

昆仑万维（300418.SZ）

优于大市

24 年年报及 25 年一季报点评：AI 商业化加速落地，投资收益扰动业绩表现

核心观点

24 年及 25 年 Q1 营收持续增长，投资收益及研发投入压制利润表现。1) 24 年公司实现营业收入 56.62 亿元、同比分别增长 15.2%；归母净利润亏损 15.95 亿元、同比下滑 226.74%，对应摊薄 EPS -1.27 元，相比上年由盈转亏；主要原因一方面在于公司在 AI 领域研发投入持续加大（全年研发费用 15.4 亿元，同比增长 59.5%），另一方面投资收益相关损失达到 8.2 亿元；2) 25 年 Q1 公司实现营收 17.64 亿元、同比分别增长 46.07%；归母净利润亏损 7.69 亿元，同比下滑 310.32%，对应摊薄 EPS -0.62 元；营收大幅增长主要受益于 AI 商业化落地、音乐/短剧等贡献显著营收增量；净利润亏损主要在于 AI 研发投入（4.3 亿元）以及投资收益亏损（主要系 Pony.ai 与映宇宙合计亏损约 5.4 亿元）。

AI 研发持续推进，商业化初现成效。1) 大模型方面，推出“天工 3.0”，其参数规模达到 4000 亿，超越同类开源模型，成为当时全球最大的开源 MoE 模型之一；发布 Vitron 通用像素级视觉多模态大语言模型，在图像与视频的理解、生成、分割及编辑等任务上实现统一处理，为更全面的视觉大模型应用提供新思路；2) 应用方面，推出天工 AI 搜索、天工 AI 智能助手、实时语音对话助手“Skyo”、短剧创作平台 SkyReels 等产品；3) 商业化方面，AI 社交单月最高收入突破 100 万美元，成为海外收入增长速度最快的中国 AI 应用之一；截止 2025 年 3 月底，AI 音乐年化流水收入 ARR 达到约 1200 万美元（月流水收入约 100 万美元），短剧平台 Dramawave 年化流水收入 ARR 达到约 1.2 亿美元（月流水收入约 1000 万美元），从技术到产品，商业化初显成效。

海外市场保持高增速。2024 年公司海外业务收入规模至 51.5 亿元，同比增长 21.9%，占总收入比重达 91.0%；其中海外信息分发与元宇宙平台 Opera 继续保持高速增长，2024 年实现营业收入 4.8 亿美元，同比增长 21.1%；海外社交网络和短剧平台业务实现营业收入 12.5 亿元，同比增长 28.5%。

风险提示：应用落地不及预期；技术进步低于预期；投资业务不及预期等。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司投资收益较大的波动风险以及 AI 研发投入，我们下调 25/26 年归母净利润分别为-4.39/0.37 亿元（前值为 3.73/5.73 亿元），新增 27 年盈利预测 3.98 亿元，摊薄 EPS=-0.36/0.03/0.32 元；从大模型到 AI 应用，公司全面布局，有望成为 AIGC 时代大模型+应用生态的平台型公司；商业化持续落地之下经营业绩有望逐步改善，继续维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,915	5,662	6,681	7,714	8,424
(+/-%)	3.8%	15.2%	15.0%	10.0%	8.0%
归母净利润(百万元)	1258	-1595	-439	37	398
(+/-%)	9.2%	-226.7%	—	-108.3%	987.3%
每股收益(元)	1.04	-1.30	-0.36	0.03	0.32
EBIT Margin	8.6%	-10.8%	-7.4%	-3.1%	-1.4%
净资产收益率 (ROE)	8.3%	-11.2%	-3.2%	0.3%	2.8%
市盈率 (PE)	30.5	-24.4	-88.6	1063.6	97.8
EV/EBITDA	81.7	-89.0	-110.2	-364.6	3595.0
市净率 (PB)	2.53	2.73	2.82	2.81	2.76

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

公司研究·财报点评

传媒·游戏 II

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

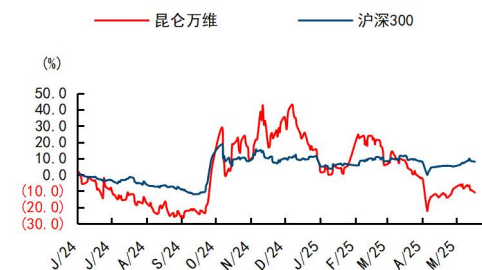
chenyaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	31.13 元
总市值/流通市值	38336/38336 百万元
52 周最高价/最低价	52.55/25.25 元
近 3 个月日均成交额	1088.38 百万元

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

《昆仑万维（300418.SZ）-24 年中报点评：投资收益波动及研发投入压制利润表现，AIGC 持续推进》——2024-08-26

《昆仑万维（300418.SZ）-23 年年报点评：营收增长稳健，AI 及元宇宙持续推进》——2024-04-26

《昆仑万维（300418.SZ）-费用及投资损益导致 Q3 业绩下滑，大模型及应用进展良好》——2023-10-29

《昆仑万维（300418.SZ）-搜索与广告业务同比向上，大模型及 AIGC 应用持续推进》——2023-09-01

《昆仑万维（300418.SZ）-收购奇点智源夯实底座，持续看好 AIGC 时代成长机遇》——2023-06-19

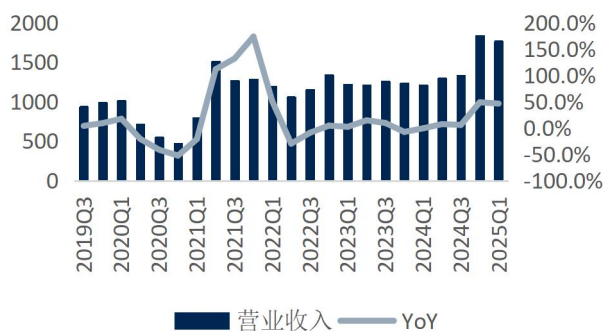
营收增长稳健，投资收益波动导致利润承压。1) 24 年公司实现营业收入 56.62 亿元、归母净利润-15.95 亿元，同比分别增长 15.2%、-226.74%，对应摊薄 EPS -1.27 元，相比上年由盈转亏；主要原因一方面在于公司在 AI 领域研发投入持续加大（全年研发费用 15.4 亿元，同比增长 59.5%），另一方面投资收益相关损失达到 8.2 亿元；2) 25 年 Q1 公司实现营收 17.64 亿元、归母净利润-7.69 亿元，同比分别增长 46.07%、-310.32%，对应摊薄 EPS -0.62 元；营收大幅增长主要受益于 AI 商业化落地、音乐/短剧等贡献显著营收增量；净利润亏损主要在于 AI 研发投入（4.3 亿元）以及投资收益亏损（主要系 Pony.ai 与映宇宙合计亏损约 5.4 亿元）。

图1：昆仑万维营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：昆仑万维单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：昆仑万维归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：昆仑万维单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

AI 研发持续推进，商业化初现成效。1) 大模型方面，推出“天工 3.0”，其参数规模达到 4000 亿，超越同类开源模型，成为当时全球最大的开源 MoE 模型之一；发布 Vitron 通用像素级视觉多模态大语言模型，在图像与视频的理解、生成、分割及编辑等任务上实现统一处理，为更全面的视觉大模型应用提供新思路；2) 应用方面，推出天工 AI 搜索、天工 AI 智能助手、实时语音对话助手“Skyo”、短剧创作平台 SkyReels 等产品；自研 AI 游戏《猫森学园》持续推进；3) 商业化方面，AI 社交单月最高收入突破 100 万美元，成为海外收入增长速度最快的中国 AI 应用之一；截止 2025 年 3 月底，AI 音乐年化流水收入 ARR 达到约 1200 万美元（月流水收入约 100 万美元），短剧平台 Dramawave 年化流水收入 ARR 达到约 1.2 亿美元（月流水收入约 1000 万美元），从技术到产品，商业化初显成

效。

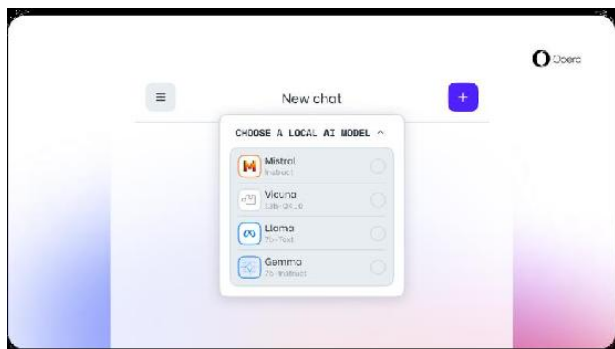
图5:《猫森学园》游戏画面展示



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

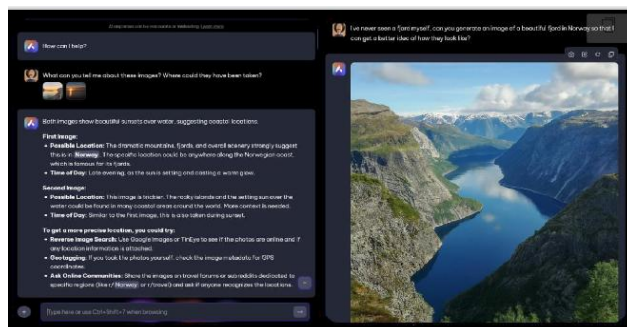
信息分发与元宇宙业务表现良好，海外市场保持高增速。1) 2024 年公司海外业务收入规模至 51.5 亿元，同比增长 21.9%，占总收入比重达 91.0%；2) 其中海外信息分发与元宇宙平台 Opera 继续保持高速增长，2024 年实现营业收入 4.8 亿美元，同比增长 21.1%；并推出“Ask Aria”和“Aria Voice”等 AI 功能，使用户可以通过语音直接与 AI 助手 Aria 互动，优化信息获取方式，提高浏览效率；3) 海外社交网络和短剧平台业务实现营业收入 12.5 亿元，同比增长 28.5%；

图6: Opera Aria 本地语言模型



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: Aria 图像理解与生成



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测: 1) 传统主营业务(广告、搜索)保持稳定,预计 25/26/27 年广告业务增速分别 28%/25%/23%,搜索业务分别为 15%/13%/10%;新兴业务 AI 软件(同比 100%/55%/20%)、短剧业务(同比 80%/30%/18%)高增长,综合毛利率分别为 72%/71%/72%;研发费用保持高位、费用率分别为 25%/22%/22%;2) 考虑到公司二级市场组合中小马智行以及虹宇宙二季度以来表现相对较好,25/26/27 年投资收

益及公允价值相关收益分别调整为 0/2.0/5.0 亿元，我们预计 25/26 年归母净利润分别为-4.39/0.37（前值为 3.73/5.73 亿元），新增 27 年盈利预测 3.98 亿元，摊薄 EPS=-0.36/0.03/0.32 元，当前股价对应 PE=-89/1064/98x。

表1: 盈利预测（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4915	5662	6681	7714	8424
AI 软件技术业务		39	77	120	138
YoY			100%	55%	15%
短剧平台业务		168	302	392	463
广告业务	1653	2145	2746	3433	3879
YoY	29%	30%	28%	25%	13%
Opera 搜索业务	1143	1327	1526	1724	1896
YoY	21%	16%	15%	13%	10%
海外社交网络业务	974	1083	1213	1310	1376
YoY	-10%	11%	12%	8%	5%
游戏业务	534	444	356	302	272
YoY	-26%	-17%	-20%	-15%	-10%
闲徕社交娱乐平台业务	477	382	298	254	203
YoY	-20%	-20%	-22%	-15%	-20%
毛利率	79%	74%	72%	71%	72%
研发费用	968	1543	1670	1697	1853
资产减值及公允价值变动	1279	(1146)	0	200	500
对外投资收益	255	9	(150)	100	100
税后利润	1258	(1595)	(439)	37	398

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：从大模型到 AI 应用，公司全面布局，有望成为 AIGC 时代大模型+应用生态的平台型公司；商业化持续落地之下经营业绩有望逐步改善，继续维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

