

浙数文化（600633.SH）

投资亏损拖累第三季度净利润，AI 应用持续升级

增持

核心观点

业务结构调整前三季度收入下滑 42%，金融资产价值变动影响 Q3 单季度净利润。1) 公司前三季度收入 22.9 亿元，同比下降 41.9%，归母净利润 6.9 亿元，同比增长 92.2%；扣非后归母净利润 6.0 亿元，同比提升 19.5%。2) 第三季度收入 6.0 亿元，同比下降 60.2%，主要由于公司主动缩减在线社交业务；归母净利润 0.6 亿元，同比下降 52.2%，主要由于交易性金融资产-0.7 亿元及少数股东权益-0.1 亿元的负面影响；扣非后归母净利润 1.1 亿元，同比下降 35.7%，其中包括联营企业投资收益-0.1 亿元的负面影响。

第三季度游戏业务占比回升毛利率进一步提振，费用率有所上升。公司前三季度毛利率 68.9%，同比+24.1 个百分点，第三季度的毛利率 74.2%，同比+38.1 个百分点，环比+3.0 个百分点，主要由于社交业务占比继续下降。前三季度整体费用率 44.1%，同比+16.6 个百分点，第三季度费用率上升 24.0 个百分点至 46.7%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 10.4%/19.7%/0.1%/16.5%，分别同比+4.4%/+11.0%/+0.4%/+8.2 个百分点，主要由于绩效奖励增加及新纳入合并公司。

边锋网络回归游戏主业，传播大模型持续更新升级。1) 数字文化业务方面，边锋网络主动缩减在线社交业务的规模，推动公司毛利率回升；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。2) 数字科技业务方面，富春云科技稳步推进建设；此外 AI 应用持续升级，10 月 3 日，“传播大模型”重磅升级 AI 对话界面，支持定制热点推荐、私域媒资接入、实时资讯生成、智能创作等功能。具体看，定制热点推荐功能支持从大量实时数据中提炼关键点，高效、精准地发掘热点内容；实时资讯生成功能通过搜索引擎获取实时发生的重要事件数据，结合大模型的能力分析事件、总结观点、快速成文；私域媒资接入功能通过数据向量化技术和多模态大模型能力提升检索的智能性，帮助采编人员可以更快获取所需的图片/视频资源；智能创作助手功能提供想标题、写提纲、找素材、续写、改写、文生图等功能，能够帮助采编人员更快速、高效地完成写作任务。

风险提示：AI 应用开发不及预期；产品竞争激烈；监管风险。

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 应用持续突破。公司主业稳步发展、第三季度净利润受投资亏损影响，我们略下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.6/8.6/9.9 亿(原为 8.6/8.9/10.2 亿)；摊薄 EPS=0.6/0.68/0.78 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	3,845	4,404	5,023
(+/-%)	-13.4%	69.3%	-25.9%	14.5%	14.1%
净利润(百万元)	517	490	762	859	987
(+/-%)	1.0%	-5.2%	55.5%	12.7%	15.0%
每股收益(元)	0.41	0.39	0.60	0.68	0.78
EBIT Margin	25.0%	16.6%	23.1%	25.0%	27.0%
净资产收益率 (ROE)	5.8%	5.3%	7.8%	8.3%	9.0%
市盈率 (PE)	34.9	36.8	23.6	21.0	18.2
EV/EBITDA	21.1	18.4	19.2	15.6	13.0
市净率 (PB)	2.02	1.94	1.84	1.74	1.64

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

证券分析师：陈瑶蓉

0755-81983074

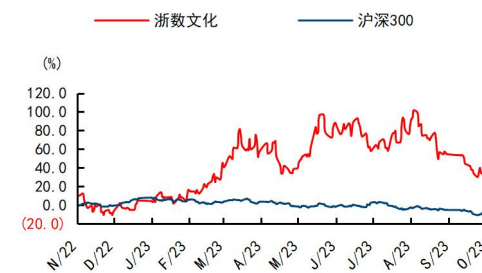
chenyao.rong@guosen.com.cn

S0980523100001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	11.69 元
总市值/流通市值	14796/14796 百万元
52 周最高价/最低价	18.59/6.10 元
近 3 个月日均成交额	742.86 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

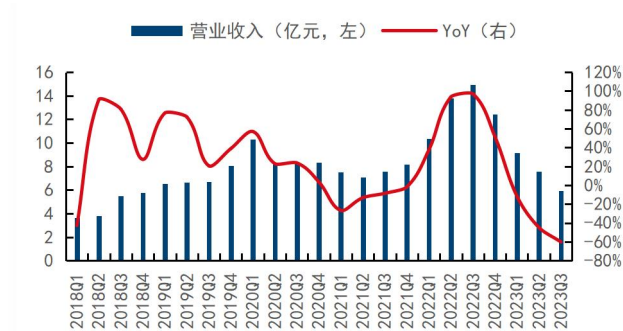
《浙数文化（600633.SH）-业绩高增长，数据要素及 AIGC 打开长期向上空间》——2023-08-18

《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

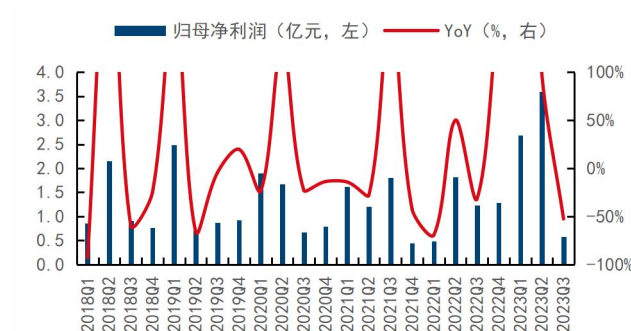
业务结构调整前三季度收入下滑 42%，投资收益影响 Q3 单季度净利润。1) 公司前三季度收入 22.9 亿元, 同比下降 41.9%, 归母净利润 6.9 亿元, 同比增长 92.2%; 扣非后归母净利润 6.0 亿元, 同比提升 19.5%。2) 第三季度收入 6.0 亿元, 同比下降 60.2%, 主要由于公司主动缩减在线社交业务; 归母净利润 0.6 亿元, 同比下降 52.2%, 主要由于交易性金融资产-0.7 亿元及少数股东权益-0.1 亿元的负面影响; 扣非后归母净利润 1.1 亿元, 同比下降 35.7%, 其中包括联营企业投资收益-0.1 亿元的负面影响。

图1: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

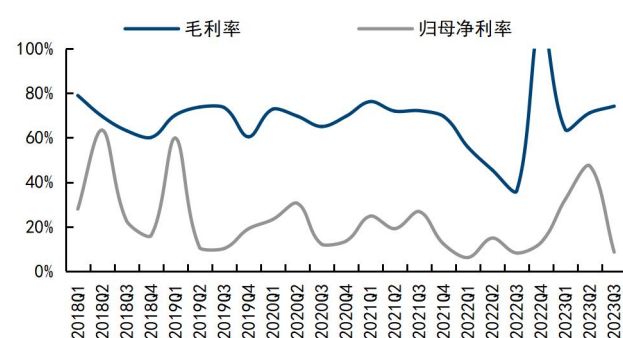
图2: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

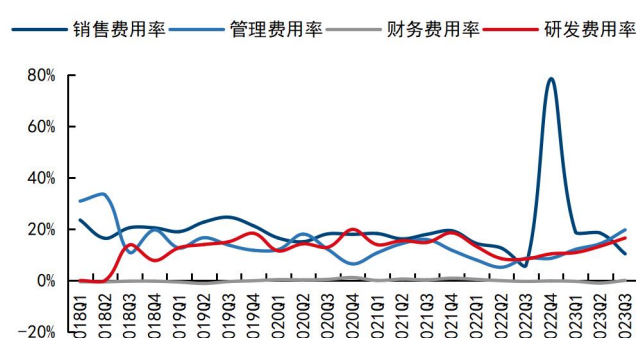
第三季度游戏业务占比回升毛利率进一步提振，费用率有所上升。公司前三季度毛利率 68.9%，同比+24.1 个百分点，第三季度的毛利率 74.2%，同比+38.1 个百分点，环比+3.0 个百分点，主要由于毛利率较低的社交业务占比继续下降。费用率方面，前三季度整体费用率 44.1%，同比增长 16.6 个百分点，第三季度费用率上升 24.0 个百分点至 46.7%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 10.4%/19.7%/0.1%/16.5%，分别同比+4.4/+11.0/+0.4/+8.2 个百分点，主要由于绩效奖金增加及新纳入合并公司。

图3: 公司季度利润率及变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季费用率及变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

边锋网络回归游戏主业，传播大模型持续更新升级。

1) 数字文化业务方面，边锋网络主动缩减在线社交业务的规模，推动公司毛利率回升；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。

2) 数字科技业务方面, 富春云科技稳步推进建设, 传播大模型持续更新升级。10月3日, “传播大模型”重磅升级 AI 对话界面, 支持定制热点推荐、私域媒资接入、实时资讯生成、智能创作等功能。具体看, 定制热点推荐功能支持从大量实时数据中提炼关键点, 高效、精准地发掘热点内容; 实时资讯生成功能通过搜索引擎获取实时发生的重要事件数据, 结合大模型的能力分析事件、总结观点、快速成文; 私域媒资接入功能通过数据向量化技术和多模态大模型能力提升检索的智能性, 帮助采编人员可以更快获取所需的图片/视频资源; 智能创作助手功能提供想标题、写提纲、找素材、续写、改写、文生图等功能, 能够帮助采编人员更快速、高效地完成写作任务。

