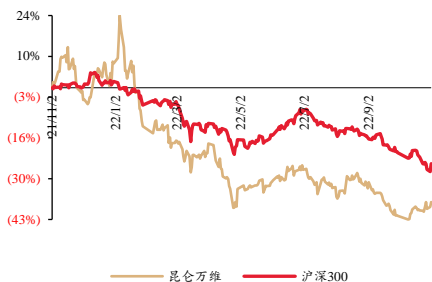


股票投资评级

谨慎推荐|维持

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)	13.53
总股本/流通(百万股)	1,177/1,068
总市值/流通(百万元)	15,702/14,252
12 个月最高/最低(元)	26.53/12.13

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) :

新游上线有望释放业绩，元宇宙生态日渐丰富

● 事件：

公司发布 2022 年第三季度报告，前三季度公司实现营收 33.99 亿元，同比下降 4.7%；归母净利润 7.87 亿元，同比下降 65.0%；扣非归母净利润 8.75 亿元，同比下降 54.0%。其中，3Q22 单季度实现营收 11.50 亿元，同比下降 9.2%；归母净利润 1.44 亿元，同比下降 88.5%；扣非后归母净利润 1.79 亿元，同比下降 84.2%。

● 点评：

**游戏季末上线营收贡献较小，投资损益变动致利润承压。**收入端，公司主力游戏于 3Q22 末在欧美上线，我们预计对 22 年营收贡献有限，未来随着游戏业绩释放或将持续带来增量。利润端，我们认为前三季度下滑主要系投资收益影响，剔除投资业务后，前三季度公司核心业务经调整后 EBITDA 10.8 亿元，同比增长 42.3%。

**Opera 持续丰富元宇宙生态，3Q22 平均 MAU 超 3 亿。**3Q22Opera 营收 8530 万美元，同比增长 28.1%，其中广告业务实现收入 4915 万美元，同比增长 40.9%。报告期内 Opera 元宇宙业务 MAU 超 1,900 万，单季度贡献总收入超 1,400 万美元，维持健康增长；Opera GX 游戏浏览器 DAU 突破 900 万，GX.Games 游戏社区目前上线游戏数量突破 2,000 款，移动端接近 200 款。我们预计随着 GX.Games 逐步开放对 H5 游戏的支持，将进一步降低玩家体验门槛，驱动平台用户增长。

**内容生态双管齐下，StarMaker VR 版拓宽分发渠道，AIGC 赋能内容供给。**渠道端，StarMaker VR 版报告期内上线，主要包括 Sing Star、Taiko Star、Blade Star 及 Shooting Star 四个模块，提供沉浸式音乐、音乐游戏等多种体验，目前已在 Facebook (Meta) 旗下的 Oculus App Lab、SideQuest 及 Steam VR 平台上线。同时，公司旗下 AIGC 研发团队着力打造人工智能音乐 StarX MusicX Lab，10 首 AI 新歌已于各大平台上线；公司亦积极扩大与科技、教育等各个行业的合作生态。我们认为，在“技术+商业”双轮驱动下公司将在内容领域形成良性循环，进一步完善在元宇宙领域的布局并加速 B、C 端渗透。

**《圣境之塔》欧美上线并取得国内版号，闲徕互娱棋牌直播与出海开启新增长曲线。**ARK.GAMES 自研 MMORPG 游戏《圣境之塔》

9 月上线欧美表现亮眼，首月新增用户达 140 万、首月流水突破 300 万美元。得益于欧美用户的稳定性，我们预计该游戏将持续为公司贡献流水。此外，《圣境之塔》已于 Q3 取得国内游戏版号，国内发行计划积极推进，预计 Q4 上线日韩。其他自研游戏产品储备丰富，SLG 游戏《战龙崛起》、UGC 游戏《代号—D》、3D SLG 射击游戏《D—War》等产品的研发工作亦稳步推进。闲徕互娱翻开出海新篇章，将在南美推出本地化产品，成为面向全球的休闲棋牌社交平台。闲徕互娱国内 Q3 运营情况平稳，稳居国内棋牌行业 Top 2，在业务基本盘扎实稳固的情况下积极布局棋牌直播赛道、开辟海外市场，或可带来新增量。

● 盈利预测

考虑到外部环境变化对公司投资收益带来的负面风险，以及新游戏上线时间略晚于预期，对 22 年业绩贡献程度有限，我们相应下调公司的盈利预测，预计 2022/2023/2024 年公司营业收入为 50.05/58.03/66.92 亿元（前值为 59.54/70.83/83.31 亿元），归母净利润为 10.13/12.34/14.38 亿元（前值为 14.12/16.98/21.69 亿元），对应 EPS 为 0.86/1.05/1.22 元（前值为 1.18/1.41/1.81 元），根据 11 月 2 日收盘价，分别对应 16/13/11 倍 PE。维持“谨慎推荐”评级。

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4850.32	5004.62	5802.06	6691.56
增长率（%）	-10.51	3.18	15.93	15.33
归母净利润	1546.85	1012.55	1234.28	1437.87
增长率（%）	-69.32	-34.54	21.90	16.49
EPS（元/股）	1.31	0.86	1.05	1.22
市盈率（P/E）	17.62	17.62	15.73	12.90

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；新游表现不及预期的风险；行业政策变动的风险。

## 财务预测

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3417	1985	1648	4254	6274	营业收入	5420	4850	5005	5802	6692
应收和预付款项	754	710	722	838	967	营业成本	1315	1372	1091	1290	1523
存货	0	0	0	0	0	营业税金及附加	10	7	8	6	7
其他流动资产	442	1333	1456	595	595	销售费用	1423	1473	1551	1567	1807
流动资产合计	4612	4028	3826	5687	7836	管理费用	921	760	500	754	870
长期股权投资	2544	1794	894	894	894	财务费用	29	113	1	-4	-56
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	-108	-126	-145
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动	1381	179	176	0	0
无形资产开发支出	738	667	657	575	493	营业利润	5681	1562	1233	1382	1610
商誉	3812	3781	3925	3925	3925	其他非经营损益	-7	-1	-8	0	0
其他非流动资产	5681	7572	8353	8337	8320	利润总额	5675	1561	1225	1382	1610
资产总计	17464	17899	17720	19456	21482	所得税	30	80	159	83	97
短期借款	1596	1183	676	676	676	净利润	5645	1481	1066	1299	1513
应付和预收款项	1901	2615	2079	2458	2902	少数股东损益	603	-66	53	65	76
长期借款	3	19	0	0	0	归母股东净利润	5042	1547	1013	1234	1438
其他负债	509	791	609	667	735	预测指标					
负债合计	4008	4608	3363	3801	4313		2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	1173	1198	1198	1198	1198	毛利率	75.7%	72%	78.2%	77.8%	77.2%
资本公积	1624	1125	1125	1125	1125	销售净利率	93.0%	32%	20.2%	21.3%	21.5%
留存收益	8680	9403	10415	11650	13087	销售收入增长率	47.0%	-11%	3.2%	15.9%	15.3%
归母公司股东权益	10338	1038	11393	12628	14065	EBIT 增长率	23.6%	-48%	76.0%	29.3%	12.9%
少数股东权益	3118	2910	2963	3028	3104	净利润增长率	289.3%	-69%	-34.5%	21.9%	16.5%
股东权益合计	13456	13291	14357	15656	17169	ROE	48.8%	15%	8.9%	9.8%	10.2%
负债和股东权益	17464	1789	17720	19456	21482	ROA	28.9%	8.6%	5.7%	6.3%	6.7%
现金流量表(百万)						ROIC	8.2%	4.2%	6.5%	8.3%	8.6%
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EPS(X)	4.28	1.31	0.86	1.05	1.22
经营性现金流	1140	1173	445	1899	2194	PE(X)	4.66	17.62	15.73	12.90	11.08
投资性现金流	446	-1156	-199	736	-144	PB(X)	2.27	2.63	1.40	1.26	1.13
融资性现金流	-713	-1159	-583	-29	-29	PS(X)	2.94	3.28	3.18	2.75	2.38
现金增加额	665	-1209	-338	2606	2020	EV/EBITDA(X)	15.80	33.57	12.26	8.05	6.06

资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 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。