

可灵持续突破，AI 全面赋能

——快手 2025 光合大会点评

核心观点

- 核心观点：看好快手技术全面赋能业务发展。** AI 内容创作端，可灵在技术迭代中推进行业前沿水平，我们看到下游场景端 AI 渗透率加速，可灵在技术领先下有望抢占更多行业红利。AI 赋能主业端，内容推荐和排序上 OneRec 对用户时长有 2.5% 提升；商业化场景的应用 a/b test 有所成效，跟进相关技术突破下 Meta 逻辑演绎。
- 聚焦技术领先和产品力，可灵抢占行业红利。** 1) 行业技术远未成熟收敛，视频生成模型属复杂系统，包括 DiT、VAE、MoPE 等多个核心组件，其中技术选择、判断和创新的空間都较大。可灵专注于技术领先，保持小版本功能迭代+大版本代际提升的节奏，推进行业技术前沿，保证处于行业一梯队；2) 围绕专业内容创作者的核心需求构建产品力，如 2.1 全新首尾帧功能、灵动画布等，在真实感、可控性上持续投入，沉淀内容创作者的使用习惯粘性。3) 从我们对内容创作者的调研看，创作者对未来 2~3 年 AI 渗透视频创作达到 20% 充满信心，长期 AI 渗透率可达 50%。**因此我们认为受益于行业技术成熟、专业内容制作场景的 AI 渗透提速，可灵在模型能力持续提升、提供更好创作工具的情况下有望抢占更多行业发展红利。**
- OneRec 对内重塑效率，看好主站 Meta 逻辑演绎。** OneRec 作为快手推出的全球首个端到端生成式推荐技术，目前在上下滑推荐场景已有不错进展，覆盖 25% 流量的情况下带来 1% 的总时长提升。结合排序系统的深度学习化，两大技术在 A/B test 下合计提升 2.5% 的总时长和 0.25% 的 DAU。此外在商业化表现上，OneRec 已全量上线本地生活场景的上下滑推荐页面，带来 GMV 提升 20% 以上，整体贡献大盘 5% 以上。**考虑到广告商业化涉及到更复杂的竞价系统，研发难度较推荐技术更大，但空间弹性更大。目前的快手推荐技术已有不错进展，建议持续关注商业化系统的 AI 进展，看好 Meta 逻辑演绎下，快手广告 CTR 提升构建长引擎。**

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年经调整归母净利润为 196/230/259 亿元。维持此前给予公司 25 年 17xPE 估值，对应合理价值为 3,328 亿 CNY，折合 3,651 亿 HKD (港币兑人民币汇率 0.912)，目标价 84.59 港元/股，维持“买入”评级。

风险提示

宏观消费恢复不及预期，国内商业化效率不及预期，海外业务亏损加大，可灵技术迭代不及预期

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	113,470	126,898	141,807	154,730	166,829
同比增长(%)	20.5%	11.8%	11.7%	9.1%	7.8%
营业利润(百万元)	6,431	15,287	19,337	25,578	28,847
同比增长(%)	-151.2%	137.7%	26.5%	32.3%	12.8%
归属母公司净利润(百万元)	6,396	15,335	17,426	21,518	24,259
同比增长(%)	-146.7%	139.8%	13.6%	23.5%	12.7%
每股收益(元)	1.48	3.56	4.06	5.02	5.65
毛利率(%)	50.6%	54.6%	55.2%	56.9%	56.8%
净利率(%)	5.6%	12.1%	12.3%	13.9%	14.5%
净资产收益率(%)	14.4%	27.6%	24.2%	22.8%	20.2%
市盈率(倍)	44.1	18.4	16.1	13.1	11.6
市净率(倍)	2.5	2.2	2.0	1.8	1.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入 (维持)

股价 (2025年08月29日)	75.35 港元
目标价格	84.59 港元
52 周最高价/最低价	81.65/37.75 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	431,603/358,841
H 股市值 (百万港币)	325,213
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 08 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.6	4.51	39.02	91.24
相对表现%	1.63	6.26	32.64	50.25
恒生指数%	-1.03	-1.75	6.38	40.99



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860517020003 香港证监会牌照: BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuzhi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520050001 香港证监会牌照: BQP135
金沐阳	jimmuyang@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860525030001

联系人

沈熠	shenyi1@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

快手 2Q25 点评: 可灵 Q2 营收环比增至 2.5 亿, 下半年国内业务趋势向好	2025-08-25
可灵动态竞争壁垒加强, 关注 6 月拐点	2025-06-09
快手 1Q25 点评: 可灵商业化进展超预期, 海外实现季度盈利	2025-05-29

采用 PE 估值法，维持此前给予公司 25 年 17xPE 估值，25 年公司经调整净利润 196 亿元，对应合理价值为 3,328 亿 CNY，折合 3,651 亿 HKD（港币兑人民币汇率 0.912），目标价 84.59 港元/股，维持“买入”评级。

表 1：快手公司估值

快手收入构成	经调整净利润（亿元）			可比公司 PE 2025	估值(亿 CNY) 2025	估值(亿 HKD) 2025
	2023	2024E	2025E			
快手	102.71	177.16	195.76	17	3,328	3,651

数据来源：公司公告，东方证券研究所，港币人民币汇率为 0.912（2025/8/31）

风险提示 宏观消费恢复不及预期，国内商业化效率不及预期，海外业务亏损加大，可灵技术迭代不及预期

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。