

证券研究报告

公司研究

公司点评

昆仑万维 (300418.SZ)

冯翠婷 传媒互联网及海外 首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: 17317141123

邮 箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIESCO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

昆仑万维 (300418.SZ) : 天工大模型综合表现亮眼, AI 业务全链布局进行时

2023 年 11 月 25 日

事件: (1) 8 月 23 日, 昆仑万维发布国内第一款 AI 搜索产品——天工 AI 搜索。 (2) 10 月 30 日, 昆仑万维宣布开源百亿级大语言模型: 天工 Skywork-13B 系列, 并配套开源 600GB、150B Tokens 的超大高质量开源中文数据集。 (3) 10 月中国 AI 大模型排行榜中, 昆仑万维综合实力排名第五。 (4) 11 月 3 日, 昆仑万维“天工”大模型通过《生成式人工智能服务管理暂行办法》备案, 面向全社会开放服务。

点评:

➤ 公司 23 年前三季度业绩回顾:

(1) 23Q1-Q3 公司营业收入 36.8 亿元, 同比增长 8.3%; 归母净利润 3.28 亿元, 同比下降 58.3%; 扣非归母净利润 2.75 亿元, 同比下降 68.61%。

(2) 单拆 23Q3 公司实现营收 12.56 亿元, 同比增长 9.27%; 归母净利润-0.30 亿元, 同比下降 120.78%, 扣非净利润-0.37 亿元, 同比下降 120.79%。

(3) 费用端来看, 23Q3 研发费用 2.69 亿元, 同比增加 51.18%, 研发费用率 21.44%, 主要系 AIGC 业务相关的人工成本、技术服务、折旧摊销等费用增加; 销售费用 4.38 亿元, 同比增加 28.58%, 销售费用率 34.86%; 管理费用 1.56 亿元, 同比增长 2201.65%, 管理费用率 12.45%, 主要系报告期新授予的股权激励所致。

➤ “天工”大模型测试表现亮眼, AGI 与 AIGC 全链布局稳健。在腾讯优图实验室联合厦门大学开展的多模态大语言模型中, “天工”大模型综合得分第一, 其文本理解及逻辑推理能力全球领先。大模型助力对应“天工” app 实现全面升级, 于 AI 搜索、阅读、创作三方面多元拓展应用场景。落地应用端, 自研首款 AI 游戏, 《Club Koala》于德国科隆国际游戏展亮相, 为向玩家提供沉浸式体验配备 UGC 编辑器 Koala Editor 并引入 AI NPC, 实现零代码游戏开发第一步。

➤ AI 助手 Aria 体验全面升级, 持续看好细分领域前景。23 年前三季度, 公司海外业务收入占比进一步提升至 84%, 同比增加近 9 个百分点。5 月, 公司旗下 Opera 正式推出人工智能服务 Aria, 助力海外市场拓展。截至第三季度末, Aria 已在包括欧盟在内的 180 多个国家和地区上线, 用户突破百万大关。本次加速更新的“Refiner”工具及“Compose”功能充分展示 AIGC 多元应用潜能。

➤ **投资建议:** 公司基础算力资源满足大部分自研算力需求及模型训练, 同时首款 AI 游戏《Club Koala》有望带来新的业务增量。公司承诺未来三年不以任何形式减持所持有的公司股票, 战略目标明确。根据 2023 年 11 月 24 日 wind 一致预期, 公司 23-25 年净利润 7.47/9.59/11.75

亿元，同比变化-35.22/+28.40/+22.55%，对应 PE 54.05/42.09/34.35x，
建议重点关注。

- **风险因素：**行业政策风险，AIGC 发展不及预期，模型开发进度不及预期，海外市场推广效果不达预期。

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice金牌分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有5年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队成员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业2年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业3年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等美股研究以及结合海外映射对A股港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推測仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)；	买入：股价相对强于基准 20%以上；	看涨：行业指数超越基准；
时间段：报告发布之日起 6 个月内。	增持：股价相对强于基准 5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。