

# 天娱数科 (002354.SZ)

## 第三季度收入增长 24%，AI 应用场景和数据资源丰富

优于大市

### 核心观点

**第三季度收入恢复增长，毛利率由于直播平台返点政策变动下降。**前三季度公司收入 12.0 亿元，同比下降 11.5%，主要由于公司的抖音电商代运营业务带来收入增量；归母净利润-858.2 万元，同比下降 163.3%；单三季度来看，公司收入 4.4 亿元，同比增长 23.6%；归母净利润-190.3 万元，同比下降 279.2%。第三季度毛利率 18.4%，同比下降 10.9 个百分点，主要由于电竞业务占比下降、抖音等直播平台返点下降；费用率整体下降 8.0 个百分点至 17.4%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.3%/8.7%/-0.3%/2.8%，分别同比-3.0%/-4.4%/+0.3%/-0.9 个百分点。

**移动应用分发业务国内海外齐发力，用户数持续提升。**移动应用分发业务为公司主要利润来源，发展稳中向好。2024 上半年移动应用分发平台新增用户 1252 万，总注册用户达 3.24 亿，平台服务移动应用数量超 6000 个，覆盖了社交、电商、游戏等众多领域。海外移动应用分发平台 3u tools 总注册用户数达 2737 万人，报告期内新增用户数 488 万人，月活跃用户数 208 万人。

**AIGC 进一步商业化变现，数据资源储备丰富。**1) AIGC 方面，目前公司的智者千问大模型已完成网信办生成式人工智能服务备案，2024 年上半年平台累计生产脚本素材超 2.3 万条，其中 AI 生成有效脚本超 5000 条(占比 23.3%)、生成视频超 17.8 万支(占比 17.6%)、AI 互动超 113.2 万条(占比 80.7%)。AI 数字人方面，公司先后在山西、广西、陕西、甘肃等地打造智慧文旅品牌数字代言人。2) 数据资源方面，公司积累营销视频素材约 400 万条，目前拥有超 80 万组 3D 数据、35 万组多模态数据，数据资源丰富。中共中央办公厅、国务院办公厅 10 月 9 日印发《关于加快公共数据资源开发利用的意见》，其中提出到 2025 年，公共数据资源开发利用制度规则初步建立，培育一批数据要素型企业。10 月 17 日公司的 3D 具身智能数据集在北京国际大数据交易所完成登记，有望为公司带来收入增量。

**风险提示：**应用商业化不及预期；参股公司亏损或减值；宏观经济风险等。

**投资建议：看好 AIGC 对公司业务的多维度赋能和数据资源变现可能，维持“优于大市”评级。**由于公司上半年产生较多投资亏损和营业外支出，我们下调盈利预测，预计 2024-26 年归母净利润分别为-0.09/0.63/0.81 亿（原 24-25 年为 1.8/2.5 亿），同比增速 99%/790%/29%；摊薄 EPS=-0.01/0.04/0.05 元，当前股价对应同期 PE=-628/91/71x。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，如果经济回暖业绩将有较大弹性，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)	1,743	1,761	1,937	2,037	2,143
(+/-%)	-1.2%	1.1%	10.0%	5.2%	5.2%
净利润(百万元)	-283	-1087	-9	63	81
(+/-%)	-762.1%	284.3%	99.2%	790.2%	28.5%
每股收益(元)	-0.17	-0.66	-0.01	0.04	0.05
EBIT Margin	-2.7%	0.6%	9.3%	5.3%	5.8%
净资产收益率 (ROE)	-12.0%	-72.3%	-0.6%	4.1%	5.1%
市盈率 (PE)	-20.4	-5.3	-627.8	91.0	70.8
EV/EBITDA	-167.2	273.2	30.7	47.7	41.3
市净率 (PB)	2.45	3.83	3.85	3.74	3.61

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·广告营销

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenyaraong@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	3.69 元
总市值/流通市值	6105/5972 百万元
52 周最高价/最低价	6.80/2.41 元
近 3 个月日均成交额	236.38 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

《天娱数科 (002354.SZ) - 营收稳步向上，关注数字人进展》——2023-08-21

《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

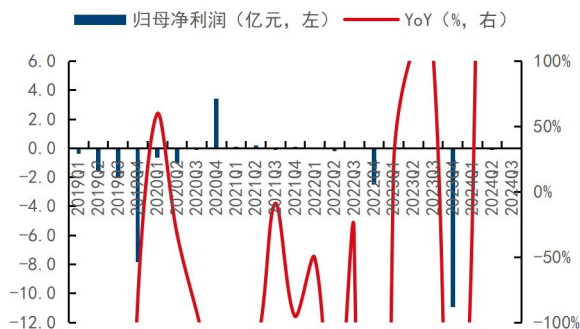
**三季度收入恢复增长。**前三季度公司收入 12.0 亿元，同比下降 11.5%，主要由于公司的抖音电商代运营业务带来收入增量；归母净利润-858.2 万元，同比下降 163.3%；单三季度来看，公司收入 4.4 亿元，同比增长 23.6%；归母净利润-190.3 万元，同比下降 279.2%。

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

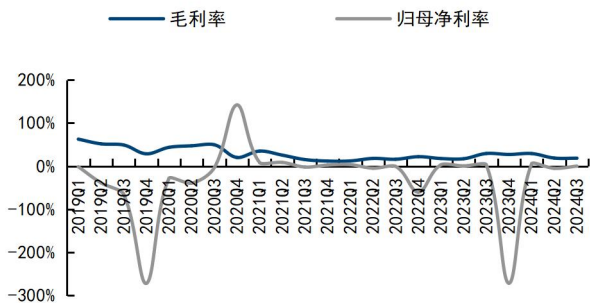
图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

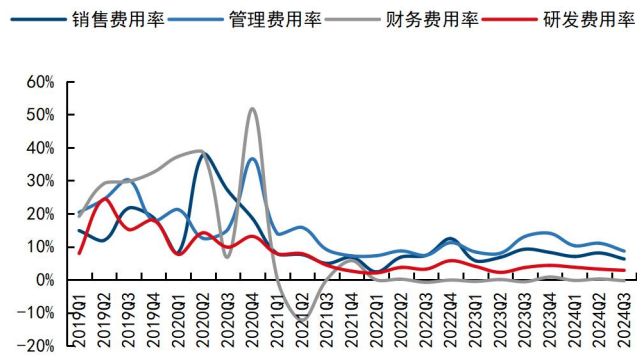
**毛利率和费用率均有所下降。**第三季度毛利率 18.4%，同比下降 10.9 个百分点，主要由于抖音等直播平台返点下降；费用率整体下降 8.0 个百分点至 17.4%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.3%/8.7%/-0.3%/2.8%，分别同比-3.0%/-4.4%/+0.3%/-0.9 个百分点。

图3：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4：公司三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**移动应用分发业务国内海外齐发力，用户数持续提升。**移动应用分发业务为公司主要的利润来源，发展稳中向好。2024 年上半年，移动应用分发平台新增用户 1252 万，总注册用户达 3.24 亿，平台服务移动应用数量超 6000 个，覆盖了社交、电商、游戏等众多领域。海外移动应用分发平台 3u tools 保持版本更新和优化，总注册用户数达 2737 万人，报告期内新增用户数 488 万人，月活跃用户数达 208 万人。

**AI GC 方面，AI 模型降本增效效果显著、AI 数字人商业化进一步落地。**AI 大模型方面，目前公司的智者千问大模型已完成中央网信办生成式人工智能服务备案，2024 年上半年，平台累计生产脚本素材超 2.3 万条，其中 AI 生成有效脚本超 5000 条（占比 23.3%）、生成视频超 17.8 万支（占比 17.6%）、AI 互动超 113.2

万条（占比 80.7%）。AI 数字人方面，公司的 AI 数字人 IP 天妤延续了 2023 年的热度，此外公司先后在山西、广西、陕西、甘肃等地打造智慧文旅品牌数字代言人，以虚拟人 AIGC 能力为核心，解构时间、重构空间，形成全新体验，助推地方文旅服务新发展。

**3D、多模态数据资源丰富。**公司积累营销视频素材约 400 万条，目前拥有超 80 万组 3D 数据、35 万组多模态数据，数据资源丰富。中共中央办公厅、国务院办公厅印发 10 月 9 日《关于加快公共数据资源开发利用的意见》，其中提出到 2025 年，公共数据资源开发利用制度规则初步建立，培育一批数据要素型企业。10 月 17 日公司的 3D 具身智能数据集在北京国际大数据交易所完成登记，有望为公司带来收入增量。

## 盈利预测及假设

由于公司的参股公司近年经营情况不及预期，产生较多的投资亏损和高誉减值，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为-0.09/0.63/0.81 亿元（原预测 2024-2025 年净利润为 1.8/2.5 亿元）。具体看：

1) 公司的收入主要由数字竞技平台、数字效果流量、品牌内容流量业务构成。数字竞技平台主要运营公司自研的《傲剑》《飞升》《苍穹变》等游戏产品，盈利水平稳中向好，出海带来业绩增量，预计未来三年收入增长率分别为 7%/5%/5%。数字效果流量和品牌内容流量业务主要为品牌商做抖音代运营，2024 年受宏观环境影响增长放缓，预计未来三年收入增长率分别为 10%/5%/5%。综合来看，公司未来三年整体收入增速为 10.0%/5.2%/5.2%。

2) 毛利率方面，公司的数字竞技平台运营稳健、往年毛利率在 76%~85%，预计未来三年的运营效率将稳中有升，毛利率预计为 83%~85%。公司的数字效果流量和品牌效果流量业务近年不断做深，预计毛利率将维持 20%~25%的水平。综合来看，预计公司未来三年整体毛利率为 26.7%/22.4%/22.5%。

3) 费用率方面，公司目前的各项费用中人工费占比较高，主要是由于探索新的业务模式，未来业务做深之后将更多地使用 AI 工具降本增效，整体费用将有所控制，预计未来三年销售费用率为 5.5%~6%，管理费用率预计在 8%左右，研发费用率预计为 3%~3.3%之间，财务费用率预计为 0.3%~0.4%。

4) 公司 2023 年至 2024 上半年产生较多的非经常性损益，主要来自投资亏损、部分参股公司计提长期股权投资以及诉讼赔偿，均具有不可持续性。预计 2024 年非经常性损益为-1.9 亿元，2025-2026 年非经常性损益为-5000 万元左右。

表1: 盈利预测及假设 (单位:百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>					
数字竞技平台	25	27	28	30	31
YoY		7.2%	7.0%	5.0%	5.0%
数字效果流量	1268	1531	1684	1768	1856
YoY		20.7%	10.0%	5.0%	5.0%
品牌内容流量	192	142	156	164	172
YoY		-25.9%	10.0%	5.0%	5.0%
其他	31	62	68	75	82
YoY		99.2%	10.0%	10.0%	10.0%
整体收入	1743	1761	1937	2037	2143
YoY		1.1%	10.0%	5.2%	5.2%
<b>毛利率</b>					
数字竞技平台	76.2%	85.0%	85.0%	83.0%	83.0%
数字效果流量	13.5%	20.1%	25.0%	20.0%	20.0%
品牌内容流量	15.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
其他	51.8%	61.7%	60.0%	60.0%	60.0%
整体毛利率	16.7%	22.0%	26.7%	22.4%	22.5%
<b>费用率</b>					
销售费用率	7.1%	7.3%	6.0%	5.8%	5.5%
管理费用率	8.5%	10.5%	8.0%	8.0%	8.0%
研发费用率	3.6%	3.5%	3.3%	3.2%	3.0%
财务费用率	0.2%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
其他					
非经常性损益	-67	-717	-188	-49	-49
利润					
归母净利润	-283	-1,087	-9	63	81

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理预测

**投资建议: 看好 AIGC 对公司业务的多维度赋能和数据资源变现可能, 维持“优于大市”评级。** 由于公司上半年产生较多投资亏损和营业外支出, 我们下调盈利预测, 预计 2024-26 年归母净利润分别为-0.09/0.63/0.81 亿 (原 24-25 年为 1.8/2.5 亿), 同比增速 99%/790%/29%; 摊薄 EPS=-0.01/0.04/0.05 元, 当前股价对应同期 PE=-628/91/71x。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, 如果经济回暖业绩将有较大弹性, 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			
					2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
300364.SZ	中文在线	优于大市	32.85	240	-0.50	0.12	0.18	0.24	-66	268	182	136
300418.SZ	昆仑万维	优于大市	42.11	519	0.94	1.02	0.63	0.70	45	41	67	60

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	321	373	373	373	413	营业收入	1743	1761	1937	2037	2143
应收款项	343	444	49	52	55	营业成本	1451	1373	1419	1581	1661
存货净额	25	19	334	372	391	营业税金及附加	3	2	2	2	2
其他流动资产	60	49	11	12	13	销售费用	123	129	116	118	118
<b>流动资产合计</b>	<b>761</b>	<b>885</b>	<b>768</b>	<b>809</b>	<b>871</b>	管理费用	149	185	155	163	172
固定资产	62	74	72	90	100	研发费用	63	61	64	65	64
无形资产及其他	5	4	4	4	3	财务费用	(4)	(1)	(7)	(7)	(8)
投资性房地产	839	862	862	862	862	投资收益	(28)	(491)	(99)	(49)	(49)
长期股权投资	1096	199	200	200	200	资产减值及公允价值变动	(151)	(319)	1	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2764</b>	<b>2023</b>	<b>1904</b>	<b>1964</b>	<b>2037</b>	其他收入	(46)	(44)	(164)	(65)	(64)
短期借款及交易性金融负债	10	11	56	25	11	营业利润	(204)	(781)	(11)	65	84
应付款项	179	291	103	115	121	营业外净收支	(40)	(226)	1	0	0
其他流动负债	153	178	201	221	232	<b>利润总额</b>	<b>(244)</b>	<b>(1007)</b>	<b>(9)</b>	<b>65</b>	<b>84</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>342</b>	<b>480</b>	<b>360</b>	<b>361</b>	<b>363</b>	所得税费用	18	63	(0)	3	4
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	21	17	0	(1)	(1)
其他长期负债	21	17	27	42	57	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(283)</b>	<b>(1087)</b>	<b>(9)</b>	<b>63</b>	<b>81</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>27</b>	<b>42</b>	<b>57</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>363</b>	<b>497</b>	<b>387</b>	<b>404</b>	<b>421</b>	净利润	(283)	(1087)	(9)	63	81
少数股东权益	47	22	22	21	20	资产减值准备	66	164	(5)	22	28
股东权益	2353	1504	1495	1539	1596	折旧摊销	10	12	20	22	25
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2764</b>	<b>2023</b>	<b>1904</b>	<b>1964</b>	<b>2037</b>	公允价值变动损失	151	319	(1)	0	0
						财务费用	(4)	(1)	(7)	(7)	(8)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(478)	191	(43)	28	37
每股收益	(0.17)	(0.66)	(0.01)	0.04	0.05	其它	(41)	(146)	5	(23)	(29)
每股红利	0.03	0.02	0.00	0.01	0.01	<b>经营活动现金流</b>	<b>(575)</b>	<b>(547)</b>	<b>(32)</b>	<b>112</b>	<b>142</b>
每股净资产	1.42	0.91	0.90	0.93	0.96	资本开支	0	132	(12)	(62)	(62)
ROIC	-4.12%	1.08%	13%	8%	9%	其它投资现金流	570	12	0	0	0
ROE	-12.02%	-72.28%	-1%	4%	5%	<b>投资活动现金流</b>	<b>823</b>	<b>1042</b>	<b>(13)</b>	<b>(62)</b>	<b>(63)</b>
毛利率	17%	22%	27%	22%	22%	权益性融资	10	2	0	0	0
EBIT Margin	-3%	1%	9%	5%	6%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-2%	1%	10%	6%	7%	支付股利、利息	(55)	(30)	0	(19)	(24)
收入增长	-1%	1%	10%	5%	5%	其它融资现金流	(229)	(384)	45	(31)	(14)
净利润增长率	-762%	284%	99%	-790%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(329)</b>	<b>(443)</b>	<b>45</b>	<b>(50)</b>	<b>(38)</b>
资产负债率	15%	26%	22%	22%	22%	<b>现金净变动</b>	<b>(82)</b>	<b>52</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>40</b>
股息率	1.0%	0.5%	0.0%	0.3%	0.4%	货币资金的期初余额	403	321	373	373	373
P/E	(20.4)	(5.3)	(627.8)	91.0	70.8	货币资金的期末余额	321	373	373	373	413
P/B	2.4	3.8	3.9	3.7	3.6	企业自由现金流	0	347	101	69	93
EV/EBITDA	(167.2)	273.2	30.7	47.7	41.3	权益自由现金流	0	(37)	151	43	85

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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