

浙数文化 (600633.SH)

游戏及 IDC 筑牢基本盘，多元业务开拓新增长极

核心观点：

- **传统纸媒成功转型，“数字文化+数字技术+数据运营+创新赛道”驱动发展。**2011 年公司借壳上市，2013 年全资收购边锋，边锋成为“数字文化”业务的核心主体；2016 年布局大数据产业，推进“四位一体”建设，目前已构建涵盖“数字文化+”“数字技术+”“数据运营+”“创新赛道”的业务布局。公司控股股东浙报控股（持股 48.80%）为浙江日报集团全资子公司，地方优质传媒国企资源赋能有望助力公司业务发展。
- **数字文化：边锋深耕游戏基本盘稳固，数字文旅、谷子经济多元拓展。**边锋网络聚焦棋牌游戏，通过控股或参投方式构建丰富游戏矩阵，加强存量游戏长线运营，边锋攒蛋成为国内首个日活跃用户突破百万的攒蛋类游戏 APP；同时，边锋跟随市场变化及时调整社交业务布局。在新消费崛起的浪潮下，目前公司正积极布局“谷子经济”，25 年 3 月在杭州投资孵化潮卡引力，有望带来数字文化业务增长。
- **数字科技&数据运营：IDC 稳健运营推进建设，政策助推大数据交易中心发展提速。**富春云 IDC 具备丰富运营和技术实力，关注 AI 驱动的算力需求下富春云的收入增量和利润释放。传播大脑媒体融合技术支持，推进出省推广，传播大模型已通过备案，且业务已辐射至全国多省市；城市大脑推进城市数字化管理，持续渗透省内+拓展省外市场。浙江大数据交易中心作为数据流通核心节点，形成牌照优势、地域经济优势、数据结构优势和业务先发优势，政策驱动业务快速发展。
- **盈利预测与投资建议：**公司在游戏、IDC 等成熟业务的支撑下，预计后续数据要素相关政策仍将持续落地，传播大脑盈利能力提升，叠加谷子经济布局，有望打开成长空间。我们预计 25-27 年营业收入为 33.46 亿元、36.14 亿元和 38.79 亿元，归母净利润为 6.65 亿元、7.64 亿元和 8.63 亿元。给予公司 25 年 30x PE，对应合理价值 15.73 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**游戏流水下滑、政策落地节奏、业务拓展和转型不及预期。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3078	3097	3346	3614	3879
增长率（%）	-40.7%	0.6%	8.1%	8.0%	7.3%
EBITDA（百万元）	1064	919	1068	1203	1329
归母净利润（百万元）	663	512	665	764	863
增长率（%）	34.9%	-22.8%	30.0%	15.0%	12.9%
EPS（元/股）	0.52	0.40	0.52	0.60	0.68
市盈率（P/E）	21.27	26.15	25.71	22.36	19.81
ROE（%）	6.7%	5.1%	6.4%	7.1%	7.6%
EV/EBITDA	11.97	13.18	14.71	12.60	10.95

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

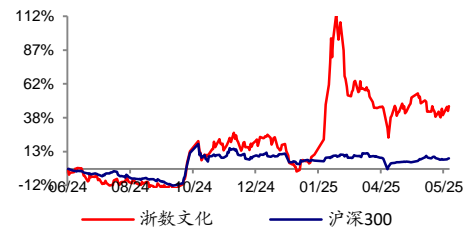
买入

当前价格	13.48 元
合理价值	15.73 元
报告日期	2025-06-06

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1268.07/1268.07
总市值/流通市值（百万元）	17093.64/17093.64
一年内最高/最低（元）	19.75/7.88
30 日日均成交量/成交额（百万）	33.93/459.24
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-7.48/21.11

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

罗悦纯



SAC 执证号：S0260524120001



luoyuechun@gf.com.cn

请注意，罗悦纯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、公司概况：传统纸媒成功转型，“数字文化+数字技术+数据运营+创新赛道”驱动发展	4
(一) 发展历程：以收购切入数字文化业务，积极转型拓展数字科技	5
(二) 股权结构：地方国企为控股股东，股权激励计划顺利行权	8
二、数字文化：边锋深耕游戏，基本盘稳固，数字文旅艺术多元拓展	10
(一) 边锋网络：聚焦棋牌游戏，长期积累凸显长线运营能力	10
(二) 数字文旅&艺术：多元产品矩阵，数字化赋能文旅艺术业务拓展	13
(三) 谷子经济：投资孵化潮卡引力，布局潮玩 IP	14
三、数字科技：IDC 积极转型，传播大脑影响力持续提升	15
(一) 富春云：IDC 需求景气向上，关注富春云向算力中心转型	15
(二) 传播大脑：媒体融合技术赋能，传播大模型打造媒体专业大模型	17
(三) 城市大脑：推进城市数字化管理，持续渗透省内+拓展省外市场	19
四、数据运营：数据流通核心节点，政策驱动下业务有望快速发展	21
五、财务：收入结构优化调整，投资收益及商誉减值致利润波动	25
六、盈利预测和投资建议	28
七、风险提示	30

图表索引

图 1: 浙数文化主营业务结构	5
图 2: 数字文化主要业务发展历程	6
图 3: 数字科技主要业务发展历程	8
图 4: 公司股权结构 (截至 2025 年 6 月)	9
图 5: 边锋网络被收购前发展历程	10
图 6: 边锋股权结构和游戏产品布局	11
图 7: 边锋攒蛋 App 月活趋势	11
图 8: 2024 年收入排名前 100 移动游戏产品类型数量占比 (%)	12
图 9: 2024 年收入排名前 100 移动游戏产品类型收入占比 (%)	12
图 10: 2020-2024 年棋牌游戏在前 100 移动游戏的收入占比 (%)	12
图 11: 公司在线社交收入 (亿元) 和增速 (%)	13
图 12: 公司数字文旅&艺术业务布局	14
图 13: 潮卡引力股权结构	14
图 14: IDC 应用场景	15
图 15: 富春云数据中心产品服务情况	16
图 16: 传播大脑公司股权结构 (截至 25 年 5 月)	17
图 17: 传播大脑公司重点产品和解决方案	18
图 18: 传播大脑“传播大模型”主要功能	19
图 19: 杭州城市大脑公司股权结构 (截至 2024 年 4 月)	20
图 20: 杭州城市大脑公司产品矩阵和解决方案	20
图 21: 浙江大数据交易中心股权结构	21
图 22: 浙江大数据交易中心“1+N”交易服务体系	22
图 23: 浙江大数据交易中心联合钉钉推出“数据流通中心”	24
图 24: 2017-2024 年公司营业收入 (亿元) 及增速	25
图 25: 2022-2024 年公司营业收入结构	25
图 26: 2017-2024 年公司毛利润 (亿元) 和毛利率 (%)	26
图 27: 2017-2024 年公司各业务毛利率 (%)	26
图 28: 2017-2024 年公司销售费用 (亿元) 和销售费用率 (%)	26
图 29: 2017-2024 年公司管理费用 (亿元) 和管理费用率 (%)	26
图 30: 2018-2024 年公司研发费用 (亿元) 和研发费用率 (%)	27
图 31: 2017-2024 年公司归母净利润 (亿元) 和归母净利率 (%)	27
图 32: 2018-2024 年边锋网络营业收入 (亿元)	27
图 33: 2018-2024 年边锋网络净利润 (亿元)	27
图 34: 2018-2024 年富春云科技营业收入 (亿元)	28
图 35: 2018-2024 年富春云科技净利润 (亿元)	28
表 1: 公司 2021-2023 年股权激励计划	9
表 2: 富春云数据中心分布	16
表 3: 浙江省政府“数据开放”专区下载量 Top10 数据集	23
表 4: 浙数文化盈利预测 (百万元)	29
表 5: 可比公司估值 (截至 6 月 5 日收盘)	30

一、公司概况：传统纸媒成功转型，“数字文化+数字技术+数据运营+创新赛道”驱动发展

浙数文化深度布局数字产业，聚焦“文化+科技”赛道，经过多年发展，构建了涵盖“数字文化+”“数字技术+”“数据运营+”“创新赛道”的业务布局。

1.数字文化产业：数字娱乐板块为核心，业务主体主要为全资子公司边锋网络，以互联网休闲类游戏为主，在线社交软件为辅。数字文旅板块业务主体主要为全资子公司战旗网络、子公司图影科技（公司持股55%）、浙数文旅，其中战旗网络业务逐渐由战旗直播平台转向文体数字化服务，25年推出综合性文化服务智能体平台“45°”；图影科技重点打造图片和视频共享平台“云上世界·文旅影像共享平台”。浙数文旅为23年组建，深耕文旅数字化业务。艺术产业业务主体为浙报艺术产业集团，通过打造艺术融媒体平台，推动艺术产业与数字媒体融合发展。2025年起，公司积极探索开发“谷子经济”。

2.数字技术产业：算力基础设施业务主体为全资子公司数据中心IDC服务提供商富春云科技。数字智治板块业务主体主要为子公司杭州城市大脑公司（公司持股70%），积极推动省内政务数字化改革。融媒科技板块业务主体主要为子公司传播大脑公司，为省内媒体提供统一技术支撑，并推动省市县媒体融合。此外，智慧网络医院也进展迅速。

3.数据运营：浙江大数据交易中心提供“大数据+隐私计算+区块链”为核心技术竞争力的数据交易服务平台，基本完成浙江省内全覆盖，公司2024年实现并表。数字营销方面，淘宝天下在全案营销领域不断提升影响力与竞争力，积极推进AI辅助设计应用工作，并完成标准化效果营销产品套餐的升级。此外，公司23年通过子公司收购九天互动（杭州）布局数字营销业务（效果广告代理和全案广告解决方案），获得多家头部平台的商业化广告代理商资质。

4.创新赛道：主要为投资业务，围绕公司主业相关的数字文化和数字科技完善投资布局，涵盖大数据、云计算、融媒体等投资领域。

图 1：浙数文化主营业务结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（一）发展历程：以收购切入数字文化业务，积极转型拓展数字科技

公司以传统传媒业务资产完成借壳上市。2011年9月29日，公司借壳ST白猫完成上市，成为国内第一家媒体经营性资产整体上市的报业集团、浙江省第一家国有文化传媒类上市公司。该阶段公司主营业务为报纸、杂志的发行、印刷、广告经营业务和新媒体业务。2017年公司进行第二次重大资产重组，剥离新闻传媒类资产，聚焦数字文化产业，并正式更名为“浙数文化”。我们以数字文化和数字科技两大核心主业，对公司上市后发展进行梳理。

1.数字文化：收购边锋奠定业务基础，拓展游戏直播、电竞、文化艺术等新业务

2013年公司完成对边锋全资收购，此后边锋成为公司业绩基本盘。公司通过定向增发募资22.9亿元，完成边锋平台（杭州边锋和上海浩方）100%股权收购。杭州边锋聚焦棋牌和桌游业务，上海浩方在积极向电竞赛事组办平台转型。并购完成后，公司数字娱乐产业链初具雏形，也奠定了未来多年数字文化的业务基本盘。2016年边锋顺利完成三年承诺利润，并明确着力推进移动化、竞技化建设。2017年开始，边锋网络陆续参与多个收并购项目，包括深圳天天爱、深圳乐玩互娱、北京梦启、苏州丰游等。边锋棋牌游戏保持行业领先，其中边锋攒蛋APP在2024年一季度日活跃用户数量突破百万，成为国内首个日活跃用户突破百万的攒蛋类游戏APP，展现出较好的增长势头与发展潜力。

收购边锋后，公司积极尝试和拓展多元业务。（1）游戏直播+电竞+IP：逐渐构建电竞上下游生态闭环，形成资源和业务协同。自2013年起，上海浩方连续主办或承办

多个国家级和省级电竞赛事（如NEST全国电子竞技大赛等），推动公司电竞业务快速发展。2014年边锋运营的战旗TV上线，打造专业的高清游戏直播平台，2016年边锋孵化“战旗直播”项目，通过签约国内最高级别电竞选手、冠军俱乐部和赛事版权等，成为国内领先的绿色电竞直播平台。2015年起，公司围绕边锋平台，打造原创IP方阵并初具规模，形成全产业链数字娱乐生态圈，多次主策和承办“西湖IP大会”，2017年自制推出“LyingMan”等一批大IP级节目。此外，边锋引进大力发展的“三国杀”系列游戏付费率有所提升，品牌热度、下载率排名稳步提升。

（2）文化艺术：精品业务长期积累沉淀，线上化推动发展新机。公司早在2011年通过旗下美术报传媒公司，出资控股美术拍卖公司，以学术引领拍卖的理念，全国首创“学术”与“拍卖”相融合的运作模式，2014年美术拍卖网站投入使用，2016年开始逐步拓展教材编写、直播课程、短视频电商等文化作品衍生服务，并逐渐发力做强线上拍卖业务。2020年上线艺术社交电商平台“艺术融媒体”APP，涵盖艺术短视频、课程直播、线上拍卖等。2022年自主开发的《书法美育》教材已被列入浙江省2022学年中小学教辅材料推荐目录。2024年成功承办第五届全国老年大学书画摄影大赛。同时，公司大力推动战旗网络转型，探索文化融合数字化业务，2020年来完成多个省内文化场馆数字化。2021年通过增资并购图影科技，持续深化“云上世界·文旅影像共享平台”建设，已成为浙江省内领先的文旅影像数据库。2022年深度参与浙江省文旅厅“游浙里”、“浙里文化圈”等数字化平台的运营工作，取得较好社会反响。同时开拓文旅短视频新业务，探索新的增长点。2025年起，公司积极探索开发“谷子经济”。

图 2：数字文化主要业务发展历程



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2.数字科技：大数据产业“四位一体”坚持投入，政务数字化和媒体融合逐步拓展

2016年通过第二次定增布局大数据产业，持续推进“四位一体”产业协同建设。

2016年12月，公司通过上市后第二次定向增发募资19.5亿元，全力推进包括浙江大数据交易中心、“富春云”互联网数据中心、大数据创客中心、大数据产业基金的“四位一体”大数据产业生态圈建设。此后公司大力推进“四位一体”发展建设和产业协同，2017年进一步调整梳理大数据事业群组织架构，设立云服务事业部、创新应用事业部、综合事业部等内设机构，探索数据要素在事业群内互联互通。

浙江大数据交易中心：2016年正式上线运营，2017年进一步规划商业模式，自主研发大数据确权平台，并设立智能制造行业运营分中心，2021年出售浙数交5%股份持股比例降至48.2%。2023年牵头完成行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。2024年完成股权重组，公司实现对浙数交的并表。

“富春云”互联网数据中心：2016进入实质性建设阶段，2017年12月富春云IDC一期2000组机柜完工交付，单体规模居华东地区前列。2018年富春云与中国移动签下6亿元运营合同，2019年先后与网易、阿里巴巴签约，并实现整体盈利。2020年收购北京金阁楼科技文化有限公司，开始全国性布局。2024年开始，富春云向打造算力中心升级，在杭州富阳数据中心园区积极推动省域文化算力基地建设。

大数据产业投资基金：2016年，总额10亿元的大数据产业投资基金设立，后续几年内陆续对互联网、人工智能、大数据等领域的优质标的完成出资。

以大数据事业群为基础，拓展数据要素、政务数字化、媒体融合等业务。在政务数字化方面，2016年，公司联合浙医二院上线“广济云平台”，成为国内首个全数据互联互通的网络医院体系。2018年，浙江政务服务网事业中心注册用户突破2000万人，大力投入国家级重点项目“衢州市政务信息系统集成和公共服务数据共享应用示范工程”，并参与杭州市“城市大脑”项目的建设研发。2019年，公司拆分重组智慧政务服务技术团队，与杭州市国有资本投资运营有限公司等公司发起设立杭州城市大脑公司，杭州城市大脑公司成为“杭州城市大脑”建设运营管理主体之一，同时和阿里共同投入“数字浙江”项目建设。2020年，城市大脑公司积极参与“数字治疫”，开发建设杭州市数字防疫系统。2021年，承接温州、衢州、台州、绍兴、义乌、嘉善等市县数字化改革项目建设，并深度参与和支持浙江省宣传文化系统数字化、省发改委数字社会服务端建设等。2022年，进驻省委宣传部、省发改委、省民政厅、省商务厅等省级部门，以及杭州、温州、台州等地10余个数改专班，累计承接数改项目50余项。2024年，城市大脑公司持续为“浙里家政”“志愿浙江”“浙里康养”“浙里有戏”等浙江省级数字政府点应用场景提供有力支撑。

媒体融合方面，2019年，以短视频为抓手建设“融媒体云平台”，集内容聚合、审核、分发、变现为一体，并上线“天枢”融媒体平台，打造省级媒体资源库。同年，以大数据产业园为基础，整合融媒体资源后，更名为浙报融媒体公司，并完成浙报控股的增资。此外，公司以浙报融媒体和智慧盈动公司为载体，将网络医院公司、战旗网络、大数据交易中心、淘宝天下等公司股权变更和资源整。2020年，浙报融

媒体开发核心产品“天目云”，与“天枢”形成两大核心技术平台，天目云为县域融媒体提供数字化产品服务，并逐步扩展至省外。2022年，以浙报融媒体为基础，引入浙江广电、浙江文投和浙江出版为战略投资者，筹建传播大脑科技公司，并于2023年1月正式揭牌成立。2024年，传播大脑自主开发的“传播大模型”“内容生成算法”“海报生成算法”“智能问答算法”四项AI大模型及算法通过国家网信办备案。

图 3：数字科技主要业务发展历程

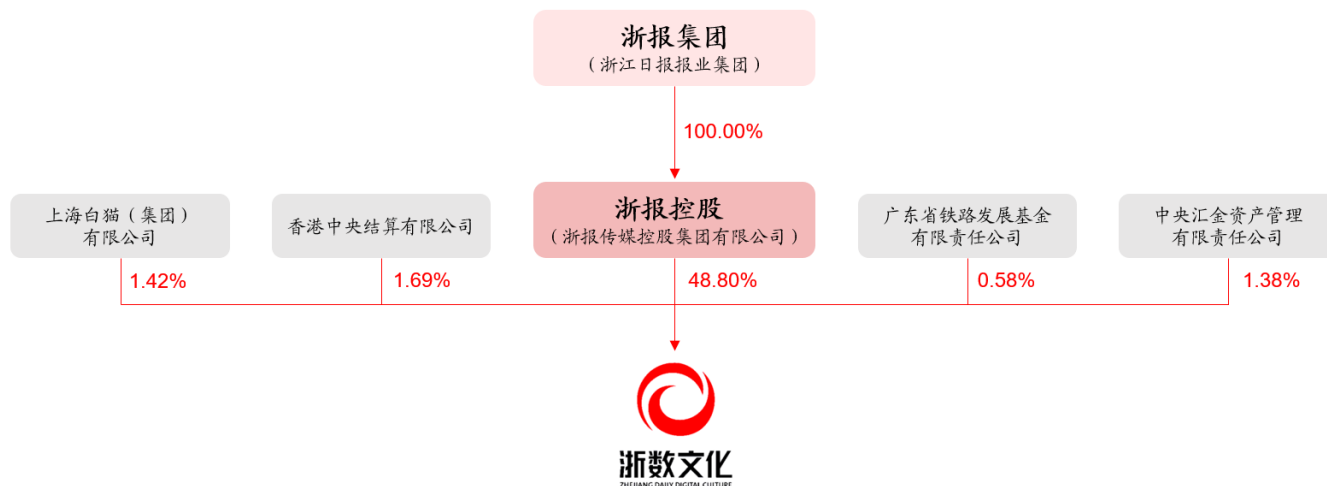


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）股权结构：地方国企为控股股东，股权激励计划顺利行权

背靠浙江地方国企，大股东资源赋能助力业务发展，可交债完成发行。根据Wind，截至2025年5月，浙报传媒控股集团有限公司（浙报控股）为公司控股股东，股权比例为48.8%。2025年4月，浙报控股规模14亿元的非公开发行可交债完成发行，有望为公司新业务孵化提供更多资金支持。浙报控股为浙江日报报业集团（浙报集团）全资子公司，公司实控人为浙报集团。公司作为地方国有企业，背靠浙江传媒领域重要国企浙报集团，大股东资源赋能下，有望助推业务高质量发展。

图 4: 公司股权结构 (截至2025年6月)



数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

24年成为国内首家达成行权条件的国有文化上市公司。公司于2020年9月发布之后3年的股权激励计划,核心考核指标为利润端,以2018年为基准,要求2021-2023年归母净利润增速分别为20%、28%和35%。以2018年归母净利润4.78亿元计算,2021-2023年归母净利润达标要求分别为5.74亿元、6.12亿元和6.46亿元。根据公司财报,公司2021-2022年实际归母净利润为5.17亿元和4.90亿元,未能达成激励目标,主要受到罗顿减值、公允价值变动亏损等因素影响。23年公司实现归母净利润6.63亿元,成功达成23年股权激励目标。24年底,公司全部实施完成2020年股票期权激励计划,成为国内首家达成行权条件的国有文化上市公司。

