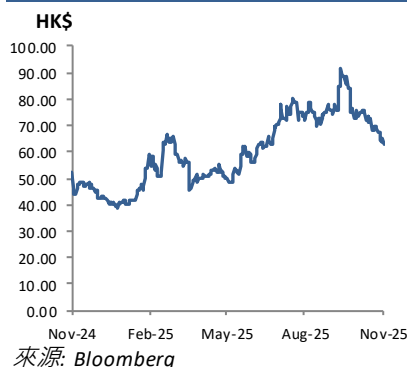
關鍵數據

股票代號	1024 HK
總市值 (港元)	273,807
近3個月人均成交額	3,013.1
52周最高價 (港元)	92.60
52周最低價 (港元)	37.90
自由流通比率 (%)	52.5%
總股本 (百萬股)	3,608.2

股價表現

	絕對回報	相對回報
1個月	-16.4%	-14.0%
3個月	-12.0%	-12.7%
6個月	25.4%	18.1%

股價1年圖



葉偉焯 Raymond Ip
 raymond.ip@crosby.com
 +852 3476 2928

圖 1 同業分析 (截至 2025 年 11 月 21 日中午收市價)

				3-mth	P/E (x)		FY1-FY3	FY1	Div Yld (%)		P/B (x)		ROE (%)		ROIC	Share px chg (%)		
			Mkt cap	avg t/o			EPS Cagr								Hist			
Company	Ticker	Price	(US\$m)	(US\$m)	FY1	FY2	(%)	PEG (x)	FY1	FY2	Hist	FY1	Hist	FY1	(%)	1-mth	3-mth	12-mth
HSI		25,300			12.5	11.1	11.4	1.09	3.1	3.2	1.38	1.33	10.7	10.3		(2.8)	0.8	29.1
HSCEI		8,947			11.6	10.3	12.8	0.91	2.8	3.0	1.31	1.25	11.5	10.6		(3.8)	(0.3)	27.2
CSI300		4,476			16.1	14.0	14.0	1.15	2.5	2.7	1.78	1.70	10.2	10.6		(2.9)	4.4	12.2
Sector Average					16.0	14.6	21.1	0.9	0.8	0.8	3.3	2.5	16.1	10.5	9.8	(9.0)	3.0	21.1
Sector Median					14.9	14.8	15.6	0.8	0.5	0.4	2.8	2.8	16.2	9.9	10.8	(9.8)	(2.9)	31.9
Tencent	700 HK	611.00	717,808	1,402.6	19.9	17.6	12.6	1.59	0.9	1.0	4.36	4.35	20.9	20.8	12.7	(3.1)	3.0	49.9
Baba-W	9988 HK	148.50	364,161	2,467.1	22.1	16.1	29.4	0.75	0.8	0.8	N/A	2.54	15.2	9.9	8.8	(10.1)	28.3	77.4
Meituan-W	3690 HK	95.45	74,941	872.4	N/A	21.5	N/A	N/A	0.0	0.0	2.62	3.13	17.1	(7.7)	13.0	(1.1)	(18.5)	(44.7)
Jd-Sw	9618 HK	110.50	41,261	239.3	10.7	8.1	33.4	0.32	2.8	2.8	N/A	1.18	14.0	9.9	3.8	(14.1)	(8.8)	(19.9)
Bidu-Sw	9888 HK	106.40	38,338	314.1	14.9	13.5	14.6	1.02	0.0	0.0	N/A	0.94	3.4	5.4	(0.8)	(9.4)	25.2	26.9
Kuaishou-W	1024 HK	63.15	35,175	387.1	12.2	10.6	15.6	0.78	0.3	0.0	2.79	3.11	26.1	24.8	21.2	(16.4)	(11.4)	37.0

來源: 公司資料, Crosby Securities

主要財務數據

Yr ended 31 Dec	FY 2022	FY 2023	FY 2024	Yr ended 31 Dec	FY 2022	FY 2023	FY 2024
Income Statement (CNY'm)				Cash Flow Statement (CNY'm)			
Revenue	94,183	113,470	126,898	Net Income	(13,690)	6,396	15,335
YoY%	16.2	20.5	11.8	Dep & Amort.	6,574	7,202	7,140
Gross profit	42,131	57,391	69,292	Working capital chngs	(170)	4,859	7,510
YoY%	23.8	36.2	20.7	Other adjustments	8,180	2,583	574
EBITDA	(6,017)	13,625	22,495	Cash From Operations (CFO)	894	21,040	30,559
YoY%	(71.0)	N/A	65.1	YoY%	N/A	2,253	45.2
Net profit	(13,690)	6,396	15,335	Capex	(5,100)	(4,897)	(8,063)
YoY%	(82.5)	N/A	139.8	Other investments	(13,027)	(15,227)	(29,386)
EPS (Fully diluted)	(3.220)	1.440	3.480	Cash From Investing Activities	(18,127)	(20,124)	(37,449)
YoY%	(84.2)	N/A	141.7	Free Cash Flow (CFO - Capex)	(4,206)	16,143	22,496
DPS	0.000	0.000	0.000	YoY%	(68.2)	N/A	39.4
YoY%	N/A	N/A	N/A	Net change in debts	(1,413)	(464)	9,804
Balance Sheets (CNY'm)				Shares issue & buyback (net)	54	(1,081)	(4,855)
Cash & Cash Equiv	13,274	12,905	12,697	Dividends	0	0	0
ST Investments	13,813	26,078	27,283	Others	(747)	260	1,733
AR	6,288	6,457	6,674	Cash from Financing Activities	(2,105)	(1,285)	6,682
Inventories	0	0	0	Opening cash	32,612	13,274	12,905
Other current assets	12,483	14,921	16,215	Net Changes in Cash	(19,338)	(369)	(208)
Total Current Assets	45,858	60,361	62,869	Closing cash	13,274	12,905	12,697
PP&E	24,021	22,755	23,722	Ratios			
LT Investments	3,626	5,245	24,430	Gross margin	44.7%	50.6%	54.6%
Other Non-curr assets	15,802	17,935	28,852	Ebitda margin	-6.4%	12.0%	17.7%
Total Non-Current Assets	43,449	45,935	77,004	Net margin	-14.5%	5.6%	12.1%
Payables & Accruals	33,994	41,415	51,456	Payout	N/A	0.0%	0.0%
ST Debts	3,475	3,327	3,671	Effective tax	N/A	7.1%	1.0%
Othe current Liabilities	3,240	4,036	4,701	Ebit margin (%)	-12.7	6.6	12.9
Total Current Liabilities	40,709	48,778	59,828	Interest burden (x)	1.05	0.92	0.95
LT Debts	8,721	8,405	17,865	Tax budren (x)	1.09	0.93	0.99
Othe LT Liabilities	39	39	156	Asset turnover (x)	1.04	1.16	1.03
Total Long-Term Liabilities	8,760	8,444	18,021	Leverage (x)	2.14	2.20	2.22
Shareholders' Equity	39,830	49,063	62,004	ROE	-32.2%	14.4%	27.6%
Minority interests	8	11	20	ROIC	-26.8%	11.5%	22.7%
Total Equity	39,838	49,074	62,024	Total debts / Total Capital	23.4%	19.3%	25.8%
Total Debts	12,196	11,732	21,536	Net debts / SH Equity	Net cash	Net cash	14.3%
Net cash / (debts)	1,078	1,173	(8,839)				

來源: Bloomberg, Crosby Securities



信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及／或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及／或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及／或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及／或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

股票的評級披露

基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

買入 (BUY)：預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

中性 (NEUTRAL)：預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10%至 10% / 中小型股票 15%。

賣出 (SELL)：預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和 / 或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

策略買入 (TB)：該股票的潛在總回報預計超過 20%。

策略賣出 / 做空 (TS/TSH)：預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

平倉 / 到期策略性建議：策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

未評級 (NR)：沒有基本或策略性建議評級的股票。

審查中 (UR)：股票的目標價和 / 或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。



一般披露與免責聲明

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成的任何損失或後果承擔任何責任。

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。