昆仑万维（300418.SZ）

优于大市

三季报点评：AI 短剧营收快速增长，AI 原生平台生态逐步成形

核心观点

营收高增长，投资收益带动业绩转正。1）2026 年前三季度公司实现营业收入 89.37 亿元，同比增长 53.96%；归母净利润 260.9 万元，较上年同期-6.65 亿元实现扭亏（主要受益于投资收益贡献）；扣非净利润-15.46 亿元，亏损同比扩大 129.52%；2）单季看，Q3 营业收入 35.78 亿元，同比增长 72.71%，较上半年 43.55%的增速明显加速，环比提升 33.52%；销售费用 24.78 亿元、同比增长 133.11%，销售费用率 69.26%；Q3 归母净利润-10.85 亿元（上年同期为+1.90 亿元），扣非-10.88 亿元；同期研发费用 3.58 亿元、同比下降 13.36%，管理费用 3.36 亿元、同比增长 7.83%。

AI 业务成为收入增长主要动力，AI 短剧表现亮眼。1）天工 AI 前三季度收入 43.21 亿元，同比增长 168.29%，占营收比重升至 48.35%，已成为第一增长引擎；2）AI 短剧方面，2026 年 9 月平台单月流水近 1 亿美元，对应年化 ARR 约 12 亿美元，较 6 月 6500 万美元的单月流水（ARR 7.8 亿美元）三个月再提升约 54%；前三季度平台整体 MAU 在海外短剧市场排名第一，FreeReels 位列出海短剧应用下载量第一；9 月上新剧集 95%以上为 AI 生成，DramaWave 用户人均单日使用时长超 40 分钟、FreeReels 保持 80 分钟以上；3）AI 游戏平台 GameWave 上线后 MAU 稳居行业第一、已积累千万级全球创作者与用户；AI 社交 Linky 9 月实现单月盈利。

持续围绕 AGI 与 AIGC 持续构建“4+3”体系。音乐模型 Mureka V9.5 与 O3 在音乐人评测中综合表现超越 Suno V5.5 和 Google Lyria 3 Pro；游戏世界模型 Matrix-Game 3.5 在 5B 参数下实现 720p 单卡 20FPS 实时生成与 1 分钟长时序记忆，10 月迭代开源的 4.0 版本在单张 5090 上实现 480p/60 帧、端到端延迟低于 150 毫秒；黎曼动力发布面向 Physical AI 的世界动作模型 Riemann-1.0，并联合建设 100 万小时具身数据集。

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：上调营收预测，下调盈利预测，维持 “优于大市”评级。考虑到海外 AI 短剧业务处于投入期，营收增长同时销售费用增长显著，我们上调收入预测同时下调盈利预测，预计 26/27/28 年归母净利润分别为-2.02/0.76/7.51 亿元，前值分别为 0.41/4.28/7.74 亿元，对应摊薄 EPS=-0.16/0.06/0.60 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	11,149	14,271	16,983
(+/-%)	15.2%	44.8%	36.0%	28.0%	19.0%
归母净利润(百万元)	-1595	-1593	-202	76	751
(+/-%)	-226.7%	-0.1%	--	-137.8%	886.1%
每股收益（元）	-1.30	-1.27	-0.16	0.06	0.60
EBIT Margin	-10.8%	-18.3%	-20.9%	-11.8%	-4.8%
净资产收益率（ROE）	-11.2%	-12.1%	-1.6%	0.6%	5.5%
市盈率（PE）	-31.0	-31.6	-249.9	661.7	67.1
EV/EBITDA	-110.9	-41.0	-24.8	-35.4	-82.2
市净率（PB）	3.46	3.82	3.88	3.87	3.72

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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	40.14 元
总市值/流通市值	51581/47143 百万元
52 周最高价/最低价	72.09/32.90 元
近 3 个月日均成交额	2505.66 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）-年报及 1 季报点评：营收高增长，AI 应用商业化加速》 ——2026-05-09

《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

营收高增长，投资业务带动净利润转盈

1）2026 年前三季度公司实现营业收入 89.37 亿元，同比增长 53.96%；归母净利润 260.9 万元，较上年同期-6.65 亿元实现扭亏（主要受益于投资收益）；扣非净利润-15.46 亿元，亏损同比扩大 129.52%；2）单季看，Q3 营业收入 35.78 亿元，同比增长 72.71%，较上半年 43.55%的增速明显加速，环比提升 33.52%；销售费用 24.78 亿元、同比增长 133.11%，销售费用率 69.26%；Q3 归母净利润-10.85 亿元（上年同期为+1.90 亿元），扣非-10.88 亿元；同期研发费用 3.58 亿元、同比下降 13.36%，管理费用 3.36 亿元、同比增长 7.83%。

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、%）



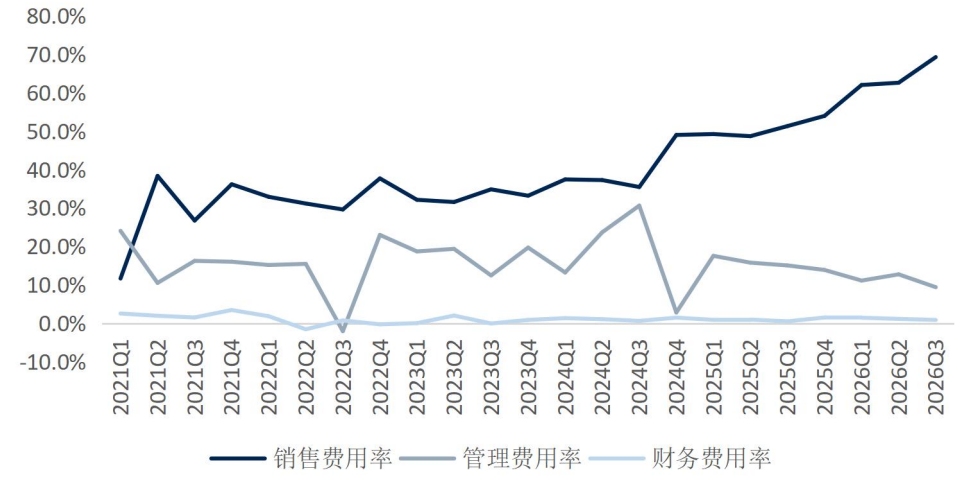
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

模型底座持续升级，AI 应用、Agent 及具身智能布局加速落地

1）音乐模型方面，公司推出 Mureka V9.5 与 O3 两款音乐大模型，在编曲编排、人声演绎、情绪表达与创作意图控制等维度迭代优化。Mureka V9.5 基于自研 MusiCoT 技术框架搭建高真实感的音乐生成底座，呈现更自然的创作特质；在音乐人评测中，模型综合表现超越 Suno V5.5 和 Google Lyria 3 Pro 等行业主流竞品。O3 在 V9.5 能力之上升级推理机制，将音乐思维链从一次性规划升级为生成过程中的持续推演。模型围绕整首歌曲创作目标，动态校验局部表达偏差并修正后续生成决策，实现更完整的歌曲结构、顺滑连贯的情绪演进，以及段落间更严谨的逻辑承接。

2）游戏世界模型方面，公司推出 Matrix-Game 3.5，围绕长时序场景记忆、跨视角一致性、空间几何建模和相机控制能力进行升级。模型通过 Patch Memory 对历史观察进行空间化记忆，并结合 Warped PRoPE 等机制处理相机运动和视角变化，同时对静态环境与动态主体进行区分建模，提升连续生成过程中的场景稳定性和主体一致性。5B 参数版本在 720p 分辨率下可实现单卡 20FPS 实时生成，支持 1 分钟长时序场景记忆，为 AI 游戏、数字仿真、机器人以及通用智能体等领域的研发落地提供底层技术支撑

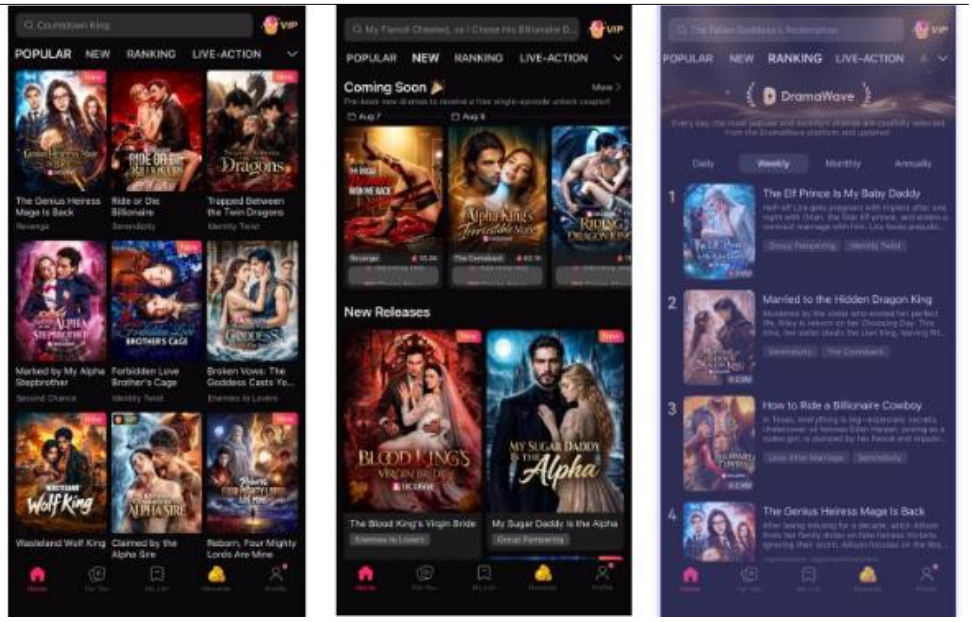
3）公司迭代发布并开源 Matrix-Game 4.0。作为全球首款运行在单张消费级显卡上的视频大模型游戏，Matrix-Game 4.0 首次跑通“代码生成游戏逻辑- 结构画面约束- 视频模型实时渲染”完整技术闭环。依托推理工程优化，模型在单张 5090 显卡上可实现 480p 分辨率、60 帧每秒实时交互，端到端操作响应延迟低于 150 毫秒，解决传统交互式世界模型高度依赖数据中心多卡集群、世界状态维护困难、长时序交互画面漂移等行业痛点。

4）黎曼动力发布面向通用具身智能的世界动作模型 Riemann-1.0，融合第一视角人类视频、UMI 示教及异构机器人轨迹训练；与光轮智能联合推进模型与评测平台适配，携手诺亦腾推进 100 万小时具身数据建设，构建"数据生产-模型训练-真实部署-反馈优化"技术闭环。艾捷科芯完成新一轮增资扩股，引入国家 AI 产业投资基金、长鑫芯聚、启航恒鑫、高榕资本等产业资本与机构投资者，投后估值突破 40 亿元。

短剧平台海外表现亮眼

公司积极推进 AI 短剧平台与工业化生产底座的协同迭代，强化“付费+免费”双产品差异化出海策略。据 SensorTower（全球移动应用数据分析机构）数据统计，2026 年前三季度，公司 AI 短剧平台整体 MAU（月活跃用户数）在海外短剧市场排名第一；FreeReels 稳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。

图6：DramaWave 界面图



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测：上调营收预测，下调盈利预测。考虑到海外 AI 短剧业务处于投入期，营收增长同时销售费用增长显著，我们上调收入预测，预计 26/27/28 年营业收入同比分别增长 36%/28/19%；考虑到短剧业务前期较高的投放费用，我们预计 26/27/28 年销售费用率分别为 65%/58%/52%；同时毛利率、研发费用保持稳定、管理费用率稳中有降；考虑销售费用提升，我们下调 26/27 年盈利预测，预计 26/27/28 年归母净利润分别为-2.02/0.76/7.51 亿元（前值分别为 0.41/4.28/7.74 亿元），对应摊薄 EPS=-0.16/0.06/0.60 元；

表1：盈利预测表

		2025 年度报表	2026E 年度报表	2027E 年度报表	2028E 年度报表
营业收入		8198	11149	14271	16983
	增长率（YOY）	44.8%	36.0%	28.0%	19.0%
营业成本		(2574)	(3066)	(3925)	(4670)
营业成本/营业收入		31.4%	27.5%	27.5%	27.5%
营业毛利		5625	8083	10347	12313
	毛利率	68.6%	72.5%	72.5%	72.5%
营业税金及附加		(6)	(8)	(11)	(13)
营业税金率		0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用		(4182)	(7247)	(8277)	(8831)
销售费用/营业收入		51.0%	65.0%	58.0%	52.0%

管理费用(不含无形资产摊销)	(1204)	(1449)	(1570)	(1698)
管理费用(不含无形资产摊销)/营业收入	14.7%	13.0%	11.0%	10.0%
研发费用	(1,676)	(1,672)	(2,141)	(2,547)
研发费用/营业收入	20.4%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：持续看好公司“4+3”体系布局潜力，维持“优于大市”评级。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2：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 2024	EPS 2025	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2024	PE 2025	PE 2026E	PE 2027E
300364.SZ	中文在线	优于大市	27.73	202	(0.33)	(0.92)	0.03	0.17	(83)	(30)	1067	164
300418	昆仑万维	优于大市	40.14	516	(1.27)	(1.28)	(0.16)	0.06	(32)	(31)	(251)	669

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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1543	1789	1815	1910	2588
应收款项	932	1187	284	363	432
存货净额	0	15	716	918	1093
其他流动资产	178	252	66	85	101
流动资产合计	**4858**	**4855**	**4492**	**4887**	**5826**
固定资产	368	350	534	714	875
无形资产及其他	810	786	755	725	694
投资性房地产	13323	13134	13134	13134	13134
长期股权投资	1318	1109	1104	1098	1093
资产总计	**20676**	**20234**	**20019**	**20558**	**21623**
短期借款及交易性金融负债	515	690	500	300	200
应付款项	1374	1275	1545	1982	2360
其他流动负债	1122	1458	1406	1646	1817
流动负债合计	**3011**	**3423**	**3450**	**3928**	**4376**
长期借款及应付债券	202	619	619	619	619
其他长期负债	480	548	548	548	548
长期负债合计	**681**	**1166**	**1166**	**1166**	**1166**
负债合计	**3693**	**4589**	**4617**	**5094**	**5543**
少数股东权益	2715	2460	2419	2429	2542
股东权益	14269	13185	12984	13035	13538
负债和股东权益总计	**20676**	**20234**	**20019**	**20558**	**21623**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	(1.30)	(1.27)	(0.16)	0.06	0.60
每股红利	0.18	0.19	0.00	0.02	0.20
每股净资产	11.59	10.50	10.34	10.38	10.78
ROIC	-4.48%	-12.45%	-19%	-12%	-6%
ROE	-11.18%	-12.08%	-2%	1%	6%
毛利率	74%	69%	73%	72%	72%
EBIT Margin	-11%	-18%	-21%	-12%	-5%
EBITDA Margin	-8%	-16%	-20%	-11%	-4%
收入增长	15%	45%	36%	28%	19%
净利润增长率	-227%	-0%	--	-138%	886%
资产负债率	31%	35%	35%	37%	37%
股息率	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.5%
P/E	(31.0)	(31.6)	(249.9)	661.7	67.1
P/B	3.5	3.8	3.9	3.9	3.7
EV/EBITDA	(110.9)	(41.0)	(24.8)	(35.4)	(82.2)

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**5662**	**8198**	**11149**	**14271**	**16983**
营业成本	1497	2574	3066	3925	4670
营业税金及附加	4	6	8	11	13
销售费用	2304	4182	7247	8277	8831
管理费用	924	1264	1481	1601	1730
研发费用	1543	1676	1672	2141	2547
财务费用	65	81	3	(7)	(23)
投资收益	9	(99)	1800	1600	1600
资产减值及公允价值变动	(1146)	(77)	200	200	200
其他收入	(1548)	(1684)	(1672)	(2141)	(2547)
营业利润	(1816)	(1770)	(329)	124	1015
营业外净收支	(3)	(54)	(30)	(30)	(30)
利润总额	**(1819)**	**(1824)**	**(359)**	**94**	**985**
所得税费用	128	294	54	9	49
少数股东损益	(352)	(525)	(103)	27	283
归属于母公司净利润	**(1595)**	**(1593)**	**(202)**	**76**	**751**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	(1595)	(1593)	(202)	76	751
资产减值准备	330	(36)	143	137	142
折旧摊销	130	163	104	115	128
公允价值变动损失	1146	77	(200)	(200)	(200)
财务费用	65	81	3	(7)	(23)
营运资本变动	2443	113	750	513	430
其它	(732)	(567)	(184)	(126)	(29)
经营活动现金流	**1722**	**(1843)**	**411**	**516**	**1222**
资本开支	0	29	(201)	(201)	(201)
其它投资现金流	(644)	593	0	0	0
投资活动现金流	**(740)**	**830**	**(195)**	**(195)**	**(195)**
权益性融资	(10)	415	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(227)	(239)	0	(25)	(248)
其它融资现金流	(87)	1320	(190)	(200)	(100)
融资活动现金流	**(551)**	**1258**	**(190)**	**(225)**	**(348)**
现金净变动	**431**	**245**	**26**	**95**	**678**
货币资金的期初余额	1112	1543	1789	1815	1910
货币资金的期末余额	1543	1789	1815	1910	2588
企业自由现金流	0	(1440)	(1149)	(877)	(269)
权益自由现金流	0	(120)	(1341)	(1071)	(351)

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