

昆仑万维(300418)

报告日期: 2026年02月04日

A 股稀缺大模型及出海应用龙头，从纯投入期到兑现期

——昆仑万维深度报告

投资要点

□ 一句话逻辑

公司已完成“算力—模型—AI应用”AI全产业链布局，短剧业务25年年化流水突破2.4亿美元验证商业化能力，DramaWave短剧平台等MRR增长曲线陡峭，天工超级智能体开启AI搜索、AI音乐、AI社交等生产力场景第二增长曲线，26年将从投入期转向兑现期。

□ 超预期逻辑

1) 短剧出海商业化强度超预期: DramaWave平台8月已跃居海外短剧收入榜第三位，25年12月环比增长35.4%，位列收入榜第四。25年12月下载量环比上涨超90%，成为Top15中涨幅最高的产品。预计25年短剧收入同比增长900%至16.8亿元，26-27年持续加速增长，成为核心现金流引擎。

2) AI智能体商业化落地或提前突破: 公司先后发布并开源多款行业领先模型，搭建全链路AI应用矩阵，以天工超级智能体为核心，联动AI Developer、AI视频、AI音乐、AI游戏与AI社交产品，全面覆盖C端与B端需求，平台影响力与商业化能力显著提升。25H1 AI软件技术收入已达6500万元，验证商业化雏形，26年有望实现规模化收入。

3) 世界模型技术卡位领先全球: 公司8月开源Matrix 3D模型，Matrix-Game 2.0则为交互式世界模型的升级版本，是业内首个在通用场景下实现实时长序列交互生成的开源方案，可复用于游戏、影视、具身智能，为未来增长提供弹性。

4) 旗下控股芯片公司艾捷科芯弹性可期: 艾捷科芯是昆仑万维于2023年控股(持股58%)的AI芯片公司。

□ 检验与催化

检验指标: DramaWave季度流水及利润率; 天工AI智能助手MAU及付费转化率; AI业务经营性利润季度转正。

催化剂: DramaWave等短剧平台月均收入表现; AI芯片研发取得关键进展。

□ 研究价值

与众不同的认识: 市场认为昆仑万维是一家传统互联网业务占主导、海外AI应用贡献增量的上市公司，估值应锚定海外平台，整体给予6-8x PS。但我们认为公司已完成从“流量”到“智能”的质变，利润结构正在发生非线性跃迁。我们认为公司可按SOTP估值法，分为短剧、AI应用、Opera、游戏、投资收益五部分，可分别按PS-可比、PS-可比、PE-可比、PE-可比、账上净值法等进行重估。

与前不同的认识:

海外短剧平台收入增长曲线陡峭，经营杠杆效应下26年有望逐步实现利润。AI音乐、社交等业务已度过纯投入期，26年有望从投入期转向兑现期。

□ 盈利预测与估值

预计2025-2027年营收分别为82/117/148亿元，归母净利润-16.1/-0.94/4.38亿元。采用SOTP估值法，目标市值932亿元，对应目标价74.3元，首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

AI落地不及预期、模型开发进度不及预期、海外短剧买量成本激增、政策不确定性等风险。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 冯翠婷

执业证书号: S1230525010001
fengcuiting@stocke.com.cn

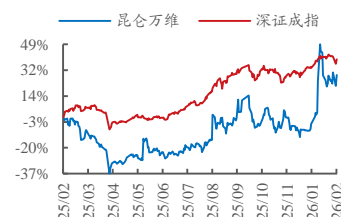
分析师: 陈磊

执业证书号: S1230521090002
chenlei01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 55.87
总市值(百万元)	70,136.79
总股本(百万股)	1,255.36

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,662	8,164	11,693	14,773
(+/-) (%)	15.20%	44.18%	43.21%	26.34%
归母净利润	-1,595	-1,612	-94	438
(+/-) (%)	-226.74%	-1.06%	94.15%	564.18%
每股收益(元)	-1.27	-1.28	-0.08	0.35
P/E	/	/	/	160.27

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 短剧出海：出海商业化强度超预期，核心现金流引擎	5
1.1 行业空间：渗透率处于低位，海外短剧行业仍在放量扩张期.....	5
1.2 竞争格局：双巨头领跑市场，DramaWave 快速崛起.....	6
1.3 产品端：“付费+免费”模式精品化运营，AI 赋能内容变现.....	8
2 AI 应用生态布局：具备构建第二增长曲线潜力	10
2.1 产品矩阵：AI 应用链条闭环发展.....	10
2.2 生态打法：Opera Neon 形成天然 AI 入口.....	12
3 世界模型：技术卡位打开非线性期权	12
4 盈利预测与投资建议	13
5 风险提示	15

图表目录

图 1: 2025 年 1-12 月海外新老微短剧 APP 数量占比.....	5
图 2: 2025 年上半年海外短剧市场译制剧与本土剧分布差异.....	6
图 3: 2025 年下半年海外短剧市场译制剧与本土剧分布差异.....	6
图 4: 2025 年 1-12 月海外短剧 App 付费模式情况 (App 个数).....	8
图 5: DramaWave 应用功能截图展示.....	9
图 6: DramaWave 海外视频创意.....	9
图 7: Skywork 测评表现 (BrowseComp).....	10
图 8: Skywork 测评表现 (GAIA Benchmark Test Results).....	10
图 9: Mureka 歌曲主观评分表现.....	11
图 10: Mureka 中文版产品展示.....	11
图 11: Opera Neon 功能展示.....	12
图 12: Matrix-3D 框架示意图.....	13
图 13: Matrix-Game 2.0 框架示意图.....	13
表 1: 2025 年全年海外短剧应用下载 TOP15.....	6
表 2: 2025 年 12 月海外短剧应用下载 TOP15.....	7
表 3: 2025 年全年海外短剧 App 收入 TOP15.....	7
表 4: 2025 年 12 月海外短剧应用收入 TOP15.....	8
表 5: 公司营收与成本拆分.....	14
表 6: SOTP 估值表.....	15
表附录: 三大报表预测值.....	16

