

3Q 业绩略超预期,4Q 电商商业化放缓

华泰研究

季报点评

2025 年 11 月 20 日 | 中国香港

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

89.40

夏路路

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄璇

研究员

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

牟睿捷*

联系人

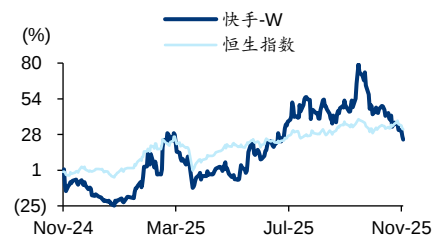
SAC No. S0570125070064

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

基本数据

收盘价 (港币 截至 11 月 19 日)	63.50
市值 (港币百万)	274,528
6 个月平均日成交额 (港币百万)	2,988
52 周价格范围 (港币)	38.15-92.60

股价走势图



资料来源: S&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	142,210	158,192	172,824
+/-%	11.83	12.07	11.24	9.25
归母净利润 (百万)	15,344	17,882	19,317	23,070
+/-%	139.79	16.54	8.03	19.43
归母净利润 (调整后, 百万)	17,716	20,580	22,095	25,848
+/-%	72.49	16.16	7.36	16.99
EPS (调整后, 最新摊薄)	4.10	4.76	5.11	5.98
PE (调整后, 倍)	14.14	12.17	11.34	9.69
PB (倍)	4.04	3.03	2.40	1.92
ROE (调整后, %)	31.90	28.47	23.62	22.01
EV EBITDA (倍)	11.82	8.80	7.00	5.29
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 3Q 业绩: 营收同增 13% 至 356 亿, 高于 VA 一致预期 1% (下同)。毛利率同比改善 0.3pct 至 54.7%, 经调整净利润同增 26% 至 50 亿 (超预期 2.3%)。分业务看, 直播、广告、电商收入同比分别变动 3%、14%、41%。管理层表示, 可灵 25 年收入有望达 1.4 亿美元。我们预期 4Q 广告同比增长 13%, 全年 Capex 上涨 20 亿至 140 亿元, 但电商业务商业化有所放缓。可灵 Turbo 2.5 更新后, 技术能力稳居全球第一梯队; 未来 B 端商业化套餐有待推出, 随着漫剧产业兴起, 后续变现潜力可期。快手 OneRec 系统持续深化应用 (目前渗透主站 20% 流量), 后续将推出新版本迭代, 有望进一步提升广告 eCPM 与 ROI。维持“买入”评级。

可灵商业化空间广阔, OneRec 推动广告收入提升

3Q 可灵收入达 3 亿元, B 端商业化仍具广阔空间 (8 月渗透率仅约 5%), 工作室会员订阅尚待上线。随着漫剧等新兴视频形态兴起, 我们预期 B 端变现有望再提速。9 月可灵发布 2.5 Turbo 模型, 高品质模式 (1080p) 价格较 2.1 版本下调 30%, 截至 11 月 19 日仍位居 Artificial Analysis 文生、图生视频榜首。可灵 2.5 Turbo 在细节文本理解与时序控制上显著增强, 并于 11 月新增首尾帧功能, 持续完善角色个性化与虚拟导演工具链。其他 AI 更新: ① 上线出价模型 G4RL, 将广告竞价从单步决策优化至全程规划; ② 推荐模型 OneRec 推动 3Q 广告收入提升 4-5%; ③ 电商侧上线生成式检索架构 OneSearch, 带动搜索订单量提升 5%; ④ AI 提效显著, 目前平台超 99% 内容错误审核由 AI 完成, 超 70% 的用户咨询由 AI 客服处理。

3Q 广告略超预期, 短剧、漫剧有望贡献增量

3Q 广告收入同增 14% (略超预期 1.1%), 我们估算剔除海外的广告收入同增 16%。UAX 在外循环总消耗占比提至 70%。外循环广告: 3Q 短剧、小游戏与小说广告增长迅速, 漫剧与短视频形态契合, 有望成为继短剧之后的新增动力。内循环广告: 3Q 同比增速为中双位数, 全站推广消耗占比达 65%。AIGC 工具持续助力短视频素材批量生成, 管理层表示其转化效率较行业平均水平高 10-20%。3Q 公司推出广告调价智能体以提升转化率, 管理层表示后续将更新 OneRec Think 模型, eCPM 与 ROI 有望持续改善。

