

浙数文化 (600633.SH)

核心主业稳健, AI 应用加速落地

优于大市

核心观点

核心主业稳健, 2024 年扣非后利润同比提升 13%。1) 公司 2024 年收入 31.0 亿元, 同比增长 0.6%, 其中在线游戏/在线社交/技术信息/数字营销收入分别同比+1.8%/-65.2%/+6.9%/+124.0%。归母净利润 5.1 亿元, 同比下滑 22.8%, 主要由于公司投资收益下降; 扣非后归母净利润 4.1 亿元, 同比增长 12.8%。2) 单四季度来看, 公司收入 9.3 亿元, 同比增长 17.4%; 归母净利润 0.4 亿元, 同比下滑 227.7%; 扣非后归母净利润 0.8 亿元, 扭亏为盈。

业务结构调整致毛利率下滑, 费用率整体下降 5 个百分点。1) 2024 年公司的业务结构有所调整, 毛利率同比下降 10.2 个百分点至 58.1%, 其中在线游戏/在线社交/技术信息/数字营销业务的毛利率分别为 91.0%/42.7%/45.7%/18.8%, 分别同比下降 1.0/2.0/2.5/10.1 个百分点, 数字营销业务毛利率下降主要是由于信息流业务占比上升。2) 2024 年公司整体费用率下降 4.8 个百分点至 38.1%, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 13.9%/14.1%/-0.5%/10.7%, 同比+0.2/-1.1/-0.1/-3.7 个百分点。

AI 应用加速落地, 产业投资不断完善数字经济产业图谱。1) 数字文化板块, 边锋网络 2024 年收入 21.4 亿元, 同比下降 3.4%, 净利率同比下降 4.1 个百分点至 24.8%。边锋攒蛋为国内首个日活用户突破百万的攒蛋类游戏 APP, 2025 年 1-3 月在桌面类游戏免费榜排名维持前 15 位。此外, 公司积极推动 AI 文旅、体育、伴游等服务场景。2) 数字技术板块, 2024 年富春云 IDC 业务稳健(收入 3.8 亿元, 同比增长 0.9%, 净利率同比下滑 7.7 个百分点至 11.6%), 主要由于北京机柜上电率不足。AI 应用方面, 传播大脑和城市大脑共推出 6 款 AI 大模型通过网信办备案; 智慧网络医院接入 DeepSeek 大模型。3) 数据运营业务方面, 浙江大数据交易中心已实现并表; 淘宝天下积极推进 AI 辅助设计营销方案; 九天互动已获得多家头部平台的商业化广告代理商资质。4) 产业投资方面, 公司参投企业连连数字已在香港上市, 参投的无线传媒成功登陆创业板; 此外, 公司通过基金间接投资目前国内唯一掌握 TPU 架构训推一体 AI 芯片核心技术的中昊芯英科技有限公司。

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: 看好数字经济、AIGC 时代公司的产业链布局优势, 维持“优于大市”评级。我们维持 2025-2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.3/7.4/8.2 亿; 摊薄 EPS=0.5/0.58/0.64 元, 公司核心业务稳健、AI 应用落地加速、不断完善数字经济产业布局, 长期成长空间充足, 维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,078 | 3,097 | 3,587 | 4,148 | 4,819 |
| (+/-%) | -40.7% | 0.6% | 15.8% | 15.6% | 16.2% |
| 净利润(百万元) | 663 | 512 | 634 | 740 | 818 |
| (+/-%) | 35.4% | -22.8% | 24.0% | 16.6% | 10.5% |
| 每股收益(元) | 0.52 | 0.40 | 0.50 | 0.58 | 0.64 |
| EBIT Margin | 24.4% | 18.9% | 22.1% | 21.1% | 20.7% |
| 净资产收益率 (ROE) | 6.7% | 5.1% | 6.1% | 6.8% | 7.2% |
| 市盈率 (PE) | 25.7 | 33.4 | 26.9 | 23.1 | 20.9 |
| EV/EBITDA | 19.3 | 21.9 | 19.0 | 17.4 | 15.9 |
| 市净率 (PB) | 1.73 | 1.71 | 1.64 | 1.57 | 1.49 |

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

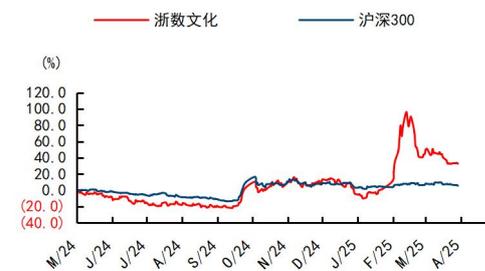
证券分析师: 张衡 021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

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

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 13.36 元 |
| 总市值/流通市值 | 16941/16941 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 19.80/7.77 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 1261.72 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) - 第三季度收入增长 26%, 浙江大数据交易中心并表》——2024-11-01
- 《浙数文化 (600633.SH) - 游戏和 IDC 业务稳健, 上半年利润受投资收益拖累》——2024-08-12
- 《浙数文化 (600633.SH) - 2023 年净利润同比增长 35%, 核心业务占比回升》——2024-04-12
- 《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

核心主业稳健，2024 年扣非后利润同比提升 13%。1) 公司 2024 年收入 31.0 亿元，同比增长 0.6%，其中在线游戏/在线社交/技术信息/数字营销收入分别同比 +1.8%/-65.2%/+6.9%/+124.0%。归母净利润 5.1 亿元，同比下滑 22.8%，主要由于公司投资收益下降；扣非后归母净利润 4.1 亿元，同比增长 12.8%。2) 单四季度来看，公司收入 9.3 亿元，同比增长 17.4%；归母净利润 0.4 亿元，同比下滑 227.7%；扣非后归母净利润 0.8 亿元，扭亏为盈。

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

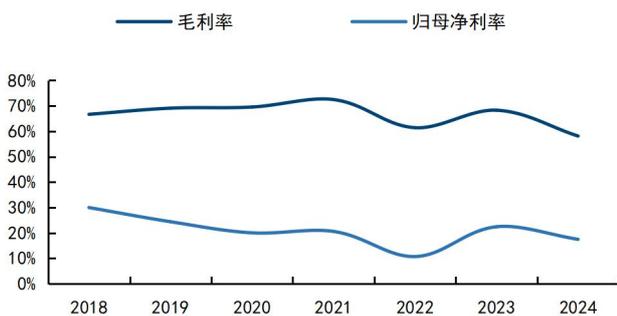
图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

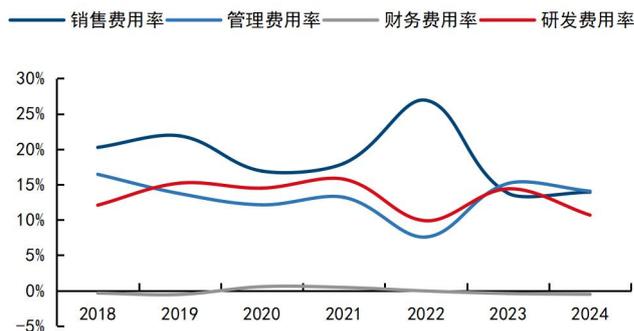
业务结构调整致毛利率下滑，费用率整体下降 5 个百分点。1) 2024 年公司的业务结构有所调整，毛利率同比下降 10.2 个百分点至 58.1%，其中在线游戏/在线社交/技术信息/数字营销业务的毛利率分别为 91.0%/42.7%/45.7%/18.8%，分别同比下降 1.0/2.0/2.5/10.1 个百分点，数字营销业务毛利率下降主要是由于信息流业务占比上升。2) 2024 年公司整体费用率下降 4.8 个百分点至 38.1%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 13.9%/14.1%/-0.5%/10.7%，同比 +0.2/-1.1/-0.1/-3.7 个百分点。

图3: 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4: 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

AI 应用加速落地，产业投资不断完善数字经济产业图谱。1) 数字文化板块，边锋网络 2024 年收入 21.4 亿元，同比下降 3.4%，净利率同比下降 4.1 个百分点至 24.8%。边锋攒蛋为国内首个日活用户突破百万的攒蛋类游戏 APP，2025 年 1-3 月在桌面类游戏免费榜排名维持前 15 位。此外，公司积极推动 AI 文旅、体育、伴游等服务场景。2) 数字技术板块，2024 年富春云 IDC 业务稳健 (收入 3.8 亿元，同比增长 0.9%，净利率同比下滑 7.7 个百分点至 11.6%)，主要由于北京机

柜上电率不足。AI 应用方面，传播大脑和城市大脑共推出 6 款 AI 大模型通过网信办备案；智慧网络医院接入 DeepSeek 大模型。3) 数据运营业务方面，浙江大数据交易中心已实现并表；淘宝天下积极推进 AI 辅助设计营销方案；九天互动已获得多家头部平台的商业化广告代理商资质。4) 产业投资方面，公司参投企业连连数字已在香港上市，参投的无线传媒成功登陆创业板；此外，公司通过基金间接投资目前国内唯一掌握 TPU 架构训推一体 AI 芯片核心技术的中昊芯英科技有限公司。

投资建议：看好数字经济、AIGC 时代公司的产业链布局优势，维持“优于大市”评级。我们维持 2025-2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.3/7.4/8.2 亿；摊薄 EPS=0.5/0.58/0.64 元，公司核心业务稳健、AI 应用落地加速、不断完善数字经济产业布局，长期成长空间充足，维持“优于大市”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 | 2023 | 2024(E) | 2025E | 2022 | 2023 | 2024(E) | 2025E |
| 600633.SH | 浙数文化 | 优于大市 | 13.36 | 169 | 0.39 | 0.52 | 0.40 | 0.50 | 35 | 26 | 33 | 27 |
| 002517.SZ | 恺英网络 | 优于大市 | 16.45 | 351 | 0.48 | 0.68 | 0.82 | 0.98 | 34 | 24 | 20 | 17 |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 优于大市 | 14.96 | 331 | 1.34 | 1.20 | 1.15 | 1.30 | 11 | 12 | 13 | 11 |
| 002605.SZ | 姚记科技 | 优于大市 | 28.24 | 117 | 0.84 | 1.36 | 1.44 | 1.70 | 34 | 21 | 20 | 17 |
| 002624.SZ | 完美世界 | 优于大市 | 11.85 | 230 | 0.71 | 0.25 | (0.62) | 0.38 | 17 | 47 | -19 | 31 |

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

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 现金及现金等价物 | 1893 | 1394 | 3146 | 3511 | 4392 | 营业收入 | 3078 | 3097 | 3587 | 4148 | 4819 |
| 应收款项 | 660 | 818 | 344 | 398 | 462 | 营业成本 | 977 | 1297 | 1498 | 1776 | 2122 |
| 存货净额 | 38 | 85 | 36 | 44 | 53 | 营业税金及附加 | 18 | 17 | 18 | 21 | 24 |
| 其他流动资产 | 247 | 252 | 538 | 622 | 723 | 销售费用 | 424 | 431 | 499 | 581 | 665 |
| 流动资产合计 | 3147 | 2944 | 4164 | 4643 | 5717 | 管理费用 | 466 | 436 | 393 | 449 | 507 |
| 固定资产 | 1869 | 1764 | 1759 | 1665 | 1564 | 研发费用 | 443 | 331 | 387 | 448 | 506 |
| 无形资产及其他 | 767 | 686 | 652 | 617 | 583 | 财务费用 | (13) | (16) | (4) | (8) | (20) |
| 投资性房地产 | 5387 | 5367 | 5367 | 5367 | 5367 | 投资收益 | 214 | 47 | (1) | (9) | 10 |
| 长期股权投资 | 1740 | 1577 | 1677 | 1684 | 1691 | 资产减值及公允价值变动 | 209 | 72 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 12910 | 12338 | 13619 | 13976 | 14921 | 其他收入 | (789) | (473) | (387) | (448) | (506) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 53 | 35 | 600 | 229 | 288 | 营业利润 | 839 | 578 | 795 | 873 | 1025 |
| 应付款项 | 433 | 277 | 546 | 658 | 799 | 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | (2) | (1) |
| 其他流动负债 | 1030 | 736 | 765 | 909 | 1079 | 利润总额 | 839 | 578 | 795 | 871 | 1025 |
| 流动负债合计 | 1516 | 1047 | 1910 | 1796 | 2166 | 所得税费用 | 148 | 36 | 119 | 131 | 154 |
| 长期借款及应付债券 | 387 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 28 | 30 | 41 | 0 | 53 |
| 其他长期负债 | 256 | 311 | 301 | 291 | 301 | 归属于母公司净利润 | 663 | 512 | 634 | 740 | 818 |
| 长期负债合计 | 643 | 311 | 301 | 291 | 301 | 现金流量表 (百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 负债合计 | 2159 | 1358 | 2211 | 2087 | 2466 | 净利润 | 663 | 512 | 634 | 740 | 818 |
| 少数股东权益 | 882 | 975 | 990 | 990 | 1025 | 资产减值准备 | 131 | (116) | (83) | (0) | (1) |
| 股东权益 | 9869 | 10005 | 10417 | 10898 | 11430 | 折旧摊销 | 245 | 255 | 222 | 229 | 236 |
| 负债和股东权益总计 | 12910 | 12338 | 13619 | 13976 | 14921 | 公允价值变动损失 | (209) | (72) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 财务费用 | (13) | (16) | (4) | (8) | (20) |
| 关键财务与估值指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 营运资本变动 | 132 | (704) | 443 | 101 | 146 |
| 每股收益 | 0.52 | 0.40 | 0.50 | 0.58 | 0.64 | 其它 | (112) | 127 | 98 | 0 | 35 |
| 每股红利 | 0.17 | 0.25 | 0.18 | 0.20 | 0.23 | 经营活动现金流 | 851 | 2 | 1315 | 1070 | 1234 |
| 每股净资产 | 7.80 | 7.89 | 8.22 | 8.59 | 9.01 | 资本开支 | 0 | 25 | (100) | (100) | (100) |
| ROIC | 12% | 11% | 12% | 14% | 17% | 其它投资现金流 | 193 | (85) | 294 | 32 | (18) |
| ROE | 7% | 5% | 6% | 7% | 7% | 投资活动现金流 | 196 | 103 | 94 | (75) | (125) |
| 毛利率 | 68% | 58% | 58% | 57% | 56% | 权益性融资 | 2 | 100 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 24% | 19% | 22% | 21% | 21% | 负债净变化 | (54) | (387) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 32% | 27% | 28% | 27% | 26% | 支付股利、利息 | (209) | (321) | (222) | (259) | (286) |
| 收入增长 | -41% | 1% | 16% | 16% | 16% | 其它融资现金流 | 205 | 711 | 565 | (371) | 59 |
| 净利润增长率 | 35% | -23% | 24% | 17% | 10% | 融资活动现金流 | (320) | (605) | 343 | (630) | (227) |
| 资产负债率 | 24% | 19% | 24% | 22% | 23% | 现金净变动 | 726 | (499) | 1752 | 365 | 881 |
| 息率 | 1.2% | 1.9% | 1.3% | 1.5% | 1.7% | 货币资金的期初余额 | 1167 | 1893 | 1394 | 3146 | 3511 |
| P/E | 25.7 | 33.4 | 26.9 | 23.1 | 20.9 | 货币资金的期末余额 | 1893 | 1394 | 3146 | 3511 | 4392 |
| P/B | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 企业自由现金流 | 0 | 125 | 1238 | 972 | 1127 |
| EV/EBITDA | 19.3 | 21.9 | 19.0 | 17.4 | 15.9 | 权益自由现金流 | 0 | 449 | 1807 | 608 | 1203 |

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 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 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 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 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