

走出债务困局，业绩恢复增长未来可期

—— 天神娱乐首次覆盖报告

公司深度

● 布局双业务引擎，游戏与流量双栖并行

天神娱乐成立11年，通过多年发展，形成电竞游戏和数据流量双业务引擎，游戏与流量业务相互促进，协同发展。2021H1数据流量收入占比大幅提升至71.68%。2018、2019游戏业务资产减值、管理层被立案调查导致债务风险，2020年末公司顺利完成司法重整、业绩回归正轨、稳步上升。

● 电竞驱动游戏，创新赛道激活用户增长

公司创新了电竞赋能模式，引领棋牌游戏回暖、激发休闲游戏变现潜能。经过德州扑克类游戏成为监管整顿重点的考验，公司于2020年1月起与WCAA电子竞技大赛合作，将旗下棋牌产品全面接入WCAA云平台，2020Q2总注册用户数环比增速170%，21H1新用户付费及留存超现有用户10%以上。2021推出的全民休闲游戏电竞平台“PK.NOW!”创造了新的盈利模式。

● 生态园助力数据流量，爱思助手用户持续增长

公司数据流量业务21H1营收同比增长90.6%。公司于2020年创立山西数据流量生态园作为国内先例，打造互联网价格洼地。生态园成立半年多已超100家企业入驻、持续汇聚数据流量业务生态。爱思助手作为公司流量业务重要布局，21H1新增用户1490万人，稳健增长。同时公司深化全球布局，推出爱思助手海外版3uTools，进一步完善产品矩阵。

● 发挥流量优势，合作潜力品牌分享增长红利

依托在短视频、直播、内容营销等领域的流量优势，公司深度合作潜力品牌、实现流量反哺。今年7月，公司为日本院线级头部美妆品牌FAITH妃颐思成立中国市场的电商代理运营和销售主体，通过时尚博主、小红书达人推广、明星直播带货、跨界合作、携手天猫超级进口日等模式刺激销量，实现品牌增值。公司也将借助此类“流量+”业务持续扩大市场布局。

● 看好公司电竞游戏常态化、优质品牌内容制作、流量生态园可持续模式，公司已回归常态经营，未来可期，首次覆盖给予“推荐”评级。

公司已顺利摆脱债务困境、业绩转盈，游戏结合电竞协同发展、数据流量业务有持续向好潜力，公司自有流量平台、品牌内容、流量生态园模式的增长空间值得期待。预计公司2021/2022/2023年净利为2.78/3.65/4.67亿，同增61.39%/31.5%/27.9%，当前股价对应PE分别为19/14/11倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**公司战略推进不及预期、业务发展不及预期、数据流量业务政策风险、海外经营不利、游戏发行渠道竞争加剧、人才流失等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,334.91	996.27	1,969.69	2,582.74	3,161.44
增长率(%)	-48.63	-25.37	97.71	31.12	22.41
净利润(百万元)	-1,131.37	172.01	277.61	365.05	466.89
增长率(%)	83.79	115.2	61.39	31.50	27.90
毛利率(%)	49.34	40.44	51.62	52.38	56.37
净利率(%)	-84.75	17.27	14.09	14.13	14.77
ROE(%)	-154.26	5.5	9.04	10.78	12.68
EPS(摊薄/元)	-1.28	0.09	0.17	0.22	0.29
P/E(倍)	-2.23	28.92	18.87	14.35	11.22
P/B(倍)	1.68	8.17	1.71	1.55	1.42

资料来源：Wind，新时代证券研究所

推荐（首次覆盖）

马笑（分析师）

maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280520070001

市场数据	时间 2021.09.17
收盘价(元):	3.18
一年最低/最高(元):	2.33/4.40
总股本(亿股):	16.63
总市值(亿元):	52.88
流通股本(亿股):	14.61
流通市值(亿元):	46.46

目 录

1、 布局游戏与流量板块，双业务引擎协同发展.....	4
1.1、 公司概况：创新发展游戏领域，向泛娱乐化转型.....	4
1.2、 股东情况：多元化股东背景提供优质资源.....	5
2、 财务概况：债务危机化解，2020 后业绩稳步上升.....	5
2.1、 走出债务困局，迎来业绩盈利.....	5
2.2、 探索游戏新模式，数据流量收入占比提升.....	6
3、 游戏业务：优化游戏自研，电竞赋能开拓盈利模式.....	7
3.1、 游戏自研：游戏种类多样，优化产品布局.....	7
3.2、 游戏发行：布局全球，深耕优质 IP.....	9
3.3、 布局电子竞技：电竞驱动游戏，创新赛道激活用户增长.....	9
4、 数据流量业务：数字效果与品牌内容并举.....	11
4.1、 数字效果流量：爱思助手延续增长，精准营销获取超额利润.....	12
4.2、 品牌内容流量：持续制作优质内容，行业回暖带动梯媒投放.....	13
4.3、 “流量+”业务：绑定潜力品牌，分享高增长红利.....	14
5、 盈利预测	16
6、 风险提示	16

图表目录

图 1： 天神娱乐发展历程.....	4
图 2： 天神娱乐 2021 年中期业务营收占比情况.....	4
图 3： 山西数据流量生态园与中国互联网协会成为合作伙伴.....	5
图 4： 2021H1 营业收入同比增长 30.47%.....	6
图 5： 2021H1 归母净利润同比增长 123.7%.....	6
图 6： 公司 2020、2021H1 管理费用率、研发费用率连续下降.....	6
图 7： 天神娱乐数据流量业务收入占比提升.....	7
图 8： WCAA2020 季前赛举办德州扑克、斗地主线上线上赛.....	9
图 9： “PK.NOW!”平台休闲游戏的种类与赛制多样.....	10
图 10： 2021H1 游戏业务营收同比下降 27.55%.....	10
图 11： 2021H1 游戏业务毛利同比下降 25.20%.....	10
图 12： 山西数据流量生态园补贴优厚、入驻企业丰富.....	11
图 13： 山西数据流量生态园立体式、全覆盖的流量型经济体系.....	11
图 14： 3uTools 为 iOS 系统提供强大的文件与数据管理功能.....	12
图 15： DotC 入选《中国营销技术生态图，精英 100》广告技术赛道.....	13
图 16： 天神娱乐签约自然堂定制快手短剧《住在我家的花美男》.....	14
图 17： FAITH 妃颐思携手天猫超级进口日、邀请明星直播带货.....	14
图 18： 2021H1 数据流量业务营收同比上涨 90.60%.....	15
图 19： 2021H1 数据流量业务毛利同比上涨 47.22%.....	15
表 1： 天神娱乐前十大股东（截至 2021.06.30）.....	5
表 2： 天神娱乐部分自研游戏产品.....	7
表 3： 2017 年底至 2018 年游戏行业部分监管政策.....	8

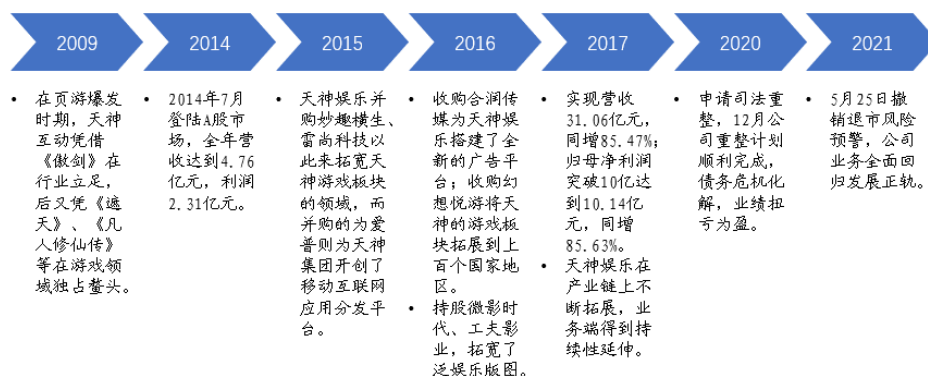
表 4: 公司游戏业务财务摘要.....	10
表 5: 2020-2021 天神娱乐品牌内容营销平台操盘项目不完全统计.....	13
表 6: 公司数据流量业务财务摘要.....	15

1、布局游戏与流量板块，双业务引擎协同发展

1.1、公司概况：创新发展游戏领域，向泛娱乐化转型

在发展中探索泛娱产业布局。天神娱乐前身天神互动，在 2009 页游爆发时期凭借《傲剑》在行业立足，于 2014 年 7 月正式登陆 A 股。2015 年天神娱乐并购妙趣横生、雷尚科技以拓展游戏版图，2016 年收购合润传媒搭建广告平台。2020 年 12 月，通过司法重整，公司顺利化解前期快速扩张及市场监管带来的负面影响、年底业绩转正，并于 2021 年成功摘星脱帽、全面回归发展正轨。

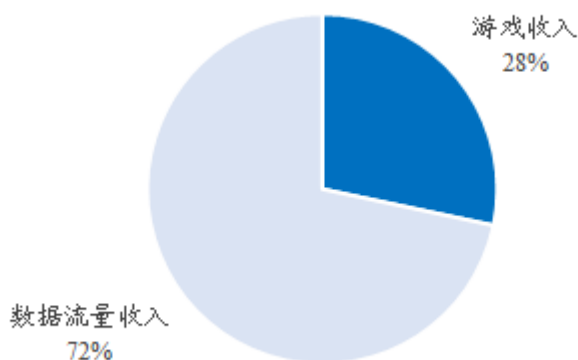
图1：天神娱乐发展历程



资料来源：天神娱乐官网、公司公告，新时代证券研究所

“游戏+流量”双主业齐发展。在游戏方面，公司出品过《傲剑》、《飞升》、《苍穹变》、《梦幻Q仙》等多款热门网页游戏及《全民破坏神》、《苍穹变》等诸多代表性移动游戏，并以电竞赋能“棋牌+休闲类”游戏，深受好评；流量方面，公司通过收购、投资子公司，已形成游戏研发与发行、IOS 应用分发、移动互联网广告、影视制作与营销等全方位的泛娱乐产业布局，并打造山西数据流量生态园与中国互联网协会成为合作伙伴，从而降低营销成本、快速抢滩市场。

图2：天神娱乐 2021 年中期业务营收占比情况



资料来源：天神娱乐 2021 年中报、新时代证券研究所整理

图3: 山西数据流量生态园与中国互联网协会成为合作伙伴



资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

1.2、股东情况: 多元化股东背景提供优质资源

避免“一股独大”，保障稳健经营。截至 2021 年半年报，公司十大股东持股数量共 50800.18 万股，合计控股 36.65%。主要股东中涵盖国内头部投资机构歌斐资产和民生信托、业内上市公司光线传媒。多元化的股东背景既为公司开展业务提供了丰富优质的资源，又避免了“一股独大”可能导致的内控缺陷，保障公司优化治理、稳健经营。

表1: 天神娱乐前十大股东（截至 2021.06.30）

股东名称	持股数量（万股）	持股比例（%）
朱晔	13060.40	13.71%
芜湖歌斐资产管理有限公司-创世神娱一号私募基金	9553.39	11.07%
为新有限公司	6706.92	5.77%
中国民生信托有限公司-中国民生信托-至信 351 号天神娱乐并购项目集合资金信托计划	5313.87	1.82%
石波涛	4304.94	1.11%
芜湖歌斐资产管理有限公司-创世神娱二号私募基金	2886.54	0.80%
王玉辉	2692.17	0.66%
雪松国际信托股份有限公司	2625.14	0.60%
北京光线传媒股份有限公司	1841.45	0.57%
深圳邦佳投资管理有限公司	1815.35	0.54%
合计	50800.18	36.65%

资料来源: wind, 新时代证券研究所

2、财务概况: 债务危机化解, 2020 后业绩稳步上升

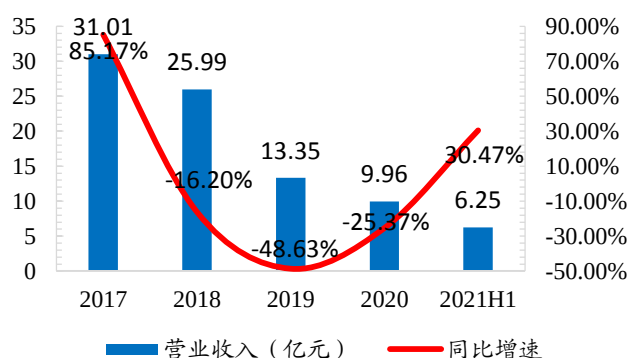
2.1、走出债务困局, 迎来业绩盈利

2018 年业绩亏损, 2019 年营收同比下降 48.63%。2018 年公司的业绩亏损源于多重因素。游戏方面, 公司早期收购带来的大量商誉, 在游戏版号冻结、总量调控等监管政策中受到下行压力而遭遇减值, 减值准备占上一审计年度原值 62.52%, 并且棋牌类游戏被重点整顿、下架, 导致公司游戏业务经营急转直下。管理层方面, 公司时任董事长兼总经理被证监会立案调查令公司债务风险凸显、融资环境恶化。2019 年, 债务负担造成资金紧张、经营受限继而引发相关资产进一步减值, 营收

同比下降 48.63%。

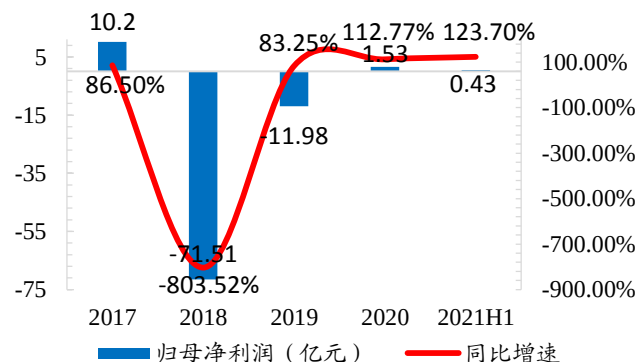
2020 完成司法重整，业绩转盈稳步上升。2020 年 1 月 21 日“17 天神 01”“回售到期，公司未能按时足额兑付回售部分本金及相应利息，发生实质性违约，7 月 31 日正式进入重整程序，当年 12 月 9 日重整计划执行完毕。通过全额债转股，公司彻底化解债务危机、消除退市风险。2020 业绩转盈，实现归母净利润 1.53 亿元、同比增长 112.77%，21H1 归母净利润达到 0.43 亿元、同比上升 123.7%。业绩的增长主要可归因于公司游戏业务的精简创新、流量生态的打造两方面。

图4： 2021H1 营业收入同比增长 30.47%



资料来源：wind，新时代证券研究所

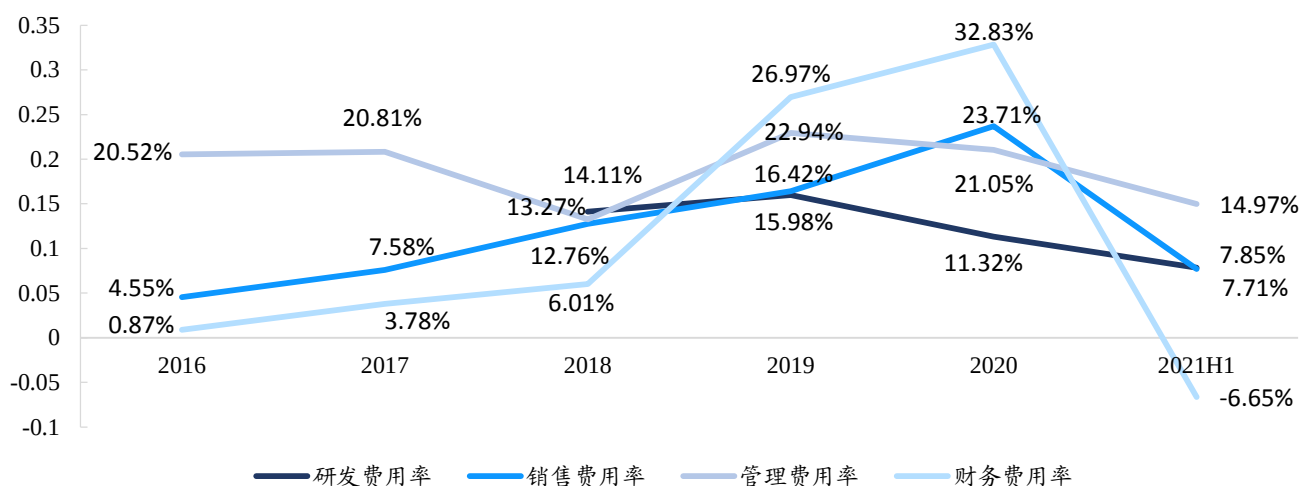
图5： 2021H1 归母净利润同比增长 123.7%



资料来源：wind，新时代证券研究所

各费用率回归亏损前水平，销售费用率控制良好。2018 年之前公司扩张迅猛，推广力度的增加、房租等投入的上涨提升了销售和管理费用率，企业债的发行令财务费用率上升，后续业绩欠佳导致的债务压力、重整均使得财务费用率水涨船高。2020 年后，公司摆脱债务危机轻装上阵，各项费用率逐渐回调至亏损前水平，2020 年销售费用率上涨主要源于新游戏上线后宣传力度加大，21H1 则顺势下降、控制良好。财务费用率由于在确认冲减前期且重整结束而大幅降低。

图6： 公司 2020、2021H1 管理费用率、研发费用率连续下降



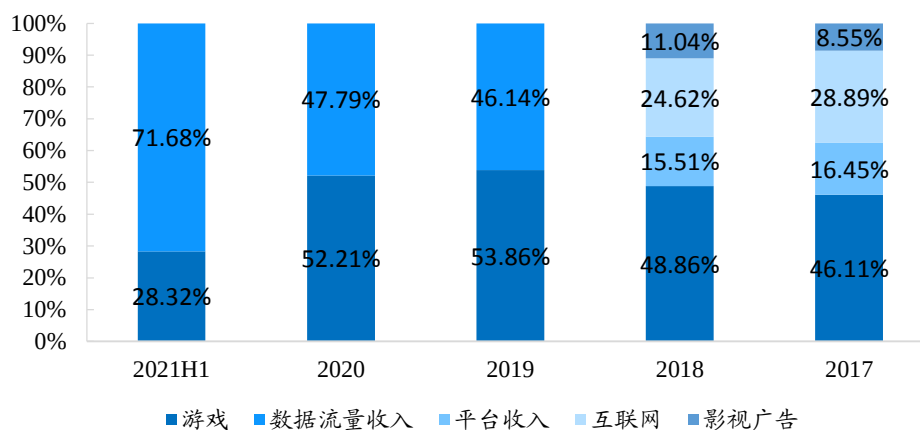
资料来源：wind，新时代证券研究所

2.2、探索游戏新模式，数据流量收入占比提升

公司营收主要由游戏与数据流量业务构成，21H1 数据流量占比 71.68%。公司主营业务包括游戏和数据流量板块，业务类型没有变化，在 2019 对收入结构重新

进行分类。总营收中游戏与数据流量收入占比各半，2020 确立“电竞驱动游戏，数据流量驱动实体经济”理念，加大数字效果流量投入，21H1 数据流量收入占比提升至 71.68%。游戏领域，公司前期以游戏产品研发与发行为核心，2018 受到监管趋严的影响后，开始探索“电竞赋能”的新模式。数据流量领域，公司依托海量数据资源、以山西数据流量生态园为创新载体，开展全场景数据流量运营服务。

图7：天神娱乐数据流量业务收入占比提升



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3、游戏业务：优化游戏自研，电竞赋能开拓盈利模式

3.1、游戏自研：游戏种类多样，优化产品布局

自研游戏内容种类丰富。公司从页游研发起步，在 2017 顺应产业发展将重点转向手游，结合子公司雷尚科技、妙趣横生、幻想悦游等游戏细分市场龙头，整合各类游戏资源、探索全新的产品形态，自研游戏题材涵盖了 RPG、棋牌、策略、即时战斗等多种类型，持续创新技术与玩法，多款游戏揽获金翎奖各类奖项。页游中的《傲剑》和《飞升》、手游中的《苍穹变》和《坦克风云》以及三端互通的《黎明之光》等都广受好评、为公司创收。

表2：天神娱乐部分自研游戏产品

游戏	题材	类型	上线时间	成绩
德州扑克大师	休闲棋牌	手游	2020 年 1 月	举办 WCAA 系列赛事、电竞明星赛
凯瑞利亚	MMORPG	手游	2018 年 2 月	试玩 1000+，开放世界 3D MMO
遮天	MMORPG	手游	2016 年 11 月	预约用户超 160 万
封神英雄榜	3D 卡牌	手游	2016 年 10 月	上线第三天日活 43 万，上线一年内累计注册用户 292 万
超级舰队	军事海战策略	手游	2015 年 10 月	日活峰值 348,389 人
开炮吧坦克	军事坦克卡牌	手游	2015 年 6 月	日活峰值 89,331 人
全民破坏神	RPG	手游	2014 年 12 月	
求魔	RPG/即时战斗	页游	2014 年 10 月	新生代 3D 引擎技术，内存占用率减少 50%
坦克风云	军事陆战策略	手游	2013 年 11 月	日活峰值 699,224 人
傲剑 2	RPG/即时战斗	页游	2013 年 10 月	2015 年金翎奖：玩家最关注的移动网络游戏奖项，2015 年金苹果奖：最受欢迎游戏产品
苍穹变	RPG/即时战斗	页游	2013 年 7 月	页游“新轻功”玩法，独创多种操作模式

游戏	题材	类型	上线时间	成绩
黎明之光	MMORPG	三端互通（客户端、微端、网页端）	2013 年 1 月	2013 年最受期待网络游戏奖，2014 年金翎奖：最受玩家欢迎网页游戏奖，2014 年 17173 游戏风云盛典“十大最具品质网页游戏奖”，2015 年金翎奖
飞升	仙侠 ARPG 即时战斗	页游	2012 年 4 月	总下载量 1000 万，总注册量 780 万，最高日活 40 万，IOS 免费榜与畅销榜前十，2016 年斩获十余座奖项，联合 12 个海外国家地区、进军国际市场
傲剑	RPG/即时战斗	页游	2010 年 12 月	2012 年优秀 QQ 游戏最具仙侠风貌奖，2012 十大最受网友欢迎游戏奖

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

优化产品布局应对资金难关。2018 年游戏行业面临竞争加剧、政策调整等多重威胁，公司游戏业务受到波及，部分早期产品进入衰退期，加之在高度竞争市场中新游戏发行成本上升、宏观政策不利等因素，游戏研发青黄不接。2019 年公司调整策略，对存量游戏进行低成本运维以延长生命周期、出售衰退期产品回笼资金，并外包部分自研游戏的运维工作，从而优化产品布局保持早期游戏的盈利能力，同时通过电竞赋能为未来差异化竞争铺路。

表3： 2017 年底至 2018 年游戏行业部分监管政策

日期	管理部门	政策内容
2017 年 12 月 1 日	中共中央宣传部、中央网信办、工业和信息化部、教育部、公安部、文化部、国家工商总局、国家新闻出版广电总局	《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》：整治规范（一）用户数量大、业和信息化部、教育部、公安部、社会影响力大的头部产品；（二）内容低俗、含有暴力色情的产品；（三）未经许可、版号等内容不全的产品；（四）来自境外，含有法律法规禁止内容的产品
2018 年 3 月 29 日	国家新闻出版广电总局	《游戏申报审批重要事项通知》：暂停游戏版号审批工作
2018 年 4 月 19 日	文化部、旅游部	召开“通气会”，提示“棋牌类网络游戏管理”政策，要求各平台立即停止德州类游戏的下载，并于 6 月 1 日前全面终止德州类游戏的运营
2018 年 4 月 20 日	教育部	《关于做好预防中小学生沉迷网络教育引导工作的紧急通知》：重点排查学生沉迷游戏等问题
2018 年 6 月 6 日	文化部	关闭国产网游备案通道
2018 年 8 月 6 日	文化部	停止进口游戏备案文号更新
2018 年 8 月 30 日	教育部、国家卫生健康委员会、国家体育总局、财政部、人力资源和社会保障部、国家市场监督管理总局、国家新闻出版署、国家广播电视总局	《综合防控儿童青少年近视实施方案》：实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏商务运营数量
2018 年 10 月 18 日	证监会	《再融资审核财务知识问答》、《再融资审核非财务知识问答》：上市公司募集资金应服务于实体经济、符合国家产业政策，主要投向主营业务，募集资金原则上不得跨界投资影视或游戏
2018 年 12 月 1 日	全国“扫黄打非”工作小组办公室	《“扫黄打非”工作举报奖励办法》：奖励对于买卖书号、刊号、版号及许可证书等新闻出版相关工作违法违规行为的举报
2018 年 12 月 7 日	网络游戏道德委员会	对首批 20 款存在道德风险的网络游戏进行评议：网络游戏主管部门对 11 款游戏责成相关出版运营单位认真修改，消除道德风险；对 9 款游戏作出不予批准的决定

资料来源：各部门官网，新时代证券研究所

3.2、游戏发行：布局全球，深耕优质 IP

推进出售幻想悦游股份。公司在游戏产业链上多维并举，2016 年收购网游资深海外发行商幻想悦游，其作为国内首家 PS4、STEAM 平台游戏发行商，助力天神娱乐形成全球范围内的强大发行渠道，2017 年内幻想悦游代理海外发行的《火影忍者 OL》、《神曲》两款产品注册用户总量超 9.5 亿。2018 年由于宏观政策因素促使国内游戏公司加深海外布局，游戏获取成本和推广费用接连攀升导致幻想悦游利润受到严重挤压、接连亏损，公司已于 2021 年 6 月 14 日公告董事会决议，计划对外转让该资产，目前该工作稳步推进中。根据公告，此次交易如果执行完毕，将增厚上市公司净利润约 1.3 亿，预期也会显著改善上市公司资金状况。

3.3、布局电子竞技：电竞驱动游戏，创新赛道激活用户增长

电竞+棋牌：电竞赋能引领棋牌游戏回暖。天神娱乐从 2016 年开始布局流水稳定、周期较长的棋牌游戏领域，2018 年德州扑克类游戏成为监管整顿重点，公司相关业务受创，于 2020 年 1 月起与 WCAA 电子竞技大赛合作，将旗下棋牌产品全面接入 WCAA 云平台，并先后举办了“WCAA 斗地主大师赛”、“WCAA 2020 季前赛”、“WCAA 2020 春季赛”等系列电竞赛事。在创新电竞模式的加持下，玩家数量持续增长，2020Q2 总注册用户数环比增速 170%。2021H1 公司赛事开启虎牙直播，每比赛日直播时间超 5 小时、热度超 60 万，新用户付费及留存超过现有用户 10%以上。未来通过与 WCAA 和直播平台的深度合作，电子棋牌赛事影响力将逐步增大，其收入也有望步入常态化。

图8: WCAA2020 季前赛举办德州扑克、斗地主线上游



资料来源：天神娱乐官网，新时代证券研究所

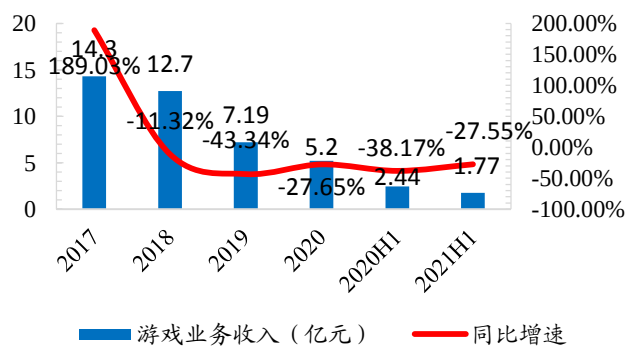
电竞+休闲游戏：拓宽变现路径，激发盈利潜力。对于休闲游戏买量成本高、营利能力低、渠道盘剥严重的问题，公司在 2021 年拓展电竞领域，搭建休闲游戏竞技平台、建立先发优势，并于 2021 上半年推出首个全民休闲游戏电竞平台

“PK.NOW!”，平台上囊括了知名休闲游戏和年轻团队的创意新作、种类涵盖射击、跑酷、节奏、消除、解谜等，激活游戏 IP，创造了盈利新模式，多元的竞技形式将吸引更多用户、带来盈利新增长。

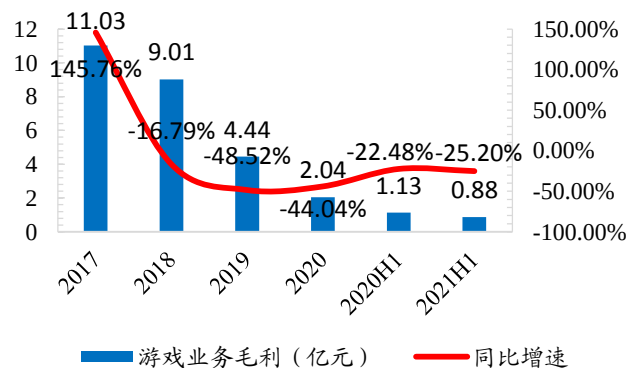
图9: “PK.NOW!” 平台休闲游戏的种类与赛制多样

资料来源: PKNOW 公众号, 新时代证券研究所

游戏业务 2021H1 营收、毛利同比降低。天神娱乐游戏业务 2021H1 实现营收 1.77 亿元, 同比降低 27.55%; 毛利润 0.88 亿元, 同比降低 25.2%。2018 年起公司业务遭遇商誉减值、游戏版号冻结、棋牌游戏被重点整顿等风险, 导致游戏业绩急转直下; 21H1 无新游戏上线, 而进入衰退期的游戏业绩下滑, 令营收、毛利同比降低。

图10: 2021H1 游戏业务营收同比下降 27.55%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图11: 2021H1 游戏业务毛利同比下降 25.20%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表4: 公司游戏业务财务摘要

游戏业务科目 (亿元)	2021H1	2020	2019	2018	2017
游戏业务营收	1.77	5.2	7.19	12.7	14.3
同比增速	-27.55%	-27.65%	-43.34%	-11.32%	189.03%
游戏业务毛利	0.88	2.04	4.44	9.01	11.03
同比增速	-25.20%	-44.04%	-48.52%	-16.79%	145.76%
游戏业务毛利率	49.68%	39.16%	61.82%	70.97%	77.14%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

4、数据流量业务：数字效果与品牌内容并举

生态园模式打造互联网价格洼地，推动业务增长。2020 年公司依托自身流量优势与产业资源，在山西创立了国内首家数据流量生态园。生态园基于多维数据与海量内容，聚合品牌商家、中小商家、内容创业者、MCN 机构、新个体经济等核心要素，挖掘客户痛点，创新服务体系，吸引数字文娱、数字电商、数字物流、数字教育、数字医疗等数字经济企业群体以及网红主播、网约派送等数字经济平台、新个体经济跨越物理边界持续落地。生态园依托增量财政贡献，力求打造互联网价格洼地、实现全场景流量运营，成立半年多来已有包括满帮集团、聚盟共建、盛趣游戏、巨人网络等头部企业共计逾 100 家企业入驻，形成独立的生态体系，为公司数据流量业务持续汇聚客源、提供增长动力。

图12: 山西数据流量生态园补贴优厚、入驻企业丰富



资料来源：山西数据流量生态园招商手册，新时代证券研究所

图13: 山西数据流量生态园立体式、全覆盖的流量型经济体系

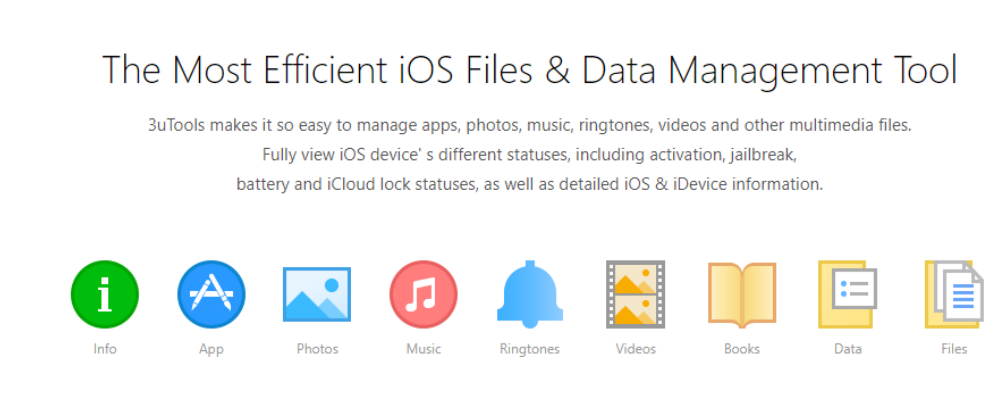


资料来源：山西数据流量生态园公众号，新时代证券研究所

4.1、数字效果流量：爱思助手延续增长，精准营销获取超额利润

爱思助手用户持续增长，公司产品矩阵逐渐完善。爱思助手作为公司旗下强大的流量分发平台，总用户数达 2.47 亿人，月活约 2000 万人，经营模式为 APP 应用广告合作、手机游戏联运分成合作，已累计为 100 余万款应用产品执行投放，产品累计下载量超 210 亿次，长期服务包括字节跳动、爱奇艺、腾讯音乐等在内的互联网各领域头部企业。21H1 爱思助手新增用户 1490 万人，CPT、CPA、CPS 收入占比分别为 40.4%、44%、15.6%。同时公司进一步完善产品矩阵，依托爱思助手推出其海外版 3uTools，平均月活 164 万人；推出综合生活工具类应用“米橙”；并上线商家服务平台，对接上游零配件厂商与下游门店消费者。依托爱思助手，公司将继续对产品进行纵深研发，未来用户规模有望进一步扩大。

图14： 3uTools 为 iOS 系统提供强大的文件与数据管理功能



资料来源：3uTools 官网，新时代证券研究所

精准数字营销聚焦头部流量平台，专注视频信息流效果营销。公司拥有巨量引擎和快手核心代理资质，以及巨量千川和磁力金牛电商营销服务资质。凭借自身核心算法技术储备，自研 Alchemy 流量变现系统等，组建专注于国内数字营销的团队，结合长期以来的市场运作经验，为客户提供基于巨量引擎、快手等头部优质短视频媒体的涵盖创意素材制作、投放策略定制、实时数据分析、运营优化等全方位精准数字营销服务。截至目前，公司已完成以北京为总部，重庆、郑州、太原为分部的国内精准数字营销业务团队搭建，其中重庆、郑州、太原三地分设技术研发、运营优化、创意素材制作团队，储备专职及兼职演员人数超 1,000 人，搭建占地超 10,000 平米的创意视频拍摄基地。公司已服务包括网易严选、映客网络等在内的累计 322 家客户，累计完成创意素材制作 3.44 万条，创意素材点击 1,229,856 万次，实现效果转化 30,636 万次，日消耗最高达 457 万元。

参股公司 DotC 深耕数据智能领域，基于算法技术优势打造营销全链解决方案。天神娱乐参股公司 DotC 深耕移动营销多年，是程序化营销领域先行者。通过机器学习加大数据的自主研发，打造 Integrated Marketing Cloud 全链条营销云，为客户提供一站式效果营销解决方案。DotC 基于海量的自有及第三方流量优势，借助自研 Noogenesis 等大数据营销工具，为包括网易、米哈游、淘宝等在内的优质客户对接今日头条、快手、广点通、TikTok 等头部媒体平台，通过大数据提取、分析和预测，结合优化算法，高效塑造品牌影响力，显著提升广告投放 ROI。覆盖中长尾媒体，提供基于效果的广告交易平台。未来将继续依托通用性、自动化与智能化，为

客户打造针对增长，留存和变现全链解决方案，帮助企业实现更大规模和更高效的用户增长。

图15: DotC 入选《中国营销技术生态图，精英 100》广告技术赛道



资料来源:《中国营销技术生态图，精英 100》，新时代证券研究所

4.2、品牌内容流量：持续制作优质内容，行业回暖带动梯媒投放

多元营销模式带动品牌内容流量。品牌内容流量板块，公司在区媒、影视双向布局，已服务包括茅台、五粮液、习酒、京东、国美等累计超 1000 家客户。在 2020 年疫情的宏观不利因素下，公司把握社区媒体发展机遇，大力投放梯媒，在保持原有大客户的同时新增森马、合生元、中粮等众多合作。2021 年行业回暖，京东、君乐宝等头部客户在新潮梯媒的投放额显著提升。同时，公司积极推进影视艺人商务的进程，成功操盘多部热门影视的内容流量植入。

表5: 2020-2021 天神娱乐品牌内容营销平台操盘项目不完全统计

时间	类型	片名/项目	品牌
2020 年 2 月	电视剧	《完美关系》	贝壳找房
2020 年 3 月	电视剧	《如果岁月可回头》	滴滴出行、小郎酒
2020 年 5 月	电视剧	《谁说我结不了婚》	利郎服装
2020 年 9 月	电视剧	《平凡的荣耀》	滴滴出行
2020 年 9 月	快手短剧	《住在我家的花美男》	自然堂
2020 年 10 月	电影	《夺冠》、《我和我的家乡》	银联、福临门食用油、长城葡萄酒、爱玛电动车
2020 年 9-10 月	艺人经纪	雅芳乐华代言项目	雅芳
2020 年 11 月	艺人经纪	郎酒陈宝国代言项目	郎酒
2020 年 11 月	艺人直播	黄圣依爱玛电动车直播	爱玛电动车
2021 年 3 月	电视剧	《爱的理想生活》	君乐宝
2021 年 6 月	电视剧	《我们的新时代》	光良酒
2021 年 6 月	电视剧	《你微笑时很美》	自然堂
2021 年 7 月	电视剧	《北辙南辕》	郎酒、京东、良品铺子
2021 年 7 月	电影	《中国医生》	饿了么、爱玛电动车、周黑鸭、劲霸男装

资料来源:公司公告，新时代证券研究所

投资并购优质标的，强化内容制作。公司不断延伸在影视制作领域的布局，先后并购工夫影业、嗨乐影视等头部制作公司，通过并购基金投资微影时代，并不断挖掘储备优质 IP。2019 年 4 月，公司旗下合润传媒与最高检影视中心联合出品的《因法之名》收视份额高达 2%；通过 IP 合作并参与投资的网剧《将夜》在腾讯视频累计播放超 50 亿次；2020 年公司签约自然堂，定制短剧《住在我家的花美男》在快手平台获最高评级 S+，上线 4 日播放量破千万；旗下嗨乐影视与爱奇艺在 2020 年 3 月联合出品的网剧《民国奇探》，累计播放量截至当年末超 18 亿次；旗下工夫影业与网易影业等联合出品的《侍神令》大电影于 2021 年春节档斩获 2.7 亿元票房，并成功登上 2021 年第 12 周 Netflix 电影全球热度榜前 10，2021 年 5 月上映爱情电影《我要我们在一起》累计票房超 3.2 亿。投资并购标的陆续产出优质作品，公司品牌内容布局有望持续拓展。

