

浙数文化 (600633.SH)

2023年净利润同比增长35%，核心业务占比回升

增持

核心观点

社交业务调整收入下滑40.7%，金融资产价值变动影响全年净利润。1) 公司2023年收入30.8亿，同比-40.7%，主要由于社交业务的调整，分业务看，在线游戏/在线社交/技术信息/数字营销收入分别同比-23.6%/-70.2%/-21.9%/+24.0%；归母净利润6.6亿元重回增长轨道，同比+34.9%，主要由于所持交易性金融资产公允价值变动及联营企业投资收益增加；扣非后归母净利润3.6亿，同比-39.0%，主要由于本期产生较多长期资产减值损失(1.9亿元)。2) 公司第四季度收入7.9亿，同比-36.9%，归母净利润-0.3亿元，同比-122.0%，扣非后归母净利润5.3亿，同比+307.1%。

游戏业务占比回升，毛利率同比提升6.9个百分点。公司2023年毛利率68.3%，同比+6.9个百分点，主要由于在线游戏运营业务成本减少且占比持续回升，分业务看在线游戏/在线社交/技术信息服务/数字营销的毛利率分别为92.2%/57.2%/53.1%/28.9%，分别同比+0.1/+12.5/+1.1/-18.1个百分点。2023年整体费用率42.9%，同比-1.4个百分点，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为13.8%/15.2%/-0.4%/14.4%，分别同比-13.2/+7.6/-0.4/+4.5个百分点，主要由于在线社交业务缩减市场推广费减少以及利息收入增加。

边锋网络主业稳健利润率回升，传播大模型持续更新。1) 数字文化板块，边锋网络社交业务缩减，收入-49.8%净利率提升12.9个百分点至28.9%。此外，公司还培育旗下“掌心雷”文学平台拓展新赛道。2) 数字技术板块，富春云IDC业务稳健(收入3.8亿元，同比+4.7%，净利率下降4.8个百分点至19.2%)。AI应用“传播大模型”在2024年2月成为首个通过大模型上线备案的媒体垂类大模型。浙报数字文化科技园顺利通过竣工验收和备案，未来将打造数字科技产业孵化基地。3) 数据运营业务方面，浙江大数据交易中心牵头完成业内首个数据资产评估试点，初步建成“1+N”统分结合的全省数据流通服务平台。

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，但短期内公司业务调整、研发投入较大，我们略下调盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为7.4/8.3/9.3亿(原24-25年为8.6/9.9亿)；摊薄EPS=0.59/0.66/0.73元，公司AI应用落地较快、前瞻布局数据要素，长期成长空间充足，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,186	3,078	3,567	4,049	4,575
(+/-%)	69.3%	-40.7%	15.9%	13.5%	13.0%
净利润(百万元)	490	663	743	833	930
(+/-%)	-5.2%	35.4%	12.0%	12.2%	11.6%
每股收益(元)	0.39	0.52	0.59	0.66	0.73
EBIT Margin	16.6%	24.4%	26.5%	25.1%	25.6%
净资产收益率(ROE)	5.3%	6.7%	7.2%	7.6%	8.1%
市盈率(PE)	28.5	21.0	18.8	16.7	15.0
EV/EBITDA	14.7	16.2	13.9	12.7	11.5
市净率(PB)	1.50	1.41	1.35	1.28	1.21

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

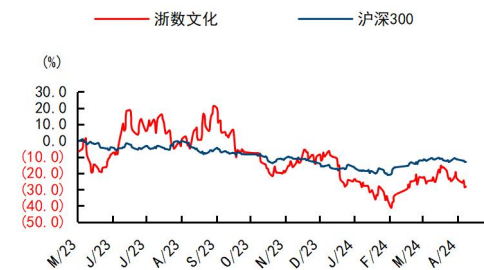
传媒·游戏 II

证券分析师: 张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn S0980517060002
 证券分析师: 陈瑶蓉 021-61761058 chenyaorong@guosen.com.cn S0980523100001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	10.46元
总市值/流通市值	13240/13240百万元
52周最高价/最低价	18.59/8.25元
近3个月日均成交额	409.21百万元

