

核心业务稳健增长，盈利能力持续提升

买入(维持)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4,850	5,048	5,778	6,356
同比	-11%	4%	14%	10%
归属母公司净利润(百万元)	1,547	1,410	1,654	1,949
同比	-69%	-9%	17%	18%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.31	1.20	1.41	1.66
P/E(现价&最新股本摊薄)	9.98	10.95	9.34	7.93

投资要点

- 出海业务高质量增长，盈利能力稳步提升。**在外部环境承压背景下，公司经营彰显韧性，2022H1 公司出海业务持续高水平增长，营收同比增长 4.39%至 16.68 亿元，营收占比提升 4.74pct 至 74.15%，毛利率同比增长 19.66pct 至 82.78%，带动公司整体毛利率提升 13.62pct 至 79.39%。若不考虑投资损益和股权激励费用影响，2022H1 公司实现归属于上市公司股东的 EBITDA 为 5.9 亿元 (yoY+50%)。我们看好公司多元业务协同发展，持续深耕海外市场，增厚业绩。
- Opera：营收持续高增长，商业化潜力持续释放。**2022H1 Opera 广告主投放需求增长及投放价格提升，驱动营收同比增长 34%至 1.5 亿美元，经调整 EBITDA 提升 572%至 2392 万美元，盈利能力提升。截至 2022H1，Opera 全球平均 MAU 达 3.3 亿元，其中 2022Q2 美洲市场活跃用户规模同比增长 22%，公司聚焦高 ARPU 值市场战略持续验证。此外，云游戏社区 GX.Games 已上线首批多人游戏，截至 2022H1，Opera GX 月活跃用户超 1700 万，同比增长 78%。我们看好 Opera 核心搜索和广告业务保持稳健表现，Opera News 及元宇宙等新兴业务商业化能力不断提升。
- StarX：降本增效效果显著，AIGC 助力长期发展。**2022H1 公司海外社交网络增值服务收入 5.70 亿元，同比下滑 7.49%，公司持续产品迭代优化以完善用户体验，并通过精细化运营降本增效，对应 2022H1 该业务毛利率大幅提升 38.76pct 至 86.38%。此外，公司 StarX MusicX Lab 音乐实验室已完成首批 5 首完全由 AI 作曲的歌曲。我们看好 StarMaker 持续拓展高 ARPU 地区，贡献业绩增量，同时看好公司于 AIGC 领域持续突破，降低音乐内容创作门槛，对内赋能 StarMaker 内容供给，增强产品可玩性和功能性，对外探索更多盈利增长点。
- 新游储备丰富，持续关注《圣境之塔》海外流水表现及上线进展。**2022H1 公司游戏业务实现营收 3.30 亿元 (yoY-21.05%)。展望未来，公司储备有 SLG《战龙传说》、UGC 游戏《代号 D》等新游，有望陆续上线贡献业绩增量。其中自研 MMO《圣境之塔》已于中国港澳台上线，单月最高流水超 300 万美元，2022 年 9 月初，《圣境之塔》已于美国、法国、德国、加拿大等地上线，于美国 iOS 游戏免费榜排名最高至第 2 名，此外产品已于 2022 年 9 月 13 日获得版号，持续关注其海外流水表现及国内上线进展。
- 盈利预测与投资评级：**公司积极应对外部环境变动，核心业务盈利能力稳步提升，但考虑到营收增速仍有所承压，我们下调此前盈利预测，预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 1.20/1.41/1.66 元(此前为 1.53/1.80/2.13 元)，对应当前股价 PE 分别为 11/9/8 倍。我们看好公司作为国内领先的互联网出海平台，商业化潜力持续释放，维持“买入”评级。
- 风险提示：**新品延期风险，市场竞争加剧风险，国际政治形势变动风险

2022 年 09 月 20 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

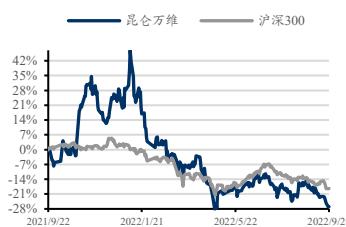
执业证书：S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 陈欣

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.12
一年最低/最高价	12.66/28.13
市净率(倍)	1.37
流通 A 股市值(百万元)	14,017.42
总市值(百万元)	15,442.69

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.58
资产负债率(% ,LF)	18.99
总股本(百万股)	1,177.03
流通 A 股(百万股)	1,068.40

相关研究

《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》

2022-05-01

昆仑万维三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,028	3,991	5,670	7,556	营业总收入	4,850	5,048	5,778	6,356
货币资金及交易性金融资产	2,818	2,765	4,338	6,141	营业成本(含金融类)	1,372	994	1,216	1,338
经营性应收款项	639	651	747	822	税金及附加	7	8	9	10
存货	0	0	0	0	销售费用	1,473	1,464	1,589	1,684
合同资产	0	0	0	0	管理费用	760	707	751	794
其他流动资产	572	574	585	594	研发费用	596	606	665	699
非流动资产	13,870	14,533	15,082	15,515	财务费用	113	17	18	5
长期股权投资	1,794	1,994	2,194	2,394	加:其他收益	37	40	29	32
固定资产及使用权资产	184	372	546	705	投资净收益	1,665	252	289	318
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	1,530	1,833	2,159
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	18,524	20,752	23,071	利润总额	1,561	1,530	1,833	2,159
流动负债	4,471	3,663	4,150	4,418	减:所得税	80	77	92	108
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	1,454	1,741	2,051
经营性应付款项	2,543	1,842	2,254	2,480	减:少数股东损益	-66	44	87	103
合同负债	174	126	155	170	归属母公司净利润	1,547	1,410	1,654	1,949
其他流动负债	493	434	480	508					
非流动负债	137	137	137	137	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.31	1.20	1.41	1.66
长期借款	19	19	19	19					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	630	1,503	1,763	2,061
租赁负债	69	69	69	69	EBITDA	795	1,800	2,175	2,588
其他非流动负债	50	50	50	50					
负债合计	4,608	3,800	4,287	4,555	毛利率(%)	71.72	80.31	78.95	78.95
归属母公司股东权益	10,381	11,770	13,424	15,373	归母净利率(%)	31.89	27.93	28.63	30.66
少数股东权益	2,910	2,954	3,041	3,143					
所有者权益合计	13,291	14,724	16,465	18,516	收入增长率(%)	-10.51	4.08	14.47	9.99
负债和股东权益	17,899	18,524	20,752	23,071	归母净利润增长率(%)	-69.32	-8.84	17.30	17.80

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,173	743	2,311	2,518	每股净资产(元)	8.67	10.00	11.41	13.06
投资活动现金流	-1,156	-723	-687	-658	最新发行在外股份(百万股)	1,177	1,177	1,177	1,177
筹资活动现金流	-1,159	-72	-51	-57	ROIC(%)	4.02	9.30	9.89	10.39
现金净增加额	-1,209	-53	1,572	1,803	ROE-摊薄(%)	14.90	11.98	12.32	12.68
折旧和摊销	166	297	411	526	资产负债率(%)	25.74	20.52	20.66	19.74
资本开支	-54	-776	-776	-776	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.98	10.95	9.34	7.93
营运资本变动	193	-761	344	166	P/B(现价)	1.51	1.31	1.15	1.00

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>