1 短剧出海：出海商业化强度超预期，核心现金流引擎

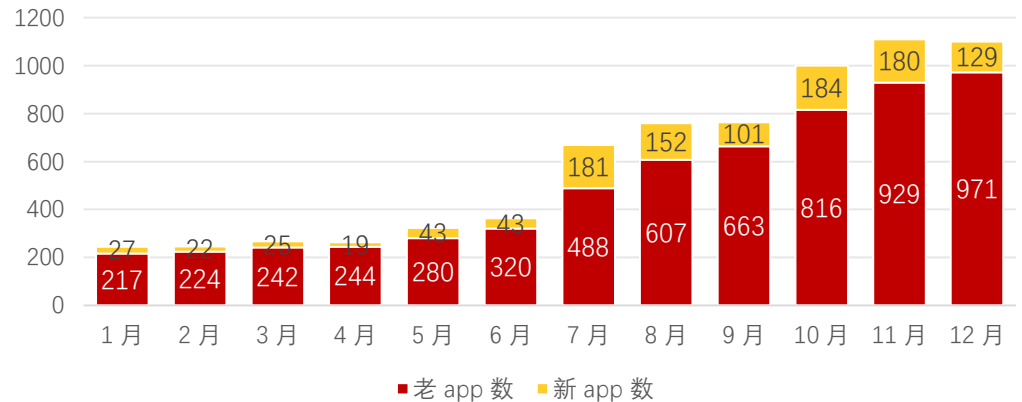
海外短剧应用行业仍处渗透率提升早期、供给缺口明确，头部平台的核心竞争转向“内容供给能力+投放效率+本土化能力”的综合比拼。DramaWave 平台采用“付费+免费”双模式覆盖全层级用户，AI 技术深度应用于内容本土化与投放素材生成，上线动漫频道实现破圈增长，人均观看时长超 30 分钟。预计 25 年短剧收入同比增长 900%至 16.8 亿元，成为核心现金流引擎。

1.1 行业空间：渗透率处于低位，海外短剧行业仍在放量扩张期

海外短剧应用的行业空间可通过两组核心事实明确界定：1) 用户渗透仍处于早期扩张阶段，据《2025 年海外微短剧数据报告》数据，海外微短剧月活用户已达约 1 亿，相较于全球短视频 18 亿的用户体量，短剧用户规模相较于短视频大盘仍存在极大增长空间，“可触达未转化”的用户池挖掘潜力显著，行业增长核心仍锚定覆盖范围扩张与转化效率提升。2) 商业化规模已完成实质性验证，报告同样指出，2025 年海外微短剧总体规模已达 40 亿美元；其中双端内购收入 22.79 亿美元，同比增长 129%，下载量高达 18.55 亿次，同比激增超 300%，2026 年预估规模将进一步突破 50 亿美元。

在“低渗透+高变现”的组合下，行业空间释放的关键不在需求端，而在供给、本土化与变现模式的协同跑通：短剧作为强节奏、高情绪密度的内容形态，需依托高频上新与稳定爆款机制支撑用户留存。2025 年海外微短剧 APP 数量从 1 月的 200 多款增至 12 月的 1100 款，下半年月均新增超百款，随着头部 APP 形成用户与内容壁垒，新 APP 的竞争门槛将抬高，市场会逐步向“头部集中+垂直细分”分化。

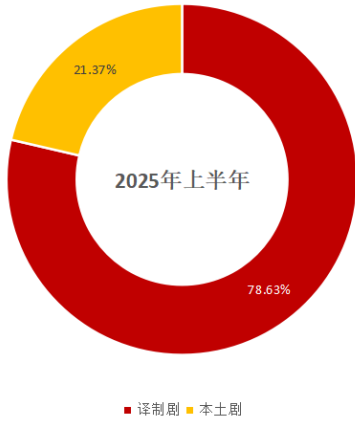
图1：2025 年 1-12 月海外新老微短剧 APP 数量占比



资料来源：DataEye《2025 年海外微短剧数据报告》，浙商证券研究所

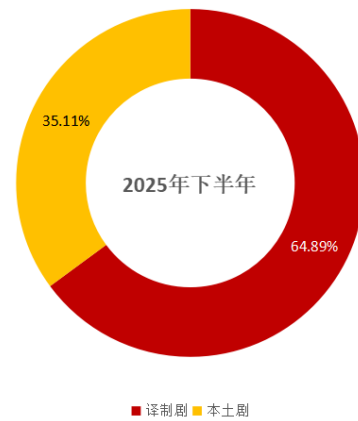
跨区域扩张则依赖多语言适配与文化语境本土化，2025 年下半年本土剧市场占比从 21.37% 提升至 35.11%，适配当地需求的内容供给逐步扩容。从增长质地看，2025 年海外短剧市场已从“依赖用户规模”转向“用户规模+商业化效率”双驱动。

图2: 2025年上半年海外短剧市场译制剧与本土剧分布差异



资料来源: DataEye《2025年海外微短剧数据报告》, 浙商证券研究所

图3: 2025年下半年海外短剧市场译制剧与本土剧分布差异



资料来源: DataEye《2025年海外微短剧数据报告》, 浙商证券研究所

1.2 竞争格局: 双巨头领跑市场, DramaWave 快速崛起

海外短剧应用的竞争格局呈现“双巨头领跑市场, 第二梯队群雄逐鹿”的特征。2025年上半年, 行业头部平台 ReelShort 与 DramaBox 共占近半数收入 (45.68%)。头部 APP 凭借本地化内容适配、付费模式成熟、运营精细化, 同时实现了高下载量与高收入转化, 另一方面, 印度、中东等地区的免费市场迅速崛起。我们认为, 未来头部 APP 的领先优势将持续强化, 市场集中度进一步提升。

从下载端来看, 2025 年全年 DramaBoxAPP 双端以 1.57 亿次下载量位居第一, ReelShort 以 1.34 亿次下载量位居第 2。DramaWave 快速上涨至第 4 名。

表1: 2025 年全年海外短剧应用下载 TOP15

排名	App 名称	市场份额	相比去年排名变化	下载量
1	DramaBox	13.02%	-	157,580,838
2	ReelShort	11.11%	▲ 1	134,381,978
3	Kuku TV	8.69%	▲ 4	105,145,888
4	DramaWave	6.11%	▲ 8	73,893,932
5	NetShort	5.06%	▲ 11	61,175,135
6	GoodShort	5.05%	▼ 1	61,047,864
7	RapidTV	4.75%	▲ 47	57,462,148
8	ShortMax	3.86%	▼ 6	46,721,750
9	Melolo	3.55%	▲ 54	42,923,989
10	FreeReels	3.27%	▲ 13	39,612,382
11	StoryTV	3.01%	2024 年末上线	36,451,947
12	QuickTV	2.81%	2024 年末上线	34,038,900
13	Micro Drama	2.22%	▼ 2	26,894,315
14	FlickReels	2.21%	▲ 17	26,739,625
15	MeloShort	1.97%	▲ 41	23,815,719

资料来源: Appfigures, 浙商证券研究所

根据 2025 年 12 月数据来看, 昆仑万维旗下 DramaWave12 月下载表现尤为突出, 下载量环比上涨超过 90%, 成为 Top15 中涨幅最高的产品。

表2: 2025年12月海外短剧应用下载 TOP15

排名	名称	厂商	排名变化	环比增长
1	DramaBox	点众科技	▲2	29.33%
2	ReelShort	枫叶互动	-	13.78%
3	DramaReels	昆仑万维	▼2	-5.36%
4	DramaWave	昆仑万维	▲3	90.34%
5	Melolo	字节跳动	-	23.06%
6	Kuku TV	MEBIGO LABS	▼2	-30.86%
7	QuickTV	ShareChat	▲3	24.10%
8	ShortMax	九州文化	▼2	-7.23%
9	GoodShort	新闻时代	▲2	25.96%
10	RapidTV	Kennedyy	▼1	-5.24%
11	NetShort	麦芽文化	▲3	31.70%
12	DashReels	Dashverse Corp	-	6.72%
13	Pop Drama	ZHOU WEIJIE	▼5	-15.34%
14	Fun Drama	Juliang Wuxian	▲3	22.90%
15	FlareFlow	中文在线	-	-19.57%

资料来源: Insihtrackr, 浙商证券研究所

从收入端来看, 2025年全年, ReelShort以5.50亿美元预估收入稳居榜首, DramaBox收入为4.9亿美元, 位居第二。两大APP收入量远超其他。DramaWave收入排名快速上涨, 位列第四。

表3: 2025全年海外短剧App收入 TOP15

排名	App名称	市场份额	相比去年排名变化	收入
1	ReelShort	23.14%	▲1	\$550,811,120
2	DramaBox	20.61%	▼1	\$490,552,209
3	GoodShort	9.62%	▲1	\$228,871,200
4	DramaWave	7.83%	▲17	\$186,281,560
5	NetShort	7.59%	▲12	\$180,639,763
6	ShortMax	5.50%	▼3	\$130,782,807
7	FlickReels	4.04%	▲18	\$96,164,380
8	MoboReels	2.15%	▼2	\$51,131,087
9	StardustTV	2.03%	▲7	\$48,196,164
10	FlareFlow	1.84%	2024年未上线	\$43,690,163
11	My Drama	1.61%	▼1	\$38,254,573
12	Kalos TV	1.43%	▼7	\$34,106,815
13	GalateaTV	1.06%	▼1	\$25,160,553
14	Minishorts	1.03%	▼7	\$24,576,479
15	DreameShort	0.93%	▼7	\$22,048,548

资料来源: Appfigures, 浙商证券研究所

根据2025年12月数据来看, 相较下载榜, 收入榜单在12月整体表现更为平稳。尤其是Top10区间, 多数应用的排名变化集中在小幅上下浮动1名以内, 显示头部短剧产品

的商业化结构相对成熟，格局趋于稳定 APP。DramaWave25 年 12 月收入环比增长 35.40%，排名持续上升至第 4 名。

表4: 2025 年 12 月海外短剧应用收入 TOP15

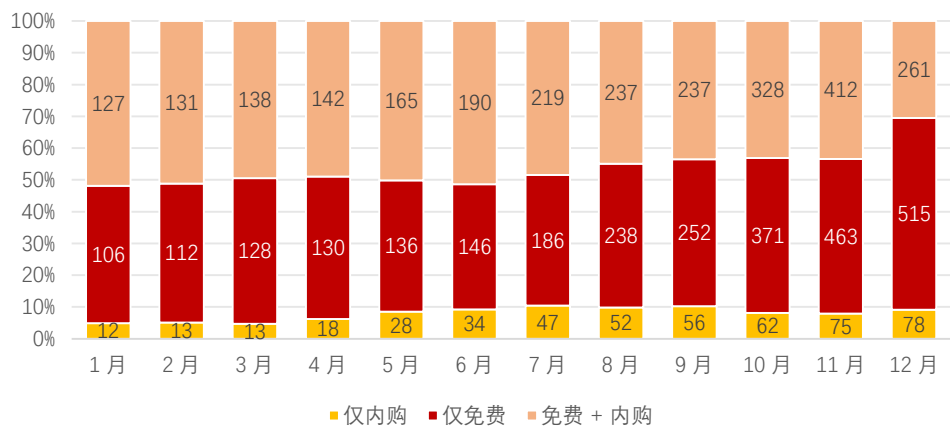
排名	名称	厂商	排名变化	环比增长
1	ReelShort	枫叶互动	-	0.16%
2	DramaBox	点众科技	-	11.03%
3	NetShort	麦芽文化	-	32.87%
4	DramaWave	昆仑万维	▲1	35.40%
5	GoodShort	新闻时代	▼1	0.55%
6	ShortMax	九州文化	-	18.33%
7	Melolo	字节跳动	▲1	60.02%
8	FlickReels	掌玩网络	▼1	-11.09%
9	DramaReels	昆仑万维	-	48.61%
10	RapidTV	Kennedy	-	25.60%
11	FlareFlow	中文在线	▲1	31.85%
12	Kuku TV	MEBIGO LABS	▲2	87.06%
13	StardustTV	山海星辰	▼2	0.34%
14	Micro Drama	乔丹俞	▼1	6.53%
15	QuickTV	ShareChat	▲7	133.91%

资料来源: Insigtrackr, 浙商证券研究所

1.3 产品端：“付费+免费”模式精品化运营，AI 赋能内容变现

DramaWave 采用“付费+免费”相结合的多元分发模式，有效覆盖不同消费层级的全球用户群体。通过“精准获客+本地化内容+AI 提效”的模式，实现商业化效率突破。

图4: 2025 年 1-12 月海外短剧 App 付费模式情况 (App 个数)

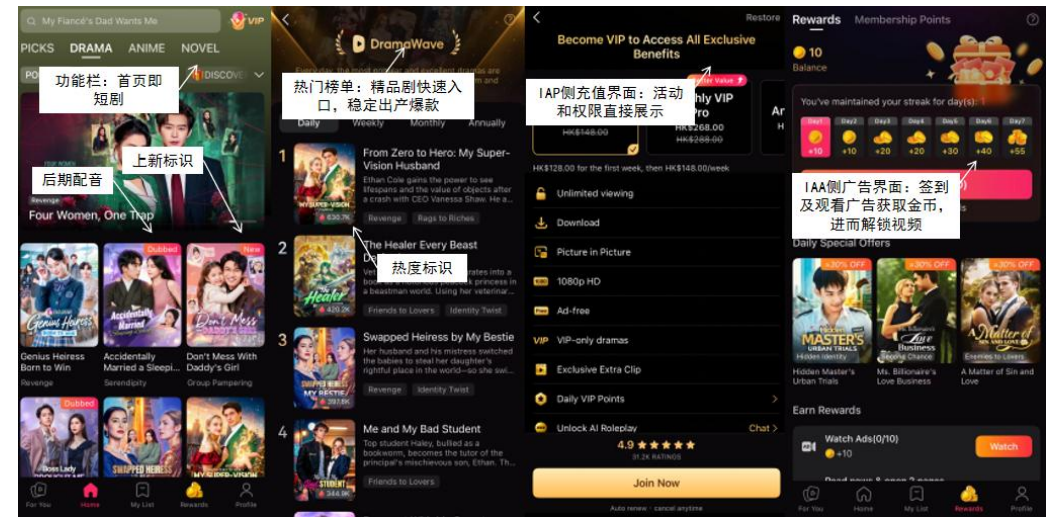


资料来源: DataEye《2025 年海外微短剧数据报告》，浙商证券研究所

DramaWave 采用 IAP 与 IAA 并行的混合变现体系，通过分层付费机制实现对高 ARPU 用户与流量型用户的全覆盖 monetization。在 IAP（应用内购买）侧，产品设置了多层付费点：首先推出包周/月会员订阅服务，以高清 1080P 画质、VIP 独家内容及无限次观看等权益锁定高价值用户。在 IAA（应用内广告）侧，针对价格敏感型用户设计广告激励机制，

用户通过观看激励视频广告或完成签到任务获取金币，攒足金币后可兑换原本需付费的剧集内容，形成“看广告换权益”的零成本消费路径。

图5: DramaWave 应用功能截图展示



资料来源: DramaWave, 浙商证券研究所

付费驱动与社交裂变并举, TikTok 成关键增长极。DramaWave 以付费广告为核心获客手段, Unity Ads 为主要投放平台。同时, 平台深度绑定 TikTok 生态, 其官方账号 @DramaWaveapp 粉丝量达 170 万, 位居行业第二 (截至 2025 年 H1), 广告受众在 TikTok 上的曝光率较普通用户高 200%, 社交媒体成为品牌认知的重要渠道。

分层投放策略: 欧美聚焦获客, 新兴市场贡献收入。Insightrackr 根据 2025 年 12 月数据指出, 在渠道层面, Facebook 仍是其绝对核心获客渠道, 覆盖美国、德国、英国等成熟市场; 同时通过 Opera、AdMob 等矩阵产品补量, 渗透印度、印尼、巴西等新兴市场。值得注意的是, 虽然美国是绝对投放重心, 但印度、印尼两国下载贡献超 20.5%, 且印尼以 13% 收入占比成为最大单一收入来源市场, 形成“欧美高 ARPPU+新兴市场高流量”的互补格局。

AI+本地化打造爆款, 素材迭代效率领先。内容策略上, 平台采用国产翻译剧与海外本土剧双轮驱动, 如爆款《校花真千金霸气归来》同步推出印尼语、英语、繁体中文等多语言版本。更关键的是引入 AI 生成视频作为广告前置 hook, 结合高清画质卖点, 快速抓住用户注意力。12 月中旬监测数据显示, 平台单日活跃广告素材约 3000 条, 虽下旬回落至 1500 条 (显示阶段性投放优化), 但整体投放强度行业领先, ROI 持续优化。

图6: DramaWave 海外视频创意



资料来源: Insightrackr, sensortower, 浙商证券研究所

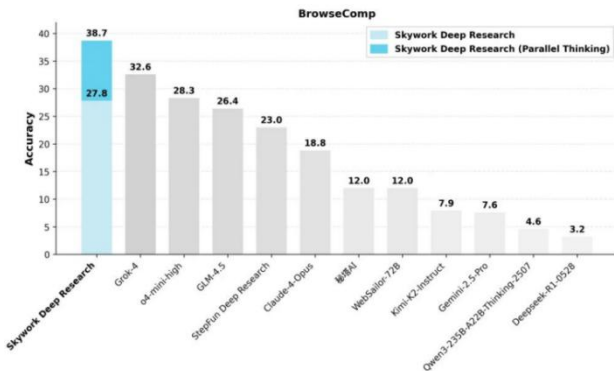
2 AI 应用生态布局：具备构建第二增长曲线潜力

昆仑万维以“技术自研+生态协同”为双轮，构建天工超级智能体矩阵（Skywork Super Agents）。在 GAIA 评测中，天工超级智能体凭借 82.42 的高分超越竞品，位列全球榜首。公司先后发布并开源多款行业领先模型，搭建全链路 AI 应用矩阵，以天工超级智能体为核心，联动 AI Developer、AI 视频、AI 音乐、AI 游戏与 AI 社交产品，全面覆盖 C 端与 B 端需求，平台影响力与商业化能力显著提升。25 上半年，公司 AI 软件技术收入已达 6500 万元，验证商业化雏形。

2.1 产品矩阵：AI 应用链条闭环发展

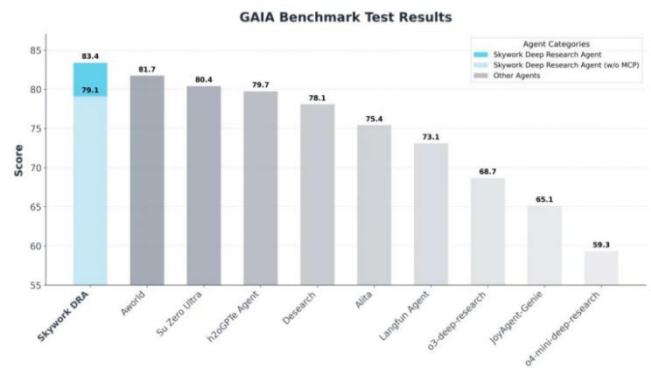
Deep Research Agent V2 作为天工超级智能体（Skywork Super Agents）的核心引擎，新版本在多模态能力、深度浏览与任务执行等方面均实现重大突破，具备多模态深度调研能力。通过高质量数据合成与训练、端到端强化学习、高效并行推理及多智能体演进机制，全面提升产品性能，并在多项评测上刷新了行业 SOTA 纪录。我们认为，依托海外优势布局及技术排名，AI Agent 及应用业务具备构建第二增长曲线的潜力。

图7： Skywork 测评表现（BrowseComp）



资料来源：昆仑万维 2025 年半年度报告，浙商证券研究所

图8： Skywork 测评表现（GAIA Benchmark Test Results）



资料来源：昆仑万维 2025 年半年度报告，浙商证券研究所

AI Developer 通过自然语言快速生成全栈 Web 应用，集成 Supabase 及第三方服务接口，有效提升开发效率，定位非专业用户生产力工具。满足多样化业务需求。该产品于 2025 年 9 月在天工海外版正式上线，目前处于快速迭代阶段，商业化进展符合预期。

Mureka AI Music 正从工具向内容及流量入口跃迁。昆仑万维以“好的 AI 音乐是一种新的音乐品类”重新定义产业边界，2026 年 1 月发布的 Mureka V8 大模型基于 MusiCoT 技术体系深度重构音乐结构建模能力，在旋律完整性、人声表现力与专业混音质效上实现突破，盲测评分已超越 Suno V5，达到可直接发布的工业化水准。

公司董事长表示，AI 对内容生态的影响，堪称自电影电视发明以来最重大的行业节点。AI 出现前，公司游戏配乐的成本约 10 万元人民币，涵盖编词、编曲、演奏等全流程；而基于复制公司自研 AI 音乐大模型 Mureka，如今单首曲子制作成本已降至不足 1 分钱。成本的断崖式下降，正驱动内容产业进入爆发式增长周期，正如智能手机普及让中国视频拍摄者突破 10 亿人、催生短视频行业繁荣，AI 将进步释放全民创作潜力。

图9: Mureka 歌曲主观评分表现

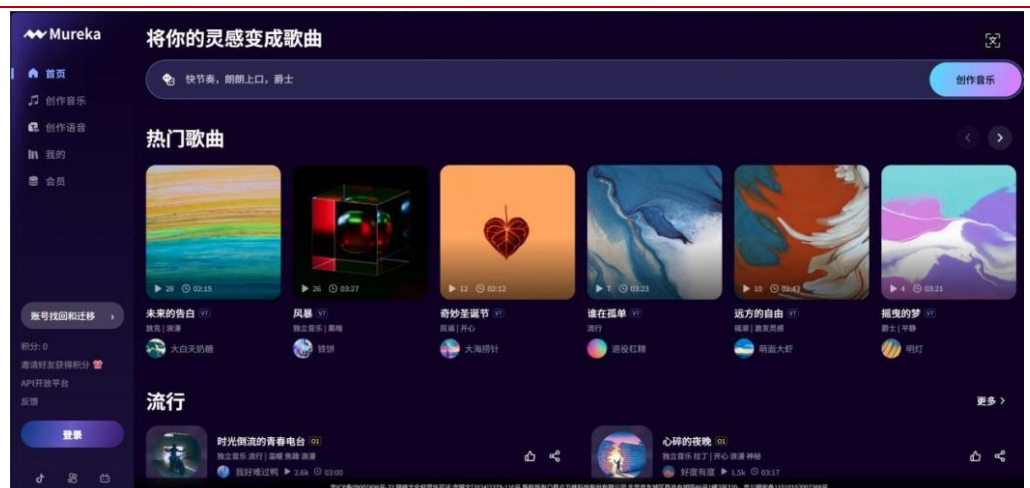


资料来源: 昆仑万维集团官方公众号, 浙商证券研究所

商业模式采用“免费+广告分成”的短剧式路径，锚定全球化流量入口。公司将凭借技术领先争取 6 个月窗口期，目标 3-5 年内实现海外 DAU 过亿、MAU 3-5 亿的战略卡位，构建“AI 版 Spotify”。C 端采取完全免费策略吸引海量用户；B 端已服务超 8000 家企业客户，并与太合音乐集团达成战略合作，推动 AI 音乐进入主流制作发行流程。其开放平台 API 支持歌词、人声与参考歌曲的深度定制，满足专业音乐人工业化需求。

Mureka AI Music 支持全流程 AI 音乐创作，2025 年 11 月首次实现毛利为正，年化流水约 1200 万美元。周亚辉明确指出，技术 SOTA 能力仅是护城河起点，核心壁垒在于海外社区运营经验积淀与创作者生态规模。该业务承载公司从“工具提供商”向“内容平台”跃迁的战略使命，与短剧业务共同构成 AI 原生应用的双轮驱动。

图10: Mureka 中文版产品展示



资料来源: 昆仑万维 2025 年半年度报告, 浙商证券研究所

2026 年 1 月底，Mureka V8 音乐大模型正式发布，其在音乐性、编曲完成度、人声表达以及整体音质质感等多个关键维度实现同步提升，使 AI 音乐从“可生成”进一步迈向“可发布”。公司透露，未来 Mureka 还将推出 AI Studio，为进阶创作者提供更完整、更可

控的音乐创作环境，支持更深度的编辑、结构调整和创作管理，让 AI 真正融入专业创作流程。

公司还联合南洋理工大学推出分层多智能体框架 AgentOrchestra，以“交响乐团式”协作为核心，实现智能体间的分工协作与动态调度。该框架在 GAIA、HLE 等权威评测中表现领先，具备高扩展性、多模态融合与模块化优势，突破了传统单智能体在复杂任务中的局限。

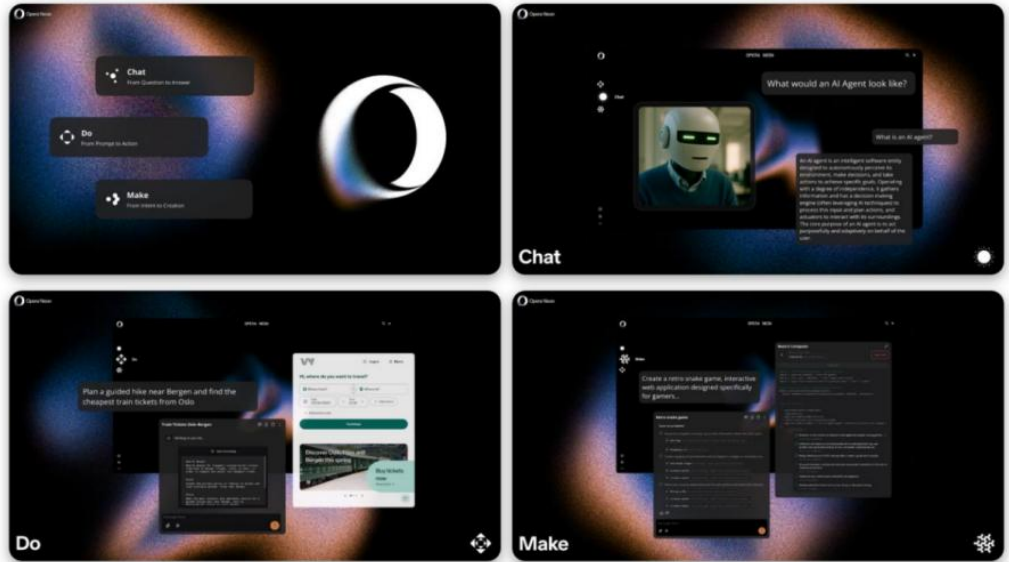
2025 年前三季度总研发投入为 12.11 亿元，从投入方向看，公司持续加大 AI 技术与 AI 芯片研发投入体现了“All in AGI 与 AIGC”的战略聚焦。产品间通过技术复用与场景联动实现双向赋能，为规模化变现筑牢基础。2025 年上半年，昆仑万维 AI 软件技术收入已达 6500 万元，验证商业化雏形。

2.2 生态打法：Opera Neon 形成天然 AI 入口

昆仑万维通过 Opera 浏览器构建“浏览器即入口”的 AI 生态体系。截至 2025 年 H1，Opera 全球月活跃用户达 2.89 亿，年化 ARPU 升至 1.97 美元（同比+35%），AI 功能集成成为用户价值提升的重要驱动力。Opera 原生内置智能助手 Aria，支持网页摘要、即时问答、内容生成等功能，更通过“AI Feature Drops”机制持续迭代，新增文件解析、图像识别、语音对话等交互方式，显著拓展 AI 应用边界。

2025 年 5 月，公司推出首款围绕主动智能助手构建的浏览器 Opera Neon，不仅整合对话型 AI，更引入智能助手概念，具备本地执行网页任务、创作以及托管功能，该能力背后由 AI 助手群组协同完成，代表了生成式 AI 向主动型智能体的进化路径。

图11： Opera Neon 功能展示



资料来源：昆仑万维 2025 年半年度报告，浙商证券研究所

商业化进展层面，Opera 通过 AI 功能增强用户粘性，2025 年上半年实现营收 2.86 亿美元（同比+35%），调整后 EBITDA 达 0.64 亿美元（同比+25%）。作为覆盖欧美高价值市场的流量入口，Opera 为昆仑万维 AI 产品矩阵提供战略级分发渠道，降低独立 App 获客依赖。在当前 AI 业务仍处于投入期的背景下，Opera 的生态入口价值是支撑公司“All in AGI”战略的关键资产。

