

昆仑万维 (300418.SZ)

优于大市

中报点评：亏损幅度环比缩窄，海外业务及 AI 商业化表现良好

核心观点

营收持续增长，亏损幅度环比大幅缩窄。1)上半年年公司实现营业收入 37.33 亿元、同比增长 49.23%；归母净利润亏损 8.56 亿元、同比下滑 119.86%，对应摊薄 EPS -0.68 元；2) Q2 公司实现营收 19.69 亿元、同比增长 52.17%；归母净利润亏损 0.87 亿元，同比下滑 57.1%，对应摊薄 EPS -0.07 元，亏损规模相比 Q1 大幅缩窄 (Q1 为-7.69 亿元)；3) 营收大幅增长主要受益于 AI 商业化落地、音乐/短剧等贡献显著营收增量；净利润亏损主要在于 AI 研发投入以及投资收益亏损。

AI 商业化初现成效。1) 大模型方面，公司先后发布并开源多款行业领先模型，涵盖强化学习、多模态、软件工程及代码、空间智能等众多技术领域；2) 智能助手方面，发布天工超级智能体 (Skywork Super Agents)，具备一站式生成文档、PPT、表格、网页、播客及多媒体内容的能力，正式开启 “AI Office 智能体” 时代；3) 应用方面，推出 AI 视频、音乐、社交、短剧、游戏 (自研 AI 游戏《猫森学园》) 等持续推进；3) 商业化方面，旗下短剧平台 DramaWave 持续保持强劲增长势头。得益于 “付费+免费” 相结合的多元分发模式，DramaWave 有效覆盖不同消费层级的全球用户群体，截至报告期末，平台年化流水收入 ARR 突破 2.4 亿美元 (单月流水收入突破 2,000 万美元)，展示出强大的商业化潜力。

海外收入保持高增速。上半年公司海外业务收入规模至 34.41 亿元，同比增长 56.02%，占总收入比重达 93.0%；其中 Opera 实现营业收入 2.86 亿美元，同比增长 35%；实现调整后 EBITDA 0.64 亿美元，同比增长 25%。截至 2025 年第二季度，Opera 全球月活跃用户达到 2.89 亿，年化 ARPU 上升至 1.97 美元，同比增长 35%。

风险提示：应用落地不及预期；技术进步低于预期；投资业务不及预期等。

投资建议：维持盈利预测，维持 “优于大市” 评级。

我们维持盈利预测，预计 25/26/27 年归母净利润分别为-4.39/0.37/3.98 亿元，摊薄 EPS=-0.36/0.03/0.32 元；从大模型、算力芯片到 AI 应用，公司全面布局，有望成为 AIGC 时代的平台型公司；商业化持续落地之下经营业绩有望逐步改善，继续维持 “优于大市” 评级。

| 盈利预测和财务指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|---------|--------|---------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 4,915 | 5,662 | 6,681 | 7,714 | 8,424 |
| (+/-%) | 3.8% | 15.2% | 15.0% | 10.0% | 8.0% |
| 归母净利润 (百万元) | 1258 | -1595 | -439 | 37 | 398 |
| (+/-%) | 9.2% | -226.7% | — | -108.3% | 987.3% |
| 每股收益 (元) | 1.04 | -1.30 | -0.36 | 0.03 | 0.32 |
| EBIT Margin | 8.6% | -10.8% | -7.4% | -3.1% | -1.4% |
| 净资产收益率 (ROE) | 8.3% | -11.2% | -3.2% | 0.3% | 2.8% |
| 市盈率 (PE) | 40.6 | -32.4 | -117.7 | 1412.8 | 129.9 |
| EV/EBITDA | 106.2 | -115.7 | -143.3 | -473.7 | 4668.1 |
| 市净率 (PB) | 3.36 | 3.62 | 3.74 | 3.73 | 3.66 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·游戏 II

证券分析师：张衡 021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉 021-61761058
chenyaraong@guosen.com.cn
S0980523100001

基础数据

投资评级 优于大市 (维持)
合理估值
收盘价 42.00 元
总市值/流通市值 52725/52689 百万元
52 周最高价/最低价 52.55/25.59 元
近 3 个月日均成交额 1924.59 百万元

市场走势



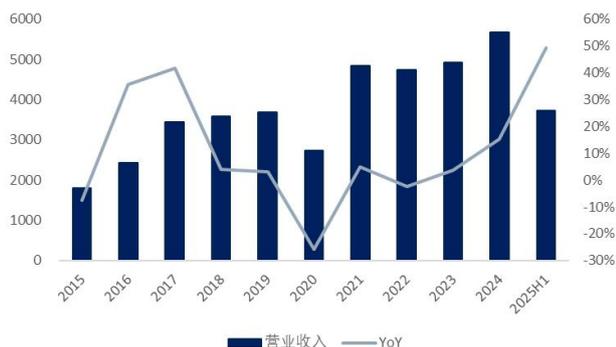
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《昆仑万维 (300418.SZ) -24 年年报及 25 年一季报点评：AI 商业化加速落地，投资收益扰动业绩表现》——2025-05-20
- 《昆仑万维 (300418.SZ) -24 年中报点评：投资收益波动及研发投入压制利润表现，AIGC 持续推进》——2024-08-26
- 《昆仑万维 (300418.SZ) -23 年年报点评：营收增长稳健，AI 及元宇宙持续推进》——2024-04-26
- 《昆仑万维 (300418.SZ) -费用及投资损益导致 Q3 业绩下滑，大模型及应用进展良好》——2023-10-29
- 《昆仑万维 (300418.SZ) -搜索与广告业务同向上，大模型及 AIGC 应用持续推进》——2023-09-01

营收持续增长，亏损幅度环比大幅缩窄。1) 上半年年公司实现营业收入 37.33 亿元、同比增长 49.23%；归母净利润亏损 8.56 亿元、同比下滑 119.86%，对应摊薄 EPS -0.68 元；2) Q2 公司实现营收 19.69 亿元、同比增长 52.17%；归母净利润亏损 0.87 亿元，同比下滑 57.1%，对应摊薄 EPS -0.07 元，亏损规模相比 Q1 大幅缩窄（Q1 为-7.69 亿元）；3) 营收大幅增长主要受益于 AI 商业化落地、音乐/短剧等贡献显著营收增量；净利润亏损主要在于 AI 研发投入以及投资收益亏损。

图1：昆仑万维营业收入及增速（单位：百万元、%）



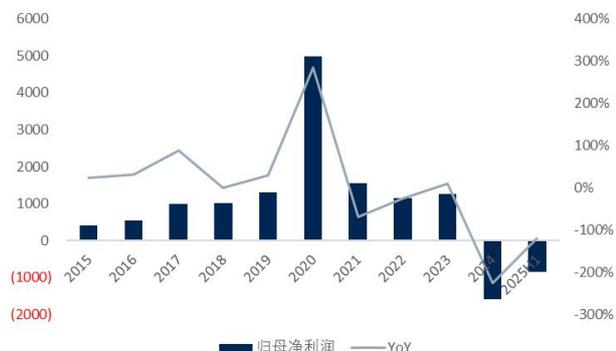
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：昆仑万维单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



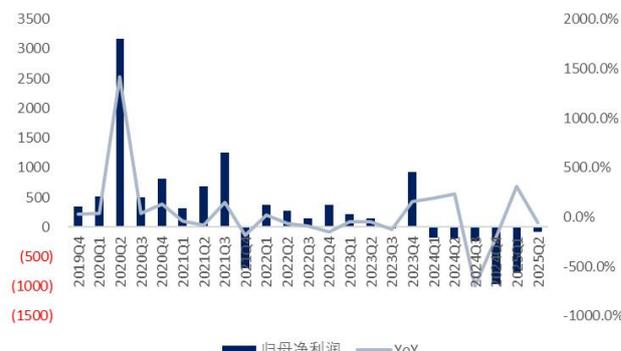
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：昆仑万维归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：昆仑万维单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

AI 研发持续推进，商业化初现成效。1) 大模型方面，公司先后发布并开源多款行业领先模型，涵盖强化学习、多模态、软件工程及代码、空间智能等众多技术领域；2) 智能助手方面，发布天工超级智能体（Skywork Super Agents），具备一站式生成文档、PPT、表格、网页、播客及多媒体内容的能力，正式开启“AI Office 智能体”时代；3) 应用方面，推出 AI 视频、音乐、社交、短剧、游戏（自研 AI 游戏《猫森学园》）等持续推进；3) 商业化方面，旗下短剧平台 DramaWave 持续保持强劲增长势头。得益于“付费+免费”相结合的多元分发模式，DramaWave 有效覆盖不同消费层级的全球用户群体，截至报告期末，平台年化流水收入 ARR 突破 2.4 亿美元（单月流水收入突破 2000 万美元），展示出强大的商业化潜力。