表 1: 公司2021-2023年股权激励计划

	基本每股收益	归母净利润	归母净利润达标要求 (亿元)	实际完成情 况 (亿元)
2021 年	以 2018 年度财务数据为基准,公司 2021 年度基本每股收益增长不低于 20%,且不低于同期公司同行业平均业绩(或对标企业 75 分位值)水平	以 2018 年度财务数据为基准,公司 2021 年度归属于上市公司股东净利润增长不低于 20%,且不低于同期公司同行业平均业绩(或对标企业 75 分位值)水平	5.74	5.17
2022 年	以 2018 年度财务数据为基准,公司 2022 年度基本每股收益增长不低于 28%,且不低于同期公司同行业平均业绩(或对标企业 75 分位值)水平	以 2018 年度财务数据为基准,公司 2022 年度归属于上市公司股东净利润增长不低于 28%,且不低于同期公司同行业平均业绩(或对标企业 75 分位值)水平	6.12	4.90
2023 年	以 2018 年度财务数据为基准,公司 2023 年度基本每股收益增长不低于 35%,且不低于同期公司同行业平均业绩(或对标企业 75 分位值)水平	以 2018 年度财务数据为基准,公司 2023 年度归属于上市公司股东净利润增长不低于 35%,且不低于同期公司同行业平均业绩(或对标企业 75 分位值)水平	6.46	6.63

数据来源: 《浙报数字文化集团股份有限公司 2020 年股票期权激励计划》, 公司财报, 广发证券发展研究中心

二、数字文化：边锋深耕游戏，基本盘稳固，数字文旅艺术多元拓展

（一）边锋网络：聚焦棋牌游戏，长期积累凸显长线运营能力

边锋以棋牌游戏起家，被收购前已运营发展为国内领先休闲游戏平台。根据边锋网络官网，边锋成立于1999年，主要由2家国内领先的棋牌游戏公司边锋游戏和游戏茶苑合并而来。2004-2005年，盛大网络收购了边锋游戏和游戏茶苑，并在2008-2012年陆续整合，边锋游戏、上海浩方和北京游卡等公司聚合成立边锋集团，孵化出以页游“三国杀OL”为代表的优质游戏，跻身国内优质休闲网络平台。2013年，浙报传媒以32亿元完成对杭州边锋的全资收购。

图 5：边锋网络被收购前发展历程



数据来源：边锋网络官网，广发证券发展研究中心

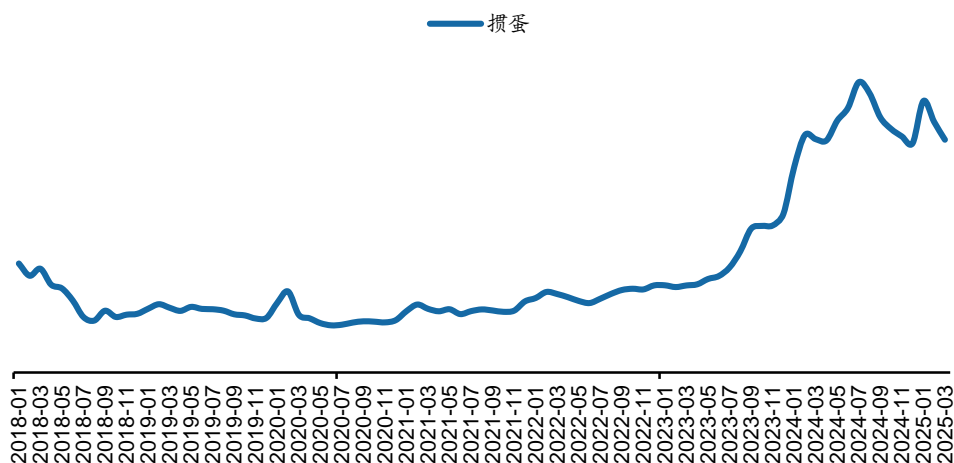
边锋通过控股或参投多家子公司，聚焦棋牌游戏构建丰富游戏矩阵。公司通过全资子公司浙报边锋控股全资控股边锋网络，边锋网络通过旗下全资或参投的多家游戏公司（或其孙公司）开发和运营多款游戏产品。例如，根据爱企查和七麦数据，边锋网络旗下全资子公司杭州边浙开发了《单机斗地主》和《武汉麻将》，全资孙公司东方星空旗下杭州光鸣开发了《双扣全集》和《经典国标麻将》，全资孙公司轩铭网络开发了《浙江游戏大厅》，全资孙公司齐盛网络开发了《掇蛋》和《欢乐象棋合集》等。从游戏品类上看，主要聚焦棋牌游戏和休闲游戏，同时PC端、网页端和移动端均有布局，涵盖了双扣、掇蛋、斗地主、麻将、象棋和拖拉机等多种棋牌游戏细分品类，并覆盖全国各地特色玩法（如杭州麻将、国标麻将、武汉麻将等）。边锋的游戏运营策略主要以量取胜，形成覆盖丰富玩法的棋牌游戏矩阵。其中，2023年以来掇蛋游戏流行，边锋掇蛋APP作为国内最早将掇蛋线上游戏化的平台，用户数显著提升，根据公司年报，2024年Q1边锋掇蛋DAU突破百万，成为国内首个日活跃用户突破百万的掇蛋类游戏APP。

