

浙数文化（600633.SH）

游戏主业稳健，数据要素及AIGC产业链优势明显

增持

核心观点

公司概况：公司的业务主要分为数字文化与数字科技板块。数字文化板块包括休闲游戏（边锋网络）和数字文旅（战旗网络等）；数字科技板块以技术信息业务为主，包括富春云科技（主营IDC业务）和传播大脑（主营传媒类AI应用）。从收入结构看，2022年游戏/社交占比33%/50%，技术信息占16%。

行业简析：游戏行业受益版号重启景气度改善，数据要素行业发展机遇良好。游戏方面，短期内供给端显著改善带来复苏机遇，长期看AI赋能下，玩法创新、降本增效有望带动游戏行业持续向上；数据要素市场规模近千亿元，顶层设计成熟与技术进步带来发展机遇，未来3年行业年均增速有望保持25%。

财务分析：近年收入提升较快，2023年上半年扣非归母净利润大幅增长。公司2022年收入51.8亿元，2018-2022年CAGR 28.4%；2018-2022年扣非归母净利润在3~6亿元之间，主要由于金融资产价值波动。2023年上半年游戏业务表现较好，扣非后归母净利润预计为4.6~5.5亿元，同比增长38.5%~65.6%。

业务分析：游戏业务有望稳定成长，数字经济及AIGC产业链优势明显。1）数字文化的核心公司为边锋网络，主营休闲、棋牌类游戏，2022年收入/净利润44.1/7.1亿元，版号重启以来已获得《造个方舟》《魔法连环消》等十余款游戏版号，为2023年游戏业务表现奠定良好基础。2）数据要素方面，公司2016年参与设立浙江大数据交易中心并为其第一大股东，在“数字中国”加速推进、数据交易需求有望快速提升的背景下具备稀缺的牌照和产业链卡位优势。3）AIGC方面，公司已具备基础设施（富春云）、数据（交易平台及数字要素资产）、场景（游戏及社交）全场景布局；同时子公司传播大脑发布“天目蓝云”并与阿里巴巴、百度战略合作，将从技术集成、数据交互和融合传播多维度构建AIGC时代技术服务与内容生成、分发平台；4）体育竞技方面，城市大脑已成为亚运会官方供应商，负责参赛人员引导系统建设；战旗网络深度参与部分场馆体育展示服务。

风险提示：监管政策风险；应用落地不及预期；技术进步低于预期；商誉减值；金融资产价值波动风险等。

投资建议：持续看好数字经济、AIGC时代公司产业链布局优势，维持“增持”评级。上半年公司的数字文化业务受益游戏行业复苏表现较好以及投资收益的贡献，我们上调盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为8.61/8.90/10.22亿元（原为6.88/8.24/9.78亿元），同比增速75.8%/3.3%/14.9%；摊薄EPS=0.68/0.7/0.84元，公司AI应用落地较快、前瞻布局数据要素，成长空间充足，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,064	5,186	4,077	4,748	5,402
(+/-%)	-13.4%	69.3%	-21.4%	16.5%	13.8%
净利润(百万元)	517	490	861	890	1022
(+/-%)	1.0%	-5.2%	75.9%	3.3%	14.8%
每股收益(元)	0.41	0.39	0.68	0.70	0.81
EBIT Margin	25.0%	16.6%	17.8%	21.4%	23.1%
净资产收益率(ROE)	5.8%	5.3%	8.8%	8.5%	9.2%
市盈率(PE)	34.9	36.8	20.9	20.2	17.6
EV/EBITDA	21.1	18.4	23.1	17.0	14.4
市净率(PB)	2.02	1.94	1.83	1.73	1.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

传媒·游戏 II

证券分析师：张衡

021-60875160

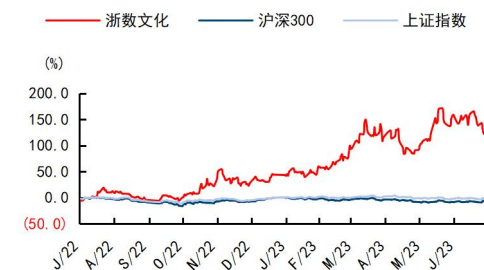
zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	19.80 - 20.40 元
收盘价	13.86 元
总市值/流通市值	17543/17543 百万元
52 周最高价/最低价	18.26/5.95 元
近 3 个月日均成交额	770.50 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《浙数文化（600633.SH）-主业表现亮眼，数字经济/AIGC布局提升成长潜力》——2023-04-17

内容目录

公司概况	5
公司的业务主要有数字文化与数字科技两大板块	5
实控人为浙报集团，股权关系稳定	6
行业简析	8
游戏行业：版号重启行业复苏，AI 赋能改善长期景气度	8
数据要素行业：市场规模近千亿元，政策利好与技术进步为数据交易提供良好的发展土壤	10
公司财务分析	12
公司业务分析	14
数字文化板块：休闲游戏稳中有升，数字文旅资源积累深厚	14
数字科技板块：数据要素及 AIGC 布局完善	18
创业投资板块：赋能主业发展，持续投资数字浙江	25
盈利预测	26
假设前提	26
未来 3 年业绩预测	28
盈利预测情景分析	28
估值与投资建议	28
绝对估值：18.1-22.5 元	29
相对估值：19.8-20.4 元	30
投资建议	31
风险提示	32
附表：财务预测与估值	34

图表目录

图 1: 浙数文化发展历程	5
图 2: 浙数文化三大业务板块基本情况	6
图 3: 公司分业务收入占比	6
图 4: 公司分业务毛利率	6
图 5: 中国移动游戏市场销售收入及增速	8
图 6: 中国游戏用户规模及变化	8
图 7: 中国发行的游戏版号数量	8
图 8: 各类游戏用户投入程度	9
图 9: 中国休闲游戏市场规模及增速	9
图 10: 2020 年全球移动游戏下载量	9
图 11: 数据要素市场规模及预测	10
图 12: 公司年度营业收入及变化情况	12
图 13: 公司归母净利润及变化情况	12
图 14: 公司金融资产价值变动及处置金融资产的投资收益	12
图 15: 公司扣非后归母净利润及变化情况	12
图 16: 公司年度毛利率及变化情况	13
图 17: 公司年度费用率及变化情况	13
图 18: 公司年度 ROE/ROA/ROIC 及变化情况	13
图 19: 公司年度资产负债率及变化情况	13
图 20: 公司年度派息比例及变化情况	13
图 21: 公司期末现金流净额及变化情况	13
图 22: 边锋网络核心产品一览	15
图 23: 边锋网络收入及净利率变化	15
图 24: 边锋游戏上线微信小程序, 多款游戏获得 1 万+用户使用、评分	15
图 25: 战旗网络旗下“窗口”APP	16
图 26: 图影数字科技(杭州)旗下的数字影像数据库	17
图 27: 富春云科技企业资质	18
图 28: 富春云科技数据中心分布	18
图 29: 富春云科技合作伙伴	19
图 30: 富春云科技收入与净利率变化	19
图 31: 浙江省数据交易服务平台架构设计	20
图 32: 浙江省数据交易服务平台已有合作伙伴	21
图 33: 浙江大数据交易中心“1+N”全省数据流通服务平台体系	21
图 34: 传播大脑对专业媒体的解决方案	22
图 35: 传播大脑对政府部门的解决方案	23
图 36: 天目蓝云融媒平台产品介绍	23
图 37: “传播大模型”在内容创作和知识问答上表现较好	24

图 38: AI 创作页面中文生图、图生文功能	24
图 39: 城市大脑总架构图	25
图 40: 数字浙江公司发展目标	25
表 1: 截至 2023 年一季度末公司主要股东情况	7
表 2: 公司主要高管情况介绍	7
表 3: 数字经济、数据要素、数据安全相关文件名称及主要内容	11
表 4: 公司部分应用在中国 IOS 的下载量排名情况	14
表 5: 2023 上半年边锋网络获得版号情况	15
表 6: 浙江大数据中心持股比例	20
表 7: 传播大脑业务类型及产品介绍	22
表 8: 分项业务收入、毛利率预测	27
表 9: 未来 3 年盈利预测表	28
表 10: 情景分析（乐观、中性、悲观）	28
表 11: 公司盈利预测假设条件（%）	29
表 12: 资本成本假设	29
表 13: FCFF 估值表	29
表 14: 盈利预测的敏感性分析（元）	30
表 15: 同类公司 ROE、净利率对比	30
表 16: 同类公司估值比较	31

公司概况

公司的业务主要有数字文化与数字科技两大板块

公司通过外延收购及内部创新，持续推动产业转型。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 日在上海证券交易所借壳上市。2013 年，收购边锋网络、上海浩方两大互联网游戏平台，构建数字娱乐产业链；2016 年，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、大数据产业基金形成“四位一体”大数据产业生态圈；2017 年，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；2019 年，公司组建浙报融媒体科技（浙江）有限责任公司，大力服务国家媒体融合发展战略；2020 年，公司投资罗顿发展，抢占海南自贸港先机，打造国内领先的数字体育产业平台，并入选 2019-2020 年度浙江省数字文化示范企业。目前，公司已成为浙江省以及国内领先的数字文化和数字科技产业集团。

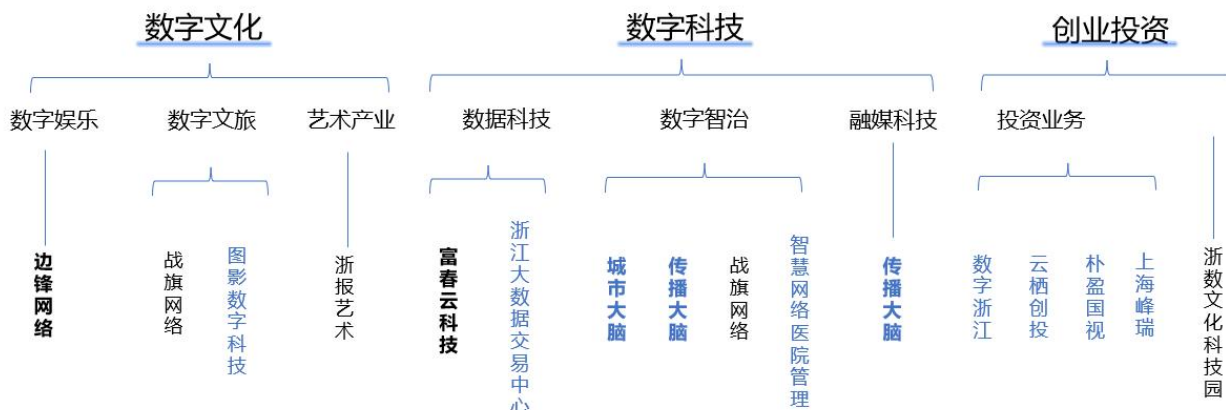
图1：浙数文化发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

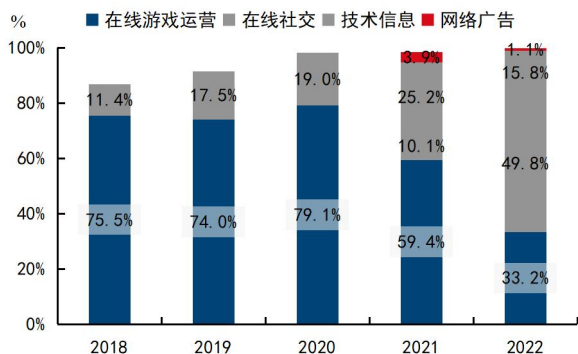
公司的业务主要分为数字文化、数字科技以及创业投资三大板块，数字文化板块为主要收入来源。1) 从收入构成看，2022 年数字文化板块（在线游戏+在线社交）/数字科技板块（技术信息+网络广告）收入分别占比 83%（33%+50%）/17%（16%+1%），创业投资占比较小。2) 从毛利率看，2022 年在线游戏毛利率最高，为 92.1%，显著高于在线社交（44.6%）、技术信息（48.2%）及网络广告（85.4%）。

图2：浙数文化三大业务板块基本情况



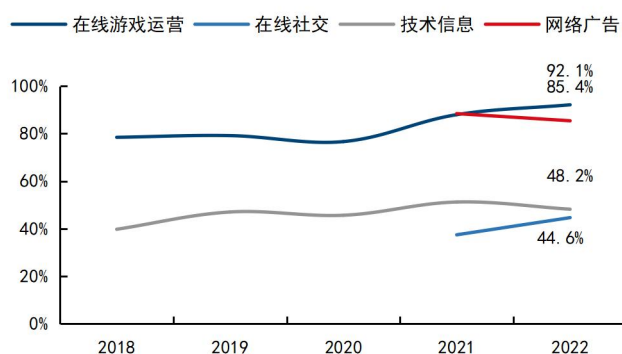
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理。注：黑色为全资子公司，蓝色为控股子公司或参股公司。

图3：公司分业务收入占比



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图4：公司分业务毛利率



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

实控人为浙报集团，股权关系稳定

截至2023年一季度末，公司的控股股东、实控人为浙报集团，当前持有公司48.44%的股份，前十大股东合计持股比例57.6%，股权关系较稳定。

表1: 截至 2023 年一季度末公司主要股东情况

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
浙报传媒控股集团有限公司	613,172,413	48.4
广东省铁路发展基金有限责任公司	23,834,502	1.9
上海白猫(集团)有限公司	18,061,122	1.4
中央汇金资产管理有限责任公司	17,551,600	1.4
中国工商银行股份有限公司—华安媒体互联网混合型基金	14,691,452	1.2
中国人寿保险股份有限公司—传统—普通保险产品—005L—CT001 沪	14,461,947	1.1
香港中央结算有限公司	8,230,130	0.7
浙江新干线传媒投资有限公司	8,015,951	0.6
平安资管—工商银行—平安资产如意 2 号资产管理产品	6,071,100	0.5
中国工商银行股份有限公司—广发中证传媒交易型开放式指数证券投资基金	5,430,326	0.4
合计	729,520,543	57.6

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

管理层经验丰富, 年富力强。公司董事长程为民有高级记者职称, 在浙江日报有多年的工作经验, 曾担任浙江日报编委委员、浙江新世纪期刊社有限公司总编辑、总经理、《共产党员》杂志总编辑; 董事、总经理曾宇宁曾挂职任新昌县委常委、副县长, 2020 年进入浙报集团; 董事张智明在浙报集团有三十余年的工作经验; 财务总监、副总经理郑法其在浙报集团有三十余年的工作经验; 董事会秘书、副总经理梁楠在浙报集团有十余年的工作经验。

表2: 公司主要高管情况介绍

姓名	职务	学历	年龄	简介
程为民	董事长、董事	本科	55	中国国籍, 无境外居留权, 出生于 1968 年 4 月, 大学本科学历, 高级记者职称。1990 年 8 月参加工作, 历任浙江日报要闻部、党群政法部副主任, 浙江日报编辑中心、采访中心副主任, 经济新闻部主任, 浙江日报编委委员, 集团北方营运中心管理委员会委员, 浙江新世纪期刊社有限公司总编辑, 总经理等职。2015 年 1 月至 2017 年 4 月任《共产党员》杂志总编辑, 2016 年 4 月至 2019 年 3 月任浙江日报报业集团党委委员, 副总编辑, 2016 年 6 月至 2019 年 2 月任浙报传媒控股集团有限公司董事, 2019 年 2 月起任浙报传媒控股集团有限公司董事, 总经理, 浙报数字文化集团股份有限公司董事, 董事长, 2019 年 3 月起任浙江日报报业集团党委委员, 副社长。程为民先生为浙江省宣传文化系统“五个一批”人才, 第七届浙江省新闻奖(人物奖)获得者。
曾宇宁	董事、总经理	硕士	46	中国国籍, 无境外居留权, 出生于 1977 年 7 月, 硕士研究生学历, 1998 年 8 月在杭州电气控制设备厂参加工作, 曾任浙江众泽医院管理公司副总经理, 浙江省二轻集团公司投资部经理助理, 办公室主任助理, 办公室副主任, 办公室主任, 投资发展部经理等职。2018 年 7 月至 2020 年 4 月挂职任新昌县委常委, 副县长。2020 年 5 月进入浙报集团, 2020 年 5 月至 2021 年 9 月任浙江日报全媒体服务专刊部主任, 2021 年 9 月至 2022 年 10 月 12 日任浙报集团经营管理部主任, 2020 年 11 月至 2022 年 10 月 12 日兼任浙江日报智汇媒体发展有限公司总经理。
张智明	董事	本科	53	中国国籍, 无境外居留权, 出生于 1970 年 7 月, 大学本科学历, 中级经济师职称, 1992 年 8 月进入浙江日报社工作, 2000 年 7 月至 2009 年 3 月任浙江日报发行公司副总经理, 2009 年 3 月至 2012 年 7 月任浙报集团事业发展部(集团公司总经理办公室)副主任, 2012 年 7 月至 2016 年 11 月任浙报集团发展规划部副主任, 2016 年 11 月至 2018 年 12 月任浙报集团发展规划部主任, 2018 年 12 月至 2020 年 6 月任浙报集团经营管理办公室主任, 2020 年 6 月至 2021 年 9 月任浙报集团经营管理部主任, 期间 2020 年 3 月至 2020 年 11 月兼任浙江日报智汇媒体发展有限公司总经理, 2020 年 12 月至今兼任浙江日报智汇媒体发展有限公司执行董事; 2021 年 7 月至今任浙报传媒控股集团有限公司副总经理, 2022 年 1 月至 2022 年 10 月兼任浙报集团资产管理部主任, 2022 年 10 月兼任浙江日报智汇媒体发展有限公司总经理。
郑法其	副总经理、财务总监	硕士	53	中国国籍, 无境外居留权, 出生于 1970 年 1 月, 硕士学位, 高级会计师职称。1991 年 8 月参加工作, 历任浙江日报社财务科会计, 财务主管, 浙江日报报业集团计划财务处资金结算部主任, 处长助理兼综合管理部主任, 副处长兼浙江报系财务部主任; 2011 年 9 月至 2017 年 3 月任公司财务总监, 2017 年 4 月起至今任公司党委委员, 副总经理, 财务总监。郑法其先生兼任浙江上市公司协会财务总监专业委员会主任, 杭州电子科技大学会计硕士研究生导师。
梁楠	副总经理、董事会秘书	本科	45	中国民主建国会会员, 无境外居留权, 出生于 1978 年 3 月, 大学本科学历, 具有证券从业资格。2000 年 8 月参加工作, 历任华立集团总部投资者关系主管, 公共关系经理, 下属子公司副总经理, 华数集团移动多媒体事业部副总经理, 2012 年 2 月至 2019 年 12 月历任公司董事办主任助理, 主任, 2015 年 7 月起至今任公司董事会秘书。梁楠女士已于 2012 年 4 月获得上海证券交易所董事会秘书资格, 并连续荣获 2016 年至 2018 年浙江省上市公司优秀董事会秘书, 2020 年第 11 届上市公司投关天马奖主板最佳董秘奖等荣誉。同时担任中国上市公司协会第二届投资者关系管理专业委员会副主任委员, 浙江上市公司协会第一届并购专业委员会常务委员, 政协杭州市下城区委员会委员。

资料来源: WIND、公司公告, 国信证券经济研究所整理

行业简析

公司的数字文化、数字科技业务所对应的分别为游戏、数据要素和 IDC 行业。休闲游戏行业短期内受益版号重启，长期看 AI 赋能游戏创作有望为休闲游戏行业带来玩法创新、付费意愿提升，整体景气度改善；随着大数据时代的到来，数据要素和 IDC 行业的需求迅猛增长，政策端利好频出、产业端供需两旺，将迎来历史级的发展机遇。

游戏行业：版号重启行业复苏，AI 赋能改善长期景气度

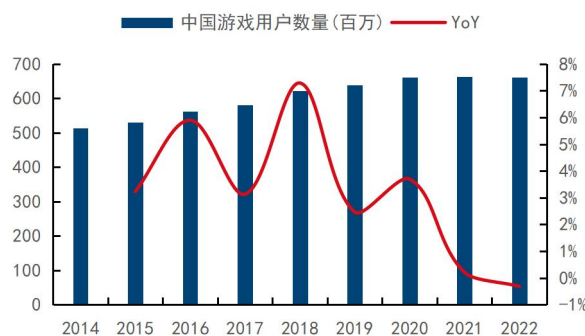
中国移动游戏收入规模接近 3000 亿，近期版号发放常态化行业供给端改善。2020 年前中国移动游戏行业规模年均增速双位数，2021 年达到 2965.1 亿元，但 2021 年 8 月“防止未成年人沉迷网络游戏”法规实施，此后持续 8 个月时间版号停发，2022 年游戏行业收入同比下滑 10.3% 至 2658.8 亿元，2023 年游戏版号发放正常化，2023 年 1-6 月发放的版号数量为 522 个，超过 2022 全年，行业供给端迎来显著改善。

图5：中国移动游戏市场销售收入及增速



资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

图6：中国游戏用户规模及变化



资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

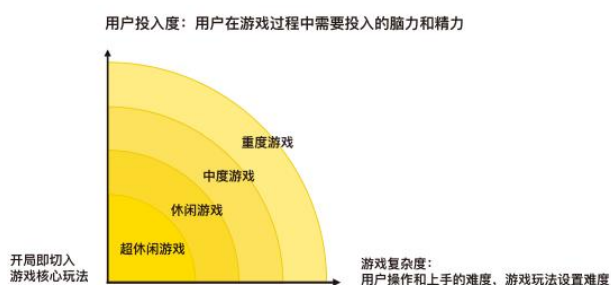
图7：中国发行的游戏版号数量



资料来源：国家新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

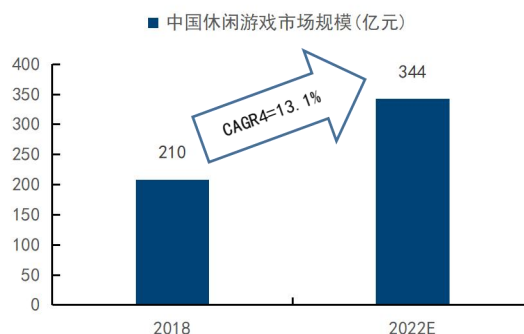
休闲游戏近年年均增长 13%，受众较广下载量占比高，变现方面仍有较大空间。休闲游戏通常指的是操作简单、容易上手，不涉及复杂规则和大量脑力投入的游戏。游戏玩法简单、投入度较低、门槛较低，休闲游戏的受众更为广泛。从市场规模来看，中国的休闲游戏市场规模从 2018 年的 210 亿元提升至 2022 年的 344 亿元，年均增长为 13.1%。从规模占比来看，休闲游戏收入约占整体游戏行业的 12.9%，而下载量接近八成，变现难成为休闲游戏的痛点。而随着 AI 技术的发展，休闲游戏的玩法创新迭出，休闲游戏行业有望迎来景气度改善。

图8：各类游戏用户投入程度



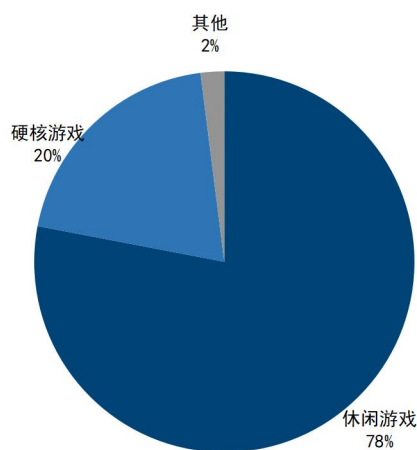
资料来源：巨量算数，国信证券经济研究所整理

图9：中国休闲游戏市场规模及增速



资料来源：《2022 年休闲游戏发展报告》，国信证券经济研究所整理

图10：2020 年全球移动游戏下载量

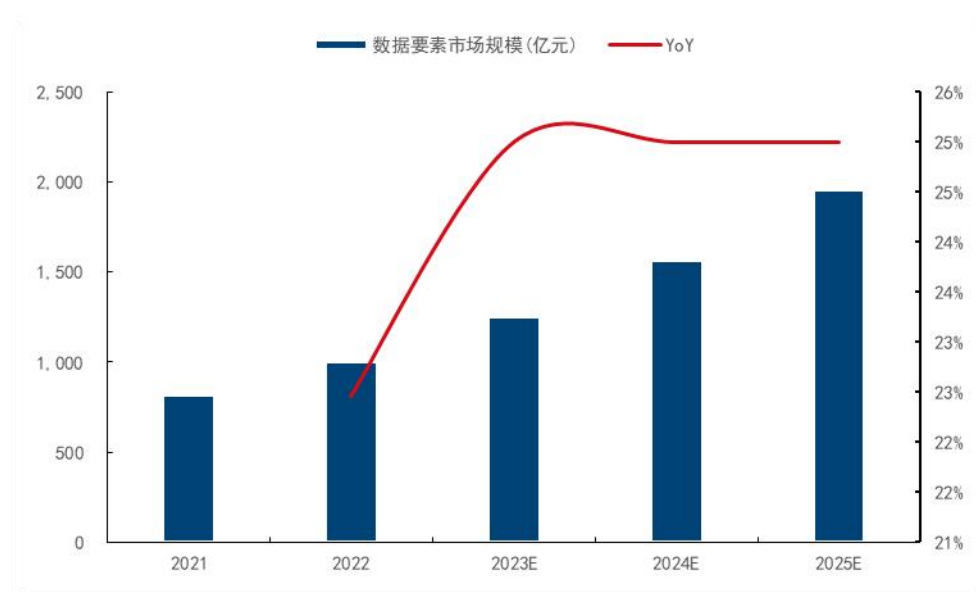


资料来源：APP Annie Intelligence，国信证券经济研究所整理。注：下载量和用户支出 Ios 和 Google Play 的综合数据（中国仅限 IOS）

数据要素行业：市场规模近千亿，政策利好与技术进步为数据交易提供良好的发展土壤

市场规模近千亿，未来有望保持 25% 的年均增速。随着大数据时代的到来，数据正成为驱动经济社会发展的关键生产要素。根据 CIC 工信安全发布的《中国数据要素市场发展报告》，2021 年数据要素对我国 GDP 增长的贡献率和贡献度分别为 14.7% 和 0.83 个百分点，呈现持续上升状态。市场空间方面，2021 年我国数据要素市场规模达到 815 亿元，2022 年市场规模约为 998 亿元，并且在未来 3 年有望保持 25% 的增速。

图11：数据要素市场规模及预测



资料来源：未来智库、《中国数据要素市场发展报告》，国信证券经济研究所整理

监管机制的完善与技术的进步，使得数据交易更为安全、合法，为数据交易带来良好的发展土壤。数据要素市场就是将尚未由数据要素转向由市场配置的动态过程，主要分为数据采集、数据存储、数据加工、数据流通、数据分析、数据应用、生态保障七大模块。中国移动研究院将数据要素流通市场分为三个阶段：“野蛮生长”的 1.0 时代（过去）、“交易平台主导”的 2.0 时代（现在）、“数据资源型企业主导”的 3.0 时代（未来）。以往数据交易由于监管、技术的不完善，有一定的安全风险。随着制度和技术的不断成熟，数据要素市场有望迎来历史级的发展机遇。

从政策端看，国家鼓励数据要素行业的发展，并重视数据交易的安全性与合规性。

1) 数据要素方面，2019 年 10 月党的十九届四中全会首次将数据纳入生产要素范畴，与劳动、资本、技术等传统生产要素并列；2020 年 4 月，发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，正式把数据作为生产要素单独列出，提出加快培育数据要素市场；2022 年 12 月，发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》，提出要建立合规高效、场内外结合的数据要素流通和交易制度。2) 数据安全方面，2021 年 6 月《中华人民共和国数据安全法》发布，是我国数据安全领域的基础性法律；2021 年 8 月，《中华人民共和国个人信息保护法》实施，旨在保护个人信息权益，规范个人信息处理活动，促进个人信息合理利用，标志着我国个人信息保护立法体系进入新的阶段；2022 年 12 月“数据二十条”发布，构建 4 项基础性制度，即数据产权制度、流通交易制度、收益分配制度、安全治理制度。近期来看，2023 年 7 月 13 日发布的《生成式人工智

能服务管理暂行办法》中，对数据的合规性和安全性也提出了明确要求。

表3: 数字经济、数据要素、数据安全相关文件名称及主要内容

时间	文件/会议名称	相关内容概括
2019年10月	党的十九届四中全会	首次将数据纳入生产要素范畴，与劳动、资本、技术等传统生产要素并列
2020年4月	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	正式把数据作为生产要素单独列出，提出加快培育数据要素市场
2021年6月	《中华人民共和国数据安全法》	作为我国数据安全领域的基础性法律，该法涵盖总则、数据安全与发展、数据安全制度、数据安全保护义务、政务数据安全与开放、法律责任等方面，旨在规范数据处理活动，保障数据安全，促进数据开发利用，保护个人、组织的合法权益。
2021年8月	《中华人民共和国个人信息保护法》	该法旨在保护个人信息权益，规范个人信息处理活动，促进个人信息合理利用，标志着我国个人信息保护立法体系进入新的阶段。
2022年1月	《“十四五”数字经济发展规划》	部署了八项重点任务，在数字经济安全体系方面，提出了三个方向的要求，一是增强网络安全防护能力、二是提升数据安全保障水平、三是切实有效防范各类风险，并系统阐述了网络安全对于数字经济的独特作用及重要性。
2022年1月	《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	强化数据安全管理工作；推动平台企业深入落实网络安全等级保护制度，探索开展数据安全风险态势监测通报，建立应急处置机制。
2022年2月	《网络安全审查办法》	以关键信息基础设施的供应链安全为核心，重点加强对对数据安全的关注和规范，聚焦网络产品、服务及数据处理活动，助推关键信息基础设施与网络平台的高质量发展。
2022年1月	《关于促进云网融合 加快中小城市信息基础设施建设的通知》	明确将面向城区常住人口100万以下的中小城市（含地级市、县城和特小镇）组织实施云网强基行动，增强中小城市网络基础设施承载和服务能力，推进应用基础设施优化布局，建立多层次、体系化的算力供给体系。
2022年6月	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	数据基础制度建设事关国家发展和安全大局，要维护国家数据安全，保护个人信息和商业秘密，促进数据高效流通使用、赋能实体经济，统筹推进数据产权、流通交易、收益分配、安全治理，加快构建数据基础制度体系。
2022年6月	《关于加强数字政府建设的指导意见》	提出加强自主创新，加快数字政府建设领域关键核心技术攻关，强化安全可靠技术和产品应用，切实提高自主可控水平。
2022年10月	《全国一体化政务大数据体系建设指南》	明确了“坚持整体协同、安全可控”的基本原则，提出“安全保障一体化”的任务，并强调该任务是“以‘数据’为安全保障的核心要素”，要“形成制度规范、技术防护和运行管理三位一体的全国一体化政务大数据安全保障体系”。
2022年12月	《工业和信息化领域数据安全管理办法（试行）》	主要包括界定工业和信息化领域数据和数据处理者概念，明确监管范围和监管职责；确定数据分类分级管理、重要数据识别与备案相关要求；针对不同级别的数据，围绕数据收集、存储、加工、传输、提供、公开、销毁、出境、转移、委托处理等环节，提出相应安全管理和保护要求等七个方面。
2022年12月	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	提出要建立合规高效、场内外结合的数据要素流通和交易制度。
2022年12月	《中共中央 国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（“数建4项基础性制度，即数据产权制度、流通交易制度、收益分配制度、安全治理制度数据二十条”）	正式拉开了我国数据基础制度建设的大幕，对加快培育数据要素市场具有划时代的里程碑意义。提出了构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见。
2023年7月	《生成式人工智能服务管理暂行办法》	鼓励采用安全可信的芯片、软件、工具、算力和数据资源。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

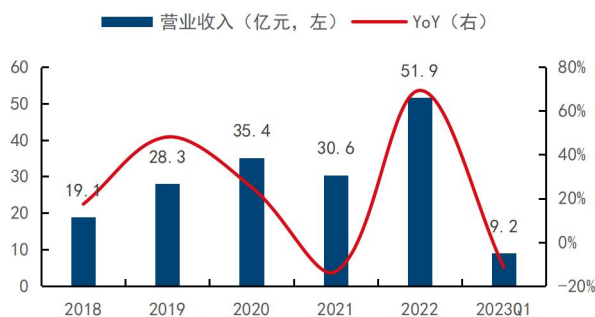
技术方面，区块链、时间戳、隐私计算等技术的进步降低了监管的难度。区块链因其实时触达性、智能合约自动执行等特点，可以通过完整地记录交易过程、提供可信的执行环境来缓解二次转售和其他交易问题；时间戳技术可以有效记录交易的时序减少数据交易的欺诈与争议行为；密码学的发展，使得数据传输过程更加安全可控；监管沙箱和人工智能算法的成熟加强了数据交易过程中的监管力度；隐私计算和联邦学习等技术可以解决数据隐私性和机密性的问题。交易场所方面，数据交易所为独立第三方机构，数据可追溯，为买卖双方的权益提供保证，并且有利于对数据交易的监管。

公司财务分析

收入整体呈提升趋势。近年公司的营业收入整体保持较快增长，营收从 2018 年的 19.1 亿元提升至 2022 年的 51.9 亿元，年均增长 28.4%。2022 年由于边锋网络在线社交业务的快速增长，公司收入同比增长 69.3% 至 51.9 亿元。净利润方面，2018-2022 年的归母净利润基本稳定在 4.9~5.2 亿之间的水平；由于公司持有平治信息、世纪华通、华数传媒的股份，金融资产价值变动及投资收益波动较大，近年在-2~1.5 亿之间。

2023 年发力游戏业务，上半年扣非后归母净利润大幅提升。2023 年第一季度，公司收入 9.2 亿元，同比下降 11.5%，主要由于公司发力游戏业务，主动缩减在线社交业务规模；归母净利润 2.7 亿元，同比增长 440.2%，主要由于持有金融资产产生 1.2 亿元的投资收益；扣非后归母净利润 1.7 亿元，同比提升 26.5%。2023 上半年来看，公司预计归母净利润 5.8~6.9 亿元，同比增长 148.4%~195.5%；扣非后归母净利润 4.6~5.5 亿元，同比增长 38.5%~65.6%。

图12: 公司年度营业收入及变化情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图13: 公司归母净利润及变化情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图14: 公司金融资产价值变动及处置金融资产的投资收益



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图15: 公司扣非后归母净利润及变化情况

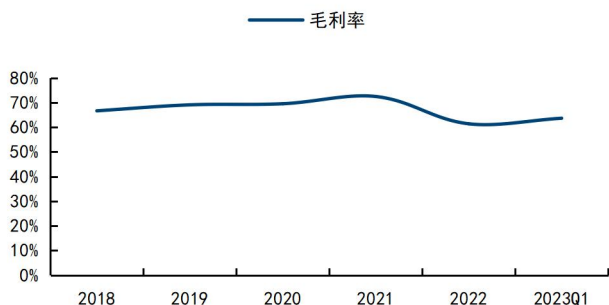


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

公司毛利率较高，2022 年受在线社交业务影响毛利率下滑。2018~2021 年公司的毛利率在 66%~72%之间，有提升趋势；2022 年由于毛利率较低的在线社交业务占比提升，毛利率同比下滑 11.1 个百分点至 61.4%。费用率方面，2018~2022 年公司的整体费用率在 44%~50%之间，2022 年公司的整体费用率下降 3.1 个百分点至

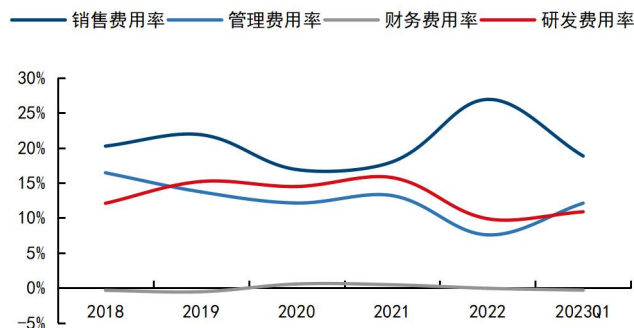
44.3%。2023 年第一季度，由于业务结构的变化，公司毛利率同比提升 7.9 个百分点至 63.7%，费用率整体增加 5.4 个百分点至 41.5%。

图16: 公司年度毛利率及变化情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

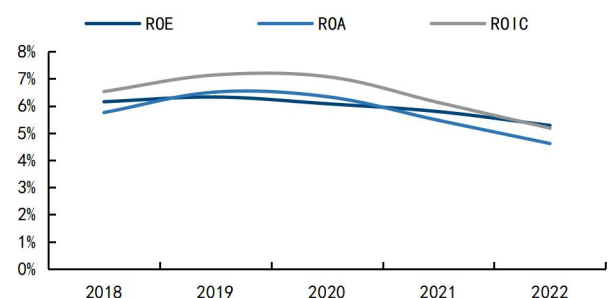
图17: 公司年度费用率及变化情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

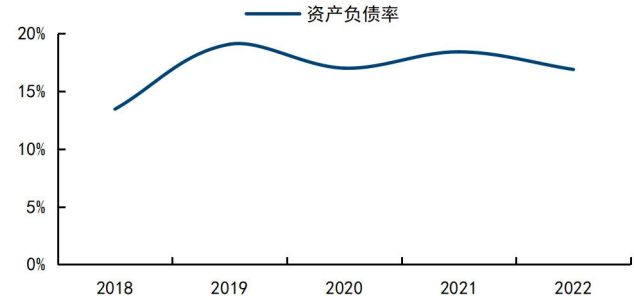
资产负债率低，现金流较为充沛。公司的 ROE 在 5%~6%之间，资产负债率较低，在 13%~19%之间。近年来公司维持 20%左右的派息比例。公司的现金流较为充沛，2023 一季度末现金余额为 16.7 亿元。

图18: 公司年度 ROE/ROA/ROIC 及变化情况



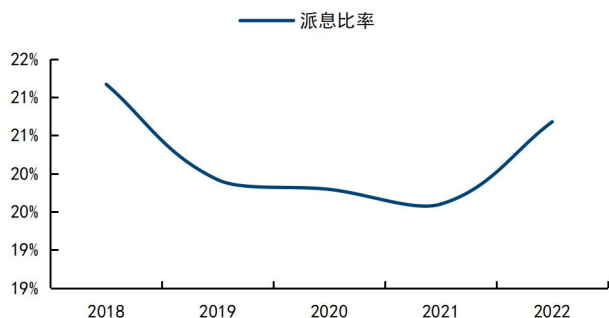
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图19: 公司年度资产负债率及变化情况



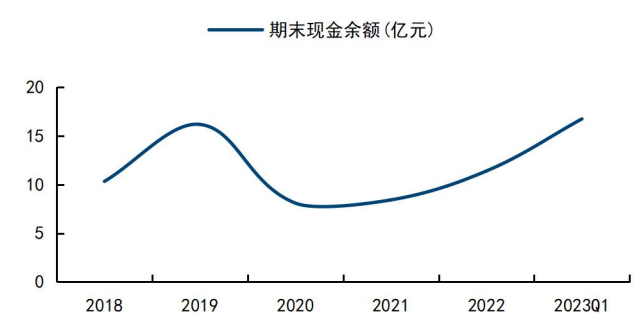
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图20: 公司年度派息比例及变化情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图21: 公司期末现金流净额及变化情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

公司业务分析

数字文化板块：休闲游戏稳中有升，数字文旅资源积累深厚

（一）数字娱乐：边锋网络为国内领先的休闲游戏研发、运营、发行商

数字娱乐板块的核心公司为边锋网络，为国内领先的休闲游戏研发、运营、发行商。创建于1999年，主要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，2004年整合入盛大网络旗下，2005年游戏茶苑假如盛大集团，边锋网络立足平台优势在休闲游戏业务方面获得快速发展，2013年浙报传媒斥资32亿元收购边锋为其旗下全资子公司。边锋为国内领先的休闲游戏开发商和运营发行商，分为休闲游戏、移动游戏、海外业务三大板块，旗下有边锋游戏等知名品牌，在所处领域中均处于领先地位。

边锋网络旗下的主要平台有边锋游戏、游戏茶苑和攒蛋网。1) 边锋游戏：目前“边锋网络棋牌游戏世界”为国内最知名的专业网络棋牌游戏平台，边锋游戏是以互动休闲娱乐为核心的多终端垂直型交互社区，主要游戏包括大PK斗地主、双扣、红五三打一、杭州麻将、新三扣一、五人原子等多款休闲棋牌游戏，2023年1-7月“浙江游戏大厅”在桌面游戏畅销榜中排名第12位。此外，边锋游戏还与11家电视台或举办电视直播比赛，玩家可进入海选区参加比赛，成绩优胜者可入选电视直播赛，增加了游戏趣味性。2) 游戏茶苑：是边锋网络旗下的特色棋牌游戏平台，专注地方特色棋牌游戏开发运营。深度挖掘地方棋牌类游戏玩家需求，根据实地情况进行针对性运营的专业平台，2023年1-7月“茶苑双扣”在卡牌类免费游戏中排行第365位。截止2013年，游戏茶苑已开发运营PC端、移动端地方特色游戏百余款。在江浙地区、东北地区、华北地区成功开拓了多个地市级、县市级市场。3) 攒蛋网：目前是以“攒蛋”游戏为中心的休闲游戏平台，拥有40多款在线棋牌游戏，包含牌类、麻将类、休闲类、棋类、网游类等，2023年1-7月“攒蛋”在娱乐场类游戏免费榜中排名第8位，目前攒蛋网注册用户5000多万，最高同时在线4万余人。

表4：公司部分应用在中国IOS的下载量排名情况

应用名称	分类	2023年1-7月平均排名
浙江游戏大厅	卡牌/桌面	游戏-桌面(免费)第34名
		游戏-桌面(畅销)第12名
		游戏-卡牌(免费)第72名
		游戏-卡牌(畅销)第47名
攒蛋	桌面/娱乐场	游戏-娱乐场(免费)第8名
		游戏-娱乐场(畅销)第15名
		游戏-桌面(免费)第22名
茶苑双扣	卡牌	游戏-桌面(畅销)第11名
		游戏-卡牌(免费)第365名
双扣全集	休闲/娱乐场	游戏-娱乐场(免费)第54名
		游戏-娱乐场(畅销)第39名
		游戏-休闲(免费)第373名
		游戏-休闲(畅销)第127名

资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

财务表现上看，边锋网络收入增长强劲、净利率较高。边锋的收入从2018年的6.4亿提升至2022年的44.1亿，4年年均复合增长率为61.8%；2022年，边锋网络收入为44.1亿元，其中游戏17.2亿、在线社交业务收入25.8亿；净利润为7.1亿，同比增长5.9%。净利率方面，2021年以前净利率在25%以上的水平，2022年由于在线社交业务占比增加，净利率降低至16.0%。

图22: 边锋网络核心产品一览



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图23: 边锋网络收入及净利率变化



资料来源: 浙数文化财报、国信证券经济研究所整理

中国休闲游戏行业维持快速增长，近期版号常态化发放叠加微信小程序渠道红利，有望推动公司游戏业务持续向好。中国的休闲游戏市场规模从 2018 年的 210 亿元提升至 2022 年的 344 亿元，年均增长为 13.1%。随着游戏版号恢复常态化发放，公司产品供给将有恢复，2023 年初以来公司已取得《魔法连环消》《点亮星星》等游戏版号，游戏供给端恢复正常。此外，边锋有多款游戏上线微信小程序，方便用户使用，也有望获得新渠道红利。

表5: 2023 上半年边锋网络获得版号情况

名称	申报类别	出版单位	运营单位	文号	出版物号	时间
点亮星星	移动	杭州边锋网络技术有限公司	杭州边锋软件技术有限公司	国新出审[2023]81 号	ISBN 978-7-498-10071-9	2023 年 1 月 17 日
魔法连环消	移动-休闲益智	杭州边锋网络技术有限公司	杭州边锋网络技术有限公司	国新出审[2023]205 号	ISBN 978-7-498-10102-0	2023 年 2 月 10 日

资料来源: 国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

图24: 边锋游戏上线微信小程序，多款游戏获得 1 万+用户使用、评分



资料来源: 微信小程序，国信证券经济研究所整理

（二）数字文旅：战旗网络具有多类数字文化资源积累，近期为杭州亚运会核心供应商

公司数字文旅板块的核心主体为战旗网络和图影数字科技。

战旗网络成立于 2014 年 1 月，为公司的全资子公司，致力于用数字化思维方法和技术为文化、体育及文旅融合提供一体化解决方案。战旗网络的“窗口”App 是在省委宣传部的指导下建设的一款文化服务终端产品，汇聚博物馆、艺术馆、纪念馆、摄影馆、石窟馆等多类数字文化资源。此外“窗外”App 还提供面向文化领域的 SaaS 云服务产品，如 3D 云导览、展馆预约、语音讲解等。

图25：战旗网络旗下“窗口”APP



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

近期，战旗网络参与杭州亚运会部分场馆体育展示项目（体育展示指通过音频、视频、舞美灯光、表演及互动等多媒体内容和数字技术手段，结合举办城市文化和竞赛项目及场馆特点，对体育赛事的竞赛、活动及仪式进行舞台化、品牌化包装和传播的系统工作总称，涉及观众入场、运动员出场、观众互动、颁奖仪式等多个环节）。在亚运会成功举办后，浙江将有机会承载更多国际 A 类赛事，逐步成为“国际赛事之城”，未来体育展示作为全国体育产业转型的重要抓手，拥有巨大的潜力。

数字文旅板块还包括图影数字科技，是一家将 VR 技术与数字文旅结合的公司。

图影数字科技成立于 2018 年 12 月，是一家专注于文旅影响数据库建设、文旅自媒体整合营销、文旅自媒体整合营销、文旅行业 VR 新技术强应用的数字文旅科技公司。图影数字科技整合了国内超 12000 名旅行自媒体资源，为国内超百家文旅局、景区提供文旅网红打卡、创作与传播活动合作。公司创建的“云上世界”文旅共享影像平台逐步将全国 2000 个县的文旅风光影像“搬”到互联网云端，依托 5G 技术为全国文旅系统、新媒体提供 STBTC 的一站式服务。公司还运用 VR 技术创意拍摄沉浸式旅行视频，在各大景区创建 VR 旅行体验馆，全面丰富景区的数字化互动体验内容。

图26: 图影数字科技（杭州）旗下的数字影像数据库



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

数字科技板块：数据要素及 AIGC 布局完善

公司的数据科技板块主要为建设新型基础设施，推动数字技术与政务、医疗、媒体等领域的深度融合，分为数据科技、数字智治、融媒科技三大方向。

（一）数据科技：核心业务为 IDC 和数据交易

1、富春云科技：主要从事 IDC 业务，发展空间广阔净利率较高

数据科技的核心业务为互联网数据中心业务（Internet Data Center，简称“IDC”）。富春云科技是国内领先的第三方互联网基础设施服务提供商，秉承“安全稳定、优质高效”的核心服务理念，面向国内政府、企业提供基于 GB50174-A 级/Uptime Tier III+标准的国际一流互联网数据中心。富春云科技的数据中心主要布局在核心一线城市，现已有杭州富阳数据中心、北京四季青数据中心，筹划建设杭州大江东数据中心。

图27：富春云科技企业资质



资料来源：富春云科技官网，国信证券经济研究所整理

图28：富春云科技数据中心分布



资料来源：富春云科技官网，国信证券经济研究所整理

富春云科技提供多种服务模式，目前已吸引国家部委和头部互联网企业等入驻。产品方面，富春云的主要产品服务包括：机柜租用、机房定制、云服务、系统集成和智能化平台；此外，公司还提供网络增值服务，包括流量分析、架构优化、CDN 加速、数据清洗等。客户方面，富春云科技已有互联网头部企业（阿里巴巴、网易、中国移动、边锋网络等）、国家部委、金融机构（富阳农商行、连连支付）、教育行业（浙江在线等）、交通行业等客户入驻。

图29：富春云科技合作伙伴



资料来源：富春云科技，国信证券经济研究所整理

从财务表现来看，富春云科技发展势头迅猛、净利率维持 23%~25%左右的较高水平。从收入方面来看，富春云科技的收入从 2018 年的 0.4 亿元增长至 2022 年的 3.6 亿元，4 年年均复合增长率为 75.9%。净利率方面，2020~2022 年富春云的净利率维持在 23%~25%之间。

图30：富春云科技收入与净利率变化

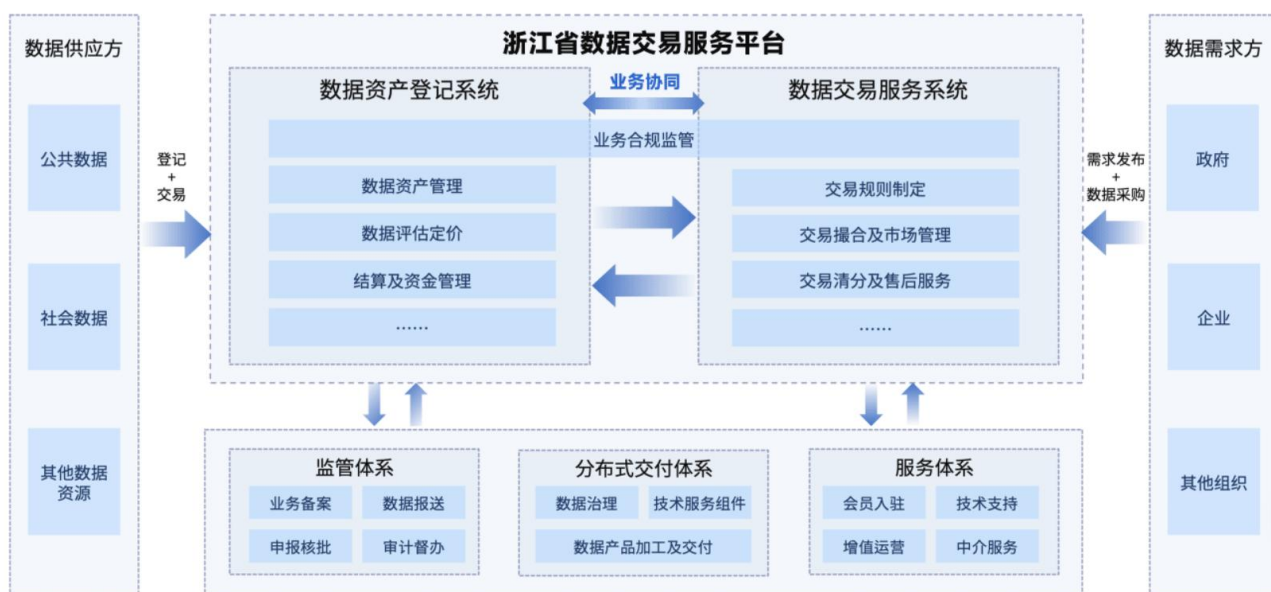


资料来源：浙数文化财报，国信证券经济研究所整理

下游需求旺盛，经营提质增效利润率有望提升。1) 从行业层面看，人工智能推动下算力需求旺盛，IDC 行业发展空间广阔：2021 年中国 IDC 市场规模为 3012.7 亿，同比增长 34.6%，随着人工智能商用普及，未来五年国内 IDC 行业年均增长率有望达到接近 30%，公司与头部通讯服务商、头部互联网企业等为合作伙伴关系，在北京、杭州等一线城市有数据中心布局，具有客户和区位优势。2) 近年机柜数有 25%的增量规划，上架率亦有较大提升空间：目前公司共有 10000 个以上的机柜（杭州富阳数据中心 7000 个以上、北京四季青数据中心 3000 个以上），2023 年第一季度杭州富春云数据中心上架率约为 75%，尚未满产，未来随着机柜陆续投入使用，业绩仍有一定增长空间。2023 年公司将进一步提高杭州富阳数据中心机柜上架率，并大力推进北京四季青数据中心的招生与运营。此外，公司的杭州大江东富栖云数据中心已进入全面筹建阶段，根据官网信息预计有 2500 个以上的机柜，对应 25%左右的增量。3) 优化资源利用效率，利润率有望进一步提升：富春云数据中心积极提升资源利用效率，通过采用板换等自然冷却设备增加冬季及过渡季节自然冷源使用时间，及提高制冷系统冷冻水的供水温度等方式，有效降低数据中心电 PUE 值，在节能减排的同时降本增效。

2、浙江大数据交易中心：浙江省唯一持牌数据交易所，牌照与技术优势显著
公司数据科技板块的另一项业务为数据交易，主体为浙江大数据交易中心，牌照与技术优势显著。浙江大数据交易中心于2016年5月成立，是浙江省第一家数据交易场所，也是迄今为止全省唯一一家持牌数据交易场所，获得了省委省政府相关部门的大力支持。公司通过数据产品、数据技术、数据模型、供需匹配、数据流通平台建设来完成数据流通服务，同时以数据加工、整合、脱敏、模型构建等服务提供额外配套数据增值支持，致力于打造具有公信力、开放、客观、独立的全国第三方数据流通平台。2022年，浙江大数据交易中心已协助温州、湖州、义乌等多地完成了数据要素市场化改革试点的申报工作。

图31：浙江省数据交易服务平台架构设计



资料来源：浙江大数据交易中心官网，国信证券经济研究所整理

从股权结构看，公司在浙江大数据中心的持股比例为48.2%，其余股东主要为杭州安恒信息技术股份有限公司（46.8%）、阿达云计算有限公司（5.0%）。

表6：浙江大数据中心持股比例

股东名称	持股比例	认缴出资额(万元)
浙报数字文化集团股份有限公司	48.20%	4820
杭州安恒信息技术股份有限公司	46.80%	4680
阿达云计算有限公司	5.00%	500

资料来源：天眼查，国信证券经济研究所整理

浙江大数据交易中心合作伙伴超500家，截至2022年底数据产品总数达362个，数据产品调用次数累计突破5亿次。目前，浙江大数据交易中心的合作伙伴超过500家，咨询伙伴超过2000家，产品覆盖金融科技、公共服务、医疗卫生、城市治理等多个应用场景，与工商银行、建设银行、中国移动、中国电信、浙江大学等已有合作关系。在金融风控领域，浙江大数据交易中心融合公共数据和社会数据，开发银行信用评分产品，应用于金融封控领域，对贷款人的违规风险进行预测。

