

社交与互动媒体

昆仑万维（300418.SZ）

买入-A(首次)

布局大模型，All in AI 开辟新增长曲线

2024年6月20日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2024年6月20日

收盘价（元）：	31.82
总股本（亿股）：	12.31
流通股本（亿股）：	12.31
流通市值（亿元）：	391.86

基础数据：2024年3月31日

每股净资产（元）：	14.57
每股资本公积（元）：	2.12
每股未分配利润（元）：	9.42

资料来源：最闻

分析师：

潘宁河

执业登记编码：S0760523110001

邮箱：panninghe@sxzq.com

王德坤

执业登记编码：S0760523090001

邮箱：wangdekun@sxzq.com

投资要点：

➤ 确立“**All in AGI 与 AIGC**”战略，以 AI 赋能业务条线。模型端：公司于 2023 年 4 月发布“天工 1.0”大模型，2024 年 2 月发布“天工 2.0”、4 月发布“天工 3.0”，“天工 3.0”采用 4000 亿参数的 MoE 架构，是当前全球模型参数最大、性能最强的开源 MoE 模型之一。应用端：公司基于 AI 搜索推出了 AI 写作、AI 绘画、AI 数据分析、AI 伴侣等官方智能体，并基于 AI 技术在 AI 音乐、AI 视频、AI 游戏、AI 社交等方向积极布局。

➤ **AGI 与 AIGC 业务**：自研大模型推理能力领先，AI 搜索或对传统搜索模式形成挑战。天工 AI 日活人数已超 100 万，国内仅次于文心一言和豆包。基于 CEVAL 等各大主流评测榜单的评测结果，天工系列模型推理能力在行业前列，接近 70B 的 Dense 模型，使得推理成本有近 3 倍的下降。公司旗下天工 AI 搜索是国内的首款 AI 搜索产品，相比传统 PageRank 搜索模式，天工 AI 搜索具备中文回答全面且精确、用户真实意图捕捉准确、时效性高、答案质量好等特点，AI 搜索商业模式主要依靠广告信息流和智能体 VIP 服务等，伴随推理成本的持续下降，AI 搜索 ROI 为正值得期待；AI 音乐和 AI 游戏方面，公司以 AI 赋能 UGC 开发，增强用户体验的同时提高了用户粘性。

➤ **Opera 定位海外信息分发平台，ARPU 值逐年提升**。业务覆盖网络广告、搜索、信息分发及元宇宙等领域，全球月活用户超 3.9 亿。2023 年起，Opera 探索在浏览器平台内接入 AI，于当年推出全新浏览器 Opera One，并推出浏览器内置原生 AI 助手“Aria”。在用户服务能力不断增强的背景下，Opera 的 ARPU 值从 2020 年的 0.50 美元逐年递增至 2023 年的 1.44 美元。

➤ **StarMaker 及游戏业务保持稳健发展**。StarMaker 凭借音乐直播及社交运营较好地推动了用户增长和留存，目前仍在全球保持较高热度，2023 年末，累计在 126 个国家和地区位列音乐/音频类应用下载榜前五，其中 82 个国家和地区位列第一。游戏业务依靠游戏储备逐步释放，有望保持稳健。

➤ **投资建议**：我们预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 8.79 亿元、9.63 亿元、10.10 亿元，同比-30.2%、+9.7%、+4.8%，短期 AI 战略投入或使得净利润承压。我们运用分部估值法估算公司 2024 年合理市值区间为 442.59 亿元至 493.47 亿元。考虑到公司为国内 AI 行业第一梯队企业，公司或将凭借 AI 形成较强竞争优势。首次覆盖，给予“**买入-A**”评级。

**风险提示**：AI 发展不及预期，政策风险，用户流失，投资业务波动等。



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	5,441	6,011	6,586
YoY(%)	-2.3	3.8	10.7	10.5	9.6
净利润(百万元)	1,153	1,258	879	963	1,010
YoY(%)	-25.5	9.2	-30.2	9.7	4.8
毛利率(%)	78.8	78.8	76.3	75.5	75.1
EPS(摊薄/元)	0.94	1.02	0.71	0.78	0.82
ROE(%)	8.5	8.6	5.8	6.0	5.9
P/E(倍)	35.4	32.5	46.5	42.4	40.4
P/B(倍)	3.2	2.7	2.5	2.4	2.3
净利率(%)	24.3	25.6	16.1	16.0	15.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

1. 公司简介：善于开辟新赛道，新业务持续赋能新增长.....	6
1.1 从游戏业务起家，扩张为互联网平台企业，再以 AI 战略布局未来.....	6
1.2 收入增速节奏合乎业务发展趋势，毛利率较高，费用率呈上行趋势.....	8
1.3 股票激励：聚焦 AI 人才，业绩考核目标稳步增长.....	10
2. AGI 与 AIGC 业务：大模型推理能力较强，应用场景丰富.....	11
2.1 AI 搜索：挑战传统 PageRank 搜索，推理成本下降或将形成催化.....	13
2.2 AI 音乐&AI 游戏：AI 赋能 UGC，增强用户体验.....	16
3. Opera：海外信息分发平台，ARPU 值逐年提升.....	18
4. StarMaker：音乐直播+社交运营夯实用户粘性.....	21
5. 游戏板块：Ark Games 及闲徕互娱保持相对稳健发展.....	24
6. 投资建议.....	25
6.1 盈利预测.....	25
6.2 投资建议.....	26
风险提示.....	29

## 图表目录

图 1： 分部业务收入增长趋势（百万元） .....	7
图 2： 2023 年分部业务收入占比.....	7
图 3： 营收及增速（百万元） .....	8
图 4： 归母净利润及增速（百万元） .....	8
图 5： 公司毛利率变化趋势.....	9
图 6： 公司分部业务毛利率变化趋势.....	9

图 7: 公司销售/管理/研发费用率变化趋势.....	9
图 8: 天工大模型的演进之路.....	11
图 9: TOP5 AIGC APP 月活跃用户规模变化.....	12
图 10: Skywork-MoE 以较小参数规模实现较强推理能力.....	12
图 11: 天工 AI 搜索以搜索+总结的方式向用户呈现最终结果.....	13
图 12: 百度在线市场服务收入规模及增速变化趋势 (百万美元) .....	14
图 13: AI 搜索模式步骤简介.....	15
图 14: 天工 Skymusic 音乐生成界面.....	16
图 15: 《Club Koala》游戏界面.....	17
图 16: Opera 营收及增速 (百万美元) .....	18
图 17: Opera 归母净利润及增速 (百万美元) .....	18
图 18: Opera 主营收入来源.....	18
图 19: Opera 月活用户数 (亿人) .....	19
图 20: Opera 的 ARPU 值 (美元) .....	19
图 21: Opera 浏览器集成大模型, 探索端侧 AI.....	19
图 22: Opera 浏览器集成大模型, 探索端侧 AI.....	20
图 23: Opera GX.Games 与 GX.Store 内容展示.....	20
图 24: StarMaker 主要玩法.....	21
图 25: StarMaker 一线歌手直播.....	22
图 26: StarMaker 用户社交场景众多.....	23
图 27: StarMaker 在印度、巴西、印度尼西亚等地区 APP 品类排行榜中位居前列.....	23
图 28: 闲徕互娱旗下产品.....	24



表 1: 昆仑万维公司简介.....	6
表 2: 昆仑万维旗下平台主营业务及收入类型简介.....	6
表 3: 公司股票激励业绩考核目标.....	10
表 4: Ark Games 游戏储备.....	24
表 5: 公司收入及利润预测（百万元）.....	25
表 6: 网络广告与搜索引擎业务可比公司估值（亿美元）.....	27
表 7: 海外社交业务可比公司估值（亿美元）.....	27
表 8: 游戏+国内社交业务可比公司估值（亿元）.....	28

## 1. 公司简介：善于开辟新赛道，新业务持续赋能新增长

### 1.1 从游戏业务起家，扩张为互联网平台企业，再以 AI 战略布局未来

昆仑万维成立于 2008 年，最初以网页游戏起家，后续不断扩大业务半径，逐步发力移动游戏、社交网络产品、搜索引擎、AI 等业务，现已成长为具备全球影响力的互联网平台型公司。公司旗下重要子公司包括游戏研运一体平台 Ark Games、海外信息分发平台 Opera、音乐社交及网游研运平台 Skywork AI、休闲娱乐平台闲徕互娱等。此外，公司投资业务表现出众，依靠成立以来的充沛经营性现金流、自身的产业优势和投资经验，公司积极开展一级市场股权投资。2023 年，公司确立“AI in AGI 与 AIGC”发展战略，目前已经成功构建了包括 AI 大模型、AI 搜索、AI 视频、AI 社交、AI 游戏在内的多元业务矩阵，部分已实现商业化落地。

表 1：昆仑万维公司简介

证券代码	300418.SZ
公司简称	昆仑万维
公司成立时间	2008-03-27
公司上市时间	2015-01-21
所属行业（Wind 三级）	软件
注册地址	北京市东城区西总布胡同 46 号 1 幢 3 层 320
实控人及属性	周亚辉（个人）
最新总市值/自由流通市值（亿元）	391.86 / 254.74
PE（TTM）及历史分位	45.62（12.49%分位）

资料来源：Wind，山西证券研究所。数据截至 2024.6.20

细分来看，公司各个重要平台主营业务及贡献收入类型包括：

- 1) **Ark Games**: 主营网页游戏、手游及端游的研发运营，贡献游戏收入；
- 2) **Opera**: 主要依靠 Opera 浏览器贡献网络广告收入和搜索引擎收入；
- 3) **Skywork AI**: 主要依靠音乐社交业务及 AI 游戏业务贡献社交网络、游戏和广告收入；
- 4) **闲徕互娱**: 主营地方特色棋牌休闲游戏，贡献游戏收入，以及部分社交网络收入。

