

昆仑万维（300418）

证券研究报告

2026 年 06 月 18 日

全栈 AI 生态成型，短剧与大模型双轮驱动高增长

昆仑万维“4+3”战略构建 AI Native 平台经济新范式

昆仑万维以网页游戏起家，目前积极布局“算力一大模型一应用”全栈，坚定践行“All in AGI 与 AIGC”战略。2026 年 3 月在中关村论坛正式发布 2026 昆仑万维 AGI 战略，全新升级“4+3 战略”，以四大 SOTA 级人工智能模型为技术底座，支撑三大 AI Native 平台经济体。

昆仑万维持续推进多模态 AI 底座建设

Skywork AI 发布的多模态视频基础模型 SkyReels V4 是全球首个支持多模态输入、联合音视频生成、统一生成/修复/编辑任务的视频基础模型。音乐大模型 Mureka V8 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。Matrix-Game 3.0 世界模型以 5B 参数实现 720P/40FPS 实时交互，对标国际顶尖水平并落地多元场景；天工超级智能体采用混合 Agent 架构，在 GAIA 评测中表现突出。

公司构建“SkyReels 技术底座+DramaWave 付费+FreeReels 免费”的海外短剧全生态

SkyReels-V4 生成质量全球前列，API 成本仅为竞品 40%；DramaWave 月活超 2800 万，2025 年内购收入 1.54 亿美元；FreeReels 月活超 4000 万，双平台协同形成差异化商业闭环，AI 短剧占比快速提升，在高速增长的海外短剧市场中占据全球领先地位，成为 AGI 战略商业化核心支柱。

Opera 持续推进 AI 原生战略，业绩走势贴合算力、大模型及各类 AI 应用的全栈业务布局

昆仑万维其他业务中，Opera 浏览器是核心基本盘，广告与搜索业务为主要收入来源；海外社交业务为成熟高毛利板块，增值服务依托多元场景构建了多元化变现体系。公司营收迈入高速增长，同期毛利率逐步回落，研发费用逐年攀升，预计后续伴随商业化推进毛利存在回升空间。

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 104.30 / 125.75 / 145.46 亿元，同比增长 27.22% / 20.57% / 15.67%，公司 2026 年仍处 AI 战略高强度投入兑现期、盈利端承压，2027 年起随短剧规模效应释放、AI 软件毛利率修复及销售费用率回落，盈利能力逐步改善。鉴于公司盈利尚未充分释放，我们采用 P/S 相对估值法，参考完美世界、云从科技、三六零三家可比公司 2028E P/S 值，给予公司 2028 年目标价 68.18 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动的风险，大模型市场竞争加剧风险，相关政策变动风险，股价波动与经营亏损风险、AI 软件毛利率修复不及预期风险、短剧平台内容投放成本超预期风险、股价异常波动风险。

投资评级

行业	传媒/游戏 II
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	38.75 元
目标价格	68.18 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,285.03
流通 A 股股本(百万股)	1,175.32
A 股总市值(百万元)	49,795.10
流通 A 股市值(百万元)	45,543.80
每股净资产(元)	9.76
资产负债率(%)	26.80
一年内最高/最低(元)	72.09/31.01

作者

刘欣 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525120007
liuxinb@tfzq.com

陈萧宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525100003
chenxiaoyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《昆仑万维-年报点评报告:产品创新驱动平台升级，“All in AI”带来价值重估》2018-05-03
- 《昆仑万维-首次覆盖报告:流量为王定位全球平台，投资为器拓展生态边界》2018-03-12

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,662.50	8,198.14	10,429.68	12,575.06	14,545.57
增长率(%)	15.20	44.78	27.22	20.57	15.67
EBITDA(百万元)	(973.46)	(965.29)	(620.71)	755.25	1,507.11
归属母公司净利润(百万元)	(1,594.80)	(1,592.73)	(1,126.43)	80.56	631.85
增长率(%)	(226.74)	(0.13)	(29.28)	(107.15)	684.37
EPS(元/股)	(1.30)	(1.27)	(0.88)	0.06	0.49
市盈率(P/E)	(29.92)	(30.54)	(44.21)	618.15	78.81
市净率(P/B)	3.34	3.69	4.11	4.07	3.87
市销率(P/S)	8.43	5.93	4.77	3.96	3.42
EV/EBITDA	(39.97)	(46.01)	(69.55)	56.67	27.91

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司总体情况	4
1.1. 公司基本信息与发展沿革	4
1.2. 战略定位与业务布局	4
1.2.1. “算力—大模型—应用”全栈布局	4
1.2.2. “3+1”战略	5
1.3. 主要管理层及激励机制概览	6
1.3.1. 主要管理层	6
1.3.2. 激励机制概览	6
2. 多模态 AI 底座	6
2.1. 视频生成	6
2.2. 音乐生成	7
2.3. 世界模型	9
2.4. 天工超级智能体	10
3. 平台型 AI 应用与商业化	11
3.1. AI 创作技术底座：SkyReels 的定位与赋能作用	11
3.2. DramaWave：付费模式核心平台	11
3.3. FreeReels：免费模式流量入口	12
4. 公司其他业务	13
4.1. 以 Opera 为主的广告业务与 Opera 搜索业务	13
4.2. 海外社交网络业务	14
4.3. 增值服务业务	14
5. 财务分析	14
5.1. 营收高速增长，毛利率承压	14
5.2. 研发支出占比持续增长	15
6. 盈利预测	16
7. 风险提示	18

图表目录

图 1：公司发展沿革	4
图 2：艾捷科芯股权架构（截至 2026 年 4 月 20 日）	5
图 3：昆仑万维 2026 “3+1”战略全景	5
图 4：MMDiT 底层架构	7
图 5：SkyReels V4 处理示例：原始视频	7
图 6：SkyReels V4 处理示例：SkyReels V4 生成视频	7
图 7：Mureka 自研基于 MusiCoT 的自回归模型音乐生成技术	8
图 8：Mureka V8 在 Artificial Analysis 榜单 Instrumental 榜单排名	8
图 9：Mureka V8 在 Artificial Analysis 榜单 Vocals 榜单排名	8
图 10：Mureka V9 使用界面	9

图 11: Matrix-Game 3.0 技术框架简图	9
图 12: 天工超级智能体 Skywork Super Agents 界面	10
图 13: Skywork 测评表现	10
图 14: DramaWave 界面图	11
图 15: 2026 年 3 月海外微短剧 APP 收入 TOP20	11
图 16: FreeReels 界面图	12
图 17: 2026 年 3 月海外微短剧 APP 下载量 TOP20	13
图 18: 公司营业收入（亿元）及同比增长（%）	14
图 19: 公司销售毛利率（%）	15
图 20: 公司研发支出总额及占比	15
表 1: 具体归属安排	6
表 2: 盈利预测	17
表 3: 三家可比公司 P/S（截至 2026 年 6 月 16 日）	17

1. 公司总体情况

1.1. 公司基本信息与发展沿革

昆仑万维成立于 2008 年，以页游研发和全球发行业务起家，陆续发行了《昆仑世界》、《美眉梦工场》等游戏，是第一批进军海外游戏市场的中国厂商。2015 年昆仑万维登陆深交所，上市后公司逐步转型为综合性互联网平台型企业，构建了覆盖游戏、社交、内容、投资等多元业务的平台矩阵。

昆仑万维成立于 2008 年 3 月，2015 年 1 月在深交所创业板上市。昆仑万维以网页游戏研发、运营和发行业务起家，2012 年逐渐发力自研手游，早期游戏业务收入占比 80%以上。随着移动互联网的兴起，昆仑万维抓住“手游转型”的发展机遇，并且在游戏业务的基础上战略投资了 Opera 和闲徕互娱等领域，开启了投资布局，形成了以昆仑游戏和闲徕互娱两大核心板块为主体的移动游戏业务平台，丰富了产品矩阵。2021 年，昆仑万维收购了美国音频社交平台 Star Group，构建了信息分发平台 Opera、音频社交平台 Star Group、移动游戏平台 GameArk、科技股权投资等几大业务板块。2022 年，昆仑万维开始全面布局 AIGC，在大语言模型、图像和视频等 AIGC 领域开启研发。2023 年昆仑万维确立“All in AGI 与 AIGC”核心战略，2023 年 8 月推出了国内首款 AI 搜索引擎——天工 AI 搜索。2024 年推出 AI 短剧创作平台 SkyReels、短剧平台 DramaWave、AI 音乐与音频平台 Mureka 以及 AI 社交应用 Linky。2025 年技术端密集开源 Skywork-R1V 多模态系列、Matrix 世界模型等 10 余款模型，“全链条 AI 生态”格局全面成型。

图 1：公司发展沿革



资料来源：昆仑万维公司官网，天风证券研究所

1.2. 战略定位与业务布局

1.2.1. “算力一大模型一应用”全栈布局

算力：2023 年，昆仑万维投资了芯片企业艾捷科芯，开始发力算力芯片。艾捷科芯成立于 2023 年 8 月，从事人工智能领域的算力及配套芯片研发、设计与生产制造，特别聚焦于生成式 AI (AIGC) 的智能计算。艾捷科芯作为昆仑万维布局 AI 芯片领域的核心载体，为公司“All in AGI 与 AIGC”战略的落地提供支撑（来源：雷递智驾公众号）。

艾捷科芯核心团队由芯片研发、集成电路、人工智能、大语言模型等领域的知名专家学者组成。创始人蒋毅敏是芯片领域的领军人物，任清华大学企业家协会 (TEEC) 半导体行业分会会长，是芯片和半导体领域知名的企业家与投资人。此外，艾捷科芯与中国科学院微电子研究所“产研结合、互利共赢”为宗旨，签署合作意向共建实验室。实验室主要从事高性能计算领域的先进存储、封装技术的研发，以及高性能算力系统集成的系统技术研发和产业化工作。昆仑万维投资控股艾捷科芯后，完成了 AGI 与 AIGC 的全产业链布局。

图 2：艾捷科芯股权架构（截至 2026 年 4 月 20 日）

序号	股东	持有注册资本金额（人民币元）	持股比例
1	北京碧捷安芯科技有限公司	906,987.56	17.1748%
2	北京艾捷雄关信息咨询合伙企业（有限合伙）	371,991.63	7.0441%
3	北京艾捷苍山信息咨询合伙企业（有限合伙）	507,271.52	9.6057%
4	北京艾捷彩视信息咨询合伙企业（有限合伙）	209,278.00	3.9629%
5	北京艾捷千山信息咨询合伙企业（有限合伙）	130,269.53	2.4668%
6	霍尔果斯昆诺天勤创业投资有限公司	453,337.95	8.5844%
7	北京昆致科技有限公司	2,115,577.09	40.0607%
8	长鑫芯聚股权投资（安徽）有限公司	195,404.29	3.7002%
9	合肥启航恒鑫投资基金合伙企业（有限合伙）	130,269.53	2.4668%
10	合肥石溪兆易创智创业投资基金合伙企业（有限合伙）	91,188.67	1.7268%
11	余姚石溪舜创创业投资合伙企业（有限合伙）	39,080.86	0.7400%
12	嘉兴算捷股权投资合伙企业（有限合伙）	15,632.34	0.2960%
13	彩讯 SPV	65,134.76	1.2334%
14	北京榕升企业管理合伙企业（有限合伙）	49,502.42	0.9374%
合计		5,280,926.15	100.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

大模型：在 2025 年，昆仑万维发布了多个行业领先的开源大模型，将技术深度融入真实场景，打造了覆盖 B 端提效与 C 端降本的多元产品矩阵，围绕视频模型、音乐音频模型、世界模型、基座文本与多模态模型四大核心方向，持续打造 SOTA 模型体系，各赛道均实现关键技术突破与全球领跑，在多模态 AI 与智能体赛道持续深耕。

应用：基于自研大模型底座，昆仑万维构建了短剧和 AI 短剧平台、AI 音乐、AI 游戏、AI SuperAgent、AI 社交五大应用，形成全球覆盖的生态体系。

1.2.2. “3+1” 战略

昆仑万维 2026 的“3+1”战略是指以 4 个 SOTA 大模型为底座，支撑 3 大 AI 原生平台+1 个超级智能体。其中 DramaWave、Mureka 和猫森学园三个大平台的底层逻辑是用 SOTA AIGC 大模型×内容生产×内容分发，做到端到端的闭环；另外的“1”——Skywork Super Agents，则是背后通用的操作系统，昆仑万维把它定义为面向全球所有内容创作者的操作系统。

图 3：昆仑万维 2026 “3+1” 战略全景



资料来源：昆仑万维官方公众号，天风证券研究所

1.3. 主要管理层及激励机制概览

1.3.1. 主要管理层

周亚辉和方汉在 2008 年联合创立了昆仑万维，开始做页游，同时也积极布局海外市场，成为出海的先行者。

方汉：公司董事长、总经理。中国科学技术大学近代物理系毕业，曾任职于中国科学院高能物理研究所、Turbo Linux Inc.、AsiaInfo, Inc. 以及千橡互动(Oak Pacific Interactive Corporation)。

周亚辉：现任公司董事。清华大学精密仪器系毕业，曾任昆仑万维执行董事、经理等职。周亚辉是昆仑万维的创始人和实际控制人，在 2021 年 6 月到 2025 年底这段时间内，并未在董事会任职，而是主要深耕投资、掌舵全球化业务、布局 AI 等，2026 年 1 月 5 日正式回归董事会。

1.3.2. 激励机制概览

2026 年 3 月 28 日，昆仑万维发布《2026 年限制性股票激励计划（草案）》，拟向 786 名核心员工授予价值约 14 亿元的限制性股票，同时绑定 2026-2028 年三期业绩目标。此次激励计划的激励对象共计 786 人，涵盖公司核心技术（业务）人员及董事会认定需激励的相关员工，不含独立董事、持股 5%以上股东及实际控制人家属。

此次激励计划有效期最长不超过 48 个月（4 年），授予日起满 12 个月后分三期归属，归属比例分别为 33%、33%、34%。这种分期归属模式能有效绑定核心员工长期服务，避免短期套利行为，与公司 AGI（通用人工智能）和 AIGC 长期发展战略相匹配。

表 1：具体归属安排

归属安排	归属时间	归属权益数量占授予权益总量的比例
第一个归属期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	33%
第二个归属期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	33%
第三个归属期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	34%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

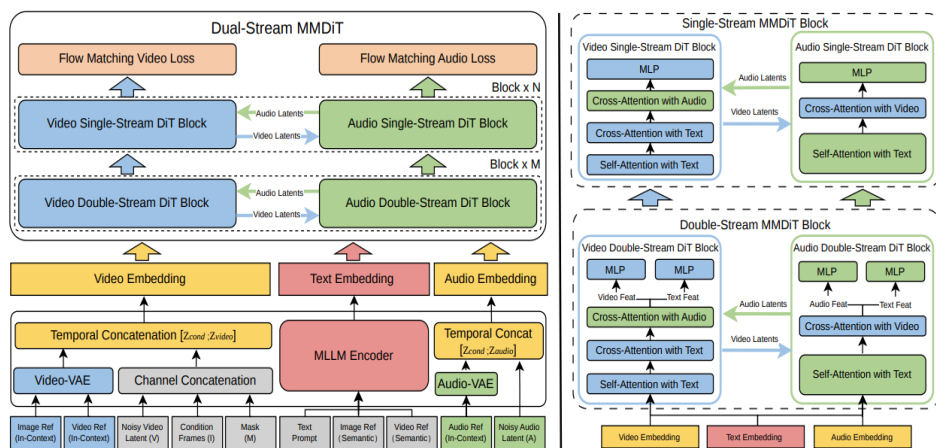
2. 多模态 AI 底座

2.1. 视频生成

2 月 27 日，Skywork AI 正式发布多模态视频基础模型 SkyReels V4，这是全球首个支持多模态输入、联合音视频生成、统一生成/修复/编辑任务的视频基础模型。该模型以双流多模态扩散 Transformer（MMDiT）为核心架构，实现了 1080p 分辨率、32 FPS 帧率、15 秒时长的影院级音视频同步生成，为专业创作者与普通用户提供了高效、精准、一体化的视频创作解决方案。

SkyReels-V4 采用了对称双流架构设计，视频分支与音频分支共享基于多模态大语言模型（MLLM）的文本编码器，通过双向跨注意力机制实现全网络深度的视听同步。其中，视频分支基于预训练文本到视频模型初始化，音频分支从零训练并保持架构对称，确保两种模态在特征维度、注意力结构上的一致性。为解决音视频 temporal 尺度不匹配问题，模型采用 RoPE 频率缩放技术，将音频 RoPE 频率按视频帧与音频令牌的比例（44.1kHz，21/218≈0.09633）进行调整，实现精准的时间对齐。在训练阶段，通过联合流匹配损失函数，让音视频分支在生成过程中相互引导，从根本上解决了唇形同步、音效对齐等行业痛点。

图 4：MMDiT 底层架构



资料来源：《SKY REELS-V4: MULTI-MODAL VIDEO-AUDIO GENERATION, INPAINTING AND EDITING MODEL》SkyReels Team，天风证券研究所

SkyReels V4 以“多模态输入 + 全功能集成”为核心，支持从创意激发到成品输出的全流程创作需求，关键能力包括：多模态精准控制、专业级视频修复、全维度视频编辑和高品质音频生成。

多模态精准控制。支持文本、图像、视频片段、掩码、音频参考等多种输入组合，可实现基于参考图像和参考音频的主体形象和音色的保持、基于参考图片和参考运动的主体替换/动作迁移等。

专业级视频修复。可实现区域智能修复，精准替换视频中的主体、修改属性（如服装颜色、物体形状）、更换背景；参考引导修复，基于参考图像的风格一致性修复，确保编辑前后视觉统一等。

全维度视频编辑。可实现局部编辑，添加/删除视频中的物体、修改局部纹理与属性；元素智能移除，自动识别并去除水印、字幕、Logo，保持背景内容自然连贯；全局编辑，风格迁移（如乐高风、剪纸风）、场景属性调整（天气、光照、时段）；基于形象和运动参考的动作迁移、基于形象的主体插入等。

图 5：SkyReels V4 处理示例：原始视频

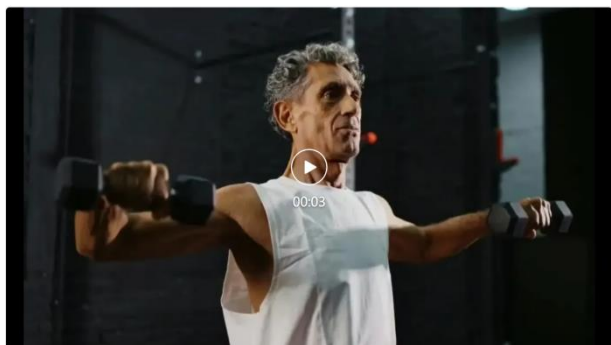


图 6：SkyReels V4 处理示例：SkyReels V4 生成视频



资料来源：昆仑万维官方公众号，天风证券研究所

资料来源：昆仑万维官方公众号，天风证券研究所

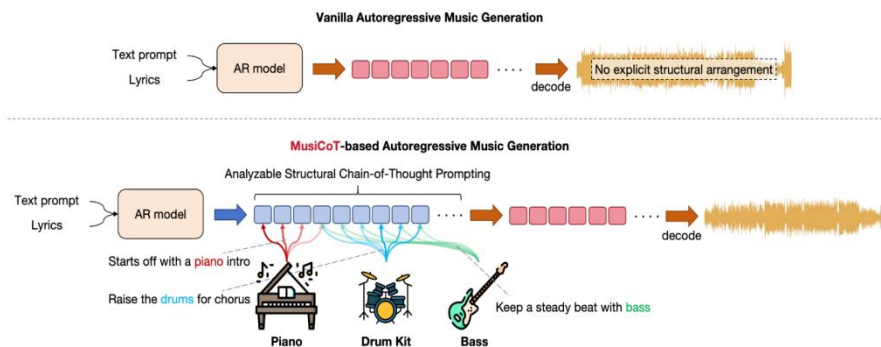
2.2. 音乐生成

2026 年 1 月 28 日下午昆仑万维正式发布 Mureka V8 音乐大模型。Mureka V8 模型能力的整体跃迁，建立在 MusiCoT（Music Chain-of-Thought）技术体系的持续演进之上。通过对音乐结构、段落逻辑与表达意图的更深层建模，模型不再只是“拼接声音”，而是以更接近人类创作逻辑的方式，完成旋律发展、情绪铺陈与结构收束。

MusiCoT 技术在正式生成音频 token 之前，先引导模型生成一份全局音乐结构规划，明

确整体的段落、情绪、编配等布局。这一过程有效解决了传统 AR 模型中「只顾局部，不顾全局」的问题，使生成作品具备更自然的乐章推进与情绪递进。通过结合 CLAP（对比式语言 - 音频预训练模型），MusiCoT 构建出一条具备明确语义指向的「音乐思维链」，不仅让整体结构更可分析与可控，更允许输入任意长度的参考音频作为风格提示，从而提升模型在复刻、变奏等创作需求中的灵活性。

图 7：Mureka 自研基于 MusiCoT 的自回归模型音乐生成技术



资料来源：《MusiCoT: Analyzable Chain-of-Musical-Thought Prompting for High-Fidelity Music Generation》Max

W. Y. Lam, Yijin Xing, etc., 天风证券研究所

Mureka V8 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”。

音乐性显著增强，更耐听、更完整。V8 的旋律更抓耳、段落结构更完整，主副歌对比更清晰，整体听感更接近完成度较高的成品音乐，而非简单的循环片段。

人声表达更有表现力，更符合创作预期。V8 在人声音色、性别匹配与唱法选择上更加贴合提示词，演唱更自信，同时保持流畅度与清晰度，整体表现更具“主唱存在感”。

编曲层次更丰富，但依然清晰有序。V8 的配器更加饱满，和声层次更抓耳，情绪推进更自然。

音质与空间感更接近专业制作。在混音与声场表现上，V8 的人声更清楚，混响比例更协调，空间层次更立体。

截至 2026 年 5 月 21 日的测评结果，在 Artificial Analysis 榜单中，Mureka V8 在 Vocals（人声）、Instrumental（乐器）双榜单均排名第二，综合实力超越 Suno V5、Lyria 3 Pro 等国际主流 AI 音乐大模型。

图 8：Mureka V8 在 Artificial Analysis 榜单 Instrumental 榜单排名

Instrumental Leaderboard Artificial Analysis

Rank	Range	Creator	Model	Elo	95% CI	Samples
1	1	Suno	Suno V5.5	1,210	-13/13	3,896
2	2	Mureka	Mureka V8	1,187	-12/12	3,883
3	3	Suno	Suno V5	1,174	-13/13	3,438
4	4	Google	Lyria 3 Pro	1,145	-12/12	3,769
5	5	Suno	Suno V4.5	1,116	-13/13	2,919

图 9：Mureka V8 在 Artificial Analysis 榜单 Vocals 榜单排名

Vocals Leaderboard Artificial Analysis

Rank	Range	Creator	Model	Elo	95% CI	Samples
1	1	Suno	Suno V5.5	1,168	-12/12	3,198
2	2	Mureka	Mureka V8	1,143	-11/11	3,883
3	3	Suno	Suno V5	1,099	-10/10	4,113
4	4-5	Google	Lyria 3 Pro	1,085	-11/11	3,544
5	4-5	MiniMax	MiniMax Music 2.5+	1,080	-11/11	3,579

资料来源：Artificial Analysis，天风证券研究所

资料来源：Artificial Analysis，天风证券研究所

3 月 27 日，昆仑万维集团旗下天工 AI 在“世界模型前沿技术与天工 AIGC 全家桶大模型生态”专场发布会上发布 Mureka V9 模型。Mureka V9 依然建立在 MusiCoT 技术体系的持续

演进之上，进一步强化了模型对音乐结构、歌词段落、表达意图与声音呈现之间关系的协同建模，使模型不再只是依据提示词“生成一段声音”，而是能以更接近真实创作逻辑的方式，理解“这一段该唱什么、怎么唱、为什么要这样推进”。

图 10：Mureka V9 使用界面



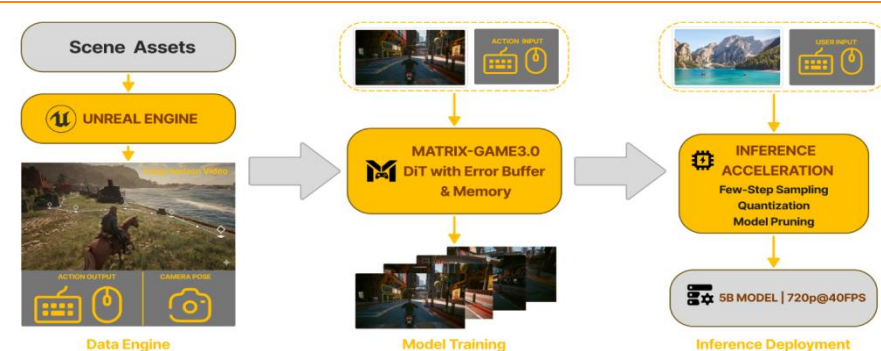
资料来源：Mureka 官网，天风证券研究所

2.3. 世界模型

2025 年，昆仑万维加速迭代 Matrix 系列世界模型，完成多维度技术布局：2 月发布 Matrix-Zero，具备 3D 场景生成、全景探索与动态物理效果能力，大幅降低制作成本，实现关键技术卡位；5 月推出 Matrix-Game 1.0，强化游戏场景交互式生成的精细化控制与指令响应能力，泛化性能领先行业；8 月同步上线 Matrix-3D 与 Matrix-Game 2.0——前者可单图生成大范围可漫游高质量 3D 场景，适配多领域需求；后者实现实时长序列交互生成，开源后获顶尖学术团队二次开发，凸显技术影响力与生态价值。

2026 年 3 月 27 日，昆仑万维发布 Matrix-Game 3.0，作为当前系列的最高阶版本，通过“数据—模型—推理”的协同优化，首次将开源世界模型推向了带有记忆能力的长时序一致性 + 高质量 + 实时交互的统一框架，实现了从“可运行 Demo”到“具备稳定性与工业级性能的世界模型系统”的关键跃迁。**数据端**依托虚幻引擎搭建规模化数据引擎，批量产出具备物理一致性、动作与机位精准的高质量交互数据，覆盖千余种场景并完成时序化图文标注，夯实模型训练基础；**模型端**升级搭载记忆机制的 DiT 架构，依托历史信息留存能力，破解长时序生成画面割裂问题，达成分钟级稳定内容生成；**推理端**通过采样优化、并行运算、缓存机制与解码器蒸馏等多重技术优化，显著提升运行效率，最终以 5B 参数规模，实现 720P 分辨率、最高 40FPS 的实时交互生成能力，有望推动技术商业化落地，是昆仑万维“3+1”战略中交互场景技术底座的核心组成。

图 11：Matrix-Game 3.0 技术框架简图



资料来源：《Matrix-Game 3.0Real-Tinme and Streaming Interactive World Modewith Long-Horizon Memory》Zile

Wang,Zexiang Liu,etc., 天风证券研究所

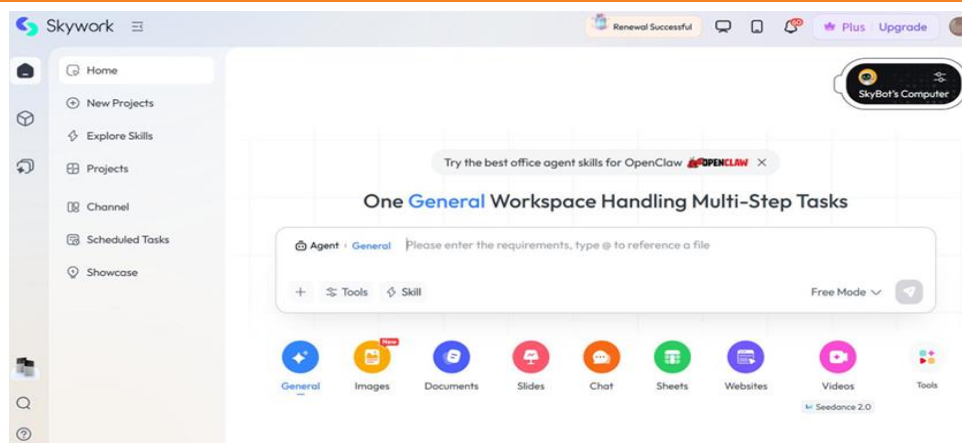
在行业对比与性能表现上，Matrix-Game 3.0 已跻身全球第一梯队，与 Google DeepMind Genie 3 技术对标。在昆仑万维 GameWorld Score 系统中，对比当前两个主流开源基准

模型 Oasis 和 MineWorld, Matrix-Game 3.0 在鼠标精确度、键盘准确度等方面全面领先。此外, Matrix-Game 3.0 已被顺利测试应用于昆仑万维旗下的《猫森小镇》等项目原型开发。

2.4. 天工超级智能体

昆仑万维天工超级智能体 (Skywork Super Agents) 定位为基于 AI Agent 架构与 Deep Research 技术的一站式多模态内容生产平台,其采用“5 个专家 Agent+1 个通用 Agent”混合架构。产品搭载深度研究引擎,具备海量网页检索分析能力,布局文档、PPT、表格、网页、播客多类型专家智能体矩阵,覆盖办公、研究、内容创作等多元场景,且在 Meta 与 Hugging Face 的 GAIA 评测中表现出色,得分超越行业标杆。

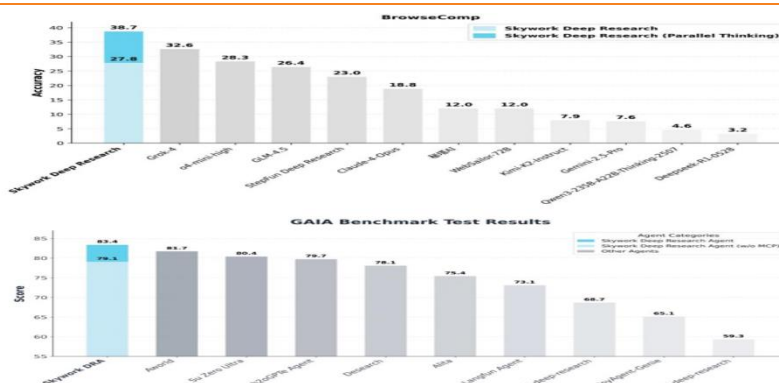
图 12: 天工超级智能体 Skywork Super Agents 界面



资料来源:公司 2025 年年报、天风证券研究所

昆仑万维持续迭代天工超级智能体产品体系。2025 年 8 月, Skywork Deep Research Agent V2 正式发布, 新增多模态深度调研能力, 依托先进架构实现图文信息检索、理解与生成一体化, 在 BrowseComp、GAIA Test 等权威评测中斩获 SOTA 级表现, 复杂任务处理实力大幅提升。同年 9 月, 海外版 AI Developer (Vibe Coding Agent) 与多模态浏览器智能体陆续上线, 分别实现低代码网站开发、跨网页复杂自主操作, 依托安全沙盒与智能调度机制平衡运行效率与数据隐私。2026 年, 公司进一步完善软硬件与云端协同布局, 先后推出 Skywork Super Agents Video v1.0、Skywork Desktop 及 SkyClaw 云端智能体, 补齐视频创作、本地全文件离线处理、跨设备云端全天候服务等核心能力。同期, 平台上线六大官方技能模块, 持续丰富工具矩阵, 全面拓展 AI 生产力应用边界, 逐步构建多终端、全场景、多模态协同的 Skywork Super Agents 智能体生态。

图 13: Skywork 测评表现



资料来源:公司 2025 年半年报、天风证券研究所

市场表现方面, 据 AI 产品榜·智能体榜数据, 2026 年 4 月天工 AI 的 Website 访问量为 2.37M, 位列第 8 名。作为昆仑万维“3+1”战略核心布局, 我们认为天工超级智能体将

继续推动企业级内容生产向 AI 智能协作转型。

3. 平台型 AI 应用与商业化

昆仑万维的短剧业务构建了“1 个 AI 创作技术底座（SkyReels）+ 2 个海外分发渠道（DramaWave/FreeReels）”的完整生态，三者形成“技术赋能-渠道分发-市场覆盖”的闭环协同关系。

3.1. AI 创作技术底座：SkyReels 的定位与赋能作用

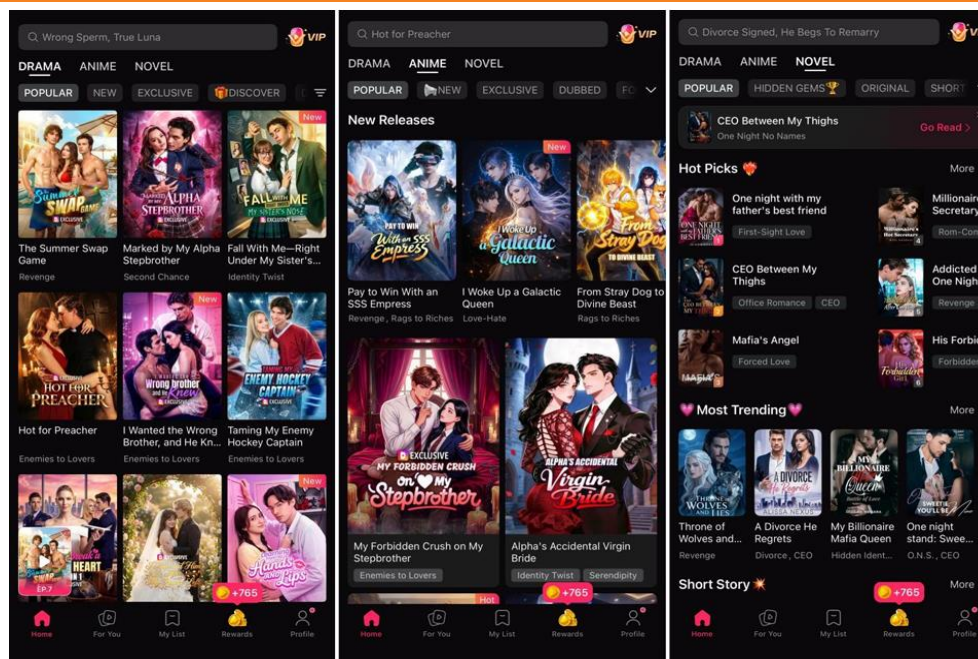
SkyReels 是昆仑万维 2024 年 8 月发布的一站式 AI 短剧创作平台（非 C 端观看平台），定位短剧业务技术核心与内容生产引擎，平台集成 SkyScript、StoryboardGen 等全栈 AI 工具，依托 SkyReels-V 系列底层模型迭代升级，实现“一键成剧”全流程服务。

SkyReels-V 系列模型呈阶梯式迭代，目前已更新至 V4。**SkyReels -V4（2026.02）**作为全球首个“全模态音视频联合生成、修复与编辑”的大一统模型，以双流多模态扩散 Transformer（MMDiT）为核心架构，实现 1080P 32fps 高清输出、15 秒时长影院级音画同步。在对分发渠道的赋能上，SkyReels 为 DramaWave 和 FreeReels 提供了核心的内容生产支撑。

3.2. DramaWave：付费模式核心平台

DramaWave 是昆仑万维面向全球高付费意愿用户的付费短剧分发平台，聚焦美国、日本、韩国、英国、法国等主流市场。平台提供 1080P 高清画质与多语言字幕服务，内容涵盖女频情感、都市、悬疑等多元题材，兼具东西方文化元素。

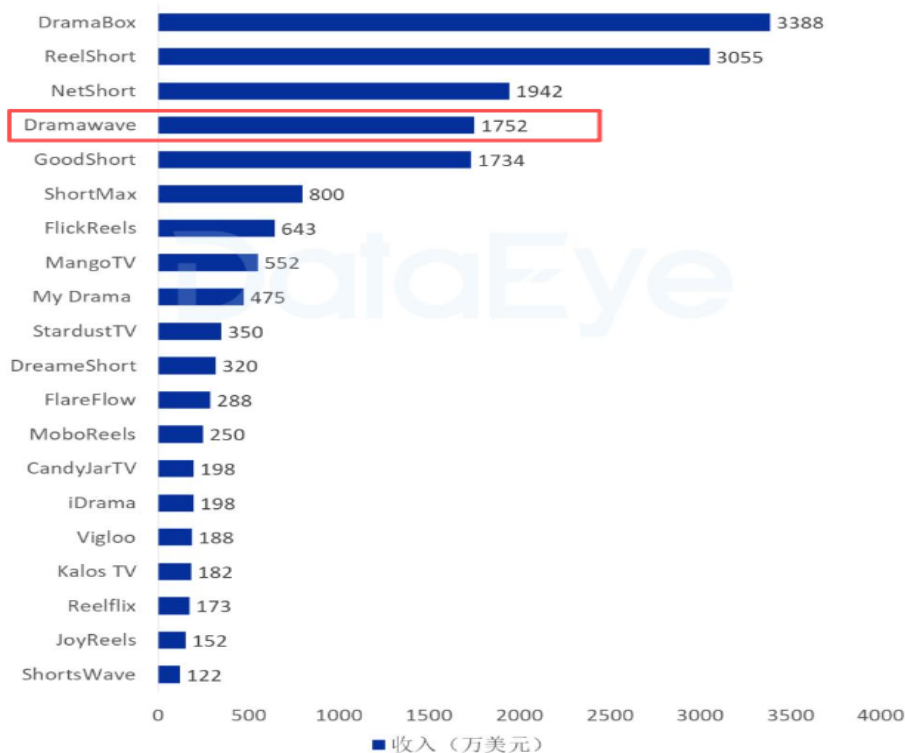
图 14：DramaWave 界面图



资料来源：公司 2025 年年报、天风证券研究所

市场表现方面，截至 2025 年底 DramaWave 全球月活跃用户数已突破 2800 万，2025 年全年投放素材量超 98 万组，位列海外短剧 APP 投放榜第一，下载量约 1.03 亿次，位居第四，最终以 1.54 亿美元的年度内购收入跻身全球海外短剧平台收入榜第四位，稳居中国短剧出海第一梯队。2026 年 3 月，Dramawave 海外微短剧 APP 收入 1752 万美元，位于第四，稳居第二梯队；投放素材量超 46 万组，位居第三。2026 年一季度，平台新剧中 AI 短剧占比快速提升，预计二季度将持续提高，DramaWave 正全面迈向专业化 AI 短剧平台。

图 15：2026 年 3 月海外微短剧 APP 收入 TOP20

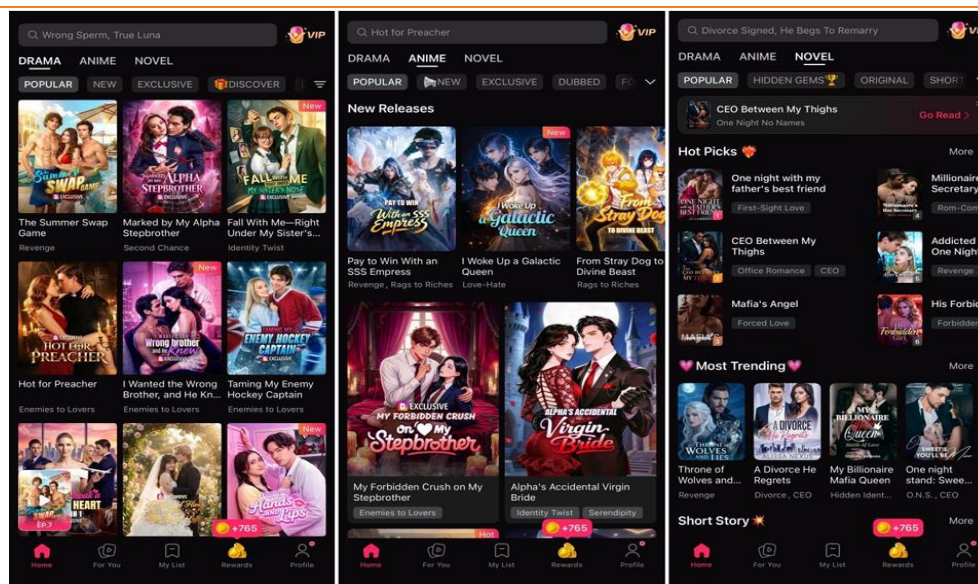


资料来源：DataEye-ADX 海外短剧版、天风证券研究所

3.3. FreeReels：免费模式流量入口

FreeReels 是面向低付费意愿市场的免费短剧分发平台，核心覆盖东南亚、拉美等新兴市场，“免费+广告”的变现模式大大降低了用户门槛，通过海量轻量化内容快速积累了用户规模。截至目前，用户人均单日使用时长超 1 小时，展现出极强的用户粘性与良好的产品口碑。

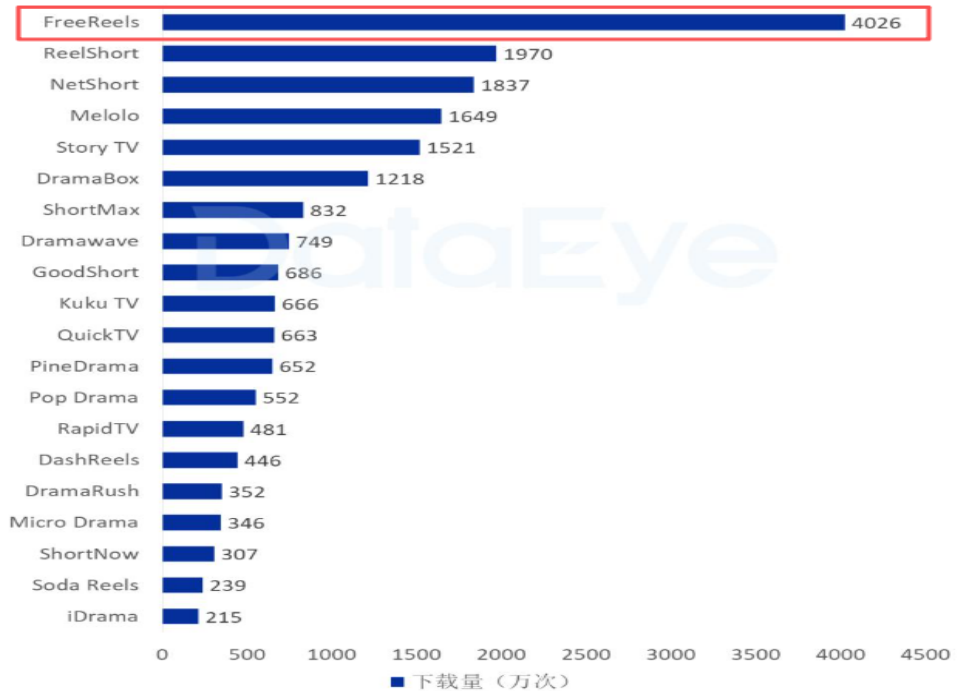
图 16：FreeReels 界面图



资料来源：公司 2025 年年报、天风证券研究所

截至 2025 年底，FreeReels 全球月活跃用户超 4000 万，累计下载量突破 6200 万次，位列海外微短剧 APP 下载榜第十位。2026 年 3 月，FreeReels 海外微短剧 APP 单月下载量突破 4000 万次，与上月基本持平，下载量处于领先地位，继续蝉联榜首；素材投放量以超 60 万组的优势大幅领跑。

图 17：2026 年 3 月海外微短剧 APP 下载量 TOP20



资料来源：DataEye - ADX 海外短剧版、天风证券研究所

昆仑万维在海外短剧市场行业首创“付费+免费”双轨并行模式。付费模式专注挖掘单用户高价值，免费模式侧重扩大用户规模与流量变现，二者协同覆盖不同层次受众，推动海外短剧市场分层成熟。这一双线布局既拓宽了用户覆盖面，又构建了完整的商业生态，助力公司在激烈的出海赛道中占据竞争优势。根据公司公告第三方数据，公司短剧和 AI 短剧平台合计 MAU（月活跃用户数）稳居海外短剧全球第一。截至 2025 年底，平台业务单月流水近 3600 万美元，ARR（年度经常性收入）超 4 亿美元。

2026 年 3 月，公司推出 Agent 驱动的 AI 短剧工作台 SkyProduction，深度融合 SkyReels、Seedance、可灵等全球顶级视频模型，实现从剧本到成片的一站式生产，解决长内容一致性难题，大幅提升效率、降低成本。海外微短剧市场 2025 年产业规模 40 亿美元，预计 2026 年达 50 亿美元，公司有望在市场扩张、产品升级下获得更多市场份额。