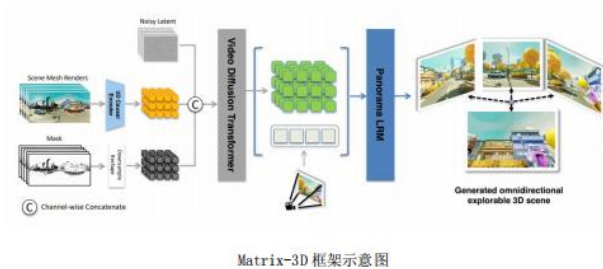
3 世界模型：技术卡位打开非线性期权

世界模型（Matrix-Zero）是昆仑万维于 2025 年 2 月发布的国内首个空间智能大模型，包含 3D 场景生成与可交互视频生成两大子模型。空间智能被业界视为机器人及自动驾驶的“认知底座”。空间智能大模型通过构建高保真 3D 仿真环境，可为具身智能提供低成本训练场与数据引擎——空间智能技术的发展将是通往具身智能乃至 AGI 路上的一个重要技术里程碑，潜在市场规模远超内容创作工具本身，是公司从“消费互联网”向“产业 AI 基础设施”跃迁的关键支点。

此外，空间智能大模型未来或能使内容生产降本增效。通过“单张图片生成可交互 3D 场景”的能力，直接将 3D 建模周期从数周压缩至数分钟。这对公司核心业态构成直接增益：1）游戏开发：大幅降低 3D 游戏的制作成本，解决美术资产生产效率瓶颈。2）短剧/影视制作：未来可交互视频生成能力支持动态镜头调度与场景重构，与 DramaWave 短剧平台形成“AI 编剧→AI 生成→AI 投放”的闭环生态。

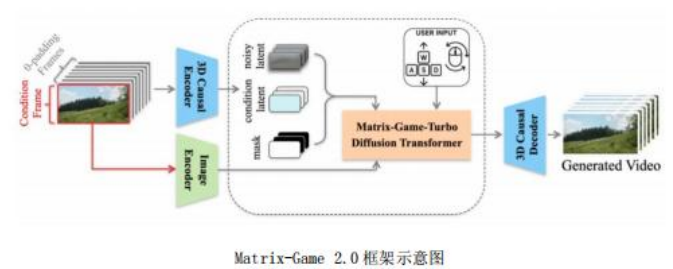
公司 8 月开源 Matrix-3D 模型，同日发布的 Matrix-Game 2.0 则为交互式世界模型的升级版本，是业内首个在通用场景下实现实时长序列交互生成的开源方案，通过技术卡位为未来打开非线性期权。模型利用自回归扩散方法与 Self-Forcing 训练策略，配合分布匹配蒸馏（DMD）与 KV 缓存机制，实现 25 FPS 高帧率、分钟级连续内容生成，并显著提升了物理一致性与场景连贯性。

图 12: Matrix-3D 框架示意图



Matrix-3D 框架示意图

图 13: Matrix-Game 2.0 框架示意图



Matrix-Game 2.0 框架示意图

资料来源：昆仑万维 2025 年半年度报告，浙商证券研究所

资料来源：昆仑万维 2025 年半年度报告，浙商证券研究所

4 盈利预测与投资建议

公司业务种类较多，我们采用 SOTP 方法对公司进行估值。

短剧平台（DramaWave）：海外短剧赛道仍处于高速增长期，DramaWave 采用“付费+免费”模式，公司 8 月已跃居全球收入榜第三，动漫频道创新（全球一线短剧平台首个）推动用户破圈。我们采用 PS 估值法，预计公司短剧平台 ARR 42 亿元，参考奈飞 2026 年 8 倍 PS，对应市值 $42 \times 8 = 336$ 亿元。

Opera：Opera 目前市值 13 亿美元，考虑到 Opera 在 AI 浏览器领域具备先发优势，彭博一致预期显示其 26 年经调整利润有望达到 9925 万美元，若按 20 倍估值和公司持股 69% 及美元人民币汇率 1:7 计算， $0.93 \times 7 \times 20 \times 0.69 =$ 对应市值为 90 亿元。

AI 应用（天工大模型、Skywork、AI 音乐、AI 社交）：我们假设 25 年 12 月最新 AI 应用合计（Skywork、AI 音乐、AI 社交）共约 600 万美元 MRR，假设 2026 年底提升至

1000 万美元，全年平均 800 万美元，预测 $ARR=0.08*7*12=6.72$ 亿人民币，则 ARR 有望达到 6.72 亿元。对标智谱、MiniMax 的约 50 倍 PS，估值约 336 亿元。

游戏业务（闲徕互娱、ArkGame）：考虑到游戏业务因为产品排期原因，短期净利润承压，我们采用 PE 法进行估值。我们预计游戏业务利润共计 3.5 亿元，给予游戏业务 20 倍估值，对应市值 $3.5 \times 20=70$ 亿元。

投资业务：截至 2025 年三季度，公司投资性资产合计 115.4 亿元，具体包括交易性金融资产 25.7 亿元、长期股权投资 12.7 亿元及其他非流动金融资产 77.0 亿元。估值方面采用 10%流动性折价，对应市值约 100 亿元。

表5： 公司营收与成本拆分

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,662	8,164	11,693	14,773
YOY		44.2%	43.2%	26.3%
网络广告服务	2,145	2,445	2,739	2,985
YOY		14.0%	12.0%	9.0%
搜索引擎收入	1,327	1,486	1,709	1,880
YOY		12.0%	15.0%	10.0%
社交网络产品	1,466	1,613	1,758	1,881
YOY		10.0%	9.0%	7.0%
短剧平台业务	168	1,690	4,208	6,355
YOY		906.0%	149.0%	51.0%
增值服务	444	466	522	574
YOY	0.0%	5.0%	12.0%	10.0%
AI 软件技术业务	39	390	683	1,024
YOY		900.0%	75.0%	50.0%
其他	74	74	74	74
YOY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	2,286	2,286	2,927	3,160
毛利率	73.6%	72.0%	75.0%	77.0%
销售费用	2,304	4,245	5,729	7,386
费用率	41%	52%	49%	50%
管理费用	924	1,388	1,462	1,551
费用率	16%	17%	13%	11%
研发费用	1,543	1,633	1,754	1,920
费用率	27%	20%	15%	13%
归母净利润	(1,595)	(1,612)	(94)	438
净利率				2.3%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表6: SOTP 估值表

	估值方法	可比公司或方案	倍数或比例	数额 (亿元)
短剧平台	可比 PS	奈飞	8X	336
Opera	可比 PE	Opera 美股 (公司持股 69%)	20X	90
AI 业务	可比 PS	Minimax、智谱等	50X	336
游戏业务	可比 PE	游戏板块平均水平	20X	70
投资业务	账面净值	流动性折价	-10%	100
合计				932

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

综上, 预计 2025-2027 年营收分别为 82/117/148 亿元, 归母净利润-16.1/-0.94/4.38 亿元。采用 SOTP 估值法, 目标市值 932 亿元, 对应目标价 74.3 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

AI 落地不及预期: 主要由 AI 技术发展不及预期导致;

模型开发进度不及预期: 模型开发受到算力等因素影响, 进度可能不及预期;

海外短剧买量成本激增: 海外短剧平台竞争激烈, 买量成本或提高;

政策风险: 国际贸易政策变化可能导致软硬件流通程度受损。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,858	3,845	4,654	5,593
现金	1,543	61	266	706
交易性金融资产	2,204	2,204	2,204	2,204
应收账款	865	1,247	1,754	2,175
其它应收款	67	113	162	205
预付账款	83	114	152	177
存货	0	0	0	0
其他	96	106	116	126
非流动资产	15,818	15,623	15,622	15,587
金融资产类	7,905	7,905	7,905	7,905
长期投资	1,318	1,218	1,098	948
固定资产	368	430	466	475
无形资产	810	776	836	909
在建工程	0	0	0	0
其他	5,418	5,294	5,318	5,350
资产总计	20,676	19,469	20,276	21,180
流动负债	3,011	3,710	4,610	4,963
短期借款	410	385	355	315
应付款项	1,374	1,905	2,365	2,462
预收账款	0	0	0	0
其他	1,227	1,420	1,890	2,186
非流动负债	681	673	692	713
长期借款	0	0	0	0
其他	681	673	692	713
负债合计	3,693	4,383	5,302	5,676
少数股东权益	2,715	2,431	2,411	2,501
归属母公司股东权	14,269	12,655	12,563	13,003
负债和股东权益	20,676	19,469	20,276	21,180

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	290	(901)	222	399
净利润	(1,947)	(1,896)	(114)	527
折旧摊销	325	343	238	234
财务费用	62	22	22	22
投资损失	(9)	376	(251)	(266)
营运资金变动	670	276	326	(105)
其它	1,189	(21)	1	(13)
投资活动现金流	171	(527)	14	81
资本支出	(300)	(251)	(356)	(334)
长期投资	328	100	120	150
其他	143	(376)	250	264
筹资活动现金流	(20)	(54)	(31)	(39)
短期借款	(58)	(25)	(30)	(40)
长期借款	0	0	0	0
其他	38	(29)	(1)	1
现金净增加额	431	(1,483)	205	440

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,662	8,164	11,693	14,773
营业成本	1,497	2,286	3,040	3,545
营业税金及附加	4	6	8	10
营业费用	2,304	4,245	5,729	7,386
管理费用	924	1,388	1,462	1,551
研发费用	1,543	1,633	1,754	1,920
财务费用	65	14	22	21
资产减值损失	(321)	0	0	0
公允价值变动损益	(825)	0	0	0
投资净收益	9	(376)	251	266
其他经营收益	12	16	18	18
营业利润	(1,816)	(1,751)	(30)	652
营业外收支	(3)	(21)	(24)	(16)
利润总额	(1,819)	(1,772)	(54)	635
所得税	128	124	59	108
净利润	(1,947)	(1,896)	(114)	527
少数股东损益	(352)	(284)	(19)	90
归属母公司净利润	(1,595)	(1,612)	(94)	438
EBITDA	(302)	(1,415)	205	890
EPS (最新摊薄)	(1.27)	(1.28)	(0.08)	0.35

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	15.20%	44.18%	43.21%	26.34%
营业利润	/	/	/	2289.45%
归属母公司净利润	/	/	/	564.18%
获利能力				
毛利率	73.56%	72.00%	74.00%	76.00%
净利率	-28.16%	-19.74%	-0.81%	2.96%
ROE	-11.18%	-12.74%	-0.75%	3.37%
ROIC	-3.78%	-11.86%	-0.43%	3.35%
偿债能力				
资产负债率	17.86%	22.51%	26.15%	26.80%
净负债比率	-4.38%	4.69%	3.29%	0.21%
流动比率	1.61	1.04	1.01	1.13
速动比率	1.55	0.98	0.95	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.41	0.59	0.71
应收账款周转率	7.33	7.73	7.79	7.52
应付账款周转率	1.16	1.39	1.42	1.47
每股指标(元)				
每股收益	-1.27	-1.28	-0.08	0.35
每股经营现金	0.23	-0.72	0.18	0.32
每股净资产	11.37	10.08	10.01	10.36
估值比率				
P/E	—	—	—	160.27
P/B	4.92	5.54	5.58	5.39
EV/EBITDA	—	—	344.25	78.84

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>