

公司点评

昆仑万维(300418.SZ)

传媒 | 游戏 II

全面布局 AI 产业，海外 Opera 维持较快增长

2024 年 05 月 24 日

评级 **增持**

评级变动 首次

交易数据

当前价格(元)	35.62
52 周价格区间(元)	27.44-62.93
总市值(百万)	43278.56
流通市值(百万)	39409.10
总股本(万股)	121500.80
流通股(万股)	110637.40

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
昆仑万维	-5.06	-6.78	-32.61
游戏 II	0.39	-9.58	-36.57

何晨

分析师

执业证书编号:S0530513080001
hechen@hncasing.com

曹俊杰

分析师

执业证书编号:S0530522050001
caojunjie@hncasing.com

相关报告

- 《传媒行业 2023&2024Q1 业绩总结：23 年业绩修复、24Q1 增长分化，继续看好 AI 主线》
2024-05-20

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	47.36	49.15	54.93	61.64	68.44
净利润(亿元)	11.53	12.58	7.99	8.44	9.76
每股收益(元)	0.95	1.04	0.66	0.69	0.80
每股净资产(元)	10.45	12.49	13.14	13.82	14.61
P/E	37.55	34.39	54.18	51.28	44.36
P/B	3.41	2.85	2.71	2.58	2.44

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2023 年&2024Q1 财报, 2023 年分别实现营收、归母净利润 49.15 亿元、12.58 亿元, 同比增速分别为 3.78%、9.15%; 2024Q1 分别实现营收、归母净利润 12.08 亿元、-1.87 亿元, 同比增速分别为 -0.80%、-188.38% (由盈转亏)。
- **搜索引擎、广告等业务驱动收入增长, 成本费用增多、投资业务不稳定等导致 24Q1 业绩下滑。** 分业务来看, 2023 年公司搜索引擎收入同比增长 21.22% 至 11.43 亿元, 网络广告收入同比增长 28.95% 至 16.53 亿元; 但国内外的社交网络产品收入普遍下滑, 其中海外社交网络产品收入同比下滑 9.55% 至 9.74 亿元、国内社交网络产品收入同比下滑 19.93% 至 4.77 亿元; 以游戏增值服务收入同比下滑 26.48% 至 5.34 亿元。研发投入增多、投资业务亏损等导致 2024Q1 业绩转亏。具体而言, 2024Q1 公司毛利率同比减少 4.35pct 至 78.43%, 销售费用率、管理费用率、研发费用率同比分别变化 5.30pct、-5.48pct、14.86pct, 资本市场下行导致集团投资业务阶段性亏损 1.29 亿元。整体而言, 以海外信息分发为主的核心业务保持强劲增长, 为整个业务基本盘及后续 AI 领域的持续投入提供了基础。
- **技术创新赋能, 海外 Opera 收入持续增长。** 随着浏览器商业化战略的不断推进以及 Opera Ads 平台的持续扩张, 公司财报显示 Opera 营收同比增长 20% 至 3.97 亿美元、经调整后的 EBITDA 同比增长 38% 至 9371.9 万美元, 2024Q1 营收同比增长 17% 至 1.02 亿美元、经调整后的 EBITDA 同比增长 15% 至 2491.3 万美元。同时, 得益于高 ARPU 地区用户的持续增长, 2024Q1 年化 ARPU 同比增长 24% 至 1.34 美元, 并上调 2024 年收入指引至 4.54-4.65 亿美元 (同比增速 14.36%-17.13%)、经调整后的 EBITDA 为 1.06-1.10 亿美元 (同比增速 13.10%-17.37%)。人工智能方面, 公司于 2024Q1 上线了“Ask Aria”和“Aria Voice”两项新功能, 2 月在冰岛部署的全新人工智能集群也正式运行; Opera GX 也推出了 GX Mods Mobile, 将个性化 Mods 体验进一步扩展到移动端。
- **一体五翼, 全面布局 AI 产业。** 公司以 AI 大模型为底座, 构建了 AI+ 搜索/音乐/视频/社交/游戏等在内的多元业务矩阵。大模型方面, 2024

年4月发布了天工3.0版本，采用4000亿参数MoE架构，后续还将迭代4.0版本。应用方面，公司更侧重toC端业务。AI搜索方面，2023年8月公司推出天工AI搜索和最新版AI智能助手；AI社交和游戏方面，公司面向海外推出了AI社交产品Linky及自研AI游戏《Club Koala》（2024年4月18日开启Alpha版本测试）；AI音乐方面，2024年4月17日发布了中国首个音乐SOTA模型——天工SkyMusic。在商业化方面，公司后续可探索搜索、广告、虚拟道具付费、会员订阅、API调用及定制化开发等多种路径，但预计短期商业化落地仍需用户规模的进一步壮大发展。

- **推出第一期限限制性股票激励计划。**2024年3月公司发布《2024年第一期限限制性股票激励计划（草案）》，拟以19.63元/股的价格向包括核心技术（业务）人员在内的432人授予0.62亿股限制性股票（约占公司股本总额的5.1409%）。业绩考核要求是：2024年实现营收不低于55亿元（第一个归属期），2024年和2025年累计实现营收不低于115亿元（第二个归属期），2024年-2026年累计实现营收不低于180亿元。
- **投资建议：**公司全产业链布局“算力基础设施-大模型算法-AI应用”，海外信息分发业务持续向好。但考虑到短期AI技术的持续投入、最终商业变现仍需时日、以及投资业务带来收益的不确定性，短期业绩端增速或面临放缓。预计公司2024年/2025年/2026年实现营收54.93亿元/61.64亿元/68.44亿元，归母净利润7.99亿元/8.44亿元/9.76亿元，EPS分别为0.66元/0.69元/0.80元，对应PE分别为54.18倍/51.28倍/44.36倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**政策监管风险；AI应用落地不及预期；商誉减值风险；投资业务不及预期。

报表预测(单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表						主要指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,735.99	4,915.24	5,493.19	6,163.84	6,844.20	营业收入	4,735.99	4,915.24	5,493.19	6,163.84	6,844.20
减: 营业成本	1,001.75	1,040.07	1,306.22	1,476.63	1,530.63	增长率(%)	-2.35	3.78	11.76	12.21	11.04
营业税金及附加	5.57	6.40	7.26	8.14	9.04	归属母公司股东净利润	1,152.50	1,258.36	798.84	844.01	975.62
营业费用	1,566.42	1,619.77	1,765.25	1,980.76	2,199.40	增长率(%)	-25.49	9.19	-36.52	5.65	15.59
管理费用	628.11	861.02	933.84	1,047.85	1,163.51	每股收益(EPS)	0.95	1.04	0.66	0.69	0.80
研发费用	690.33	967.58	1,043.71	1,171.13	1,300.40	每股股利(DPS)	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
财务费用	10.34	34.86	13.07	-2.14	-8.16	每股经营现金流	0.63	0.64	0.55	0.72	0.63
减值损失	-77.24	-20.94	0.00	0.00	0.00	销售毛利率	0.79	0.79	0.76	0.76	0.78
加: 投资收益	141.06	255.27	188.27	188.27	188.27	销售净利率	0.26	0.31	0.16	0.15	0.15
公允价值变动损益	476.57	1,283.42	400.00	400.00	400.00	净资产收益率(ROE)	0.09	0.08	0.05	0.05	0.05
其他经营损益	0.42	0.01	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.13	0.10	0.08	0.09	0.11
营业利润	1,400.72	1,927.73	1,039.85	1,097.47	1,265.38	市盈率(P/E)	37.55	34.39	54.18	51.28	44.36
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	3.41	2.85	2.71	2.58	2.44
利润总额	1,387.80	1,879.27	1,019.09	1,076.71	1,244.62	股息率(分红/股价)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 所得税	154.15	346.28	163.05	172.27	199.14	主要财务指标					
净利润	1,233.65	1,532.98	856.04	904.44	1,045.48	收益率					
减: 少数股东损益	81.14	274.62	57.20	60.43	69.86	毛利率	78.85%	78.84%	76.22%	76.04%	77.64%
归属母公司股东净利润	1,152.50	1,258.36	798.84	844.01	975.62	三费/销售收入	46.56%	51.18%	49.37%	49.17%	49.25%
资产负债表						EBIT/销售收入					
货币资金	1,000.49	1,112.45	1,651.90	2,883.10	4,008.22	EBITDA/销售收入	31.19%	40.91%	22.85%	21.06%	21.32%
交易性金融资产	1,501.30	1,559.53	1,559.53	1,559.53	1,559.53	销售净利率	26.05%	31.19%	15.58%	14.67%	15.28%
应收和预付款项	818.68	737.22	832.26	933.86	1,036.95	资产获利率					
其他应收款(合计)	89.58	306.79	175.78	197.24	219.01	ROE	9.08%	8.29%	5.01%	5.03%	5.50%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.56%	5.86%	3.58%	3.58%	3.95%
其他流动资产	31.28	86.78	233.34	261.83	290.73	ROIC	13.20%	10.44%	7.90%	8.60%	11.11%
长期股权投资	1,028.75	1,222.78	1,311.05	1,399.33	1,487.60	资本结构					
金融资产投资	7,939.08	9,427.32	9,427.32	9,427.32	9,427.32	资产负债率	17.18%	16.69%	16.00%	16.67%	16.37%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	30.07%	32.30%	30.44%	27.50%	25.95%
固定资产和在建工程	209.87	581.99	490.81	399.63	308.45	带息债务/总负债	23.33%	18.06%	3.90%	2.54%	1.51%
无形资产和开发支出	4,634.47	6,112.56	5,981.28	5,850.00	5,718.73	流动比率	1.25	1.25	1.45	1.69	1.97
其他非流动资产	307.25	337.54	649.67	648.87	648.87	速动比率	1.22	1.20	1.36	1.59	1.87
资产总计	17,560.7	21,484.9	22,312.9	23,560.7	24,705.4	股利支付率	0.00%	0.00%	1.67%	1.67%	1.67%
短期借款	618.25	468.26	0.00	0.00	0.00	收益留存率	100.00%	100.00%	98.33%	98.33%	98.33%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	1,939.25	2,245.59	2,681.81	3,031.66	3,142.63	总资产周转率	0.27	0.23	0.25	0.26	0.28
长期借款	85.83	179.44	139.16	99.76	61.25	固定资产周转率	22.57	8.45	11.19	15.42	22.19
其他负债	374.31	692.51	750.12	797.09	840.13	应收账款周转率	6.03	7.22	7.03	7.03	7.03
负债合计	3,017.64	3,585.79	3,571.09	3,928.51	4,044.01	存货周转率	-	-	-	-	-
股本	1,185.94	1,215.01	1,215.01	1,215.01	1,215.01	估值指标					
资本公积	1,460.20	2,491.95	2,491.95	2,491.95	2,491.95	EBIT	1,398.13	1,914.12	1,032.16	1,074.57	1,236.46
留存收益	10,051.5	11,467.3	12,252.8	13,082.7	14,042.1	EBITDA	1,476.95	2,010.97	1,255.43	1,297.83	1,458.92
归属母公司股东权益	12,697.7	15,174.3	15,959.8	16,789.7	17,749.0	NOPLAT	829.96	551.20	548.46	584.08	720.07
少数股东权益	1,845.40	2,724.82	2,782.02	2,842.45	2,912.31	净利润	1,152.50	1,258.36	798.84	844.01	975.62
股东权益合计	14,543.1	17,899.1	18,741.8	19,632.2	20,661.3	EPS	0.95	1.04	0.66	0.69	0.80
负债和股东权益合计	17,560.7	21,484.9	22,312.9	23,560.7	24,705.4	BPS	10.45	12.49	13.14	13.82	14.61
现金流量表						PE					
经营性现金净流量	763.32	772.48	669.64	877.79	767.01	PEG	-1.47	3.74	-1.48	9.07	2.84
投资性现金净流量	804.92	-431.32	404.76	404.76	404.76	PB	3.41	2.85	2.71	2.58	2.44
筹资性现金净流量	-2,284.9	-288.48	-534.95	-51.36	-46.65	PS	9.14	8.80	7.88	7.02	6.32
现金流量净额	-659.75	44.59	539.45	1,231.20	1,125.12	PCF	56.70	56.03	64.63	49.30	56.43

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438