

2026 年 03 月 03 日

快手 (1024.HK)

看好可灵 AI 商业化潜力释放，首予买入

我们看好可灵 AI 维持技术及商业化领先优势、AI 对广告/电商赋能潜力、差异化内容生态的韧性，首予买入，SOTP 目标价 86 港元，潜在上行空间 42%。

报告摘要

看好可灵 AI 商业化潜力：截至 2025 年 12 月，可灵 AI 全球用户突破 6,000 万，累计生成视频超 6 亿个，累计合作企业用户超 3 万家，广泛应用于广告营销、电商、短剧、动画、游戏等专业创意内容制作场景。2025 年 12 月，可灵 AI 月度流水突破 2,000 万美元，对应 ARR 达 2.4 亿美元。2026 年 2 月，发布可灵 3.0，支持 3-15 秒灵活时长、智能分镜、自动调度视角，提升叙事与控制深度，显现工业级内容生产潜力。我们估算（图表 28），到 2030 年视频生成模型的潜在市场规模在悲观/中性/乐观预期下达 170 亿美元/230 亿美元/380 亿美元，长期空间有望达 900 亿美元，估算（图表 32）2026 年可灵 AI 收入 2.9 亿美元，预计到 2030 年有望突破 15 亿美元。我们认为当前视频生成领域仍是蓝海竞争，当前竞争重点为模型能力&产品能力迭代，从而带动订阅用户规模及商业化收入增长。考虑行业中长期空间巨大，商业化仍在早期，可容纳多个玩家。

财务预测：我们预计 2025 年/2026 年快手总收入 1,422 亿元/1,566 亿元，同比增 12%/10%，其中：1）预计在线营销收入同比增 12%/11%，广告加载率及价格均有提升空间，内循环广告与电商 GMV 趋势一致，外循环广告受游戏/短剧/网文等优势行业带动，并有望从国内 Chatbot 营销投入加大中获得增量；2）预计直播同比增 5%/1%，生态健康、垂类运营、场景拓展是当前方向；3）预计其他服务收入同比增 28%/21%，电商仍在持续提升份额，可灵 AI 收入占比加速提升。我们预计 2025 年/2026 年经调整净利润 204 亿元/224 亿元，同比增 15%/10%，我们预计 2025 年及 2026 年经营费用增量主要来自研发投入，以支撑可灵 AI 技术及业务发展。考虑在线营销的收入占比仍有提升潜力，高毛利率业务占比提升，有望带动公司整体盈利提升，抵消 AI 投入对盈利的影响。

估值：我们采用 SOTP 估值，目标价 86 港元，其中：1）主业：参考港股互联网公司平均估值水平，给予 12 倍 2026 年市盈率估值，对应估值 3,066 亿港元，贡献目标价 70 港元；2）可灵 AI：参考海外及国内大模型公司估值，并考虑可灵 AI 在技术、产品、商业化的领先优势，给予 30 倍 2026 年市销率估值，对应估值 691 亿港元，贡献目标价 16 港元。我们看好可灵 AI 维持技术及产品在第一梯队及商业化加速潜力、广告业务国内互联网广告份额提升前景、AI 对平台流量增长/广告效率提升/电商转化率提升等赋能，首次覆盖，给予**买入**评级。

风险提示：大模型技术迭代迅速，领先优势或不可持续；平台内容生态治理疏漏，泛娱乐用户时长竞争激烈；电商份额竞争激烈，并受宏观消费预期影响。

财务及估值摘要

财年截止12月31日	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
收入（百万元）	126,898	142,235	156,618	172,439	189,013
同比增长（%）	11.8%	12.1%	10.1%	10.1%	9.6%
调整后净利润（百万元）	17,716	20,441	22,391	26,924	31,578
同比增长（%）	72.5%	15.4%	9.5%	20.2%	17.3%
调整后净利润率（%）	14.0%	14.4%	14.3%	15.6%	16.7%
市盈率（倍）	13.1	11.4	10.4	8.6	7.4
市销率（倍）	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
净资产收益率（%）	28.6%	28.6%	24.7%	25.7%	27.3%

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

投资评级： **买入**

首次评级

6 个月目标价 **86 港元**

股价 2026-03-02 **60.75 港元**

总市值(百万港元)	266,800
流通市值(百万港元)	224,150
总股本(百万股)	4,352
流通股本(百万股)	3,657
12 个月低/高(港元)	60.1/85.2
平均成交(百万港元)	2,537

股东结构

腾讯 (700.HK)	15.83%
宿华	9.97%
程一笑	8.93%
BlackRock	5.85%
其他	59.42%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-19.36	-11.22	7.26
绝对收益	-24.20	-11.12	20.85

数据来源：彭博，万得，国投证券国际

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

目录

一、财务预测	3
二、估值	4
三、风险提示	5
四、公司概况	6
概览用户	6
财务概览	7
股价复盘	9
五、可灵 AI：中长期估值提升主要驱动	11
可灵 AI：新一代 AI 创意生产力工具	11
长期空间测算	14
竞争格局	15
可灵收入潜力测算	17
主要模型估值参考	18
六、线上营销：份额有望持续提升	21
七、直播：关注垂类内容及场景拓展	25
八、电商业务：有望维持快于大盘增速	26
九、海外业务：仍聚焦核心区域	29

一、财务预测

收入预测:我们预计 2025 年/2026 年快手总收入 1,422 亿元/1,566 亿元,同比增 12%/10%,其中在线营销收入同比增 12%/11%,直播同比增 5%/1%,其他服务收入同比增 28%/21%。分业务线看具体增长驱动:

- **在线营销服务:**预计 2025 年在线营销服务收入 810 亿元,同比增 12%,预计 2026 年增至 902 亿元,同比增 11%,在国内互联网广告的份额有提升趋势。我们估算当前外循环、内循环广告占比基本相当,内循环广告趋势受电商 GMV 增速影响,外循环广告受到广告主行业趋势及预算分配影响,外循环广告核心广告主行业为游戏、短剧、网文、消费品等,我们预计随着国内 ChatBot 大规模获客竞争,短视频平台广告收入或有增量效应,对快手的外循环广告或有带动。我们在图表 45 测算快手在线营销服务收入前景。
- **直播:**预计 2025 年直播收入 390 亿元,同比增 5%,预计 2026 年基本持平。展望后续直播业务发展,我们认为重点包括:1)生态健康,主要关注内容审核、运营能力;2)垂类内容的精细化运营,如热点内容、兴趣内容等;3)直播+场景拓展,如快聘、理想家等,有用户粘性提升及交易转化潜力;4)我们预计与主播的分成比例维持稳定,直播业务毛利率有望维持稳定水平。
- **其他服务:**预计 2025 年其他服务收入 222 亿元,同比增 28%,电商仍是该分部主要收入来源,我们预计 2025 年快手电商 GMV 1.6 万亿元,同比增 15%,快于电商大盘。此外,可灵 AI 收入目前也计入该分部,我们预计 2025 年/2026 年可灵 AI 收入 11 亿元/20 亿元,增长驱动来自订阅用户增长、API 收费时长增长等。此外,长期看,我们认为随着模型能力迭代,未来为或有企业定制服务的变现机会。我们在图表 32 测算可灵 AI 中长期收入潜力。

利润端:我们预计 2025 年/2026 年经调整净利润 204 亿元/224 亿元,同比增 15%/10%,我们预计 2025 年及 2026 年经营费用增量主要来自研发投入,以支撑可灵 AI 技术及业务发展。考虑在线营销的收入占比仍有提升潜力,高毛利率业务占比提升,有望带动公司整体盈利提升,抵消 AI 投入对盈利的影响。

图表 1: 利润表预测

快手1024.HK 百万元	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
总收入	35,384	32,608	35,046	35,554	39,027	126,898	142,235	156,618	172,439	189,013
同比	8.7%	10.9%	13.1%	14.2%	10.3%	11.8%	12.1%	10.1%	10.1%	9.6%
1 在线营销服务	20,620	17,977	19,765	20,102	23,174	72,419	81,018	90,192	99,500	109,459
同比	13%	8%	13%	14%	12%	20%	12%	11%	10%	10%
2 直播	9,846	9,814	10,044	9,574	9,560	37,061	38,992	39,543	40,378	41,103
同比	-2%	14%	8%	3%	-3%	-5%	5%	1%	2%	2%
3 其他服务	4,918	4,817	5,237	5,878	6,293	17,418	22,225	26,883	32,561	38,451
同比	14%	15%	26%	41%	28%	23%	28%	21%	21%	18%
营业成本	-16,261	-14,816	-15,542	-16,120	-18,013	-57,606	-64,491	-70,927	-77,574	-81,251
毛利	19,123	17,792	19,504	19,434	21,014	69,292	77,744	85,691	94,864	107,763
毛利率	54.0%	54.6%	55.7%	54.7%	53.8%	54.6%	54.7%	54.7%	55.0%	57.0%
销售费用	-11,317	-9,897	-10,503	-10,420	-11,624	-41,105	-42,444	-45,187	-49,837	-54,722
同比	11%	5%	5%	1%	3%	13%	3%	6%	10%	10%
行政费用	-866	-828	-897	-688	-799	-2,916	-3,212	-3,425	-3,857	-4,322
同比	15%	79%	13%	-14%	-8%	-17%	10%	7%	13%	12%
研发费用	-3,451	-3,298	-3,400	-3,650	-3,962	-12,199	-14,310	-16,464	-18,644	-21,192
同比	5%	16%	21%	18%	15%	-1%	17%	15%	13%	14%
经营利润	4,268	4,259	5,289	5,299	5,225	15,287	20,072	22,935	24,929	29,991
同比	18%	7%	35%	70%	22%	138%	31%	14%	9%	20%
经营利润率	12.1%	13.1%	15.1%	14.9%	13.4%	12.0%	14.1%	14.6%	14.5%	15.9%
归母净利润	3,969	3,978	4,922	4,489	4,418	15,335	17,807	19,369	23,614	28,429
同比	10%	-3%	24%	37%	11%	140%	16%	9%	22%	20%
净利润率	11.2%	12.2%	14.0%	12.6%	11.3%	12.1%	12.5%	12.4%	13.7%	15.0%
经调整EBITDA	6,869	6,434	7,715	7,653	8,000	24,770	29,802	33,729	36,993	42,830
经调整EBITDA 利润率	19.4%	19.7%	22.0%	21.5%	20.5%	19.5%	21.0%	21.5%	21.5%	22.7%
经调整净利润	4,701	4,580	5,618	4,986	5,257	17,716	20,441	22,391	26,924	31,578
经调整净利润率	13.3%	14.0%	16.0%	14.0%	13.5%	14.0%	14.4%	14.3%	15.6%	16.7%

资料来源:公司财报,国投证券国际预计

二、估值

我们采用 SOTP 估值方法，目标价 86 港元，其中：

1) **主业**：参考港股互联网公司平均估值水平，给予 12 倍 2026 年市盈率估值，对应估值 3,066 亿港元，贡献目标价 70 港元；

2) **可灵 AI**：参考海外及国内大模型公司估值，并考虑可灵 AI 在技术、产品、商业化的领先优势，给予 30 倍 2026 年市销率估值，对应估值 691 亿港元，贡献目标价 16 港元。

此外，我们也测算可灵 AI 2030 年收入潜力（图表 32），给予 2030 年 10 倍市销率估值，并按照 12% WACC 假设贴现至当前，对应的估值约为 767 港元，贡献目标价 18 港元，与基于 2026 年市销率估值基本相当。考虑 2026 年的收入确定性更高，我们最终采用 2026 年预测对可灵 AI 估值。我们对快手的整体估值约为 3,760 亿港元，对应 2026 年整体市盈率水平为 14.7 倍。

我们看好视频&图片生成大模型在影视内容制作、游戏制作、广告素材制作等行业的可观渗透潜力，我们估算（图表 28）到 2030 年潜在市场规模在悲观/中性/乐观预期下达 170 亿美元/230 亿美元/380 亿美元，长期空间有望达 900 亿美元。我们认为当前视频生成领域仍是蓝海竞争，当前的竞争重点为模型能力&产品能力迭代，从而带动专业用户规模及商业化收入增长。考虑行业中长期空间巨大，可容纳多个市场玩家。我们看好快手可灵 AI 维持技术及产品在第一梯队及商业化加速潜力。首次覆盖，给予**买入**评级。

图表 2：快手 SOTP 估值：目标价 86 港元

1) 主业估值		2) 可灵AI估值	
2026年主业净利润	22,391	2026年可灵AI收入预测	2,029
市盈率估值倍数	12.0	市销率估值倍数	30.0
主业估值（百万元）	268,696	可灵AI估值（百万元）	60,863
主业估值（百万港元）	305,216	可灵AI估值（百万港元）	69,135
股数（百万）	4,352	股数（百万）	4,352
目标价贡献（港元）	70	目标价贡献（港元）	16
快手估值（百万港元）		374,351	
对应2026年整体市盈率		14.7	
目标价（港元）		86	
最近收盘价（港元）		61	
潜在涨幅		42%	

资料来源：公司资料，国投证券国际预测

图表 3：港股互联网公司估值参考

公司	股票代码	交易货币	收盘价 (交易货币)	最新市值 (十亿港元)	P/E		P/S		收入 (报表货币, 百万)		净利润 (报表货币, 百万)	
					1FY	2FY	1FY	2FY	1FY	1FY(YoY)	1FY	1FY(YoY)
中国互联网公司												
腾讯控股	700 HK	HKD	514	4,713	16.4	14.5	5.5	5.0	751,249	14%	260,199	17%
阿里巴巴	9988 HK	HKD	136	2,619	24.7	15.9	2.2	2.0	1,035,173	4%	99,300	-37%
网易	9999 HK	HKD	177	573	12.7	11.4	4.2	3.8	121,094	8%	40,783	9%
美团	3690 HK	HKD	77	471	NA	NA	1.1	1.0	365,913	8%	-17,116	-139%
百度	9888 HK	HKD	119	334	14.8	12.7	2.2	2.1	133,622	4%	19,495	3%
携程	9961 HK	HKD	404	273	12.3	10.9	3.4	3.0	70,679	13%	19,743	-38%
京东	9618 HK	HKD	101	297	10.3	9.2	0.2	0.2	1,307,447	13%	26,671	-44%
快手	1024 HK	HKD	61	265	11.3	9.9	1.6	1.5	142,158	12%	20,599	16%
哔哩哔哩	9626 HK	HKD	214	91	33.1	25.8	2.7	2.4	30,166	12%	2,487	11350%
平均					16.9	13.8	2.6	2.3				
独立模型公司												
智谱	2513 HK	HKD	550	265	NA	NA	308.0	141.4	757		-3,697	
MiniMax	100 HK	HKD	753	272	NA	NA	487.2	158.3	71		-326	
平均					NA	NA	487.2	158.3				

