



快手科技 (1024.HK): 可灵增长超预期

- 收入保持稳健，利润率短期承压。**快手 1Q26 整体业绩表现稳健，实现总营收人民币 337.2 亿元，同比增长 3.4%，略超市场一致预期 0.8%。在利润端，公司正处于新一轮 AI 技术投入期，经调整净利润为 33.7 亿元，同比下降 26.3%，但仍超出市场预期约 8%；调整后净利率为 10%。盈利能力的阶段性承压主要由于毛利率的下滑。一季度毛利率同比下降 3.4 个百分点至 51.2%，主要因 AI 算力基础设施的折旧摊销、带宽服务器成本增加以及短剧 IAA 等低毛利业务占比的提升。
- AI 深度赋能驱动业务增长。**线上营销服务是 1Q26 的核心增长引擎，实现收入 196.4 亿元，同比增长 9.3%，占总营收比重达 58.3%。主要得益于 AI 技术在营销全链路的深度渗透：生成式推荐与智能出价大模型为国内营销收入贡献了约 3%-4% 的增量，且 AIGC 短视频营销素材消耗占比已达 10%。其他服务收入达 55.8 亿元，同比增长 15.9%，新一代生成式搜索框架 OneSearch V2 为电商货架搜索场景带来了约 3% 的 GMV 增量。相比之下，直播业务收入同比下降 13.5% 至 84.9 亿元，主要因公司主动进行健康生态治理及行业监管趋严所致。
- 可灵 AI 势能保持强劲。**可灵 AI 已成为公司最具爆发力的业务板块，1Q26 单季度实现收入超 6.5 亿元，同比激增超 300%。截至 2026 年 3 月，可灵的年化收入运行率 (ARR) 已接近 5 亿美元。从收入结构来看，海外市场贡献了约 70% 的份额，B 端 API 调用占比约 60%，C 端订阅约 40%，显示出极强的全球化与 B 端变现能力。技术层面，可灵 3.0 系列模型上线支持 4K 原生视频生成，并已深度应用于国内外成熟商业影视作品的视觉特效制作中。随着模型版本更新以及“棒球现场”等特效功能在全球大受欢迎的驱动，我们预计可灵 2Q26 收入将达到 8.4 亿元，全年收入或达到 5 亿美元。
- 维持“买入”评级及目标价 68 港元：**展望 2Q26，我们预计公司总收入同比增长 1%；其中，广告业务受流量补贴以及海外业务影响，预计收入同比增长 6%；直播业务受加强治理影响，预计收入同比下降 14%；其他收入预计同比增长 10%，其中可灵 AI 收入达到人民币 8.4 亿元。维持目标价 68 港元，维持“买入”评级。
- 投资风险：**可灵 AI 增长放缓；增长利润不及预期；行业竞争激烈。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	126,898	142,776	147,081	154,429	161,822
经营利润	15,287	20,637	15,542	17,400	20,552
调整后净利润	17,711	20,647	16,079	17,616	20,264
调整后目标 PE (x)			16.0	14.6	12.7

E=浦银国际预测，资料来源：公司报告、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

赵丹

首席科技分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

科技分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2025 年 5 月 28 日

评级

买入

目标价 (港元)	68
潜在升幅/降幅	+50%
目前股价 (港元)	45.28
52 周内股价区间 (港元)	41.92-92.6
总市值 (百万港元)	195,785
近 3 月日均成交额 (百万港元)	2,496

注：截至 2025 年 5 月 27 日收盘价

市场预期区间



股价表现



财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
收入	126,898	142,776	147,081	154,429	161,822
收入成本	(57,606)	(64,227)	(70,852)	(74,126)	(76,056)
毛利	69,292	78,549	76,229	80,303	85,766
销售费用	(41,105)	(42,229)	(43,209)	(45,557)	(46,928)
管理费用	(2,916)	(3,343)	(3,367)	(3,397)	(3,560)
研发费用	(12,199)	(14,491)	(16,378)	(16,215)	(16,991)
其他营业费用	2,215	2,151	2,266	2,266	2,266
经营盈利	15,287	20,637	15,542	17,400	20,552
财务成本净额	236	(149)	(173)	-	-
其他盈利	(29)	(16)	(13)	-	-
除税前盈利	15,494	20,472	15,356	17,400	20,552
所得税开支	(150)	(1,848)	(2,296)	(2,784)	(3,288)
年度盈利	15,344	18,624	13,060	14,616	17,264

非通用会计准则

年度盈利	15,339	18,624	13,060	14,616	17,264
股份酬金	2,349	2,640	3,083	3,000	3,000
优先股公允价值变动	-	-	-	-	-
调整后年度盈利	17,711	20,647	16,079	17,616	20,264

现金流量表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
净利润	15,344	18,624	13,060	14,616	17,264
折旧	7,036	7,118	9,233	14,492	18,708
摊销	104	77	72	66	62
营运资金变动	7,510	143	2,561	969	397
其他调整项	(207)	754	3,348	3,278	3,291
经营现金流	29,787	26,716	28,274	33,421	39,722
购买固定资产净额	(8,063)	(14,942)	(26,000)	(27,299)	(28,606)
其他投资现金流	(28,614)	(11,314)	(924)	(1,577)	(1,587)
投资现金流	(36,677)	(26,256)	(26,924)	(28,876)	(30,193)
借款净额	-	-	-	-	-
其他融资现金流	6,714	(1,925)	-	-	-
融资现金流	6,714	(1,925)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(176)	(1,465)	1,350	4,545	9,529
汇率变动影响	(32)	(52)	-	-	-
年初现金及现金等价物	12,905	12,697	11,180	12,530	17,075
年末现金及现金等价物	12,697	11,180	12,530	17,075	26,604

