

数字娱乐业务启航，单季业绩改善

投资要点

- **事件：**公司公告 2018 上半年业绩情况，上半年实现营收 7.6 亿元 (-10.9%)，实现归母净利润 3.1 亿元 (-76.8%)，实现归母扣非净利润 1.4 亿元 (+12.1%)；2017Q1，公司剥离了传统业务，若不考虑 17 年同期重大资产出售的影响，报告期内营业收入实现 91% 的同比增长，归母净利润实现 152% 的同比增长。
- **在游戏业务内生+外延的拉动下，Q2 单季业绩大幅转好。**公司在 2017Q1 出售全部新闻传媒类资产共 21 家子公司股权，实现了超 11 亿的投资收益，存在基数过高的问题。单季度来看，2018Q2 实现营收 3.9 亿元 (+90.9%)，实现归母净利润 2.2 亿元 (+264.0%)，实现归母扣非净利润 0.6 亿元 (+55.1%)，浙数文化第二季度的财务数据大幅转好。业绩大幅转好主要来自游戏业务的拉动，2018 上半年，边锋网络整体实现营收 5.7 亿元 (+88%)，净利润 3.5 亿元 (+141%)，主要受 2017 年 7 月，边锋网络收购棋牌游戏公司深圳天天爱 100% 股权所致，天天爱 2018-2019 年承诺净利润分别为 1.63/2.12 亿元，与此同时，公司游戏业务范围向移动化、社交化、区域化扩张也是业绩向上的原因之一。
- **新兴业务助力公司转型发展。**剥离了传统业务以后，公司重点发展数字娱乐、数字体育产业、大数据产业等三大板块。1) 数字娱乐以游戏为核心，目前 PC 端棋牌游戏业务的流水保持稳定，根据速途研究院的数据，预计 2018 年棋牌游戏市场规模增速为 36.5%，维持较高增长。公司目前正全力拓展移动端新市场，已在全国 20 余个省份进行布局。其自主研发的卡牌 RPG 手游“侠客风云传 online”在 2018 上半年推出，目前在 IOS 系统的卡牌游戏中排第 52 名。2) 数字体育产业方面，战旗直播继续聚焦电竞游戏直播，上海浩方在 18 年 6 月实现与 11 电竞对战平台的联合运营。3) “富春云”互联网数据中心一期工程于 2017 年底完工，达成 2000 组机柜交付能力，与中移动杭州分公司签订互联网数据中心业务协议，总金额为 6 亿元，公司大数据业务正逐步进入正轨。
- **盈利预测与评级。**鉴于公司业绩改善幅度超预期，我们上调 2018 年业绩预期，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.45 元、0.51 元、0.62 元，对应的 PE 分别为 18 倍、16 倍、14 倍。考虑到公司转型以后业务有较大的增长潜力，维持“买入”评级。
- **风险提示：**游戏业务或大数据项目开展低于预期风险；投资回报或不及预期；并购企业业绩实现或不及承诺。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1626.62	1502.27	1766.63	2012.59
增长率	-54.18%	-7.64%	17.60%	13.92%
归属母公司净利润 (百万元)	1656.94	591.69	666.25	805.30
增长率	170.90%	-64.29%	12.60%	20.87%
每股收益 EPS (元)	1.27	0.45	0.51	0.62
净资产收益率 ROE	19.97%	8.53%	8.66%	8.99%
PE	7	18	16	14
PB	1.39	1.32	1.24	1.15

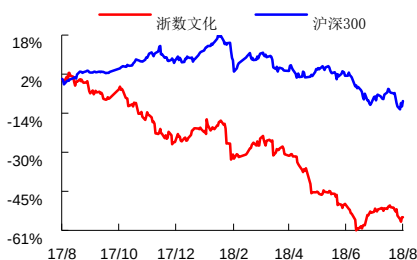
数据来源: Wind, 西南证券

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

联系人: 杭爱
 电话: 010-57758568
 邮箱: ha@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)	13.02
流通 A 股(亿股)	12.90
52 周内股价区间(元)	7.3-19.42
总市值(亿元)	108.84
总资产(亿元)	99.79
每股净资产(元)	6.06

相关研究

1. 浙数文化 (600633): 财务数据波动与运营无关 (2018-05-03)
2. 浙数文化 (600633): 剥离报业收益显著, 游戏向棋牌发力 (2017-08-28)

关键假设：

公司在 2017 年剥离了传统媒体业务，2017 年 4 月之后便不再有发行、印刷、无线增值、广告等业务，剥离之后公司的主要业务为游戏和大数据。

1) 在线游戏运营业务：艾瑞咨询数据显示，2018-2020 年中国游戏市场规模的增速分别为 22%/17%/12%，考虑到公司收购天天爱后加速在对棋牌类游戏行业的布局，根据速途研究院的数据，2018 年中国棋牌类游戏的市场规模增速预计为 36.5%，维持高增长，预计在 2018-2020 年，公司在线游戏运营业务发展将快于整体游戏行业，毛利率维持在 82%。

2) 广告业务、发行业务、印刷业务、无线增值业务等：公司已在 2017Q1 剥离了上述业务，预计在 2017 年 4 月之后上述业务不再产生收入。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 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		2017A	2018E	2019E	2020E
在线游戏运营业务	收入	863.7	1053.7	1264.5	1454.1
	增速	31.9%	22%	20%	15%
	毛利率	82.5%	82%	82%	82%
技术信息服务	收入	74.5	134.0	187.6	243.9
	增速	-70.6%	80%	40%	30%
	毛利率	37.7%	50%	50%	50%
广告业务	收入	148.3			
	增速	-79.4%			
	毛利率	27.6%			
商品销售业务	收入	97.4			
	增速	-89.0%			
	毛利率	21.8%			
发行业务	收入	79.2			
	增速	-76.8%			
	毛利率	45.6%			
无线增值服务	收入	9.5			
	增速	-76.3%			
	毛利率	28.2%			
印刷业务	收入	18.9			
	增速	-81.0%			
	毛利率	2.7%			
平台运营业务	收入	20.6			
	增速	-42.8%			
	毛利率	31.4%			
其他主营业务	收入	297.1	297.1	297.1	297.1
	增速	-31.1%	0%	0%	0%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	毛利率	48.4%	48%	48%	48%
其他业务	收入	17.4	17.4	17.4	17.4
	增速	-65.9%	0%	0%	0%
	毛利率	40.5%	41%	41%	41%
合计	收入	1,626.621	1502.3	1766.6	2012.6
	增速	-54.2%	-7.6%	17.6%	13.9%
	毛利率	61.5%	72.0%	72.5%	72.8%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1626.62	1502.27	1766.63	2012.59	净利润	1730.64	790.45	868.04	976.71
营业成本	626.83	420.24	484.97	547.26	折旧与摊销	88.74	121.32	121.32	121.32
营业税金及附加	11.91	11.78	13.55	15.55	财务费用	-29.43	0.25	0.40	0.51
销售费用	263.64	150.23	214.90	243.41	资产减值损失	77.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	440.90	180.27	229.66	261.64	经营营运资本变动	-2591.50	93.66	-345.64	-319.79
财务费用	-29.43	0.25	0.40	0.51	其他	921.24	-8.94	-9.03	-8.99
资产减值损失	77.03	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	196.71	996.74	635.09	769.76
投资收益	1516.36	9.00	9.00	9.00	资本支出	-1097.25	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-309.12	9.00	9.00	9.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1406.37	9.00	9.00	9.00
营业利润	1783.26	748.50	832.14	953.22	短期借款	-250.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	10.04	70.57	67.34	58.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1793.31	819.07	899.47	1012.08	股权融资	-22.36	0.00	0.00	0.00
所得税	62.67	28.62	31.43	35.37	支付股利	-123.68	-331.39	-118.34	-133.25
净利润	1730.64	790.45	868.04	976.71	其他	204.56	147.82	-0.40	-0.51
少数股东损益	73.70	198.76	201.79	171.41	筹资活动现金流净额	-191.48	-183.57	-118.74	-133.77
归属母公司股东净利润	1656.94	591.69	666.25	805.30	现金流量净额	-1401.41	822.17	525.35	644.99
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	757.56	1579.73	2105.07	2750.07	成长能力				
应收和预付款项	317.88	220.57	267.51	311.76	销售收入增长率	-54.18%	-7.64%	17.60%	13.92%
存货	4.39	2.88	3.36	3.79	营业利润增长率	94.32%	-58.03%	11.17%	14.55%
其他流动资产	2159.73	1994.62	2345.62	2672.19	净利润增长率	68.82%	-54.33%	9.82%	12.52%
长期股权投资	470.21	470.21	470.21	470.21	EBITDA 增长率	84.82%	-52.78%	9.63%	12.71%
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	349.41	338.52	327.62	316.73	毛利率	61.46%	72.03%	72.55%	72.81%
无形资产和开发支出	4625.15	4517.54	4409.92	4302.30	三费率	41.50%	22.02%	25.19%	25.12%
其他非流动资产	1201.71	1198.91	1196.10	1193.30	净利率	106.39%	52.62%	49.14%	48.53%
资产总计	9886.03	10322.97	11125.41	12020.34	ROE	19.97%	8.53%	8.66%	8.99%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.51%	7.66%	7.80%	8.13%
应付和预收款项	299.61	185.73	220.82	255.31	ROIC	33.33%	11.47%	12.73%	14.05%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	113.28%	57.92%	53.99%	53.42%
其他负债	921.54	865.93	883.58	900.55	营运能力				
负债合计	1221.15	1051.66	1104.39	1155.86	总资产周转率	0.17	0.15	0.16	0.17
股本	1301.92	1301.92	1301.92	1301.92	固定资产周转率	6.03	43.55	74.86	158.41
资本公积	3276.81	3276.81	3276.81	3276.81	应收账款周转率	7.24	10.46	12.02	11.79
留存收益	3420.46	3680.76	4228.68	4900.73	存货周转率	21.96	114.74	153.16	151.56
归属母公司股东权益	7851.83	8259.50	8807.41	9479.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.45%	—	—	—
少数股东权益	813.05	1011.81	1213.60	1385.02	资本结构				
股东权益合计	8664.88	9271.31	10021.01	10864.48	资产负债率	12.35%	10.19%	9.93%	9.62%
负债和股东权益合计	9886.03	10322.97	11125.41	12020.34	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.89	12.65	13.38	14.19
					速动比率	6.88	12.64	13.37	14.18
					股利支付率	7.46%	56.01%	17.76%	16.55%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	1842.57	870.07	953.86	1075.05	每股收益	1.27	0.45	0.51	0.62
PE	6.57	18.39	16.34	13.52	每股净资产	6.03	6.34	6.76	7.28
PB	1.39	1.32	1.24	1.15	每股经营现金	0.15	0.77	0.49	0.59
PS	6.69	7.25	6.16	5.41	每股股利	0.10	0.25	0.09	0.10
EV/EBITDA	4.85	9.33	7.96	6.46					
股息率	1.14%	3.04%	1.09%	1.22%					

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
增持：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 指数涨幅在-10%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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn