

昆仑万维 (300418)

2022 年年报点评: 加码 AIGC 投入, 前瞻布局有望持续验证

买入 (维持)

2023 年 04 月 11 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

研究助理 陈欣

执业证书: S0600122070012
chenxin@dwzq.com.cn

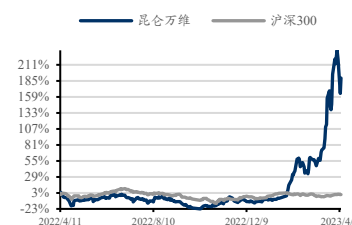
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,736	5,354	5,856	6,326
同比	-2%	13%	9%	8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,153	1,467	1,755	1,982
同比	-25%	27%	20%	13%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.97	1.23	1.48	1.67
P/E (现价&最新股本摊薄)	47.18	37.06	30.98	27.43

关键词: #业绩符合预期 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **事件:** 2022 年公司实现营收 47.36 亿元, yoy-2.35%, 归母净利润 11.53 亿元, yoy-25.49%, 扣非归母净利润 11.54 亿元, yoy-10.15%。其中 2022Q4 实现营收 13.37 亿元, yoy+4.25%, qoq+16.35%, 归母净利润 3.66 亿元, yoy-152.35%, qoq+154.79%, 扣非归母净利润 2.79 亿元, yoy-145.26%, qoq+55.72%, 业绩符合我们预期。
- **海外收入引领增长, StarX 实现高质量发展。** 2022 年公司海外收入达 36.72 亿元 (yoy+7.15%), 营收占比为 77.54% (yoy+6.87pct), 毛利率达 81.75% (yoy+9.86pct), 毛利率提升幅度较大主要系 StarMaker 运营及商业化水平持续提升, 对应海外社交娱乐业务毛利率同比提升 35.21pct 至 87.07%。截至 2023Q1 末, 根据 Sensor Tower 数据, StarMaker 商业化水平仍处于行业较低水平, 我们看好其拓展高 ARPU 值地区, 延续高质量发展, 商业化水平有望稳步上升, 驱动业绩增长。
- **Opera 增长潜力有望持续释放, 元宇宙板块表现出色。** Opera 2022 年实现营收 3.31 亿美元, 超出公司指引上限的 3.26 亿美元; 实现经调整 EBITDA 6808 万美元, 超出公司指引上限的 6400 万美元。同时, Opera 公布 2023 年业绩指引, 预计实现营收 3.7-3.9 亿美元, 经调整 EBITDA 7100-8100 万美元, 经调整 EBITDA Margin 20%。此外, 公司元宇宙业务板块持续高速增长, 截至 2022Q4, Opera GX 发布游戏已超 3000 款, MAU 已超 2000 万, 同比增长超 40%, ARPU 提升至 3.3 美元/年。海外环境逆风下, Opera 业绩持续高增, 我们认为主要得益于公司聚焦高 ARPU 地区的战略, 以及 Opera GX 浏览器等高粘性产品推动用户 ARPU 值增长, 我们看好公司战略持续推进, 利润增长潜力有望稳步释放。
- **前瞻布局 AI 领域, 期待相关投入持续验证。** 公司高度重视且前瞻布局 AI 产业, 1) 技术端, 已宣布将推出对标 ChatGPT 的双千亿级大语言模型“天工”3.5, 并定于 4 月 17 日启动邀请测试。同时公司已将 StarX 和 ArkGames 合并升级为 StarArk, 聚焦音乐 AI 与游戏 AI 方向, 将于 2023 年年内陆续发布音乐 AI 和游戏 AI 产品。2) 应用端有承接场景, 公司音乐 AI 将对内赋能 StarMaker 平台内容丰富度, 对外探索商业化; 游戏 AI 将赋能游戏制作, 有望实现游戏业务的降本增收, 同时我们认为公司的元宇宙平台 Opera GX 也将受益于游戏开发效率的提升, 内容丰富度、活跃用户数及商业化水平有望持续上行。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 为 1.23/1.48/1.67 元, 对应当前股价 PE 为 37/31/27 倍。我们认为公司主业经营稳健, 前瞻布局 AI 领域, 同时具备 AI 应用落地场景, 具备稀缺性, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新游延期风险, 市场竞争加剧风险, 国际政治形势变动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.76
一年最低/最高价	11.94/53.20
市净率(倍)	4.27
流通 A 股市值(百万元)	49,401.83
总市值(百万元)	54,372.89

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.71
资产负债率(% ,LF)	17.18
总股本(百万股)	1,188.22
流通 A 股(百万股)	1,079.59

相关研究

《昆仑万维(300418): 2022 年业绩快报点评: 业绩超预告上限, 看好公司 AIGC 布局》

2023-02-28

《昆仑万维(300418): 2022 年三季报点评: Opera 持续高增长, 期待新游业绩释放》

2022-11-01

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,441	8,542	6,472	12,449	营业总收入	4,736	5,354	5,856	6,326
货币资金及交易性金融资产	2,502	7,593	5,331	11,339	营业成本(含金融类)	1,002	1,368	1,501	1,614
经营性应收款项	819	750	977	889	税金及附加	6	12	13	14
存货	0	0	0	0	销售费用	1,566	1,515	1,613	1,613
合同资产	0	0	0	0	管理费用	628	642	703	727
其他流动资产	121	200	163	220	研发费用	690	749	820	854
非流动资产	14,119	13,174	13,154	13,130	财务费用	10	12	-113	-46
长期股权投资	1,029	129	129	129	加:其他收益	26	27	29	32
固定资产及使用权资产	210	164	144	121	投资净收益	141	161	176	190
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	477	400	400	400
无形资产	700	700	700	700	减值损失	-77	-50	-20	-20
商誉	3,934	3,934	3,934	3,934	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	1,401	1,592	1,904	2,151
其他非流动资产	8,242	8,242	8,242	8,242	营业外净收支	-13	0	0	0
资产总计	17,561	21,716	19,626	25,579	利润总额	1,388	1,592	1,904	2,151
流动负债	2,762	5,404	1,504	5,414	减:所得税	154	80	95	108
短期借款及一年内到期的非流动负债	679	679	679	679	净利润	1,234	1,513	1,809	2,044
经营性应付款项	1,607	4,472	529	4,401	减:少数股东损益	81	45	54	61
合同负债	139	164	180	194	归属母公司净利润	1,153	1,467	1,755	1,982
其他流动负债	336	88	116	140	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.97	1.23	1.48	1.67
非流动负债	256	256	256	256	EBIT	936	1,094	1,236	1,535
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,082	1,121	1,267	1,569
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	78.85	74.45	74.38	74.49
租赁负债	86	86	86	86	归母净利率(%)	24.33	27.41	29.97	31.34
其他非流动负债	170	170	170	170	收入增长率(%)	-2.35	13.03	9.39	8.02
负债合计	3,018	5,660	1,761	5,670	归母净利润增长率(%)	-25.49	27.31	19.61	12.96
归属母公司股东权益	12,698	14,165	15,920	17,902					
少数股东权益	1,845	1,891	1,945	2,006					
所有者权益合计	14,543	16,056	17,865	19,909					
负债和股东权益	17,561	21,716	19,626	25,579					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	831	3,699	-2,770	5,485	每股净资产(元)	10.71	11.92	13.40	15.07
投资活动现金流	805	1,329	146	160	最新发行在外股份(百万股)	1,188	1,188	1,188	1,188
筹资活动现金流	-2,285	-37	-37	-37	ROIC(%)	5.55	6.47	6.62	7.42
现金净增加额	-592	4,991	-2,661	5,608	ROE-摊薄(%)	9.08	10.36	11.02	11.07
折旧和摊销	146	27	30	33	资产负债率(%)	17.18	26.07	8.97	22.17
资本开支	-78	-32	-30	-30	P/E(现价&最新股本摊薄)	47.18	37.06	30.98	27.43
营运资本变动	-193	2,633	-4,091	3,941	P/B(现价)	4.27	3.84	3.42	3.04

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>

