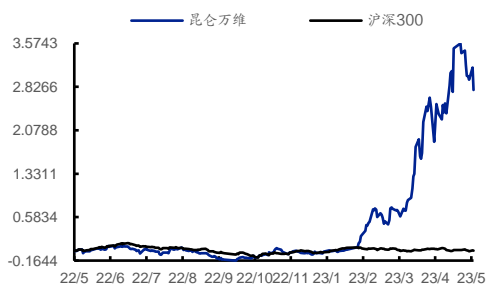


研究所  
 证券分析师：姚蕾 S0350521080006  
 yaol02@ghzq.com.cn  
 证券分析师：谭瑞峤 S0350521120004  
 tanrq@ghzq.com.cn

## 核心业务增长强劲，“ALL in” AGI 与 AIGC

### ——昆仑万维（300418）2022 年年报及 2023 年一季报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2023/05/16

表现	1M	3M	12M
昆仑万维	12.4%	120.4%	277.4%
沪深 300	-2.8%	-2.8%	0.5%

市场数据

2023/05/16

当前价格 (元)	54.78
52 周价格区间 (元)	11.94-70.66
总市值 (百万)	65,496.13
流通市值 (百万)	59,545.20
总股本 (万股)	119,562.12
流通股本 (万股)	108,698.80
日均成交额 (百万)	7,480.33
近一月换手 (%)	11.42

### 事件：

- 1、公司 2022 年实现营业收入 47.4 亿元，yoy-2.3%，经营性净利润 7.6 亿元，yoy+74%；对应 2022Q4 营业收入 13.4 亿元，yoy+4.3%。
- 2、公司 2023 年 Q1 实现营业收入 12.2 亿元，yoy+2%，经营性净利润 1.7 亿元，yoy+70%。
- 3、公司于 4 月 17 日启动大语言模型“天工”3.5 邀请测试。

### 投资要点：

#### ■ 核心业务强势增长，海外业务占比再提升。

2022 全年营收 47.4 亿元，毛利润 37.3 亿元 (yoy+7.4%)，毛利率 78.8% (同比+7.1pct)，研发投入 7.4 亿元 (占收入 15.5%)，研发人员 1266 人 (占比 72.6%)，经营性净利润 7.6 亿元，yoy+74%，归母净利润 11.5 亿元 (yoy-25.5%)，归母经营性净利润 (不含投资) 6.4 亿元，yoy+112%。

**分区域看**，2022 年海外业务取得正增长，收入占比 78%，较 2021 年的 70% 进一步提升，主要来自 Opera 的驱动 (2022 年实现营收 23.1 亿元，yoy+31.9%)。

**分业务看**，2022 年整体收入结构更加均衡，社交娱乐、广告、搜索、游戏收入占比分别为 35%、27%、20%、15%。

2023Q1 营收 12.2 亿元，归母净利润 2.1 亿元，经营性净利润 1.7 亿元，yoy+70%。

#### ■ “All in” AGI 与 AIGC，战略重组 Star X 和 Ark Games，年内将陆续发布音乐 AI 和游戏 AI 产品

战略上，公司提出“All in”AGI 与 AIGC，对旗下业务进行战略重组：  
 ①将 StarX 与 Ark Games 合并升级为 StarArk，以音乐 AI 与游戏 AI 为主要发展方向，研发推出相关产品，帮助创作者提高生产力，满足

用户的个性化需求；②战略简化国内互动娱乐平台闲徕互娱。

**AIGC 板块：**①2022 年，海外社交娱乐平台 StarMaker 开发并推出 StarMaker VR 版；旗下 MusicX Lab 在 AIGC 方向取得突破，AI 作曲商业化进程加快；截至 2022 年底，Starmaker 累计注册用户达 3.1 亿。2023 年，公司计划推出一系列音乐 AI 产品及内容，并将其融入现有产品生态，一端赋能音乐创作者，另一端丰富 StarMaker 平台玩法与内容。②2022 年，全球移动游戏平台 Ark Games 主打产品《圣境之塔》完成港澳台、欧美及日韩等地区上线，于 2022 年 9 月成功取得国内游戏版号，预期于 2023 年完成国内发行，并计划推出 PC 版。《战龙崛起》、《D-War》、《代号 D》等多款游戏储备待上线。

**海外信息分发与元宇宙板块：**Opera 围绕“浏览器+”发展思路，Opera GX 浏览器持续进行产品升级，成为全球首款内置 TikTok 的浏览器。截至 2023Q1，Opera GX 游戏浏览器月活跃用户已突破 2200 万（2022Q4 为 2000 万）、GX.games 上线游戏超 4000 款（2022Q4 为 3000 款），桌面端与移动端游戏内容不断丰富；GameMaker Studio 游戏引擎全面升级。Opera 已与 OpenAI 展开全面合作，提供如“Shorten”等原生 AI 功能。

■ “天工” 3.5 大模型发布，在语义理解、逻辑推演等方面表现较好。

公司从 2021 年开始布局 AIGC 领域，致力于在 AIGC 模型算法上的技术创新。2022 年上半年公司旗下 StarX MusicX Lab 音乐实验室完成首批五首完全由 AI 作曲的歌曲发布，并在 Spotify、SoundCloud、QQ 音乐和网易云音乐等海内外 180 余个音乐平台上线。2022 年发布了“昆仑天工” AIGC 全系列算法与模型；2022 年 11 月公司与奇点智源就 ChatGPT、图像视频生成等 AIGC 技术领域达成全面技术战略合作，于 2023 年 2 月 9 日宣布预计年内发布中国版类 ChatGPT，并将代码开源。中国版类 ChatGPT 的知识产权归奇点智源所有，后续公司享有其商业化产生的净利润的 50%；2023 年 4 月 17 日公司启动大语言模型“天工” 3.5 邀请测试，后续公司将继续推进“昆仑天工”系列模型的研发与迭代升级，聚焦文本、音乐、图像、编程等多模态内容生成能力，全力投入 AIGC 开源社区建设。

■ **盈利预测和投资评级：**公司 2009 年涉足出海业务、2020 年布局 AI 领域，在 AIGC 技术革命浪潮下提前布局卡位相关技术，实现“大模型+垂类模型+应用场景/流量入口”的全面布局，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 13.24/15.14/17.18 亿元，对应 PE 为 49/43/38X，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**AGI 与 AIGC 发展不及预期、市场风格切换、宏观经济波动、市场竞争加剧、海外市场不及预期、新产品开发和运营不及预期、互联网产品生命周期不及预期、投资项目业绩不及预期、汇率波动、商誉减值、核心管理团队和技术人才流失等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4736	5396	6096	6894
增长率 (%)	-2	14	13	13
归母净利润 (百万元)	1153	1324	1514	1718
增长率 (%)	-25	15	14	13
摊薄每股收益 (元)	0.96	1.11	1.27	1.44
ROE (%)	9	9	10	10
P/E	14.86	49.46	43.25	38.12
P/B	1.35	4.67	4.21	3.79
P/S	3.61	12.14	10.74	9.50
EV/EBITDA	15.58	46.28	40.35	34.75

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图表 1: 业务拆分表

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>收入</b>				
增值服务业务-社交网络-海外	1,076.60	1,238.09	1,423.80	1,637.37
增值服务业务-社交网络-国内	595.71	685.07	753.58	828.94
网络广告服务	1,281.75	1,474.01	1,695.11	1,949.38
搜索引擎收入	942.74	1,084.15	1,246.78	1,433.79
增值服务收入-游戏收入	727.00	763.35	786.25	801.98
其他	112.61	150.51	190.32	242.05
<b>成本</b>				
增值服务业务-社交网络-海外	139.26	185.71	213.57	245.61
增值服务业务-社交网络-国内	13.38	13.70	15.07	16.58
网络广告服务	442.52	339.02	339.02	389.88
搜索引擎收入	50.87	58.54	67.33	77.42
增值服务收入-游戏收入	333.95	343.51	353.81	360.89
其他	21.77	48.02	57.16	69.05
<b>毛利率</b>				
增值服务业务-社交网络-海外	87.07%	85.00%	85.00%	85.00%
增值服务业务-社交网络-国内	97.75%	98.00%	98.00%	98.00%
网络广告服务	65.48%	77.00%	80.00%	80.00%
搜索引擎收入	94.60%	94.60%	94.60%	94.60%
增值服务收入-游戏收入	54.06%	55.00%	55.00%	55.00%
其他	65.10%	68.10%	69.97%	71.47%

资料来源: wind、国海证券研究所

附表：昆仑万维盈利预测表

证券代码:	300418				股价:	54.78				投资评级:	买入				日期:	2023/05/16			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	9%	9%	10%	10%	EPS	0.97	1.11	1.27	1.44										
毛利率	79%	82%	83%	83%	BVPS	10.71	11.74	13.00	14.44										
期间费率	47%	44%	44%	44%	<b>估值</b>														
销售净利率	24%	25%	25%	25%	P/E	14.86	49.46	43.25	38.12										
<b>成长能力</b>					P/B	1.35	4.67	4.21	3.79										
收入增长率	-2%	14%	13%	13%	P/S	3.61	12.14	10.74	9.50										
利润增长率	-25%	15%	14%	13%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>										
总资产周转率	0.27	0.28	0.29	0.30	营业收入	4736	5396	6096	6894										
应收账款周转率	6.03	6.25	5.22	5.22	营业成本	1002	989	1046	1159										
存货周转率	—	—	—	—	营业税金及附加	6	6	7	8										
<b>偿债能力</b>					销售费用	1566	1646	1890	2137										
资产负债率	17%	16%	16%	15%	管理费用	628	701	792	896										
流动比	1.25	1.65	2.07	2.45	财务费用	10	17	17	17										
速动比	1.22	1.63	2.05	2.43	其他费用/(-收入)	690	788	914	1034										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	1401	1535	1755	2012										
现金及现金等价物	2502	3635	4836	6575	营业外净收支	-13	-4	-4	-4										
应收款项	785	863	1169	1321	利润总额	1388	1531	1751	2008										
存货净额	0	0	0	0	所得税费用	154	107	123	141										
其他流动资产	154	185	183	221	净利润	1234	1424	1628	1868										
<b>流动资产合计</b>	<b>3441</b>	<b>4683</b>	<b>6188</b>	<b>8117</b>	少数股东损益	81	100	114	149										
固定资产	65	81	91	95	归属于母公司净利润	1153	1324	1514	1718										
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>										
无形资产及其他	13025	13281	13537	13795	经营活动现金流	831	1263	1306	1805										
长期股权投资	1029	1029	1029	1029	净利润	1153	1324	1514	1718										
<b>资产总计</b>	<b>17561</b>	<b>19074</b>	<b>20846</b>	<b>23037</b>	少数股东权益	81	100	114	149										
短期借款	618	618	618	618	折旧摊销	146	100	106	112										
应付款项	1607	1688	1799	2066	公允价值变动	-477	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-193	-29	-161	133										
其他流动负债	536	535	568	624	投资活动现金流	805	-722	-687	-649										
<b>流动负债合计</b>	<b>2762</b>	<b>2841</b>	<b>2985</b>	<b>3308</b>	资本支出	-78	-384	-384	-384										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	882	-610	-610	-610										
其他长期负债	256	256	256	256	其他	1	272	307	345										
<b>长期负债合计</b>	<b>256</b>	<b>256</b>	<b>256</b>	<b>256</b>	筹资活动现金流	-2285	-7	-17	-17										
<b>负债合计</b>	<b>3018</b>	<b>3097</b>	<b>3241</b>	<b>3564</b>	债务融资	-721	0	0	0										
股本	1186	1196	1196	1196	权益融资	120	10	0	0										
股东权益	14543	15977	17605	19473	其它	-1684	-17	-17	-17										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17561</b>	<b>19074</b>	<b>20846</b>	<b>23037</b>	现金净增加额	-592	533	602	1139										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业7年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业4年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业3年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

杨牧笛，传媒教育行业研究助理，上海财经大学本科，福特汉姆大学硕士，从业1年，主要研究方向为游戏赛道。

## 【分析师承诺】

姚蕾，谭瑞娇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。