

# 可灵投入和商业化加速

华泰研究

2026年5月28日 | 中国香港

季报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

71.73

夏路路

SAC No. S0570523100002  
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

丁骄旻

SAC No. S0570523040003  
SFC No. BPJ942

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

**快手 1Q 业绩:** 营收同增 3.4% 至 337 亿, 高于 VA 一致预期 0.8% (下同); 直播、广告、电商收入同比分别变动 -13%、9%、16%。毛利率同比下降 3.4pct 至 51.2%; 经调整净利润同降 26% 至 34 亿, 超预期 7.9%, 主因其他收入增长显著(理财产品与投资公允价值提升等), 剔除此因素后经营利润超预期 2%。管理层维持 260 亿元 Capex 指引。可灵 3 月 ARR 已近 5 亿美元, 仍位居 AI 视频行业第一梯队, 后续有望分拆上市, 我们认为有助于市场估值进一步清晰化; 近期, 可灵“棒球转场特效”在海外再度出圈, 并正式推出 4K 模式, AI 影视工业化进程有望加速。广告与佣金方面, 快手短期仍受直播整改趋严及电商税影响, 建议关注 618 周期催化。中长期看, 我们仍看好快手复苏趋势, 维持“买入”评级。

## 可灵 ARR 快速提升, 影视级应用优势强化

1Q 可灵收入达 6.5 亿元, 3 月可灵 ARR 近 5 亿美元 (较 1 月提升 67%)。公司表示可灵海外收入占比约 75%, 海外留存较国内高 10pct; API 收入占比约 60%。我们认为, 可灵核心优势在于长文本提示词遵循精度, 以及运镜控制能力, 目前正持续巩固其在影视级场景的领先地位: ①4 月上线 4K 视频功能, 进一步适配专业影视制作场景, 对比 Seedance2.0 与 HappyHorse 尚未全面开放 4K 能力; ②5 月可灵亮相戛纳电影节, 展示其在好莱坞特效制作中的应用。此外, 公司表示可灵客户仍集中于 B 端与 P 端, 主要应用场景包括: ①广告领域, 海内外知名品牌用于年度大片制作, 重点客户包括蓝色光标等; ②影视领域, 国内以 AI 短剧、漫剧为主, 海外电视剧集逐步渗透 (如奈飞); ③游戏领域, 主要应用于 UGC 玩法, 目前已与《逆水寒》达成合作。

## 广告收入略超预期, AI 漫剧投放快速放量

1Q 广告收入同比增长 9%, 超预期 1%。①外循环广告同比增长约 10%, 主要由漫剧、生活服务及 AI 工具平台投放驱动; 其中 1Q AI 漫剧消耗同比增长超 100 倍, 环比增长超 150%, 3 月单日漫剧消耗已超 2 亿元。②内循环广告 1Q 同比增长高个位数, 公司表示内循环 take rate 总体持平, 后续仍将为商家提供流量扶持; 1Q 品牌商家与中小商家入驻增加, 动销投流商家数同比增长 38%, 品牌商家消耗同比增长 42%。AI 投放方面, 3 月 AIGC 广告素材占比达 10%。

## 品牌招商与分销生态持续推进

1Q 电商和其他收入同比提升 16%, 高于预期 2.2%。重点进展包括: ①“乘风计划”品牌招商推进顺利, 1Q 品牌商家全域 GMV 同增超 25%; 重点产业带新入驻商家同增 42%。②用户侧, 月活跃买家数同比增长超 20%。③分销侧, 1Q 分销活跃达人同比增长 23.5%。④AI 提效方面, 公司 4 月上线生成式检索框架 OneSearch-V2, 推动商品转化率提升 3.98%、买家数提升 2.07%、订单量提升 2.11%。

## 盈利预测与估值

管理层表示快手 26 年股东回报率有望达约 4%。展望 26-28 年, 我们上调快手收入预测 1%/1.9%/2.3%, 主因可灵收入持续起量。我们下调经调整归母净利润 7.5%/7.7%/3.8% 至 163/188/219 亿元, 主因 AI 投入加码后折旧费用增多。我们根据 SOTP 估值, 给予目标价 71.73 港币 (前值 68.58 港币), 估值上调主因本次单独给予可灵业务估值。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。

夏路路 研究员  
SAC No. S0570523100002  
SFC No. BTP154  
xialulu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

