

昆仑万维 (300418)

2025 年中报点评: 收入增长亮眼亏损显著收窄, AI 全产业链布局持续取得进展

买入 (维持)

2025 年 08 月 27 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

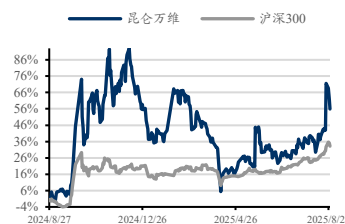
zhoulj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|----------|------------|----------|----------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 4,915 | 5,662 | 8,356 | 10,396 | 12,248 |
| 同比 (%) | 3.78 | 15.20 | 47.57 | 24.41 | 17.81 |
| 归母净利润 (百万元) | 1,258.36 | (1,594.80) | (865.57) | (422.60) | 103.88 |
| 同比 (%) | 9.15 | (226.74) | - | - | - |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 1.00 | (1.27) | (0.69) | (0.34) | 0.08 |
| P/S (现价&最新摊薄) | 10.29 | 8.93 | 6.05 | 4.87 | 4.13 |

投资要点

- **事件:** 2025H1 公司实现营收 37.33 亿元, 同比增长 49.23%。公司通过提升运营效率, 优化资源配置, 强化投资管理, Q2 环比亏损额显著减少, 亏损幅度显著收窄, 公司业绩符合预期。
- **短剧显著放量, 广告增长迅猛。** 公司 Q2 实现营业收入 19.69 亿元, 同比增长 52.17%。截至 2025H1 期末, DramaWave 年化流水收入 ARR 突破 2.4 亿美元(单月流水收入突破 2,000 万美元), 相比 2025Q1 翻倍。上半年 AI 软件技术收入 6,526.80 万元, 2024H1 仅为 494.40 万元, 广告业务收入 14.33 亿元, 同比增长 61.05%, 也驱动公司整体收入增长。
- **毛利率层面,** 公司 Q2 实现销售毛利率 70.66%, 环比小幅提升, 同比下降 7pct, 主要原因在于广告业务增长较快, 毛利率低于整体毛利率, 但公司整体毛利率仍处于较高水平。**费用层面,** Q2 销售费用 9.59 亿元, 同比增长 98.82%, 主要是市场及推广费用增长导致; Q2 管理费用 3.11 亿元, 同比基本持平; Q2 研发费用 3.68 亿元, 同比减少 9.97%, 环比减少 14.49%, 根据上半年研发费用明细, 主要系折旧及摊销费用同比有减少。2025Q2 实现归母净利润-0.87 亿元, 2025Q1 为-7.69 亿元, 2024Q2 为-2.02 亿元, 公司季度利润同比及环比都有显著减亏。
- **AI 全产业链布局持续兑现。** 公司持续深化 AI 业务布局, 全面推进“算力基础设施—大模型算法—AI 应用”全产业链发展。公司 AI 芯片研发稳步推进, 关键模块设计与验证工作有序开展, 为后续产品落地奠定了坚实基础。大模型方面, 公司围绕多模态推理、空间智能等核心领域, 开源多款行业领先的大模型; 应用方面, 天工超级智能体正式发布, 重塑 AI 办公与内容创作方式。AI 视频、AI 音乐等业务快速发展, 平台影响力与商业化能力显著提升。AI 游戏与 AI 社交产品持续优化, 打造更强沉浸与互动体验。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司短剧业务增长迅猛, 我们上调 2025-2027 年营业收入分别为 84/104/122 亿元 (前值为 72/80/89 亿元), EPS 为-0.69/-0.34/0.08 元 (前值为-0.72/-0.63/-0.51 元), 对应当前股价 PS 分别为 6/5/4 倍。我们看好公司 AI 商业化加速, 盈利潜力有望逐步兑现, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** AI 进展不及预期, 经营性业务不及预期, 行业监管风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 40.30 |
| 一年最低/最高价 | 25.25/52.55 |
| 市净率(倍) | 3.65 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 50,555.98 |
| 总市值(百万元) | 50,590.89 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 11.05 |
| 资产负债率(% ,LF) | 18.71 |
| 总股本(百万股) | 1,255.36 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,254.49 |

相关研究

《昆仑万维(300418): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: AI 生态布局持续落地, 商业化进程加速》

