

# 光合大会:可灵 2H 新产品待发力

华泰研究

2025年9月02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):

85.28

夏路路

SAC No. S0570523100002  
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

丁骄璇

SAC No. S0570523040003  
SFC No. BFPJ942

研究员

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

牟睿捷\*

SAC No. S0570125070064

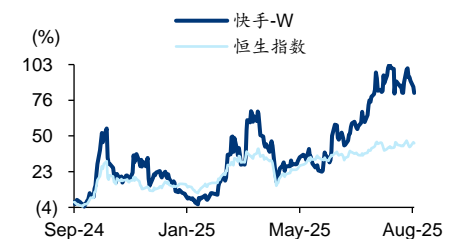
联系人

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

## 基本数据

目标价(港币)	85.28
收盘价(港币 截至9月2日)	71.75
市值(港币百万)	309,914
6个月平均成交额(港币百万)	3,082
52周价格范围(港币)	37.75-81.65
BVPS(人民币)	16.49

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	126,898	143,036	157,280	168,727
+/-%	11.83	12.72	9.96	7.28
归母净利润(百万)	15,344	17,345	21,346	24,774
+/-%	139.79	13.04	23.07	16.06
归母净利润(调整后,百万)	17,716	20,090	24,170	27,599
+/-%	72.49	13.40	20.31	14.19
EPS(调整后,最新摊薄)	4.10	4.65	5.60	6.39
PE(调整后,倍)	16.07	14.17	11.78	10.32
PB(倍)	4.59	3.47	2.68	2.13
ROE(调整后,%)	31.90	27.89	25.68	23.02
EV EBITDA(倍)	13.27	10.42	7.88	6.09
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

快手于8月29日举办投资者大会/光合大会。管理层表示,可灵下一步将打造虚拟导演工具链(使生成的角色个性化),并通过适度价格下探提升渗透率;截至8月,货架电商广告货币化率同比已实现近2倍增长;广告新系统OneRec计算成本较旧系统下降约90%。我们认为,快手2H催化因素明确:①可灵版本迭代与新产品有望持续上线,例如全新工作室订阅功能、个性化虚拟导演工具链或于2H上线,同时电商应用场景和数字人逐步推广,有望驱动B端付费实现台阶式提升;②OneRec进一步优化广告ROI并增强用户参与度;③快手货架场景广告的货币化率仍具上行空间,而投流税对整体影响有限。维持“买入”评级。

## 可灵布局个性化虚拟导演工具链,渗透空间仍广阔

管理层指出,可灵正加速打造虚拟导演工具链,并通过适度的价格下探推动渗透率提升。随着2H工作室订阅功能上线,B端扩展潜力有望进一步释放。管理层预期可灵市场空间广阔,全球视频制作市场规模约1400亿美元,未来2-3年内AI有望渗透200-300亿美元,长期渗透率或超50%。自4月以来,可灵月度付费流水已突破1亿元,截至8月B端渗透率约5%,①从价格策略看,8月黑金会员的推出带来价格下探,并进一步提升用户渗透,但管理层明确表示不会依赖低价换量。②技术战略维度,可灵率先聚焦效果与可控性,改善更多视频符合物理规律,下一阶段将着力推进个性化,为角色注入差异化动作与表情特征,逐步形成虚拟导演的完整工具链。

## AI推荐系统OneRec覆盖深化,驱动使用时长与GMV提升

1H快手上线AI推荐系统OneRec,目前已实现对上下滑场景的全覆盖,重点聚焦晚高峰黄金时段以改善算力成本。OneRec在系统深度优化后,计算成本较此前下降约90%,管理层预计未来将扩展覆盖主站50-60%的流量。目前OneRec的成效已初步显现:①App总使用时长提升1%;②与深度学习排序结合后,长期日活用户增加0.25%;③在本地生活与feed流电商场景中,GMV分别提升约10%和5%。

## 货架广告货币化率持续提升

截至8月,货架场景广告货币化率已同比实现近2倍提升,外循环广告增长则主要由短剧与小游戏带动。广告素材供给方面,AIGC生成的素材日消耗规模已达3000万元,叠加大模型在理解与匹配能力上得到进步,今年呈现高速增长。关于投流税,管理层表示企业或更注重广告ROI,快手持续聚焦效果广告优化,相较于品牌广告影响更可控。

## 巴西支付监管影响可控

管理层表示,支付监管对巴西市场的影响整体可控,公司具体应对措施包括①通过广告开户流程优化,以提升账户稳定性,②加快短剧出海和美国联盟广告的拓展,抓住结构性增量机会,③将部分新加坡服务器迁至马来西亚以降本增效。本地生活方面,公司定位为轻资产业务,聚合入口与三方协同平台,在应用内嵌入美团入口,借助内容和流量优势提升到店到家渗透。

## 盈利预测与估值

我们维持快手25-27年财务预测,其中经调整归母净利润分别为201亿、242亿、276亿。我们根据SOTP估值,维持目标价85.28港币。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。

### OneRec: 算力与效果双突破

我们认为, OneRec 在兴趣匹配和算力效率两方面实现双重突破, 有助于用户时长提升。更高的使用时长与交互深度有望为广告库存扩容奠定基础, 叠加精准推荐提升转化效率, 有望持续推升 ROI 与 eCPM。

快手端到端生成式推荐系统 OneRec 正在加速渗透核心流量场景。系统以 Encoder-Decoder 架构为核心, 结合 MoE 解码器, 将推荐问题转化为序列生成, 从而实现对用户偏好的更精准刻画。①在算力侧, 通过算子数量压缩与系统深度优化, 算力利用率较传统方案提升 3-5 倍 (约 25%), 同时通信与存储成本下降近 90%, 显著突破推荐系统长期面临的算力瓶颈。②在应用成效侧, OneRec 已覆盖快手主站及极速版约 25% 的流量。在 A/B 测试中, 主站用户停留时长提升 0.54%, 7 日生命周期留存表现改善; 在本地生活业务中, 新客获取增幅达 23%, 效果验证充分。

图表1: 可灵黑金会员下探价格

	非会员	黄金会员	铂金会员	钻石会员	黑金会员
价格	免费	58元/月	234元/月	586元/月	1314元/月
附赠灵感值	无会员灵感值	660灵感值/月	3000灵感值/月	8000灵感值/月	26000灵感值/月
每100灵感值对应价格	10元	8.8元	7.8元	7.3元	4.4元
赠送灵感值可生成图片/视频数量		3300张图片或33个标准视频	15000张图片或150个标准视频	40000张图片或400个标准视频	130000张图片或1300个标准视频
生成5s视频价格 (可灵2.1标准模式)	2元	1.8元	1.6元	1.5元	0.9元 (较非会员便宜56%)
功能	同一时间只有1个任务进行; 仅支持标准模式			同一时间不限任务并发数; 高品质视频生成; 图片、视频去水印;	

资料来源: 可灵官网, 华泰研究

### 盈利预测

我们维持 25-27 年业绩预测, 经调整归母净利润分别为 201 亿、242 亿、276 亿。

图表2: 快手财务预测

快手财务数据												
人民币 (亿)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
<b>1.收入</b>	<b>294</b>	<b>310</b>	<b>311</b>	<b>354</b>	<b>326</b>	<b>350</b>	<b>353</b>	<b>401</b>	<b>1269</b>	<b>1430</b>	<b>1573</b>	<b>1687</b>
YOY (%)	17%	12%	11%	9%	11%	13.1%	13.3%	13.4%	12%	12.7%	10.0%	7.3%
a.直播	86	93	93	98	98	100	98	103	371	399	420	434
YOY (%)	-8%	-7%	-4%	-2%	14%	8.0%	5%	4%	-5%	8%	5%	3%
b.线上营销服务/广告	167	175	176	206	180	198	199	234	724	811	895	969
YOY (%)	27%	22%	20%	13.3%	8%	12.8%	13.0%	13.7%	20%	12%	10%	8%
c.电商和其他收入	42	42	42	49	48	52	56	64	174	220	258	284
YOY (%)	48%	21%	18%	14%	15%	25.9%	34.0%	30%	23%	27%	17%	10%
<b>GMV</b>	<b>2,881</b>	<b>3,053</b>	<b>3,342</b>	<b>4,621</b>	<b>3,323</b>	<b>3,589</b>	<b>3,843</b>	<b>5,295</b>	<b>13,896</b>	<b>16,050</b>	<b>17,655</b>	<b>19,067</b>
YOY (%)	28%	15%	15%	14%	15%	18%	15%	15%	17%	16%	10%	8%
<b>2.毛利</b>	<b>161</b>	<b>171</b>	<b>169</b>	<b>191</b>	<b>178</b>	<b>195</b>	<b>192</b>	<b>213</b>	<b>693</b>	<b>779</b>	<b>872</b>	<b>944</b>
YOY (%)	38%	23%	17%	11%	10%	14%	14%	12%	21%	12%	12%	8%
毛利率	54.8%	55.3%	54.3%	54.0%	54.6%	55.7%	54.5%	53.2%	54.6%	54.4%	55.5%	56.0%
<b>3.经营利润</b>	<b>39.9</b>	<b>39.1</b>	<b>31.2</b>	<b>42.7</b>	<b>42.6</b>	<b>52.9</b>	<b>44.6</b>	<b>46.1</b>	<b>153</b>	<b>186</b>	<b>228</b>	<b>264</b>
<b>4.经调整净利润</b>	<b>43.9</b>	<b>46.8</b>	<b>39.5</b>	<b>47.0</b>	<b>45.8</b>	<b>56.2</b>	<b>48.7</b>	<b>50.3</b>	<b>177</b>	<b>201</b>	<b>242</b>	<b>276</b>
YOY (%)	10348%	74%	24%	8%	4%	20%	23%	7%	-323%	13%	20%	14%
经调整净利率	14.9%	15.1%	12.7%	13.3%	14.0%	16.0%	13.8%	12.5%	14.0%	14.0%	15.4%	16.4%
<b>5.经营费用</b>	<b>127</b>	<b>136</b>	<b>143</b>	<b>156</b>	<b>140</b>	<b>148</b>	<b>154</b>	<b>173</b>	<b>562</b>	<b>615</b>	<b>667</b>	<b>702</b>
YOY (%)	1%	7%	11%	10%	11%	9%	8%	11%	7%	9%	8%	5%
a.销售费用	94	100	104	113	99	105	109	123	411	436	472	494
YOY (%)	8%	16%	16%	11%	5%	5%	6%	9%	13%	6%	8%	5%
销售费用率	31.9%	32.4%	33.3%	32.0%	30.4%	30.0%	31.0%	30.6%	32.4%	30.5%	30.0%	29.3%
b.管理费用	5	8	8	9	8	9	8	9	29	34	35	35
YOY (%)	-50%	-16%	-11%	15%	79%	13%	2%	4%	-17%	18%	1%	2%
管理费用率	1.6%	2.6%	2.6%	2.4%	2.5%	2.6%	2.3%	2.2%	2.3%	2.4%	2.2%	2.1%
c.研发费用	28	28	31	35	33	34	36	41	122	144	160	172
YOY (%)	-3%	-11%	4%	5%	16%	21%	17%	19%	-1%	18%	11%	7%
研发费用率	9.7%	9.1%	10.0%	9.8%	10.1%	9.7%	10.3%	10.3%	9.6%	10.1%	10.2%	10.2%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

## 公司估值

我们基于 SOTP 估值，维持快手 85.28 港币的目标价，具体逻辑如下：

- 1) 广告业务：每股估值 68.22 港币，基于 2025 年分部净利润 13.3 倍 PE，较可比公司均值 23.4 倍 PE 有所折价，折价主系快手收入增速慢于同行。
  - 2) 电商及其他业务每股估值 10.95 港币，基于 2025 年电商收入的 2.0 倍 P/S，较全球可比公司均值 2.23 倍有所折价，主系直播电商或面临视频号的竞争。
  - 3) 直播业务每股估值 6.12 港币，基于 2025 年的直播收入 0.6 倍 P/S，较行业均值 0.85 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 85.28 港币。

图表3：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	81,109	12%	25%	20,277	13.3		270,499	68.22
电商与其他	22,038	27%				2.0	43,401	10.95
直播	39,889	8%				0.6	24,249	6.12
估值合计 (人民币 百万)							338,150	
估值合计 (港币 百万)							368,074	
目标价 (港币)								85.28

资料来源：华泰研究预测

图表4：同业比较：在线广告

公司	股票代码	股价 (交易货币)	净利润增长 (%)			PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
<b>在线广告</b>								
微博	WB US	11.5	-2%	1%	4%	6.5	6.3	5.8
百度	BIDU US	95.3	-27%	7%	17%	12.2	11.0	9.3
Meta	META US	738.7	16%	5%	14%	26.2	24.8	21.7
Google	GOOG US	213.5	21%	6%	11%	21.5	20.0	17.7
<b>市值加权平均 PE</b>						<b>23.4</b>	<b>21.9</b>	<b>19.3</b>

注：数据截至美股美东时间 8 月 29 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5：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
<b>电商平台</b>								
阿里巴巴 (FY+1)	BABA US	135.0	6%	9%	8%	2.2	2.0	1.9
京东	JD US	31.1	14%	6%	6%	0.2	0.2	0.2
拼多多	PDD US	120.2	9%	15%	13%	2.8	2.5	2.2
<b>市值加权平均 P/S</b>						<b>2.23</b>	<b>2.00</b>	<b>1.82</b>

注：数据截至美股美东时间 8 月 29 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6：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
<b>在线直播</b>								
挚文集团	MOMO US	8.3	-1%	4%	4%	0.9	0.9	0.8
虎牙	HUYA US	3.6	5%	5%	6%	0.9	0.8	0.8
斗鱼	DOYU US	7.7	-11%	-1%	-4%	0.4	0.4	0.5
<b>市值加权平均 P/S</b>						<b>0.85</b>	<b>0.82</b>	<b>0.79</b>

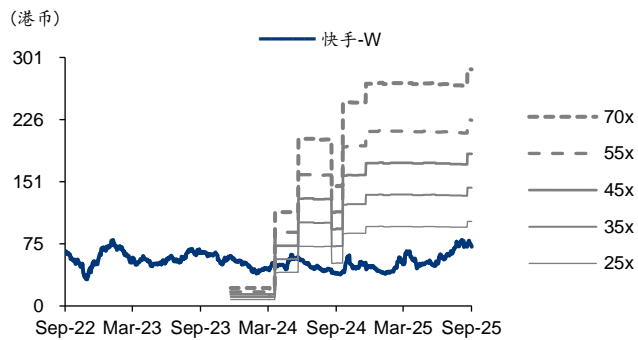
注：数据截至美股美东时间 8 月 29 日收盘价，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

### 风险提示

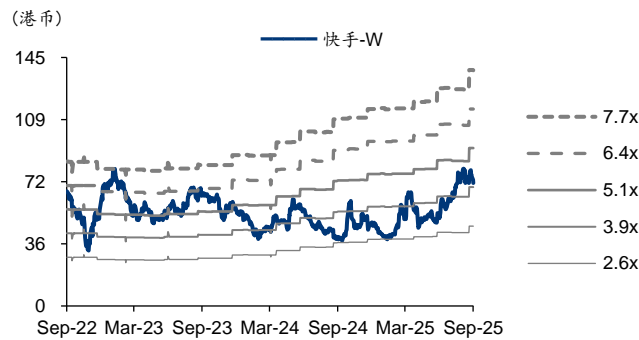
- 1) 广告加载率增速低于预期
- 2) 直播电商增速低于预期
- 3) 货架电商拓展不及预期

图表7: 快手-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表8: 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	143,036	157,280	168,727
销售成本	(56,079)	(57,606)	(65,180)	(70,041)	(74,298)
<b>毛利润</b>	<b>57,391</b>	<b>69,292</b>	<b>77,857</b>	<b>87,239</b>	<b>94,430</b>
销售及分销成本	36,496	41,105	43,626	47,184	49,437
管理费用	3,514	2,916	3,433	3,460	3,543
其他收入/支出	(81.00)	(29.00)	(10.00)	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
<b>税前利润</b>	<b>6,889</b>	<b>15,494</b>	<b>18,511</b>	<b>22,952</b>	<b>26,639</b>
税费开支	(490.00)	(150.00)	(1,166)	(1,607)	(1,865)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>6,399</b>	<b>15,344</b>	<b>17,345</b>	<b>21,346</b>	<b>24,774</b>
非通用准则调整项	3,872	2,372	2,745	2,825	2,825
调整后归母净利润	10,271	17,716	20,090	24,170	27,599
折旧和摊销	(7,202)	(7,140)	(8,424)	(10,871)	(13,734)
EBITDA	13,552	22,398	27,035	33,623	40,173
EPS (人民币, 基本)	1.48	3.55	4.02	4.94	5.74

### 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	11,725	11,867	12,504
现金及现金等价物	12,905	12,697	27,586	43,468	63,451
其他流动资产	27,238	30,010	29,870	28,584	28,892
<b>总流动资产</b>	<b>60,361</b>	<b>62,869</b>	<b>78,022</b>	<b>92,761</b>	<b>113,690</b>
固定资产	12,356	14,831	21,042	31,245	40,379
无形资产	1,073	1,059	1,150	1,249	1,349
其他长期资产	26,398	54,510	60,627	58,892	62,716
<b>总长期资产</b>	<b>45,935</b>	<b>77,004</b>	<b>89,471</b>	<b>98,129</b>	<b>111,234</b>
<b>总资产</b>	<b>106,296</b>	<b>139,873</b>	<b>167,494</b>	<b>190,890</b>	<b>224,925</b>
应付账款	40,193	50,583	58,774	58,740	65,915
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
<b>总流动负债</b>	<b>48,778</b>	<b>59,828</b>	<b>68,019</b>	<b>67,985</b>	<b>75,160</b>
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
<b>总长期负债</b>	<b>8,444</b>	<b>18,021</b>	<b>17,381</b>	<b>16,741</b>	<b>16,101</b>
股本	273,459	268,733	268,733	268,733	268,733
储备/其他项目	(224,396)	(206,729)	(186,659)	(162,589)	(135,089)
股东权益	49,063	62,004	82,074	106,144	133,644
少数股东权益	11.00	20.00	20.00	20.00	20.00
<b>总权益</b>	<b>49,074</b>	<b>62,024</b>	<b>82,094</b>	<b>106,164</b>	<b>133,664</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	44.56	18.56	16.42	13.34	11.49
PB	5.81	4.59	3.47	2.68	2.13
调整后 PE (倍)	27.76	16.07	14.17	11.78	10.32
调整后 ROE	23.11	31.90	27.89	25.68	23.02
EV EBITDA	21.16	13.27	10.42	7.88	6.09
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(0.35)	7.89	6.45	4.28	7.72

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	13,552	22,398	27,035	33,623	40,173
融资成本	(539.00)	(236.00)	100.00	(200.00)	(200.00)
营运资本变动	(6,669)	8,452	8,303	1,534	6,512
税费	(490.00)	(150.00)	(1,166)	(1,607)	(1,865)
其他	14,927	(676.61)	(523.78)	(316.14)	(129.40)
<b>经营活动现金流</b>	<b>20,781</b>	<b>29,787</b>	<b>33,747</b>	<b>33,034</b>	<b>44,491</b>
CAPEX	(7,409)	(8,399)	(15,949)	(21,469)	(23,031)
其他投资活动	(12,456)	(28,278)	(4,895)	2,032	(3,760)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(19,865)</b>	<b>(36,677)</b>	<b>(20,844)</b>	<b>(19,437)</b>	<b>(26,792)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1,364)</b>	<b>6,714</b>	<b>1,985</b>	<b>2,285</b>	<b>2,285</b>
现金变动	(448.00)	(176.00)	14,889	15,882	19,984
年初现金	13,274	12,905	12,697	27,586	43,468
汇率波动影响	79.00	(32.00)	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>12,905</b>	<b>12,697</b>	<b>27,586</b>	<b>43,468</b>	<b>63,451</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	20.48	11.83	12.72	9.96	7.28
毛利润	36.22	20.74	12.36	12.05	8.24
营业利润	(151.21)	137.71	21.81	22.18	16.21
净利润	(147.22)	139.79	13.04	23.07	16.06
调整后净利润	(278.58)	72.49	13.40	20.31	14.19
EPS (基本)	(147.22)	139.79	13.04	23.07	16.06
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	50.58	54.60	54.43	55.47	55.97
EBITDA	11.94	17.65	18.90	21.38	23.81
净利润率	5.64	12.09	12.13	13.57	14.68
调整后净利润率	9.05	13.96	14.05	15.37	16.36
ROE	14.40	27.63	24.08	22.68	20.66
调整后 ROE	23.11	31.90	27.89	25.68	23.02
ROA	6.54	12.47	11.29	11.91	11.92
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(2.39)	14.26	(8.15)	(21.87)	(32.80)
流动比率	1.24	1.05	1.15	1.36	1.51
速动比率	1.24	1.05	1.15	1.36	1.51
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	1.16	1.03	0.93	0.88	0.81
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
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS (基本)	1.48	3.55	4.02	4.94	5.74
EPS (调整后, 基本)	2.38	4.10	4.65	5.60	6.39
每股净资产	11.36	14.35	19.00	24.57	30.94

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 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。请注意，标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（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）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券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，华泰证券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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）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。

华泰证券力求报告内容客观、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，华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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，华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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证券及/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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，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）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作，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](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业或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证券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, 经营许可证编号为: 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

## 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  
<https://www.htsc.com.sg>

## 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

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司