表 2：昆仑万维旗下平台主营业务及收入类型简介

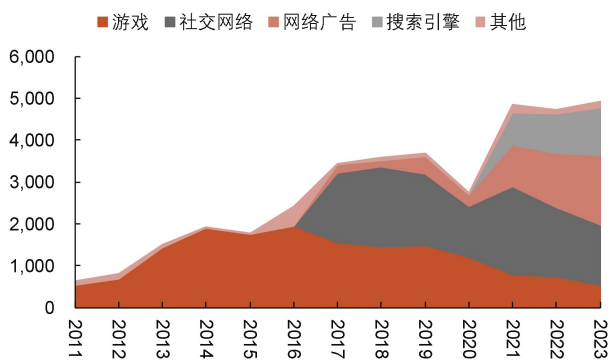
平台	主营业务	主要收入类型
Ark Games	网页游戏、移动游戏及端游的开发和运营	游戏收入
Opera	Opera 搜索引擎	网络广告收入、搜索引擎收入
Skywork AI	音乐社交平台 Star Group 及 AI 游戏等	社交网络收入、游戏收入
闲徕互娱	各类地方麻将、棋牌类游戏平台	游戏收入、社交网络收入

资料来源：公司 2020 年报及 2023 年报，山西证券研究所

成立以来伴随业务半径扩大，公司收入类型增加、收入规模大幅增长。成立伊始公司主营收入仅来自于游戏业务，后续依次增加社交网络产品、网络广告及搜索引擎等收入来源，截至2023年，公司游戏、社交网络产品、网络广告、搜索引擎等主营收入占比为10.9%、29.5%、33.6%、23.2%。公司收入来源结构变化与自身发展历程密不可分：

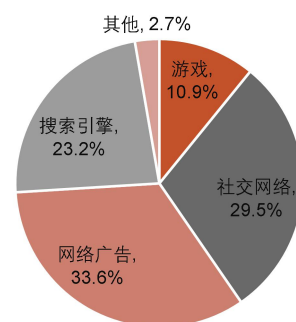
- 1) 2008年成立至2012年：主营网页游戏，收入来源主要为游戏业务；
- 2) 2013年：发展移动游戏，并于当年推出人气较高的代表作，游戏收入增长较快；
- 3) 2016年至2017年：先后并表 Grindr<sup>1</sup>及闲徕互娱，社交网络收入占比迅速提升；
- 4) 2021年：并表 Opera 和 Star Group<sup>2</sup>，网络广告及搜索引擎收入占比迅速提升。

图 1：分部业务收入增长趋势（百万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：2023 年分部业务收入占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

确立“**All in AGI 与 AIGC**”战略，以 AI 赋能业务条线。2023 年，公司以 AI 为核心，将业务布局分为三大类板块：

1) **AGI 与 AIGC 业务**。公司已完成“算力基础设施-大模型算法-AI 应用”全产业链布局。

**算力端**：公司于 2023 年增资控股算力芯片企业艾捷科芯。艾捷科芯集合了来自芯片研发、集成电路、人工智能等多个领域的顶尖专家学者，专注于 AI 大算力及相关芯片的研发。**模型端**：公司于 2023 年 4 月发布“天工 1.0”大模型，2024 年 2 月发布“天工 2.0”、4 月发布“天工 3.0”，“天工 3.0”采用 4000 亿参数的 MoE 架构，是当前全球模型参数最大、性能最强的开源 MoE 模型之一。**AI 应用端**：公司基于 AI 搜索推出了 AI 写作、AI 绘画、AI 数据分析、AI 伴侣等官方智能体，并基于 AI 技术在 AI 音乐、AI 视频、AI 游戏、AI 社交等方向积极布局。

<sup>1</sup> Grindr 为一个社交平台，依靠会员费贡献社交网络收入，以及网络广告贡献广告收入。

<sup>2</sup> Star Group 旗下主打产品 Star Maker 是一款以音乐为起点的社交平台。Star Group 已于 2023 年并入 Skywork AI 平台下。

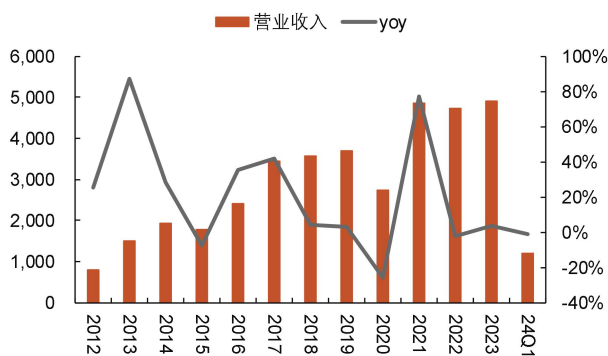
2) **Opera 与元宇宙业务。**Opera 已成为全球知名的互联网品牌，与 OpenAI 合作推出浏览器原生 AI 助手“**Aria**”，改善用户网页浏览体验。元宇宙方面，Opera GX 已成为全球游戏爱好者内容研发、创作、发行的重要平台之一。

3) **投资业务。**公司在一级股权市场积极开展投资业务，取得良好投资收益。

## 1.2 收入增速节奏合乎业务发展趋势，毛利率较高，费用率呈上行趋势

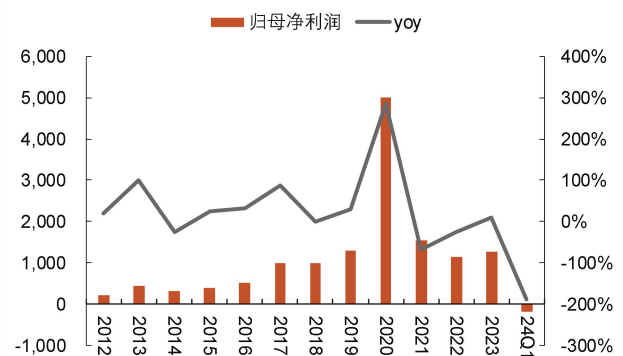
营收及归母净利润增速变动趋势与公司业务布局步调一致。2013 年，公司手游业务依靠高人气代表作实现快速突破，带动公司整体营收大增；2016 年及 2017 年，公司先后并表 Grindr 及闲徕互娱，收入增速再拾升势；2021 年，公司并表 Opera 和 Star Group，收入增速大幅提升。需要说明的是，公司归母净利润于 2020 年大幅增长 285.5%，主因当年公司出售 Grindr 股权获得投资收益超 29 亿元。2024 年 Q1 公司实现营收 12.08 亿元、同比-0.8%，归母净利润-1.87 亿元、同比-188.4%，当季亏损主因研发费用率提升和资本市场下行背景下的投资收益波动。

图 3：营收及增速（百万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：归母净利润及增速（百万元）



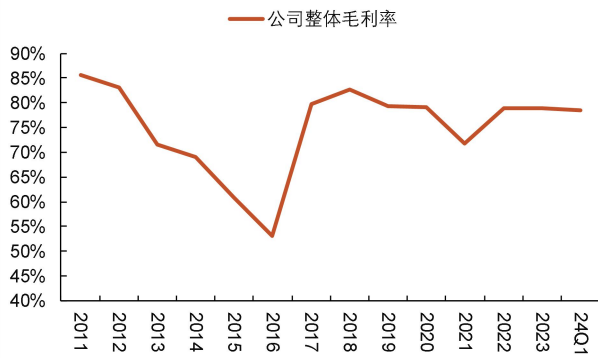
资料来源：Wind，山西证券研究所

伴随公司业务类型趋于多元化，公司毛利率趋于稳定。2011 年至 2016 年，公司收入基本来自于游戏业务，毛利率一度陷入颓势，2016 年起公司逐步拓展业务版图，新增社交网络、网络广告、搜索引擎等收入类型，公司毛利率遂在 2016 年后迅速抬升，并稳定于较高水平。分部来看，公司各主营业务之间毛利率差异较大：1) 游戏业务 2016 年至 2022 年毛利率大致处于 50%-60% 区间，2023 年蹿升至 85.2%，主因当年分部营业成本大幅下降；2) 社交网络业务毛利率大部分年份在 90% 以上，2021 年骤降至 67.6%，主因当年分部营业成本大幅上升，



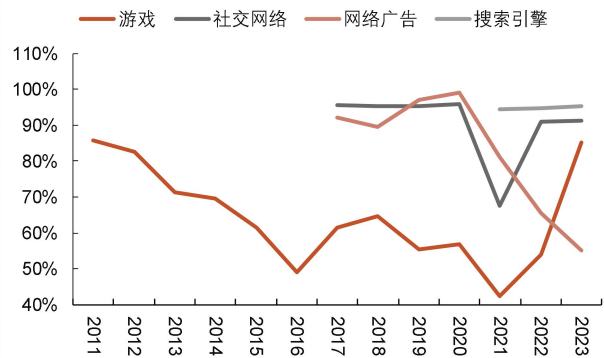
2022 年毛利率恢复至 90%以上，并在此后保持；3) 网络广告业务毛利率在 2020 年以前稳居 90%以上，2021 年起呈逐年走低，2023 年降至 55.0%，主因直接广告成本持续上升；4) 搜索引擎业务毛利率稳定在 95%上下。

图 5：公司毛利率变化趋势



资料来源：Wind，山西证券研究所

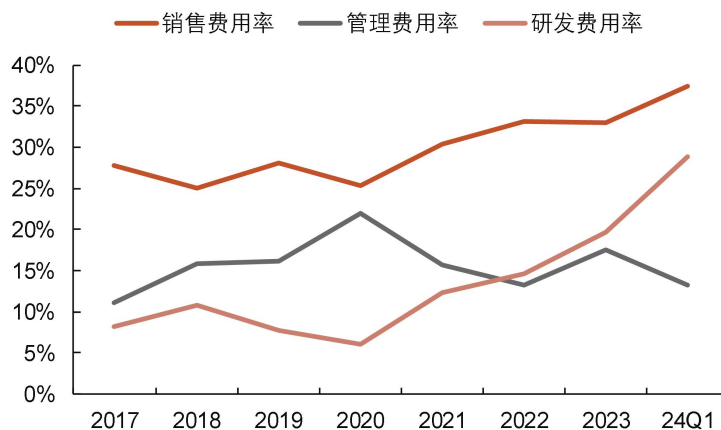
图 6：公司分部业务毛利率变化趋势



资料来源：Wind，山西证券研究所

研发费用及销售费用呈上升趋势，管理费用稳中趋降。研发费用方面，公司在 2023 年为开展 AI 业务，相应的人工成本、技术服务费及服务器折摊费大幅增长，研发费用率增长至 19.7%、同比+5.1pct，研发费用率提升速度在 24Q1 有所加快，当季研发费用率达 28.9%、同比+14.9pct。销售费用方面，2020 年以来销售费用率持续提升，主因市场及推广费用增长和销售职工薪酬支出增长。管理费用方面，公司管理费用率自 2020 年以来呈持续下降趋势，2023 年因股权激励致短期跳升，24Q1 恢复下降趋势。整体而言，因销售费用率和研发费用率上行幅度大于管理费用率下行幅度，公司整体费用率呈上行趋势。

图 7：公司销售/管理/研发费用率变化趋势



资料来源：Wind，山西证券研究所

### 1.3 股票激励：聚焦 AI 人才，业绩考核目标稳步增长

根据公司股票激励业绩考核目标，公司 2024-26 年营收为 55 亿元、60 亿元、65 亿元。公司于 2024 年 3 月发布股票激励计划（草案），拟向 432 名核心技术员工和公司认为需要奖励的相关员工授予 6246.1941 万股公司股票，占公司总股本的 5.1409%。公司股票激励对象中，获激励股票数最多的为颜水成教授，所获得股票总数达 720 万股，占整个股票激励计划的 11.53%。颜水成教授是 AI 领域的知名专家，全球计算机科学家排名第 56，华人排名第 14，新加坡排名第 1。颜水成教授加入公司也将为公司 AI 相关业务开展提供助力。

表 3：公司股票激励业绩考核目标

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	公司 2024 年实现的营业收入不低于 55 亿元
第二个归属期	公司 2024 年和 2025 年两年累计实现的营业收入不低于 115 亿元
第三个归属期	公司 2024 年、2025 年和 2026 年三年累计实现的营业收入不低于 180 亿元

资料来源：《昆仑万维科技股份有限公司 2024 年第一期限制性股票激励计划（草案）》，山西证券研究所

## 2. AGI 与 AIGC 业务：大模型推理能力较强，应用场景丰富

公司自 2020 年开始关注大模型和 AIGC 领域，目前已成功构建了 AI 大模型、AI 搜索、AI 音乐、AI 视频、AI 社交、AI 游戏在内的多元 AI 业务矩阵，部分业务已实现商业化落地，位居国内人工智能行业前列。公司 AI 大模型名为天工大模型，发展历程如下：

- 2022 年 12 月，公司发布首个开源文本大模型。
- 2023 年 4 月，公司发布自主研发的“天工 1.0”大模型，该模型采用双千亿模型架构—预训练模型和 RLHF 模型。此外，公司从数十万亿数据中筛选出 3 万亿单词数据，成功突破中文语料库质量瓶颈，让天工大模型在理解中文语境、词汇和语法特点上具有显著优势。2023 年 9 月，在权威推理榜单 Benchmark GSM8K 测试中，天工以 80% 的正确率显著领先于 GPT-3.5 的 57.1% 和 LLaMA2-70B 的 56.8%。
- 2023 年 8 月，公司发布中国首个 AI 搜索“天工 AI 搜索”。
- 2024 年 2 月，公司发布采用 MoE 专家混合模型架构的“天工 2.0”大模型，处理复杂任务能力更强、模型响应速度更快、训练及推理效率更高、可扩展性更强。
- 2024 年 4 月 17 日，公司发布“天工 3.0”大模型，采用 4000 亿参数 MoE 架构，是全球模型参数最大、性能最强的开源 MoE 之一。“天工 3.0”在语义理解、逻辑推理等方面的能力实现飞升，其技术知识能力较上一代模型提升 20%，数学、代码能力提升超 30%。同时，在 MMBench 等多项权威多模态测评结果中，“天工 3.0”超越 GPT-4V，多项评测指标达到全球领先水平。

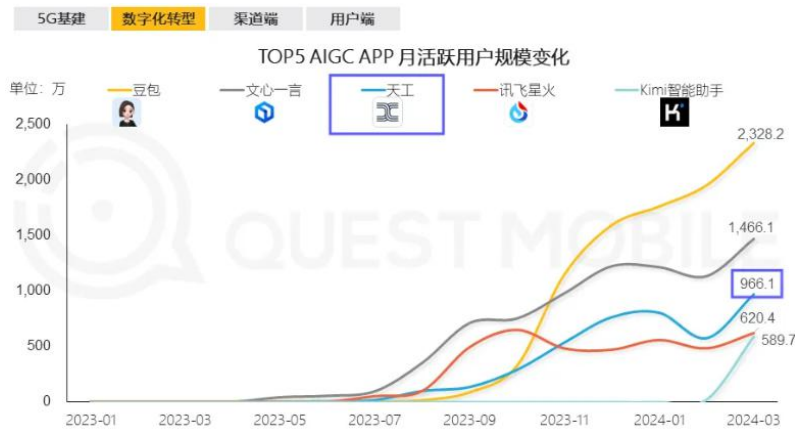
图 8：天工大模型的演进之路



资料来源：昆仑万维官方微信，山西证券研究所

活跃用户数位居国内同类 APP 前列。据公司 5 月 27 日数据，天工 AI 日活用户已超 100 万。此外，据 Quest Mobile 数据，2024 年 3 月，天工 APP 月活已近千万，位居国内第三。

图 9：TOP5 AIGC APP 月活跃用户规模变化



资料来源：昆仑万维官方微信，QuestMobile TRUTH 中国移动互联网数据库 2024 年 3 月，山西证券研究所

天工 3.0 大模型能显著降低推理成本，存在孕育 AI 应用的潜力。2024 年 6 月 3 日，公司宣布开源 2 千亿稀疏大模型 Skywork-MoE，性能强劲同时推理成本更低。Skywork-MoE 是首个支持用单台 4090 服务器推理的开源千亿 MoE 大模型。Skywork-MoE 模型隶属于天工 3.0 的研发模型系列，模型总参数量为 146B，激活参数量为 22B，基于各大主流评测榜单的评测结果，在相同的激活参数量（推理计算量）下，Skywork-MoE 能力在行业前列，接近 70B 的 Dense 模型，使得推理成本有近 3 倍的下降。同时 Skywork-MoE 的总参数大小比 DeepSeekV2 的总参数大小要小 1/3，用更小的参数做到了相近的能力。

图 10：Skywork-MoE 以较小参数规模实现较强推理能力

	#AP	#TP	CEVAL	CMMLU	MMLU	GSM8K	MATH	HumanEval
Deepseek-67B	67	67	66.1	70.8	71.3	63.4	18.7	42.7
Qwen1.5-72B	72	72	84.1	83.5	77.5	79.5	34.1	41.5
Llama2-70B	70	70	-	-	68.9	56.8	13.6	29.9
Llama3-70B	70	70	-	-	78.8	82.7	36.7	39.0
Mixtral 8*7B	13	47	-	-	70.6	58.4	28.4	40.2
Mixtral 8*22B	39	141	-	-	77.8	78.6	41.8	45.1
Grok-1	86	314	-	-	73.0	62.9	23.9	63.2
DBRX-Instruct	36	132	-	-	73.7	66.9	-	70.1
Deepseek-V2	21	236	81.7	84.0	78.5	79.2	43.6	48.8
Skywork-13B	13	13	62.1	62.4	62.7	60.2	8.4	18.9
Skywork-MoE	22	146	82.2	79.5	77.4	76.1	31.9	43.9

Table 1: Evaluation results of Skywork-MoE on popular LLM benchmarks. Results of recent open models are also reported for comparison. The columns titled “#AP” and “#TP” stand for the number of activated parameters and that of total parameters (in billion), respectively.

资料来源：昆仑万维官方微信，山西证券研究所

## 2.1 AI 搜索：挑战传统 PageRank 搜索，推理成本下降或将形成催化

天工 AI 搜索于 2023 年 8 月推出，是国内的首款 AI 搜索产品。天工 AI 搜索在设计中融合了大模型，优化了数据收集和索引过程，并在一定程度上确保了搜索结果的质量与准确性。同时，天工 AI 搜索还为搜索结果提供包括文字、视频、咨询、图片等在内的参考链接，保证搜索质量。天工 AI 搜索呈现的具体特点包括：

- 引入跨语言检索技术（CLIR），借助大模型的跨语言理解能力，使中文查询能够深入全球英文知识库，并提供全面且精准的中文回答，大幅扩展了用户搜索的知识边界。
- 在理解用户搜索指令时，采用大模型技术对查询语句进行改写和扩写，更准确地捕捉用户真实意图。
- 在召回和排序两大关键环节，天工 AI 搜索模拟人类识别判断，减少了传统方法中的人力资源需求，提升了效率和稳定性。
- 天工 AI 搜索还集成了检索增强生成（RAG）技术，显著提升了搜索答案的质量，并增加了可解释性，可有效避免大模型可能出现的误导性回答。

图 11：天工 AI 搜索以搜索+总结的方式向用户呈现最终结果



资料来源：天工 AI 网页端，山西证券研究所

中文搜索引擎当前的竞争格局主要由 PageRank 技术奠定。PageRank 靠关键词匹配程度搜索结果，这项技术基于一种朴素的思想：被用户访问越多的网页，质量可能就越高。这意味着 PageRank 模式下搜索的精确程度，极其依赖于靠先发优势培养出的用户黏性，也即使用搜

索的用户越多，PageRank 越精准。中文搜索引擎发展历程可简述如下：

- 2000 年，谷歌搜索中文版推出，快速获得 25% 的市占率。2002 年 9 月政策解禁，谷歌将提升中国市场占有率提上日程。此时中国本土搜索引擎也陷入混战：周鸿祎创立的 3721，开创“弹窗广告”的盈利先河；雅虎手握电邮、搜索全力本地化，市占率一度全面领先；百度依靠“竞价排名”发展迅速；
- 2003 年，百度依靠“竞价排名”一跃成为中文第一大搜索引擎。2004 年，百度通过收购 hao123 收获了大量流量；
- 2005 年，谷歌聘用李开复狠抓中文搜索短板。2007 年，谷歌中文网页索引数量暴增一倍，并获得 ICP 牌照，域名为 google.cn 的服务器进入中国。2009 年，谷歌中文搜索市占率从 2006 年的 16.1% 升至 31.0%；
- 2009 年，百度以 63.1% 的市占率遥遥领先。彼时百度已拥有 MP3、图片、新闻、贴吧等一系列围绕搜索的产品矩阵；
- 2010 年 2 月，谷歌宣布退出中国内地市场；
- 2012 年，“3SB”（360、搜狗、百度）再度混战，360 和搜狗短时间拿下超过 1/10 的市占率；
- “3SB”后的十余年，中文搜索引擎市场竞争格局固化，百度一家独大。然而，百度一家独大之后，收入增速却逐步陷入颓势，2016 年以来，百度在线市场服务收入<sup>3</sup>规模并未取得可观增长，基本呈现出原地踏步的状态。

图 12：百度在线市场服务收入规模及增速变化趋势（百万美元）



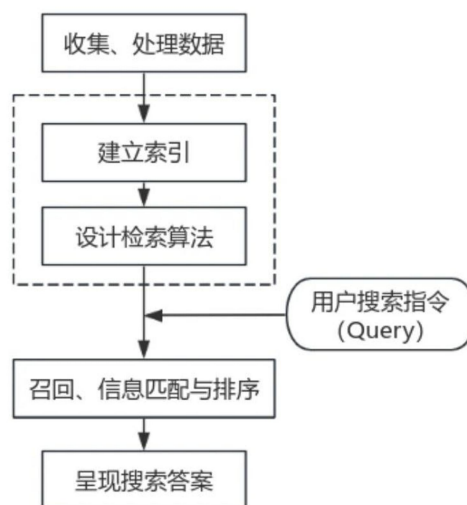
资料来源：Wind，山西证券研究所

<sup>3</sup> 百度的在线市场服务收入主要为搜索引擎和网络广告收入。

传统 PageRank 搜索模式或将遭遇 AI 搜索模式的挑战。以 PageRank 为主流技术的传统搜索，解决的是搜索“从 0 到 1”的问题，也即在信息获取渠道相对稀缺的时代中，满足用户从“找不到信息”到“能找到信息”的需求。而当前时代已呈现出“信息爆炸”的特点，用户的痛点往往是从泛滥的信息中精准地获取答案。在 PageRank 搜索模式下，用户接触到的是大量含有广告竞价的网页内容，与用户实际需求不匹配程度日益加深。在 AI 搜索模式下，大模型可以充当用户搜索的 agent，可以充分理解和扩展用户问句，以更少的关键词、链接点击、页面查看实现更高的信息访问效率，根据查询内容总结答案，深度匹配用户需求。

AI 搜索步骤大致可以分为三步：收集、检索、匹配。第一步，收集互联网上的海量数据，并对它们进行初步处理；第二步，给每个数据打上合适“标签”，分门别类储存到数据库中，并设计一套检索方案以便随时能找到合适数据；第三步，收到用户指令后，拆解分析该指令并提取其中核心信息，然后把与指令相关的众多数据按相关度排序匹配，最终呈现最佳答案。

图 13：AI 搜索模式步骤简介



资料来源：昆仑万维官方微信，山西证券研究所

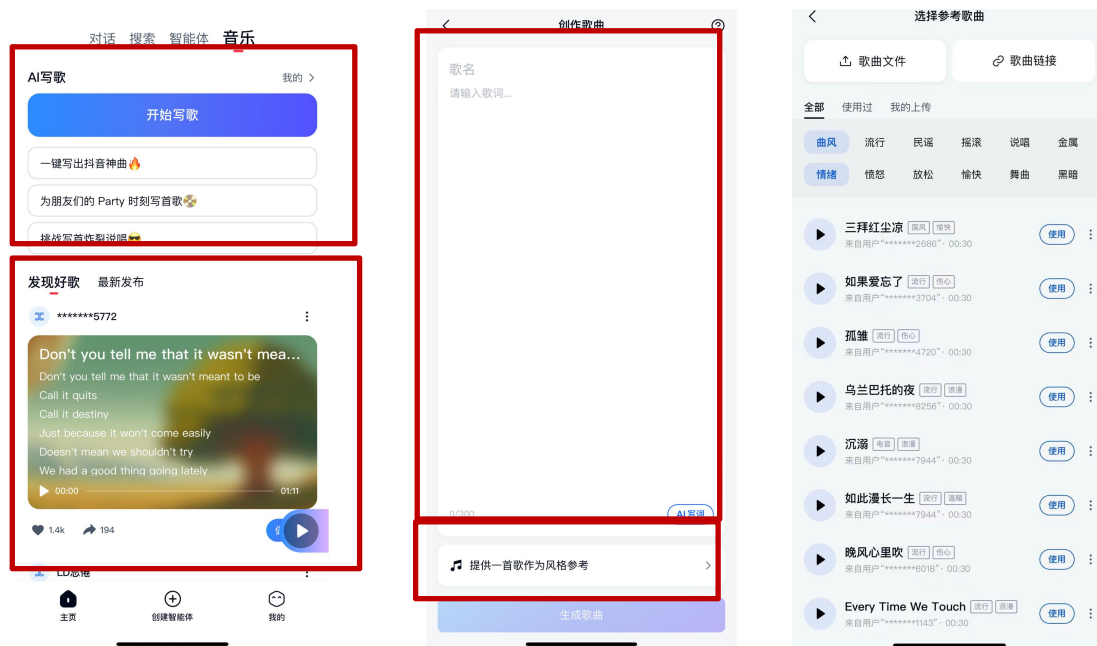
AI 搜索模式成熟非一日之功，推理成本下降将是模式成立的关键。伴随模型的迭代优化和算力基础设施的升级，推理成本下降速度较快。如果未来端侧推理能获得较快发展，推理成本下降速度将更快。AI 搜索商业模式主要依靠广告信息流和智能体 VIP 服务等，伴随推理成本的持续下降，AI 搜索 ROI 为正值得期待。

## 2.2 AI 音乐&AI 游戏：AI 赋能 UGC，增强用户体验

天工 AI 音乐采用类 Sora 架构，通过公司自研模型技术实现高品质音乐生成。4 月 17 日，公司发布“天工 SkyMusic”，在结合 Large-scale Transformer 和 Diffusion Transformer 的基础上，实现乐器、人声、旋律、音量、音符的一体化端到端生成。天工 SkyMusic 的特点包括：1) 支持 80 秒双声道立体声 AI 歌曲；2) 高品质人声合成，尤其在中文表现上好于国外同类产品；3) 歌词段落控制较为精准，有助于表达细腻情感；4) 支持多种音乐风格，如说唱、民谣、电子等，用户上传参考音频甚至可以生成方言歌曲；5) 能够学习和表达多种音乐技巧。

天工 Skymusic 音乐以便捷的创作流程降低了音乐创作门槛。Skymusic 音乐首页为 AI 写歌、发现好歌两个功能分区，其中发现好歌为用户创作歌曲的发布平台，其他用户可以试听、点赞和转发歌曲。点击 AI 写歌即进入创作歌曲界面，用户可以自己填词，也可使用 AI 写词。填词完成后，用户可以直接选择生成歌曲，也可选取一首歌曲作为风格参考后再生成，可供参考的曲风众多，包括流行、民谣等，此外，用户还可以选择歌曲的情绪基调。

图 14：天工 Skymusic 音乐生成界面



资料来源：天工 APP，山西证券研究所

AI 游戏方面，公司自研 AI 游戏《Club Koala》以 AI 赋能 UGC 开发，增强玩家的创造力体验和游戏体验。《Club Koala》于 2023 年 8 月在德国科隆游戏展首度亮相，于 4 月 18 日开启 Alpha 版本测试。游戏核心组成部分是 Koala Editor，一个零代码的游戏编辑器，玩家可以



轻松地进行游戏关卡的创作，在游戏里轻松制作各种各样的小游戏。Koala Editor 里还配备有完备的功能组件、素材箱这类辅助工具，提供各种创作资源，激发玩家的创作灵感，帮助玩家更快速构建游戏。《Club Koala》的另一大玩法是 Home Island。玩家 Home Island 中创造自己的虚拟形象，建造、装饰自己的岛屿和房屋，还可以参加种植、钓鱼、烹饪等有趣的活动，或者和好友互相拜访，形成一个活跃的玩家模拟社区。

