



Research and  
Development Center

# 顺势转型，打造人工智能时代的“超级大模型”

—昆仑万维（300418.SZ）首次覆盖报告

2024年5月7日

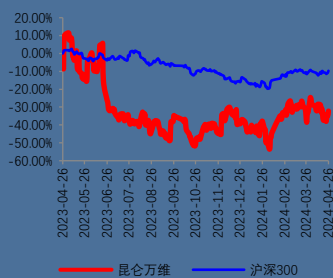
冯翠婷传媒互联网及海外首席分析师  
执业编号：S1500522010001  
邮箱：fengcuiting@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**首次覆盖报告**
**昆仑万维 (300418. SZ)**

投资评级

**买入**

上次评级



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价	41.14
52 周内股价波动区间 (元)	26.22-66.66
最近 20 日涨跌幅 (%)	-7.9642%
总股本 (亿股)	12.1500
流通 A 股比例 (%)	91.06%
总市值 (亿元)	499.8540

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

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): 顺势转型, 打造人工智能时代的“超级大模型”

**本期内容提要:**

◆**凭借超前的战略眼光与坚定的长期投入, 以 “All in”AGI 与 AIGC 作为长期发展策略。** 2023 年 4 月, 昆仑万维发布自研千亿级大语言模型「天工大模型」; 8 月, 推出「天工 AI 搜索」, 国内首个融入大模型技术能力的 AI 搜索产品; 9 月, 在权威推理榜单 Benchmark GSM8K 测试中, 「天工大模型」以 80% 的正确率脱颖而出, 推理能力接近 GPT-4; 同月, 全球知名 AI 学者颜水成加入昆仑万维, 担任天工智能联席 CEO 及 2050 全球研究院院长; 10 月, 昆仑万维开源百亿级大语言模型“天工 Skywork-13B”系列。2024 年 2 月 6 日, 昆仑万维又一次升级发布新版 MoE 大语言模型「天工 2.0」及「天工 AI」智能助手, 这也是国内首个搭载 MoE 架构并面向全体 C 端用户免费开放的千亿级参数大语言模型的 AI 应用。4 月 17 日, 昆仑万维「天工 3.0」基座大模型和「天工 SkyMusic」音乐大模型正式开启公测。

◆**「天工 3.0」拥有 4000 亿参数, 超越了 3140 亿参数的 Grok-1, 是目前全球模型参数最大、性能最强的开源 MoE 模型之一。**「天工 3.0」的逻辑推理能力、语义理解能力、应对复杂需求能力、内容创作能力全面升级, 数学/推理/代码/文创能力提升超过 30%, 并新增了多轮搜索与综合工具调用、图表绘制、研究模式、增强模式、改图扩图等多项 AI 能力。强大的模型技术实力赋予「天工 3.0」优秀的性能表现。在 MMBench 等多项权威多模态测评结果中, 「天工 3.0」超越 GPT-4V, 全球领先。

◆**公司已围绕「天工」系列大模型建起 AI 搜索、AI 音乐、AI 视频、AI 社交、AI 游戏等 AI 业务矩阵。**2023 年 8 月, 昆仑万维推出国内首款搭载大模型能力的 AI 搜索产品“天工 AI 搜索”, 该业务亦是公司 2024 年有望大力投入的板块之一。其具备: 信息来源功能、时效性强、可以追问等特点和功能。此外, 天工 AI 搜索可以生成图文并茂的答案, 亦可以提供音频答案, 有助于增强用户的答案满意度。天工 AI 搜索在第三方 AI 搜索引擎排行榜上排名 9-12 名浮动, 3 月访问量 143w, 增长 52%, 结合市场环境我们预计天工 AI 搜索的访问量有望继续增长。

◆**公司传统业务持续稳健增长, 利润表现可观。**2023 年公司实现营业收入 49.2 亿元, 同比增长 3.8%, 归母净利润 12.6 亿元, 同比增长 9.15%。其中广告、搜索、社交网络-海外、游戏、社交网络-国内分别实现营收 16.5/11.4/9.7/5.3/4.8 亿元, 占收比分别为 33.63%/23.25%/19.81%/10.87%/9.70%。**Opera:** 业务涵盖广告、搜索、内容分发、元宇宙等多个领域, 旗下产品主要包括 Opera 系列浏览器、新闻聚合平台 Opera News; 2023 年, Opera 发布最新版 Opera One 浏览器, 内置可联网的 AI 与相应的模块化设计, 进一步提升用户体验。**Star Group:** 主营产品 StarMaker 已经成为拥有包括在线 K 歌、语音房、直播、休闲游戏等在内的多种在线娱乐场景的综合性音乐社交软件, 用户基础广泛, 遍布东南亚、中东、欧美、美洲等多个地区。**Ark Games:** 公司旗下集游戏研发、发行、运营于一体的全球移动游戏平台, 旗下《圣境之塔》等老游戏持续贡献流

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>2

水。闲徕互娱：深耕地域棋牌、麻将游戏市场，业务护城河较高，房卡模式持续创收。

◆**盈利预测与投资评级：**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5.1409%，每股19.63元锁定员工激励定增价格，业绩考核目标为2024-2026年实现营收不低于55/60/65亿元。考虑到公司积极搭建研发人才梯队，坚定且专注投入AI领域，研发费用有望进一步加大，短期内或暂时对公司归母净利润带来一定的增长压力。我们预计公司2024-2026年营业总收入为55.12/60.29/65.44亿元，同比增长12.1%/9.4%/8.5%，归母净利润为8.53/9.98/10.34亿元，同比增长-32.2%/17.0%/3.6%。根据分部估值市值加总得2024年公司市值为660亿元，对应目标价54.31元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**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，市场推广效果不达预期。

重要财务指标	单位：百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,736	4,915	5,512	6,029	6,544
同比(%)	-2.3%	3.8%	12.1%	9.4%	8.5%
归属母公司净利润	1,153	1,258	853	998	1,034
同比(%)	-25.5%	9.2%	-32.2%	17.0%	3.6%
毛利率(%)	78.8%	78.8%	78.9%	78.4%	77.6%
ROE(%)	9.1%	8.3%	5.3%	5.8%	5.7%
EPS(摊薄)(元)	0.95	1.04	0.70	0.82	0.85
P/E	43.36	39.72	58.59	50.06	48.33
P/B	3.94	3.29	3.11	2.92	2.76
EV/EBITDA	15.58	71.14	120.72	80.85	60.64

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2024年5月6日收盘价

## 投资聚焦

► 本文主要论述，昆仑万维凭借超前的战略眼光与坚定的长期投入，以“All in”AGI 与 AIGC 作为长期发展策略，已围绕「天工」系列大模型建起 AI 大模型、AI 搜索、AI 音乐、AI 视频、AI 社交、AI 游戏等 AI 业务矩阵，厚积薄发之下未来发展空间值得期待。

**1) 公司顺势转型，旗下 AI 大模型不断迭代和探索。**2023 年 4 月，昆仑万维发布自研千亿级大语言模型「天工大模型」；2024 年 2 月 6 日，昆仑万维又一次升级发布新版 MoE 大语言模型「天工 2.0」及「天工 AI」智能助手，这也是国内首个搭载 MoE 架构并面向全体 C 端用户免费开放的千亿级参数大语言模型的 AI 应用。4 月 17 日，昆仑万维「天工 3.0」基座大模型正式发布，拥有 4000 亿参数，超越了 3140 亿参数的 Grok-1，是目前全球模型参数最大、性能最强的开源 MoE 模型之一。

**2) 围绕「天工」系列大模型搭建 AI 业务矩阵。**其涵盖 AI 搜索、AI 音乐、AI 视频、AI 社交、AI 游戏等。2023 年 8 月，昆仑万维推出国内首款搭载大模型能力的 AI 搜索产品“天工 AI 搜索”，该业务亦是公司 2024 年有望大力投入的板块之一，功能有望持续迭代；AI 音乐“天工 SkyMusic”已于 4 月 17 日发布；AI 游戏《Club Koala》已于 4 月 18 日开启 Alpha 测试。此外，公司在 AI 视频、AI 社交等方向亦有积极布局，AI 模型迭代及应用更新有望进一步落地。

**3) 公司传统业务持续稳健增长，利润表现可观。**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 5.1409%，每股 19.63 元锁定员工激励定增价格，业绩考核目标为 2024-2026 年实现营收不低于 55/60/65 亿元。考虑到公司积极搭建研发人才梯队，坚定且专注投入 AI 领域，研发费用有望进一步加大，短期内或暂时对公司归母净利润带来一定的增长压力。

## 目录

一、公司概况:	6
1、发展历程	6
2、股权架构与业务矩阵	6
3、公司业绩:	8
二、Star Group: 海外音乐娱乐社交平台	11
1、泛娱乐 SOP 流程完善, 盈利模式具备大规模复制条件	11
2、海外优势市场表现优异, 积极尝试产品迭代与运营升级	12
三、Opera: 海外信息收发平台	14
四、Ark Games: 保持稳定流水, 新品推出有望新增收入	15
五、闲徕互娱: 国内休闲娱乐平台, 房卡模式有效创收	16
六、AGI 与 AIGC 板块: 昆仑天工大模型强势迭代	17
1、纯自研底层大模型技术先进, 硬件与算力集群设施储备充足	18
2、天工 AI 搜索——国内第一款 AI 搜索产品的强势迭代	19
3、多元 AI 业务矩阵板块不断显现	20
七、盈利预测与投资建议	23
1、关键假设	23
2、分部估值	24
八、风险因素	26

