

分析师: 乔琪
 登记编码: S0730520090001
 qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

加大 AI 领域投入力度, 关注“天工”模型发布情况

——昆仑万维(300418)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

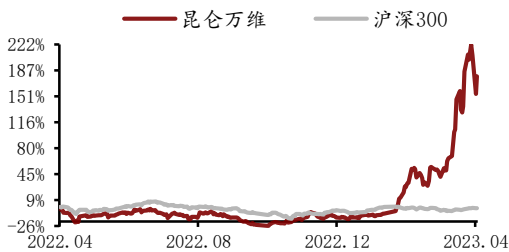
市场数据(2023-04-11)

收盘价(元)	45.76
一年内最高/最低(元)	52.88/12.13
沪深 300 指数	4,100.15
市净率(倍)	4.27
流通市值(亿元)	494.02

基础数据(2022-12-31)

每股净资产(元)	10.71
每股经营现金流(元)	0.70
毛利率(%)	78.85
净资产收益率_摊薄(%)	9.08
资产负债率(%)	17.18
总股本/流通股(万股)	118,821.87/107,958.5
	5
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 聚源, 中原证券

相关报告

- 《昆仑万维(300418)季报点评: Opera 表现优秀, 期待 AIGC 更多商业化可能》 2022-11-01
- 《昆仑万维(300418)中报点评: Opera 增长强劲, AIGC 赋能内容创作》 2022-09-02
- 《昆仑万维(300418)年报点评: 三大业务板块助公司转型, 新老业务带动毛利率上升》 2018-04-23

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2023 年 04 月 12 日

公司发布 2022 年年度报告, 2022 年实现营业收入 47.36 亿元, 同比减少 2.35%; 归母净利润 11.52 亿元, 同比减少 25.49%; 扣非后归母净利润 11.54 亿元, 同比减少 10.15%。

Q4 单季度营业收入 13.37 亿元, 同比增加 4.25%, 环比增加 16.35%; 归母净利润 3.66 亿元, 同比扭亏, 环比增加 154.79%; 扣非后归母净利润 2.79 亿元, 同比扭亏, 环比增加 55.72%。

投资要点:

- **元宇宙业务健康发展, Opera 收入创历史新高。**公司信息分发与元宇宙平台 Opera 继续向用户 ARPU 值更高的发达国家和地区进行扩张, 截止至 2022Q4, Opera 全球平均 MAU 达 3.24 亿, 年化 ARPU 值也从 2021Q4 的 0.83 美元提升至 2022Q4 的 1.18 美元, 同比增长 42%。Opera 全年实现营业收入 3.31 亿美元, 同比增长 31.9%, 净利润 1503.5 万美元, 实现扭亏为盈, 调整后 EBITDA 为 6808.4 万美元, 同比增长 134.7%; 预计 2023 年 Opera 将实现收入 3.7 亿美元-3.9 亿美元, 同比增长约 11.78%-17.82%。游戏浏览器 Opera GX (PC+移动端) MAU 从 2021Q4 的 1400 万增长至 2000 万, 同比增长超 40%, ARPU 提升至 3.3 美元; 游戏社区 GX.Games 上线游戏超 3000 款。

此外 Opera 已经宣布与 OpenAI 展开合作, 接入 ChatGPT 为用户提供“Shorten”功能, 利用 AI 生成网页或文章的总结或摘要, 未来 Opera 浏览器有望集成更多 AIGC 工具。

- **海外社交业务毛利大幅攀升, StarX 继续巩固领先地位。**StarX 已经成为全球领先的音乐社交平台, 累计注册用户 3.1 亿, 在东南亚、中东地区优势稳固, 同时也积极开拓拉美及亚欧等新兴市场。其核心产品 StarMaker 的 VR 版本也完成了首个版本商业化发布, 加入更多音乐玩法并在多个 VR 技术场景中推广应用 AIGC 技术, StarMaker VR 已经在 Oculus App Lab 和 SideQuest 上线。StarX 旗下 MusicX Lab 已经能够利用 AI 技术实现作词、作曲、编曲等功能, 创作的歌曲在全球 180 多个音视频平台发布。StarX 调整运营策略, 提升商业化水平, 推动海外社交娱乐业务毛利率大幅提升 35.21pct 至 87.07%。
- **游戏业务发展稳定。**全球移动游戏平台 Ark Games 继续聚焦精品化、全球化发展, 核心产品《圣境之塔》已经完成在港澳台、欧美和日韩地区的上线, 单日最高流水突破 20 万美元, 首月流水突破 300 万美元, 目前《圣境之塔》已经获得国内版号, 预计将于

2023 年在国内上线。此外 Ark Games 还有《战龙崛起》、《D-War》、《代号 D》等多个产品储备未来将陆续在海外和国内上线。国内休闲娱乐平台闲徕互娱在继续保持行业 TOP2 的市场地位的同时持续探索棋牌游戏的创新玩法，探索国内棋牌市场新的发展空间。

- **大力投入 AIGC，即将发布大语言模型产品。**公司未来将继续大力投入 AGI 与 AIGC，全力推进“昆仑天工”系列模型的研发与迭代升级，建立公司在 AI 领域的领先优势。在 2023 年初，公司对旗下业务进行战略重组，将 StarX 和 Ark Games 合并升级为 StarArk，整合资源更好聚焦 AIGC，以音乐 AI 和游戏 AI 为主要发展方向，在 2023 年陆续研发推出相关产品，帮助创作者提高生产力。另外公司和奇点智源联合开发的对标 ChatGPT 的双千亿级大语言模型“天工”3.5 也将于 4 月 17 日启动测试。
- **投资建议与盈利预测：**公司五大业务板块发展稳健，出海发展取得较好进展。在 AI 领域，公司前瞻布局，将 AI 技术和公司现有业务进行融合，未来还将继续产出更多 AIGC 内容产品。2023 年，公司将对现有业务进行进一步调整，促进各业务板块协同发展，更加聚焦 AI、元宇宙以及科技股权投资业务，建议关注近期“天工”大模型的发布和测试情况。预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.12 元、1.29 元和 1.39 元，按照 4 月 11 日收盘价 45.76 元，对应 PE 为 40.73 倍、35.45 倍和 33.00 倍，维持“增持”评级。

风险提示：新技术表现不及预期；市场竞争加剧；游戏行业政策风险；海外市场拓展不及预期；投资项目表现不及预期

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,850	4,736	5,393	5,936	6,461
增长比率（%）	-10.51	-2.35	13.85	10.08	8.83
净利润（百万元）	1,547	1,153	1,335	1,534	1,648
增长比率（%）	-69.32	-25.49	15.82	14.91	7.44
每股收益(元)	1.30	0.97	1.12	1.29	1.39
市盈率(倍)	35.15	47.18	40.73	35.45	33.00

资料来源：聚源，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,028	3,441	4,553	6,258	8,206
现金	1,985	1,000	1,720	2,868	4,241
应收票据及应收账款	595	785	659	712	779
其他应收款	71	90	90	108	108
预付账款	44	33	42	46	51
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,333	1,533	2,042	2,523	3,027
非流动资产	13,870	14,119	14,265	14,335	14,373
长期投资	1,794	1,029	1,129	1,179	1,209
固定资产	57	65	70	62	55
无形资产	667	700	720	732	735
其他非流动资产	11,353	12,325	12,346	12,362	12,375
资产总计	17,899	17,561	18,818	20,593	22,579
流动负债	4,471	2,762	2,565	2,661	2,832
短期借款	1,183	618	130	0	0
应付票据及应付账款	2,543	1,607	1,896	2,069	2,191
其他流动负债	745	536	539	591	641
非流动负债	137	256	258	260	261
长期借款	19	0	0	0	0
其他非流动负债	118	256	258	260	261
负债合计	4,608	3,018	2,823	2,920	3,093
少数股东权益	2,910	1,845	1,916	1,996	2,083
股本	1,198	1,186	1,186	1,186	1,186
资本公积	1,125	1,460	1,460	1,460	1,460
留存收益	9,403	10,478	11,859	13,456	15,183
归属母公司股东权益	10,381	12,698	14,079	15,676	17,403
负债和股东权益	17,899	17,561	18,818	20,593	22,579

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,173	831	1,332	1,199	1,208
净利润	1,481	1,234	1,405	1,615	1,735
折旧摊销	166	146	47	39	36
财务费用	73	44	26	7	4
投资损失	-1,665	-141	-351	-386	-420
营运资金变动	476	-193	357	92	37
其他经营现金流	644	-259	-153	-168	-183
投资活动现金流	-1,156	805	0	185	266
资本支出	-54	-78	-108	-81	-68
长期投资	-1,085	882	-620	-535	-538
其他投资现金流	-17	1	728	801	872
筹资活动现金流	-1,159	-2,285	-612	-236	-102
短期借款	-413	-565	-488	-130	0
长期借款	16	-19	0	0	0
普通股增加	24	-12	0	0	0
资本公积增加	-498	335	0	0	0
其他筹资现金流	-288	-2,024	-124	-106	-102
现金净增加额	-1,209	-592	720	1,148	1,373

资料来源: 聚源, 中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,850	4,736	5,393	5,936	6,461
营业成本	1,372	1,002	1,190	1,322	1,447
营业税金及附加	7	6	8	9	10
营业费用	1,473	1,566	1,618	1,722	1,874
管理费用	760	628	755	801	872
研发费用	596	690	809	890	969
财务费用	113	10	16	21	39
资产减值损失	-800	-143	-162	-178	-194
其他收益	37	26	27	30	32
公允价值变动收益	179	477	377	416	452
投资净收益	1,665	141	351	386	420
资产处置收益	0	1	1	1	1
营业利润	1,562	1,401	1,537	1,766	1,897
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	14	10	11	12
利润总额	1,561	1,388	1,527	1,755	1,885
所得税	80	154	122	140	151
净利润	1,481	1,234	1,405	1,615	1,735
少数股东损益	-66	81	70	81	87
归属母公司净利润	1,547	1,153	1,335	1,534	1,648
EBITDA	795	1,082	1,141	1,320	1,422
EPS (元)	1.31	0.97	1.12	1.29	1.39

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	-10.51	-2.35	13.85	10.08	8.83
营业利润 (%)	-72.51	-10.30	9.73	14.87	7.44
归属母公司净利润 (%)	-69.32	-25.49	15.82	14.91	7.44
获利能力					
毛利率 (%)	71.72	78.85	77.94	77.73	77.60
净利率 (%)	31.89	24.33	24.75	25.84	25.51
ROE (%)	14.90	9.08	9.48	9.78	9.47
ROIC (%)	4.08	5.43	6.18	6.61	6.49
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.74	17.18	15.00	14.18	13.70
净负债比率 (%)	34.67	20.75	17.65	16.52	15.87
流动比率	0.90	1.25	1.77	2.35	2.90
速动比率	0.78	1.22	1.75	2.32	2.87
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.27	0.30	0.30	0.30
应收账款周转率	8.31	6.86	7.20	8.00	8.00
应付账款周转率	0.65	0.48	0.68	0.67	0.68
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.30	0.97	1.12	1.29	1.39
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.99	0.70	1.12	1.01	1.02
每股净资产 (最新摊薄)	8.74	10.69	11.85	13.19	14.65
估值比率					
P/E	35.15	47.18	40.73	35.45	33.00
P/B	5.24	4.28	3.86	3.47	3.12
EV/EBITDA	34.07	15.58	46.39	39.13	35.36

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。