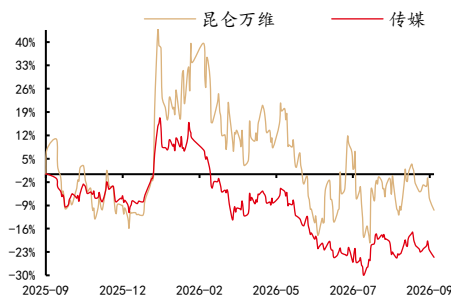


股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	40.36
总股本/流通股本(亿股)	12.85 / 11.74
总市值/流通市值(亿元)	519 / 474
52周内最高/最低价	64.82 / 36.00
资产负债率(%)	22.7%
市盈率	-31.53
第一大股东	北京盈瑞世纪软件研发中心(有限合伙)

研究所

分析师:王晓萱
SAC 登记编号:S1340522080005
Email:wangxiaoxuan@cnpsec.com

昆仑万维(300418)

AI 短剧业务高增，布局具身智能模型新赛道

● 事件回顾

2026 年 8 月 20 日，公司发布 2026 年半年报，2026H1，公司实现营业收入 53.59 亿元，同比增长 43.55%；归母净利润 10.88 亿元，同比增长 227.17%。2026Q2，公司实现营业收入 27.89 亿元，同比增长 41.63%；归母净利润 19.75 亿元，同比增长 2382.02%。

● 事件点评

收入端：核心业务均保持较快增长，AI 短剧业务表现亮眼。
2026H1，公司持续推进 Opera 产品 AI 化升级，在 Opera One、Opera GX 及 Opera Air 三大产品线基础上，进一步上线 Think Deeper、Browser Connector 等功能，持续强化浏览器在 AI Agent 时代的产品能力。受益于产品迭代及商业化效率提升，26H1 公司以 Opera 为主的广告业务、Opera 搜索业务分别实现收入 20.33/8.30 亿元，同比分别增长 41.93%/20.12%。同时，公司持续推进 AI 相关业务商业化落地，其中短剧方向进展领先。根据 Sensor Tower 数据，26H1 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，并成为同期海外短剧赛道唯一预估下载量突破 2 亿的产品。26H1，公司 AI 短剧平台业务实现收入 15.35 亿元，同比增长 163.28%。

利润端：新业务扩张阶段压制短期经营效率，非经常性收益增厚当期利润。2026H1，公司综合毛利率为 65.58%，同比下降 4.30pct，主要受 AI 短剧平台业务毛利率同比下降 15.59pct 至 67.49%拖累。我们认为，当前 AI 短剧平台业务仍处于快速扩张期，内容供给、平台运营及商业化体系仍需持续投入，收入高速增长同时相关成本同步提升，阶段性毛利率承压具备合理性。费用端来看，26H1 管理/研发费用率分别同比下降 4.65/6.66pct 至 11.96%/14.73%。但受短剧及 AI 应用持续拓展、海外用户获取和市场推广投入增加影响，销售费用率同比提升 13.37pct 至 62.32%。此外，子公司艾捷科芯吸收外部融资导致公司股权被动稀释，确认 14.79 亿元非经常性收益，对当期归母净利润形成较大增厚。

“4+3”AGI 战略稳步推进，具身智能有望进一步拓展长期成长空间。2026 年 3 月，公司发布“4+3”AGI 战略，以视频、音乐、世界模型及基座模型四大能力为底座，支撑 AI 短剧、AI 音乐、AI 游戏三大 AI 原生平台经济体建设。从技术进展看，26H1，公司视频模型 SkyReels-V4、音乐模型 Mureka V8 发布时分别在 Artificial Analysis 视频生成、音乐生成相关榜单中位居全球前列；世界模型 Matrix-Game 系列持续强化长期记忆、交互及开放世界模拟能力；基座模型 SkyClaw-v1.0 则进一步补齐复杂工具调用、多轮任务执行及代码生成等 Agent 能力，核心模型竞争力持续得到验证。在此基础上，公司进

一步向 Physical AI 及具身智能方向延伸，2026 年 7 月子公司黎曼动力发布面向通用具身智能的世界动作模型 Riemann-1.0，8 月进一步与光轮智能、诺亦腾机器人达成合作，围绕具身数据、动作建模及机器人场景加速技术验证与产业化探索。

● 投资建议

我们预计公司 2026~2028 年营业收入为 97.68/116.87/137.17 亿元，归母净利润为 0.55/1.22/3.23 亿元，对应 EPS 为 0.04/0.10/0.25 元。按 2026 年 9 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 935/424/160 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示：

国际地缘政治风险；海外市场经营风险；互联网产品生命周期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	8198	9768	11687	13717
增长率(%)	44.78	19.14	19.65	17.36
EBITDA（百万元）	-1247.06	247.11	368.66	638.12
归属母公司净利润（百万元）	-1592.73	55.46	122.19	323.40
增长率(%)	0.13	103.48	120.32	164.68
EPS(元/股)	-1.24	0.04	0.10	0.25
市盈率（P/E）	-32.56	935.16	424.46	160.37
市净率（P/B）	3.93	4.02	3.98	3.88
EV/EBITDA	-41.64	210.71	138.55	78.21

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	8198	9768	11687	13717	营业收入	44.8%	19.1%	19.7%	17.4%
营业成本	2574	2802	3267	3784	营业利润	2.6%	106.6%	81.9%	148.1%
税金及附加	6	7	9	10	归属于母公司净利润	0.1%	103.5%	120.3%	164.7%
销售费用	4182	3907	4593	5212	获利能力				
管理费用	1264	1367	1613	1783	毛利率	68.6%	71.3%	72.0%	72.4%
研发费用	1676	1856	2337	2812	净利率	-19.4%	0.6%	1.0%	2.4%
财务费用	81	-4	2	-7	ROE	-12.1%	0.4%	0.9%	2.4%
资产减值损失	-276	0	0	0	ROIC	-10.4%	0.4%	0.9%	2.3%
营业利润	-1770	117	213	528	偿债能力				
营业外收入	2	1	1	2	资产负债率	22.7%	25.4%	26.5%	28.2%
营业外支出	56	36	32	41	流动比率	1.42	1.16	1.28	1.35
利润总额	-1824	82	182	488	营运能力				
所得税	294	12	27	73	应收账款周转率	8.14	7.67	8.26	9.42
净利润	-2117	70	155	415	存货周转率	336.18	366.03	—	—
归母净利润	-1593	55	122	323	总资产周转率	0.40	0.48	0.56	0.63
每股收益(元)	-1.24	0.04	0.10	0.25	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-1.24	0.04	0.10	0.25
货币资金	1789	1157	2151	3401	每股净资产	10.26	10.04	10.14	10.39
交易性金融资产	1611	1648	1678	1502	估值比率				
应收票据及应收账款	1150	1397	1432	1480	PE	-32.56	935.16	424.46	160.37
预付款项	112	154	163	151	PB	3.93	4.02	3.98	3.88
存货	15	0	0	0	现金流量表				
流动资产合计	4855	4787	5793	6979	净利润	-2117	70	155	415
固定资产	350	452	521	562	折旧和摊销	273	169	185	157
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	766	144	356	438
无形资产	786	808	806	795	其他	343	-223	-269	-312
非流动资产合计	15379	15837	15346	15224	经营活动现金流净额	-736	160	426	699
资产总计	20234	20624	21139	22203	资本开支	-145	-558	-142	-164
短期借款	613	611	659	742	其他	564	132	718	647
应付票据及应付账款	1275	1168	1452	1682	投资活动现金流净额	418	-425	576	483
其他流动负债	1535	2332	2402	2739	股权融资	415	0	0	0
流动负债合计	3423	4111	4514	5163	债务融资	201	-9	5	83
其他	1166	1135	1092	1092	其他	-42	-291	-14	-14
非流动负债合计	1166	1135	1092	1092	筹资活动现金流净额	574	-299	-9	69
负债合计	4589	5245	5606	6255	现金及现金等价物净增加额	234	-632	994	1251
股本	1255	1285	1285	1285					
资本公积金	3731	3731	3731	3731					
未分配利润	8151	8130	8234	8509					
少数股东权益	2460	2474	2506	2598					
其他	49	-241	-223	-174					
所有者权益合计	15645	15378	15533	15948					
负债和所有者权益总计	20234	20624	21139	22203					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部)，1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048