

天娱数科 (002354.SZ)

营收稳步向上，关注数字人进展

增持

核心观点

上半年收入增长 17.7%，归母净利润回正。1) 2023 上半年，公司收入 10.0 亿元，同比增长 17.7%，主要由流量业务推动。归母净利润 0.1 亿元，同比增长 177.8%。2) 2023 年第二季度，公司收入 5.3 亿元，同比增长 49.1%；归母净利润 0.02 亿元，同比增长 109.0%，增速环比加快 97.1 个百分点。3) 第二季度公司的毛利率/净利率分别为 17.2%/0.6%，同比-0.8/+5.4 个百分点，销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.8%/8.0%/0.0%/2.2%，分别同比下降 0.1/0.7/0.1/1.5 个百分点。

数字效果流量业务收入增长 20%，AI 赋能下电竞收入和毛利率提升。1) 数字效果流量方面，天神互动旗下移动应用分发软件“爱思助手”的总注册用户数达 2.99 亿（近半年增长 0.13 亿），主要为抖音、快手、小红书等头部应用提供推广服务，2023 上半年天神互动收入/净利润分别为 1.0/0.1 亿元，同比-6.4%/-76.5%；流量代理业务方面，聚为科技主要在抖音、快手平台为品牌商家提供全链路智能营销服务，上半年收入/净利润分别为 7.8/-0.2 亿元，同比+27.0%/-471.6%。数字效果流量业务净利率下降原因主要是人工及品牌孵化费用增加。2) 品牌内容流量方面，由于下游客户需求仍较疲弱，上半年收入/净利润分别为 0.85/0.03 亿元，分别同比-23.4%/-55.4%。3) 电竞平台上半年收入 0.2 亿，同比增长 17.8%，主要由于 AI 赋能用户洞察，提升了新用户注册数、留存率及付费率。

AIGC 时代，公司的“数据+算法+场景”优势有望放大。2022 年底至今国内外的多家企业陆续发布各自的大模型，AIGC 科技底座加强。公司领先布局数字人，“天好”“安思鹤”等已有内容和人气积累，并于 2 月接入百度文心一言推动与用户的互动；在营销方面，AI 赋能内容创作和智能投放，2023H1 公司使用智能营销助手生产短视频近 100 万支，还实现了品牌内容营销的“千人千面”。此外，AIGC 还赋能游戏业务的美术、素材制作、场景生成、开发测试等环节，实现降本增效。

风险提示：应用落地不及预期；参股公司亏损或减值等。

投资建议：公司前瞻布局数字人业务，AIGC 赋能有望打开成长新机遇，维持“增持”评级。我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.63/1.77/2.47 亿元，同比增速 122%/180%/40%；摊薄 EPS=0.04/0.11/0.15 元，当前股价对应同期 PE=149/53/38x。公司在数据、场景等领域具备较好资源储备，AIGC 赋能内容生产与数字人商业价值放大，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,764	1,743	2,358	3,146	3,889
(+/-%)	77.1%	-1.2%	35.3%	33.4%	23.6%
净利润(百万元)	43	-283	63	177	247
(+/-%)	-72.1%	-762.1%	122.2%	182.0%	39.4%
每股收益(元)	0.03	-0.17	0.04	0.11	0.15
EBIT Margin	-2.9%	-2.7%	2.8%	6.6%	7.5%
净资产收益率 (ROE)	1.6%	-12.0%	2.6%	7.0%	9.2%
市盈率 (PE)	220.6	-33.2	149.5	53.0	38.0
EV/EBITDA	-305.7	-266.1	163.7	55.4	39.2
市净率 (PB)	3.51	3.99	3.92	3.73	3.50

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

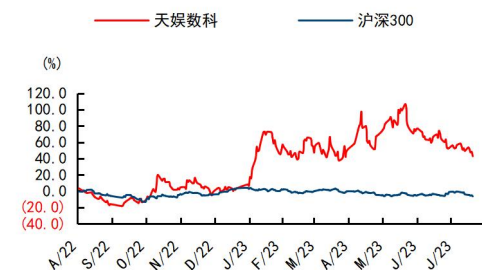
zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	5.67 元
总市值/流通市值	9382/9176 百万元
52 周最高价/最低价	8.48/3.20 元
近 3 个月日均成交额	966.37 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

《天娱数科 (002354.SZ) - 领先布局数字人营销，AIGC 赋予成长机遇》——2023-05-08

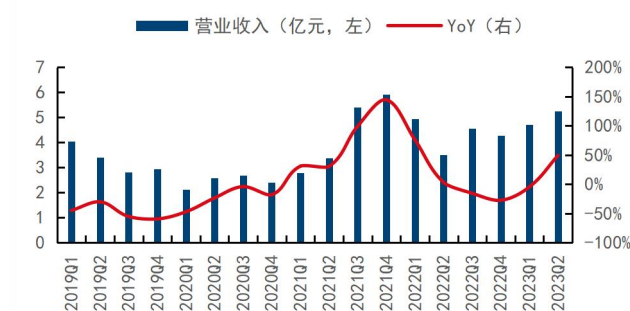
上半年收入增长 17.7%，归母净利润回正。1) 2023 上半年，公司收入 10.0 亿元，同比增长 17.7%，主要由流量业务推动。归母净利润 0.1 亿元，同比增长 177.8%。2) 2023 年第二季度，公司收入 5.3 亿元，同比增长 49.1%；归母净利润 0.02 亿元，同比增长 109.0%，增速环比加快 97.1 个百分点。

图1: 公司半年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



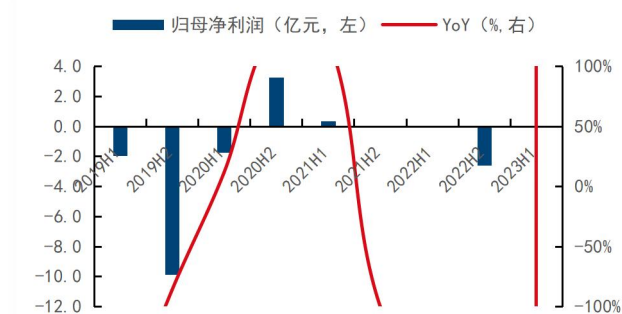
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



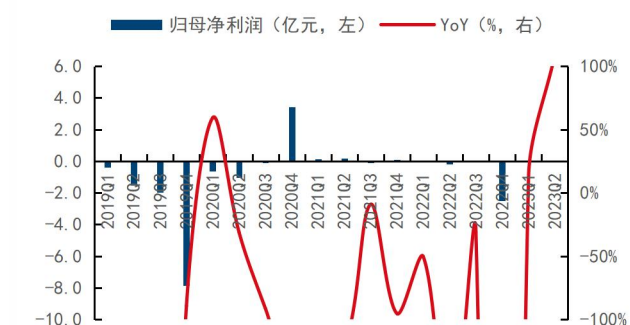
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司半年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

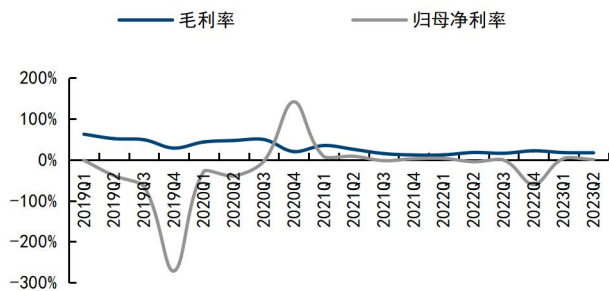
图4: 公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

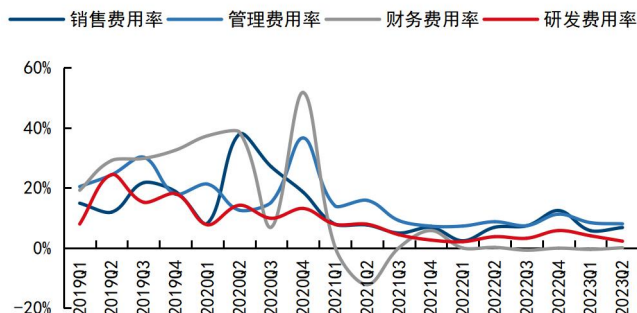
第二季度净利率同比提升，费用率有所下降。第二季度公司的毛利率/净利率分别为 17.2%/0.6%，同比-0.8/+5.4 个百分点，销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.8%/8.0%/0.0%/2.2%，分别同比下降 0.1/0.7/0.1/1.5 个百分点。

图5：公司单季度毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

数字效果流量业务收入增长 20%，AI 赋能下电竞收入和毛利率提升。具体看：

1) 数字效果流量方面，天神互动旗下移动应用分发软件“爱思助手”的总注册用户数达 2.99 亿（近半年增长 0.13 亿），主要为抖音、快手、小红书等头部应用提供推广服务，2023 上半年天神互动收入/净利润分别为 1.0/0.1 亿元，同比-6.4%/-76.5%；流量代理业务方面，聚为科技主要在抖音、快手平台为品牌商家提供全链路智能营销服务，上半年收入/净利润分别为 7.8/-0.2 亿元，同比+27.0%/-471.6%。数字效果流量业务净利率下降原因主要是人工及品牌孵化费用增加。

2) 品牌内容流量方面，由于下游客户需求仍较疲弱，上半年收入/净利润分别为 0.85/0.03 亿元，分别同比-23.4%/-55.4%。

图7：数字效果流量业务收入及增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

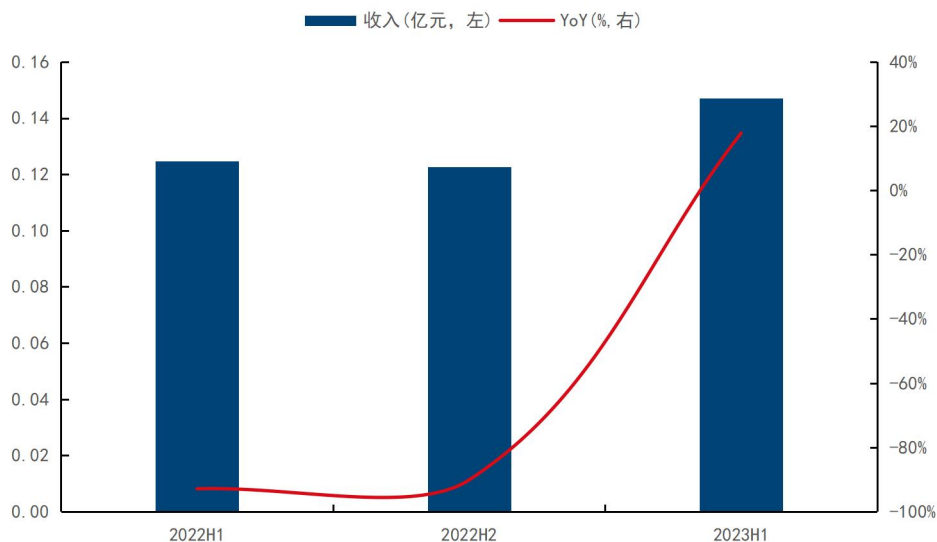
图8：品牌内容流量业务收入及增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3) 电竞平台上半年收入 0.2 亿，同比增长 17.8%，主要由于 AI 赋能用户洞察，提升了新用户注册数、留存率及付费率。

图9：电竞平台收入及增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司前瞻布局数字人业务，AIGC 赋能有望打开成长新机遇，维持“增持”评级。我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.63/1.77/2.47 亿元，同比增速 122%/180%/40%；摊薄 EPS=0.04/0.11/0.15 元，当前股价对应同期 PE=149/53/38x。公司在数据、场景等领域具备较好资源储备，AIGC 赋能内容生产与数字人商业价值放大，维持“增持”评级。

表1：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		
					2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300364.SZ	中文在线	增持	14.25	104	-0.50	0.22	0.29	(29)	65	49
300418.SZ	昆仑万维	增持	35.63	426	0.96	1.12	1.28	37	32	28
300459.SZ	汤姆猫	增持	5.39	190	0.13	0.17	0.21	43	31	26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司盈利预测为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	403	321	3000	3000	3000	营业收入	1764	1743	2358	3146	3889
应收款项	286	343	60	80	99	营业成本	1425	1451	1916	2561	3138
存货净额	24	25	455	609	746	营业税金及附加	1	3	4	6	7
其他流动资产	46	60	14	19	23	销售费用	115	123	141	126	140
流动资产合计	1341	761	3541	3719	3880	管理费用	186	149	184	199	253
固定资产	69	62	66	95	111	研发费用	88	63	47	47	58
无形资产及其他	2	5	104	194	275	财务费用	(7)	(4)	22	53	58
投资性房地产	824	839	839	839	839	投资收益	90	(28)	3	3	3
长期股权投资	1349	1096	1097	1097	1098	资产减值及公允价值变动	(32)	(151)	15	14	0
资产总计	3586	2764	5649	5946	6203	其他收入	(81)	(46)	(47)	(47)	(58)
短期借款及交易性金融负债	14	10	2761	2800	2773	营业利润	20	(204)	61	171	238
应付款项	178	179	141	188	231	营业外净收支	34	(40)	0	0	0
其他流动负债	174	153	268	345	421	利润总额	54	(244)	61	171	238
流动负债合计	367	342	3170	3333	3425	所得税费用	(3)	18	3	9	12
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	15	21	(5)	(14)	(20)
其他长期负债	458	21	31	46	61	归属于母公司净利润	43	(283)	63	177	247
长期负债合计	458	21	31	46	61	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	825	363	3201	3379	3486	净利润	43	(283)	63	177	247
少数股东权益	75	47	53	53	38	资产减值准备	(2151)	66	11	35	31
股东权益	2686	2353	2395	2514	2679	折旧摊销	18	10	12	23	35
负债和股东权益总计	3586	2764	5649	5946	6203	公允价值变动损失	32	151	(15)	(14)	0
						财务费用	(7)	(4)	22	53	58
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(2189)	(478)	(3)	(5)	4
每股收益	0.03	(0.17)	0.04	0.11	0.15	其它	2157	(41)	(6)	(35)	(45)
每股红利	0.02	0.03	0.01	0.04	0.05	经营活动现金流	(2090)	(575)	61	182	271
每股净资产	1.62	1.42	1.45	1.52	1.62	资本开支	0	84	(112)	(162)	(162)
ROIC	-4.42%	-4.12%	1%	4%	6%	其它投资现金流	(82)	570	0	0	0
ROE	1.59%	-12.02%	3%	7%	9%	投资活动现金流	88	907	(113)	(162)	(163)
毛利率	19%	17%	19%	19%	19%	权益性融资	(3)	39	0	0	0
EBIT Margin	-3%	-3%	3%	7%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-2%	-2%	3%	7%	8%	支付股利、利息	(27)	(55)	(21)	(58)	(81)
收入增长	77%	-1%	35%	33%	24%	其它融资现金流	2013	(342)	2751	39	(27)
净利润增长率	-72%	-762%	122%	182%	39%	融资活动现金流	1956	(413)	2730	(20)	(109)
资产负债率	25%	15%	58%	58%	57%	现金净变动	(46)	(82)	2679	0	0
股息率	0.3%	0.6%	0.2%	0.6%	0.9%	货币资金的期初余额	449	403	321	3000	3000
P/E	220.6	(33.2)	149.5	53.0	38.0	货币资金的期末余额	403	321	3000	3000	3000
P/B	3.5	4.0	3.9	3.7	3.5	企业自由现金流	0	(434)	(53)	17	104
EV/EBITDA	(305.7)	(266.1)	163.7	55.4	39.2	权益自由现金流	0	(776)	2681	15	32

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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