

# 昆仑万维 (300418.SZ)

优于大市

24年中报点评：投资收益波动及研发投入压制利润表现，AIGC持续推进

## 核心观点

**营收增长稳健，投资收益波动导致利润承压。** 1) 24年上半年公司实现营业收入 25.01 亿元、归母净利润-3.89 亿元，同比分别增长 3.16%、-208.64%，对应摊薄 EPS -0.31 元；实现扣非归母净利润-4.07 亿元，同比下滑 230.6%，扣非大幅下滑主要受投资收益及研发费用投入影响；2) 其中 Q2 单季度实现营业收入 12.94 亿元、归母净利润-2.02 亿元，同比分别增长 7.1%、-238.0%，对应摊薄 EPS -0.16 元，归母净利润亏损主要在于投资损益变动影响。

**海外业务占比持续提升，搜索与广告业务增长表现良好。** 1) 公司海外业务收入达到 22.05 亿元，同比增长 9.02%、占比达 88.2%；整体毛利率达 78.2%、继续维持在较高水平；2) 游戏、海外社交业务营收下滑，同比分别下降 18.37%、5.92%；搜索、广告业务分别实现营收 6.23、8.90 亿元，同比分别增长 17.31%、22.89%；子公司来看，闲徕互娱(棋牌游戏平台)、Opera Ireland (海外浏览器广告)、Opera Norway AS (海外浏览器搜索) 分别实现净利润 0.75、1.41、0.63 亿元，海外业务整体表现良好。

**研发持续加码，AI 及元宇宙持续推进。** 1) 上半年公司研发费用达到 7.57 亿元、同比增长 115.7%，继续保持高速增长；2) 大模型方面，天工大模型迭代至 3.0 版本，采用 4000 亿参数 MoE 架构，是目前全球模型参数最大、性能最强的开源 MoE 模型之一；发布中国首个音乐 SOTA 模型——“天工 SkyMusic”；3) 应用端，在“天工 AI 搜索”的基础上，进一步完善产品功能，并发布最新版天工 AI 智能助手、DAU 已突破百万、商业化进展顺利；《Club Koala》、《Project G7》在内的数款 AI 游戏处于研发过程当中；此外公司还在 AI 音乐、AI 短剧、AI 社交 (Linky, DAU 突破 50 万) 等方向积极布局；4) 海外及元宇宙方面，上半年，Opera 实现营业收入 2 亿美元，同比增长 17%；实现经调整后 EBITDA 5,152 万美元，同比增长 22%。产品端 Aria 在图像生成、语音交互等方面持续升级，带动全球 Opera 月活用户数达到 3 亿。

**风险提示：**应用落地不及预期；技术进步低于预期；投资业务不及预期等。

**投资建议：**考虑到投资收益波动以及研发费用等因素影响，我们预计 24/25/26 年归母净利润分别为 -0.21/3.73/5.73 亿元，摊薄 EPS=-0.02/0.31/0.47 元，当前股价对应 PE=-1546/85/56x。公司布局前瞻，有望成为 AIGC 时代大模型+应用生态的平台型公司，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,736	4,915	5,451	6,213	7,120
(+/-%)	-2.3%	3.8%	10.9%	14.0%	14.6%
归母净利润(百万元)	1153	1258	-21	373	573
(+/-%)	-25.5%	9.2%	—	-1915.7%	53.6%
每股收益(元)	0.97	1.04	-0.02	0.31	0.47
EBIT Margin	17.8%	8.6%	5.5%	7.2%	8.6%
净资产收益率 (ROE)	9.1%	8.3%	-0.1%	2.4%	3.6%
市盈率 (PE)	26.9	25.2	-1546.6	85.2	55.5
EV/EBITDA	37.0	68.7	95.7	66.6	49.9
市净率 (PB)	2.44	2.09	2.10	2.06	2.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 传媒·游戏 II

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenyao.rong@guosen.com.cn

S0980523100001

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	26.14 元
总市值/流通市值	32191/32191 百万元
52 周最高价/最低价	45.60/25.88 元
近 3 个月日均成交额	1081.23 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《昆仑万维 (300418.SZ) -23 年年报点评：营收增长稳健，AI 及元宇宙持续推进》——2024-04-26
- 《昆仑万维 (300418.SZ) -费用及投资损益导致 Q3 业绩下滑，大模型及应用进展良好》——2023-10-29
- 《昆仑万维 (300418.SZ) -搜索与广告业务同比向上，大模型及 AIGC 应用持续推进》——2023-09-01
- 《昆仑万维 (300418.SZ) -收购奇点智源夯实底座，持续看好 AIGC 时代成长机遇》——2023-06-19
- 《昆仑万维 (300418.SZ) -经营性净利润增长 70%，AIGC 进展迅速》——2023-05-04

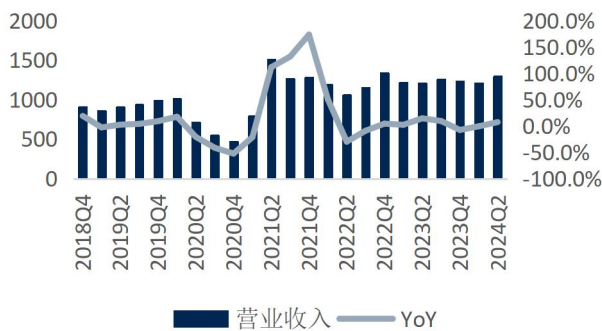
**营收增长稳健，投资收益波动导致利润承压。** 1) 24 年上半年公司实现营业收入 25.01 亿元、归母净利润-3.89 亿元，同比分别增长 3.16%、-208.64%，对应摊薄 EPS -0.31 元；实现扣非归母净利润-4.07 亿元，同比下滑 230.6%，扣非大幅下滑主要受投资收益及研发费用投入影响；2) 其中 Q2 单季度实现营业收入 12.94 亿元、归母净利润-2.02 亿元，同比分别增长 7.1%、-238.0%，对应摊薄 EPS -0.16 元，归母净利润亏损主要在于投资损益变动影响。

图1: 昆仑万维营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 昆仑万维单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 昆仑万维归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 昆仑万维单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**研发持续加码，AI 及元宇宙持续推进。** 1) 上半年公司研发费用达到 7.57 亿元、同比增长 115.7%，继续保持高增速；2) 大模型方面，天工大模型迭代至 3.0 版本，采用 4000 亿参数 MoE 架构，是目前全球模型参数最大、性能最强的开源 MoE 模型之一；发布中国首个音乐 SOTA 模型——“天工 SkyMusic”；3) 应用端，在“天工 AI 搜索”的基础上，进一步完善产品功能，并发布最新版天工 AI 智能助手、DAU 已突破百万、商业化进展顺利；《Club Koala》、《Project G7》在内的数款 AI 游戏处于研发过程当中；此外公司还在 AI 音乐、AI 短剧、AI 社交(Linky, DAU 突破 50 万) 等方向积极布局。

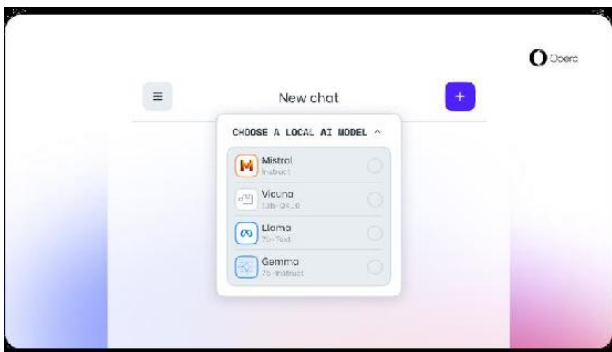
图5: 《Club Koala》游戏画面展示



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

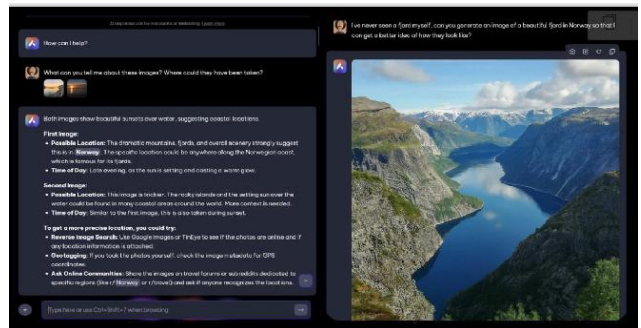
海外信息分发与元宇宙业务表现良好。海外及元宇宙方面，上半年，Opera 实现营业收入 2 亿美元，同比增长 17%；实现经调整后 EBITDA 5,152 万美元，同比增长 22%。产品端 Aria 在图像生成、语音交互等方面持续升级，带动全球 Opera 月活用户数达到 3 亿。

图6: Opera Aria 本地语言模型



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: Aria 图像理解与生成



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**盈利预测：**1) 主营业务保持稳定，预计 24/25/26 年游戏业务增速分别为 -10%/5%/5%，搜索业务增速分别 25%/20%/20%，广告业务分别为 30%/20%/20%，综合毛利率分别为 77.5%/76.8%/76.2%；研发费用率分别为 23%/22%/20%；2) 考虑到一二级市场波动对投资收益及公允价值影响，相关收益分别调整为-3.0/1.0/2.0 亿元，我们预计 24/25/26 年归母净利润分别为-0.21/3.73/5.73 亿元，摊薄 EPS=-0.02/0.31/0.47 元，当前股价对应 PE=-1546/85/56x。

表1: 盈利预测（单位：百万元）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
游戏		727	534	481	505	530
	YoY	-7%	-26%	-10%	5%	5%
社交网络 - 国内		596	477	439	452	466

	YoY	-18%	-20%	-8%	3%	3%
社交网络 - 海外		1077	974	954	964	973
	YoY	-23%	-10%	-2%	1%	1%
搜索业务		943	1143	1428	1714	2057
	YoY	20%	21%	25%	20%	20%
广告业务		1282	1653	2149	2578	3094
	YoY	31%	29%	30%	20%	20%
营业毛利		3735	3875	4222	4773	5427
毛利率		78.8%	78.8%	77.5%	76.8%	76.2%
研发费用		(690)	(968)	(1,254)	(1,367)	(1,424)
	费用率	14.6%	19.7%	23.0%	22.0%	20.0%
资产减值及公允价值变动		334	1,279	(150)	0	100
对外投资收益		141	255	(150)	100	100
税后利润		1153	1258	(21)	373	573

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**我们认为虽然短期内受投资收益波动以及研发费用投入增加影响导致业绩端承压较大，但公司在 AIGC 基础大模型及出海商业化领域布局前瞻，有望成为 AIGC 时代大模型+应用生态的平台型公司，继续维持“优于大市”评级。

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023E	2024E
300364.SZ	中文在线	优于大市	23.26	170	0.07	-0.49	0.12	0.21	109	-20	210	110
002292.SZ	奥飞娱乐	优于大市	6.36	94	(0.28)	(0.12)	0.08	0.16	(22)	(40)	77	41

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1000	1112	1163	1365	1794	营业收入	4736	4915	5451	6213	7120
应收款项	875	988	139	158	181	营业成本	1002	1040	1229	1440	1694
存货净额	0	0	287	335	392	营业税金及附加	6	6	7	8	9
其他流动资产	65	143	32	37	42	销售费用	1566	1620	1731	1957	2243
<b>流动资产合计</b>	<b>3441</b>	<b>3803</b>	<b>3180</b>	<b>3454</b>	<b>3970</b>	管理费用	628	861	933	995	1135
固定资产	65	260	277	423	649	研发费用	690	968	1254	1367	1424
无形资产及其他	700	788	757	727	696	财务费用	10	35	(3)	(14)	(28)
投资性房地产	12325	15412	15412	15412	15412	投资收益	141	255	(150)	100	100
长期股权投资	1029	1223	1217	1212	1206	资产减值及公允价值变动	334	1279	(150)	0	100
<b>资产总计</b>	<b>17561</b>	<b>21485</b>	<b>20844</b>	<b>21227</b>	<b>21933</b>	其他收入	(598)	(959)	(1254)	(1367)	(1424)
短期借款及交易性金融负债	679	614	500	300	200	营业利润	1401	1928	1	560	844
应付款项	1607	1213	1457	1702	1996	营业外净收支	(13)	(48)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	475	1211	461	520	600	<b>利润总额</b>	<b>1388</b>	<b>1879</b>	<b>(29)</b>	<b>530</b>	<b>814</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2762</b>	<b>3038</b>	<b>2418</b>	<b>2521</b>	<b>2796</b>	所得税费用	154	346	(4)	79	122
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	81	275	(4)	77	119
其他长期负债	256	548	548	548	548	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1153</b>	<b>1258</b>	<b>(21)</b>	<b>373</b>	<b>573</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>256</b>	<b>548</b>	<b>548</b>	<b>548</b>	<b>548</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3018</b>	<b>3586</b>	<b>2967</b>	<b>3070</b>	<b>3344</b>	净利润	1153	1258	(21)	373	573
少数股东权益	1845	2725	2723	2754	2801	资产减值准备	(771)	(56)	(1)	9	17
股东权益	12698	15174	15154	15404	15787	折旧摊销	75	94	65	76	88
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17561</b>	<b>21485</b>	<b>20844</b>	<b>21227</b>	<b>21933</b>	公允价值变动损失	(334)	(1279)	150	0	(100)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	10	35	(3)	(14)	(28)
每股收益	0.97	1.04	(0.02)	0.31	0.47	营运资本变动	(2917)	(2701)	167	240	306
每股红利	0.09	0.16	0.00	0.10	0.16	其它	844	289	(1)	22	30
每股净资产	10.71	12.49	12.47	12.68	12.99	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1950)</b>	<b>(2394)</b>	<b>360</b>	<b>720</b>	<b>914</b>
ROIC	6.48%	2.49%	2%	3%	4%	资本开支	0	(1463)	(201)	(201)	(201)
ROE	9.08%	8.29%	-0%	2%	4%	其它投资现金流	(214)	(58)	0	0	0
毛利率	79%	79%	77%	77%	76%	<b>投资活动现金流</b>	<b>551</b>	<b>(1715)</b>	<b>(195)</b>	<b>(195)</b>	<b>(195)</b>
EBIT Margin	18%	9%	5%	7%	9%	权益性融资	57	408	0	0	0
EBITDA Margin	19%	10%	7%	8%	10%	负债净变化	(19)	0	0	0	0
收入增长	-2%	4%	11%	14%	15%	支付股利、利息	(112)	(192)	0	(123)	(189)
净利润增长率	-25%	9%	—	-1916%	54%	其它融资现金流	620	4197	(114)	(200)	(100)
资产负债率	28%	29%	27%	27%	28%	<b>融资活动现金流</b>	<b>415</b>	<b>4221</b>	<b>(114)</b>	<b>(323)</b>	<b>(289)</b>
股息率	0.4%	0.6%	0.0%	0.4%	0.6%	<b>现金净变动</b>	<b>(985)</b>	<b>112</b>	<b>51</b>	<b>202</b>	<b>429</b>
P/E	26.9	25.2	(1546.6)	85.2	55.5	货币资金的期初余额	1985	1000	1112	1163	1365
P/B	2.4	2.1	2.1	2.1	2.0	货币资金的期末余额	1000	1112	1163	1365	1794
EV/EBITDA	37.0	68.7	95.7	66.6	49.9	企业自由现金流	0	(3727)	262	461	670
						权益自由现金流	0	471	151	272	592

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032