

昆仑万维 (300418)

短剧与 AI 双轮驱动，盈利拐点可期

◆ **全球 AI 生态平台构建者，AIGC 与出海业务协同发展夯实竞争力。**
 公司深耕全球化科技布局，以“科技+全球化”战略为引领，围绕 AIGC、社交娱乐及游戏等多个核心领域协同推进，打造全球领先的 AI 技术与应用生态。旗下 AI 大模型平台“天工 Skywork”持续升级，构建包括文本生成、多模态理解与智能交互在内的丰富产品矩阵，赋能内容创作与虚拟人等多元场景。游戏业务持续拓展多品类、全球化的精品矩阵，强化内容与 AI 技术融合创新。未来，公司将依托核心技术优势与全球化运营能力，持续拓展“AI+”边界，打造具有全球竞争力的智能科技企业。

◆ **25H1 公司营收大幅增长，盈利能力阶段性承压。**

■ **业绩方面**，25H1 公司实现营业收入 37.33 亿元，同比+49.23%，短剧业务和广告业务成为拉动收入的主力引擎；归母净利润-8.56 亿元，同比-119.86%；扣非后归母净利润-8.59 亿元，同比-110.90%，利润端承压主要由三方面因素叠加：一是 AI 研发持续投入，研发费用达 7.98 亿元；二是销售费用同比大增 95.57%至 18.28 亿元，主要为 AI 与新应用的市场投放；三是投资业务公允价值变动为-3.81 亿元，进一步拖累利润表现。**分季度看**，Q1/Q2 公司分别实现营收 17.64/19.69 亿元，同比+46.07%/+52.17%；归母净利润分别为-7.69/-0.87 亿元，同比-310.32%/+57.10%，二季度亏损环比大幅收窄，主要因运营效率提升及投资业务环比转正，反映出公司经营质量改善趋势。**分业务看**，广告业务实现营收 14.33 亿元/同比+61.05%；短剧平台业务实现收入 5.83 亿元，搜索业务/社交网络业务分别实现营收 6.91/6.79 亿元，同比+10.89%/-0.01%。

■ **盈利能力方面**，①**毛利率方面**，25H1 公司整体毛利率 69.88%/同比-8.32pct。②**费率方面**，25H1 公司整体费用率 87.87%/同比+0.42pct，其中销售费用率 48.95%/同比+11.60pct，主要由于报告期内公司市场费和渠道费增加所致；管理费用率 16.61%/同

投资评级

买入

首次评级

2025 年 08 月 29 日

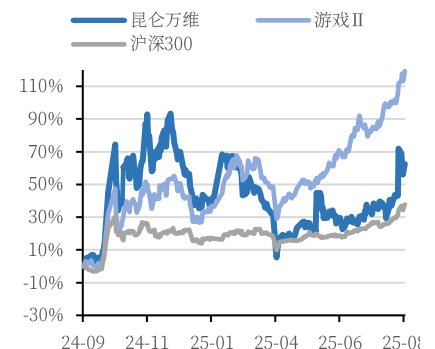
收盘价(元):

42.00

公司基本数据

总股本(百万股)	1,255.36
总市值(百万)	52,724.99
流通股本(百万股)	1,254.49
流通市值(百万)	52,688.61
12 月最高/最低价(元)	52.55/25.59
资产负债率(%)	18.71
每股净资产(元)	11.05
市盈率(TTM)	-25.58
市净率(PB)	3.80
净资产收益率(%)	-6.17

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
 SAC 执业证书: S0640516120002
 联系电话: 010-59562517
 邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 分析师
 SAC 执业证书: S0640525040003
 联系电话:
 邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
 中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

比-2.02pct, 研发费用率 21.38%/同比-8.89pct, 财务费用率 0.93%/同比-0.27pct。③净利率方面, 25H1 公司净利率为-30.74%/同比-10.75pct。

- ◆ **海外核心业务稳健增长, 为 AI 战略推进提供坚实支撑。**报告期内, 公司实现营业收入 37.33 亿元, 其中海外收入达 34.41 亿元, 同比增长 56.02%, 占总收入比重提升至 92.17%, 国际化运营能力强劲。细分业务中, Opera 搜索业务收入 6.91 亿元, 同比增长 10.89%, 毛利率维持在 95.37%的高水平, 全球活跃用户达到 2.89 亿; 海外社交网络业务实现收入 5.20 亿元, 同比增长 10.20%, 毛利率为 74.58%; 广告业务收入 14.33 亿元, 同比大幅增长 61.05%, 毛利率为 44.58%; 游戏业务继续保持高毛利特性, 毛利率水平约 98.8%。我们认为, Opera 当前 2.89 亿 MAU 为公司新产品提供强大导流渠道, 叠加海外多元化业务表现优秀, 有望为 AI 应用早期冷启动提供助力, 同时为公司提供稳定现金流支撑长期投入。
- ◆ **AI 全栈布局加快推进, 模型迭代构筑技术护城河。**25H1 多模态、视频、音乐、世界模型等多款核心模型密集发布, 覆盖 Skywork-R1V、SkyReels、Mureka、Matrix 等多个前沿方向, 并已实现部分开源, 积极构建开发者生态。在多个关键技术领域实现显著进展: ①**强化学习**方面, Skywork-Reward-V2 以创新协同模式处理复杂偏好, 在七大主流评测中全面领先; ②**多模态领域**, Skywork-R1V 3.0 在 MMM U 评测中获得 76.0 高分, Skywork UniPic 2.0 以轻量架构实现图像生成、编辑与理解一体化, 性能超越参数量更大的主流模型; ③**视频生成**方面, SkyReels-V2 突破无限时长生成瓶颈, SkyReels-A3 实现全模态音频驱动数字人创作; ④**AI 音乐方向**, Mureka V7.5 显著提升中文歌曲人声自然度与情感表达; ⑤**空间智能**方面, Matrix-3D 支持从单张图像生成高质量可探索 3D 场景, Matrix-Game 2.0 实现高帧率实时长序列交互生成, 为游戏与虚拟现实等应用提供支持。
- ◆ **AI 商业化路径清晰, 未来业务收入放量可期。**报告期内, 公司密集推动 AI 技术向实用化、产品化转化: 5 月发布天工超级智能体 (Skywork Super Agents), 整合 Deep Research 技术, 具备一站式生成文档、PPT、表格、网页及多媒体内容的能力, 在 GAIA 评测中以 82.42 分位列全球第一; 短剧平台 DramaWave 年化流水收入 (ARR) 突破 2.4 亿美元, 通过 AI 技术实现内容本土化、素材自动生成与多语种适配, 推动运营效率显著提升, 公司进一步设定 2025 年底达到 3.6 亿美元的流水目标; Opera 系列产品持续进化, Aria 助手功能不断丰富

富，Neon 浏览器重新定义浏览体验，推动 AI 能力在浏览器端的深化落地；此外，截止 2025 年三月底，AI 音乐平台 Mureka 年化流水已达 1200 万美元，AI 社交 Linky DAU 达数十万，形成初步收入规模。AI 视频与 AI 游戏业务尚处早期孵化阶段，后续放量可期。随着 AI 应用产品陆续进入商业化阶段，公司多元收入结构正在形成。

- ◆ **投资建议：**公司正处于 AI 战略由投入向收获过渡的关键阶段，短剧与 AI 应用矩阵双引擎结构已初步形成，收入增长具备持续性，传统业务稳固保障投入节奏。若下半年商业化路径加速验证，市场有望重估其成长性与战略兑现能力。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为-3.54/-0.58/1.17 亿元，EPS 分别为-0.28/-0.05/0.09 元，当前股价对应 P/E 分别为-150/-916/454 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**全球宏观贸易政策波动风险；数贸中心招商与投运节奏不及预期；AI 业务商业化落地进展不及预期；监管政策变动风险。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4915.24	5662.50	6711.01	7743.13	8809.24
增长率 (%)	3.78%	15.20%	18.52%	15.38%	13.77%
归属母公司股东净利润	1258.36	-1594.80	-354.21	-57.96	116.77
增长率 (%)	9.19%	-226.74%	77.79%	83.64%	301.47%
每股收益 EPS(元)	1.00	-1.27	-0.28	-0.05	0.09
PE	42.17	-33.27	-149.81	-915.56	454.44

资料来源：同花顺，中航证券研究所

◆ 公司主要业务拆分

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,915.24	5,662.50	6,711.01	7,743.13	8,809.24
yoy	3.78%	15.20%	18.52%	15.38%	13.77%
毛利率	78.84%	73.56%	72.20%	72.58%	73.62%
1、广告业务					
收入	1,652.85	2,145.48	2,896.40	3,475.68	3,997.03
yoy	28.95%	29.81%	35.00%	20.00%	15.00%
毛利率	54.97%	50.97%	52.00%	53.00%	54.00%
2、社交网络业务收入					
收入	1,450.72	1,465.51	1,538.79	1,692.67	1,895.79
yoy	-13.25%	1.02%	5.00%	10.00%	12.00%
毛利率	91.22%	94.95%	95.00%	95.20%	95.50%
3、搜索业务					
收入	1,142.75	1,326.57	1,525.56	1,754.39	2,017.55
yoy	21.22%	16.09%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	95.40%	79.59%	80.00%	82.00%	85.00%
4、增值服务收入-游戏收入					
收入	534.46	444.48	453.37	498.71	548.58
yoy	-26.48%	-16.84%	2.00%	10.00%	10.00%
毛利率	85.18%	91.10%	91.00%	91.50%	92.00%
5、短剧平台业务					
收入	-	167.63	217.92	250.61	275.67
yoy	-	-	30.00%	15.00%	10.00%
毛利率	-	96.22%	86.00%	86.00%	86.00%

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1000.49	1112.45	1543.35	1849.85	2197.59	2624.82	营业收入	4735.99	4915.24	5662.50	6711.01	7743.13	8809.24
应收票据及账款	785.24	680.73	864.73	1022.33	1179.56	1341.96	营业成本	1001.75	1040.07	1497.05	1885.49	2145.75	2348.61
预付账款	33.43	56.49	82.64	74.15	85.56	97.33	税金及附加	5.57	6.40	4.04	7.14	8.24	9.37
其他应收款	89.58	306.79	67.46	208.59	240.67	273.81	销售费用	1566.42	1619.77	2303.84	2684.40	2942.39	3347.51
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	628.11	861.02	924.02	1087.18	1223.41	1321.39
其他流动资产	1532.58	1646.31	2299.82	2296.10	2310.27	2324.91	研发费用	690.33	967.58	1542.87	1677.75	1703.49	1849.94
流动资产总计	3441.33	3802.78	4857.99	5451.02	6013.65	6662.83	财务费用	10.34	34.86	65.11	15.26	2.13	-2.20
长期股权投资	1028.75	1222.78	1317.91	1397.91	1477.91	1557.91	资产减值损失	-143.03	-4.80	-320.97	-67.11	-77.43	-88.09
固定资产	209.87	581.99	553.68	466.94	380.20	293.45	信用减值损失	65.79	-16.14	-29.87	-27.93	-36.28	-38.90
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	0.42	0.01	-0.00	0.14	0.14	0.14
无形资产	700.19	787.67	810.21	675.18	540.14	405.11	投资收益	141.06	255.27	9.26	144.61	144.61	144.61
长期待摊费用	4.06	1.62	26.11	13.06	0.00	0.00	公允价值变动损益	476.57	1283.42	-824.68	200.00	200.00	200.00
其他非流动资产	12176.54	15088.14	13110.47	13110.47	13110.47	13110.47	资产处置收益	0.82	3.45	12.75	5.67	5.67	5.67
非流动资产合计	14119.42	17682.19	15818.38	15663.55	15508.71	15366.93	其他收益	25.61	20.99	11.54	19.38	19.38	19.38
资产总计	17560.75	21484.96	20676.37	21114.57	21522.36	22029.77	营业利润	1400.72	1927.73	-1816.40	-371.45	-26.19	177.44
短期借款	618.25	468.26	410.27	0.00	0.00	0.00	营业外收入	1.03	0.91	0.09	0.68	0.68	0.68
应付票据及账款	1607.23	1212.87	1374.47	2318.32	2638.33	2887.76	营业外支出	13.96	49.37	3.14	22.16	22.16	22.16
其他流动负债	536.09	1356.38	1226.73	1607.81	1825.46	2009.84	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2761.58	3037.50	3011.48	3926.13	4463.79	4897.60	利润总额	1387.80	1879.27	-1819.45	-392.93	-47.67	155.96
长期借款	85.83	179.44	284.86	221.20	158.89	98.28	所得税	154.15	346.28	127.59	19.87	19.87	19.87
其他非流动负债	170.23	368.85	396.29	396.29	396.29	396.29	净利润	1233.65	1532.98	-1947.04	-412.80	-67.55	136.08
非流动负债合计	256.06	548.29	681.15	617.50	555.18	494.57	少数股东损益	81.14	274.62	-352.24	-58.59	-9.59	19.32
负债合计	3017.64	3585.79	3692.63	4543.63	5018.97	5392.17	归属母公司股东净利润	1152.50	1258.36	-1594.80	-354.21	-57.96	116.77
股本	1185.94	1215.01	1231.50	1231.50	1231.50	1231.50	EBITDA	1476.95	2010.97	-1620.57	-142.84	189.30	375.53
资本公积	1460.20	2491.95	3041.85	3041.85	3041.85	3041.85	NOPLAT	829.96	551.20	-1062.38	-572.10	-239.22	-39.67
留存收益	10051.57	11467.39	9995.22	9641.01	9583.05	9697.94	EPS(元)	0.92	1.00	-1.27	-0.28	-0.05	0.09
归属母公司权益	12697.71	15174.35	14268.56	13914.35	13856.40	13971.28	主要财务比率						
少数股东权益	1845.40	2724.82	2715.18	2656.58	2647.00	2666.31	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	14543.11	17899.17	16983.74	16570.94	16503.39	16637.60	成长能力						
负债和股东权益合计	17560.75	21484.96	20676.37	21114.57	21522.36	22029.77	营收增长率	-2.35%	3.78%	15.20%	18.52%	15.38%	13.77%
现金流量表							营业利润增长率	-10.30%	37.62%	-194.22%	79.55%	92.95%	777.37%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	-16.47%	36.91%	-191.65%	78.47%	87.94%	437.62%
税后经营利润	1233.65	1532.98	-1947.04	-741.12	-395.86	-192.23	EBITDA增长率	-17.34%	36.16%	-180.59%	91.19%	232.52%	98.38%
折旧与摊销	78.82	96.84	133.77	234.84	234.84	221.78	归母净利润增长率	-25.49%	9.19%	-226.74%	77.79%	83.64%	301.47%
财务费用	10.34	34.86	65.11	15.26	2.13	-2.20	经营现金流增长率	-31.90%	1.20%	-87.31%	456.06%	-70.33%	46.55%
投资损失	-141.06	-255.27	-9.26	-144.61	-144.61	-144.61	盈利能力						
营运资金变动	-330.25	104.83	181.58	1038.40	322.77	211.85	毛利率	78.85%	78.84%	73.56%	71.90%	72.29%	73.34%
其他经营现金流	-88.16	-741.78	1673.90	142.51	142.51	142.51	净利率	26.05%	31.19%	-34.38%	-6.15%	-0.87%	1.54%
经营性现金净流量	763.32	772.48	98.06	545.27	161.78	237.09	营业利润率	29.58%	39.22%	-32.08%	-5.53%	-0.34%	2.01%
资本支出	-42.67	198.41	386.99	-0.00	0.00	-0.00	ROE	9.08%	8.29%	-11.18%	-2.55%	-0.42%	0.84%
长期投资	881.65	-130.00	98.14	0.00	0.00	0.00	ROA	6.56%	5.86%	-7.71%	-1.68%	-0.27%	0.53%
其他投资现金流	-119.39	-102.90	459.66	250.42	250.42	250.42	ROIC	13.20%	10.44%	-15.31%	-8.68%	-4.35%	-0.77%
投资性现金净流量	804.92	-431.32	170.82	250.42	250.42	250.42	估值倍数						
短期借款	-564.54	-150.00	-57.98	-410.27	0.00	0.00	P/E	46.04	42.17	-33.27	-149.81	-915.56	454.44
长期借款	-1.73	93.61	105.42	-63.65	-62.32	-60.61	P/S	11.20	10.80	9.37	7.91	6.85	6.02
普通股增加	-11.84	29.07	16.49	0.00	0.00	0.00	P/B	4.18	3.50	3.72	3.81	3.83	3.80
资本公积增加	334.87	1031.75	549.90	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他筹资现金流	-2041.74	-1292.92	-633.57	-15.26	-2.13	0.32	EV/EBIT	6.92	19.44	-22.64	-118.23	-973.60	286.02
筹资性现金净流量	-2284.98	-288.48	-19.75	-489.19	-64.45	-60.29	EV/EBITDA	6.55	18.50	-24.51	-312.62	234.23	117.10
现金流量净额	-659.75	44.59	239.47	306.50	347.74	427.22	EV/NOPLAT	11.65	67.50	-37.38	-78.05	-185.35	-1108.41

资料来源：同花顺，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637