

昆仑万维 (300418)

2021 年年报及 2022 年一季报点评：多元业务矩阵协同发展，海外市场持续扩张

买入（维持）

2022 年 05 月 01 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

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	4,850	5,832	6,981	8,187
同比	-11%	20%	20%	17%
归属母公司净利润（百万元）	1,547	1,833	2,154	2,553
同比	-69%	19%	18%	18%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.29	1.53	1.80	2.13
P/E（现价&最新股本摊薄）	11.10	9.36	7.97	6.72

投资要点

■ **事件：**2021 年公司实现营业收入 48.50 亿元，yoy+4.75%（注：2021 年公司完成 Opera、Star Group 并表，构成同一控制下企业合并，此处同比变动数据依据追溯调整后计算，下同），归母净利润 15.47 亿元，yoy-69.32%，扣非归母净利润 12.85 亿元，yoy-37.87%。2022Q1 公司实现营业收入 11.93 亿元，yoy+9.06%，归母净利润 3.74 亿元，yoy+17.20%，扣非归母净利润 4.11 亿元，yoy+36.41%。

■ **海外市场持续扩张，投资业务计提减值致利润承压，游戏业务稳健增长。**2021 年公司海外市场收入占比达 71%，公司预计 2022 年这一比例将提升至约 80%。2021 年公司毛利率为 71.72%（yoy-4.20pct）；销售净利率 30.53%（yoy-73.60pct），同比下滑主要系 1）2020 年出售 Grindr 带来一次性收益致基数较高；2）2021Q4 资本市场持续下滑，公司计提较为充足的投资亏损，致利润端承压。游戏业务板块，2021 年公司自研新游《圣境之塔》于东南亚地区上线表现出色，产品已于 2022Q1 在中国港澳台地区上线，并计划年内于中国大陆地区、欧美等地区上线，贡献业绩增量，同时公司储备有《战龙传说》《月下诱惑》等自研项目。

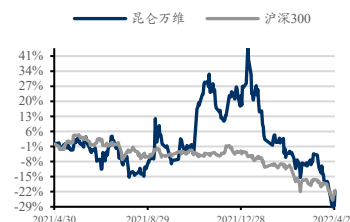
■ **Opera：用户增长持续发力，元宇宙业务板块表现出色。**Opera2021 年全年平均月活跃用户近 3.6 亿，拉美及北美地区用户分别同比增长 35%/22%，受益于高 ARPU 值地区持续渗透，2021Q4 年化 ARPU 达 0.83 美元，yoy+63%。截至 2021 年末，游戏浏览器 Opera GX 月活跃用户已突破 1400 万，yoy+100%，协同面向开发者的游戏引擎 Opera GMS 以及游戏社区平台 Opera GXC 进行元宇宙项目打造，截至 2021 年末，Opera 元宇宙项目月活跃用户约 100 万。我们看好 Opera 核心业务稳健增长，商业化潜力逐步释放，新业务持续贡献增量，2021 年 Opera 实现营收 2.51 亿美元，调整后 EBITDA 2901 万美元，公司预计 2022 年 Opera 实现营收 3.0-3.1 亿美元，调整后 EBITDA 5000-6000 万美元。

■ **StarX：巩固核心市场，扩张高 ARPU 值地区。**2021 年公司完成 StarX 并表，其主打的音乐社交娱乐平台 StarMaker 持续向高 ARPU 值地区扩张，截至 2021 年末，累计注册用户约 2.4 亿，在全球 82 个国家的音乐/音频类下载榜单排名前 5，夺得韩国、西班牙、意大利等国家同品类下载榜第 1，法国、比利时等欧洲发达国家同品类下载榜前 5。我们看好 StarMaker 于高 ARPU 值地区持续扩张，驱动公司业绩增长。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司投资业务波动，我们下调此前盈利预测，预计 2022-2023 年 EPS 分别为 1.53/1.80 元（此前为 2.39/2.83 元），新增 2024 年 EPS 2.13 元，对应当前股价 PE 分别为 9/8/7X。看好公司作为国内领先的互联网出海平台，五大业务协同发展，商业化潜力持续释放，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**市场竞争加剧，用户增长不及预期，游戏行业监管趋严风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.33
一年最低/最高价	13.00/26.53
市净率(倍)	1.60
流通 A 股市值(百万元)	15,088.59
总市值(百万元)	17,164.21

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.97
资产负债率(% ,LF)	22.80
总股本(百万股)	1,197.78
流通 A 股(百万股)	1,052.94

相关研究

《昆仑万维(300418)：2020 年年报&21Q1 季报点评：互联网平台业务矩阵搭建完毕，21 年有望进入快速增长期》

2021-04-30

《昆仑万维(300418)：收购 StarMaker 进军音频社交，五大业务矩阵驱动长期增长》

2021-03-01

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,028	6,155	8,757	11,956	营业总收入	4,850	5,832	6,981	8,187
货币资金及交易性金融资产	2,818	4,797	7,229	10,248	营业成本(含金融类)	1,372	1,767	2,171	2,604
经营性应收款项	639	772	925	1,087	税金及附加	7	12	14	16
存货	0	0	0	0	销售费用	1,473	1,633	1,885	2,129
合同资产	0	0	0	0	管理费用	760	875	977	1,064
其他流动资产	572	586	603	620	研发费用	596	642	733	819
非流动资产	13,870	14,533	15,082	15,515	财务费用	113	70	40	4
长期股权投资	1,794	1,994	2,194	2,394	加:其他收益	37	47	56	65
固定资产及使用权资产	184	372	546	705	投资净收益	1,665	1,166	1,187	1,228
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	179	0	0	0
无形资产	667	942	1,116	1,190	减值损失	-848	-16	-16	-16
商誉	3,781	3,781	3,781	3,781	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	7	7	7	7	营业利润	1,562	2,031	2,387	2,828
其他非流动资产	7,438	7,438	7,438	7,438	营业外净收支	-1	0	0	0
资产总计	17,899	20,688	23,839	27,471	利润总额	1,561	2,031	2,387	2,828
流动负债	4,471	5,331	6,213	7,158	减:所得税	80	102	119	141
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,260	1,260	1,260	1,260	净利润	1,481	1,930	2,268	2,687
经营性应付款项	2,543	3,275	4,025	4,827	减:少数股东损益	-66	96	113	134
合同负债	174	225	276	331	归属母公司净利润	1,547	1,833	2,154	2,553
其他流动负债	493	571	652	739	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.29	1.53	1.80	2.13
非流动负债	137	137	137	137	EBIT	630	2,005	2,314	2,698
长期借款	19	19	19	19	EBITDA	795	2,302	2,725	3,224
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	71.72	69.71	68.90	68.19
租赁负债	69	69	69	69	归母净利率(%)	31.89	31.43	30.86	31.18
其他非流动负债	50	50	50	50	收入增长率(%)	-10.51	20.25	19.70	17.27
负债合计	4,608	5,468	6,351	7,296	归母净利润增长率(%)	-69.32	18.52	17.50	18.49
归属母公司股东权益	10,381	12,214	14,368	16,921					
少数股东权益	2,910	3,007	3,120	3,254					
所有者权益合计	13,291	15,221	17,488	20,175					
负债和股东权益	17,899	20,688	23,839	27,471					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,173	1,888	2,320	2,867	每股净资产(元)	8.67	10.20	12.00	14.13
投资活动现金流	-1,156	191	211	252	最新发行在外股份(百万股)	1,198	1,198	1,198	1,198
筹资活动现金流	-1,159	-100	-100	-100	ROIC(%)	4.02	12.21	12.42	12.70
现金净增加额	-1,209	1,979	2,431	3,019	ROE-摊薄(%)	14.90	15.01	14.99	15.09
折旧和摊销	166	297	411	526	资产负债率(%)	25.74	26.43	26.64	26.56
资本开支	-54	-776	-776	-776	P/E (现价&最新股本摊薄)	11.10	9.36	7.97	6.72
营运资本变动	193	649	647	696	P/B (现价)	1.65	1.41	1.19	1.01

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>

