

搭建三大平台，形成数据双循环

——天神娱乐（002354）深度报告

分析师：姚磊

SAC NO: S1150518070002

2021年06月18日

传媒——网络服务

证券分析师

姚磊

yaolei@bhzq.com

评级：

增持

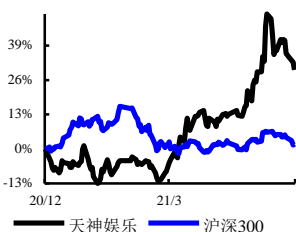
上次评级：

中性

最新收盘价：

3.64

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《20年业绩扭亏为盈，流量业务亮点颇多——ST天娱（002354）2020年年报点评》2021/4/29

投资要点：

● 布局三大平台和数据双循环

天神娱乐于20年完成债务重整，21年5月实现摘星脱帽。目前公司围绕山西数据流量生态园，以电竞游戏和数据流量为双主业，打造了休闲电竞平台、整合营销平台和数字经济赋能平台，整体的经营已经进入正轨。

● 休闲电竞平台：提升休闲游戏的发展天花板

面对国内休闲游戏付费率低、人均付费值低和变现模式单一的困境，公司推出休闲电竞平台PK.now!，开展休闲游戏竞技模式，为CP带来变现模式和玩家体验的多元化，努力提升国内休闲游戏行业的发展天花板。

● 整合营销平台：一站式、低成本营销平台

公司在山西数据流量生态园搭建了一站式、低成本的营销平台。目前公司拥有字节跳动、快手的广告核心代理资质和电商代理资质，同时结合自有的品牌广告业务以及生态园的流量补贴优势，对广告主极具吸引力。

● 数字赋能平台：全面赋能数字经济企业

山西数据流量生态园汇聚了大量数字经济企业，除了休闲电竞、整合营销两大平台的数据内循环外，生态园通过“聚”、“留”、“创”的“三步走”战略，整合园区大数据，构建基于三大平台的数据外循环，形成双循环格局，全面赋能园区数字经济企业。

● 盈利预测和投资评级

公司是国内第一家进行重整的互联网民营上市公司，通过司法重程序顺利实施全额债转股，化解了公司的债务危机，目前的经营基本回归到正常节奏中。公司在电竞游戏和数据流量的布局具备一定的发展潜力，游戏运营与电子竞技互促共进、品牌内容营销与精准数字营销及自有流量平台也存在一定的协同发展效应，未来的整体发展需要进一步跟踪观察。综上所述，我们给予公司“增持”的投资评级，预计2021-23年EPS分别为0.16、0.23和0.3元/股。

● 风险提示

公司业务开展不达预期，产品运营不达预期，游戏产业政策风险；数据流量生态园政策及运营风险，实际控制权变更风险等。

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,335	996	2,091	2,582	3,115
(+/-)%	-48.6%	-25.4%	109.9%	23.5%	20.6%
息税前利润 (EBIT)	-87	-159	299	419	552
(+/-)%	-113.7%	-81.5%	288.8%	39.9%	31.8%
归母净利润	-1,198	153	271	375	492
(+/-)%	83.3%	112.8%	77.2%	38.5%	31.0%
每股收益 (元)	-1.28	0.09	0.16	0.23	0.30

表：三张表及主要财务指标

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	401	449	919	1,441	2,119	营业收入	1,335	996	2,091	2,582	3,115
应收票据及应收账款	283	159	287	340	393	营业成本	676	593	1,054	1,317	1,620
预付账款	156	70	105	125	146	营业税金及附加	7	3	6	7	9
其他应收款	153	18	37	46	55	销售费用	219	236	251	284	311
存货	42	30	52	65	80	管理费用	306	210	376	439	498
其他流动资产	35	13	13	13	13	研发费用	213	113	105	116	125
流动资产合计	1,550	1,240	1,914	2,531	3,307	财务费用	360	327	-1	-2	-4
长期股权投资	2,210	1,519	1,519	1,519	1,519	资产减值损失	-537	-2,128	0	0	0
固定资产合计	88	78	78	78	78	信用减值损失	-204	-114	0	0	0
无形资产	98	10	10	10	10	其他收益	7	10	21	26	31
商誉	1,856	620	620	620	620	投资收益	13	3,144	0	0	0
长期待摊费用	61	36	36	36	36	公允价值变动收益	9	8	0	0	0
其他非流动资产	57	3	3	3	3	资产处置收益	0	2	0	0	0
资产总计	6,358	3,805	4,479	5,096	5,872	营业利润	-1,160	436	321	447	587
短期借款	195	0	0	0	0	营业外收支	-41	-250	4	4	4
应付票据及应付账款	245	264	491	613	754	利润总额	-1,201	186	325	451	591
预收账款	72	0	0	0	0	所得税费用	-69	14	24	34	44
应付职工薪酬	34	30	53	66	81	净利润	-1,131	172	301	417	546
应交税费	35	24	50	62	75	归属于母公司所有者的净利润	-1,198	153	271	375	492
其他流动负债	2,623	3	3	3	3	少数股东损益	66	19	30	42	55
长期借款	2,623	3	3	3	3	基本每股收益	-1.28	0.09	0.16	0.23	0.30
预计负债	9	0	0	0	0						
负债合计	5,512	916	1,289	1,489	1,719	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股东权益	845	2,889	3,190	3,607	4,153	营收增长率	-48.6%	-25.4%	109.9%	23.5%	20.6%
						EBIT 增长率	-113.7%	-81.5%	288.8%	39.9%	31.8%
						净利润增长率	83.3%	112.8%	77.2%	38.5%	31.0%
						销售毛利率	49.3%	40.4%	49.6%	49.0%	48.0%
						销售净利率	-84.8%	17.3%	14.4%	16.2%	17.5%
						ROE	-154.3%	5.5%	8.9%	11.0%	12.6%
						ROIC	-3.7%	-5.1%	8.7%	10.7%	12.3%
						资产负债率	86.7%	24.1%	28.8%	29.2%	29.3%
						PE	—	28.92	19.52	14.09	10.75
						PB	6.13	1.59	1.73	1.54	1.35
						EV/EBITDA	-814.06	-45.09	14.59	9.19	5.74
现金流量表 (百万元)											
净利润	-1,131	172	301	417	546						
折旧与摊销	83	70	0	0	0						
经营活动现金流净额	465	94	466	518	674						
投资活动现金流净额	82	49	4	4	4						
筹资活动现金流净额	-809	-86	0	0	0						
现金净变动	-263	51	470	522	678						
期初现金余额	657	394	449	919	1,441						
期末现金余额	394	444	919	1,441	2,119						

目 录

1.业务布局：搭建三大平台，形成数据双循环.....	7
1.1 发展历程：一波三折，2021 年重回正轨.....	7
1.2 公司股权结构：无实控人，规范高效.....	8
1.3 业务布局：游戏+营销双主业，加码流量运营.....	9
1.4 战略布局：搭建三大平台，形成数据双循环.....	10
2.休闲电竞平台：引领休闲游戏发展新方向.....	12
2.1 休闲游戏行业：仍是蓝海市场，变现方式待突破.....	12
2.2 深耕休闲游戏：经验丰富，引领创新.....	14
2.3 PK.now!：打造休闲游戏第一平台.....	17
3.整合营销平台：一站式、低成本营销平台.....	19
3.1 国内互联网流量精耕成趋势.....	19
3.2 短视频崛起，移动营销和直播带货发展迅猛.....	21
3.3 自有流量优势，搭建一站式、低成本买量平台.....	23
4.数字赋能平台：全面赋能数字经济企业.....	24
4.1 我国数字经济高速增长.....	24
4.2 成立山西数据流量生态园，打造全国买量价格洼地.....	26
4.3 园区战略规划：三大平台，数据双循环.....	30
5.投资建议及盈利预测.....	32
6.风险提示.....	33

