

2022年09月13日

证券研究报告·公司动态跟踪报告

天娱数科(002354)传媒

当前价: 3.90元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

元宇宙布局加码，关注后续虚拟人与品牌孵化进展

投资要点

- **事件:** 1) 公司代理的日本准医美品牌 FAITH 与自有护肤品牌“蔻之初”，均实现了良好销量与影响力，后续有望伴随电商节来临迎来销量提升，或为潜在增长极；2) 8月，北京市出台数字人的发展专项支持政策，提出到 2025 年数字人产业规模突破 500 亿元，培育 1-2 家营收超 50 亿元的头部数字人企业，10 家营收超 10 亿元的重点数字人企业；截至 9 月 13 日，公司虚拟人“天妤”抖音粉丝数已达 320 万，累计获赞 1720 万，有望伴随商业化成熟迎来破圈。
- **聚焦休闲竞技赛道，推动数字竞技平台出海。** 1) 国内市场方面，数字竞技平台 PK.NOW! 上线以来持续引进潮流休闲游戏。截至 22H1 末，平台注册用户已达 72 万；2) 国际市场方面，利用国际电竞赛事赋能休闲游戏出海。公司自研并运营的《Sunvy Poker》的国际扑克对抗赛渐成全球化赛事，参与用户逾 1 亿，虎牙、YouTube、Twitter 同步开启 51 场直播，累计观看人次达 1363 万，影响力有望迎来破圈。
- **数据流量稳定推进，数字营销与内容营销齐头并进。** 1) 数字效果营销：爱思助手总注册用户数已达 2.73 亿人，报告期内新增注册用户 1272 万；海外平台 3uTools 平台总注册用户数达 2651 万，长期为抖音、快手、小红书等头部应用提供推广服务；2) 品牌内容营销：“数据智能+网络协同”并举，完成热门影视剧《不会恋爱的我们》、《心居》与光良酒业，《平凡之路》与君乐宝等优质内容整合营销。
- **虚拟人赛道布局再加码，构建虚拟数字人矩阵。** 底层技术方面，公司自建 400 平米光学动捕基地，自研高精度人体三维重建流程与动作捕捉、表情驱动等技术，“批量化+短周期+低成本”效果可期；2) 虚拟人 IP 方面，公司打造的首个文化出海国风虚拟数字人“天妤”，上线 3 个月时间全网粉丝逾 300 万、全网视频播放量超过 1.6 亿、抖音点赞数逾 1000 万，表现亮眼。此外，公司还陆续推出虚拟时尚达人“之初”和虚拟美妆达人“本善”，商业化进展值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年归母净利润为 0.16 亿元、0.48 亿元、0.65 亿元。公司数据流量业务增长较快，战略布局虚拟人平台，拓宽后端应用场景，虚拟人商业化成熟后有望贡献一定业绩增量，建议关注。
- **风险提示:** 数据流量业务发展不及预期的风险、行业政策变动风险，市场竞争加剧风险。

| 指标/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1764.08 | 1845.47 | 2117.76 | 2329.54 |
| 增长率 | 77.07% | 4.61% | 14.75% | 10.00% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 42.72 | 15.90 | 48.23 | 65.44 |
| 增长率 | -72.07% | -62.78% | 203.33% | 35.69% |
| 每股收益EPS(元) | 0.03 | 0.01 | 0.03 | 0.04 |
| 净资产收益率 ROE | 2.07% | 0.56% | 1.70% | 2.24% |
| PE | 150 | 404 | 133 | 98 |
| PB | 2.39 | 2.26 | 2.23 | 2.19 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

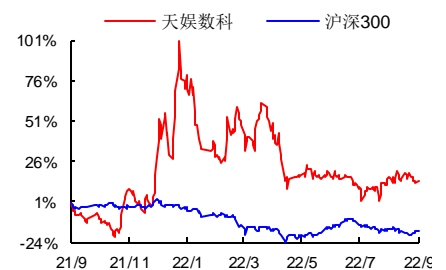
分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 16.55 |
| 流通 A 股(亿股) | 14.70 |
| 52 周内股价区间(元) | 2.73-6.92 |
| 总市值(亿元) | 64.53 |
| 总资产(亿元) | 35.86 |
| 每股净资产(元) | 1.62 |

相关研究

1. 天娱数科(002354): 发力数字流量业务, 持续深化发展可期 (2022-04-19)
2. 天神娱乐(002354): 聚焦数字营销, 推动业务发展持续深化 (2022-02-09)

关键假设：

假设 1：公司子公司幻想悦游出表，数字竞技平台收入下降，预计 2022-2024 年收入增速为-70%、10%、10%，毛利率稳定在 46%；

假设 2：行业发展带动公司数据流量业务保持快速发展，预计 2022-2024 年数据流量业务收入增速为 20%、15%、10%，毛利率持续上行。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 游戏竞技 | 收入 | 301.59 | 90.5 | 99.5 | 109.5 |
| | 增速 | -41.99% | -70.0% | 10.0% | 10.0% |
| | 毛利率 | 46.6% | 46.0% | 46.0% | 46.0% |
| 数据流量 | 收入 | 1462.49 | 1754.99 | 2018.24 | 2220.06 |
| | 增速 | 207.0% | 20.0% | 15.0% | 10.0% |
| | 毛利率 | 13.6% | 14.0% | 14.5% | 15.0% |
| 合计 | 收入 | 1764.08 | 1845.5 | 2117.8 | 2329.5 |
| | 增速 | 77.1% | 4.61% | 14.75% | 10.00% |
| | 毛利率 | 19.2% | 15.6% | 16.0% | 16.5% |

数据来源：Wind, 西南证券

风险提示

数据流量业务发展不及预期的风险、行业政策变动风险，市场竞争加剧风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| 营业收入 | 1764.08 | 1845.47 | 2117.76 | 2329.54 | 净利润 | 57.24 | 16.39 | 50.24 | 67.46 |
| 营业成本 | 1424.96 | 1558.15 | 1779.34 | 1946.17 | 折旧与摊销 | 37.15 | 13.02 | 13.02 | 13.02 |
| 营业税金及附加 | 1.24 | 1.30 | 1.49 | 1.64 | 财务费用 | -7.18 | 0.69 | -0.09 | -1.24 |
| 销售费用 | 115.47 | 147.64 | 148.24 | 163.07 | 资产减值损失 | -91.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 185.82 | 129.18 | 148.24 | 163.07 | 经营营运资本变动 | -119.69 | 133.15 | -55.93 | 22.71 |
| 财务费用 | -7.18 | 0.69 | -0.09 | -1.24 | 其他 | 71.63 | 6.54 | 0.06 | 1.57 |
| 资产减值损失 | -91.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | -52.22 | 169.79 | 7.31 | 103.53 |
| 投资收益 | 89.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | 9.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 59.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 16.78 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | 25.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 20.13 | 8.51 | 40.54 | 56.84 | 短期借款 | 0.74 | -0.74 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 34.03 | 7.00 | 7.00 | 7.00 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 54.16 | 15.51 | 47.54 | 63.84 | 股权融资 | -31.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | -3.08 | -0.88 | -2.70 | -3.63 | 支付股利 | 0.00 | -8.54 | -3.18 | -9.65 |
| 净利润 | 57.24 | 16.39 | 50.24 | 67.46 | 其他 | 0.55 | 127.50 | 0.09 | 1.24 |
| 少数股东损益 | 14.52 | 0.49 | 2.01 | 2.02 | 筹资活动现金流净额 | -30.55 | 118.21 | -3.09 | -8.40 |
| 归属母公司股东净利润 | 42.72 | 15.90 | 48.23 | 65.44 | 现金流量净额 | -59.91 | 288.01 | 4.21 | 95.13 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 财务分析指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 402.85 | 690.85 | 695.07 | 790.19 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 314.12 | 323.81 | 371.73 | 409.80 | 销售收入增长率 | 77.07% | 4.61% | 14.75% | 10.00% |
| 存货 | 24.13 | 26.75 | 33.01 | 35.34 | 营业利润增长率 | -95.38% | -57.73% | 376.35% | 40.21% |
| 其他流动资产 | 600.31 | 598.91 | 601.40 | 603.33 | 净利润增长率 | -66.72% | -71.36% | 206.49% | 34.29% |
| 长期股权投资 | 1349.19 | 1349.19 | 1349.19 | 1349.19 | EBITDA 增长率 | -93.99% | -55.64% | 140.61% | 28.32% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 69.14 | 63.84 | 58.53 | 53.23 | 毛利率 | 19.22% | 15.57% | 15.98% | 16.46% |
| 无形资产和开发支出 | 621.21 | 614.32 | 607.44 | 600.55 | 三费率 | 16.67% | 15.04% | 14.00% | 13.95% |
| 其他非流动资产 | 205.28 | 204.44 | 203.61 | 202.78 | 净利率 | 3.24% | 0.89% | 2.37% | 2.90% |
| 资产总计 | 3586.23 | 3872.13 | 3919.97 | 4044.41 | ROE | 2.07% | 0.56% | 1.70% | 2.24% |
| 短期借款 | 0.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 1.60% | 0.42% | 1.28% | 1.67% |
| 应付和预收款项 | 223.01 | 447.62 | 440.55 | 501.24 | ROIC | 4.28% | 2.79% | 13.67% | 17.26% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 2.84% | 1.20% | 2.53% | 2.95% |
| 其他负债 | 601.16 | 513.60 | 521.46 | 527.39 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 824.91 | 961.22 | 962.01 | 1028.63 | 总资产周转率 | 0.48 | 0.49 | 0.54 | 0.58 |
| 股本 | 1662.28 | 1654.59 | 1654.59 | 1654.59 | 固定资产周转率 | 23.99 | 27.76 | 34.61 | 41.69 |
| 资本公积 | 7028.15 | 6297.28 | 6297.28 | 6297.28 | 应收账款周转率 | 9.29 | 8.19 | 8.56 | 8.39 |
| 留存收益 | -5862.23 | -5854.88 | -5809.83 | -5754.03 | 存货周转率 | 46.00 | 53.10 | 54.20 | 53.11 |
| 归属母公司股东权益 | 2686.47 | 2835.56 | 2880.61 | 2936.40 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 99.95% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 74.86 | 75.35 | 77.36 | 79.38 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2761.32 | 2910.90 | 2957.96 | 3015.78 | 资产负债率 | 23.00% | 24.82% | 24.54% | 25.43% |
| 负债和股东权益合计 | 3586.23 | 3872.13 | 3919.97 | 4044.41 | 带息债务/总负债 | 0.09% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 3.66 | 3.26 | 3.38 | 3.22 |
| | | | | | 速动比率 | 3.59 | 3.21 | 3.31 | 3.16 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 53.74% | 6.59% | 14.74% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.03 | 0.01 | 0.03 | 0.04 |
| | | | | | 每股净资产 | 1.62 | 1.71 | 1.74 | 1.77 |
| | | | | | 每股经营现金 | -0.03 | 0.10 | 0.00 | 0.06 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.01 | 0.00 | 0.01 |
| 业绩和估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | | | | |
| EBITDA | 50.10 | 22.22 | 53.47 | 68.62 | | | | | |
| PE | 150.27 | 403.78 | 133.11 | 98.10 | | | | | |
| PB | 2.39 | 2.26 | 2.23 | 2.19 | | | | | |
| PS | 3.64 | 3.48 | 3.03 | 2.76 | | | | | |
| EV/EBITDA | 105.42 | 351.67 | 146.08 | 112.45 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.13% | 0.05% | 0.15% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|----------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理/销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 高级销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 高级销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 高宇乐 | 销售经理 | 13263312271 | 13263312271 | gylyf@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 朱趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 广州销售负责人/销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | xy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |