

游戏业务规模扩张，收购杭州聚轮形成强协同

投资要点

- **业绩总结：**公司公告 2019 三季报，2019 年前三季度实现营收 20.1 亿元（+51.3%），实现归母净利润 4.1 亿元（+3.5%），实现归母扣非净利润 3.1 亿元（+54.1%），其中 2019Q3 单季度实现营收 6.8 亿元，同比增长 20%，实现扣非归母净利润 1.1 亿元，同比增长 84%。
- **游戏业务规模扩张，带动公司业绩高增长。**公司业绩高增长主要来自：1）2018 年公司收购的丰游网络科技、台州市零壹智能科技、梦启网络等贡献业绩；2）会计准则变更后，公司持有的华数传媒公允价值上升，对公司归母净利润有正影响。
- **收购杭州聚轮 40%股权，增厚公司业绩+与边锋形成强协同。进一步布局数字娱乐产业。**2019 年 10 月底，公司公告拟以自有资金 2.3 亿元收购杭州聚轮 40% 的股权，收购完成后，杭州聚轮纳入公司合并财报范围。杭州聚轮聚焦休闲娱乐视频直播服务，1) **用户方面：**2018 年 1 月-2019 年 6 月平均月注册用户数 31.5 万人，平均月活跃用户数 80.4 万人，平均月充值用户数 3 万人。2) **业绩方面：**2018 年杭州聚轮实现营收 2.97 亿元，净利润-1039 万元，2019H1，杭州聚轮实现营收 2.3 亿元，净利润 6079 万元，随着推广费用的逐步降低，杭州聚轮变现空间开始打开。3) **业绩承诺方面：**2019-2020 年承诺的扣非净利润分别不低于 10785 万元、8821 万元，或将大幅增厚公司业绩。与此同时，游戏（边锋网络）+直播（杭州聚轮）的业务结构或将呈现强协同，且浙数文化作为国企背景的浙江省文化传媒代表公司，或能从内容源头上降低直播业务的风险。
- **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。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 0.44/0.52/0.58 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。

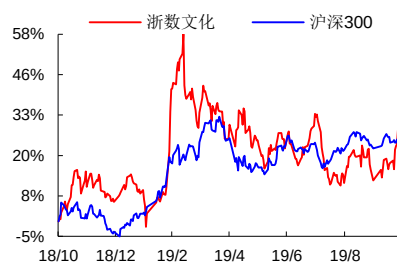
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1909.92	2651.55	3373.24	3883.38
增长率	17.42%	38.83%	27.22%	15.12%
归属母公司净利润（百万元）	478.35	572.06	672.98	756.02
增长率	-71.13%	19.59%	17.64%	12.34%
每股收益 EPS（元）	0.37	0.44	0.52	0.58
净资产收益率 ROE	6.60%	7.22%	7.92%	8.27%
PE	27	23	20	17
PB	1.69	1.55	1.46	1.36

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)	7.56-12.16
总市值(亿元)	131.49
总资产(亿元)	99.55
每股净资产(元)	6.09

相关研究

1. 浙数文化（600633）：参与数字浙江、城市大脑，剑指数字经济领跑者（2019-09-17）
2. 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）
3. 浙数文化（600633）：单季营收改善，卡牌手游表现超预期（2018-10-30）

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、丰游网络科技、台州市零壹智能科技，对地方棋牌市场的加速布局。预计 2019-2021 年在线游戏运营业务增速分别为 45%、25%、15%。毛利率维持在 83%左右。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 1：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	2091.2	2614.1	3006.2
	增速	67.0%	45.0%	25.0%	15.0%
	毛利率	78.4%	82.5%	82.5%	82.5%
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%	43.0%	43.0%	43.0%
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	2651.6	3373.2	3883.4
	增速	17.4%	38.8%	27.2%	15.1%
	毛利率	66.6%	70.7%	69.0%	68.6%

数据来源：wind、西南证券

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	2651.55	3373.24	3883.38	净利润	572.67	684.86	805.67	905.10
营业成本	637.00	778.20	1044.80	1220.77	折旧与摊销	111.33	144.90	144.90	144.90
营业税金及附加	10.81	17.90	21.87	24.99	财务费用	-6.66	-4.41	-6.15	-8.30
销售费用	386.82	530.31	674.65	776.68	资产减值损失	19.21	20.00	20.00	20.00
管理费用	314.12	662.89	843.31	970.84	经营营运资本变动	1145.99	-493.37	-301.62	-224.16
财务费用	-6.66	-4.41	-6.15	-8.30	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	261.98	574.79	746.54
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	716.66	844.77	948.39	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	717.37	843.92	948.07	股权融资	-11.63	0.00	0.00	0.00
所得税	27.19	32.51	38.25	42.97	支付股利	-234.35	-95.67	-114.41	-134.60
净利润	572.67	684.86	805.67	905.10	其他	-237.85	222.21	6.15	8.30
少数股东损益	94.32	112.80	132.70	149.07	筹资活动现金流净额	-483.82	126.54	-108.26	-126.29
归属母公司股东净利润	478.35	572.06	672.98	756.02	现金流量净额	273.94	458.51	536.54	690.25
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	1489.95	2026.48	2716.73	成长能力				
应收和预付款项	303.87	420.72	548.01	627.51	销售收入增长率	17.42%	38.83%	27.22%	15.12%
存货	7.14	8.73	9.72	12.69	营业利润增长率	-66.14%	18.69%	17.87%	12.27%
其他流动资产	1163.30	1615.01	2054.58	2365.29	净利润增长率	-66.91%	19.59%	17.64%	12.34%
长期股权投资	631.30	631.30	631.30	631.30	EBITDA 增长率	-61.55%	20.98%	14.74%	10.32%
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%	70.65%	69.03%	68.56%
无形资产和开发支出	4990.42	4871.21	4752.01	4632.81	三费率	36.35%	44.83%	44.82%	44.79%
其他非流动资产	1130.27	1125.30	1120.33	1115.35	净利率	29.98%	25.83%	23.88%	23.31%
资产总计	10021.11	10904.88	11864.37	12802.90	ROE	6.60%	7.22%	7.92%	8.27%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.71%	6.28%	6.79%	7.07%
应付和预收款项	410.51	435.43	605.73	709.12	ROIC	9.10%	10.73%	12.01%	13.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.09%	32.33%	29.16%	27.94%
其他负债	937.66	989.53	1087.45	1152.09	营运能力				
负债合计	1348.18	1424.96	1693.18	1861.21	总资产周转率	0.19	0.25	0.30	0.31
股本	1301.92	1301.92	1301.92	1301.92	固定资产周转率	9.12	7.19	9.69	11.87
资本公积	3265.19	3265.19	3265.19	3265.19	应收账款周转率	10.78	11.47	11.30	10.69
留存收益	3664.47	4140.86	4699.42	5320.85	存货周转率	110.50	98.06	102.20	96.09
归属母公司股东权益	7777.46	8471.65	9030.21	9651.64	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	1008.27	1140.97	1290.05	资本结构				
股东权益合计	8672.94	9479.93	10171.19	10941.69	资产负债率	13.45%	13.07%	14.27%	14.54%
负债和股东权益合计	10021.11	10904.88	11864.37	12802.90	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.89	4.90	4.69	4.94
					速动比率	3.88	4.89	4.68	4.93
					股利支付率	48.99%	16.72%	17.00%	17.80%
					每股指标				
					每股收益	0.37	0.44	0.52	0.58
					每股净资产	5.97	6.51	6.94	7.41
					每股经营现金	0.35	0.20	0.44	0.57
					每股股利	0.18	0.07	0.09	0.10
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	708.48	857.15	983.51	1084.99					
PE	27.49	22.99	19.54	17.39					
PB	1.69	1.55	1.46	1.36					
PS	6.88	4.96	3.90	3.39					
EV/EBITDA	15.58	12.34	10.21	8.62					
股息率	1.78%	0.73%	0.87%	1.02%					

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
	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
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn