

4Q 收入符合预期，可灵商业化加速

华泰研究

2025年3月26日 | 中国香港

年报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

68.73

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPPJ942

丁骁旻

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

快手 4Q 业绩: 营收同比增长 8.7% 至 353.8 亿, 符合 VA 一致预期 357 亿元 (下同)。毛利率同比改善 0.9pct 至 54%, 经调整净利润同比增长 13.3% 至 47.0 亿 (符合一致预期 46.7 亿元)。分业务看, 直播、广告、电商收入同比分别变动 -2.0%、13.3%、14.1%。展望 25 年, 我们预期总收入同比上涨 11%, 广告收入和 GMV 增速同比分别放缓至 14% 和 13%, 经调整净利润达 206 亿。我们预期快手收入增长节奏或将于 2Q 起逐步加速。中长期而言, 我们认为可灵有望拓展 AI 商业化边界, 例如 2C 订阅、2B 电商广告、API 调用均会带来增量收入 (25 年预期收入 4-8 亿)。维持“买入”评级。

4Q 电商增速放缓, 招商新政推动中小商家 GMV 增长

4Q 电商和其他收入同比增速放缓至 14.1%, 低于预期 3.5%。4Q 电商 GMV 同比增长 14.4% (符合预期), 泛货架电商占比提升至 30%。4Q 电商月均动销商家数同比增长超过 25%, 同时中小商家 GMV 同比增速亮眼, 主要受到招商政策、存商政策优化和产业建设三大政策驱动。快手 3 月联合海尔、海信等品牌发布新品, 也顺应国补政策对部分商品提供 5%-10% 的平台补贴, 并加大相关商品货架场域的流量扶持。从用户端看, 4Q 电商月活跃买家同比增长 10.0% 至 1.43 亿。

可灵赋能广告创作, 广告 CPM 提升空间尚存

我们认为快手 AI 可于两方面赋能广告: 提升素材创作效率 (如磁力开创等) 与优化精准投放 (如 UAX 等), CPM 仍具备显著提升空间。4Q 广告收入同比增长 13.3% (低于预期 2%), UAX 消耗在外循环总消耗占比提至 55%+。3 月可灵接入 DeepSeek-R1, 可辅助用户将提示词进行更加详细的拓展, 实现文生视频场景中更精细的画面调控, 并降低用户创作门槛。公司表示 2 月可灵累计营收超 1 亿元, AIGC 短视频营销素材和虚拟数字人直播的日均消耗已逾 3000 万元。4Q 外循环广告收入同比增长超 15%, 短剧、小游戏增长拉动作用显著 (商业化短剧广告消耗同比增长超 3 倍)。

盈利预测与估值

展望 25-26 年, 我们调整快手收入预测 +0.6%、-0.1%, 25 年上调主系可灵 AI 贡献广告收入。我们更改经调整净利润预测 -12.6%、11.0% 至 206/250 亿, 主系可灵 AI 加大投入。我们引入 27 年新值, 对应收入与经调整净利润分别为 1638 亿与 283 亿元。我们根据 SOTP 估值, 给予目标价 68.73 港元 (前值 60.45 港元)。本次估值上调, 主系广告业务估值上调 (AI 提效), 可灵 AI 商业化收入潜力开始释放。维持“买入”评级。

风险提示: 广告加载率、直播电商和货架电商增速不及预期。

经营预测指标与估值

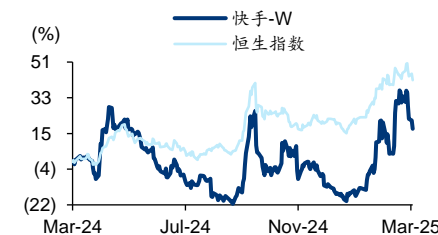
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	113,470	126,898	141,384	153,710	163,811
+/-%	20.48	11.83	11.42	8.72	6.57
归属母公司净利润 (人民币百万)	6,399	15,344	18,189	22,538	25,829
+/-%	(147.22)	139.79	18.54	23.91	14.60
EPS (人民币, 最新摊薄)	1.49	3.57	4.23	5.24	6.00
ROE (%)	14.40	27.63	25.17	23.73	21.25
PE (倍)	35.14	14.88	12.55	10.13	8.84
PB (倍)	4.58	3.68	2.77	2.12	1.68
EV EBITDA (倍)	17.15	10.84	8.10	5.91	4.58

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (港币)	68.73
收盘价 (港币 截至 3 月 25 日)	56.80
市值 (港币百万)	244,441
6 个月平均日成交额 (港币百万)	2,876
52 周价格范围 (港币)	37.55-68.90
BVPS (人民币)	14.44

股价走势图



资料来源: S&P

直播业务：模式创新驱动增长

快手“直播+”模式创新不断深化，持续为传统行业带来新的增长动能，4Q 快聘业务日均投递简历用户数同比翻倍，双向匹配规模增长超 270%；理想家业务日均线索量同比提升超 260%。我们认为，多元化的直播活动有望持续推动业务生态扩展，并助力快手在 25 年实现直播收入增速转正。

本地生活：商家合作升级

4Q 快手本地生活业务 GMV 同比实现翻倍增长，月均支付用户数同比提升 52.4%，收入增长超 2.6 倍。公司深耕具备用户优势的核心城市群，围绕用户需求持续优化服务能力与场景应用，完善商业化基础设施。我们认为，快手有望凭借差异化流量优势，强化与优质本地经营型及线索性商家的合作，助力商家实现持续增长。

可灵 AI 加速商业化，赋能快手内容生态与广告变现

12 月，快手可灵发布 1.6 版本，图生视频功能在内部评测中较 1.5 版本整体效果提升 195%，同期用户量突破 600 万。目前，可灵已开启商业化进程，推出 B 端 API 产品及 C 端会员订阅模式，可灵 1.5 Pro 版本目前在 AI 评测网站 Artificial Analysis 的全球视频大模型评测榜上与 Veo-2 共同占据全球前两名的位置，B 端也与小米、蓝色光标、AWS 等建立合作，未来有望拓展至视频制作与图片领域的 AI Agent 市场，我们持续看好可灵的商业化潜力。

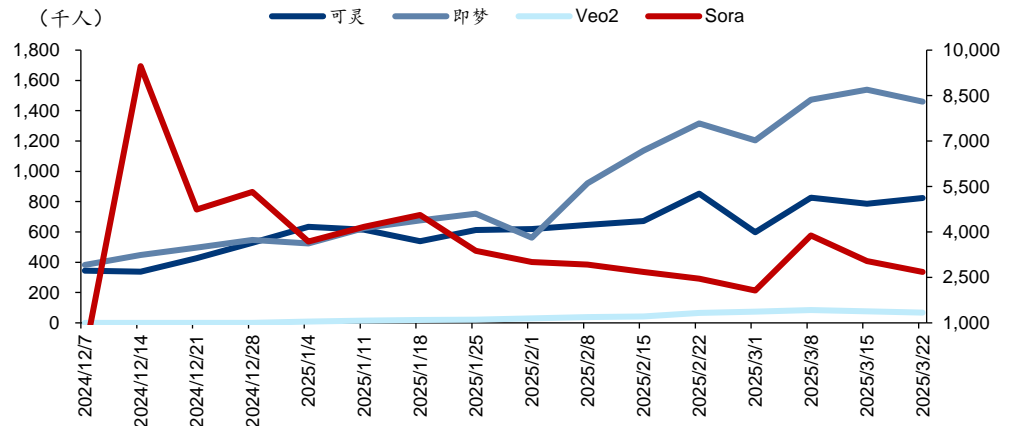
我们认为，可灵 AI 对快手的核心赋能主要体现在：1) UGC 内容生态焕新：可灵凭借业内第一方阵的底层技术，助力低成本、高质量的创新内容生产，推动平台内容生态持续优化（以抖音为类比，12 月期间抖音平台上至少近 3 万个创作者借助 AI 生成热点相关的 5-10 秒短视频，部分账号在一个月内实现数千粉丝增长）；2) 广告与直播赋能：自动对口型功能与 AI 试衣作为特色功能，可大幅提升口播广告的制作效率，并有效降低素材制作成本。

图表1：可灵 AI 商业化价格整理

用户对象	套餐	产品	标准化单价	备注
C 端	连续包月系列： ★黄金会员：首月 46 元，后续 58 元（每月获得 660 灵感值） ★铂金会员：首月 186 元，后续 234 元（每月获得 3000 灵感值） ★黄金会员：首月 466 元，后续 586 元（每月获得 8000 灵感值）	图生视频	0.2-0.7 元/秒	高品质模式 7 灵感值/秒 普通模式 2-4 灵感值/秒
		文生视频	0.2-0.7 元/秒	高品质模式 7 灵感值/秒 普通模式 2-4 灵感值/秒
		文生图	0.1 元/张	1 灵感值/张
		创意特效	2 元/次	20 灵感值/次
		对口型	0.5 元/次	5 灵感值/次
		AI 试穿	1 元/张	10 灵感值/张
B 端	API 调用	视频生成	0.2-0.7 元/秒	
		图像生成	0.025 元/张	
		虚拟试穿	0.5 元/张	

资料来源：可灵 AI 官网，华泰研究

图表2: 可灵及同类产品 DAU 数对比



资料来源: Similarweb, 华泰研究

图表3: 快手 4Q 财务数据

人民币 (百万)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	4QVA 一致预期	对比预期	1QVA 一致预期
财务数据											
收入	25,217	27,744	27,948	32,561	29,408	30,975	31,131	35,384	35,734	-1.0%	32,612
YOY (%)	19.7%	27.9%	20.8%	15.1%	16.6%	11.6%	11.4%	8.7%	9.7%		10.9%
收入分业务											
- 直播	9,319	9,968	9,719	10,048	8,575	9,302	9,338	9,846	9,653	2.0%	8,782
YOY (%)	18.8%	16.4%	8.6%	0.1%	-8.0%	-6.7%	-3.9%	-2.0%	-3.9%		2.4%
- 线上营销服务	13,064	14,347	14,690	18,203	16,650	17,515	17,634	20,620	20,984	-1.7%	19,201
YOY (%)	15.1%	30.4%	26.8%	20.6%	27.4%	22.1%	20.0%	13.3%	15.3%		15.3%
- 电商与其他收入	2,834	3,429	3,539	4,310	4,183	4,158	4,159	4,918	5,094	-3.5%	4,631
YOY (%)	51.3%	61.5%	36.5%	36.2%	47.6%	21.3%	17.5%	14.1%	18.2%		10.7%
收入分地区											
- 国内	24,879	27,297	27,296	31,714	28,417	29,896	29,800	34,089	34,490	-1.2%	31,230
- 海外	338	447	652	847	991	1079	1331	1295	1326	-2.4%	1367
毛利	11,712	13,934	14,453	17,292	16,120	17,135	16,914	19,123	19,422	-1.5%	18,411
YOY (%)	33.4%	42.6%	35.0%	34.3%	37.6%	23.0%	17.0%	10.6%	12.3%		14.2%
毛利率	46.4%	50.2%	51.7%	53.1%	54.8%	55.3%	54.3%	54.0%	54.4%	-0.3pp	56.5%
经营利润	-698	1,296	2,211	3,622	3,994	3,906	3,119	4,268	4,022	6.1%	4,847
YOY (%)											
经营利润率	-2.8%	4.7%	7.9%	11.1%	13.6%	12.6%	10.0%	12.1%	11.3%		14.9%
经调整净利润	42	2,694	3,173	4,362	4,388	4,679	3,948	4,701	4,658	0.9%	5,181
经调整净利率	0.2%	9.7%	11.4%	13.4%	14.9%	15.1%	12.7%	13.3%	13.0%		15.9%
经营费用											
- 销售费用	8,723	8,636	8,939	10,198	9,384	10,040	10,364	11,317	11,458	-1.2%	10,080
YOY (%)	-8.1%	-9.0%	-2.1%	4.7%	7.6%	16.3%	15.9%	11.0%	12.4%		7.4%
销售费用率	34.6%	31.1%	32.0%	31.3%	31.9%	32.4%	33.3%	32.0%	32.1%		30.9%
- 管理费用	919	945	898	752	462	792	796	866	849	2.0%	730
YOY (%)	5.5%	-1.1%	-15.2%	-27.3%	-49.7%	-16.2%	-11.4%	15.2%	12.9%		57.9%
管理费用率	3.6%	3.4%	3.2%	2.3%	1.6%	2.6%	2.6%	2.4%	2.4%		2.2%
- 研发费用	2,920	3,155	2,967	3,296	2,843	2,805	3,100	3,451	3,521	-2.0%	3,076
YOY (%)	-17.1%	-3.9%	-16.0%	-4.4%	-2.6%	-11.1%	4.5%	4.7%	6.8%		8.2%
研发费用率	11.6%	11.4%	10.6%	10.1%	9.7%	9.1%	10.0%	9.8%	9.9%		9.4%
经营数据											
- DAU (百万)	374	376	387	383	394	395	408	401	401	0.0%	407
YOY (%)	8.3%	8.3%	6.4%	4.5%	5.2%	5.1%	5.4%	4.8%	4.8%		3.3%
- MAU (百万)	654	673	685	700	697	692	714	736	706	4.1%	713
YOY (%)	9.4%	14.8%	9.4%	9.4%	6.6%	2.7%	4.3%	5.0%	0.8%		2.3%
- GMV (十亿元)	225	265	290	404	288	305	334	462	461	0.3%	327
YOY (%)	28.4%	38.9%	30.4%	29.3%	28.2%	15.0%	15.1%	14.4%	14.1%		13.5%
泛货架电商GMV占比					25.0%	25.0%	27.0%	30.0%			

资料来源: 公司公告, Visible Alpha, 华泰研究

盈利预测

展望 25-26 年，我们调整快手收入预测+0.6%、-0.1%，25 年上调主系可灵 AI 贡献广告收入。我们更改经调整净利润预测至 206/250 亿，对比前值 236/281 亿，主系可灵 AI 加大投入。我们引入 27 年新值，对应收入与经调整净利润分别为 1638 亿与 283 亿元。

图表4：快手财务预测

快手财务数据		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
人民币 (亿)	RMB mn											
1.收入	Revenue	294	310	311	354	323	342	1135	1269	1414	1537	1638
YOY (%)	YOY (%)	17%	12%	11%	9%	10%	10%	20%	12%	11%	9%	7%
a.直播	a. VAS	86	93	93	98	96	95	391	371	382	402	416
YOY (%)	YOY (%)	-8%	-7%	-4%	-2%	12%	2%	10%	-5%	3%	5%	3%
b.线上营销服务	b. Online Advertising	167	175	176	206	180	200	603	724	825	902	967
YOY (%)	YOY (%)	27%	22%	20%	13.3%	8%	14%	23%	20%	14%	9%	7%
c.其它服务	c. FinTech and Business	42	42	42	49	47	47	141	174	207	233	255
YOY (%)	YOY (%)	48%	21%	18%	14%	13%	14%	45%	23%	19%	12%	9%
GMV	c. FinTech and Business	2,881	3,053	3,342	4,621	3,284	3,495	11,844	13,896	15,702	17,115	18,314
YOY (%)	YOY (%)	28%	15%	15%	14%	14%	15%	31%	17%	13%	9%	7%
2.毛利	Gross Profit	161	171	169	191	175	191	574	693	785	868	935
YOY (%)	YOY (%)	38%	23%	17%	11%	8%	11%	36%	21%	13%	10%	8%
毛利率	GPM	54.8%	55.3%	54.3%	54.0%	54.1%	55.9%	50.6%	54.6%	55.6%	56.5%	57.1%
3.经营利润	Gross Profit	39.9	39.1	31.2	42.7	41.6	48.4	64	153	200	248	285
4.经调整净利润	Adjusted Net Profit	43.9	46.8	39.5	47.0	44.2	50.2	103	177	206	250	283
经调整净利率	NPM	14.9%	15.1%	12.7%	13.3%	13.7%	14.7%	9.1%	14.0%	14.6%	16.3%	17.3%
5.经营费用	Operating Expense	127	136	143	156	137	146	523	562	602	636	667
YOY (%)	YOY (%)	1%	7%	11%	10%	8%	7%	-5%	7%	7%	6%	5%
a.销售费用	a. Marketing	94	100	104	113	98	105	365	411	431	463	488
YOY (%)	YOY (%)	8%	16%	16%	11%	4%	5%	-2%	13%	5%	7%	6%
销售费用率	Share of Revenue	31.9%	32.4%	33.3%	32.0%	30.3%	30.8%	32.2%	32.4%	30.5%	30.1%	29.8%
b.管理费用	b. G&A	5	8	8	9	7	7	35	29	28	28	28
YOY (%)	YOY (%)	-50%	-16%	-11%	15%	61%	-14%	-10%	-17%	-3%	-2%	1%
管理费用率	Share of Revenue	1.6%	2.6%	2.6%	2.4%	2.3%	2.0%	3.1%	2.3%	2.0%	1.8%	1.7%
c.研发费用	c. R&D	28	28	31	35	32	34	123	122	143	146	151
YOY (%)	YOY (%)	-3%	-11%	4%	5%	13%	22%	-10%	-1%	17%	2%	3%
研发费用率	Share of Revenue	9.7%	9.1%	10.0%	9.8%	9.9%	10.0%	10.9%	9.6%	10.1%	9.5%	9.2%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表5：快手：华泰预测变动

(人民币 百万元)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)
营业收入	140,569	141,384	0.6	153,860	153,710	(0.1)		163,811	
毛利润	80,407	78,540	(2.3)	89,091	86,778	(2.6)		93,469	
归母净利润	20,558	18,189	(11.5)	25,020	22,538	(9.9)		25,829	
经调整净利润	23,608	20,638	(12.6)	28,070	24,987	(11.0)		28,278	
%									
毛利率	57.2%	55.6%	(1.7)	57.9%	56.5%	(1.4)		57.1%	
归母净利率	14.6%	12.9%	(1.8)	16.3%	14.7%	(1.6)		15.8%	
经调整净利率	16.8%	14.6%	(2.2)	18.2%	16.3%	(2.0)		17.3%	

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表6：华泰 vs. VA 一致预期

(人民币 百万元)	2025E			2026E			2027E		
	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)
营业收入	141,384	140,902	0.3	153,710	153,481	0.1	163,811	164,232	(0.3)
毛利润	78,540	79,640	(1.4)	86,778	88,726	(2.2)	93,469	96,743	(3.4)
经调整净利润	20,638	23,694	(12.9)	24,987	29,553	(15.4)	28,278	32,547	(13.1)

资料来源：VA 一致预期，华泰研究预测

公司估值

我们基于 SOTP 估值，给予快手 68.73 港元的目标价（前值 60.45 港币），具体逻辑如下：

- 1) 广告业务每股估值 53.36 港元，基于 2025 年营业利润 10.2 倍 PE，较可比公司均值 21.2 倍 PE 有所折价，折价缩窄系快手外循环广告加速增长，AI 加持下广告素材制作效率提升。
- 2) 电商业务每股估值 8.75 港元，基于 2025 年电商收入的 1.8 倍 P/S，较全球可比公司均值 2.14 倍有所折价，主系未来直播电商或面临视频号等更加激烈的竞争。
- 3) 直播业务每股估值 4.87 港元，基于 2025 年的直播收入 0.5 倍 P/S，较行业均值 0.78 倍有所折价，主系直播行业增速下滑。

综上所述，我们对快手的总估值为每股 68.73 港币。

图表7：SOTP 估值

人民币百万	收入 2025E	收入增速 2025E	分部净利率 2025E	分部净利润 2025E	PE (x)	PS (x)	市值	每股估值 (港币)
广告	82,485	14%	26%	21,446	10.2		218,751	54.43
电商	20,729	19%				1.8	38,200	9.50
直播	38,170	3%				0.5	19,290	4.80
估值合计 (人民币 百万)							276,241	
估值合计 (港币 百万)							295,793	
目标价 (港币)								68.73

资料来源：华泰研究预测

图表8：同业比较：在线广告

公司	股票代码	股价 (交易货币)	经调整EPS增长 (%)			非GAAP PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
在线广告								
微博	WB US	10.2	-6%	5%	6%	5.7	5.5	5.5
百度	BIDU US	95.9	-6%	10%	10%	9.5	8.8	7.7
Meta	META US	618.9	4%	13%	13%	24.5	21.4	18.5
Google	GOOG US	169.9	9%	13%	11%	18.9	16.6	13.9
市值加权平均PE						21.2	18.6	15.8

注：数据截至 3 月 24 日收盘价，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

图表9：同业比较：电商平台

公司	股票代码	股价 (交易货币)	营收同比增长 (%)			PS (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
电子商务								
阿里巴巴 (FY25)	BABA US	134.5	6%	8%	5%	2.2	2.0	1.9
京东	JD US	42.6	8%	5%	5%	0.4	0.3	0.3
拼多多	PDD US	128.1	22%	19%	13%	2.7	2.3	2.0
市值加权平均P/S						2.14	1.91	1.76

注：数据截至 3 月 24 日收盘价，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

图表10：同业比较：在线直播

公司	股票代码	股价 (交易货币)	营收同比增长 (%)			PS (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
在线直播								
挚文集团	MOMO US	6.6	-4%	3%	4%	0.8	0.8	0.7
虎牙	HUYA US	3.4	2%	5%	9%	0.9	0.8	0.8
斗鱼	DOYU US	7.8	-7%	1%	-2%	0.5	0.4	0.5
市值加权平均P/S						0.78	0.75	0.71

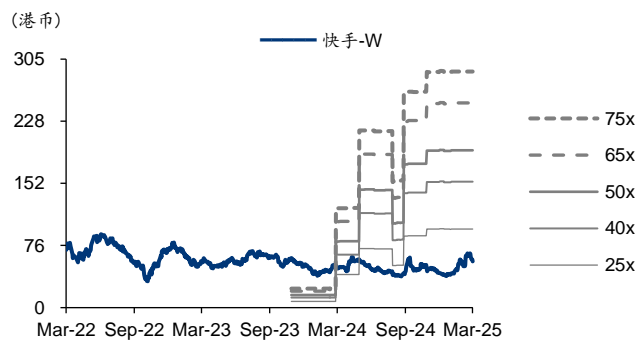
注：数据截至 3 月 24 日收盘价，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

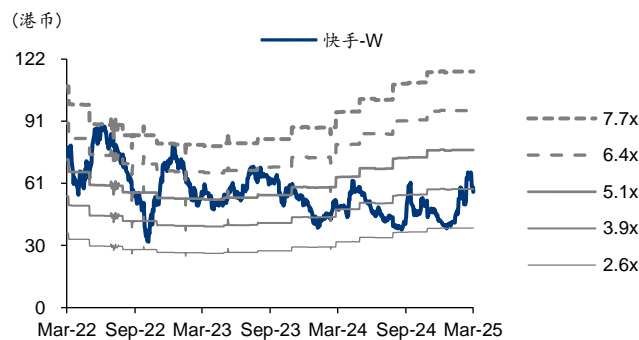
- 1) 广告加载率增速低于预期。
- 2) 直播电商增速低于预期。
- 3) 货架电商拓展不及预期。

图表11: 快手-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表12: 快手-WPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	113,470	126,898	141,384	153,710	163,811
销售成本	(56,079)	(57,606)	(62,845)	(66,931)	(70,341)
毛利润	57,391	69,292	78,540	86,778	93,469
销售及分销成本	36,496	41,105	43,122	46,267	48,816
管理费用	3,514	2,916	2,828	2,767	2,785
其他收入/支出	12,338	12,199	14,280	14,602	15,071
财务成本净额	539.00	236.00	200.00	200.00	200.00
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	6,889	15,494	20,210	25,043	28,698
税费开支	(490.00)	(150.00)	(2,021)	(2,504)	(2,870)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	6,399	15,344	18,189	22,538	25,829
折旧和摊销	(7,202)	(7,140)	(8,415)	(10,821)	(13,612)
EBITDA	13,552	22,398	28,425	35,664	42,110
EPS (人民币, 基本)	1.49	3.57	4.23	5.24	6.00

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	11,376	11,320	11,459	11,598	12,064
现金及现金等价物	12,905	12,697	24,551	43,649	60,785
其他流动资产	27,238	30,010	29,726	28,621	28,376
总流动资产	60,361	62,869	74,577	92,711	110,067
固定资产	12,356	14,831	20,919	30,772	39,468
无形资产	1,073	1,059	1,148	1,242	1,335
其他长期资产	26,398	54,510	60,553	58,986	63,828
总长期资产	45,935	77,004	89,281	97,764	111,484
总资产	106,296	139,873	164,044	190,875	221,550
应付账款	40,193	50,583	54,856	57,439	60,578
短期借款	3,327	3,671	3,671	3,671	3,671
其他负债	5,258	5,574	5,574	5,574	5,574
总流动负债	48,778	59,828	64,101	66,684	69,823
长期债务	8,405	17,865	17,225	16,585	15,945
其他长期债务	39.00	156.00	156.00	156.00	156.00
总长期负债	8,444	18,021	17,381	16,741	16,101
股本	273,459	268,733	268,733	268,733	268,733
储备/其他项目	(224,396)	(206,729)	(186,191)	(161,304)	(133,126)
股东权益	49,063	62,004	82,542	107,429	135,607
少数股东权益	11.00	20.00	20.00	20.00	20.00
总权益	49,074	62,024	82,562	107,449	135,627

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	35.14	14.88	12.55	10.13	8.84
PB	4.58	3.68	2.77	2.12	1.68
EV EBITDA	17.15	10.84	8.10	5.91	4.58
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(0.43)	9.77	6.74	7.05	8.78

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	13,552	22,398	28,425	35,664	42,110
融资成本	(539.00)	(236.00)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资本变动	(6,669)	8,452	4,721	3,892	3,147
税费	(490.00)	(150.00)	(2,021)	(2,504)	(2,870)
其他	14,927	(676.61)	(346.04)	(460.88)	282.67
经营活动现金流	20,781	29,787	30,579	36,391	42,470
CAPEX	(7,409)	(8,399)	(15,764)	(20,981)	(22,360)
其他投资活动	(12,456)	(28,278)	(4,870)	1,780	(4,883)
投资活动现金流	(19,865)	(36,677)	(20,635)	(19,201)	(27,244)
债务增加量	(463.49)	9,804	(640.00)	(640.00)	(640.00)
权益增加量	(1,014)	(4,726)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	113.81	1,636	2,549	2,549	2,549
融资活动现金流	(1,364)	6,714	1,909	1,909	1,909
现金变动	(448.00)	(176.00)	11,853	19,099	17,136
年初现金	13,274	12,905	12,697	24,551	43,649
汇率波动影响	79.00	(32.00)	0.00	0.00	0.00
年末现金	12,905	12,697	24,551	43,649	60,785

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	20.48	11.83	11.42	8.72	6.57
毛利润	36.22	20.74	13.35	10.49	7.71
营业利润	(151.21)	137.71	30.89	24.15	14.72
净利润	(147.22)	139.79	18.54	23.91	14.60
EPS	(147.22)	139.79	18.54	23.91	14.60
盈利能力比率 (%)					
毛利率	50.58	54.60	55.55	56.46	57.06
EBITDA	11.94	17.65	20.10	23.20	25.71
净利润率	5.64	12.09	12.86	14.66	15.77
ROE	14.40	27.63	25.17	23.73	21.25
ROA	6.54	12.47	11.97	12.70	12.53
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(2.39)	14.26	(4.43)	(21.78)	(30.36)
流动比率	1.24	1.05	1.16	1.39	1.58
速动比率	1.24	1.05	1.16	1.39	1.58
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.16	1.03	0.93	0.87	0.79
应收账款周转天数	34.53	32.19	29.00	27.00	26.00
应付账款周转天数	235.12	283.65	302.00	302.00	302.00
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
EPS	1.49	3.57	4.23	5.24	6.00
每股净资产	11.40	14.41	19.18	24.96	31.51

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、丁骄璇, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 快手-W (1024 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄阳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 微博 (WB US)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 微博 (WB US)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 微博 (WB US)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 快手-W (1024 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准
中性: 预计行业股票指数基本与基准持平
减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上
增持: 预计股价超越基准 5%~15%
持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策
无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码: 100032
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话: +65 68603600
传真: +65 65091183

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司