图32: 浙江省数据交易服务平台已有合作伙伴



资料来源: 浙江大数据交易中心官网, 国信证券经济研究所整理

2023 年, 浙江大数据交易中心着力参与浙江国家数据要素综合试验区规划方案的顶层设计, 构建浙江数据要素流通交易体系, 打造“1+N”统分结合的全省数据流通服务平台体系, 促进高质量数据供给, 为国家数据要素综合改革在浙江试点工作提供支撑。

图33: 浙江大数据交易中心“1+N”全省数据流通服务平台体系



资料来源: 浙江大数据交易中心官网, 国信证券经济研究所整理

(二) 融媒科技: 新成立传播大脑, 为媒体和政府部门提供综合传播解决方案

数字智治板块的主体为传播大脑, 为公司控股的子公司。传播大脑是一家“国有控股+市场机制+资本加持”的科技型产业公司, 打造浙江省媒体技术统一支撑平台和媒体技术统一对外出口。

表7: 传播大脑业务类型及产品介绍

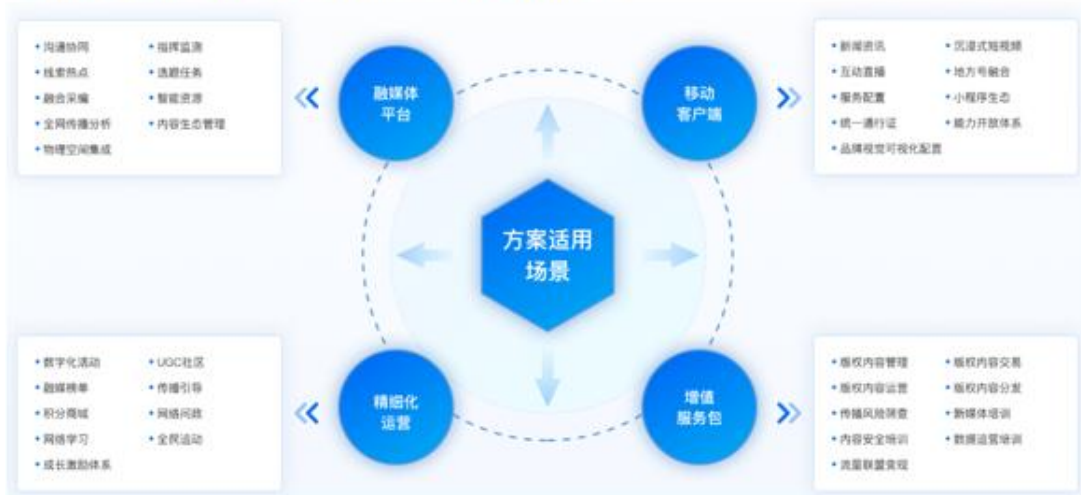
业务类型	产品介绍
数字融媒	主要以天目蓝云融媒平台和客户端建设为主。 天目蓝云融媒平台支撑服务包括公有云业务、混合云业务和系统集成业务三大方向。公有云业务主要面向区县融媒体中心、各级党委政府组成部门和直属机构、集团企业、学校和行业客户等，提供媒体融合平台服务；混合云业务主要面向省级媒体、设区市媒体、省外大型行业客户等提供媒体融合平台服务；系统集成主要服务软硬件装修等一体化复杂集成项目。 客户端建设服务基于开放式持续迭代优化的客户端系统，从视觉风格到业务功能均支持实时在线调整，底层业务的一体化设计，为个性化客户端及业务能力的延伸，提供了基础保障，建设范围不仅包括 APP，也包括小程序、H5 等不同形式载体的开发。
数字传播	以数字化传播场景建设为核心服务领域，面向各级网络内容管理主体和政务新媒体、互联网媒体、企业、自媒体等网络内容参与主体，提供数字化智能平台支撑，涵盖包括智慧政务业务、智慧传播、版权管理、传播分析、内容榜单等数十项具体功能，形成网络内容全栈式一体化服务。
数字文化	以数字文化系统为核心服务领域，包括四大方向：舆论引导主要面向各级党委宣传部提供宣传治理服务；国际传播业务主要聚焦海外传播生态与宣传治理；文化惠民主要面向城乡提供高质量公共文化供给；文明培育主要面向基层治理提供文明城市创建、卫生城市创建等。
数字增长	围绕新媒体阵地影响力增长各类服务场景为主，包括产品运营、数据运营、流量运营三大方向。产品运营覆盖资讯、服务、社区、短视频、直播等主流业务场景，提供了各类拉新促活分享的运营服务；数据运营分析洞察行业现状和发展趋势，挖掘数据价值潜力，辅助决策制定，赋能业务推进；流量运营创新一体化商业变现模式，研发打造程序化交易平台，通过流量变现、数据变现、影响力变现等形式，助推传媒产业升级。
数据智能	媒体智能中台能力体系包括 1 个基础数据能力体系、6 类智能服务体系、39+X 项服务能力，是实现统一数据标准、沉淀数据工具、创新智能技术、整合能力资源的基础底座。服务覆盖全网内容资源池、多模态内容理解、智能推送、党媒算法等关键能力，盘活数据资产、创新业务价值，最终实现媒体生产系统、客户端、运营中心、多跨场景应用等业务赋能，可以为线索热点、内容生产分发、渠道传播、精细运营、智能评估各环节进行优化提升，构建全场景全流程统一的数据和智能赋能体系。

资料来源：传播大脑官网，国信证券经济研究所整理

传播大脑主要为媒体、政府部门提供综合传播解决方案，提升其话语权。传播大脑可以帮助主流媒体和政府部门加速适应舆论生态、媒体格局、传播方式的变化，如帮助传统报业、纸媒等完成线上化转型或为宣传、网信、发改、公安、农业、体育等政府部门提供便捷的全链路宣传方案，提升客户在微博、今日头条、小红书等新兴传播平台的话语权并触达年轻用户。

图34: 传播大脑对专业媒体的解决方案

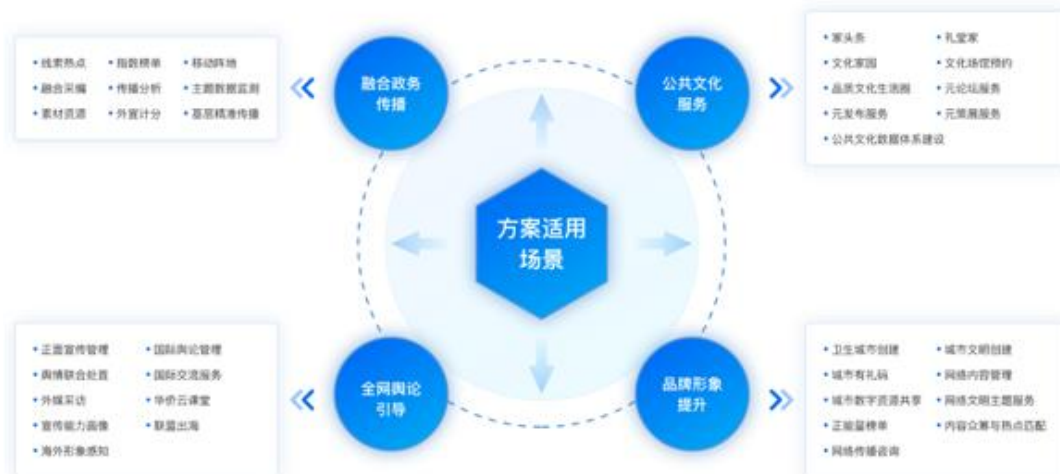
专业媒体解决方案：广泛应用于报业、广电、融媒体中心和其他媒体客户，提供全传播链条场景解决方案，对融媒体平台、移动客户端、精细化运营和增值服务提供全方位支持，致力协助媒体完成移动主阵地的转换，打造省域融合一张网，帮助一大批媒体完成新媒体影响力和变现能力的重塑。



资料来源：传播大脑官网，国信证券经济研究所整理

图35：传播大脑对政府部门的解决方案

政府部门解决方案：广泛应用于宣传、网信、发改、公安、农业、体育等政府部门，提供政务宣传文化数字化解决方案，对融合政务传播、全网舆论引导、公共文化服务和品牌形象提升提供全方位支持，致力协助政府部门完成文化宣传工作流程重塑，打造科学化工作模式，帮助大量政府部门完成宣传文化领域的数字化改革和能力提升。



资料来源：传播大脑官网，国信证券经济研究所整理

传播大脑旗下的“天目蓝云融媒平台”为省市县各级融媒体、党政机关、企业、高校等行业客户提供媒体融合平台服务、软硬件一体化服务，以及包括移动端APP、小程序、H5 站点等多种载体的融媒客户端开发服务，覆盖了融媒体工作的“策、采、编、审、发、评”全流程。

图36：天目蓝云融媒平台产品介绍

<p></p> <p>线索热点系统</p> <p>实时汇聚全网热点、新闻线索，共享全省信息并提供多维度归类查找，助力客户快速感知舆论场变化，寻找内容创作灵感。</p>	<p></p> <p>选题任务系统</p> <p>通过“选题-任务-采写”的协同链路，与省城策划一张网内的上下级媒体、地方政务融媒、行业融媒联动，助力客户实现智能策划。</p>	<p></p> <p>融合采编系统</p> <p>系统融合了报、台、网、端、第三方及物联网新媒体的内容生产发布，一次采集、多端发布，有效提升内容发布、协作生产效率。</p>
<p></p> <p>资源网盘系统</p> <p>融合互联网资源、组织内原创素材、成品资源和个人资源等，支撑客户在省城一张网下实现资源共享、智能检索和精准利用。</p>	<p></p> <p>传播分析系统</p> <p>通过智能算法构建的内容全网传播力分析系统，为客户建立科学、量化、规范的原创稿件网络传播评估机制，完成多维度立体评价。</p>	<p></p> <p>指挥监测系统</p> <p>围绕线索热点、选题任务、传播分析进行全链路的跟踪与指挥监测，有效提升客户的指挥研判、调度协同能力。</p>
<p></p> <p>宣传计分类</p> <p>通过自定义分类、分级的外宣统计分析系统，全面提升新闻宣传统计效率，助力企事业单位实现外宣管理工作数字化转型。</p>	<p></p> <p>MCN管理系统</p> <p>系统支持对UGC、PGC等多种内容生态进行管理，通过建立统一规范的投稿报送机制，为融媒平台创建良好的内容生态圈。</p>	<p></p> <p>埋点分析系统</p> <p>系统支持对APP、小程序和H5等多端进行埋点统计分析，灵活接入、精准分析，为客户的数据治理和运营决策提供参考依据。</p>

资料来源：传播大脑官网，国信证券经济研究所整理

传媒垂类AI模型已在“媒立方”开启内部测试。公司旗下传播大脑公司基于国内外开源基础大模型和国内头部大模型平台能力，打造了传媒垂类模型，主要服务传媒领域专业采编智能创作，目前在浙报集团新闻生产发布平台“媒立方”开展内部测试，5月25日已上线“传播大模型”内测版，供新闻记者和编辑试用，打造服务专业采编的智能创作助手。

图37：“传播大模型”在内容创作和知识问答上表现较好



资料来源：传播大脑官微，国信证券经济研究所整理

图38：AI 创作页面中文生图、图生文功能



资料来源：传播大脑官微，国信证券经济研究所整理

传播大脑与阿里、百度战略合作，加速 AIGC 媒体端应用输出。1) 2023 年 3 月，传播大脑与阿里云成立生态联盟，传播大脑的“天目蓝云”产品将进入阿里云传媒生态体系，联合打造面向全国的“中国融媒云”解决方案和产品服务，此前传播大脑已于阿里达摩院合作，达摩院提供虚拟人、多轮对话和 AIGC 等产品和服务，供传播大脑创新在媒体、文化领域的 AI 应用场景。2) 2023 年 3 月，百度智能云也签约成为传播大脑技术生态圈重要合作伙伴，百度智能云将基于“云智一体”等优势，为传播大脑提供技术支持，让大模型为媒体行业的内容智能化生产、渠道智能化分发、体验智能化交互等带来全新智能化的解决方案。

（三）数字智治：核心主体为城市大脑，打造未来城市操作系统

公司在数字智治板块的核心公司为城市大脑。城市大脑成立于 2019 年 4 月，是国内首家专注于城市大脑建设和运营的创新型科技企业。城市大脑致力于城市治理体系和治理能力现代化，打造服务民生、辅助决策、支撑数字社会体系运行的未来城市操作系统（CityOS）。

2020 年 3 月 31 日，习近平总书记考察调研杭州城市大脑运营指挥中心，观看了“数字治堵”、“数字治城”、“数字治疫”等应用展示，对杭州市运用城市大脑提升系统治理能力的创新成果表示肯定。2021 年 4 月 30 日，杭州城市大脑有限公司数字驾驶舱技术团队荣获“全国工人先锋号”表彰。

近期，城市大脑已成为杭州亚运会官方参赛人员引导系统服务供应商，同时开发建设“杭州市文明帮帮码”产品包含“亚运志愿服务在线”专区，支撑杭州市亚运城市志愿者的招募、培训、管理工作等。

图39：城市大脑总架构图



资料来源：浙数文化官网，国信证券经济研究所整理

创业投资板块：赋能主业发展，持续投资数字浙江

公司的创业投资板块以投资为手段赋能主业发展，助力产业结构优化和产业转型升级，旗下主要有智慧盈动、东方星空、星路投资等。2022 年公司继续对数字浙江进行实缴出资，投资比例 17%，进一步深化数字科技板块的产业布局。数字浙江定位为公共数据平台专家，愿景是成为“数字浙江”技术中坚。依托浙江公共数据平台，我们助力政府内部实现数据共享、流程再造和业务协同，提供顶层设计、平台建设、业务创新、运维保障及运营等服务，并在数据归集、治理、共享、开放运营等方面积累了丰富经验，在政府领导下，面向全社会提供专业的、权威的、全面的公共数据服务。

图40：数字浙江公司发展目标



资料来源：数字浙江官网，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

在线游戏运营业务：边锋网络在行业低谷期表现好于同行，经营实力强劲，且在版号重启至今已取得《造个方舟》《魔法连环消》等十余款游戏版号，新游戏储备丰富，在 2023 年行业复苏期有望实现快于同行的提升，预计 2023 年收入增长为 20%。展望未来，长期看在 AIGC 赋能下，游戏行业有望实现玩法创新，改善以往付费率低的痛点，2024-2025 年休闲游戏行业有望维持 10%~15% 的行业增速，预计边锋网络收入增速与行业相近，2024/2025 年分别为 15%/10%。毛利率方面，由于公司主营的休闲游戏（尤其是棋牌类）生命周期较长，而公司存量游戏有 100 余款，运营成本较低，预计 2023-2025 年将维持 92% 左右的高水平。

在线社交业务：2022 年由于游戏版号停发，公司的边锋网络扩展在线社交业务，由于运营能力较强以及疫情期间在线社交需求增长，公司 2022 年在线社交业务的收入同比增长超过 7 倍；但由于开发和业务拓展成本较高，毛利率低于游戏业务。随着线下场景复苏、版号发放正常化，公司的社交业务收入将收缩至 10 亿左右的规模，预计未来 3 年收入分别同比-60%/8%/5%。毛利率方面，预计社交业务的成本基本维持接近 10 亿元的水平，而收入收缩至 10~11 亿的规模，2023-2025 年毛利率维持在 5% 左右的水平。

技术信息服务业务：公司技术信息服务业务的主要公司有富春云科技、传播大脑等。2023 年富春云科技的机柜数量、上架率预计稳步提升，杭州大江东数据中心的建设仍在推进，传播大脑于 2023 年 5 月末开启内测，整体看技术信息服务业务在今年预计将取得较为稳定的增长，预计收入增速为 10%、毛利率维持 48% 左右的水平。2024-2025 年随着人工智能应用逐步落地，下游算力需求将快速增长，富春云科技的杭州大江东数据中心将逐步投入使用，带来 25% 的机柜数增量，此外上架率仍有 20% 以上的提升空间；传播大脑的人工智能应用将逐步走向成熟，有望放量增长，综合看预计 2024-2025 年的收入增速有望达到 30%、毛利率维持 48% 左右的水平。

网络广告业务：网络广告的行业景气度与宏观经济有较大的相关性，经济稳步复苏，广告主需求增加，将推动公司网络广告业务收入在 2023 年实现 30% 的增长。展望 2024-2025 年，预计公司的网络广告业务将稳健发展，保持 10% 左右的收入增速。从毛利率来看，公司的网络广告业务主要在公司游戏中投放广告，毛利率较高，预计未来 3 年将维持在 85% 左右的水平。

其他收入：收入占比较小，预计收入规模和毛利率将保持稳定。

费用率假设：1) 销售费用：公司 2022 年销售费用增长幅度较大（销售费用金额同比增长 8.4 亿元，销售费用率增长 8.9 个百分点），主要由于在线社交业务的运营需要较多销售费用买量；2023 年随着在线社交业务规模的缩减，预计销售费用率将下降至 25% 左右，2024-2025 年销售费用预计维持在 10-11 亿元左右的水平，销售费用率预计为 22% 左右。2) 管理费用：公司的管理费用金额近年稳定在 3~4 亿元左右，其中主要为人员薪酬，由于公司主业较为稳定，预计未来 3 年管理费用预计稳定在 3~4 亿元左右，预计 2023-2025 年的管理费用率在 6.5%~7% 左右。3) 研发费用：公司的研发费用近年稳定在 4~5 亿元，主要为研发人员薪酬、折旧摊销，公司的传媒类 AI 模型研发已较为成熟，预计未来研发费用稳中有降，2023-2025 年的研发费用率预计为 8%~9%。4) 财务费用：公司的财务费用率较低，

历年在-1%~1%之间波动，预计未来3年财务费用率为-1.0%/0.6%/0.2%。

表8: 分项业务收入、毛利率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
在线游戏运营业务					
收入(亿元)	18.2	17.2	20.7	23.8	26.2
增速	-18.21%	-5.29%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	87.94%	92.08%	92.08%	92.08%	92.08%
其他业务					
收入(亿元)	3.1	25.8	10.3	11.2	11.7
增速	-22.31%	733.73%	-60.00%	8.00%	5.00%
毛利率	-21.42%	44.64%	5.00%	5.00%	5.00%
合计					
收入(亿元)	7.7	8.2	9.0	11.7	15.3
增速	14.54%	6.49%	10.00%	30.00%	30.00%
毛利率	51.21%	48.17%	48.17%	48.17%	48.17%
其他业务					
收入(亿元)	1.2	0.5	0.7	0.8	0.9
增速	-32.99%	-53.82%	30.00%	10.00%	10.00%
毛利率	88.37%	85.36%	85.36%	85.36%	85.36%
其他业务					
收入(亿元)	0.42	0.02	0.02	0.02	0.02
增速	-88.54%	-95.57%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	7.75%	-34.52%	-34.52%	-34.52%	-34.52%
合计					
总营收(亿元)	30.6	51.8	40.8	47.5	54.0
增速	-13.42%	69.27%	-21.34%	16.45%	13.77%
毛利率	72.50%	61.38%	60.12%	60.61%	60.65%
费用率假设					
销售费用率	18.00%	26.92%	25.00%	22.00%	22.00%
管理费用率	9.43%	5.29%	7.00%	7.00%	6.50%
研发费用率	15.76%	9.88%	9.00%	9.00%	8.00%
财务费用率	0.45%	-0.06%	-1.06%	0.58%	0.23%
净利率					
归母净利润率	16.86%	9.44%	21.12%	18.74%	18.91%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

综上所述，预计未来3年营收40.77/47.48/54.02亿元，同比-21.3%/16.5%/13.8%，毛利率60.1%/60.6%/60.6%；归母净利润率为21.1%/18.7%/18.9%。

未来 3 年业绩预测

表9: 未来 3 年盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5186	4077	4748	5402
营业成本	2002	1626	1870	2126
销售费用	1396	1019	1045	1188
管理费用	393	285	326	338
研发费用	512	408	475	486
财务费用	-3	-96	27	12
营业利润	672	1189	1081	1411
利润总额	677	1193	1085	1415
归属于母公司净利润	490	861	890	1022
EPS	0.39	0.68	0.70	0.81
ROE	5%	9%	9%	9%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 23-25 年收入分别为 40.77、47.48、54.02 亿元, 归属母公司净利润 8.61/8.90/10.22 亿元, 利润年增速分别为 75.8%/3.3%/14.9%。每股收益 13-15 年分别为 0.68/0.70/0.81 元。预计未来 3 年的非经常性损益(主要为金融资产价值变动和投资收益)分别为 2.5/0.8/0.8 亿元。

盈利预测情景分析

表10: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	3,064	5,186	4,077	4,748	5,402
(+/-%)	-13.4%	69.3%	-23.5%	18.1%	15.1%
净利润(百万元)	517	490	1007	1040	1194
(+/-%)	1.0%	-5.2%	105.7%	3.2%	14.8%
摊薄 EPS	0.41	0.39	0.80	0.82	0.94
中性预测					
营业收入(百万元)	3,064	5,186	4,077	4,748	5,402
(+/-%)	-13.4%	69.3%	-21.3%	16.5%	13.8%
净利润(百万元)	517	490	861	890	1022
(+/-%)	1.0%	-5.2%	75.8%	3.3%	14.9%
摊薄 EPS(元)	0.41	0.39	0.68	0.70	0.81
悲观的预测					
营业收入(百万元)	3,064	5,186	4,077	4,748	5,402
(+/-%)	-13.4%	69.3%	-19.2%	14.8%	12.4%
净利润(百万元)	517	490	721	746	857
(+/-%)	1.0%	-5.2%	47.2%	3.5%	15.0%
摊薄 EPS	0.41	0.39	0.57	0.59	0.68
总股本(百万股)	1266	1266	1266	1266	1266

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：18.1–22.5 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表11：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	25.16%	-13.42%	69.27%	-21.34%	16.45%	13.77%	13.08%	12.42%
营业成本/营业收入	30.48%	27.54%	38.61%	39.88%	39.39%	39.35%	39.35%	39.35%
管理费用/营业收入	8.67%	9.43%	5.29%	16.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
销售费用/销售收入	16.91%	18.00%	26.92%	25.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
营业税及附加/营业收入	0.61%	0.48%	0.42%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
所得税税率	13.74%	13.35%	17.85%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
股利分配比率	91.36%	45.07%	30.92%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表12：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	18.00%
无风险利率	2.50%	Ka	9.65%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.14
公司股价（元）	16.64	Ke	9.94%
发行在外股数（百万）	1266	E/(D+E)	95.29%
股票市值（E，百万元）	21062	D/(D+E)	4.71%
债务总额（D，百万元）	1041	WACC	9.68%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 18.1–22.5 元。

表13：FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	734.8	1,121.6	1,282.4	1,468.7	1,661.1
所得税税率	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
EBIT*(1-所得税税率)	602.6	919.7	1,051.6	1,204.3	1,362.1
折旧与摊销	154.6	171.7	185.7	196.9	208.4
营运资金的净变动	4.5	26.5	101.7	131.7	120.6
资本性投资	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)
FCFF	661.7	1,017.9	1,239.0	1,432.9	1,591.1
PV (FCFF)	603.3	846.2	939.2	990.3	1,002.6
核心企业价值	23,282.0				
减：净债务	(2,021.0)				
股票价值	25,303.1				
每股价值	19.99				

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表14: 盈利预测的敏感性分析（元）

折现率变化						
		8.7%	9.2%	9.68%	10.2%	10.7%
永续 增长 率变 化	3.5%	27.45	24.93	22.82	21.04	19.51
	3.0%	25.79	23.60	21.74	20.14	18.76
	2.5%	24.41	22.47	20.80	19.36	18.10
	2.0%	23.23	21.49	19.99	18.68	17.52
	1.5%	22.21	20.65	19.28	18.07	17.00
	1.0%	21.33	19.90	18.65	17.53	16.54
	0.5%	20.55	19.24	18.08	17.05	16.12

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：19.8-20.4 元

公司的主要同类公司有：巨人网络、恺英网络、姚记科技、昆仑万维、每日互动、光环新网、宝信软件。巨人网络、恺英网络、姚记科技主营游戏的研发、运营、发行，与公司的边锋网络较为类似，边锋网络游戏业务的净利率在接近 30% 的水平，2022 年由于在线社交业务拖累边锋整体的利润率有下滑，但 2023 年回归游戏业务净利率将回升，整体看边锋网络的净利率与同行较为接近。昆仑万维的业务涵盖信息分发、社交娱乐、游戏、AIGC 等领域，与公司的业务结构接近，但公司的数字科技业务仍处于早期，净利润贡献较小，另外还有国内外经营环境不同的因素，公司的净利率低于昆仑万维。每日互动处于数据要素行业，是国内领先的数据智能服务商，与公司的信息技术业务较为接近。光环新网和宝信软件主营互联网数据中心（IDC）业务，与公司的富春云科技较为相似，富春云科技的净利率高于同行。

考虑到公司的游戏业务运营能力出色，在数据要素方面前瞻布局数据要素行业且 AI 应用开发进度领先于国内同行，IDC 业务净利率较高，给予 2023 年 29-30 倍的估值较为合理，对应股价区间为 19.8-20.4 元。

表15: 同类公司 ROE、净利率对比

代码	公司	ROE		净利率	
		2021	2022	2021	2022
002558.SZ	巨人网络	9.9%	7.6%	46.6%	40.9%
002517.SZ	恺英网络	18.3%	26.0%	35.6%	36.5%
002605.SZ	姚记科技	25.5%	13.5%	14.9%	9.1%
300418.SZ	昆仑万维	15.4%	10.0%	30.5%	26.0%
300766.SZ	每日互动	6.8%	1.6%	20.2%	5.5%
300419.SZ	光环新网	-4.3%	5.7%	-5.7%	3.8%
600845.SH	宝信软件	22.3%	23.1%	16.2%	17.1%
	平均值			29.6%	23.6%
600633.SH	浙数文化	6.0%	5.4%	20.6%	10.7%
	其中：边锋网络			28.6%	16.0%
	其中：富春云科技			25.3%	24.1%

资料来源：wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

表16: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	2023E	EPS 2024E	2023E	PE 2024E
002558. SZ	巨人网络	增持	14.22	285	0.62	0.75	23	19
002517. SZ	恺英网络	增持	13.87	299	0.66	0.83	21	17
002605. SZ	姚记科技	增持	31.85	131	1.76	2.13	18	15
300418. SZ	昆仑万维	增持	37.20	445	1.11	1.27	33	29
300766. SZ	每日互动	无评级	15.64	63	0.16	0.25	100	62
300383. SZ	光环新网	无评级	10.17	183	0.35	0.43	29	24
600845. SH	宝信软件	无评级	49.36	1,000	1.12	1.41	44	35
	平均值						39	28
600633. SH	浙数文化	增持	15.21	193	0.58	0.64	26	24

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测。备注：可比公司盈利预测来自wind一致预期。

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 19.8-20.4 元之间，对应 23 年动态市盈率 29-30 倍，相对于公司目前股价有 20%左右的上涨空间。公司处于行业龙头地位，成长性较好，维持“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 19.8–20.4 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相近的巨人网络、恺英网络、姚记科技、昆仑万维的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2022 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司前瞻布局数据要素行业，未来成长性强，给予公司 23 年 29–30 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长–21.3%/16.5%/13.8%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 60.12%/60.61%/60.65%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

监管政策的风险：游戏、数据要素、大模型相关监管政策将对公司经营产生一定影响。游戏方面，游戏发布前需要经过国家新闻出版广电总局的审批，如果版号发放不及预期，将对游戏行业造成一定的负面影响。数据要素和大模型方面，7 月 13 日《生成式人工智能服务管理暂行办法》发布，根据生成式 AI 技术早期生成内容存在一定不确定性的特点，优化监管细则，支持生成式 AI 技术进一步发展，但大模型及其应用仍在早期，未来如监管政策收紧，将对行业造成一系列负面影响。

应用落地不及预期的风险：AI 应用仍处于早期阶段，研发难度较大、费用较高，市场规模较难预测，存在应用落地时间延后或应用落地效果不及预期的风险。

技术进步低于预期的风险：AI 应用的科技底座为多模态大模型，如果大模型的研发及商业化进度低于预期，公司的经营也将受到负面的影响。

商誉减值的风险：截至 2023 年 3 月 31 日，公司的商誉为 43.2 亿元，占总资产的 34.2%，主要由于此前收购边锋网络、上海浩方、深圳天天爱、北京梦启科技、深圳乐玩互娱等公司。如果公司的子公司亏损严重或会计准则调整，将会带来一定的商誉减值损失的风险。

金融资产价值波动的风险：公司持有平治信息、世纪华通、华数传媒的股份，近五年的价值波动及投资收益为-2~1.5 亿，未来金融资产价值如有剧烈波动，将对公司的扣非后净利润造成较大影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	842	1167	2529	3015	3836	营业收入	3064	5186	4077	4748	5402
应收款项	296	411	391	455	518	营业成本	844	2002	1626	1870	2126
存货净额	27	19	41	47	54	营业税金及附加	15	22	12	14	16
其他流动资产	215	349	612	712	810	销售费用	552	1396	1019	1045	1188
流动资产合计	2264	2448	3673	4298	5304	管理费用	404	393	326	373	392
固定资产	1462	1783	1931	1908	1887	研发费用	483	512	367	427	432
无形资产及其他	890	817	776	735	694	财务费用	14	(3)	(97)	27	12
投资性房地产	5424	5410	5410	5410	5410	投资收益	69	67	250	48	121
长期股权投资	1866	1742	1842	1849	1856	资产减值及公允价值变动	425	(147)	116	42	55
资产总计	11906	12200	13632	14200	15151	其他收入	(1000)	(625)	(367)	(427)	(432)
短期借款及交易性金融负债	585	45	600	410	352	营业利润	731	672	1189	1081	1411
应付款项	285	458	618	706	808	营业外净收支	(2)	5	4	4	4
其他流动负债	823	891	983	1084	1227	利润总额	729	677	1193	1085	1415
流动负债合计	1692	1394	2200	2200	2387	所得税费用	97	121	215	195	255
长期借款及应付债券	259	441	441	441	441	少数股东损益	115	66	117	0	139
其他长期负债	242	225	215	205	215	归属于母公司净利润	517	490	861	890	1022
长期负债合计	500	667	657	647	657	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2193	2061	2857	2846	3043	净利润	517	490	861	890	1022
少数股东权益	787	862	938	938	1028	资产减值准备	276	(207)	(68)	0	0
股东权益	8926	9277	9837	10415	11079	折旧摊销	190	228	176	206	217
负债和股东权益总计	11906	12200	13632	14200	15151	公允价值变动损失	(425)	147	(116)	(42)	(55)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	14	(3)	(97)	27	12
每股收益	0.41	0.39	0.68	0.70	0.81	营运资本变动	320	(208)	(92)	9	88
每股红利	0.18	0.12	0.24	0.25	0.28	其它	(213)	253	144	(0)	90
每股净资产	7.05	7.33	7.77	8.23	8.75	经营活动现金流	665	702	906	1063	1361
ROIC	15%	15%	11%	15%	17%	资本开支	0	(76)	(100)	(100)	(100)
ROE	6%	5%	9%	9%	9%	其它投资现金流	119	381	402	32	(18)
毛利率	72%	61%	60%	61%	61%	投资活动现金流	(263)	430	202	(75)	(125)
EBIT Margin	25%	17%	18%	21%	23%	权益性融资	(2)	2	0	0	0
EBITDA Margin	31%	21%	22%	26%	27%	负债净变化	87	182	0	0	0
收入增长	-13%	69%	-21%	16%	14%	支付股利、利息	(233)	(151)	(302)	(311)	(358)
净利润增长率	1%	-5%	76%	3%	15%	其它融资现金流	(74)	(870)	555	(190)	(58)
资产负债率	25%	24%	28%	27%	27%	融资活动现金流	(368)	(806)	254	(502)	(416)
息率	1.3%	0.8%	1.7%	1.7%	2.0%	现金净变动	33	326	1362	487	820
P/E	34.9	36.8	20.9	20.2	17.6	货币资金的期初余额	808	842	1167	2529	3015
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	842	1167	2529	3015	3836
EV/EBITDA	21.1	18.4	23.1	17.0	14.4	企业自由现金流	0	651	580	950	1227
						权益自由现金流	0	(36)	1214	738	1158

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032