图 目 录

图 1: 公司发展一波三折, 目前基本重回正轨	7
图 2: 公司股权结构	8
图 3: 公司业务布局	9
图 4: 公司战略之三大平台的搭建	10
图 5: 公司三大平台和数据流量的内外双循环	11
图 6: 休闲游戏与其他游戏主要特点对比	12
图 7: 休闲游戏用户规模占比高达 66.4%	12
图 8: 休闲游戏市场流水占比较低	12
图 9: 休闲游戏用户月均付费率只有 5.4%	13
图 10: 休闲游戏用户的月均内购 ARPU 仅为 1.8 元	13
图 11: 天神娱乐休闲游戏产品矩阵	14
图 12: 电竞赛事增加产品的用户粘性	14
图 13: 接入第三方电竞大大提升游戏相关指标	15
图 14: 虎牙直播 WCAA 德州扑克大师邀请赛	15
图 15: 棋牌电竞产业联盟会员名单	16
图 16: PK.now! 给休闲游戏增加了电竞的全新玩法	17
图 17: PK.now! 平台的核心模式: 导量+分成	17
图 18: PK.now! 平台的多方共赢格局	18
图 19: 我国网民规模增速趋缓	19
图 20: 手机网民渗透率已经见顶	19
图 21: 我国网民人均每周上网时长已经见顶	19
图 22: 2020 年游戏行业上市公司销售费用率销售费用增速大幅增长	20
图 23: 短视频已经成为使用时长第一的上网工具	21
图 24: 短视频广告占比不断提升	21
图 25: 直播电商市场渗透率高速增长	22
图 26: 以生态园为载体的一站式营销平台业务运行图	23
图 27: 子公司鹏景官网	23
图 28: 我国数字经济规模及占 GDP 比重	24
图 29: 产业数字化和数字产业化占比变化情况	24
图 30: 国内产业数字经济占行业增加值比重	25
图 31: 山西流量生态园大楼	26
图 32: 山西流量生态园基本架构	27
图 33: 部分入园企业	27
图 34: 《山西省加快推进数字经济发展的若干政策》	29
图 35: 园区发展“三步走”战略	30
图 36: 一中心、一学院、两基地、双引擎	31
图 37: 公司三大平台和数据流量的内外双循环	31

表 目 录

表 1: 2020 年 1 月第三方应用商店月活人数排名	22
表 2: 山西数据流量园入住的代表性企业	28
表 3: 山西数据流量生态园财政奖补政策	29

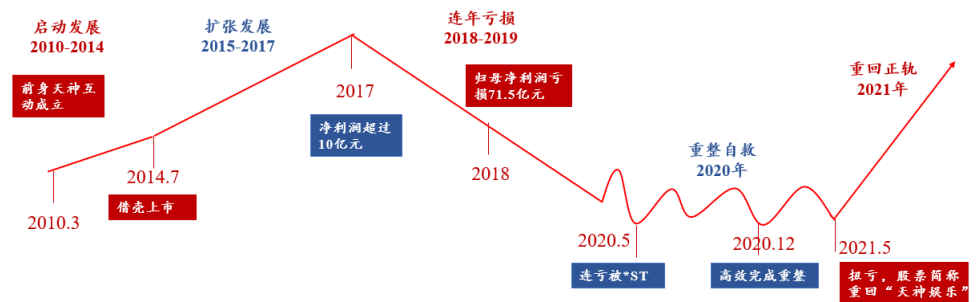
1.业务布局：搭建三大平台，形成数据双循环

1.1 发展历程：一波三折，2021 年重回正轨

公司前身是北京天神互动科技有限公司，2014 年 7 月天神互动借壳上市。2015 年至 2017 年，公司为打造泛娱乐集团，收购/投资了十余家公司。2015 年通过收购妙趣横生、雷尚科技来拓宽其游戏板块，收购为爱普开创了移动互联网应用分发平台；2016 年收购了广告营销平台合润传媒，海外游戏发行公司幻想悦游、棋牌手游一花科技，投资了无锡新游、口袋科技、微影时代、工夫影业等公司。2017 年投资了嗨乐影视、嘉兴乐玩等公司。

因前期的过度扩张，累积商誉一度在 2017 年半年报中高达 84.8 亿元。2018 年以来公司受游戏、影视行业政策调整以及市场环境变化等因素的影响，陷入严重债务危机，2018 年、2019 年连续亏损，2020 年公司被迫追加退市风险警示。2020 年公司高效完成债务重整，在 2020 年年报实现了扭亏为盈，公司已于 2021 年 5 月撤销退市风险警示，证券简称由“*st 天娱”变更为“天神娱乐”，目前看公司的发展基本回归到正常水平。

图 1：公司发展一波三折，目前基本重回正轨

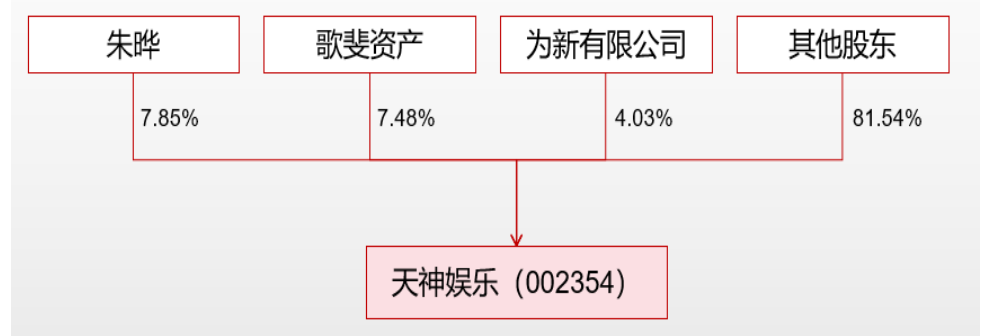


资料来源：公司资料，渤海证券

1.2 公司股权结构：无实控人，规范高效

公司目前处于无实控人状态。公司在上市之初，原实际控制人朱晔和石波涛因一致行动关系，两人构成控股股东和实际控制人。后两人的一致行动协议解除，公司就处于无控股股东、实际控制人的局面。2020年5月，公司发布公告，朱晔永久不可撤销、永久放弃其持有的全部公司股票对应的表决权。公司在经历了债务重整后，全部债权人变成公司股东，其中规模最大的股东为芜湖歌斐，合计持有公司股份达7.48%，成为第二大股东和第一大有表决权股东。公司因股权分散，仍处于无控股股东和无实际控制人状态。

图 2：公司股权结构



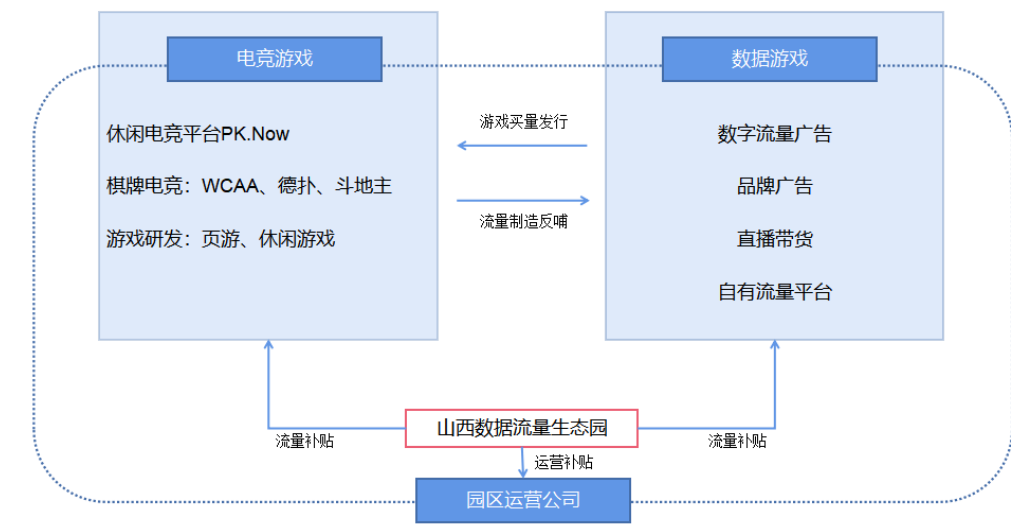
资料来源：公司资料，渤海证券

公司目前的经营决策稳健、高效。在2019年完成董事会和管理层换届后，公司高效推动了“化解债务、盘活存量、发展增量”三大战略，实现了公司的转危为安和重回正轨。公司目前的股东结构中，既有国内头部投资机构、业内上市公司、地方国有传媒集团，又有互联网科技领域专业人才，多元化的股东背景既赋予公司强大的资源整合能力，为公司开展业务提供源源不断的优质资源；同时也规避“一股独大”造成的内部控制缺陷，为优化公司治理、提升公司治理效率以及战略规划、人才引入、管理创新、市场拓展、品牌经营等多方面带来积极影响，保障公司稳健经营持续发展。

1.3 业务布局：游戏+营销双主业，加码流量运营

业务布局方面，公司遵循“电竞驱动游戏，数据流量驱动实体经济”的发展理念，持续打造电竞游戏和数据流量双业务引擎，构筑出游戏运营与电子竞技互促共进、品牌内容营销与精准数字营销多维推广、自有流量平台与移动应用分发同步增强的产品矩阵和流量生态。

图 3：公司业务布局



资料来源：公司资料，渤海证券

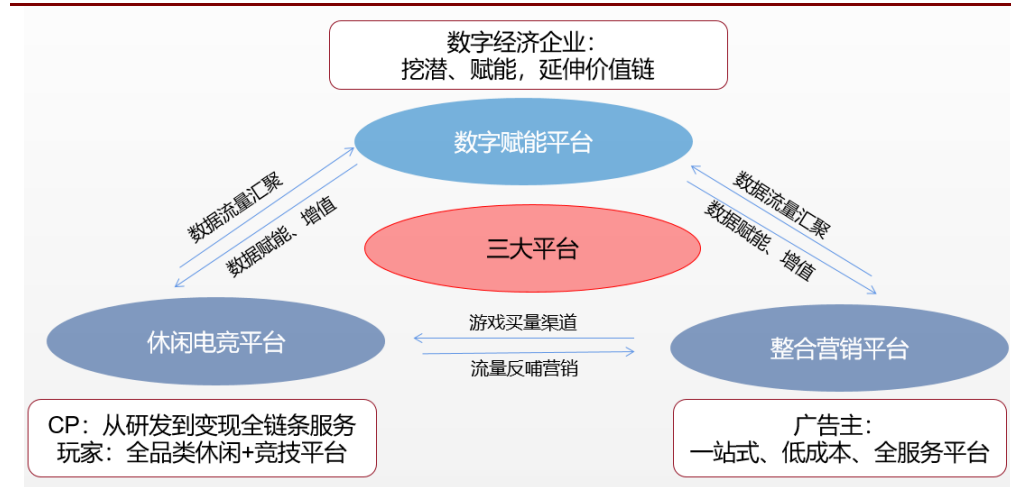
在流量红利逐渐消失、买量竞争日趋激烈的背景下，结合自身优势，以模式创新解决流量需求方的痛点，公司牵头成立了山西数据流量生态园，目标是打造全国数据流量价格洼地。目前，公司的原有主营业务及新业务都以山西数据流量生态园为载体，已经构建起休闲电竞平台和整合营销平台，并且在汇聚了众多数字经济企业之后，公司正在加大数据流量赋能平台建设，未来或将依托生态园，打造数字经济赋能增值的新高地。

1.4 战略布局：搭建三大平台，形成数据双循环

公司以数据流量生态园为载体，依托海量数据资源，逐步进行数字效果流量与品牌内容流量业务的协同发展。针对不同用户流量需求，公司提供有针对性的一站式流量服务：为游戏 CP 提供游戏分发、变现、增活；为广告主提供信息流广告、品牌广告、应用分发等一站式营销渠道；围绕客户痛点，依托流量供应补贴，涵盖流量分发、投放优化、创意提效、内容营销的全场景数据流量运营服务。

公司致力于整合现有资源，打造流量赋能平台、休闲电竞平台和整合营销平台三大平台。其中以数据流量生态园为流量赋能平台，依托海量数据资源，为数字经济企业数据流量挖潜、赋能、延伸价值链。对于整合营销平台，公司从影视剧品牌内容营销切入，构建了涵盖栏目授权、艺人经纪、网红营销、电梯场景营销、短剧定制+直播带货的品牌内容营销平台合润传媒，并通过投资汇聚了工夫影业、嗨乐影视、微影时代等头部文创平台，构筑了全矩阵、规模化的一站式全服务平台。此外公司的休闲电竞平台为游戏 CP 打造从研发到变现的全链条增值服务。

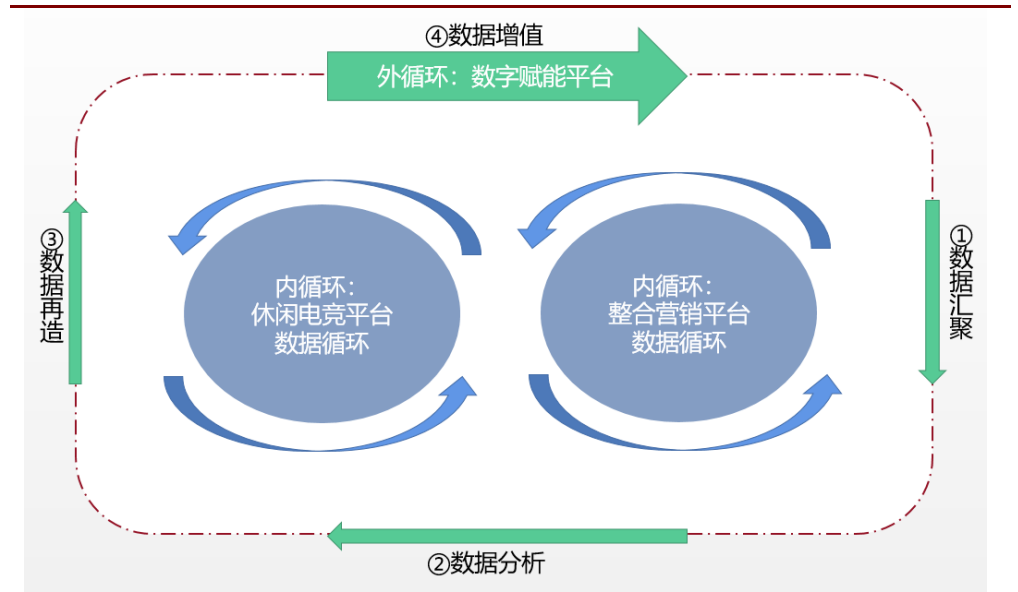
图 4：公司战略之三大平台的搭建



资料来源：公司资料，渤海证券

在三大平台的基础上，公司形成了两个层次的数据流量的循环：以休闲电竞和整合营销两个产业链结合的内部流量循环；以山西数据流量生态园为载体，入园企业对积累的数据流量的深挖、赋能，形成园区企业的外部数据流量大循环。

图 5: 公司三大平台和数据流量的内外双循环



资料来源: 公司资料, 渤海证券

三大平台和内外循环, 将成为公司未来进行业务布局的思路。可见, 未来的战略中, 山西数据流量生态园不仅仅是一个休闲电竞平台的载体, 以及整合营销平台的载体, 最终公司将整合入园企业大数据, 对数据进行汇聚、分析、再造, 最终帮助入园企业实现数据流量的价值再造, 在服务入园企业中, 实现公司的业务布局扩张以及公司整体收入和盈利能力的同步提升。

2.休闲电竞平台：引领休闲游戏发展新方向

2.1 休闲游戏行业：仍是蓝海市场，变现方式待突破

休闲游戏从游戏品类上主要有消除、益智、动作类等，具有操作、背景、游戏内容及玩法简单，具备较高的即时娱乐性、玩家沉浸度较低和以小制作为主等特点。

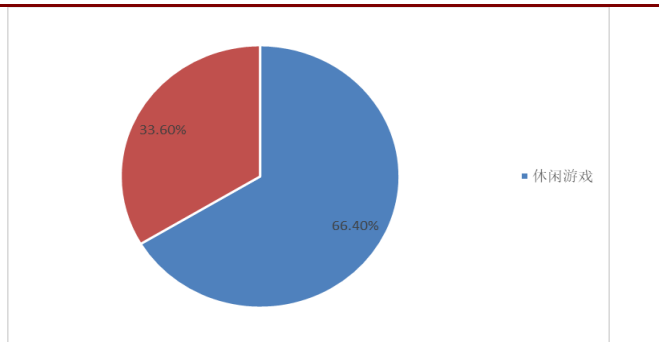
图 6：休闲游戏与其他游戏主要特点对比



资料来源：艾瑞咨询，渤海证券

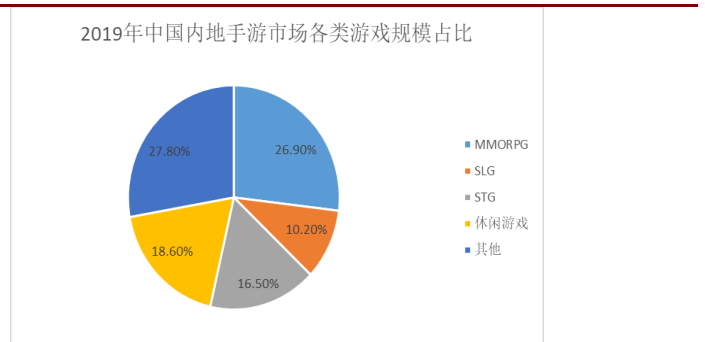
得益于低门槛、多变的玩法、题材，在有限的时间内给用户带来高频的娱乐，休闲游戏在国内具备较大的用户基数。伽马数据显示，目前国内休闲游戏用户规模占移动游戏用户总比例的 66.4%，但目前国内游戏流水排行榜中休闲游戏的占比相对较低，未来还存在较大的市场空间。