《Club Koala》引入了 AI NPC 以提升游戏丰富度和趣味性。AI NPC 具有自我意识和自主行为，能与玩家互动并记住交互行为，并在后续交互行为中体现出来。游戏中，AI NPC 能够自主制定日程并执行，并且能对突发行为作出反应。每一个 AI NPC 都会根据自己性格、特点、愿望和记忆来进行自己的行为，并且会影响彼此的关系和发展。

图 15：《Club Koala》游戏界面



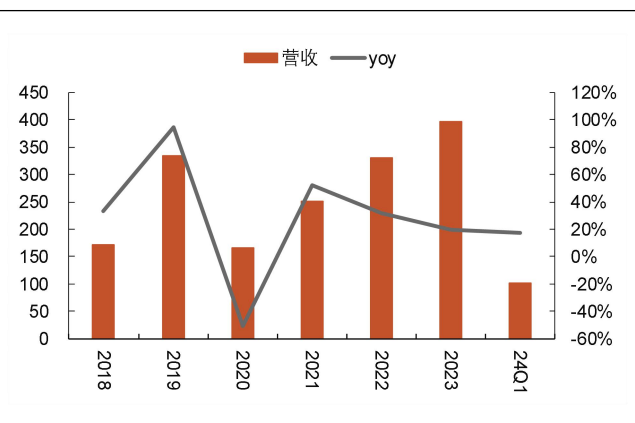
资料来源：公司 2023 年报，山西证券研究所

### 3. Opera: 海外信息分发平台, ARPU 值逐年提升

Opera 于 1995 年成立, 总部位于挪威奥斯陆, 2016 年获昆仑万维战略投资, 2021 年纳入昆仑万维财务报表。Opera 定位昆仑万维旗下的海外信息分发与元宇宙业务平台, 业务覆盖网络广告、搜索、信息分发及元宇宙等领域, 全球月活用户超 3.9 亿。2023 年起, Opera 探索在浏览器平台内接入 AI, 于当年推出全新浏览器 Opera One, 并推出浏览器内置原生 AI 助手“Aria”, 通过运用 AI, 较好改善了用户使用体验。

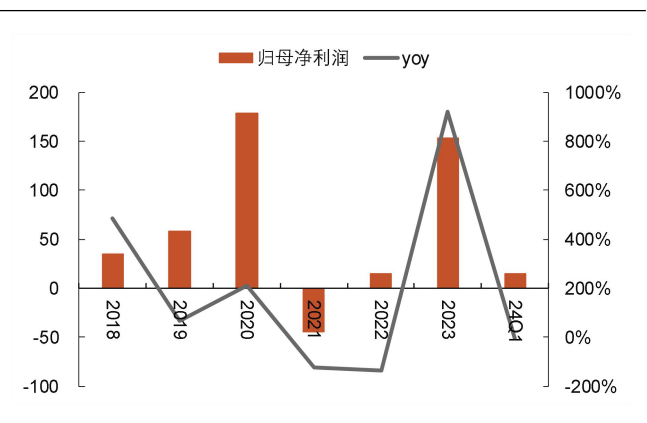
营收增速平稳, 主营收入源自搜索引擎及广告业务。Opera 为纳斯达克上市公司, 代码“OPRA”。2023 年, Opera 实现营收 3.97 亿美元、同比+19.9%, 实现归母净利润 1.53 亿美元、同比+920.0%。收入分部方面, 搜索引擎、广告业务收入四六开。

图 16: Opera 营收及增速 (百万美元)



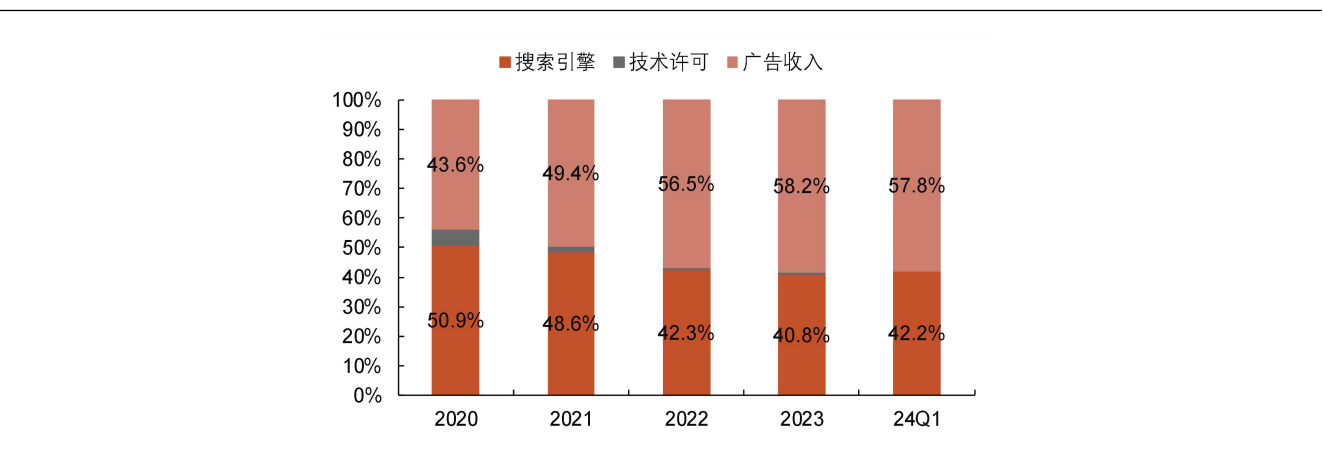
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 17: Opera 归母净利润及增速 (百万美元)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 18: Opera 主营收入来源



资料来源: Wind, 山西证券研究所

ARPU 值逐年增长，月活用户有所承压。Opera 的 ARPU 值<sup>4</sup>从 2020 年的 0.50 美元逐年递增至 2023 年的 1.44 美元，月活用户数从 2020 年的 3.8 亿人逐年降至 2023 年的 3 亿人左右。

图 19: Opera 月活用户数 (亿人)

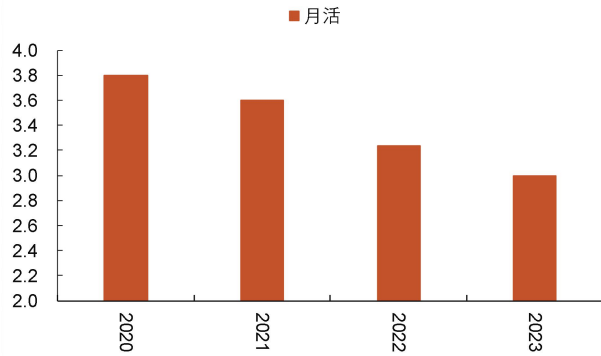
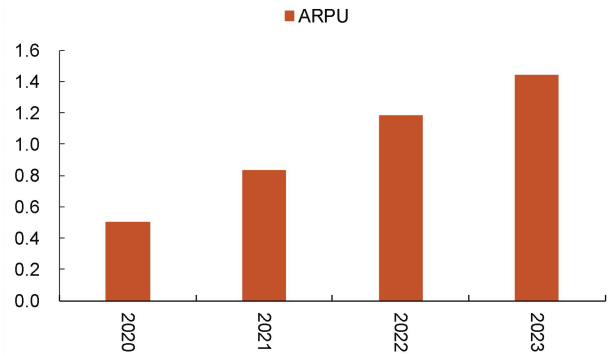


图 20: Opera 的 ARPU 值 (美元)

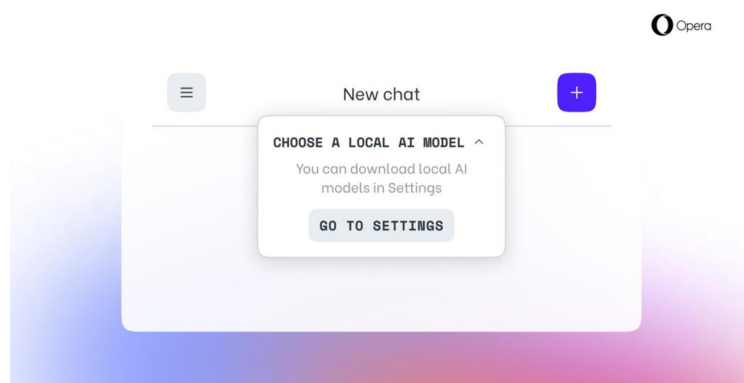


资料来源: 公司 2020-2023 年报, 山西证券研究所

资料来源: 公司 2020-2023 年报, 山西证券研究所

探索端侧 AI, 赋能更多应用场景, 提升用户服务能力。2024 年 4 月, Opera 通过 AI Feature Drops 计划, 在开发者版本浏览器中引入了 AI 访问功能。此后, Opera 在该浏览器中陆续集成了超 60 个大模型家族系列、超 2000 个本地大语言模型变体, 让用户能够通过浏览器内置功能访问和管理本地大模型。端侧 AI 能够使用户在开发者版本浏览器界面调用大模型, 减少在使用 AI 时传输个人数据到服务器的需求。当前, Opera 正不断在开发者版本浏览器中引入更多的 AI 创新功能。5 月 29 日, Opera 宣布将在旗下旗舰浏览器 Opera One 及游戏浏览器 Opera GX 中接入端侧 AI 大模型。

图 21: Opera 浏览器集成大模型, 探索端侧 AI

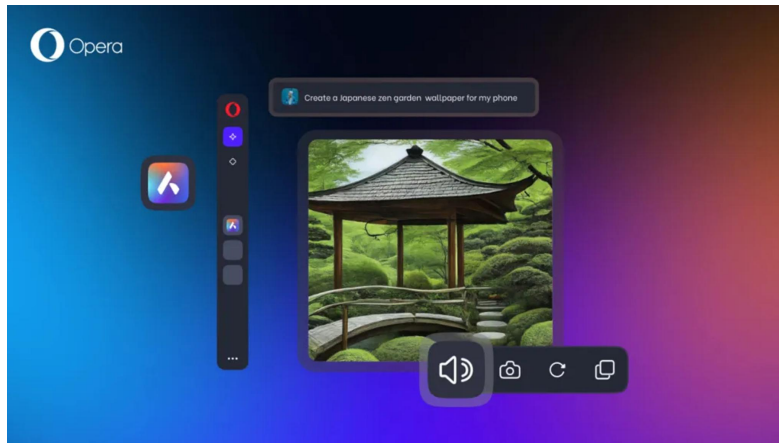


资料来源: 昆仑万维官方微信, 山西证券研究所

<sup>4</sup> 根据公司年报口径, 此处 ARPU 值为四季度年化数据。

接入谷歌 Gemini 大模型，Aria 助手功能获极大增强。5 月 28 日，Opera 宣布与谷歌云战略合作，将谷歌 Gemini 大模型整合进 AI 助手 Aria 中。Aria 由 Opera multi-LLM Composer AI 引擎驱动，能够根据用户意图调用最合适的大模型来处理任务，而非局限于单一模型。集成 Gemini 大模型以后，Aria 的图像生成、文本语音转换等功能将获得极大增强。

图 22：Opera 浏览器集成大模型，探索端侧 AI



资料来源：昆仑万维官方微信，山西证券研究所

元宇宙方面，Opera GX 不断打磨产品细节，丰富社区内容。截至 2023 年末，GX.store 中 Mods 已超 4500 款，GX.games 上游戏超 7000 款，GX 浏览器月活用户达 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。

图 23：Opera GX.Games 与 GX.Store 内容展示

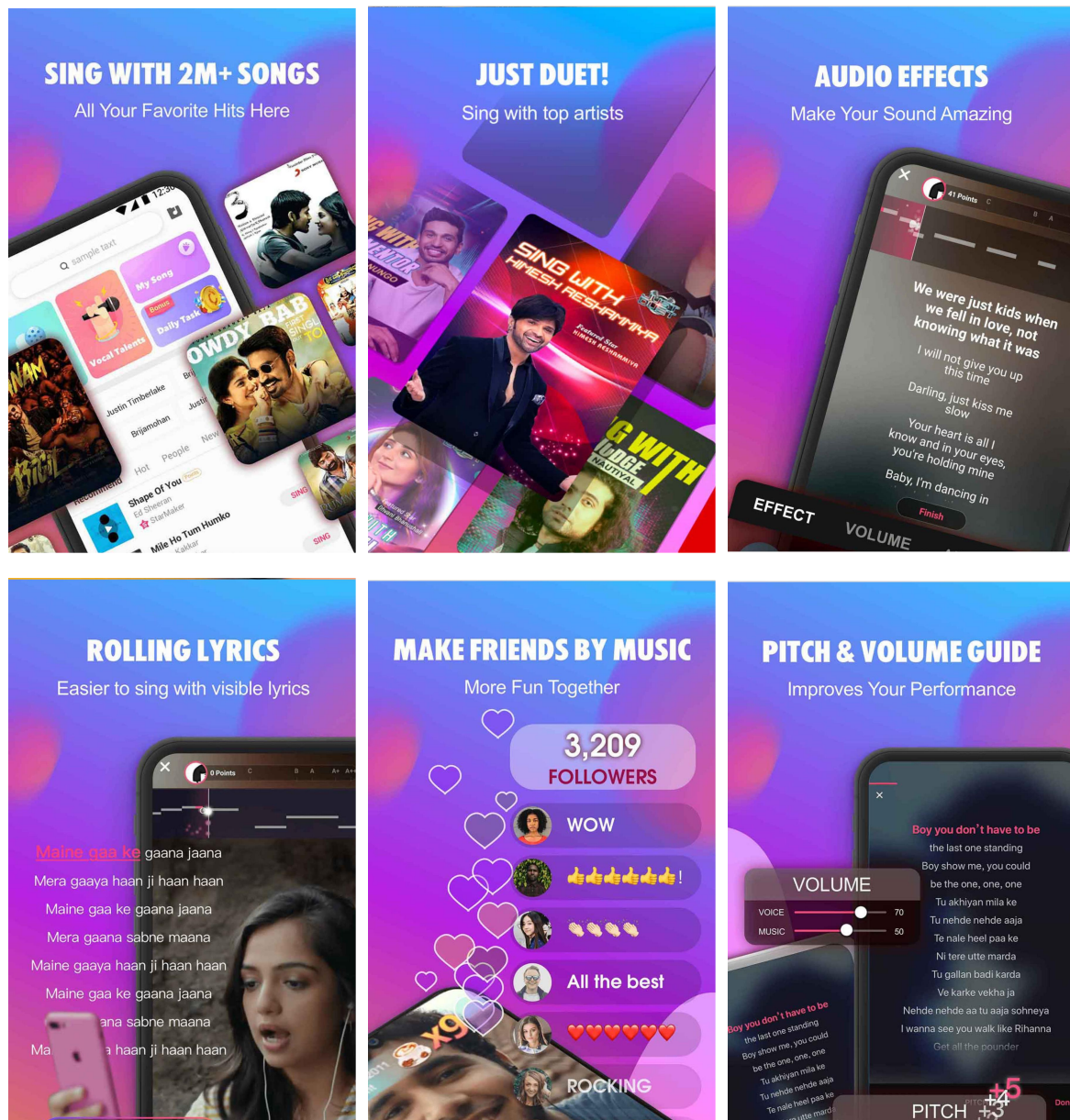


资料来源：公司 2023 年报，山西证券研究所

## 4. StarMaker: 音乐直播+社交运营夯实用户粘性

StarMaker 为公司旗下海外音乐社交应用，在 2021 年被公司收购并于当年并表。StarMaker 主打 K 歌+语音聊天赛道满足用户创作梦、休闲娱乐和社交需求。StarMaker 玩法包括自唱、歌手直播跟唱、音乐社交、作品美化等，曲库中有 200 万以上曲目可供用户选择。

图 24: StarMaker 主要玩法



资料来源: StarMaker 官网, 山西证券研究所

StarMaker 依靠用户 K 歌赛事、一线歌手直播、社交运营推动用户增长和夯实用户粘性。

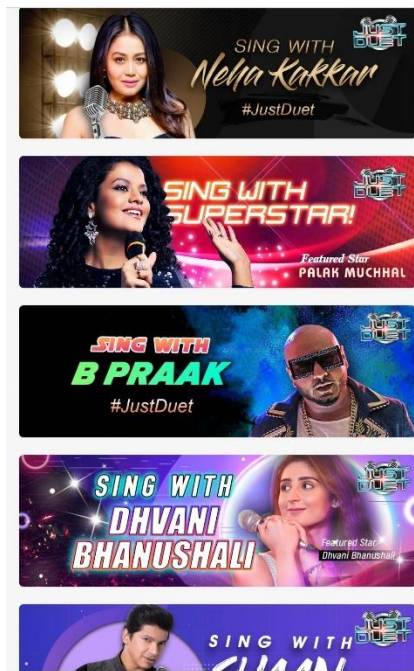
K 歌赛事方面, StarMaker 在印尼发起了“Supernova Project” K 歌赛事, 用户可以在 APP

里进行 K 歌竞技，粉丝打榜投票选出实力选手，这种规则对爱唱歌的用户是一种较强的激励。

“Supernova Project”这种赛事，StarMaker 已在全球举办了近 20 届，现已成为海外知名音乐 IP。赛事 IP 对于获取用户贡献了源头活水，在高参与度、高活跃度激发之下，用户的拉新、激活有了新途径，用户规模得以在短期内迅速增长。

一线歌手直播方面，以歌手直播唱歌吸引粉丝的运营方式并非 StarMaker 独有，但与其他 APP 上以全品类内容输出、兼容歌曲直播的方式不同，StarMaker 专注于 K 歌+直播这一垂直赛道。StarMaker 一般会邀请当地的一线歌手直播，对当地用户具有充足吸引力。在歌手直播这一机制里，普通用户可以和歌手一起合唱，极大调动了用户活跃度。

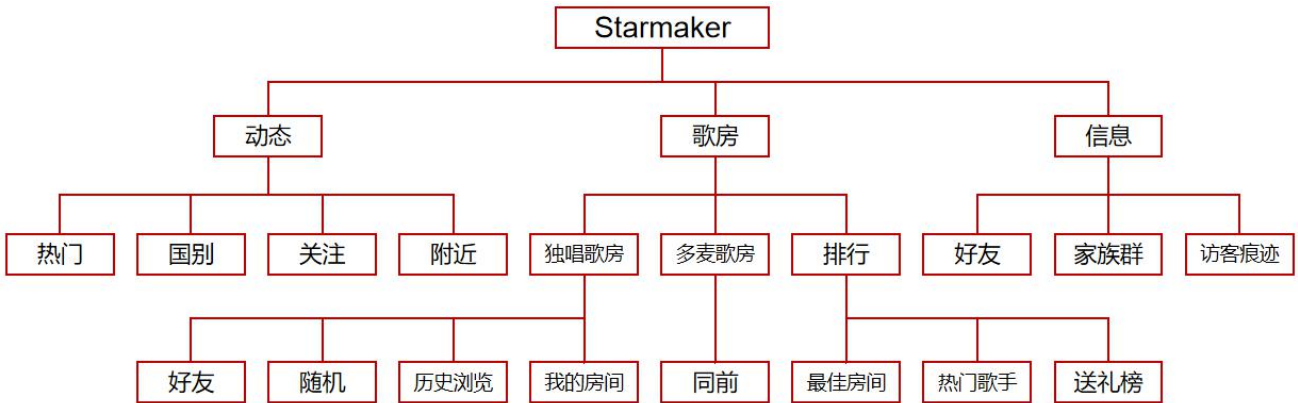
图 25：StarMaker 一线歌手直播



资料来源：StarMaker 官网，山西证券研究所

社交运营方面，2017 年开始，StarMaker 便开始打造以家族为名义的社交关系链，引导所有社区进行分工。在一个几百人的家族中设置家族长、助手、家族 boss、家族新星等。每个人都有自己的分工，家族长有管理权，助手负责宣传物料，家族 Boss 负责打榜等，每个用户都能在家族里找到自己的位置的存在感。到 2018 年，StarMaker 已经成功通过家族式社交运营为平台注入了社交粘性。

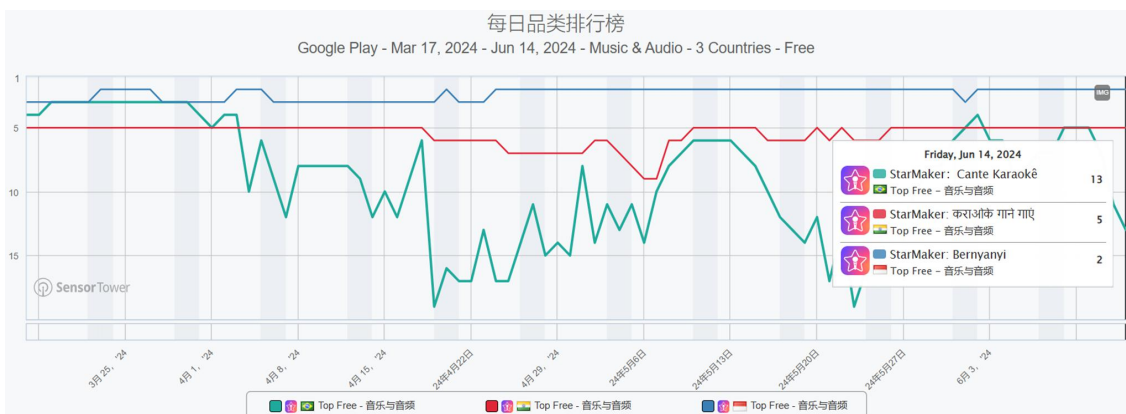
图 26: StarMaker 用户社交场景众多



资料来源：昆仑万维官网，白鲸出海，山西证券研究所

音乐玩法和社区内容持续升级，AI 赋能产品革新。产品上，StarMaker 一方面不断扩充房间类型，在 K 歌房、聊天房基础上进一步推出游戏房、迎新房，完成新用户承接；另一方面积极运用 AI 技术，结合 AI 优化演唱工具。运营上，通过提高家族活动频次，优化实时对唱即亲密关系使用体验，进一步提高用户留存水平。截至 2023 年末，StarMaker 累计在 126 个国家和地区位列音乐/音频类应用下载榜前五，其中 82 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。2024 年 5 月以来，在印度、巴西、印度尼西亚等较大国家中排名基本稳居前列。

图 27: StarMaker 在印度、巴西、印度尼西亚等地区 APP 品类排行榜中位居前列



资料来源：Sensor Tower，山西证券研究所

## 5. 游戏板块：Ark Games 及闲徕互娱保持相对稳健发展

Ark Games 是公司旗下集游戏研发、发行、运营于一体的平台。Ark Games 旗下产品类型包括 MMO-RPG、SLG 等在内的多个品类，发行区域涵盖东南亚、欧美、日韩及大陆等全球 150 多个国家和地区。Ark Games 已经深耕游戏出海市场十余年，拥有经验丰富且实力强劲的本地化技术及运营团队，以精品化、全球化的发展路线取得了较明显的竞争优势。

主打产品《圣境之塔》国内上线，另有多款游戏储备，潜在价值或将持续释放。Ark Games 于 2022 年在欧美及日韩地区上线，上线首日荣登美、加、英、法、德等主要国家免费榜榜首。2022 年 9 月，《圣境之塔》取得国内游戏版号，并于 2023 年 9 月完成发行。此外，Ark Games 还有包括重度 SLG 游戏《战龙崛起》、SLG+射击游戏《D-War》以及 UGC 类游戏《代号 D》等在内的多款游戏储备，未来将在海外和国内陆续上线，释放潜在价值。

表 4：Ark Games 游戏储备

游戏名称	游戏类型
战龙崛起	重度 SLG
D-War	SLG+射击
代号 D	UGC

资料来源：公司 2022 年报，山西证券研究所

闲徕互娱是国内领先的休闲娱乐平台，其产品主要包括各类地方麻将、斗地主等线上棋牌游戏。2016 年，闲徕互娱开通房卡模式，成功地将传统棋牌室模式转移到线上。通过房卡机制，用户可以在线开设房间并支付房卡费用，享受便捷线上游戏。

图 28：闲徕互娱旗下产品



资料来源：闲徕互娱官网，山西证券研究所



## 6. 投资建议

### 6.1 盈利预测

1) **游戏收入**：主要由 Ark Games 旗下游戏业务、闲徕互娱旗下游戏业务贡献。考虑到 Ark Games 游戏储备或逐步释放，以及闲徕互娱收入降幅收窄，我们预计公司游戏收入降幅将逐步收窄，2024-26 年收入增速分别为-8.0%、-8.0%、-5.0%；

2) **社交网络收入**：主要由 StarMaker 和闲徕互娱贡献。考虑到 StarMaker 用户粘性较高，AI 加持后用户体验有所升级，以及闲徕互娱收入降幅收窄，我们预计公司社交网络收入降幅将逐步收窄，2024-26 年收入增速分别为-6.6%、-6.6%、-6.5%；

3) **搜索引擎收入**：主要由 Opera 贡献。考虑到 Opera 在 AI 应用探索前沿，AI 加持后的用户体验或将有所提升，用户粘性有所增强，并且 ARPU 值保持逐年提升的趋势。我们预计 2024-26 年收入增速分别为 25.0%、20.0%、18.0%；

4) **网络广告收入**：主要由 Opera 贡献。考虑到 Opera 在 AI 应用探索前沿，AI 加持后的用户体验或将有所提升，并且 ARPU 值保持提升趋势。此外，StarMaker、天工平台亦将助力广告业务增长，我们预计 2024-26 年收入增速分别为 25.0%、20.0%、15.0%。

综上，我们预计 2024-26 年公司营收分别为 54.41 亿元、60.11 亿元、65.86 亿元，同比+10.7%、+10.5%、+9.6%。营收规模与公司股票激励方案中的业绩考核目标基本一致。

表 5：公司收入及利润预测（百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
游戏（百万元）	744.53	534.46	491.70	452.37	429.75
yoy	-17.1%	-28.2%	-8.0%	-8.0%	-5.0%
社交网络（百万元）	1,672.31	1,450.72	1,354.34	1,265.16	1,182.58
yoy	-21.1%	-13.3%	-6.6%	-6.6%	-6.5%
搜索引擎（百万元）	942.74	1,142.75	1,428.44	1,714.13	2,022.67
yoy	19.8%	21.2%	25.0%	20.0%	18.0%
网络广告（百万元）	1,281.75	1,652.85	2,066.06	2,479.28	2,851.17
yoy	31.1%	29.0%	25.0%	20.0%	15.0%
<b>合计营收（百万元）</b>	<b>4,736.41</b>	<b>4,915.25</b>	<b>5,440.54</b>	<b>6,010.92</b>	<b>6,586.16</b>
yoy	<b>-2.3%</b>	<b>3.8%</b>	<b>10.7%</b>	<b>10.5%</b>	<b>9.6%</b>
毛利率	78.9%	78.8%	76.3%	75.5%	75.1%
<b>归母净利润</b>	<b>1,152.50</b>	<b>1,258.36</b>	<b>878.51</b>	<b>963.42</b>	<b>1,009.91</b>
yoy	<b>-25.5%</b>	<b>9.2%</b>	<b>-30.2%</b>	<b>9.7%</b>	<b>4.8%</b>

资料来源：Wind，山西证券研究所

毛利率较高的游戏业务和社交网络业务收入占比下降，公司毛利率略显承压。公司发力 AI 业务，短期研发费用增长较快，因此短期净利润表现略有压力。预计 2024-26 年归母净利润分别为 8.79 亿元、9.63 亿元、10.10 亿元，同比-30.2%、+9.7%、+4.8%。

## 6.2 投资建议

国内人工智能行业第一梯队企业，AI 大模型推理能力强，旗下 AI 应用场景丰富。公司自 2020 年开始关注大模型和 AIGC 领域，目前已成功构建了 AI 大模型、AI 搜索、AI 音乐、AI 视频、AI 社交、AI 游戏在内的多元 AI 业务矩阵，部分业务已实现商业化落地，位列国内人工智能行业第一梯队。大模型方面，公司基于 4000 亿参数 MoE 架构打造的“天工 3.0”在 MMBench 等多项权威多模态测评结果中，“天工 3.0”超越 GPT-4V，多项评测指标达到全球领先水平；AI 搜索方面，天工 AI 搜索优化了数据收集和索引过程，并在一定程度上确保了搜索结果的质量与准确性，具备中文回答全面且精确、用户真实意图捕捉准确、时效性高、答案质量好等特点，伴随推理成本下降，AI 搜索 ROI 为正值得期待；AI 音乐和 AI 游戏方面，公司以 AI 赋能 UGC 开发，增强用户体验的同时提高了用户粘性。

海外信息平台 Opera 发展势头良好，ARPU 值逐年提升。Opera 业务覆盖网络广告、搜索、信息分发及元宇宙等领域，全球月活用户超 3.9 亿。2023 年起，Opera 探索在浏览器平台内接入 AI，于当年推出全新浏览器 Opera One，并推出浏览器内置原生 AI 助手“Aria”，通过运用 AI，较好改善了用户使用体验。Opera 还在积极探索端侧 AI，赋能更多应用场景，提升用户服务能力。端侧 AI 能够使用户在开发者版本浏览器界面调用大模型，减少在使用 AI 时传输个人数据到服务器的需求。在用户服务能力不断增强的背景下，Opera 的 ARPU 值从 2020 年的 0.50 美元逐年递增至 2023 年的 1.44 美元。

StarMaker 专注音乐直播赛道，强产品力叠加社交运营夯实用户粘性。StarMaker 主要玩法包括用户 K 歌、K 歌赛事、一线歌手直播、社交运营等。音乐直播场景满足了用户创作梦、休闲娱乐需求，社交运营满足了用户社交需求，二者共同发力，较好地推动了用户增长和留存。AI 加持增强了 StarMaker 产品力表现，更多的直播形式，更便捷的 AI 优化工具提升了用户体验。截至 2023 年末，StarMaker 累计在 126 个国家和地区位列音乐/音频类应用下载榜前五，其中 82 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。

游戏板块稳健发展，游戏储备或在未来释放潜力。Ark Games 旗下主打产品《圣境之塔》在海外上线后成绩斐然。此外，Ark Games 还有包括重度 SLG 游戏《战龙崛起》、SLG+射击游戏《D-War》以及 UGC 类游戏《代号 D》等在内的多款游戏储备，未来将在海外和国内陆续上线，释放潜在价值。闲徕互娱营收及净利润降幅逐步收窄中，其开创的房卡模式仍在为公司贡献持续现金流。

鉴于公司业务类型众多，我们将公司业务拆分为网络广告和搜索引擎、海外社交、国内社交及游戏、投资业务四部分，并分别选择可比公司对其进行估值。

1) **网络广告和搜索引擎**。我们预计二者 2024 年营收为 34.95 亿元。网络广告和搜索引擎受 AI 加持作用较为明显，公司旗下的 AI 搜索在国内也较为领先。我们选取谷歌、微软为可比公司，二者 2024E PS 均值为 9.99x，我们给予网络广告及搜索引擎业务 8.00 至 9.00x PS，则该分部业务估值为 279.56 亿元至 314.51 亿元。

表 6：网络广告与搜索引擎业务可比公司估值（亿美元）

证券代码	证券简称	总市值	PS		
			2024E	2025E	2026E
GOOGL.O	谷歌	21,637.62	6.29	5.69	5.15
MSFT.O	微软	33,173.35	13.56	11.83	10.35
	平均	-	9.92	8.76	7.75

资料来源：Wind，山西证券研究所。数据截至 2024.6.20

2) **海外社交业务**。我们预计此部分业务 2024 年营收为 9.25 亿元。海外社交以音乐社交为主，故我们选取云音乐和腾讯音乐为可比公司，二者 2024E PS 均值为 4.19x，我们给予海外社交业务 4.00x 至 4.50x PS，则该分部业务估值区间为 37.00 亿元至 41.63 亿元。

表 7：海外社交业务可比公司估值（亿美元）

证券代码	证券简称	总市值	PS		
			2024E	2025E	2026E
9899.HK	云音乐	27.30	2.34	2.14	1.92
TME.N	腾讯音乐	246.43	6.10	5.49	5.01
	平均	-	4.22	3.82	3.46

资料来源：Wind，山西证券研究所。数据截至 2024.6.20

3) **国内社交+游戏业务**。我们预计二者 2024 年营收为 9.21 亿元。我们选取国内游戏类传媒公司三七互娱、恺英网络、巨人网络为可比公司，三者 2024E PS 均值为 3.87x，我们给予

此部分业务 3.50x 至 4.00x PS，则该分部业务估值区间为 32.23 亿元至 36.84 亿元。

表 8：游戏+国内社交业务可比公司估值（亿元）

证券代码	证券简称	总市值	PS		
			2024E	2025E	2026E
002555.SZ	三七互娱	291.65	1.53	1.38	1.27
002517.SZ	恺英网络	213.75	3.91	3.34	2.95
002558.SZ	巨人网络	188.28	5.57	5.01	4.55
	平均	-	3.67	3.24	2.92

资料来源：Wind，山西证券研究所。数据截至 2024.6.20

**4) 投资业务。**包括：1) 上市公司的股权投资，计入交易性金融资产；2) 产业基金投资，计入长期股权投资；3) 一级市场投资，计入其他非流动性金融资产。预计 2024 年公司交易性金融资产为 15.60 亿元、长期股权投资为 15.37 亿元、其他非流动性金融资产为 103.03 亿元，考虑流动性等因素，审慎给予 25%至 30%折扣，则投资业务估值区间为 93.80 至 100.50 亿元。

综上，我们预计公司 2024 年总市值区间为 442.59 亿元至 493.47 亿元。考虑到公司为国内 AI 行业第一梯队企业，确立“**All in AGI 与 AIGC**”战略，并以 AI 赋能业务条线，公司或将凭借 AI 形成较强竞争优势。**首次覆盖，给予“买入-A”评级。**

## 风险提示

### 行业风险：

- 1) **AI 产业发展不及预期。**当前 AI 发展仍处于早期阶段，不确定性较强。若产业趋势放缓，应用场景迟迟不能兑现或推理成本难以下降，将影响公司业务发展；
- 2) **政策风险。**公司所布局的 AI 业务、游戏业务、社交业务及投资业务，均易受到政策影响。如果监管政策趋严，公司业务发展将受到影响。

### 公司风险：

- 1) **AI 业务发展不及预期。**公司在 AI 方面投入了大量资源，如果公司 AI 大模型及 AI 搜索等商业模式没有找到可靠的盈利模式，公司或将面临无法收回投入资源的情形；
- 2) **用户持续流失。**公司旗下 Opera 及闲徕互娱等平台近年来面临活跃用户数下降的问题，如此趋势不能改变，公司相关业务将受到影响；
- 3) **投资业务风险。**公司投资业务对估值影响举足轻重，鉴于投资业务波动性较大，公司投资业务有可能因市场波动等因素造成损失。
- 4) **商誉减值的风险。**截至 2024 年一季度末，公司商誉账面余额 53.31 亿元，主要是在收购闲徕互娱、opera 及 Singularity AI 等主体时形成，若被收购主体经营情况恶化，公司或面临商誉减值的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3441	3803	5307	6685	8823
现金	1000	1112	2759	4501	6688
应收票据及应收账款	785	681	874	328	446
预付账款	33	56	27	59	43
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	1622	1953	1646	1797	1646
<b>非流动资产</b>	14119	17682	17985	18315	18676
长期投资	1029	1223	1537	1863	2202
固定资产	65	260	200	140	78
无形资产	700	788	839	902	981
其他非流动资产	12325	15412	15410	15411	15415
<b>资产总计</b>	17561	21485	23292	25001	27499
<b>流动负债</b>	2762	3038	3747	4324	5599
短期借款	618	468	468	468	468
应付票据及应付账款	1607	1213	2472	2438	4133
其他流动负债	536	1356	806	1418	998
<b>非流动负债</b>	256	548	548	548	548
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	256	548	548	548	548
<b>负债合计</b>	3018	3586	4295	4873	6148
少数股东权益	1845	2725	2944	3185	3438
股本	1186	1215	1231	1231	1231
资本公积	1460	2492	2475	2475	2475
留存收益	10478	11642	12715	13897	15146
归属母公司股东权益	12698	15174	16053	16943	17914
<b>负债和股东权益</b>	17561	21485	23292	25001	27499

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	831	885	826	770	1097
净利润	1234	1533	1098	1204	1262
折旧摊销	79	97	170	189	213
财务费用	10	35	14	-32	-87
投资损失	-141	-255	-250	-269	-289
营运资金变动	-330	105	998	941	1323
其他经营现金流	-21	-630	-1203	-1263	-1326
<b>投资活动现金流</b>	805	-431	980	1013	1042
<b>筹资活动现金流</b>	-2285	-288	-159	-41	48
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.94	1.02	0.71	0.78	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.72	0.67	0.63	0.89
每股净资产(最新摊薄)	10.31	12.32	13.04	13.76	14.55

### 利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	4736	4915	5441	6011	6586
营业成本	1002	1040	1290	1473	1643
营业税金及附加	6	6	7	7	8
营业费用	1566	1620	1904	2104	2305
管理费用	628	861	1088	1082	1186
研发费用	690	968	1170	1352	1515
财务费用	10	35	14	-32	-87
资产减值损失	-77	-21	-22	-24	-26
公允价值变动收益	477	1283	1200	1260	1323
投资净收益	141	255	250	269	289
<b>营业利润</b>	1401	1928	1421	1554	1626
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	14	49	49	49	49
<b>利润总额</b>	1388	1879	1373	1505	1578
所得税	154	346	275	301	316
<b>税后利润</b>	1234	1533	1098	1204	1262
少数股东损益	81	275	220	241	252
<b>归属母公司净利润</b>	1153	1258	879	963	1010
EBITDA	1474	1971	1513	1614	1651

### 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-2.3	3.8	10.7	10.5	9.6
营业利润(%)	-10.3	37.6	-26.3	9.3	4.7
归属于母公司净利润(%)	-25.5	9.2	-30.2	9.7	4.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	78.8	78.8	76.3	75.5	75.1
净利率(%)	24.3	25.6	16.1	16.0	15.3
ROE(%)	8.5	8.6	5.8	6.0	5.9
ROIC(%)	9.2	9.6	6.4	6.5	6.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	17.2	16.7	18.4	19.5	22.4
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	6.9	6.7	7.0	10.0	17.0
应付账款周转率	0.5	0.7	0.7	0.6	0.5
<b>估值比率</b>					
P/E	35.4	32.5	46.5	42.4	40.4
P/B	3.2	2.7	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	27.8	21.1	26.5	23.9	22.2

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

