

## 公司研究

## 业绩略超预期，可灵商业化进程加速

## ——快手-W (1024.HK) 26Q1 业绩点评

## 要点

**事件:**快手 26Q1 实现收入 337.2 亿元人民币 (yoy+3.4%，彭博一致预期 334.1 亿元)；毛利润 172.5 亿元，对应毛利率 51.2% (yoy-3.4pct，彭博一致预期 51.5%)，主要由于 AI 算力持续投入和短剧 IAA 模式等低毛利业务收入占比提高影响；经调整净利润 33.7 亿元 (yoy-26.33%，彭博一致预期 30.31 亿元)，对应经调整净利率 10%，部分系其他收益净额增长。

**26Q1 核心商业收入同比增长达 10.7%。**1) **线上营销服务**收入 196.4 亿元 (yoy+9.3%)，其中国内收入同比增长超 10%。AI 能力已覆盖营销投放前中后全流程，生成式推荐大模型和智能出价大模型为国内线上营销服务收入带来约 3%-4%的提升；AI 短视频营销素材消耗渗透率达 10%。广告主方面，内容消费、生活服务、AI 应用行业为投放主要驱动；3 月底快手漫剧单日营销消耗峰值突破 2000 万元。2) **其他服务 (含电商)**收入 55.8 亿元 (yoy+15.9%)，系可灵收入超预期。电商佣金收入同比增速为中个位数，增速受两大因素影响：一是从 26Q1 开始达人抽佣以任务激励方式分阶段返还给达人，二是持续对商家进行补贴，导致电商佣金率略有下降。新一代生成式搜索框架 OneSearch V2 为电商货架搜索场景带来约 3%的 GMV 提升增量。**直播**收入 84.9 亿元 (yoy-13.5%)，系平台主动推进直播生态健康治理。

**可灵商业化表现亮眼，维持 26 年 capex 指引。**26Q1 可灵 AI 收入超过 6.5 亿元，同比增长超 300%，收入超预期增长来自 B 端、P 端付费用户规模超预期增长以及 ARPPU 的增长；26 年 3 月可灵 AI 年化收入运行率 ARR 近 5 亿美元，较 25 年 3 月的 1 亿美元实现大幅增长。近期可灵“棒球现场”特效功能掀起全民 AI 创造，带动可灵 AI 登顶巴西、德国等 42 个国家和地区的 app store 总榜；公司预计 26 全年可灵 AI 收入有望达 5 亿美元。后续可灵迭代方向聚焦满足专业创作者、P 端及 B 端创作者需求，具体包括长文本控制能力、运镜控制能力、1080P 画质下更精细的画面表现、更大的后期编辑空间。当前可灵毛利率为正 (考虑推理成本和少部分支付渠道成本)，处于稳中有升的健康状态；降本方向包括两个路径，一是采用 MoE 模型架构，用更少算力驱动更多参数；二是通过潮汐调度工程能力，平滑算力使用，提升闲置卡资源利用率。公司对 26 年 capex 指引维持约 260 亿元不变，且预计大部分将集中在上半年 (26Q1 约 120 亿)。

**盈利预测、估值与评级:**可灵商业化表现亮眼，建议关注后续更新迭代。考虑短期宏观因素对快手电商&广告业务带来压力，以及对未来可灵收入的乐观预期，我们小幅调整 26-28 年经调整净利润预测至 174/195/213 亿元 (较上次预测-0.1%/+2.4%/+3.8%)。考虑可灵潜在融资计划带来 SOTP 估值机遇，给予主业 8xPE，给予可灵 20xP/ARR (基于 26 年底 10 亿美元 ARR，60%控股折价)，给予目标价 68.25 港元。维持“买入”评级。

**风险提示:**可灵商业化不及预期，电商&广告业务不及预期、AI 投入持续加大

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万人民币)	126,898	142,776	148,772	157,172	165,679
营业收入增长率	11.8%	12.5%	4.2%	5.6%	5.4%
Non-IFRS 净利润 (百万人民币)	17,716	20,647	17,391	19,489	21,335
Non-IFRS 净利润增长率	72.5%	16.5%	-15.8%	12.1%	9.5%
Non-IFRS EPS (元)	4.08	4.76	4.01	4.49	4.92
Non-IFRS P/E	10	8	10	9	8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价截至 2026-05-27, 汇率 1 港币=0.8712 人民币

## 买入 (维持)

当前价/目标价: 45.28/68.25 港元

## 作者

分析师: 付天姿

执业证书编号: S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师: 杨朋沛

执业证书编号: S0930524070002

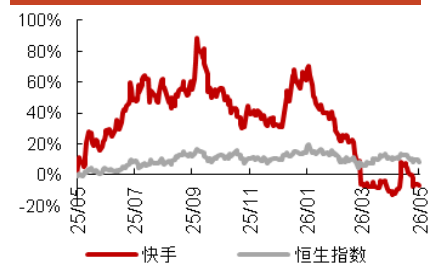
021-52523878

yangpengpei@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	43.37
总市值(亿港元):	1,963.93
一年最低/最高(港元):	41.92-92.6
近 3 月换手率(%):	137.5

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.1	-24.8	-14.8
绝对	3.8	-28.8	-6.5

资料来源: Wind

## 相关研报

泛货架商业化&推荐系统 OneRec 推动, 25H2 广告增长有望加速 ——快手-W (1024.HK) 跟踪研究报告 (2025-6-30)  
业绩略超预期, 可灵 AI 商业化加速成潜在估值增量 ——快手-W (1024.HK) 25 年一季度业绩点评 (2025-05-30)  
基本面增长放缓, 关注可灵 AI 生态、商业化加速发展 ——快手科技 (1024.HK) 24 年四季度业绩及可灵 AI 动态点评 (2025-03-31)

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	126,898	142,776	148,772	157,172	165,679
营业成本	-57,606	-64,227	-70,526	-74,351	-78,209
毛利	69,292	78,549	78,246	82,821	87,469
其它收入	2,215	2,151	2,156	2,174	2,163
营业开支	-56,220	-60,063	-63,487	-65,710	-68,097
营业利润	15,287	20,637	16,915	19,285	21,536
财务成本净额	236	-149	-164	-161	-159
应占利润及亏损	-29	-16	-40	-20	-20
税前利润	15,494	20,472	16,710	19,104	21,356
所得税开支	-150	-1,848	-2,507	-2,866	-3,203
税后经营利润	15,344	18,624	14,204	16,239	18,153
少数股东权益	-9	-7	-5	-6	-7
归母净利润	15,335	18,617	14,198	16,232	18,146
non-ifs 净利润	17,716	20,647	17,391	19,489	21,335

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	29,787	26,716	28,475	30,120	34,055
投资活动产生现金流	-36,677	-26,256	-27,279	-13,750	-9,771
融资活动现金流	6,714	-1,925	1,059	-3,222	-83
净现金流	-176	-1,465	2,255	13,147	24,201

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	139,873	164,504	184,717	200,042	220,366
流动资产	62,869	77,549	79,266	93,222	118,249
现金及短期投资	24,266	20,061	22,316	35,463	59,664
有价证券及短期投资	27,050	42,324	42,324	42,324	42,324
应收账款	6,674	8,127	7,800	8,238	8,690
存货	0	0	0	0	0
其它流动资产	4,879	7,037	6,826	7,197	7,571
非流动资产	77,004	86,955	105,451	106,820	102,116
长期投资	166	149	129	119	109
固定资产净额	23,722	31,414	47,903	47,310	40,950
其他非流动资产	53,116	55,392	57,419	59,391	61,057
总负债	77,849	84,920	90,929	90,016	92,186
流动负债	59,828	67,535	73,641	72,627	74,687
应付账款	27,470	27,209	31,063	32,748	34,447
短期借贷	0	1,968	3,137	0	0
其它流动负债	32,358	38,358	39,440	39,880	40,240
长期负债	18,021	17,385	17,289	17,388	17,499
长期债务	11,100	11,098	11,098	11,098	11,098
其它	6,921	6,287	6,191	6,290	6,401
股东权益合计	62,024	79,584	93,788	110,026	128,179
股东权益	62,004	79,558	93,756	109,989	128,135
少数股东权益	20	26	31	37	44
负债及股东权益总额	139,873	164,504	184,717	200,042	220,366

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>	A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