

股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	33.39
总股本/流通股本(亿股)	12.55 / 12.54
总市值/流通市值(亿元)	419 / 419
52周内最高/最低价	49.94 / 25.70
资产负债率(%)	17.9%
市盈率	-25.68
第一大股东	新余盈瑞世纪软件研发中心(有限合伙)

研究所

分析师:王晓萱
SAC 登记编号:S1340522080005
Email:wangxiaoxuan@cnpsec.com

昆仑万维(300418)

利润短期承压，AI 商业化进展加速

● 事件回顾

2025 年 4 月 26 日，公司发布 2024 年年报，公司 2024 年实现营业收入 56.62 亿元，同比增长 15.20%；归母净利润-15.95 亿元，同比下降 226.74%；扣非后归母净利润-16.43 亿元，同比下降 349.08%。2025 年 4 月 29 日，公司发布 2025 年一季报，2025 年第一季度公司实现营业收入 17.64 亿元，同比增长 46.07%；归母净利润-7.69 亿元，同比下降 310.32%；扣非后归母净利润-7.71 亿元，同比下降 298.64%。

● 事件点评

海外收入占比提高拉动营收高增，利润端承压。公司持续拓展海外市场，2022-2024 年公司海外收入分别实现 36.7/42.3/51.5 亿元，在总营业收入占比 77.54%/85.99%/90.98%，国际化程度呈积极增长态势，其中信息分发与元宇宙平台 Opera 在 2024 年实现营收 4.8 亿美元，同增 21.1%；社交网络和短剧平台实现营收 12.5 亿元，同增 28.5%，共同拉动海外业务占比的提升。24 年利润端同比转亏，主要系公司就 AI 生态布局的研发费用进一步增长 59.46%至 15.43 亿元，销售费用提高 42.23%至 23.04 亿元，各项短期成本与相关支出导致利润承压；同时由于 23 年同期投资收益基数较高，对 24 年利润增速亦构成压力。2025 年一季度公司业绩维持相同态势，营收增速进一步提升，利润亏损继续扩大。由于 23-24 年为全球 AI 大模型的初始投资期，同类科技公司普遍呈现巨亏状态，预计随着 25-26 年各类应用进入落地和收入流水的快速增长阶段，公司业绩有望逐步减亏乃至盈利。

AI 大模型与应用场景高频迭代，商业化进展加速。截至 2025 年一季度末，公司 AI 音乐年化流水收入 ARR 达到约 1200 万美元，短剧平台 DramaWave 年化流水收入 ARR 达到约 1.2 亿美元，为 25 年全年的 AI 商业化落地定下基调。AI 智能助手方面，2025 年 5 月，公司发布了天工超级智能体（Skywork Super Agents）APP，集成了 PPT、文档、表格 3 个专家智能体和 1 个通用智能体，成为全球首款基于 AI Agent 架构的智能体手机 Office。AI 游戏方面，公司自研游戏《猫森学园》研发测试进展顺利，自研游戏引擎“Spark AI”有望在 2025 年 7 月上线。整体而言，公司作为综合型互联网科技公司，目前正处于 AI 技术突破与应用落地的拐点阶段，未来有望通过持续的创新能力和承接旺盛的市场需求。

● 投资建议

我们预计2025/2026/2027年公司营业收入为71/80/89亿元，归母净利润为-4.40/0.10/2.72亿元，对应EPS为-0.35/0.01/0.22元，根据6月26日收盘价，分别对应-95/4015/153倍PE，维持“增持”评级。

● 风险提示

技术进展不及预期的风险；国际地缘政治风险；海外市场经营风险；互联网产品生命周期风险。

● 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5662	7142	8009	8886
增长率(%)	15.20	26.14	12.14	10.94
EBITDA（百万元）	-302.30	-209.08	279.23	565.14
归属母公司净利润（百万元）	-1594.80	-439.65	10.38	271.70
增长率(%)	-226.74	72.43	102.36	2518.40
EPS(元/股)	-1.27	-0.35	0.01	0.22
市盈率（P/E）	-26.13	-94.77	4015.33	153.35
市净率（P/B）	2.92	3.01	3.00	2.94
EV/EBITDA	-154.30	-188.94	139.10	67.06

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	5662	7142	8009	8886	营业收入	15.2%	26.1%	12.1%	10.9%
营业成本	1497	2315	2606	2873	营业利润	-194.2%	73.8%	108.5%	733.5%
税金及附加	4	5	6	6	归属于母公司净利润	-226.7%	72.4%	102.4%	2,518.4%
销售费用	2304	2428	2483	2666	获利能力				
管理费用	924	1143	1121	1155	毛利率	73.6%	67.6%	67.5%	67.7%
研发费用	1543	1786	1842	1955	净利率	-28.2%	-6.2%	0.1%	3.1%
财务费用	65	-14	-39	-51	ROE	-11.2%	-3.2%	0.1%	1.9%
资产减值损失	-321	-20	-20	-20	ROIC	-3.8%	-3.2%	-0.2%	1.6%
营业利润	-1816	-475	40	337	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	17.9%	22.9%	24.5%	25.5%
营业外支出	3	26	29	28	流动比率	1.61	1.38	1.41	1.51
利润总额	-1819	-501	12	310	营运能力				
所得税	128	35	-1	-22	应收账款周转率	7.33	7.28	6.87	6.81
净利润	-1947	-536	13	331	存货周转率	—	—	—	—
归母净利润	-1595	-440	10	272	总资产周转率	0.27	0.34	0.37	0.40
每股收益(元)	-1.27	-0.35	0.01	0.22	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-1.27	-0.35	0.01	0.22
货币资金	1543	2888	3528	4451	每股净资产	11.37	11.04	11.06	11.29
交易性金融资产	2204	1504	1504	1504	估值比率				
应收票据及应收账款	865	1113	1268	1424	PE	-26.13	-94.77	4015.33	153.35
预付款项	83	127	143	158	PB	2.92	3.01	3.00	2.94
存货	0	0	0	0	现金流量表				
流动资产合计	4858	5847	6668	7772	净利润	-1947	-536	13	331
固定资产	368	273	155	37	折旧和摊销	325	306	306	306
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	670	963	316	280
无形资产	810	678	545	413	其他	1242	-5	8	3
非流动资产合计	15818	15517	15183	14848	经营活动现金流净额	290	728	642	920
资产总计	20676	21364	21850	22620	资本开支	-300	-34	-13	-9
短期借款	410	410	410	410	其他	471	734	44	46
应付票据及应付账款	1374	2122	2389	2634	投资活动现金流净额	171	699	31	36
其他流动负债	1227	1709	1917	2110	股权融资	508	24	0	0
流动负债合计	3011	4242	4716	5154	债务融资	-55	-76	-20	-20
其他	681	648	628	608	其他	-472	-31	-13	-13
非流动负债合计	681	648	628	608	筹资活动现金流净额	-20	-83	-33	-33
负债合计	3693	4890	5344	5762	现金及现金等价物净增加额	431	1344	641	923
股本	1231	1255	1255	1255					
资本公积金	3042	3042	3042	3042					
未分配利润	9959	9540	9569	9820					
少数股东权益	2715	2619	2621	2681					
其他	36	18	20	61					
所有者权益合计	16984	16474	16507	16858					
负债和所有者权益总计	20676	21364	21850	22620					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048