

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

买入 (维持)

2026 年 04 月 28 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

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	5,662	8,198	10,247	12,378	14,717
同比 (%)	15.20	44.78	24.99	20.79	18.90
归母净利润 (百万元)	(1,594.80)	(1,592.73)	(1,109.92)	(585.72)	(7.04)
同比 (%)	(226.74)	0.13	30.31	47.23	98.80
EPS-最新摊薄 (元/股)	(1.27)	(1.27)	(0.88)	(0.47)	(0.01)
P/S (现价&最新摊薄)	11.00	7.60	6.08	5.03	4.23

投资要点

- **事件:** 2025 年公司实现营收 81.98 亿元, 同比增长 44.78%, 归母净利润为-15.93 亿元, 与上年同期基本持平, 扣非归母净利润-17.25 亿元。2026 年一季度实现营收 25.70 亿元, 同比增长 45.69%, 归母净利润-8.87 亿元, 与上年同期基本持平, 扣非归母净利润-8.91 亿元。收入端增长强劲, 主要得益于短剧及 AI 业务商业化加速, 但战略性的高研发与高销售投入使利润端仍在承压, 2025 年业绩略低于我们此前预期。
- **短剧与 AI 业务成为核心增长引擎。** 2025 年公司 AGI 与 AIGC 业务商业化取得重要进展。分业务板块看, 1) 天工 AI 板块 2025 年实现收入 23.69 亿元, 同比大增 251.74%, 成为公司第二大收入支柱。其中短剧和 AI 短剧平台业务表现尤为亮眼, 全年收入 16.17 亿元, 同比激增 864.92%, 截至 2025 年 12 月, 月流水近 3600 万美元, ARR 超 4 亿美元, 已形成稳定的商业化基本盘。AI 软件技术业务收入 2.05 亿元, 同比增长 430.86%。2) Opera 2025 年实现收入 43.79 亿元, 同比增长 28.11%, 作为公司现金牛业务, 持续稳健增长, Opera 系列浏览器正全面向 AI 原生平台演进。3) StarMaker 2025 年收入 10.59 亿元, 同比略降 3.97%。
- **高研发与高销售投入导致利润端承压, 但为长期发展构筑壁垒。** 2025 年公司归母净利润为-15.93 亿元, 处于战略性投入期。利润端承压的主要原因: 1) 研发投入持续加码, 全年研发费用 16.76 亿元, 同比增长 8.6%, 用于巩固视频模型 SkyReels、音乐模型 Mureka 等核心技术在全球的领先地位。2) 市场推广力度显著加大, 全年销售费用 41.82 亿元, 同比大增 81.53%, 主要用于为短剧、AI 音乐等新产品获取用户和流量。这两项战略性投入虽然短期内拖累了利润, 但已帮助公司构建起差异化的技术壁垒, 并推动了用户规模与流水的快速提升。
- **AI 全产业链布局领先, 多模态模型与应用生态协同效应初显。** 公司已构建起“四大 SOTA 模型 (视频、音乐音频、世界模型、基座文本与多模态)+五大核心应用 (短剧、音乐、游戏、SuperAgent、社交)”的完整 AI 生态。近期, SkyReels-V4 和 Mureka V8 在 Artificial Analysis 等国际权威榜单中斩获多项全球第一, 技术实力获国际认可。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司仍处于 AI 业务的战略投入期, 研发与市场费用预计将维持高位, 但收入增长潜力大, 我们调整 2026-2027 年盈利预测, 预计 2026/2027/2028 年营业收入分别为 102/124/147 亿元 (2026/2027 年前值为 104/122 亿元), EPS 为 -0.88/-0.47/-0.01 元 (2026/2027 年前值为 -0.34/0.08 元), 当前股价对应 2026/2027/2028 年 PS 分别为 6/5/4 倍。看好公司 AI 技术全球领先及商业化加速兑现, 有望逐步实现盈利, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** AI 进展不及预期, 经营性业务不及预期, 行业监管风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.60
一年最低/最高价	30.51/72.09
市净率(倍)	4.72
流通 A 股市值(百万元)	62,222.74
总市值(百万元)	62,265.70

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.50
资产负债率(% ,LF)	22.68
总股本(百万股)	1,255.36
流通 A 股(百万股)	1,254.49

相关研究

- 《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
- 《昆仑万维(300418): 2025 年中报点评: 收入增长亮眼亏损显著收窄, AI 全产业链布局持续取得进展》  
2025-08-28

昆仑万维三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>4,855</b>	<b>3,725</b>	<b>3,772</b>	<b>4,460</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,198</b>	<b>10,247</b>	<b>12,378</b>	<b>14,717</b>
货币资金及交易性金融资产	3,400	1,918	2,048	2,347	营业成本(含金融类)	2,574	3,385	4,314	5,334
经营性应收款项	1,262	1,530	1,490	1,791	税金及附加	6	10	12	15
存货	15	3	20	9	销售费用	4,182	4,765	4,951	5,151
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,264	1,537	1,857	2,207
其他流动资产	178	274	213	313	研发费用	1,676	1,742	1,857	1,987
<b>非流动资产</b>	<b>15,379</b>	<b>15,430</b>	<b>15,533</b>	<b>15,604</b>	财务费用	81	0	30	23
长期股权投资	1,109	1,109	1,109	1,109	加:其他收益	23	31	37	44
固定资产及使用权资产	480	531	634	705	投资净收益	(99)	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	199	(50)	(10)	(2)
无形资产	786	786	786	786	减值损失	(315)	0	0	0
商誉	4,829	4,829	4,829	4,829	资产处置收益	7	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>(1,770)</b>	<b>(1,211)</b>	<b>(616)</b>	<b>42</b>
其他非流动资产	8,174	8,174	8,174	8,174	营业外净收支	(54)	(50)	(50)	(50)
<b>资产总计</b>	<b>20,234</b>	<b>19,155</b>	<b>19,305</b>	<b>20,064</b>	<b>利润总额</b>	<b>(1,824)</b>	<b>(1,261)</b>	<b>(666)</b>	<b>(8)</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,423</b>	<b>3,731</b>	<b>4,613</b>	<b>5,381</b>	减:所得税	294	126	67	1
短期借款及一年内到期的非流动负债	690	590	540	490	<b>净利润</b>	<b>(2,117)</b>	<b>(1,387)</b>	<b>(732)</b>	<b>(9)</b>
经营性应付款项	1,275	1,546	2,049	2,396	减:少数股东损益	(525)	(277)	(146)	(2)
合同负债	224	271	345	427	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(1,593)</b>	<b>(1,110)</b>	<b>(586)</b>	<b>(7)</b>
其他流动负债	1,234	1,325	1,679	2,068	每股收益-最新股本摊薄(元)	(1.27)	(0.88)	(0.47)	(0.01)
非流动负债	1,166	1,166	1,166	1,166	EBIT	(1,520)	(1,161)	(575)	67
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	(1,247)	(612)	172	695
应付债券	619	619	619	619	毛利率(%)	68.61	66.97	65.15	63.75
租赁负债	60	60	60	60	归母净利率(%)	(19.43)	(10.83)	(4.73)	(0.05)
其他非流动负债	488	488	488	488	收入增长率(%)	44.78	24.99	20.79	18.90
<b>负债合计</b>	<b>4,589</b>	<b>4,898</b>	<b>5,779</b>	<b>6,548</b>	归母净利润增长率(%)	0.13	30.31	47.23	98.80
归属母公司股东权益	13,185	12,075	11,490	11,483					
少数股东权益	2,460	2,182	2,036	2,034					
<b>所有者权益合计</b>	<b>15,645</b>	<b>14,257</b>	<b>13,525</b>	<b>13,516</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>20,234</b>	<b>19,155</b>	<b>19,305</b>	<b>20,064</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(736)	(638)	1,130	1,136	每股净资产(元)	10.50	9.62	9.15	9.15
投资活动现金流	418	(650)	(900)	(750)	最新发行在外股份(百万股)	1,255	1,255	1,255	1,255
筹资活动现金流	574	(145)	(89)	(85)	ROIC(%)	(10.14)	(7.85)	(4.18)	0.50
现金净增加额	234	(1,433)	141	301	ROE-摊薄(%)	(12.08)	(9.19)	(5.10)	(0.06)
折旧和摊销	273	549	748	629	资产负债率(%)	22.68	25.57	29.94	32.63
资本开支	(145)	(650)	(900)	(750)	P/S(现价&最新股本摊薄)	7.60	6.08	5.03	4.23
营运资本变动	766	56	1,015	429	P/B(现价)	4.72	5.16	5.42	5.42

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。

## 免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。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。

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>