

# 浙数文化（600633.SH）

## 业绩高增长，数据要素及 AIGC 打开长期向上空间

增持

### 核心观点

**上半年业绩实现高增长。**1) 2023 年上半年，公司收入 16.9 亿，同比下降 30.5%，主要由于公司主动缩减在线社交业务的规模；归母净利润 6.3 亿，同比增长 170.8%，主要由于公司参股的海看股份于 6 月上市，公允价值增长产生投资收益 2.1 亿；扣非后归母净利润 4.9 亿元，同比增长 48.6%。2) 2023 年第二季度，公司收入 7.7 亿，同比下降 44.8%；归母净利润 3.6 亿，同比增长 97.1%；扣非后归母净利润 3.3 亿，同比增长 62.9%，增速环比加快 36.0 个百分点。3) 公司第二季度毛利率/扣非后净利率分别为 71.2%/42.6%，分别同比+25.7/+28.2 个百分点；整体费用率增长 18.9 个百分点至 45.2%，费用金额同比下降 0.2 亿元。

**游戏主业稳健成长，战旗网络顺利承接体育展示项目。**1) 边锋网络持续深耕核心游戏业务，积极寻求业务新突破，经营保持稳健。2023 上半年收入 13.6 亿元，同比下降 33.8%，其中游戏/社交收入分别为 7.1/6.3 亿元，同比-27.4%/-40.1%；边锋上半年净利润 4.1 亿元，同比增长 0.3%，净利率 30.0%，提升 10.2 个百分点主要是由于游戏业务占比的回升。2) 数字文旅方面，战旗网络顺利承接杭州亚运会、亚残运会 7 大场馆群，体操、足球等 11 个项目的体育展示项目。

**数据要素及 AIGC 产业链优势明显。**1) 基础设施方面，富春云科技稳步推进各项建设，杭州富阳数据中心保持良好的利润贡献，北京四季青数据中心二期机房基本建设完成，杭州大江东富栖云数据中心的建设有序推进。2023 上半年，富春云的收入/净利润分别为 1.9/0.4 亿元，分别同比-9.5%/-4.4%，净利率为 22.0%，提升 1.2 个百分点。2) 交易平台及数字资产方面，浙江大数据交易中心（持股 48.2%）是浙江省唯一一家省级数据交易场所，现已上线温州专区等特色专区及数据国际交易专区。3) AI 应用方面，传播大脑的“传播大模型”在内容智能创作在私域知识问答方面已取得阶段性进展，打造媒体深度融合的“全国样板”空间广阔。

**风险提示：**监管政策风险；技术进步低于预期；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。**公司的游戏业务稳健成长、IDC 和数据交易中心建设推进顺利、AI 应用取得阶段性突破，上半年业绩符合预期，我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.61/8.90/10.22 亿，同比增速 75.9%/3.3%/14.8%；摊薄 EPS=0.68/0.7/0.81 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·财报点评

#### 传媒·游戏 II

证券分析师：张衡

021-60875160

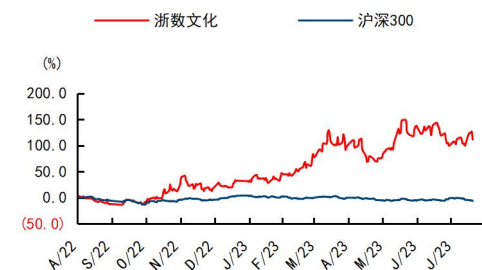
zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	14.67 元
总市值/流通市值	18568/18568 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	722.91 百万元

