

# 汤姆猫 (300459.SZ)

## 广告需求疲弱拖累上半年业绩，AI 产品进展顺利

增持

### 核心观点

公司上半年收入下降 19%，主要由于广告需求疲弱。1) 2023 上半年，公司收入 6.9 亿元，同比下降 19.3%，主要由于互联网客户广告需求疲弱，分产品看，广告/游戏发行/新商业服务业务的收入分别为 5.2/0.8/0.6 亿元，分别同比-21%/-12%/+32%；归母净利润 1.9 亿元，同比下降 35.8%；2) 单看第二季度，公司收入 3.5 亿元，同比下降 10.6%；归母净利润 0.9 亿元，同比下降 22.0%，降幅环比收窄 22 个百分点。3) 第二季度，公司的毛利率/净利率分别为 90.7%/24.3%，分别同比-4.5/-3.7 个百分点；费用率整体下降 2.1 个百分点至 65.2%。

**游戏核心产品保持稳健，汤姆猫 IP 影响力强。**1) 线上游戏业务方面，公司旗下《种地勇者》《汤姆猫小小勇士》《沼泽激战 2》《山海进化路》等产品已取得版号，其中 RPG 游戏《种地勇者》于 4 月上线，登上 APP Store 游戏免费榜（模拟品类）首位，并连续多日位居 TapTap 游戏热门榜前列。存量游戏方面，公司对《我的汤姆猫 2》等开展重大玩法和经济系统更新，促进长线表现，核心产品均保持千万级人次的月活用户数。2) 动漫影视方面，公司主要获取动画作品的特许权授权和广告分成等收入，截至 2023 年 6 月末汤姆猫家族 IP 系列动画作品全球累计播放量已超过 1000 亿次。3) 线下方面，国内亲子消费回暖，上半年公司开设多家汤姆猫亲子主题乐园，江西、江苏盐城店自 1 月开业以来，接待家庭均突破 3 万组。

**AI 产品进展顺利，应用场景广阔。**AI 应用方面，上半年公司启动了“会说话的汤姆猫”向“会聊天的汤姆猫”的迭代升级，并完成汤姆猫 AI 交互产品功能原型的封闭测试，在 AI 交互产品中加入语音识别、性格设定、内容过滤等功能，初步实现了语音交互连续对话等产品性能；成本方面，预设数据库将帮助公司产品提升用户智能交互速度、优化交互内容，并有效降低交互成本。目前，海外团队研发的首款 AI 产品《Talking Ben AI》已在斯洛文尼亚、塞浦路斯和南非等国家进行初期测试；国内团队已初步实现 AI 识物、AI 读图、AI 绘图、情境对话、英语口语启蒙等产品功能，主要可以应用于教育领域。

**风险提示：**广告需求低于预期；应用商业化不及预期；国际政治经济风险等。

**投资建议：**公司具备稀缺头部游戏 IP，线上下布局完善，AIGC 产品研发进度与商业化落地场景良好，我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 6.9/8.1/9.9 亿元，同比增速 55.9%/18.6%/22%；摊薄 EPS=0.2/0.23/0.28 元，当前股价对应 PE=29x/24x/20x，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)	1,941	1,633	1,910	2,260	2,709
(+/-%)	7.4%	-15.9%	16.9%	18.3%	19.9%
净利润(百万元)	708	440	686	813	992
(+/-%)	-5.9%	-37.9%	55.9%	18.6%	22.0%
每股收益(元)	0.20	0.13	0.20	0.23	0.28
EBIT Margin	44.8%	33.0%	40.6%	39.8%	40.1%
净资产收益率 (ROE)	19.9%	11.3%	15.8%	16.6%	17.9%
市盈率 (PE)	46.4	74.6	47.9	40.4	33.1
EV/EBITDA	35.7	52.8	40.5	33.9	27.6
市净率 (PB)	9.21	8.46	7.56	6.72	5.92