双 11 表现符合预期, 达人分销体系改善

3Q 电商和其他收入加速至 41% yoy, 高于预期 4.6%; GMV 同增 15% (符合预期); 泛货架电商占 GMV 达 32%, 日均动销商家同比增长 13%。双 11 期间, 快手投入 180 亿元平台流量激励, 叠加 20 亿元用户红包与 10 亿元商品补贴, 管理层表示整体表现符合预期。快手电商供给结构逐步向中腰部达人倾斜, 3Q 货品结构进一步丰富, 单店日均动销低三级类目数同比提升近 30%。公司达人分销覆盖面继续扩大, 3Q 月均万粉有效开播主播数同比增长 14.8%, 分销撮合带来的日均动销商品数, 同比提升超 30%。

盈利预测与估值

展望 25-27 年, 我们调整快手收入预测 -0.6%、0.6%、2.4%, 25 年下调主因电商消费放缓, 26-27 年上调主因 AI 驱动广告增长。我们调整经调整归母净利润 2.4%、-8.6%、-6.3% 至 206 亿、221 亿、258 亿, 25 年上调主因控费, 26-27 年下调主因 AI 相关折旧与研发费用上升。我们根据 SOTP 估值, 给予目标价 89.4 港币 (前值 85.28 港币), 估值上调主因可灵远期有望贡献更多收入增量, 同时估值基础切换至 2026 年。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。

图表1：快手 3Q 财务数据

人民币 (百万)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	3QVA 一致预期	对比预期	4QVA 一致预期
财务数据										
收入	29,408	30,975	31,131	35,384	32,608	35,046	35,554	35,311	0.7%	39,668
YOY (%)	16.6%	11.6%	11.4%	8.7%	10.9%	13.1%	14.2%	13.4%		12.1%
收入分业务										
- 直播	8,575	9,302	9,338	9,846	9,814	10,044	9,574	9,812	-2.4%	9,905
YOY (%)	-8.0%	-6.7%	-3.9%	-2.0%	14.4%	8.0%	2.5%	5.1%		0.6%
- 线上营销服务	16,650	17,515	17,634	20,620	17,977	19,765	20,102	19,881	1.1%	23,252
YOY (%)	27.4%	22.1%	20.0%	13.3%	8.0%	12.8%	14.0%	12.7%		12.8%
- 电商与其他收入	4,183	4,158	4,159	4,918	4,817	5,237	5,878	5,620	4.6%	6,511
YOY (%)	47.6%	21.3%	17.5%	14.1%	15.2%	25.9%	41.3%	35.1%		32.4%
收入分地区										
- 国内	28,417	29,896	29,800	34,089	31,293	33,746	34,400	34,023	1.1%	38,172
- 海外	991	1,079	1,331	1,295	1,315	1,300	1,154	1,360	-15.1%	1,459
毛利	16,120	17,135	16,914	19,123	17,792	19,504	19,434	19,554	-0.6%	22,062
YOY (%)	37.6%	23.0%	17.0%	10.6%	10.4%	13.8%	14.9%	15.6%		15.4%
毛利率	54.8%	55.3%	54.3%	54.0%	54.6%	55.7%	54.7%	55.4%	-0.7pp	55.6%
经营利润	3,994	3,906	3,119	4,268	4,259	5,289	5,299	4,578	15.8%	5,347
YOY (%)					6.6%	35.4%	69.9%			
经营利润率	13.6%	12.6%	10.0%	12.1%	13.1%	15.1%	14.9%	13.0%		13.5%
经调整净利润	4,388	4,679	3,948	4,701	4,580	5,618	4,986	4,876	2.3%	5,359
经调整净利率	14.9%	15.1%	12.7%	13.3%	14.0%	16.0%	14.0%	13.8%		13.5%
经营费用										
- 销售费用	9,384	10,040	10,364	11,317	9,897	10,503	10,420	11,000	-5.3%	12,173
YOY (%)	7.6%	16.3%	15.9%	11.0%	5.5%	4.6%	0.5%	6.1%		7.6%
销售费用率	31.9%	32.4%	33.3%	32.0%	30.4%	30.0%	29.3%	31.2%		30.7%
- 管理费用	462	792	796	866	828	897	688	836	-17.7%	925
YOY (%)	-49.7%	-16.2%	-11.4%	15.2%	79.2%	13.3%	-13.6%	5.0%		6.8%
管理费用率	1.6%	2.6%	2.6%	2.4%	2.5%	2.6%	1.9%	2.4%		2.3%
- 研发费用	2,843	2,805	3,100	3,451	3,298	3,400	3,650	3,639	0.3%	4,056
YOY (%)	-2.6%	-11.1%	4.5%	4.7%	16.0%	21.2%	17.7%	17.4%		17.5%
研发费用率	9.7%	9.1%	10.0%	9.8%	10.1%	9.7%	10.3%	10.3%		10.2%
经营数据										
-DAU (百万)	394	395	408	401	408	409	416	417	-0.2%	415
YOY (%)	5.2%	5.1%	5.4%	4.8%	3.6%	3.4%	2.1%	2.3%		3.5%
-MAU (百万)	697	692	714	736	712	715	731	729	0.3%	741
YOY (%)	6.6%	2.7%	4.3%	5.0%	2.1%	3.3%	2.4%	2.0%		0.7%
-GMV (十亿元)	288	305	334	462	332	359	385	384	0.2%	522
YOY (%)	28.2%	15.0%	15.1%	14.4%	15.4%	17.6%	15.2%	15.0%		12.9%
泛货架电商GMV占比	25.0%	25.0%	27.0%	30.0%	30.0%	32.0%	32.0%			

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

可灵迭代加速，全链路配套工具持续完善

9月可灵 2.5 Turbo 上线，视频质量升级显著。主要更新包括：①成本优化：高品质版(1080p)由 0.7 元/秒降至 0.5 元/秒，11 月推出标准版后进一步降至 0.3 元/秒；②理解与控制能力增强：可识别复杂提示词，新增首尾帧功能以提升长视频连贯性；③运动与画质：表现更自然，物理建模更为真实连贯；模型整体表现领先，截至 11 月 19 日仍位列 Artificial Analysis 榜单首位。

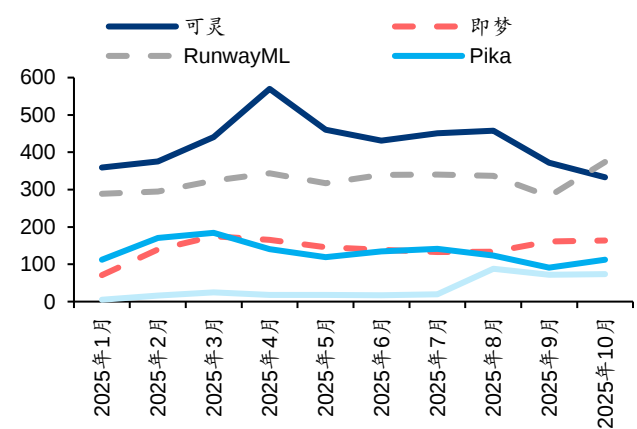
可灵配套工具持续迭代，加速打造从图像到视频的完整生成链路。①9 月上线的“灵动画布”支持多人实时协作与节点化创作，面向广告制作、品牌营销等 2B 场景；②可灵 AI 数字人亦于 9 月推出，覆盖虚拟主持、智能客服与电商直播等应用场景；③10 月更新图像生成能力，支持多图参考与多角度素材融合，进一步提升构图一致性与视觉质量。

图表2：可灵 2.5 Turbo 在价格与生成质量上优于前代版本

版本	可灵 2.1 标准版	可灵 2.1 大师版	可灵 2.5 Turbo 标准模式	可灵 2.5 Turbo 高品质模式
主要定位	日常短视频生成	高质量创意与广告制作	专业级影视制作与广告创意	专业级影视制作与广告创意
生成价格	0.7 元 / 秒	2.0 元 / 秒	0.3 元 / 秒	0.5 元 / 秒
支持分辨率	1080p	1080p	接近1080p (960×960)	1080p
语义理解能力	基础级，关键词驱动	高等，可理解短句语境	高级，支持复杂句与场景切换	高级，支持复杂句与场景切换
动态一致性	容易出现镜头断裂	动作具备一致性	流畅度强，稳定性高	极高流畅度，动作衔接自然
物理合理性	基于规则约束	加入部分物理参数	强化物理建模，真实度显著提升	强化物理建模，真实度显著提升
风格保持能力	较易偏移	具有较强的风格一致性	风格一致	高度一致，支持风格锁定
适用场景	社交短视频、广告素材	品牌营销与故事短片	广告短片与动画制作	专业影视、广告片与动画制作

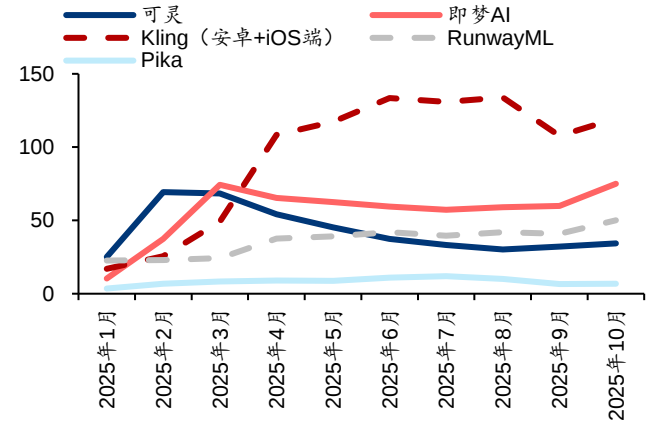
资料来源：公司官网，华泰研究

图表3：主流 AI 视频产品网站端 MAU（万人）



资料来源：SimilarWeb，华泰研究

图表4：主流 AI 视频产品 iOS 端流水收入（万美元）



资料来源：SensorTower，华泰研究



短剧与漫剧双线提速，有望贡献新增量

截至 11 月，快手短剧近一年分账流水同比增长约 300%，官方预计 26 年规模或达 4 亿元。依托 3 亿短剧 DAU 和 10 万周活跃达人体系，快手在分发与需求端基础扎实，优质剧集在 10 月单月收益已超过 20 万元。漫剧方面，仅 32% 付费用户与短剧重合，增量用户空间可观，10 月漫剧单日消耗峰值超 400 万元。此外，快手正通过流量扶持、现金激励等举措完善短剧生态，优质内容供给与达人分发持续改善。

图表5：快手分账短剧生态关键数据表现

模块	核心指标	数据表现
头部剧集	播放量	亿级播放量
	月流水规模	数十万元
头部版权方	月流水规模	数百万元
	参与短剧数量	1000+ 部
头部达人	周活跃参与人数	10 万+
	月分账流水	近 100 万元

资料来源：快手磁力引擎，华泰研究

盈利预测

展望 25-27 年，我们调整快手收入预测-0.6%、0.6%、2.4%，25 年下调主因电商消费放缓，26-27 年上调主因 AI 驱动广告增长。我们调整经调整归母净利润 2.4%、-8.6%、-6.3%至 206 亿、221 亿、258 亿，25 年上调主因控费，26-27 年下调主因 AI 相关折旧与研发费用上升。

图表6：快手财务预测

快手财务数据									
人民币 (亿)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
1.收入	326	350	356	390	359	1269	1422	1582	1728
YOY (%)	11%	13.1%	14.2%	10.2%	10.2%	12%	12.1%	11.2%	9.2%
a.直播	98	100	96	99	100	371	393	414	428
YOY (%)	14%	8.0%	3%	1%	1%	-5%	6%	5%	3%
b.线上营销服务/广告	180	198	201	231	201	724	810	907	997
YOY (%)	8%	12.8%	14.0%	12.1%	12.0%	20%	12%	12%	10%
c.电商和其他收入	48	52	59	60	58	174	219	261	303
YOY (%)	15%	25.9%	41.3%	22%	21%	23%	26%	19%	16%
GMV	3,323	3,589	3,850	5,204	3,739	13,896	15,966	17,882	19,670
YOY (%)	15%	18%	15%	13%	13%	17%	15%	12%	10%
2.毛利	178	195	194	214	196	693	781	878	968
YOY (%)	10%	14%	15%	12%	10%	21%	13%	12%	10%
毛利率	54.6%	55.7%	54.7%	54.7%	54.6%	54.6%	54.9%	55.5%	56.0%
3.经营利润	42.6	52.9	53.0	51.7	51.5	153	200	223	270
4.经调整净利润	45.8	56.2	49.9	54.0	52.2	177	206	221	258
YOY (%)	4%	20%	26%	15%	14%	-323%	16%	7%	17%
经调整净利率	14.0%	16.0%	14.0%	13.8%	14.5%	14.0%	14.5%	14.0%	15.0%
5.经营费用	140	148	148	167	150	562	603	677	721
YOY (%)	11%	9%	3%	7%	7%	7%	7%	12%	6%
a.销售费用	99	105	104	115	105	411	423	475	506
YOY (%)	5%	5%	1%	2%	6%	13%	3%	12%	7%
销售费用率	30.4%	30.0%	29.3%	29.5%	29.2%	32.4%	29.8%	30.0%	29.3%
b.管理费用	8	9	7	9	8	29	33	36	38
YOY (%)	79%	13%	-14%	7%	0%	-17%	15%	9%	4%
管理费用率	2.5%	2.6%	1.9%	2.4%	2.3%	2.3%	2.4%	2.3%	2.2%
c.研发费用	33	34	37	43	37	122	147	166	176
YOY (%)	16%	21%	18%	25%	12%	-1%	20%	13%	6%
研发费用率	10.1%	9.7%	10.3%	11.1%	10.3%	9.6%	10.3%	10.5%	10.2%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表7：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	143,036	142,210	(0.6)	157,280	158,192	0.6	168,727	172,824	2.4
毛利润	77,857	78,080	0.3	87,239	87,800	0.6	94,430	96,784	2.5
归母净利润	17,345	17,882	3.1	21,346	19,317	(9.5)	24,774	23,070	(6.9)
经调整净利润	20,090	20,580	2.4	24,170	22,095	(8.6)	27,599	25,848	(6.3)
%									
	前值	新值	变动 (pct)	前值	新值	变动 (pct)	前值	新值	变动 (pct)
毛利率	54.4%	54.9%	0.5	55.5%	55.5%	0.0	56.0%	56.0%	0.0
归母净利润率	12.1%	12.6%	0.4	13.6%	12.2%	(1.4)	14.7%	13.3%	(1.3)
经调整净利率	14.0%	14.5%	0.4	15.4%	14.0%	(1.4)	16.4%	15.0%	(1.4)

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表8：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	142,210	142,637	(0.3)	158,192	155,902	1.5	172,824	167,853	3.0
毛利润	78,080	78,909	(1.1)	87,800	88,111	(0.4)	96,784	95,883	0.9
经调整净利润	20,580	20,430	0.7	22,095	23,996	(7.9)	25,848	27,350	(5.5)

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 89.4 港币的目标价（前值 85.28 港币），具体逻辑如下：

- 1) 广告业务：每股估值 68.96 港币，基于 2026 年分部净利润 12 倍 PE，较可比公司均值 23.9 倍 PE 有所折价，折价主因快手收入增速慢于同行。
 - 2) 电商及其他业务每股估值 11.41 港币，基于 2026 年电商收入的 1.7 倍 P/S，较全球可比公司均值 2.22 倍有所折价，折价扩大主因直播电商或面临视频号竞争。
 - 3) 直播业务每股估值 9.02 港币，基于 2026 年的直播收入 0.9 倍 P/S，较行业均值 0.66 倍有所溢价，折价转为溢价主因公司直播生态持续完善。
- 综上所述，我们对快手的总估值为每股 89.4 港币。

图表9：SOTP 估值

人民币百万	收入 2026E	收入增速 2026E	分部净利率 2026E	分部净利润 2026E	PE (x)	PS (x)	市值	每股估值 (港币)
广告	90,680	12%	25%	22,670	12.0		272,041	68.96
电商收入	26,138	19%				1.7	45,030	11.41
直播	41,374	5%				0.9	35,600	9.02
估值合计 (人民币 百万)							352,670	
估值合计 (港币 百万)							386,488	
目标价 (港币)								89.40

资料来源：华泰研究预测

图表10：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	9.9	-3%	1%	5%	5.7	5.7	5.7
百度	BIDU US	117.1	-31%	5%	19%	16.0	14.4	12.2
Meta	META US	597.7	-3%	25%	13%	25.1	20.2	17.9
Google	GOOG US	285.0	29%	4%	17%	27.0	25.6	21.5
市值加权平均PE						26.3	23.9	20.3

注：数据截至美股美东时间 11 月 18 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11：同业比较：电商平台

		股价	营收同比增长 (%)			PS (x)		
公司	股票代码	(交易货币)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
电商平台								
阿里巴巴 (FY+1)	BABA US	159.7	4%	11%	10%	2.6	2.4	2.1
京东	JD US	29.5	14%	6%	6%	0.2	0.2	0.2
拼多多	PDD US	119.6	9%	16%	13%	2.8	2.4	2.1
市值加权平均 P/S						2.50	2.22	2.00

注：数据截至美股美东时间 11 月 18 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12：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	7.0	-2%	3%	4%	0.8	0.7	0.7
虎牙	HUYA US	2.8	6%	10%	8%	0.7	0.6	0.6
斗鱼	DOYU US	6.9	-11%	2%	-7%	0.4	0.4	0.4
市值加权平均P/S						0.69	0.66	0.64

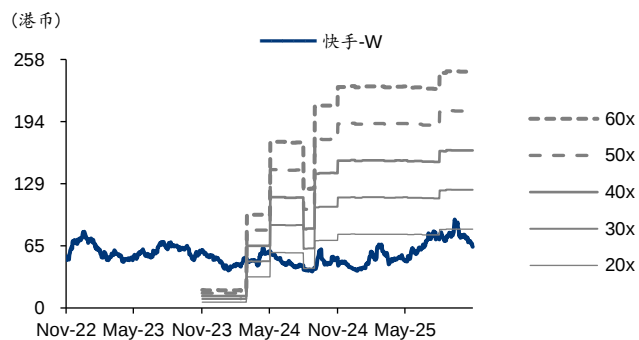
注：数据截至美股美东时间 11 月 18 日收盘价，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

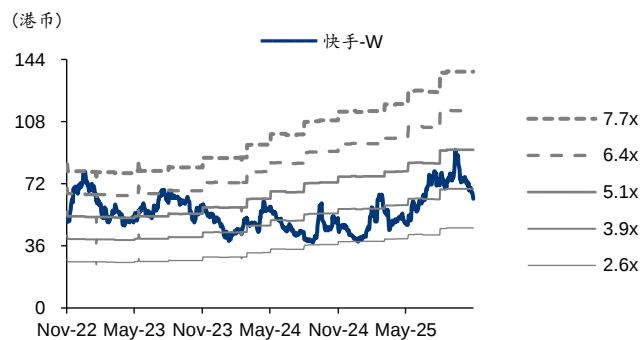
- 1) 广告加载率增速低于预期
- 2) 直播电商增速低于预期
- 3) 货架电商拓展不及预期

图表13: 快手-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表14: 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	142,210	158,192	172,824
销售成本	(56,079)	(57,606)	(64,130)	(70,392)	(76,040)
毛利润	57,391	69,292	78,080	87,800	96,784
销售及分销成本	36,496	41,105	42,308	47,458	50,637
管理费用	3,514	2,916	3,342	3,638	3,802
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	(140.00)	(140.00)	(140.00)
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	19,869	22,204	26,826
税费开支	(490.00)	(150.00)	(1,987)	(2,887)	(3,756)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	6,399	15,344	17,882	19,317	23,070
非通用准则调整项	3,872	2,372	2,698	2,778	2,778
调整后归母净利润	10,271	17,716	20,580	22,095	25,848
折旧和摊销	(7,202)	(7,140)	(8,419)	(10,866)	(13,768)
EBITDA	13,552	22,398	28,428	33,209	40,734
EPS (人民币, 基本)	1.48	3.55	4.14	4.47	5.34

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	11,592	12,137	12,826
现金及现金等价物	12,905	12,697	26,618	43,662	59,955
其他流动资产	27,238	30,010	29,700	28,883	29,306
总流动资产	60,361	62,869	76,752	93,524	110,929
固定资产	12,356	14,831	20,981	31,286	40,837
无形资产	1,073	1,059	1,149	1,249	1,355
其他长期资产	26,398	54,510	60,690	58,851	62,252
总长期资产	45,935	77,004	89,471	98,129	111,234
总资产	106,296	139,873	166,223	191,653	222,164
应付账款	40,193	50,583	57,014	61,088	66,490
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	66,259	70,333	75,735
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)	(186,169)	(164,174)	(138,426)
股东权益	49,063	62,004	82,564	104,559	130,307
少数股东权益	11.00	20.00	20.00	20.00	20.00
总权益	49,074	62,024	82,584	104,579	130,327

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	39.47	16.33	14.01	12.97	10.86
PB	5.15	4.04	3.03	2.40	1.92
调整后 PE (倍)	24.59	14.14	12.17	11.34	9.69
调整后 ROE	23.11	31.90	28.47	23.62	22.01
EV EBITDA	18.77	11.82	8.80	7.00	5.29
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(0.39)	8.91	6.95	5.42	7.22

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	13,552	22,398	28,428	33,209	40,734
融资成本	(539.00)	(236.00)	140.00	140.00	140.00
营运资本变动	(6,669)	8,452	6,809	4,847	4,705
税费	(490.00)	(150.00)	(1,987)	(2,887)	(3,756)
其他	14,927	(676.61)	(526.84)	(732.63)	(602.35)
经营活动现金流	20,781	29,787	32,863	34,577	41,221
CAPEX	(7,409)	(8,399)	(15,856)	(21,593)	(23,590)
其他投资活动	(12,456)	(28,278)	(4,983)	2,162	(3,235)
投资活动现金流	(19,865)	(36,677)	(20,839)	(19,432)	(26,825)
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	2,538	2,538	2,538
融资活动现金流	(1,364)	6,714	1,898	1,898	1,898
现金变动	(448.00)	(176.00)	13,921	17,043	16,293
年初现金	13,274	12,905	12,697	26,618	43,662
汇率波动影响	79.00	(32.00)	0.00	0.00	0.00
年末现金	12,905	12,697	26,618	43,662	59,955

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	12.07	11.24	9.25
毛利润	36.22	20.74	12.68	12.45	10.23
营业利润	(151.21)	137.71	30.95	11.62	20.69
净利润	(147.22)	139.79	16.54	8.03	19.43
调整后净利润	(278.58)	72.49	16.16	7.36	16.99
EPS (基本)	(147.22)	139.79	16.54	8.03	19.43
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	50.58	54.60	54.90	55.50	56.00
EBITDA	11.94	17.65	19.99	20.99	23.57
净利润率	5.64	12.09	12.57	12.21	13.35
调整后净利润率	9.05	13.96	14.47	13.97	14.96
ROE	14.40	27.63	24.74	20.65	19.65
调整后 ROE	23.11	31.90	28.47	23.62	22.01
ROA	6.54	12.47	11.68	10.80	11.15
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(2.39)	14.26	(6.93)	(22.39)	(30.96)
流动比率	1.24	1.05	1.16	1.33	1.46
速动比率	1.24	1.05	1.16	1.33	1.46
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.16	1.03	0.93	0.88	0.84
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)	1.48	3.55	4.14	4.47	5.34
EPS (调整后, 基本)	2.38	4.10	4.76	5.11	5.98
每股净资产	11.35	14.34	19.10	24.19	30.14

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 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）、百度集团（BIDU 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

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

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司