资料来源：公司资料，彭博一致预期，国投证券国际（注：截至 2026 年 3 月 2 日）

三、风险提示

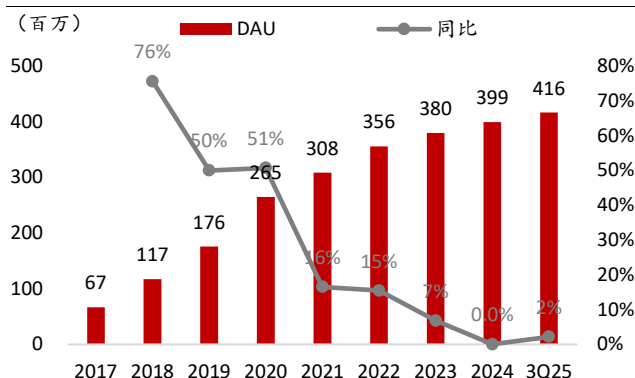
1. 大模型迭代迅速，若竞争对手在技术架构、产品能力方面等重大创新，短期或冲击可灵 AI 用户订阅，进而影响可灵 AI 估值水平。
2. 电商竞争长期维持激烈，并受宏观消费预期影响，若消费预期疲弱、竞对非理性价格竞争、用户/商户补贴，或影响电商 GMV 及收入增长，并影响内循环广告增长。
3. 内容行业为强监管行业，若平台在短视频/直播内容审查/运营出现重大疏漏，或面临监管调查，并影响用户体验，削弱与其他短视频平台竞争的能力。
4. 若平台的用户规模、留存、粘性等数据与竞争对手的差异拉大，或引发平台长期商业化潜力的担忧。

四、公司概况

用户概览

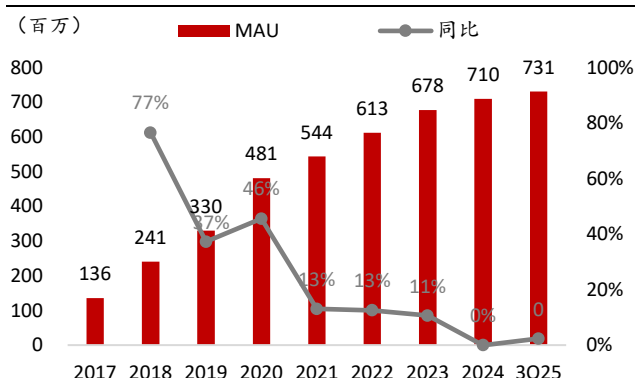
MAU 规模超 7 亿的视频内容社区。快手 app DAU 用户规模在 2018 年 1 月突破 1 亿，在 2019 年底突破 2 亿，3Q21 突破 3 亿，并在 4Q24 突破 4 亿。截至 2025 年 3 季度，快手 DAU 为 4.2 亿，MAU 为 7.3 亿，用户规模在 2017-2020 年之间爆发式增长，2021 年之后进入相对稳健区间，目前保持低个位数平稳水平。从用户粘性角度看，3Q25 DAU/MAU 比为 57%，DAU 用户的日均使用时长为 134 分钟，DAU/MAU 比值及日均使用时长均较 2021 年前增长，反映在用户进入稳健区间后，用户粘性有提升趋势。

图表 4：3Q25 快手 DAU 为 4.16 亿



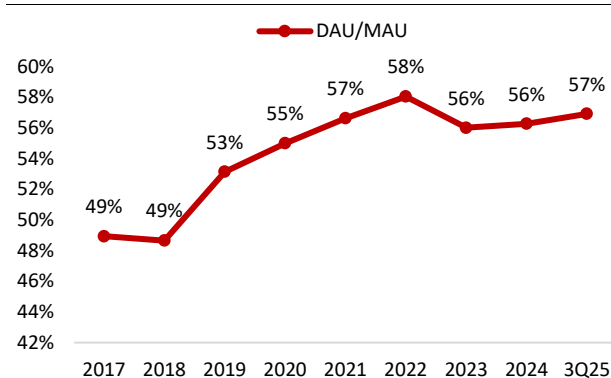
资料来源：公司财报，国投证券国际（注：MAU 及 DAU 为快手 App 数据）

图表 5：3Q25 快手 MAU 为 7.3 亿



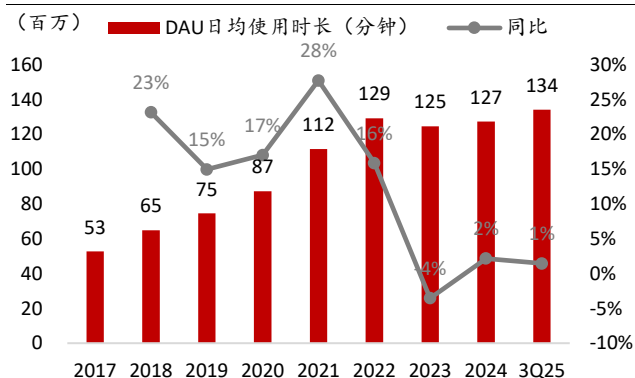
资料来源：公司财报，国投证券国际（注：MAU 及 DAU 为快手 App 数据）

图表 6：DAU 用户粘性较高



资料来源：公司财报，国投证券国际

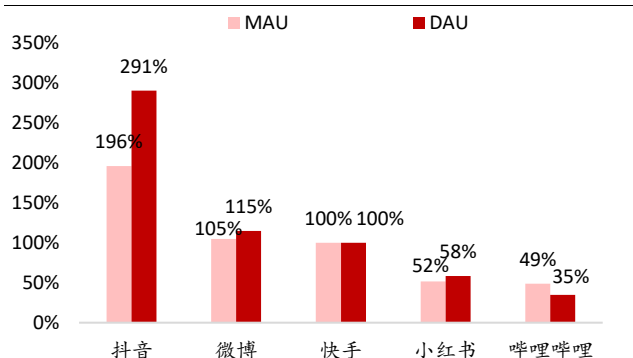
图表 7：目前 DAU 日均使用时长约 130 分钟



资料来源：公司财报，国投证券国际

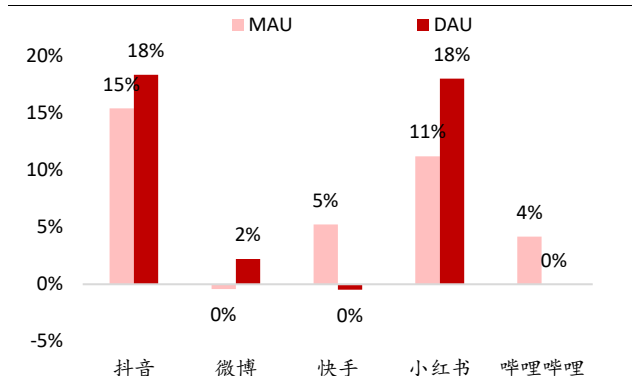
用户规模横向对比其他内容平台：根据 QuestMobile 数据，2025 年 1-10 月，抖音平均 MAU/DAU 约为快手的 1.96 倍/2.91 倍，差距较 2024 年同期有扩大趋势，微博的 MAU/DAU 约为快手的 105%/115%，小红书的 MAU/DAU 约为快手的 52%/58%，哔哩哔哩的 MAU/DAU 约为快手的 49%/35%。从用户的增速角度，目前抖音、小红书仍展现出快于行业的 MAU 及 DAU 增速。我们认为平台的用户规模、用户粘性（使用时长）的增长，取决于内容品类拓展、内容运营、社区氛围等因素。

图表 8：其他内容平台 MAU/DAU 相较快手的体量（以快手规模为基数）



资料来源：QuestMobile，国投证券国际（注：数据为 2025 年 1 月-10 月的平均数据）

图表 9：内容平台用户规模同比增速对比：抖音、小红书仍有快于行业的增速



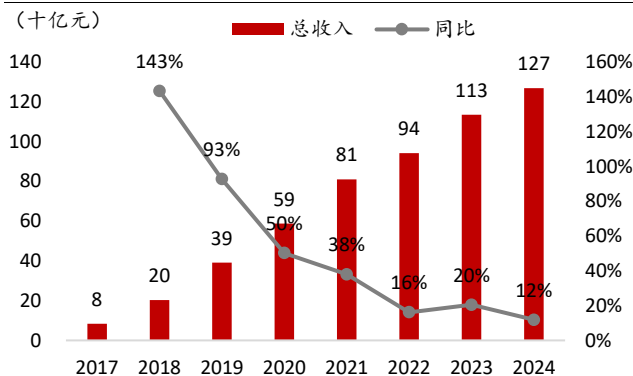
资料来源：QuestMobile，国投证券国际（注：数据为 2025 年 1 月-10 月的平均数据，相比去年同期平均数）

财务概览

快手成立于 2011 年，当年推出 GIF 快手，用户可制作 GIF 动图并分享，并逐步发展为短视频制作及分享，2013 年推出短视频社交平台，2016 年推出直播功能，2017 年开始商业化，以直播打赏为主，成为当时全球范围内直播收入领先的平台，并开始拓展线上营销服务商业化，2018 年开始发展电商业务，商业化进入快速发展阶段。

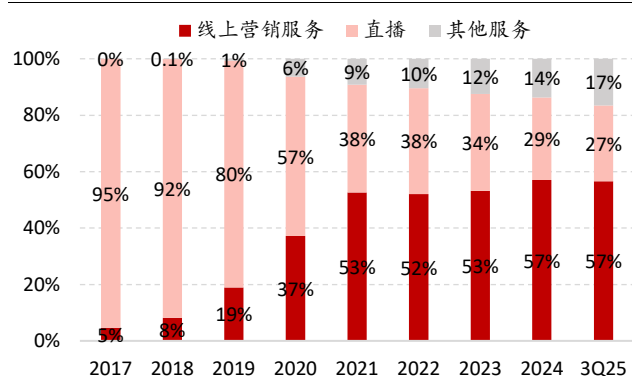
年收入超千亿元，广告收入贡献占比近 60%。快手的收入来自线上营销服务、直播、其他服务（主要为电商），早期收入主要用直播业务贡献，自 4Q20 开始，线上营销服务收入占比提升至 47%，超过直播，成为收入贡献最大的业务分部，截止 3Q25，在线营销服务贡献收入的 57%，是增长核心驱动。快手总收入在 2023 年突破 1,100 亿元，2024 年进一步增至 1,270 亿元，同比增 12%，2017-2024 CAGR 为 48%。

图表 10：快手总收入：2023 年收入突破 1,100 亿元，2017-2024 CAGR 为 48%



资料来源：公司财报，国投证券国际

图表 11：收入结构：2021 年起线上营销成为主要收入来源

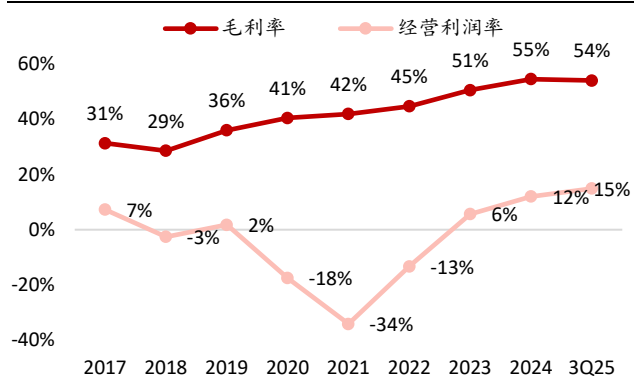


资料来源：公司财报，国投证券国际

利润侧：毛利层面，截至 3Q25，公司整体毛利率水平为 54%，较商业化初期有明显的提升，主要因高毛利的在线营销服务收入占比提升。3Q25 经营费用率合计占收入比为 42%，其中营销费用占收入比为 29%，自 2022 年起，该占比从峰值 50%+ 的水平回落，费用管控取得进展，在 1Q23 公司实现扭亏为盈，2023 年、2024 年全年经调整净利润为 103 亿元、177 亿元，净利润率为 9.1%、14%。截至 3Q25，公司净利润率为 14%。

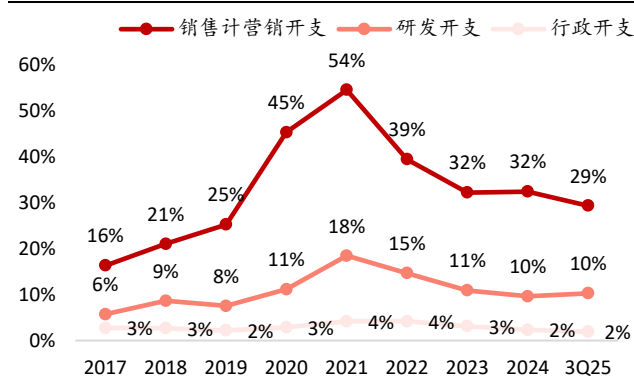
从国内及海外业务分布看，公司 1Q22 开始披露海外业务的经营亏损表现，追溯至 1Q21。2021-2024 年，海外亏损为 120 亿元、66 亿元、28 亿元，逐步收窄；国内业务的经营利润率从 2022 年的 0.2%，提升至 2023 年的 10%、2024 年的 12.9%，3Q25 提升至 15.7%。

图表 12：毛利率&经营利润率



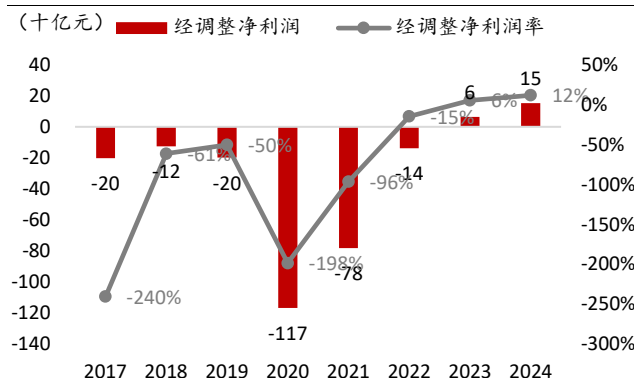
资料来源：公司财报，国投证券国际

图表 13：三费开支占收入比



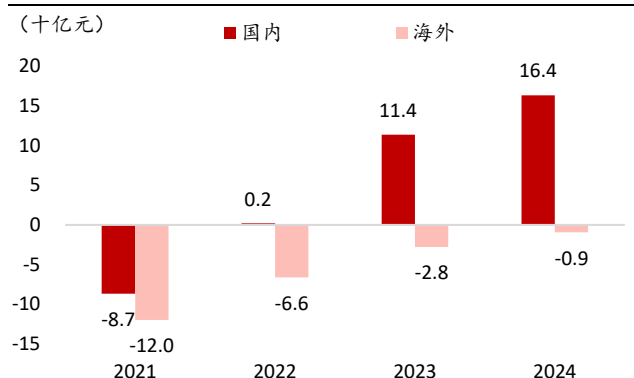
资料来源：公司财报，国投证券国际

图表 14：经调整净利润



资料来源：公司财报，国投证券国际

图表 15：国内及海外经营利润拆分



资料来源：公司财报，国投证券国际

股价复盘

复盘公司股价:快手于2021年2月5日上市, IPO定价为115港元, 首日股价涨幅161%, 2021年8月5日解禁, 股价当日收盘价89港元, 当日跌幅15%。从解禁后的股价走势看, 股价整体在区间震荡。**影响股价的核心因素包括:** 1) 监管对直播打赏指导、直播/短视频内容监管等。内容领域具备强监管惯例, 业务更新速度快, 监管或滞后于企业产品迭代, 监管指导落地, 或引发短期恐慌情绪; 2) 竞争: 内容平台的商业模式为流量变现, 平台的用户增速、DAU 用户时长等表现数据, 当用户数据走弱, 或与抖音的差距拉大, 或引发对平台的商业化增长潜力的担忧。3) 产品迭代: 重磅产品更新 (如广告和直播电商), 将影响市场对公司商业化前景的预期, 从而影响股价。