图 7：休闲游戏用户规模占比高达 66.4%



资料来源：伽马数据，渤海证券

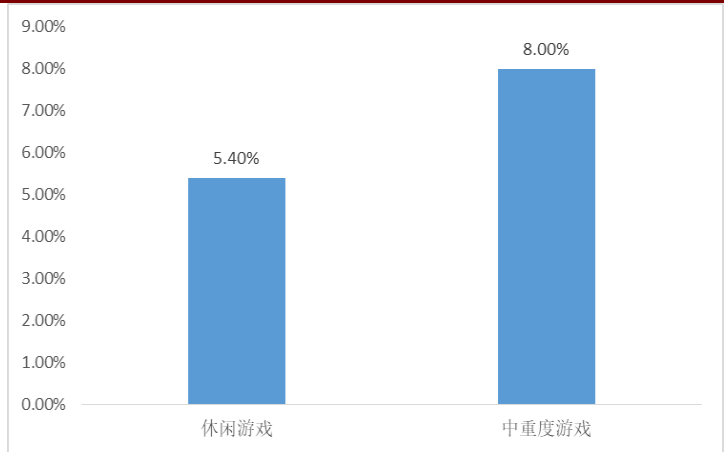
图 8：休闲游戏市场流水占比较低



资料来源：中商情报网，渤海证券

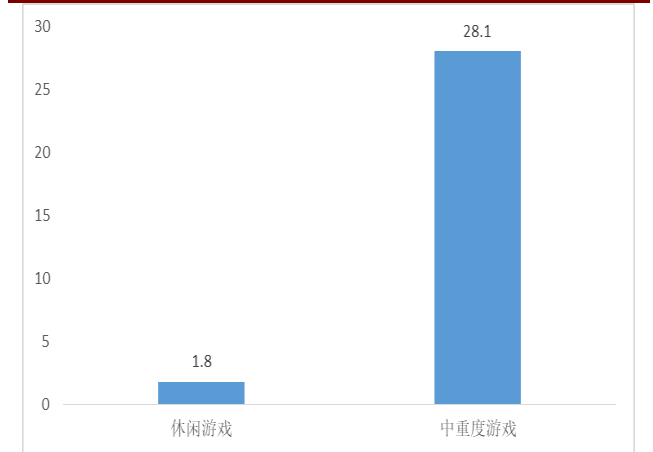
用户 ARPU 值低是国内休闲游戏市场目前的痛点。数据显示，休闲游戏用户的月 ARPU 仅为 1.8 元，远低于中重度游戏的 28.1 元；月均付费率也只有为 5.4%，远低于中重度游戏的 8.0%。付费率和人均付费金额双双低于中重度游戏，导致了整个休闲游戏市场规模远低于中重度游戏市场规模的现象。

图 9：休闲游戏用户月均付费率只有 5.4%



资料来源：伽马数据，渤海证券

图 10：休闲游戏用户的月均内购 ARPU 仅为 1.8 元



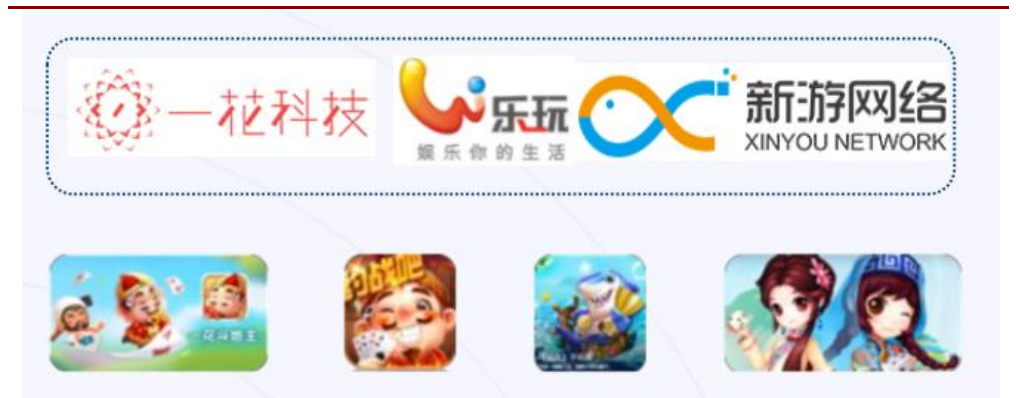
资料来源：伽马数据，渤海证券

目前国内的休闲游戏主要变现方式为内置广告，而中重度游戏主要是靠内购获得游戏流水。从市场表现来看，内购明显能带来更多的流水，以中重度游戏《王者荣耀》为例，其在 2020 年春节假期曾创造出单日流水超过 20 亿元的记录；而整个休闲游戏的广告收入 2020 年全年也不足百亿元。

2.2 深耕休闲游戏：经验丰富，引领创新

公司以网页游戏起家，相继并购多家休闲游戏资产，打造了相对完整的休闲游戏业务矩阵。旗下产品有各类棋牌游戏、H5 小游戏和绿色德州扑克手游。

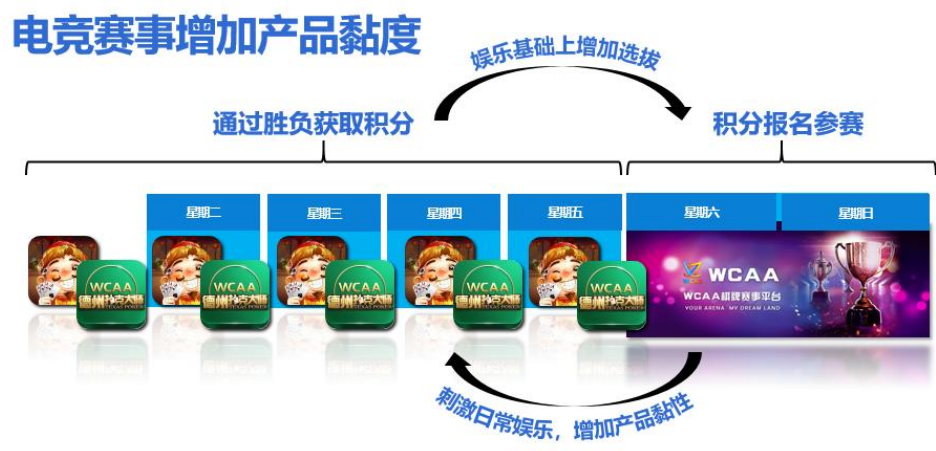
图 11：天神娱乐休闲游戏产品矩阵



资料来源：公司资料，渤海证券

公司目前发展“棋牌+电竞”商业模式。棋牌游戏由于开发门槛不高、自有渠道成本低，吸金能力较强。但由于传统的金币模式和房卡模式均存在一定的涉赌风险，近两年监管对棋牌游戏的政策收紧，棋牌类游戏较难取得版号，2019 年取得版号的 1500 余款游戏中没有棋牌游戏。天神娱乐在集团层面成立了棋牌运营中心，并于 2020 年 1 月与 WCAA 合作，将旗下的棋牌产品——德州扑克大师和约战斗地主率先嫁接了 WCAA 的电竞赛事模块，通过“棋牌+电竞”的商业模式创新，为公司棋牌等休闲游戏业务回暖提供了业务支撑。

图 12：电竞赛事增加产品的用户粘性



资料来源：公司资料，渤海证券

根据公司公告，接入电竞赛事对公司相关产品的活跃度、用户数等运行数据都有很大的带动作用。

图 13: 接入第三方电竞大大提升游戏相关指标

依托电竞赛事，产品活跃度不断提升



资料来源：公司资料，渤海证券

公司还通过与国内一线电竞直播平台合作，努力提升用户参与度。公司与虎牙直播独家合作,举办线上赛事直播，赛事开播观赛人气一路飙升，直播观看峰值超过 38 万，同时新增订阅、获得分享、打赏人数占比、弹幕互动占比也有较好的表现。

图 14: 虎牙直播 WCAA 德州扑克大师邀请赛



资料来源：公开资料，渤海证券

公司发起设立棋牌电竞产业联盟。2020 年 8 月，天神娱乐在“创新中国”论坛上发起设立了棋牌电竞产业联盟。棋牌电竞产业联盟是由从事棋牌游戏研发及发行的企业、行业研究机构、电竞赛事机构、大中专院校、媒体等自愿组成，是一个集联合性、专业性于一体的非营利性行业组织。在此次论坛的启动仪式上，共有近百家加入棋牌电竞产业联盟，未来联盟还将汇聚各方资源，共同推进棋牌游戏产业的蓬勃发展。

图 15: 棋牌电竞产业联盟会员名单



资料来源: 公开资料, 渤海证券

2.3 PK.now! : 打造休闲游戏第一平台

公司整合多年在休闲游戏领域的资源优势，结合休闲游戏变现渠道单一的现状，推出休闲电竞平台——PK.now! 通过这一平台，公司致力于打造国内最大的休闲游戏平台、休闲电竞平台和游戏赋能平台。这一平台将为游戏研发商和玩家提供全新的服务体系，通过服务研发商增强休闲游戏行业的研发实力，通过引入新的变现模式，提升用户体验，并提高用户付费率和付费水平，挖掘休闲游戏市场的巨大潜力。

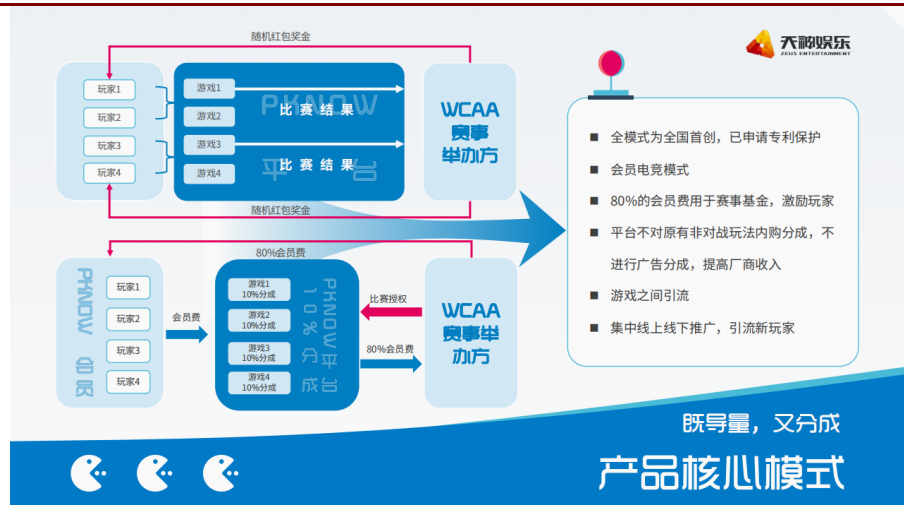
图 16: PK.now! 给休闲游戏增加了电竞的全新玩法



资料来源：公司资料，渤海证券

PK.now! 平台通过导量和分成，为 CP 创造价值，为玩家带来竞技和休闲的多重体验。平台首创会员电竞的竞技模式，玩家充值参与比赛，通过比赛结果，随机发放红包奖金，获得原来线下竞技才有的获胜体验。

图 17: PK.now! 平台的核心模式：导量+分成



资料来源：公司资料，渤海证券

PK.now! 对 CP 的扶持力度很大。PK.now! 平台不对原有非对战玩法内购分成，不进行广告分成，目的是提升 CP 的收入，激发 CP 的研发积极性，进而提升了内置广告以外的其他变现模式的收入占比，提升休闲游戏的付费率和人均付费值，最终提升 CP 整体的营收水平，刺激市场提供更多、更优质的休闲游戏产品，实现休闲游戏产业的良性发展。

图 18: PK.now! 平台的多方共赢格局



资料来源: 公司资料, 渤海证券

PK.now! 平台构建了一个四方共赢平台。通过这个平台，休闲游戏 CP 实现产品用户增加及产品增收，同时增加平台活跃度；玩家的进入，享受到多元化玩法带来的乐趣的同时，提升了平台活跃度和收入；公司的存量游戏产品可借助平台提升活跃度并增加收入；数据流量业务为平台买量提供服务支持，平台本身流量的提升也将成为新的流量平台，为数据流量业务提供新的投放渠道。

3.整合营销平台：一站式、低成本营销平台

3.1 国内互联网流量精耕成趋势

国内互联网红利逐渐消失，买量需求居高不下，供需矛盾导致买量成本不断提升，在这种背景下，流量精耕愈发重要。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的第46次《中国互联网络发展状况统计报告》，2020年我国网民规模接近9.4亿人，渗透率达到67.0%，增速逐步放缓。另外，随着智能手机的普及，手机网民占全体网民的比重达到99.2%，渗透率已经基本饱和。

图 19：我国网民规模增速趋缓



资料来源：CNNIC，渤海证券

图 20：手机网民渗透率已经见顶



资料来源：CNNIC，渤海证券

互联网的用户使用时长也接近天花板。国内网民上网时间在2020年上半年受疫情影响达到峰值后，有走低趋势。CNNIC数据显示，2020年6月，网民人均每周上网时长为28小时，比2020年3月下降2.8小时。综合考虑用户规模和使用时长，国内互联网流量红利逐步消退，未来流量的竞争将是存量之争，流量精耕成为趋势。

图 21：我国网民人均每周上网时长已经见顶



资料来源：CNNIC，渤海证券

流量红利消失带来的买量成本上升，在游戏行业中体现的较为明显。伽马数据显示，2020年游戏上市公司销售费用达到764.31亿元，同比增长35.5%，而2019年的同比增幅不过6%。买量成本的上升，使2020年国内游戏行业的整体销售费用有了较为明显的增长。

图 22：2020 年游戏行业上市公司销售费用率销售费用增速大幅增长

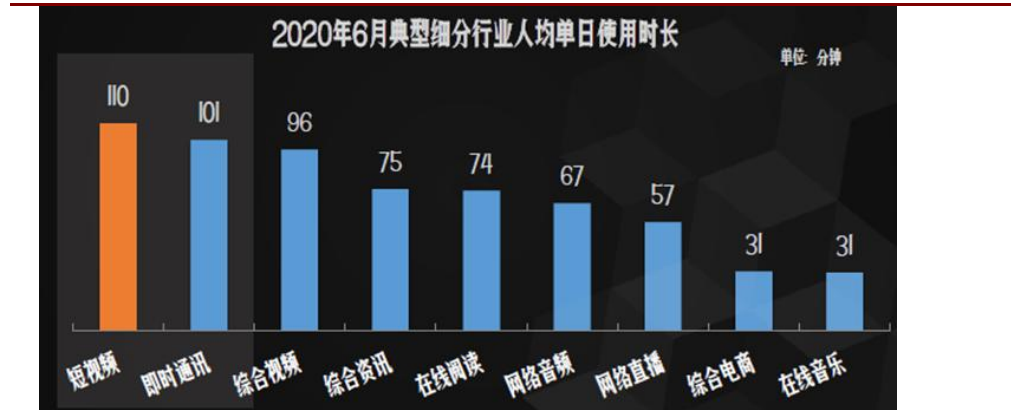


资料来源：CNNIC，渤海证券

3.2 短视频崛起，移动营销和直播带货发展迅猛

短视频使用时长登顶。中国网络视听节目服务协会发布的《2020 中国网络视听发展研究报告》显示，2020 年 6 月，短视频已经成为人均单日使用时长最长的上网工具，短视频日益成为买量用户的重要选择。

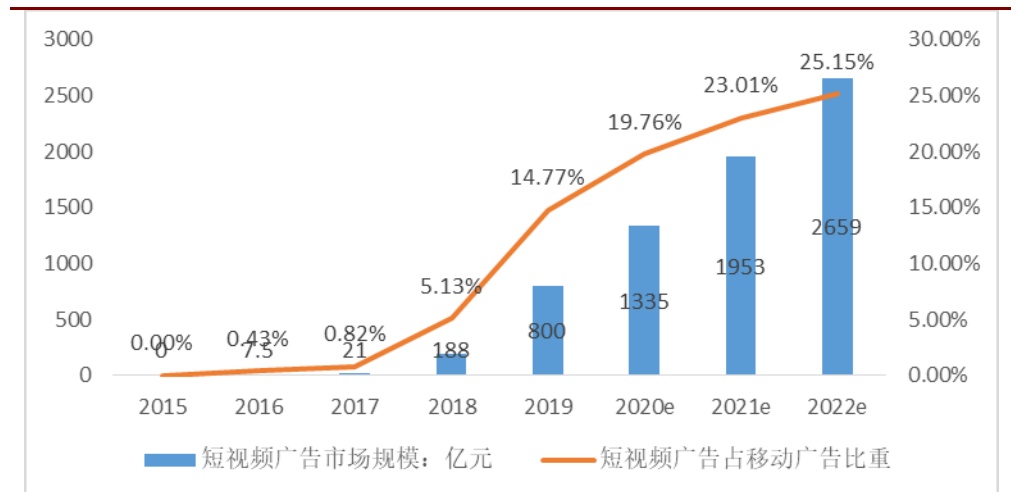
图 23: 短视频已经成为使用时长第一的上网工具



来源: 中国网络视听节目服务协会, 渤海证券

短视频广告和以短视频为载体的直播带货迅速崛起，成为增长新势力。根据艾瑞咨询数据，2019 年短视频广告市场规模达到 800 亿元，占移动广告的比重已经上升至 12.9%；未来几年仍保持高速增长，预计 2022 年这一比例将超过 20%。

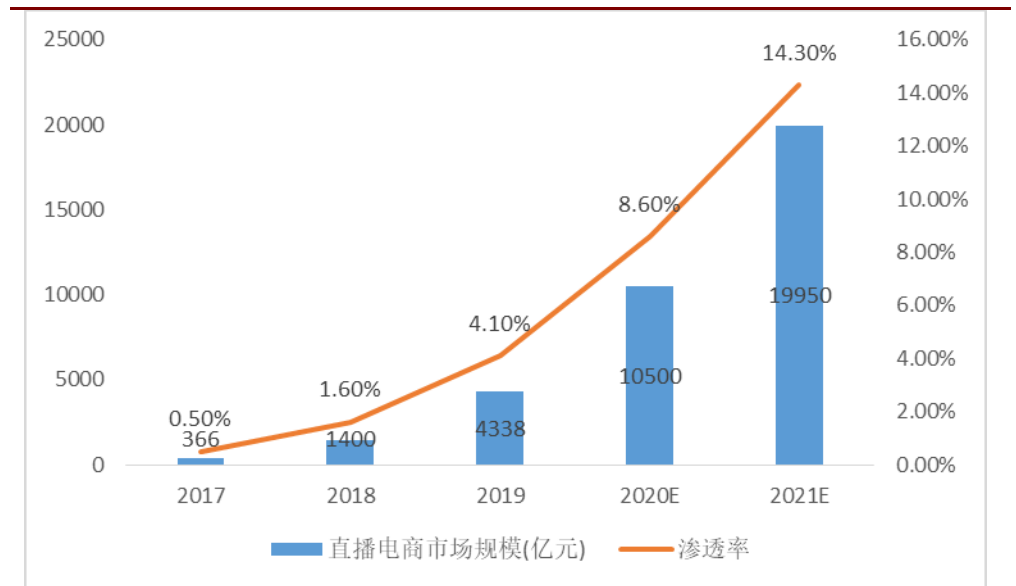
图 24: 短视频广告占比不断提升



来源: 艾瑞咨询, 渤海证券

与此同时，随着短视频的普及，人们开始习惯短视频平台上通过直播带货进行购物，这种购物比原有的图文电商有更强的互动性，更容易激发购物需求。数据显示，直播电商正在迅速崛起，占网络购物的比重也呈现快速增长势头。据预测，直播电商市场 2021 年占网络购物市场的比重将增至 14.3%，未来几年仍将保持高速增长。

图 25: 直播电商市场渗透率高速增长



来源: 阿里研究院, 渤海证券

根据易观千帆发布的《2020 中国移动游戏市场年度综合分析》，依靠腾讯强势的资源生态，应用宝月活用户数仍高居第一，其次是 360 和百度旗下的应用商店。在智能手机普及带来的流量红利逐步消失的背景下，第三方应用市场这一流量入口将变得更加稀缺，拥有较大活跃用户数的应用市场将成为流量需求方争夺的重要资源。

表 1: 2020 年 1 月第三方应用商店月活人数排名

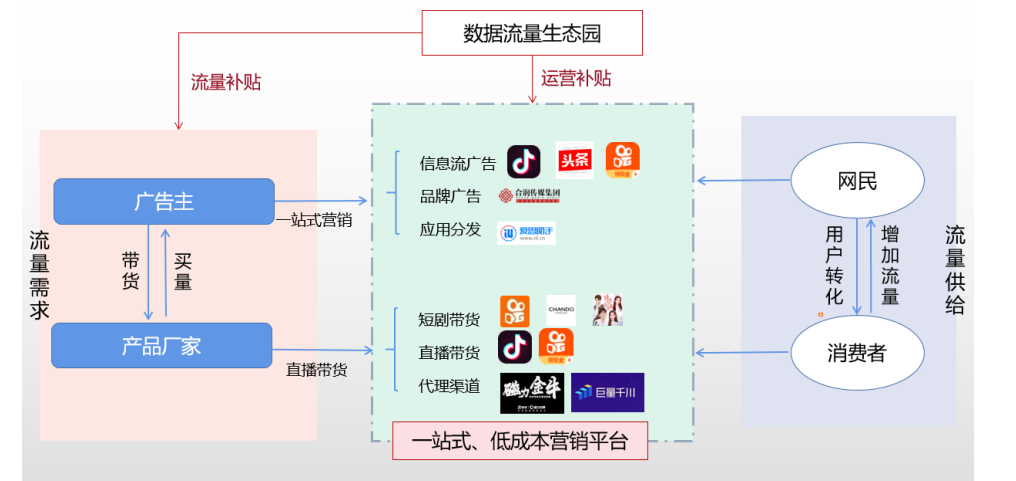
APP	MAU	同比
应用宝	27,516	7.15%
360 手机助手	11,087	20.68%
百度手机助手	8,757	-2.72%
安卓市场	2,750	49.07%
PP 助手	2,742	11.21%
MM 应用商场	2,201	8.31%
搜狗手机助手	1,600	23.49%
安卓市场	1,261	3.01%
豌豆荚	1,159	-2.58%

资料来源: 易观千帆, 渤海证券

3.3 自有流量优势，搭建一站式、低成本买量平台

在营销平台的搭建方面，公司旗下第三方应用市场爱思助手月活用户约 2000 万人，是苹果手机用户最主要的第三方应用商店。公司旗下的山西数据流量生态园也形成了集流量需求、流量运营及配套服务于一体的站式、低成本买量平台。目前园区内的广告主可以在园区实现集品牌广告、效果广告、应用分发等业务需求，同时享受园区流量补贴带来的低成本优势。

图 26：以生态园为载体的一站式营销平台业务运行图



资料来源：公司资料，渤海证券

此外，公司子公司山西鹏景是 2020 年 11 月于山西数据流量生态园成立的精准数字营销业务平台，专注于数据流量精准营销业务，已获得今日头条授权的巨量引擎全国地区除独代范围以外综合代理商、巨量千川电商营销服务商和快手广告授权的 KA 效果代理商、磁力金牛电商等资质。

图 27：子公司鹏景官网



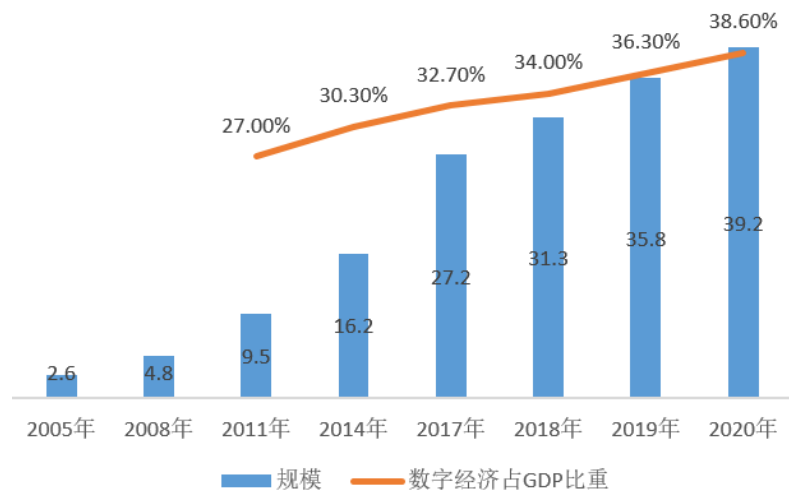
资料来源：公司资料，渤海证券

4.数字赋能平台：全面赋能数字经济企业

4.1 我国数字经济高速增长

数字经济在国民经济中的地位愈发突出。2020年我国数字经济规模达到39.2万亿元，占GDP比重为38.6%，同比名义增长9.7%，成为了国内经济增长的重要驱动力。

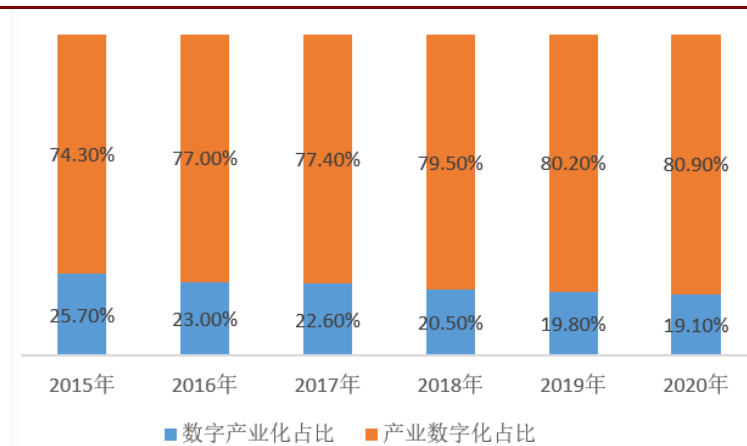
图 28：我国数字经济规模及占 GDP 比重



资料来源：中国信通院，渤海证券

产业数字化对数字经济的主导地位进一步巩固。2020年我国数字产业化占数字经济比重为19.1%，产业数字化占数字经济比重达80.9%，为数字经济持续健康发展输出强劲动力。

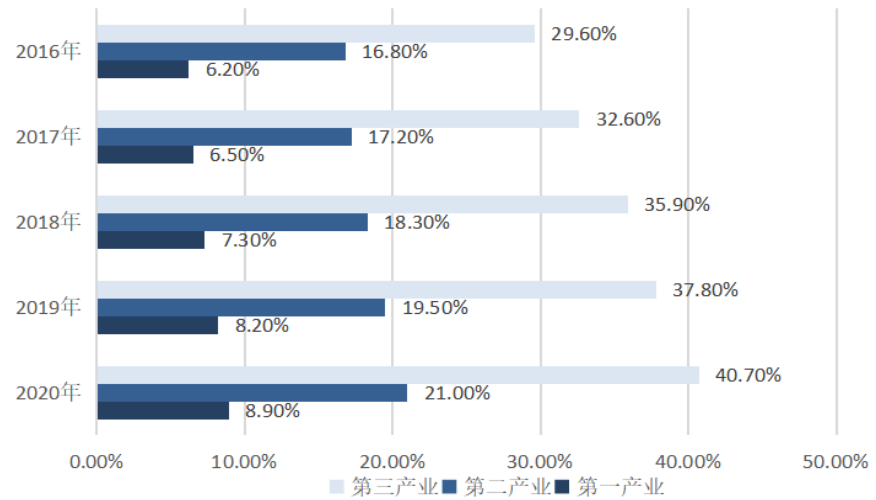
图 29：产业数字化和数字产业化占比变化情况



资料来源：中国信通院，渤海证券

国内产业数字化发展进入深入推进阶段。2020年我国服务业、工业、农业数字经济占行业增加值比重分别为40.7%、21.0%和8.9%，产业数字化转型提速，融合发展向深层次演进。

图 30: 国内产业数字经济占行业增加值比重



资料来源: 中国信通院, 渤海证券

4.2 成立山西数据流量生态园，打造全国买量价格洼地

公司成立山西数据流量生态园，目的是帮助流量需求方实现流量购买的“降本增效”、挖掘新的业务增长机会。2020年10月19日，由天神娱乐牵头、引进北京北投教育科技集团、华阳新材料科技集团有限公司、山西晋商民营联合投资控股有限公司三家企业联合投资的首个“数据流量生态园”落地山西，并于2021年元月正式运行，园区运营半年以来，“数据流量价格洼地”和“数字产业发展高地”的战略基本成型。园区的发展目标是进一步提升数字经济生态效能，打造全国独具特色的数字经济产业聚集区。

图 31：山西流量生态园大楼



资料来源：山西数据流量生态园招商手册，渤海证券

生态园基本架构以流量供应与采买为链条连接流量供需主体。针对数字文娱、数字教育、数字电商等企业建上获客成本高、转化率低的痛点，生态园聚合抖音、今日头条、西瓜视频、火山视频、穿山甲、快手、bilibili 等头部互联网流量资源，通过规模效应与流量补贴等模式，努力打造全国数据流量价格洼地，实现数据在规模上的供需平衡。

图 32: 山西流量生态园基本架构



资料来源：山西数据流量生态园招商手册，渤海证券

生态园数据带动全国数据流量资源向山西省跨区域集聚，吸引数字物流、数字电商等数字经济企业群体持续在园区注册落地，形成数字产业集群和流量价格洼地。生态园发挥市场化产业化运营优势，聚合入园企业互联网流量营销需求，集中向巨量引擎、快手等平台采购数据流量，创造规模效应，降低入园数字企业的互联网流量（互联网广告投放、线上获客与转化）成本。

图 33: 部分入园企业



资料来源：山西数据流量生态园招商手册，渤海证券

目前，已经有 70 余家企业入驻生态园，其中代表性的企业有国内最大网络货运企业满帮集团、互联网头部企业盛趣游戏、巨人网络、数字物流企业聚盟集团、数字科技企业酷量信息、数据服务企业远洋数据、数字传媒企业聚为科技等。生态园作为数字产业发展高地基本成型。相关企业基本情况如下：

请务必阅读正文之后的免责声明

表 2: 山西数据流量园入住的代表性企业

入园企业	企业简介	业务资料
满帮集团	<p>满帮集团成立于 2017 年以月，总部位于江苏南京，是由中国最大的两家公路干线网络货运平台“运满满”与“货车帮”合并而成，是中国最大的网络货运企业，也是全球领先的智能运力平台，目前估值约 200 亿美元，率先迈入行业独角兽梯队。</p>	<p>目前，满帮平台认证司机超过 1,00075,认证货主超过 500 万,已在物流信息撮合、交易的数字化、标准化以及相关的履约保障环节取得突破性进展。满帮集团在山西数据流量生态园设立子公司，建设中西部数字物流总部基地，推动数字物流信息技术的应用，助力山西数字物流产业发展。</p>
盛趣游戏	<p>世纪华通(002602.SZ)旗下盛趣游戏入驻生态园设立的运营主体。盛趣游戏是全球领先的网络游戏开发商、运营商和发行商。立足“科技赋能文化”的新文化产业定位，盛趣游戏全面推进“精品化”、“全球化”、“新文化”三大战略，以科技为骨、文化为翼，用科技激活文化的精髓,致力于成为一家打造极致互动体验的科技文化企业。</p>	<p>2002 年,盛趣游戏运营《热血传奇》，创下当时全球大型多人在线游戏运营纪录，开创了中国网络游戏时代;2005 年,首创免费模式，引领了全球游戏行业模式变革;2020 年《热血传奇》上市 20 周年之际，伽马数据发布《“传奇”IP 影响力报告》称，传奇 IP 价值超 1300 亿元，已创造流水超过 900 亿元,未来三年有望将增至 1300 亿元。</p>
远洋数据	<p>创建于 1998 年，总部位于昆山市，是国内数据服务龙头企业，现有员工 2 万余人。2021 年 4 月，远洋数据入驻山西数据流量生态园，计划投资 6 亿元建设远洋中西部数据服务总部基地，打造国家级数据服务基地。服务基地包含针对金融行业的金融数据服务中心、针对各大电商平台的电商数据服务中心以及专注培养数据挖掘、数据建模、数据分析方向专业人才的数据服务人才培训中心。</p>	<p>目前，江苏远洋金融数据服务中心、数据服务人才培训中心已正式运营，已有 500 余名本地大学生通过培训成为数据服务工程师。预计 2022 年远洋电商服务平台投入运营，至 2023 年，数据服务工程师规模达上万人，公司营收超 20 亿元。</p>
聚盟共建集团	<p>聚盟成立于 2017 年 12 月，是江苏普飞科特信息科技有限公司旗下的物流品牌。2020 年 9 月完成 B 轮融资,12 月完成 B+轮融资，总额 1 亿美金，迈入数字物流独角兽行列。</p>	<p>聚盟致力于聚合社会闲散物流资源，以生态园为载体打造中国大票零担网络运营总部基地，聚合专线、融合共享，强强连接，实现产品化、标准化、信息化、集约化发展，形成一张覆盖全国一、二、三级城市稳定、高效、经济的到门全直达运输体系，打造共生、共赢的物流生态圈，从而为用户提供门到门全直达的运输服务，帮助网络内成员降本增效，提高经营管理效率，打造契合数字经济发展的智慧物流体系。</p>

资料来源：山西数据流量生态园招商手册，渤海证券

数据流量园的税收补贴政策较为灵活。作为省级园区，山西数据流量生态园根据数字经济企业年度纳税总额情况，分档次进行税收补贴，奖补比例最高可达到地方留存部分的 90%。企业综合税负率低至 3%，个人独资企业综合税负率低至 0.9%；小规模纳税人月销售额 15 万元以下，免征增值税；个人经营所得，月收入 3 万元以下，免征个人所得税；对于税前年薪 25 万以上且签订 3 年及以上劳动合同的员工，生态园将缴纳的个人所得税，地方留存部分的 80%作为资金奖励。

表 3: 山西数据流量生态园财政奖补政策

入园单位	财政奖补政策
数字经济领域企业增值税及企业所得税	年度纳税总额(含所有税种)在 500 万(不含)以下的, 给予省、区级地方留存部分的 70% 补贴
	年度纳税总额达到 500 万(含)至 1000 万元的, 给予省、区级地方留存部分的 80% 补贴
	年度纳税总额达到 1000 万(含)以上的, 给予省、区级地方留存部分的 90% 补贴
网红达人、大学生创业群体增值税及所得税	年度纳税总额(含所有税种)在 10 万(不含)以下的, 给予省、区级地方留存部分的 70% 补贴
	年度纳税总额达到 10 万(含)至 20 万元的, 给予省、区级地方留存部分的 80% 补贴
	年度纳税总额达到 20 万(含)以上的, 给予省、区级地方留存部分的 90% 补贴
流量需求企业的个人所得税	对税前年薪 25 万以上且签订 3 年以上劳动合同的, 给予省、区级地方留存部分的 80% 补贴

资料来源: 山西数据流量生态园招商手册, 渤海证券

除此之外, 山西省为建设数字经济发展政策扶持体系, 针对数字经济企业制定了《山西省加快推进数字经济发展的若干政策》, 吸引更多数字经济企业和人才落地山西、扎根山西。

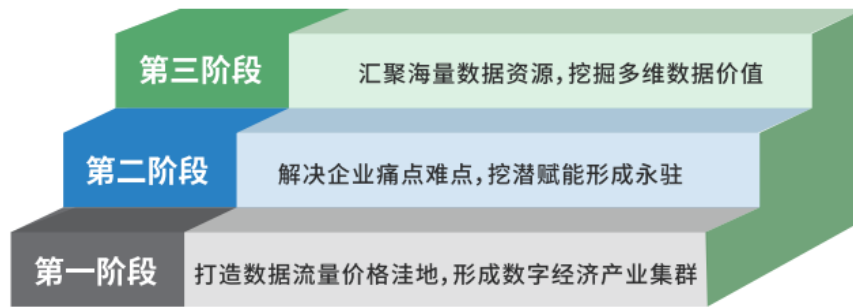
图 34: 《山西省加快推进数字经济发展的若干政策》



4.3 园区战略规划：三大平台，数据双循环

园区战略规划方面，为实现“数据流量驱动实体经济”这一目标，山西数据流量生态园制定了“聚”、“留”、“创”的“三步走”战略。“聚”就是通过市场化产业化运营模式，充分利用数字经济可以跨越物理边界的特性，将政策优势迅速转化为产业优势，吸引域外数字经济企业向山西集聚。“留”就是生态园深挖入园数字企业的产业资源，通过产业分析，解决其发展中的难点痛点问题，形成创新点，打造若干个新业态发展样板项目，打造不走的独角兽企业，以新业态催生的新动能。“创”就是生态园利用所积聚流量大数据的分析挖掘，拟联合入园数字经济头部企业共同打造“山西流量谷”，促进产业、资本、技术、人才、数据等要素的集聚、优化、共生。

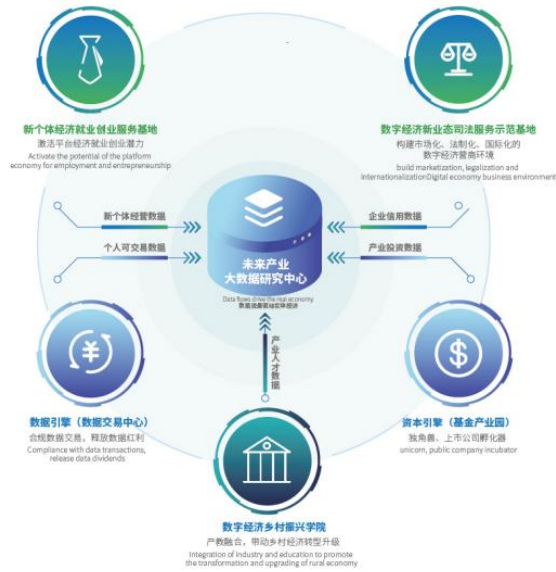
图 35：园区发展“三步走”战略



资料来源：山西数据流量生态园招商手册，渤海证券

生态园实施“一一二二”战略，建设“一中心一学院两基地双引擎”，促成产业、资本、技术、人才、数据等要素的集聚、优化、共生，打造数据智能融合、产业链条完善、人才持续集聚、业态不断丰富的数字产业体系。在数字产业集群基础上,通过商业模式创新积聚新个体经济数据、个人信用数据、个人可交易数据及产业投资数据，让数据“活”起来，让数据“跑”起来，为推动转型高质量发展贡献强劲动力。

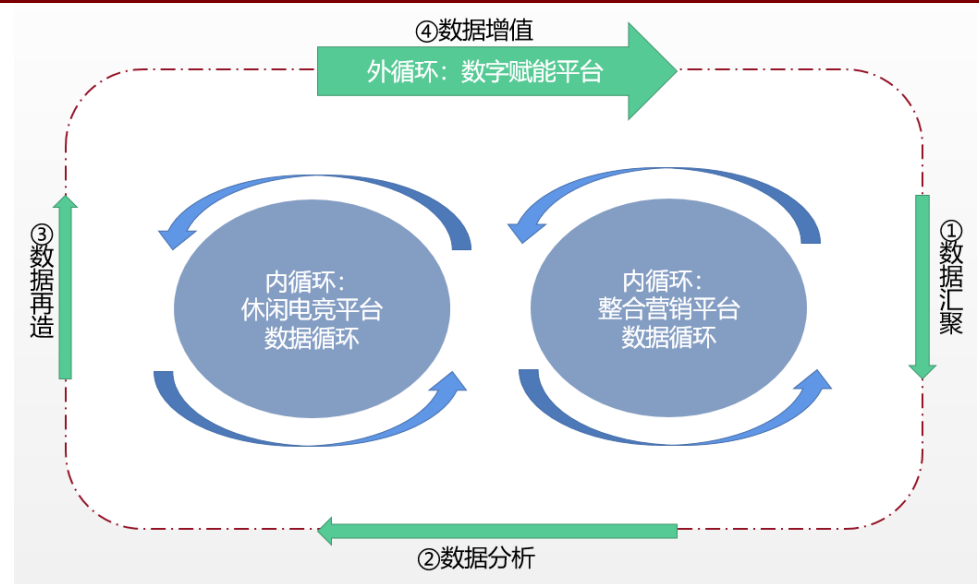
图 36: 一中心、一学院、两基地、双引擎



资料来源: 山西数据流量生态园招商手册, 渤海证券

通过“三步走”和“一二二”战略的实施, 山西数据流量生态园目前汇聚了许多数字经济企业, 除了休闲电竞、整合营销两大平台的数据内循环外, 生态园通过“聚”、“留”、“创”的“三步走”战略, 整合园区大数据, 构建基于三大平台的数据外循环, 目标是形成双循环格局, 全面赋能园区数字经济企业, 形成公司整体发展的新动能。

图 37: 公司三大平台和数据流量的内外双循环



资料来源: 渤海证券

5.投资建议及盈利预测

基本假设:

- 1、公司的游戏业务稳步发展
- 2、行业发展带动公司数据流量业务稳步发展，毛利率逐步上行。

投资建议:

公司是国内第一家进行重整的互联网民营上市公司，通过司法重程序顺利实施全额债转股，化解了公司的债务危机，目前的经营基本回归到正常节奏中。公司目前在电竞游戏和数据流量的布局具备一定的发展潜力，游戏运营与电子竞技互促共进、品牌内容营销与精准数字营销及自有流量平台也存在一定的协同效应，未来的整体发展需要进一步跟踪观察。综上所述，我们给予公司“增持”的投资评级，预计 2021-23 年 EPS 分别为 0.16、0.23 和 0.3 元/股。

6.风险提示

公司业务开展不达预期，产品运营不达预期，游戏产业政策风险；数据流量生态园政策及运营风险，实际控制权变更风险等。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
宁前羽
+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊
+86 22 2845 1802
吴晓楠
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130
李济安
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
陈菊
+86 22 2383 9135
韩乾
+86 22 2383 9192
杨毅飞
+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn