

# 快手 AI 投資拖累淨利潤率



几不可失

黃德几

盈立證券研究部執行董事

港股科技股近日頻頻出現業績後股價「見光死」情況。快手(1024)日前公布2025年業績，總收入1,428億元(人民幣，下同)，按年增12.5%；經調整淨利潤206億元，增16.5%，經調整淨利潤率提升至14.5%。雖然業績大致符合市場預期，但股價卻大挫14.04%或7.45港元，收市報45.6港元。



■ 快手股價急挫逾14%。

集團2025年應用平均日活躍用戶4.1億，按年增長有限；平均月活躍用戶7.25億，增2.1%。電商商品交易總額(GMV)近1.6萬億元，增15%。至於去年第四季電商GMV達5,218億元，增12.9%。

收入結構方面，去年線上營銷服務收入815億元，同比增12.5%，主要受惠AI技術在多場景的應用；直播業務收入391億元，增5.5%；其他服務收入222億元，增27.6%。其中可靈AI貢獻顯著，上季收入3.4億元，而去年12月單月收入突破2,000萬美元，年化運行率已超過2.4億美元。

AI競爭已進入激烈階段，多間科技公司為維持競爭優勢，積極興建數據中心、擴大算力投入，導致資本性開支大幅增加，將直接影響企業資本分配策略。快手管理層最新指引，正

好印證有關擔憂。

儘管核心指標穩健，但快手管理層明確指出，今年集團整體資本性開支料達260億元，按

年增110億元，主要用於可靈大模型及其他基礎模型的算力支援、離線數據存儲處理，以及數據中心與算力中心建設。預期AI投資將拖累公司2026年經調整淨利潤率約1至2個百分點。

## 變現能力面臨挑戰

此外，快手核心業務增速出現放緩跡象，電商及短視頻相關業務增長動能減弱，直播業務增速已明顯放慢。可靈AI雖然商業化進展良好，但變現能力面臨挑戰，短期難以完全抵消核心業務放緩帶來的壓力。

市場原期待快手在AI領域的領先優勢能帶來更強勁的增長及更高利潤

率，但資本性開支大增，加上收入增長指引較保守，令投資者對短期盈利能力及現金流健康度產生憂慮。公司目前市盈率已回落至較低水平，對長線投資者而言，或許構成機會，但前提是需確認AI投資的回報路徑清晰，且核心業務能維持穩健現金流。

整體而言，科技股出現「優質業績、劣質股價」分化，主要源於市場對AI「燒錢模式」的理性重估。多間企業為追趕領先者，一窩蜂增加算力及基礎設施投入，短期內必然壓低利潤率及回購力度。

快手透過可靈AI在內容生成、營銷及電商場景的賦能已展現一定成效，但資本性開支大幅增加及核心業務放緩，仍需市場持續觀察其執行力及現金流管理能力。

(筆者為證監會持牌人士，沒持有上述股份)

## 大行點評

### 泡泡瑪特遭大行削價

高盛發表報告指，泡泡瑪特(9992)2025年下半年實現收入及淨利潤分別增長174%及272%，達232億元及82億元(人民幣，下同)，較該行預期低8%及10%，主要因美洲區銷售增長遜預期，同時受匯兌損失影響。

該行認為，公司多元化IP組合和全面營運能力為長期增長鋪路，強大的IP生態系統可望提升盈利可持續性和韌性。不過，短期而言，IP產品周期和高基數效應仍是挑戰，維持其「中性」評級，目標價則由300港元降至184港元，以反映公司增長動能及IP勢頭放緩。

### 產品在美歐熱度降溫

另外，美銀證券指，泡泡瑪特今年面對Labubu在美歐熱度降溫，毛利率上升受壓，下調其2026年及2027年經調整每股盈利預測19%及26%，估計今明兩年收入分別為447.29億元及515.22億元，純利預測為150.24億元及174.41億元。以反映疲弱的增長前景，評級由「買入」下調至「中性」。目標價由300港元下調至170港元。

中金表示，考慮到公司今年更加重視質量而非增速，以及國際環境短期的不確定性，下調其今明兩年經調整淨利潤13%及16%，分別至154億元及177億元。維持「跑贏行業」評級，下調其目標價33%至248港元。

## 審慎規劃退休儲備

隨着港人平均壽命愈來愈長，退休生活往往長達20年甚至更久，一旦失去固定收入，加上通脹壓力，若無謹慎安排，積蓄難免被逐步侵蝕。建議大家合理運用強積金維持適度投資，讓資產持盈保泰，從容迎接退休生活。

強積金在打工仔女年滿65歲後可以靈活提取。除了可選擇一筆過提取賬戶內的強積金外，我們鼓勵因應自己的財政狀況、風險承受能力及投資目標等，考慮將部分甚至是整筆強積金保留在賬戶內繼續投資，讓其繼續發揮複息效應，滾存增值。此舉省卻重新尋找投資產品的時間及精力，而且強積金計劃、基金、受託人等均受嚴格監管，透明度高，對退休人士提供一定的保障。

### 留意投資組合所涉風險

如退休後決定保持強積金投資，應保持良好管理強積金的習慣，如留意相關投資組合及基金所涉及的風險、長期表現、收費等，必須定期檢討自己的強積金組合，適時考慮是否需要作出調整。

另外，若強積金賬戶內有自願性供款或投資組合包含保證基金，申請提取時要注意有關提取規限及條款，例如所投資的保證基金會否因為提取全部或部分強積金，令投資年期未達「鎖定期」，而不能得到有關保證回報。

(逢周五、隔周刊出)

積金局熱線：2918 0102

網頁：www.mpf.org.hk



## 三生製藥轉向創新藥發展



證券分析

張賽娥  
南華金融副主席

在中國內地生物醫藥科技產業經歷近3年的寒冬後，2026年春天顯得格外明媚。三生製藥(1530)正處於從傳統「現金流巨頭」轉向「全球創新藥玩家」發展的關鍵點。

中國政府近期將生物醫藥正式納入「新興支柱產業」，政策導向已從單純控費，轉向鼓勵高品質創新。醫保談判轉趨溫和，並引入商保等多元支付機制，大幅緩解利潤端擔憂。在這種環境下，三生製藥核心資產價值正被重新定義。

公司2025年的高光時刻，是與全球藥企龍頭輝瑞(Pfizer)達成重磅交易。雙方就PD-1/VEGF雙特異性抗體(SSGJ-707)達成授權，首付款高達12.5億美元(約97.5億港元)，總交易額超過60億

美元。SSGJ-707已在全球啟動多項針對肺癌、結直腸癌的三期臨床試驗，被輝瑞視為腫瘤領域的核心策略資產。輝瑞強大的研發與商業化能力，有望將此品種打造為全球癌症治療的基石藥物，且輝瑞已完成對三生製藥1億美元的股權認購，雙方利益深度綁定。

### 計劃分拆蔓迪上市

根據最新財報顯示，三生製藥在2025年上半年表現出極強的獲利韌性。報告期內，歸母淨利潤達13.58億元(人民幣，下同)，按年增長24.6%。核心產品組合穩健：重磅產品特比澳(TPIAO)在中國內地血小板減少症市場份額高達63%，貢獻收入達23.71億元；生髮旗艦蔓迪(Mandi)表現尤為亮眼，收入錄得6.81億元，增長24%。

此外，公司研發開支增加15%



■ 三生製藥核心資產價值正被重新定義。

至5.48億元，正全力推動30項重點在研產品，其中27項為創新藥。

展望未來，三生製藥計劃分拆蔓迪(Mandi)獨立上市，這將使母公司更清晰地聚焦於創新藥研發，並有望釋放消費醫療板塊的估值潛力。隨着2025年高額首付款認列及未來里程碑款項的注入，公司財務結構進一步優化。

(筆者為證監會持牌人士，本人及關連人士未持有上述股份)