

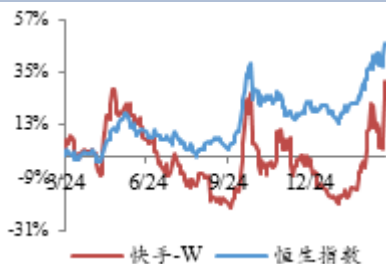
可灵视频生成领域领先，AI 有望推动广告效率提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-10

收盘价（港元）	63.10
近 12 个月最高/最低（港元）	65.70/37.55
总股本（百万股）	4,304
流通股本（百万股）	4,304
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	2,716
流通市值（亿港元）	2,716

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 24Q3 点评：Q3 业绩符合预期，流量稳健增长 2024-11-26
- 2.快手 24Q2 点评：收入符合预期，利润显著超预期 2024-08-22

主要观点：

●可灵动态：

24 年 11 月，快手在 App Store 上线了“可灵 AI”独立 APP，进一步加深在移动端的 AI 布局。从产品端来看，可灵系列产品矩阵逐步完善，包括 APP，网页版，小程序，海外版等。24 年 12 月，快手可灵发布 1.6 版本，新版本价格保持 35 灵感/5 秒视频，在生成视频的技术方面进行创新升级。主要提升了生成视频的物理运动规律，时长增加至 2 分钟，和语义理解方面能力。目前可灵会员分为黄金会员（66 元包月，可生成 66 个标准视频），铂金会员（268 元包月，可生成 300 个标准视频），钻石会员（666 元包月，可生成 800 个标准视频）。

●可灵模型能力竞争实力强劲，用户健康增长

2024 年 12 月，在“2024AIGC 视觉应用论坛”上，公司透露可灵 AI 拥有 600 万用户，共计生成 6500 万视频和 1.75 亿张图片。在 2025 年 3 月 7 日，Andreessen Horowitz 发布 2025 年全球 100 生成式 AI 消费级应用排行榜，其中快手可灵排名 20，超过了 Sora、Midjourney、Runway 等同类别产品。据 aicpb.com 统计，25 年 1 月可灵网页端访问量达 1804 万，环比增长 44.57%。

●AI 有望推动广告效率提升，降低生成成本释放创作空间

复盘美股相关标的，AI 通过实时反馈优化、智能推荐引擎、自动化广告创意生成等方面提升了广告转化率和效率，对 Meta、Applovin、Pinterest、Snapchat 等广告效率和收入均有拉动，推动美股相应公司股价大幅上涨。一方面，可灵 AI 等视频生成大模型在广告需求端领域应用空间广阔，较低的生成成本可使中小广告主自主进行广告生成，在广告内容的供给量上有显著提升，同时对于大广告主，其代理商的报价有望降低，同时受益于广告投放的精准度提升，ROI 回报也会相应提升，整体看供给量变大，回报率提升，推动行业良性发展。另外，广告的供给量提升会给广告平台广告位带来更高的收益，实现量价双提升。

●投资建议

预计 24-26 年公司总收入为 1272.9/1414.1/1556.9 亿元；预计 24-26 年公司 NON-GAAP 归母净利润利润为 176.4/226.7/278.3 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 监管政策不确定性等

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	113,470	127,293	141,409	155,689
(+/-) (%)	20%	12%	11%	10%
归母净利润 (NON-GAAP)	10,271	17,637	22,671	27,834
(+/-) (%)	279%	72%	29%	23%
EPS (NON-GAAP)	2.36	4.10	5.27	6.47
P/E (NON-GAAP)	20.84	14.43	11.23	9.15

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					利润表				
百万元					百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	60,361	70,163	94,777	116,412	营业总收入	113,470	127,293	141,409	155,689
现金	12,905	14,502	32,411	45,885	营业成本	56,079	57,765	63,318	68,776
应收账款	6,457	8,085	8,351	10,066	销售费用	36,496	41,411	43,802	46,018
存货	0	0	0	0	管理费用	3,514	2,911	3,482	3,750
其他	40,999	47,603	54,171	60,720	研发费用	12,338	12,330	13,104	14,119
非流动资产	45,935	46,475	47,222	48,156	其他收入-经营	978	523	690	744
固定资产	12,356	10,279	8,409	6,727	其他经营净收益	410	1,397	1,198	1,291
无形资产	11,445	10,990	10,534	10,079	营业利润	6,431	14,795	19,590	25,060
租赁土地	27	26	25	24	除税前溢利	6,889	15,013	19,630	24,979
权益性投资	214	160	105	51	所得税	-490	307	-218	656
其他	21,893	25,021	28,148	31,276	净利润	6,399	15,320	19,412	25,636
资产总计	106,296	116,638	141,999	164,568	少数股东损益	3	4	4	4
流动负债	48,778	43,690	48,479	43,832	归母净利润	6,396	15,316	19,408	25,632
短期借款	0	0	0	0	归母净利润 (NON-GAAP)	10,271	17,637	22,671	27,834
应付账款	27,591	25,146	32,661	30,130	EBITDA	14,630	16,483	20,708	25,753
其他	21,187	18,394	17,306	15,638	EPS (NON-GAAP)	2.36	4.10	5.27	6.47
非流动负债	8,444	8,444	8,444	8,444	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
其他	8,444	8,444	8,444	8,444	成长能力				
负债合计	57,222	52,134	56,923	52,276	营业收入	20.5%	12.2%	11.1%	10.1%
少数股东权益	11	15	19	23	营业利润	151.2%	130.1%	32.4%	27.9%
股本	0	0	0	0	归母净利润 (NON-GAAP)	278.6%	71.7%	28.5%	22.8%
留存收益和资本公积	49,063	64,489	85,057	112,269	获利能力				
归属母公司股东权益	49,063	64,489	85,057	112,269	毛利率	50.6%	54.6%	55.2%	55.8%
负债和股东权益	106,296	116,638	141,999	164,568	净利率	5.6%	12.0%	13.7%	16.5%
现金流量表					ROE	13.0%	23.4%	23.8%	23.9%
百万元					偿债能力				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	53.8%	44.7%	40.1%	31.8%
经营活动现金流	20,781	9,070	25,406	20,978	净负债比率	-0.26	-0.22	-0.38	-0.41
净利润	6,396	15,316	19,408	25,632	流动比率	1.24	1.61	1.96	2.66
资产折旧与摊销	7,202	1,218	1,011	824	营运能力				
营运资金的变动	4,859	-7,294	4,085	-6,807	总资产周转率	1.07	1.09	0.98	0.92
其他非现金调整	2,324	39	31	34	应收账款周转率	17.81	17.51	17.21	16.91
投资活动现金流	-19,865	-7,793	-7,785	-7,788	应付账款周转率	2.19	2.19	2.19	2.19
处置固定资产取得的收益	10	0	0	0	每股指标 (元)				
资本性支出	-4,897	1,314	1,314	1,314	每股收益	2.36	4.10	5.27	6.47
其他	-14,978	-9,107	-9,100	-9,102	每股经营现金	4.78	2.09	5.84	4.83
筹资活动现金流	-1,364	347	347	347	每股净资产	11.29	14.84	19.57	25.83
债权融资	4,073	0	0	0	估值比率				
股权融资	-1,081	347	347	347	P/E	20.8	14.4	11.2	9.1
支付的利息和股利	0	0	0	0	P/B	4.69	2.70	2.04	1.64
其他	-4,356	0	0	0					
现金净增加额	-369	1,597	17,909	13,474					

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。