丁骄旻 研究员  
SAC No. S0570523040003  
SFC No. BPJ942  
dingjiaowan@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 5 月 27 日)	45.28
市值 (港币百万)	196,393
6 个月平均日成交额 (港币百万)	2,498
52 周价格范围 (港币)	41.92-92.60

## 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)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	142,776	150,612	163,721	178,319
+/-%	12.51	5.49	8.70	8.92
归母净利润 (百万)	18,624	13,174	15,682	18,757
+/-%	21.38	(29.26)	19.04	19.61
归母净利润 (调整后, 百万)	20,647	16,294	18,833	21,940
+/-%	16.54	(21.08)	15.59	16.50
EPS (调整后, 最新摊薄)	4.76	3.76	4.34	5.06
PE (调整后, 倍)	8.23	10.43	9.03	7.75
PB (倍)	2.14	1.77	1.48	1.24
ROE (调整后, %)	29.17	18.58	17.89	17.46
EV EBITDA (倍)	6.85	6.63	5.62	4.08
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

图表1：快手 1Q 财务数据

人民币 (百万)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	1QVA 一致预期	对比预期	2QVA 一致预期
<b>财务数据</b>								
收入	32,608	35,046	35,554	39,568	33,716	33,435	0.8%	36,212
YOY (%)	10.9%	13.1%	14.2%	11.8%	3.4%	2.5%		3.3%
<b>收入分业务</b>								
- 直播	9,814	10,044	9,574	9,655	8,492	8,488	0.0%	9,273
YOY (%)	14.4%	8.0%	2.5%	-1.9%	-13.5%	-13.5%		-7.7%
- 线上营销服务	17,977	19,765	20,102	23,618	19,643	19,489	0.8%	21,056
YOY (%)	8.0%	12.8%	14.0%	14.5%	9.3%	8.4%		6.5%
- 电商与其他收入	4,817	5,237	5,878	6,295	5,581	5,458	2.2%	5,903
YOY (%)	15.2%	25.9%	41.3%	28.0%	15.9%	13.3%		12.7%
- 可灵收入	150	250	300	340	650	505	28.8%	556
<b>收入分地区</b>								
- 国内	31,293	33,746	34,400	38,263	32,554	32,182	1.2%	35,111
- 海外	1315	1300	1154	1305	1162	1367	-15.0%	1389
毛利	17,792	19,504	19,434	21,819	17,249	17,284	-0.2%	19,201
YOY (%)	10.4%	13.8%	14.9%	14.1%	-3.1%	-2.9%		-1.6%
毛利率	54.6%	55.7%	54.7%	55.1%	51.2%	51.7%	-0.5pp	53.0%
- 其他收入 (理财收入等)	53	16	27	74	245			
- 其他收益净额 (公允价值变动收入)	437	569	596	379	821			
经营利润	4,259	5,289	5,299	5,790	3,595	2,976	20.8%	4,213
YOY (%)	6.6%	35.4%	69.9%	35.7%	-15.6%			
经营利润率	13.1%	15.1%	14.9%	14.6%	10.7%	8.9%		11.6%
经营利润 (剔除理财和公允价值变动收入)	3,769	4,704	4,676	5,337	2,529	2,481	1.9%	
经营利润率 (剔除理财和公允价值变动收入)	11.6%	13.4%	13.2%	13.5%	7.5%	7.4%		
经调整净利润	4,580	5,618	4,986	5,463	3,374	3,128	7.9%	4,348
经调整净利率	14.0%	16.0%	14.0%	13.8%	10.0%	9.4%		12.0%
<b>经营费用</b>								
- 销售费用	9,897	10,503	10,420	11,409	10,333	10,305	0.3%	10,639
YOY (%)	5.5%	4.6%	0.5%	0.8%	4.4%	4.1%		1.3%
销售费用率	30.4%	30.0%	29.3%	28.8%	30.6%	30.8%		29.4%
- 管理费用	828	897	688	930	766	756	1.3%	838
YOY (%)	79.2%	13.3%	-13.6%	7.4%	-7.5%	-8.7%		-6.6%
管理费用率	2.5%	2.6%	1.9%	2.4%	2.3%	2.3%		2.3%
- 研发费用	3,298	3,400	3,650	4,143	3,621	3,683	-1.7%	4,015
YOY (%)	16.0%	21.2%	17.7%	20.1%	9.8%	11.7%		18.1%
研发费用率	10.1%	9.7%	10.3%	10.5%	10.7%	11.0%		11.1%
<b>经营数据</b>								
-DAU (百万)	408	409	416	408	413	414	-0.3%	416
YOY (%)	3.6%	3.4%	2.1%	1.7%	1.2%	1.5%		1.8%
-MAU (百万)	712	715	731	741	772	725	6.4%	728
YOY (%)	2.1%	3.3%	2.4%	0.7%	8.4%	1.9%		1.8%

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

## AI Agent 赋能快手多场景业务

除可灵外，快手亦持续推进 AI Agent 在多业务场景规模化落地。具体包括：

- ① 电商营销：Agent 功能覆盖用户兴趣推理、选品及智能出价决策，可挖掘用户消费需求与偏好，并驱动广告 ROI 提升。
- ② 本地服务：快手推出人群搜索 Agent、深度转化 Agent 及销售 Agent 三类工具。人群搜索 Agent 结合用户行为优化人群定向，提升转化率；深度转化 Agent 通过 AI 识别用户意图，提高线索转化率；销售 Agent 则以 AI 自动客服承接用户咨询，提升服务响应效率。
- ③ 组织效能：推出自研编程工具 Code Flicker，目前 AI 代码占快手新代码比例已超 50%；1Q Code Flicker 升级为 AI 办公助手 My Flicker 并已实现规模化应用，融合多款大模型，可调用工具及垂直 Agent 处理复杂任务，推动内部运营效率提升。

## 可灵 3.0 升级 4K 直出能力，加速适配 B 端专业场景

4 月可灵 3.0 推出原生 4K 模式，我们认为，可灵正逐步适配 B 端专业场景，4K 直出能力更契合大屏展示、影视制作及商业广告等高画质需求。

核心升级包括：①画质能力升级：从 1080p 提升至 2K/4K 超高清标准，精度更适配电影级制作，对比 Seedance 2.0 与 HappyHorse 尚未开放 4K 能力。②画面表现升级：可灵在光影、色彩层次和细节过渡上进一步强化，可更好还原画面纹理及人像肌理。

图表2：可灵 3.0 与重点竞品对比

	可灵3.0	Seedance2.0	HappyHorse 1.0	Veoi3.1	海螺2.3
<b>定价</b>					
<b>to B</b>	720p: 0.6-0.9元/秒 1080p: 0.8-1.2元/秒 4k: 3元/秒	以24fps、16:9为例： 不含输入视频： 480p: 普通为 0.46 元/秒；fast 为 0.37 元/秒 720p: 普通为 0.99 元/秒；fast 为 0.80 元/秒 1080p: 普通为 2.48 元/秒；fast 不支持 含输入视频： 480p: 普通为 0.51-1.12 元/秒；fast 为 0.40-0.88 元/秒 720p: 普通为 1.09-2.42 元/秒；fast 为 0.86-1.90 元/秒 1080p: 普通为 2.71-6.03 元/秒；fast 不支持	标准版：有声：\$0.6/秒；无声：\$0.4/秒 Pro版：有声：\$0.8/秒；无声：\$0.54/秒	<u>720p:</u> 标准版：\$0.4/秒 fast版：\$0.15/秒 lite版：\$0.05/秒 <u>1080p:</u> 标准版：\$0.4/秒 fast版：\$0.12/秒 lite版：\$0.08/秒 <u>4k:</u> 标准版：\$0.6/秒 fast版：\$0.3/秒	Fast模式： 768p 0.23元/秒；1080p 0.39元/秒； 普通模式： 768p 0.33元/秒；1080p 0.58元/秒
<b>to C</b>	720p: 0.9元/秒 1080p: 1.2元/秒 4k: 3元/秒	<u>普通模式:</u> 首尾帧：0.8元/秒 全能参考(只放图片): 0.8元/秒 全能参考(图片+视频): 1.6元/秒 <u>Fast模式:</u> 首尾帧：0.5元/秒 全能参考(只放图片): 0.5元/秒 全能参考(图片+视频): 1元/秒	720p: 0.9元/秒 1080p: 0.96/秒	google ai plus: \$7.99/月, 前2个月 \$3.99, 每月赠送200积分: \$79.99/年 google ai pro: \$19.99/月, 首月免费, 每月赠送1000积分: \$199.99/年 google ai ultra: \$249.99/月, 前三月 \$124.99/月, 每月赠送25000积分	普通模式: 768p: 0.44-0.53元/秒 1080p: 0.93元/秒 Fast模式: 768p: 0.26-0.32元/秒 1080p: 0.58元/秒
<b>模型特点</b>					
<b>模型架构</b>	DiT	MMDiT	DiT	DiT	NCR
<b>支持清晰度</b>	720p/1080p/4k	480p/720p/1080p (4k未公开)	720p/1080p	720p/1080p/4k (4k 不适用于 Veo 3.1 Lite)	768p/1080p

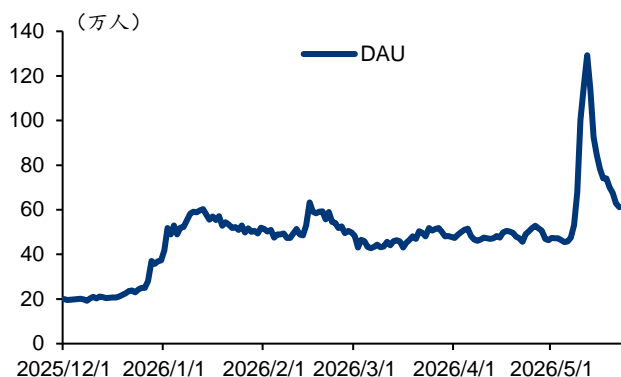
资料来源：公司官网，华泰研究

### 可灵社交玩法再度破圈，C 端加速渗透

5 月可灵推出“棒球现场特效”，在海外快速破圈，带动流水短期提升。用户可将普通自拍转化为具韩国棒球联赛转播质感的视频，玩法在 TikTok、Instagram 等海外平台迅速扩散，单条视频在 Instagram 播放量突破 2200 万次，并推动可灵一度登顶 42 个国家和地区 iOS 免费榜。

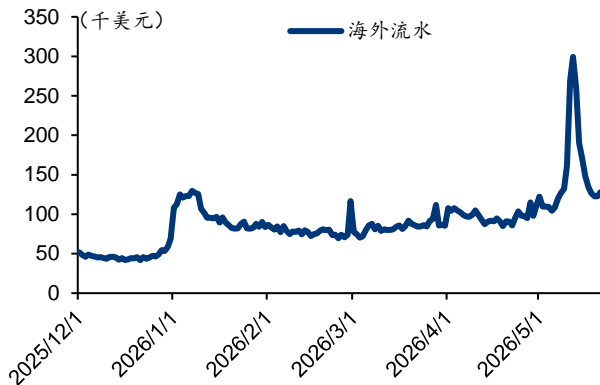
继“小狗跳舞”后，可灵再度凭借社交玩法实现破圈，我们认为裂变式 C 端增长有助于提升可灵渗透率；同时，可灵流水仍处持续起量通道，Seedance 2.0 扰动有限已得到验证。我们重申此前观点：行业仍处高成长阶段，技术迭代有望共同做大市场空间，且竞争格局尚未固化，我们持续看好可灵长期发展空间。

图表3: 可灵海外双端 DAU (万人)



资料来源: Sensor Tower, 华泰研究

图表4: 可灵海外双端流水 (千美元)



资料来源: Sensor Tower, 华泰研究

图表5: 可灵棒球现场特效在海外出圈



资料来源: Instagram, 华泰研究

### 磁力引擎内容消费大会: 快手短剧生态持续完善

5月快手举办磁力引擎内容消费商业大会, 进一步完善短剧、漫剧运营支持生态。截至4月, 快手短剧日均曝光达1.29亿, 用户日均观看时长29分钟, 近一年剧集供给量增长8倍, 投流客户数增长2.6倍; 漫剧消耗半年增长近20倍, IAA变现占比提升至约90%, 热度持续改善。

后续扶持举措包括:

- ①加码内容扶持: 平台将投入8亿元探索多元分账模式, 包括首发激励、基于转化与付费来分账等; 另投入2亿元现金孵化精品剧集, 并提供10亿级短剧专属流量池, 强化优质内容供给与版权合作。
- ②提升中心化分发效率: 快手新增短剧中心化Tab, 并通过榜单、推荐、弹窗等方式提升触达频次, 扩大优质内容跑量空间。
- ③AI赋能全链路提效: 通过可灵推动短剧从产能扩张迈向精品化阶段。

## 盈利预测

展望 26-28 年，我们上调快手收入预测 1%/1.9%/2.3%，主因可灵收入持续起量。我们下调经调整归母净利润 7.5%/7.7%/3.8%至 163/188/219 亿元，主因 AI 投入加码后折旧费用增多。

图表6：快手财务预测

快手财务数据												
人民币 (亿)	RMB 100mn	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
1.收入	Revenue	326	350	356	396	337	357	379	1428	1506	1637	1783
YOY (%)	YOY (%)	11%	13.1%	14.2%	11.8%	3.4%	1.9%	6.6%	12.5%	5.5%	8.7%	8.9%
a.直播	a. Live streaming	98	100	96	97	85	87	94	391	366	379	391
YOY (%)	YOY (%)	14%	8.0%	3%	-2%	-13.5%	-14%	-1%	5%	-6.4%	3%	3%
b.线上营销服务/广告	b. Online Advertising	180	198	201	236	196	210	215	815	878	955	1049
YOY (%)	YOY (%)	8%	12.8%	14.0%	14.5%	9.3%	6.5%	7.0%	12%	7.8%	9%	10%
c.电商和可灵收入	c. Ecommerce and others	48	52	59	63	56	60	70	222	262	303	343
YOY (%)	YOY (%)	15%	25.9%	41.3%	28%	15.9%	14%	18%	28%	18%	16%	13%
可灵收入		1.5	2.5	3.0	3.4	6.5	9.1	11.4	10	41	57	74
GMV	d.GMV	3,323	3,589	3,850	5,218	3,506	3,661	4,043	15,981	16,780	18,122	19,481
YOY (%)	YOY (%)	15%	18%	15%	13%	5.5%	2%	5%	15%	5%	8%	8%
2.毛利	Gross Profit	178	195	194	218	172	183	195	785	774	853	940
YOY (%)	YOY (%)	10%	14%	15%	14%	-3%	-6%	0%	13%	-1.5%	10%	10%
毛利率	GPM	54.6%	55.7%	54.7%	55.1%	51.2%	51.3%	51.5%	55.0%	51.4%	52.1%	52.7%
3.经营利润	Operating Profit	42.6	52.9	53.0	57.9	36.0	37.9	42.5	206	164	194	230
4.经调整净利润	Adjusted Net Profit	45.8	56.2	49.9	54.6	33.7	39.6	43.3	206	163	188	219
YOY (%)	YOY (%)	4%	20%	26%	16%	-26%	-30%	-13%	17%	-21%	16%	16%
经调整净利率	NPM	14.0%	16.0%	14.0%	13.8%	10.0%	11.1%	11.4%	14.5%	10.8%	11.5%	12.3%
5.经营费用	Operating Expense	140	148	148	165	147	153	160	601	642	691	742
YOY (%)	YOY (%)	11%	9%	3%	5%	5%	3%	9%	7%	7%	8%	7%
a.销售费用	a.S&M	99	105	104	114	103	104	108	422	437	467	503
YOY (%)	YOY (%)	5%	5%	1%	1%	4%	-1%	4%	3%	3%	7%	8%
销售费用率	as % of revs	30.4%	30.0%	29.3%	28.8%	30.6%	29.0%	28.5%	29.6%	29.0%	28.5%	28.2%
b.管理费用	b.G&A	8	9	7	9	8	9	9	33	35	36	37
YOY (%)	YOY (%)	79%	13%	-14%	7%	-7%	-4%	27%	15%	4%	4%	4%
管理费用率	as % of revs	2.5%	2.6%	1.9%	2.4%	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	2.1%
c.研发费用	c.R&D	33	34	37	41	36	41	44	145	170	189	202
YOY (%)	YOY (%)	16%	21%	18%	20%	10%	21%	19%	19%	18%	11%	7%
研发费用率	as % of revs	10.1%	9.7%	10.3%	10.5%	10.7%	11.5%	11.5%	10.1%	11.3%	11.5%	11.3%

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)	2026E			2027E			2028E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)
营业收入	149,159	150,612	1.0	160,742	163,721	1.9	174,303	178,319	2.3
毛利润	79,147	77,359	(2.3)	86,759	85,279	(1.7)	94,982	93,998	(1.0)
归母净利润	14,456	13,174	(8.9)	17,231	15,682	(9.0)	19,607	18,757	(4.3)
经调整净利润	17,606	16,294	(7.5)	20,412	18,833	(7.7)	22,818	21,940	(3.8)
%									
毛利率	53.1%	51.4%	(1.7)	54.0%	52.1%	(1.9)	54.5%	52.7%	(1.8)
归母净利率	9.7%	8.7%	(0.9)	10.7%	9.6%	(1.1)	11.2%	10.5%	(0.7)
经调整净利率	11.8%	10.8%	(1.0)	12.7%	11.5%	(1.2)	13.1%	12.3%	(0.8)

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)	2026E			2027E			2028E		
	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	150,612	148,777	1.2	163,721	159,172	2.9	178,319	181,012	(1.5)
毛利润	77,359	78,571	(1.5)	85,279	85,018	0.3	93,998	91,663	2.5
经调整净利润	16,294	17,064	(4.5)	18,833	19,765	(4.7)	21,940	22,373	(1.9)

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 71.73 港币的目标价（前值 68.58 港币），具体逻辑如下：  
 1) 广告业务：每股估值 41.17 港币，基于 2026 年分部净利润 8 倍 PE，较可比公司均值 25 倍 PE 有所折价，折价主因快手收入增速慢于同行，折价扩大主因快手流量提升空间较低。

2) 电商业务每股估值 3.93 港币，基于 2026 年电商收入的 0.7 倍 P/S，较全球可比公司均值 1.74 倍有所折价，折价扩大主因电商竞争情况加剧。

3) 直播业务每股估值 2.83 港币，基于 2026 年的直播收入 0.3 倍 P/S，较行业均值 0.54 倍有所折价，主因公司直播从严管理，收入增速更为缓慢。

4) 可灵每股估值 23.81 港币，基于 2026 年收入的 22 倍 P/S，较行业均值 16.2 倍有所溢价，主因可灵收入增速处于快速上升通道。我们本次新引入可灵的估值，选取 MiniMax (100 HK)、智谱 (2513 HK)、金蝶国际 (268 HK) 及谷歌 (GOOG US) 作为可比标的：①MiniMax 为 AI 原生多模态模型公司，旗下海螺 AI 与可灵同处 AI 视频生成赛道；②智谱为国内通用大模型代表性标的，聚焦 MaaS 业务，与可灵模式有相似性；③金蝶国际为企业级云订阅/SaaS 龙头，可作为可灵未来向 B 端专业创作、广告及影视工业化场景延展的估值参照；④谷歌为全球多模态与视频生成模型龙头，Vevo 及 YouTube 生态形成“模型能力+内容分发+商业化”闭环，可作为 AI 视频远期商业化空间的海外龙头锚。

综上所述，我们对快手的总估值为每股 71.73 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	87,816	8%	22%	19,320	8.0		154,556	41.17
电商	20,760	4%				0.7	14,740	3.93
直播	36,589	-6%				0.3	10,611	2.83
可灵	4,063	291%				22.0	89,375	23.81
估值合计 (人民币 百万)							269,282	
估值合计 (港币 百万)							311,093	
目标价 (港币)								71.73

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 (交易货币)	净利润增长 (%)			PE (x)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
<b>在线广告</b>								
微博	WB US	8.1	-4%	6%	6%	4.9	4.9	4.8
百度	BIDU US	126.8	-2%	13%	20%	15.8	13.7	11.4
Meta	META US	612.3	39%	7%	17%	19.0	17.5	15.1
Google	GOOG US	384.8	32%	3%	18%	27.1	26.2	22.2
<b>市值加权平均 PE</b>						<b>25.0</b>	<b>24.0</b>	<b>20.3</b>

注：数据截至美股美东时间 5 月 27 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

公司	股票代码	股价 (交易货币)	营收同比增长 (%)			PS (x)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
<b>电商平台</b>								
阿里巴巴 (FY+1)	BABA US	129.5	10%	12%	12%	1.9	1.7	1.5
京东	JD US	30.0	6%	6%	5%	0.2	0.2	0.2
拼多多	PDD US	96.6	14%	13%	9%	1.9	1.7	1.5
<b>市值加权平均 P/S</b>						<b>1.74</b>	<b>1.55</b>	<b>1.39</b>

注：数据截至美股美东时间 5 月 27 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 (交易货币)	营收同比增长 (%)			PS (x)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
<b>在线直播</b>								
李文集团	MOMO US	6.0	-2%	4%	2%	0.6	0.6	0.6
虎牙	HUYA US	2.5	12%	7%	4%	0.5	0.5	0.5
斗鱼	DOYU US	5.0	1%	-6%	0%	0.3	0.3	0.3
<b>市值加权平均 P/S</b>						<b>0.54</b>	<b>0.52</b>	<b>0.50</b>

注: 数据截至美股美东时间 5 月 27 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13: 同业比较: AI 模型

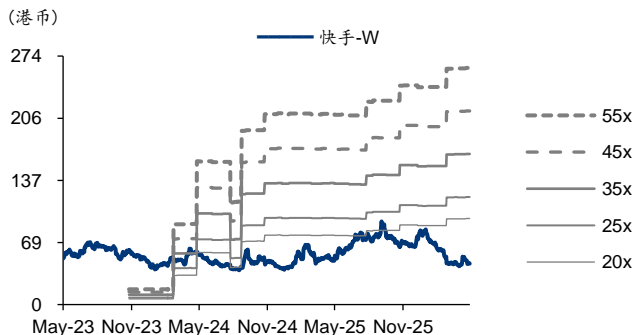
公司	股票代码	股价 (交易货币)	营收同比增长 (%)			PS (x)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
<b>AI模型</b>								
MiniMax	100 HK	850.0	234%	193%	134%	171.5	58.6	25.1
智谱	2513 HK	1,425.0	314%	154%	128%	244.7	96.3	42.3
金蝶国际	268 HK	7.4	13%	14%	13%	3.8	3.4	3.0
谷歌	GOOG US	384.8	22%	20%	19%	11.1	9.3	7.8
<b>市值加权平均 P/S</b>						<b>16.20</b>	<b>11.08</b>	<b>8.46</b>

注: 美股数据截至美国东部时间 5 月 27 日收盘, 港股数据截至 5 月 28 日收盘, 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

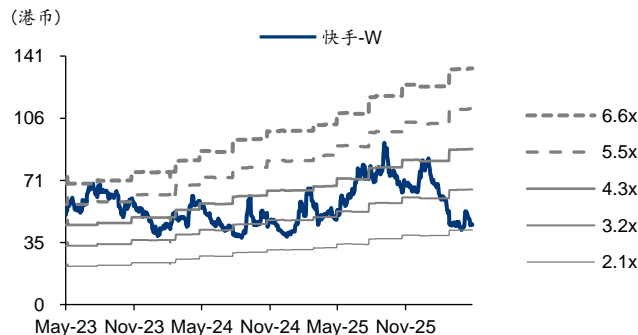
- 1) 广告加载率增速低于预期
- 2) 直播电商增速低于预期
- 3) 货架电商拓展不及预期

图表14: 快手-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表15: 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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	126,898	142,776	150,612	163,721	178,319
销售成本	(57,606)	(64,227)	(73,253)	(78,443)	(84,321)
<b>毛利润</b>	<b>69,292</b>	<b>78,549</b>	<b>77,359</b>	<b>85,279</b>	<b>93,998</b>
销售及分销成本	41,105	42,229	43,678	46,661	50,286
管理费用	2,916	3,343	3,464	3,602	3,745
其他收入/支出	(29.00)	(16.00)	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	236.00	(149.00)	(700.00)	(700.00)	(700.00)
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>15,494</b>	<b>20,472</b>	<b>15,688</b>	<b>18,675</b>	<b>22,337</b>
税费开支	(150.00)	(1,848)	(2,514)	(2,993)	(3,580)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归母净利润</b>	<b>15,344</b>	<b>18,624</b>	<b>13,174</b>	<b>15,682</b>	<b>18,757</b>
非通用准则调整项	2,372	2,023	3,120	3,151	3,183
调整后归母净利润	17,716	20,647	16,294	18,833	21,940
折旧和摊销	(7,140)	(7,195)	(9,134)	(11,575)	(13,916)
EBITDA	22,398	27,816	25,522	30,951	36,953
EPS (人民币, 基本)	3.54	4.29	3.04	3.62	4.32

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	11,320	15,155	7,437	16,212	9,545
现金及现金等价物	12,697	11,180	31,518	25,868	48,174
其他流动资产	30,010	42,372	48,224	44,066	50,816
<b>总流动资产</b>	<b>62,869</b>	<b>77,549</b>	<b>96,021</b>	<b>94,988</b>	<b>117,377</b>
固定资产	14,831	22,869	39,895	50,385	60,668
无形资产	1,059	986.00	1,130	1,284	1,449
其他长期资产	54,510	57,515	49,996	53,025	56,560
<b>总长期资产</b>	<b>77,004</b>	<b>86,955</b>	<b>97,764</b>	<b>111,484</b>	<b>125,468</b>
<b>总资产</b>	<b>139,873</b>	<b>164,504</b>	<b>193,785</b>	<b>206,472</b>	<b>242,845</b>
应付账款	50,583	54,418	68,484	63,125	78,346
短期借款	3,671	5,930	5,639	5,639	5,639
其他负债	5,574	7,187	7,187	7,187	7,187
<b>总流动负债</b>	<b>59,828</b>	<b>67,535</b>	<b>81,310</b>	<b>75,951</b>	<b>91,172</b>
长期债务	17,865	17,075	16,287	15,499	14,711
其他长期债务	156.00	310.00	310.00	310.00	310.00
<b>总长期负债</b>	<b>18,021</b>	<b>17,385</b>	<b>16,597</b>	<b>15,809</b>	<b>15,021</b>
股本	268,733	265,628	265,628	265,628	265,628
储备/其他项目	(206,729)	(186,070)	(169,776)	(150,943)	(129,002)
股东权益	62,004	79,558	95,852	114,685	136,626
少数股东权益	20.00	26.00	26.00	26.00	26.00
<b>总权益</b>	<b>62,024</b>	<b>79,584</b>	<b>95,878</b>	<b>114,711</b>	<b>136,652</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	11.08	9.13	12.90	10.84	9.06
PB	2.74	2.14	1.77	1.48	1.24
调整后 PE (倍)	9.60	8.23	10.43	9.03	7.75
调整后 ROE	31.90	29.17	18.58	17.89	17.46
EV EBITDA	8.29	6.85	6.63	5.62	4.08
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	13.03	(1.37)	7.28	(2.41)	14.29

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	22,398	27,816	25,522	30,951	36,953
融资成本	(236.00)	149.00	700.00	700.00	700.00
营运资本变动	8,452	(12,073)	16,155	(9,616)	15,537
税费	(150.00)	(1,848)	(2,514)	(2,993)	(3,580)
其他	(676.61)	12,672	(3,495)	(1,108)	(1,099)
<b>经营活动现金流</b>	<b>29,787</b>	<b>26,716</b>	<b>36,368</b>	<b>17,934</b>	<b>48,511</b>
CAPEX	(8,399)	(16,228)	(26,583)	(22,348)	(24,341)
其他投资活动	(28,278)	(10,028)	9,212	(2,899)	(3,560)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(36,677)</b>	<b>(26,256)</b>	<b>(17,371)</b>	<b>(25,247)</b>	<b>(27,900)</b>
债务增加量	9,804	1,469	(1,079)	(788.00)	(788.00)
权益增加量	(4,726)	(3,105)	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	1,636	(289.00)	2,420	2,451	2,483
<b>融资活动现金流</b>	<b>6,714</b>	<b>(1,925)</b>	<b>1,341</b>	<b>1,663</b>	<b>1,695</b>
现金变动	(176.00)	(1,465)	20,337	(5,649)	22,305
年初现金	12,905	12,697	11,180	31,518	25,868
汇率波动影响	(32.00)	(52.00)	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>12,697</b>	<b>11,180</b>	<b>31,518</b>	<b>25,868</b>	<b>48,174</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	11.83	12.51	5.49	8.70	8.92
毛利润	20.74	13.36	(1.51)	10.24	10.22
营业利润	137.71	35.00	(20.59)	18.23	18.90
净利润	139.79	21.38	(29.26)	19.04	19.61
调整后净利润	72.49	16.54	(21.08)	15.59	16.50
EPS (基本)	139.79	21.38	(29.26)	19.04	19.61
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	54.60	55.02	51.36	52.09	52.71
EBITDA	17.65	19.48	16.95	18.90	20.72
净利润率	12.09	13.04	8.75	9.58	10.52
调整后净利润率	13.96	14.46	10.82	11.50	12.30
ROE	27.63	26.31	15.02	14.90	14.93
调整后 ROE	31.90	29.17	18.58	17.89	17.46
ROA	12.47	12.24	7.35	7.84	8.35
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	14.26	14.86	(10.01)	(4.12)	(20.36)
流动比率	1.05	1.15	1.18	1.25	1.29
速动比率	1.05	1.15	1.18	1.25	1.29
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	1.03	0.94	0.84	0.82	0.79
应收账款周转天数	32.19	33.38	27.00	26.00	26.00
应付账款周转天数	283.65	294.27	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)	3.54	4.29	3.04	3.62	4.32
EPS (调整后, 基本)	4.08	4.76	3.76	4.34	5.06
每股净资产	14.30	18.34	22.10	26.44	31.50

## 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)、金蝶国际 (268 HK)、MiniMax (100 HK)、智谱 (2513 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)、智谱 (2513 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)、智谱 (2513 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)、智谱 (2513 HK)：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)、金蝶国际 (268 HK)、MiniMax (100 HK)、智谱 (2513 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 2026 年华泰证券股份有限公司