



1Q 业绩略超预期,可灵商业化加速

华泰研究

2025 年 5 月 28 日 | 中国香港

动态点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

70.94

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154夏路路
xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

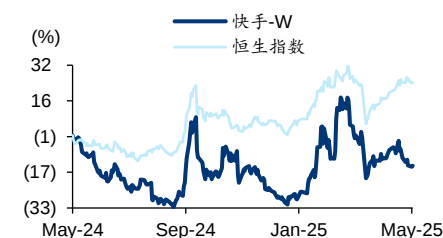
研究员

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942丁骄琬
dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	70.94
收盘价(港币 截至 5 月 27 日)	48.75
市值(港币百万)	209,204
6 个月平均日成交额(港币百万)	2,708
52 周价格范围(港币)	37.55-68.90
BVPS(人民币)	15.23

股价走势图



资料来源: S&P

快手 1Q 业绩: 营收同比增长 10.9%至 326 亿, 高于 VA 一致预期 1.2% (下同)。毛利率同比改善 0.3pct 至 54.6%, 经调整净利润同比增长 4.4%至 45.8 亿 (超预期 3%)。分业务看, 直播、广告、电商收入同比分别变动 14.4%、8.0%、15.2%。1Q 海外业务首次实现经营利润转正。我们预期可灵 25 年收入有望超 10 亿元, 中长期催化包括 AI 变现潜力超预期兑现, 以及 AI 赋能广告投放效率提升。我们短期建议关注 618 广告投放进展。从财务层面看, 我们预期 2Q 广告同比增长 12%; 25 年我们预测快手总收入上涨 12.5%, 直播有望加速增长 (+8%), 广告收入和 GMV 分别增长 13%和 14.5%。维持“买入”评级。

可灵商业化加速落地: P 端用户 ARPU 和付费率强劲增长

1Q 可灵收入超 1.5 亿元, 我们预期 25 年收入有望超 10 亿元。我们认为, 4 月可灵上线 2.0 版本后, 画面质量和流畅性大幅跃升, 为客户显著降低视频制作成本/时间。①战略层面, 4 月快手已正式成立可灵 AI 事业部。②用户层面, 专业自媒体、广告从业者等 P 端用户付费意愿较强, 推动用户规模与 ARPU 高增, 目前贡献约 70%可灵总收入。③可灵 B 端用户突破 1 万, 且续费率保持高位, 覆盖内容平台、广告营销、自动化游戏开发等场景。④盈利方面, 可灵 AI 已实现边际利润转正 (扣除显卡等投入成本后), 管理层预计 25 年 AI 战略对利润率影响可控在 1-2pct 内。

1Q 电商 GMV 稳健增长, 小说短剧带来广告收入增量

一季度电商和其他收入同比增速回升至 15%, 高于预期 1%; GMV 同比增长 15% (符合预期), 泛货架电商占比 30%。从运营数据看, 新入驻商家数量同比增长超 30%, 电商月活跃买家同比增长 7%。1Q 广告收入同比增长 8% (符合预期), UAX 在外循环总消耗占比提至 60%。1Q 外循环广告收入同比增速强劲; 从日均广告投放看, 3 月小说、短剧峰值达 1200 万和 3000 万元, 一季度 AIGC 广告素材也达到日均 3000 万元。

