

参与数字浙江、城市大脑，剑指数字经济领跑者

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 内生外延并举的游戏业务奠定公司估值基石，边锋网络深耕休闲类游戏，2017年以来，在并购了深圳天天爱、北京梦启、深圳乐玩等十多家省外游戏平台公司后，公司共有600多款休闲游戏，实现了全国20多个省份的覆盖，更多用户数或能稳步提升公司游戏业务流水。2) 2019年8月初，公司完成5000万元出资认购杭州云栖创投股权投资5.7%股权，2019上半年，公司启动了政务服务网事业中心分拆重组工作，深度参与数字浙江、城市大脑项目。
- **边锋网络加大对用户群体的覆盖，业绩继续保持高增长。**2019H1，公司游戏业务实现营收10.8亿元（+86%），实现毛利8.9亿元（+88%），增长主要来自：1) 2017年7月，边锋网络收购休闲游戏公司深圳天天爱100%股权，天天爱承诺2019年净利润为2.12亿元。2) 边锋网络手游产品《侠客风云传OL》于2018上半年推出，月均流水过5000万。3) 游戏出海成果显现，2019H1公司在海外实现营收1714万元，同比提升19.6%。4) 休闲类游戏加大对用户群体的覆盖，2018年边锋加大对东三省和内蒙古等外省的覆盖。公司公告显示，到2018年底，边锋网络注册用户过亿，月活跃用户上千万。
- **深度参与数字浙江、城市大脑项目。**1) 数字浙江：根据路线图，到2022年，数字浙江争取建成国家数字经济示范省、数字政府建设先行省、数字社会建设样板省，支撑云上浙江的数字基础设施基本建成，支撑数据强省的数据资源体系基本完善。2019上半年，公司启动了政务服务网事业中心分拆重组工作，深度参与数字浙江项目开发建设。2) 城市大脑是浙江省推进数字经济“一号工程”的标志性工程之一，计划到2022年，形成一批基于城市大脑特色应用，并在交通、平安、城管、经济、健康、环保、文旅等领域实现综合应用。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.51/0.58/0.66元，基于1) 游戏业务正不断拓展市场；2) 与杭州市政府等共同参与杭州城市大脑、数字浙江建设，有望实现对外复制，以及在城市大脑运营过程中对于积累起来的数据做挖掘，形成新的价值，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风险；并购企业业绩实现或不及承诺风险。

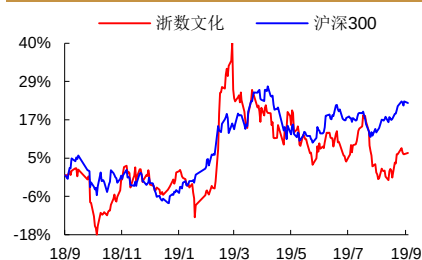
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1909.92	2579.44	3182.14	3663.61
增长率	17.42%	35.06%	23.37%	15.13%
归属母公司净利润（百万元）	478.35	663.67	758.59	855.18
增长率	-71.13%	38.74%	14.30%	12.73%
每股收益EPS（元）	0.37	0.51	0.58	0.66
净资产收益率ROE	6.60%	8.29%	8.76%	9.11%
PE	25	18	16	14
PB	1.54	1.40	1.30	1.21

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：张闻宇
 电话：021-58351917
 邮箱：zwy@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)	7.1-12.16
总市值(亿元)	119.52
总资产(亿元)	99.11
每股净资产(元)	6.05

相关研究

1. 浙数文化（600633）：游戏继续提供增长动力，大数据业务加速推进（2019-03-31）
2. 浙数文化（600633）：单季营收改善，卡牌手游表现超预期（2018-10-30）

目 录

1 背靠浙报集团，剑指数字经济领跑者	1
2 聚焦三大核心业务，打造两大产业板块.....	5
2.1 数字娱乐业务内生外延并举，PC 端基本稳定，移动端广泛布局	5
2.2 大数据业务：富春云顺利推进，深度参与数字浙江、城市大脑项目	7
2.3 数字体育业务：战略转型，整合资源，多元变现	10
3 背靠浙报集团，积极布局互联网等领域，打造互联网枢纽型传媒集团	11
4 盈利预测与估值.....	12
4.1 盈利预测	12
4.2 估值与评级	13
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司股权结构图 (截止 2019 年 8 月 15 日)	1
图 2: 公司历史沿革图: 剥离新闻类资产轻装上阵布局互联网数字产业	3
图 3: 公司 2014-2019H1 营业收入及增速	3
图 4: 公司 2014-2019H1 归母净利润及增速	3
图 5: 2019H1 年公司营收: 以在线游戏运营为主	4
图 6: 2017-2019H1 公司主营业务收入构成	4
图 7: 历年公司销售毛利率及销售净利率情况	4
图 8: 历年公司四项费率情况	4
图 9: 游戏行业市场规模情况: 2019 上半年回暖	5
图 10: 边锋旗下拥有众多休闲游戏	6
图 11: 边锋网络旗下游戏茶苑内的休闲游戏情况	6
图 12: 《侠客风云传 online》在 APP STORE 中的畅销排名情况	6
图 13: 中国大数据市场产值 (亿元)	7
图 14: 中国大数据核心产业规模 (亿元)	7
图 15: 富春云提供的产品/服务情况	8
图 16: 2018 年中富春云鸟瞰效果图	8
图 17: 计划到 2022 年, 数字浙江建设实现突破性进展	8
图 18: “城市大脑”建设应用的主要任务	9
图 19: 杭州城市大脑效果图	10
图 20: 杭州城市大脑九大新场景已经进入试点和推广阶段	10
图 21: 2019ChinaJoy CET 全国电子竞技巡回赛	11
图 22: 王思聪为创始人的 IG 电竞俱乐部受邀参加 CET	11

表 目 录

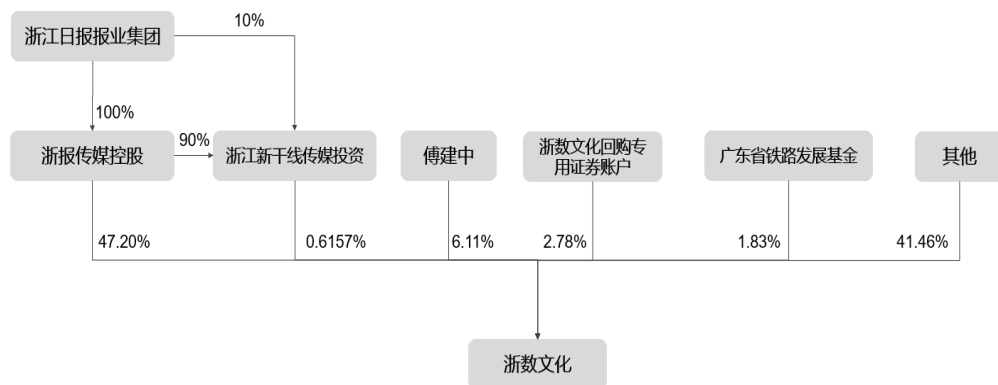
表 1: 公司旗下重要的全资子公司及非全资子公司	1
表 2: 分业务收入及毛利率预测	12
表 3: 可比公司估值情况	13
附表: 财务预测与估值	14

1 背靠浙报集团，剑指数字经济领跑者

数字娱乐产业领先企业，积极布局大数据与数字体育产业。浙数文化脱胎于中国报业集团中第一家媒体经营性资产整体上市的公司浙报传媒集团股份有限公司，实际控制人为浙江日报报业集团，于 2011 年借壳白猫股份在上海证券交易所上市，公司目前重点聚焦数字娱乐产业、数字体育产业和“四位一体”的大数据产业三大板块，同时发展电商服务、艺术品服务等文化产业服务和文化产业投资业务。在线游戏运营业务是目前公司主要的营收来源，2019 年上半年，公司实现营业收入 13.3 亿，其中在线游戏运营业务贡献收入 10.8 亿元，同比增长 86.4%。公司的数字娱乐事业群核心板块边锋网络是数字娱乐行业内领先的游戏平台，深耕互联网休闲游戏领域；公司数字体育事业群依托国内领先的行业资源，运营了战旗直播、上海浩方等电竞产业平台，同时组办多种大型行业会展，线上线下用户资源的衔接和应用能力较强。公司致力于全面互联网化发展并不断推动产业优化升级，根据 2018 年底浙报集团的新一轮三年发展规划，目标建成具有较强综合实力和竞争力、高质量、现代化的新时代一流传媒集团，而浙数文化的定位也更加明确，要成为“浙江及国内传媒数字经济的领跑者”。

公司实际控制人为浙江日报报业集团，控股股东为浙报传媒，拥有党报集团拥有的主流媒体品牌公信力及政府、社会各方资源优势。截止 2019 年 6 月 30 日，浙报传媒直接持有本公司 47.20% 的股份，通过浙江新干线传媒投资有限公司间接持有公司 0.55% 的股权，合计持有公司 47.75% 股权，成为公司控股股东，其实际控制人为浙江日报报业集团（浙江日报系中共浙江省委机关报）。

图 1：公司股权结构图（截止 2019 年 8 月 15 日）



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：公司旗下重要的全资子公司及非全资子公司

序号	子公司名称	具体业务	2019H1 营收/净利润 (万元)	公司持股比例
1	边锋网络	专业网络棋牌游戏运营商，由边锋游戏和游戏茶苑两家中国领先的棋牌游戏公司合并运营发展而成，以地方棋牌游戏为主，旗下边锋游戏和游戏茶苑	110938/32298	100%
2	富春云科技	提供优质稳定的服务器托管、BGP 多线主机托管、机房定制、私有云等专业数据中心服务，是浙数文化整合优质产业资源、大数据平台资源打造的数据中心生态专业服务平台	14329/-1020	100%

序号	子公司名称	具体业务	2019H1 营收/净利润 (万元)	公司持股比例
3	东方星空创业投资	浙江第一只文化产业主题投资基金，投资培育文化传媒类骨干企业和新兴文化传媒企业，主要投资于手游与文化领域的项目	0/14654	44%
4	深圳天天爱	专注于以棋牌类产品为核心的地方特色休闲游戏产品细分市场，目前产品已覆盖甘肃、江苏、河南、四川、重庆、广西和安徽等多个地区市场，同时积极发力于互联网娱乐领域	26666/16604 (2018 年)	100%
5	深圳市乐玩互娱	专业棋牌类游戏开发和运营公司，在地方棋牌手游领域不断创新模式，创新功能，并将地方特色休闲棋牌玩法与互联网相结合，实现传统文化、休闲娱乐的互联网+	10903/1851	36%
6	苏州丰游	专业从事互联网信息服务，研发网络游戏	12906/4642	58%
7	梦启（北京）科技	集游戏研发与推广运营为一体网络游戏公司，不断转型，主营业务从最初的页游产品，到手机游戏，再到 h5 游戏，目前致力于转型成为一家小游戏研发和发行公司	8173/3766	40%
8	杭州元琪网络	以棋牌类产品为核心的地方特色休闲游戏为主要市场，具有非常丰富的运营经验	1789/438	40%
9	浙江美术传媒拍卖有限公司	国内唯一的美术专业强势媒体，专注于艺术品拍卖，主要拍卖书画、字画等精美艺术作品，同时提供艺术品实时资讯	129/-230	66%
10	淘宝天下传媒有限公司	由浙江日报报业集团和阿里巴巴集团共同投资组建，是一家具有“媒体特质的互联网枢纽型服务公司”。以精准定向为中心，凭借海量优质会员数据和多纬度定向功能，为商家提供品牌推广、品牌塑造等一体化解决方案，帮助商家实现更高效、更精准的数字营销。	6690/353	51%

