

2024年05月19日

昆仑万维 (300418.SZ)

公司快报

AI 全产业链布局，强化多元业务矩阵

投资要点

- ◆ **事件：** 2023 年公司营收 49.15 亿元，同比增长 3.78%；归母净利润 12.58 亿元，同比增长 9.15%。每 10 股派发现金 0.5 元（含税），不转增。2024Q1 公司营收 12.08 亿元，同比下降 0.8%；归母净利润-1.87 亿元，出现亏损。主要受资本市场下行压力导致公司投资业务阶段性亏损。
- ◆ **各垂类 AI 应用有序落地，有望为公司开启第二增长曲线。** 公司坚定“AI in AGI 与 AIGC”发展战略。目前已构建 AI 大模型、AI 搜索、AI 音乐、AI 视频、AI 社交、AI 游戏等多元 AI 业务矩阵，部分业务已实现商业化落地。大模型：2023 年 4 月发布“天工 1.0”大模型、2024 年 2 月基于 MoE 架构发布“天工 2.0”、同年 4 月迭代至 3.0 版本。“天工 3.0”采用 4 千亿参数 MoE 混合专家模型架构，是全球性能最强、参数最大的 MoE 模型之一。AI 智能助手：基于“天工 3.0”模型，发布天工 AI 智能助手。此 AI 助手为国内首个搭载 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 AI 应用。天工 AI 智能助手在原有传统 AI 搜索的基础上，添加增强模式与研究模式。同时，构建创作、图像、角色对话、学习效率、生活娱乐、研究分析等领域多元智能体生态，推出如 AI 写作、AI 绘画、AI 数据分析、AI 伴侣等使用频率较高的官方智能体。AI 音乐：2024 年 4 月 17 日，发布中国首个音乐 SOTA 模型“天工 SkyMusic”，该模型采用类 Sora 架构，通过自研模型技术，实现乐器、人声、旋律、音量、音符的一体化端到端生成。AI 游戏方面：公司自研 AI 游戏《Club Koala》利用 AI 技术赋能用户创作，提供无代码游戏编辑器 Koala Editor，玩家无需任何开发经验即可轻松创建游戏关卡和派对游戏。
- ◆ **聚焦产业链布局，拓宽业务护城河。** 公司完成“算力基础设施-大模型算法-AI 应用”全产业链布局。公司与产业链伙伴合作，推动 AI 技术创新与应用。2023 年 4 月，与阿里云达成战略合作，在智能计算中心建设和大模型训练等方面展开合作。同年 9 月，与华为云达成战略合作，并基于华为云昇腾 AI 云服务打造“天工大模型端云一体化方案”，为企业提供全流程闭环的数据处理和推理解决方案，支持企业根据特定场景定制大模型。公司通过增资方式控股 AI 算力芯片企业北京艾捷科芯科技有限公司，完成全产业链布局。公司加大研究投入比例，2023 年研究人数较上一年增长 19.12%；研发投入占营业收入比例逐年增加，由 2021 年 12.94% 增至 2023 年 20.34%。
- ◆ **海外围绕“浏览器+”战略完善产品功能，推进内容生态建设。** 海外业务收入占比达 86.0%，同比提升 8.4 个百分点。海外信息分发：Opera 为基于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，全球月活用户超过 3 亿。浏览器商业化战略及 Opera Ads 平台持续扩张。Opera 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 9,371.9 万美元，同比增长 38%。Opera 为行业内首个全面接入 AI 的独立浏览器品牌。与 OpenAI 合作后，推出全新旗舰浏览器 Opera One，及浏览器内置原生 AI 助手“Aria”。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

传媒 | 社交与互动媒体 III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2024-05-17)

37.09 元

交易数据

总市值(百万元)	45,064.62
流通市值(百万元)	41,035.41
总股本(百万股)	1,215.01
流通股本(百万股)	1,106.37
12 个月价格区间	60.94/29.26

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.56	3.5	-24.25
绝对收益	-9.4	12.8	-31.38

分析师

倪爽

 SAC 执业证书编号：S0910523020003
 nishuang@huajinsec.cn

相关报告



荐建议等任务，其“Refiner”工具可以提升用户与AI助手的交互效率，同时支持自定义风格，按用户需求进行内容创作。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。元宇宙相关：Opera GX推出Mods功能，玩家可以从声音、外观等多个方面定制化设计浏览体验。截至2023年报报告期期末，GX.store中Mods已超4,500款，GX.games上线游戏超7,000款，GX浏览器月活跃用户达2,780万，同比增长37%。

◆ **投资建议：**公司致力于实现通用人工智能，并且覆盖AGI与AIGC、信息分发、元宇宙、社交娱乐及游戏等多个领域，拥有多种商业化变现方式。因地制宜，为全球用户提供产品和服务。我们预测公司2024-2026年归母净利润为6.26/6.48/7.66亿元；EPS为0.52/0.53/0.63元；PE为71.9/69.6/58.8；首次覆盖，给予“增持-A”建议

◆ **风险提示：**AIGC技术不及预期、海外市场经营风险、商誉风险、宏观经济下行、市场竞争加剧相关风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,736	4,915	5,513	6,121	6,668
YoY(%)	-2.3	3.8	12.2	11.0	8.9
归母净利润(百万元)	1,153	1,258	626	648	766
YoY(%)	-25.5	9.2	-50.2	3.4	18.4
毛利率(%)	78.8	78.8	78.8	78.0	77.4
EPS(摊薄/元)	0.95	1.04	0.52	0.53	0.63
ROE(%)	8.5	8.6	4.8	4.7	5.1
P/E(倍)	39.1	35.8	71.9	69.6	58.8
P/B(倍)	3.5	3.0	2.9	2.7	2.6
净利率(%)	24.3	25.6	11.4	10.6	11.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2024-2026 年公司整体营收 55.13/61.21/66.68 亿元，毛利率 78.82%/78.00%/77.39%。公司坚定践行“AI in AGI 与 AIGC”发展战略。Opera 持续夯实核心业务，围绕“浏览器+”发展战略积极拥抱人工智能，其业务覆盖广告、搜索、信息分发及元宇宙等多个领域。公司搜索业务与广告业务的增长主要来源于 Opera：搜索业务：预计 2024-2026 年实现营收 14.28/17.14/19.71 亿元；广告业务，预计 2024-2026 年实现营收 20.66/24.79/28.51 亿元。公司游戏业务发展较为成熟，且公司坚定践行 AI 战略，后续游戏业务不是主要增长方向：预计 2024-2026 年游戏收入为 4.81/4.33/3.90 亿元。社交网络收入与游戏业务具有相关性：预计 2024-2026 年国内社交网络收入为 4.29/3.86/3.48 亿元、海外社交网络维持原有收入；其他行业收入占整体营收比例较少，且主要为非经营型业务，预计 2024-2026 年维持原有收入。

表 1：分产品预测表

营业收入（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
游戏	727	534	481	433	390
yoy	-6.53%	-26.48%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	54.06%	85.18%	85.18%	85.18%	85.18%
社交网络-国内	596	477	429	386	348
yoy	-17.58%	-19.93%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	97.75%	97.96%	97.96%	97.96%	97.96%
社交网络-海外	1076.60	973.75	973.75	973.75	973.75
yoy	-22.94%	-9.55%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	87.07%	87.92%	87.92%	87.92%	87.92%
搜索业务	943	1143	1428	1714	1971
yoy	19.81%	21.22%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率	94.60%	95.40%	95.40%	95.40%	95.40%
广告业务	1282	1653	2066	2479	2851
yoy	31.05%	28.95%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率	65.48%	54.97%	58.00%	58.00%	58.00%
其他行业	112	134	134	134	134
yoy	0.00%	19.85%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	80.59%	72.74%	72.74%	72.74%	72.74%
合计	4736	4915	5513	6121	6668
yoy	-2.35%	3.78%	12.16%	11.03%	8.94%
毛利率	78.85%	78.84%	78.82%	78.00%	77.39%

资料来源：wind、华金证券研究所

二、可比公司估值

公司聚焦“打造海外领先的社交媒体和内容平台”的发展战略，主营业务收入包括游戏、广告、互联网，此外大力发展 AI 业务，并处于国内领先地位。结合公司产品特点，我们选取在细分行业、业务形式、产品类型等方面相似或相近的公司进行对比分析：恺英网络(以游戏为核心发展结合平台与互联网高科技)与姚记科技(移动游戏与互联网创新营销)以及蓝色光标(品牌管理服务)。公司坚定发展人工智能相关应用，但由于新兴业务仍处于扩张期，利润并未得到充分释放导致公司估值偏高。后续随着相关业务逐步成熟，我们预计利润增长可消化估值。