2025-05-01

《昆仑万维(300418): 2024 年三季报点评: 持续研发投入, 多元 AI 应用相继落地》

2024-11-02

昆仑万维三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 4,858 | 8,213 | 7,987 | 12,428 | 营业总收入 | 5,662 | 8,356 | 10,396 | 12,248 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 3,747 | 6,170 | 6,736 | 10,090 | 营业成本(含金融类) | 1,497 | 2,664 | 3,461 | 4,175 |
| 经营性应收款项 | 947 | 1,318 | 1,207 | 1,510 | 税金及附加 | 4 | 8 | 10 | 12 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 销售费用 | 2,304 | 3,886 | 4,158 | 4,287 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 924 | 1,337 | 1,611 | 1,837 |
| 其他流动资产 | 163 | 725 | 44 | 828 | 研发费用 | 1,543 | 1,671 | 1,871 | 1,960 |
| 非流动资产 | 15,818 | 15,904 | 16,035 | 16,117 | 财务费用 | 65 | (10) | (78) | (96) |
| 长期股权投资 | 1,318 | 1,318 | 1,318 | 1,318 | 加:其他收益 | 12 | 42 | 52 | 61 |
| 固定资产及使用权资产 | 554 | 639 | 770 | 853 | 投资净收益 | 9 | 8 | 10 | 12 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动 | (825) | (50) | (10) | (2) |
| 无形资产 | 810 | 810 | 810 | 810 | 减值损失 | (351) | 0 | 0 | 0 |
| 商誉 | 5,158 | 5,158 | 5,158 | 5,158 | 资产处置收益 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 26 | 26 | 26 | 26 | 营业利润 | (1,816) | (1,201) | (586) | 144 |
| 其他非流动资产 | 7,953 | 7,953 | 7,953 | 7,953 | 营业外净收支 | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 20,676 | 24,116 | 24,022 | 28,545 | 利润总额 | (1,819) | (1,201) | (586) | 144 |
| 流动负债 | 3,011 | 7,688 | 8,197 | 12,572 | 减:所得税 | 128 | 36 | 18 | (4) |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 515 | 415 | 365 | 315 | 净利润 | (1,947) | (1,237) | (604) | 148 |
| 经营性应付款项 | 1,374 | 4,546 | 4,297 | 7,997 | 减:少数股东损益 | (352) | (371) | (181) | 45 |
| 合同负债 | 120 | 480 | 623 | 752 | 归属母公司净利润 | (1,595) | (866) | (423) | 104 |
| 其他流动负债 | 1,001 | 2,247 | 2,911 | 3,508 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | (1.27) | (0.69) | (0.34) | 0.08 |
| 非流动负债 | 681 | 681 | 681 | 681 | EBIT | (628) | (1,169) | (664) | 38 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | (302) | (654) | 55 | 655 |
| 应付债券 | 202 | 202 | 202 | 202 | 毛利率(%) | 73.56 | 68.12 | 66.71 | 65.91 |
| 租赁负债 | 83 | 83 | 83 | 83 | 归母净利率(%) | (28.16) | (10.36) | (4.07) | 0.85 |
| 其他非流动负债 | 396 | 396 | 396 | 396 | 收入增长率(%) | 15.20 | 47.57 | 24.41 | 17.81 |
| 负债合计 | 3,693 | 8,369 | 8,878 | 13,253 | 归母净利润增长率(%) | (226.74) | - | - | - |
| 归属母公司股东权益 | 14,269 | 13,403 | 12,980 | 13,084 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2,715 | 2,344 | 2,163 | 2,208 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 16,984 | 15,747 | 15,143 | 15,292 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 20,676 | 24,116 | 24,022 | 28,545 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|----------------|---------|--------|--------|-------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流 | 290 | 3,193 | 1,488 | 4,113 | 每股净资产(元) | 11.59 | 10.68 | 10.34 | 10.42 |
| 投资活动现金流 | 171 | (592) | (840) | (688) | 最新发行在外股份(百万股) | 1,255 | 1,255 | 1,255 | 1,255 |
| 筹资活动现金流 | (20) | (129) | (73) | (69) | ROIC(%) | (3.68) | (7.03) | (4.24) | 0.25 |
| 现金净增加额 | 431 | 2,473 | 575 | 3,357 | ROE-摊薄(%) | (11.18) | (6.46) | (3.26) | 0.79 |
| 折旧和摊销 | 325 | 515 | 719 | 617 | 资产负债率(%) | 17.86 | 34.70 | 36.96 | 46.43 |
| 资本开支 | (300) | (600) | (850) | (700) | P/S(现价&最新股本摊薄) | 8.93 | 6.05 | 4.87 | 4.13 |
| 营运资本变动 | 670 | 3,845 | 1,350 | 3,339 | P/B(现价) | 3.48 | 3.77 | 3.90 | 3.87 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>