

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)	41.90
总股本/流通股本(亿股)	12.55 / 12.54
总市值/流通市值(亿元)	526 / 526
52周内最高/最低价	49.94 / 25.70
资产负债率(%)	17.9%
市盈率	-32.23
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)

收入高增延续，关注 AI 算力芯片领域布局

● 事件回顾

2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年半年报，2025 上半年，公司实现营业收入 37.33 亿元，同比增长 49.23%；归母净利润-8.56 亿元，同比减少 119.86%；扣非后归母净利润-8.59 亿元，同比减少 110.91%。2025Q2，公司实现营业收入 19.69 亿元，同比增长 52.17%；归母净利润-0.87 亿元，同比减亏 57.10%；扣非后归母净利润-0.88 亿元，同比减亏 58.98%。

● 事件点评

收入端：海外业务保持高增，持续驱动公司业绩增长。公司业务已覆盖全球 100 多个国家和地区，全球月活用户接近 4 亿。2025H1，公司实现海外收入 34.41 亿元，同比增长 56.02%，收入占比升至 92.17% (+4pct)。其中，Opera 作为海外收入核心支撑，实现收入 2.86 亿美元，同比增长 35%，延续高增势头。短剧业务收入 5.83 亿元，核心平台 DramaWave 年化流水 (ARR) 突破 2.4 亿美元，单月流水突破 2000 万美元；社交网络业务收入 5.20 亿元，同比增长 10.20%，亦保持稳健增长。

利润端：费用支出增速放缓，盈利能力有望逐步改善。2025H1，公司毛利率 69.88%，同比下降 8.32pct，主要受传统广告业务毛利率下滑拖累；期间费用率 86.95%，同比上升 0.69pct，其中管理费用率/研发费用率/销售费用率分别为 16.61%/21.38%/48.95%，同比分别变动-2.02/-8.89/+11.60pct。考虑到公司 AI 业务仍处投入期，短期维持较高营销支出以保障获客仍属必要，但伴随新技术投入成本摊薄及管理提效推进，叠加产品成熟度与规模效应的逐步提升，中长期费用率水平有望持续优化。

AI 能力建设持续强化，芯片业务值得期待。公司持续推进“算力基础设施-大模型算法-AI 应用”全产业链协同发展。在基础能力方面，公司围绕多模态推理、空间智能等核心领域开源多款行业领先模型，并于 2025 年 8 月推出智能体 Deep Research Agent v2，其在多项评测中刷新行业 SOTA 纪录。在应用层面，公司技术迭代已延伸至音乐、视频、游戏、短剧与社交等多个垂直场景。其中，音乐模型 Mureka V7 良品率与人声真实度显著提升；视频模型 SkyReels 优化生成时长与数字人表现力，预计 9 月将迎来新一轮迭代；自研 AI 游戏《猫森学园》聚焦个性化与沉浸感持续推进；短剧与社交业务亦不断强化 AI 能力。在软件生态基础上，公司同步加快 AI 芯片研发，关键模块设计与验证进展顺利。展望未来，伴随软件应用能力增强与硬件突破协同，公司 AI 业务商业化进程有望进一步提速，并成为中长期增长核心引擎。

● 投资建议

我们预计公司2025/2026/2027年营业收入分别为71/80/89亿元。考虑到Opera、短剧及社交业务稳健增长，以及AI产品持续迭代与应用落地带来的变现能力提升，公司盈利能力有望改善，归母净利润由-4.40/0.10/2.78亿元上调至-4.40/0.16/2.78亿元，对应EPS-0.35/0.01/0.22元。以8月26日收盘价计算，对应PE分别为-120/3235/189倍，**维持“增持”评级**。

● 风险提示

技术进展不及预期风险；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	16.26	277.70
增长率(%)	-226.74	72.43	103.70	1607.89
EPS(元/股)	-1.27	-0.35	0.01	0.22
市盈率（P/E）	-32.98	-119.64	3234.97	189.41
市净率（P/B）	3.69	3.75	3.74	3.66
EV/EBITDA	-154.30	-240.35	177.57	86.05

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%	109.9%	629.4%
税金及附加	4	5	6	6	归属于母公司净利润	-226.7%	72.4%	103.7%	1,607.9%
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%	0.2%	3.1%
财务费用	65	-14	-45	-57	ROE	-11.2%	-3.1%	0.1%	1.9%
资产减值损失	-321	-20	-20	-20	ROIC	-3.8%	-3.1%	-0.2%	1.5%
营业利润	-1816	-475	47	344	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	17.9%	23.4%	24.9%	25.9%
营业外支出	3	26	29	28	流动比率	1.61	1.40	1.44	1.53
利润总额	-1819	-501	19	316	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	20	339	存货周转率	—	—	—	—
归母净利润	-1595	-440	16	278	总资产周转率	0.27	0.34	0.36	0.39
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	3260	3908	4838	每股净资产	11.37	11.18	11.21	11.45
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	-32.98	-119.64	3234.97	189.41
预付款项	83	127	143	158	PB	3.69	3.75	3.74	3.66
存货	0	0	0	0	现金流量表				
流动资产合计	4858	6220	7048	8159	净利润	-1947	-536	20	339
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	4	8	3
非流动资产合计	15818	15520	15186	14852	经营活动现金流净额	290	737	650	927
资产总计	20676	21740	22234	23011	资本开支	-300	-34	-13	-9
短期借款	410	410	410	410	其他	471	731	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	696	31	36
其他流动负债	1227	1896	2103	2297	股权融资	508	24	0	0
流动负债合计	3011	4428	4902	5340	债务融资	-55	111	-20	-20
其他	681	658	638	618	其他	-472	145	-13	-13
非流动负债合计	681	658	638	618	筹资活动现金流净额	-20	280	-33	-33
负债合计	3693	5086	5540	5958	现金及现金等价物净增加额	431	1717	648	931
股本	1231	1255	1255	1255					
资本公积金	3042	3042	3042	3042					
未分配利润	9959	9543	9577	9833					
少数股东权益	2715	2619	2622	2683					
其他	36	194	197	238					
所有者权益合计	16984	16654	16693	17052					
负债和所有者权益总计	20676	21740	22234	23011					

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