

快手-W (01024.HK)

主业预计受到宏观扰动，可灵单季度收入达 6.5 亿人民币

优于大市

核心观点

收入同比增长 3.4%，经调整利润同比下降 26%，受到 AI 投入影响。 26Q1，公司营业收入 337 亿元，同比+3.4%，环比-14.8%。毛利率 51.2%，同比-3.4pct，环比-4.3pct。拆分来看，毛利率下降主要系 AI 投入，带宽服务器、物业设备折旧摊销成本上升。投入主要在可灵以及业务提效，Capex 来看，2026 年全年资本开支计划为 260 亿元，其中一季度已投入 120 亿元，主要为提前储备算力。经调整净利润 33.7 亿元，经调整利润率同比下降 4pct。26Q1 公司销售费率 30.6%，同比+0.3pct。26Q1 研发费用 36.2 亿，同比+10%，研发费率同比+1pct。26Q1 公司经调整净利润为 33.7 亿元，同比-26%。经调整利润率 10%，同比下降 4pct，环比下降 3.8pct。

分地区来看：1) 国内收入 325.54 亿元，同比增长 4%；国内经营利润 30.93 亿元，经营利润率 9.5%；2) 海外收入 11.62 亿元，同比下降 12%，海外经营亏损 0.31 亿元，经营利润率-2.7%，同比下降 5pct。海外广告收入下降主要受到巴西持续影响。

商业化：宏观逆风，持续补贴电商商家。 1) **直播电商：**26Q1 收入同比增长 6%。26Q1，其他业务（主要为直播电商）收入 55.8 亿元，同比+16%，环比-11%。我们测算其中电商佣金收入 49.6 亿元，同比+6%。受 Q1 起达人抽佣以任务激励方式分阶段返还、商家持续补贴影响，电商佣金率略有下降。除此以外，在此趋势以及宏观压力下，我们预计 26Q2 公司电商收入同比持平。2) **广告收入同比增长 9.3%。** 26Q1，广告收入 196.4 亿元，同比+9.3%。拆分类型来看，测算国内广告收入超过 10%。测算电商营销（内循环）收入同比高个位数增长，贡献线上营销收入大盘略低于一半；非电商营销（外循环）收入同比增长 10%左右，主要由短剧为主的内容消费、生活服务、综合平台（尤其是 AI 工具类行业）拉动。我们预计 26Q2 线上营销收入增速略有下降，对电商商家的流量补贴影响电商营销收入增速。3) **直播收入同比下降 13%。** 26Q1，直播收入 84.9 亿元，同比-13%，环比-12%。公司治理动作对收入影响。

可灵：增长亮眼，单季度收入达到 6.5 亿。 26Q1 可灵 AI 收入人民币 6.5 亿元（25Q3/Q4 为 3/3.4 亿）。26 年 3 月，可灵 ARR 近 5 亿美元。在此趋势下，我们预计可灵全年收入可达 5 亿美元。收入结构方面，预计可灵 B 端 API 服务收入占比约为 60%，C 端订阅收入占比约为 40%；整体海内外收入拆分比例约为 7:3，海外市场的 C 端订阅收入占比高于国内。

投资建议：维持“优于大市”评级。 公司业绩稳健，建议持续关注：AI 持续赋能主业，AI 视频产品可灵进展。考虑到直播业务表现弱以及宏观压力，下调公司盈利预测，预期 26-28 年经调整利润 164/195/220 亿元（调整-2%/-1%/-%）。继续维持“优于大市”评级。

风险提示：政策及监管风险，宏观经济恢复较慢的风险，短视频竞争格局恶化的风险，销售费率提升的风险等。

公司研究 · 海外公司财报点评

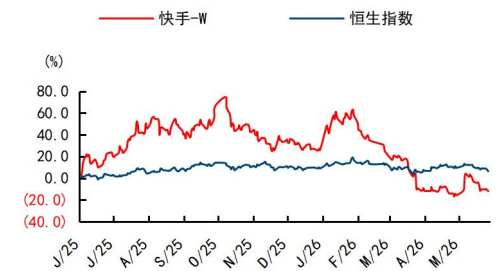
互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn S0980521120004
 证券分析师：陈淑媛 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn S0980524030003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	70.00 - 93.00 港元
收盘价	44.88 港元
总市值/流通市值	194662/164655 百万港元
52 周最高价/最低价	92.60/41.92 港元
近 3 个月日均成交额	2517.70 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《快手-W (01024.HK) -可灵单季度收入达 3.4 亿元，26 年加大 AI 投入》——2026-03-31
- 《快手-W (01024.HK) -AI 推动主业增长，可灵单季度收入超过 3 亿人民币》——2025-11-23
- 《快手-W (01024.HK) -OpenAI 发布 Sora APP，AIGC 需求加速增长》——2025-10-13
- 《快手-W (01024.HK) -OpenAI 发布 Sora APP，AIGC 需求加速增长》——2025-10-08
- 《快手-W (01024.HK) 深度报告-AI 焕新公司成长新篇章，可灵跻身全球第一梯队模型》——2025-09-08

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	126,898	142,776	146,302	153,825	161,828
(+/-%)	11.8%	12.5%	2.5%	5.1%	5.2%
调整后净利润(百万元)	18,308	20,647	16,400	19,537	21,973
(+/-%)	-278.6%	78.2%	12.8%	-20.6%	19.1%
每股收益(元)-调整后	4.40	4.96	3.94	4.70	5.28
EBIT Margin	9.2%	16.4%	9.5%	10.9%	11.9%
净资产收益率(ROE)	24.7%	23.4%	15.5%	12.1%	12.9%
市盈率(PE) —调整后	9.3	8.2	10.3	8.7	7.7
EV/EBITDA	14.8	9.3	11.6	8.7	7.0
市销率(PS)	1.34	1.19	1.16	1.10	1.05

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

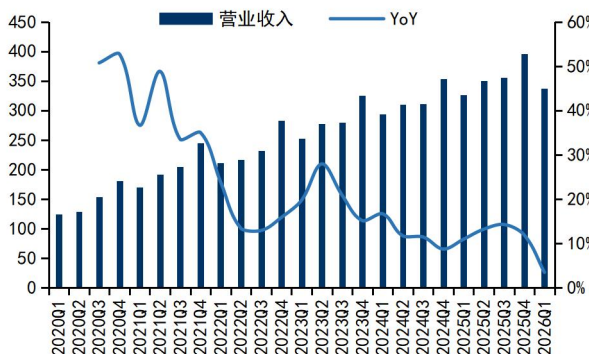
业绩概览：收入同比增长 3.4%，经调整利润同比下降 26%，受到 AI 投入影响

营业收入同比+3.4%。26Q1，公司营业收入 337 亿元，同比+3.4%，环比-14.8%。毛利率 51.2%，同比-3.4pct，环比-4.3pct。拆分来看，毛利率下降主要系 AI 投入，带宽服务器、物业设备折旧摊销成本上升。投入主要在可灵以及业务提效，Capex 来看，2026 年全年资本开支计划为 260 亿元，其中一季度已投入 120 亿元，主要为提前储备算力。

经调整净利润 33.7 亿元，经调整利润率同比下降 4pct。26Q1 公司销售费率 30.6%，同比+0.3pct。26Q1 研发费用 36.2 亿，同比+10%，研发费率同比+1pct。26Q1 公司经调整净利润为 33.7 亿元，同比-26%。经调整利润率 10%，同比下降 4pct，环比下降 3.8pct。

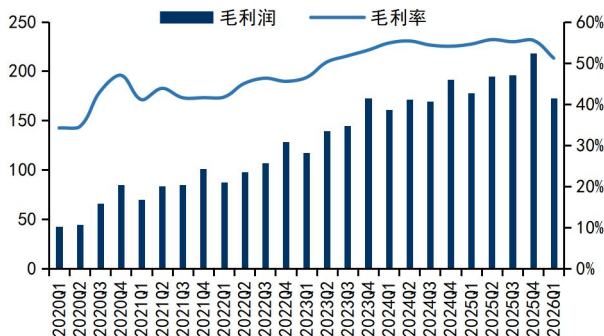
分地区来看：1) 国内收入 325.54 亿元，同比增长 4%；国内经营利润 30.93 亿元，经营利润率 9.5%；2) 海外收入 11.62 亿元，同比下降 12%，海外经营亏损 0.31 亿元，经营利润率-2.7%，同比下降 5pct。海外广告收入下降主要受到巴西持续影响。

图1：快手总收入及增速（亿元，%）



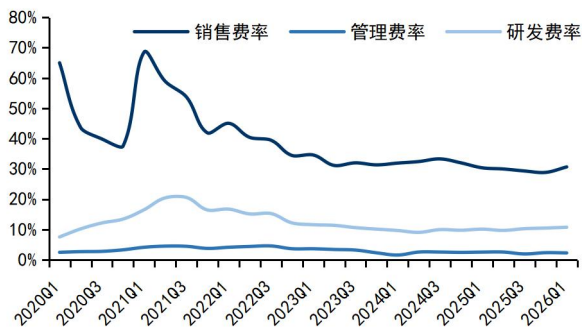
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：快手毛利润以及毛利率（亿元，%）



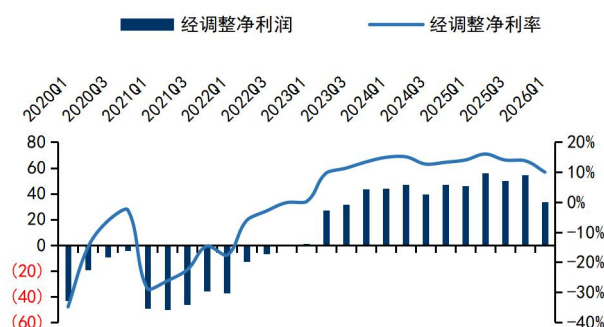
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：快手各项费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：快手经调整利润以及经调整利润率（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

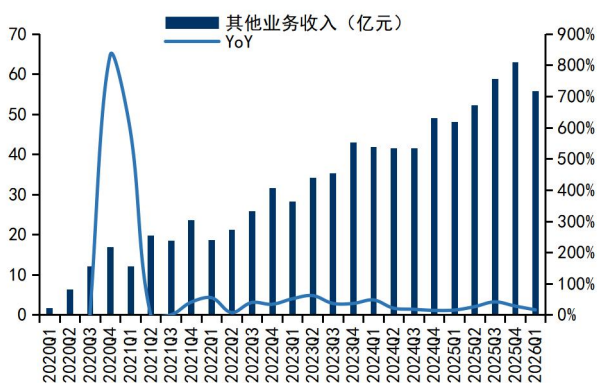
运营：DAU 同比+1%

26Q1，快手全站 MAU 7.72 亿，同比+9%，环比+4%。DAU 4.13 亿，同比+1%，环比+1.4%。

商业化：宏观逆风，持续补贴电商商家

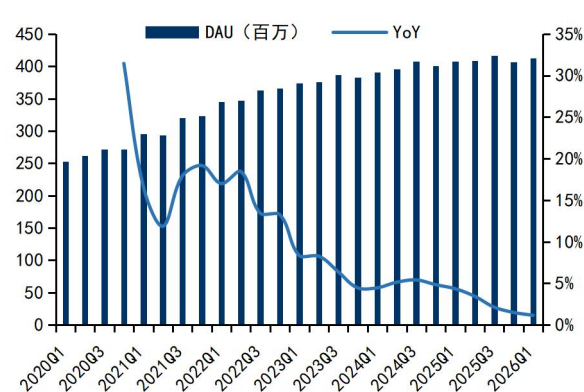
直播电商：26Q1 收入同比增长 6%。26Q1，其他业务（主要为直播电商）收入 55.8 亿元，同比+16%，环比-11%。我们测算其中电商佣金收入 49.6 亿元，同比+6%。受 Q1 起达人抽佣以任务激励方式分阶段返还、商家持续补贴影响，电商佣金率略有下降。除此以外，在此趋势以及宏观压力下，我们预计 26Q2 公司电商收入同比持平。

图5：快手其他业务收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：快手 DAU 以及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

广告收入同比增长 9.3%。26Q1，广告收入 196.4 亿元，同比+9.3%。拆分类型来看，测算国内广告收入超过 10%。测算电商营销（内循环）收入同比高个位数增长，贡献线上营销收入大盘略低于一半；非电商营销（外循环）收入同比增长 10% 左右，主要由短剧为主的内容消费、生活服务、综合平台（尤其是 AI 工具类行业）拉动。我们预计 26Q2 线上营销收入增速略有下降，对电商商家的流量补贴影响电商营销收入增速。

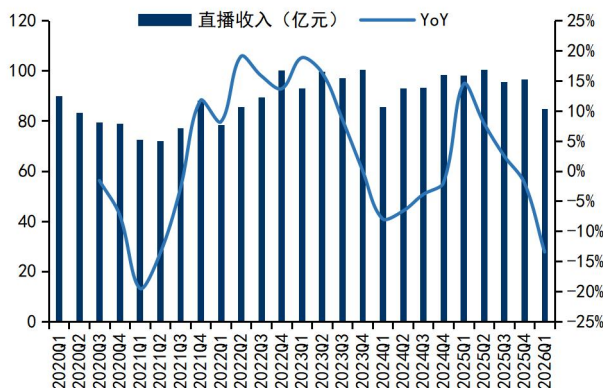
直播收入同比下降 13%。26Q1，直播收入 84.9 亿元，同比-13%，环比-12%。公司治理动作对收入影响。

图7: 快手广告业务收入及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 快手直播收入及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

可灵：增长亮眼，单季度收入达到 6.5 亿

2026Q1 可灵 AI 收入人民币 6.5 亿元（25Q3/Q4 为 3/3.4 亿）。26 年 3 月，可灵 ARR 近 5 亿美元。在此趋势下，我们预计可灵全年收入可达 5 亿美元。收入结构方面，我们预计可灵 B 端 API 服务收入占比约为 60%，C 端订阅收入占比约为 40%；整体海内外收入拆分比例约为 7:3，海外市场的 C 端订阅收入占比高于国内。

投资建议：维持“优于大市”评级

公司业绩稳健，建议持续关注：AI 持续赋能主业，AI 视频产品可灵进展。考虑到直播业务表现弱以及宏观压力，下调公司盈利预测，预期 26-28 年经调整利润 164/195/220 亿元（调整-2%/-1%/-%）。继续维持“优于大市”评级。

风险提示

政策及监管风险，宏观经济恢复较慢的风险，短视频竞争格局恶化的风险，销售费率提升的风险，不同业务在商业发展中博弈的风险，估值的风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	11180	8218	4172	4835	营业收入	142776	146303	153825	161829
应收款项	15155	15529	16328	17177	营业成本	64227	69933	72298	74441
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	251	257	270	284	销售费用	36496	42428	43071	45312
流动资产合计	77549	74967	74281	78483	管理费用	18587	19975	21760	22880
固定资产	22869	29096	30747	27592	财务费用	(809)	247	295	339
无形资产及其他	55681	70182	82842	98364	投资收益	0	(16)	(16)	(16)
投资性房地产	8256	8256	8256	8256	资产减值及公允价值变动	1388	775	775	775
长期股权投资	149	199	248	298	其他收入	(5220)	293	293	293
资产总计	164504	182700	196374	212994	营业利润	20443	14772	17454	19908
短期借款及交易性金融负债	1968	656	875	1166	营业外净收支	29	(1388)	(2215)	(1191)
应付款项	28269	28013	26607	24972	利润总额	20472	13384	15239	18717
其他流动负债	37298	40374	40186	40145	所得税费用	1848	(1208)	2286	2808
流动负债合计	67535	69042	67668	66283	少数股东损益	7	5	5	6
长期借款及应付债券	11098	11098	11098	11098	经调整公司利润	20647	16400	19538	21973
其他长期负债	6287	8383	10478	12574			-21%	19%	12%
长期负债合计	17385	19481	21576	23672	现金流量表(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	84920	88523	89244	89955	净利润	20647	16400	19538	21973
少数股东权益	26	31	36	42	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	79558	94146	107094	122997	折旧摊销	6721	10462	15822	21451
负债和股东权益总计	164504	182700	196374	212994	公允价值变动损失	(1388)	(775)	(775)	(775)
					财务费用	(809)	247	295	339
关键财务与估值指标	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	519	4534	(309)	(444)
每股收益-调整后	4.96	3.94	4.70	5.28	其它	(21421)	(16532)	(19469)	(21810)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	5079	14089	14807	20394
每股净资产	18.34	21.71	24.69	28.36	资本开支	(13412)	(15689)	(16474)	(17297)
ROIC	--	--	--	--	其它投资现金流	(12158)	0	(2548)	(2676)
ROE	23%	15%	12%	13%	投资活动现金流	(25553)	(15739)	(19071)	(20022)
毛利率	55%	52%	53%	54%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	10%	11%	12%	负债净变化	(2)	0	0	0
EBITDA Margin	21%	17%	21%	25%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	13%	2%	5%	5%	其它融资现金流	18961	(1312)	219	292
经调整净利润增长率	78%	13%	-21%	19%	融资活动现金流	18957	(1312)	219	292
资产负债率	52%	48%	45%	42%	现金净变动	(1517)	(2962)	(4046)	663
息率	0%	0%	0%	0%	货币资金的期初余额	12697	11180	8218	4172
P/E-调整后	8.2	10.3	8.7	7.7	货币资金的期末余额	11180	8218	4172	4835
P/B	2.4	2.1	1.8	1.6	企业自由现金流	15176	15370	18241	25784
EV/EBITDA	9.3	11.6	8.7	7.0	权益自由现金流	34871	13774	18120	25685

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032