

昆仑万维（300418）

2024 年年报及 2025 年一季报点评：AI 生态布局持续落地，商业化进程加速

买入（维持）

2025 年 05 月 01 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 陈欣

执业证书：S0600524070002

chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4,915	5,662	7,166	7,997	8,898
同比（%）	3.78	15.20	26.56	11.59	11.27
归母净利润（百万元）	1,258.36	(1,594.80)	(891.73)	(772.94)	(625.84)
同比（%）	9.15	(226.74)	-	-	-
EPS-最新摊薄（元/股）	1.02	(1.30)	(0.72)	(0.63)	(0.51)
P/S（现价&最新摊薄）	7.99	6.94	5.48	4.91	4.41

投资要点

■ **事件：**2024 年公司实现营收 56.62 亿元，yoy+15.20%，归母净利润-15.95 亿元，yoy-226.74%，扣非归母净利润-16.43 亿元，yoy-349.08%。2025Q1 实现营收 17.64 亿元，yoy+46.07%，qoq-3.83%，归母净利润-7.69 亿元，2024Q1 及 2024Q4 归母净利润分别为-1.87、-9.68 亿元，扣非归母净利润-7.71 亿元，2024Q1 及 2024Q4 扣非归母净利润为-1.94、-9.95 亿元。

■ **Opera 持续深化 AI 战略布局，驱动营收高速增长。**2024 年及 2025Q1 公司营收同比增长 15.20%、46.07%，主要系 Opera 增长强劲，2024 年及 2025Q1 其营收同比增长 21.12%、40.10%，Opera 作为 AI 驱动的信息分发与元宇宙平台，不断推动浏览体验的智能化升级，对应搜索与广告业务收入持续高增。2024 年其他业务表现：1）存量业务：海外社交网络业务营收 10.83 亿元，yoy+11.23%；游戏业务营收 4.44 亿元，yoy-16.84%；闲徕社交娱乐平台业务收入 3.82 亿元，yoy-19.83%；2）增量业务：短剧平台业务收入 1.68 亿元，AI 软件技术业务收入 0.39 亿元。

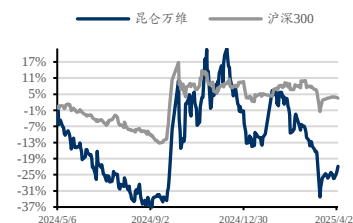
■ **研发投入及投资业务波动，致利润端承压。**公司营收高增，但利润端承压，主要系 1）加大研发投入巩固 AI 领域竞争优势，2024 年及 2025Q1 研发费用 15.43、4.30 亿元，yoy+59.46%、+23.43%，研发费用率 27.25%、24.40%，yoy+7.56pct、-4.47pct；2）受资本市场波动影响，2024 年及 2025Q1 确认公允价值变动净损失 8.25、4.91 亿元，以及 2024 年公司计提商誉等资产减值损失 3.21 亿元，拖累利润表现；3）加大 AI 应用、短剧平台推广等，2024 及 2025Q1 销售费用 23.04、8.68 亿元，yoy+42.23%、+92.11%，销售费用率 40.69%、49.24%，yoy+7.73pct、+11.80pct。

■ **AI 商业化加速，全产业链布局有望持续兑现。**2024 年公司 AI 业务商业化加速，截至 2025Q1 末，公司 AI 音乐年化流水收入 ARR 达到约 1200 万美金（月流水收入约 100 万美金）；短剧平台 Dramawave 年化流水收入 ARR 达到约 1.2 亿美金（月流水收入约 1000 万美金）。此外，公司 AI 布局涵盖大模型、AI 算力芯片、AI 应用全产业链，看好后续各细分领域应用持续落地，其中，1）AI 智能助手方面，公司预计将于 2025 年 5 月中旬在海外发布全球首款生产力场景通用 Agent 平台 Skywork.ai；2）自研 AI 游戏《猫森学园》研发测试工作进展顺利，自研 AI 原生游戏引擎“Spark AI”有望在 2025 年 7 月初正式上线。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司持续 AI 投入以及投资业务波动，我们上调 2025-2026 年营收、下调利润并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入分别为 72/80/89 亿元（2025-2026 年前值为 59/64 亿元），EPS-0.72/-0.63/-0.51 元（2025-2026 年前值为 0.06/0.08 元），对应当前股价 PS 分别为 5.48/4.91/4.41 倍。我们看好公司 AI 商业化加速，盈利潜力有望逐步兑现，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**AI 进展不及预期，经营性业务不及预期，行业监管风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.90
一年最低/最高价	25.25/52.55
市净率(倍)	2.91
流通 A 股市值(百万元)	39,284.69
总市值(百万元)	39,284.69