#### 市场走势

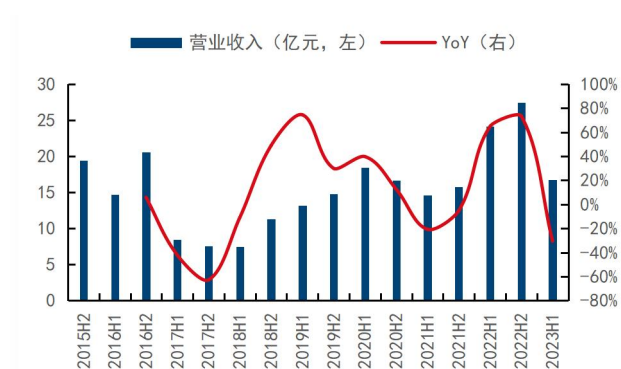


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

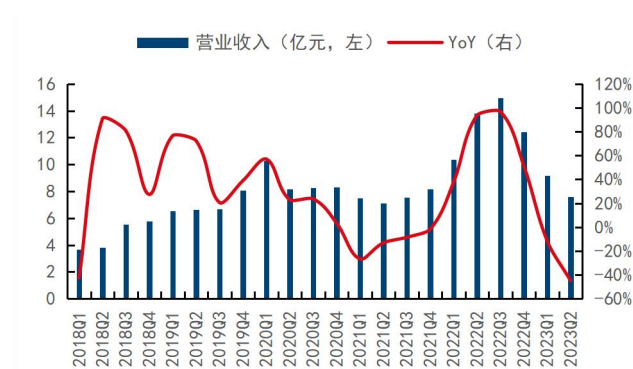
#### 相关研究报告

- 《浙数文化（600633.SH）-游戏主业稳健，数据要素及 AIGC 产业链优势明显》——2023-07-31
- 《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

**上半年在线社交业务收缩收入下降，第二季度净利润增速加快。**1) 2023 年上半年，公司收入 16.9 亿元，同比下降 30.5%，主要由于公司主动缩减在线社交业务的规模；归母净利润 6.3 亿元，同比增长 170.8%，主要由于公司参股的海看股份于 6 月上市，公允价值增长产生投资收益 2.1 亿元；扣非后归母净利润 4.9 亿元，同比增长 48.6%。2) 2023 年第二季度，公司收入 7.7 亿元，同比下降 44.8%；归母净利润 3.6 亿元，同比增长 97.1%；扣非后归母净利润 3.3 亿元，同比增长 62.9%，增速环比加快 36.0 个百分点。

**图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）**


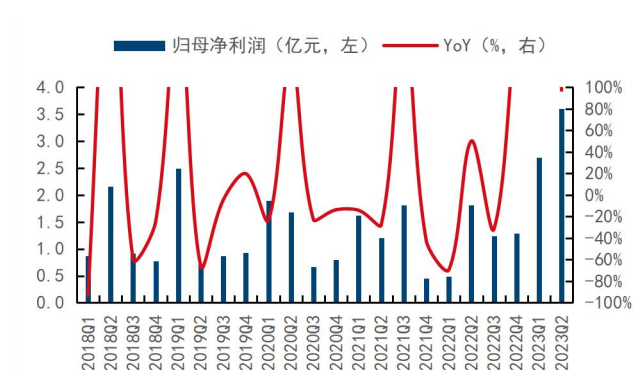
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）**


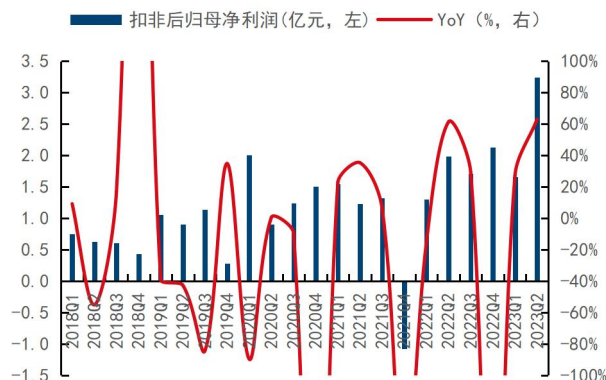
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司扣非归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

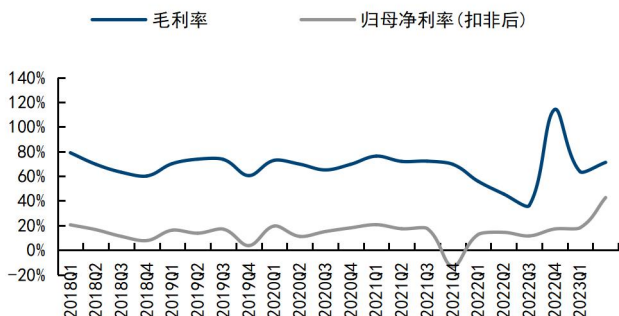
图6: 公司单季扣非归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

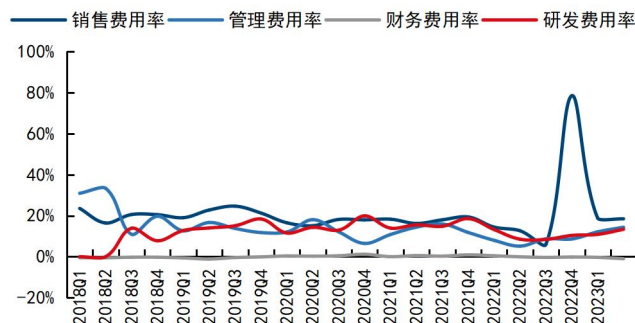
**利润率大幅提升, 整体费用金额同比下降。**公司第二季度毛利率/净利率(扣非后)分别为71.2%/42.6%, 分别同比+25.7/+28.2个百分点; 整体费用率增长18.9个百分点至45.2%, 费用金额同比下降0.2亿元。

图7: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

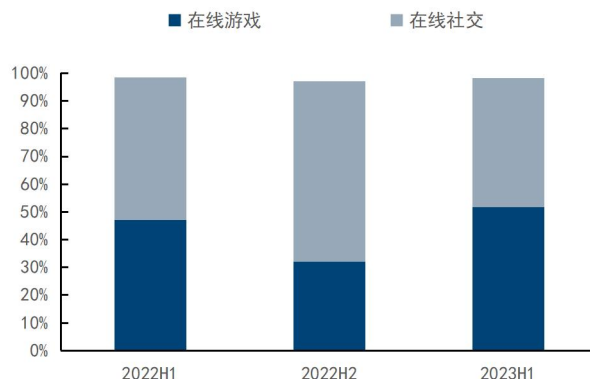
**数字文化板块: 游戏主业稳健成长, 战旗网络顺利承接体育展示项目。**1) 边锋网络持续深耕核心游戏业务, 积极寻求业务新突破, 经营保持稳健。2023上半年收入13.6亿元, 同比下降33.8%, 其中游戏/社交收入分别为7.1/6.3亿元, 同比-27.4%/-40.1%; 边锋上半年净利润4.1亿元, 同比增长0.3%, 净利率30.0%, 提升10.2个百分点主要是由于游戏业务占比的回升。2) 数字文旅方面, 战旗网络顺利承接杭州亚运会、亚残运会7大场馆群, 体操、足球等11个项目的体育展示项目。

图9: 边锋网络收入及利润率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

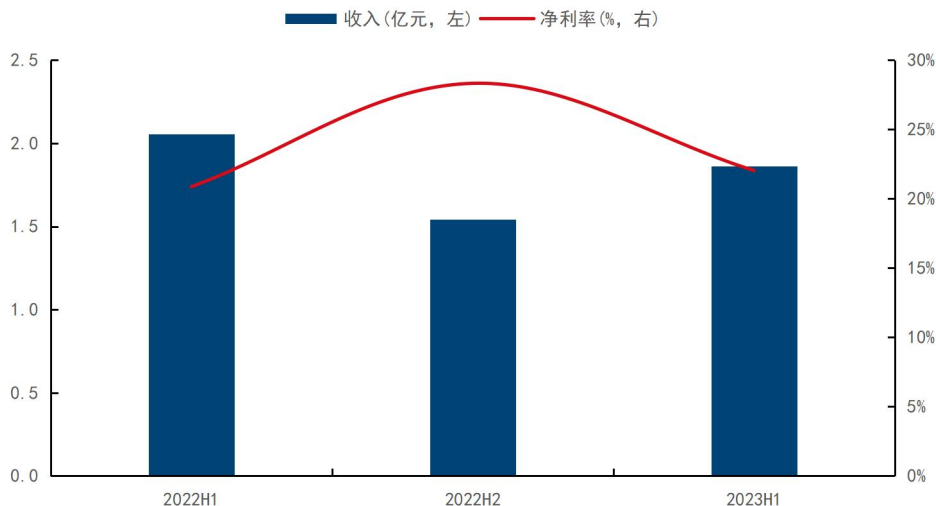
图10: 边锋网络分业务收入及变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**数字科技板块：数字经济及AIGC产业链优势明显。**1) 基础设施方面，富春云科技稳步推进各项建设，杭州富阳数据中心保持良好的利润贡献，北京四季青数据中心二期机房基本建设完成，杭州大江东富栖云数据中心的建设有序推进。2023上半年，富春云的收入/净利润分别为1.9/0.4亿元，分别同比-9.5%/-4.4%，净利率为22.0%，提升1.2个百分点。2) 交易平台及数字资产方面，浙江大数据交易中心（持股48.2%）是浙江省唯一一家省级数据交易场所，现已上线温州专区等特色专区及数据国际交易专区。3) AI应用方面，传播大脑的“传播大模型”在内容智能创作在私域知识问答方面已取得阶段性进展，打造媒体深度融合的“全国样板”空间广阔。

图11: 富春云科技收入及净利率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**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。**公司的游戏业务稳健成长、IDC和数据交易中心建设推进顺利、AI应用取得阶段性突破，上半年业绩符合预期，我们维持盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为8.61/8.90/10.22亿，同比增速75.9%/3.3%/14.8%；摊薄

EPS=0.68/0.7/0.81 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。

表1: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002517.SZ	恺英网络	增持	14.82	319	0.48	0.66	0.83	31	23	18
002555.SZ	三七互娱	买入	25.88	574	1.33	1.51	1.73	19	17	15
002605.SZ	姚记科技	增持	32.92	136	0.85	1.72	2.13	39	19	15

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 注: 可比公司盈利预测来自 wind 一致预期



# 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
<b>流动资产合计</b>	<b>2264</b>	<b>2448</b>	<b>3673</b>	<b>4298</b>	<b>5304</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>11906</b>	<b>12200</b>	<b>13632</b>	<b>14200</b>	<b>15151</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>729</b>	<b>677</b>	<b>1193</b>	<b>1085</b>	<b>1415</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1692</b>	<b>1394</b>	<b>2200</b>	<b>2200</b>	<b>2387</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>517</b>	<b>490</b>	<b>861</b>	<b>890</b>	<b>1022</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>500</b>	<b>667</b>	<b>657</b>	<b>647</b>	<b>657</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2193</b>	<b>2061</b>	<b>2857</b>	<b>2846</b>	<b>3043</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11906</b>	<b>12200</b>	<b>13632</b>	<b>14200</b>	<b>15151</b>	公允价值变动损失	(425)	147	(116)	(42)	(55)
						财务费用	14	(3)	(97)	27	12
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	320	(208)	(92)	9	88
每股收益	0.41	0.39	0.68	0.70	0.81	其它	(213)	253	144	(0)	90
每股红利	0.18	0.12	0.24	0.25	0.28	<b>经营活动现金流</b>	<b>665</b>	<b>702</b>	<b>906</b>	<b>1063</b>	<b>1361</b>
每股净资产	7.05	7.33	7.77	8.23	8.75	资本开支	0	(76)	(100)	(100)	(100)
ROIC	15%	15%	11%	15%	17%	其它投资现金流	119	381	402	32	(18)
ROE	6%	5%	9%	9%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(263)</b>	<b>430</b>	<b>202</b>	<b>(75)</b>	<b>(125)</b>
毛利率	72%	61%	60%	61%	61%	权益性融资	(2)	2	0	0	0
EBIT Margin	25%	17%	18%	21%	23%	负债净变化	87	182	0	0	0
EBITDA Margin	31%	21%	22%	26%	27%	支付股利、利息	(233)	(151)	(302)	(311)	(358)
收入增长	-13%	69%	-21%	16%	14%	其它融资现金流	(74)	(870)	555	(190)	(58)
净利润增长率	1%	-5%	76%	3%	15%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(368)</b>	<b>(806)</b>	<b>254</b>	<b>(502)</b>	<b>(416)</b>
资产负债率	25%	24%	28%	27%	27%	<b>现金净变动</b>	<b>33</b>	<b>326</b>	<b>1362</b>	<b>487</b>	<b>820</b>
息率	1.3%	0.8%	1.7%	1.7%	2.0%	货币资金的期初余额	808	842	1167	2529	3015
P/E	34.9	36.8	20.9	20.2	17.6	货币资金的期末余额	842	1167	2529	3015	3836
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	企业自由现金流	0	651	580	950	1227
EV/EBITDA	21.1	18.4	23.1	17.0	14.4	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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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