表 2：可比公司估值

证券代码	公司简称	收盘价/元	总市值/ 亿元	EPS/元			PE/倍		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002517.SZ	恺英网络	11.53	248.2	0.86	1.03	1.18	13.4	11.2	9.8
002605.SZ	姚记科技	23.70	97.7	1.63	1.87	2.10	14.5	12.7	11.3
300058.SZ	蓝色光标	6.28	156.2	0.15	0.21	0.26	42.4	30.1	24.3
	平均			0.88	1.03	1.18	23.4	18.0	15.1
300418.SZ	昆仑万维	37.09	450.65	0.52	0.53	0.63	71.9	69.6	58.8

资料来源：wind、华金证券研究所(可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2024 年 5 月 17 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3441	3803	4785	6212	7424	营业收入	4736	4915	5513	6121	6668
现金	1000	1112	1993	3281	4414	营业成本	1002	1040	1168	1347	1507
应收票据及应收账款	785	681	964	862	1127	营业税金及附加	6	6	10	9	10
预付账款	33	56	44	68	54	营业费用	1566	1620	1654	1775	1867
存货	0	0	0	0	0	管理费用	628	861	1103	1163	1000
其他流动资产	1622	1953	1784	2002	1828	研发费用	690	968	1085	1205	1313
非流动资产	14119	17682	17654	17640	17608	财务费用	10	35	36	36	36
长期投资	1029	1223	1223	1223	1223	资产减值损失	-77	-21	-17	-18	-20
固定资产	65	260	228	199	159	公允价值变动收益	477	1283	600	500	300
无形资产	700	788	793	808	812	投资净收益	141	255	0	0	0
其他非流动资产	12325	15412	15410	15410	15415	营业利润	1401	1928	1060	1088	1235
资产总计	17561	21485	22439	23852	25032	营业外收入	1	1	0	0	0
流动负债	2762	3038	3090	3579	3708	营业外支出	14	49	0	0	0
短期借款	618	468	468	468	468	利润总额	1388	1879	1060	1088	1235
应付票据及应付账款	1607	1213	1954	1697	2390	所得税	154	346	159	163	185
其他流动负债	536	1356	669	1413	850	税后利润	1234	1533	901	925	1050
非流动负债	256	548	548	548	548	少数股东损益	81	275	275	278	283
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	1153	1258	626	648	766
其他非流动负债	256	548	548	548	548	EBITDA	1474	1971	1158	1184	1330
负债合计	3018	3586	3639	4127	4257	主要财务比率					
少数股东权益	1845	2725	3000	3277	3561	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	1186	1215	1215	1215	1215	成长能力					
资本公积	1460	2492	2492	2492	2492	营业收入(%)	-2.3	3.8	12.2	11.0	8.9
留存收益	10478	11642	12523	13431	14470	营业利润(%)	-10.3	37.6	-45.0	2.6	13.5
归属母公司股东权益	12698	15174	15801	16448	17215	归属于母公司净利润(%)	-25.5	9.2	-50.2	3.4	18.4
负债和股东权益	17561	21485	22439	23852	25032	获利能力					
						毛利率(%)	78.8	78.8	78.8	78.0	77.4
						净利率(%)	24.3	25.6	11.4	10.6	11.5
						ROE(%)	8.5	8.6	4.8	4.7	5.1
						ROIC(%)	9.2	9.6	5.4	5.3	5.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	17.2	16.7	16.2	17.3	17.0
						流动比率	1.2	1.3	1.5	1.7	2.0
						速动比率	1.2	1.2	1.5	1.7	2.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	6.9	6.7	6.7	6.7	6.7
						应付账款周转率	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
						估值比率					
						P/E	39.1	35.8	71.9	69.6	58.8
						P/B	3.5	3.0	2.9	2.7	2.6
						EV/EBITDA	30.6	23.3	39.0	37.3	32.6

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

倪爽声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn