

增持 (维持)

昆仑万维 (300418.SZ)

主营业务快速突破, 天工模型蓄势待发

2023年04月12日

市场数据

| 日期 | 2023-04-12 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元) | 51.28 |
| 总股本(百万股) | 1188.22 |
| 流通股本(百万股) | 1079.59 |
| 净资产(百万元) | 12697.71 |
| 总资产(百万元) | 17560.75 |
| 每股净资产(元) | 10.94 |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证传媒】昆仑万维 2022 年度业绩预告点评: 核心主业增长亮眼, 多维布局未来可期》2023-01-31

《【兴证传媒】昆仑万维 (300418) 2022 年三季报点评: 多维创新拓宽边界, VR 业务加速落地》2022-11-03

《【兴证传媒】昆仑万维 (300418) 2022 年中报点评: 多元业务协同发展, 出海版图稳步扩张》2022-09-02

分析师:

李阳

liyanyjs@xyzq.com.cn

S0190518080004

杨尚东

yangshangdong@xyzq.com.cn

S0190521030003

投资要点

- **事件: 昆仑万维发布 2022 年度报告。**2022 年, 公司实现营业收入 47.36 亿元, 同比下降 2.35%; 归母净利润 11.53 亿元, 同比下降 25.49%; 扣非后归母净利润 11.54 亿元, 同比下降 10.15%。2022 年第四季度, 公司实现营业收入 13.37 亿元, 同比增长 4.25%; 归母净利润 3.66 亿元, 同比增长 152.35%; 扣非归母净利润 2.79 亿元, 同比增长 145.26%。
- **核心业务突破显著, 投资收益拖累业绩。**2022 年公司投资收益下降导致净利润同比下滑, 但四大核心业务盈利能力提升, 归母经营性净利润大幅增长 112% 至 6.4 亿元。1) **Opera 用户规模及 ARPU 双升:** 2022 年第四季度, Opera 全球平均月活达 3.24 亿人, 年化 ARPU 值达到 1.18 美元, 同比增长 42%, 全年净利润 1503.5 万美元, 实现经调整后 EBITDA 6808.4 万美元, 同比增长 134.7%, 超出此前指引及市场预期。2) **元宇宙板块潜力释放:** 截至 2022 年底, 元宇宙平台 Opera GX (PC+移动端) 月活已突破 2000 万人, 同比增长超 40%; ARPU 值提升至 3.3 美元, GX.games 发布游戏已超过 3000 款。3) **海外社交娱乐盈利增厚:** StarMaker 已在东南亚、中东及拉美等主流市场稳居行业第一, 2022 年公司海外社交娱乐业务毛利率同比增加 35pct 至 87%; 4) **AIGC 取得历史性突破:** 公司 AI 领域重大战略成果之一 MusicX Lab 音乐实验室已具备高效供给高质量 AIGC 音乐内容能力, 与诸多行业头部公司达成战略合作。
- **模型推出箭在弦上, 多维赋能协同发展。**1) **GPT 大模型:** 由公司和奇点智源合作自研的国产大语言模型“天工”3.5 发布在即, 4 月 17 日启动邀请测试, 值得期待。2) **AI 想象空间广阔:** 未来 AI 技术将全面赋能公司各业务, 公司也计划将为个人及企业用户定制化输出 AIGC 能力, 帮助各行业提效转型。3) **游戏突破:**《圣境之塔》已于 2022 年 9 月获批版号, 上线后有望在国内市场取得快速发展。此外公司储备有面向欧美地区的龙题材 SLG 游戏、面向日韩地区的黑帮题材 SLG 游戏以及潜力 UGC 产品, 未来上线流水可期。4) **海外市场棋牌进军:** 闲徕互娱前瞻性布局海外市场, 预期将通过植入广告和针对大 R 用户的多样化付费玩法盈利。
- **盈利预测:** 我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润 13.41/15.26/16.88 亿元, 对应当前股价 (2023 年 04 月 12 日) 的 PE 分别为 45.3/39.9/36.0 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 全球经济环境变化风险、国际政治形势变化风险、市场竞争加剧风险、产品生命周期风险、新产品开发运营失败风险、汇率风险等。

主要财务指标

| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4736 | 5368 | 5944 | 6525 |
| 同比增长 | -2.3% | 13.3% | 10.7% | 9.8% |
| 归母净利润(百万元) | 1153 | 1341 | 1526 | 1688 |
| 同比增长 | -25.5% | 16.4% | 13.8% | 10.6% |
| 毛利率 | 78.8% | 78.2% | 77.6% | 77.5% |
| ROE | 9.1% | 9.5% | 9.8% | 9.8% |
| 每股收益(元) | 0.97 | 1.13 | 1.29 | 1.42 |
| 市盈率 | 52.8 | 45.3 | 39.9 | 36.0 |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

- **事件：昆仑万维发布 2022 年度报告。**2022 年，公司实现营业收入 47.36 亿元，同比下降 2.35%；归母净利润 11.53 亿元，同比下降 25.49%；扣非后归母净利润 11.54 亿元，同比下降 10.15%。2022 年第四季度，公司实现营业收入 13.37 亿元，同比增长 4.25%；归母净利润 3.66 亿元，同比增长 152.35%；扣非归母净利润 2.79 亿元，同比增长 145.26%。
- **核心业务突破显著，投资收益拖累业绩。**2022 年公司采取保守谨慎投资及退出策略和谨慎的财务减值计提方式应对资本市场下行趋势，引起投资收益下降，导致净利润同比下滑。但公司四大核心业务盈利能力稳步提升，归母经营性净利润大幅同比增长 112%至 6.4 亿元。**1) Opera 用户规模及 ARPU 双升：**2022 年第四季度，Opera 全球平均月活达 3.24 亿人，年化 ARPU 值达到 1.18 美元，同比增长 42%，全年实现营收 3.31 亿美元，同比增长 31.9%；净利润 1503.5 万美元，实现经调整后 EBITDA6808.4 万美元，同比增长 134.7%，超出此前指引及市场预期。**2) 元宇宙板块潜力释放：**截至 2022 年底，元宇宙平台 Opera GX (PC+移动端) 月活已突破 2000 万人，同比增长超 40%；ARPU 值提升至 3.3 美元，GX.games 发布游戏已超过 3000 款。**3) 海外社交娱乐盈利增厚：**StarX 持续巩固领先地位，StarMaker 已在东南亚、中东及拉美等主流市场稳居行业第一，由于公司运营策略的迭代升级，并从多方面提升业务运营及商业化水平，2022 年公司海外社交娱乐业务毛利水平大幅攀升至 87%，同比增加 35pct；**4) AIGC 取得历史性突破：**公司 AI 领域重大战略成果之一 MusicX Lab 音乐实验室已具备高效供给高质量 AIGC 音乐内容能力，并与诸多行业头部公司达成战略合作，助力各行业生产力革命。
- **模型推出箭在弦上，多维赋能协同发展。****1) GPT 大模型：**由公司和奇点智源合作自研、中国第一个真正实现智能涌现的国产大语言模型“天工”3.5 发布在即，公司宣布“天工”大模型已经非常接近 OpenAI ChatGPT 的智能水平，并将于 4 月 17 日启动邀请测试，值得期待。**2) AI 想象空间广阔：**未来，AI 技术将作为新的发展引擎，全面赋能公司各业务，公司也计划将为个人及企业用户定制化输出 AIGC 能力，帮助各行业提效转型，实现高质量发展。**3) 游戏突破：**《圣境之塔》首月流水突破 300 万美元，已于 2022 年 9 月获批版号，上线后有望在国内市场取得快速发展。此外公司储备有面向欧美地区的龙题材 SLG 游戏、面向日韩地区的黑帮题材 SLG 游戏以及潜力 UGC 产品，未来上线流水可期。**4) 海外市场棋牌进军：**闲徕互娱前瞻性布局海外市场，当前处于用户免费游玩的促活阶段，预期将通过植入广告和针对大 R 用户的多样化付费玩法盈利。
- **盈利预测：**2022 年，公司核心主业不断拓展，业绩高速增长，GPT 大模型开发及应用布局快速突破，未来公司多领域前瞻性的商业布局有望带来超额增长。我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 13.41/15.26/16.88 亿元，对应当前股价（2023 年 04 月 12 日）的 PE 分别为 45.3/39.9/36.0 倍，维持“增持”评级。

-
- **风险提示:** 全球经济环境变化风险、国际政治形势变化风险、市场竞争加剧风险、产品生命周期风险、新产品开发运营失败风险、汇率风险等。

附表

| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 3441 | 6799 | 8174 | 10570 |
| 货币资金 | 1000 | 4427 | 5572 | 7923 |
| 交易性金融资产 | 1501 | 1167 | 1334 | 1251 |
| 应收票据及应收账款 | 785 | 882 | 980 | 1075 |
| 预付款项 | 33 | 38 | 44 | 48 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 121 | 284 | 245 | 272 |
| 非流动资产 | 14119 | 13174 | 13543 | 13229 |
| 长期股权投资 | 1029 | 1284 | 1199 | 1227 |
| 固定资产 | 65 | 49 | 33 | 16 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 700 | 641 | 587 | 531 |
| 商誉 | 3934 | 3858 | 3896 | 3877 |
| 长期待摊费用 | 4 | -0 | -5 | -9 |
| 其他 | 8387 | 7343 | 7833 | 7587 |
| 资产总计 | 17561 | 19973 | 21718 | 23799 |
| 流动负债 | 2762 | 3838 | 4005 | 4351 |
| 短期借款 | 618 | 901 | 759 | 830 |
| 应付票据及应付账款 | 1607 | 2335 | 2666 | 2933 |
| 其他 | 536 | 603 | 581 | 588 |
| 非流动负债 | 256 | 210 | 210 | 210 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 256 | 210 | 210 | 210 |
| 负债合计 | 3018 | 4049 | 4216 | 4561 |
| 股本 | 1186 | 1188 | 1188 | 1188 |
| 资本公积 | 1460 | 1476 | 1476 | 1476 |
| 未分配利润 | 10478 | 11819 | 13345 | 15033 |
| 少数股东权益 | 1845 | 1868 | 1919 | 1967 |
| 股东权益合计 | 14543 | 15925 | 17502 | 19238 |
| 负债及权益合计 | 17561 | 19973 | 21718 | 23799 |

| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 归母净利润 | 1153 | 1341 | 1526 | 1688 |
| 折旧和摊销 | 79 | 80 | 74 | 77 |
| 资产减值准备 | 77 | 30 | 19 | 23 |
| 资产处置损失 | -1 | -3 | -2 | -2 |
| 公允价值变动损失 | -477 | -232 | -457 | -439 |
| 财务费用 | 44 | 27 | 5 | -19 |
| 投资损失 | -141 | -191 | -214 | -194 |
| 少数股东损益 | 81 | 22 | 52 | 47 |
| 营运资金的变动 | -330 | 654 | 179 | 147 |
| 经营活动产生现金流量 | 831 | 1716 | 1188 | 1326 |
| 投资活动产生现金流量 | 805 | 1438 | 102 | 937 |
| 融资活动产生现金流量 | -2285 | 273 | -146 | 89 |
| 现金净变动 | -592 | 3427 | 1144 | 2352 |
| 现金的期初余额 | 1545 | 1000 | 4427 | 5572 |
| 现金的期末余额 | 953 | 4427 | 5572 | 7923 |

| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4736 | 5368 | 5944 | 6525 |
| 营业成本 | 1002 | 1168 | 1333 | 1467 |
| 税金及附加 | 6 | 6 | 7 | 8 |
| 销售费用 | 1566 | 1754 | 1929 | 2060 |
| 管理费用 | 628 | 747 | 804 | 874 |
| 研发费用 | 690 | 623 | 798 | 843 |
| 财务费用 | 10 | 27 | 5 | -19 |
| 其他收益 | 26 | 29 | 31 | 31 |
| 投资收益 | 141 | 191 | 214 | 194 |
| 公允价值变动收益 | 477 | 232 | 457 | 439 |
| 信用减值损失 | 66 | 41 | 32 | 35 |
| 资产减值损失 | -143 | 1 | -20 | -32 |
| 资产处置收益 | 1 | 3 | 2 | 2 |
| 营业利润 | 1401 | 1540 | 1785 | 1960 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 14 | 7 | 11 | 9 |
| 利润总额 | 1388 | 1534 | 1775 | 1952 |
| 所得税 | 154 | 170 | 197 | 217 |
| 净利润 | 1234 | 1364 | 1578 | 1735 |
| 少数股东损益 | 81 | 22 | 52 | 47 |
| 归属母公司净利润 | 1153 | 1341 | 1526 | 1688 |
| EPS(元) | 0.97 | 1.13 | 1.29 | 1.42 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | -2.3% | 13.3% | 10.7% | 9.8% |
| 营业利润增长率 | -10.3% | 10.0% | 15.8% | 9.8% |
| 归母净利润增长率 | -25.5% | 16.4% | 13.8% | 10.6% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 78.8% | 78.2% | 77.6% | 77.5% |
| 归母净利率 | 31.9% | 24.3% | 25.0% | 25.7% |
| ROE | 9.1% | 9.5% | 9.8% | 9.8% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 17.2% | 20.3% | 19.4% | 19.2% |
| 流动比率 | 1.25 | 1.77 | 2.04 | 2.43 |
| 速动比率 | 1.25 | 1.77 | 2.04 | 2.43 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 26.7% | 28.6% | 28.5% | 28.7% |
| 应收帐款周转率 | 557.3% | 526.1% | 520.3% | 518.2% |
| 存货周转率 | - | - | - | - |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.97 | 1.13 | 1.29 | 1.42 |
| 每股经营现金 | 0.70 | 1.45 | 1.00 | 1.12 |
| 每股净资产 | 10.71 | 11.85 | 13.14 | 14.56 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 52.8 | 45.3 | 39.9 | 36.0 |
| PB | 4.8 | 4.3 | 3.9 | 3.5 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|-----|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100020 | 邮编：518035 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |