

昆仑万维（300418）

2025 年三季报点评：收入增长亮眼、同环比扭亏为盈，AI 全产业链布局持续取得进展

买入（维持）

2025 年 11 月 02 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	-	-	-	-
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）	11.77	10.21	6.92	5.56	4.72

投资要点

■ **事件：**公司披露 2025 年三季度业绩，2025Q3 实现营收 20.72 亿元，同比增长 56.16%，实现归母净利润 1.9 亿元，同比及环比均扭亏为盈。管理及研发费用率相对稳定，销售费用率环比提升 2.6pct，主要由于公司市场推广费和充值渠道费增加所致。公司业绩符合我们预期。

■ **OPERA 夯实公司业务基本盘，短剧驱动收入高增长。**1) OPERA 业务超出指引，收入及利润实现较快增长。2025Q3OPERA 实现收入 1.519 亿美元，同比增长 23%，其中广告收入增长 27%，至 9,590 万美元，Query 业务收入增长 17%，至 5,560 万美元。净利润 0.186 亿美元，净利率为 12%，上年同期为 0.179 亿美元及 15%的净利率。经调整净利润 0.268 亿美元，同比增长 17%。Opera 指引公司 2025Q4 收入为 1.62-1.65 亿美元，同比增长 12%，增速下滑主要是由于 2024Q4 的异常高收入基数，指引 2025Q4 经调整 EBITDA 为 0.375-0.405 亿美元，经调整 EBITDA 率达到 24%。2) 短剧业务高速增长，延续此前趋势。根据 sensortower 数据，2025Q1/Q2/Q3 公司短剧平台 dramawave 收入（扣除渠道成本后）1,822/3,456/4,682 万美元，免费短剧平台 FreeReels 在 2025Q3 下载 717 万，下载量增长显著。报告期内 DramaWave 上线动漫频道，成为全球一线短剧平台中首个引入动漫内容的探路者。3) 投资业务在 2025Q3 贡献显著利润增量，公司持股小马智行与爱奇艺在 2025Q3 股价表现较为突出，对公司整体投资收益贡献较大，Q3 公允价值变动净收益 4.58 亿元。4) AI 算力芯片业务保持良好进展，研发工作按计划推进。

■ **看好公司 AI 业务进展。**近期公司 AI 业务的主要进展包括：1) Q3 开源或发布奖励模型、多模态推理模型、自回归多模态统一模型、3D 世界生成模型，并发布多项论文成果；2) AI 智能助手在 Q3 用户规模有显著环比增长，AI 视频平台 SkyReels 启动全新版本内测，预计 11 月初正式上线，推出多款重磅音乐模型，Mureka 及 Linky 持续优化产品功能与用户体验。

■ **盈利预测与投资评级：**看好公司在 AI 领域的前瞻布局，短期研发及营销费用前置拖累经营主业业绩释放，期待后续产品更新及收入放量；OPERA 业绩持续超预期，产品力得到验证，有望受益于 AI 对于浏览器的赋能；短剧业务 Q3 继续高增长，行业地位提升；期待 AI 算力芯片业务进展。维持公司盈利预测，2025-2027 年营业收入分别为 84/104/122 亿元，EPS 为-0.69/-0.34/0.08 元，对应当前股价 PS 分别为 7/6/5 倍。我们看好公司 AI 商业化加速，盈利潜力有望逐步兑现，维持公司“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)	46.07
一年最低/最高价	27.13/54.00
市净率(倍)	4.12
流通 A 股市值(百万元)	57,794.39
总市值(百万元)	57,834.29

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.19
资产负债率(% ,LF)	19.64
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)：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》

2025-08-28

《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)	45.73	51.18	124.58
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)	10.21	6.92	5.56	4.72
营运资本变动	670	3,845	1,350	3,339	P/B (现价)	3.98	4.32	4.46	4.42

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。

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>