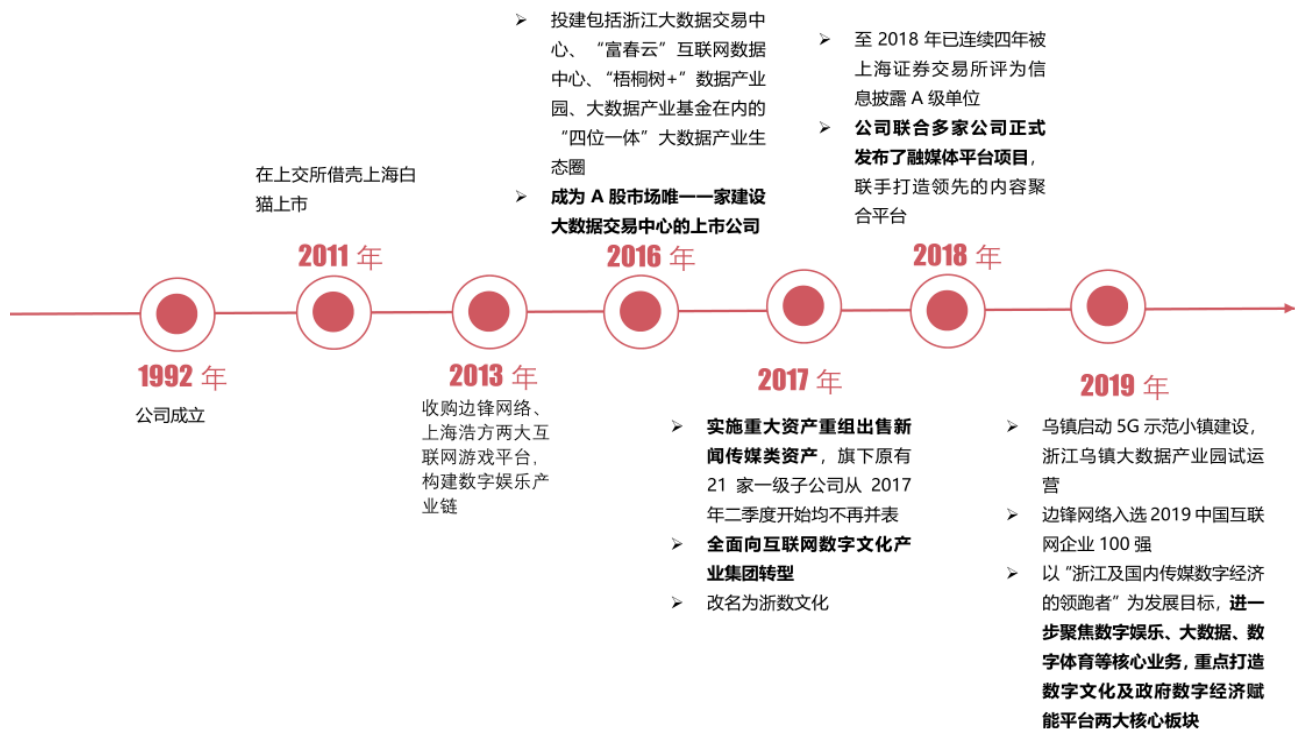
数据来源：公司公告、天眼查，西南证券整理

2011 年公司借壳白猫股份在上交所上市，成为国内第一家媒体经营性资产整体上市的报业上市公司，也是浙江省第一家上市的国有文化企业。

2013-2017，公司积极构建数字娱乐产业链与大数据产业生态圈。2013 年公司收购边锋网络、上海浩方两大互联网游戏平台，开始构建数字娱乐产业链；2016 年公司投建包括浙江大数据交易中心、“富春云”互联网数据中心、“梧桐树+”数据产业园、大数据产业基金在内的“四位一体”大数据产业生态圈，同时成为 A 股市场唯一一家建设大数据交易中心的上市公司；2017 年公司实施重大资产重组出售新闻传媒类资产，全面向互联网数字文化产业集团转型，同年公司改名为浙数文化。

2018 年起，公司不断推动产业转型，聚焦三大业务板块的同时，重点打造数字文化及政府数字经济赋能平台两大核心板块。2018 年，公司联合多家公司正式发布了融媒体平台项目，联手打造领先的内容聚合平台；2019 年，浙江乌镇大数据产业园开始试运营，同时边锋网络入选 2019 中国互联网企业 100 强，公司以“浙江及国内传媒数字经济的领跑者”为发展目标，进一步聚焦数字娱乐、大数据、数字体育等核心业务，重点打造数字文化及政府数字经济赋能平台两大核心板块，同时发展电商服务、艺术品服务等文化产业服务和文化产业投资业务。

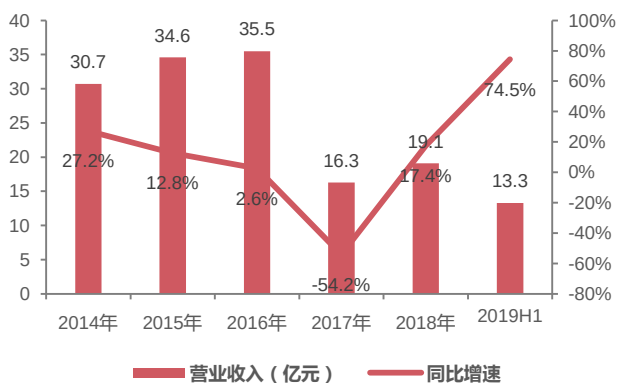
图 2：公司历史沿革图：剥离新闻类资产轻装上阵布局互联网数字产业



数据来源：公司公告，西南证券整理

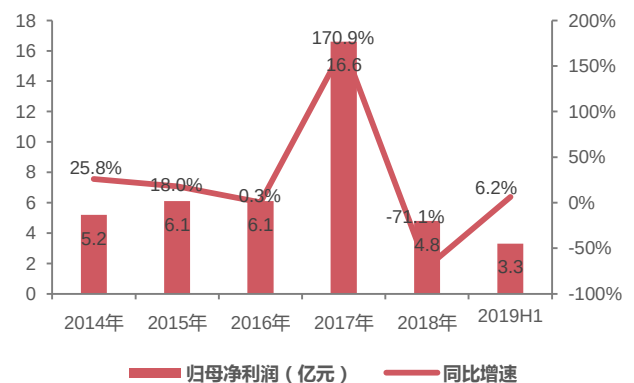
公司业绩状况：自 2017 年剥离新闻传媒类资产后，营收和净利润仍呈稳定增长趋势。2017 年公司营业收入大幅下降，归母净利润大幅上升，主要系 2017 年 3 月 31 日公司完成向控股股东浙报控股出售新闻传媒类资产共 21 家一级子公司股权，此后不再对上述媒体类资产进行并表，导致营业收入大幅下降，同时处置获得的投资收益 11.76 亿元，导致归母净利润大幅上升。公司营收由 2017 年的 16.3 亿元增长至 2018 年的 19.1 亿元，同比提升 17.4%，**2019 上半年公司实现营收 13.3 亿元，同比增长 74.5%**，主要系自身游戏业务增长和 2018 年下半年新并购子公司所致。公司 2018 年实现净利润 4.8 亿元，**2019 年上半年实现净利润 3.3 亿元，同比去年同期增长 6.2%**，净利润保持稳定增长。

图 3：公司 2014-2019H1 营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

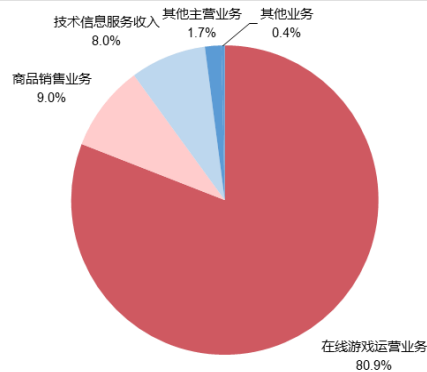
图 4：公司 2014-2019H1 归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

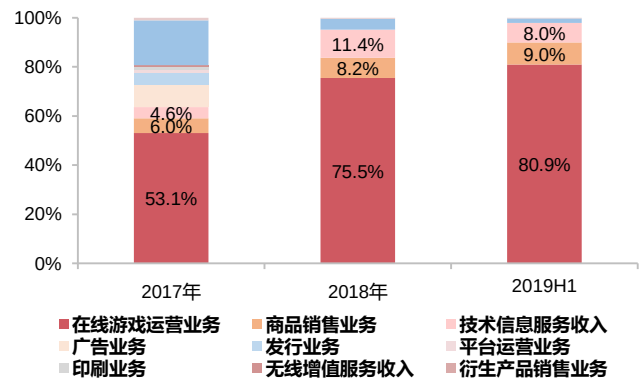
公司主营业务结构：在线游戏运营业务贡献大部分收入，商品销售业务与技术信息服务收入总体保持 20% 左右的营收占比。在线游戏运营业务收入方面，自 2017 年起，公司在线游戏运营业务收入占比不断上升，从 2017 年的 53.1% 攀升至 2019H1 的 80.9%，逐渐成为公司最重要的收入来源，2019H1 在线游戏运营业务收入为 10.8 亿元，同比增长 86.4%，主要是边锋网络自身游戏业务增长和 2018 年下半年新并购子公司所致。2018-2019H1，公司商品销售收入与技术信息服务收入总体占比保持 20% 左右。

图 5：2019H1 年公司营收：以在线游戏运营为主



数据来源：公司公告，西南证券整理

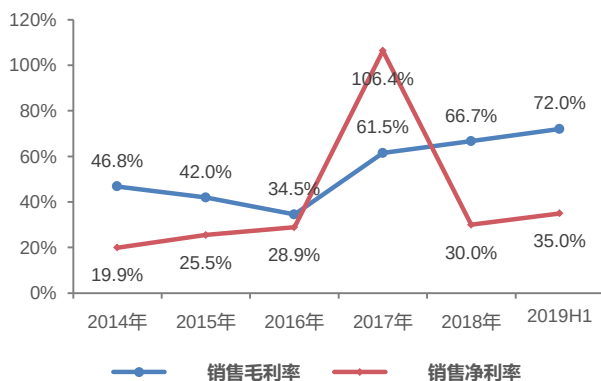
图 6：2017-2019H1 公司主营业务收入构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

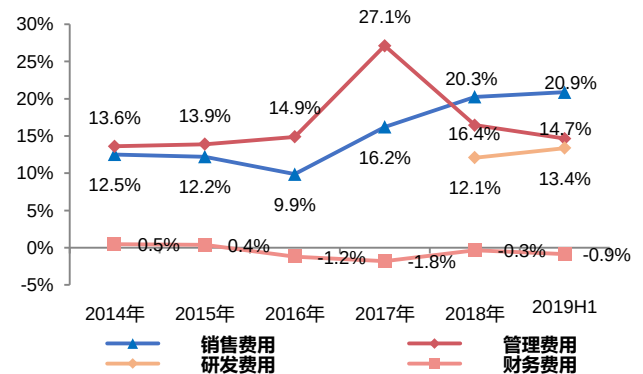
公司盈利能力：公司毛利率、净利率呈增长趋势，三费率和研发费用率整体保持稳定。2018 年以来，公司销售毛利率、净利率均呈增长趋势，主要是高毛利率的游戏业务占比提升。2018 年以来，公司三费率总体保持稳定。研发费用率由 2018 年的 12.1% 上升至 2019 年的 13.4%，高研发费用或能持续支撑公司成长。

图 7：历年公司销售毛利率及销售净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：历年公司四项费率情况



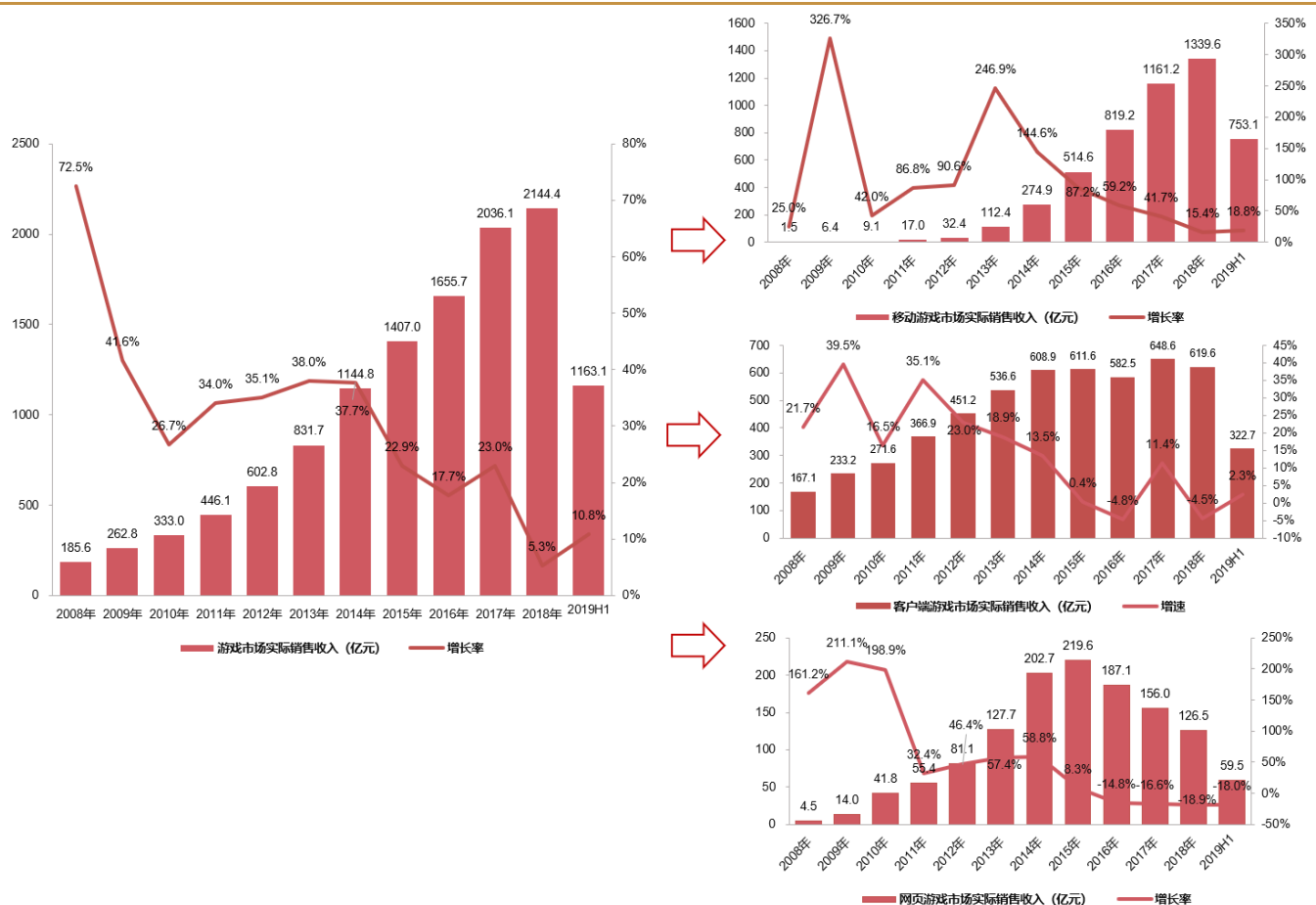
数据来源：公司公告，西南证券整理（研发费用自 2018 年开始单列）

2 聚焦三大核心业务，打造两大产业板块

2.1 数字娱乐业务内生外延并举，PC 端基本稳定，移动端广泛布局

2019 上半年游戏行业回暖，增速回到 10.8%。2019 上半年，国内游戏行业实际销售规模 1163.1 亿元，同比 10.8%，受游戏版号正常化的影响，游戏行业重回双数增长，其中移动游戏市场实际销售收入达 753 亿元，同比提升 18.8%，仍是游戏行业的主要拉动力量。

图 9：游戏行业市场规模情况：2019 上半年回暖



数据来源：公司公告，西南证券整理

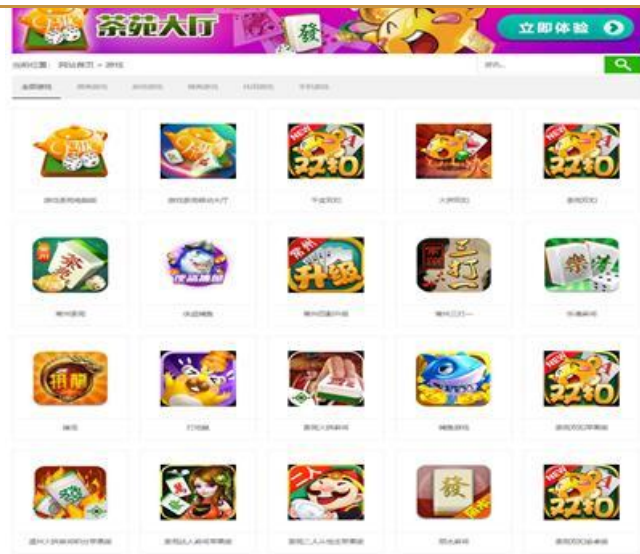
2013 年，公司 29.1 亿元收购边锋网络 100% 股权，2.9 亿元收购上海浩方 100% 的股权，初步搭建了数字娱乐产业链，此后通过内生+外延并举的方式逐步进行战略扩张。2013 年并购进来的边锋网络稳扎稳打，产品实现从 PC 端到移动端转化，团队实现从创始人向职业经理人的过渡，休闲游戏平台通过外延方式实现地域扩张，2017 年以来，在并购了深圳天天爱、北京梦启、深圳乐玩等十多家省外游戏平台公司后，公司共有 600 多款休闲游戏，实现了全国 20 多个省份的覆盖。目前，边锋以在线棋牌、电子竞技平台、桌面游戏、无线终端为四大主营业务，旗下拥有边锋游戏、游戏茶苑、浩方电竞等众多知名品牌，已经成为国内领先的休闲游戏开发商、运营商和发行商。

图 10: 边锋旗下拥有众多休闲游戏



数据来源: 边锋游戏官网, 西南证券整理

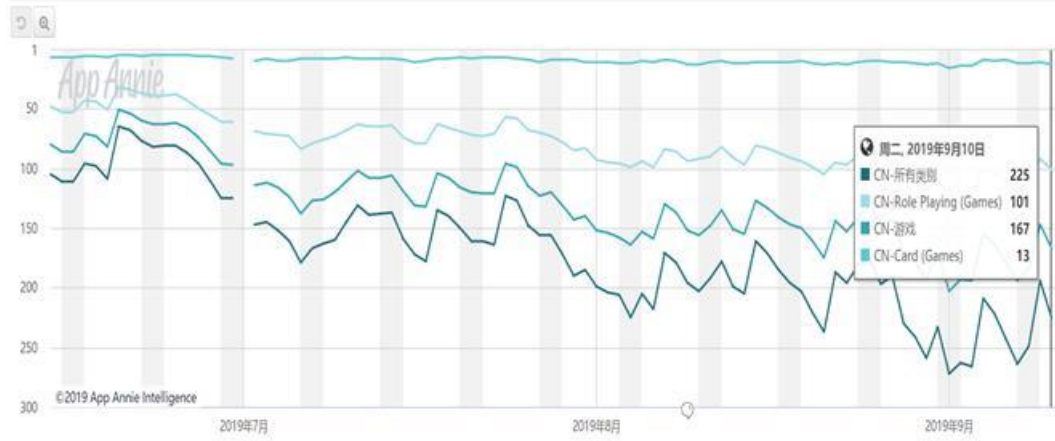
图 11: 边锋网络旗下游戏茶苑内的休闲游戏情况



数据来源: 游戏茶苑官网, 西南证券整理

《侠客风云传 online》排名稳定。公司获得正版 IP 授权、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 系统的卡牌游戏畅销排名中排第 13 名, 截至 2018 年底, 注册用户达 300 万, 月流水超 5000 万, 稳定的排名或能给公司带来持续的流水。

图 12: 《侠客风云传 online》在 APP STORE 中的畅销排名情况

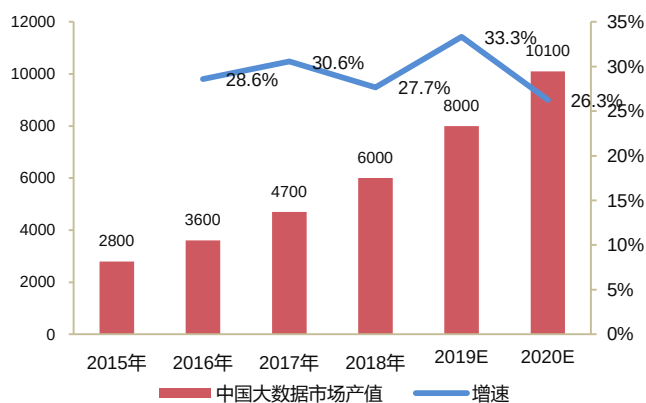


数据来源: App Annie, 西南证券整理

2.2 大数据业务：富春云顺利推进，深度参与数字浙江、城市大脑项目

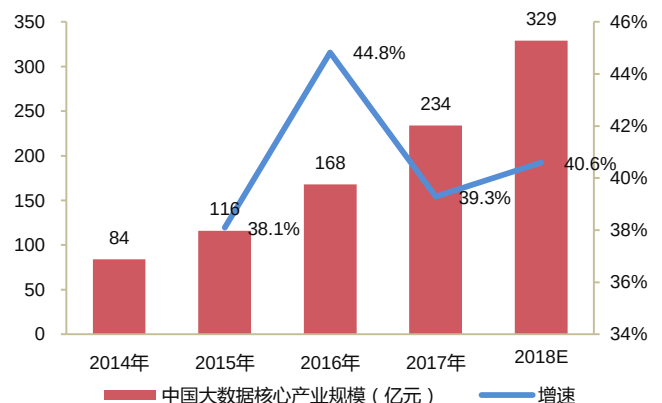
多项政策催化下，大数据市场规模大幅扩张。2015 年国务院印发《促进大数据发展行动纲要》，标志着大数据已上升为国家战略。2017 年工信部印发《大数据产业发展规划(2016-2020 年)》，全面部署“十三五”时期我国大数据产业发展工作，加快建设数据强国。中央和地方政府陆续出台了 160 份大数据相关支持政策文件，20 个省设立了省属大数据专门管理机构，多层次协同推进机制基本形成，为实现制造强国和网络强国提供坚强的政策支持。根据信通院数据，2017 年中国大数据产业规模（包括数据资源建设、大数据软硬件产品的开发、销售和租赁活动，以及相关信息技术服务）为 4700 亿元人民币，同比增长 30%，且预计 2020 年这一规模有望赶超 1 万亿，年均复合增速近 30%。其中，大数据核心产业规模 2017 年为 234 亿元，同比增长 39%，预计 2018 年为 329 亿。

图 13：中国大数据市场产值（亿元）



数据来源：大数据白皮书（2018）、信通院，西南证券整理

图 14：中国大数据核心产业规模（亿元）



数据来源：数字中国建设发展报告（2017），西南证券整理

提前布局，构建四位一体的大数据生态圈。浙数文化大数据生态圈包括：1) 富春云互联网数据中心，推进 IDC 业务发展；2) 大数据产业基金，目前大数据产业基金募资 10 亿元，对优质标的投资，截止 2019 上半年，大数据产业基金已对包括海马玩、百分点等 8 个优质标的完成出资；3) 梧桐树+大数据产业园，2019 上半年一期工程已投入运营，目前正处于招商阶段；4) 浙江大数据交易中心，探索数据新业务发展。

“富春云”引入阿里、网易等优质合作伙伴，锁定合同金额约 14 亿元。富春云成立于 2016 年 4 月，是浙数文化的全资子公司，自 2016 年底开工以来，截至 2019 年 3 月底已经建成 4000 多组机柜，主要业务是为合作伙伴提供优质稳定的服务器托管、增值业务、行业云、私有云等专业 IDC 服务，面向国内政府、企业提供基于最新国家 A 级机房标准的国际一流互联网数据中心。2018 年 6 月，公司与浙江移动杭州分公司（最终用户为网易）签订了日常经营性协议，富春云向其提供约 1000 个机柜的 IDC 托管服务，履约期限为 6 年，可续约 1 年，预计 6 年实现总收入约 6 亿元。2019 年 8 月，公司与杭州电信（最终用户为阿里巴巴）签订日常经营协议，机柜租赁期 6 年，可续期 2 年，预计 6 年实现总收入约 6 亿元。至此，富春云引入了阿里、网易等优质伙伴，锁定合同金额约 14 亿元。

图 15: 富春云提供的产品/服务情况

空间租用服务	带宽租用服务	系统高级运维	网络高级运维	工作配套服务
50M专线	专线	系统代维	流量分析	办公配套
60M专线	万线	系统定制	架构优化	住宿餐饮
网络定制	三网		CDN加速	
	专线		综合布线	
			流量清洗	

数据来源: 富春云官网, 西南证券整理

图 16: 2018 年中富春云鸟瞰效果图



数据来源: 富春云 FCHYUN, 西南证券整理

深度参与“数字浙江”，共同探索数字政务服务。2019 年 1 月中，浙江省新闻办新闻发布会发布深化数字浙江建设未来 3 年路线图，根据路线图，到 2022 年，数字浙江建设实现突破性进展：全球数字科技创新高地建设取得标志性成果，争取建成为国家数字经济示范省、数字政府建设先行省、数字社会建设样板省，支撑云上浙江的数字基础设施基本建成，支撑数据强省的数据资源体系基本完善。在此基础上，谋划了“一大关键动力、两大基础支撑、三大重点领域”构成的六大数字化转型重点任务，即以数字科技创新为关键动力，强化云上浙江和数据强省两大基础支撑，聚焦政府、经济和社会三大数字化转型。根据浙数文化公司公告，公司启动了政务服务网事业中心分拆重组工作，深度参与“数字浙江”项目开发建设，预计能够在项目后期探索产生经济效益。

图 17: 计划到 2022 年，数字浙江建设实现突破性进展

建设数字浙江六大重点任务

数字技术领域 01

建设数字技术强基工程、数字技术攻关工程和数字技术协同创新工程三大工程。到2022年，将浙江打造成全球数字科技创新高地，对标国际一流水平，高标准建成之江实验室等新型科研机构，在数字技术领域建成若干具有国际水平的大科学装置和实验验证平台。

数字经济领域 02

聚焦数字产业化和产业数字化，培育数字化融合新业态。到2022年，数字产业化和产业数字化“双轮驱动”的数字经济发展格局全面建立，全省数字经济总量较2017年翻一番，达到4万亿元以上，占地区生产总值比例达到55%以上。

数字政府领域 03

形成十大政府数字化平台，建成“掌上办事之省”“掌上办公之省”。到2022年，形成各级政府职能部门核心业务全覆盖、横向纵向全贯通的全方位数字化工作体系，基本建成“掌上办事之省”“掌上办公之省”，80%以上的政务服务事项实现掌上办理，省以下部门专网整合率达到100%。

数字社会领域 04

深入分析相关数字化转型实践案例和发展趋势，推动城市、教育、医疗、交通、文旅、就业、扶贫、养老、公共安全和乡村服务等十大应用场景数字化转型。到2022年，覆盖全省的民生网、服务网和平安网基本建成，各类社会服务完成向个性化、精准化、主动推送转变，群众办事将更加方便，生活品质将更高。

云上浙江领域 05

新一代数字基础设施基本完善，5G实现规模部署和商用。到2022年，以云计算、移动互联网、智能终端为主体的新一代数字基础设施建设基本完善。浙江省内互联网普及率超过80%，光纤宽带用户率超过93%，互联网省际出口带宽达到60Tbps，5G网络实现规模部署和商用，三网融合全面推广，互联网IPv6实现规模部署。

数据强省领域 06

打造数据强省，实现公共数据按需共享。到2022年，培育形成一批具有国际一流水平的行业大数据应用平台和开发应用市场主体，初步建成包括数据共享、数据开放、数据开发、数据安全和数据信用。

数据来源: 浙江发布, 西南证券整理

根据《信息化建设》浙江省经信厅产业数字化推进处的数据，“城市大脑”是浙江省推进数字经济“一号工程”的标志性工程之一，是基于云计算、大数据、物联网、人工智能等新一代信息技术构建的，支撑经济、社会、政府数字化转型的城市开放式智能运营平台。根据2019年7月杭州城市大脑2019年中发布会的信息，到2019年中，城市大脑的逻辑构架不断完善，机制平台不断形成，应用场景不断丰富，形成了警务、交通、城管、文旅、卫健、房管、应急、市场监管、农业、环保、基层治理等11个大系统、48个场景同步推进。

根据《浙江省“城市大脑”建设应用行动方案》，“城市大脑”的主要目标是：

- 1) 到2022年，各省各设区市“城市大脑”通用平台基本建成，信息孤岛基本消除，数据资源实现共享，基于人工智能的感知、分析、决策能力取得突破，自主可控的技术产业体系基本形成，城市整体运行的数字映射基本得以实时呈现，形成一批基于“城市大脑”特色应用，并在交通、平安、城管、经济、健康、环保、文旅等领域实现综合应用，“城市大脑”应用成效显著，“最多跑一次”改革持续深化，城市精细化管理和精准服务迈上新台阶。
- 2) 到2035年，各设区市“城市大脑”应用成效凸显，实现对城市运行状态的整体感知、全局分析和智能处置，公共资源高效调配，城市运营效率大幅提升，新型智慧城市建设、技术产业发展走在全国前列，为全国“城市大脑”建设与应用提供浙江样板。

根据公司官网数据，云栖城市大脑科技(杭州)有限公司为杭州城市大脑建设的运营管理主体，核心团队经历多年“互联网+政务服务”探索实践，依托城市大脑的提出者和实践者王坚博士、阿里云技术资源架构和云栖工程院城市大脑中枢系统核心技术，致力将城市大脑打造成服务民生、辅助决策、支撑数字社会体系运行的未来城市操作系统，并通过运营实践逐步构建起支撑未来数字城市的运营服务体系。

图 18：“城市大脑”建设应用的主要任务

浙江省“城市大脑”建设主要任务：



数据来源：《浙江省“城市大脑”建设应用行动方案》，西南证券整理

图 19: 杭州城市大脑效果图



数据来源: 杭州市投资促进局 (2019 年 4 月), 西南证券整理

图 20: 杭州城市大脑九大新场景已经进入试点和推广阶段



数据来源: 杭州市投资促进局, 西南证券整理

2.3 数字体育业务: 战略转型, 整合资源, 多元变现

数字体育战略转型, 聚焦赛事、会展服务等业务。公司数字体育板块下主要的运作主体包括战旗直播和上海浩方:

战旗直播方面, 由于国内直播平台行业竞争激烈, 公司对于战旗直播启动了整体转型工作, 继续聚焦电竞游戏直播并强化电竞赛事的内容制作和传播能力, 尤其是基于自主 IP 电竞赛事的衍生内容, 同时布局电视端市场, 拓展传统体育赛事内容等领域; 加大移动端电竞产品的研发力度, 不断提升线上电竞赛事服务能力。

上海浩方方面, 依靠主流媒体的企业背景, 公司不断强化在电竞赛事中的影响力。2019Q1, 上海浩方构建了立足于网咖场景的“CET 全国电子竞技巡回赛”, CET 全国电子竞技巡回赛由新华网和浙数文化联合主办, 是融合网吧场景、聚焦高校人群、兼顾职业选手、赋能电竞城市、联接国际通路的第三方赛事, 2019CET 将涵盖《DRL SIM》《Dota2》《王者荣耀》《FIFA2019》《多多自走棋》5 个职业组比赛。根据钱江晚报的数据, 2019 年 5 月初, 浙数文化和上海度势体育签署战略发展协议, 双方将共同建立数字体育产业股权投资基金, 共同负责资金募集与基金管理, 用于数字体育及相关产业的风险投资及并购项目, 打造以浙数文化为核心的数字体育产业集群, 共同推动杭州成为全球数字体育文化中心。此外, 2019 上半年, 公司推动成立了全国电竞协会联盟, 进一步强化自身产业引领作用。

上海浩方与顺网科技合作, 共同深度布局电竞和云计算业务。2019 年 4 月 10 日, 上海浩方与顺网科技签署合资协议, 二者拟共同投资设立合资公司杭州云莱信息技术有限公司。合资公司注册资本为人民币 1 亿元, 上海浩方出资 3500 万元, 占注册资本的 35%。新成立公司将采用边缘云计算技术, 主要向公共上网行业提供基于城域网边缘计算的顺网云整体解决方案, 加速推进公司云业务, 同时借助顺网科技的网吧场景布局电竞。

图 21: 2019ChinaJoy CET 全国电子竞技巡回赛



数据来源: 新华网, 西南证券整理

图 22: 王思聪为创始人的 IG 电竞俱乐部受邀参加 CET



数据来源: IG 电子竞技俱乐部, 西南证券整理

建设“融媒体云平台”，提供内容审核服务。基于主流媒体的公信力与战旗直播、太梦科技的技术和运营基础，2019 上半年，公司启动了集内容生产、审核、分发、变现为一体的“融媒体云平台”建设，打造中央媒资库，适度提供内容审核服务，形成统一内容输出、分发机制，并将平台优质内容找到变现场景。目前，平台 B 端与 C 端的产品开发已基本完成，部分板块已形成成熟业务能力。公司下一步将努力以技术能力和服务能力推动平台产业链完成闭环，构筑具有市场竞争力和盈利能力的新业务模式，同时大力服务国家媒体融合发展战略。

3 背靠浙报集团，积极布局互联网等领域，打造互联网枢纽型传媒集团

背靠浙报集团，母公司支持剥离资产与优质资产再注入，全力支持公司发展。根据天眼查的数据，浙报控股是浙江日报报业集团的全资子公司。浙报控股是统筹运营浙报集团经营性资产的市场主体。传统纸媒近年呈现下滑趋势，2015 年、2016 年全国报纸广告降幅分别为 35.4%、38.7%，公司原主业在营收、毛利率方面均有下降，对整体业绩造成一定拖累。2017 年 3 月 31 日，浙数文化向控股股东浙报控股出售持有的新闻传媒类资产（21 家一级子公司股权），影响公司当期净利润 11.74 亿元，其对应的报刊发行等业务 2017Q2 不再并表，完成出售后现金充沛，为后期的优质资产投资、产业并购以及业务经营提供保障。

将浙江智慧网络医院重新注入上市公司，完善互联网领域的布局，与“城市大脑”形成协同。2019 年 9 月初，公司公告拟出资人民币 5720 万元收购浙报传媒控股集团有限公司持有的浙江智慧网络医院 100% 股权，网络医院主要业务是与浙江大学医学院附属第二医院合作打造浙二互联网医院平台，并负责平台的维护与运营。目前平台已实现了在线问诊等便捷就医服务，同时在数据互通互联的基础上，开发了远程医疗会诊等功能。网络医院公司成立之初为公司全资子公司，2017 年 3 月，公司实施重大资产重组，向控股股东浙报控股出售新闻传媒类资产，其中包括将持有的新媒体类子公司网络医院公司 100% 股权以评估价值人民币 5581 万元为对价出售给浙报控股，此次将该资产重新注入浙数文化，或能进一步推动公司向互联网产业转型，并与“城市大脑”中的健康应用形成协同。

出资 5000 万元投资认购杭州云栖创投股权投资 5.7% 的股权。该基金专注于新兴的物联网、大数据、云计算、人工智能等领域的项目投资，投资方向符合国家经济转型方向和产业

政策，且基金管理团队具备丰富的行业投资和项目管理经验，参与投资有利于提升公司投资收益。此外，由于该基金主要投资互联网产业领域的新兴项目，与公司互联网和大数据业务存在产业协同机会，公司也可依托基金各合伙人丰富的产业和项目资源，共同探索新的业务合作机会。截至 2019 年 8 月 6 日，公司完成 5000 万元的出资，投资认购杭州云栖创投股权投资合伙企业（有限合伙）5.7% 股权。

公司账上现金+交易性金融资产共 21 亿元，充足的资金为后续投资提供保障。根据公司 2019 半年报，截至 2019 年 6 月底，公司账上货币资金 7.2 亿元，交易性金融资产 14 亿元，合计约 21 亿元，货币资金储备或将为公司继续布局互联网提供保障。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

公司目前的主要业务是游戏运营（杭州边锋）、商品销售业务（大数据）等。

假设 1：在线游戏运营业务：公司在线运营业务主体为边锋网络，考虑到公司收购天天爱后对地方棋牌市场的加速布局，以及假设公司 2018 年中发布的《侠客风云传 OL》在 2019 年仍正常表现。预计 2019-2021 年在线游戏运营业务增速分别为 40%、20%、15%。毛利率维持在 79%。与此同时，2019 年杭州天天爱承诺净利润 2.12 亿元。

假设 2：商品销售业务：公司商品销售业务主要包括富春云等租赁业务。假设 2019 年底 6900 组机柜建设完成，规模效应下毛利率较之前有所提升。

表 2：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
在线游戏运营业务	收入	1442.2	2019.1	2423.0	2786.4
	增速	67.0%	40.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	78.4%	79.0%	79.0%	79.0%
技术信息服务	收入	217.3	234.7	253.5	273.7
	增速	191.9%	8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	39.7%	42.0%	42.0%	42.0%
商品销售业务	收入	156.7	250.6	325.8	423.6
	增速	60.9%	60.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	1.1%	2.0%	2.0%	2.0%
其他主营业务	收入	84.9	67.9	67.9	67.9
	增速	-71.4%	-20.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	61.4%	60.0%	50.0%	50.0%
其他业务	收入	8.9	7.1	112.0	112.0
	增速	-49.1%	-20.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	1909.9	2579.4	3182.1	3663.6

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	增速	17.4%	35.1%	23.4%	15.1%
	毛利率	66.6%	67.5%	65.5%	65.0%

数据来源：wind、西南证券

4.2 估值与评级

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.51 元、0.58 元、0.66 元。我们选取 A 股上市公司中游戏、大数据、智慧城市相关的公司进行对比，2019 年行业平均估值水平为 23 倍。基于 1) 公司游戏业务正不断拓展市场；2) 与杭州市政府等共同参与杭州城市大脑建设，有望实现对外复制，以及在城市大脑运营过程中对于积累起来的数据做挖掘，形成新的价值。我们持续看好公司在游戏、杭州城市大脑的发展，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002555.SZ	三七互娱	17.97	0.94	1.11	1.27	19.11	16.13	14.17
600996.SH	贵广网络	10.77	0.33	0.42	0.42	32.26	25.44	25.69
002602.SZ	世纪华通	9.45	0.51	0.63	0.66	18.52	14.98	14.32
均值						23.30	18.85	18.06

数据来源：wind，西南证券整理

5 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风险；并购企业业绩实现或不及承诺风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1909.92	2579.44	3182.14	3663.61	净利润	572.67	794.53	908.17	1023.80
营业成本	637.00	838.60	1098.69	1282.57	折旧与摊销	111.33	144.90	144.90	144.90
营业税金及附加	10.81	17.42	20.63	23.58	财务费用	-6.66	-4.77	-7.15	-9.81
销售费用	386.82	522.42	644.49	742.00	资产减值损失	19.21	20.00	20.00	20.00
管理费用	314.12	424.23	523.35	602.54	经营营运资本变动	1145.99	-400.91	-220.87	-198.05
财务费用	-6.66	-4.77	-7.15	-9.81	其他	-1393.06	-90.00	-88.00	-91.00
资产减值损失	19.21	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	449.47	463.76	757.05	889.84
投资收益	273.40	70.00	70.00	70.00	资本支出	-683.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	991.29	70.00	70.00	70.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	308.25	70.00	70.00	70.00
营业利润	603.81	831.54	952.12	1072.73	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.96	0.71	-0.84	-0.33	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	599.86	832.25	951.28	1072.40	股权融资	-11.63	0.00	0.00	0.00
所得税	27.19	37.72	43.11	48.60	支付股利	-234.35	-95.67	-132.73	-151.72
净利润	572.67	794.53	908.17	1023.80	其他	-237.85	222.56	7.15	9.81
少数股东损益	94.32	130.86	149.58	168.62	筹资活动现金流净额	-483.82	126.89	-125.58	-141.91
归属母公司股东净利润	478.35	663.67	758.59	855.18	现金流量净额	273.94	660.65	701.46	817.93
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1031.43	1692.09	2393.55	3211.48	成长能力				
应收和预付款项	303.87	416.05	525.90	602.51	销售收入增长率	17.42%	35.06%	23.37%	15.13%
存货	7.14	9.41	10.32	13.38	营业利润增长率	-66.14%	37.72%	14.50%	12.67%
其他流动资产	1163.30	1571.09	1938.19	2231.44	净利润增长率	-66.91%	38.74%	14.30%	12.73%
长期股权投资	631.30	631.30	631.30	631.30	EBITDA 增长率	-61.55%	37.15%	12.16%	10.82%
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	763.38	742.66	721.93	701.21	毛利率	66.65%	67.49%	65.47%	64.99%
无形资产和开发支出	4990.42	4871.21	4752.01	4632.81	三费率	36.35%	36.52%	36.48%	36.43%
其他非流动资产	1130.27	1125.30	1120.33	1115.35	净利率	29.98%	30.80%	28.54%	27.95%
资产总计	10021.11	11059.11	12093.54	13139.50	ROE	6.60%	8.29%	8.76%	9.11%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.71%	7.18%	7.51%	7.79%
应付和预收款项	410.51	457.79	621.26	727.60	ROIC	9.10%	12.56%	13.84%	15.28%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.09%	37.67%	34.25%	32.97%
其他负债	937.66	1011.71	1107.25	1174.79	营运能力				
负债合计	1348.18	1469.51	1728.50	1902.39	总资产周转率	0.19	0.24	0.27	0.29
股本	1301.92	1301.92	1301.92	1301.92	固定资产周转率	9.12	7.00	9.14	11.20
资本公积	3265.19	3265.19	3265.19	3265.19	应收账款周转率	10.78	11.33	11.15	10.69
留存收益	3664.47	4232.47	4858.32	5561.78	存货周转率	110.50	101.34	101.13	96.05
归属母公司股东权益	7777.46	8563.26	9189.11	9892.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.70%	—	—	—
少数股东权益	895.47	1026.34	1175.92	1344.54	资本结构				
股东权益合计	8672.94	9589.60	10365.03	11237.11	资产负债率	13.45%	13.29%	14.29%	14.48%
负债和股东权益合计	10021.11	11059.11	12093.54	13139.50	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.89	4.82	4.75	5.05
					速动比率	3.88	4.80	4.74	5.04
					股利支付率	48.99%	14.42%	17.50%	17.74%
					每股指标				
					每股收益	0.37	0.51	0.58	0.66
					每股净资产	5.97	6.58	7.06	7.60
					每股经营现金	0.35	0.36	0.58	0.68
					每股股利	0.18	0.07	0.10	0.12
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	708.48	971.68	1089.87	1207.82					
PE	24.99	18.01	15.76	13.98					
PB	1.54	1.40	1.30	1.21					
PS	6.26	4.63	3.76	3.26					
EV/EBITDA	13.89	9.45	7.78	6.34					
股息率	1.96%	0.80%	1.11%	1.27%					

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn