

昆仑万维 (300418)

2023 年中报点评: 前瞻布局 All in AI, 大模型及应用持续落地

买入 (维持)

2023 年 08 月 25 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	5,068	5,619	6,146
同比	-2%	7%	11%	9%
归属母公司净利润 (百万元)	1,153	1,170	1,289	1,430
同比	-25%	2%	10%	11%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.96	0.98	1.08	1.20
P/E (现价&最新股本摊薄)	34.09	33.58	30.48	27.47

关键词: #业绩符合预期 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **事件:** 2023H1 公司实现营收 24.25 亿元, yoy+7.81%, 归母净利润 3.58 亿元, yoy-44.31%, 扣非归母净利润 3.12 亿元, yoy-55.15%。其中, 2023Q2 实现营收 12.08 亿元, yoy+14.34%, qoq-0.76%, 归母净利润 1.46 亿元, yoy-45.67%, qoq-31.09%, 扣非归母净利润 1.46 亿元, yoy-48.62%, qoq-11.73%, 业绩基本符合我们预期。
- **投资业务拖累利润表现, 海外业务稳健增长。** 2023H1 公司营收同比增长 7.81%, 但归母及扣非归母净利润同比下滑 44.31%、55.15%, 主要系以投资为主营业务的子公司的投资项目收益波动。2023H1 公司主营业务的投资收益和公允价值变动收益分别为-0.21、1.66 亿元, 合计较去年同期减少 3.06 亿元。不考虑投资项目波动, 公司经营性业务表现稳健, 2023H1 海外地区收入达 20.23 亿元, 同比增长 21.29%, 营收占比提升 9pct 至 83%, 海外业务布局正不断验证。此外, 公司现金流表现稳健, 2023H1 经营活动产生的现金流量净额为 5.33 亿元, 同比增长 29.76%。
- **Opera: 上调全年业绩指引, 多元产品矩阵逐步建立。** Opera 延续强劲增长态势, 2023Q2 收入及经调整 EBITDA 均超过此前指引, 收入达 9413 万美元, yoy+21%, 收入同比增速已连续 10 个季度超 20%, 经调整 EBITDA 达 2047 万美元, yoy+24%。基于 2023Q2 的出色表现, Opera 上调 2023 年业绩指引, 收入由 3.73-3.90 亿美元上调至 3.80-3.90 亿美元, 经调整 EBITDA 由 0.77-0.83 亿美元上调至 0.80-0.84 亿美元。截至 2023/8/24, Opera 业务已覆盖广告、搜索、信息内容分发、AI 助手、元宇宙等多个领域, 其中 2023H1 推出的 AI 助手“ Aria ”的用户数已突破 100 万, 元宇宙方面 GX.Games 上线游戏已超过 5000 款, 游玩次数超 4800 万次。我们看好 Opera 持续深化多元布局, 商业化潜力稳步释放。
- **AI 布局 ToB 与 ToC 并重, 前瞻布局步入落地阶段。** 公司于 2020 年起布局 AIGC 领域, 截至 2023Q2, 已累计投入上亿美元采购相关硬件设备, AGI 与 AIGC 板块团队规模近千人, 已率先形成 AI 大模型、AI 搜索、AI 游戏、AI 音乐、AI 动漫、AI 社交六大 AI 业务矩阵, 并逐步开始落地兑现。其中, 2023 年 7 月 14 日, 公司与映宇宙达成合作, 标志着“天工”大模型在互联网社交行业应用的落地, 8 月 23 日, AI 搜索产品“天工 AI 搜索”正式发布, 同时 AI 社交、AI 动漫产品预计于 2023 年内上线, AI 游戏预计于未来一年内正式上线。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到投资业务波动, 我们下调全年盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.98/1.08/1.20 元 (此前为 1.23/1.50/1.70 元), 对应当前股价 PE 分别为 34/30/27 倍。公司前瞻布局 AI, 具备先发优势, 我们看好其 AI 大模型及应用逐步落地, 打开业绩长期成长空间, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 大模型进展不及预期, 市场竞争加剧, 国际形势变动风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.86
一年最低/最高价	11.94/70.66
市净率(倍)	2.78
流通 A 股市值(百万元)	35,718.42
总市值(百万元)	39,288.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.84
资产负债率(% ,LF)	15.68
总股本(百万股)	1,195.62
流通 A 股(百万股)	1,086.99

相关研究

《昆仑万维(300418): 高效收购奇点智源, 全球领先 AGI 平台启航》
2023-06-15

《昆仑万维(300418): 2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 经营性净利润同比高增, 拥抱 AI 加码新一轮增长》
2023-04-30

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	7,424	6,721	10,677	营业总收入	4,736	5,068	5,619	6,146
货币资金及交易性金融资产	2,502	6,573	5,564	9,639	营业成本(含金融类)	1,002	1,184	1,521	1,681
经营性应收款项	819	664	992	828	税金及附加	6	5	6	6
存货	0	0	0	0	销售费用	1,566	1,368	1,517	1,598
合同资产	0	0	0	0	管理费用	628	887	899	922
其他流动资产	121	187	165	210	研发费用	690	710	731	799
非流动资产	14,119	13,195	13,171	13,146	财务费用	10	12	(87)	(52)
长期股权投资	1,029	129	129	129	加:其他收益	26	25	28	31
固定资产及使用权资产	210	186	161	137	投资净收益	141	101	112	123
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)	0	0	0
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	1,428	1,574	1,746
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	20,619	19,891	23,823	利润总额	1,388	1,428	1,574	1,746
流动负债	2,762	4,534	2,390	4,751	减:所得税	154	143	157	175
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	1,286	1,416	1,572
经营性应付款项	1,607	3,657	1,413	3,722	减:少数股东损益	81	116	127	141
合同负债	139	142	183	202	归属母公司净利润	1,153	1,170	1,289	1,430
其他流动负债	336	56	116	148	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.96	0.98	1.08	1.20
非流动负债	256	256	256	256	EBIT	936	939	974	1,171
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,082	963	998	1,196
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	78.85	76.63	72.93	72.66
租赁负债	86	86	86	86	归母净利率(%)	24.33	23.08	22.94	23.27
其他非流动负债	170	170	170	170	收入增长率(%)	(2.35)	7.00	10.87	9.38
负债合计	3,018	4,791	2,646	5,007	归母净利润增长率(%)	(25.49)	1.51	10.17	10.96
归属母公司股东权益	12,698	13,868	15,156	16,587					
少数股东权益	1,845	1,961	2,089	2,230					
所有者权益合计	14,543	15,829	17,245	18,817					
负债和股东权益	17,561	20,619	19,891	23,823					

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	2,707	(1,485)	3,590	每股净资产(元)	10.71	11.60	12.68	13.87
投资活动现金流	805	1,301	112	123	最新发行在外股份(百万股)	1,196	1,196	1,196	1,196
筹资活动现金流	(2,285)	(37)	(37)	(37)	ROIC(%)	5.55	5.30	5.07	5.61
现金净增加额	(592)	3,971	(1,410)	3,675	ROE-摊薄(%)	9.08	8.44	8.50	8.62
折旧和摊销	146	24	24	24	资产负债率(%)	17.18	23.23	13.30	21.02
资本开支	(78)	0	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.09	33.58	30.48	27.47
营运资本变动	(193)	1,861	(2,450)	2,479	P/B(现价)	3.07	2.83	2.59	2.37

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>