

# 布局数字经济，数字科技与数字文化齐头并进

## ——浙数文化(600633)公司首次覆盖报告

### 报告要点：

#### ● 打造浙江及国内数字文化+数字科技产业集群

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，于2011年9月在上海证券交易所借壳上市。现阶段公司形成数字文化和数字科技两大核心业务板块，并以创业投资业务反哺主业。2022年实现营业收入51.86亿元，归母净利润4.90亿元，其中社交媒体/在线游戏运营业务/技术信息服务收入占比分别为49.79%/33.24%/15.83%。

#### ● 游戏市场回暖，数据要素市场享受多重利好

(1) 移动游戏市场：2022年，中国游戏市场实际销售收入为2658.84亿元，同比下降10.33%，主要受供给端以及疫情等因素影响。2023年二季度移动游戏市场明显回暖，同比增速回正。供给方面，2022年4月游戏版号恢复发放，2023年开始每月稳定发放国内游戏版号超85个，其中休闲益智类游戏占总发行游戏版号的15%-30%。(2) 数据要素市场：政策方面利好不断，数据要素重要性凸显，2021年中国数据要素市场达815亿元，预计“十四五”期间市场年复合增长率超25%。产业链方面，主要分为数据采集、数据存储、数据加工、数据分析、数据流通和生态保障多环节。交易环节来看目前场外交易市场规模可观，政策推进场内交易市场繁荣。

#### ● 夯实主业优势，新业务多元布局

公司数字文化业务板块以子公司边锋网络为核心，深耕休闲游戏领域，目前来看多款休闲游戏版号获批，新品有望带动公司流水企稳。同时公司持续探索包括社交媒体在内的新业务方向；数字科技依托较强省内资源，目前以IDC业务为基础，北京四季青数据中心逐步上电，大江东数据中心工程建设有序推进，有望持续业绩增量。浙江大数据交易中心、城市大脑、传播大脑等业务方向快速发展，贡献看点。

#### ● 投资建议与盈利预测

浙数文化背靠浙江日报报业集团，聚焦数字文化、数字科技以及创业投资三条业务主线。我们预计2023-2025年公司归母净利润为8.67/9.12/10.13亿元，对应EPS为0.69/0.72/0.80元/股，对应PE为17/16/15x，首次覆盖给予“增持”评级。

#### ● 风险提示

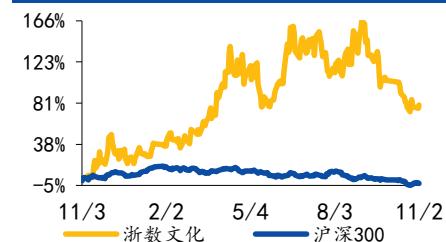
老游戏流水快速下滑，新游戏上线不及预期，新业务拓展不及预期等。

## 增持|首次评级

### 基本数据

52周最高/最低价(元):	17.68 / 6.68
A股流通股(百万股):	1265.73
A股总股本(百万股):	1265.73
流通市值(百万元):	15024.22
总市值(百万元):	15024.22

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师	李典
执业证书编号	S0020516080001
电话	021-51097188-1866
邮箱	lidian@gyzq.com.cn

### 分析师

分析师	路璐
执业证书编号	S0020519080002
电话	021-51097188
邮箱	lulu@gyzq.com.cn

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3063.94	5186.37	3798.29	3831.03	4332.98
收入同比(%)	-13.42	69.27	-26.76	0.86	13.10
归母净利润(百万元)	516.63	489.69	867.08	912.03	1013.23
归母净利润同比(%)	0.98	-5.21	77.07	5.18	11.10
ROE(%)	5.79	5.28	8.63	8.46	8.73
每股收益(元)	0.41	0.39	0.69	0.72	0.80
市盈率(P/E)	28.81	30.40	17.17	16.32	14.69

资料来源：Wind,国元证券研究所

## 目 录

1.公司介绍：打造浙江及国内数字文化+数字科技产业集团.....	4
2.财务分析：多元业务驱动业绩增长，上半年利润创新高.....	6
3.行业分析：游戏市场回暖，数据要素市场享受多重利好.....	9
3.1 休闲游戏：游戏市场回暖，AI 赋能行业 .....	9
3.2 数据要素市场：政策产业共振，数据要素市场快速发展.....	12
4.公司业务：夯实主业优势，新业务多元布局 .....	17
4.1 数字文化：深耕互联网休闲类游戏，多元布局新赛道 .....	17
4.2 数字科技：IDC 业务稳步推进，新业务看点不断.....	20
4.2.1 富春云 IDC：机柜建设稳步推进，带动业绩增长 .....	20
4.2.2 大数据交易中心：具备区位、牌照、数据、技术多重优势.....	21
4.2.3 数字智治：城市大脑行业领先，智慧医疗完善服务体系 .....	23
5.投资建议与盈利预测 .....	26
6.风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1：公司发展沿革 .....	4
图 2：公司股权结构（截止 2023Q3） .....	5
图 3：2018-2023H1 公司营业总收入及同比增速 .....	6
图 4：2018-2023H1 归母净利润及同比增速 .....	6
图 5：2020-2023H1 公司营收拆分（百万元）及同比增速（%） .....	7
图 6：公司整体毛利率及分业务毛利率（%） .....	7
图 7：2018-2023Q3 公司主要期间费用率（%） .....	8
图 8：公司归母净利率及扣非后归母净利率变化 .....	8
图 9：2018-2023H1 中国移动游戏市场规模及同比增速 .....	9
图 10：2018-2023H1 中国游戏市场用户规模及同比增速 .....	9
图 11：2018-2023H1 中国休闲游戏市场规模及增速 .....	9
图 12：中国休闲游戏下载量（亿次） .....	9
图 13：国内游戏版号及休闲游戏版号发放情况 .....	10
图 14：腾讯 AI Lab 在游戏产业链中的应用 .....	11
图 15：2016-2025E 中国数据要素市场规模（亿元） .....	12
图 16：数据要素产业图谱 .....	14
图 17：2022 年中国要素市场规模（亿元） .....	15
图 18：部分大数据交易中心/交易所建设情况 .....	16
图 19：公司业务版图 .....	17
图 20：边锋网络发展历程 .....	17
图 21：边锋网络各平台代表游戏 .....	18
图 22：公司在线游戏业务及增速 .....	19
图 23：2021H2-2023H1 在线社交业务营收 .....	19

图 24: 2018-2023H1 边锋网络营收及增速 .....	19
图 25: 2018-2023H1 边锋网络净利润及增速 .....	19
图 26: 富春云 IDC 发展重要事件 .....	20
图 27: 富春云科技营业收入及增速 .....	21
图 28: 富春云科技净利润及增速 .....	21
图 29: 浙江大数据交易中心股权结构图 .....	21
图 30: 浙江大数据交易中心四项优势 .....	22
图 31: 浙江大数据交易中心业务框架 .....	23
图 32: 杭州城市大脑应用的典型场景 .....	23
图 33: 城市大脑的典型案例 .....	24
图 34: 浙江智慧网络医院面向患者的“智慧医疗”业务板块 .....	24
图 35: 传播大脑的专业媒体解决方案 .....	25
图 36: 传播大脑政府部门解决方案 .....	25
图 37: 天目蓝云融媒体平台产品 .....	25
表 1: 数据要素相关政策梳理 .....	13
表 1: 数据要素相关政策梳理（续表） .....	14
表 2: 数据交易中心的主要盈利模式 .....	16
表 3: 2022-2023 年边锋网络主要获批游戏 .....	19
表 4: 富春云科技各数据中心建设情况 .....	20
表 5: 浙江大数据交易中心各交易专区建设情况（截至 2023 年 10 月） .....	22
表 6: 公司分业务拆分预测 .....	26
表 7: 可比公司估值 .....	27

## 1.公司介绍：打造浙江及国内数字文化+数字科技产业集团

**打造浙江及国内数字文化+数字科技产业集团。**浙数文化脱胎于中国报业集团旗下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，于 2011 年 9 月在上海证券交易所借壳上市。上市以来，公司致力于全面互联网化的发展并不断推动产业的优化升级，2013 年收购边锋网络、上海浩方两大互联网游戏平台；2016 年投建包括浙江大数据交易中心、“富春云”互联网数字平台、“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；2017 年，公司实施重大资产重组，剥离新闻传媒类资产，全面向互联网数字文化产业集团转型；2019 年公司开始深度参与“杭州城市大脑”和“数字浙江”的项目建设，集中打造媒体科技业务板块；2021 年公司确立新的发展目标，致力于建设“浙江及国内领先的数字文化和数字科技产业集团”；2023 年浙数文化联合省内其他三家省属文化集团，共同发起传播大脑科技公司，打造浙江省融媒体技术平台，建立省域媒体全场景智能传播能力体系。

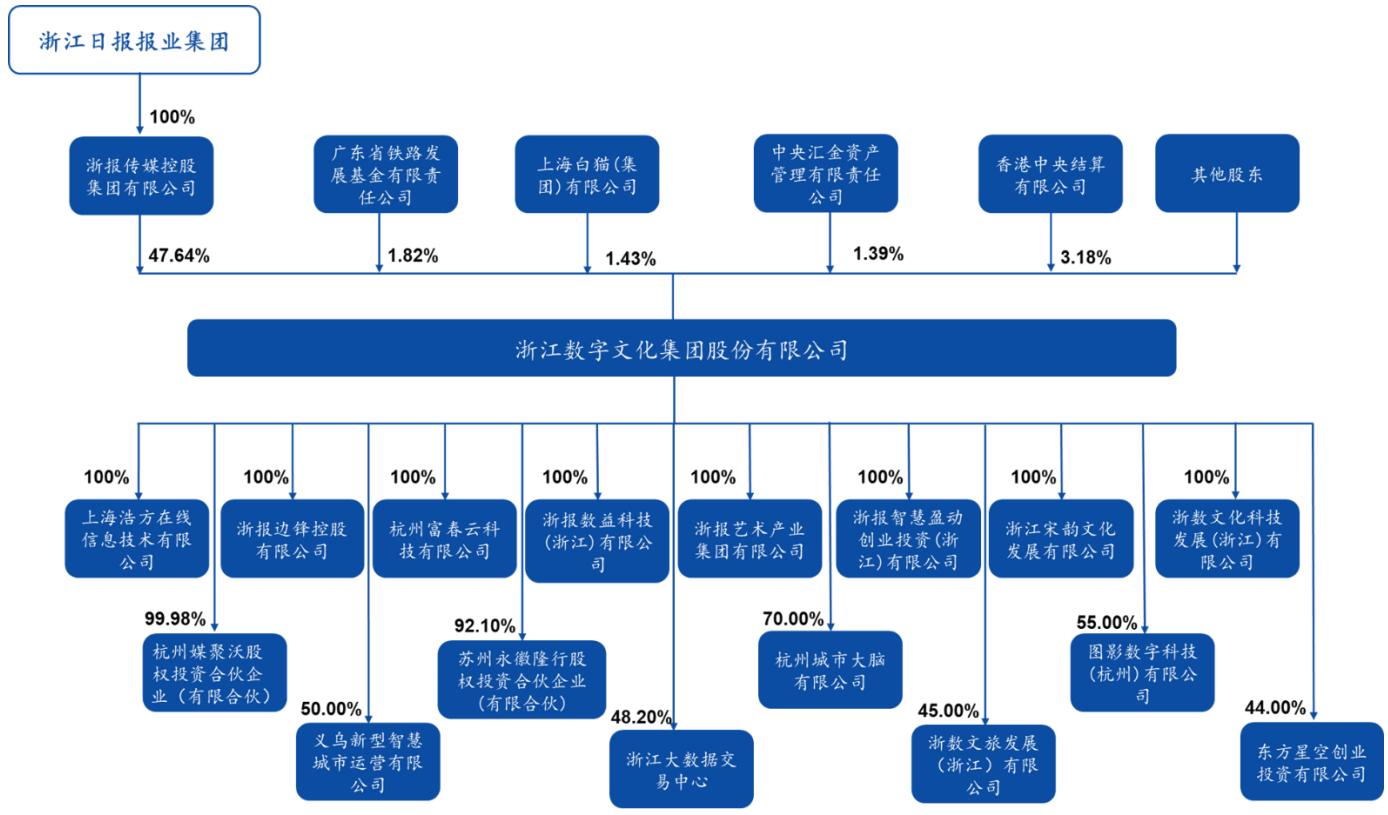
图 1：公司发展沿革



资料来源：公司官网，国元证券研究所

**公司实控人为浙江日报报业集团，通过控股股东浙报传媒控股集团持有公司 47.64% 股权。**根据公司 2023 年三季报，公司的实际控制人为浙江日报报业集团，通过控股股东浙报传媒控股集团持有公司 47.64% 股权。其余股东包括香港中央结算有限公司 (3.18%)、广东省铁路发展基金(1.82%)、上海白猫集团(1.43%)、中央汇金(1.39%)。

图 2：公司股权结构（截止 2023Q3）



资料来源：wind，国元证券研究所

## 2. 财务分析：多元业务驱动业绩增长，上半年利润创新高

18 至 22 年公司收入复合增速 28%，交易性金融资产公允价值变动及投资收益带动今年前三季度利润高增。2018-2022 年，公司营收从 19.10 亿元增长至 51.86 亿元，年复合增长率达 28.37%。2023 年前三季度公司实现营业收入 22.88 亿元，同比-41.85%，主要受公司社交业务战略收缩的影响。利润方面，2018 年至 2022 年以来公司净利润整体稳定在 5 亿上下，2023 年前三季度，公司实现归母净利润 6.92 亿元，同比提升 92.2%，利润大幅增长主要系子公司持有的交易性金融资产公允价值变动及持有的联营企业投资收益较上年同期增长所致。

图 3：2018-2023Q3 公司营业总收入及同比增速

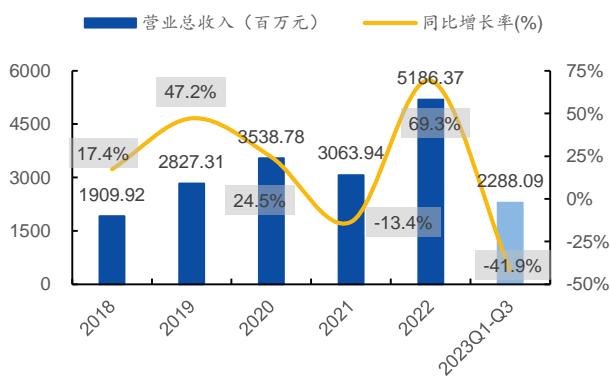


图 4：2018-2023Q3 归母净利润及同比增速

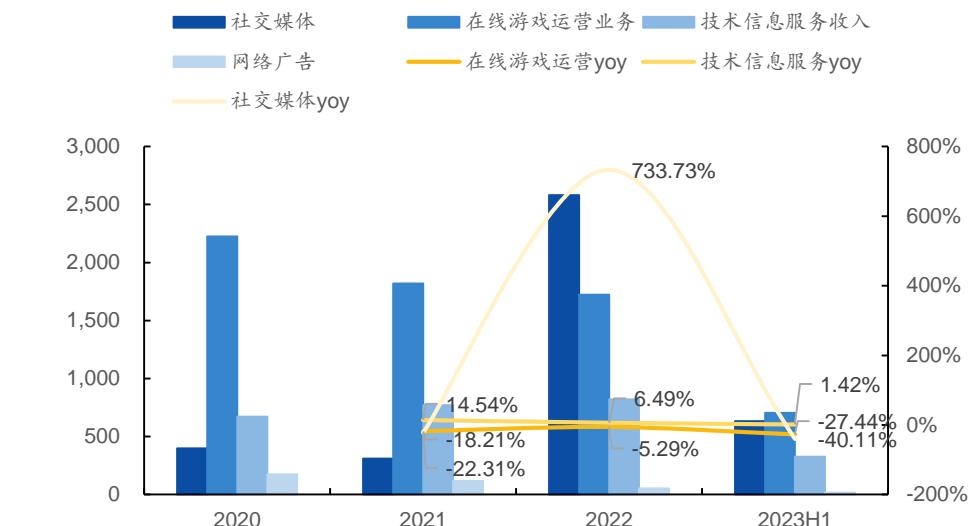


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

分业务看，技术信息服务业务稳健增长，上半年在线游戏运营业务以及社交媒体业务有所下滑。2022 年公司社交媒体/在线游戏运营业务/技术信息服务收入分别占比 49.79%/33.24%/15.83%，其中，社交媒体业务实现收入 25.82 亿元，同比增长 733.73%；在线游戏运营业务收入 17.24 亿元，同比下降 5.29%；技术信息服务收入 8.21 亿元，同比增长 6.49%。2023 年上半年在线游戏运营收入下滑 27.44% 至 7.05 亿元，社交媒体业务下滑 40.11% 至 6.33 亿元，技术信息服务收入增长 1.42% 至 3.27 亿元。

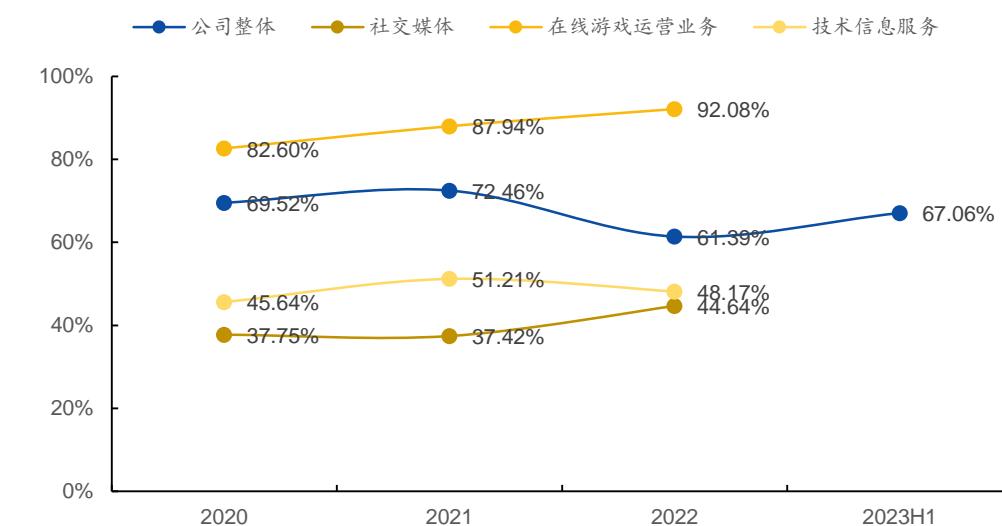
图 5: 2020-2023H1 公司营收拆分 (百万元) 及同比增速 (%)



资料来源：公司公告，国元证券研究所

**23H1 业务结构变化带动毛利率回升。**公司毛利率近年有所波动，主要受到收入结构的影响，2022 年社交媒体业务快速增长，由于毛利率相对较低，拉低整体公司毛利率，随着社交媒体业务的战略收缩，今年上半年公司毛利率达到 67.06%。分业务来看，公司在线游戏运营业务毛利率较高且 2020 年以来持续提升，2022 年达到 92.08%；技术信息服务毛利率 2022 年为 48.17%；社交媒体毛利率相对较低，2022 年毛利率为 44.64%。

图 6：公司整体毛利率及分业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

期间费用率方面，销售费用率有所优化，利润率回升。2023Q1-3，公司销售/管理/研

发费用率分别为 16.49%/14.85%/13.18%，销售费用率较 2022 全年优化。2023 年前三季度公司归母净利润率达到 30.23%，扣非后归母净利润率达到 26.43%。

图 7：2018-2023Q3 公司主要期间费用率 (%)

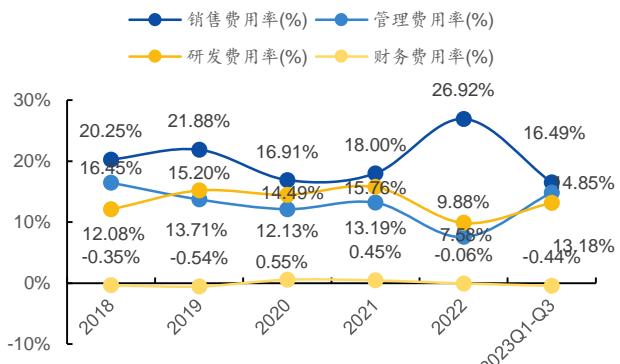
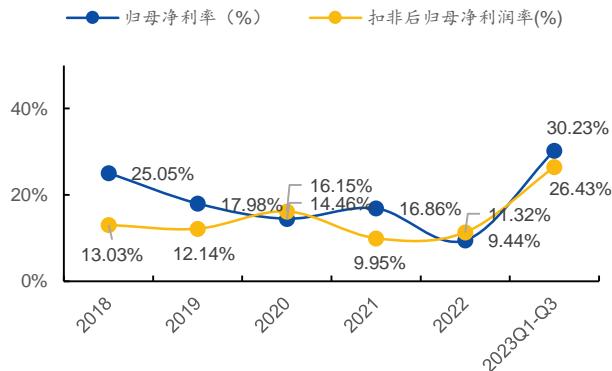


图 8：公司归母净利率及扣非后归母净利润变化



资料来源：公司公告，国元证券研究所

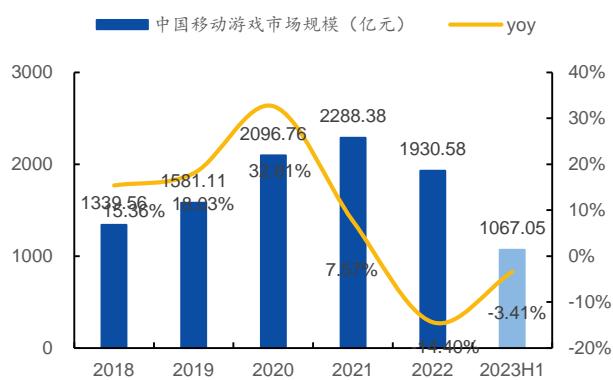
资料来源：公司公告，国元证券研究所

### 3. 行业分析：游戏市场回暖，数据要素市场享受多重利好

#### 3.1 休闲游戏：游戏市场回暖，AI 赋能行业

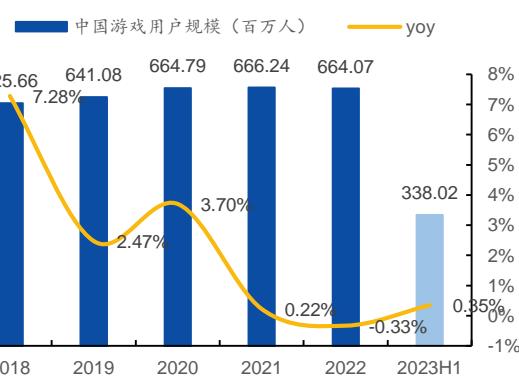
2022 年受供给端以及疫情等因素影响，移动游戏行业承压，2023 年二季度以来，底部向上，增长良好。2022 年，中国游戏市场实际销售收入为 2658.84 亿元，同比下降 10.33%，移动游戏市场实现销售 1930.58 亿，同比下滑 14.40%，主要受到疫情、用户规模下降以及新品上线较少等原因影响。2023 年上半年，移动游戏市场实现销售收入 1067.05 亿元，同比下降 3.41%；分季度来看，二季度移动游戏市场明显回暖，同比增速回正，二季度实现销售收入 580.11 亿元，同比增长 15.92%，7 月同比增长 51.09%，月度移动游戏销售收入达到 221.10 亿元。

图 9：2018-2023H1 中国移动游戏市场规模及同比增速



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

图 10：2018-2023H1 中国游戏市场用户规模及同比增速



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

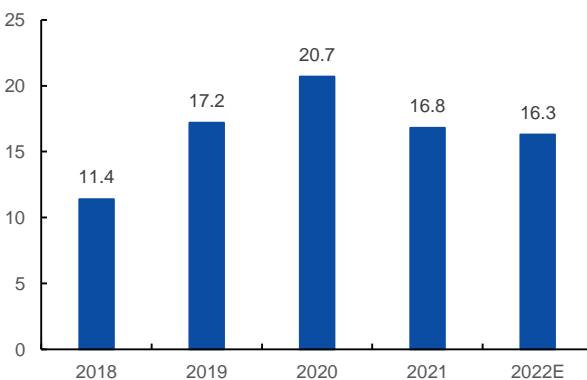
休闲游戏方面，2022 年移动休闲游戏市场规模为 344.4 亿元，同比下降 0.6%，表现好于移动游戏整体。休闲游戏下载量在疫情初期 2020 年达到顶峰 20.7 亿次，后续伴随疫情缓解，下载量略有下降，伽马数据预计 2022 年休闲游戏总下载量达 16.3 亿次。

图 11：2018-2023H1 中国休闲游戏市场规模及增速



资料来源：游戏工委，伽马数据，国元证券研究所

图 12：中国休闲游戏下载量 (亿次)

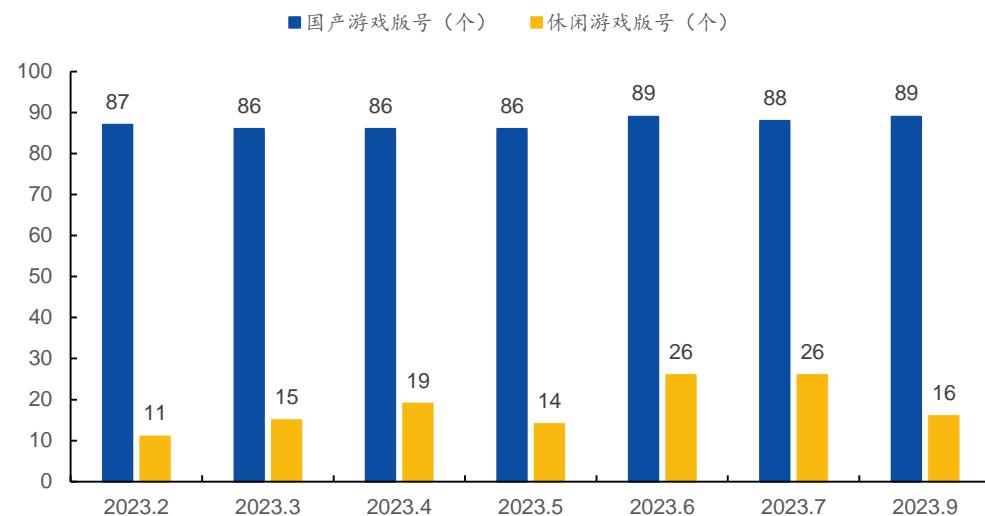


资料来源：伽马数据，国元证券研究所

休闲游戏细分赛道多，其中牌类游戏成为存量市场，竞争格局基本固定。休闲游戏按照游戏内容玩法大致可以分为模拟类、益智类、动作类、棋牌类和交互类。2018下半年开始，国家收紧牌类游戏版号发放，此后不再有牌类游戏过审，牌类游戏成为存量竞争市场，JJ 斗地主、指尖四川麻将、欢乐斗地主等少数几个牌类代表游戏常年占据七麦数据细分游戏领域排行榜前列，头部格局稳定。成熟牌类游戏毛利率高、留存率高，客流与变现流水稳定，适合长期运营，同时，依靠版本迭代达到更新效果，对版号依赖度小。游戏市场竞争日渐激烈，中小厂商难以获得版号维持流水逐渐出清，头部休闲游戏厂商探索游戏精品化和长期运营策略，采用 IAA+IAP 的变现模式维持业务收入。

游戏版号发放恢复常态化，休闲游戏供给稳定恢复。随着 2023 年版号发放的常态化与游戏市场的整体复苏，除牌类游戏外的休闲游戏获得的版号在稳定区间浮动，2022 年 4 月游戏版号恢复发放，2023 年开始每月稳定发放国内游戏版号超 85 个，休闲益智类游戏占总发行游戏版号的 15%-30%，新游版号获取为休闲游戏带来增量，有望带动休闲游戏市场规模进一步提升。

图 13：国内游戏版号及休闲游戏版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署，国元证券研究所

长期来看，生成式 AI 赋能产业升级，游戏是 AIGC 主题下核心落地应用领域。1) 降本增效。AI 能够辅助游戏工业化生产以及营销侧的素材产出和投放优化，实现海量内容的快速供给，包括文案、美术、地图设计、语音交互以及营销端的买量投放等，快速提升游戏生产效率和内容更新，缩短开发周期及人工成本，目前已开始快速应用到游戏公司研发买量环节。2) 玩法变革。游戏对比文字、图片以及音视频等表现形式具备强交互性，AI 接入能够在 NPC 智能交互以及场景丰富度上大幅提升用户侧的沉浸式体验和自由度，游戏可玩性提升有望进一步驱动玩家活跃度、在线时长增长，玩法创新带动付费频次和付费深度的提升。

图 14：腾讯 AI Lab 在游戏产业链中的应用

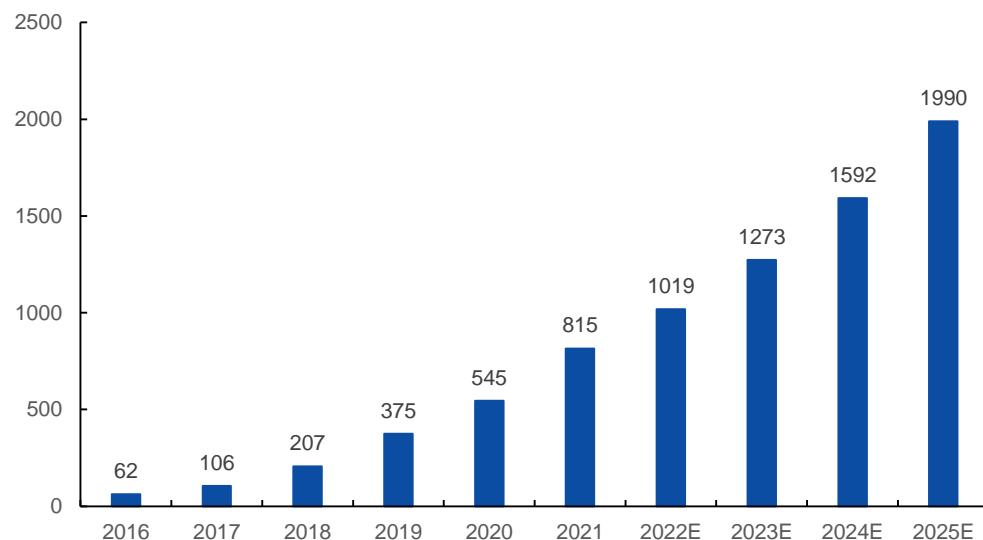


资料来源：量子位，国元证券研究所

### 3.2 数据要素市场：政策产业共振，数据要素市场快速发展

数据成为关键生产要素，数据要素市场规模快速增长。近年来，以数据技术为支撑、数据资源为要素的数字经济蓬勃兴起，数据要素作为重要的生产资源，其重要性逐渐显现。据国家工业信息安全发展研究中心估算，2021年中国数据要素市场规模达815亿元，2016-2021年市场年复合增速达67%，预计“十四五”期间市场年复合增长率超25%。

图 15：2016-2025E 中国数据要素市场规模（亿元）



资料来源：国家工信安全中心，国元证券研究所

**政策持续加码，推动全国统一大市场建立。**2014年，国务院首次在政府报告中提出“大数据”的概念，数据要素和数字经济成为后续政府重点关注的领域；2015年，大数据上升至国家战略层面，提出加快建设数据强国。2019年10月，中国十九大正式将数据纳入生产要素，数据要素市场的重要性再次提升。2022年12月，国家发布《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》（简称“数据二十条”），对于数据产权制度、数据交易制度、数据收益分配和安全治理制度进行了纲领性的指导，要求完善场内外的交易机制，统筹构建规范高效的数据交易场所，有利于数据要素交易市场的规范发展。2023年3月，中共中央、国务院印发《深化党和国家机构改革方案》，明确提出组建国家数据局，2023年7月，刘烈宏被任命为国家数据局局长。

**表 1：数据要素相关政策梳理**

时间	政策、文件与规定名称	发布部门	主要内容
2014. 3	《2014 年国务院政府工作报告》	国务院	设立新兴产业创业创新平台，在新一代移动通信、集成电路、 <b>大数据</b> 、先进制造、新能源、新材料等方面赶超先进，引领未来产业发展。
2015. 9	《促进大数据发展的行动纲要》	国务院	大数据正式上升到国家战略层面，提出“全面推进我国大数据发展和应用，加快建设数据强国”。
2016. 3	《十三五规划纲要》	国务院	提出“实施国家大数据战略，把大数据作为基础性战略资源；要加快政府数据开放共享、促进大数据产业健康发展”。
2016. 11	《大数据产业发展规划（2016-2020）》	工信部	正式对大数据产业发展做出规划，确定“技术产品研发、创新应用、大数据应用发展、产业主体培育、体系标准建设、完善产业支撑体系、安全保障”共七大任务。
2019. 10	《关于坚持和完善中国特色社会主义制度推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》	中共中央、国务院	首次将数据列为生产要素，提出要“健全劳动、资本、土地、知识、技术、管理、数据等生产要素由市场评价贡献、按贡献决定报酬的机制”。
2020. 4	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	中共中央、国务院	提出将数据视为新的生产要素，强调要加快培育数字要素市场，明确“引导培育大数据交易市场，依法合规开展数据交易”。
2020. 5	《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》	中共中央、国务院	提出“加快培育发展数据要素市场，建立数据资源清单管理机制，完善数据归属界定、共享开发、交易流通等标准和措施，发挥社会数据资源价值，推进数字政府建设，加强数据有序共享，依法保护个人信息”。
2020. 11	《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	中共中央	提出“建立数据资源产权、交易流通、跨境传输和安全保护等基础制度和标准规范，推动数据资源开发利用。扩大基础公共信息数据有序开放，建设国家数据统一共享开放平台。保障国家数据安全，加强个人信息保护”，对数据要素流通和交易相关工作进行了战略部署。
2021. 1	《建设高标准市场体系行动方案》	中共中央、国务院	提出要“建立数据资源产权、交易流通、跨境传输和安全保护等标准规范”、“积极参与数字领域国际规则和标准制定”。
2021. 3	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	中共中央、国务院	提出要对完善数据要素产权性质、建立数据资源产权相关基础制度和标准、培育数据交易平台和市场主体等做出战略部署，以加速中国数字经济的发展，实现经济结构转型和可持续发展。
2021. 10	《国家标准化发展纲要》	发改委	提出“建立数据资源产权、交易流通、跨境传输和安全保护等标准规范”。
2021. 12	《要素市场化配置综合改革试点总体方案》	国务院	细化建立数据要素市场规则的具体要点，从公共数据开发共享机制、数据流通交易规则、规范化数据开发利用、数据安全四个角度提出探索要求。
2022. 1	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	提出“要充分发挥数据要素作用、强化高质量数据要素供给，加快数据要素市场化流通，创新数据要素开发利用机制，明确到 2025 年初步建立数据要素市场体系”。
2022. 4	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	中共中央、国务院	提出“加快培育数据要素市场，建立健全数据安全、权利保护、跨境传输管理、交易流通、开放共享、安全认证等基础制度和标准规范，深入开展数据资源调查，推动数据资源开发利用”。
2022. 10	《关于数字经济发展情况的报告》	发改委	提出加快出台数据要素基础制度及配套政策，构建数据产权、流通交易、收益分配、安全治理制度规则，统筹推进全国数据要素市场体系。

表 1：数据要素相关政策梳理（续表）

时间	政策、文件与规定名称	发布部门	主要内容
2022. 12	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	中共中央、国务院	提出要“促进数据高效流通使用、赋能实体经济，统筹推进数据产权、交易流通、收益分配、安全治理，加快构建数据基础制度体系”，并提出 20 条具体意见。
2023.3	《深化党和国家机构改革方案》	中共中央、国务院	明确提出组建国家数据局
2023. 8	《企业数据资源相关会计处理暂行规定》	财政部	要求将数据资源作为无形资产于报表中披露，明确数据资源相关会计准则和披露格式。
2023. 9	《数据资产评估指导意见》	财政部、中国资产评估协会	明确数据资产评估方法，强调质量评估。

资料来源：中共中央办公厅，国务院，财政部，工信部，发改委，中国资产评估协会，国元证券研究所

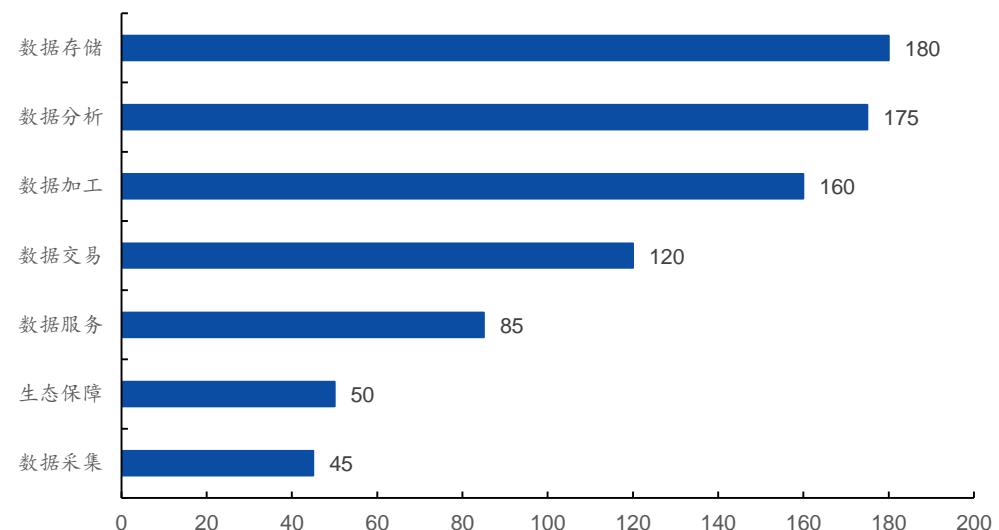
产业链方面，数据要素产业链主要分为数据采集、数据存储、数据加工、数据分析、数据流通和生态保障多环节，数据加工是对前序采集和存储的数据进行筛选和处理以提高数据可用性，可细分为清洗、标注、审核、融合处理等环节。数据流通则在整体产业链中显著提升公共决策效率、实现拓展商业应用场景。除对数据要素的直接处理环节，还需要对数据要素整体的交易生态进行维护，其中包含数据资产评估（确权、评估）、登记结算、交易撮合等环节。按照国家工业信息安全发展研究中心的统计口径，2022年中国数据要素交易市场数据存储环节的市场规模达180亿元，数据分析规模175亿，数据加工市场规模160亿，数据交易市场规模120亿，数据服务市场规模85亿，生态保障以及数据采集市场规模分别为50亿及45亿。