公司	公司	投资	昨收盘	总市值	EPS				PE			
代码	名称	评级	(元)	(亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
300364.SZ	中文在线	优于大市	21.01	153	0.12	(0.33)	0.08	0.14	175	(64)	263	150
300418.SZ	昆仑万维	优于大市	31.62	389	1.04	-1.30	-0.36	0.03	31	-24	-89	1064

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1112	1543	1374	1367	1430	营业收入	4915	5662	6681	7714	8424
应收款项	988	932	170	196	214	营业成本	1040	1497	1883	2231	2384
存货净额	0	0	431	512	546	营业税金及附加	6	4	5	6	6
其他流动资产	143	178	40	46	50	销售费用	1620	2304	2718	3139	3427
流动资产合计	3803	4858	4219	4324	4443	管理费用	861	924	901	881	875
固定资产	260	368	442	616	925	研发费用	968	1543	1670	1697	1853
无形资产及其他	788	810	779	747	716	财务费用	35	65	(7)	(9)	(17)
投资性房地产	15412	13323	13323	13323	13323	投资收益	255	9	(150)	100	100
长期股权投资	1223	1318	1312	1307	1301	资产减值及公允价值变动	1279	(1146)	0	200	500
资产总计	21485	20676	20075	20317	20708	其他收入	(959)	(1548)	(1670)	(1697)	(1853)
短期借款及交易性金融负债	614	515	500	300	200	营业利润	1928	(1816)	(639)	70	495
应付款项	1213	1374	1752	2079	2216	营业外净收支	(48)	(3)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	1211	1122	649	737	788	利润总额	1879	(1819)	(669)	40	465
流动负债合计	3038	3011	2901	3116	3204	所得税费用	346	128	100	4	23
长期借款及应付债券	0	202	202	202	202	少数股东损益	275	(352)	(130)	8	90
其他长期负债	548	480	480	480	480	归属于母公司净利润	1258	(1595)	(439)	37	398
长期负债合计	548	681	681	681	681	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3586	3693	3582	3797	3885	净利润	1258	(1595)	(439)	37	398
少数股东权益	2725	2715	2664	2667	2703	资产减值准备	(56)	330	48	137	290
股东权益	15174	14269	13829	13854	14120	折旧摊销	94	130	110	122	134
负债和股东权益总计	21485	20676	20075	20317	20708	公允价值变动损失	(1279)	1146	0	(200)	(500)
						财务费用	35	65	(7)	(9)	(17)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(2701)	2443	422	439	422
每股收益	1.04	(1.30)	(0.36)	0.03	0.32	其它	289	(732)	(99)	(134)	(254)
每股红利	0.16	0.18	0.00	0.01	0.11	经营活动现金流	(2394)	1722	41	401	490
每股净资产	12.49	11.59	11.23	11.25	11.47	资本开支	0	626	(201)	(201)	(201)
ROIC	2.49%	-4.48%	-4%	-1%	-1%	其它投资现金流	(58)	(644)	0	0	0
ROE	8.29%	-11.18%	-3%	0%	3%	投资活动现金流	(252)	(113)	(195)	(195)	(195)
毛利率	79%	74%	72%	71%	72%	权益性融资	(8)	508	0	0	0
EBIT Margin	9%	-11%	-7%	-3%	-1%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	-8%	-6%	-2%	0%	支付股利、利息	(192)	(227)	0	(12)	(131)
收入增长	4%	15%	15%	10%	8%	其它融资现金流	3151	(1231)	(15)	(200)	(100)
净利润增长率	9%	-227%	—	-108%	987%	融资活动现金流	2758	(1178)	(15)	(212)	(231)
资产负债率	29%	31%	31%	32%	32%	现金净变动	112	431	(170)	(7)	63
股息率	0.5%	0.6%	0.0%	0.0%	0.3%	货币资金的期初余额	1000	1112	1543	1374	1367
P/E	30.5	(24.4)	(88.6)	1063.6	97.8	货币资金的期末余额	1112	1543	1374	1367	1430
P/B	2.5	2.7	2.8	2.8	2.8	企业自由现金流	0	2548	(53)	175	261
EV/EBITDA	81.7	(89.0)	(110.2)	(364.6)	3595.0	权益自由现金流	0	1317	(64)	(18)	173

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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