

信义山证汇通天下

证券研究报告

社交与互动媒体

昆仑万维（300418.SZ）

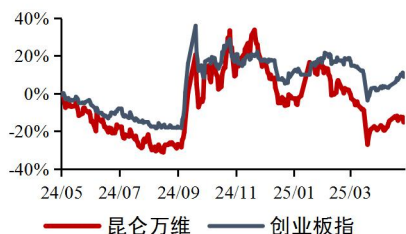
买入-A(维持)

收入端较快增长，利润端短期承压

2025 年 5 月 19 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 16 日

收盘价（元）：	31.62
年内最高/最低（元）：	52.55/25.25
流通 A 股/总股本(亿)：	12.31/12.31
流通 A 股市值（亿）：	389.40
总市值（亿）：	389.40

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益(元)：	-0.62
摊薄每股收益(元)：	-0.62
每股净资产(元)：	13.12
净资产收益率(%)：	-5.75

资料来源：最闻

分析师：

潘宁河

执业登记编码：S0760523110001

邮箱：panninghe@sxzq.com

林挺

执业登记编码：S0760524100003

- 事件：公司发布 24 年年报及 25Q1 业绩，24 年公司实现营收 56.62 亿元，同比+15.20%，归母净利润-15.95 亿元，同比-226.74%。25Q1 公司实现营收 17.64 亿元，同比+46.07%，归母净利润-7.69 亿元（去年同期亏损 1.87 亿元）。
- 营收实现较快增长，利润端有所承压。公司 24 年及 25Q1 营收实现增长较快，主要系短剧及 Opera 业务维持较快增速。公司利润端有所承压主要系 1) 公司加大研发投入巩固其在人工智能领域的领先地位，24 年、25Q1 研发投入分别同比增长 59.5%、23.4%；2) 公司加大 AI 业务推广，24 年、25Q1 销售费用分别同比增长 42.23%、92.11%；3) 受资本市场波动影响，公司 24 年、25Q1 公允价值变动导致亏损 8.25、4.91 亿元，叠加公司于 24 年计提资产减值损失 3.21 亿元。
- AI 应用场景持续落地，商业化进程提速。截止 25Q1，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）。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；AI 游戏方面，公司自研 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。
- 投资建议：我们预计公司 2025E-27E 归母净利润增速分别为+79.6%、+167.9%、+79.2%。考虑到公司为国内 AI 行业第一梯队企业，公司或将凭借 AI 形成较强竞争优势，维持“买入-A”评级。
- 风险提示：AI 发展不及预期，政策风险，用户流失，投资业务波动等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,915	5,662	6,541	7,198	7,788
YoY(%)	3.8	15.2	15.5	10.0	8.2
净利润(百万元)	1,258	-1,595	-326	221	396
YoY(%)	9.2	-226.7	79.6	167.9	79.2
毛利率(%)	78.8	73.6	78.0	78.2	78.4
EPS(摊薄/元)	1.02	-1.30	-0.26	0.18	0.32
ROE(%)	8.6	-11.5	-2.4	1.6	2.8
P/E(倍)	30.9	-24.4	-119.6	176.1	98.2
P/B(倍)	2.6	2.7	2.8	2.8	2.7
净利率(%)	25.6	-28.2	-5.0	3.1	5.1

资料来源：最闻，山西证券研究所



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3803	4858	5537	5330	7364
现金	1112	1543	2020	2510	4419
应收票据及应收账款	681	865	1004	435	481
预付账款	56	83	18	85	35
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	1953	2367	2494	2300	2430
非流动资产	17682	15818	16058	16308	16473
长期投资	1223	1318	1533	1760	2000
固定资产	260	368	309	241	169
无形资产	788	810	886	980	972
其他非流动资产	15412	13323	13331	13327	13332
资产总计	21485	20676	21595	21638	23837
流动负债	3038	3011	4367	4216	5997
短期借款	468	410	410	410	410
应付票据及应付账款	1213	1374	2737	2493	4235
其他流动负债	1356	1227	1220	1313	1351
非流动负债	548	681	641	601	560
长期借款	0	202	161	121	81
其他非流动负债	548	480	480	480	480
负债合计	3586	3693	5008	4817	6557
少数股东权益	2725	2715	2644	2692	2779
股本	1215	1231	1231	1231	1231
资本公积	2492	3042	3042	3042	3042
留存收益	11642	9987	9599	9864	10337
归属母公司股东权益	15174	14269	13943	14129	14501
负债和股东权益	21485	20676	21595	21638	23837

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	885	290	715	113	1341
净利润	1533	-1947	-397	270	483
折旧摊销	97	134	189	222	225
财务费用	35	65	56	48	18
投资损失	-255	-9	-240	-258	-278
营运资金变动	105	182	1219	545	1655
其他经营现金流	-630	1865	-113	-713	-763
投资活动现金流	-431	171	-77	500	650
筹资活动现金流	-288	-20	-161	-124	-82
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.02	-1.30	-0.26	0.18	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.24	0.58	0.09	1.09
每股净资产(最新摊薄)	12.32	11.59	11.32	11.47	11.78

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4915	5662	6541	7198	7788
营业成本	1040	1497	1439	1569	1682
营业税金及附加	6	4	5	5	5
营业费用	1620	2304	2616	2807	2959
管理费用	861	924	1047	1080	1129
研发费用	968	1543	1832	1943	2064
财务费用	35	65	56	48	18
资产减值损失	-21	-351	-392	-396	-389
公允价值变动收益	1283	-825	100	700	750
投资净收益	255	9	240	258	278
营业利润	1928	-1816	-481	332	593
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	49	3	3	3	3
利润总额	1879	-1819	-484	329	589
所得税	346	128	-87	59	106
税后利润	1533	-1947	-397	270	483
少数股东损益	275	-352	-71	49	87
归属母公司净利润	1258	-1595	-326	221	396
EBITDA	1971	-1694	-317	512	738

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	3.8	15.2	15.5	10.0	8.2
营业利润(%)	37.6	-194.2	73.5	169.0	78.5
归属于母公司净利润(%)	9.2	-226.7	79.6	167.9	79.2
获利能力					
毛利率(%)	78.8	73.6	78.0	78.2	78.4
净利率(%)	25.6	-28.2	-5.0	3.1	5.1
ROE(%)	8.6	-11.5	-2.4	1.6	2.8
ROIC(%)	9.6	-13.0	-2.8	1.6	2.8
偿债能力					
资产负债率(%)	16.7	17.9	23.2	22.3	27.5
流动比率	1.3	1.6	1.3	1.3	1.2
速动比率	1.2	1.6	1.2	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	6.7	7.3	7.0	10.0	17.0
应付账款周转率	0.7	1.2	0.7	0.6	0.5
估值比率					
P/E	30.9	-24.4	-119.6	176.1	98.2
P/B	2.6	2.7	2.8	2.8	2.7
EV/EBITDA	20.2	-22.9	-119.9	73.4	48.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