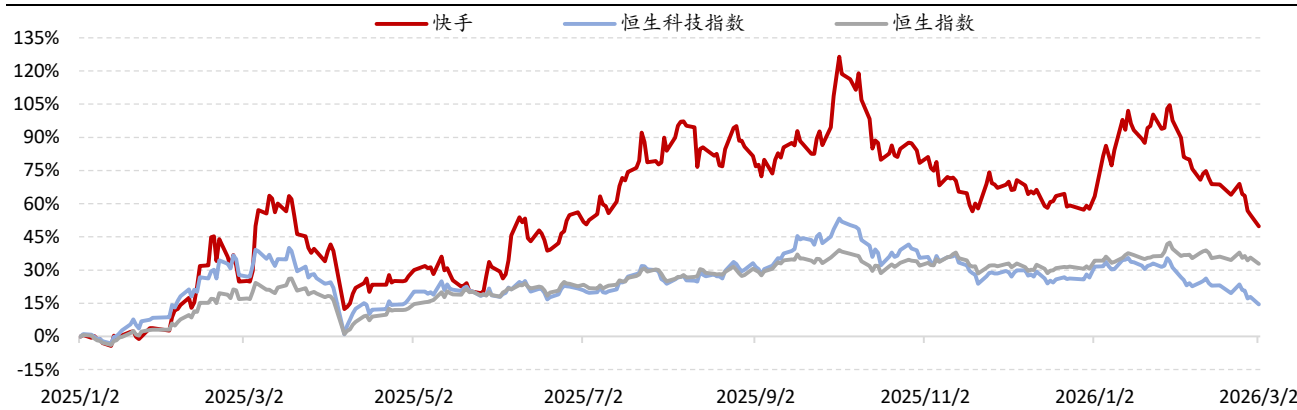
2025 年以来的股价表现强势: 2025 年快手股价涨幅 55%, 对比恒生指数+28%/恒生科技指数+23%, 表现好于大盘, 主要受益于快手可灵 AI 的技术及产品迭代, 商业化迭代加速。2026 年 1 月, 快手累计涨幅 25%, 受可灵流水表现强劲驱动, O1 模型产品迭代, 2 月以来回落 24%, 我们认为主要受市场对可灵 AI 竞争格局过度反应、电商及直播潜在业务调整的担忧影响。从估值角度, 当前快手估值 1FY 前瞻市盈率约为 10.4 倍, 低于恒生科技指数 24.9x、恒生指数 12.7x, 估值相对吸引。

图表 16: 上市解禁后快手股价走势: 2025 年至今受可灵 AI 驱动



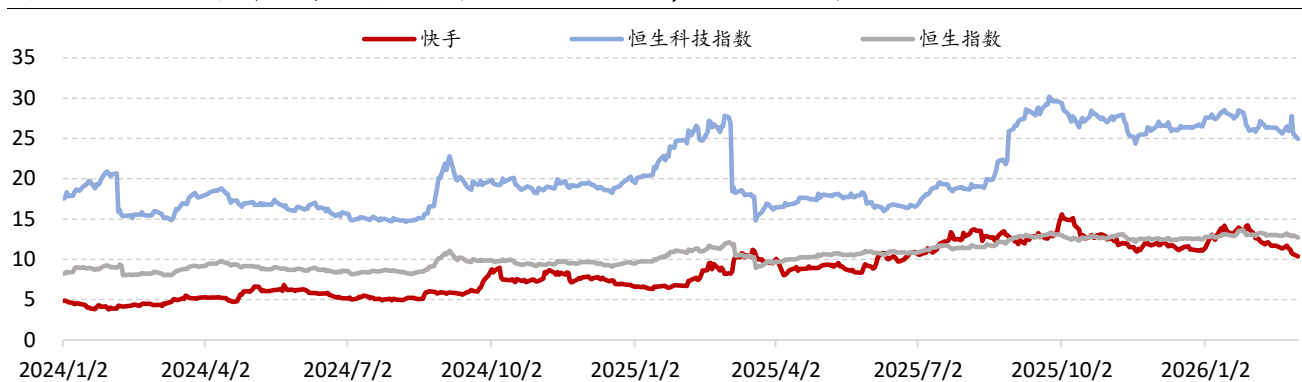
资料来源: 公司资料, 国投证券国际 (截至 2026 年 3 月 2 日)

图表 17: 2025 年至今快手股价涨幅大幅跑赢恒生科技指数及恒生指数



资料来源: 公司资料, 国投证券国际 (注: 截至 2026 年 3 月 2 日)

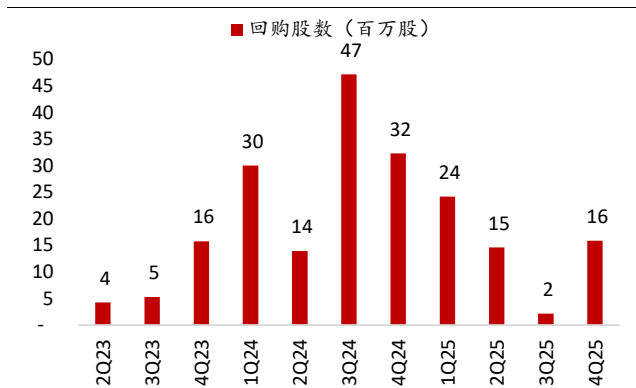
图表 18: 1FY 前瞻市盈率走势: 快手目前约为 10.4x, 低于恒生科技指数 24.9x、恒生指数 12.7x



资料来源: 公司资料, 国投证券国际 (注: 截至 2026 年 3 月 2 日)

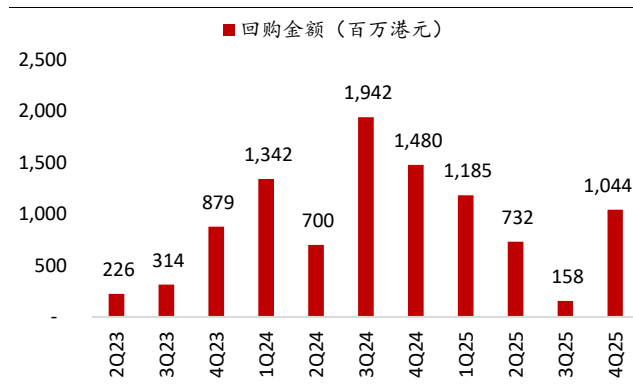
回购: 自 2023 年 2 季度开始回购, 2023/2024/2025 年回购金额为 14 亿港元、55 亿港元、31 亿港元, 回购 2,500 万股、1.2 亿股、5,700 万股。

图表 19: 2025 年回购 5,678 万股



资料来源: 公司资料, 港交所, 国投证券国际

图表 20: 2025 年回购金额约为 31 亿港元



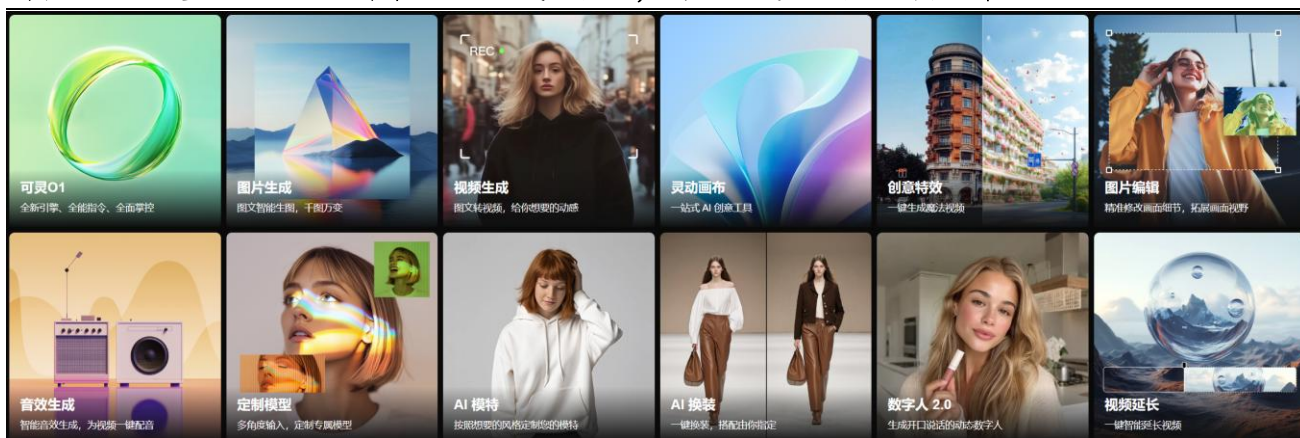
资料来源: 公司资料, 港交所, 国投证券国际

五、可灵 AI：中长期估值提升主要驱动

可灵 AI：新一代 AI 创意生产力工具

可灵 AI 定位新一代 AI 创意生产力工具。可灵 AI 于 2024 年 6 月 6 日上线，以视频&图片人、视频延长等，集成文生视频、图生视频、视频延长、对口型、运动笔刷、AI 特效等全球领先的视频生成能力。目前可灵 AI 提供丰富的 AI 图片、AI 视频及相关可控编辑能力，最高支持 15 秒视频生成。根据可灵 AI 发布一周年数据，截至 2025 年 7 月，累计迭代超 30 次，全球用户突破 4500 万，累计生成视频超 2 亿个，图片超 4 亿张，为超过 2 万家企业客户提供 API 服务。截至 2025 年 12 月，可灵 AI 全球用户突破 6,000 万，累计生成视频超 6 亿个，累计合作企业用户超 3 万家，广泛应用于广告营销、电商、短剧、动画、游戏等专业创意内容制作场景。

图表 21：可灵 AI 功能：以图片&视频生成为核心，向一站式 AI 创意工具延伸



资料来源：可灵 AI 官网，国投证券国际

可灵 3.0 系列模型全面上线，展现工业级内容生产能力。2026 年 2 月 5 日，可灵正式全球上线 3.0 系列模型，包括可灵视频 3.0、可灵视频 3.0Omni 及可灵图片 3.0、可灵图片 3.0Omni 模型，在叙事控制力、AI 视频生成一致性等方面有显著提升。可灵 3.0 系列模型基于 All-in-One 产品理念，多模态（文本、图像、音频和视频）任务统一融入单一原生模型架构，能遵循复杂叙事逻辑，实现精准镜头控制。

- **可灵视频 3.0：**电影级叙事与精准掌控。亮点包括：1) 单次生成视频时长从 10 秒提升至 15 秒，长镜头和剧情转折能力提升；2) 实现智能多镜头叙事，动态调整机位角度和镜头；3) 模型支持多语言，复杂角色对话中每个角色可使用不同语言；4) 高精度保留/生成文本（如标志、字幕、品牌元素等）。
- **可灵视频 3.0 Omni：**亮点包括：1) 全能参考和一致性：创作者可上传参考视频，模型提取人物的视觉特征和声音特征，并在全新场景中复现；2) 多镜头故事：创作者可为每个镜头指定时长、镜头大小、视角、叙事内容、镜头运动。
- **可灵图片 3.0Omni：**支持 2k/4K 超高清输出，保留纹理、光影及材质品质，覆盖从虚拟场景可视化到完整专业场景生成。

图表 22：重要模型及功能迭代

模型	时间	升级内容
可灵1.0	2024/6/6	正式发布，官网同步上线并开放邀测，成为全球首个面向公众开放的真实影像级视频生成工具
可灵1.5	2024/9/19	直出 1080P 高清视频 画面美感及运动合理性、文本响应度均有明显提升 新增「运动笔刷」功能 「图生视频」功能新增支持 10 秒时长，标准模式下支持增加尾帧
可灵1.6	2024/12/19	文本响应度、画面美感及运动合理性，均有明显提升 内部评测比 1.5 模型整体效果提升 195%
可灵2.0	2025/4/15	在动态质量、语义响应、画面美学等维度，保持全球领先
可灵2.1	2025/5/29	低成本、高速度、1080p 高清
可灵 2.5 Turbo	2025/9/26	定价下调30% 提示词理解与时序控制更精准 构图光影突破性升级 高速动态质量更流畅更稳定
可灵O1	2025/12/1	可灵AI“全能灵感周”，发布全球首个统一多模态视频大模型可灵O1，引入MVL（多模态视觉语言）交互架构，单一输入框内无缝融合多种任务
可灵2.6	2025/12/3	首个音画同出模型，上线音色控制和动作控制功能，实现30秒武打级动作、表情、手势全掌控
可灵3.0	2026/2/5	视频叙事与控制深度进化,全能参考，音画合一：图片 3.0 Omni4K超清叙事感，批量生成

资料来源：可灵 AI 官网，国投证券国际

技术及产品能力维持在第一梯队。根据 Artificial Analysis 数据，目前可灵 AI 3.0 Pro 在文字生成视频模型基准测试排名中位列第一，可灵 2.5 Turbo 在图片生成视频模型基准测试中排名第三。我们观察自可灵 AI 推出后，在基准测试中的排名持续维持在前列，为第一梯队。可灵 AI 技术亮点主要为长视频稳定生成、主体一致性、多模态交互、专业影视级控制、工程化效率。我们认为视频生成领域的关键技术点为模型的连贯性、稳定性。考虑 P 端客户对产品的期待和要求较普通 C 端用户高、付费意愿更高，技术及产品能力维持领先有望保持客户粘性。

图表 23：文字生成视频模型基准测试排名

Ti	Creator Ti	Model Ti	ELO Ti	95% CI	Samples Ti	Released Ti	API Pricing ¹ Ti
1	KlingAI	Kling 3.0 1080p (Pro)	1,243	-11/11	3,883	Feb 2026	\$13.44 /min
2	KlingAI	Kling 3.0 Omni 1080p (Pro)	1,234	-11/11	3,588	Feb 2026	\$13.44 /min
3	PixVerse	PixVerse V5.6	1,238	-12/12	3,452	Feb 2026	\$9.00 /min
4	xAI	grok-imagine-video	1,227	-9/9	5,293	Jan 2026	\$4.20 /min
5	Runway	Runway Gen-4.5	1,225	-8/8	8,065	Dec 2025	No API available
6	Vidu	Vidu Q3 Pro	1,225	-9/9	5,349	Jan 2026	\$9.60 /min
7	Google	Veo 3	1,221	-12/12	3,136	Jul 2025	\$12.00 /min
8	KlingAI	Kling 3.0 Omni 720p (Standard)	1,219	-12/12	3,426	Feb 2026	\$10.08 /min
9	KlingAI	Kling 3.0 720p (Standard)	1,218	-11/11	3,954	Feb 2026	\$10.08 /min
10	Google	Veo 3.1	1,218	-11/11	3,807	Jan 2026	\$12.00 /min

资料来源：Artificial Intelligence，国投证券国际（截至 2026 年 3 月 2 日）

图表 24：图片生成视频模型基准测试排名

Ti	Creator Ti	Model Ti	ELO Ti	95% CI	Samples Ti	Released Ti	API Pricing ¹ Ti
1	xAI	grok-imagine-video	1,336	-9/9	5,439	Jan 2026	\$4.20 /min
2	PixVerse	PixVerse V5.6	1,301	-12/12	3,335	Feb 2026	\$9.00 /min
3	KlingAI	Kling 2.5 Turbo 1080p	1,299	-11/11	3,858	Sept 2025	\$4.20 /min
4	KlingAI	Kling 3.0 Omni 1080p (Pro)	1,298	-11/11	3,478	Feb 2026	\$13.44 /min
5	Vidu	Vidu Q3 Pro	1,292	-9/9	5,387	Jan 2026	\$9.60 /min
6	KlingAI	Kling 3.0 1080p (Pro)	1,291	-11/11	3,884	Feb 2026	\$13.44 /min
7	PixVerse	PixVerse V5.5	1,278	-11/11	3,766	Dec 2025	\$6.40 /min
8	KlingAI	Kling 2.6 Standard (January)	1,275	-10/10	4,236	Jan 2026	Coming soon
9	PixVerse	PixVerse V5	1,273	-10/10	4,745	Aug 2025	\$6.40 /min
10	Runway	Runway Gen-4.5	1,272	-12/12	3,267	Dec 2025	No API available

资料来源：Artificial Intelligence，国投证券国际（截至 2026 年 3 月 2 日）

订阅价格：可灵 AI 自 2024 年 7 月底推出会员制度，目前已搭建完善会员体系。当前可灵 AI 的连续包月/包季的折扣为 87 折/77 折，以连续包月套餐为例，黄金/铂金/钻石/黑金会员的折后价为 58 元/234 元/586 元/1,149 元，高于 2C 产品的订阅，主要考虑其定位为生产力工具，主要面向付费意愿及能力更高的 P 端用户（Prosumer）。从包月会员的每月生成视频和图片数量角度看，连续包月的黄金会员（入门级）每月可生成 3,300 张图片或 33 个视频，黑金会员（最高级）每月可生成 13 万张图片或 1,300 个视频。

图表 25：可灵 AI 会员订阅价格

会员类型	刊例价 (元)	首月/季 (元)	首期折扣	续月/季/年 (元)	续期折扣	灵感值价格 (元/100灵感值)	每月灵感值	对应每月生成 图片数量 (张)	对应每月生成 视频数量 (个)
连续包月	黄金会员	66	46	70%	58	88%	8.79	660	3,300
	铂金会员	268	186	69%	234	87%	7.80	3,000	15,000
	钻石会员	666	466	70%	586	88%	7.33	8,000	40,000
	黑金会员	1,314	916	70%	1,149	87%	4.42	26,000	130,000
连续包季	黄金会员	198	139	70%	152	77%	7.68	660	3,300
	铂金会员	798	559	70%	614	77%	6.82	3,000	15,000
	钻石会员	1,998	1,399	70%	1,538	77%	6.41	8,000	40,000
	黑金会员	3,949	2,759	70%	3,049	77%	3.91	26,000	130,000
年度会员	黄金会员	792			554	70%	5.03	660	3,300
	铂金会员	3,192			2,234	70%	4.44	3,000	15,000
	钻石会员	7,992			5,594	70%	4.16	8,000	40,000
	黑金会员	15,768			11,079	70%	2.53	26,000	130,000
季度会员	黄金会员	198			178	90%	8.99	660	3,300
	铂金会员	798			718	90%	7.98	3,000	15,000
	钻石会员	1,998			1,798	90%	7.49	8,000	40,000
	黑金会员	3,949			3,549	90%	4.55	26,000	130,000

资料来源：可灵 AI 官网，国投证券国际（截至 2026 年 3 月 2 日）

API 定价：我们可灵 O1 和可灵 2.6 的 API 价格为例，Q1 模型生成 1 秒标准/高品质视频的单价在 0.6-1.2 元区间，可灵 2.6 图生视频 10 秒的价格在 5-10 元。我们认为，随着模型架构及技术迭代，视频生成模型价格或有下降可能，并将进一步促进业务量增长，扩大用户规模。

图表 26：可灵 AI 最新模型的 API 收费

支持能力	规格	资源包扣减积分个数	单价（原价）
Kling-Video-O1			
视频生成	标准（std）x 1s 时长 x 有参考视频	0.9	¥0.9
	标准（std）x 1s 时长 x 无参考视频	0.6	¥0.6
	高品质（pro）x 1s 时长 x 有参考视频	1.2	¥1.2
	高品质（pro）x 1s 时长 x 无参考视频	0.8	¥0.8
Kling-V2-6			
文生视频	高品质（pro）x 5s 时长 x 无声 x 未指定音色	2.5	¥2.5
图生视频	高品质（pro）x 10s 时长 x 无声 x 未指定音色	5.0	¥5.0
首尾帧	高品质（pro）x 5s 时长 x 有声 x 未指定音色	5.0	¥5.0
	高品质（pro）x 10s 时长 x 有声 x 未指定音色	10.0	¥10.0
	高品质（pro）x 5s 时长 x 有声 x 有指定音色	6.0	¥6.0
	高品质（pro）x 10s 时长 x 有声 x 有指定音色	12.0	¥12.0
	高品质（pro）x 5s 时长 x 无声 x 未指定音色	2.5	¥2.5
	高品质（pro）x 10s 时长 x 无声 x 未指定音色	5.0	¥5.0
	高品质（pro）x 5s 时长 x 有声 x 未指定音色	5.0	¥5.0
	高品质（pro）x 10s 时长 x 有声 x 未指定音色	10.0	¥10.0
	高品质（pro）x 5s 时长 x 有声 x 有指定音色	6.0	¥6.0
	高品质（pro）x 10s 时长 x 有声 x 有指定音色	12.0	¥12.0
动作控制	标准（std）x 1s 时长	0.5	¥0.5
	高品质（pro）x 1s 时长	0.8	¥0.8
Kling-V2-5-Turbo			
文生视频	标准（std）x 5s 时长	1.5	¥1.5
图生视频	标准（std）x 10s 时长	3.0	¥3.0
首尾帧	高品质（pro）x 5s 时长	2.5	¥2.5
	高品质（pro）x 10s 时长	5.0	¥5.0
	高品质（pro）x 5s 时长	2.5	¥2.5
	高品质（pro）x 10s 时长	5.0	¥5.0

资料来源：可灵 AI 官网，国投证券国际（截至 2026 年 3 月 2 日）

商业化进展：流水在快速增长通道，ARR（年度经常收入）已达 2.4 亿美元。根据快手披露数据，可灵 AI ARR 在 2025 年 3 月（上线 10 个月）突破 1 亿美元，4 月及 5 月的单月流水均突破 1 亿元。2025 年 1/2/3 季度，可灵收入为 1.5 亿元、2.5 亿元、3 亿元，3Q25 业绩会指引全年收入超 1.4 亿美元（约 10 亿元），较年初目标翻倍。2026 年 1 月 13 日，公司宣布可灵 AI 2025 年 12 月收入突破 2,000 万美元，对应 ARR 达 2.4 亿美元。此外，从业绩电话会信息梳理可灵 AI 进展，2025 年 2 季度，可灵 AI 实现推理层面的毛利转正。我们预计随着业务规模增加，毛利率将有较大提升潜力。

图表 27：可灵 AI 进展披露

财报季	披露可灵AI进展
3Q25	预计2025年全年收入1.4亿美元，较年初目标（6,000万美元）翻倍
2Q25	可灵AI相关的资本开支已较年初预算翻倍。可灵AI已经实现推理层面毛利转正。预计可灵AI全年收入较年初目标翻倍
1Q25	P端用户占比70%；API服务超1万企业客户；推理层面实现盈亏平衡；对AI的投入预计对全年利润率的影响为1%-2%
4Q24	截止2025年2月，可灵AI商业化收入超过1亿元
3Q24	累计用户超500万，累计生成超5100万个视频和1.5亿张图片，2024年9月，MAU超150万，月流水超1000万元
2Q24	可灵AI用户规模超100万

资料来源：公司业绩会，国投证券国际

长期空间测算

图片及视频生成工具在影视内容制作、游戏制作、广告素材制作等行业有可观运用潜力。我们从潜在渗透率角度测算长期空间，并给予成本节省折扣，我们估算，到 2030 年模型生成的潜在市场规模在悲观/中性/乐观预期下达 170 亿美元/230 亿美元/380 亿美元，长期空间有望达 900 亿美元。作为参考，可灵 AI 负责人盖坤在 2025WAIC 大会（2025 年 7 月 27 日）上分享，快手内部测算全球视频制作产业链市场规模为千亿美元量级。

图表 28：长期空间测算：从行业渗透率角度考虑

十亿美元	2025E	2030E 悲观	2030E 中性	2030E 乐观	长期空间
全球影视内容支出规模	445	635	635	635	635
AIGC 渗透率假设		2.0%	2.6%	3.0%	10.0%
成本节省假设		40%	40%	40%	40%
影视制作TAM		5.1	6.6	7.6	25.4
全球数字广告规模	1,080	1,445	1,445	1,445	1,445
AIGC 渗透率假设		2.0%	2.7%	5.0%	10.0%
成本节省假设		40%	40%	40%	40%
广告营销制作TAM		11.6	15.6	28.9	57.8
全球游戏市场规模	189	224	224	224	224
制作投入占比假设	30%	30%	30%	30%	30%
全球游戏制作投入规模	57	67	67	67	67
AIGC 渗透率假设		1.0%	2.2%	5.0%	20.0%
成本节省假设		40%	40%	40%	40%
游戏制作TAM		0.3	0.6	1.3	5.4
潜在TAM		17	23	38	89

资料来源：The Information, Newzoo, Statista, 国投证券国际估算（注：红色标记数字为我们的假设）

竞争格局

当前全球范围内，视频生成领域的主要玩家除可灵外，还有 OpenAI Sora 系列模型、谷歌 Veo 系列模型、爱诗科技拍我 AI/PixVerse、字节跳动即梦 AI、MiniMax 海螺 AI、Runway、Midjourney 等。我们梳理了不同公司的业务进展如下。

- 1) 字节跳动即梦 AI：2024 年 5 月上线，用户规模快速发展，2025 年 11 月 MAU 超 1,200 万。
- 2) MiniMax 海螺 AI：据公司招股书，2025 年前 9 个月，海螺 AI 收入为 1,700 万美元，占 MiniMax 总收入的 33%，累计用户超 4,200 万，MAU 为 560 万。
- 3) 爱思科技 PixVerse：2024 年 1 月在海外上线，2024 年 11 月开始商业化，并在 2025 年 6 月在国内上线，2025 年 10 月超 4,000 万美元，全球用户规模突破 1,600 万。
- 4) 生数科技 Vidu：2024 年 7 月上线，源自清华大学人工智能研究所。上线 8 个月 ARR 突破 2,000 万美元。
- 5) OpenAI Sora：2024 年 2 月、2025 年 9 月发布 Sora 1、Sora2，是视频生成领域的先行者。目前 Sora 的服务打包在 OpenAI 订阅服务中。
- 6) 谷歌 Veo 3.1：2025 年 10 月发布 Veo 3.1，Veo 系列模型服务包含在 Google AI 订阅服务。
- 7) 此外，Runway/Midjourney 等以图片生成为主的公司逐步向视频生成领域布局。

图表 29：主要视频生成模型玩家对比

	可灵AI	拍我AI/PixVerse	海螺AI	即梦AI	谷歌Veo	Sora	Runway	Midjourney
公司	快手	爱诗科技	Minimax	字节跳动	Alphabet	OpenAI	美国创业公司 Runway	美国创业公司 Midjourney
上线时间	2024/6/6	2024年1月海外上线 2025年6月国内上线	2024年8月底	2024年5月	2024/5/14	2024/2/16	2018年	2022/7/12
最新底座模型	可灵 3.0	PixVerse V5.6	Hailuo 2.3	Seedance 2.0	Veo 3.1	Sora 2	Runway Gen-4.5	Midjourney Video V1
更新时间	2026/2/5	2026年1月	2025/10/28	2026/2/12	2025/10/15	2025/9/30	2025/12/1	2025/6/18
用户规模	全球用户超4,500万 (2025年7月披露)	全球用户规模已突破1亿，MAU为1,600万 (2025年10月披露)	截至2025年9月，累计用户超4200万，月活560万+，付费用户31万	MAU 1,274万 (2025年11月,Xsignal数据)		OpenAI周月活突破8亿 (2025年10月)		2025年2月，宣布Discord会员超2100万
商业化数据	预计2025年收入1.4亿美元 (3Q25业绩会)	ARR 4,000万美元 (2025年10月披露)	2025年前三季度营收1746.4万美元 (占总营收32.6%)	2025年4月，官方披露累计收入超1亿元。Sensor Tower数据显示，2025年10月即梦AI全球月收入约为70万美元 (人民币500万元)	Veo系列模型收入被包含在 Gemini 订阅服务、Google Cloud (Vertex AI) 和广告业务等整体收入中	OpenAI 整体 ARR 在2025年6月达到100亿美元，Sora 主要通过 ChatGPT Plus 订阅和 API 提供服务	2024年12月ARR达8400万美元，2025年6月ARR超过9000万美元，2025年底目标ARR为2.65亿美元 (The information)	2025年2月，宣布ARR达到5亿美元
运营数据	累计生成超2亿个视频和4亿张图片 (2025年7月披露)	截至2025年8月31日，PixVerse (拍我AI) 开放平台在過去半年里通过API生成的视频数量突破1000万个	截止2025年6月，已帮助创作者生成超3.7亿个视频		Flow 平台视频生成总量超2.75亿个 (2025年10月)	每天生成数百万条10秒AI视频 (2025年10月)		

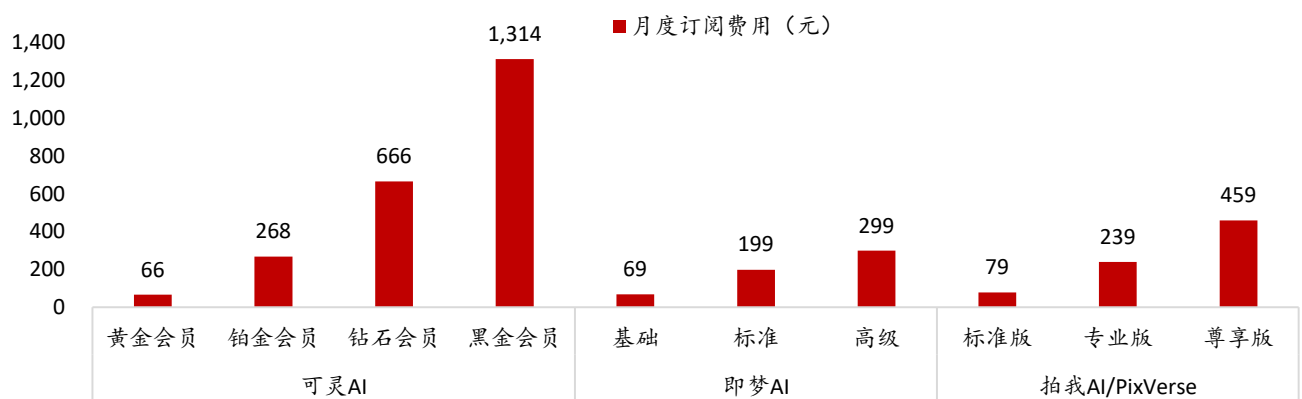
资料来源：各公司官网，国投证券国际

从商业化角度看，模式主要包括用户订阅、API 调用收费。视频/图片生成领域，专业内容生产者的占比较高，付费意愿及粘性较强。

对于竞争格局的看法：我们认为当前视频生成领域仍是蓝海竞争，当前的竞争重点为，模型能力、产品能力迭代，从而带动专业用户规模及商业化收入增长。考虑行业中长期空间巨大，可容纳多个市场玩家。

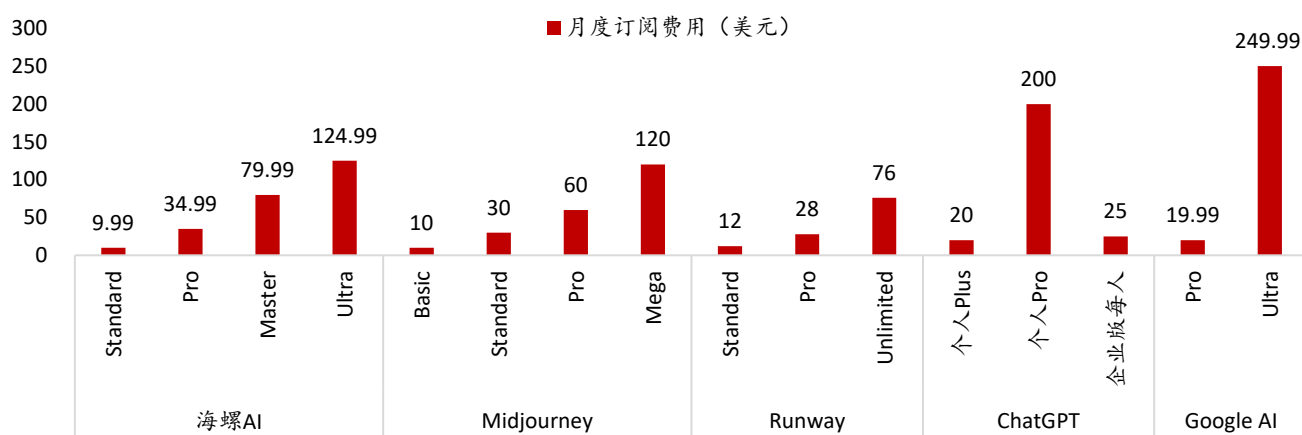
订阅价格对比：以基础等级会员的月度费用对比看，可灵 AI 为 66 元，即梦 AI 为 69 元，拍我 AI 为 79 元，可灵 AI 与即梦 AI 基本相当，对比海外基础月费在 10-20 美元之间，国内及海外的入门会员费用基本看齐。Google AI 及 OpenAI 均是旗下产品的打包订阅，将视频生成产品纳入会员权益。

图表 30：月度订阅费用对比：基础级月费在 66-79 元之间



资料来源：各公司官网，国投证券国际

图表 31：月度订阅费用对比：基础月费在 10-20 美元之间



资料来源：各公司官网，国投证券国际

可灵收入潜力测算

我们从订阅收费 API 收费两个角度测算可灵 AI 潜在收入。基于公司披露的 2025 年 12 月 ARR 达到 2.4 亿美元，及此前披露的 70% 收入来自 P 端用户，1) 我们以月度订阅均价假设，反推订阅用户规模，并给与订阅用户规模及均价增速假设，2) 我们以 API 收费均价（基于 Artificial Analysis 数据），反推时长，并给与 API 价格及时长增速假设。我们估算，2026 年可灵 AI 收入 2.95 亿美元，预计到 2030 年有望突破 15 亿美元。此外，我们认为，随着模型能力迭代，未来为或为企业定制服务的变现机会。

图表 32：可灵 AI 收入测算

	2025年底ARR	2026E*	2027E	2028E	2029E	2030E
订阅用户（百万）	1.7	1.9	2.4	3.1	3.9	4.7
增长假设		10%	30%	29%	25%	20%
订阅均价（美元/月）	8.3	9	10	11	12	13
增长假设		8%	10%	10%	10%	10%
P端用户订阅费用（百万美元）	168	200	285	405	557	735
增长假设						
占比	70%	68%	62%	57%	53%	48%
API 收费（百万美元）	72	95	172	301	499	809
增长假设		32%	81%	75%	66%	62%
占比	30%	32%	38%	43%	47%	52%
API 价格（美元）	9	10	12	15	18	22
增长假设		10%	25%	25%	20%	20%
时间（百万分钟）	8	10	14	20	27	37
增长假设		20%	45%	40%	38%	35%
合计（百万美元）	240	295	458	706	1,056	1,544
同比			55%	54%	49%	46%

资料来源：快手，Artificial Analysis，国投证券国际估算（注：2025 年 ARR 中蓝色数据为我们的估算，红色数据为我们的假设；2026E 的增速假设基于 2025 年底 ARR，非同比）

主要模型估值参考

海外参考：OpenAI 目前估值 8,500 亿美元，对应 2025 年的市销率为 65 倍，2030 年收入目标提升至 2,800 亿美元，对应 2030 年收入预期的市销率为 3 倍。Anthropic 最新 ARR（2026 年 2 月）为 140 亿美元，当前估值 3,800 亿美元，对应最新 ARR 为 27 倍，2026/2027 年收入目标为 180/550 亿美元，隐含对应 2026E/2027E 市销率为 21.1x/6.9x。此外，我们整理了其他多家主流海外大模型的最新估值及收入目标，隐含的 2025/2026E 市销率均值为 34.7x/19.7x（图表 34），主要反映收入提升预期的加快增长。

图表 33：海外主要大模型公司估值

公司	成立时间	主要产品	最新估值（十亿美元）	最新估值时间
OpenAI	2015年	ChatGPT、GPT-4o/5 系列、Sora（文生视频）、DALL·E 3、API 服务、企业版 ChatGPT	850	2026年2月
Anthropic	2021年	Claude 3/4 系列大模型（长文本、安全合规）、企业 API 服务	380	2026年2月
xAI	2023年	Grok 系列大模型、Grok Vision、X 平台 AI 集成	250	2026年2月
Mistral AI	2023年	Mixtral、Mistral Large、开源 / 闭源大模型、企业 API	14.0	2025年9月
Midjourney	2022年	Midjourney V6/V7（文生图 / 图生图）、Discord 平台服务	10.0	2025年6月
Cohere	2019年	Cohere Command、Embed、Rerank、企业级 NLP 与生成模型	6.8	2025年8月
Runway	2018年	Gen-2/3（文生视频 / 图生视频）、AI 视频编辑工具、企业 SaaS	5.3	2026年2月
Inflection AI	2022年	Inflection-2、Pi（个人 AI 助手）、企业级对话模型	4.5	2026年1月
Luma AI	2021年	Ray 3（文生视频）、Luma NeRF（3D 重建）、DreamFusion（文本转 3D）	4.0	2025年11月
Character.AI	2021年	Character.AI 平台（AI 角色对话）、企业定制角色模型	2.5	2026年2月
Leonardo AI	2021年	文生图 / 图生图、商业素材生成、API 服务、C 端订阅工具	1.5	2025年8月
Pika Labs	2023年	Pika 1.0（文生视频 / 图生视频）、视频编辑与风格化工具	0.9	2026年1月

资料来源：公司官网，The Information/ TechCrunch 等媒体，国投证券国际

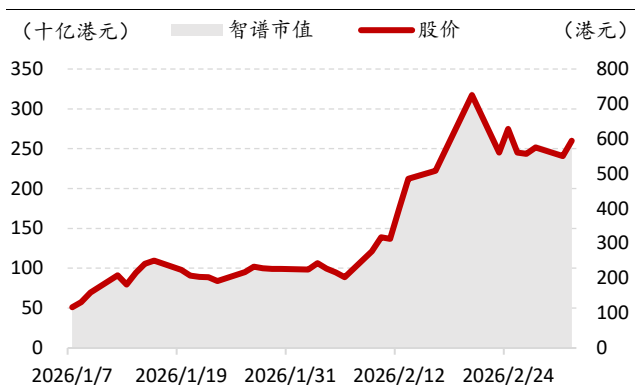
图表 34：海外主要大模型公司市销率估算

公司	最新ARR（百万美元）	最新ARR时间	收入（百万美元）				最新ARR	对应 P/S			
			2025年	2026E	2027E	2030E		2025年	2026E	2027E	2030E
OpenAI			13,100			280,000		64.9			3.0
Anthropic	14,000	2026年2月		18,000	55,000		27.1		21.1	6.9	
xAI			500	4,000	10,000				62.5	25.0	
Mistral AI	400	2026年2月		1,000			35.0		14.0		
Midjourney			500	1,000				20.0	10.0		
Cohere			240	800-1000				28.3	7.6		
Runway				800-1000					5.9		
Inflection AI			120	400-500				37.5	10.0		
Luma AI				80					50.0		
Character.AI	50.0	2025年12月		150-200					16.7		
Leonardo AI			40	120				37.5	12.5		
Pika Labs			30-40	120-150				20.0	6.9		
平均值							31.1	34.7	19.7	16.0	3.0

资料来源：公司官网，The Information/ TechCrunch 等媒体，国投证券国际

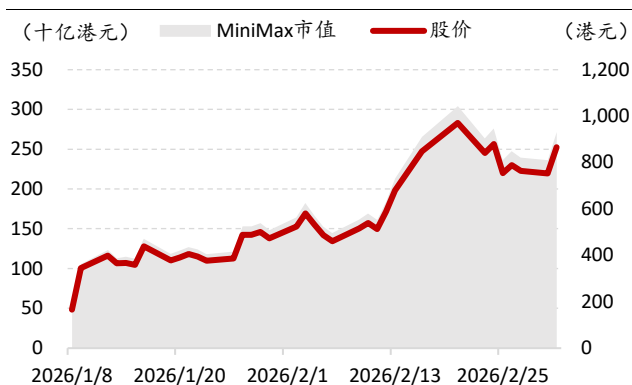
国内参考：1) **MiniMax**：公司在 2025 年 8 月上市前最后一轮融资投后估值 42.2 亿美元（约为 330 亿港元），招股估值 461-504 亿港元。最新市值 2,720 亿港元，对应 2026 年 2 月 ARR（1.5 亿美元）约为 200 倍市销率。2) **智谱**：公司在 2025 年 5 月融资估值 244 亿元，招股价对应市值为 512 亿港元。最新市值 2,650 亿港元，对应 2025 年/2026 年市销率为 308x/141x（彭博一致预期）。MiniMax 及智谱在上市后的股价表现，我们认为主要反映技术能力领先、模型需求的快速增长、海外大模型创新事件驱动、标的的稀缺性等多重因素叠加带来的估值溢价。

图表 35：智谱 AI 市值走势



资料来源：彭博，国投证券国际（注：截至 2026 年 3 月 2 日）

图表 36：MiniMax 市值走势



资料来源：彭博，国投证券国际（注：截至 2026 年 3 月 2 日）

图表 37：MiniMax 损益表

MiniMax(100.HK) 百万美元	2022	2023	2024	2025	9M24	9M25	4Q24	4Q25
收入	-	3	31	79.0	19	53	11	26
同比			782%	159%		175%		131%
营业成本	-	-4	-27	-59	-19	-41	-8	-18
毛利	-	-1	4	20	1	12	3	8
同比			281%	437%		2346%		136%
毛利率		-25%	12%	25%	3%	23%	29%	30%
其他收入及收益净额	1	9	36	40	25	31	11	9
销售及分销开支	-1	-23	-87	-52	-53	-39	-34	-13
同比			281%	-40%		-26%		-63%
占收入比		660%	285%	66%	274%	74%	304%	49%
行政开支	-3	-8	-14	-37	-10	-22	-5	-15
同比			89%	156%		130%		209%
占收入比		220%	47%	47%	49%	41%	43%	58%
研发开支	-11	-70	-189	-253	-139	-180	-50	-72
同比			170%	34%		30%		44%
占收入比		2023%	619%	320%	713%	337%	454%	283%
净亏损	-74	-269	-465	-1,872	-304	-512	-161	-1,360
同比			73%	302%		68%		745%
净亏损率		-7782%	-1524%	-2368%	-1564%	-958%	-1454%	-5311%
经调整调整净亏损	-12	-89	-244	-251	-170	-186	-74	-65
同比			174%	3%		9%		-13%
经调整净亏损率		-2574%	-800%	-317%	-875%	-349%	-669%	-252%

资料来源：公司招股书，国投证券国际

图表 38: 智谱损益表

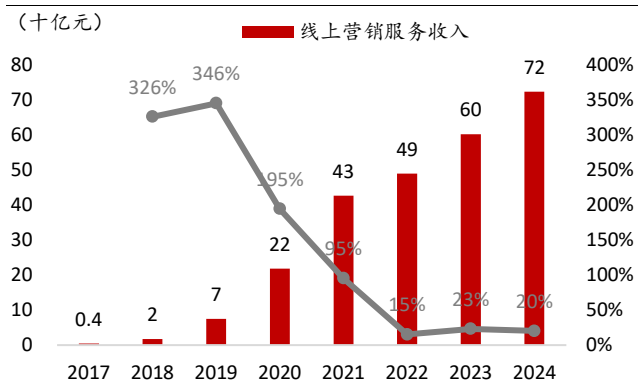
百万元	2022	2023	2024	1H24	1H25
收入	57	125	312	45	191
同比		117%	151%		325%
营业成本	-26	-44	-137	-23	-95
毛利	31	80	176	22	95
毛利率	55%	65%	56%	49%	50%
销售及营销开支	-15	-101	-387	-144	-209
同比		568%	283%		45%
占收入比	26%	81%	124%	321%	109%
一般及行政开支	-32	-66	-134	-51	-185
同比		105%	102%		260%
占收入比	56%	53%	43%	115%	97%
研发开支	-84	-529	-2,195	-859	-1,595
同比		527%	315%		86%
占收入比	147%	425%	703%	1913%	835%
经营亏损	-99	-626	-2,538	-1,029	-1,899
同比		534%	306%		84%
经营亏损率	-172%	-502%	-812%	-2292%	-995%
净亏损	-144	-788	-2,958	-1,236	-2,358
同比		449%	275%		91%
净亏损率	-250%	-633%	-947%	-2751%	-1235%
经调整净亏损	-97	-621	-2,466	-1,030	-1,752
同比		537%	297%		70%
经调整净亏损率	-170%	-499%	-789%	-2294%	-918%

资料来源: 公司招股书, 国投证券国际

六、线上营销：份额有望持续提升

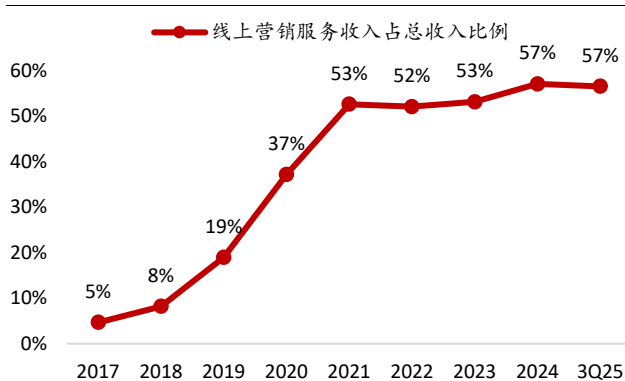
线上营销业务是收入主要来源。2021 年，快手线上营销服务收入为 430 亿元，同比增 95%，对总收入的占比首次超过 50%，2024 年占比提升至 57%，截至 3Q25，维持在该水平。我们认为线上营销服务收入的快速增长，主要反映平台流量增长背景下，广告主营销预算的重新分配，信息流广告获得更多份额。

图表 39：线上营销服务收入及增速



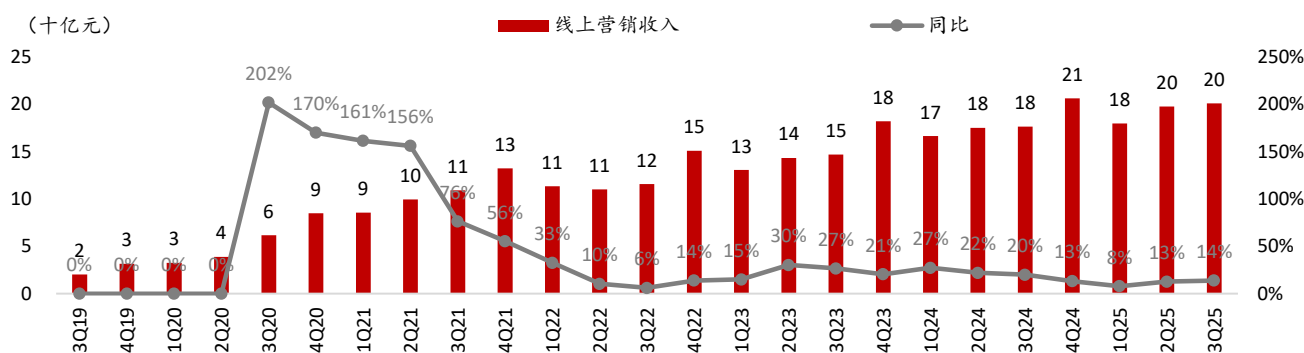
资料来源：公司资料，国投证券国际

图表 40：2021 年起线上营销收入占比超 50%



资料来源：公司资料，国投证券国际

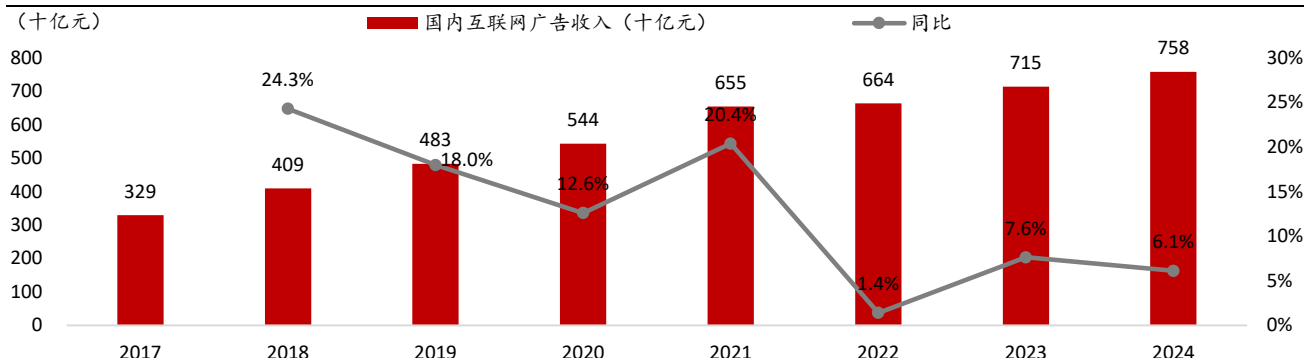
图表 41：线上营销服务收入季度表现



资料来源：公司资料，国投证券国际

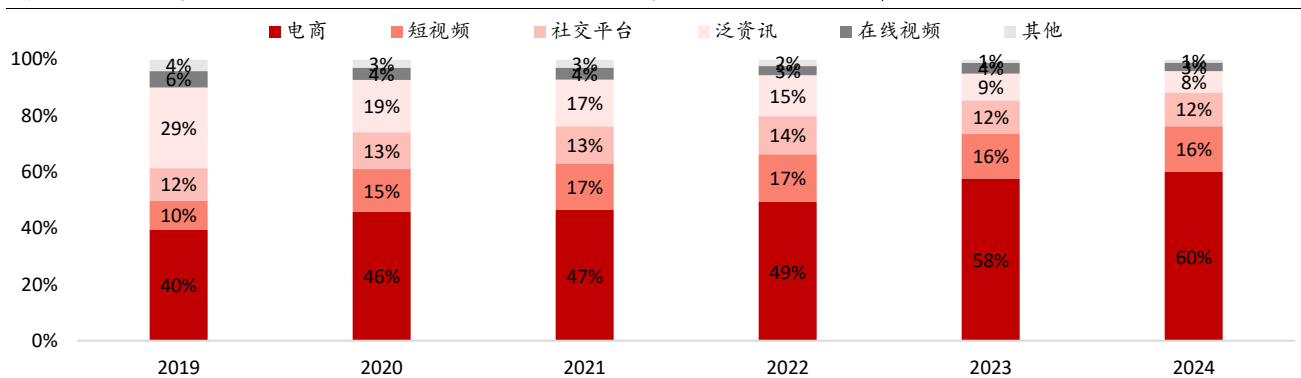
国内互联网广告大盘概览：据 QuestMobile 数据，2024 年，国内互联网广告市场规模为 7,600 亿元，同比增 6%。2025 年前 3 季度，互联网广告大盘同比增 4%、7%、6%。从互联网广告收入的结构看，电商类广告占比最大，且持续提升，我们主要反映近年来短视频平台电商业务的快速发展，其次为短视频和社交平台，我们认为主要反映广告业务的流量逻辑。

图表 42：2024 年国内互联网广告收入约为 7,600 亿元



资料来源：QuestMobile，国投证券国际

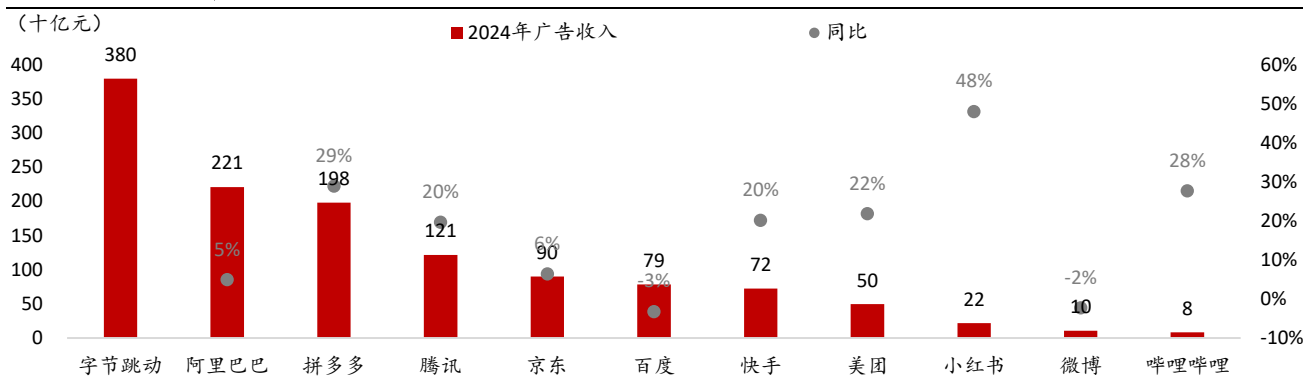
图表 43：国内互联网广告收入的类型结构：以电商、短视频、社交平台为主



资料来源：QuestMobile，国投证券国际

从互联网平台的广告收入规模对比看：我们综合财报披露口径和中关村互动营销实验室数据，字节跳动、阿里巴巴、腾讯是国内广告收入领先的公司。以 2024 年为例，我们估算阿里的广告收入 2,210 亿元（我们以广告收入占客户管理收入的假设推算，并转换至日历年以对比），拼多多的广告收入与阿里属于同一性质（电商商户投流）。字节跳动广告收入来自抖音，腾讯主要为社交生态内的广告。根据中关村互动营销实验室数据，2024 年及 2025 年，广告收入体量在 1000 亿以上的公司为字节跳动、阿里巴巴、腾讯，广告收入在 500-1000 亿元的是百度，100-500 亿元区间的依次为快手、美团、京东、拼多多、小红书、小米。

图表 44：2024 年互联网公司广告收入体量对比（财报口径）



资料来源：各公司财报，QuestMobile，The Information，36Kr，国投证券国际

注：字节跳动为 36Kr 报道数据；阿里巴巴 2024 年广告收入及增速为我们的估算，已转换至日历年，按广告收入占 CMR 收入比例估算；小红书为彭博社报道数据；拼多多为财报披露口径的“在线营销及其他”；京东为财报口径“平台及广告服务收入”。

图表 45：2025 年互联网公司广告收入体量对比（中关村互动营销实验室口径）

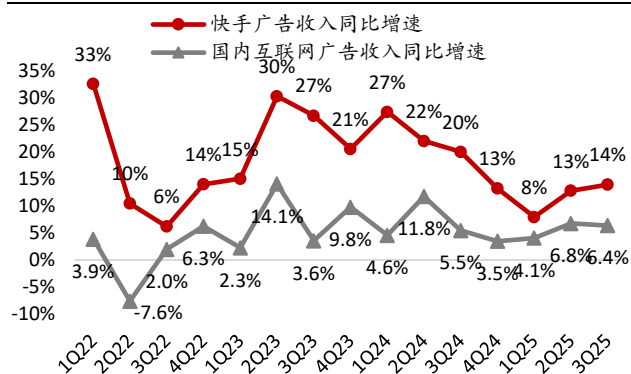


资料来源：中关村互动营销实验室，国投证券国际

快手在国内互联网广告的份额持续提升。2024 年，快手广告收入为 724 亿元，同比增 20%，我们预计 2025 年同比增 12%至 810 亿元。快手广告增速持续跑赢互联网广告大盘增速，我们计算 3Q25 其广告市场份额为 10.7%，自 2018 年至今，呈逐年提升趋势。

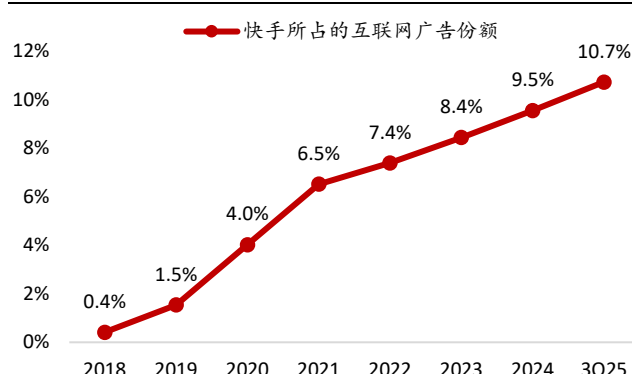
我们预计未来快手的广告份额仍有提升空间，核心驱动来自：1) 短视频对用户时长的获取仍有提升空间，快手平台整体流量增长。2) AI 工具带动广告效率提升，eCPM 对比同业仍有提升空间。3) 2026 年 AI 应用广告投流对互联网广告的增量贡献。

图表 46：快手广告收入增速快于大盘



资料来源：公司财报，QuestMobile，国投证券国际

图表 47：快手在国内互联网广告份额持续提升



资料来源：公司财报，QuestMobile，国投证券国际

广告收入测算：内循环广告趋势受电商 GMV 增速影响，外循环广告受到广告主行业趋势及预算分配影响，外循环广告核心广告主行业为游戏、短剧、网文、消费品等，我们预计随着国内 ChatBot 大规模获客竞争，短视频平台广告收入或有增量效应，对快手的外循环广告或有带动。我们估算当前外循环、内循环广告占比基本相当，因而合并测算内外循环广告。影响广告收入的关键因素为：平台流量增长、广告加载率、eCPM 价格。当前快手平台的流量（DAU 规模*DAU 日均使用时长）处于小幅稳健提升阶段，我们认为广告加载率对标同业仍有提升空间，广告 eCPM 的行业/场景差异较大，随着高 eCPM 场景占比提升（如游戏、短剧、本地生活等行业场景，及直播流量场景），有望带动整体 eCPM 提升。我们估算 2025 年/2026 年快手广告收入 810 亿元/902 亿元，同比增 12%/11%，主要受优势行业广告主预算倾斜、及增量行业投放需求推动。

图表 48：快手广告收入测算

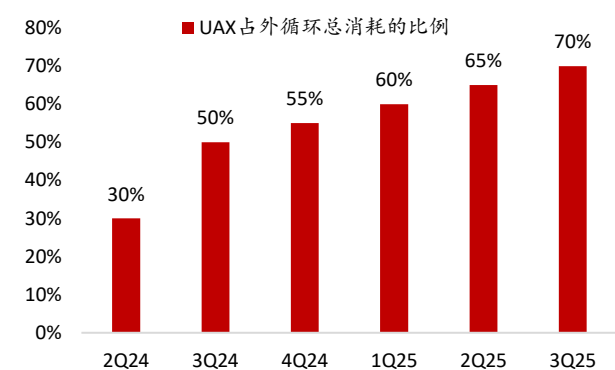
	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
DAU(百万)	399	419	436	451	468
同比	5%	5%	4%	4%	4%
DAU日均使用时长	129	129	130	132	133
同比	0%	0%	1%	1%	1%
视频长度(秒)	30	30	30	30	30
DAU日均内容浏览量(个)	258	258	261	264	266
同比	0%	0%	1%	1%	1%
整体日均浏览量(百万)	103,205	108,365	113,827	118,989	124,505
同比	5%	5%	5%	5%	5%
广告加载率	13.0%	13.2%	13.3%	13.5%	13.6%
广告个数(百万个)	13,417	14,250	15,139	16,004	16,933
eCPM(元)	15	16	16	17	18
同比	5%	5%	5%	4%	4%
日均广告收入(百万元)	198	222	247	273	300
年度广告收入(百万元)	72,419	81,018	90,192	99,500	109,459
同比	20.1%	11.9%	11.3%	10.3%	10.0%

资料来源：公司财报，QuestMobile，国投证券国际估算

AI 大模型对广告业务的赋能：2023-2025 年，快手在 AI 模型赋能广告业务及自动化营销方面取得实质进展，先后推出自动化投放产品 UAX、全站推、生成式推荐大模型 OneRec、生成式强化学习出价模型 G4RL，为广告主提升了广告 ROI 及广告转化效率。

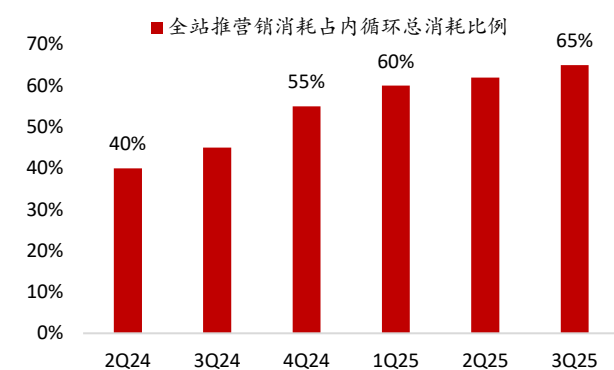
- **自动化投放产品 Universal Auto X (UAX)：**2024 年 3 月正式推出，提供包括出价、实时盯盘和调控等在内的自动化投放服务。2Q24-3Q25 期间，UAX 占外循环营销消耗的比例从 30%持续提升至 70%。
- **全站推：**磁力金牛面向电商上的全域投流产品，核心定位是以电商商品在快手全站流量的投产比为唯一优化目标，综合调控信息流、搜索、泛货架等全站流量，在保障目标 ROI 前提下最大化 GMV。截至 3Q25，全站推渗透约 65%的内循环广告。
- **OneRec：**生成式推荐大模型，2025 年 2 月发布论文，6 月正式推出，并持续迭代，在运用场景上，覆盖短视频内容推荐、广告营销、电商推荐等。据财报，2025 年 3 季度，OneRec 为国内广告收入带来 4-5%的增量，并在电商场景驱动电商信息流 GMV 高单位数增长。
- **G4RL：**第四代生成式强化学习出价模型，把广告投放视为时序优化问题，而非孤立的单次竞价，匹配广告主长期 ROI。

图表 49：UAX 已渗透约 70%的外循环广告



资料来源：公司财报，国投证券国际

图表 50：全站推渗透约 65%的内循环广告



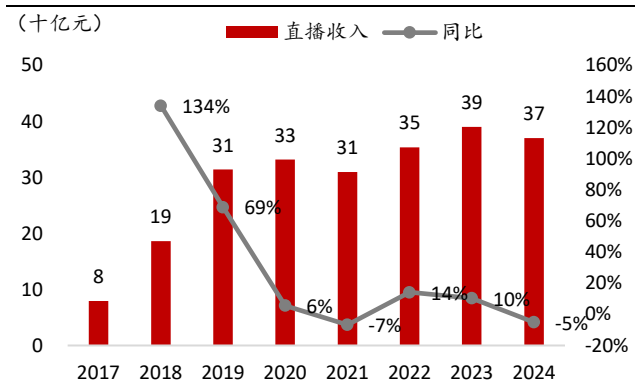
资料来源：公司财报，国投证券国际

七、直播：关注垂类内容及场景拓展

回顾快手直播业务发展，我们观察到的业务重点为垂类内容/场景拓展、主播/公会合作、流量分配、内容审查等。具体看，2016年4月，快手正式上线直播功能，作为短视频内容的延伸，实现“短视频引流+直播互动”的闭环。2017年，推出连麦、打赏等核心直播互动功能，构建基础直播生态。2018-2019年，探索垂类直播场景，如秀场、生活、音乐、游戏、教育等，优化主播入驻审核机制。2022年，强化直播内容合规管理，推出“清朗行动”专项治理。2023年，推出“川流计划”，优化直播流量分发机制，精准匹配用户与垂类内容。2024年，优化直播互动体验，上线AI智能客服、直播间智能问答，并与本地生活业务联动。2025年起，上线各类AI工具赋能直播业务。

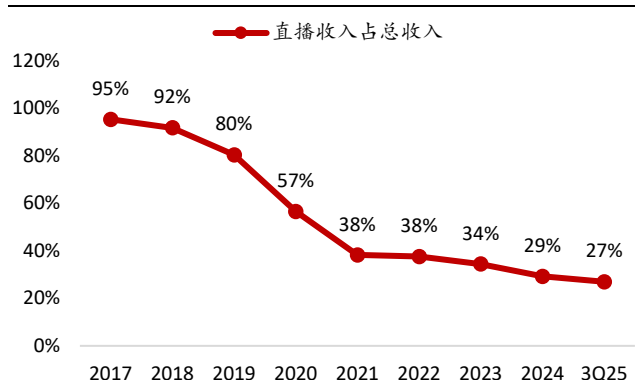
直播收入占比已降至30%以下。直播业务商业模式为，平台向用户销售虚拟物品，观众购买虚拟物品后可作为礼物打赏给主播，平台按照分成比例将打赏收入分为主播。虚拟礼物收入计入营业收入，向主播的分成计入营业成本。2024年直播收入为370亿元，同比降5%，占总收入比为29%，2017年至今，直播收入对总收入的占比持续下降，3Q25已降至27%。直播业务在2024年经历战略调整后，已进入相对平稳阶段，我们预计后续收入增长有望维持在健康增速。

图表 51：直播收入及增速



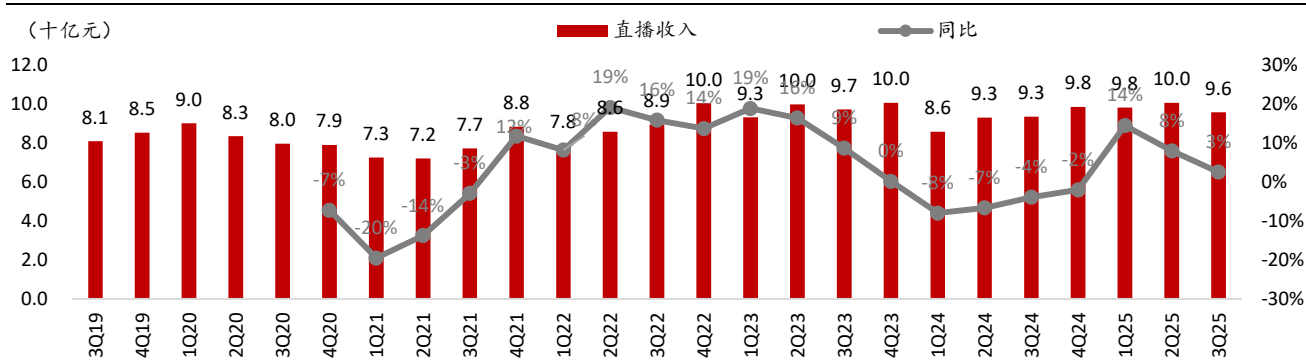
资料来源：公司财报，国投证券国际

图表 52：直播收入对总收入的占比已降至<30%



资料来源：公司财报，国投证券国际

图表 53：直播收入季度表现：2025 年重启增长

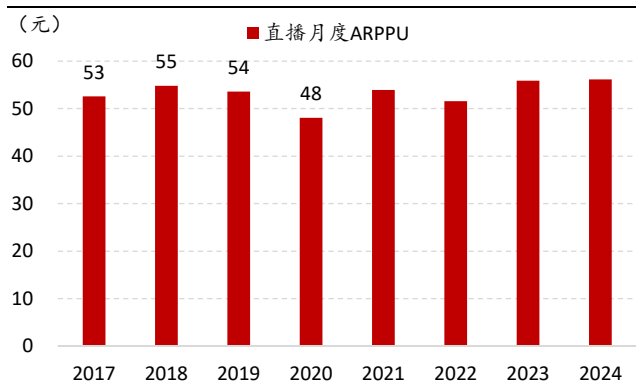


资料来源：公司财报，国投证券国际

直播业务的经营表现：直播业务收入可分拆为直播月度 ARPPU×MPU×月份数，据快手披露数据，2017-2020 年，直播月度 ARPPU 在 48-55 元区间，我们估算当前仍在该区间范围。2020 年直播 MPU 为 5,800 万人，1Q23 MPU 为 6,000 万，2024 年经历战略调整，我们估算当前 MPU 规模或已逐步回升至近 6,000 万水平。

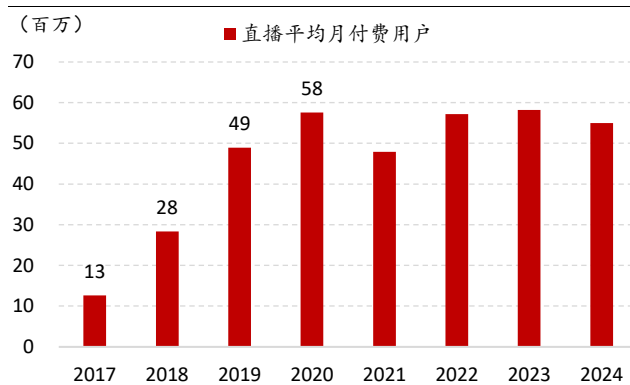
展望后续直播业务发展，我们认为重点包括：1) 生态健康，主要关注内容审核、运营能力；2) 垂类内容的精细化运营，如热点内容、兴趣内容等；3) 直播+场景拓展，如快聘、理想家等，有用户粘性提升及交易转化潜力；4) 我们预计与主播的分成比例维持稳定，直播业务毛利率有望维持稳定水平。

图表 54：直播月度 ARPPU



资料来源：公司财报，国投证券国际（注：2021 年之后为我们的估算数据）

图表 55：我们估算当前 MPU 体量约为 6,000 万



资料来源：公司财报，国投证券国际（注：2021 年之后为我们的估算数据）

八、电商业务：有望维持快于大盘增速

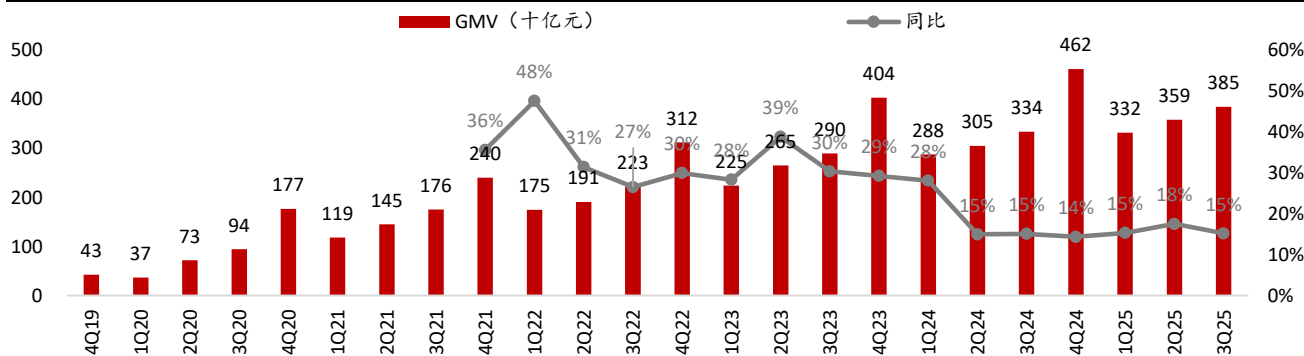
快手电商发展历程：快手电商发展于平台“老铁社区”的高信任度基因，逐步完善各类交易、运营的基础设施，迭代为兼顾“货架+短视频/直播”的全域电商，并利用 AI 能力赋能交易用户及商户的交易全链条。具体看：

- 1) 萌芽期（2016-2018）：2016 年，头部主播自发尝试直播带货，依赖微信转账完成交易。2018 年，快手推出电商解决方案，上线小黄车功能，2018 年底成立电商事业部，明确电商为战略级业务。
- 2) 基建完善期（2019-2020 年）：上线自建交易功能，2020 年提出“信任电商”核心定位，推出“品牌号”计划。
- 3) 信任电商（2021-2022 年）：2021 年提出“大搞品牌”战略，设立品牌服务商体系
- 4) 全域电商（2023-2024 年）：2023 年明确“泛货架+内容场”双轮驱动战略，泛货架 GMV 占比目标 30%，推出“快品牌”扶持计划，发力泛货架电商。2024 年推出“川流计划”，打通公私域流量。
- 5) AI 赋能电商（2025 年至今）：2025 年起，快手电商全面推进“电商+AI”双轮驱动，可灵 AI 赋能内容创作、选品、客服等全链路。

与抖音电商的差异: 1) 流量分配: 电商的流量分配与平台的流量分配逻辑一致, 快手以私域流量为主, 兼顾公域流量。抖音以公域流量为主, 依托算法进行内容及商品推送。2) 供应链差异: 快手深耕产业带商家, 前期以白牌和快品牌为主, 正推进品牌化。抖音电商的品牌商家布局更多, 我们认为主要与平台的用户及社区氛围相关。3) 优势差异化: 考虑二者在用户、流量分配、供应链等的差异, 我们认为竞争优势存在差异化。

快手电商 GMV: 2024 年, 快手电商 GMV 规模为 1.4 万亿元, 同比增 23%, 2019-2024 年 5 年复合增速为 132%, 扩张迅速。2025 年前 3 季度, GMV 同比分别增 15%/18%/15%。从横向比较看, 2024 年, 抖音电商 GMV 为 3.5 万亿元, 快手约为抖音的 40%。

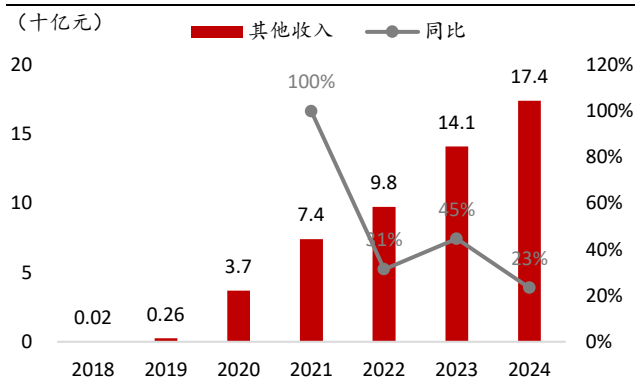
图表 56: 快手电商 GMV: 2024 年 GMV 1.4 万亿元, 2025 年前 3 季度同比分别增 15%/18%/15%



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

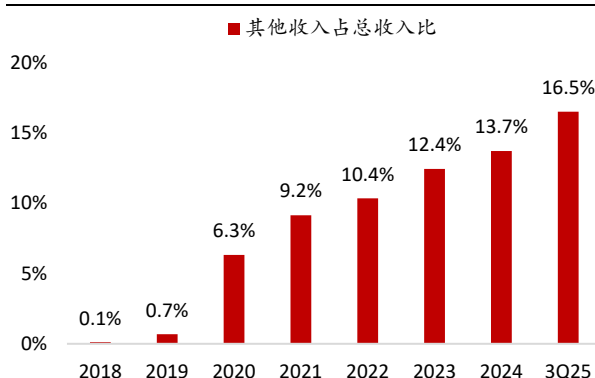
财务表现: 电商业务的收入来源主要为佣金收入, 计入其他收入分部, 其他收入还包括网络游戏及其他增值服务。2024 年, 快手其他收入为 174 亿元, 同比增 23%, 占总收入的 13.7%, 3Q25 对总收入的占比已提升至 17%, 仍有提升趋势。

图表 57: 快手其他收入及增速



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

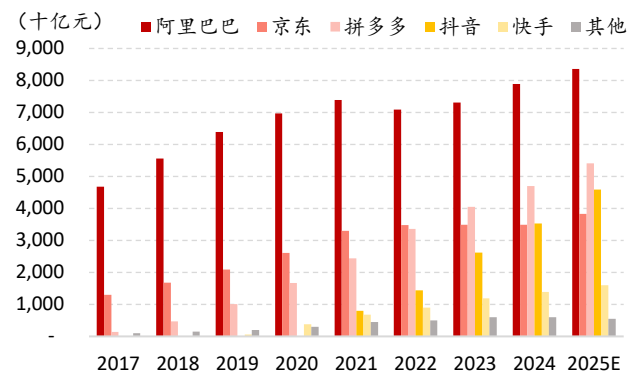
图表 58: 3Q25 快手其他收入占总收入的 17%



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

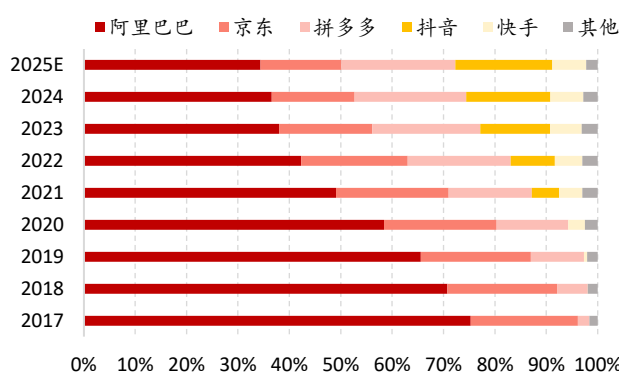
国内电商GMV份额对比:我们基于各公司历史披露数据,并交叉验证36氪、晚点LatePost、虎嗅等商业媒体报道的历史数据,同时考虑各平台规模不同、国补的受益情况不同等,估算 2025 年阿里巴巴国内电商 GMV 同比增 6%、京东+10%、拼多多+15%、抖音电商+30%、快手电商+15%。我们认为,考虑业务规模基数、用户行为、短视频用户时长及粘性等因素,短视频平台的 GMV 份额增速仍有望快于货架电商。

图表 59: 国内电商 GMV 估算



资料来源: 公司资料, 36Kr, 晚点 LatePost, 虎嗅, 国投证券国际估算
(注: 均为日历年)

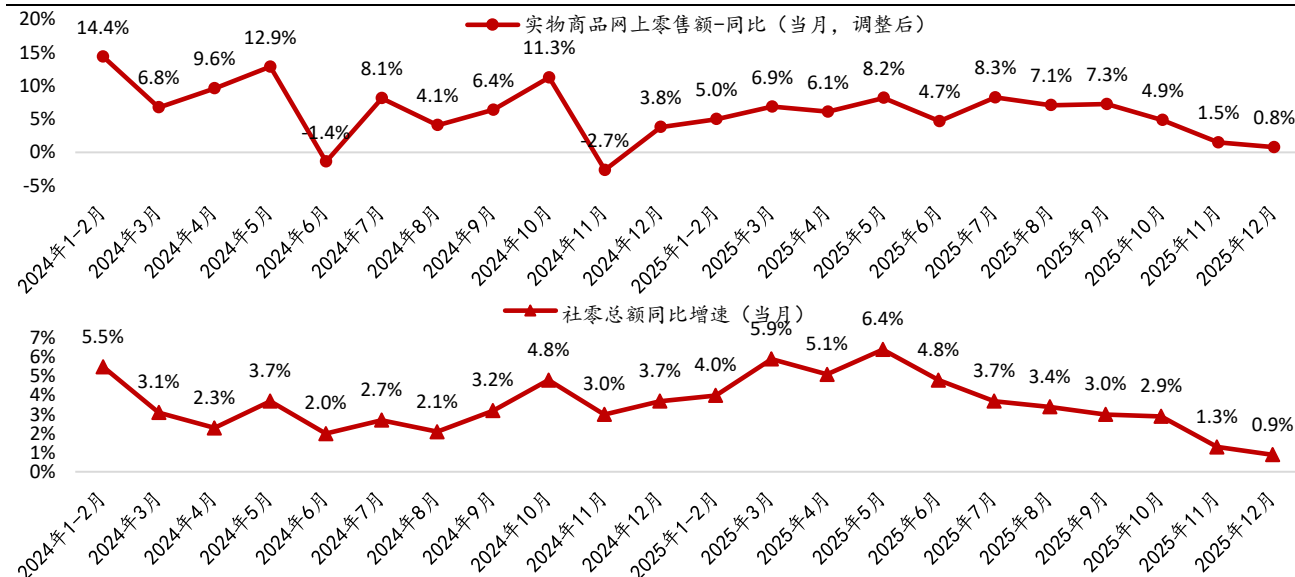
图表 60: 国内电商份额对比估算



资料来源: 公司资料, 36Kr, 晚点 LatePost, 虎嗅, 国投证券国际估算
(注: 均为日历年)

据国家统计局数据, 2025 年 10 月/11 月/12 月实物商品网上零售额同比增 4.9%/1.5%/0.8%, 增速较 2、3 季度放缓, 放缓趋势与社零基本一致。我们认为 4 季度的增速放缓, 主要反映国补高基数 (2024 年 7 月开始)。展望 2026 年, 我们预计快手电商 GMV 仍有望维持 15%+ 以上增长, 增长动力来自: 1) 直播+货架的进一步协同, 助力商家全域经营, 提升转化效率; 2) AI 工具赋能, OneRec/G4RL 模型在电商信息流渗透率提升; 3) 产业带、商家扶持计划; 4) 信任电商心智强化等。考虑货币化率提升前景, 电商收入增速有望快于 GMV 增速。

图表 61: 实物商品网上零售额同比增速: 4Q25 电商大盘同比增速放缓



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

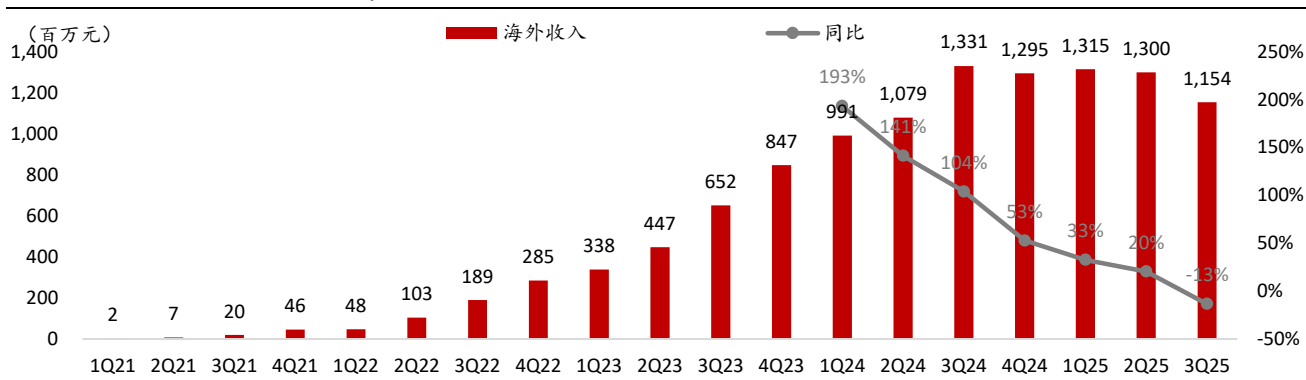
九、海外业务：仍聚焦核心区域

海外业务聚焦核心区域。快手自 2016 年开始探索国际化布局，在俄罗斯、韩国、东南亚、北美、南美等区域以不同品牌探索过业务，如南美&中东 Kwai，东南亚 SnackVideo，北美 Zynn 等。自 2021 年起，海外业务战略调整，将巴西、中东、印尼作为核心市场，同时将 Kwai 和 SnackVideo 整合为统一的 Kwai 品牌，关停 Zynn，将资源聚焦核心优势区域，当前仍以巴西、中东市场为主。

商业化角度，2021 年 10 月在巴西上线广告平台 Kwai for Business，开始探索商业化，目前收入仍主要以广告为主，并在积极探索电商、直播等多元变现。如 2025 年 1 季度，在巴西上线本地化直播功能，同时上线多语言字幕、智能剪辑工具等。我们认为，海外业务的拓展，快手的优势在于国内已有成熟完善的“短视频+直播+电商”的业务模式，可基于当地用户行为快速复制。

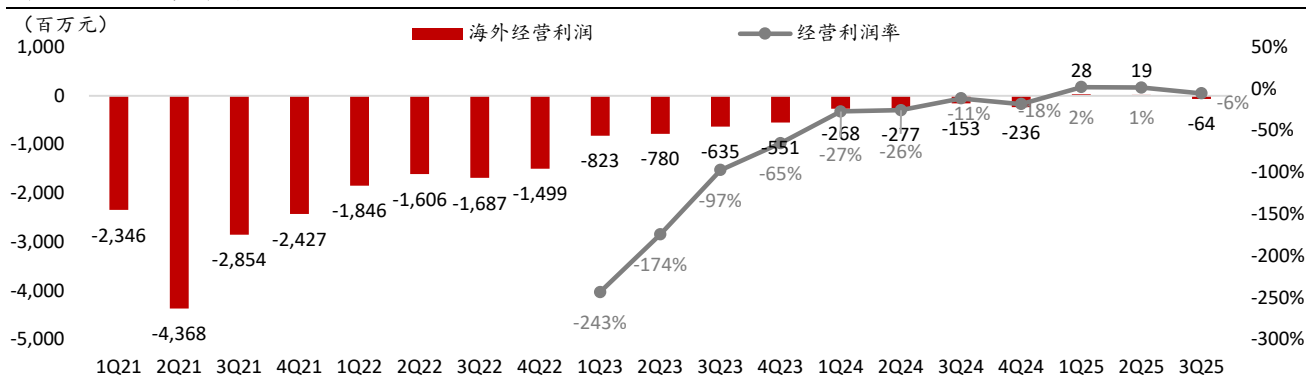
海外业务财务表现：快手自 1Q22 开始披露海外收入及经营利润表现。2021-2024 年期间，快手海外业务收入为 7,500 万元、6.25 亿元、22.8 亿元、47.0 亿元，维持快速增长，2024 年占总收入的比例提升至 3.7%。经营利润层面，2021-2024 年，海外经营亏损为 120 亿元、66 亿元、28 亿元、9 亿元，亏损持续收窄，2025 年 1 季度，首次实现扭亏为盈。2025 年 3 季度，受到竞争及巴西本地宏观疲弱影响，海外收入同比降 13%，经营层面因收入下降而亏损。我们认为海外业务仍将维持“长期投入+本地化运营”战略，随着货币化方式的多元化，收入仍有较大提升空间，从而带动经营杠杆改善。

图表 62：快手海外收入：3Q25 海外收入占总收入的 3.2%



资料来源：公司财报，国投证券国际

图表 63：快手海外经营利润



资料来源：公司财报，国投证券国际

附表：财务报表预测

利润表							资产负债表						
(百万人民币)							(百万人民币)						
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入	113,470	126,898	142,235	156,618	172,439	189,013	现金及现金等价物	12,905	12,697	14,559	27,738	24,535	24,356
营业成本	-56,079	-57,606	-64,491	-70,927	-77,574	-81,251	短期定期存款	9,874	11,522	12,098	12,703	13,338	14,005
毛利润	57,391	69,292	77,744	85,691	94,864	107,763	按公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	25,128	27,050	33,164	38,084	42,793	47,851
销售费用	-36,496	-41,105	-42,444	-45,187	-49,837	-54,722	贸易应收款项	6,457	6,674	7,552	8,394	9,242	10,130
研发费用	-12,338	-12,199	-14,310	-16,464	-18,644	-21,192	预付款项、其他应收款项及其他流动资产	5,997	4,926	5,660	6,387	7,084	7,760
管理费用	-3,514	-2,916	-3,212	-3,425	-3,857	-4,322	流动资产合计	60,361	62,869	73,033	93,306	96,991	104,102
营业利润	6,431	15,287	20,072	22,935	24,929	29,991	物业及设备	12,356	14,831	17,889	19,933	22,206	24,623
财务成本净额	539	236	-161	-218	-50	-50	使用权资产	10,399	8,891	10,179	11,443	12,858	14,377
分占按权益法入账投资的亏损	-81	-29	-9	-11	-17	-13	无形资产	1,073	1,059	1,201	1,338	1,491	1,653
税前利润	6,889	15,494	19,901	22,706	24,862	29,928	按公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	5,245	24,430	24,680	24,924	25,223	25,626
所得税	-490	-150	-2,093	-3,336	-1,243	-1,496	其他非流动资产	9,765	19,856	20,551	34,401	35,605	36,851
税后利润	6,399	15,344	17,808	19,370	23,618	28,431	非流动资产合计	31,288	13,658	19,084	35,667	35,215	37,822
归母净利润	6,396	15,335	17,807	19,369	23,614	28,429	总流动资产合计	60,361	62,869	73,033	93,306	96,991	104,102
经调整归母净利润	10,271	17,716	20,441	22,391	26,924	31,578	总资产合计	106,296	139,873	155,823	194,639	204,507	218,388
							应付账款	23,601	27,470	30,786	33,893	37,070	38,826
							其他应付款项及应计费用	16,592	23,113	25,908	28,529	31,202	32,681
							客户预付款	4,036	4,696	5,290	5,853	6,401	6,705
							其他流动负债	4,549	4,549	4,685	5,208	5,236	5,345
							流动负债合计	48,778	59,828	66,668	73,482	79,909	83,557
							借款	-	11,100	10,878	9,790	-	-
							租赁负债	3,327	3,671	4,206	4,351	4,502	4,657
							其他非流动负债	5,117	3,250	2,634	16,222	15,266	14,344
							非流动负债合计	8,444	18,021	17,718	30,364	19,768	19,001
							负债合计	57,222	77,849	84,386	103,846	99,677	102,558
							股份溢价	273,459	268,733	270,077	271,427	272,784	274,148
							储备及其他资本项目	-224,385	-206,709	-198,640	-180,634	-167,954	-158,318
							所有者权益合计	49,074	62,024	71,437	90,793	104,830	115,830
							负债及权益合计	106,296	139,873	155,823	194,639	204,507	218,388
							现金流量简表						
							(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
							经营活动现金流	20,781	29,787	31,438	33,800	39,623	42,960
							投资活动现金流	-19,865	-36,677	-32,816	-40,723	-48,129	-47,795
							融资活动现金流	-1,364	6,714	3,235	20,097	5,298	4,651
							期初现金	13,274	12,905	12,697	14,559	27,738	24,535
							期末现金	12,905	12,697	14,559	27,738	24,535	24,356

数据来源：公司财报，国投证券国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解, 分析, 预测, 推断和期望都是以这些可靠数据为基础, 只是代表观点的表达。国投证券国际, 其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断, 可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际, 其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险, 若干投资可能不易变卖, 而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标, 财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告, 而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前, 应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工, 可能不时地, 在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问, 投资银行, 或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际, 其母公司和/或附属公司的一位或多位董事, 高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士, 尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国, 或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释), 国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此, 投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权, 任何人不得以任何目的复制, 派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010