

昆仑万维（300418）

Q3 单季实现扭亏为盈，AI 与短剧双引擎驱动成长

- ◆ 事件：公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度公司实现营业收入 58.05 亿元，同比+51.63%；归母净利润-6.65 亿元，同比-6.19%；扣非后归母净利润-6.74 亿元，同比-3.88%。毛利率 69.91%，同比-6.99pct；净利率-18.72%，同比+4.57pct。

单季度来看，25Q3 公司实现营收 20.72 亿元，同比+56.16%；归母净利润 1.90 亿元，同比+180.13%；毛利率 69.97%，同比-4.48pct，环比-0.69pct；净利率 2.95%，同比+32.46pct，环比+14.03%。

- ◆ Q3 业绩环比扭亏为盈，前三季度收入保持高速增长。
 - 2025 年前三季度，公司实现营业收入 58.05 亿元/同比+51.63%，主要受短剧、广告及 AI 软件技术业务快速增长带动。归母净利润为-6.65 亿元/同比-6.19%；扣非后归母净利润为-6.74 亿元/同比-3.88%。利润端承压主要由于 AI 战略持续投入，销售费用同比大增 105.75%至 28.91 亿元，主要系市场推广与渠道费用增加所致。分季度看，Q1/Q2/Q3 公司分别实现营收 17.64/19.69/20.72 亿元，同比+46.07%/+52.17%/+56.16；归母净利润分别为-7.69/-0.87/1.90 亿元，同比-310.32%/+57.10%/+180.13%。分业务看，25H1 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，25 年前三季度公司整体毛利率为 69.91%/同比-6.99pct。②费率方面，公司整体费用率为 87.49%/同比-2.89pct，其中销售费用率为 49.80%/同比+13.10pct，管理费用率为 16.05%/同比-6.74pct，财务费用率为 0.78%/同比-0.22pct，研发费用率为 20.86%/同比-9.03pct。③净利率方面，25 年前三季度公司净利率为-18.72%/同比+4.57pct。
- ◆ 海外业务增长强劲，全球化布局持续深化。报告期内，公司海外业务收入达 54.10 亿元，同比增长 58%，占总收入比重提升至 93.3%，国际竞争力持续增强。短剧平台 DramaWave 继续高增，2025 年 8 月跃居海外短剧平台收入榜第三位，单月下载量突破 400 万次；社交娱乐

投资评级

买入

维持评级

2025 年 11 月 04 日

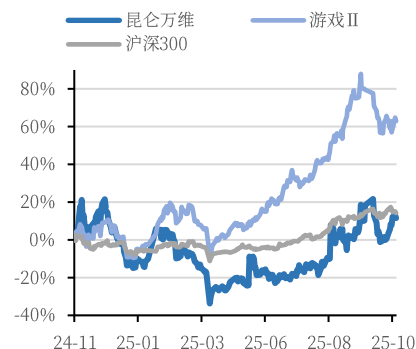
收盘价(元):

45.82

公司基本数据

总股本(百万股)	1,255.36
总市值(百万)	57,520.46
流通股本(百万股)	1,254.49
流通市值(百万)	57,480.76
12 月最高/最低价(元)	54.00/27.13
资产负债率(%)	19.64
每股净资产(元)	11.19
市盈率(TTM)	-35.21
市净率(PB)	4.10
净资产收益率(%)	-4.74

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

短剧与 AI 双轮驱动，盈利拐点可期 —2025-09-05

股市有风险入市需谨慎

平台 StarMaker 在印尼位列免费下载榜 TOP4，并在东南亚、中东、南美等百余个国家和地区保持领先；海外信息分发平台 Opera 推出面向 AI 时代的 Agent 浏览器 OperaNeon，探索下一代互联网流量入口，构建 AI 生态的内容与分发双向通道。整体来看，海外业务已形成“内容—社交—分发”一体化布局，为公司 AI 商业化与生态拓展提供稳定基础。

- ◆ **AI 全栈布局加速推进，模型技术成果显著。**公司坚定推进“AllinAGI”战略，Q3 技术迭代密集、成果突出。在奖励模型方向，开源 Skywork-Reward-V2 系列，在七大主流评测中全面领先；在多模态方向，发布 Skywork-R1V3.0，在 MMMU 等评测中取得开源最优成绩，并推出 SkyworkUniPic2.0，以 2B 参数规模超越多款 7B-12B 模型，实现图像理解、生成与编辑一体化；在 3D 与世界模型方向，Matrix-3D 支持从单图生成可漫游三维场景，Matrix-Game2.0 实现 25FPS 高帧率实时交互生成。公司在强化学习、智能体等方向持续发力，多篇论文被 NeurIPS2025 录用，其中两篇获 Spotlight 论文，彰显公司在 AI 基础研究领域的国际竞争力与科研深度。
- ◆ **AI 商业化落地加速，产品矩阵多点开花。**公司在 AI 应用层的商业化进展显著，核心产品持续拓展。天工超级智能体核心引擎升级至 SkyworkDeepResearchAgentV2，新增“多模态深度调研”能力；海外版上线 AIDeveloper，支持自然语言生成全栈 Web 应用。AI 视频方向，SkyReels 平台启动 V3 版本内测，基于 SkyReels-V3 模型打造一站式 AI 视频创作工作台，预计 2025 年 11 月上线；AI 音乐方向，Mureka 平台推出 AgentStudio，通过自然语言驱动音乐创作，并与 SongMint 达成商业合作；短剧业务 DramaWave 则通过新增动漫频道与网文频道拓展内容生态，利用 AI 技术提升内容本地化与素材生成效率，推动商业化效率持续提升。
- ◆ **投资建议：**公司 Q3 单季度实现扭亏为盈，显示出经营改善与 AI 商业化初见成效。短剧、社交及浏览器等海外业务保持高速增长，为 AI 战略投入提供稳健支撑。随着天工超级智能体、AI 视频、AI 音乐等核心产品商业化路径逐步明晰，AI 业务有望成为公司中长期增长的核心驱动力。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，维持“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	44.29	-34.95	-157.36	-961.69	477.34

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	1217.64	1508.14	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	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	48.36	44.29	-34.95	-157.36	-961.69	477.34
长期借款	-1.73	93.61	105.42	-63.65	-62.32	-60.61	P/S	11.77	11.34	9.84	8.31	7.20	6.33
普通股增加	-11.84	29.07	16.49	0.00	0.00	0.00	P/B	4.39	3.67	3.91	4.01	4.02	3.99
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	-125.31	-1032.31	303.41
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	-331.34	248.35	124.22
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	-82.73	-196.53	-1175.81

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