

昆仑万维 (300418)

2024 年半年报点评: AI 布局持续兑现, 积极关注多元 AI 应用进展

买入 (维持)

2024 年 08 月 26 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

证券分析师 陈欣

执业证书: S0600524070002
chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4736	4915	5617	6157	6644
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	146.48	483.80	657.93
同比 (%)	(25.47)	9.15	(88.36)	230.28	35.99
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.94	1.02	0.12	0.39	0.53
P/E (现价&最新摊薄)	27.92	25.58	219.77	66.54	48.93

投资要点

- **事件:** 2024H1 公司实现营收 25.02 亿元, yoy+3.16%, 归母净利润-3.89 亿元, yoy-208.64%。其中, 2024Q2 公司实现营收 12.94 亿元, yoy+7.14%, qoq+7.18%, 归母净利润-2.02 亿元, yoy-238.04%, 2024Q1 归母净利润为-1.87 亿元, 业绩低于我们预期。
- **营收稳健增长, Opera 再度上修全年指引。** 2024H1 公司营收同比增长 3.16%, 其中: 1) 游戏业务收入 2.41 亿元, 同比下降 18.37%, 我们认为主要系产品上线节奏影响; 2) 海外社交网络业务收入 4.76 亿元, 同比下降 5.92%, 我们认为主要系受推广节奏影响; 3) Opera 延续较高增长态势, 实现营收 2.12 亿美元, 同比增长 16.79%, 经调整 EBITDA 5152 万美元, 同比增长 22.07%, 其中 Q2 实现营收 1.10 亿美元, 同比增长 16.57%, 环比增长 7.72%, 经调整 EBITDA 2661 万美元, 同比增长 30.00%, 环比增长 6.80%, 同时 Opera 上调全年指引, 预计实现收入 4.61-4.67 亿美元 (前为 4.50-4.65 亿美元), 中枢较 2023 年增长 17%, 经调整 EBITDA 为 1.10-1.13 亿美元 (前为 1.06-1.10 亿美元)。
- **利润端受 AI 投入及投资波动影响有所承压。** 2024H1 公司营收稳健增长, 但利润端有所回落, 主要系: 1) 加大 AI 研发投入, 2024H1 公司研发费用为 7.57 亿元, yoy+115.72%, 研发费用率为 30.27%, yoy+15.88pct; 2) AI 应用加速落地, 对应市场推广投入增加, 2024H1 公司销售费用为 9.34 亿元, yoy+20.99%, 销售费用率为 37.35%, yoy+5.50pct; 3) 部分投资项目公允价值波动, 对应 2024H1 公司公允价值变动收益为-1.81 亿元, 去年同期为 1.66 亿元。
- **AI 布局加速落地, 多元应用开启商业化变现。** 公司积极布局基座大模型+AI 应用, 已构建 AI 大模型、AI 搜索、AI 游戏、AI 音乐、AI 社交、AI 短剧组成的多元 AI 业务矩阵, 并在应用落地及商业化变现上取得出色进展。其中, AI 搜索产品「天工 AI 智能助手」日活跃用户已突破 100 万, AI 社交产品「Linky」日活跃用户已突破 50 万, AI 音乐已推出面向国内用户的天工音乐服务, 和面向海外的全球首款 AI 流媒体音乐平台「Melodio」和 AI 音乐创作平台「Mureka」, AI 短剧方面已发布 AI 短剧平台「SkyReels」。此外, AI 游戏产品《Club Koala》预计于 2024 年 10 月开启 beta 版测试, 同时还有 AI+UGC 开放世界 RPG《Project G7》等新游在研发中。商业化方面, 公司的天工大模型通过与 B 端客户如电信运营商等达成合作, 实现收入, 同时海内外 C 端应用如 AI 音乐、AI 社交等通过会员等增值服务开启商业化。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司 AI 投入及投资业务波动, 我们下调 2024-2026 年 EPS 至 0.12/0.39/0.53 元 (此前为 0.56/0.63/0.72 元), 对应当前股价 PE 分别为 220/67/49 倍。我们看好公司前瞻布局 AI, AI 大模型及应用加速兑现, 蓄力长期增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** AI 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)	26.14
一年最低/最高价	25.88/45.60
市净率(倍)	2.13
流通 A 股市值(百万元)	32,191.28
总市值(百万元)	32,191.28

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.26
资产负债率(% ,LF)	15.55
总股本(百万股)	1,231.50
流通 A 股(百万股)	1,231.50

相关研究

《昆仑万维(300418): 2024 年一季度报点评: AI 投入及投资业务致业绩波动, 前瞻布局 AI 优势领先》

2024-04-28

《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》

2024-04-24

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
流动资产	3,803	4,165	4,982	6,388	营业总收入	4,915	5,617	6,157	6,644
货币资金及交易性金融资产	2,672	3,149	4,021	5,374	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	1,910	2,032	2,126
合同资产	0	0	0	0	管理费用	861	1,067	1,108	1,196
其他流动资产	394	248	268	275	研发费用	968	1,685	1,786	1,860
非流动资产	17,682	17,878	18,100	18,220	财务费用	35	6	1	(6)
长期股权投资	1,223	1,223	1,223	1,223	加:其他收益	21	28	31	33
固定资产及使用权资产	582	777	1,000	1,119	投资净收益	255	(56)	62	66
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	1,283	550	750	900
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	营业利润	1,928	203	670	900
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
资产总计	21,485	22,043	23,083	24,608	利润总额	1,879	203	670	900
流动负债	3,038	3,423	3,894	4,654	减:所得税	346	30	100	135
短期借款及一年内到期的非流动负债	614	514	464	414	净利润	1,533	172	569	765
经营性应付款项	1,216	1,593	1,976	2,619	减:少数股东损益	275	26	85	107
合同负债	176	227	251	281	归属母公司净利润	1,258	146	484	658
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)	1.02	0.12	0.39	0.53
非流动负债	548	548	548	548	EBIT	425	(285)	(140)	(72)
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	634	119	487	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	2.61	7.86	9.90
其他非流动负债	369	369	369	369	收入增长率(%)	3.78	14.27	9.62	7.92
负债合计	3,586	3,971	4,442	5,202	归母净利润增长率(%)	9.15	(88.36)	230.28	35.99
归属母公司股东权益	15,174	15,321	15,805	16,463					
少数股东权益	2,725	2,751	2,836	2,943					
所有者权益合计	17,899	18,072	18,641	19,406					
负债和股东权益	21,485	22,043	23,083	24,608					

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	717	988	1,160	每股净资产(元)	12.49	12.44	12.83	13.37
投资活动现金流	(431)	(656)	(788)	(634)	最新发行在外股份(百万股)	1,231	1,231	1,231	1,231
筹资活动现金流	(288)	(133)	(77)	(73)	ROIC(%)	2.04	(1.30)	(0.63)	(0.31)
现金净增加额	157	(73)	122	453	ROE-摊薄(%)	8.29	0.96	3.06	4.00
折旧和摊销	209	405	628	581	资产负债率(%)	16.69	18.02	19.24	21.14
资本开支	(397)	(600)	(850)	(700)	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.58	219.77	66.54	48.93
营运资本变动	419	600	575	758	P/B(现价)	2.09	2.10	2.04	1.96

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>