资产负债表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
物业及设备	14,831	22,869	42,851	58,873	71,985
使用权资产	8,891	8,545	5,330	2,115	(1,100)
无形资产	1,059	986	914	848	786
金融资产	24,658	24,284	24,284	24,284	24,284
定期存款	19,856	22,015	22,679	23,812	24,952
其他非流动资产	7,709	8,256	8,256	8,256	8,256
非流动资产合计	77,004	86,955	104,314	118,187	129,163
贸易应收账款	6,674	8,127	8,372	8,790	9,211
现金及现金等价物	12,697	11,180	12,530	17,075	26,604
其他流动资产	43,498	58,242	58,502	58,946	59,393
流动资产合计	62,869	77,549	79,404	84,811	95,208
资产总额	139,873	164,504	183,718	202,999	224,372
权益总额	62,024	79,584	92,908	107,802	125,357
借款	11,100	11,098	11,098	11,098	11,098
其他非流动负债	6,921	6,287	6,287	6,287	6,287
非流动负债合计	18,021	17,385	17,385	17,385	17,385
应付账款	27,470	27,209	30,015	31,403	32,220
其他应付账款及应计费用	32,358	40,326	43,409	46,409	49,409
流动负债合计	59,828	67,535	73,424	77,812	81,629
负债总额	77,849	84,920	90,809	95,197	99,014

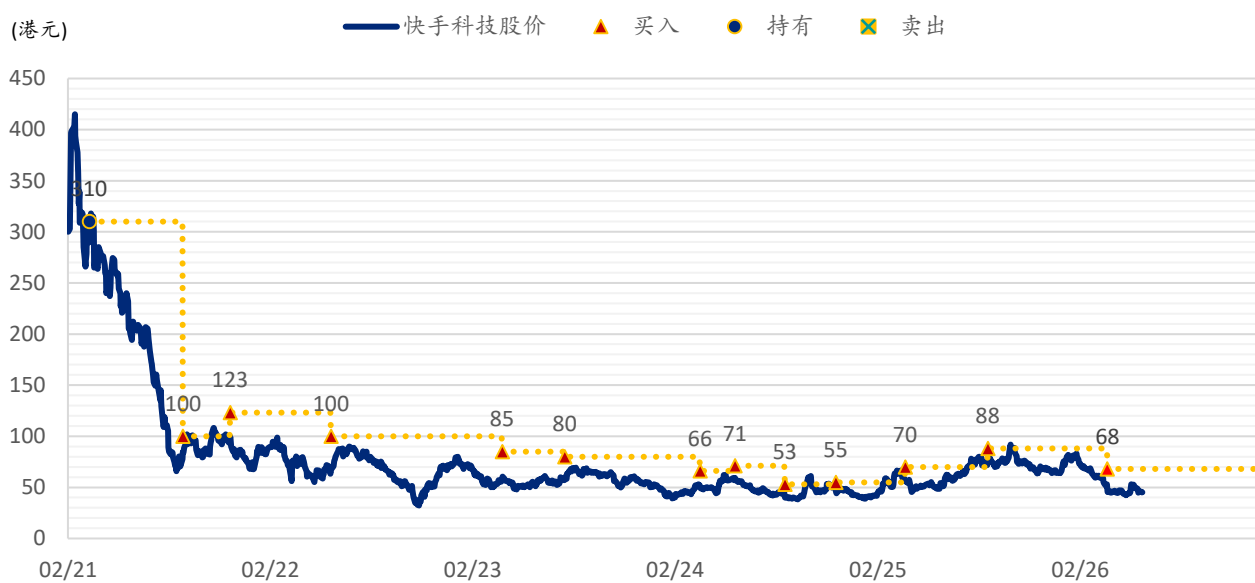
主要财务比率

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
盈利增速					
营业收入增速	11.8%	12.5%	3.0%	5.0%	4.8%
毛利增速	20.7%	13.4%	(3.0%)	5.3%	6.8%
经营利润增速	137.7%	35.0%	(24.7%)	12.0%	18.1%
净利润增速	139.8%	21.4%	(29.9%)	11.9%	18.1%
调整后净利润增速	72.4%	16.6%	(22.1%)	9.6%	15.0%
盈利能力比率					
毛利率	54.6%	55.0%	51.8%	52.0%	53.0%
经营利润率	12.0%	14.5%	10.6%	11.3%	12.7%
净利率	12.1%	13.0%	8.9%	9.5%	10.7%
调整后净利率	14.0%	14.5%	10.9%	11.4%	12.5%
每股指标 (元)					
基本EPS	3.6	4.4	3.0	3.4	4.0
摊薄EPS	3.5	4.2	3.0	3.3	3.9
调整后EPS	4.0	4.7	3.7	4.0	4.6
估值 (倍)					
调整后目标P/E			16.0	14.6	12.7
目标P/S			1.7	1.6	1.6

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 快手科技 (1024.HK)



注: 截至 2026 年 5 月 27 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(快手科技 1024.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

