

# 昆仑万维 (300418)

## 2023 年年报点评: 经营性业绩稳健, All in AI 战略持续兑现

买入 (维持)

2024 年 04 月 24 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

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4,736	4,915	5,617	6,157	6,644
同比 (%)	(2.35)	3.78	14.27	9.62	7.92
归母净利润 (百万元)	1,152.82	1,258.36	848.77	994.92	1,072.97
同比 (%)	(25.47)	9.15	(32.55)	17.22	7.84
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.95	1.04	0.70	0.82	0.88
P/E (现价&最新摊薄)	41.29	37.83	56.09	47.85	44.37

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

■ **事件:** 2023 年公司实现营收 49.15 亿元, yoy+3.78%, 归母净利润 12.58 亿元, yoy+9.15%, 扣非归母净利润 6.60 亿元, yoy-42.86%。其中, 2023Q4 实现营收 12.34 亿元, yoy-7.73%, qoq-1.74%, 归母净利润 9.30 亿元, yoy+154.02%, 2023Q3 为-0.30 亿元, 扣非归母净利润 3.85 亿元, yoy+37.84%, 2023Q3 为-0.37 亿元, 业绩符合我们预期。

■ **经营性业绩持续稳健表现, 投资业务贡献可观收益。** 2023 年公司经营性业务延续稳健表现, 其中 1) 海外信息分发与元宇宙平台 Opera 实现营收 3.97 亿美元, yoy+19.87%, 净利润 1.69 亿美元, yoy+1026.83%, 扣非归母净利润 0.64 亿美元, yoy+326.28%; 2) Skywork AI 实现扣非净利润 3.21 亿元, yoy+23.78% (业务重组调整前数据, 即海外音乐社交); 3) 国内棋牌业务闲徕互娱实现净利润 1.85 亿元, yoy-46.84%, 延续收缩态势; 4) 全球游戏研运业务利润贡献我们预计维稳。此外, 公司投资业务表现优秀, 2023 年公司投资净收益 2.55 亿元, 公允价值变动净收益 12.83 亿元, 其中 6.59 亿元主要为 Opera 所持有金融资产公允价值变动收益, 计入非经常性收益。(注: 无特殊表述, 货币单位为人民币)

■ **组建人才梯队, 大举坚定投入 AI。** 2023 年公司销售、管理、研发费用率分别为 32.95%、17.52%、19.69%, yoy-0.12pct、4.26pct、5.11pct, 其中管理费用同比增加 37.08%至 8.61 亿元, 主要系股权激励费用增加, 研发费用同比增加 40.16%至 9.68 亿元, 主要系公司坚定推进 All in AI 战略, 组建人才团队, 相应员工成本、技术服务费及服务器折摊费增加, 截至 2023 年末, 公司研发人员数达 1508 人, 较 2022 年末的 1266 人增加 19.12%, 同时研发团队中硕士及以上学历超 300 人。此外, 公司已于 2024 年 3 月公告限制性股票激励草案, 为激励 AI 核心技术人员, 拟向激励对象授予 6246 万股限制性股票 (约占总股本的 5.1%), 假定 2024 年 4 月授予, 预计激励成本将达 13 亿, 将于 2024-2027 年摊销。

■ **多元 AI 业务矩阵持续落地, 看好公司 AI 领先优势。** 公司已构建 AI 大模型、AI 搜索、AI 音乐、AI 视频、AI 社交、AI 游戏等多元矩阵, 其中 1) AI 大模型“天工”已于 2024/4/17 迭代至 3.0 版本, 是目前全球模型参数最大、性能最强的开源 MoE 模型之一; 2) AI 搜索功能持续完善, 覆盖检索、创作、娱乐等多领域需求; 3) AI 音乐模型“天工 SkyMusic”已于 2024/4/17 发布; 4) AI 社交产品 Linky 已于海外上线; 5) AI 游戏《Club Koala》已于 2024/4/18 开启测试, 此外公司还在 AI 视频、AI 漫画等方向积极布局, 期待公司 AI 大模型及应用持续突破、落地。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们维持 2024-2025 年并新增 2026 年 EPS 为 0.70/0.82/0.88 元, 对应当前股价 PE 分别为 56/48/44X。公司前瞻布局 AI, 我们看好公司领先优势将不断凸显, 多元布局持续落地打开成长空间, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** AI 大模型及应用进展不及预期, 经营性业务不及预期, 行业监管风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	36.79
一年最低/最高价	26.22/70.66
市净率(倍)	2.95
流通 A 股市值(百万元)	40,703.50
总市值(百万元)	44,700.12

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	12.49
资产负债率(% ,LF)	16.69
总股本(百万股)	1,215.01
流通 A 股(百万股)	1,106.37

### 相关研究

《昆仑万维(300418): 2023 年三季报点评: 经营业务业绩稳健, 坚定投入 AGI 及 AIGC》

2023-10-27

《昆仑万维(300418): 2023 年中报点评: 前瞻布局 All in AI, 大模型及应用持续落地》

2023-08-25

## 昆仑万维三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>3,803</b>	<b>4,991</b>	<b>6,410</b>	<b>8,299</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,915</b>	<b>5,617</b>	<b>6,157</b>	<b>6,644</b>
货币资金及交易性金融资产	2,672	3,976	5,449	7,285	营业成本(含金融类)	1,040	1,263	1,396	1,560
经营性应收款项	737	768	694	739	税金及附加	6	6	6	7
存货	0	0	0	0	销售费用	1,620	1,741	1,662	1,728
合同资产	0	0	0	0	管理费用	861	1,348	1,847	2,060
其他流动资产	394	248	268	275	研发费用	968	1,180	1,293	1,395
<b>非流动资产</b>	<b>17,682</b>	<b>17,878</b>	<b>18,100</b>	<b>18,220</b>	财务费用	35	6	(14)	(28)
长期股权投资	1,223	1,223	1,223	1,223	加:其他收益	21	45	31	33
固定资产及使用权资产	582	777	1,000	1,119	投资净收益	255	281	308	332
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	1,283	775	1,073	1,180
无形资产	788	788	788	788	减值损失	(21)	0	0	0
商誉	5,325	5,325	5,325	5,325	资产处置收益	3	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	<b>营业利润</b>	<b>1,928</b>	<b>1,175</b>	<b>1,377</b>	<b>1,468</b>
其他非流动资产	9,763	9,763	9,763	9,763	营业外净收支	(48)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>21,485</b>	<b>22,869</b>	<b>24,510</b>	<b>26,518</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,879</b>	<b>1,175</b>	<b>1,377</b>	<b>1,468</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,038</b>	<b>3,423</b>	<b>3,894</b>	<b>4,654</b>	减:所得税	346	176	207	220
短期借款及一年内到期的非流动负债	614	514	464	414	<b>净利润</b>	<b>1,533</b>	<b>999</b>	<b>1,170</b>	<b>1,248</b>
经营性应付款项	1,216	1,593	1,976	2,619	减:少数股东损益	275	150	176	175
合同负债	176	227	251	281	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,258</b>	<b>849</b>	<b>995</b>	<b>1,073</b>
其他流动负债	1,032	1,089	1,203	1,341	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.04	0.70	0.82	0.88
非流动负债	548	548	548	548	EBIT	425	125	(17)	(72)
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	634	529	610	509
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	78.84	77.52	77.32	76.52
租赁负债	179	179	179	179	归母净利率(%)	25.60	15.11	16.16	16.15
其他非流动负债	369	369	369	369	收入增长率(%)	3.78	14.27	9.62	7.92
<b>负债合计</b>	<b>3,586</b>	<b>3,971</b>	<b>4,442</b>	<b>5,202</b>	归母净利润增长率(%)	9.15	(32.55)	17.22	7.84
归属母公司股东权益	15,174	16,023	17,018	18,091					
少数股东权益	2,725	2,875	3,050	3,225					
<b>所有者权益合计</b>	<b>17,899</b>	<b>18,898</b>	<b>20,068</b>	<b>21,316</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,485</b>	<b>22,869</b>	<b>24,510</b>	<b>26,518</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	885	981	1,020	1,097	每股净资产(元)	12.49	13.19	14.01	14.89
投资活动现金流	(431)	(319)	(542)	(368)	最新发行在外股份(百万股)	1,215	1,215	1,215	1,215
筹资活动现金流	(288)	(133)	(77)	(73)	ROIC(%)	2.04	0.55	(0.07)	(0.29)
现金净增加额	157	529	400	656	ROE-摊薄(%)	8.29	5.30	5.85	5.93
折旧和摊销	209	405	628	581	资产负债率(%)	16.69	17.36	18.12	19.62
资本开支	(397)	(600)	(850)	(700)	P/E(现价&最新股本摊薄)	37.83	56.09	47.85	44.37
营运资本变动	419	600	575	758	P/B(现价)	3.14	2.97	2.80	2.63

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>