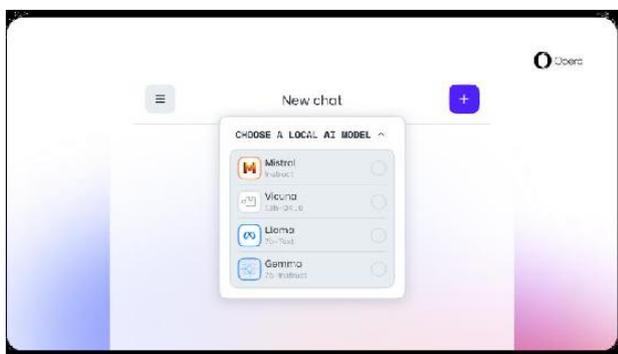
图5：《猫森学园》游戏画面展示



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

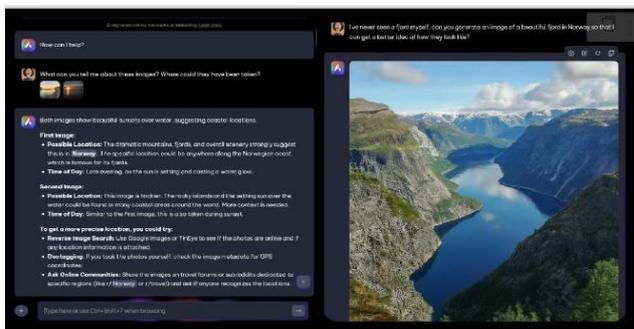
信息分发与元宇宙业务表现良好，海外市场保持高增速。上半年公司海外业务收入规模至 34.41 亿元，同比增长 56.02%，占总收入比重达 93.0%；其中 Opera 实现营业收入 2.86 亿美元，同比增长 35%；实现经调整后 EBITDA 0.64 亿美元，同比增长 25%。截至 2025 年第二季度，Opera 全球月活跃用户达到 2.89 亿，年化 ARPU 上升至 1.97 美元，同比增长 35%。

图6: Opera Aria 本地语言模型



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: Aria 图像理解与生成



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资评级：我们维持盈利预测，预计 25/26/27 年归母净利润分别为 -4.39/0.37/3.98 亿元，摊薄 EPS=-0.36/0.03/0.32 元，当前股价对应 PE=-118/1413/130x；从大模型、算力芯片到 AI 应用，公司全面布局，有望成为 AIGC 时代的平台型公司，商业化持续落地之下经营业绩有望逐步改善，继续维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测（单位：百万元）

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4915 | 5662 | 6681 | 7714 | 8424 |
| AI 软件技术业务 | | 39 | 77 | 120 | 138 |

| | | | | | | |
|-------------|-----|------|--------|-------|------|------|
| | YoY | | | 100% | 55% | 15% |
| 短剧平台业务 | | 168 | | 302 | 392 | 463 |
| 广告业务 | | 1653 | 2145 | 2746 | 3433 | 3879 |
| | YoY | 29% | 30% | 28% | 25% | 13% |
| Opera 搜索业务 | | 1143 | 1327 | 1526 | 1724 | 1896 |
| | YoY | 21% | 16% | 15% | 13% | 10% |
| 海外社交网络业务 | | 974 | 1083 | 1213 | 1310 | 1376 |
| | YoY | -10% | 11% | 12% | 8% | 5% |
| 游戏业务 | | 534 | 444 | 356 | 302 | 272 |
| | YoY | -26% | -17% | -20% | -15% | -10% |
| 闲徕社交娱乐平台业务 | | 477 | 382 | 298 | 254 | 203 |
| | YoY | -20% | -20% | -22% | -15% | -20% |
| 毛利率 | | 79% | 74% | 72% | 71% | 72% |
| 研发费用 | | 968 | 1543 | 1670 | 1697 | 1853 |
| 资产减值及公允价值变动 | | 1279 | (1146) | 0 | 200 | 500 |
| 对外投资收益 | | 255 | 9 | (150) | 100 | 100 |
| 税后利润 | | 1258 | (1595) | (439) | 37 | 398 |

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

| 公司 代码 | 公司 名称 | 投资 评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | | | PE | | | |
|-----------|----------|----------|------------|-------------|------|--------|-------|-------|------|------|-------|-------|
| | | | | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
| 300364.SZ | 中文在线 | 优于大市 | 29.87 | 218 | 0.12 | (0.33) | 0.02 | 0.11 | 243 | (90) | 1548 | 267 |
| 002558.SZ | 巨人网络 | 无评级 | 31.23 | 604 | 0.56 | 0.74 | 1.09 | 1.48 | 56 | 42 | 29 | 21 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 现金及现金等价物 | 1112 | 1543 | 1374 | 1367 | 1430 | 营业收入 | 4915 | 5662 | 6681 | 7714 | 8424 |
| 应收款项 | 988 | 932 | 170 | 196 | 214 | 营业成本 | 1040 | 1497 | 1883 | 2231 | 2384 |
| 存货净额 | 0 | 0 | 431 | 512 | 546 | 营业税金及附加 | 6 | 4 | 5 | 6 | 6 |
| 其他流动资产 | 143 | 178 | 40 | 46 | 50 | 销售费用 | 1620 | 2304 | 2718 | 3139 | 3427 |
| 流动资产合计 | 3803 | 4858 | 4219 | 4324 | 4443 | 管理费用 | 861 | 924 | 901 | 881 | 875 |
| 固定资产 | 260 | 368 | 442 | 616 | 925 | 研发费用 | 968 | 1543 | 1670 | 1697 | 1853 |
| 无形资产及其他 | 788 | 810 | 779 | 747 | 716 | 财务费用 | 35 | 65 | (7) | (9) | (17) |
| 投资性房地产 | 15412 | 13323 | 13323 | 13323 | 13323 | 投资收益 | 255 | 9 | (150) | 100 | 100 |
| 长期股权投资 | 1223 | 1318 | 1312 | 1307 | 1301 | 资产减值及公允价值变动 | 1279 | (1146) | 0 | 200 | 500 |
| 资产总计 | 21485 | 20676 | 20075 | 20317 | 20708 | 其他收入 | (959) | (1548) | (1670) | (1697) | (1853) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 614 | 515 | 500 | 300 | 200 | 营业利润 | 1928 | (1816) | (639) | 70 | 495 |
| 应付款项 | 1213 | 1374 | 1752 | 2079 | 2216 | 营业外净收支 | (48) | (3) | (30) | (30) | (30) |
| 其他流动负债 | 1211 | 1122 | 649 | 737 | 788 | 利润总额 | 1879 | (1819) | (669) | 40 | 465 |
| 流动负债合计 | 3038 | 3011 | 2901 | 3116 | 3204 | 所得税费用 | 346 | 128 | 100 | 4 | 23 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 202 | 202 | 202 | 202 | 少数股东损益 | 275 | (352) | (130) | 8 | 90 |
| 其他长期负债 | 548 | 480 | 480 | 480 | 480 | 归属于母公司净利润 | 1258 | (1595) | (439) | 37 | 398 |
| 长期负债合计 | 548 | 681 | 681 | 681 | 681 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 3586 | 3693 | 3582 | 3797 | 3885 | 净利润 | 1258 | (1595) | (439) | 37 | 398 |
| 少数股东权益 | 2725 | 2715 | 2664 | 2667 | 2703 | 资产减值准备 | (56) | 330 | 48 | 137 | 290 |
| 股东权益 | 15174 | 14269 | 13829 | 13854 | 14120 | 折旧摊销 | 94 | 130 | 110 | 122 | 134 |
| 负债和股东权益总计 | 21485 | 20676 | 20075 | 20317 | 20708 | 公允价值变动损失 | (1279) | 1146 | 0 | (200) | (500) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 35 | 65 | (7) | (9) | (17) |
| 每股收益 | 1.04 | (1.30) | (0.36) | 0.03 | 0.32 | 营运资本变动 | (2701) | 2443 | 422 | 439 | 422 |
| 每股红利 | 0.16 | 0.18 | 0.00 | 0.01 | 0.11 | 其它 | 289 | (732) | (99) | (134) | (254) |
| 每股净资产 | 12.49 | 11.59 | 11.23 | 11.25 | 11.47 | 经营活动现金流 | (2394) | 1722 | 41 | 401 | 490 |
| ROIC | 2.49% | -4.48% | -4% | -1% | -1% | 资本开支 | 0 | 626 | (201) | (201) | (201) |
| ROE | 8.29% | -11.18% | -3% | 0% | 3% | 其它投资现金流 | (58) | (644) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 79% | 74% | 72% | 71% | 72% | 投资活动现金流 | (252) | (113) | (195) | (195) | (195) |
| EBIT Margin | 9% | -11% | -7% | -3% | -1% | 权益性融资 | (8) | 508 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 10% | -8% | -6% | -2% | 0% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 4% | 15% | 15% | 10% | 8% | 支付股利、利息 | (192) | (227) | 0 | (12) | (131) |
| 净利润增长率 | 9% | -227% | — | -108% | 987% | 其它融资现金流 | 3151 | (1231) | (15) | (200) | (100) |
| 资产负债率 | 29% | 31% | 31% | 32% | 32% | 融资活动现金流 | 2758 | (1178) | (15) | (212) | (231) |
| 股息率 | 0.4% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.3% | 现金净变动 | 112 | 431 | (170) | (7) | 63 |
| P/E | 40.6 | (32.4) | (117.7) | 1412.8 | 129.9 | 货币资金的期初余额 | 1000 | 1112 | 1543 | 1374 | 1367 |
| P/B | 3.4 | 3.6 | 3.7 | 3.7 | 3.7 | 货币资金的期末余额 | 1112 | 1543 | 1374 | 1367 | 1430 |
| EV/EBITDA | 106.2 | (115.7) | (143.3) | (473.7) | 4668.1 | 企业自由现金流 | 0 | 2548 | (53) | 175 | 261 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 1317 | (64) | (18) | 173 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032