

昆仑万维（300418）

上半年营收高增，全栈 AI 战略进入商业兑现期

- ◆ **事件：**公司发布 2026 年半年报，2026 年上半年公司实现营业收入 53.59 亿元，同比+43.55%；归母净利润 10.88 亿元，同比+227.17%；扣非后归母净利润-4.58 亿元，同比+46.74%。毛利率 65.58%，同比-4.30pct；净利率 12.60%，同比+43.35pct。单季度来看，26Q2 公司实现营收 27.89 亿元，同比+41.63%；归母净利润 19.75 亿元，同比扭亏；扣非归母净利润约 4.34 亿元，单季度转正；毛利率 64.97%，同比-5.69pct，环比-1.26pct；净利率 62.93%，同比+74.02pct，环比+104.96pct。

- ◆ **26H1 归母净利润实现报表盈利，主营业务仍处投入期。**

- **业绩方面，**公司 26H1 实现营业收入 53.59 亿元/同比+43.55%，主要受短剧、Opera 及 AI 软件技术业务等快速增长带动。归母净利润为 10.88 亿元，同比扭亏，主要得益于子公司艾捷科芯股权稀释带来大额（14.79 亿元）投资收益；扣非后归母净利润为-4.58 亿元，亏损同比收窄 46.74%。**分季度看，**Q1/Q2 公司分别实现营收 25.70/27.89 亿元，同比+45.69%/+41.63%；归母净利润分别为-8.87/19.75 亿元。**分业务看，**26H1 广告业务实现营收 20.33 亿元/同比+41.93%；短剧平台业务实现营收 15.35 亿元/同比+163.28%，搜索业务实现营收 8.30 亿元/同比+20.12%。
- **盈利能力方面，**①**毛利率方面，**26H1 公司整体毛利率为 65.58%/同比-4.30pct。②**费率方面，**公司期间费用率为 90.30%/+2.43pct，其中销售费用率 62.32%/同比+13.37pct，管理费用率 11.96%/同比-4.65pct，财务费用率 1.29%/同比+0.36pct，研发费用率 14.73%/同比-6.65pct。③**净利率方面，**26H1 公司净利率为 12.60%/同比+43.35pct。

- ◆ **全栈 AI 战略构筑系统性壁垒，多线产品加速商业化落地。**公司于 2026 年 3 月正式升级“4+3 战略”，以视频模型 SkyReels-V4、音乐音频模型 Mureka V9.5/O3、游戏世界模型 Matrix-Game 3.5、基座文本与多模态模型 SkyClaw-v1.0 四大 SOTA 模型为技术底座，覆盖多模态内容生成的主要技术方向，支撑 AI 短剧、AI 音乐、AI 游戏三

投资评级

买入

维持评级

2026 年 08 月 28 日

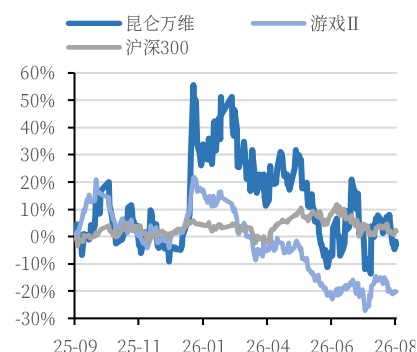
收盘价(元):

40.40

公司基本数据

总股本(百万股)	1,285.03
总市值(百万)	51,915.40
流通股本(百万股)	1,174.46
流通市值(百万)	47,448.09
12 月最高/最低价(元)	72.09/35.29
资产负债率(%)	23.63
每股净资产(元)	11.52
市盈率(TTM)	147.98
市净率(PB)	3.51
净资产收益率(%)	7.35

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

Q3 单季实现扭亏为盈，AI 与短剧双引擎驱动成长 —2025-11-07

股市有风险入市需谨慎

大 AI 原生平台经济体建设，构建从底层大模型到上层应用生态的完整闭环，四大模型协同进化、三大平台互相导流，形成模型与应用协同布局。应用层面，AI 音乐、智能体与浏览器等多线产品并行推进。Mureka V9.5 综合表现超越 Suno V5.5，打通从“构思”到“MV”的完整创作链路；天工超级智能体推出桌面版、云端智能体及智能硬件 Skywork Note，接入钉钉、飞书等工具；全球化支撑方面，26H1Opera 实现营收 3.54 亿美元（同比+24%），全球月活达 2.88 亿，AI 功能全面落地三大产品线，26Q2 移动浏览器在英国（合计 MAU 同比+66%）、美国（合计 MAU 同比+40%）增长强劲，持续巩固全球化流量底盘。

短剧与 AI 双轮驱动，盈利拐点可期 —2025-09-05

- ◆ **AI 短剧商业化加速，单月流水突破 6500 万美元。**2026 年 6 月底，公司 AI 短剧平台业务单月流水超 6500 万美元。据 Sensor Tower 数据，2026 年上半年公司 AI 短剧平台合计 MAU 稳居海外短剧市场第一；FreeReels 位列出海短剧 APP 下载量第一名，预估下载量破两亿。付费平台 DramaWave 已完成 AI 原生化转型，2026 年 7 月平台上新剧集中超 90% 内容为 AI 生成，拍摄成本大幅降低，公司称成片质量有所提升。后端工业化生产体系 SkyProduction 依托 Agent 技术整合多款国内外主流视频模型，上线“Agent 智能分镜+无限画布”双轨创作模式，推动 AI 短剧向可控化、专业化生产演进。
- ◆ **前沿孵化布局具身智能与 AI 算力，打开长期增长空间。**公司以前瞻性视角先后孵化 AI 大算力 GPU 芯片企业艾捷科芯、机器人本体及大脑企业黎曼动力，并支持两者在大模型与应用产业链上下游独立发展。2026 年 7 月，黎曼动力推出世界动作模型 Riemann-1.0，实现世界模型从数字内容生成向物理世界交互的实质性延伸；艾捷科芯完成增资扩股，投后估值突破 40 亿元，引入国家人工智能产业投资基金等产业资本与机构投资者。两项前瞻布局使公司不仅停留在 AI 应用层面，更延伸至具身智能与 AI 算力底层，拓展长期业务布局。
- ◆ **投资建议：**公司 26Q2 扣非归母净利润实现转正，经营边际改善，但归母净利润主要受艾捷科芯股权稀释产生的投资收益带动。AI 短剧商业化加速，Opera 广告及搜索业务保持稳健增长，为 AI 战略投入提供支撑。随着 AI 内容占比提升及天工智能体、AI 音乐等产品逐步商业化，公司盈利能力有望进一步改善。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为-0.74/1.33/6.38 亿元，EPS 分别为-0.06/0.10/0.50 元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**海外用户获取成本上升及投放回报不及预期；AI 短剧流水

向收入和利润转化不及预期；生成式 AI 内容版权、数据安全及海外监管风险；模型竞争加剧及算力、研发投入超预期；投资项目估值及公允价值波动风险；汇率、地缘政治与海外经营合规风险。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5662.50	8198.14	10249.41	12180.09	13886.94
增长率 (%)	15.20%	44.78%	25.02%	18.84%	14.01%
归属母公司股东净利润	-1594.80	-1592.73	-73.97	132.71	638.01
增长率 (%)	-226.74%	0.13%	95.36%	279.40%	380.76%
每股收益 EPS(元)	-1.24	-1.24	-0.06	0.10	0.50
PE	-35.45	-35.49	-764.16	425.96	88.60

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	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1112.45	1543.35	1788.80	3577.27	3978.71	5078.59	营业收入	4915.24	5662.50	8198.14	10249.41	12180.09	13886.94
应收票据及账款	680.73	864.73	1150.27	1474.25	1751.96	1997.47	营业成本	1040.07	1497.05	2573.62	3400.05	3729.66	4067.76
预付账款	56.49	82.64	111.75	135.70	161.26	183.86	税金及附加	6.40	4.04	6.05	9.41	11.18	12.75
其他应收款	306.79	67.46	37.14	269.42	320.17	365.04	销售费用	1619.77	2303.84	4182.08	5637.18	5481.04	5971.39
存货	0.00	0.00	15.31	6.74	7.40	8.07	管理费用	861.02	924.02	1264.13	1229.93	1218.01	1388.69
其他流动资产	1646.31	2299.82	1751.83	1788.06	1821.34	1850.76	研发费用	967.58	1542.87	1675.55	1537.41	1461.61	1527.56
流动资产总计	3802.78	4857.99	4855.10	7251.44	8040.83	9483.78	财务费用	34.86	65.11	81.05	33.12	8.87	-0.73
长期股权投资	1222.78	1317.91	1109.37	1119.78	1130.19	1140.60	资产减值损失	-4.80	-320.97	-276.02	-51.25	-60.90	-69.43
固定资产	581.99	553.68	480.09	404.88	329.66	254.45	信用减值损失	-16.14	-29.87	-38.76	-45.39	-53.95	-61.51
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	0.01	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	787.67	810.21	785.59	654.66	523.73	392.80	投资收益	255.27	9.26	-99.46	1610.41	20.41	20.41
长期待摊费用	1.62	26.11	0.82	0.41	0.00	0.00	公允价值变动损益	1283.42	-824.68	198.71	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	15088.14	13110.47	13002.97	13002.97	13002.97	13002.97	资产处置收益	3.45	12.75	6.68	7.63	7.63	7.63
非流动资产合计	17682.19	15818.38	15378.85	15182.70	14986.55	14790.82	其他收益	20.99	11.54	23.32	18.61	18.61	18.61
资产总计	21484.96	20676.37	20233.94	22434.14	23027.38	24274.60	营业利润	1927.73	-1816.40	-1769.87	-57.67	201.53	835.23
短期借款	468.26	410.27	613.03	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.91	0.09	2.40	1.13	1.13	1.13
应付票据及账款	1212.87	1374.47	1274.72	2923.55	3206.96	3497.68	营业外支出	49.37	3.14	56.18	36.23	36.23	36.23
其他流动负债	1356.38	1226.73	1535.00	2940.30	3231.48	3541.27	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	3037.50	3011.48	3422.76	5863.85	6438.44	7038.95	利润总额	1879.27	-1819.45	-1823.65	-92.77	166.43	800.14
长期借款	179.44	284.86	678.82	530.70	385.05	241.89	所得税	346.28	127.59	293.84	-0.00	-0.00	-0.00
其他非流动负债	368.85	396.29	487.59	487.59	487.59	487.59	净利润	1532.98	-1947.04	-2117.49	-92.77	166.43	800.14
非流动负债合计	548.29	681.15	1166.41	1018.29	872.64	729.48	少数股东损益	274.62	-352.24	-524.76	-18.80	33.72	162.13
负债合计	3585.79	3692.63	4589.17	6882.14	7311.08	7768.43	归属母公司股东净利润	1258.36	-1594.80	-1592.73	-73.97	132.71	638.01
股本	1215.01	1231.50	1255.36	1255.36	1255.36	1255.36	EBITDA	2010.97	-1620.57	-1553.84	146.91	381.86	1005.56
资本公积	2491.95	3041.85	3730.61	3730.61	3730.61	3730.61	NOPLAT	551.20	-1062.38	-2199.42	-27.85	204.02	826.78
留存收益	11467.39	9995.22	8199.22	8125.25	8255.82	8883.56	EPS (元)	0.98	-1.24	-1.24	-0.06	0.10	0.50
归属母公司权益	15174.35	14268.56	13185.19	13111.22	13241.79	13869.53	主要财务比率						
少数股东权益	2724.82	2715.18	2459.58	2440.79	2474.51	2636.64	会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
股东权益合计	17899.17	16983.74	15644.77	15552.00	15716.30	16506.17	成长能力						
负债和股东权益合计	21484.96	20676.37	20233.94	22434.14	23027.38	24274.60	营收增长率	3.78%	15.20%	44.78%	25.02%	18.84%	14.01%
现金流量表							营业利润增长率	37.62%	-194.22%	2.56%	96.74%	449.43%	314.44%
会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	EBIT增长率	36.91%	-191.65%	0.67%	96.58%	393.88%	356.02%
税后经营利润	1532.98	-1947.04	-2117.49	-1694.32	176.70	897.04	EBITDA增长率	36.16%	-180.59%	4.12%	109.45%	159.93%	163.33%
折旧与摊销	96.84	133.77	188.76	206.56	206.56	206.15	归母净利润增长率	9.19%	-226.74%	0.13%	95.36%	279.40%	380.76%
财务费用	34.86	65.11	81.05	33.12	8.87	-0.73	经营现金流增长率	1.20%	-87.31%	-936.17%	218.92%	-42.34%	138.92%
投资损失	-255.27	-9.26	99.46	-1610.41	-20.41	-20.41	盈利能力						
营运资金变动	104.83	181.58	-41.14	2446.25	186.65	257.43	毛利率	78.84%	73.56%	68.61%	66.83%	69.38%	70.71%
其他经营现金流	-741.78	1673.90	969.41	1593.92	3.92	3.92	净利率	31.19%	-34.38%	-25.83%	-0.91%	1.37%	5.76%
经营性现金净流量	772.48	98.06	-819.95	975.12	562.29	1343.41	营业利润率	39.22%	-32.08%	-21.59%	-0.56%	1.65%	6.01%
资本支出	198.41	386.99	113.59	0.00	0.00	0.00	ROE	8.29%	-11.18%	-12.08%	-0.56%	1.00%	4.60%
长期投资	-130.00	98.14	569.25	0.00	0.00	0.00	ROA	5.86%	-7.71%	-7.87%	-0.33%	0.58%	2.63%
其他投资现金流	-102.90	459.66	-37.17	1607.63	-4.20	-90.83	ROIC	9.49%	-14.05%	-29.05%	-0.39%	3.50%	13.73%
投资性现金净流量	-431.32	170.82	418.49	1607.63	-4.20	-90.83	估值倍数						
短期借款	-150.00	-57.98	202.76	-613.03	0.00	0.00	P/E	44.92	-35.45	-35.49	-764.16	425.96	88.60
长期借款	93.61	105.42	393.96	-148.12	-145.65	-143.15	P/S	11.50	9.98	6.90	5.52	4.64	4.07
普通股增加	29.07	16.49	23.86	0.00	0.00	0.00	P/B	3.73	3.96	4.29	4.31	4.27	4.08
资本公积增加	1031.75	549.90	688.77	0.00	0.00	0.00	股息率	0.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%
其他筹资现金流	-1292.92	-633.57	-734.96	-33.12	-11.00	-9.54	EV/EBIT	19.76	-23.19	-26.60	-825.55	281.29	60.97
筹资性现金净流量	-288.48	-19.75	574.39	-794.28	-156.65	-152.70	EV/EBITDA	18.81	-25.11	-29.83	335.21	129.13	48.47
现金流量净额	44.59	239.47	150.19	1788.47	401.44	1099.89	EV/NOPLAT	68.63	-38.30	-21.07	-1768.44	241.69	58.95

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:

中航证券社团团队: 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, 把握最新消费趋势, 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。本报告仅供中航证券客户使用, 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、内容或其复本给任何其他人士或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

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