图5: 定制热点推荐



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图6: 实时资讯生成



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图7: 私域媒体接入



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图8:



资料来源: 公司官微, 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 应用持续突破。公司主业稳步发展、第三季度净利润受投资亏损影响, 我们略下调盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.6/8.6/9.9 亿(原为 8.6/8.9/10.2 亿); 摊薄 EPS=0.6/0.68/0.78 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	10.32	222	0.48	0.70	0.87	22	15	12
002555. SZ	三七互娱	买入	19.70	437	1.33	1.50	1.73	15	13	11
002605. SZ	姚记科技	增持	23.18	96	0.85	1.82	2.16	27	13	11

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）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	842	1167	2172	2711	3435	营业收入	3064	5186	3845	4404	5023
应收款项	296	411	369	422	482	营业成本	844	2002	1261	1197	1294
存货净额	27	19	31	29	31	营业税金及附加	15	22	16	18	21
其他流动资产	215	349	577	661	754	销售费用	552	1396	984	1167	1306
流动资产合计	2264	2448	3249	3891	4787	管理费用	404	393	310	371	418
固定资产	1462	1783	1826	1721	1660	研发费用	483	512	384	550	628
无形资产及其他	890	817	776	735	694	财务费用	14	(3)	(87)	16	9
投资性房地产	5424	5410	5410	5410	5410	投资收益	69	67	66	0	0
长期股权投资	1866	1742	1842	1849	1856	资产减值及公允价值变动	425	(147)	10	(40)	15
资产总计	11906	12200	13103	13606	14408	其他收入	(1000)	(625)	(384)	(550)	(628)
短期借款及交易性金融负债	585	45	500	377	307	营业利润	731	672	1053	1043	1363
应付款项	285	458	407	432	468	营业外净收支	(2)	5	2	4	4
其他流动负债	823	891	838	892	988	利润总额	729	677	1055	1047	1367
流动负债合计	1692	1394	1745	1700	1763	所得税费用	97	121	190	188	246
长期借款及应付债券	259	441	441	441	441	少数股东损益	115	66	104	0	134
其他长期负债	242	225	215	205	215	归属于母公司净利润	517	490	762	859	987
长期负债合计	500	667	657	647	657	现金流量表（百万元）					
负债合计	2193	2061	2402	2346	2419	净利润	517	490	762	859	987
少数股东权益	787	862	929	929	1017	资产减值准备	276	(207)	(68)	(0)	(0)
股东权益	8926	9277	9772	10330	10972	折旧摊销	190	228	176	206	216
负债和股东权益总计	11906	12200	13103	13606	14408	公允价值变动损失	(425)	147	(10)	40	(15)
关键财务与估值指标						财务费用	14	(3)	(87)	16	9
每股收益	0.41	0.39	0.60	0.68	0.78	营运资本变动	320	(208)	(381)	(67)	(13)
每股红利	0.18	0.12	0.21	0.24	0.27	其它	(213)	253	136	0	87
每股净资产	7.05	7.33	7.72	8.16	8.67	经营活动现金流	665	702	614	1038	1263
ROIC	15%	15%	12%	16%	21%	资本开支	0	(76)	(100)	(100)	(100)
ROE	6%	5%	8%	8%	9%	其它投资现金流	119	381	402	32	(18)
毛利率	72%	61%	67%	73%	74%	投资活动现金流	(263)	430	202	(75)	(125)
EBIT Margin	25%	17%	23%	25%	27%	权益性融资	(2)	2	0	0	0
EBITDA Margin	31%	21%	28%	30%	31%	负债净变化	87	182	0	0	0
收入增长	-13%	69%	-26%	15%	14%	支付股利、利息	(233)	(151)	(267)	(300)	(345)
净利润增长率	1%	-5%	56%	13%	15%	其它融资现金流	(74)	(870)	455	(123)	(69)
资产负债率	25%	24%	25%	24%	24%	融资活动现金流	(368)	(806)	189	(424)	(415)
息率	1.3%	0.8%	1.5%	1.7%	1.9%	现金净变动	33	326	1005	539	723
P/E	34.9	36.8	23.6	21.0	18.2	货币资金的期初余额	808	842	1167	2172	2711
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	842	1167	2172	2711	3435
EV/EBITDA	21.1	18.4	19.2	15.6	13.0	企业自由现金流	0	651	424	941	1217
						权益自由现金流	0	(36)	951	804	1140

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