4. 公司其他业务

4.1. 以 Opera 为主的广告业务与 Opera 搜索业务

2025 年 Opera 浏览器仍是公司最大基本盘，营收 43.79 亿元，同比增长 28.11%，占总营收 53.41%。公司 Opera 浏览器板块主要包括广告和搜索业务。

以 Opera 为主的广告业务 2025 年度收入 30.42 亿元，同比增长 41.81%，是公司分产品的最大收入来源，但毛利率降至 43.66%，成本压力明显上升。Opera 广告业务（Opera Ads）作为公司商业化板块的重要组成部分，依托浏览器产品矩阵与全球用户基础，为广告主提供全链路营销解决方案。Opera Ads 是全球网络创新者 Opera 推出的广告平台，通过广泛的覆盖范围、以用户为中心的互动和专注的全球支持为广告提供动力。它通过包括需求端平台（DSP）、供应端平台（SSP）和高级广告解决方案在内的全面产品套件，推动变现和有效的用户参与。该平台使广告主能够在品牌安全的环境中，跨越多个渠道利用庞大的受众。Opera 广告业务以数据驱动策略释放企业转化潜力，通过精准的受众群体、兴趣及行为定向技术提升广告投放价值；同时借助网络中的独特广告位资源强化品牌曝光记忆，通过覆盖全球理想受众扩大品牌影响力，并在品牌安全与透明度保障下，实现广告投放的高效、合规与高价值。

Opera 搜索业务 2025 年度收入 15.49 亿元，同比增长 16.75%，毛利率高达 95.79%，仍是最优质的利润来源。Opera 搜索业务是昆仑万维旗下 Opera 的核心收入板块之一，收入源

自与搜索引擎、电商、AI 平台等合作伙伴的流量引荐安排。用户通过浏览器地址栏与搜索栏合一的输入框提交有效查询，或通过浏览器集成功能访问合作伙伴服务时，Opera 可获取分成收入。同时，搜索收入还包含与定制化、系统集成相关的固定或可变费用，用于提升用户访问合作伙伴服务的能力。2026 年 Opera 推出了全新的“浏览器连接器”功能，将 Claude 和 ChatGPT 两大顶级 AI 直接集成到浏览器端，用户在浏览器内即可随时唤起 AI 助手。此前，Opera One 侧边栏就已率先接入了谷歌的 Gemini 和 Google 翻译，打通了多语言场景下的 AI 使用链路。

2026 年第一季度，Opera 实现营业收入 1.76 亿美元，同比增长 23.16%；经调整后 EBITDA 达 0.42 亿美元，同比增长 30.19%，盈利增速显著高于营收增速，体现出 AI 战略落地后良好的规模效应。与此同时，Opera 全球平均月活跃用户达到 2.88 亿，延续强势劲头。未来，**Opera 将全面夯实核心业务高质量发展，顺应全球用户需求升级与区域增长趋势，进一步优化全球市场布局、提升商业化效率、夯实技术创新体系，并全面深化 AI 原生战略与内容生态建设。**公司将持续升级旗下 Opera One、Opera GX、Opera Neon、Opera Air 等全系列浏览器产品，重点打造 AI 智能服务、本地安全运行、多模型适配及创意内容生成等核心技术，全力推动浏览器转型成为 AI 原生的新一代互联网入口。

4.2. 海外社交网络业务

2025 年海外社交网络业务收入 10.41 亿元，同比下降 3.85%，毛利率仍有 74.38%，属于高毛利但增长乏力的成熟业务。公司旗下 AI 社交产品 Linky 依托昆仑万维核心大模型技术持续迭代产品功能、优化用户体验。同时，Linky 通过为用户提供具备持续消费价值的高质量互动内容，有效延长用户与 AI 角色互动时长，提升用户付费意愿。StarMaker 作为海外知名音乐社交娱乐社区，主打 K 歌互动、语音房社交、直播互动等多元娱乐场景。2025 年平台持续推进 AI 化，上线 AI 数字人直播等功能，通过真人级智能互动，进一步丰富音乐社交场景；同时通过“Supernova”全球唱歌赛事 IP 拉动新增与活跃。未来，StarMaker 将继续以 AI 技术为核心，赋能音乐与社交的深度结合，提升平台用户粘性与活跃度，与全球用户、创作者共同打造 AI 时代的音乐社交娱乐社区。

4.3. 增值服务业务

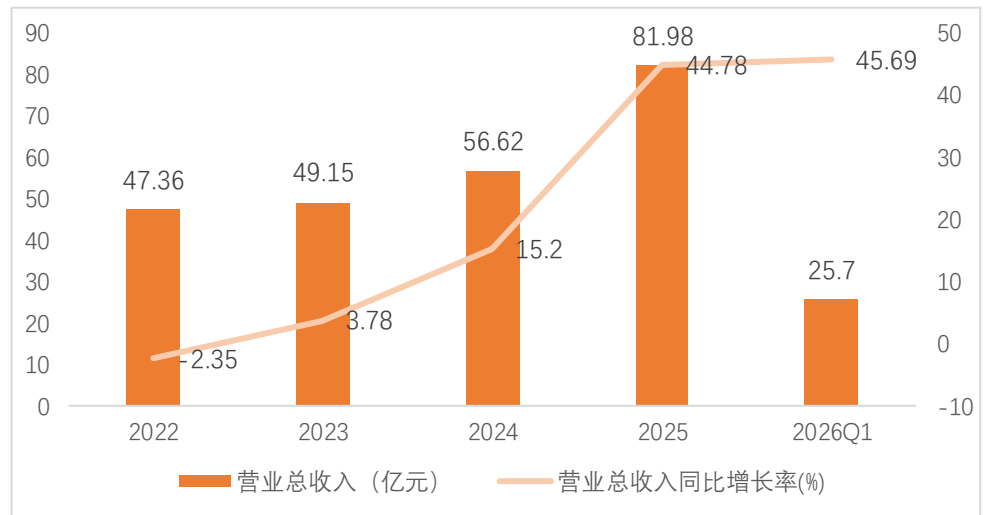
游戏是昆仑万维的起家业务，也曾长期作为集团的核心营收支柱。早年，集团在页游、手游出海领域都曾以超 10% 的收入份额做到行业第一；通过代理《部落冲突》《皇室战争》《海岛奇兵》《啪啪三国》等优质产品，巅峰时期游戏营收接近 20 亿；收购来的游戏资产诸如闲徕互娱，一年可实现超 10 亿净利润。近年来，在保持经典游戏运营的同时，昆仑万维将 AI 技术引入游戏开发，探索 AI 游戏新方向，例如利用生成式 AI 提升游戏内容生产效率 and 个性化体验。不过随着公司战略重心转向 AI 和其他领域，游戏业务在整体营收中的占比有所下降。

5. 财务分析

5.1. 营收高速增长，毛利率承压

2022 年至 2026 年 Q1，昆仑万维营业总收入同比增长率实现从负增长到高速增长的显著转变。具体来看，2022 年昆仑万维营收同比下降 2.35%，处于短期调整阶段；2023 年恢复正增长至 3.78%，逐步走出调整期；2024 年增速提升至 15.20%，增长动能开始显现；2025 年迎来增长，同比增速高达 44.78%；2026 年 Q1 延续高增态势，同比增长 45.69%。我们认为这一增长趋势与公司“算力+大模型+应用”的全栈布局相吻合：人工智能领域的算力及配套芯片研发、设计与生产制造为大模型提供支持，发布的开源大模型打造了覆盖 B 端提效与 C 端降本的多产品矩阵，构建的短剧和 AI 短剧平台、AI 音乐、AI 游戏、AI SuperAgent、AI 社交五大应用，形成全球覆盖的生态体系。

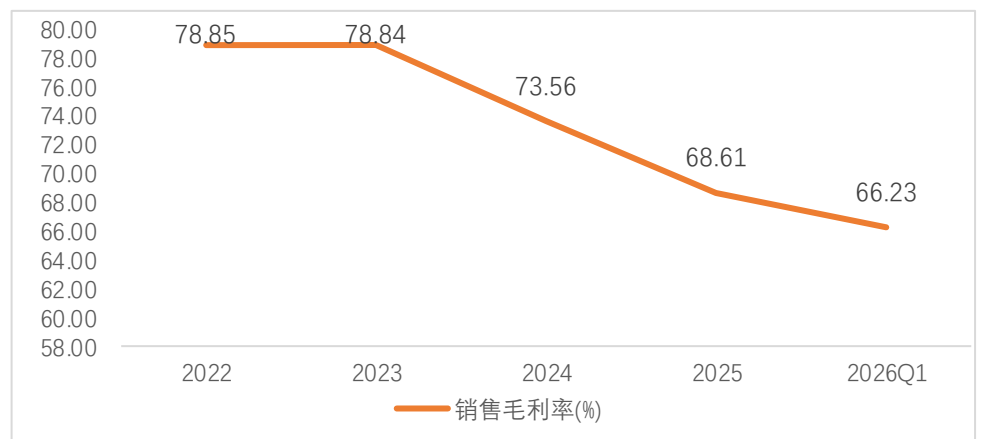
图 18：公司营业收入（亿元）及同比增长（%）



资料来源：iFind，天风证券研究所

毛利率方面，2022 年至 2026 年 Q1，昆仑万维销售毛利率从 78.85% 回落至 66.23%，整体呈现缓慢下行趋势。具体来看，2022-2023 年毛利率维持在 78.8% 以上的高位水平，2024 年开始出现明显下滑，同比下降 5.28 个百分点至 73.56%，2025 年进一步降至 68.61%，可能与公司加大 AI 投入以及行业竞争加剧有关。未来随着公司 AI 应用落地加快和商业化进程推进，毛利率有望逐步修复。

图 19：公司销售毛利率 (%)

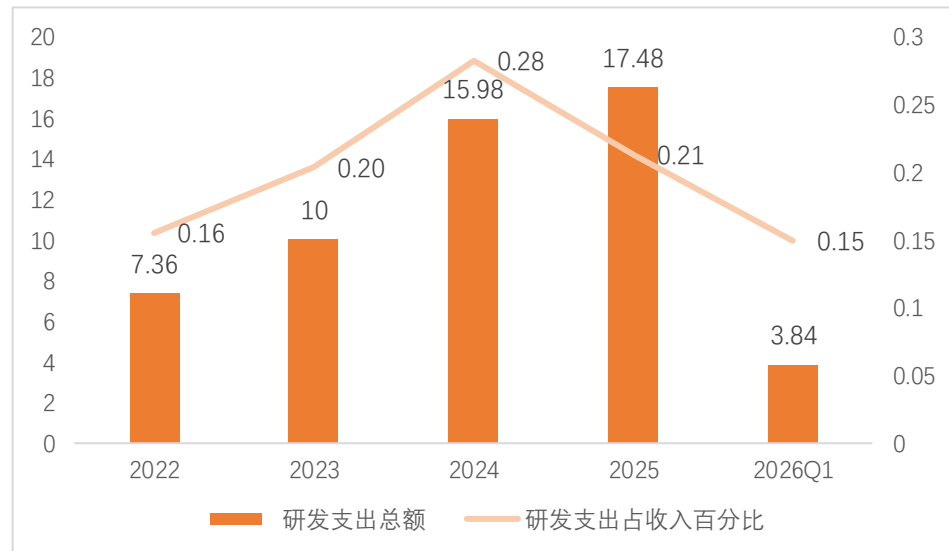


资料来源：iFind，天风证券研究所

5.2. 研发支出占比持续增长

2022 年至 2025 年，研发支出总额从 7.36 亿元稳步增长至 17.48 亿元，呈现逐年递增趋势，2022-2024 年研发支出占比增长，反映公司在 AI 技术、大模型等前沿领域的积极布局，2025 年和 2026 年一季度占比有所下降，我们认为，这或在一定程度上反映公司在前期高投入基础上，开始更注重研发投入的精准性、成果转化效率与商业化落地节奏；若后续兑现，有望逐步夯实技术壁垒、为长期增长积蓄动能。

图 20：公司研发支出总额及占比



资料来源: iFind, 天风证券研究所

6. 盈利预测

关键假设: 1.网络广告服务。Opera 2025 年收入 6.148 亿美元, 同比 +28%, 且 Opera 官方给出的 2026 年收入指引为 7.20—7.35 亿美元, 对应 +17%—20% 增长; 同时 Q4 2025 广告收入同比 +25%, 说明广告变现仍有韧性。我们假设该部分业务 2026E/2027E/2028E 分别按 +18%/+15%/+12% 增长。假设毛利率 2026E—2028E 由 44.5% 小幅修复至 45.5%, 原因是 2025 年广告毛利率受营业成本增加的影响有所降低, 后续随规模扩大、AI 浏览器功能提升有望提升用户留存和 ARPU, 毛利率有望小幅改善, 但仍低于 2024 年水平。

2.搜索引擎收入。Opera 官方 2026 年整体收入指引为 +17%—20%; 其中 Q4 2025 query revenue 同比 +16%, 搜索/查询相关收入仍维持中双位数增长。我们假设该部分收入 2026E/2027E/2028E 分别按 +17%/+13%/+10% 增长。假设毛利率维持 95.8% 左右, 原因是该业务成本主要为较轻的技术和合作分成成本, 历史毛利率高且稳定。

3.社交网络产品。StarMaker 等海外社交娱乐产品已进入成熟期, 2025 年同比下滑; 但年报提到 StarMaker 持续加入 AI 歌曲、AI 视频、数字人直播等功能, 并通过 SupernovaX 等赛事提升活跃度, 因此假设 2026 年仍有小幅压力, 2027 年后趋稳。我们假设该部分业务 2026E/2027E/2028E 分别按 -2%/+1%/+2% 增长。假设毛利率由 74.4% 小幅提升至 75.0%。主要考虑 AI 创作工具提升内容供给效率, 但成熟产品增长有限, 毛利率改善幅度不宜过高。

4.短剧平台业务。年报披露, 短剧和 AI 短剧平台业务到 2025 年底单月流水接近 3,600 万美元, ARR 超 4 亿美元; 同时 DramaWave/FreeReels 已实现全球化扩张, 短剧和 AI 短剧平台合计 MAU 稳居海外短剧全球第一; 2026 年 AI 短剧占比预计继续提升。我们假设该部分业务 2026E/2027E/2028E 分别按 +85%/+40%/+25% 增长。假设毛利率 2026E/2027E/2028E 分别为 80%/82%/83%。依据是 AI 生成短剧和 SkyProduction 等工具提升制作效率、降低单位内容成本; 但短剧行业仍需要高强度投放, 销售费用端压力不体现在毛利率里, 故毛利率只做温和提升。

5.增值服务。传统游戏业务 2025 年继续下滑; 年报披露自研 AI 游戏《猫森小镇》仍处于研发中, 围绕个性化、AI NPC 互动与玩家社交三大方向进行多项功能迭代, 因此 2026 年仍假设承压, 2027 年后有望随着 AI 游戏产品商业化尝试, 收入逐步恢复。我们假设该部分业务 2026E/2027E/2028E 分别按 -5%/+5%/+10% 增长。假设毛利率维持 95% 左右。游戏业务成本低、毛利率高, 但新产品测试期可能带来小幅波动。

6. AI 软件技术业务。公司 2025 年持续推进 Mureka、Skywork Super Agents、AI Developer、

Skywork Desktop、SkyClaw 等产品，AI 应用矩阵从内容生成拓展到生产力场景；但 AI 软件收入仍处早期商业化阶段，因此高增速后逐年放缓。我们假设该部分业务 2026E/2027E/2028E 分别按 +60%/+45%/+35% 增长。假设毛利率由 32.3% 提升至 45%/55%/60%。逻辑是早期 AI 软件业务受算力、技术服务和交付成本影响较大，随着订阅/标准化产品收入占比提升，规模效应改善毛利率。

7.其他产品。该项规模较小、波动性较大，且不是公司战略重点，故假设 2026 年收缩，之后维持低基数。我们假设该部分业务 2026E/2027E/2028E 分别按 -10%/0%/0% 增长。假设毛利率 2026E—2028E 按 90% 处理。2025A 毛利率很高但低基数扰动较大，预测期取保守标准化口径。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

表 2：盈利预测

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
网络广告服务	营收	30.42	35.90	41.29	46.24
	YoY	41.8%	18.0%	15.0%	12.0%
	毛利率	43.66%	44.50%	45.00%	45.50%
搜索引擎收入	营收	15.49	18.12	20.48	22.52
	YoY	16.8%	17.0%	13.0%	10.0%
	毛利率	95.79%	95.80%	95.80%	95.80%
社交网络产品	营收	10.41	10.21	10.31	10.51
	YoY	-28.9%	-2.0%	1.0%	2.0%
	毛利率	74.38%	75.00%	75.00%	76.00%
短剧平台业务	营收	16.17	29.92	41.89	52.37
	YoY	864.9%	85.0%	40.0%	25.0%
	毛利率	79.19%	80.00%	82.00%	83.00%
增值服务	营收	3.55	3.37	3.54	3.90
	YoY	-20.1%	-5.0%	5.0%	10.0%
	毛利率	96.10%	95.50%	95.00%	95.00%
AI 软件技术业务	营收	2.05	3.28	4.75	6.42
	YoY	430.9%	60.0%	45.0%	35.0%
	毛利率	32.29%	45.00%	55.00%	60.00%
其他产品	营收	3.88	3.49	3.49	3.49
	YoY	422.47%	-10.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	90.17%	90.0%	90.0%	90.0%

资料来源：昆仑万维 2025 年报，天风证券研究所

为了进行估值分析，我们将上市公司中完美世界、云从科技和三六零三家作为可比公司，并采用 P/S 平均数进行估值。我们将上市公司中完美世界、云从科技和三六零三家作为可比公司，可比公司 P/S 均值为 6.02，考虑到公司目前业务主线为 AI 业务，与云从科技及三六零更为接近，故我们更多参考云从科技及三六零估值水平。

表 3：三家可比公司 P/S（截至 2026 年 6 月 16 日）

单位：亿元	市值	2028E 营收	2028E P/S（单位：倍）
完美世界	258.4	107.44	2.41
云从科技	146.22	14.6	10.02
三六零	652.36	115.46	5.65

资料来源：iFinD，天风证券研究所

最终计算得出 2028 年昆仑万维目标价 68.18 元，给予“买入”评级。

7. 风险提示

宏观经济波动的风险。宏观经济要素的变动将影响客户付费意愿与投入规模，进而作用于公司经营业绩。此外，宏观经济波动还可能造成算力等成本的提高，带来收入下滑风险。

大模型市场竞争加剧风险。国内大模型及 AI 服务领域经过近年来的快速发展，市场竞争已日趋激烈，技术领先窗口面临被压缩的风险。

相关政策变动风险。其核心业务依赖人工智能行业相关政策的支持与规范，政策的调整变化可能对公司业务开展产生不确定性影响。

股价波动与经营亏损风险。公司业绩存在亏损情况，同时二级市场股价易受多重因素影响产生大幅波动，业绩压力与股价异动可能相互影响，进而给公司经营及投资者权益带来不确定性。

AI 软件毛利率修复不及预期风险。若全球大模型算力价格下降不及预期、或公司付费产品商业化进展低于规划，AI 软件分部毛利率修复可能慢于预期，进而影响综合毛利率与净利润预测。

短剧平台内容投放成本超预期风险。公司短剧业务处于快速扩张期，依赖大额市场推广投放。若海外短剧赛道竞争加剧或单部短剧 ROAS 回收周期延长，公司可能需要持续追加投放预算，导致销售费用率高于预测，进而影响营业利润预测。

股价异常波动风险。2026 年初公司股价曾出现较大幅度波动，二级市场股价受 AI 主题情绪、流动性、业绩与减持等多重因素影响易产生异动；公司目前仍处战略投入期、业绩存在亏损，股价波动可能与基本面阶段性背离，提请投资者注意相关风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,543.35	1,788.80	834.37	1,006.00	1,163.65	营业收入	5,662.50	8,198.14	10,429.68	12,575.06	14,545.57
应收票据及应收账款	864.73	1,150.27	2,326.29	1,865.40	2,579.08	营业成本	1,497.05	2,573.62	3,152.89	3,635.45	4,068.40
预付账款	82.64	111.75	133.48	149.28	167.15	营业税金及附加	4.04	6.05	7.30	8.80	10.18
存货	0.00	15.31	2.21	17.99	4.61	销售费用	2,303.84	4,182.08	5,214.84	5,533.03	6,109.14
其他	2,367.28	1,788.97	2,086.69	2,222.90	2,519.53	管理费用	924.02	1,264.13	1,355.86	1,257.51	1,454.56
流动资产合计	4,857.99	4,855.10	5,383.03	5,261.57	6,434.02	研发费用	1,542.87	1,675.55	1,877.34	1,886.26	1,890.92
长期股权投资	1,317.91	1,109.37	1,109.37	1,109.37	1,109.37	财务费用	65.11	81.05	104.87	164.44	130.00
固定资产	367.67	349.63	392.57	456.51	530.45	资产/信用减值损失	(350.85)	(314.77)	(180.00)	(150.00)	(130.00)
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	(824.68)	198.71	188.61	150.00	150.00
无形资产	810.21	785.59	773.42	768.24	769.57	投资净收益	9.26	(99.46)	50.00	50.00	50.00
其他	13,322.59	13,134.25	13,228.33	13,228.33	13,228.33	其他	24.29	30.00	30.00	30.00	30.00
非流动资产合计	15,818.38	15,378.85	15,503.70	15,562.46	15,637.73	营业利润	(1,816.40)	(1,769.87)	(1,194.81)	169.57	982.37
资产总计	20,676.37	20,233.94	20,886.73	20,824.03	22,071.74	营业外收入	0.09	2.40	2.00	2.00	2.00
短期借款	410.27	613.03	1,326.32	983.34	475.05	营业外支出	3.14	56.18	56.00	56.00	56.00
应付票据及应付账款	1,374.47	1,274.72	2,228.49	1,810.90	2,709.54	利润总额	(1,819.45)	(1,823.65)	(1,248.81)	115.57	928.37
其他	1,226.73	1,535.00	1,625.74	1,852.85	1,953.84	所得税	127.59	293.84	124.88	17.34	167.11
流动负债合计	3,011.48	3,422.76	5,180.55	4,647.09	5,138.44	净利润	(1,947.04)	(2,117.49)	(1,373.69)	98.24	761.26
长期借款	0.00	0.00	169.64	500.00	500.00	少数股东损益	(352.24)	(524.76)	(247.26)	17.68	129.41
应付债券	201.54	618.63	650.00	650.00	650.00	归属于母公司净利润	(1,594.80)	(1,592.73)	(1,126.43)	80.56	631.85
其他	479.62	547.78	550.00	550.00	550.00	每股收益（元）	(1.30)	(1.27)	(0.88)	0.06	0.49
非流动负债合计	681.15	1,166.41	1,369.64	1,700.00	1,700.00						
负债合计	3,692.63	4,589.17	6,550.19	6,347.09	6,838.44						
少数股东权益	2,715.18	2,459.58	2,212.32	2,230.00	2,359.42	主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
股本	1,231.50	1,255.36	1,285.03	1,285.03	1,285.03	成长能力					
资本公积	3,041.85	3,730.61	3,836.03	3,836.03	3,836.03	营业收入	15.20%	44.78%	27.22%	20.57%	15.67%
留存收益	9,986.63	8,177.86	7,051.44	7,131.99	7,763.84	营业利润	-194.22%	-2.56%	-32.49%	-114.19%	479.31%
其他	8.59	21.36	(48.28)	(6.11)	(11.01)	归属于母公司净利润	-226.74%	-0.13%	-29.28%	-107.15%	684.37%
股东权益合计	16,983.74	15,644.77	14,336.54	14,476.94	15,233.31	获利能力					
负债和股东权益总计	20,676.37	20,233.94	20,886.73	20,824.03	22,071.74	毛利率	73.56%	68.61%	69.77%	71.09%	72.03%
						净利率	-28.16%	-19.43%	-10.80%	0.64%	4.34%
						ROE	-11.18%	-12.08%	-9.29%	0.66%	4.91%
						ROIC	-32.57%	-33.88%	-22.85%	5.16%	17.36%
						偿债能力					
						资产负债率	17.86%	22.68%	31.36%	30.48%	30.98%
						净负债率	-4.87%	-3.07%	9.50%	8.13%	3.36%
						流动比率	1.61	1.42	1.04	1.13	1.25
						速动比率	1.61	1.41	1.04	1.13	1.25
						营运能力					
						应收账款周转率	7.33	8.14	6.00	6.00	6.55
						存货周转率	0.00	1,070.89	1,190.87	1,245.24	1,287.09
						总资产周转率	0.27	0.40	0.51	0.60	0.68
						每股指标（元）					
						每股收益	-1.30	-1.27	-0.88	0.06	0.49
						每股经营现金流	0.24	-0.59	-0.99	0.66	1.07
						每股净资产	11.59	10.50	9.43	9.53	10.02
						估值比率					
						市盈率	-29.92	-30.54	-44.21	618.15	78.81
						市净率	3.34	3.69	4.11	4.07	3.87
						EV/EBITDA	-39.97	-46.01	-69.55	56.67	27.91
						EV/EBIT	-35.25	-39.37	-54.65	74.57	32.05
现金流量表(百万元)											
	2024	2025	2026E	2027E	2028E						
净利润	(1,947.04)	(2,117.49)	(1,126.43)	80.56	631.85						
折旧摊销	133.77	188.76	169.23	181.23	194.73						
财务费用	62.04	62.29	104.87	164.44	130.00						
投资损失	(9.26)	99.46	(50.00)	(50.00)	(50.00)						
营运资金变动	2,087.07	(80.30)	(314.41)	302.61	184.83						
其它	(36.95)	1,111.36	(58.65)	167.68	279.41						
经营活动现金流	289.63	(735.92)	(1,275.39)	846.52	1,370.83						
资本支出	257.69	(485.46)	197.78	240.00	270.00						
长期投资	95.13	(208.54)	0.00	0.00	0.00						
其他	(182.01)	1,112.48	(725.00)	(780.00)	(840.00)						
投资活动现金流	170.82	418.49	(527.22)	(540.00)	(570.00)						
债权融资	38.07	510.42	782.74	(177.06)	(638.29)						
股权融资	749.76	725.39	65.45	42.17	(4.90)						
其他	(807.58)	(661.43)	(0.00)	(0.00)	(0.00)						
筹资活动现金流	(19.75)	574.39	848.19	(134.89)	(643.19)						
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
现金净增加额	440.70	256.95	(954.42)	171.63	157.64						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com