图 16：数据要素产业图谱



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，国元证券研究所

图 17：2022 年中国要素市场规模（亿元）

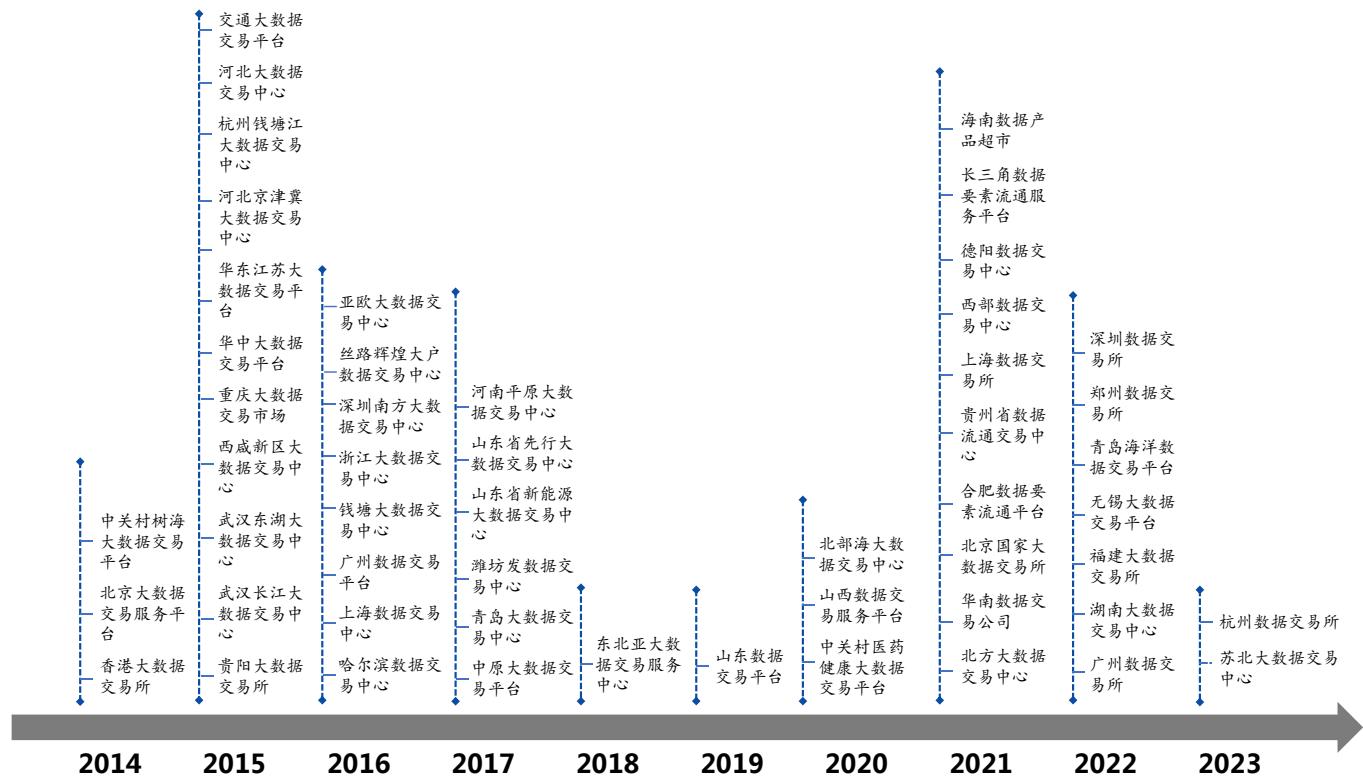


资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，国元证券研究所

**数据交易环节来看，目前场外交易市场规模可观，政策推进场内交易市场繁荣。**数据的交易可以分为场外和场内，传统数据交易模式以点对点的方式进行，据信通院《数据要素白皮书（2022）》，现阶段点对点的数据交易规模已经相当可观，比如大型商业银行每年数据采购金额就超过百亿元，许多供方企业在其行业领域内已建立特色化数据产品和服务体系，形成了较稳定的供需关系。然而点对点交易模式规范程度和交易效率较低，难以大规模推广，尤其是在建设全国统一大市场的背景下。全国各地以交易机构为抓手，持续推动场内数据交易。

**14 年以来我国开始探索数据交易机构建立，根据不完全统计，全国目前已超 50 家机构，带动数据交易场内市场发展。**我国自 2014 年开始探索建立数据交易机构，2015 年在正式提出“实施国家大数据战略，推进数据资源开放共享”和 2019 年正式将数据要素列为生产要素后，国内迎来了两个数据要素建立的高峰期。根据《数据要素白皮书（2022）》统计，截止 2022 年 11 月，全国共有 48 家数据交易机构，8 家筹建机构。在交易所类型上，呈现出交易所、交易中心及交易平台等不同类型；在股权架构上，呈现国资控股、国资参股、民企控股等股权组织样式，但总的来说，政府及国资参股是主流，政府（国企）发起的数据交易场所超过 70%。

图 18：部分大数据交易中心/交易所建设情况



资料来源：中国信息通信研究院，国元证券研究所

目前数据交易中心的主要盈利模式可以分为佣金制、会员制和增值式交易服务模式。佣金制采用固定的佣金比例，通过撮合交易收取佣金费，目前市场的佣金率维持在1%-5%。会员制指交易所平台实行注册会员制，以收取会员费的方式盈利，整体更有利与交易所和数据商之间的长期绑定，交易的安全性和质量容易保障。增值式交易服务模式是指数据交易所除交易中介外，额外提供数据清洗、标识、分析等数据服务业务并收取服务费，作为交易的增值服务提供，构建更好的数据交易生态。

表 2：数据交易中心的主要盈利模式

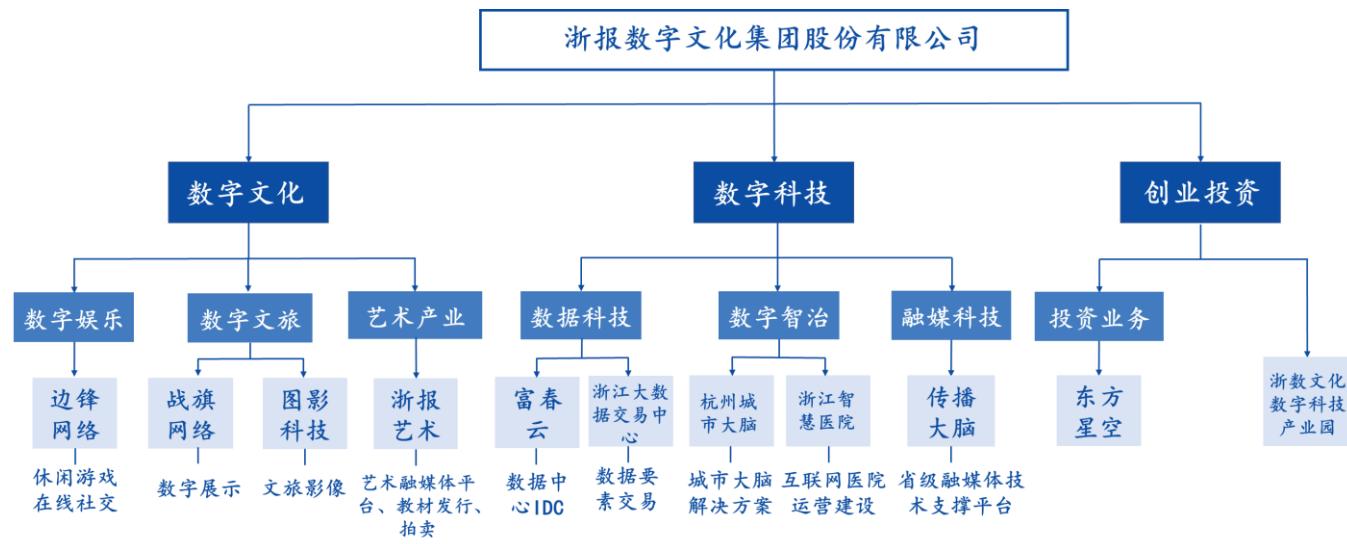
盈利模式	收费模式	代表交易中心
佣金模式	每笔交易按照固定百分比收取，目前市场佣金率在1%-5%不等。	以上海数据交易所为例，数据产品交易服务费为交易额的2.5%，向供方数据收取
会员制模式	会员制以会费、年费的方式向交易双方收取费用，有利于催生出企业之间的长期数据合作，交易安全性和交易质量更有保障。	华东江苏大数据交易中心对6000家会员收取年费，实现平台盈利。
增值式交易服务模式	数据交易平台承担撮合交易以外和提供平台以外的数据上下游增值服务，比如数据清洗、数据标识、数据挖掘、数据融合处理等服务。数据交易平台在这种模式下承担数据服务商的职能和角色。	浙江大数据交易中心提供API调用、算法、数据报告等增值服务，满足客户多种需求。

资料来源：国家工业信息安全发展研究中心《2022年数据交易平台发展白皮书》，上海大数据交易中心官网，浙江大数据交易中心官网，国元证券研究所

## 4.公司业务：夯实主业优势，新业务多元布局

现阶段，公司形成数字文化和数字科技两大核心业务板块，以创业投资业务反哺主业。数字文化业务板块以子公司边锋网络为核心，深耕休闲游戏领域，不断巩固自身在休闲游戏领域的优势地位；数字科技依托政府以及省内资源优势，不断做大做强，目前以IDC业务为基础，提供机房租赁和定制等服务，同时涵盖城市大脑、大数据交易中心、传播大脑等新业态。

图 19：公司业务版图



资料来源：公司年度报告，公司官网，国元证券研究所

### 4.1 数字文化：深耕互联网休闲类游戏，多元布局新赛道

边锋网络多年来持续深耕互联网休闲类游戏领域。边锋网络最早可追溯到1999年成立的边锋游戏；2000年游戏茶苑在温州成立，聚焦棋牌类游戏地方变种的研发运营，深度契合各地潜在玩家需求，完善边锋休闲棋牌游戏产品体系。2004-2005年，边锋游戏和游戏茶苑先后加入盛大集团，在平台优势的加持下进入快速发展期。2013年，浙数文化以32亿元全资收购边锋网络，边锋网络成为浙数文化数字娱乐产业战略核心板块，开启发展新征程。

图 20：边锋网络发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

外延并购+内生发展的方式布局新赛道，实现对细分市场的开拓。2017年，边锋网络以10亿元全资收购深圳天天爱，此次收购助力边锋深挖地方棋牌玩家需求，巩固细分领域头部地位。收购时深圳天天爱承诺在2017-2019年分别实现不低于1.25/1.63/2.12亿元的净利润，实际实现净利润分别为1.32/1.66/2.26亿元，目标完成率为105.6%/101.8%/106.6%。边锋网络2019年收购杭州聚轮部分股权进军直播市场、布局社交业务，羚萌直播成为旗下主要的直播平台。海外市场，边锋网络2019年成立游戏品牌Bfun开启出海之旅。

游戏方面，公司目前拥有边锋游戏、游戏茶苑、掼蛋网、Bfun四大平台。边锋网络旗下共有超过600款休闲游戏。在国内主要有边锋游戏、游戏茶苑和掼蛋网三个各有侧重的游戏平台。边锋游戏以本土化合家欢式棋牌游戏如《边锋斗地主》和《杭州麻将》等为特色。游戏茶苑则聚焦于地方特色棋牌游戏开发，目前已成功开发江浙、东北和华北多地下沉市场。掼蛋网于2005年上线，注册用户数已破千万，截至2023年8月15日，手机掼蛋游戏在华为和VIVO应用商店累计下载量分别达4987万次和2891万次，位列华为棋牌桌游榜单第二。海外平台Bfun累计用户数破亿，多款游戏表现亮眼，如2019年推出《Home Defense》，打入美国等17个国家的新游推荐榜，累计下载量破千万；2020年发布的放置类游戏《Idle Arks》登上美国Google Play下载榜TOP8、多国下载榜TOP10，2020年累计下载量近3000万。边锋网络凭借着出海游戏的优异表现，登顶APP Annie 2021年度中国厂商下载飞跃榜榜首。

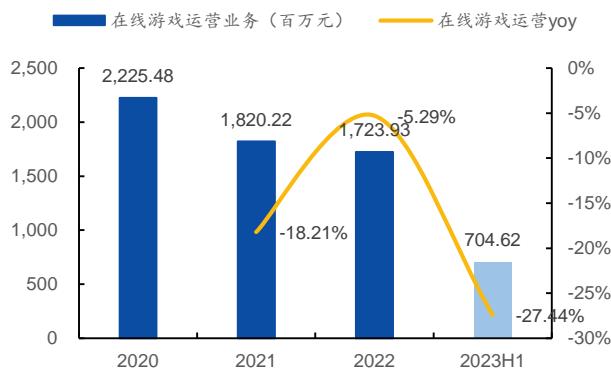
图 21：边锋网络各平台代表游戏



资料来源：公司官网，国元证券研究所

多款休闲游戏版号获批，新品有望带动公司流水企稳，社交媒体类业务持续探索。公司传统游戏业务受到版号政策的部分影响，近年来有所承压，2022年下半年开始，国内游戏版号发放节奏逐渐恢复正常，2022年下半年到2023年上半年，边锋网络获得《造个方舟》、《萌宠庄园》和《魔法连环消》等多款游戏版号，为公司稳定流水提供保障。在游戏业务承压情况下公司探索社交媒体类业务，2022年快速放量，2022全年贡献收入25.82亿元，今年上半年公司战略性对社交媒体业务进行收缩并持续探索新的业务方向。

图 22：公司在线游戏业务及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 23：2021H2-2023H1 在线社交业务营收



资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 3：2022-2023 年边锋网络主要获批游戏

名称	出版单位	运营单位	时间
射手大冒险	杭州边锋网络技术有限公司	杭州边锋网络技术有限公司	2022. 6. 5
贪吃蛇冒险之旅	东方星空数字娱乐有限公司	杭州边浙网络技术有限公司	2022. 6. 5
造个方舟	东方星空数字娱乐有限公司	杭州边锋网络技术有限公司	2022. 9. 9
泡泡龙天天玩	杭州边锋网络技术有限公司	杭州边浙网络技术有限公司	2022. 11. 16
萌宠庄园	杭州边锋网络技术有限公司	杭州边锋网络技术有限公司	2022. 12. 24
点亮星星	杭州边锋网络技术有限公司	杭州边锋软件技术有限公司	2023. 1. 17
魔法连环消	杭州边锋网络技术有限公司	杭州边锋网络技术有限公司	2023. 2. 10

资料来源：国家新闻出版署，国元证券研究所

**18-22 年边锋网络净利润复合增速接近 10%。** 2018-2022 年边锋净利润由 4.91 亿元增长至 7.06 亿元，复合增速 9.49%，2022 年边锋实现营收 44.06 亿元，实现净利润 7.06 亿元。今年上半年边锋实现净利润 4.09 亿元，同比微增 0.34%。

图 24：2018-2023H1 边锋网络营收及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 25：2018-2023H1 边锋网络净利润及增速



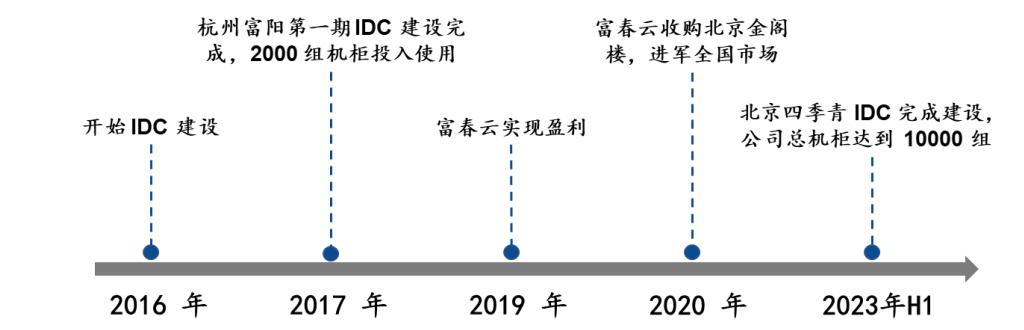
资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 4.2 数字科技：IDC 业务稳步推进，新业务看点不断

### 4.2.1 富春云 IDC：机柜建设稳步推进，带动业绩增长

2016 年起，公司持续布局 IDC 业务，2023 年总机柜达到 10000 组。公司 2016 年开始 IDC 建设，2017 年底完成杭州富阳 IDC 一期建设并实现创收；2018 年与浙江移动签订长期合同，对富春云的投资额度从 4.3 亿元增加至 9.75 亿元；2019 年富春云实现首次盈利；2020 年富春云通过收购北京金阁楼科技完成全国布局第一步；2021 年，浙数文化再次追加投资，总投资额达 12.5 亿元。2023H1，北京四季青 IDC 建设完成，公司总机柜数破万，上架率也逐步提升至较高水平。

图 26：富春云 IDC 发展重要事件



资料来源：公司年度报告，公司官网，国元证券研究所

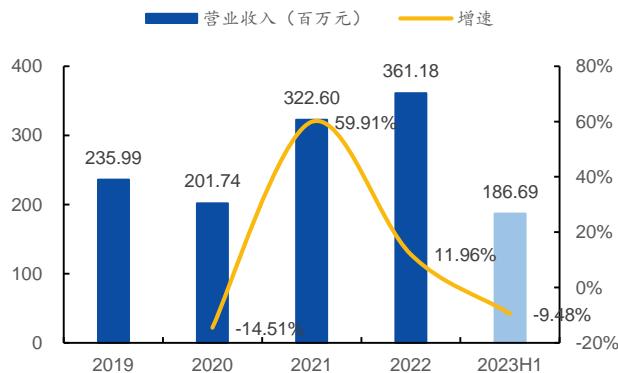
公司 IDC 业务充分把握区位优势，北京四季青数据中心逐步上电，大江东数据中心工程建设有序推进。富春云主要布局杭州、北京等地，兼顾基础托管与各项增值服务，满足高线城市多样灵活的算力需求，目前主要拥有三大数据中心，分别是杭州富阳数据中心、北京四季青数据中心以及杭州大江东富栖云数据中心。截至 2023 年 9 月，杭州富阳数据中心 6700 组机柜运营良好；北京四季青数据中心约 3000 组机柜工程建设基本完成，将陆续上电；杭州大江东富栖云数据中心 2500 组机柜建设有序推进中。

表 4：富春云科技各数据中心建设情况

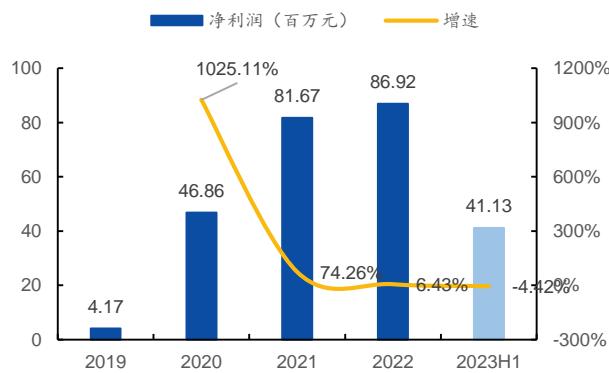
数据中心	机柜数量	建设情况
杭州富阳数据中心	约 6700	运营良好，2022 年底上电率已提升至较高水平
北京四季青数据中心	约 3000	2023 年初完成二期建设，根据客户需求逐步上电
杭州大江东富栖云数据中心	约 2500	处于项目调研期，工程建设有序推进

资料来源：公司公告，国元证券研究所

随着上电率提升以及新项目落地，IDC 有望持续贡献收入利润增量。2022 年，富春云科技营收 3.61 亿元，同比增长 11.96%，实现净利润 8692 万，同比增长 6.43%，利润率达 24.07%；2023H1，富春云实现营业收入 1.87 亿元，同比下滑 9.48%；实现净利润 4113 万元，同比下滑 4.42%，净利率达 22.03%，主要受北京四季春园区建设收尾工作和大江东数据中心建设投入的影响。随着北京四季青数据中心上电率提升以及大江东数据中心的投入使用，IDC 业务有望持续贡献收入利润增量。

**图 27：富春云科技营业收入及增速**


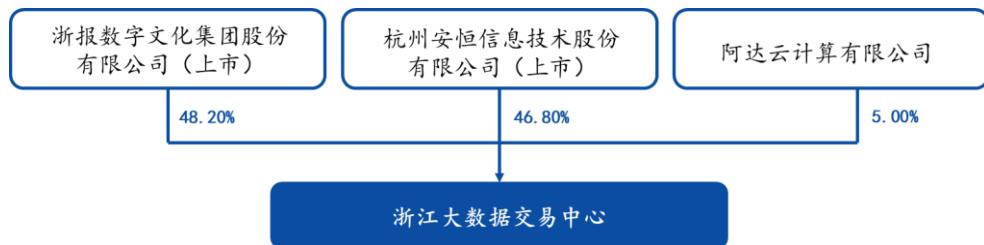
资料来源：公司公告，国元证券研究所

**图 28：富春云科技净利润及增速**


资料来源：公司公告，国元证券研究所

#### 4.2.2 大数据交易中心：具备区位、牌照、数据、技术多重优势

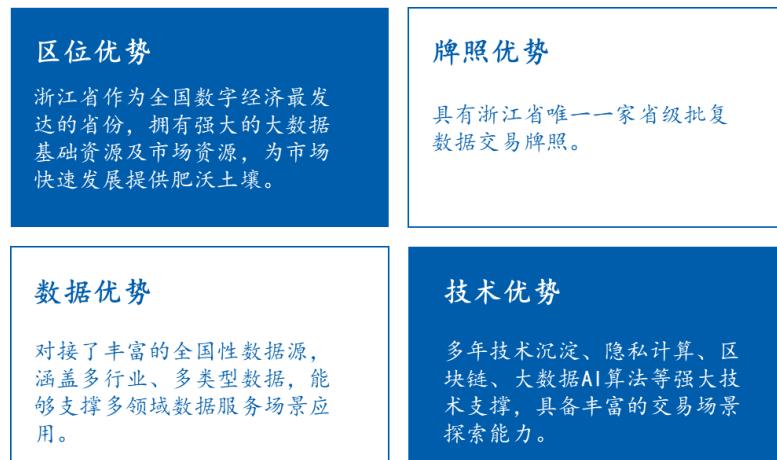
公司是浙江大数据交易中心第一大股东，目前持股 **48.20%**。浙江大数据交易中心是浙江省第一家数据交易场所，也是浙江省唯一一家拥有省级批复数据交易牌照的数据交易所。2016年3月28日，浙江省政府办公厅正式批文成立浙江大数据交易中心有限公司，2016年5月18日，浙江大数据交易中心有限公司正式成立。目前浙数持有浙江大数据交易中心48.20%的股份，为第一大股东，其余股东包括安恒信息、阿达云计算有限公司。

**图 29：浙江大数据交易中心股权结构图**


资料来源：同花顺，国元证券研究所

**浙江大数据交易中心具备区位、牌照、数据、技术多重优势。**浙江省作为全国经济最发达省份，拥有强大的大数据基础资源以及市场资源，为市场快速发展奠定基础。《数据二十条》也提到支持浙江等地区和有条件的行业、企业先行先试，发挥好自由贸易港、自由贸易试验区等高水平开放平台作用，引导企业和科研机构推动数据要素相关技术和产业应用创新。浙江大数据交易中心拥有浙江省唯一一家省级批发数据交易牌照，具有独特优势。数据方面，浙江大数据交易中心对接丰富的全国性数据源，涵盖多个行业、多个类型数据，支撑多领域数据服务场景。技术方面，多年技术沉淀，隐私计算、区块链、大数据AI算法等强大技术支撑，具备丰富的交易场景探索能力。

图 30：浙江大数据交易中心四项优势



资料来源：公司官网，国元证券研究所

**形成“1+N”特色模式，充分结合行业及地区特色。**目前浙江大数据交易中心已形成“1个平台+N个专区”的数据交易市场建设规划。“1个平台”即浙江省数据交易服务平台；“N个专区”分别指区域专区、行业特色专区及综合专区，如数据交易平台温州专区、数据国际专区等。截至2023年10月23日，浙江大数据交易中心已经设立了温州、余杭、义乌、宁波、新昌、数据国际交易和产业数据流通交易7个专区，同时湖州专区也正在筹备中。

表 5：浙江大数据交易中心各交易专区建设情况（截至 2023 年 10 月）

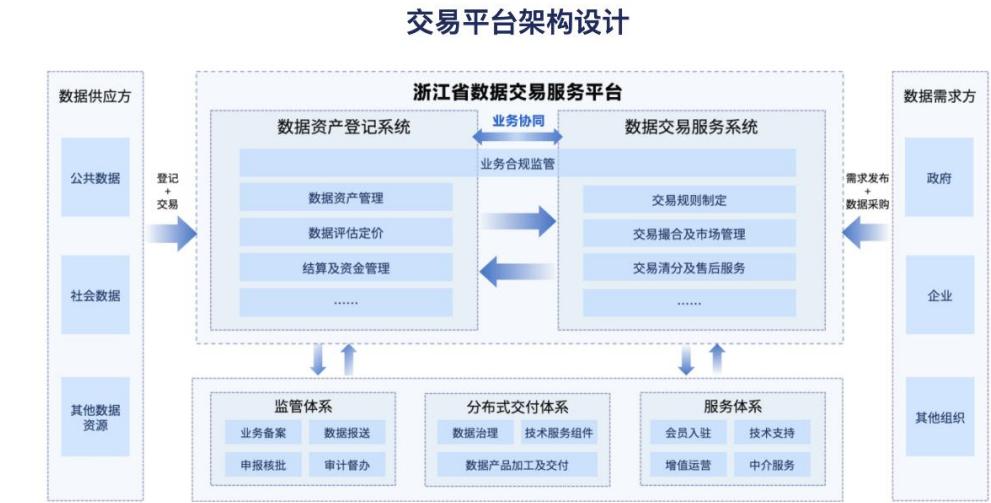
专区	具体专区	开设时间
地方专区	温州专区	2022.5.18
	义乌专区	2023.6.21
	新昌专区	2023.7.20
	余杭专区	2023.7.21
	宁波专区	2023.10.14
	湖州专区	筹备中
特色数据专区	数据国际交易专区	2022.12.12
	产业数据流通交易专区	2022.5.18

资料来源：公司官网，国元证券研究所

**交易撮合与数据服务结合，打造完整数据生态链。**浙江大数据交易平台拥有完备的买卖双方服务，可按交易阶段分为交易前对卖方的数据确权、登记、脱敏、价值评估、对卖方的需求发布，交易中的撮合、数据试用、数据安全服务与管理，交易后的凭证发放、售后管理等。平台还将交易产品从单纯的数据集扩展到API调用、模型和数据报告，为入场客户提供更丰富数据生态服务和专业化的解决方案。目前平台已经提供企业信用查询、医院数据调用和数据资产质押估值等服务，未来有望落地更多服

务场景。

图 31：浙江大数据交易中心业务框架



资料来源：公司官网，国元证券研究所

#### 4.2.3 数字智治：城市大脑行业领先，智慧医疗完善服务体系

杭州城市大脑公司行业领先，优秀案例凸显业务实力。杭州城市大脑公司是国内首家专注于城市大脑建设和运营的国有控股混合所有制科技企业，深耕智慧城市、数字政府等领域，持续支撑省级及地市数字化改革项目，现已成功开发“浙里办”、“志愿浙江”APP、“浙里康养”应用、疫情健康码管理等领先智慧城市产品，累计承接浙江省内外数十个城市大脑和数字化改革项目，在国内城市大脑行业处于领先地位。公司根据各地不同的需求场景提供特定解决方案，如在杭州停车场、医院等应用场景提供先入园再收费、先看病后付费等服务；在温州搭建医养结合一体化平台、全城文旅监测平台等；在台州建设海洋云仓、地下水污染防控系统等，针对不同城市的政务痛点提供数字化的城市大脑解决方案，充分实现科技赋能城市治理。2023年，杭州城市大脑公司成为杭州亚运会官方参赛人员引导系统服务供应商，开发“杭州亚运行”APP，为中外参赛人员提供一站式参赛平台。公司在“杭州市文明帮帮码”上线“亚运志愿服务在线”专区，支持杭州市亚运城市志愿者的招募、培训、管理工作等。

图 32：杭州城市大脑应用的典型场景



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 33：城市大脑的典型案例



资料来源：公司官网，国元证券研究所

**浙江智慧网络医院开创“医院+媒体”先河，着力构建一体化的智慧医疗服务体系。**浙江智慧网络医院公司成立于 2014 年，在夯实浙大附属三甲医院的互联网建设及运营工作的基础上，服务半径扩大至区县级医院及社区卫生服务中心，面向患者提供诊前诊中诊后的一体化智慧医疗服务。2016 年，公司与浙江大学医学院附属第二医院开展深度合作，打造“浙二互联网医院”，开创“医院+媒体”建设互联网医院的先河，累计注册用户超 35 万，入驻机构超 100 家。

图 34：浙江智慧网络医院面向患者的“智慧医疗”业务板块



资料来源：公司官网，国元证券研究所

**传播大脑针对专业媒体和政府部门提供全方位的解决方案。**2023 年 1 月 18 日，公司旗下传播大脑科技公司正式挂牌，该公司由中共浙江省委宣传部指导，浙江日报报业集团、浙江广播电视台、浙江出版联合集团、浙江省文化产业投资集团四大省属文化集团共同发起，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对外出口。针对专业媒体客户和政府端客户，传播大脑提供不同的数字化媒体解决方案。**1) 针对报业、广电、融媒体中心和其他媒体客户**，传播大脑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，打造省域融合一张网，帮助媒体完成新媒体影响力

和变现能力的重塑。**2)针对政府客户，传播大脑提供政务宣传文化数字化解决方案，帮助政府部门完成宣传文化领域数字化改革和能力提升。**

图 35：传播大脑的专业媒体解决方案



图 36：传播大脑政府部门解决方案



资料来源：公司官网，国元证券研究所

资料来源：公司官网，国元证券研究所

**天目蓝云融媒体平台**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，深入覆盖融媒体工作“策、采、编、审、发、评”全流程。截止 2023 年 8 月底，传播大脑完成“天目蓝云”最新版本研发部署，已支撑全省 73 家媒体的日常新媒体内容生产、发布和传播工作，打通 270 万注册用户，日均生产 1 万余篇内容，初步形成浙江省内各级媒体一体化生产和传播的局面。

图 37：天目蓝云融媒体平台产品

	<b>索热点系统</b> 实时汇聚全网热点、新闻搜索，共享全省信息并提供多维归类查找，助力客户快速感知舆论场变化，寻找内容创作灵感。		<b>选题任务系统</b> 通过“选题-任务-采写”的协同树状，与省域策划一张网内的上下级媒体、地方政府融媒、行业融媒联动，助力客户实现智能策划。
	<b>资源网盘系统</b> 融合互联网资源、内部原创素材、成品资源和个人资源等，支撑客户在省域一张网下实现资源共享、智能检索和精准利用。		<b>传播分析系统</b> 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。
	<b>宣传计分系统</b> 通过自定义分类、分级的外宣统计分析系统，全面提升新闻宣传计分效率，助力企事业单位实现外宣管理工作数字化转型。		<b>MCN管理系统</b> 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备机制，为融媒平台创建良好的内容生态圈。
	<b>指挥监测系统</b> 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、调度协调能力。		<b>埋点分析系统</b> 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，为客户提供数据治理和运营决策提供参考依据。

资料来源：公司官网，国元证券研究所

## 5. 投资建议与盈利预测

浙数文化背靠浙江日报报业集团，聚焦数字文化、数字科技以及创业投资三条业务主线，数字文化业务深耕互联网休闲游戏，随游戏市场回暖，在线游戏运营业务有望企稳；数字科技板块依托政府以及省内资源优势，不断做大做强，IDC 业务随着上电率提升以及数据中心建设推进持续贡献业绩增量，城市大脑、传播大脑、浙江大数据交易中心等业务快速发展，贡献看点。

分业务来看：(1) 在线游戏运营业务：我们预计伴随整体游戏市场的回暖，版号发放节奏的恢复，新游戏上线支撑游戏业务规模企稳，预计游戏业务营收 23-25 年同比增速分别为-5%/+12%/+8%；(2) 社交业务方面，受公司业务战略收缩的影响，23-25 年预计社交业务营业收入同比分别-60%/-45%/0%；(3) 广告业务方面，考虑到宏观经济的企稳回升以及广告业务的顺周期属性，预计 23-25 年营收同比-20%/+10%/+10%；(4) 技术信息服务业务方面，受子公司富春云在北京四季春和杭州大江东数据中心机柜建设稳步推进和上电率的持续提升，以及城市大脑等新业态的持续增长，预计 23-25 年数字科技板块营收分别实现同比+30%/+28%/+26%。

表 6：公司分业务拆分预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,063.94	5,186.37	3798.29	3831.03	4332.98
增速（%）	-13.42%	69.27%	-26.76%	0.86%	13.10%
毛利率（%）	72.46%	61.39%	66.00%	68.43%	67.54%
<b>分业务</b>					
<b>在线游戏运营</b>					
营业收入（百万元）	1820.22	1723.93	1637.73	1834.26	1981.00
增速（%）	-18.21%	-5.29%	-5.00%	12.00%	8.00%
毛利率（%）	87.94%	92.08%	90.00%	90.00%	90.00%
<b>在线社交业务</b>					
营业收入（百万元）	309.71	2582.14	1032.85	568.07	568.07
增速（%）	-22.31%	733.73%	-60.00%	-45.00%	0.00%
毛利率（%）	37.42%	44.64%	45.00%	45.00%	45.00%
<b>网络广告业务</b>					
营业收入（百万元）	118.05	54.52	43.61	47.97	52.77
增速（%）	-32.99%	-53.82%	-20.00%	10.00%	10.00%
毛利率（%）	88.37%	85.36%	85.36%	85.36%	85.36%
<b>技术信息服务业务</b>					
营业收入（百万元）	770.75	820.81	1067.05	1363.69	1714.10
增速（%）	14.54%	6.49%	30.00%	27.80%	25.70%
毛利率（%）	51.21%	48.17%	48.17%	48.17%	48.17%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

我们预计 2023-2025 年，公司实现营业收入 37.98/38.31/43.33 亿元，归母净利润分别为 8.67/9.12/10.13 亿元，对应 EPS 为 0.69/0.72/0.80 元/股，对应 PE 为 17/16/15x。

对比可比公司估值，首次覆盖给予“增持”评级。

**表 7：可比公司估值**

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002555.SZ	三七互娱	479.06	32.77	37.98	43.19	14.43	12.61	11.09
002624.SZ	完美世界	241.33	11.68	16.02	18.46	20.66	15.06	13.07
603444.SH	吉比特	198.55	12.98	16.73	19.72	15.30	11.87	10.07
300494.SZ	盛天网络	60.97	2.44	3.21	3.85	24.99	19.00	15.84
300418.SZ	昆仑万维	382.12	8.61	10.65	12.74	44.38	35.88	29.99
平均						23.95	18.88	16.01

资料来源：wind，国元证券研究所

注：市值为 2023.11.2 收盘后市值，三七互娱、昆仑万维、盛天网络盈利预测采用 wind 一致预期

## 6. 风险提示

老游戏流水快速下滑，新游戏上线不及预期，新业务拓展不及预期等。

**财务预测表**

资产负债表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2263.95	2448.01	3760.04	4907.07	6390.42
现金	841.66	1167.17	2836.56	3935.64	5339.20
应收账款	230.87	320.67	247.88	261.27	284.21
其他应收款	65.18	90.28	68.72	73.71	80.44
预付账款	28.34	138.11	63.19	61.08	78.96
存货	27.17	18.86	23.42	24.09	22.26
其他流动资产	1070.74	712.91	520.28	551.26	585.35
<b>非流动资产</b>	9641.80	9751.55	9215.51	9007.88	8579.68
长期投资	1866.46	1742.36	1697.62	1768.82	1736.27
固定资产	1060.42	1027.16	1310.30	1382.58	1349.42
无形资产	889.84	816.68	583.25	357.01	134.09
其他非流动资产	5825.08	6165.35	5624.33	5499.48	5359.91
<b>资产总计</b>	11905.75	12199.55	12975.55	13914.95	14970.09
<b>流动负债</b>	1692.33	1393.94	1235.99	1239.34	1274.28
短期借款	522.61	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	284.84	458.11	375.71	345.67	377.69
其他流动负债	884.88	935.83	860.28	893.66	896.59
<b>非流动负债</b>	500.42	666.56	625.00	641.14	636.97
长期借款	258.74	441.07	441.07	441.07	441.07
其他非流动负债	241.68	225.50	183.93	200.07	195.91
<b>负债合计</b>	2192.75	2060.51	1860.99	1880.47	1911.25
少数股东权益	786.56	861.99	1071.29	1252.59	1446.13
股本	1265.73	1265.73	1265.73	1265.73	1265.73
资本公积	2987.50	2942.57	2942.57	2942.57	2942.57
留存收益	4677.84	5073.15	5838.97	6577.58	7408.41
归属母公司股东权益	8926.44	9277.05	10043.27	10781.88	11612.71
<b>负债和股东权益</b>	11905.75	12199.55	12975.55	13914.95	14970.09

现金流量表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1024.38	1029.80	1046.84	1109.66	1180.19
净利润	631.30	556.17	1076.37	1093.33	1206.77
折旧摊销	206.73	240.04	228.07	248.79	259.96
财务费用	13.68	-3.00	-44.83	-102.14	-153.94
投资损失	-69.40	-67.21	-200.00	-103.06	-103.06
营运资金变动	46.97	16.31	40.46	-6.58	12.57
其他经营现金流	195.09	287.50	-53.22	-20.68	-42.11
<b>投资活动现金流</b>	-670.64	-132.73	660.93	64.31	255.30
资本支出	580.53	363.90	0.00	0.00	0.00
长期投资	-7.94	-241.77	-63.88	104.48	-48.36
其他投资现金流	-98.05	-10.60	597.05	168.80	206.94
<b>筹资活动现金流</b>	-318.73	-607.77	-38.38	-74.90	-31.93
短期借款	-100.13	-522.61	0.00	0.00	0.00
长期借款	86.51	182.32	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-36.19	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-194.16	-44.93	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-74.76	-222.55	-38.38	-74.90	-31.93
现金净增加额	33.35	296.88	1669.39	1099.08	1403.56

资料来源：wind，国元证券研究所

利润表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3063.94	5186.37	3798.29	3831.03	4332.98
营业成本	843.86	2002.35	1291.24	1209.64	1406.62
营业税金及附加	14.78	21.56	19.11	17.90	20.02
营业费用	551.55	1396.30	706.48	712.57	805.93
管理费用	404.05	393.04	493.78	498.03	563.29
研发费用	482.75	512.38	379.83	383.10	433.30
财务费用	13.68	-3.00	-44.83	-102.14	-153.94
资产减值损失	-284.42	-76.96	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	140.42	-223.71	71.09	30.98	32.00
投资净收益	69.40	67.21	200.00	103.06	103.06
<b>营业利润</b>	730.58	671.89	1264.81	1290.82	1435.33
营业外收入	1.57	7.45	8.32	5.78	7.18
营业外支出	3.55	2.32	7.08	4.32	4.57
<b>利润总额</b>	728.60	677.02	1266.05	1292.28	1437.94
所得税	97.30	120.85	189.68	198.96	231.16
<b>净利润</b>	631.30	556.17	1076.37	1093.33	1206.77
少数股东损益	114.67	66.47	209.29	181.30	193.54
<b>归属母公司净利润</b>	516.63	489.69	867.08	912.03	1013.23
EBITDA	951.00	908.93	1448.05	1437.47	1541.34
EPS(元)	0.41	0.39	0.69	0.72	0.80

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-13.42	69.27	-26.76	0.86	13.10
营业利润(%)	-11.08	-8.03	88.25	2.06	11.19
归属母公司净利润(%)	0.98	-5.21	77.07	5.18	11.10
<b>盈利能力</b>					
毛利率(%)	72.46	61.39	66.00	68.43	67.54
净利润率(%)	16.86	9.44	22.83	23.81	23.38
ROE(%)	5.79	5.28	8.63	8.46	8.73
ROIC(%)	9.97	8.27	16.57	17.01	19.45
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	18.42	16.89	14.34	13.51	12.77
净负债比率(%)	38.47	23.58	26.74	26.35	25.80
流动比率	1.34	1.76	3.04	3.96	5.01
速动比率	1.32	1.74	3.02	3.94	5.00
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.27	0.43	0.30	0.28	0.30
应收账款周转率	13.01	17.48	12.41	14.07	14.93
应付账款周转率	2.74	5.39	3.10	3.35	3.89
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.39	0.69	0.72	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.81	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	7.05	7.33	7.93	8.52	9.17
<b>估值比率</b>					
P/E	28.81	30.40	17.17	16.32	14.69
P/B	1.67	1.60	1.48	1.38	1.28
EV/EBITDA	12.64	13.23	8.30	8.36	7.80

**投资评级说明：**

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

**证券投资咨询业务的说明**

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

**一般性声明**

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（如有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

**免责条款**

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

**国元证券研究所**
**合肥**

地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心  
A座国元证券  
邮编：230000  
传真：(0551) 62207952

**上海**

地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16  
楼国元证券  
邮编：200135  
传真：(021) 68869125  
电话：(021) 51097188