## 图目录

图 1: 昆仑万维公司发展历程	6
图 2: 公司主营业务板块拆分	7
图 3: 2024 年三月昆仑万维股权结构与主要平台框架	7
图 4: 公司 2018 年以来营收与增速	8
图 5: 公司 2018 年以来归母净利润与增速	8
图 6: 公司 2018 年以来各项业务营业收入占比	8
图 7: 公司 2018 年以来毛利率变动情况	9
图 8: 公司 2018 年以来费用率变动情况	10
图 9: Star Group 主要特点与玩法	12
图 10: Star Group 中东四国、东南亚四国优势市场音频免费榜近三个月表现	12
图 11: Star Group 欧洲三国、拉美四国新兴市场音频免费榜近三个月表现	13
图 12: Opera 原生 AI 助手“Aria”展示	14
图 13: GX.games 与 GX.store 内容展示	15
图 14: Ark Games 主要游戏一览	15
图 15: 圣境之塔近三个月畅销榜排名	16
图 16: 闲徕互娱产品矩阵	16
图 17: 昆仑天工大模型测评结果	18
图 18: 天工 3.0 模型参数规模	18
图 19: 天工 3.0 多模态性能	19
图 20: 2024 年 3 月份搜索引擎排行榜	19
图 21: 天工 Sky Music 用户评价表现	21
图 22: “2024 年值得关注的 AIGC 企业&产品”榜单	21
图 23: 《Club Koala》游戏画面展示	22
图 24: 昆仑万维分业务收入及增速	24
图 25: 游戏业务可比公司与估值	24
图 26: 社交网络-海外业务可比公司与估值	25
图 27: 广告业务可比公司与估值	25
图 28: 搜索业务可比公司与估值	26

## 一、公司概况

### 1、发展历程

从页游到 AIGC，昆仑万维走上全球互联网平台崛起之路。昆仑万维于 2008 年创立，以页游研发与全球发行业务起家，依靠网游运营研发经验，逐渐布局手游业务。2015 年登陆创业板后，公司加快业务拓展，战略投资了 Opera、Grindr 和闲徕互娱，捕捉 Fintech、直播、电商、二次元等领域机遇。2018 年，公司业务增长半径进一步扩大，收购 Opera 并启动全新品牌 GameArk。2019 年，昆仑万维初步形成多元化业务板块，向全球互联网平台型公司转型，此后不断强化互联网平台公司定位，2020 年通过收购成为 Opera 的控股方，2021 年收购 Star Group，进一步推动全球互联网平台战略，提升全球影响力。2022 年，公司全面布局 AIGC 技术，并在多个领域开启研发与开源项目，2023 年，昆仑万维在 AI 领域取得重要突破，主导研发的中国首个智能涌现大语言模型「天工」开启内测。2024 年，公司将继续对天工大模型进行升级迭代，不断探索和开发更多创新应用，其中“天工 AI 大模型 3.0 版本”已于 4 月 17 日迭代，是目前全球模型参数最大、性能最强的开源 MoE 模型之一；AI 搜索功能持续完善；AI 音乐“天工 SkyMusic”已于 4 月 17 日发布；AI 游戏《Club Koala》已于 4 月 18 日开启 Alpha 测试。此外，公司在 AI 视频、AI 社交等方向亦有积极布局，AI 模型迭代及应用更新有望进一步落地。

图 1：昆仑万维公司发展历程



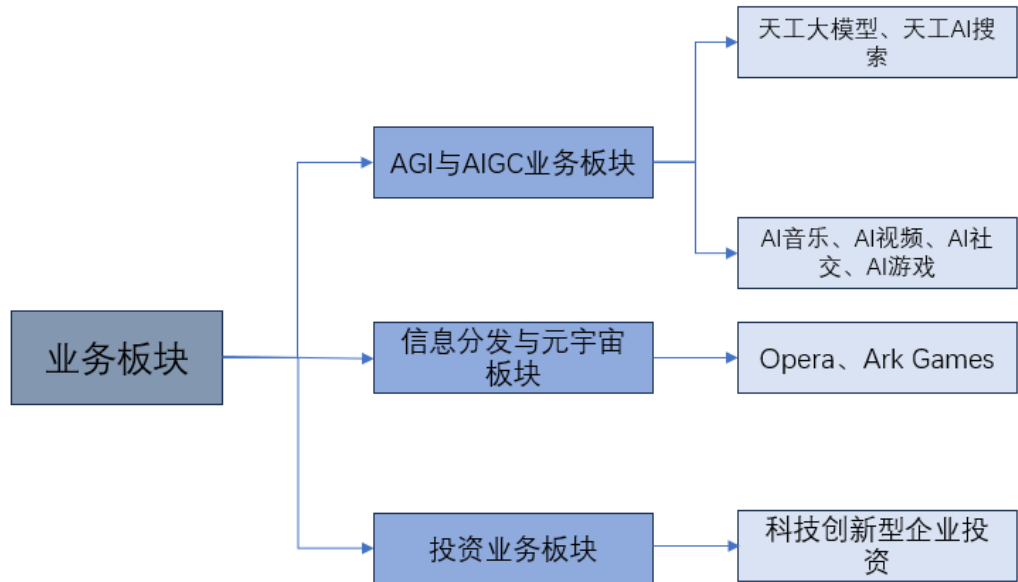
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

### 2、股权架构与业务矩阵

昆仑万维作为中国领先的互联网平台出海企业，现业务涵盖：海外信息分发与元宇宙平台（Opera）、海外娱乐社交平台（Star Group）、全球移动游戏平台（Ark Games）、休闲娱乐平台（闲徕互娱）、科技股权投资平台、AGI 与 AIGC 业务板块。

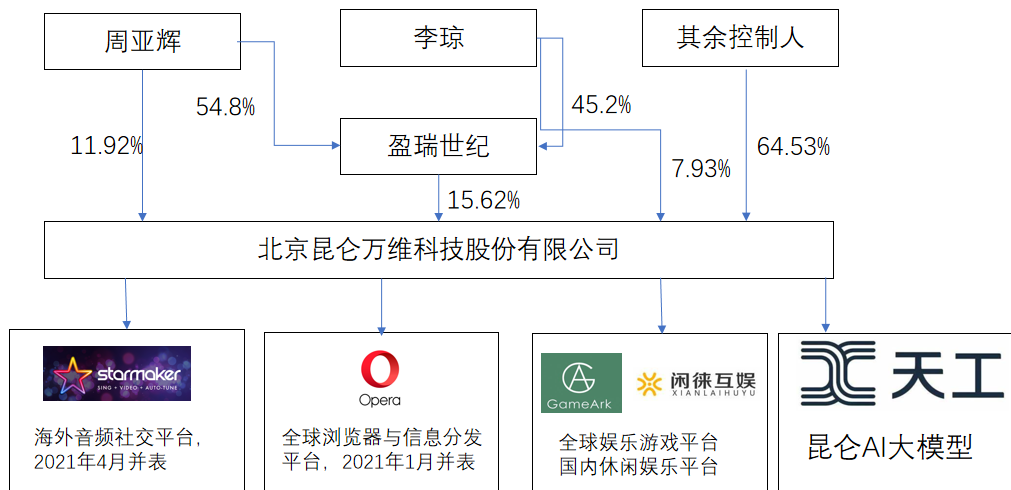
股权结构稳定，实际控制人周亚辉及一致行动人做出未来三年不减持承诺。根据公司年报，截至 2023 年 8 月，公司创始人兼第二大股东周亚辉及其一致行动人新余盈瑞世纪软件研发中心合计持有公司 27.98% 的股份，并于 2023 年年末做出三年内不减持已有或新增股份的承诺。我们认为，公司未来股权结构稳定，有助于公司战略长久、稳定落地。

图 2: 公司主营业务板块拆分



资料来源：公司 2023 年年报，信达证券研发中心

图 3: 昆仑万维股权结构与主要平台框架（截止 2024 年一季度）

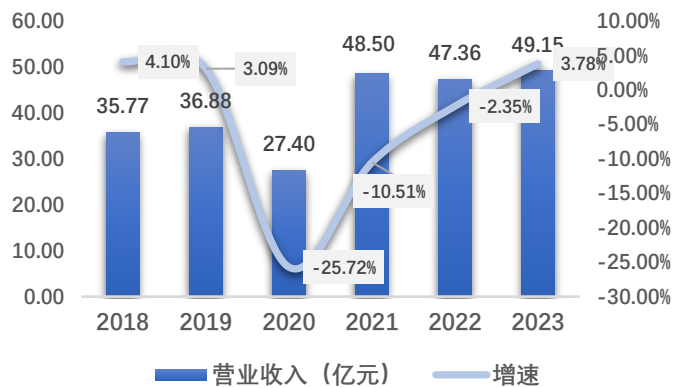


资料来源：企查查，信达证券研发中心

### 3、公司业绩

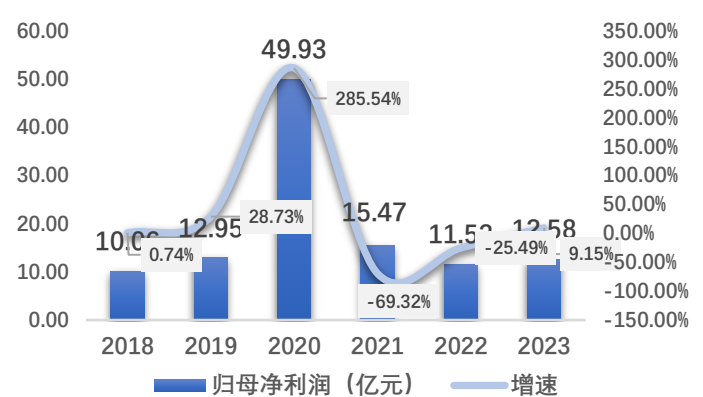
公司业绩实现持续稳健增长，利润表现可观。2022 年公司实现营业收入 47.4 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 11.5 亿元。2023 年公司实现营业收入 49.2 亿元，同比增长 3.8%，实现归属于上市公司股东的净利润 12.6 亿元，同比增长 9.15%。

