

浙数文化（600633）

公司研究/深度报告

传统报业国企两次改革，成功转型数字文化集团

——浙数文化（600633）深度报告

深度研究报告/传媒互联网产业

2017 年 04 月 13 日

报告摘要：

● 传统报业国企借壳上市，借用资本提升经营能力

在政策红利和行业改革的双重推动下，公司抓住机遇于 2011 年借壳白猫股份上市，而由于第一大股东浙报集团前身浙江日报社系中共浙江省委机关报，所以公司上市时得到了浙江省委、省政府和中宣部、新闻出版总署、中国证监会等有关部门的大力支持。此后公司积极借助资本力量使其营收与净利润呈现逐年稳定增长态势，现在公司以投资与经营现代传媒产业作为其核心业务。

● 初次改革并购边锋浩方，二次改革剥离传统报业资产

公司 2013 年定增并购杭州边锋和上海浩方，现在游戏版块已经形成了以两者为核心，深度布局互联网游戏和电竞的格局。同时边锋和浩方营收、利润始终维持高于行业均值的稳定增长，对数娱平台整体营收增长起到了强有力的支撑；2017 年初，公司在遵循“传媒控制资本，资本壮大传媒”发展理念的基础上，剥离了 21 家传统报业的子公司。一方面，止住亏损增厚了利润。另一方面，保留更具发展潜力和盈利能力的数字娱乐及大数据板块，有利于优化公司自身业务结构。此举在推进整个国企文化传媒领域改革中则具有里程碑式的重大创新意义。

● 发力数娱及大数据产业，预计开启千亿级市场空间

公司于 2017 年初剥离预估值 19.97 亿元的传统报业媒体资产，加上已完成定增的 20 亿元。未来将以：1、优质 IP 为核心的数字娱乐产业；2、以电子竞技等为主的垂直直播业务；3、大数据产业，以及文化产业经营和文化产业投资等三大领域为布局重点，着力建设国内领先的互联网数字文化产业集团。公司未来会继续围绕杭州边锋这一主平台构建全产业链数字娱乐生态圈，并加大力度投入“IP”产业发展，对公司内外优质资源进行整合创造新盈利模式。

● 投资建议

预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.35 元、0.53 元和 0.73 元，当前股价对应的 PE 分别为 53X、36X 和 26X。我们考虑到公司未来现金流充裕，有望加强公司在数字娱乐和大数据产业的布局能力。给予公司 2017 年 57~69 倍 PE，未来 12 个月合理估值 20~24 元，看好此次转型突破，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示

1、宏观经济下行；2、企业转型速度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3549.93	1794.00	2481.81	3384.82
增长率（%）	2.67%	-49.46%	38.34%	36.39%
归属母公司股东净利润（百万元）	611.63	460.51	687.19	946.39
增长率（%）	0.22%	-24.71%	49.22%	37.72%
每股收益（元）	0.47	0.35	0.53	0.73
PE（现价）	40.44	53.72	36.00	26.14
PB	3.22	3.69	3.31	2.89

资料来源：公司公告、民生证券研究院

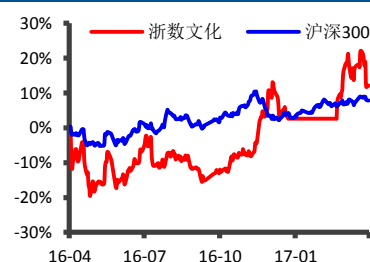
强烈推荐 维持评级

合理估值：20—24 元

交易数据 2017-4-12

收盘价（元）	20.03
近 12 个月最高/最低（元）	21.20/13.48
总股本（亿股）	13.02
流通股本（亿股）	11.88
流通股比例（%）	91.24
总市值（亿元）	261
流通市值（亿元）	238

该股与沪深 300 走势比较



分析师：陶治

执业证号：S0100515100001
电话：(8610) 85127645
邮箱：taoye@mszq.com

研究助理：史家欢

执业证号：S0100115100035
电话：(8621) 60876719
邮箱：shijiahuan@mszq.com
邮箱：yangsirui@mszq.com

相关研究

1. 民生传媒行业公司点评报告：浙报传媒（600633）：全面实现产业变革，构建领先数字文化集团.20170227
2. 民生传媒行业公司点评报告：浙报传媒（600633）：业绩增长符合预期，打造领先数字文化集团.20170316

目录

一、国企改革领军企业积极转型为数字文化集团	3
（一）报业集团首家上市企业，借助资本提升经营能力	3
二、紧抓时机两次改革，构建数字文化集团	8
（一）移动阅读模式深受欢迎，传统报业模式亟待转型	8
（二）定增并购边锋及浩方，初次改革切入数娱板块	11
（三）二次改革剥离新闻资产，公司完成产业改革布局	15
三、聚焦数娱和大数据产业，开启万亿级市场空间	19
（一）游戏千亿市场规模，移动化布局顺应行业趋势	19
（二）电竞直播产业崛起迅速，战旗TV更具发展优势	21
（三）大数据市场空间巨大，定增加自筹建设生态圈	26
四、盈利预测与投资建议	30
五、风险提示	31
插图目录	33
表格目录	33

一、国企改革领军企业积极转型为数字文化集团

浙报传媒集团股份有限公司是中国报业集团中第一家媒体经营性资产整体上市的公司，于 2011 年 9 月 29 日在上海证交所借壳白猫股份上市。公司以投资与经营现代传媒产业为核心业务，截至 2016 年底公司主营业务按照行业分为：商品销售、报刊发行、发行业务、广告收入、印刷业务、技术信息服务、衍生产品销售、无线增值服务、平台运营以及其他业务。2017 年公司将新闻传媒类资产转移至控股股东后，主营业务变为更具发展潜力和盈利能力的数字娱乐及大数据产业板块，未来公司也将以此为基础全力建设领先的数字文化集团。

（一）报业集团首家上市企业，借助资本提升经营能力

2002 年 8 月 5 日，中共浙江省委宣传部同意组建浙江日报报业集团有限责任公司，即浙报控股的前身。2009 年浙江日报报业集团有限公司企业名称变更为“浙报传媒控股集团有限公司”，经营主业为运营报业经营性资产。2011 年 9 月 29 日，浙报传媒借壳白猫股份上市，成为中国报业集团中第一家媒体经营性资产整体上市的公司。

1、行业发展与政策推动背景下，借壳白猫股份上市

2009 年的国内传媒行业变革趋势加剧，正处在大分化、大调整、大发展的关键时期，其中的标志性事件有：中华全国新闻工作者协会主办的《中华新闻报》宣布停刊，成为首家因经营问题而停刊的中央级媒体。当时国内报业将其作为报业改革的一大信号，认为未来报业发展必定要走向一个市场化运作的全新阶段；同年，阿里巴巴集团和浙江日报报业集团共同投资 5000 万元人民币组建的周刊《淘宝天下》，同时也在互联网上发行，这份由互联网文化和资源打造的新媒体，改变了传统媒体的办报模式和经营理念。同时也改变了传统纸媒的征订和发行方式。

随后的 2010 年，中共中央宣传部会同 9 部委联合发布了《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》，旨在推动符合条件的传媒文化企业上市，其中提出，中央财政资金将重点支持国有控股文化企业股份制改造。并且，纵观国内外传媒发展经验，打造上市平台是传媒集团做大做强，提高综合实力和影响力的一条极为重要的途径。

因此在政策红利和行业改革的双重推动下，浙报传媒作为浙江省第一家国有文化传媒类上市公司，为了实现国有资产保值、增值，提高公司自身的持续经营能力和盈利能力，决定整体上市。

图 1：2011 年公司上市敲钟仪式

图 2：2011 年公司路演推介会团队



资料来源：公司官网，民生证券研究院



资料来源：公司官网，民生证券研究院

2、资产置换及发行股份并行，浙报传媒正式借壳上市

公司借壳上市方案主要由资产置换、发行股份购买资产两部分组成。两部分同时进行，互为条件。

1) 资产置换

白猫股份将截止 2010 年 9 月 30 日经审计评估的全部资产和负债（除应付股利及对应的货币资金外）与浙报控股持有的报刊传媒类经营性资产（共计 16 家子公司的股权）进行置换，浙报控股指定白猫股份全资子公司美加净日化承接全部置出资产。

2) 发行股份购买资产

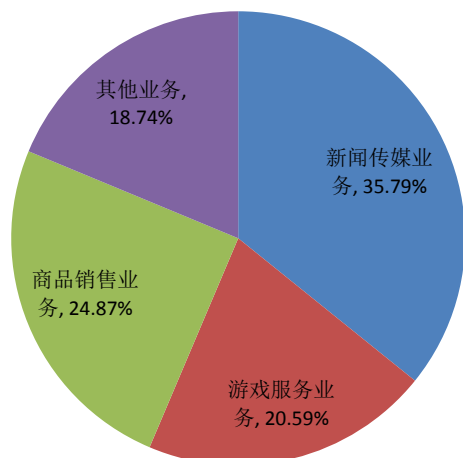
资产置换过程中形成的置换差额由白猫股份向浙报控股非公开发行股份购买。2011 年 7 月，白猫股份向浙报控股发行 277,682,917 股，募集资金 21.6 亿元。

本次成功上市，一方面是由于公司认真贯彻落实了中央关于文化体制改革的决策部署意见，另一方面，公司也积极抓住在国内报业集团中率先推动经营性资产整体上市的机遇。

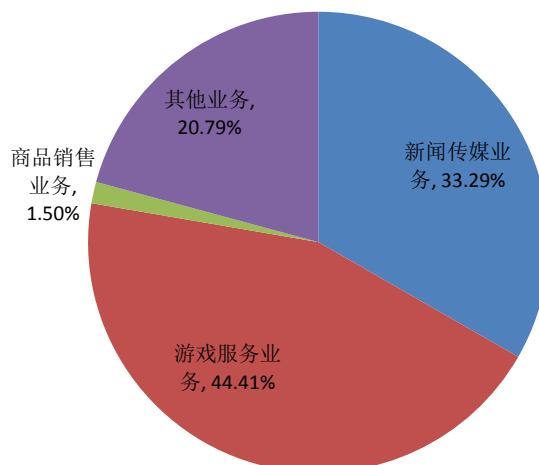
在完成借壳上市后，2011-2016 年业务逐年稳定。而后，公司在 2013 年通过收购杭州边锋和上海浩方，2014 年设立“钱报有礼”电商平台，使公司原有的传统新闻产业的业务拓展到数字娱乐产业和商品销售领域，进一步实现多元化发展目标。

图 3：2016 年各业务营业收入占比

图 4：2016 年各业务利润占比



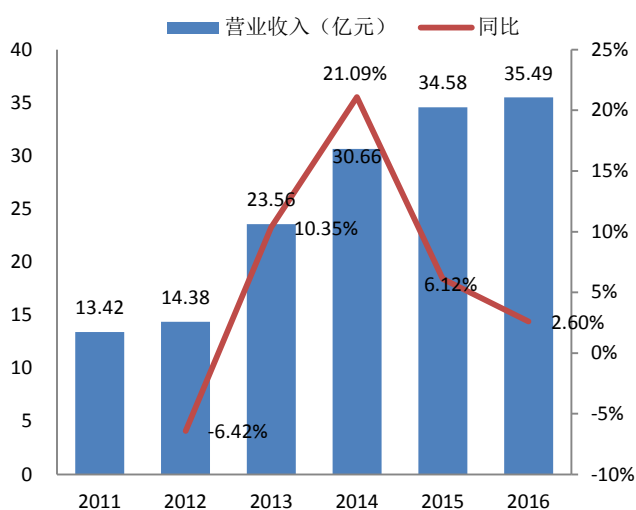
资料来源：公司公告，民生证券研究院



资料来源：公司公告，民生证券研究院

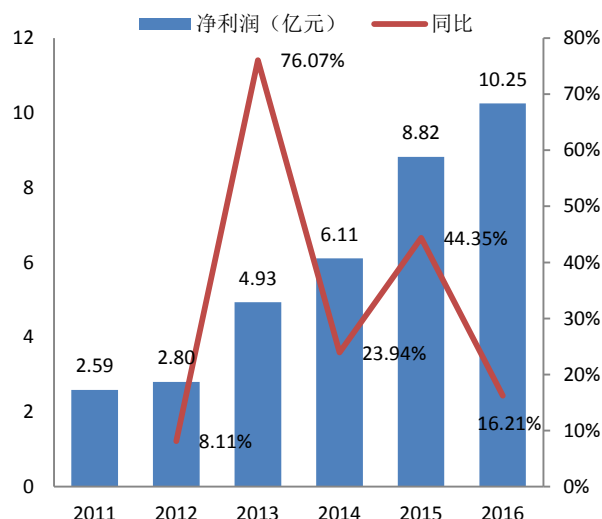
公司在 2013 年并购边锋和浩方后，由于两者优秀的业绩表现和较高的毛利率，使得 2013 年营业收入和利润有较快增长。2014 年，由于“钱报有礼”电商平台以及边锋旗下战旗直播平台的上线，进一步确保了公司营收和净利润的持续增长。2016 年，在保持传统新闻产业增速高于行业均值的基础上，公司于 2017 年初计划剥离 21 家从事传统新闻资产的子公司，保留了更具盈利能力的数字娱乐和大数据产业。鉴于新媒体和大数据产业未来广阔的市场空间、相应子公司的竞争实力以及公司充足的资金背景，在公司优化后的业务结构背景下，业绩有望再创新高。

图 5：2011 年-2016 年营业收入及同比变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：2011 年-2016 年净利润及同比变化



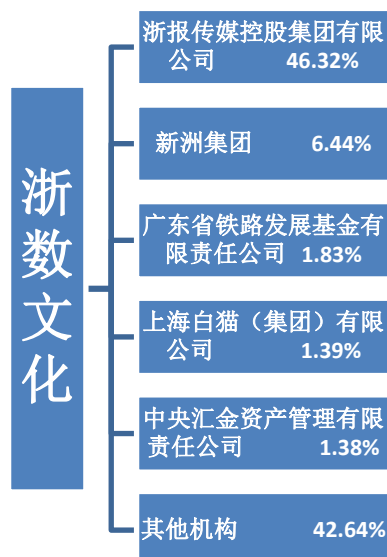
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3、公司股东实力雄厚，上市过程获政府大力支持

截至 2017 年 1 月 9 日，公司第一大股东为浙报传媒控股集团有限公司，占比为 46.32%。浙报控股成立于 2002 年 8 月 20 日，现为浙报集团全资子公司。浙报集团前身是浙江日报社，本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

该报系中共浙江省委机关报，1949 年 5 月 9 日创刊，2000 年 6 月 25 日成立浙江日报报业集团。

图 7：浙数文化股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司股东浙报集团秉承“以报为本、多元发展”的经营理念，从 2010 年开始，先后通过推动媒体经营性资产整体上市到并购边锋浩方网络平台，成功打造了融合发展的资本平台、技术平台、用户平台，赢得了在互联网领域整合资源的主动权，截至 2015 年已经跻身全国十大报业集团第二位。

表 1：2015 年总体经济规模综合评价前 10 位的报刊出版集团

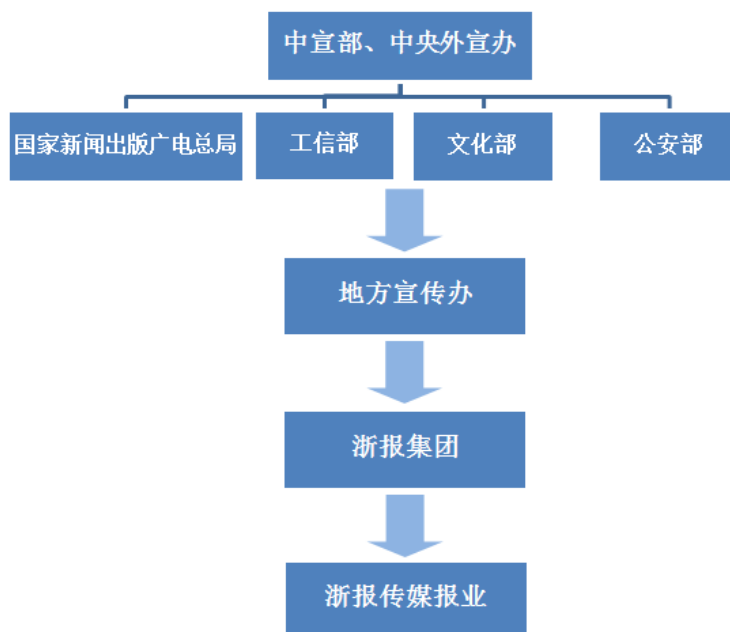
综合排名	集团	综合评价得分	2014 年排名	排名变化
1	上海报业集团	4.4319	1	0
2	浙江日报报业集团	2.8283	3	1
3	成都传媒集团	2.0975	2	-1
4	山东大众报业（集团）有限公司	1.2563	4	0
5	陕西华商传媒集团有限责任公司	0.6788	-	-
6	湖北日报传媒集团	0.6611	7	1
7	南方报业传媒集团	0.5770	8	1
8	深圳报业集团	0.5581	13	5
9	四川日报报业集团	0.5415	11	2
10	广州日报报业集团	0.5285	5	-5

资料来源：中国报业协会，民生证券研究院

在我国，报业党政监管体制主要是指我国党和政府通过在中央宣传思想工作领导小组和中央精神文明建设指导委员会的“归口”管理下，由中宣部、中央外宣办具体领导的包括国家新闻出版广电总局、工信部、文化部、公安部等行政机构或其他行政管理部门，以及地方各级政府中承担相应的行业规制职责的党政机构，依据我国相关法律法规，对报业的传播内容、市场行为进行规范管理。

而在此次上市重组过程中，公司得到了浙江省委、省政府和中宣部、新闻出版总署、中国证监会、上海市委宣传部、上海证交所，以及浙江省有关部门的大力支持。并且，浙数文化注入上市公司的 16 家公司优质的财务运营状况和清晰规范的治理结构也加快了上市进程。

图 8：我国报业监管系统



资料来源：青年记者杂志，民生证券研究院

二、紧抓时机两次改革，构建数字文化集团

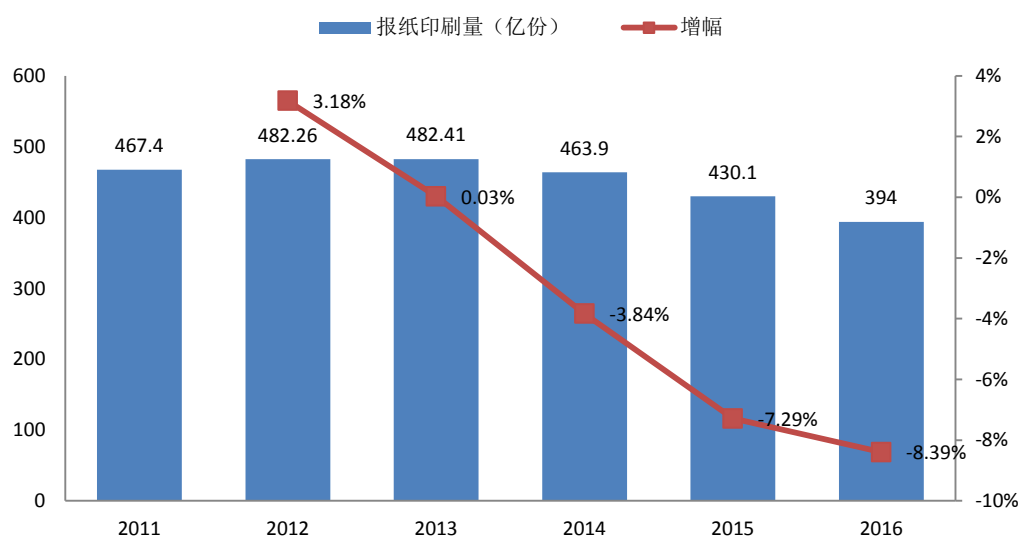
公司自 2011 年成功借壳上市到 2016 年底，公司传统报业的业绩表现始终优于行业的平均水平。但是，随着移动终端设备数量的大量增长、网民数量的激增以及社交属性 APP 的推出，移动阅读以及网络阅读模式以其便捷性、及时性和多样性的特征吸引了更多年轻用户的关注，传统纸媒销量收到严重打击。公司积极把握行业变革趋势，在保证报业稳定发展的情况下，开始规划改革力图增加新盈利点。

（一）移动阅读模式深受欢迎，传统报业模式亟待转型

1、移动社交阅读大受欢迎，导致报纸阅读率与发行量下滑

随着新兴媒体和移动手持终端的发展以及报纸广告版面的减少，全国报纸总印刷量逐年下降。根据国家统计局数据显示，2016 年度全国报纸印刷总印量为 394 亿份，较 2015 年的 430.1 亿份减少 36.1 亿份，下降幅度为 8.39%。而全国报纸年度总印刷量从 2013 年起就已经呈现逐年下降的趋势。根据《传媒蓝皮书：中国传媒产业发展报告(2016)》显示，2015 年各类报纸的零售总量同比下降 41.14%，停刊或休刊的知名报纸数则扩大到 30 家左右，较 2014 年增加了 20 家左右。

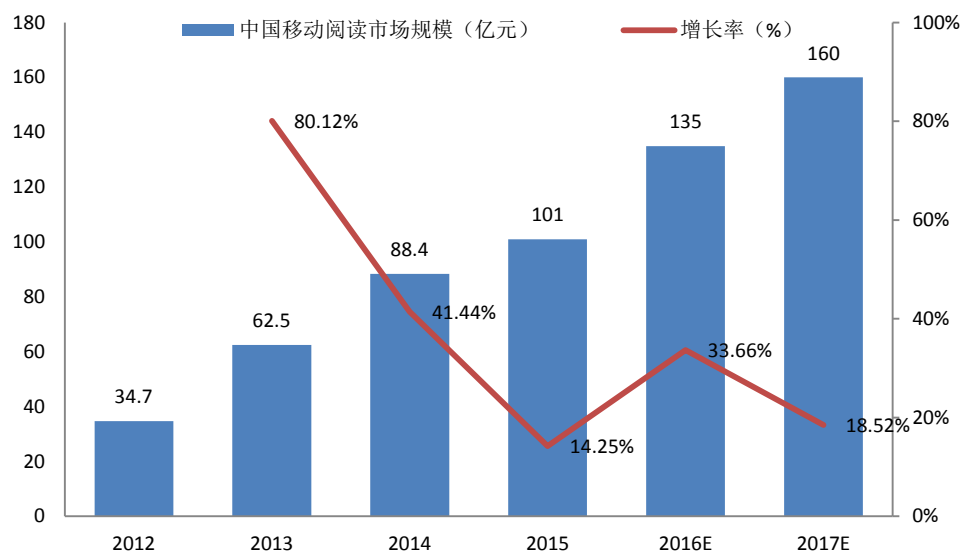
图 9： 2011-2016 年报纸印刷量及增长率



资料来源：全国新闻出版业基本情况，国家统计局，民生证券研究院

另一方面，2012 年-2016 年随着移动端普及，移动阅读、社交阅读正在成为国民新的阅读趋势。根据易观智库统计，2012-2016 年移动阅读市场收入规模逐年增高，2016 年预计达到 135 亿元。之后，随着中国智能移动设备将越来越普及化，移动阅读市场的活跃度将进一步提高，用户规模的增长也将有力的推动整体阅读市场的发展。预计 2017 年，中国移动阅读市场规模将达到 160 亿元，增长率有望达 18.52%。

图 10： 2012-2016 中国移动阅读市场规模及增长率

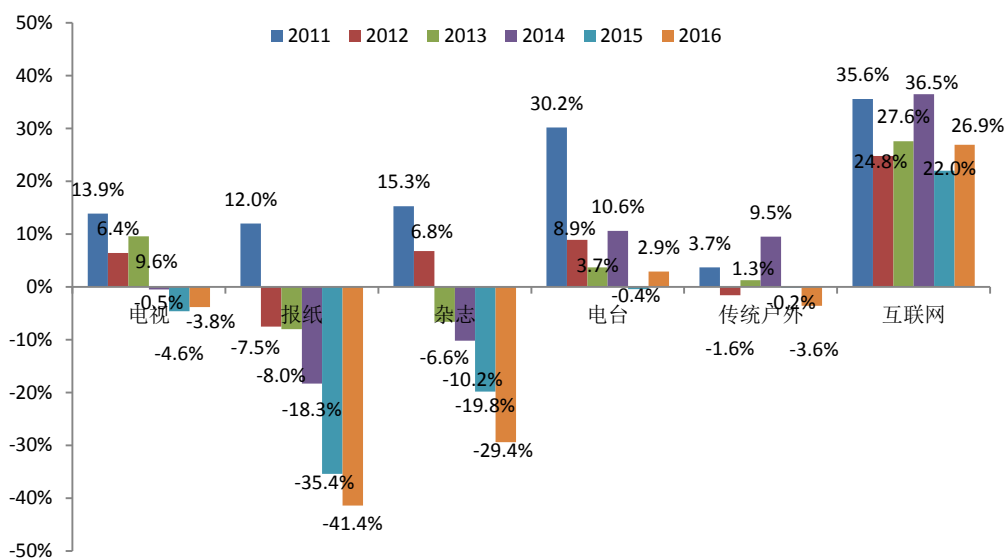


资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

2. 报纸广告收入大幅下滑，受新媒体广告冲击明显

随着报纸媒体融合进程的持续推进，传统报业广告、发行业务开始出现持续下滑现象。而 2012 年，随着 PC 端网络渠道逐渐成熟，外加移动互联网的快速发展，互联网媒介渠道越来越受广告主欢迎。同年报业广告首次出现了负增长。此后四年间，只有互联网广告能够保持高速增长的态势，报纸和杂志的广告收入则从 2013 年开始逐年大幅下降，电视广告也由于受到电视观众数量的下降以及互联网用户增长的影响，于 2014 年首次出现了负增长。

图 11: 2011-2016 中国各媒体广告刊例花费同比增幅对比



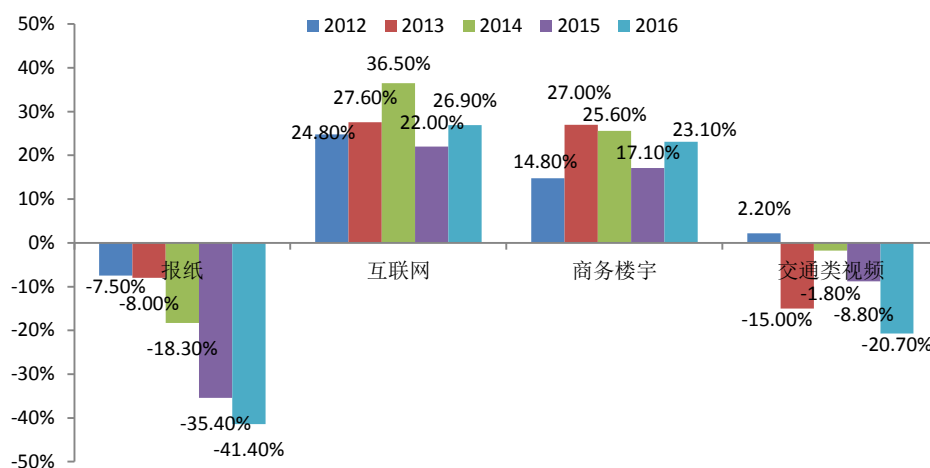
资料来源：CTR，民生证券研究院

随着电商经济的兴起与实体商业的低迷，报纸广告的下降幅度开始逐年增加。与传统媒体相比，新媒体领域的广告增长明显加速，除了交通类视频之外，互联网、商务楼宇视频增

幅的增幅都能保持在 20% 左右。

其中，报纸广告收入在 2015 年降幅达到 35.40%，主要由于报纸的媒介特征，所以一直是汽车以及房地产广告的重要投放平台。但同年房地产广告的投放同比下跌 44.8%，交通广告的投放下跌 46.0%；报纸广告的第三大类型医疗广告的下降幅度也达到 48.9%。从而导致报纸广告的整体大幅下滑。

图 12：2012-2016 年报纸与各新媒体广告刊例花费增幅对比

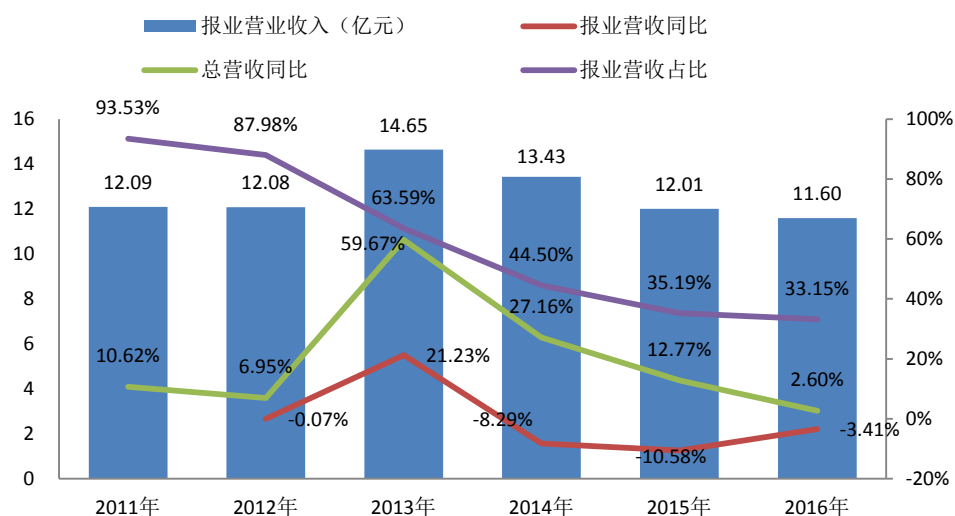


资料来源：CTR，民生证券研究院

3、公司报业收入降幅明显，报业企业转型迫在眉睫

在传统媒体行业下行趋势的大背景下，浙数文化的报业营业收入也从 2012-2013 年的高速增长状态下转为逐年下跌，并且报业营收占总营收比例也在逐年下降。具体原因是：2013 年是国内传媒集团发展分化的分水岭，不仅报业广告收入出现了 10%-15% 的下滑，互联网的发展还催生了大规模整合、停转、转型、跨业并购等动作，促使与互联网融合发展的大传媒形态初现雏形，体制机制也渐趋成熟。所以作为最直接、全面遭遇互联网冲击的行业，投资者对于报业企业具有更大的转型期待。公司报业营收占比从 2011 年的 93.53% 下降到了 2016 年的 33.15%，报业营收同比增速也从 2014 年开始全部为负，于是公司从 2013 年开始积极变革，向具有较好发展前景的产业进军。

图 13：2011-2016 年公司报业营业收入情况分析



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 定增并购边锋及浩方，初次改革切入数娱板块

在传统报业处于下行趋势的背景下，公司报业营收从 2013 年呈现逐年下降趋势，所以此后公司就开始着眼于具有更顺应时代发展，增长空间更大的新媒体业务，其中由于 2013 年中国游戏整体用户规模同比增长 20.6%，全国游戏市场销售收入同比增长 38%，显著高于其他新媒体产业的增长率。于是公司选择通过并购杭州边锋和上海浩方切入游戏产业。

1、政策支持文化企业跨越式发展，新媒体业务布局契合战略定位

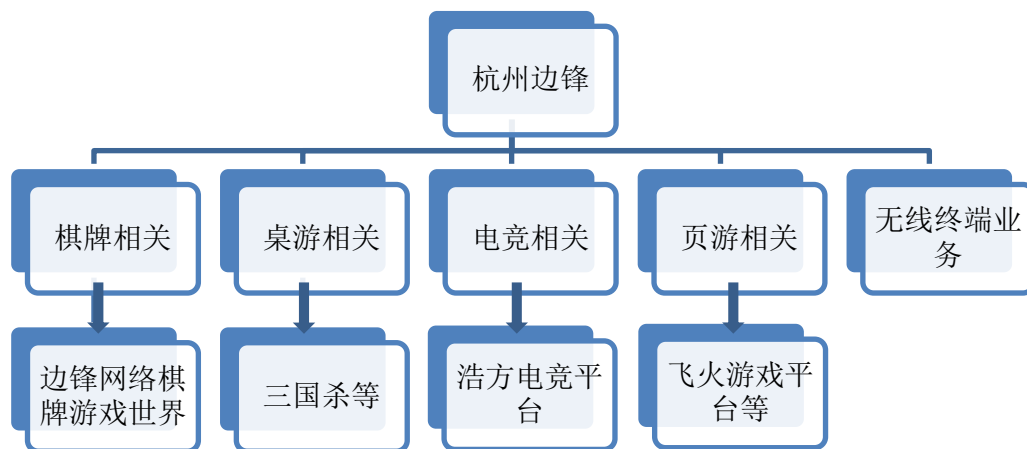
2009 年，国务院发布《文化产业振兴规划》提出推动跨地区、跨行业联合或重组，尽快壮大企业规模，提高集约化经营水平，促进文化领域资源整合和结构调整的要求；同年文化部发布《文化部关于加快文化产业发展的指导意见》指出文化产业的发展方向和发展重点包括游戏产业，要促进网络游戏、电子游戏、家用视频游戏的协调发展，鼓励游戏企业打造中国游戏品牌，积极开拓海外市场；而且进军新媒体产业不仅契合公司战略发展方向，还有利于加大公司在此领域的拓展力度，提高市场竞争力、持续经营能力和盈利能力。

2、通过定增收购边锋浩方，正式进军数字娱乐产业

2013 年 4 月，公司非公开发行募集总额 22.85 亿元收购杭州边锋 100% 的股权和上海浩方 100% 的股权。

杭州边锋创建于 1999 年，公司以在线棋牌、电子竞技平台、桌面游戏、无线终端为四大主营业务，旗下拥有边锋游戏、游戏茶苑、浩方电竞、三国杀等众多知名品牌，均是各自所处领域中的领先者；浩方电竞平台(cga.com.cn)是世界领先的电子竞技游戏平台之一，以电子竞技类游戏为核心，是一个支持电子竞技游戏、网络游戏、休闲游戏，并提供包括论坛和社交等服务的大型互动游戏社区平台。

图 14：杭州边锋产品结构图



资料来源：杭州边锋官网，民生证券研究院

图 15：杭州边锋手游产品



资料来源：杭州边锋官网，民生证券研究院

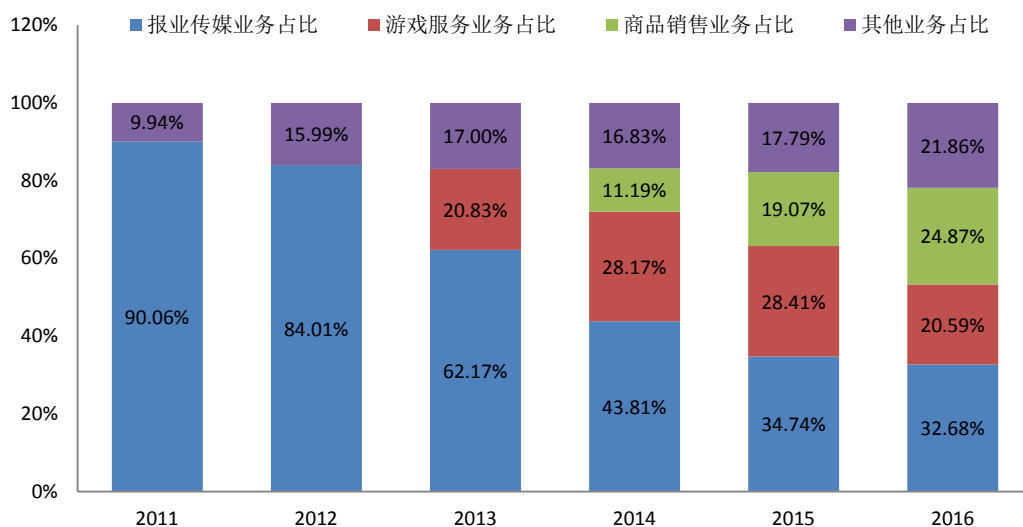
图 16：上海浩方电竞平台最新赛事列表



资料来源：上海浩方官网，民生证券研究院

由于杭州边锋、上海浩方着力推进移动化、竞技化建设，且营收、利润始终处于较高水平，所以 2013-2016 年公司游戏服务业务收入占比逐年增高。到 2016 年，互联网业务贡献了公司大部分的业绩，已经说明了公司的营收和利润结构已经初步实现互联网化转型的战略目标，也为公司新一轮创新发展奠定了基础。

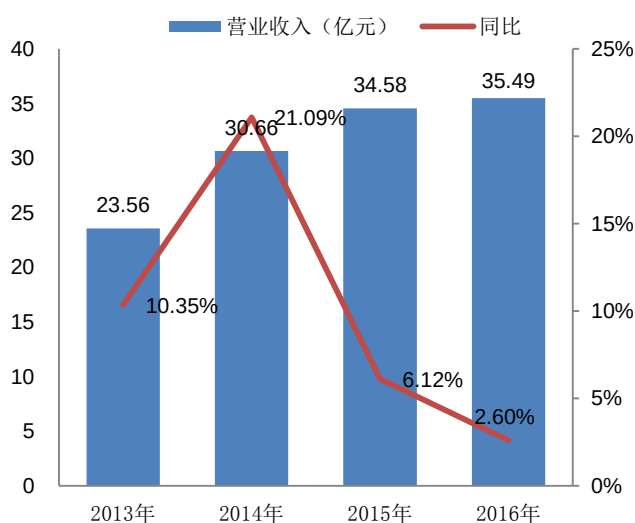
图 17：公司子版块业务营业收入占比情况



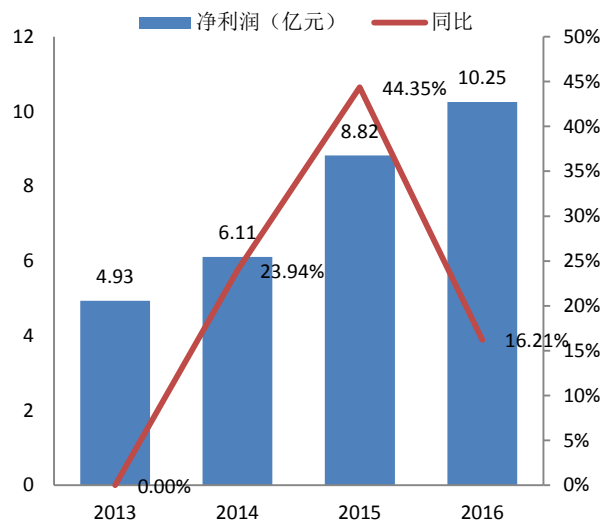
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 18: 2013 年-2016 年营业收入及同比变化

图 19: 2013 年-2016 年净利润及同比变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

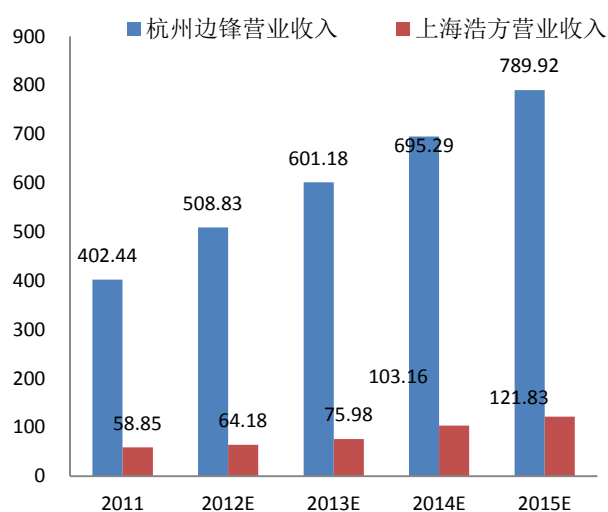


资料来源：公司公告，民生证券研究院

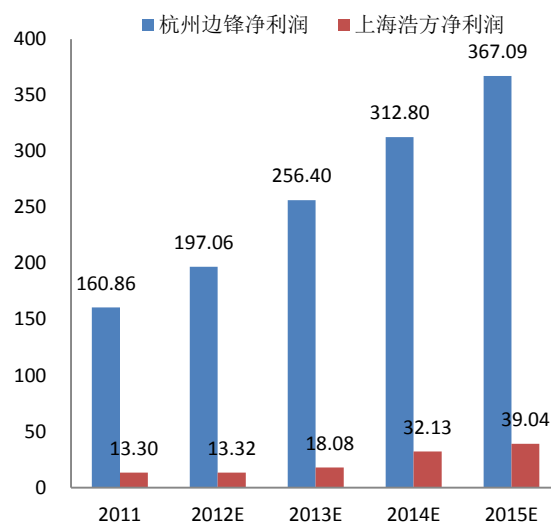
杭州边锋和上海浩方在业内也一直保持较高盈利水平。2013 年年报披露的两家公司 2013 年至 2015 年合并计算的预测净利润为：25,443.46 万元、32,127.31 万元、37,933.98 万元，截至 2015 年三年承诺利润均已经顺利完成。之后杭州边锋和上海浩方营收、利润始终维持稳定增长，对数娱平台整体营收稳定起到了强有力的支撑。

图 20: 边锋和浩方 2011 年-2015 年营业收入 (单位: 百万元)

图 21: 边锋和浩方 2011 年-2015 年净利润 (单位: 百万元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

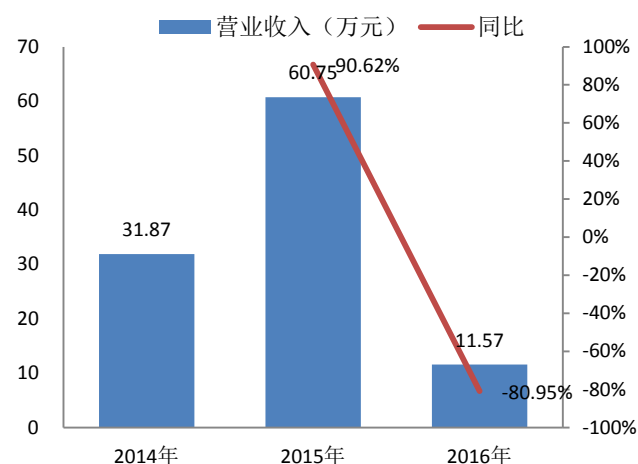


资料来源：公司公告，民生证券研究院

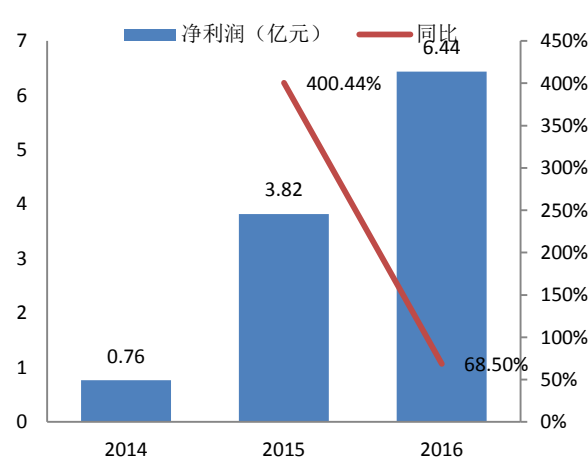
与此同时，公司为了构建有利于转型升级的传媒生态链，根据公司的发展战略调整了东方星空平台的投资策略。首先，公司于 2014 年重点投资了数据服务、游戏等新媒体相关领域，包括唐人影视、起凡、东方嘉禾、先睿掌奇等共 11 个项目，累计投资总额 2.08 亿元。其次，2015 年平台减持随视传媒和华数传媒获取净利润 38204 万元，比去年同期增长 400%。之后，2016 年由于公司战略布局开始侧重数字娱乐和大数据产业，所以东方星空也发起成立了规模 3 亿的创新基金和规模 10 亿的大数据产业基金。而该平台现在已经能以 3 亿元的投资资金撬动总计超过 22 亿元的资本参与，杠杆效应显著，效益同比 2015 年也有明显提升。这也说明了公司在业务结构升级的过程中具有的优秀资本运作实力。

图 22：2014 年-2016 年东方星空营业收入及同比变化

图 23：2014 年-2016 年东方星空净利润及同比变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司从 2013 年并购边锋和浩方后，公司互联网业务的营收和净利润逐年提升并且成为公司业绩增长的主要来源，投资平台东方星空和商品销售的收入占比也在逐年提升。相反公

司报业广告收入受报业整体下行趋势的影响，收入占比逐年下滑的同时毛利率也在逐年下降，在新媒体业务蓬勃发展的同时拖累了公司的整体业绩增长。

(三) 二次改革剥离新闻资产，公司完成产业改革布局

2017 年，在国企改革氛围愈发强烈的大背景下，公司公布了一份对于整个文化类国企的改革具有深远意义的方案。公司剥离预估值 19.97 亿元的传统新闻资产，一方面将处于下行周期的传统业务转移至控股股东，止住亏损，增厚了利润；另一方面，公司保留了更具发展潜力和盈利能力的数字娱乐及大数据板块，有利于优化自身业务结构；同时，加之最近完成的 20 亿元定增，公司新增近 40 亿元现金，这将大大加强公司在数字娱乐和大数据的布局的能力，也将进一步突出公司主业以及增强之间的协同效应，提升公司未来的盈利水平。

1、政策鼓励新旧媒体融合，数字娱乐产业空间广阔

自 2014 年 8 月，中央全面深化改革领导小组出台《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》后，推动传统媒体和新兴媒体融合发展便是落实中央全面深化改革部署、推进宣传文化领域改革创新的一项重要任务。而此次浙数文化实施的重大资产重组正是以深入贯彻《意见》为根本导向，在遵循“传媒控制资本，资本壮大传媒”发展理念的基础上，对新旧媒体融合作为改革创新领域的一次重大突破，也是在推进整个国企文化传媒领域改革中具有里程碑意义的一次重大创新。

基于公司对行业态势的准确把握和自有优势资源的充分发挥，公司已经形成了包括网络游戏、电子竞技、数字阅读等在内的产业格局，并且具备一定的行业竞争力，未来数字娱乐和大数据市场空间广阔，将进一步全面提升公司核心竞争能力和盈利能力。

2、剥离新闻业务改善财务状况，集中资源提升核心竞争力

2016 年底，公司拟向控股股东浙报传媒控股集团有限公司出售持有的 21 家一级子公司股权，预估值共为 19.97 亿元。截至 2016 年 12 月 31 日，拟出售资产的账面价值为 76,084 万元，预估值为 199,67 万元，预估增值 123,587 万元，预估增值率为 162.4%。通过本次交易，公司将全部新闻传媒业务板块资产出售给控股股东，保留公司更具发展潜力和盈利能力的数字娱乐及大数据产业板块。

表 2：出售子公司对应出资额与预估值

标的公司名称	标的股权	标的股权对应的认缴出资额 (万元)	预估值(万元)	交易价格预估值(万元)
浙江日报新闻发展有限公司	100%	1,500	56,530.71	56,530.71
钱江报系有限公司	100%	5,000	68,056.63	68,056.63
浙江智慧网络医院管理有限公司	100%	5,000	5,580.87	5,580.87
浙江老年报报业有限公司	100%	500	779.47	779.47

浙江日报报业集团印务有限公司	100%	10,000	11,738.37	11,738.37
浙江九星传媒有限公司	100%	4,000	1,475.43	1,475.43
浙江在线新闻网站有限公司	70.51%	3,865.17	6,809.33	6,809.33
浙江法制报报业集团	51%	255	4,240.09	4,240.09
浙江《美术报》有限公司	51%	255	2,469.17	2,469.17
浙江《江南游报》社有限责任公司	51%	255	399.49	399.49
乐清日报有限公司	51%	695.5829	6,767.28	6,767.28
瑞安日报有限公司	51%	544.68	2,483.89	2,483.89
海宁日报有限公司	51%	1,530	5,654.20	5,654.20
诸暨日报有限公司	51%	255	5,000.00	5,000.00
东阳日报有限公司	51%	1,012	4,812.16	4,812.16
上虞日报有限公司	51%	317.73	1,304.90	1,304.90
绍兴市柯桥日报有限公司	51%	255	3,973.26	3,973.26
永康日报有限公司	51%	1,048.17	8,247.68	8,247.68
温岭日报有限公司	51%	255	1,265.05	1,265.05
上海高铁旅游服务有限公司	51%	510	510	510
浙江浙商传媒有限公司	49%	294	1,573.02	1,573.02
合计金额			199,671.00	199,671.00

资料来源：公司公告，民生证券研究院

本次交易完成后，一方面，有利于公司进一步转换经营机制，提升经营活力和市场化竞争能力，通过探索推行企业职业经理人制度，建立市场导向的选人用人和激励约束机制，畅通现有经营管理者与职业经理人的身份转换通道，引进市场化高端人才，全面提高运行效率，增强企业活力、竞争力和抗风险能力，从而全面提升公司盈利能力和经营业绩，提高股东回报，继续保持行业领先地位。

另一方面，有利于公司优化业务结构，集中资金及资源重点发展优势业务，从而提升公司的资产质量和盈利能力，实现业务的转型升级和公司的可持续发展。公司将获得充足的流

动资金支持，有利于继续依托国有控股股东的背景、资源和优势，充分地利用资本平台，寻找优质资产，抢占优势资源，拓展互联网业务范围、提升盈利空间，为公司长远发展打下坚实基础，并为实现发展战略、提升持续经营能力和企业成长提供新动力。

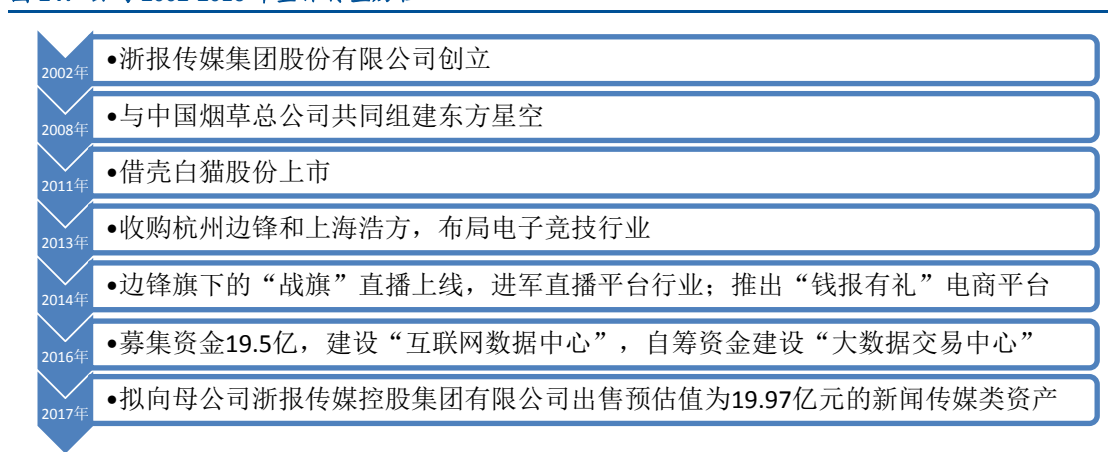
表 3：本次交易对上市公司主要财务指标的影响

项目	交易前	交易后（备考）
总资产（万元）	931,954.38	965,001.27
总负债（万元）	164,245.30	135,365.91
净资产（万元）	767,709.08	829,635.37
营业收入（万元）	354,993.18	91,509.35
资产负债率（%）	17.62%	14.03%
基本每股收益（元/股）	0.51	0.38
稀释每股收益（元/股）	0.51	0.38

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司从 2002 年设立浙报传媒集团股份有限公司，到 2011 年借壳白猫股份上市，之后 2013 年再通过并购边锋和浩方两家企业完成初次转型，正式进入了游戏服务产业。随后根据市场发展趋势，于 2014 年将边锋旗下的“战旗 TV”直播上线，借此扩大平台影响力吸引更多玩家关注。然后，2017 年剥离掉传统新闻产业，完成正式的转型。未来将专注布局数字娱乐产业和大数据产业，而大数据产业也在 2016 年已经成功定增了 19.5 亿元用于建设“互联网数据中心”，还自筹 1 亿元建设“大数据交易中心”，鉴于数娱和大数据产业市场的广阔空间，还有公司具有的国企背景及子公司在各自行业内的杰出表现，相信将给公司带来持续而稳定的收入增长。

图 24：公司 2002-2016 年整体转型历程



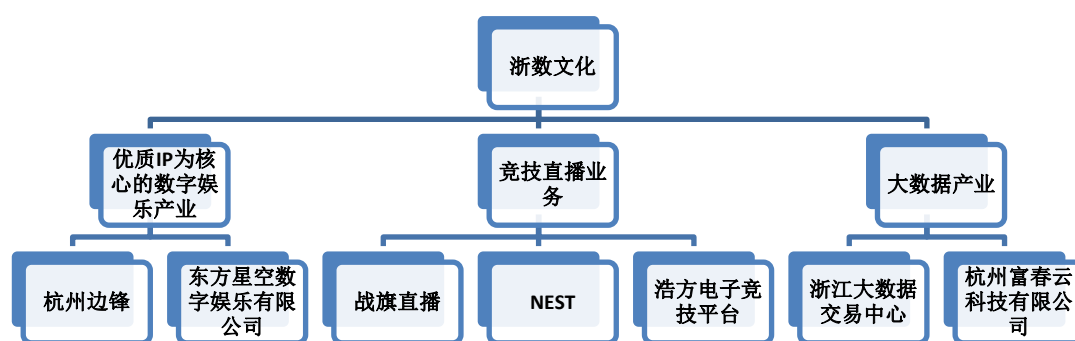
资料来源：公司网站，民生证券研究院

公司在重组成功后，形成了以数字娱乐业务和大数据业务为主的数字文化集团。其中，数娱版块已经形成了以杭州边锋和上海浩方为核心，深度布局互联网游戏和电竞的格局。边锋旗下的战旗直播已经成为了国内领先的绿色电竞直播平台，在细分市场占有份额不断扩大。未来游戏板块将大力发展移动化、竞技化产品，继续维持数娱板块较高的盈利能力。2017 年 4 月 11 日将证券名称从“浙报传媒”改为“浙数文化”。

大数据方面，2016 年公司已经完成了 19.5 亿元配套资金的募集，用于建设“互联网数

据中心”，主要提供放置、代理维护、系统配置及管理服务、出口带宽的代理租用和其他应用服务。同时，利用自有服务器及媒体云计算平台，为客户提供公共云服务和其他基于云计算技术的产品与服务。还再自筹 1 亿元资金建设“大数据交易中心”，成为国内唯一建设大数据交易中心的上市公司。相信未来这两大公司支柱行业，必将形成新的盈利增长点继续支撑公司业绩稳定增长。

图 25：公司未来三大核心产业板块



资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、聚焦数娱和大数据产业，开启万亿级市场空间

近年来受国家产业政策的大力支持，我国数字娱乐及大数据产业均呈现快速增长的态势，整体发展前景广阔。其中，中国的网络游戏市场规模在 2016 年首次超越了美国，成为全球最大的游戏市场。根据艾瑞咨询的预测，预计到 2019 年，中国游戏市场将达到 2300 亿的市场空间。而根据中国信息产业研究院的预测，未来随着大数据应用效果的逐步显现，根据大数据白皮书（2016）预测，中国大数据市场规模 2018 年能够持续维持 40% 左右的高速增长。

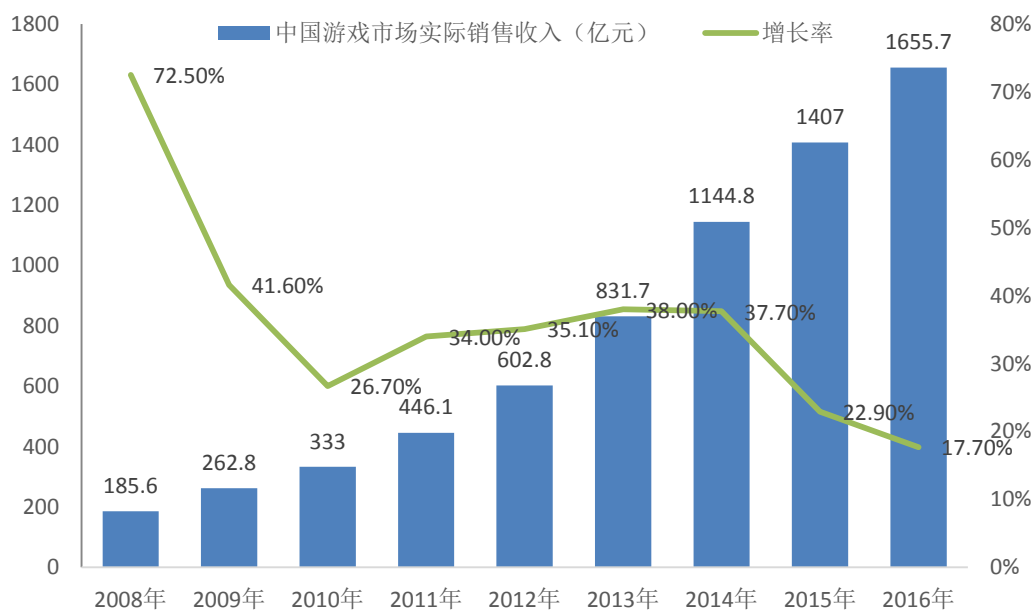
（一）游戏千亿市场规模，移动化布局顺应行业趋势

目前，游戏版块已经形成了以杭州边锋和上海浩方为核心，深度布局互联网游戏和电竞的格局。未来作为公司的支柱行业之一，必将形成公司新的盈利增长点。

1、游戏产业规模破千亿，移动游戏及电竞增速居前

2016 年，中国游戏市场实际销售收入达到 1655.7 亿元，同比增长 17.7%，增长率较上年有所放缓，但销售收入增量保持稳定。游戏产业各个细分市场逐渐明朗，客户端游戏与网页游戏市场份额同时出现下降，移动游戏继续保持高速增长。2016 年，移动游戏市场收入占比相较于客户端游戏市场占比高出 49.5%，成为份额最大、增速最快的细分市场。

图 26：中国游戏市场实际销售收入



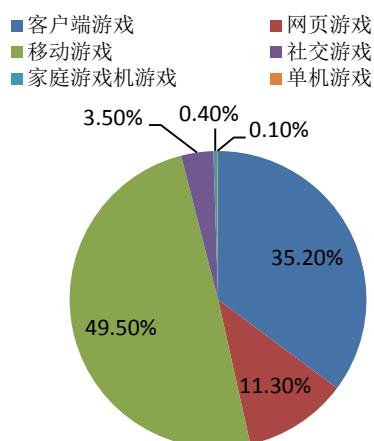
资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

按特征不同，游戏产品可分为电子竞技游戏与非电子竞技游戏。根据《2016 中国游戏产业报告》显示，2016 年中国电子竞技游戏市场实际销售收入达 504.6 亿元，占比 30.5%，电子竞技游戏也已经成为游戏产业重要的一部分。

现在电竞市场第三方统计口径不同，按照研究公司 Newzoo 的调查：2017 年全球电子竞技市场规模将上涨 41.3%，达 6.96 亿美元。2020 年，市场规模更是会提升至现在的三倍，达

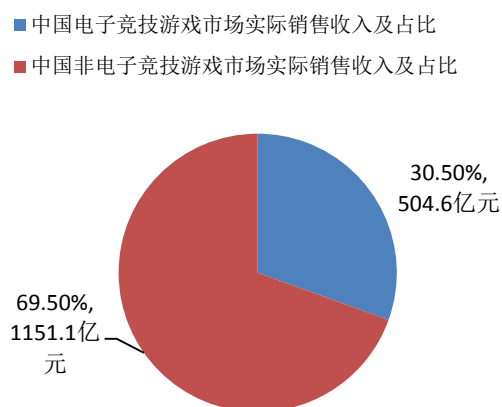
15 亿美元。2017 年全球各项电子竞技赛事的观众将达 3.85 亿人次,到 2020 年将再增加 50%。在观众中,核心观众 2017 年将达 1.91 亿人次,2020 年则会增长至 2.86 亿人次。偶尔关注的观众则会从 2017 年的 1.94 亿人次增长至 2020 年的 3.03 亿人次。

图 27: 游戏产业收入构成



资料来源: 中国音数协游戏工委, 民生证券研究院

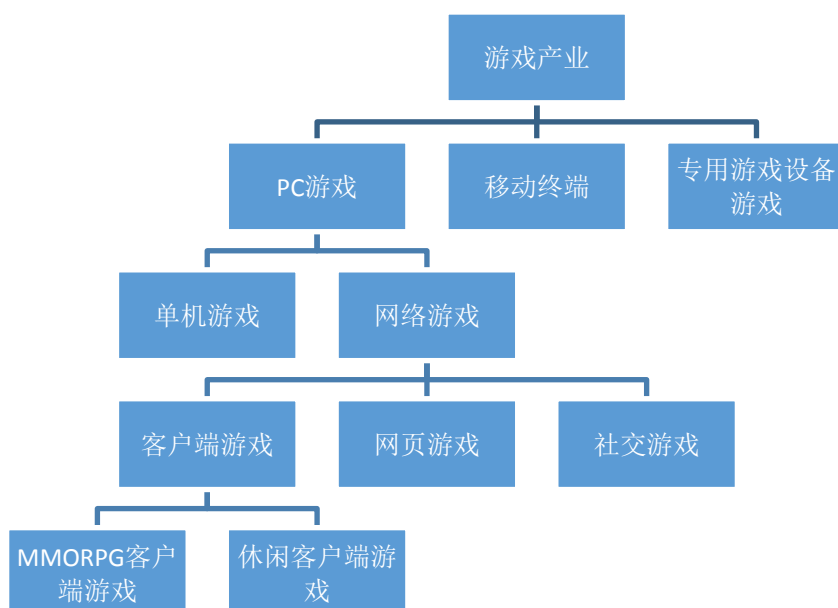
图 28: 2016 年电子竞技及非电子竞技市场销售收入及占比



资料来源: 中国音数协游戏工委, 民生证券研究院

游戏产业市场空间广阔, 按产品类型划分, 分为 PC 游戏、移动终端和专用游戏设备。其中 PC 游戏分为单机游戏和网络游戏, 网络游戏又分为客户端游戏、网页游戏和社交游戏。杭州边锋和上海浩方的游戏产品主要集中在互联网游戏产业以及电竞直播产业, 公司未来将重点布局游戏产业的移动化和竞技化, 这也说明了公司对于行业趋势的准确把握能力, 在逐步完善游戏产业链的同时, 未来有望增厚公司游戏子板块收入。

图 29: 游戏产业分类

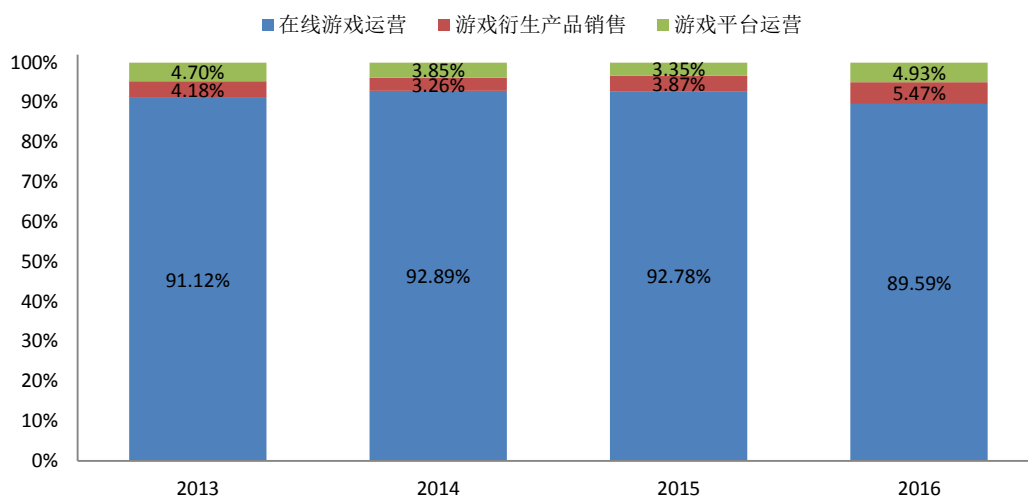


资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

2、公司积极探索移动化布局，致力扩大行业影响力

公司游戏产业收入是由在线游戏运营、游戏衍生产品销售和平台运营收入三部分组成，2016 年公司游戏业务完成利润 35,5771.50 万元，为公司贡献超过三分之一的主营利润。而营收占比最大的为在线游戏运营收入，2016 年对应营收为 65497.81 万元，毛利率 80.92%。2016 年公司还通过积极探索产品移动化创新，杭州边锋推出了“杭牌全集”、“甜甜萌物语”等一系列手游；同时启动“智力运动会”项目，扩大用户规模，提升行业内影响力。

图 30：互联网游戏业务项目收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

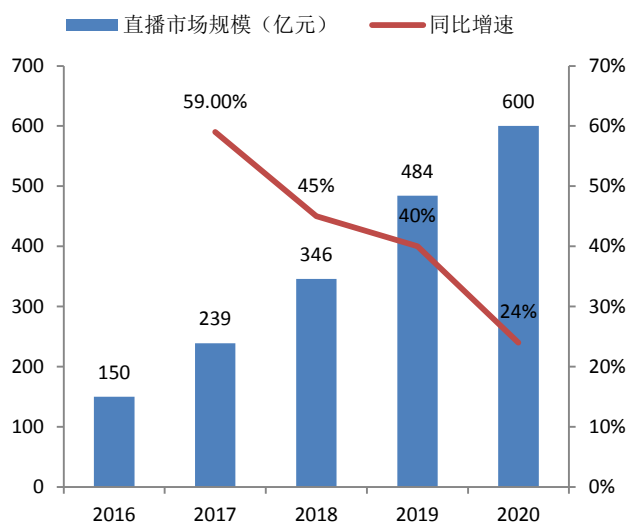
（二）电竞直播产业崛起迅速，战旗 tv 更具发展优势

1、电竞市场欣欣向荣，直播借势扩大行业号召力

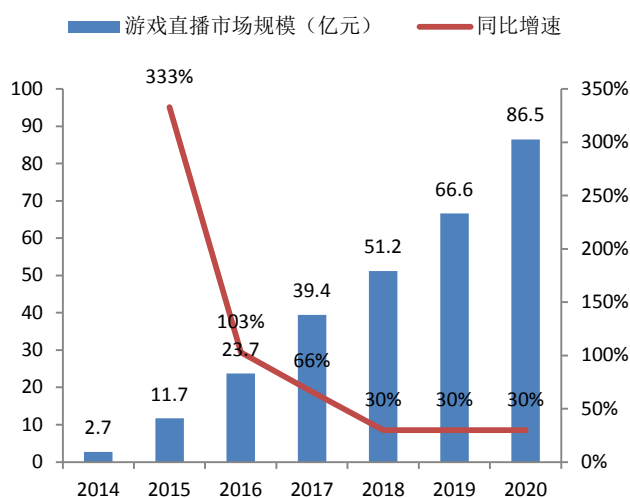
根据易观数据显示，2015 年中国直播市场规模（PC+移动）达到 11.8 亿元人民币，中国游戏直播市场达到 1.1 亿元人民币。直播市场规模（PC+移动）将从 2016 年的 150 亿元增至 2020 年的 600 亿元，年复合增长率为 41%。自电子竞技火热以来，中国游戏直播市场已形成初步的商业化模式。游戏直播市场规模从 2014 年的 2.7 亿元增至 2015 年 11.7 亿元，同比增速高达 333%。根据易观智库预测，2016-2020 年游戏直播市场将从 23.7 亿元增至 86.5 亿元，年复合增长率为 38%。

图 31：2016-2020 年国内直播市场规模及增速预测

图 32：国内游戏直播市场规模预测



资料来源：易观智库，民生证券研究院



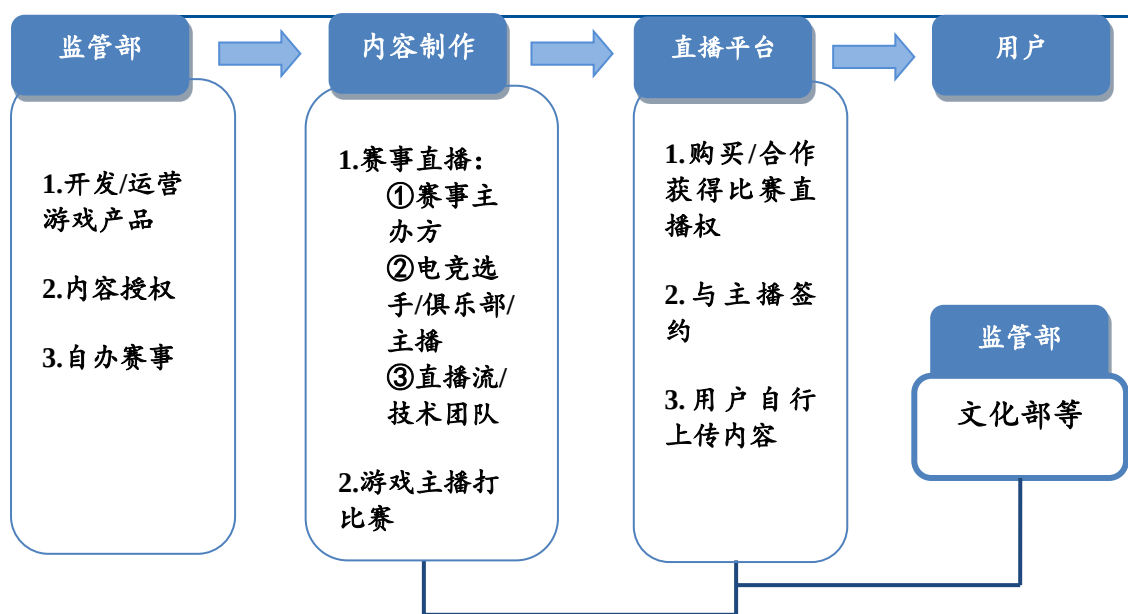
资料来源：易观智库，民生证券研究院

2015 年国内的电子竞技用户将达 1 亿人，其中超过 80% 的用户会在线看比赛，电竞行业已经形成由电竞游戏、电竞赛事、内容制作到电竞直播的完整产业链。未来与电竞赛事、电竞直播相关的广告、竞猜和粉丝经济将会带来超过 500 亿元的市场规模。根据 Talking Data 的数据：斗鱼、龙珠、虎牙、熊猫、战旗这五家直播平台的日活量/月活量均在 30% 左右，2018 年游戏直播用户规模将达 1.9 亿——庞大的用户量和强用户粘性之下，游戏直播的商业模式有巨大的可挖掘空间。

从产业链的角度，游戏直播上、中、下游分别为游戏公司、内容制作、直播平台 and 用户。

1) 上游由例如 Blizzard Entertainment 等的几家大型游戏厂商构成，主要研发新游戏，随后由游戏厂商得到代理权举办电竞赛事；2) 中游产业链则为内容生产方，主要以各类主播、游戏媒体或者运营商等机构为主，可以通过直播平台跟用户互动收取费用进行盈利；3) 下游就是游戏爱好者和直播平台的忠实观众。

图 33：游戏直播产业链



资料来源：游戏用户圈，民生证券研究院

移动电竞赛事的兴起也促使了国内的主流直播平台开始设立移动客户端。一方面，“移动+电竞”的模式有助于厂商强化其游戏品牌以及用户粘性。另一方面，移动游戏的渠道商以及移动电竞直播平台也试图通过电竞赛事强大的品牌号召力，将自己的影响力辐射到产业链上下游。

上海华奥电竞信息科技有限公司（CGA）由浙数文化集团股份有限公司和北京华奥星空科技发展有限公司于 2014 年共同出资成立，业务主要围绕“电竞”展开，致力于打造国家级电竞赛事体系和国家级电竞媒体的专业团队。华奥电竞（CGA）在体育总局体育信息中心的指导下已经成功的在上海、昆山、义乌、杭州、厦门等地举办诸如 IET、NEST、ESUC、ZEG 等大型综合类的电子竞技赛事，比赛涉及《英雄联盟》、《炉石传说》、《穿越火线》、《风暴英雄》和《FIFA Online3》等诸多项目，深受国内电子竞技人群的关注。

2016 年，在电竞板块，公司联合上海华奥等单位，继续承办了国内最高水平的“NEST 全国电子竞技大赛”，影响力将进一步扩大；其中 2016 年上线的赛事对战服务平台——“CGA 赛事平台”注册用户已突破 20 万，开展大小赛事 100 余个；公司正在积极介入手游与页游联运业务，将打造全新重要业务组成部分。

2、战旗 TV 直播自身竞争实力较强，背靠公司更具发展优势

战旗 TV 是杭州边锋网络技术有限公司旗下直属的游戏直播平台，成立于 2014 年 1 月，同年 5 月正式上线。战旗 TV 也是公司围绕游戏打造的游戏直播平台，旨在以游戏媒体为主题，电视媒体、纸面媒体为补充的全媒体覆盖游戏平台。战旗 TV 全新的互动直播频道涵盖了《英雄联盟》、《三国杀》、《DOTA》、《DOTA2》、《我的世界》、星际争霸》等热门竞技类游戏。

各大游戏直播平台上的游戏内容品类分布在细节上存在少量差异：战旗 TV 上的游戏品类主要分为 6 大板块，《英雄联盟》占全平台游戏直播内容的约 40%，《DOTA2》占约 10%，

《炉石传说》约 10%，《三国杀》10%。

表 4：国内主流游戏直播平台概述

平台名称	概述	主要内容	用户规模	知名主播	融资情况
斗鱼 TV 全民直播平台	弹幕式直播分享网站，前身为 ACFUN 生放送直播。	涵盖游戏、科技、教育、公益、体育、综艺、娱乐等多种直播内容。	注册用户 1 亿，日活跃用户 1500 万，月活跃用户 2 亿。	小苍 冯提莫 狐狸 张琪格 xiao8 White	B 轮超 1 亿美金融资，腾讯领投，南山资本等跟投，A 轮投资人红杉资本继续追加投资。
虎牙直播 中国领先的互动直播平台	弹幕互动直播平台（来自 YY），拥有陈赫、MISS、厂长、EDG 等主播及战队。	以游戏直播为主，涵盖综艺、户外、影视、娱乐、动漫、体育等直播内容。	每日直播内容超过 10 万，月活跃用户 2.1 亿，月营收过 1.5 亿。	MISS DOPA 董小飒 厂长 安德罗妮	欢聚时代续投 7 亿；雷军为欢聚时代董事长。
龙珠直播 第一游戏直播平台	主打 LOL，背靠 PLU 团队为其提供赛事和 PGC 内容。	以游戏直播为核心，拓展音乐、娱乐、户外、移动直播等泛娱乐内容。	月覆盖用户 1 亿+，日活跃用户 1000 多万。	洞主 小米	B 轮获得游久游戏 2.78 亿投资，腾讯跟投。目前 C 轮接近 Close。
熊猫 TV 第一游戏直播平台	王思聪投资创办的弹幕式视频直播平台，拥有 Angelababy、T-ARA 等明星主播。	除了游戏直播外也会向提供演唱会、体育赛事等内容。	未公布	若风 囚徒 SOL PDD	暂无融资情况
全民 TV 开启全民直播时代	凭借老板侯阁亭雄厚的资金和资源，在成立之初就聚集了许多一线主播，拥有 OMG、WE 战队等资源。	涵盖游戏、娱乐、户外等多领域泛娱乐直播内容。	未公布	小智 Uzi 小漠 帝师	暂无融资情况
战旗 TV 高清流畅的直播游戏平台	浙数文化、杭州边锋旗下直属的弹幕式直播分享网站。	以游戏直播为主体，涵盖综艺、娱乐、体育等多种类型。	总用户数达到 5000 万以上，日活跃在 600 万以上。	Gogoing 文森特 死亡宣告	暂无融资情况
火猫 TV 年轻人的直播社区	母公司为上海耀宇传媒，与完美世界签署了 DOTA2 赛事的战略合作协议。	涵盖电竞、综艺娱乐、体育等内容，包括个人主播、专业赛事直播等多种形式。	未公布	国士无双 老队长 XB	A 轮获得合一集团（优酷土豆）千万美元融资。
触手 TV 全民手游直播平台	杭州开讯科技旗下专注手机游戏的弹幕式直播平台。	以游戏直播为主，涵盖天天酷跑、全民枪战、我的世界等游戏直播内容。	日活主播超过 40000，月营超过千万。	QUEEN Wands 战神希帝	首轮融资 2000 万美金，领投方为国内 A 股某上市公司。

悟空 TV 年轻人的手游直播平台	上海聚流软件科技旗下以手机游戏为主的直播平台，拥有《皇室战争》邀请赛独家直播权。	手机游戏直播为主，主要产品包括《皇室战争》、《球球大作战》、《天天酷跑》等。	未公布	KINGSTON-Y-宵风 大唐-李治 CHiNa 候	暂无融资情况
---------------------	--	--	-----	-----------------------------------	--------

资料来源：游戏用户圈，民生证券研究院

目前，我国游戏直播市场经过沉淀，基本形成固定格局。其中，斗鱼直播依托广大的用户基础，结合市场环境政策发展，提出斗鱼直播“直播+”的发展战略。虎牙直播则依靠强大的资金实行主播明星化，致力打造现象级明星主播，吸引粉丝，打造明星经济。而战旗TV则改变传统模式，结合泛娱乐的多方领域，以内容为中心，实行内容为主的战略，进行创新。

表 5：三大直播平台功能对比-差异化分析

	虎牙直播	斗鱼 TV	战旗 TV
slogan	第一游戏直播平台	全民直播平台	边看边聊，24 小时游戏直播
差异化功能	虎牙直播持有“上镜”、“粉丝圈”、“神镜头”、“赛事竞猜”功能，致力于发展全民直播、给直播增加社交属性、加强主播粉丝效应等。	斗鱼 TV 则一心做直播，业务较为单一；提供手游中心入口，增加自己的赢利点；独有开播提醒，有利于增加用户粘性。	战旗 TV 除了发展游戏直播业务外，将自家秀场模式“百变 Gamer”摆在了最靠前的推荐位置，意在增加用户流量和业务模式。

资料来源：虎牙直播，斗鱼 TV，战旗 TV，民生证券研究院

2016 年，公司电竞平台营收同比已经实现了 100% 增长，杭州边锋孵化的“战旗直播”项目也荣获了“2016 年度最佳游戏直播平台奖”。未来公司可以依靠上海浩方及战旗直播，对垂直直播业务进行滚动开发，形成线上线下多业态联动，确立并不断巩固公司在相关行业的领先优势，最终期望构建起全产业链生态圈式的垂直直播平台体系。

表 6：三大直播平台优缺点分析

	虎牙直播	斗鱼 TV	战旗 TV
优点	✓ 登录和注册方便快捷，用户学习成本和时间成本低； ✓ 直播频道信息全面，方便用户筛选最对胃口直播； - 搜索界面条理清晰，联想搜索功能强大； ✓ “上镜”和“粉丝圈”，有利于打造全民直播和粉丝经济	✓ 提供第三方登录，方便快捷； ✓ 无论是从直播资源、还是清晰流畅程度，均可获得良好的直播体验； ✓ 增值服务、游戏联运巧妙结合，盈利模式多样化； ✓ 独有开播提醒功能，且直播页面设置操作可用性强。	✓ “我的”界面文字对用户具有良好的引导作用； ✓ 抓住移动端输入困难的痛点，加载了语音输入功能，虽然目前体验还不够好，但值得完善； ✓ 搜索结果划分条理清晰。
缺点	✓ 作为弹幕游戏直播平台，直播页面无法对弹幕进行深入调节 ✓ 对用户消费引导性不够，如竖版直播页面无送礼按钮 ✓ 游戏分类采用小图标推荐，对用户吸引力较弱。	✓ 注册和找回密码步骤繁琐； ✓ 搜索结果鸡肋，略显杂乱无章，用户难以找到满意结果； ✓ 竖版直播页面不提供往期直播列表，相关直播信息过少。	✓ 不提供第三方登录，自身登录注册程序繁琐，且错误提示属于典型“马后炮”类型； ✓ 在吸引用户关注和订阅主播或者相关频道方面较弱。

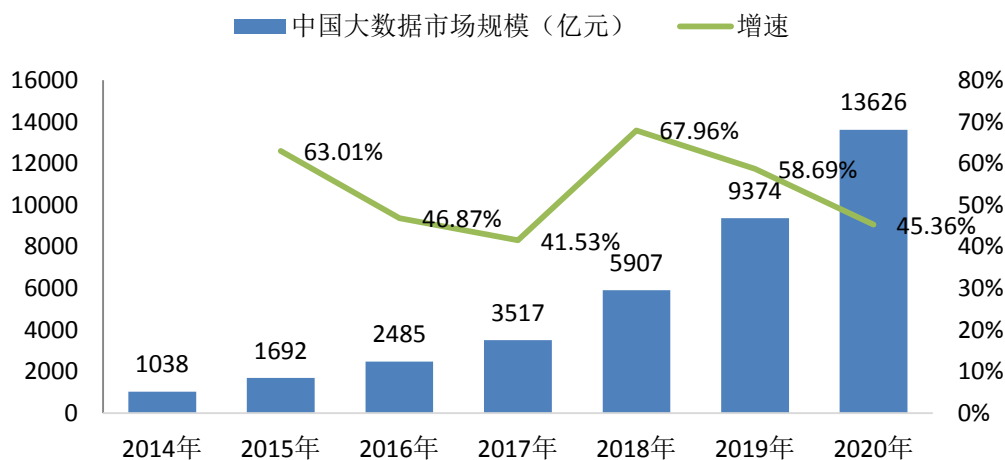
资料来源：虎牙直播，斗鱼 TV，战旗 TV，民生证券研究院

(三) 大数据市场空间巨大，定增加自筹建设生态圈

1、大数据市场空间巨大，引起产业政策高度重视

根据《2017-2022 年中国大数据行业市场运营态势及投资前景预测报告》显示，2015 年，全球大数据产业市场规模为 1403 亿美元，预计到 2020 年将达到 10270 亿美元，2014-2020 年间 CAGR 高达 49%；2015 年，我国大数据产业市场规模为 1692 亿元，预计到 2020 年将达到 13626 亿元，2014-2020 年间 CAGR 高达 53%。

图 34：2014-2020 年我国大数据产业市场规模



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

2016 年，继国家发改委印发了《关于组织实施促进大数据发展重大工程的通知》后，环保部、国务院办公厅、国土资源部、国家林业局、煤工委、交通运输部、农业部均推出大数据发展意见和方案，大数据政策从全面、总体规划逐渐朝各大产业、各细分领域延伸，大数据产业发展也在逐步从理论研究走向实际应用之路。

表 7：2016 年中国大数据产业相关政策盘点

序号	时间	政策	主要用途
1	1 月 7 日	国家发改委印发《关于组织实施促进大数据发展重大工程的通知》	《通知》提出，将重点支持大数据示范应用、共享开放、基础设施统筹发展、以及数据要素流通。国家发改委将择优推荐项目进入国家重大建设项目库审核区，并根据资金总体情况予以支持。
2	3 月 7 日	环保部正式印发《生态环境大数据建设总体方案》	为落实党中央、国务院决策部署和部党组要求，充分运用大数据、云计算等现代信息技术手段，全国提高生态环境保护综合决策、监管治理和公共服务水平，加快转变环境管理方式和工作方式，制定本方案。
3	6 月 24 日	国务院办公厅印发《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》	《意见》指出，要坚持以人为本、创新驱动、规范有序、完全可控，开放融合、共建共享的原则，以保障全体人民健康为出发点，大力推进政府健康医疗信息系统和公众健康医疗数据互联互通、开放共享，积极营造促进健康医疗大数据安全规范、创新应用的发展环境。

4	7月4日	国土资源部发布《关于印发促进国土资源大数据应用发展实施意见》	《意见》明确,到2018年底,在统筹规划和统一标准的基础上,丰富与完善统一的国土资源数据资源体系。初步建成国土资源数据共享平台和开放平台,实现一定范围的数据共享与开放。
5	7月8日	国家自然科学基金委员会发布《“大数据的统计学基础与分析方法”重大项目指南》	《通告》中,有关重大项目的附件中包括了两项大数据相关重大项目指南:《“大数据的统计学基础与分析方法”重大项目指南》与《“互联网与大数据环境下高端装备制造工程管理理论与方法研究”重大项目指南》。同日又发出《关于发布大数据驱动的管理与决策研究重大研究计划2016年度项目指南的通告》。
6	7月13日	国家林业局发布《关于加快中国林业大数据发展的指导意见》	《指导意见》旨在充分发挥林业大数据在生态建设中的重要功能和巨大潜力,推进数据资源开放共享,积极培育林业发展新业态。
7	7月19日	中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会发布《推进煤炭大数据发展指导意见》	《指导意见》明确提出煤炭大数据发展目标,以及以全国煤炭交易数据平台为基础,力争在2020年建成全国煤炭数据平台,实现煤炭数据资源适度向全社会开放,为煤炭企业探索新业态、新模式和行业转型升级提供支撑。
8	8月26日	国家发改委办公厅发布《关于请组织申报大数据领域创新能力建设专项的通知》	《通知》重点提出两个方面的专项建设内容,在提升大数据基础技术支撑能力方面,重点内容包括建设大数据系统计算技术、大数据系统软件、大数据分析技术、大数据流通与交易技术及大数据协同安全技术五类国家工程实验室。
9	8月25日	交通运输部办公厅发布《关于推进交通运输行业数据资源开放共享的实施意见》	《实施意见》明确了推进交通运输行业数据资源开放共享的实施目标,将通过3-5年时间,建立健全行业数据资源开放共享体制机制,基本建成协调联动、高效运转的行业数据资源管理体系;完善行业数据资源开放共享技术体系,建立互联互通的行业数据资源开放共享平台;围绕科学决策、精准治理、便捷服务等重点需求,开展一批跨部门、跨地区、跨领域协同应用的试点示范。
10	10月14日	农业部办公厅印发《农业农村大数据试点方案》	贯彻落实《国务院关于促进大数据发展行动纲要的通知》和《农业部关于推进农业农村大数据发展的实施意见》、《农业部关于印发<“十三五”全国农业农村信息化发展规划>的通知》等有关部署要求,通过试点示范扎实推进农业农村大数据发展和应用,农业部定于今年起在北京等21个省(区、市)开展农业农村大数据试点。

资料来源:中国数据分析行业网,民生证券研究院

2、发展大数据产业优势明显,公司具备行业先发优势

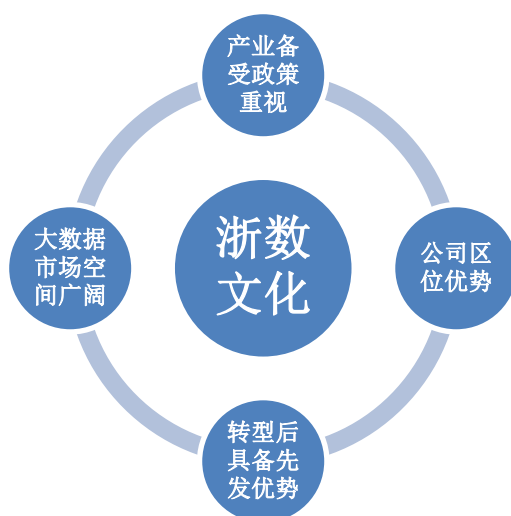
(1) 大数据市场需求日趋增多,政策支持报业向“融媒体”转型

2014年8月,中央全面深化改革领导小组通过了《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》,推动传统媒体和新兴媒体在内容、渠道、平台、经营、管理等方面深度融合,着力打造一批形态多样、手段先进、具有竞争力的新型主流媒体,建成几家拥有强大实

力和传播力、公信力、影响力的新型媒体集团。这是国家提出建设文化强国战略目标以来，报业迎来的最直接、也是最好的战略机遇，蕴含着巨大的政策、行业和产业机会。

2015 年 8 月，国务院常务会议审议通过《关于促进大数据发展的行动纲要》，提出大数据发展的指导思想以及未来 5 至 10 年应实现的目标。说明政府逐渐明确大数据产业的战略地位，而政策环境也日益成熟；再加上技术领域的发展，使大数据逐渐成为各行各业颠覆性创新的原动力和助推器，所以导致大数据行业需求不断涌现，市场前景广阔。

图 35：公司具备发展大数据优势分析



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司在数据资源、技术人才储备、产业运营经验、行业整合能力和品牌公信力等方面积累了一系列的优势资源，为进入大数据行业奠定坚实基础。而且，公司作为国有控股企业，未来将在政府指导下，依托强大的社会公信力优势，在保护交易各方参与者的合法权益同时，还可以在大数据产业中占据发展先机。

(2) 定增及自筹齐发力，积极建设大数据生态圈

2016 年 12 月，公司非公开发行募集资金总额 19.5 亿元。加上自筹的 2.47 亿元，共投资 21.97 亿元建设浙江省内领先全国的互联网数据中心。互联网数据中心利用相应的机房设施，以外包出租方式为用户的服务器等互联网或其他网络设备提供放置、代理维护、系统配置及管理服务、出口带宽的代理租用和其他应用服务。同时，利用自有服务器及媒体云计算平台，为客户提供公共云服务和其他基于云计算技术的产品与服务。

公司拟同时自筹资金 1 亿元建设大数据交易中心项目。大数据交易中心项目主要为大数据的供给方和需求方搭建一个开放、可信和便捷的交易场所，解决未来沉积大数据的出口问题。建设完成后，公司将向全国范围内的客户提供包括主机托管、宽带租用、云计算服务、大数据服务、大数据交易等一系列服务。

表 8：提供的云计算服务和大数据服务列表

类别	内容描述	提供方
----	------	-----

基础服务	1、机柜出租	包括主机托管、宽带租用、设备监测、安全系统、远程维护、代理维护服务等	互联网数据中心
	2、云计算服务	包括服务、虚拟服务器缓存、负载均衡等、分布式存储服务、数据库	
增值服务	大数据服务	包括 ZD-OS、舆情产品、媒体流量联盟服务、用户画像、精准营销、企业数据挖掘、管理层决策等	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

项目效益情况：互联网数据中心财务模型计算期为 9 年，公司分批建设分批运营。前 4 年为建设期，每期建设完后 5 年为运营期。经测算，互联网数据中心投资总金额为 219,700 万元，在 9 年计算期内共实现营业收入 618,507 万元，累计实现净利润 189,183 万元，项目财务内部收益率（税后 15% 的所得税率）为 18.53%，项目静态回收期（含建设期）为 6.27 年，动态回收期（含建设期）为 7.13 年。

表 9：项目的投资进度表（单位：万元）

项目	第一年	第二年	第三年	第四年	合计
浙报传媒互联网数据中心	12,600	65,800	75,000	66,300	219,700

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（3）大数据预期收益逐步实现，未来成支撑公司业绩主力

基于数据中心项目的投建和运营特性，项目早期高额的投入可能短期对公司净利润水平造成一定影响。但随着项目达产，未来两到三年预期效应将逐步显现，公司将创造出新的盈利点，营业收入和盈利水平将大幅提升，有利于公司的未来发展。

四、盈利预测与投资建议

公司将在 2017 年内全面完成资产业务的优化重组，大力探索体制机制的系统性改革创新，向母公司浙报控股出售持有的新闻传媒类资产，全面发展基于互联网的数字文化产业，加快产业创新和发展。

2016 年，公司保持了较高的盈利水平，且主要利润来自于互联网业务及文化产业投资，营收和利润结构已经实现优化，初步实现互联网化转型的战略目标，为公司新一轮创新发展奠定基础。业务主要可以分为四类：新闻传媒类业务、游戏服务业务、商品销售业务、其他收入。

新闻传媒板块，在传统媒体行业下行趋势未有减缓的大背景下，公司在 2016 年继续深入推进媒体融合发展和产业转型，持续加强对业务创新的扶持力度，新闻传媒主业融合发展进一步提速，个别板块业绩表现亮眼。但是由于 2017 年公司将此业务剥离出去，预计之后此业务收入为零。

游戏服务板块，鉴于公司对此板块的重视程度以及子公司在游戏产业的发展实力。预计 2017 年可持续 2016 年游戏产业的高速发展态势，并在 2017~2018 年产生较大的业绩影响。

具体业务拆分如下：

表 10：浙数文化营业收入拆分预测（单位：百万元）

	2016	2017E	2018E	2019E
1、发行业务	34,159.33	0.00	0.00	0.00
增长率	-2.9%	-100.0%	0.0%	0.0%
成本	21,877.25	0.00	0.00	0.00
增长率	-13.95%	-100.0%	0.0%	0.0%
毛利率	35.96%	0.0%	0.0%	0.0%
2、广告业务	71,866.07	0.00	0.00	0.00
增长率	-5.92%	-100.0%	0.0%	0.0%
成本	46,787.48	0.00	0.00	0.00
增长率	2.83%	-100.0%	0.0%	0.0%
毛利率	34.90%	0.0%	0.0%	0.0%
3、印刷收入	9,974.49	0.00	0.00	0.00
增长率	16.99%	-100%	0%	0%
成本	7,804.55	0.00	0.00	0.00
增长率	24.90%	-100%	0%	0%
毛利率	21.75%	0%	0%	0%
4、无线增值服务收入	3,997.81	4597.48	5516.98	6620.37
增长率	-51.30%	15%	20%	20%
成本	2,914.81	3497.78	4372.22	5465.28
增长率	-58.13%	20%	25%	25%
毛利率	27.09%	24%	21%	17%
5、在线游戏运营收入	65,497.82	81872.27	114621.18	160469.65
增长率	-28%	25%	40%	40%
成本	12,497.75	16871.96	19065.31	22878.37
增长率	3.33%	35%	13%	20%
毛利率	80.92%	79%	83%	86%

6、衍生产品销售收入	4,001.09	4401.20	4841.32	5325.45
增长率	5.20%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	2,319.87	2203.88	2314.07	2429.78
增长率	-11.09%	-5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	42.02%	49.93%	52.20%	54.37%
7、平台运营收入	3,607.29	3968.01	4364.82	4583.06
增长率	9.50%	10%	10%	5%
成本	1,158.58	1216.50	1277.33	1341.20
增长率	-30.98%	5%	5%	5%
毛利率	67.88%	69.34%	70.74%	70.74%
8、技术信息服务收入	25,327.06	39256.94	66736.80	106778.88
增长率	43.44%	55%	70%	60%
成本	23,227.44	37163.90	44596.68	69124.86
增长率	72.35%	60%	20%	55%
毛利率	8.29%	5%	33%	35%
9、商品销售收入	88,300.49	0.00	0.00	0.00
增长率	33.94%	-100%	0%	0%
成本	86,367.03	0.00	0.00	0.00
增长率	33.92%	-100%	0%	0%
毛利率	2.19%	0.00%	0.00%	0.00%
10、其他收入	43,146.69	45304.03	52099.63	54704.61
增长率	38.63%	5%	15%	5%
成本	25,796.49	30955.79	30955.79	32503.58
增长率	24.43%	20%	0%	5%
毛利率	40.21%	32%	41%	41%
收入总和	349878.13	179399.93	248180.72	338482.02
增长率	2.53%	-48.73%	38.34%	36.39%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

估值方面，采用 PE 相对估值法。我们考虑到公司在完成剥离和定增后现金流充裕，有望加强公司未来在数字娱乐和大数据产业的布局能力。预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.35 元、0.53 元和 0.73 元，当前股价对应的 PE 分别为 53X、36X 和 26X。给予公司 2017 年 57~69 倍 PE，未来 12 个月合理估值 20~24 元，看好此次转型突破，给予“强烈推荐”评级。

五、风险提示

1、宏观经济下行；2、企业转型速度不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,550	1,794	2,482	3,385
营业成本	2,326	919	1,026	1,337
营业税金及附加	32	18	25	34
销售费用	351	215	298	406
管理费用	529	95	154	250
EBIT	876	691	1,033	1,427
财务费用	(42)	(0)	(6)	(11)
资产减值损失	30	0	0	0
投资收益	592	300	250	300
营业利润	918	691	1,039	1,438
营业外收支	172	87	120	164
利润总额	1,025	666	994	1,368
所得税	65	42	63	86
净利润	612	461	687	946
归属于母公司净利润	612	461	687	946
EBITDA	950.18	800.69	1141.22	1532.30

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,160	3,421	4,187	5,241
应收账款及票据	415	284	488	777
预付款项	92	96	100	105
存货	53	21	23	30
其他流动资产	167	(161)	(32)	136
流动资产合计	2,887	3,661	4,766	6,289
长期股权投资	560	0	0	0
固定资产	499	437	416	382
无形资产	535	500	466	435
非流动资产合计	6,433	4,010	3,922	3,837
资产合计	9,320	7,671	8,688	10,126
短期借款	250	242	232	219
应付账款及票据	401	135	151	197
其他流动负债	203	203	203	203
流动负债合计	1,623	969	992	1,062
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	20	6	6	6
负债合计	1,642	974	998	1,067
股本	1,302	1,302	1,302	1,302
少数股东权益	1,203	1,409	1,715	2,137
股东权益合计	7,677	6,696	7,476	8,551
负债和股东权益合计	9,320	7,671	8,474	9,618

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	2.67%	-49.46%	38.34%	36.39%
EBIT 增长率	-4.33%	-21.15%	49.66%	38.06%
净利润增长率	0.22%	-24.71%	49.22%	37.72%
盈利能力				
毛利率	34.5%	48.8%	58.7%	60.5%
净利润率	17.2%	25.7%	27.7%	28.0%
总资产收益率 ROA	11.0%	8.7%	11.4%	13.5%
净资产收益率 ROE	13.4%	9.9%	13.3%	16.0%
偿债能力				
流动比率	1.78	3.78	4.80	5.92
速动比率	1.75	3.76	4.78	5.90
现金比率	1.75	3.76	4.78	5.90
资产负债率	17.6%	12.7%	11.8%	11.1%
经营效率				
应收账款周转天数	30.95	56.95	53.63	64.89
存货周转天数	5.42	7.38	3.20	2.85
总资产周转率	0.41	0.21	0.30	0.36
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.35	0.53	0.73
每股净资产	5.90	5.14	5.74	6.57
每股经营现金流	0.29	0.46	0.42	0.60
每股股利	0	0	0	0
估值分析				
PE	40.44	53.72	36.00	26.14
PB	3.22	3.69	3.31	2.89
EV/EBITDA	23.33	28.53	19.60	14.18
股息收益率	0.77%	0.58%	0.86%	1.19%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,025	461	687	946
折旧和摊销	121	110	108	106
营运资金变动	(67)	120	(305)	(388)
经营活动现金流	382.18	595.65	540.34	774.89
资本开支	78.92	(524.66)	20.10	20.10
投资	303.27	1,120.31	520.24	754.79
投资活动现金流	(427.95)	2,223.17	229.90	279.90
股权募资	(60.10)	(20.10)	(20.10)	(10.10)
债务募资	(367.85)	2,243.27	250.00	290.00
筹资活动现金流	1,215.17	(1,613.07)	(217.72)	(295.66)
现金净流量	2,248.74	1,896.46	1,042.42	1,423.16

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 2011 年公司上市敲钟仪式.....	3
图 2: 2011 年公司路演推介会团队.....	3
图 3: 2016 年各业务营业收入占比.....	4
图 4: 2016 年各业务利润占比.....	4
图 5: 2011 年-2016 年营业收入及同比变化.....	5
图 6: 2011 年-2016 年净利润及同比变化.....	5
图 7: 浙数文化股权结构	6
图 8: 我国报业监管系统	7
图 9: 2011-2016 年报纸印刷量及增长率.....	8
图 10: 2012-2016 中国移动阅读市场规模及增长率.....	8
图 11: 2011-2016 中国各媒体广告刊例花费同比增幅对比	9
图 12: 2012-2016 年报纸与各新媒体广告刊例花费增幅对比.....	10
图 13: 2011-2016 年公司报业营业收入情况分析.....	10
图 14: 杭州边锋产品结构图.....	11
图 15: 杭州边锋手游产品	12
图 16: 上海浩方电竞平台最新赛事列表.....	12
图 17: 公司子版块业务营业收入占比情况.....	12
图 18: 2013 年-2016 年营业收入及同比变化	13
图 19: 2013 年-2016 年净利润及同比变化	13
图 20: 边锋和浩方 2011 年-2015 年营业收入 (单位: 百万元)	13
图 21: 边锋和浩方 2011 年-2015 年净利润 (单位: 百万元)	13
图 22: 2014 年-2016 年东方星空营业收入及同比变化.....	14
图 23: 2014 年-2016 年东方星空净利润及同比变化.....	14
图 24: 公司 2002-2016 年整体转型历程	17
图 25: 公司完成第二次转型后业务组织框架.....	18
图 26: 中国游戏市场实际销售收入.....	19
图 27: 游戏产业收入构成	20
图 28: 电子竞技及非电子竞技市场销售收入及占比.....	20
图 29: 游戏产业分类	20
图 30: 互联网游戏业务项目收入占比.....	21
图 31: 2016-2020 年国内直播市场规模及增速预测.....	错误!未定义书签。
图 32: 国内游戏直播市场规模预测.....	22
图 33: 游戏直播产业链	26
图 34: 2014-2020 年我国大数据产业市场规模	28
图 35: 公司具备发展大数据优势分析.....	28

表格目录

表 1: 2015 年总体经济规模综合评价前 10 位的报刊出版集团	6
表 2: 出售子公司对应出资额与预估值.....	15
表 3: 本次交易对上市公司主要财务指标的影响.....	17
表 4: 国内主流游戏直播平台概述.....	24
表 5: 三大直播平台功能对比-差异化分析:	25
表 6: 三大直播平台优缺点分析:	25
表 7: 2016 年中国大数据产业相关政策盘点.....	26
表 8: 提供的云计算服务和大数据服务列表.....	28
表 9: 项目的投资进度表 (单位: 万元)	29
表 10: 浙数文化营业收入拆分预测 (单位: 百万元)	30

分析师与研究助理简介

陶冶，民生证券研究院传媒体育组组长，利兹大学金融和银行学硕士，2013年8月加入民生证券。

史家欢，传媒行业研究助理，金融硕士，专注于影视娱乐传媒，毕业于复旦大学经济学院，2015年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。