

昆仑万维 (300418.SZ)

优于大市

年报及1季报点评：营收高增长，AI应用商业化加速

核心观点

营收高速增长，战略投入导致利润端亏损。1) 2025年公司实现营业收入81.98亿元，同比增长44.78%，归母净利润-15.93亿元（2024年为-15.95亿元），对应全面摊薄EPS -1.28元（2024年为-1.30元）。营收高增主要受天工AI板块拉动。业绩亏损主因销售费用同比大增81.53%至41.82亿元（市场推广费和渠道服务费增加），以及管理费用因股权激励费用同比+36.81%。扣非净利润-15.47亿元。综合毛利率68.61%（同比-4.95pct），受短剧业务快速增长带来的内容制作成本增加影响。经营活动现金流量净额-7.36亿元，2024年为+2.90亿元，主要因AI及短剧业务应收和推广支出前置；2) 2026年Q1公司实现营业收入25.70亿元，同比增长45.69%；归母净利润-8.87亿元，同比亏损扩大15.34%（2025Q1为-7.69亿元），对应EPS -0.71元。

天工AI高速增长，短剧平台成为核心增长引擎。1) 天工AI板块2025年实现收入23.69亿元（+251.74%），成为第二大收入来源。板块内短剧和AI短剧平台业务收入16.17亿元（+864.92%），单月流水近3600万美元，ARR超4亿美元，毛利79.19%。DramaWave（付费）与FreeReels（免费）双平台合计MAU稳居海外短剧全球第一。2026年Q1 AI短剧占比快速提升，二季度有望持续提高，DramaWave正全面迈向专业化AI短剧平台；2) AI软件技术业务收入2.05亿元（+430.86%），天工超级智能体Skywork Super Agents、Mureka API等AI产品商业化加速推进；3) AI算力芯片方面，子公司艾捷科芯完成新一轮增资扩股，投后估值超40亿元。

Opera浏览器稳健增长，全球月活超2.84亿。Opera 2025年实现营业收入6.15亿美元（+27.92%），经调整EBITDA 1.43亿美元（+23.61%）。Q4全球MAU超2.84亿，年化ARPU升至2.49美元（+26.12%），Opera GX游戏浏览器MAU达3400万。以Opera为主的广告业务收入30.42亿元（+41.81%），搜索业务收入15.49亿元（+16.75%），广告业务毛利率43.66%（-7.31pct），搜索业务毛利率95.79%维持高位。

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。考虑到业务开拓期费用前置、利润端有望持续改善，我们暂时维持盈利预测，预计26/27年归母净利润分别为0.41/4.13亿元，增加28年盈利预测7.59亿元，对应摊薄EPS=0.03/0.33/0.60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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,662	8,198	9,428	10,936	12,795
(+/-%)	15.2%	44.8%	15.0%	16.0%	17.0%
归母净利润(百万元)	-1595	-1593	41	413	759
(+/-%)	-226.7%	-0.1%	-102.6%	898.5%	84.0%
每股收益(元)	-1.30	-1.27	0.03	0.33	0.60
EBIT Margin	-10.8%	-18.3%	0.1%	2.1%	3.2%
净资产收益率(ROE)	-11.2%	-12.1%	0.3%	3.1%	5.4%
市盈率(PE)	-42.4	-43.2	1666.5	166.9	90.7
EV/EBITDA	-148.8	-54.8	647.4	208.9	137.1
市净率(PB)	4.74	5.22	5.21	5.11	4.92

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

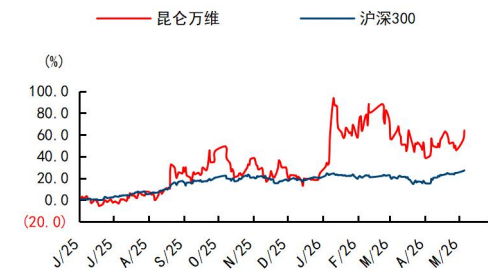
证券分析师：张衡 021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉 021-61761058
chenyaorong@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	54.87元
总市值/流通市值	68881/68834百万元
52周最高价/最低价	72.09/30.57元
近3个月日均成交额	3941.19百万元

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)-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》——2025-09-01
- 《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

营收高速增长，战略投入导致利润端亏损

1) 2025 年公司实现营业收入 81.98 亿元，同比增长 44.78%，归母净利润-15.93 亿元（2024 年为-15.95 亿元），对应全面摊薄 EPS -1.28 元（2024 年为-1.30 元）。营收高增主要受天工 AI 板块拉动（收入 23.69 亿元，同比+251.74%），其中短剧和 AI 短剧平台业务贡献 16.17 亿元（同比+864.92%），为全年最大增量来源。亏损主因销售费用同比大增 81.53%至 41.82 亿元（市场推广费和渠道服务费增加），以及管理费用因股权激励费用同比+36.81%。扣非净利润-15.47 亿元，非经常性损益主要来自公允价值变动收益（Opera 持有金融资产）及商誉/无形资产减值合计 2.76 亿元。综合毛利率 68.61%（同比-4.95pct），受短剧业务快速增长带来的内容制作成本增加影响。经营活动现金流量净额-7.36 亿元，2024 年为+2.90 亿元，由正转负，主要因 AI 及短剧业务应收和推广支出前置。

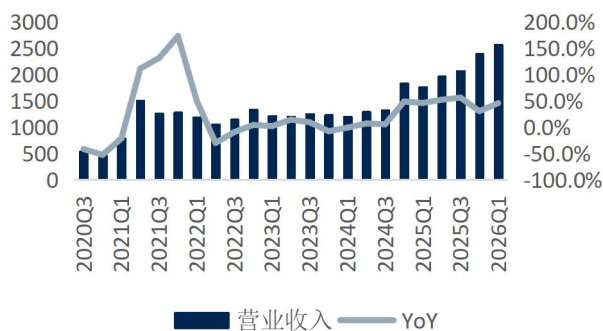
2) 2026 年 Q1 公司实现营业收入 25.70 亿元，同比增长 45.69%；归母净利润-8.87 亿元，同比亏损扩大 15.34%（2025Q1 为-7.69 亿元），对应 EPS -0.71 元。营收持续高增得益于短剧和 AI 短剧平台业务的流水延续与 AI 产品用户规模增长。毛利率 66.23%（2025Q1 为 69.01%），同比微降 2.78pct。销售费用 15.94 亿元（同比+83.57%），研发费用 3.84 亿元（同比-10.71%），净利率-42.02%。Q1 季节性亏损在预期之内，全年有望随规模效应释放逐季收窄。

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、%）



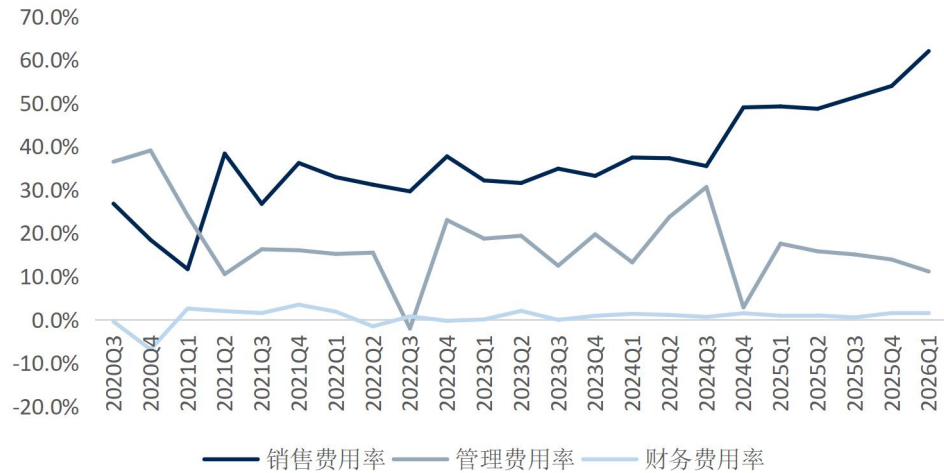
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

图5: 销售费用率大幅提升



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

天工 AI 板块爆发式增长，短剧平台成为核心增长引擎

1) 天工 AI 板块 2025 年实现收入 23.69 亿元(+251.74%)，占总营收比重由 11.89% 跃升至 28.89%，成为第二大收入来源。板块内短剧和 AI 短剧平台业务收入 16.17 亿元(+864.92%)，单月流水近 3600 万美元，ARR 超 4 亿美元，毛利 79.19%。DramaWave (付费) 与 FreeReels (免费) 双平台合计 MAU 稳居海外短剧全球第一，FreeReels 用户人均单日使用时长超 1 小时。2026 年 Q1 AI 短剧占比快速提升，二季度有望持续提高，DramaWave 正全面迈向专业化 AI 短剧平台。

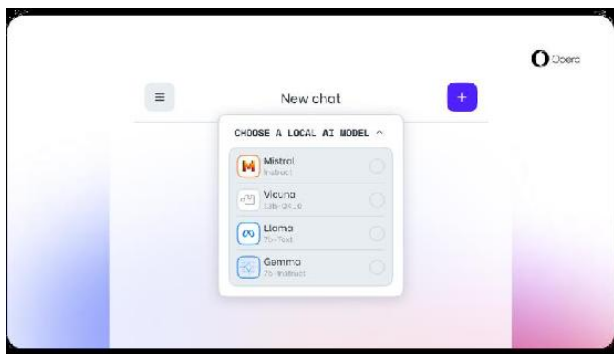
2) AI 软件技术业务收入 2.05 亿元(+430.86%)，天工超级智能体 Skywork Super Agents、Mureka API 等 AI 产品商业化加速推进。根据公司年报公告，Mureka V8 在 Artificial Analysis 两项全球第一，Mureka API 已正式上线面向开发者开放。天工桌面版 (Skywork Desktop) 和云端智能体 SkyClaw 已发布，集成 70 余项核心技能，构建“一人公司”场景的 AI 生产力闭环。

3) AI 算力芯片方面，子公司艾捷科芯完成新一轮增资扩股，募资 5.5 亿元，投后估值超 40 亿元，参投方包括长鑫芯聚、启航恒鑫、高榕资本等。本轮增资后公司持股 48.65%。

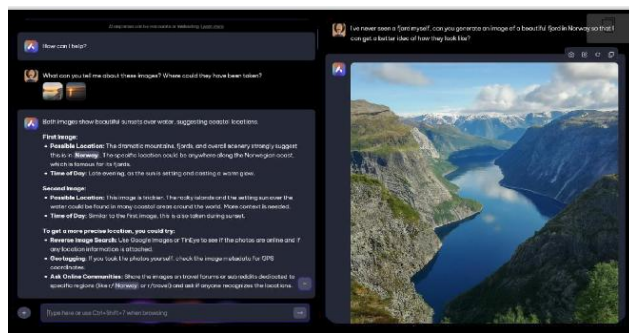
Opera 浏览器稳健增长，全球月活超 2.84 亿。 Opera 2025 年实现营业收入 6.15 亿美元(+27.92%)，经调整 EBITDA 1.43 亿美元(+23.61%)。Q4 全球 MAU 超 2.84 亿，年化 ARPU 升至 2.49 美元(+26.12%)，Opera GX 游戏浏览器 MAU 达 3400 万。以 Opera 为主的广告业务收入 30.42 亿元(+41.81%)，搜索业务收入 15.49 亿元(+16.75%)，广告业务毛利率 43.66%(-7.31pct)，搜索业务毛利率 95.79%维持高位。Opera 加速 AI 原生转型：Opera Neon 作为首款面向 AI 时代的 Agent 浏览器，支持本地执行、多模型接入；Opera AI 功能已全面登陆 One、GX、Air 三条产品线，覆盖 YouTube 视频分析、语音转文字、壁纸生成等场景。Opera 斩获四项 2026 年 iF 国际设计大奖。

图6: Opera Aria 本地语言模型

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



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

StarMaker 社区承压，游戏业务待新品拉动。 StarMaker 社区 2025 年收入 10.59 亿元（同比-3.97%），毛利率 74.38%（-0.63pct）。平台持续深化 AI 应用，上线 AI 歌曲/视频创作、数字人直播等功能，“SupernovaX”歌唱赛事吸引近百万用户参与。但收入端受海外社交竞争加剧影响承压。游戏业务收入 3.55 亿元（同比-20.07%），自研 AI 游戏《猫森小镇》处在研发测试期，预计上线后有望扭转下滑趋势。《圣境之塔》在东南亚、日韩等已发行区域持续运营，《战龙传说》处于小规模测试阶段。

图8：《猫森小镇》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

研发投入持续高企，模型矩阵持续完善。

2025 年研发投入 17.48 亿元（+9.42%），占营收 21.32%，研发人员 1,457 人（硕士占比提升至 30.20%）。根据公司公告，四大 SOTA 模型体系全线突破：

视频模型：SkyReels-V4 在 Artificial Analysis 文生视频和图生视频双榜全球第一，超越 Google Veo 3.1、Sora 2。SkyReels 系列 Hugging Face 下载量约 30 万次，GitHub Stars 超 1 万。

音乐音频模型：Mureka V8 同榜单同时登顶人声与乐器双项全球第一，超越 Suno V5。MusiCoT 架构实现“先结构、后生成”的专业化路线。

世界模型：Matrix-Game 3.0 实现 5B 参数下 720P/40FPS 实时生成，跻身全球第一梯队。

基座文本与多模态：Skywork-Reward-V2 在 RewardBench 长期位居榜首，Skywork R1V4 多模态模型 5 项任务超越 Gemini 2.5 Pro

盈利预测与投资评级：考虑到公司处于业务开拓期费用前置，利润端有望持续改善，我们暂时维持盈利预测，预计 26/27 年归母净利润分别为 0.41/4.13 亿元，增加 28 年盈利预测 7.59 亿元，对应摊薄 EPS=0.03/0.33/0.60 元；当前市值对应同期 7.3/6.3/5.4x PS；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: 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			
					2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
300364.SZ	中文在线	优于大市	30.26	236	(0.33)	(0.92)	0.03	0.15	(91)	(33)	958	204
300418	昆仑万维	优于大市	52.07	689	(1.27)	(1.28)	0.03	0.33	(41)	(41)	1736	158

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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1543	1789	1666	1845	2331	营业收入	5662	8198	9428	10936	12795
应收款项	932	1187	240	278	326	营业成本	1497	2574	2593	3007	3519
存货净额	0	15	602	699	818	营业税金及附加	4	6	7	8	9
其他流动资产	178	252	56	65	76	销售费用	2304	4182	4148	4812	5630
流动资产合计	4858	4855	4175	4499	5162	管理费用	924	1264	1257	1234	1311
固定资产	368	350	429	610	930	研发费用	1543	1676	1414	1640	1919
无形资产及其他	810	786	755	725	694	财务费用	65	81	5	(4)	(19)
投资性房地产	13323	13134	13134	13134	13134	投资收益	9	(99)	100	100	100
长期股权投资	1318	1109	1104	1098	1093	资产减值及公允价值变动	(1146)	(77)	0	200	500
资产总计	20676	20234	19597	20066	21014	其他收入	(1548)	(1684)	(1414)	(1640)	(1919)
短期借款及交易性金融负债	515	690	500	300	200	营业利润	(1816)	(1770)	104	538	1026
应付款项	1374	1275	1300	1508	1766	营业外净收支	(3)	(54)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	1122	1458	950	1075	1243	利润总额	(1819)	(1824)	74	508	996
流动负债合计	3011	3423	2750	2884	3209	所得税费用	128	294	(11)	51	50
长期借款及应付债券	202	619	619	619	619	少数股东损益	(352)	(525)	21	146	287
其他长期负债	480	548	548	548	548	归属于母公司净利润	(1595)	(1593)	41	413	759
长期负债合计	681	1166	1166	1166	1166	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3693	4589	3916	4050	4375	净利润	(1595)	(1593)	41	413	759
少数股东权益	2715	2460	2468	2526	2640	资产减值准备	330	(36)	49	135	284
股东权益	14269	13185	13213	13489	13998	折旧摊销	130	163	104	115	127
负债和股东权益总计	20676	20234	19597	20066	21014	公允价值变动损失	1146	77	0	(200)	(500)
关键财务与估值指标						财务费用	65	81	5	(4)	(19)
每股收益	(1.30)	(1.27)	0.03	0.33	0.60	营运资本变动	2443	113	122	325	531
每股红利	0.18	0.19	0.01	0.11	0.20	其它	(732)	(567)	(40)	(77)	(170)
每股净资产	11.59	10.50	10.53	10.75	11.15	经营活动现金流	1722	(1843)	276	711	1032
ROIC	-4.48%	-12.45%	0%	2%	3%	资本开支	0	29	(201)	(201)	(201)
ROE	-11.18%	-12.08%	0%	3%	5%	其它投资现金流	(644)	593	0	0	0
毛利率	74%	69%	73%	72%	72%	投资活动现金流	(740)	830	(195)	(195)	(195)
EBIT Margin	-11%	-18%	0%	2%	3%	权益性融资	(10)	415	0	0	0
EBITDA Margin	-8%	-16%	1%	3%	4%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	15%	45%	15%	16%	17%	支付股利、利息	(227)	(239)	(14)	(136)	(251)
净利润增长率	-227%	-0%	-103%	899%	84%	其它融资现金流	(87)	1320	(190)	(200)	(100)
资产负债率	31%	35%	33%	33%	33%	融资活动现金流	(551)	1258	(203)	(336)	(351)
股息率	0.3%	0.3%	0.0%	0.2%	0.4%	现金净变动	431	245	(123)	180	486
P/E	(42.4)	(43.2)	1666.5	166.9	90.7	货币资金的期初余额	1112	1543	1789	1666	1845
P/B	4.7	5.2	5.2	5.1	4.9	货币资金的期末余额	1543	1789	1666	1845	2331
EV/EBITDA	(148.8)	(54.8)	647.4	208.9	137.1	企业自由现金流	0	(1440)	32	421	773
						权益自由现金流	0	(120)	(162)	224	688

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