图 4：公司 2018 年以来营收与增速



资料来源：公司 2018-2023 年年报，信达证券研发中心

图 5：公司 2018 年以来归母净利润与增速

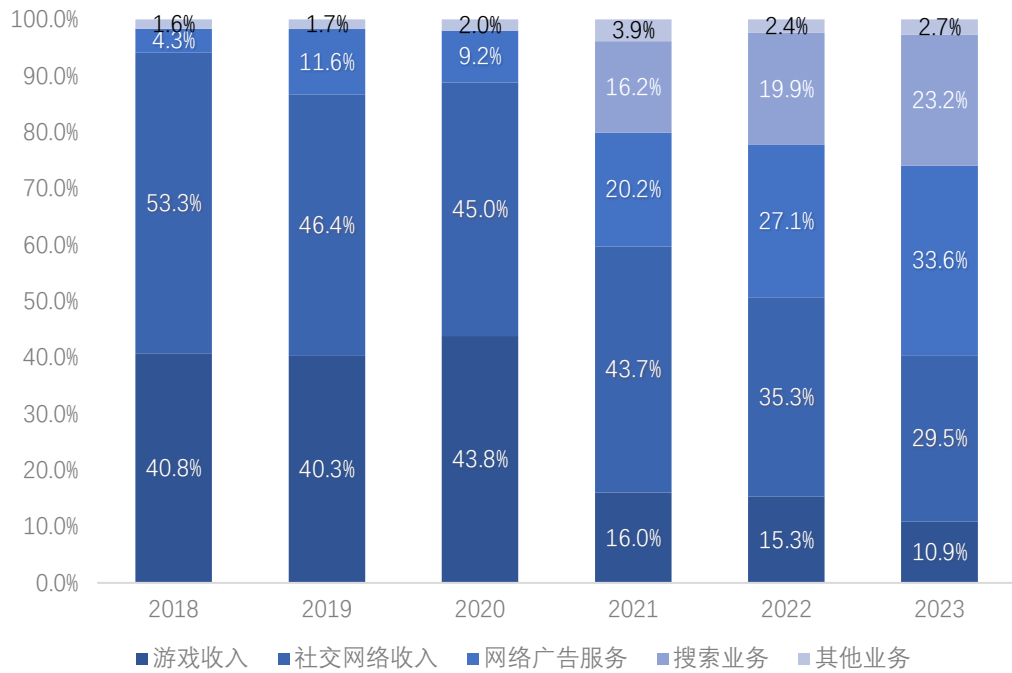


资料来源：公司 2018-2023 年年报，信达证券研发中心

公司主营业务结构多元化，助推 AGI 与 AIGC 业务蓬勃发展。公司是中国领先的互联网平台出海企业，业务覆盖包括信息分发、社交、娱乐、元宇宙、游戏及 AIGC 等多个领域。2023 年公司经营性业务延续稳健表现，其中广告、搜索、社交网络-海外、游戏、社交网络-国内分别实现营收 16.5/11.4/9.7/5.3/4.8 亿元，占收比分别为 33.63%/23.25%/19.81%/10.87%/9.70%。同时，公司积极推动业务板块整合重组，汇集资源，聚焦 AGI 与 AIGC 业务发展，不断拓宽业务护城河，保持竞争优势。未来，公司将继续加强各板块间的业务协同以及资源支持，为全球用户提供领先的人工智能产品与服务。

图 6：公司 2018 年以来各项业务营业收入占比

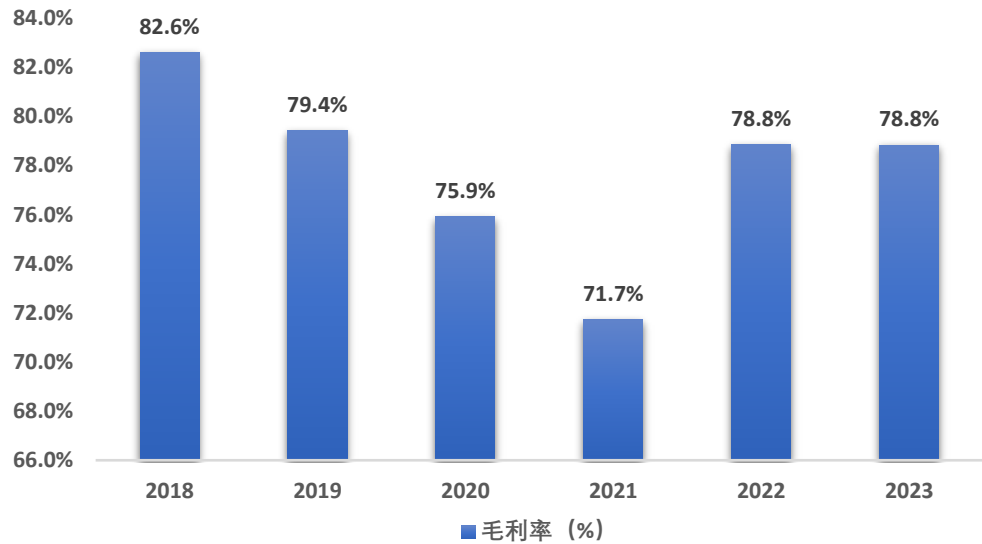




资料来源：公司 2018-2023 年年报，信达证券研发中心

**运营能力提升，毛利率回升稳定。**自 2021 年后，公司毛利率开始回升，并在 2022 年和 2023 年稳定在 78.8% 的较高水平，得益于公司不断提升运营能力，探索包括搜索、广告、虚拟道具付费、会员订阅、API 调用及定制化开发等多种商业化变现方式。此外公司旗下 AGI 与 AIGC 业务蓬勃发展，稳居国内同业第一梯队，AI 搜索、AI 音乐、AI 视频、AI 社交、AI 游戏等各垂类应用有序落地，为公司开启第二增长曲线。

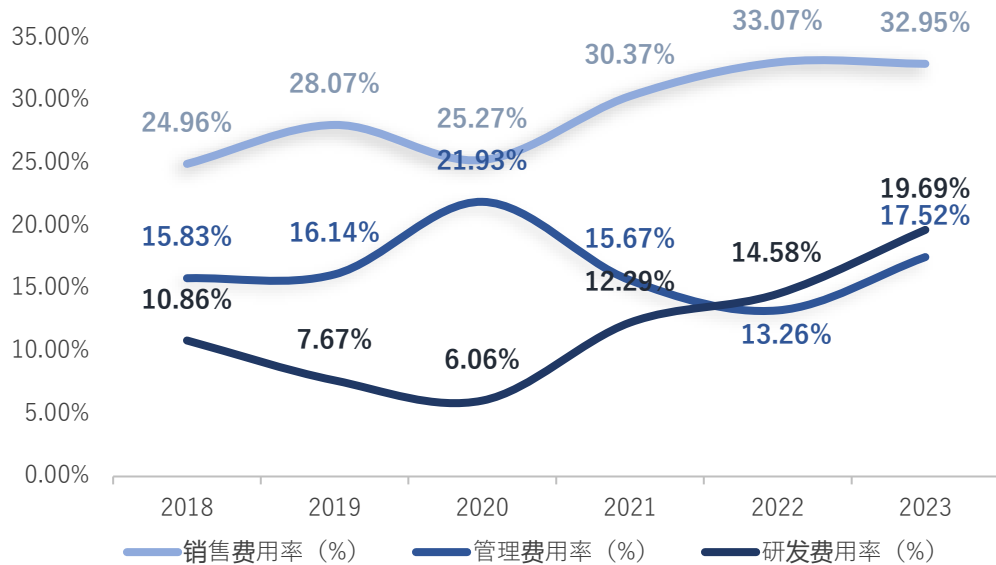
图 7：公司 2018 年以来毛利率变动情况



资料来源：公司 2018-2023 年年报，信达证券研发中心

**费用率整体稳定，研发投入持续增长。**2023 年公司销售费用率为 32.95%；管理费用率为 17.52%，其增长系股权激励费用增加；研发费用率自 2019 年以来稳步增长，23 年达到了近年来的最高点 19.69%，研发费用进一步提升至 9.7 亿元，同比增长 40.2%，系公司坚定践行“AI in”AGI 与 AIGC 发展战略，加大研发投入，研发投入项目包括自研搜索模型、大语言模型、多模态大模型等。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 5.1409%，每股 19.63 元锁定员工激励定增价格，业绩考核目标为 2024-2026 年实现营收不低于 55/60/65 亿元。

图 8：公司 2018 年以来费用率变动情况



资料来源：公司 2018-2023 年年报，信达证券研发中心

## 二、Star Group：海外音乐娱乐社交平台

### 1、泛娱乐 SOP 流程完善，盈利模式具备大规模复制条件

**Star Group 是公司旗下海外知名社交娱乐平台。**自 2016 年推出以来，以在线 K 歌为切入点，入局音乐社交，经过产品的快速更新迭代，目前 Star Group 已经成为拥有包括在线 K 歌、语音房、直播、休闲游戏等在内的多种在线娱乐场景的综合性音乐社交软件。Star Group 的用户基础广泛，遍布东南亚、中东、欧美、美洲等多个地区。

**获客方式成熟多元，家族运营体系助力用户长期留存，实现用户增长度与留存率双高。**不同于国内对标产品全民 K 歌可导入微信好友，可以依托微信强大的网络效应助力用户留存，Star Group 引入独特的去中心化家族式社群运营体系打造强社交关系链。从 2017 年开始，Star Group 团队开始打造以家族为名义的社交关系链，引导所有社群进行一致分工，比如一个几百人的家族里，有家族长、副家族长、助手、家族 boss、家族男神/女神、家族新星等。每个人都有自己的分工，家族长有管理权，副家族长协助家族长，助理负责宣传物料，家族 boss 负责打榜等，新入群的用户如果有贡献可以评为家族新星，会得到培养。每个用户都能在家族里找到自己的位置和存在感。用户可根据其音乐喜好、所在地域或兴趣爱好等特征，加入到不同家族，同时通过参与家族 PK、打榜等活动，提升家族的地位与知名度，从中获得荣誉感。家族社群体系帮助用户降低交友难度，并建立紧密社交关系，从而显著提升平台的用户粘性以及基于自然增量的新用户比例。

**混合变现模式成熟，算法优化助力变现过程的用户体验保障。**在盈利模式上，Star Group 的经营模式涵盖了内购、应用内广告、直播打赏、VIP 订阅等多种变现方式，针对不同类

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>11

型的用户，在最大程度保证应用体验的同时，提升变现收益。一方面，Star Group 持续推进 PUGC+UGC，通过「家族对抗赛」等社交变现模式，通过订阅、道具内购等方式实现增收。另一方面，在广告变现上，Star Group 通过 TopOn 聚合平台接入 Mintegral SDK，运用应用内广告提升变现收益。自 2021 年 1 月起 Star Group 与 Mintegral 开展合作。在对 Star Group 的流量类型与用户属性进行深度分析后，Mintegral 团队精选短视频、电商、直播、社交、音乐游戏等优质广告资源，运用算法，不断学习目标用户的兴趣、优化算法逻辑，为用户推荐优质广告内容，从而在保证用户广告体验的同时，高效提升平台变现效率。

图 9: Star Group 主要特点与玩法

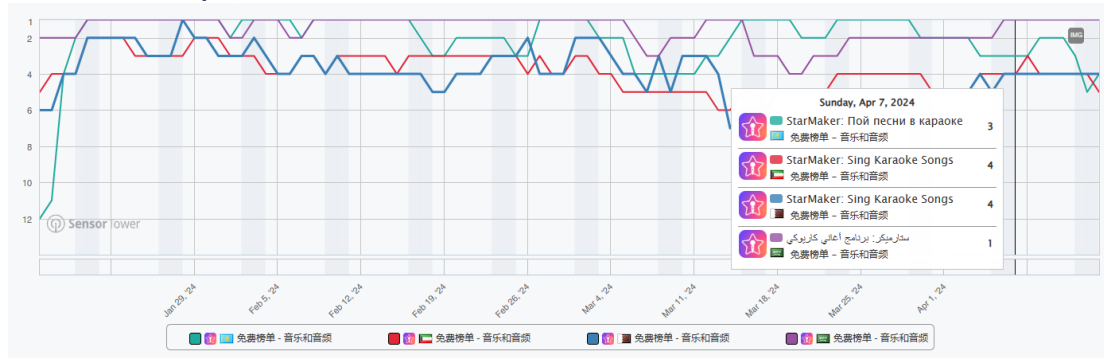


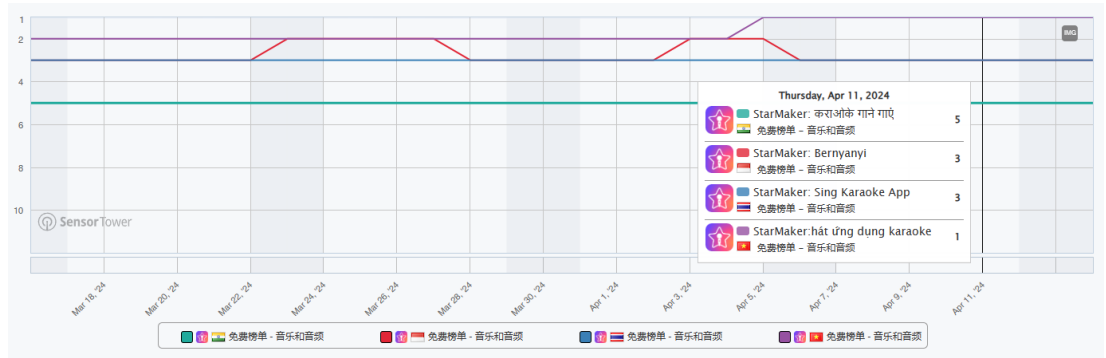
资料来源: Google Play, 信达证券研发中心

## 2、海外优势市场表现优异，积极尝试产品迭代与运营升级

据公司年报，Star Group 在东南亚及中东地区优势稳固，在欧美主要国家亦有亮眼表现，目前正积极开拓拉美等新兴市场。据公司年报，截至 2022 年年末，Star Group 累计注册用户达 3.1 亿，并在 116 个国家和地区位列音乐/音频类应用下载榜前五，其中 78 个国家和地区位列第一，累计在 148 个国家和地区位列音乐/音频类应用畅销榜前五，其中 130 个国家和地区位列第一。

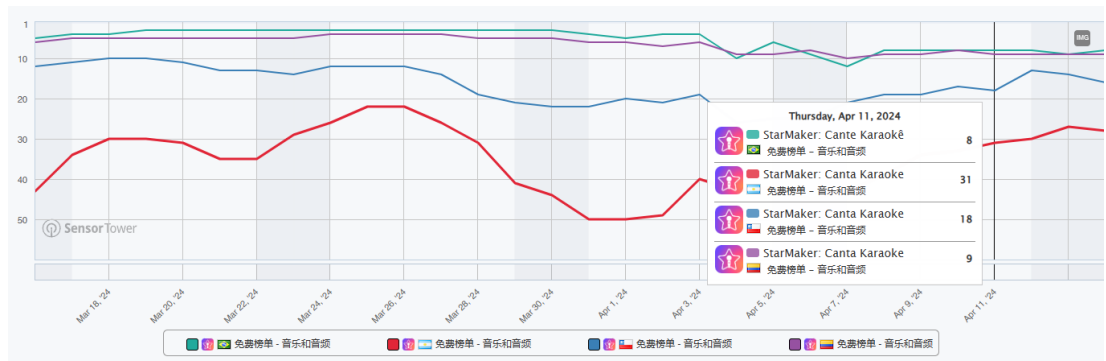
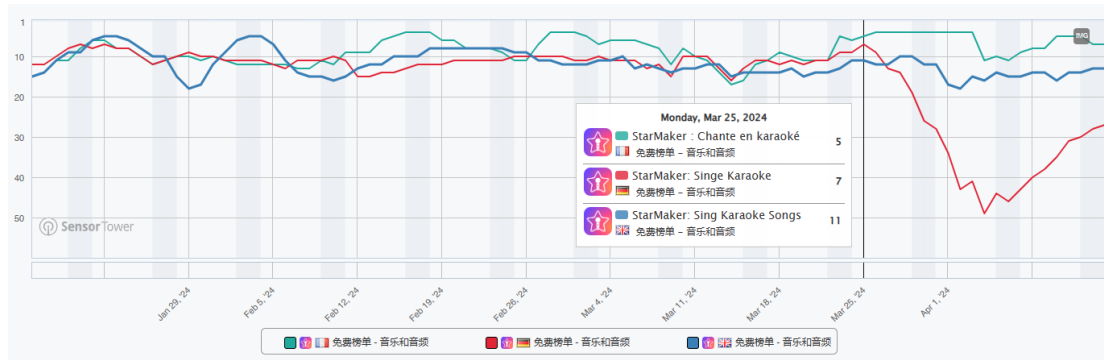
图 10: Star Group 中东四国、东南亚四国优势市场音频免费榜近三个月表现





资料来源: Sensor Tower, 信达证券研发中心

图 11: Star Group 欧洲三国、拉美四国新兴市场音频免费榜单近三个月表现



资料来源: Sensor Tower, 信达证券研发中心

**积极尝试产品迭代和运营升级。**在语音房方面，除推出迎新房外，尝试进行流量改革，推出“买量房”，允许用户付费为自己房间引流，从而筛选出更为热情的房间主。针对 VR 版，进一步升级迭代虚拟舞台及 Avatar 功能，满足用户个性化表达。VR 版 Star Group 亦推出“太空杀”游戏产品，在丰富游戏种类的同时，提升用户社交体验。此外，在商业化变现方面 Star Group 亦尝试在北美地区推出 IOS 订阅模式，通过对素材的不断调优以及订阅权益的不断丰富，实现成本的优化以及 ROI 的提升。

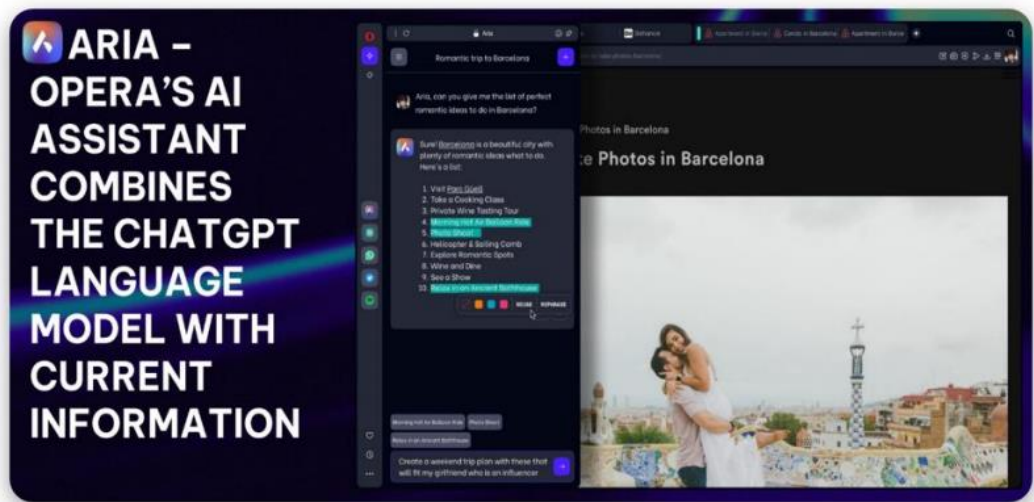
### 三、Opera：海外信息收发平台

**第三方浏览器业务起家，搜索与广告业务为创收核心。**Opera 是全球知名的互联网品牌之一，迄今已有超过 25 年的历史。自成立以来，Opera 始终从用户需求出发，秉持着对创新和体验的极致追求，现已发展成为全球领先的由人工智能驱动的信息分发与元宇宙平台，业务覆盖广告、搜索、信息分发及元宇宙等多个领域，全球月活跃用户超过 3 亿。

**2023 年 Opera 继续保持增长。**得益于浏览器商业化战略的不断推进以及 Opera Ads 平台的持续扩张，2023 年第四季度 Opera 年化 ARPU 达到 1.44 美元，同比增长 22%。根据 Opera 第四季度报告，全年实现营业收入 3.97 亿美元，同比增长 20%；实现经调整后 EBITDA 9371.9 万美元，同比增长 38%。

**Opera 积极拥抱人工智能，成为行业内首个全面接入 AI 的独立浏览器品牌。**从与 Open AI 合作，到推出全新旗舰浏览器 Opera One，再到推出浏览器内置原生 AI 助手“Aria”，Opera 彻底用 AI 重塑浏览体验。Aria 可以帮助用户完成信息解释、文本翻译、缩写总结、内容创作、推荐建议等任务，其独有的“Refiner”工具可以大幅提升用户与 AI 助手的交互效率，同时亦支持自定义风格，按用户需求进行内容创作，极大程度上改善用户使用体验。为了让所有人都可以平等的享受到 AI 发展带来的科技红利，用户只需注册 Opera 账户即可免费使用 Aria，畅享领先的生成式人工智能服务。目前，Aria 可在 Windows、macOS、Linux、安卓以及 iOS 等各大主流系统运行，并已在全球 180 多个国家上线，支持超过 50 种语言。

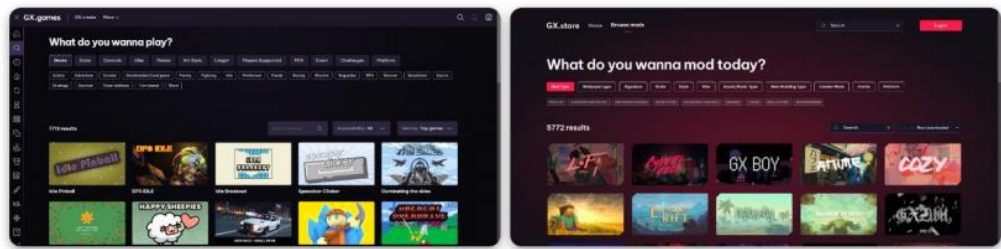
图 12：Opera 原生 AI 助手“Aria”展示



资料来源：公司 2023 年年报，信达证券研发中心

元宇宙方面，Opera GX 不断打磨产品细节，丰富社区内容，创新性推出 Mods 功能，让玩家可以根据个人喜好，从声音、外观等多个方面定制化设计浏览体验。同时举办品宣活动，丰富社区内容，提升社区活跃度。截至 2023 年末，GX.store 中 Mods 已超 4,500 款，GX.games 上线游戏超 7000 款，GX 浏览器月活跃用户达 2780 万，同比增长 37%。Opera GX 已成为全球游戏爱好者游戏内容消费、创作、发行的重要平台之一。此外，Opera 也将最新的 AI 助手 Aria 集成到 GX，为广大游戏玩家带来领先的 AI 浏览体验。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>14

**图 13: GX.games 与 GX.store 内容展示**


资料来源: 公司 2023 年年报, 信达证券研发中心

**搜索与广告业务筑基, 收入结构以及盈利稳定。**浏览器、APP 内广告服务业务及搜索分成业务构成主要盈利。用户规模与用户留存度是 Opera 业务增长的基础。浏览器功能差异、垂直化发展, 在第三方浏览器中表现突出, 用户规模大且增长稳定。谷歌 Chrome、苹果 Safari 以及微软的 Microsoft Edge 依托自身的生态系统, 受众较广且规模稳定。根据 similarweb 统计, 2024 年三月份, Chrome、Safari 与 Edge 分别占据了全球浏览器 64.04%、20.76%、5.49% 的市场份额。Opera 作为第三方浏览器, 通过差异化、垂直化的产品功能打造与产品矩阵设计, 满足用户多样化需求, 构建了自身的平台生态。在隐私保护方面, Opera Browser 提供广告拦截、跟踪保护和免费 VPN 功能。在安全方面, Opera 会自动保护用户免受网络钓鱼、加密挖矿和粘贴劫持的侵害。与 Chrome 相比, Opera 浏览器提供更好的隐私和安全性, 而不会耗尽用户的 CPU 和 RAM。凭借更高级的生产力功能, 与 Chrome 相比, Opera 更加直观和高效。

## 四、Ark Games: 保持稳定流水, 新品推出有望新增收入

**Ark Games 是公司旗下集游戏研发、发行、运营于一体的全球移动游戏平台。**产品类型覆盖包括 MMORPG、SLG 等在内的多个品类, 发行区域覆盖东南亚、欧美、日韩及大陆等全球 150 多个国家和地区。作为游戏出海老兵, Ark Games 拥有经验丰富并且实力强劲的本地化技术及运营团队, 通过定制化开发, 从题材、画风、玩法等多个维度打造符合当地玩家需求的游戏产品。目前, Ark Games 已深耕游戏出海市场十数年, 具有深厚的经验与资源积累, 竞争优势较为明显。

**图 14: Ark Games 主要游戏一览**

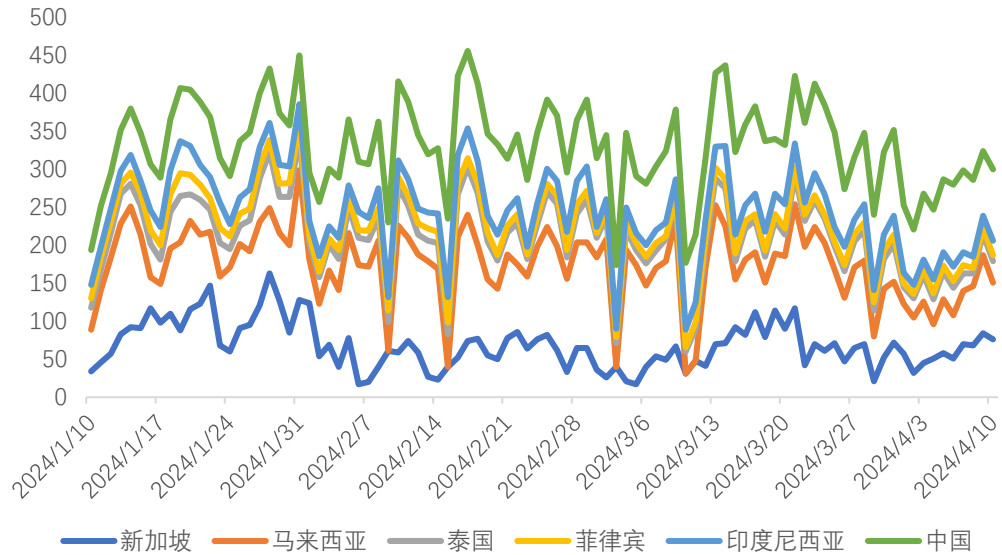
游戏名称	题材类型	运营开发方式
BLEACH 境·界-魂之觉醒:死神	动作、角色扮演	自研
神魔圣城	魔幻、MMORPG	自研
The Legend of Neverland(圣境之塔)	卡牌、发略、RPG	自研
仙剑奇侠传移动版	古风、MMORPG	自研
秘境召唤	策略	自研
月下诱惑	卡牌	自研

资料来源: 公司年报, 公司官网, 信达证券研发中心

目前, Ark Games 继续聚焦精品化、全球化发展路线, 旗下主打产品《圣境之塔》完成港澳台、欧美及日韩等地区的上线。《圣境之塔》在欧美地区上线首日荣登美、加、英、法、

德等主要国家免费榜榜首，单日最高流水突破 20 万美元，首月流水突破 300 万美元；在日韩上线获得谷歌商店推荐，并位居畅销榜前列，表现出众。《圣境之塔》在海外取得优异成绩的同时，已于 2023 年 9 月 15 日在国内全平台发布。根据 TapTap 统计，截止 2024 年 4 月 27 日，累计下载量 27 万，关注量 41 万。根据七麦数据，《圣境之塔》国内版本近三个月畅销榜平均排名 86 名，表现相对稳定。

图 15: 圣境之塔近三个月畅销榜排名



资料来源: 七麦数据, 信达证券研发中心

## 五、闲徕互娱：国内休闲娱乐平台，房卡模式有效创收

北京闲徕互娱网络科技有限公司是一家棋牌麻将类手机游戏研发与运营服务提供商，公司研发的游戏以麻将、斗地主等棋牌类游戏为主，在 2019 年正式成为昆仑万维全资子公司。闲徕互娱专注于为用户提供有地方特色的休闲竞技类游戏，代表产品有熊猫四川麻将、闲来广东麻将等。目前，闲徕互娱已成为国内顶级休闲娱乐平台，经过多年发展，目前闲徕互娱市场地位稳固。

图 16: 闲徕互娱产品矩阵





资料来源：闲徕互娱官网，信达证券研发中心

**房卡终端销售模式有效创收，游戏联运、视频广告辅助营收。**围绕着地方性棋牌主营业务，闲徕互娱在业务上做过很多尝试，如今形成了房卡销售、游戏联运和广告为主的盈利模式。房卡模式也是带着闲徕互娱崛起的创新盈利模式，等于是将线下棋牌室模式搬至线上，玩家可以在游戏内消耗房卡，再邀请熟人进入一起玩游戏。在公司发展早期房卡销售是以代理的模式为主，到了2020年逐步变成了终端用户直接购卡的模式，减少了代理模式带来的涉赌和传销风险。房卡销售也一直是闲徕互娱的主要收入来源，昆仑万维曾于2019年年底表示，房卡模式的收入约占闲徕游戏收入的90%，其余10%则来自于游戏联运、视频广告，到了2021年5月也再次提及了房卡模式为闲徕游戏收入占比最高的一部分。

## 六、AGI 与 AIGC 板块：昆仑天工大模型强势迭代

**AI 板块布局早，战略层面重视程度高，六大业务矩阵架构全面。**据公司年报，公司早在2020年便已开始布局AIGC领域。并于2023年起，开始践行“A11 in”AGI与AIGC长期发展战略。公司于2023年完成对Singularity AI的收购，整合原有业务，形成AGI与AIGC业务板块主体昆仑天工 Skywork AI。昆仑天工的成立有助于帮助公司建立在人工智能赛道的长期竞争优势，提升行业影响力。目前，昆仑天工已形成AI大模型、AI搜索、AI音乐、AI视频、AI社交、AI游戏六大AI业务矩阵，是国内模型技术与工程能力最强、布局最全面、同时全身心投入开源社区建设的企业之一。

**国内“ToB ToC 并重”，海外专注垂类产品矩阵打造，静待商业化模式落地。**应用方面，公司结合自身资源与经验，全方位布局优势领域，并针对国内外市场特性，推出定制化应用。在国内市场，公司采取“ToB + ToC”并重的商业落地策略。针对B端客户，为其提供API及定制开发服务，满足企业客户经营需求；针对C端客户，公司已推出了国内首款AI搜索产品天工AI搜索，彻底重塑搜索体验，让用户可以高效、快捷、准确地获取内容。在海外市场，公司主要聚焦于发展C端应用，推出端到端的内容生成工具，帮助用户通过AIGC技术降低内容创作门槛，引导用户积极创造，进而打造新的UGC社区。在这一核心理念的指导下，公司计划面向海外C端用户推出AI音乐、AI视频、AI社交、AI游戏等多款全新产品。

**研发团队规模大，力助产品后续创新迭代。**人力投入方面，公司现AGI与AIGC板块团队整体规模近千人。其中技术团队由来自国内外知名企业和高校的专家学者与专业人才组成，核心团队成员曾供职于海内外知名科技公司，并在国内外顶会如TPAMI、CVPR、CLIP2TV、

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>17

Deepsquare 等发表过多篇论文，拥有优秀的学术背景及从业经验，能够快速、有力地推动先进技术高质量落地。硬件投入方面，公司已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，目前已可以满足文本大模型的训练优化以及未来多模态大模型的训练需要。同时随着算力资源能效比的进一步提升，公司预计能够满足未来除视频 AIGC 之外的算力需求。

### 1、纯自研底层大模型技术先进，硬件与算力集群设施储备充足

大模型技术方面，“天工”大模型选择了纯自研路线，底层技术独立自主可控，其结构由两个千亿模型组成，一个基于 Transformer (Decoder-Only) 架构的千亿预训练基座模型与一个千亿排序模型。同时增加蒙特卡洛树搜索算法，提升模型输出质量。目前公司已积累了近三年的工程经验，并成功攻克了中文语料库质量瓶颈，建立行业内完备性与质量首屈一指的训练数据集。2023 年 9 月 16 日，在权威推理榜单 Benchmark GSM8K 测试中，昆仑万维“天工”大模型以 80% 的正确率脱颖而出，大幅领先 GPT-3.5 (57.1%) 和 LLaMA2-70B (56.8%)，这标志着天工的推理能力达到全球领先，接近 GPT-4。

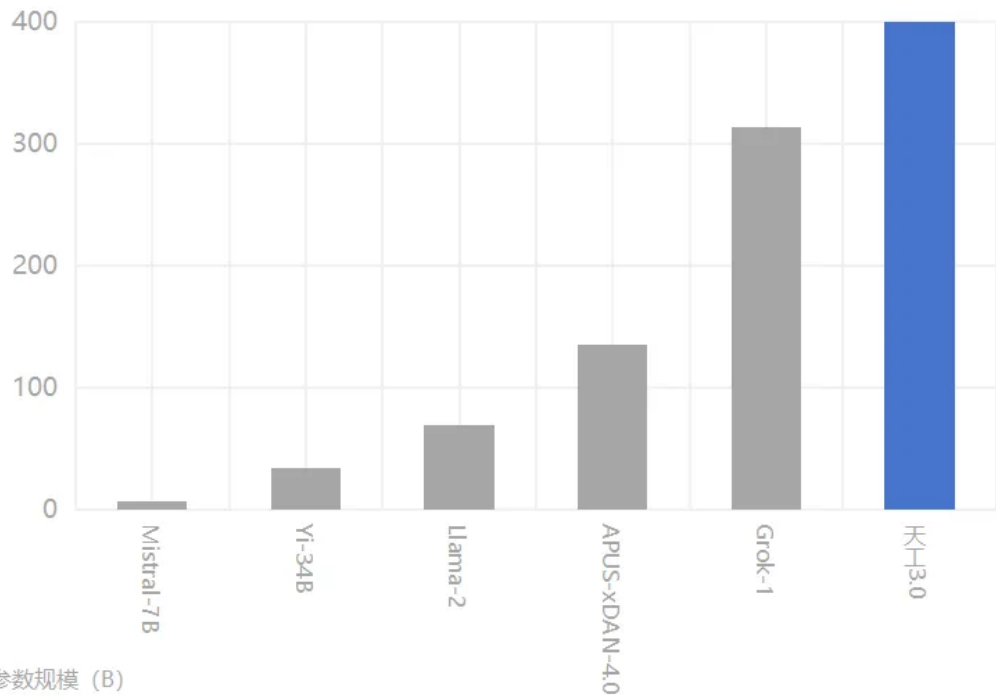
图 17: 昆仑天工大模型测评结果

模型	所属公司	GSM8K	MMLU	C-EVAL	HumanEval
GPT-4	OpenAI	92.0	86.4	68.7	67
GPT-3.5	OpenAI	57.1	70	54.4	48.1
PaLM2	Google	80.7	78.3	—	37.6 (few-shot)
PaLM 540B	Google	56.5	69.3	—	26.2
LLaMA2 70B	Meta	56.8	68.9	—	30.5
LLaMA 65B	Meta	50.9	63.4	—	23.7
天工	昆仑万维	80	65	65	37.2

资料来源：量子位，信达证券研发中心

4 千亿级参数 MoE 混合专家模型天工 3.0 于 4 月 17 日正式发布，并同步开源。相较于上一代天工 2.0，天工 3.0 在模型语义理解、逻辑推理、以及通用性、泛化性、不确定性知识、学习能力等领域有显著的性能提升，数学/推理/代码/文创能力提升超过 30%。「天工 3.0」拥有 4000 亿参数，超越了 3140 亿参数的 Grok-1，是全球最大的开源 MoE 大模型。同时，天工 3.0 新增了搜索增强、研究模式、调用代码及绘制图表、多次调用联网搜索等能力，并针对性地训练了模型的 Agent 能力。天工 3.0 集成了 AI 搜索、AI 写作、AI 长文本阅读、AI 对话、AI 语音合成、AI 图片生成、AI 漫画创作、AI 图片识别、AI 音乐生成、AI 代码写作、AI 表格生成等多项能力，是全球首个多模态“超级模型”。

图 18: 天工 3.0 模型参数规模



资料来源：昆仑万维集团，信达证券研发中心

强大的模型技术实力赋予「天工 3.0」超强的性能表现。在 MMBench 等多项权威多模态测评结果中，「天工 3.0」超越 GPT-4V，全球领先。

图 19: 天工 3.0 多模态性能

Method	MMBench							MMBench-CN						
	Overall	LR	AR	RR	FP-S	FP-C	CP	Overall	LR	AR	RR	FP-S	FP-C	CP
Skywork-VL	<b>80.9</b>	59.3	<b>82.4</b>	80.9	82.6	<b>76.9</b>	<b>88.9</b>	<b>79</b>	55.9	<b>81.9</b>	<b>79.1</b>	80.9	<b>74.8</b>	<b>86.1</b>
Qwen-VL-Max	78.1	56.8	76.9	<b>82.6</b>	<b>85</b>	69.2	83.1	76.4	55.1	77.9	<b>79.1</b>	<b>82.6</b>	69.2	80.1
GPT4V	75.1	<b>66.9</b>	78.4	80	69.6	63.6	85.1	75	<b>63.6</b>	79.9	78.3	67.6	69.9	84.8
Gemini Pro Vision	75.2	55.9	80.4	73.9	79.5	61.5	82.1	74	49.2	79.4	72.2	77.5	65.7	81.4

资料来源：昆仑万维集团，信达证券研发中心

## 2、天工 AI 搜索——国内第一款 AI 搜索产品的强势迭代

**已落地 AI 搜索产品天工 AI 搜索表现亮眼。**据点点数据报告，2024 年 1 月 20 日当天，天工全平台的日活跃用户数（DAU）达到了 34 万，远高于此前的 15-20 万区间。这个数字甚至超过了同行业的竞争对手，如字节的“豆包”和百度的“文心一言”，它们的 DAU 分别为 17 万和 27 万。根据 AI 产品榜单，天工 AI 搜索在搜索引擎排行榜上排名 9-12 名浮动，3 月访问量 143w，增长 52%。

图 20: 2024 年 3 月份搜索引擎排行榜

 <b>AI 产品榜</b> • 搜索引擎				全球	 更多
全球排名	产品名 AI产品榜	分类 aicpb.com	3月上榜访问量	3月上榜变化	
1	New Bing	AI Search Engine	1.44B	11.42%	
2	Perplexity AI	AI Search Engine	64.14M	25.17%	
3	You	AI Search Engine	10.44M	14.61%	
4	Phind	AI Search Engine	8.41M	32.43%	
5	秘塔AI搜索	AI Search Engine	7.21M	551.36%	
6	Pimeye	AI Search Engine	5.53M	-2.94%	
7	iAsk.AI	AI Search Engine	3.43M	15.43%	
8	Globe	AI Search Engine	2.96M	197.20%	
9	Consensus	AI Search Engine	2.56M	0.55%	
10	昆仑万维 天工AI搜索	AI Search Engine	1.43M	52.22%	
11	Scite_	AI Search Engine	1.43M	9.71%	
12	GPTGO	AI Search Engine	1.25M	14.29%	
13	Algolia	AI Search Engine	1.22M	14.17%	
14	NeevaAI	AI Search Engine	1.11M	57.87%	
15	Andi	AI Search Engine	1.01M	17.94%	
16	devv.ai	AI Search Engine	545.31K	30.66%	
17	Everypixel	AI Search Engine	391.87K	26.87%	
18	360AI搜索	AI Search Engine	325.91K	1798.76%	
19	Looria	AI Search Engine	239.39K	-41.92%	
20	Komo Search	AI Search Engine	213.33K	24.68%	

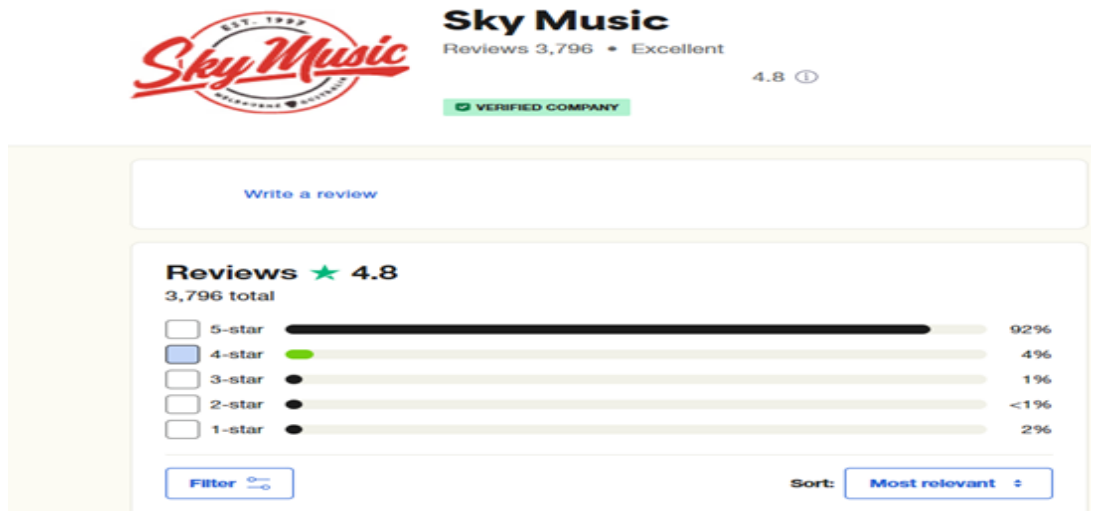
资料来源：AI 产品榜，信达证券研发中心

### 3、多元 AI 业务矩阵板块不断显现

中国首个音乐 SOTA 模型「天工音乐大模型」：自研大模型技术第一次在 AIGC 领域领跑全球。AI 音乐生成大模型-天工 SkyMusic 于 4 月 2 日开启邀测，4 月 17 日正式上线。天工 SkyMusic 基于昆仑万维天工 3.0 超级大模型打造，是目前国内唯一公开可用的 AI 音乐生成大模型。从用户反馈来看，天工 Sky Music 获得了较高的评价，Trustpilot 上的评分达到了 5 星，这表明天工 Sky Music 不仅在技术上取得了突破，也在用户体验上获得了广泛的认可。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>20

图 21: 天工 Sky Music 用户评价表现



资料来源: Trustpilot, 信达证券研发中心

在与海外顶尖的 AI 音乐大模型 Suno V3 的横向测评中,「天工 SkyMusic」在人声&BGM 音质、人声自然度、发音易懂度等领域显著领先对手,并以 6.65 分的综合得分超越 Suno V3,成为全球 AI 音乐 SOTA 模型。在“2024 年值得关注的 AIGC 企业&产品”榜单中,昆仑万维集团与天工 SkyMusic 凭借在 AIGC 领域强大的综合实力,分别入选“2024 年最值得关注的 AIGC 企业”、“2024 年最值得期待的 AIGC 产品”。

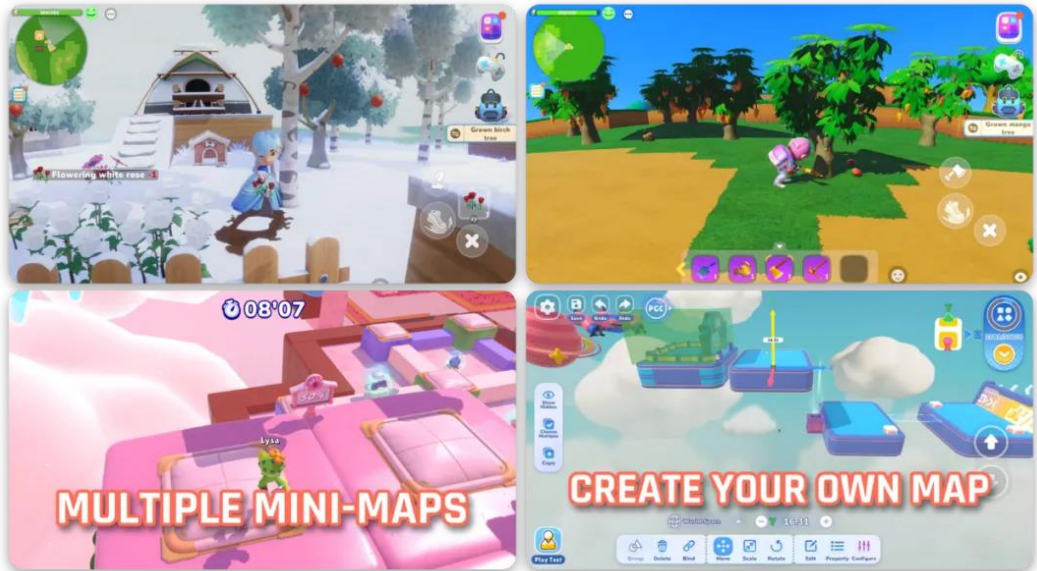
图 22: “2024 年值得关注的 AIGC 企业&产品”榜单



资料来源：昆仑万维集团，信达证券研发中心

**在AI游戏方面：**昆仑万维旗下Play for Fun游戏工作室自研的首款AI游戏《Club Koala》已于4月18日正式开启了Alpha版本测试，进一步丰富了公司的AI应用场景。该游戏搭载的UGC游戏编辑器Koala Editor，能让用户进行零代码游戏开发，大幅降低创作门槛，还引入了AI NPC，为玩家提供真实而有沉浸感的游戏体验。

图 23：《Club Koala》游戏画面展示



资料来源：每日经济新闻，信达证券研发中心

公司其他 AI 产品，如 AI 视频、AI 社交产品目前正处于研发测试过程中，为确保产品品质，建立长期市场竞争力，更多 AI 产品预计将于 2025 年推向市场。

## 七、盈利预测与投资建议

### 1、关键假设

**（1）游戏业务板块：**Ark Games 是昆仑万维旗下全球移动游戏平台，公司自 2023 年起全力聚焦于 AGI 和 AIGC 业务，游戏收入占比有所下降。预计 2024-2026 年该板块业务营收分别为 4.8/4.3/3.9 亿元。

**（2）国内社交业务板块：**闲徕互娱作为公司休闲娱乐的社交平台，主打棋牌娱乐，推出了房卡组局和本地化的打法模式，有效开拓了线上棋牌娱乐市场。但随着国内逐渐恢复线下娱乐模式，预计 2024-2026 年营收分别为 4.05/3.45/2.93 亿元。

**（3）海外社交业务板块：**面向未来，Star Group 作为领先的音频社交平台，将通过融合人工智能等先进技术手段，不断丰富内容生态并高效地满足用户个性化需求。预计 2024-2026 年该业务营收分别为 10.52/10.83/11.16 亿元。

**（4）广告业务板块：**通过不断战略收购，昆仑万维由一家游戏公司成功转型为全球化互联网综合平台，广告业务融合了 Opera、Star Group 和闲徕互娱三个部分，收入陆续增加。预计 2024-2026 年营收分别为 21.49/26.00/30.68 亿元。

**（5）搜索业务板块：**Opera 在欧美等发达国家持续拓展，提升了 MAU 的同时带动了 ARPU 值的增长；专为游戏玩家设计的 Opera GX 浏览器也整合了 GameMaker 游戏引擎，构建了独特的游戏社区 GXC，展现出广阔的发展前景。预计 2024-2026 年搜索板块业务营收分别为 13.71/15.36/16.59 亿元。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>23

考虑到公司积极搭建研发人才梯队，坚定且专注投入 AI 领域，研发费用有望进一步加大，短期内或暂时对公司归母净利润带来一定的增长压力。我们预计公司 2024-2026 年营业总收入为 55.12/60.29/65.44 亿元，同比增长 12.1%/9.4%/8.5%，归母净利润为 8.53/9.98/10.34 亿元，同比增长-32.2%/17.0%/3.6%。

图 24：昆仑万维分业务收入及增速

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>总收入</b>	<b>4736</b>	<b>4915</b>	<b>5512</b>	<b>6029</b>	<b>6544</b>
yoy%	-2.3%	3.8%	12.1%	9.4%	8.5%
游戏	727	534	481	433	390
yoy%	-6.5%	-26.5%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
毛利率%	54.1%	85.2%	83.0%	85.0%	85.0%
社交网络-国内	596	477	405	345	293
yoy%	-17.6%	-19.9%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
毛利率%	97.8%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%
社交网络-海外	1077	974	1052	1083	1116
yoy%	-22.9%	-9.6%	8.0%	3.0%	3.0%
毛利率%	87.1%	87.9%	88.0%	88.0%	88.0%
广告	1282	1653	2149	2600	3068
yoy%	31.1%	29.0%	30.0%	21.0%	18.0%
毛利率%	65.5%	55.0%	60.0%	61.0%	61.5%
搜索	943	1143	1371	1536	1659
yoy%	19.8%	21.2%	20.0%	12.0%	8.0%
毛利率%	94.6%	95.4%	95.0%	95.0%	95.0%
其他	113	134	54	32	19
yoy%	-40.1%	19.4%	-60.0%	-40.0%	-40.0%
毛利率%	65.1%	72.7%	70.0%	70.0%	70.0%
<b>营业成本</b>	<b>1002</b>	<b>1040</b>	<b>1160</b>	<b>1302</b>	<b>1468</b>
yoy%	-27.0%	3.8%	11.6%	12.2%	12.7%
<b>毛利润</b>	<b>3735</b>	<b>3875</b>	<b>4352</b>	<b>4727</b>	<b>5076</b>
yoy%	7.4%	3.8%	12.3%	8.6%	7.4%
毛利率%	78.8%	78.8%	78.9%	78.4%	77.6%

资料来源：同花顺，信达证券研发中心

## 2、分部估值

(1) 游戏业务：预计公司游戏业务 2024 年营收 4.81 亿，估值选取同行业游戏公司三七互娱、完美世界、恺英网络、神州泰岳、盛天网络、掌趣科技进行对标，可比公司 24 年平均 PE 为 21 倍。昆仑万维对 Ark Games 全资控股，考虑到 Ark Games 游戏有望陆续开始贡献利润，给予公司游戏业务 2024 年 22 倍 PE，可得该板块市值约为 15.9 亿元。

图 25：游戏业务可比公司与估值



代码	公司	市值 (亿人 人民币)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
002555.SZ	三七互娱*	383	26.6	30.3	33.8	14	13	11
002624.SZ	完美世界*	197	4.9	9.9	11.8	40	20	17
002517.SZ	恺英网络*	258	14.6	18.8	22.6	18	14	11
300002.SZ	神州泰岳	190	8.9	10.4	12.3	21	18	16
300494.SZ	盛天网络	64	1.7	3.1	3.8	38	21	17
300315.SZ	掌趣科技	140	1.9	3.2	6.0	75	44	23
<b>平均</b>						<b>34</b>	<b>22</b>	<b>16</b>

资料来源：同花顺，信达证券研发中心（收盘价截止日期为2024/5/6）

注：三七互娱、完美世界、恺英网络为信达证券研发中心预测，其余为同花顺一致预期

(2) 社交网络-国内：公司社交网络-国内的收入来源为子公司“闲徕互娱”，主营业务为线上棋牌室，预计该板块2024年营收4.05亿，估值按照游戏可比公司24年平均PE给予该业务22xPE，可得该板块市值约为62.4亿元。

(3) 社交网络-海外：公司社交网络-国内的收入来源为子公司“Star Group”，预计该板块2024年营收10.52亿，估值选取同行业可比公司腾讯音乐、挚文集团进行对标，可比公司24年平均PS为3.3倍，估值区间为0.7-5.8xPS，考虑到Star Group的强社交属性，且增速高于可比公司平均增速，给予24年5xPS，因此可得该板块市值约为52.6亿元。

图 26：社交网络-海外业务可比公司与估值

代码	公司	市值 (亿人 人民币)	营业收入 (亿元)			PS (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
TME.N	腾讯音乐	1,653.4	277.5	285.9	319.5	6.0	5.8	5.2
MOMO.O	挚文集团	80.6	120.0	107.6	111.3	0.7	0.7	0.7
<b>平均</b>						<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>2.9</b>

资料来源：同花顺，Bloomberg，信达证券研发中心（收盘价截止日期为2024/5/6）

(4) 广告：公司广告业务收入来源为opera、闲徕互娱、Star Group贡献之和，预计该板块2024年营收21.49亿，估值选取同行业可比公司谷歌、百度、Meta进行对标，可比公司24年平均PE为18倍，估值区间为10-23xPE，考虑到公司该业务板块增速快于可比公司平均增速，给予24年23xPE，因此可得该板块市值约为296.6亿元。

图 27：广告业务可比公司与估值

代码	公司	市值 (亿人 人民币)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
GOOG.O	谷歌	148,999.3	5,229.2	6,440.3	7,512.3	28	23	20
BIDU.O	百度	2,821.3	287.5	271.7	298.3	10	10	9
META.O	Meta	83,859.1	2,770.5	3,913.1	4,468.1	30	21	19
<b>平均</b>						<b>23</b>	<b>18</b>	<b>16</b>

资料来源：同花顺，Bloomberg，信达证券研发中心（收盘价截止日期为2024/5/6）

(5) 搜索：公司搜索业务收入来源为opera，预计该板块2024年营收13.71亿，估值选取

同行业可比公司 360、百度进行对标，可比公司 24 年平均 PS 为 4.3 倍，估值区间为 2.0-6.6xPS，考虑到公司该业务板块增速较快，给予 24 年 6.6xPS，因此可得该板块市值约为 90.5 亿元。

图 28：搜索业务可比公司与估值

代码	公司	市值 (亿人民币)	营业收入 (亿元)			PS (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601360.SH	三六零	625.9	90.6	94.2	101.7	6.9	6.6	6.2
BIDU.O	百度	2,821.3	1,346.0	1,431.8	1,536.9	2.1	2.0	1.8
<b>平均</b>						<b>4.5</b>	<b>4.3</b>	<b>4.0</b>

资料来源：同花顺，Bloomberg，信达证券研发中心（收盘价截止日期为 2024/5/6）

（6）AI 及股权投资板块：公司 AI 业务按照访问量数据对标 KIMI（估值 25 亿美元），给予该板块市值 20.5 亿人民币。股权投资板块合计市值约 121.5 亿元。

根据分部估值市值加总得 2024 年公司市值为 660 亿元，对应目标价 54.31 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 八、风险因素

- 1、AIGC 发展不及预期：**AI 应用涌现，后续或需要更多有实质性提升工作效率和娱乐体验等方面的应用落地，产业发展进程快慢存在一定的不确定性；
- 2、AI 应用迭代不及预期：**公司产品仍在持续迭代优化，后续存在迭代不及预期风险。
- 3、市场推广效果不达预期：**公司已上线的 AI 产品在经历买量周期后，用户的留存情况、产品的商业化情况存在一定的不确定性。

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	<b>3,441</b>	<b>3,803</b>	<b>4,600</b>	<b>5,789</b>	<b>6,558</b>	
货币资金	1,000	1,112	974	1,203	1,146	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	785	681	728	899	836	
预付账款	33	56	75	80	92	
存货	0	0	0	0	0	
其他	1,622	1,953	2,823	3,608	4,484	
<b>非流动资产</b>	<b>14,119</b>	<b>17,682</b>	<b>18,329</b>	<b>18,880</b>	<b>19,450</b>	
长期股权投资	1,029	1,223	1,423	1,623	1,823	
固定资产(合计)	65	260	422	530	639	
无形资产	700	788	872	948	1,029	
其他	12,325	15,412	15,613	15,778	15,959	
<b>资产总计</b>	<b>17,561</b>	<b>21,485</b>	<b>22,930</b>	<b>24,669</b>	<b>26,008</b>	
<b>流动负债</b>	<b>2,762</b>	<b>3,038</b>	<b>3,246</b>	<b>3,694</b>	<b>3,732</b>	
短期借款	618	468	403	310	226	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	1,607	1,213	1,365	1,741	1,681	
其他	536	1,356	1,477	1,643	1,825	
<b>非流动负债</b>	<b>256</b>	<b>548</b>	<b>648</b>	<b>678</b>	<b>688</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	256	548	648	678	688	
<b>负债合计</b>	<b>3,018</b>	<b>3,586</b>	<b>3,894</b>	<b>4,372</b>	<b>4,420</b>	
少数股东权益	1,845	2,725	2,938	3,188	3,446	
归属母公司股东权益	12,698	15,174	16,098	17,109	18,142	
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,561</b>	<b>21,485</b>	<b>22,930</b>	<b>24,669</b>	<b>26,008</b>	
<b>重要财务指标</b>	单位：百万元					
<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
营业总收入	4,736	4,915	5,512	6,029	6,544	
同比(%)	-2.3%	3.8%	12.1%	9.4%	8.5%	
归属母公司净利润	1,153	1,258	853	998	1,034	
同比(%)	-25.5%	9.2%	-32.2%	17.0%	3.6%	
毛利率(%)	78.8%	78.8%	78.9%	78.4%	77.6%	
ROE(%)	9.1%	8.3%	5.3%	5.8%	5.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.95	1.04	0.70	0.82	0.85	
P/E	43.36	39.72	58.59	50.06	48.33	
P/B	3.94	3.29	3.11	2.92	2.76	
EV/EBITDA	15.58	71.14	120.72	80.85	60.64	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	<b>4,736</b>	<b>4,915</b>	<b>5,512</b>	<b>6,029</b>	<b>6,544</b>	
营业成本	1,002	1,040	1,160	1,302	1,468	
营业税金及附加	6	6	7	8	8	
<b>销售费用</b>	<b>1,566</b>	<b>1,620</b>	<b>1,810</b>	<b>1,921</b>	<b>2,050</b>	
管理费用	628	861	943	1,018	1,084	
研发费用	690	968	1,426	1,414	1,389	
财务费用	10	35	9	12	9	
减值损失合计	-143	-5	-6	-7	-7	
投资净收益	141	255	276	241	262	
其他	569	1,292	832	889	737	
<b>营业利润</b>	<b>1,401</b>	<b>1,928</b>	<b>1,260</b>	<b>1,477</b>	<b>1,528</b>	
营业外收支	-13	-48	-5	-9	-7	
<b>利润总额</b>	<b>1,388</b>	<b>1,879</b>	<b>1,255</b>	<b>1,468</b>	<b>1,521</b>	
所得税	154	346	188	220	228	
<b>净利润</b>	<b>1,234</b>	<b>1,533</b>	<b>1,066</b>	<b>1,248</b>	<b>1,293</b>	
少数股东损益	81	275	213	250	259	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,153</b>	<b>1,258</b>	<b>853</b>	<b>998</b>	<b>1,034</b>	
EBITDA	1,082	634	413	613	817	
EPS(当年)(元)	0.97	1.05	0.70	0.82	0.85	

现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>831</b>	<b>885</b>	<b>373</b>	<b>839</b>	<b>597</b>	
净利润	1,234	1,533	1,066	1,248	1,293	
折旧摊销	146	209	218	217	240	
财务费用	44	43	20	22	21	
投资损失	-141	-255	-276	-241	-262	
营运资金变动	-193	419	137	437	-4	
其它	-259	-1,064	-793	-843	-691	
<b>投资活动现金流</b>	<b>805</b>	<b>-431</b>	<b>-597</b>	<b>-538</b>	<b>-557</b>	
资本支出	-78	-397	-671	-576	-616	
长期投资	882	-17	-1,000	-1,057	-902	
其他	1	-17	1,075	1,095	961	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,285</b>	<b>-288</b>	<b>95</b>	<b>-85</b>	<b>-95</b>	
吸收投资	120	408	81	0	0	
借款	776	985	-65	-93	-84	
支付利息或股息	-112	-192	-20	-22	-21	
<b>现金净增加额</b>	<b>-592</b>	<b>157</b>	<b>-138</b>	<b>229</b>	<b>-57</b>	

## 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、意见及推测仅供参考,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); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准 15% 以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准 5%~15%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5%之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 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。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>29