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

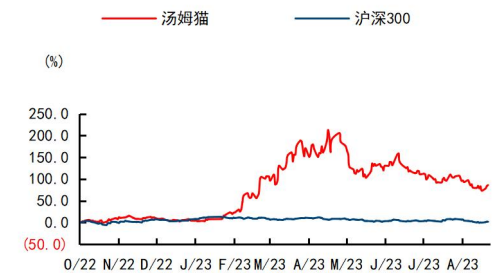
zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	5.56 元
总市值/流通市值	19548/17021 百万元
52 周最高价/最低价	9.47/2.95 元
近 3 个月日均成交额	1307.38 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

《汤姆猫 (300459.SZ) - 头部游戏 IP 运营商，AIGC 场景落地优势显著》——2023-05-04

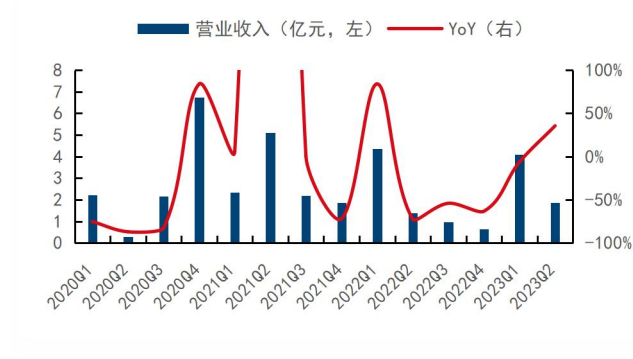
公司上半年收入下降 19%，主要由于广告需求疲弱。1) 2023 上半年，公司收入 6.9 亿元，同比下降 19.3%，主要由于互联网客户广告需求疲弱；归母净利润 1.9 亿元，同比下降 35.8%；2) 单看第二季度，公司收入 3.5 亿元，同比下降 10.6%；归母净利润 0.9 亿元，同比下降 22.0%，降幅环比收窄 22 个百分点。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



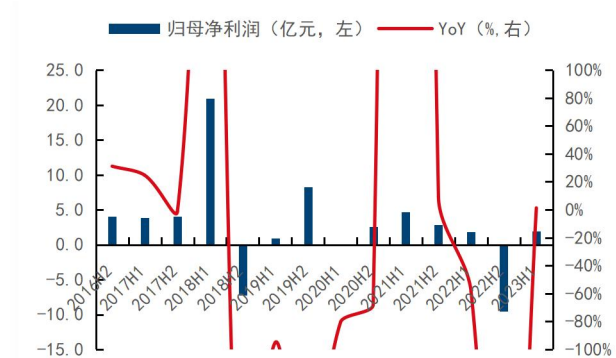
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



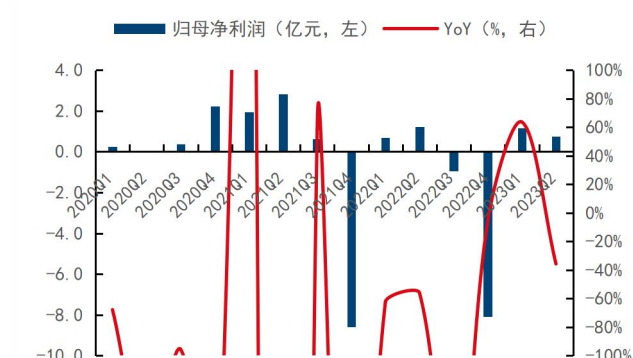
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

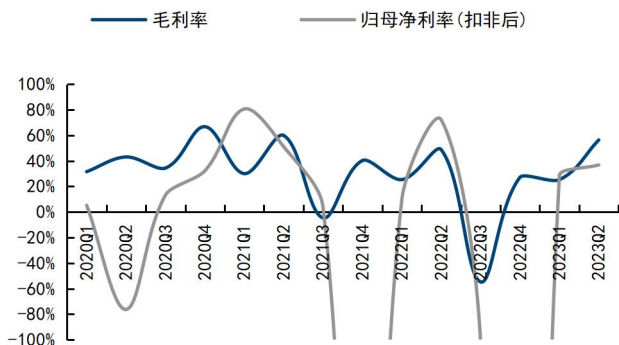
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

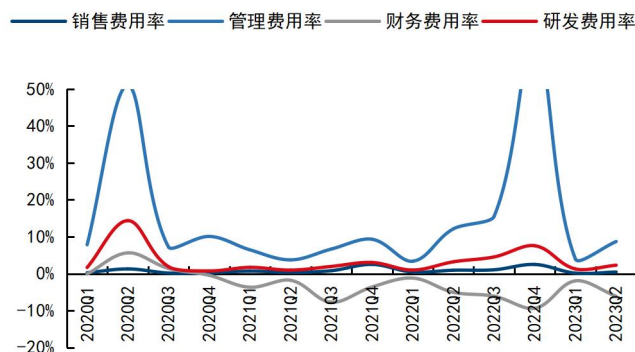
利润率有所下降，费用率整体略降。第二季度，公司的毛利率/净利率分别为 90.7%/24.3%，分别同比-4.5/-3.7 个百分点；销售/管理/财务/研发费用率分别为 23.7%/24.6%/8.2%/8.8%，分别同比-6.6/+4.9/+4.5/-5.0 个百分点，主要由于利息支出增加、汇兑损失等。

图5: 公司毛利率、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

**游戏核心产品保持稳健, 汤姆猫 IP 影响力强。**1) 线上游戏业务方面, 公司旗下《种地勇者》《汤姆猫小小勇士》《沼泽激战 2》《山海进化路》等产品已取得版号, 其中 RPG 游戏《种地勇者》于 4 月上线, 登上 APP Store 游戏免费榜(模拟品类)首位, 并连续多日位居 TapTap 游戏热门榜前列。存量游戏方面, 公司对《我的汤姆猫 2》等开展重大玩法和经济系统更新, 促进长线表现, 核心产品均保持千万级人次的月活用户数。2) 动漫影视方面, 公司主要获取动画作品的特许授权和广告分成等收入, 截至 2023 年 6 月末汤姆猫家族 IP 系列动画作品全球累计播放量已超过 1000 亿次。3) 线下方面, 国内亲子消费回暖, 上半年公司开设多家汤姆猫亲子主题乐园, 江西、江苏盐城店自 1 月开业以来, 接待家庭均突破 3 万组。

图7: 游戏产品《我的汤姆猫 2》



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 汤姆猫线上动漫影视作品



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**AI 产品进展顺利, 应用场景广阔。**AI 应用方面, 上半年公司启动了“会说话的汤姆猫”向“会聊天的汤姆猫”的迭代升级, 并完成汤姆猫 AI 交互产品功能原型的封闭测试, 在 AI 交互产品中加入语音识别、性格设定、内容过滤等功能, 初步实现了语音交互连续对话等产品性能; 成本方面, 预设数据库将帮助公司产品提升用户智能交互速度、优化交互内容, 并有效降低交互成本。目前, 海外团队研发的首款 AI 产品《Talking Ben AI》已开始斯洛文尼亚、塞浦路斯和南非等国家进行初期测试; 国内团队已初步实现 AI 识物、AI 读图、AI 绘图、情境对话、英语口语启蒙等产品功能, 主要可以应用于教育领域。

图9: 汤姆猫海外 AI 测试产品展示图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 汤姆猫国内 AI 测试产品展示图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 公司具备稀缺头部游戏 IP, 线上下布局完善, AIGC 产品研发进度与商业化落地场景良好, 我们维持盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 6.9/8.1/9.9 亿元, 同比增速 55.9%/18.6%/22%; 摊薄 EPS=0.2/0.23/0.28 元, 当前股价对应 PE=29x/24x/20x, 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
300418.SZ	昆仑万维	增持	36.80	440	0.96	1.11	1.20	38	33	31
300624.SZ	万兴科技	无评级	93.69	129	0.32	0.76	1.11	293	123	84

资料来源: wind、公司公告, 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)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	885	623	600	618	636	营业收入	1941	1633	1910	2260	2709
应收款项	225	466	49	58	69	营业成本	91	118	131	155	185
存货净额	5	4	29	35	42	营业税金及附加	7	8	10	11	14
其他流动资产	27	37	11	13	16	销售费用	472	435	458	542	623
<b>流动资产合计</b>	<b>1143</b>	<b>1131</b>	<b>689</b>	<b>724</b>	<b>763</b>	管理费用	381	350	306	380	461
固定资产	299	332	341	397	436	研发费用	119	183	229	271	339
无形资产及其他	295	288	430	544	635	财务费用	96	96	59	46	26
投资性房地产	4284	4073	4073	4073	4073	投资收益	8	29	3	3	3
长期股权投资	872	419	420	420	421	资产减值及公允价值变动	(34)	(19)	15	15	0
<b>资产总计</b>	<b>6894</b>	<b>6242</b>	<b>5953</b>	<b>6158</b>	<b>6328</b>	其他收入	(110)	(171)	(229)	(271)	(339)
短期借款及交易性金融负债	1445	1285	1093	733	218	营业利润	757	465	735	872	1064
应付款项	91	93	9	11	13	营业外净收支	(7)	(1)	0	0	0
其他流动负债	798	574	100	118	139	<b>利润总额</b>	<b>750</b>	<b>464</b>	<b>735</b>	<b>872</b>	<b>1064</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2334</b>	<b>1952</b>	<b>1202</b>	<b>862</b>	<b>369</b>	所得税费用	42	25	51	61	74
长期借款及应付债券	952	385	385	385	385	少数股东损益	(0)	(1)	(2)	(2)	(3)
其他长期负债	42	23	23	23	23	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>708</b>	<b>440</b>	<b>686</b>	<b>813</b>	<b>992</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>994</b>	<b>408</b>	<b>408</b>	<b>408</b>	<b>408</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3328</b>	<b>2360</b>	<b>1610</b>	<b>1270</b>	<b>777</b>	净利润	708	440	686	813	992
少数股东权益	1	0	2	2	0	资产减值准备	21	(14)	0	2	1
股东权益	3565	3882	4341	4886	5551	折旧摊销	144	128	75	105	131
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6894</b>	<b>6242</b>	<b>5953</b>	<b>6158</b>	<b>6328</b>	公允价值变动损失	34	19	(15)	(15)	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	96	96	59	46	26
每股收益	0.20	0.13	0.20	0.23	0.28	营运资本变动	(170)	(292)	(140)	5	3
每股红利	0.03	0.03	0.06	0.08	0.09	其它	(21)	13	1	(2)	(3)
每股净资产	1.01	1.10	1.23	1.39	1.58	<b>经营活动现金流</b>	<b>715</b>	<b>294</b>	<b>608</b>	<b>909</b>	<b>1124</b>
ROIC	16.94%	10.18%	14%	16%	19%	资本开支	0	(22)	(212)	(262)	(262)
ROE	19.87%	11.34%	16%	17%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	95%	93%	93%	93%	93%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(21)</b>	<b>432</b>	<b>(213)</b>	<b>(262)</b>	<b>(263)</b>
EBIT Margin	45%	33%	41%	40%	40%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	52%	41%	45%	44%	45%	负债净变化	(711)	(567)	0	0	0
收入增长	7%	-16%	17%	18%	20%	支付股利、利息	(122)	(91)	(226)	(268)	(327)
净利润增长率	-6%	-38%	56%	19%	22%	其它融资现金流	1145	329	(192)	(360)	(516)
资产负债率	48%	38%	27%	21%	12%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(522)</b>	<b>(987)</b>	<b>(418)</b>	<b>(629)</b>	<b>(843)</b>
股息率	0.4%	0.3%	0.7%	0.8%	1.0%	<b>现金净变动</b>	<b>173</b>	<b>(262)</b>	<b>(23)</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
P/E	46.4	74.6	47.9	40.4	33.1	货币资金的期初余额	712	885	623	600	618
P/B	9.2	8.5	7.6	6.7	5.9	货币资金的期末余额	885	623	600	618	636
EV/EBITDA	35.7	52.8	40.5	33.9	27.6	企业自由现金流	0	324	325	546	714
						权益自由现金流	0	85	87	150	178

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