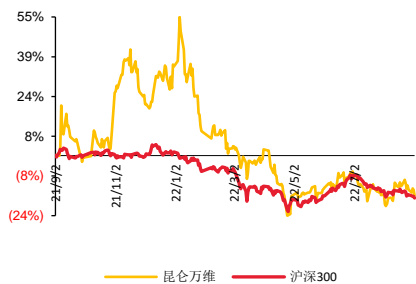


股票投资评级

谨慎推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	14.31
总股本/流通(百万股)	1,200/1,092
总市值/流通(百万元)	17,176/15,621
12 个月最高/最低(元)	26.53/13.00

研究所

分析师：王晓萱
SAC 登记编号：S1340522080005
Email: wangxiaoxuan@cnpsec.com

昆仑万维 (300418.SZ):

出海优势持续领先，新兴业务生态日趋饱满

● 事件：

公司近日发布 2022 年半年度报告, 22H1 公司实现营业收入 22.49 亿元, 同比减少 2.27%; 归母净利润 6.43 亿元, 同比减少 35.64%; 扣非后归母净利润 6.96 亿元, 同比减少 9.33%; 调整后 EBITDA (不考虑投资损益和股权激励费用) 5.9 亿元, 同比增长 50%。

● 投资要点：

持续扩张海外业务，盈利水平稳步提升。从营收结构看，公司仍保持相对领先的出海优势，22H1 海外业务占比进一步提升至 74%(+5 pct)。同时，公司海外业务进入增利阶段，毛利率水平取得显著提升，22H1 公司整体毛利率达到 79.39%(+8 pct)，其中海外业务毛利率达到 83%(+12 pct)。总体来看，公司旗下社交娱乐、信息分发、元宇宙及游戏业务等各项业务发展稳健，服务不同地区用户的能力持续加强，且盈利水平不断提升。

Opera 传统搜索与广告业务稳定增长，新兴业务不断强化产品功能及运营。22H1 Opera 实现营收 1.5 亿美元，同比增长 34%；经调整后 EBITDA 2,392 万美元，同比增长 572%。Opera 核心搜索和广告业务继续保持增长，Opera News 及元宇宙等新兴业务商业化能力提升，其中，GX Games 通过用户身份与社区建设构建用户社交体系，并上线超过 1800 款游戏丰富平台内容体验，Opera GX 浏览器用户增长持续发力，目前已有超过 1700 万月活用户，同比增长 78%。

StarX 维持音频社交领域领先地位，AI 创作取得突破进展。公司在上半年不断优化 StarMaker 功能，StarMaker 市场继续扩张，尤其在拉美及欧洲多国稳居畅销/下载榜前十。AI 内容创作方面，公司旗下 StarX MusicX Lab 音乐实验室完成首批五首完全由 AI 作曲的歌曲发布，并在 Spotify、SoundCloud、QQ 音乐和网易云音乐等海内外 180 余个音乐平台上线。此次实践是其在音频内容创作数字化、工业化方面取得的重要突破，预计后续 StarX MusicX Lab 将继续依托其专业的全链路音乐制作和发行能力，向全球输出高质量的 AI 创作内容。

游戏稳定发力，期待《圣境之塔》海外表现。休闲游戏方面，休闲互娱行业地位稳固，仍为地方棋牌 TOP2 平台，并通过开发棋牌新

玩法以及布局棋牌直播等方式探索业务增长的更多可能性。重度游戏方面，Ark Games 在精品化、国际化方面取得一定进展，《圣境之塔》在港澳台上线后，单月最高流水突破 300 万美元，在欧美地区预约量已超过 300 万，同时《战龙传说》、《代号 D》等储备项目也在研发、测试中，预计随着新品陆续上线，Ark Games 在增收方面有望取得较为显著的边际改善，协同增厚公司业绩。

● 盈利预测

我们预计 2022/2023/2024 年公司营业收入为 59.54/70.83/83.31 亿元，归母净利润为 14.12/16.98/21.69 亿元，对应 EPS 为 1.18/1.41/1.81 元，根据 9 月 1 日收盘价，分别对应 12/10/8 倍 PE。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4850.32	5954.10	7082.94	8330.75
增长率（%）	-10.51	22.76	18.96	17.62
归母净利润	1546.85	1412.48	1697.99	2169.09
增长率（%）	-69.32	-8.69	20.21	27.74
EPS（元/股）	1.29	1.18	1.41	1.81
市盈率（P/E）	17.96	12.16	10.12	7.92

资料来源：iFind，中邮证券研究所

● 风险提示

互联网产品生命衰退的风险；国际政治形势变化的风险；新品延期上线的风险；汇率风险。

财务预测

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020	2021A	2022E	2023E	2024		2020A	2021A	2022E	2023E	2024
货币资金	3417	1985	1978	5274	8038	营业收入	5420	4850	5954	7083	8331
应收和预付款项	754	710	852	1014	1193	营业成本	1315	1372	1084	1304	1554
存货	0	0	0	0	0	营业税金及附加	10	7	9	8	9
其他流动资产	442	1333	2160	1132	1127	销售费用	1423	1473	1905	2196	2583
流动资产合计	4612	4028	4990	7420	1035	管理费用	921	760	893	992	1083
长期股权投资	2544	1794	1029	1029	1029	财务费用	29	113	22	32	-1
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	25	800	0	0	0
固定资产	77	57	65	39	13	投资收益	3924	1665	0	142	250
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动	1381	179	276	0	0
无形资产开发支出	738	667	657	575	493	营业利润	5681	1562	1528	1827	2333
商誉	3812	3781	3925	3925	3925	其他非经营损益	-7	-1	-9	0	0
其他非流动资产	5681	7572	7857	7741	7659	利润总额	5675	1561	1520	1827	2333
资产总计	1746	17899	18523	20729	2347	所得税	30	80	91	110	140
短期借款	1596	1183	1183	1183	1183	净利润	5645	1481	1428	1717	2193
应付和预收款项	1901	2615	2066	2486	2962	少数股东损益	603	-66	16	19	24
长期借款	3	19	0	0	0	归母股东净利润	5042	1547	1412	1698	2169
其他负债	509	791	555	624	702	预测指标					
负债合计	4008	4608	3803	4293	4847		2020A	2021A	2022E	2023E	2024
股本	1173	1198	1198	1198	1198	毛利率	75.7%	71.7%	81.8%	81.6%	81.3
资本公积	1624	1125	1125	1125	1125	销售净利率	93.0%	31.9%	23.7%	24.0%	26.0
留存收益	8680	9403	10815	12513	1468	销售收入增长率	47.0%	-10.5%	22.8%	19.0%	17.6
归母公司股东权益	1033	10381	11793	13491	1566	EBIT 增长率	23.6%	-48.3%	91.6%	35.3%	21.4
少数股东权益	3118	2910	2926	2945	2969	净利润增长率	289.3	-69.3%	-8.7%	20.2%	27.7
股东权益合计	1345	13291	14719	16436	1863	ROE	48.8%	14.9%	12.0%	12.6%	13.9
负债和股东权益	1746	17899	18523	20729	2347	ROA	28.9%	8.6%	7.6%	8.2%	9.2%
现金流量表(百万)						ROIC	8.2%	4.2%	7.2%	8.8%	9.5%
	2020	2021A	2022E	2023E	2024	EPS(X)	4.20	1.29	1.18	1.41	1.81
经营性现金流	1140	1173	394	2082	2498	PE(X)	4.75	17.96	12.16	10.12	7.92
投资性现金流	446	-1156	-313	1266	317	PB(X)	2.32	2.68	1.46	1.27	1.10
融资性现金流	-713	-1159	-87	-51	-51	PS(X)	3.17	3.54	2.88	2.42	2.06
现金增加额	665	-1209	-7	3296	2764	EV/EBITDA(X)	15.80	33.57	12.17	7.38	4.86

资料来源：iFind，中邮证券研究所

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数-10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数-5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数-5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。