

可灵进展超预期，关注全年商业化非线性增长机会

核心观点

- **Q1 广告业务收入好于预期，宏观挑战下业务有一定压力。**26Q1 广告收入同增 9.3% 达 196 亿（好于我们此前同增 8.7% 的预期），其中外循环广告收入同增 10%，考虑到海外广告受到监管负向影响，我们测算国内外循环广告同比增速约 12%。内容消费、生活服务及 AI 应用行业是外循环广告增长的主要驱动力，截至 26 年 3 月底，平台上漫剧的单日消耗峰值超 2000 万元。在 AI 赋能上，公司生成式推荐和智能出价，为广告收入带来 3%~4% 的提升。**展望 Q2 和 26 全年**，我们预计广告业务收入同增分别为 6.5%/6.7%。
- **宏观和竞争环境下，电商业务以保障商家生态健康为核心。**我们测算：① 电商佣金收入同增中个位数，主要系达人抽佣自 Q1 开始以激励方式逐渐返还，以及持续对商家进行补贴；② 内循环电商广告同增高个位数。在 AI 赋能上，Q1 新一代生成式搜索框架 OneSearch V2 全量上线电商搜索场景，带来电商搜索业务 GMV 约 3% 的提升增量。**Q2 和 26 全年来看**，宏观挑战和竞争仍有一定影响，我们认为随着平台达人生态建设、供给端丰富和多场域运营，用户需求有望逐渐释放，预计电商相关收入 Q2 和全年同增中个位数。
- **可灵商业化进展超预期，全年收入存在非线性增长机会。**可灵 Q1 收入同增超 300% 达 6.5 亿元，3 月 ARR 近 5 亿美元，我们判断增长主要来自 B 端和 P 端的付费用户数和 ARPU 双端驱动。Q1 可灵发布 3.0 版本，差异化优势在于更可控精准的语义对齐、4K 画质、高度灵活的分镜控制能力，更利于精确还原专业创作者的构想。我们认为多模态视频生成的商业化存在非线性增长机会，核心关注可灵等一梯队厂商年内新版本继续推进智能前沿。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 26-28 年经调整归母净利润为 172/189/202 亿元（原预测为 170/185/204 亿元）。采用 SOTP 估值法，给予公司核心主业 26 年 8xPE 估值、可灵 26 年 27x P/ARR 估值，对应合理价值为 2,917 亿 CNY，折合 3,351 亿 HKD（港币兑人民币汇率 0.87），目标价 77.27 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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	126,898	142,776	149,020	156,313	165,728
同比增长(%)	11.8%	12.5%	4.4%	4.9%	6.0%
营业利润(百万元)	15,287	20,637	17,220	18,743	22,343
同比增长(%)	137.7%	35.0%	-16.6%	8.8%	19.2%
归属母公司净利润(百万元)	15,335	18,617	14,037	15,336	18,154
同比增长(%)	139.8%	21.4%	-24.6%	9.3%	18.4%
每股收益(元)	3.56	4.35	3.28	3.58	4.24
毛利率(%)	54.6%	55.0%	52.4%	53.0%	53.8%
净利率(%)	12.1%	13.0%	9.4%	9.8%	11.0%
净资产收益率(%)	27.6%	26.3%	15.9%	14.4%	14.3%
市盈率(倍)	11.0	9.0	11.9	10.9	9.2
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0

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。

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。

投资评级

买入（维持）

股价（2026年05月29日）	45.54 港元
目标价格	77.27 港元
52 周最高价/最低价	92.6/41.92 港元
总股本/流通 H 股（万股）	433,739/366,878
H 股市值（百万港币）	197,525
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2026 年 06 月 02 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.22	4.64	-27.54	-15.43
相对表现%	1.43	8.2	-22.1	-22.26
恒生指数%	-1.65	-3.56	-5.44	6.83



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 香港证监会牌照：BXO329 jinmuyang@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

看好可灵技术和商业化领先优势	2026-05-11
快手 4Q25 点评：26 年 AI 加大投入影响短期利润表现	2026-03-31
可灵 3.0 有望进一步推进技术前沿	2026-02-04

表 1：公司的收入预测

单位：百万/%	25A	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	26E	27E	28E
营业收入	142,776	33,716	35,444	37,340	42,520	149,020	156,313	165,728
yoy	12.5%	3.4%	1.1%	5.0%	7.5%	4.4%	4.9%	6.0%
营业成本	64,227	16,467	17,159	17,277	20,038	70,942	73,532	76,611
毛利润	78,549	17,249	18,285	20,062	22,483	78,079	82,780	89,117
毛利率%	55.0%	51.2%	51.6%	53.7%	52.9%	52.4%	53.0%	53.8%
销售费用	42,229	10,333	10,154	11,471	11,842	43,800	45,612	47,654
销售费用率	29.6%	30.6%	28.6%	30.7%	27.9%	29.4%	29.2%	28.8%
研发费用	14,491	3,621	4,076	4,018	4,609	16,324	17,396	17,832
研发费用率	10.1%	10.7%	11.5%	10.8%	10.8%	11.0%	11.1%	10.8%
行政费用	3,343	766	850	644	910	3,171	3,271	3,486
行政费用率	2.3%	2.3%	2.4%	1.7%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
营业利润	20,637	3,595	3,852	4,366	5,406	17,220	18,743	22,343
营业利润率%	14.5%	10.7%	10.9%	11.7%	12.7%	11.6%	12.0%	13.5%
净利润	18,624	2,905	3,128	3,564	4,448	14,045	15,344	18,161
利润率%	13.0%	8.6%	8.8%	9.5%	10.5%	9.4%	9.8%	11.0%
经调整净利润	20,647	3,374	3,928	4,449	5,417	17,168	18,901	20,249
利润率%	14.5%	10.0%	11.1%	11.9%	12.7%	11.5%	12.1%	12.2%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

采用 SOTP 估值法，具体逻辑如下：

- 除可灵外的核心主业：我们预测 26 年公司核心主业税前利润为 199 亿元，按照 15% 的税率计算税后利润为 169 亿元，经以股份为基础的薪酬开支、投资公允价值变动等项调整后，26 年核心主业经调整净利润为 189 亿元。参考可比公司给予 8x PE。
- 可灵：我们预测 26 年底可灵 ARR 为 7.63 亿美元，参考 AI Native 公司估值，给予 27x P/ARR。

综上，公司对应合理价值为 2,917 亿 CNY，折合 3,351 亿 HKD（港币兑人民币汇率 0.87），目标价 77.27 港元/股，维持“买入”评级。

表 2：快手 SOTP 估值情况

核心主业	
26 年核心主业税前利润（亿人民币）	198.62
26 年税率（%）	15%
26 年核心主业税后利润（亿人民币）	168.82
26 年 SBC 等调整项目（亿人民币）	20.21
26 年核心主业经调整利润（亿人民币）	189.03
可比公司调整后平均 PE	8
核心主业部分估值（亿人民币）	1512
可灵	
26 年 ARR（亿美元）	7.63
可比公司调整后 P/ARR	27
可灵部分估值（亿美元）	206
整体估值（亿人民币）	2917

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声明。

整体估值（亿港币）

3351

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：可比公司估值表（核心主业）

公司	经调整净利润（亿人民币）			PE 估值			市值 （亿人民币）
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
拼多多	1,223	1,073	1,099	7	8	7	8,194
唯品会	90	87	87	5	5	5	466
腾讯控股	2,227	2,596	2,764	15	13	12	33,900
阿里巴巴	1,579	644	1,080	13	31	19	20,195
微博	34	32	26	4	4	5	127
调整后均值				8	8	8	

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所（时间：2026/5/28）注：阿里因财年与自然年存在差异，26E 为 27 财年预期。

表 4：可比公司估值表（可灵）

AI Native 应用名称	细分领域	ARR 收入 （亿美元）	ARR 日期	估值 （亿美元）	估值日期	P/ARR
Fal	多模态运行平台	4	2026 年 2 月	80	2026 年 3 月	20
ElevenLabs	AI 声音	3.3	2026 年 2 月	110	2026 年 2 月	33
OpenAI	AI 大模型	250	2026 年 2 月	8520	2026 年 3 月	34
Anthropic	AI 大模型	470	2026 年 5 月	9650	2026 年 5 月	21
均值						27

数据来源：Sacra，Techcrunch，公司官网，东方证券研究所

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

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.dfzq.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。