市场走势



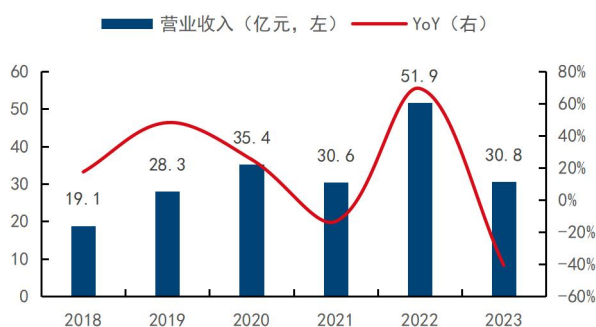
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《浙数文化(600633.SH)-投资亏损拖累第三季度净利润, AI应用持续升级》——2023-10-31
- 《浙数文化(600633.SH)-业绩高速增长, 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

社交业务调整收入下滑 40.7%，金融资产价值变动影响全年净利润。1) 公司 2023 年收入 30.8 亿元，同比下降 40.7%，主要由于在线社交业务调整；收入分业务看，在线游戏/在线社交/技术信息/数字营销业务收入分别为 13.2/7.7/6.4/3.4 亿元，分别同比-23.6%/-70.2%/-21.9%/+24.0%；归母净利润 6.6 亿元，重回增长轨道，同比增长 34.9%，主要由于所持交易性金融资产公允价值变动及联营企业投资收益增加；扣非后归母净利润 3.6 亿元，同比下降 39.0%，主要由于本期产生较多长期资产减值损失(1.9 亿元)。2) 公司第四季度收入 7.9 亿元，同比下降 36.9%，归母净利润-0.3 亿元，同比下降 122.0%，扣非后归母净利润 5.3 亿元，同比增加 307.1%。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



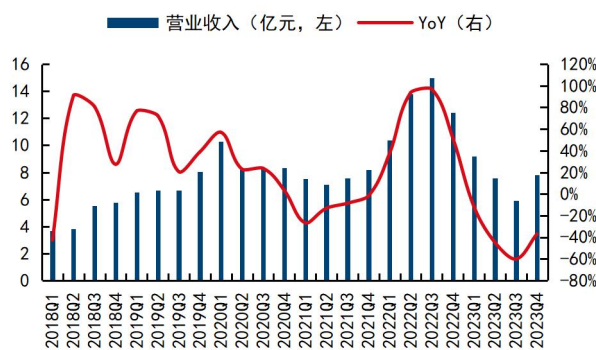
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



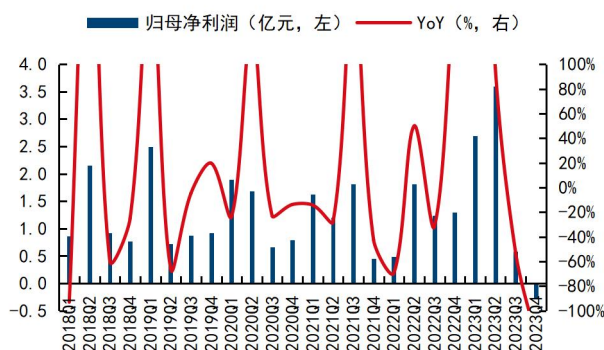
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：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

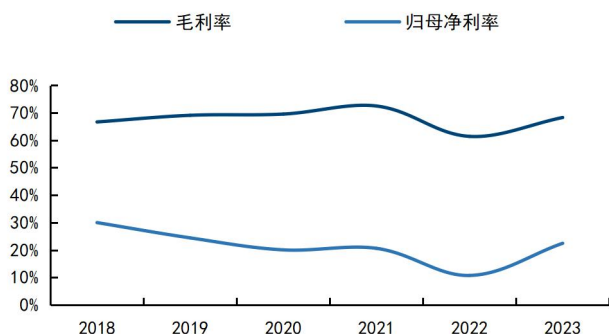
图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

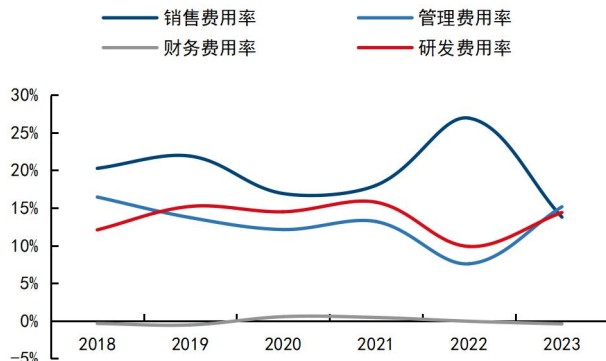
游戏业务占比回升，毛利率同比提升 6.9 个百分点。公司 2023 年毛利率 68.3%，同比增加 6.9 个百分点，主要由于在线游戏运营业务成本减少且占比持续回升，分业务来看，在线游戏/在线社交/技术信息服务/数字营销业务的毛利率分别为 92.2%/57.2%/53.1%/28.9%，分别同比+0.1/+12.5/+1.1/-18.1 个百分点。2023 年公司整体费用率 42.9%，同比下降 1.4 个百分点，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 13.8%/15.2%/-0.4%/14.4%，分别同比-13.2/+7.6/-0.4/+4.5 个百分点，主要由于在线社交业务缩减市场推广费减少以及利息收入的增加。

图5: 公司年度利润率及变化情况



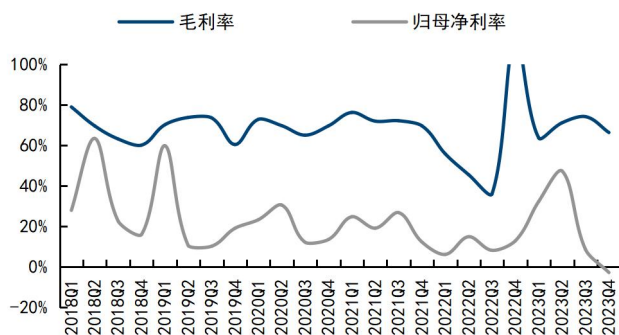
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司年度费用率及变化情况



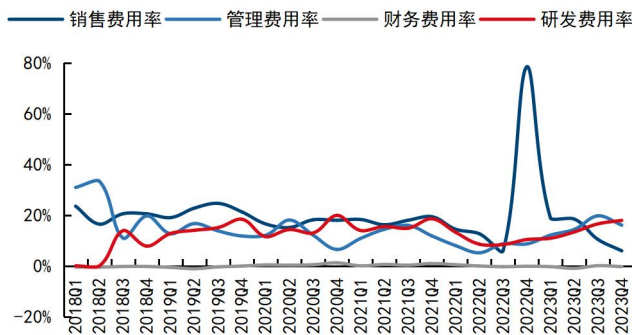
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司单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8: 公司单季度费用率及变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

边锋网络布局数字营销新赛道，传播大模型持续更新。

1) 数字文化板块，边锋网络社交业务缩减，收入下降净利率回升。2023 年边锋网络收入 22.1 亿元，同比下降 49.8%，净利率 28.9%，同比提升 12.9 个百分点。边锋的主业稳中有进，攒蛋游戏 APP 累计 DAU 突破百万，未来公司将进一步优化攒蛋的产品体验；此外公司还培育旗下“掌心雷”文学平台拓展新赛道。战旗网络圆满完成杭州亚运会、亚残运会场馆群体育展示项目，新组建浙数文旅，承接新媒体矩阵运营。

2) 数字技术板块，富春云 IDC 业务稳健，AI 应用通过备案。IDC 方面，富春云科技收入 3.8 亿元，同比增长 4.7%，净利率 19.2%，同比下降 4.8 个百分点。AI 应用方面，2023 年 3 月传播大脑与百度、阿里云等成立传播大脑技术生态联盟，推出首个针对媒体行业的垂直大模型“传播大模型”，具备智能写稿、创意设计、媒资检索的能力，2024 年 2 月成为首个通过大模型上线备案的媒体垂类大模型。AI 应用方面，“智能创作助手”结合传播大模型出色能力和内容平台生产需求，能够节省 30% 高质量文章创作时间。凭借多模态生成能力，传播大模型可以对素材进行二次创作，其训练数据集均来自高质量新闻报道，创作质量得以提高。浙

报数字文化科技园顺利通过竣工验收和备案，未来将打造数字科技产业孵化基地。杭州城市大脑公司推出社会治理垂直领域大模型，聚焦智慧康养、志愿服务等数字化场景。智慧网络医院继续深化互联网医院的运营成果，推出重庆首个区级“互联网+智慧照护”平台。

3) 数据运营板块，浙江大数据交易中心牵头完成业内首个数据资产评估试点，初步建成“1+N”统分结合的全省数据流通服务平台。

持续优化产业结构，加快培育“数字技术+”矩阵。从重点工作来看：1) 2024年，公司将进一步加强对现有“数字技术+”矩阵产业公司的培育力度，积极拓展省外市场。2) AI应用方面，2024年公司将积极探索AI应用联合实验室、文化数字化协同实验室等研发和智库项目。3) 投资布局方面，2024年公司将加强与传媒主业联动，提升存量项目的投后管理，进一步提升优化投资布局。