图16： 天神娱乐签约自然堂定制快手短剧《住在我家的花美男》



资料来源：天神娱乐公众号，新时代证券研究所

把握国潮新风口。合润传媒作为公司品牌内容流量板块的核心成员，是影视 IP 领域的领军企业。随着国潮 IP 的兴起，微博国潮话题总阅读量过百亿，国货在 95 后、00 后中人气居高。合润传媒把握新风口、整合优质文创 IP，获得包括《故宫》、《三星堆》、《中国航天》、《敦煌》及众多影视 IP 授权；2021 年初促成自然堂与天坛的跨界合作，实现品牌的年轻化营销。

4.3、“流量+”业务：绑定潜力品牌，分享高增长红利

深度合作潜力品牌实现流量反哺。公司充分发挥在短视频、直播、内容营销等领域的流量优势，与潜力品牌深度合作。今年 7 月，公司为日本院线级美妆市场中市占率第一的品牌 FAITH 妃颐思成立中国市场的电商代理运营和销售主体，联合百万粉丝时尚博主、小红书达人共同为品牌天猫旗舰店引流，与轻食品牌“新元素”跨界合作，邀请明星直播带货，并携手天猫超级进口日刺激销量，活动当日店铺浏览量增加 148.57%，转化率达 221.43%，支付金额较上一个 7 日上涨 4276.44%。依托数据流量优势，公司将持续扩大产品、品牌布局，最终实现流量生态反哺品牌增值的良性循环。

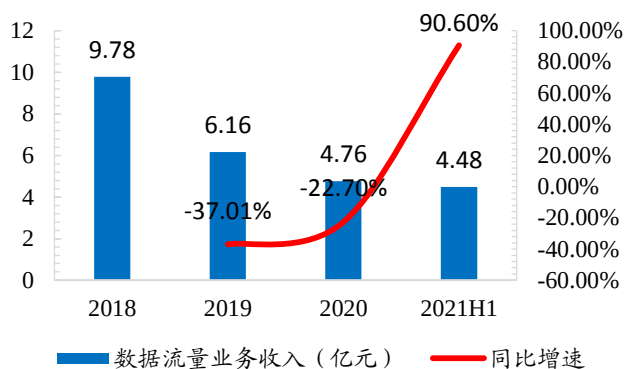
图17： FAITH 妃颐思携手天猫超级进口日、邀请明星直播带货



资料来源：天神娱乐公众号，新时代证券研究所

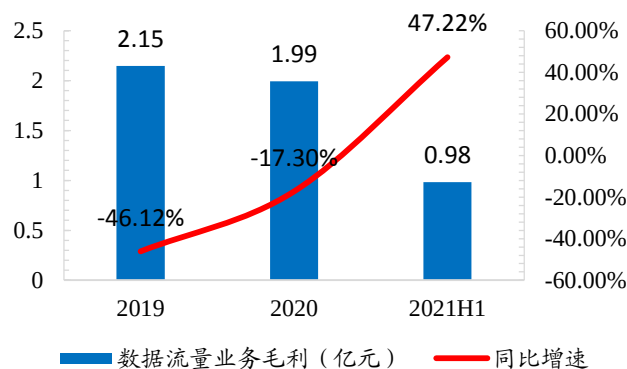
数据流量业务 2021H1 营收、毛利同比上涨。天神娱乐数据流量业务 21H1 实现营收 4.48 亿元，同比上涨 90.6%；毛利润 0.98 亿元，同比上涨 47.22%。考虑公司依托山西数据流量生态园聚合海量内容、创新服务体系，未来业绩有望稳步增长。

图18: 2021H1 数据流量业务营收同比上涨 90.60%



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图19: 2021H1 数据流量业务毛利同比上涨 47.22%



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表6: 公司数据流量业务财务摘要

数据流量业务科目 (亿元)	2021H1	2020	2019	2018
数据流量业务营收	4.48	4.76	6.16	9.78
同比增速	90.60%	-22.70%	-37.01%	
数字效果流量	3.61	3.52	4.58	6.91
同比增速	125.07%	-23.17%	-33.72%	
品牌内容流量	0.87	1.24	1.58	2.87
同比增速	16.81%	-21.34%	-44.94%	
数据流量业务毛利	0.98	1.99	2.15	
同比增速	47.22%	-17.30%	-46.12%	
数字效果流量	0.864956	1.898688	2.186034	
同比增速	47.56%	-18.41%	-36.62%	
品牌内容流量	0.117276	0.093496	-0.040764	
同比增速	14.67%	-13.38%	-69.78%	
数据流量业务毛利率	21.92%	41.83%	34.84%	
数字效果流量	23.96%	53.94%	47.73%	
品牌内容流量	13.48%	7.54%	-2.58%	

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

5、盈利预测

公司已顺利摆脱债务困境、业绩转盈，游戏结合电竞协同发展、数据流量业务有持续向好潜力，公司自有流量平台、品牌内容、流量生态园模式的增长空间值得期待。预计公司 2021/2022/2023 年净利为 2.78/3.65/4.67 亿元，同增 61.39%/31.5%/27.9%，当前股价对应 PE 分别为 19/14/11 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

6、风险提示

公司战略推进不及预期、业务发展不及预期、数据流量业务政策风险、海外经营不利、游戏发行渠道竞争加剧、人才流失等风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马笑，华中科技大学硕士，2017年加入新时代证券，首席分析师，传媒互联网&计算机科技行业组长。5年文化传媒互联网软件公司实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富中国百佳分析师传媒行业第一名；2019年每市组合传媒行业第三名；2020年Wind金牌分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	梁爽 销售总监 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	阎喜蒙 销售副总监 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	丁培培 销售经理 邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>