昆仑万维（300418）

2026年三季报点评：单季投入继续加码，天工AI收入高增

买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	5,662	8,198	12,188	15,774	19,290
同比（%）	15.20	44.78	48.67	29.43	22.29
归母净利润（百万元）	(1,594.80)	(1,592.73)	(76.83)	(571.99)	(66.19)
同比（%）	(226.74)	0.13	95.18	(644.44)	88.43
EPS-最新摊薄（元/股）	(1.24)	(1.24)	(0.06)	(0.45)	(0.05)
P/E（现价&最新摊薄）	(29.18)	(29.22)	(605.77)	(81.37)	(703.20)

投资要点

- **事件：**公司发布2026年三季度业绩。2026年前三季度实现营业收入89.37亿元，同比+53.96%；归母净利润260.94万元，同比扭亏为盈；扣非归母净利润亏损15.46亿元，亏损同比扩大。单季度看，2026Q3实现营业收入35.78亿元，同比+72.71%、环比增长28.3%；归母净利润亏损10.85亿元，同比-670.60%；扣非归母净利润亏损10.88亿元，同比-686.41%。

- **AI业务收入高增，收入结构切换驱动毛利率改善。**2026年前三季度天工AI业务收入43.21亿元，同比+168.29%，已成为公司重要增长引擎；海外收入87.06亿元，同比+60.78%。2026Q3综合毛利率74.41%（2026Q2约65.0%），环比提升约9.4pct。我们认为，高毛利AI业务收入占比提升与规模效应有望持续改善盈利能力。

- **投入期利润承压，单季亏损扩大主要由于销售投放加码。**2026Q3销售费用24.78亿元，销售费用率约69.3%，较2026Q2的约62.6%继续攀升，AI短剧等业务商业化推广投入强度较高；2026年前三季度扣非归母净利润亏损15.46亿元，反映AI业务投入期成本费用刚性。收入放量阶段的规模化投放属于投入期特征，随商业化兑现与毛利率爬坡，亏损有望逐步收窄。

- **AI短剧商业化进展显著，出海龙头地位稳固。**2026年前三季度公司AI短剧平台整体MAU在海外短剧市场排名第一；海外免费AI短剧平台FreeReels位居出海短剧应用下载量第一名；2026年9月公司AI短剧平台业务单月流水近1亿美元，商业化进展显著。AI短剧已成为公司AI商业化的重要现金流来源，关注流水持续性与规模效应释放。

- **模型矩阵持续迭代，开源策略拓展生态边界。**音乐模型方面，2026年前三季度推出MurekaV9.5与O3两款音乐大模型；游戏世界模型方面，2026年前三季度推出Matrix-Game3.5，并于2026年10月迭代发布并开源Matrix-Game4.0，首次跑通"代码生成游戏逻辑-结构画面约束-视频模型实时渲染"完整技术闭环；天工超级智能体升级至3.2版本并上线SkyworkTags功能，支持接入Slack、飞书/Lark、钉钉、Discord、Telegram等即时通讯工具，推动智能体从独立应用向团队协作场景延伸。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司天工AI收入高增、AI短剧商业化加速兑现、单季投入加码导致亏损扩大，我们预计公司2026/2027/2028年归母净利润分别为-77/-572/-66百万元（前次预期为-1,110/-586/-7百万元），看好公司在AI应用领域前瞻布局，维持“买入”评级。

- **风险提示：**AI技术迭代与竞争加剧风险，AI商业化不及预期风险。

2026年11月03日

证券分析师 张良卫
执业证书：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 周良玖
执业证书：S0600517110002
021-60199793
zhoulj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.22
一年最低/最高价	32.90/72.09
市净率(倍)	3.39
流通A股市值(百万元)	42,538.86
总市值(百万元)	46,543.96

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.68
资产负债率(%,LF)	27.66
总股本(百万股)	1,285.03
流通A股(百万股)	1,174.46

相关研究

《昆仑万维(300418)：2025年年报及2026年一季报点评：收入增长亮眼，AI商业化取得进展》

2026-04-29

《昆仑万维(300418)：2025年三季报点评：收入增长亮眼、同环比扭亏为盈，AI全产业链布局持续取得进展》

2025-11-02

请务必阅读正文之后的免责声明部分

昆仑万维三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**4,855**	**4,868**	**5,142**	**5,838**
货币资金及交易性金融资产	3,400	2,546	3,124	3,027
经营性应收款项	1,262	2,013	1,760	2,437
存货	15	3	21	9
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	178	306	237	365
非流动资产	**15,379**	**15,430**	**15,533**	**15,604**
长期股权投资	1,109	1,109	1,109	1,109
固定资产及使用权资产	480	531	634	705
在建工程	0	0	0	0
无形资产	786	786	786	786
商誉	4,829	4,829	4,829	4,829
长期待摊费用	1	1	1	1
其他非流动资产	8,174	8,174	8,174	8,174
资产总计	**20,234**	**20,299**	**20,674**	**21,442**
流动负债	**3,423**	**3,872**	**5,064**	**5,927**
短期借款及一年内到期的非流动负债	690	790	890	990
经营性应付款项	1,275	1,489	2,105	2,367
合同负债	224	265	345	429
其他流动负债	1,234	1,328	1,725	2,141
非流动负债	**1,166**	**1,166**	**1,166**	**1,166**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	619	619	619	619
租赁负债	60	60	60	60
其他非流动负债	488	488	488	488
负债合计	**4,589**	**5,038**	**6,231**	**7,093**
归属母公司股东权益	13,185	13,108	12,536	12,470
少数股东权益	2,460	2,152	1,907	1,879
所有者权益合计	**15,645**	**15,261**	**14,443**	**14,349**
负债和股东权益	**20,234**	**20,299**	**20,674**	**21,442**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**8,198**	**12,188**	**15,774**	**19,290**
营业成本(含金融类)	2,574	3,316	4,312	5,365
税金及附加	6	12	16	19
销售费用	4,182	7,800	9,465	10,802
管理费用	1,264	1,097	1,420	1,736
研发费用	1,676	1,341	1,656	1,929
财务费用	81	126	109	108
加:其他收益	23	37	47	58
投资净收益	(99)	1,219	473	579
公允价值变动	199	(50)	(10)	(2)
减值损失	(315)	0	0	0
资产处置收益	7	0	0	0
营业利润	**(1,770)**	**(299)**	**(693)**	**(36)**
营业外净收支	(54)	(50)	(50)	(50)
利润总额	**(1,824)**	**(349)**	**(743)**	**(86)**
减:所得税	294	35	74	9
净利润	**(2,117)**	**(384)**	**(817)**	**(95)**
减:少数股东损益	(525)	(307)	(245)	(28)
归属母公司净利润	**(1,593)**	**(77)**	**(572)**	**(66)**
每股收益-最新股本摊薄(元)	(1.24)	(0.06)	(0.45)	(0.05)
EBIT	(1,520)	(1,342)	(1,047)	(504)
EBITDA	(1,247)	(793)	(299)	124
毛利率(%)	68.61	72.79	72.66	72.19
归母净利率(%)	(19.43)	(0.63)	(3.63)	(0.34)
收入增长率(%)	44.78	48.67	29.43	22.29
归母净利润增长率(%)	0.13	95.18	(644.44)	88.43

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(736)	(1,409)	984	51
投资活动现金流	418	569	(427)	(171)
筹资活动现金流	574	36	31	26
现金净增加额	234	(804)	588	(95)
折旧和摊销	273	549	748	629
资本开支	(145)	(650)	(900)	(750)
营运资本变动	766	(519)	1,397	(31)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	10.50	10.20	9.76	9.70
最新发行在外股份（百万股）	1,285	1,285	1,285	1,285
ROIC(%)	(10.14)	(8.75)	(7.03)	(3.46)
ROE-摊薄(%)	(12.08)	(0.59)	(4.56)	(0.53)
资产负债率(%)	22.68	24.82	30.14	33.08
P/E（现价&最新股本摊薄）	(29.22)	(605.77)	(81.37)	(703.20)
P/B（现价）	3.45	3.55	3.71	3.73

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn