



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 05 月 19 日

基础数据

05 月 16 日收盘价（元）	31.62
总市值（亿元）	389.40
总股本（亿股）	12.31

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证传媒】昆仑万维 2024 年三季报点评：研发费用提升致利润承压，AI 短剧及社交加快推进-2024.11.15

分析师：李阳

S0190518080004

liyanyjs@xyzq.com.cn

分析师：杨尚东

S0190521030003

yangshangdong@xyzq.com.cn

昆仑万维(300418.SZ)

研发费用和投资损失致利润端承压，看好 AI 商业化落地前景

投资要点：

- **事件：**公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年公司实现营收 56.62 亿元，同比增长 15.20%，归母净利润-15.95 亿元，扣非归母净利润-16.43 亿元。2025Q1 实现营收 17.64 亿元，同比增长 46.07%，归母净利润-7.69 亿元。
- **AI 的研发投入和公允价值变动致利润端承压。**公司 2024 年和 2025Q1 利润端明显承压，主要因为 1) 为巩固公司在 AI 领域的领先地位，进一步加大研发投入。2024 年和 2025Q1 研发费用分别是 15.4 亿元和 4.3 亿元，同比增速分别是 59.5%和 23.4%。2) 受资本市场波动影响，2024 年和 2025Q1 确认公允价值变动净损失 8.25 亿元和 4.91 亿元，使得利润端明显承压。
- **AI 商业化进展顺利，全产业链布局有望逐渐落地。**2025Q1，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）。同时公司持续迭代自身 AI 能力，全产业链布局有望逐渐落地。1) AI 大模型：2025 年 1-4 月份，公司连续推出多个世界模型和多模态模型，如 Skywork-OR1 系列模型。2) AI 智能助手：公司预计将于 2025 年 5 月中旬发布全球首款生产力场景通用 Agent 平台 Skywork.ai。3) AI 短剧：2025 年 4 月 21 日，公司发布并开源全球首个使用扩散强迫（Diffusion-forcing）框架的无限时长电影生成模型——SkyReels-V2。4) AI 音乐：2025 年 3 月 26 日，公司正式发布全新 AI 音乐生成模型 Mureka V6 与 Mureka O1。5) AI 游戏：公司自研 AI 游戏《猫森学园》（原《Project G7》）研发测试工作进展顺利，同时自主研发的 AI 原生游戏引擎“Spark AI”有望在 2025 年 7 月初正式上线。
- **盈利预测与投资建议。**我们看好公司在 AI 领域的持续布局，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 63.50/69.14/74.26 亿元，归母净利润分别为-4.87/-1.12/0.76 亿元，2027 年对应当前股价（2025 年 5 月 16 日）PE 为 512 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示：**监管趋严的风险；游戏流水表现不及预期；AI 商业化进展不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	5662	6350	6914	7426
同比增长	15.2%	12.1%	8.9%	7.4%
归母净利润（百万元）	-1595	-487	-112	76
同比增长	—	—	—	—
毛利率	73.6%	70.2%	69.6%	69.4%
ROE	-11.2%	-3.5%	-0.8%	0.6%
每股收益（元）	-1.30	-0.40	-0.09	0.06
市盈率	—	—	—	512.2

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4858	4963	5063	5862
货币资金	1543	846	225	317
交易性金融资产	2204	2864	3481	4090
应收票据及应收账款	865	962	1037	1108
预付款项	83	104	116	125
存货	0	0	0	0
其他	163	186	205	221
非流动资产	15818	15913	16878	17598
长期股权投资	1318	1409	1497	1573
固定资产	368	421	458	477
在建工程	0	0	0	0
无形资产	810	818	827	834
商誉	5158	5158	5158	5158
其他	8165	8107	8939	9557
资产总计	20676	20876	21942	23460
流动负债	3011	3736	4838	6163
短期借款	410	560	1320	2370
应付票据及应付账款	1374	1737	1930	2083
其他	1227	1439	1588	1709
非流动负债	681	768	868	968
长期借款	0	0	0	0
其他	681	768	868	968
负债合计	3693	4504	5706	7131
股本	1231	1231	1231	1231
未分配利润	9959	9473	9361	9426
少数股东权益	2715	2608	2583	2600
股东权益合计	16984	16372	16236	16329
负债及权益合计	20676	20876	21942	23460

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	-1595	-487	-112	76
折旧和摊销	325	376	213	237
营运资金的变动	670	480	225	172
经营活动产生现金流量	290	210	284	534
资本支出	-300	-243	-255	-254
长期投资	328	-822	-1475	-1271
投资活动产生现金流量	171	-1059	-1724	-1518
债权融资	-55	194	860	1150
股权融资	508	0	0	0
融资活动产生现金流量	-20	152	818	1077
现金净变动	431	-697	-622	93

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5662	6350	6914	7426
营业成本	1497	1892	2102	2269
税金及附加	4	5	5	5
销售费用	2304	2413	2489	2525
管理费用	924	1016	1106	1188
研发费用	1543	1651	1383	1337
财务费用	65	5	31	70
投资收益	9	10	11	12
公允价值变动收益	-825	50	51	26
信用减值损失	-30	-8	-11	-7
资产减值损失	-321	-2	-2	-2
营业利润	-1816	-554	-123	92
营业外收支	-3	-1	-4	-6
利润总额	-1819	-555	-127	87
所得税	128	39	9	-6
净利润	-1947	-594	-136	93
少数股东损益	-352	-108	-25	17
归属母公司净利润	-1595	-487	-112	76
EPS(元)	-1.30	-0.40	-0.09	0.06

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	15.2%	12.1%	8.9%	7.4%
营业利润增长率	—	—	—	—
归母净利润增长率	—	—	—	—
盈利能力				
毛利率	73.6%	70.2%	69.6%	69.4%
归母净利率	-28.2%	-7.7%	-1.6%	1.0%
ROE	-11.2%	-3.5%	-0.8%	0.6%
偿债能力				
资产负债率	17.9%	21.6%	26.0%	30.4%
流动比率	1.61	1.33	1.05	0.95
速动比率	1.55	1.27	1.00	0.91
营运能力				
资产周转率	26.9%	30.6%	32.3%	32.7%
每股资料(元)				
每股收益	-1.30	-0.40	-0.09	0.06
每股经营现金	0.24	0.17	0.23	0.43
估值比率(倍)				
PE	—	—	—	512.2
PB	2.7	2.8	2.9	2.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn