

昆仑万维 (300418.SZ)

搜索与广告业务同比向上，大模型及 AIGC 应用持续推进

增持

核心观点

投资相关收益波动导致业绩同比下滑，海外业务占比进一步提升。 1) 公司披露 23 年半年报，上半年实现营业收入 24.25 亿元、归母净利润 3.58 亿元，同比分别增长 7.83%、-44.31%，对应全面摊薄 EPS 0.29 元；经营性现金流净额 5.33 亿元，同比增长 29.76%；2) Q2 单季度实现营业收入 12.08 亿元、归母净利润 1.46 亿元，同比分别增长 14.4%、-45.7%，对应 EPS 0.12 元；上半年净利润大幅下滑主要受对外投资相关收益波动影响（上半年投资收益、公允价值变动收益分别为-0.2 亿元、1.66 亿元，同比分别下滑 209%、62%）；3) 从收入构成上来看，海外业务实现营收 20.23 亿元，占比达到 83%、同比提升 9 个 pct；4) 毛利率达到 80%、稳中有升；费用率方面，管理费用率同比提升 2.6 个 pct 至 33.5%、研发费用率提升 0.88 个 pct 至 14.48%，主要在于激励及 AI 相关费用投入。

搜索与广告业务同比向上，游戏及社交业务同比下滑。 1) 上半年搜索业务实现营业收入 5.31 亿元、同比增长 24.56%，毛利率同比提升 1.79 个百分点至 95.17%；广告业务实现营业收入 7.24 亿元，同比增长 34.64%，毛利率下降 13.4 个 pct 至 56.54%；2) 游戏业务实现营收 2.95 亿元，同比下降 10.62%；国内社交业务实现营业收入 2.48 亿元、同比下滑 20.03%；海外社交业务实现营业收入 5.06 亿元、同比下滑 11.23%。

大模型与 AIGC 应用持续推进。 1) 公司已经构建了近千人的 AGI 与 AIGC 板块团队；累计投入上亿美元采购相关硬件设备，构建了自主可控的算力集群，能够满足未来除视频 AIGC 之外的算力需求；对标 GPT-4 的多模态预训练大模型亦完成数据收集和清理，目前已进入实验性训练阶段；2) 应用方面：正式发布 AI 搜索产品“天工 AI 搜索”，能够为用户提供快速、可靠的交互式搜索服务，并集成写作、演示等常用功能；AI 游戏已经进入高强度研发测试阶段，将在一年内正式上线；AI 社交与 AI 动漫产品预计于年内上线；Opera 旗下 Aria 已在全球 180 多个国家上线，可以支持超过 50 种语言，用户数已突破 100 万。

风险提示：应用落地不及预期；技术进步低于预期；投资业务不及预期等。

投资建议：考虑到投资相关收益影响，我们下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 11.1/13.6/15.4 亿元（前值分别为 13.95/15.36/17.35 亿元），同比增长 -3.9%/22.9%/13.3%；摊薄 EPS=0.93/1.14/1.29 元，当前股价对应 PE=40/32/29x。公司布局前瞻，有望成为 AIGC 时代大模型+应用生态的平台型公司，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,850	4,736	5,113	5,827	6,573
(+/-%)	77.0%	-2.3%	7.9%	14.0%	12.8%
净利润(百万元)	1547	1153	1107.80	1361.65	1542.17
(+/-%)	-69.0%	-25.5%	-3.9%	22.9%	13.3%
每股收益(元)	1.29	0.96	0.93	1.14	1.29
EBIT Margin	25.5%	32.4%	26.5%	30.6%	30.3%
净资产收益率 (ROE)	14.9%	9.1%	8.2%	9.4%	9.9%
市盈率 (PE)	28.4	38.2	39.7	32.3	28.5
EV/EBITDA	36.3	29.2	36.2	27.3	24.3
市净率 (PB)	4.24	3.47	3.27	3.05	2.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·游戏 II

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	36.98 元
总市值/流通市值	44214/40197 百万元
52 周最高价/最低价	70.66/11.94 元
近 3 个月日均成交额	3799.98 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《昆仑万维(300418.SZ)-收购奇点智源夯实底座，持续看好 AIGC 时代成长机遇》——2023-06-19

《昆仑万维(300418.SZ)-经营性净利润增长 70%，AIGC 进展迅速》——2023-05-04

《昆仑万维(300418.SZ)-核心业务保持稳健，AIGC 布局前瞻》——2023-04-21

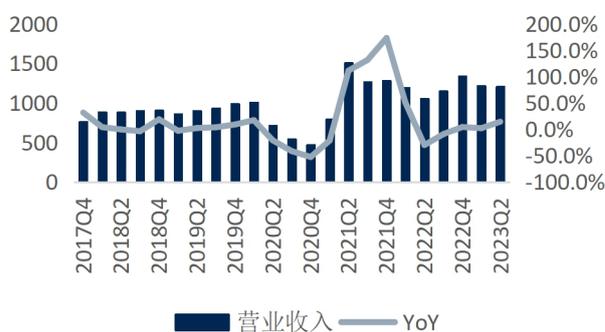
投资收益波动导致业绩同比下滑，海外业务占比进一步提升。1) 公司披露 23 年半年报，上半年实现营业收入 24.25 亿元、归母净利润 3.58 亿元，同比分别增长 7.83%、-44.31%，对应全面摊薄 EPS 0.29 元；经营性现金流净额 5.33 亿元，同比增长 29.76%；2) Q2 单季度实现营业收入 12.08 亿元、归母净利润 1.46 亿元，同比分别增长 14.4%、-45.7%，对应 EPS 0.12 元；上半年净利润大幅下滑主要受对外投资相关收益波动影响（上半年投资收益、公允价值变动收益分别为-0.2 亿元、1.66 亿元，同比分别下滑 209%、62%）；3) 从收入构成上来看，海外业务实现营收 20.23 亿元，占比达到 83%、同比提升 9 个 pct；4) 毛利率达到 80%、稳中有升；费用率方面，管理费用率同比提升 2.6 个 pct 至 33.5%、研发费用率提升 0.88 个 pct 至 14.48%，主要在于激励及 AI 相关费用投入。

图1：昆仑万维营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：昆仑万维单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



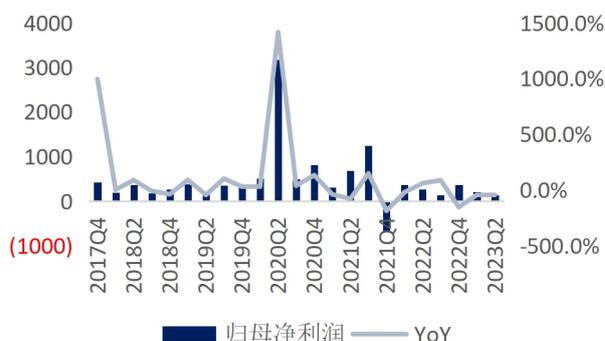
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：昆仑万维归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：昆仑万维单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

大模型与 AIGC 应用持续推进。1) 公司已经构建了近千人的 AGI 与 AIGC 板块团队；累计投入上亿美元采购相关硬件设备，构建了自主可控的算力集群，能够满足未来除视频 AIGC 之外的算力需求；对标 GPT-4 的多模态预训练大模型亦完成数据收集和清理，目前已进入实验性训练阶段；2) 应用方面：正式发布 AI 搜索产品“天工 AI 搜索”，能够为用户提供快速、可靠的交互式搜索服务，并集成写作、演示等常用功能；AI 游戏已经进入高强度研发测试阶段，将在一年内正式上线；AI 社交与 AI 动漫产品预计于年内上线。

图5：“天工”桌面端交互界面

图6：AI 游戏画面



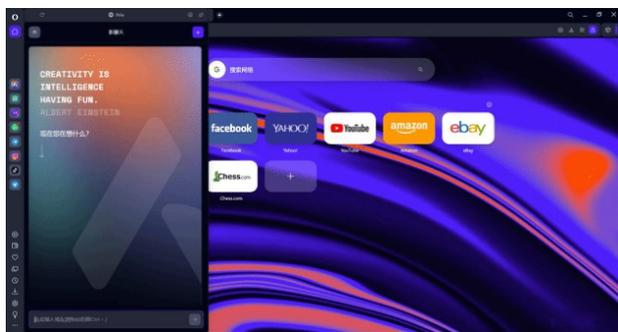
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海外信息分发与元宇宙业务表现良好。1) Opera 已完成从传统浏览器向人工智能驱动的 AI 助手与元宇宙平台转型, 业务覆盖广告、搜索、信息内容分发、AI 助手、元宇宙等多个领域, 建立起以浏览器为核心的多元产品矩阵; 新推出的旗舰浏览器 Opera One 不仅集成了 ChatGPT、ChatSonic 等 AI 服务, 还推出了内置原生 AI 助手“Aria”, 已在全球 180 多个国家上线, 用户数已突破 100 万大关; 2) Opera GX 推出“Mods”功能, 同时上线 GX.Store, 并举办“Mod Jam”活动, 鼓励玩家创作更多 Mod 内容, 从而提升内容丰富度以及社区活跃度。截至报告期末, GX.Store 中 Mod 内容已超过 2000 款。此外, GX.Games 上线游戏也已超过 5000 款, 游玩次数超 4800 万次。

图7: Opera One 及 AI 助手“Aria”



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: Opera GX “Mods”功能



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到投资相关收益影响, 我们下调盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 11.1/13.6/15.4 亿元(前值分别为 13.95/15.36/17.35 亿元), 同比增长-3.9%/22.9%/13.3%; 摊薄 EPS=0.93/1.14/1.29 元, 当前股价对应 PE=40/32/29x。公司布局前瞻, 有望成为 AIGC 时代大模型+应用生态的平台型公司, 维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS				PE			
					2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
300364.SZ	中文在线	增持	15.73	115	0.14	(0.50)	0.20	0.27	116	(32)	78	59
002292.SZ	奥飞娱乐	增持	8.98	133	(0.28)	(0.12)	0.11	0.23	(32)	(77)	84	38
002517.SZ	恺英网络	增持	15.14	326	0.27	0.48	0.69	0.94	57	32	22	16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1985	1000	1785	1590	1459	营业收入	4850	4736	5113	5827	6573
应收款项	666	875	4202	4630	5043	营业成本	1372	1002	1156	1340	1526
存货净额	0	0	827	883	921	营业税金及附加	7	6	15	17	20
其他流动资产	90	65	818	991	1183	销售费用	1473	1566	1738	1981	2235
流动资产合计	4028	3441	7689	8162	8691	管理费用	760	628	846	704	804
固定资产	57	65	161	232	299	财务费用	113	10	(35)	129	95
无形资产及其他	667	700	672	644	616	投资收益	1665	141	(26)	30	20
投资性房地产	11353	12325	12325	12325	12325	资产减值及公允价值变动	979	620	30	30	30
长期股权投资	1794	1029	1009	1009	1009	其他收入	(2207)	(884)	0	0	0
资产总计	17899	17561	21856	22372	22940	营业利润	1562	1401	1396	1716	1944
短期借款及交易性金融负债	1260	679	4196	3401	2518	营业外净收支	(1)	(13)	4	4	4
应付款项	2543	1607	477	552	628	利润总额	1561	1388	1400	1720	1948
其他流动负债	667	475	1487	1600	1815	所得税费用	80	154	210	258	292
流动负债合计	4471	2762	6160	5553	4961	少数股东损益	(66)	81	82	101	114
长期借款及应付债券	19	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1547	1153	1108	1362	1542
其他长期负债	118	256	320	419	421						
长期负债合计	137	256	320	419	421	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4608	3018	6481	5973	5382	净利润	1547	1153	1108	1362	1542
少数股东权益	2910	1845	1903	1973	2053	资产减值准备	25	(4)	(27)	0	0
股东权益	10381	12698	13473	14426	15506	折旧摊销	101	75	39	42	46
负债和股东权益总计	17899	17561	21856	22372	22940	公允价值变动损失	(979)	(620)	(30)	(30)	(30)
						财务费用	113	10	(35)	129	95
关键财务与估值指标						营运资本变动	(3926)	(2150)	(4988)	(369)	(350)
每股收益	1.29	0.96	0.93	1.14	1.29	其它	(79)	77	84	70	80
每股红利	0.22	0.09	0.28	0.34	0.39	经营活动现金流	(3311)	(1469)	(3815)	1075	1288
每股净资产	8.68	10.62	11.27	12.07	12.97	资本开支	0	(651)	(50)	(55)	(55)
ROIC	13%	12%	8%	8%	9%	其它投资现金流	(933)	(214)	1444	(11)	(18)
ROE	15%	9%	8%	9%	10%	投资活动现金流	1011	(100)	1414	(66)	(73)
毛利率	72%	79%	77%	77%	77%	权益性融资	(67)	120	0	0	0
EBIT Margin	26%	32%	27%	31%	30%	负债净变化	19	(19)	0	0	0
EBITDA Margin	28%	34%	27%	31%	31%	支付股利、利息	(259)	(112)	(332)	(408)	(463)
收入增长	77%	-2%	8%	14%	13%	其它融资现金流	2463	727	3517	(795)	(883)
净利润增长率	-69%	-25%	-4%	23%	13%	融资活动现金流	1916	585	3185	(1204)	(1346)
资产负债率	42%	28%	38%	36%	32%	现金净变动	(384)	(985)	785	(195)	(132)
息率	0.6%	0.3%	0.8%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	2370	1985	1000	1785	1590
P/E	28.4	38.2	39.7	32.3	28.5	货币资金的期末余额	1985	1000	1785	1590	1459
P/B	4.2	3.5	3.3	3.0	2.8	企业自由现金流	0	(1362)	(3887)	1099	1292
EV/EBITDA	36.3	29.2	36.2	27.3	24.3	权益自由现金流	0	(654)	(341)	197	329

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032