盈利预测与估值

展望 25-27 年, 我们上调快手收入预测 1%、2%、2.1%, 主系直播和可灵 AI 增速加快。我们微调经调整归母净利润-0.2%、-0.1%、0%至 206/250/283 亿, 主系毛利率较低的直播收入占比提升。我们根据 SOTP 估值, 给予目标价 70.94 港元 (前值 69.44 港元)。本次估值上调, 主系我们预期直播收入加速, 可灵远期贡献更多收入。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	142,808	156,765	167,256
+/-%	20.48	11.83	12.54	9.77	6.69
归母净利润 (人民币百万)	6,399	15,344	17,775	22,138	25,442
+/-%	(147.22)	139.79	15.84	24.55	14.93
归母净利润 (调整后, 人民币百万)	10,271	17,716	20,599	24,963	28,267
+/-%	(278.58)	72.49	16.28	21.18	13.24
EPS (调整后, 人民币, 最新摊薄)	2.39	4.13	4.80	5.82	6.59
PE (调整后, 倍)	18.74	10.81	9.29	7.67	6.77
PB (倍)	3.92	3.09	2.32	1.78	1.41
ROE (调整后, %)	23.11	31.90	28.51	26.29	23.27
EV EBITDA (倍)	14.49	9.23	6.77	4.93	3.68

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分, 请务必一起阅读。

可灵 2.0 乘势而上，P 端驱动商业化兑现

可灵 2.0 上线后，产品迭代获核心用户高度认可。从收入结构看，目前 P 端用户（专业自媒体、广告从业者等）贡献已接近整体营收的 70%，此类用户兼具 C 端的内容传播能力与 B 端的商业付费意愿，带动用户规模与 ARPU 均实现高增。此外，可灵 B 端用户数量已突破 1 万，覆盖内容平台、广告营销、自动化游戏开发及智能终端等多垂类，且企业客户续费率保持高位。盈利能力方面，可灵 AI 已在推理层面实现边际利润转正，管理层预计 2025 年 AI 战略对整体利润率影响可控在 1-2pct 内，前期投入已逐步进入收效期。

战略层面，公司表示将持续加码技术演进，巩固领先地位，并加快全球化运营步伐。面向内容创作者，公司推出“NextGen 新影像创投计划”，为具备内容力与技术力的 AI 创作者提供资金、全球宣发资源、IP 孵化与算力支持，此计划首个重点项目、全球首部 AI 单元剧《新世界加载中》已发布先导片，正片即将上线，有望为 AI 内容产业化探索提供范式。

AI 全面融入快手核心业务环节，助力营销与电商效率跃升

在工具端，AI 助力快手素材生产（可灵）、投放优化与推荐智能化（UAX 和全站推），以及数字人直播和智能客服。1Q 快手 AIGC 营销素材日均消耗已达约 3,000 万元人民币。外循环产品中，UAX 推理潜在受众人群，并实时策略调整的能力；内循环产品中，全站推广 Agent 4.0 可以智能出价，通过调价机制实现 ROI 最优化。

在直播电商场景，快手 AI 工具可剪辑相关直播，生成高光视频，并精准突出商品卖点，1Q 类似视频带动日均 GMV 同比增长超 3 倍；匹配侧，AI 可自动识别商品类目与用户兴趣标签，显著提升人货匹配精度；客服侧，通过整合用户行为和历史对话，商家可构建智能工作流客服，1Q 智能客服的问题解决率已达 80%。

外循环广告 2Q 或持续受益于内容消费行业驱动

受去年同期高基数影响，1Q 广告收入增速有所放缓，但随着货架电商变现率提升、智能化产品持续迭代，下半年有望迎来增长加速。内循环方面，广告增长动能主要来自：①货架电商货币化率自 2Q 起有望逐步提升；②全站推广产品 Agent 4.0 渗透率持续提升，可有效激发自然流量价值；③智能投流工具显著降低中小商家使用门槛，提升其投放意愿与活跃度。外循环广告维持强劲表现，投放占比已超 60%。其中，本地生活广告收入同比增长超 50%；短剧、传媒资讯等内容消费类行业保持高速扩张，短剧板块已初步实现规模化变现，小说与小游戏有望在 2Q 逐渐起逐渐贡献增量。

电商业务持续提效，中小达人添新动力

快手持续加码新商扶持资源，AI 技术广泛嵌入经营链路，1Q 新入驻商家数量同比增长逾 30%。面向直播场景，快手上线涵盖 AI 话术生成、直播提词、智能选品在内的一站式智能开播工具，有效提升运营效率。达人电商方面，快手已设立独立商品运营中心，同时亦通过“新星计划”、流量激励与城市运营等机制，进一步支持中小达人成长。38 焕新季期间，达人分销 GMV 同比增长超 30%，其中中小达人分销 GMV 同比大增超 50%。

海外业务首次实现盈利，巴西市场贡献重要增量

1Q 快手海外经营利润首次实现转正。公司持续优化海外获客路径与投放效率，带动核心市场巴西的日活用户稳步上行。目前，快手已成为巴西热门综艺《Big Brother Brazil》2025 的独家短视频合作平台，进一步巩固其在本土内容生态的领先地位。电商方面，巴西市场订单规模同比亦已实现稳健增长。

图表1：快手 1Q 财务数据

人民币 (百万)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1QVA 一致预期	对比预期	2QVA 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	32,608	32,219	1.2%	34,270
YOY (%)	19.7%	27.9%	20.8%	15.1%	16.6%	11.6%	11.4%	8.7%	10.9%	9.6%		10.6%
收入分业务												
- 直播	9,319	9,968	9,719	10,048	8,575	9,302	9,338	9,846	9,814	9,593	2.3%	9,368
YOY (%)	18.8%	16.4%	8.6%	0.1%	-8.0%	-6.7%	-3.9%	-2.0%	14.4%	11.9%		0.7%
- 线上营销服务	13,064	14,347	14,690	18,203	16,650	17,515	17,634	20,620	17,977	17,859	0.7%	17,859
YOY (%)	15.1%	30.4%	26.8%	20.6%	27.4%	22.1%	20.0%	13.3%	8.0%	7.3%		2.0%
- 电商与其他收入	2,834	3,429	3,539	4,310	4,183	4,158	4,159	4,918	4,817	4,768	1.0%	4,947
YOY (%)	51.3%	61.5%	36.5%	36.2%	47.6%	21.3%	17.5%	14.1%	15.2%	14.0%		19.0%
收入分地区												
- 国内	24,879	27,297	27,296	31,714	28,417	29,896	29,800	34,089	31,293	30,616	2.2%	30,616
- 海外	338	447	652	847	991	1079	1331	1295	1315	1603	-18.0%	1783
毛利	11,712	13,934	14,453	17,292	16,120	17,135	16,914	19,123	17,792	17,664	0.7%	19,148
YOY (%)	33.4%	42.6%	35.0%	34.3%	37.6%	23.0%	17.0%	10.6%	10.4%	9.6%		11.7%
毛利率	46.4%	50.2%	51.7%	53.1%	54.8%	55.3%	54.3%	54.0%	54.6%	54.8%	-0.3pp	55.9%
经营利润	-698	1,296	2,211	3,622	3,994	3,906	3,119	4,268	4,259	4,175	2.0%	4,926
YOY (%)	-2.8%	4.7%	7.9%	11.1%	13.6%	12.6%	10.0%	12.1%	13.1%	13.0%		14.4%
经营利润率	-2.8%	4.7%	7.9%	11.1%	13.6%	12.6%	10.0%	12.1%	13.1%	13.0%		14.4%
经调整净利润	42	2,694	3,173	4,362	4,388	4,679	3,948	4,701	4,580	4,441	3.1%	5,070
经调整净利率	0.2%	9.7%	11.4%	13.4%	14.9%	15.1%	12.7%	13.3%	14.0%	13.8%		14.8%
									0.0438			
经营费用												
- 销售费用	8,723	8,636	8,939	10,198	9,384	10,040	10,364	11,317	9,897	9,649	2.6%	10,440
YOY (%)	-8.1%	-9.0%	-2.1%	4.7%	7.6%	16.3%	15.9%	11.0%	5.5%	2.8%		4.0%
销售费用率	34.6%	31.1%	32.0%	31.3%	31.9%	32.4%	33.3%	32.0%	30.4%	29.9%		30.5%
- 管理费用	919	945	898	752	462	792	796	866	828	690	19.9%	811
YOY (%)	5.5%	-1.1%	-15.2%	-27.3%	-49.7%	-16.2%	-11.4%	15.2%	79.2%	49.4%		2.4%
管理费用率	3.6%	3.4%	3.2%	2.3%	1.6%	2.6%	2.6%	2.4%	2.5%	2.1%		2.4%
- 研发费用	2,920	3,155	2,967	3,296	2,843	2,805	3,100	3,451	3,298	3,453	-4.5%	3,283
YOY (%)	-17.1%	-3.9%	-16.0%	-4.4%	-2.6%	-11.1%	4.5%	4.7%	16.0%	21.4%		17.0%
研发费用率	11.6%	11.4%	10.6%	10.1%	9.7%	9.1%	10.0%	9.8%	10.1%	10.7%		9.6%
经营数据												
-DAU (百万)	374	376	387	383	394	395	408	401	408	405	0.8%	404
YOY (%)	8.3%	8.3%	6.4%	4.5%	5.2%	5.1%	5.4%	4.8%	3.6%	2.7%		2.3%
-MAU (百万)	654	673	685	700	697	692	714	736	712	722	-1.4%	718
YOY (%)	9.4%	14.8%	9.4%	9.4%	6.6%	2.7%	4.3%	5.0%	2.1%	3.5%		3.7%
-GMV (十亿元)	225	265	290	404	288	305	334	462	332	331	0.3%	345
YOY (%)	28.4%	38.9%	30.4%	29.3%	28.2%	15.0%	15.1%	14.4%	15.4%	15.0%		13.0%
泛货架电商GMV占比					25.0%	25.0%	27.0%	30.0%	30.0%			

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

盈利预测

展望 25-27 年，我们上调快手收入预测 1%、2%、2.1%，主系直播和可灵 AI 增速加快。我们微调经调整归母净利润-0.2%、-0.1%、0%至 206 亿、250 亿、283 亿，主系毛利率较低的直播收入占比抬升。

图表2：快手财务预测

快手财务数据											
人民币 (亿)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
1.收入	294	310	311	354	326	345	352	1269	1428	1568	1673
YOY (%)	17%	12%	11%	9%	11%	11.5%	13.0%	12%	13%	10%	7%
a.直播	86	93	93	98	98	100	99	371	401	422	436
YOY (%)	-8%	-7%	-4%	-2%	14%	7.1%	6%	-5%	8%	5%	3%
b.线上营销服务/广告	167	175	176	206	180	196	202	724	818	895	960
YOY (%)	27%	22%	20%	13.3%	8%	12.0%	14.5%	20%	13%	9%	7%
c.电商和其他收入	42	42	42	49	48	50	51	174	209	251	277
YOY (%)	48%	21%	18%	14%	15%	19.1%	21.6%	23%	20%	20%	10%
GMV	2,881	3,053	3,342	4,621	3,323	3,495	3,843	13,896	15,911	17,502	18,902
YOY (%)	28%	15%	15%	14%	15%	15%	15%	17%	15%	10%	8%
2.毛利	161	171	169	191	178	190	193	693	780	874	943
YOY (%)	38%	23%	17%	11%	10%	11%	14%	21%	13%	12%	8%
毛利率	54.8%	55.3%	54.3%	54.0%	54.6%	55.0%	54.8%	54.6%	54.6%	55.8%	56.4%
3.经营利润	39.9	39.1	31.2	42.7	42.6	47.3	48.5	153	198	244	281
4.经调整净利润	43.9	46.8	39.5	47.0	45.8	49.6	50.7	177	206	250	283
YOY (%)	10348%	74%	24%	8%	4%	6%	28%	-323%	16%	21%	13%
经调整净利率	14.9%	15.1%	12.7%	13.3%	14.0%	14.4%	14.4%	14.0%	14.4%	15.9%	16.9%
5.经营费用	127	136	143	156	140	148	150	562	607	647	679
YOY (%)	1%	7%	11%	10%	11%	9%	5%	7%	8%	7%	5%
a.销售费用	94	100	104	113	99	105	106	411	428	464	490
YOY (%)	8%	16%	16%	11%	5%	5%	2%	13%	4%	8%	6%
销售费用率	31.9%	32.4%	33.3%	32.0%	30.4%	30.5%	30.2%	32.4%	30.0%	29.6%	29.3%
b.管理费用	5	8	8	9	8	8	8	29	34	34	35
YOY (%)	-50%	-16%	-11%	15%	79%	5%	6%	-17%	18%	1%	2%
管理费用率	1.6%	2.6%	2.6%	2.4%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	2.4%	2.2%	2.1%
c.研发费用	28	28	31	35	33	35	35	122	144	149	154
YOY (%)	-3%	-11%	4%	5%	16%	23%	13%	-1%	18%	3%	3%
研发费用率	9.7%	9.1%	10.0%	9.8%	10.1%	10.0%	10.0%	9.6%	10.1%	9.5%	9.2%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表3：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	141,384	142,808	1.0	153,710	156,765	2.0	163,811	167,256	2.1
毛利润	78,540	78,043	(0.6)	86,778	87,441	0.8	93,469	94,275	0.9
归母净利润	18,189	17,775	(2.3)	22,538	22,138	(1.8)	25,829	25,442	(1.5)
经调整净利润	20,638	20,599	(0.2)	24,987	24,963	(0.1)	28,278	28,267	(0.0)
%									
	前值	新值	变动 (pct)	前值	新值	变动 (pct)	前值	新值	变动 (pct)
毛利率	55.6%	54.6%	(0.9)	56.5%	55.8%	(0.7)	57.1%	56.4%	(0.7)
归母净利率	12.9%	12.4%	(0.4)	14.7%	14.1%	(0.5)	15.8%	15.2%	(0.6)
经调整净利率	14.6%	14.4%	(0.2)	16.3%	15.9%	(0.3)	17.3%	16.9%	(0.4)

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表4：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	142,808	140,937	1.3	156,765	153,725	2.0	167,256	165,546	1.0	
毛利润	78,043	78,442	(0.5)	87,441	87,826	(0.4)	94,275	96,434	(2.2)	
经调整净利润	20,599	20,157	2.2	24,963	23,585	5.8	28,267	27,400	3.2	

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 70.94 港元的目标价（前值 69.44 港币），具体逻辑如下：

- 1) 广告业务：分部净利率从 26% 下调至 25%，每股估值 57.62 港元，基于 2025 年分部净利润 11.1 倍 PE，较可比公司均值 20.6 倍 PE 有所折价，折价主系快手收入增速慢于同行。
- 2) 电商业务每股估值 8.35 港元，基于 2025 年电商收入的 1.6 倍 P/S，较全球可比公司均值 1.87 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 4.97 港元，基于 2025 年的直播收入 0.5 倍 P/S，较行业均值 0.76 倍有所折价，折价主系其他公司对直播主业战略定位更高。

综上所述，我们对快手的总估值为每股 70.94 港币。

图表5：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	81,833	13%	25.0%	20,458	11.1		226,305	57.62
电商	20,890	20%				1.6	32,797	8.35
直播	40,085	8%				0.5	19,530	4.97
估值合计（人民币 百万）							278,632	
估值合计（港币 百万）							304,449	
目标价（港币）								70.94

资料来源：华泰研究预测

图表6：同业比较：在线广告

公司	股票代码	股价	净利润增长 (%)			PE (x)		
		(交易货币)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
在线广告								
微博	WB US	9.3	-5%	3%	5%	5.4	5.2	4.8
百度	BIDU US	83.9	-11%	10%	13%	8.6	8.1	7.1
Meta	META US	642.3	5%	9%	14%	24.6	22.2	19.3
Google	GOOG US	174.0	17%	3%	11%	17.6	16.7	14.7
市值加权平均PE						20.6	19.0	16.6

注：数据截至美股美东时间 5 月 27 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7：同业比较：电商平台

公司	股票代码	股价	营收同比增长 (%)			PS (x)		
		(交易货币)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
电商平台								
阿里巴巴 (FY+1)	BABA US	119.5	7%	9%	7%	1.9	1.8	1.7
京东	JD US	32.5	11%	6%	5%	0.3	0.2	0.2
拼多多	PDD US	103.0	17%	17%	14%	2.3	2.0	1.7
市值加权平均 P/S						1.87	1.67	1.53

注：数据截至美股美东时间 5 月 27 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8：同业比较：在线直播

公司	股票代码	股价	营收同比增长 (%)			PS (x)		
		(交易货币)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
在线直播								
挚文集团	MOMO US	6.1	-4%	3%	4%	0.7	0.7	0.6
虎牙	HUYAUS	3.7	4%	4%	6%	0.9	0.9	0.8
斗鱼	DOYU US	6.7	-8%	0%	-6%	0.4	0.4	0.4
市值加权平均P/S						0.76	0.73	0.70

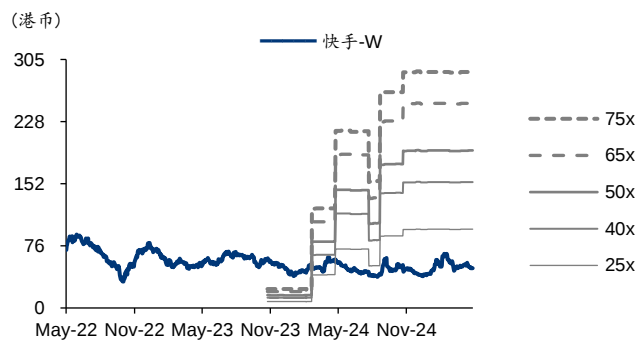
注：数据截至美股美东时间 5 月 27 日收盘价，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

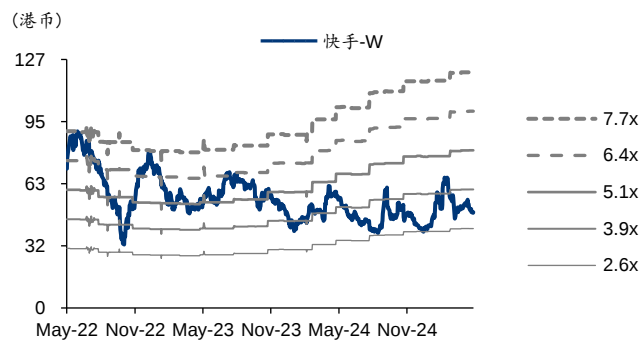
- 1) 广告加载率增速低于预期
- 2) 直播电商增速低于预期
- 3) 货架电商拓展不及预期

图表9：快手-WPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表10：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	142,808	156,765	167,256
销售成本	(56,079)	(57,606)	(64,765)	(69,323)	(72,981)
毛利润	57,391	69,292	78,043	87,441	94,275
销售及分销成本	36,496	41,105	42,842	46,402	49,006
管理费用	3,514	2,916	3,427	3,449	3,512
其他收入/支出	(81.00)	(29.00)	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	539.00	236.00	(100.00)	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	19,750	24,598	28,269
税费开支	(490.00)	(150.00)	(1,975)	(2,460)	(2,827)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	6,399	15,344	17,775	22,138	25,442
非通用准则调整项	3,872	2,372	2,825	2,825	2,825
调整后归母净利润	10,271	17,716	20,599	24,963	28,267
折旧和摊销	(7,202)	(7,140)	(8,422)	(10,864)	(13,711)
EBITDA	13,552	22,398	28,272	35,261	41,780
EPS (人民币, 基本)	1.49	3.58	4.14	5.16	5.93

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	11,688	11,827	12,332
现金及现金等价物	12,905	12,697	27,383	44,256	63,958
其他流动资产	27,238	30,010	29,833	28,549	28,747
总流动资产	60,361	62,869	77,746	93,475	113,879
固定资产	12,356	14,831	21,025	31,178	40,170
无形资产	1,073	1,059	1,150	1,248	1,346
其他长期资产	26,398	54,510	60,645	58,938	62,866
总长期资产	45,935	77,004	89,482	98,129	111,234
总资产	106,296	139,873	167,227	191,603	225,114
应付账款	40,193	50,583	58,078	58,231	64,214
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	67,323	67,476	73,459
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)	(186,230)	(161,367)	(133,200)
股东权益	49,063	62,004	82,503	107,366	135,533
少数股东权益	11.00	20.00	20.00	20.00	20.00
总权益	49,074	62,024	82,523	107,386	135,553

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	30.08	12.48	10.77	8.65	7.53
PB	3.92	3.09	2.32	1.78	1.41
调整后 PE (倍)	18.74	10.81	9.29	7.67	6.77
调整后 ROE	23.11	31.90	28.51	26.29	23.27
EV EBITDA	14.49	9.23	6.77	4.93	3.68
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(0.51)	11.61	9.38	6.83	11.27

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	28,272	35,261	41,780
融资成本	(539.00)	(236.00)	100.00	(200.00)	(200.00)
营运资本变动	(6,669)	8,452	7,670	1,710	5,522
税费	(490.00)	(150.00)	(1,975)	(2,460)	(2,827)
其他	14,927	(676.61)	(523.78)	(316.14)	(129.40)
经营活动现金流	20,781	29,787	33,543	33,996	44,146
CAPEX	(7,409)	(8,399)	(15,923)	(21,398)	(22,830)
其他投资活动	(12,456)	(28,278)	(4,919)	1,991	(3,899)
投资活动现金流	(19,865)	(36,677)	(20,843)	(19,408)	(26,729)
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	2,625	2,925	2,925
融资活动现金流	(1,364)	6,714	1,985	2,285	2,285
现金变动	(448.00)	(176.00)	14,686	16,873	19,701
年初现金	13,274	12,905	12,697	27,383	44,256
汇率波动影响	79.00	(32.00)	0.00	0.00	0.00
年末现金	12,905	12,697	27,383	44,256	63,958

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	12.54	9.77	6.69
毛利润	36.22	20.74	12.63	12.04	7.82
营业利润	(151.21)	137.71	29.85	22.91	15.05
净利润	(147.22)	139.79	15.84	24.55	14.93
调整后净利润	(278.58)	72.49	16.28	21.18	13.24
EPS (基本)	(147.22)	139.79	15.84	24.55	14.93
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	50.58	54.60	54.65	55.78	56.37
EBITDA	11.94	17.65	19.80	22.49	24.98
净利润率	5.64	12.09	12.45	14.12	15.21
调整后净利润率	9.05	13.96	14.42	15.92	16.90
ROE	14.40	27.63	24.60	23.32	20.95
调整后 ROE	23.11	31.90	28.51	26.29	23.27
ROA	6.54	12.47	11.58	12.34	12.21
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(2.39)	14.26	(7.86)	(22.35)	(32.72)
流动比率	1.24	1.05	1.15	1.39	1.55
速动比率	1.24	1.05	1.15	1.39	1.55

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	1.16	1.03	0.93	0.87	0.80
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 (基本)	1.49	3.58	4.14	5.16	5.93
EPS (调整后, 基本)	2.39	4.13	4.80	5.82	6.59
每股净资产	11.43	14.45	19.23	25.02	31.58

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、丁骄琬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，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

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，德国市场基准为 DAX 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