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.95
资产负债率(%，LF)	19.27
总股本(百万股)	1,231.50
流通 A 股(百万股)	1,231.50

相关研究

《昆仑万维(300418)：2024 年三季报点评：持续研发投入，多元 AI 应用相继落地》

2024-11-02

《昆仑万维(300418)：2024 年半年报点评：AI 布局持续兑现，积极关注多元 AI 应用进展》

2024-08-26

昆仑万维三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,858	6,163	5,181	6,883	营业总收入	5,662	7,166	7,997	8,898
货币资金及交易性金融资产	3,747	4,542	4,239	5,183	营业成本(含金融类)	1,497	1,983	2,302	2,686
经营性应收款项	947	996	931	1,023	税金及附加	4	7	8	9
存货	0	0	0	0	销售费用	2,304	3,332	3,599	3,737
合同资产	0	0	0	0	管理费用	924	1,147	1,240	1,335
其他流动资产	163	626	10	676	研发费用	1,543	1,756	1,839	1,958
非流动资产	15,818	15,904	16,035	16,117	财务费用	65	(10)	(37)	(34)
长期股权投资	1,318	1,318	1,318	1,318	加:其他收益	12	36	40	44
固定资产及使用权资产	554	639	770	853	投资净收益	9	7	8	9
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	(825)	(50)	(10)	(2)
无形资产	810	810	810	810	减值损失	(351)	0	0	0
商誉	5,158	5,158	5,158	5,158	资产处置收益	13	0	0	0
长期待摊费用	26	26	26	26	营业利润	(1,816)	(1,056)	(915)	(741)
其他非流动资产	7,953	7,953	7,953	7,953	营业外净收支	(3)	0	0	0
资产总计	20,676	22,067	21,215	23,000	利润总额	(1,819)	(1,056)	(915)	(741)
流动负债	3,011	5,490	5,581	8,128	减:所得税	128	32	27	22
短期借款及一年内到期的非流动负债	515	415	365	315	净利润	(1,947)	(1,087)	(943)	(763)
经营性应付款项	1,374	3,032	2,849	5,059	减:少数股东损益	(352)	(196)	(170)	(137)
合同负债	120	357	414	483	归属母公司净利润	(1,595)	(892)	(773)	(626)
其他流动负债	1,001	1,685	1,951	2,271	每股收益-最新股本摊薄(元)	(1.30)	(0.72)	(0.63)	(0.51)
非流动负债	681	681	681	681	EBIT	(628)	(1,023)	(950)	(781)
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	(302)	(508)	(231)	(164)
应付债券	202	202	202	202	毛利率(%)	73.56	72.33	71.22	69.82
租赁负债	83	83	83	83	归母净利率(%)	(28.16)	(12.44)	(9.67)	(7.03)
其他非流动负债	396	396	396	396	收入增长率(%)	15.20	26.56	11.59	11.27
负债合计	3,693	6,171	6,262	8,810	归母净利润增长率(%)	(226.74)	-	-	-
归属母公司股东权益	14,269	13,377	12,604	11,978					
少数股东权益	2,715	2,519	2,350	2,212					
所有者权益合计	16,984	15,896	14,954	14,190					
负债和股东权益	20,676	22,067	21,215	23,000					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	290	1,566	623	1,706	每股净资产(元)	11.59	10.86	10.23	9.73
投资活动现金流	171	(593)	(842)	(691)	最新发行在外股份(百万股)	1,231	1,231	1,231	1,231
筹资活动现金流	(20)	(129)	(73)	(69)	ROIC(%)	(3.68)	(6.13)	(6.08)	(5.30)
现金净增加额	431	844	(292)	946	ROE-摊薄(%)	(11.18)	(6.67)	(6.13)	(5.22)
折旧和摊销	325	515	719	617	资产负债率(%)	17.86	27.96	29.51	38.30
资本开支	(300)	(600)	(850)	(700)	P/S (现价&最新股本摊薄)	6.94	5.48	4.91	4.41
营运资本变动	670	2,067	821	1,840	P/B (现价)	2.75	2.94	3.12	3.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>