

# 昆仑万维 (300418.SZ)

## 经营性净利润增长 70%，AIGC 进展迅速

增持

### 核心观点

一季度主营业务收入增长 2%，经营性净利润提升 70%。2023 年第一季度，公司收入 12.1 亿元，同比增长 2.0%，主营业务保持稳健成长；归母净利润 2.1 亿元，同比下降 43.3%，主要由于投资子公司投资相关收益同比减少 1.8 亿元，剔除投资影响后经营性净利润 1.7 亿元，同比增长 70%。经营模式优化分成成本减少，毛利率为 82.8%，同比提升 11.4 个百分点；期间费用率整体为 64.9%，同比增加 2.9 个百分点，其中销售/管理/财务/研发/财务费用率分别为 32.1%/18.7%/0.04%/14.0%，分别同比 -0.8/+3.5/-1.8/+1.9 个百分点，费用率整体控制较好。

**人工智能与音乐、游戏、信息分发与元宇宙业务的融合持续推进。**1) AGI 与 AIGC 板块，音乐方面公司对外提供 AIGC 音乐产品与服务，同时试水品牌营销方向探索潜在 C 端商业化路径，对内丰富 StarMaker 的音乐内容供给并推出“迎新房”、优化合唱功能等手段帮助新老用户加速建立社交链接；游戏方面，公司在游戏开发运营的环节全面推进 AI 化进行降本增效；2) 海外信息分发与元宇宙板块，Opera 与 OpenAI 展开全面合作，并推出“AI Prompts”等原生功能；元宇宙方面针对 GX 浏览器推出“Mods”功能，用户可以从外观、声音、着色器等元素入手定制个人浏览器体验；3) 科技股权投资业务板块，昆仑基金持续探索潜在投资机会，稳步推进硬科技及新能源赛道布局。2023 年第一季度实现投资相关收益 0.9 亿元，同比减少 1.8 亿元。

**底层大模型+场景应用，AIGC 全面推进。**从大模型到应用，公司 AIGC 业务持续推进：2022 年 12 月公司正式发布“昆仑天工”AIGC 全系列算法与模型，4 月 17 日公司正式启动与奇点智源合作自研、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 邀请测试，性能接近 OpenAI ChatGPT。应用方面，音乐 AIGC、游戏 AIGC 持续推进；Opera 亦于近期发布面向未来的 AI 功能而设计的浏览器 Opera One。

**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：**看好 AIGC 时代公司的前瞻布局优势，维持“增持”评级。我们维持盈利预测，预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 13.95/15.36/17.35 亿元，同比增速 21%/10%/13%；摊薄 EPS=1.17/1.28/1.45 元，当前股价对应同期 PE=56/51/45x。公司前瞻布局人工智能，在 AIGC 科技底座加速成熟的背景下有望成为大模型+应用生态的平台型公司，维持“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,850	4,736	5,113	5,827	6,573
(+/-%)	77.0%	-2.3%	7.9%	14.0%	12.8%
净利润(百万元)	1547	1153	1396	1536	1735
(+/-%)	-69.0%	-25.5%	21.1%	10.1%	12.9%
每股收益(元)	1.29	0.96	1.17	1.28	1.45
EBIT Margin	25.5%	32.4%	30.7%	31.6%	31.2%
净资产收益率(ROE)	14.9%	9.1%	10.2%	10.4%	10.9%
市盈率(PE)	50.4	67.6	55.8	50.7	44.9
EV/EBITDA	61.6	50.3	52.4	44.5	39.6
市净率(PB)	7.50	6.14	5.70	5.28	4.88

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

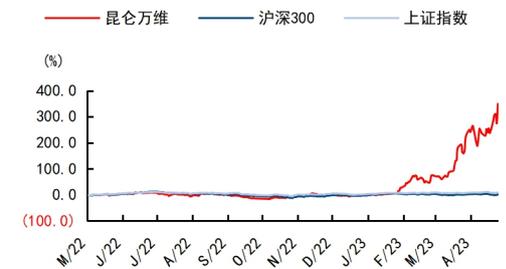
zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	65.16 元
总市值/流通市值	77907/70828 百万元
52 周最高价/最低价	65.16/11.94 元
近 3 个月日均成交额	4234.16 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) - 核心业务保持稳健，AIGC 布局前瞻》  
2023-04-21

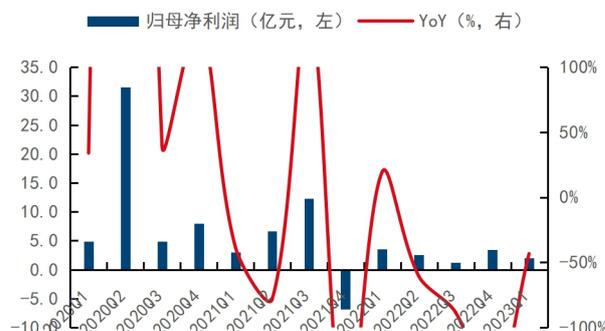
**一季度主营业务收入增长 2%，经营性净利润提升 70%。**2023 年第一季度，公司收入 12.2 亿元，同比增长 2.0%，主营业务保持稳健成长；归母净利润 2.1 亿元，同比下降 43.3%，主要由于投资子公司投资相关收益同比减少 1.8 亿元，剔除投资影响后经营性净利润 1.7 亿元，同比增长 70%。

图1：公司单季度收入与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

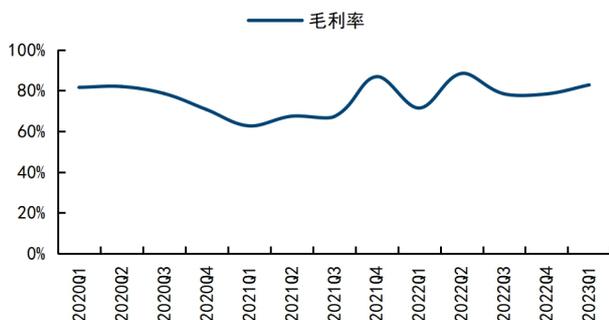
图2：公司单季度归母净利润与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

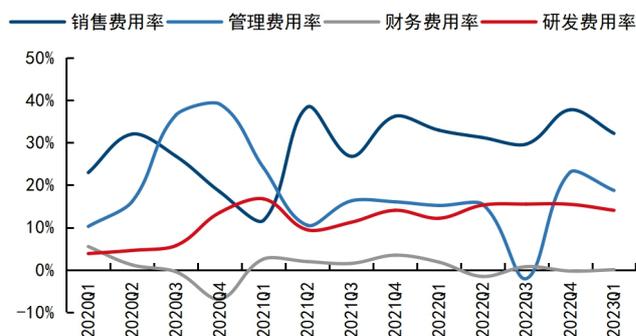
**经营模式优化毛利率提升，费用率整体控制较好。**毛利率为 82.8%，同比提升 11.4 个百分点，主要由于分成成本的减少；期间费用率整体为 64.9%，同比增加 2.9 个百分点，其中销售/管理/财务/研发/财务费用率分别为 32.1%/18.7%/0.04%/14.0%，分别同比-0.8/+3.5/-1.8/+1.9 个百分点，费用率整体控制较好。

图3：公司单季度毛利率与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度费用率与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**AIGC 驱动生产力突破，公司前瞻布局持续验证。**AIGC 是人工智能的新趋势，成长曲线陡峭，未来将有越来越多的 AI 驱动的生产力工具被整合到工作流中，形成生产力革命。2022 年 12 月 15 日，昆仑万维在北京举行 AIGC 技术发布会，会上昆仑万维 CEO 方汉正式发布了“昆仑天工”AIGC 全系列算法与模型，并宣布模型开源。“昆仑天工”旗下模型包括天工巧绘 SkyPaint、天工乐府 SkyMusic、天工妙笔 SkyText、天工智码 SkyCode，覆盖图像、音乐、文本、编程等多模态内容生成能力。2023 年 4 月 17 日，公司正式发布千亿级大语言模型“天工”并启动邀请测试，“天工”可通过自然语言与用户进行问答式交互，其 AI 生成能力可满足文案创作、知识问答、逻辑推演、数理推算、代码编程等多元化需求。对目前的版本进行实测后发现，“天工”在文本写作上十分接近 ChatGPT，在中文

语境上甚至表现更好。

图5: 昆仑天工全系列 AIGC 算法与模型发布



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

报告期内，人工智能与音乐、游戏、信息分发与元宇宙业务的融合持续推进。具体看：

**1) AGI 与 AIGC 业务板块：**公司凭借在音乐领域的技术优势以及深厚的经验积累，提供定制化 AIGC 音乐产品与服务。同时，试水品牌营销方向，并结合其他下一代互联网技术手段，探索潜在 C 端商业化路径。此外，针对汽车等重点行业，公司在原有基础上不断扩大用户规模，现已与多家头部及新势力企业达成战略合作协议，帮助其智能化转型。与此同时，公司内部业务亦全力推进 AIGC 技术应用。音乐 AIGC 方面，旗舰社交娱乐产品 StarMaker 一方面不断丰富平台 AIGC 音乐内容供给；另一方面，持续迭代产品形态，通过推出“迎新房”、优化合唱功能等手段帮助新老用户加速建立社交链接，提升产品使用体验；同时在运营侧不断优化调整房间推荐逻辑，提高匹配契合度，以实现流量最优分配。此外，StarMaker VR 版的虚拟舞台及 Avatar 渗透率也在稳步提升，极具冲击力的舞台效果与个性酷炫的装扮动作在用户使用过程中持续形成正向反馈。游戏 AIGC 方面，公司亦在游戏开发运营的各个环节，如美术设计、策划、内容运营等全面推进 AI 化，进一步提升游戏研发效率。

**2) 海外信息分发与元宇宙业务：**受益于发达国家和地区的业务发展推动，一季度 Opera 整体年化 ARPU 同比继续提升，收入及利润水平均超过此前指引。业务方面，继续深化人工智能技术在其浏览器、新闻以及元宇宙等各项业务中的融合应用，同时与 OpenAI 展开全面合作，并推出“AI Prompts”等原生功能，为用户带来更高效、智能、有趣的使用体验。元宇宙方面，针对 GX 浏览器推出“Mods”功能，用户可以从外观、声音、着色器等多个元素入手，全方位定制个人浏览器体验。同时，上线 GX.Store，方便广大玩家浏览、创作、分享更多“Mods”内容，满足个性化需求。本季度，Opera GX 浏览器月活跃用户到达 2200 万大关，继续保持健康向上的发展态势。目前 GX.games 上线游戏也已突破 4000 款，内容生态不断丰富。此外，Opera 亦通过举办各类活动不断扩大影响力，触达更多潜在用户。据第三方统计数据显示，伴随着“Shake and Win”等营销活动的成功举办，Opera 顺势跃居巴西 Google Play 浏览器及搜索引擎类应用下载榜第一，深受当地群众欢迎。

**3) 科技股权投资业务：**昆仑基金持续探索潜在投资机会，稳步推进硬科技及新能源赛道布局。2023 年第一季度实现投资相关收益 0.9 亿元，同比减少 1.8 亿元。

2023 年，公司将全力推进“昆仑天工”系列模型的研发与迭代升级，不断加强在相关方向的技术积累，以建立昆仑万维在人工智能领域的领先优势。展望未来十年，昆仑万维将坚定的“All in”AGI（通用人工智能）与 AIGC。为更好地集中

精力和资源，后续公司将对除科技股权投资基金和控股型孵化投资（如绿钒新能源）之外的业务进行深化改革，并计划战略简化国内互动娱乐平台闲徕互娱。

## 投资建议：看好 AIGC 时代公司的前瞻布局优势，维持“增持”评级

我们预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 13.95/15.36/17.35 亿元，同比增速 21%/10%/13%；摊薄 EPS=1.17/1.28/1.45 元，当前股价对应同期 PE=56/51/45x。公司前瞻布局人工智能，在 AIGC 科技底座加速成熟的背景下有望成为大模型+应用生态的平台型公司，维持“增持”评级。

表1: 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				PE			
					2020	2021	2022	2023E	2020	2021	2022	2023E
300113.SZ	顺网科技	增持	16.43	114	0.13	0.09	-0.23	0.16	126	183	-71	103
300459.SZ	汤姆猫	增持	8.70	306	0.21	0.2	0.17	0.2	41	44	51	44
000681.SZ	视觉中国	买入	16.51	116	0.2	0.22	0.21	0.33	83	75	79	50

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)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1985	1000	1785	1590	1459	营业收入	4850	4736	5113	5827	6573
应收款项	666	875	4202	4630	5043	营业成本	1372	1002	1156	1340	1526
存货净额	0	0	827	883	921	营业税金及附加	7	6	15	17	20
其他流动资产	90	65	818	991	1183	销售费用	1473	1566	1691	1927	2174
<b>流动资产合计</b>	<b>4028</b>	<b>3441</b>	<b>7689</b>	<b>8162</b>	<b>8691</b>	管理费用	760	628	682	704	804
固定资产	57	65	231	372	509	财务费用	113	10	(35)	123	85
无形资产及其他	667	700	672	644	616	投资收益	1665	141	(26)	30	20
投资性房地产	11353	12325	12325	12325	12325	资产减值及公允价值变动	979	620	100	100	100
长期股权投资	1794	1029	1009	1009	1009	其他收入	(2207)	(884)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>17899</b>	<b>17561</b>	<b>21926</b>	<b>22512</b>	<b>23150</b>	营业利润	1562	1401	1677	1846	2085
短期借款及交易性金融负债	1260	679	4138	3222	2271	营业外净收支	(1)	(13)	4	4	4
应付款项	2543	1607	477	552	628	<b>利润总额</b>	<b>1561</b>	<b>1388</b>	<b>1681</b>	<b>1850</b>	<b>2089</b>
其他流动负债	667	475	1402	1578	1791	所得税费用	80	154	187	205	232
<b>流动负债合计</b>	<b>4471</b>	<b>2762</b>	<b>6017</b>	<b>5353</b>	<b>4690</b>	少数股东损益	(66)	81	98	108	122
长期借款及应付债券	19	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1547</b>	<b>1153</b>	<b>1396</b>	<b>1536</b>	<b>1735</b>
其他长期负债	118	256	320	419	421	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>137</b>	<b>256</b>	<b>320</b>	<b>419</b>	<b>421</b>	净利润	1547	1153	1396	1536	1735
<b>负债合计</b>	<b>4608</b>	<b>3018</b>	<b>6338</b>	<b>5772</b>	<b>5111</b>	资产减值准备	25	(4)	(27)	0	0
少数股东权益	2910	1845	1914	1990	2075	折旧摊销	101	75	39	42	46
股东权益	10381	12698	13675	14750	15964	公允价值变动损失	(979)	(620)	(100)	(100)	(100)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17899</b>	<b>17561</b>	<b>21926</b>	<b>22512</b>	<b>23150</b>	财务费用	113	10	(35)	123	85
<b>关键财务与估值指标</b>						营运资本变动	(3926)	(2150)	(5073)	(307)	(353)
每股收益	1.29	0.96	1.17	1.28	1.45	其它	(79)	77	96	76	85
每股红利	0.22	0.09	0.35	0.39	0.44	<b>经营活动现金流</b>	<b>(3311)</b>	<b>(1469)</b>	<b>(3670)</b>	<b>1247</b>	<b>1413</b>
每股净资产	8.68	10.62	11.44	12.34	13.35	资本开支	0	(651)	(50)	(55)	(55)
ROIC	13%	12%	9%	9%	10%	其它投资现金流	(933)	(214)	1444	(11)	(18)
ROE	15%	9%	10%	10%	11%	投资活动现金流	1011	(100)	1414	(66)	(73)
毛利率	72%	79%	77%	77%	77%	权益性融资	(67)	120	0	0	0
EBIT Margin	26%	32%	31%	32%	31%	负债净变化	19	(19)	0	0	0
EBITDA Margin	28%	34%	31%	32%	32%	支付股利、利息	(259)	(112)	(419)	(461)	(520)
收入增长	77%	-2%	8%	14%	13%	其它融资现金流	2463	727	3459	(915)	(951)
净利润增长率	-69%	-25%	21%	10%	13%	<b>融资活动现金流</b>	1916	585	3040	(1376)	(1472)
资产负债率	42%	28%	38%	34%	31%	<b>现金净变动</b>	(384)	(985)	785	(195)	(132)
息率	0.3%	0.1%	0.5%	0.6%	0.7%	货币资金的期初余额	2370	1985	1000	1785	1590
P/E	50.4	67.6	55.8	50.7	44.9	货币资金的期末余额	1985	1000	1785	1590	1459
P/B	7.5	6.1	5.7	5.3	4.9	企业自由现金流	0	(1362)	(3798)	1207	1340
EV/EBITDA	61.6	50.3	52.4	44.5	39.6	权益自由现金流	0	(654)	(311)	189	317

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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所提及的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