

2025 年 05 月 22 日

昆仑万维（300418.SZ）

公司快报

传媒 | 社交与互动媒体III

投资评级

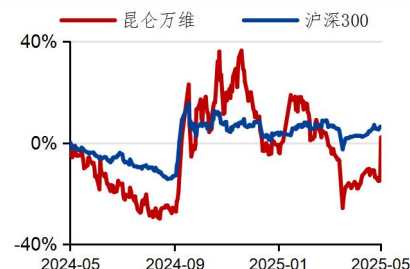
增持(维持)

股价(2025-05-22)

37.43 元

| 交易数据      |             |
|-----------|-------------|
| 总市值（百万元）  | 46,094.86   |
| 流通市值（百万元） | 46,094.86   |
| 总股本（百万股）  | 1,231.50    |
| 流通股本（百万股） | 1,231.50    |
| 12 个月价格区间 | 48.16/26.14 |

一年股价表现



资料来源：聚源

|      | 1M    | 3M     | 12M   |
|------|-------|--------|-------|
| 升幅%  |       |        |       |
| 相对收益 | 17.33 | -10.06 | -5.18 |
| 绝对收益 | 20.74 | -11.68 | 1.29  |

分析师

倪爽

SAC 执业证书编号：S0910523020003

nishuang@huajinsec.cn

报告联系人

王延森

wangyansen@huajinsec.cn

相关报告

昆仑万维：收入稳定增长，阶段性业绩承压

符合产业规律-华金证券-传媒-昆仑万维-公

司点评 2025.5.2

AI 产品矩阵逐步丰富，有助高效提升用户规模

投资要点

- ◆ **事件：**5 月 22 日，公司发布天工超级智能体，该产品采用 AI agent 架构和 deep research 技术，能够一站式生成文档、PPT、表格（excel）、网页、播客和音视频多模态内容。产品具有 deep research 能力，在 GAIA 榜单上排名全球第一，超过 OpenAI Deep Research 和 Manus。
- ◆ **重塑人机协作方式，推动效率变革。**从效率工具到智能协作者的范式升级，AI Agent 成为新时代的革命性生产力。天工超级智能体（Skywork Super Agents）提供 5 个专家级 agents 和 1 个通用 agent，5 个专家智能体，分别专注于专业文档（doc）、PPT、表格（excel）、播客和网页的生成。其中，文档、PPT、表格为办公人群最常用的需求。通用智能体：接入数十个 MCP，包括能处理多模态创意任务，用于生成诸如图片、海报、音乐、MV、宣传片、有声读物、绘本和其他多媒体内容。天工（Skywork）的 deep research 能力与 OpenAI 相似，但其成本仅为 OpenAI 的 40%。
- ◆ **构建全面 AI 业务布局，并取得一定成果。**公司近年在 AI 大模型、AI 搜索、AI 短剧、AI 音乐、AI 游戏、AI 社交等领域持续深耕。2025 年 Q1，AI 音乐年化流水收入 ARR 达到约 1,200 万美金；短剧平台 Dramawave 年化流水收入 ARR 达到约 1.2 亿美金，有望推动收入增长。
- ◆ **投资建议：**公司坚定 AI 相关业务的投入与布局，随着相关新技术的成熟与应用，以及用户规模的提升，新业务将为公司提供持续的发展动力。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.03/0.28/0.51 亿元；EPS 为 0.00/0.02/0.04 元/每股；维持“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**政策不确定性、参股公司亏损与减值、AI 技术发展不及预期等。

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  | 6,581   | 7,019  | 7,514 |
| YoY(%)     | 3.8   | 15.2   | 16.2    | 6.7    | 7.0   |
| 归母净利润(百万元) | 1,258 | -1,595 | 3       | 28     | 51    |
| YoY(%)     | 9.2   | -226.7 | 100.2   | 774.3  | 83.7  |
| 毛利率(%)     | 78.8  | 73.6   | 69.8    | 69.3   | 68.8  |
| EPS(摊薄/元)  | 1.02  | -1.30  | 0.00    | 0.02   | 0.04  |
| ROE(%)     | 8.6   | -11.5  | -1.9    | -1.5   | -1.0  |
| P/E(倍)     | 36.6  | -28.9  | 14508.9 | 1659.5 | 903.4 |
| P/B(倍)     | 3.0   | 3.2    | 3.2     | 3.2    | 3.2   |
| 净利率(%)     | 25.6  | -28.2  | 0.0     | 0.4    | 0.7   |

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元)        |            |            |            |            |            | 利润表(百万元)        |       |        |         |        |         |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|-------|--------|---------|--------|---------|
| 会计年度              | 2023A      | 2024A      | 2025E      | 2026E      | 2027E      | 会计年度            | 2023A | 2024A  | 2025E   | 2026E  | 2027E   |
| <b>流动资产</b>       | 3803       | 4858       | 6158       | 5504       | 7013       | <b>营业收入</b>     | 4915  | 5662   | 6581    | 7019   | 7514    |
| 现金                | 1112       | 1543       | 2480       | 2030       | 3156       | 营业成本            | 1040  | 1497   | 1988    | 2157   | 2343    |
| 应收票据及应收账款         | 681        | 865        | 931        | 984        | 1066       | 营业税金及附加         | 6     | 4      | 5       | 5      | 5       |
| 预付账款              | 56         | 83         | 79         | 93         | 91         | 营业费用            | 1620  | 2304   | 2567    | 2667   | 2780    |
| 存货                | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 管理费用            | 861   | 924    | 987     | 983    | 977     |
| 其他流动资产            | 1953       | 2367       | 2667       | 2396       | 2700       | 研发费用            | 968   | 1543   | 1711    | 1825   | 1954    |
| <b>非流动资产</b>      | 17682      | 15818      | 15566      | 14957      | 14646      | 财务费用            | 35    | 65     | 63      | 66     | 63      |
| 长期投资              | 1223       | 1318       | 1019       | 483        | 228        | 资产减值损失          | -21   | -351   | -26     | -28    | -30     |
| 固定资产              | 260        | 368        | 286        | 204        | 122        | 公允价值变动收益        | 1283  | -825   | 481     | 481    | 481     |
| 无形资产              | 788        | 810        | 947        | 964        | 988        | 投资净收益           | 255   | 9      | 11      | 11     | 11      |
| 其他非流动资产           | 15412      | 13323      | 13314      | 13306      | 13308      | <b>营业利润</b>     | 1928  | -1816  | -262    | -208   | -135    |
| <b>资产总计</b>       | 21485      | 20676      | 21724      | 20462      | 21659      | 营业外收入           | 1     | 0      | 1       | 1      | 1       |
| <b>流动负债</b>       | 3038       | 3011       | 4417       | 3484       | 4911       | 营业外支出           | 49    | 3      | 3       | 3      | 3       |
| 短期借款              | 468        | 410        | 499        | 459        | 456        | <b>利润总额</b>     | 1879  | -1819  | -265    | -210   | -137    |
| 应付票据及应付账款         | 1213       | 1374       | 2061       | 1666       | 2382       | 所得税             | 346   | 128    | 53      | 42     | 27      |
| 其他流动负债            | 1356       | 1227       | 1857       | 1358       | 2073       | <b>税后利润</b>     | 1533  | -1947  | -318    | -253   | -165    |
| <b>非流动负债</b>      | <b>548</b> | <b>681</b> | <b>641</b> | <b>600</b> | <b>559</b> | 少数股东损益          | 275   | -352   | -321    | -280   | -216    |
| 长期借款              | 0          | 202        | 162        | 120        | 79         | <b>归属母公司净利润</b> | 1258  | -1595  | 3       | 28     | 51      |
| 其他非流动负债           | 548        | 480        | 480        | 480        | 480        | <b>EBITDA</b>   | 1971  | -1694  | -132    | -78    | -22     |
| <b>负债合计</b>       | 3586       | 3693       | 5058       | 4084       | 5470       | <b>主要财务比率</b>   |       |        |         |        |         |
| 少数股东权益            | 2725       | 2715       | 2394       | 2114       | 1898       | 会计年度            | 2023A | 2024A  | 2025E   | 2026E  | 2027E   |
| 股本                | 1215       | 1231       | 1231       | 1231       | 1231       | <b>成长能力</b>     |       |        |         |        |         |
| 资本公积              | 2492       | 3042       | 3042       | 3042       | 3042       | 营业收入(%)         | 3.8   | 15.2   | 16.2    | 6.7    | 7.0     |
| 留存收益              | 11642      | 9987       | 9677       | 9429       | 9268       | 营业利润(%)         | 37.6  | -194.2 | 85.6    | 20.7   | 35.3    |
| 归属母公司股东权益         | 15174      | 14269      | 14272      | 14264      | 14291      | 归属于母公司净利润(%)    | 9.2   | -226.7 | 100.2   | 774.3  | 83.7    |
| <b>负债和股东权益</b>    | 21485      | 20676      | 21724      | 20462      | 21659      | <b>获利能力</b>     |       |        |         |        |         |
| <b>现金流量表(百万元)</b> |            |            |            |            |            | 毛利率(%)          | 78.8  | 73.6   | 69.8    | 69.3   | 68.8    |
| 会计年度              | 2023A      | 2024A      | 2025E      | 2026E      | 2027E      | 净利率(%)          | 25.6  | -28.2  | 0.0     | 0.4    | 0.7     |
| <b>经营活动现金流</b>    | 885        | 290        | 431        | -1201      | 616        | ROE(%)          | 8.6   | -11.5  | -1.9    | -1.5   | -1.0    |
| 净利润               | 1533       | -1947      | -318       | -253       | -165       | ROIC(%)         | 9.6   | -13.0  | -2.3    | -2.0   | -1.5    |
| 折旧摊销              | 97         | 134        | 159        | 166        | 162        | <b>偿债能力</b>     |       |        |         |        |         |
| 财务费用              | 35         | 65         | 63         | 66         | 63         | 资产负债率(%)        | 16.7  | 17.9   | 23.3    | 20.0   | 25.3    |
| 投资损失              | -255       | -9         | -11        | -11        | -11        | 流动比率            | 1.3   | 1.6    | 1.4     | 1.6    | 1.4     |
| 营运资金变动            | 105        | 182        | 1018       | -689       | 1047       | 速动比率            | 1.2   | 1.6    | 1.4     | 1.5    | 1.4     |
| 其他经营现金流           | -630       | 1865       | -481       | -481       | -481       | <b>营运能力</b>     |       |        |         |        |         |
| <b>投资活动现金流</b>    | -431       | 171        | 585        | 934        | 641        | 总资产周转率          | 0.3   | 0.3    | 0.3     | 0.3    | 0.4     |
| <b>筹资活动现金流</b>    | -288       | -20        | -79        | -183       | -132       | 应收账款周转率         | 6.7   | 7.3    | 7.3     | 7.3    | 7.3     |
|                   |            |            |            |            |            | 应付账款周转率         | 0.7   | 1.2    | 1.2     | 1.2    | 1.2     |
| <b>每股指标(元)</b>    |            |            |            |            |            | <b>估值比率</b>     |       |        |         |        |         |
| 每股收益(最新摊薄)        | 1.02       | -1.30      | 0.00       | 0.02       | 0.04       | P/E             | 36.6  | -28.9  | 14508.9 | 1659.5 | 903.4   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 0.72       | 0.24       | 0.35       | -0.98      | 0.50       | P/B             | 3.0   | 3.2    | 3.2     | 3.2    | 3.2     |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 12.32      | 11.59      | 11.59      | 11.58      | 11.60      | EV/EBITDA       | 23.8  | -27.1  | -337.4  | -573.3 | -2008.9 |

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

倪爽声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)