图9: 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10: 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11: 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12: 创作助手



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，但短期内公司业务调整、研发投入较大，我们略下调盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为7.4/8.3/9.3亿(原24-25年为8.6/9.9亿)；摊薄EPS=0.59/0.66/0.73元，公司AI应用落地较快、前瞻布局数据要素，长期成长空间充足，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	11.13	240	0.48	0.70	0.87	23	16	13
002555.SZ	三七互娱	买入	16.69	370	1.33	1.46	1.73	13	11	10
002605.SZ	姚记科技	增持	21.56	89	0.85	1.73	2.05	20	10	8
002624.SZ	完美世界	增持	10.42	202	0.71	0.44	0.65	24	38	26

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1167	1893	2620	3004	3877	营业收入	5186	3078	3567	4049	4575
应收款项	411	660	342	388	439	营业成本	2002	977	1162	1330	1517
存货净额	19	38	27	31	36	营业税金及附加	22	18	11	12	14
其他流动资产	349	247	535	607	686	销售费用	1396	424	571	680	755
流动资产合计	2448	3147	3624	4099	5124	管理费用	393	466	388	443	487
固定资产	1783	1869	1979	1874	1762	研发费用	512	443	492	567	631
无形资产及其他	817	767	729	690	652	财务费用	(3)	(13)	4	4	(8)
投资性房地产	5410	5387	5387	5387	5387	投资收益	67	214	0	0	0
长期股权投资	1742	1740	1840	1847	1854	资产减值及公允价值变动	(147)	209	0	0	0
资产总计	12200	12910	13558	13897	14778	其他收入	(625)	(789)	(492)	(567)	(631)
短期借款及交易性金融负债	45	53	600	233	295	营业利润	672	839	940	1012	1179
应付款项	458	433	404	468	542	营业外净收支	5	0	4	4	3
其他流动负债	891	1030	667	778	883	利润总额	677	839	944	1016	1182
流动负债合计	1394	1516	1671	1478	1719	所得税费用	121	148	170	183	213
长期借款及应付债券	441	387	387	387	387	少数股东损益	66	28	31	0	39
其他长期负债	225	256	246	236	246	归属于母公司净利润	490	663	743	833	930
长期负债合计	667	643	633	623	633	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2061	2159	2304	2101	2352	净利润	490	663	743	833	930
少数股东权益	862	882	902	902	928	资产减值准备	(207)	131	(198)	(0)	(1)
股东权益	9277	9869	10352	10894	11498	折旧摊销	228	245	227	243	251
负债和股东权益总计	12200	12910	13558	13897	14778	公允价值变动损失	147	(209)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(3)	(13)	4	4	(8)
每股收益	0.39	0.52	0.59	0.66	0.73	营运资本变动	(208)	132	(560)	42	54
每股红利	0.12	0.17	0.21	0.23	0.26	其它	253	(112)	218	0	26
每股净资产	7.33	7.80	8.18	8.61	9.08	经营活动现金流	702	851	430	1118	1261
ROIC	15%	12%	13%	15%	18%	资本开支	0	(546)	(100)	(100)	(100)
ROE	5%	7%	7%	8%	8%	其它投资现金流	381	193	209	32	(18)
毛利率	61%	68%	67%	67%	67%	投资活动现金流	505	(350)	9	(75)	(125)
EBIT Margin	17%	24%	26%	25%	26%	权益性融资	8	145	0	0	0
EBITDA Margin	21%	32%	33%	31%	31%	负债净变化	182	(54)	0	0	0
收入增长	69%	-41%	16%	13%	13%	支付股利、利息	(151)	(209)	(260)	(292)	(325)
净利润增长率	-5%	35%	12%	12%	12%	其它融资现金流	(951)	607	547	(367)	63
资产负债率	24%	24%	24%	22%	22%	融资活动现金流	(882)	226	287	(659)	(263)
息率	1.1%	1.5%	1.9%	2.1%	2.3%	现金净变动	326	726	727	384	873
P/E	28.5	21.0	18.8	16.7	15.0	货币资金的期初余额	842	1167	1893	2620	3004
P/B	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	货币资金的期末余额	1167	1893	2620	3004	3877
EV/EBITDA	14.7	16.2	13.9	12.7	11.5	企业自由现金流	0	449	341	1018	1166
						权益自由现金流	0	1002	885	647	1235

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