

可灵 O1 重磅更新，Video 版 Nano Banana 时刻

核心观点

- 核心观点：**可灵发布 O1 模型，通过将视频生成、修改、扩展集成于统一模型，帮助专业创作者提效，突破性迭代在于可对视频画面内某个单一元素进行修改，迎来“视频版 Nano Banana”时刻，看好需求端加速渗透，带来流水上量。
- 全球首个统一多模态视频模型，大幅提升创作灵活度和效率。**我们认为可灵 O1 此次更新亮点在于：（1）O1 为统一多模态视频模型，将视频参考、视频内容增删修改变换、风格重绘、镜头延展等多任务，融合于大一统模型中，可一站式完成生成-修改-扩展的全部创作；（2）深层语义理解能力，基于上传的视频、图片、主体，精准生成视频的各种细节；（3）直接解决后端视频一致性问题，多视角图创建主体、镜头流转变化，均能保持稳定的主体特征；（4）支持 3~10 秒自由叙述，满足不同创作需求（偏 C 端社媒分享、偏 B 端专业创作）。

我们认为此次更新，市面上基本无完全可对标产品，意义在于一是延续可灵在专业创作者需求满足上的迭代，二是前端输入更简易，门槛降低进一步扩大用户触达范围。具体来说：

- B 端专业创作的灵活度和便捷度大幅提升。**（1）MVL（Multi-modal visual language）理念产品化落地，支持视频、图片、主体等多模态描述，创作者意图表达和交互更高效；（2）此前 Nano Banana 重点解决前端图像生成的一致性，而可灵 O1 直接触及后端视频一致性难题，且单个元素级的精准编辑大幅提高创作灵活度，进一步辅助创作提效。
- 门槛降低进一步加速用户渗透，且 C 端可玩性提升，扩大 AI 视频模型受众范围。**除了 B 端专业创作门槛降低，时长自由、提示词简单、可简易复制热门视频，对于可灵模型触达 C 端或有补充作用。

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 204/225/259 亿元。维持此前给予公司 26 年 18xPE 估值，对应合理价值为 4,048 亿 CNY，折合 4,454 亿 HKD（港币兑人民币汇率 0.909），目标价 103.06 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	142,053	154,873	167,518
同比增长(%)	20.5%	11.8%	11.9%	9.0%	8.2%
营业利润(百万元)	6,431	15,287	20,663	25,144	29,370
同比增长(%)	-151.2%	137.7%	35.2%	21.7%	16.8%
归属母公司净利润(百万元)	6,396	15,335	18,287	21,457	24,770
同比增长(%)	-146.7%	139.8%	19.2%	17.3%	15.4%
每股收益(元)	1.48	3.56	4.26	5.00	5.77
毛利率(%)	50.6%	54.6%	55.1%	56.3%	56.8%
净利率(%)	5.6%	12.1%	12.9%	13.9%	14.8%
净资产收益率(%)	14.4%	27.6%	25.2%	22.6%	20.5%
市盈率(倍)	42.2	17.6	14.7	12.5	10.9
市净率(倍)	2.4	2.1	1.9	1.7	1.6

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。

投资评级	买入（维持）
股价 (2025年12月02日)	68.95 港元
目标价格	103.06 港元
52周最高价/最低价	92.6/37.9 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	432,183/361,290
H 股市值 (百万港币)	297,990
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025年12月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-2.41	-4.7	-3.27	42.81
相对表现%	-3.18	-5.43	-5.62	9.33
恒生指数%	0.77	0.73	2.35	33.48



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 021-63326320

联系人

沈熠	执业证书编号：S0860124120005 shenyi1@orientsec.com.cn 021-63326320
----	---

相关报告

快手 3Q25 点评：Q3 电商佣金收入表现亮眼，AI 赋能广告提效	2025-11-21
可灵 2.5 “加量不加价”，AI 重构商业系统带来长效动能	2025-09-30
可灵持续突破，AI 全面赋能：——快手 2025 光合大会点评	2025-08-31

采用 PE 估值法，维持前次给予公司 26 年 18xPE 估值，26 年公司经调整净利润 225 亿元，对应合理价值为 4,048 亿 CNY，折合 4,454 亿 HKD（港币兑人民币汇率 0.909），目标价 103.06 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 2026	估值(亿 CNY) 2026	估值(亿 HKD) 2026
	2024	2025E	2026E			
快手	177.16	203.87	224.87	18	4,048	4,454

数据来源：公司公告，东方证券研究所，港币人民币汇率为 0.909 (2025/12/2)

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

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
单位:百万元											
现金及等价物	12,905	12,697	39,092	66,152	96,760	营业收入	113,470	126,898	142,053	154,873	167,518
短期定期存款	9,874	11,522	11,522	11,522	11,522	营业成本	(56,079)	(57,606)	(63,814)	(67,617)	(72,306)
贸易应收款项	6,457	6,674	7,471	8,145	8,810	销售费用	(36,496)	(41,105)	(42,214)	(45,700)	(47,809)
公允价值计量的金融资产	25,128	27,050	27,050	27,050	27,050	管理费用	(3,514)	(2,916)	(3,340)	(3,314)	(3,718)
预付款项及其他流动资产	5,997	4,926	5,074	5,468	5,707	研发费用	(12,338)	(12,199)	(14,349)	(15,231)	(16,405)
流动资产合计	60,361	62,869	90,209	118,338		其他收入/净额	1,388	2,215	2,327	2,132	2,089
固定资产及使用权资产	22,755	23,722	25,721	27,887	29,997	营业利润	6,431	15,287	20,663	25,144	29,370
无形资产	1,073	1,059	1,185	1,292	1,398	财务费用	539	236	(158)	(160)	(192)
公允价值计量的金融资产	5,245	24,430	24,430	24,430	24,430	优先股公允价值变动	0	0	0	0	0
长期定期存款	9,765	19,856	19,856	19,856	19,856	其他收入/亏损	(81)	(29)	(7)	0	0
其他	7,097	7,937	7,841	8,508	9,166	利润总额	6,889	15,494	20,498	24,984	29,178
非流动资产合计	45,935	77,004	79,033	81,973	84,846	所得税	(490)	(150)	(2,204)	(3,520)	(4,405)
资产总计	106,296	139,873	169,242	200,311	234,696	净利润	6,399	15,344	18,294	21,464	24,772
应付款项及其他应计费用	40,193	50,583	56,624	61,734	66,775	少数股东	3	9	7	7	2
可转换可赎回优先股	0	5	0	0	0	归属母公司净利润	6,396	15,335	18,287	21,457	24,770
其他	8,585	9,240	10,787	11,760	12,720	经调整净利润	10,271	17,716	20,387	22,487	25,930
流动负债合计	48,778	59,828	67,411	73,494	79,495	每股收益(元)	1.48	3.56	4.26	5.00	5.77
可转换可赎回优先股	0	124	124	124	124						
其他	8,444	17,897	18,705	19,388	20,063						
非流动负债合计	8,444	18,021	18,829	19,512	20,187						
负债合计	57,222	77,849	86,240	93,007	99,683	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	0	0	0	0	0	成长能力					
股份溢价	273,459	268,733	268,733	268,733	268,733	营业收入	20.5%	11.8%	11.9%	9.0%	8.2%
库存股	(88)	(341)	(341)	(341)	(341)	营业利润	-151.2%	137.7%	35.2%	21.7%	16.8%
其他储备	33,183	35,776	38,461	41,299	44,236	经调整净利润	-278.6%	72.5%	15.1%	10.3%	15.3%
累计亏损	(257,491)	(242,164)	(223,877)	(202,421)	(177,650)	获利能力					
股东权益合计	49,063	62,004	82,975	107,271	134,977	毛利率	50.6%	54.6%	55.1%	56.3%	56.8%
少数股东	11	20	27	34	36	经调整净利率	9.1%	14.0%	14.4%	14.5%	15.5%
负债及股东权益	106,296	139,873	169,242	200,311	234,696	ROE	14.4%	27.6%	25.2%	22.6%	20.5%
						ROIC	6.0%	11.0%	10.8%	10.7%	10.6%
现金流量表											
单位:百万元											
利润总额	6,889	15,494	20,498	24,984	29,178	偿债能力					
折旧摊销	7,202	7,140	7,586	8,228	8,884	资产负债率	53.8%	55.7%	51.0%	46.4%	42.5%
SBC	3,570	2,349	2,685	2,839	2,936	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
优先股公允价值变动	0	0	0	0	1	流动比率	80.8%	95.2%	74.7%	62.1%	53.1%
营运资金变动	4,859	7,510	6,295	3,978	4,073	速动比率	72.2%	59.9%	93.7%	124.2%	154.5%
其他	(1,739)	(2,706)	(3,730)	(5,044)	(5,897)	运营能力					
经营活动现金流	20,781	29,787	33,334	34,984	39,175	应收账款周转率	9.6	10.6	11.8	11.8	11.9
资本支出	(4,887)	(8,046)	(9,711)	(10,501)	(11,099)	存货周转率	-	-	-	-	-
短期&长期投资	(13,162)	(18,783)	1,684	1,684	1,684	总资产周转率	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
其他	(1,816)	(9,848)	0	0	0	每股指标(元)					
投资活动现金流	(19,865)	(36,677)	(8,027)	(8,817)	(9,415)	每股收益	1.5	3.6	4.3	5.0	5.8
债券融资	0	10,925	0	0	0	每股经营现金流	4.8	6.9	7.8	8.2	9.1
股权融资	0	0	0	0	0	每股净资产	11.4	14.4	19.3	25.0	31.4
其他	(1,364)	(4,211)	1,088	894	848	估值比率					
筹资活动现金流	(1,364)	6,714	1,088	894	848	市盈率	42.2	17.6	14.7	12.5	10.9
汇率变动影响	79	(32)	0	0	0	市销率	2.4	2.1	1.9	1.7	1.6
现金净增加额	(369)	(208)	26,395	27,061	30,608	EV/EBITDA	27.1	15.4	11.6	9.7	8.4
						EV/EBIT	42.1	17.7	13.1	10.8	9.2

资料来源：公司公告，东方证券研究所

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申明。

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.dfqz.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。