图 6: 边锋股权结构和游戏产品布局



数据来源: 爱企查, 七麦数据, 边锋网络官网, 广发证券发展研究中心

图 7: 边锋攒蛋App月活趋势

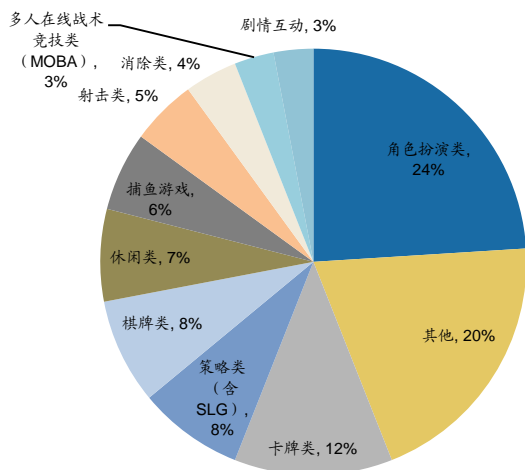


数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

棋牌娱乐线上化提升, 版号收紧下存量游戏加强长线运营。近年来, 国内棋牌游戏受外部因素影响较大。一方面, 疫情期间线下的棋牌娱乐场所可能无法正常开放, 推动棋牌爱好者向线上棋牌游戏转移。疫后线下重新放开, 棋牌游戏的用户粘性较强, 回流线下的冲击相对有限。根据伽马数据, 2024年收入前100的移动游戏中共8款棋牌类游戏, 棋牌游戏流水占比在2020-2023年由2.10%提升至4.67%, 2024年略

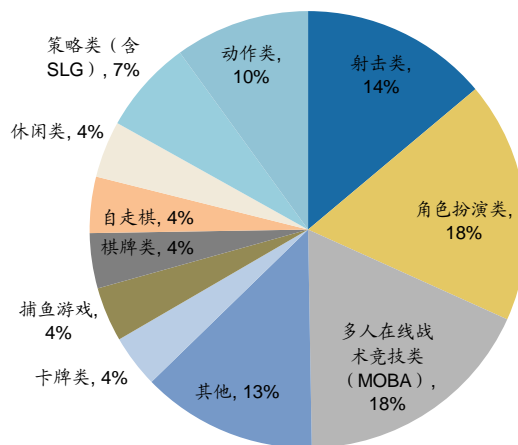
回落至4.08%。另一方面，2018年版号停发后，棋牌游戏受到较严格的限制，近年对棋牌游戏的监管也维持较严。因此，目前市场上主要的棋牌游戏，仍是前期已上线、或有版本号储备的存量游戏。存量市场下，叠加用户本身较强粘性，棋牌游戏厂商加强游戏的长线运营，我们认为边锋网络在内的主要棋牌厂商能够巩固流水的稳健表现。

图 8: 2024年收入排名前100移动游戏产品类型数量占比 (%)



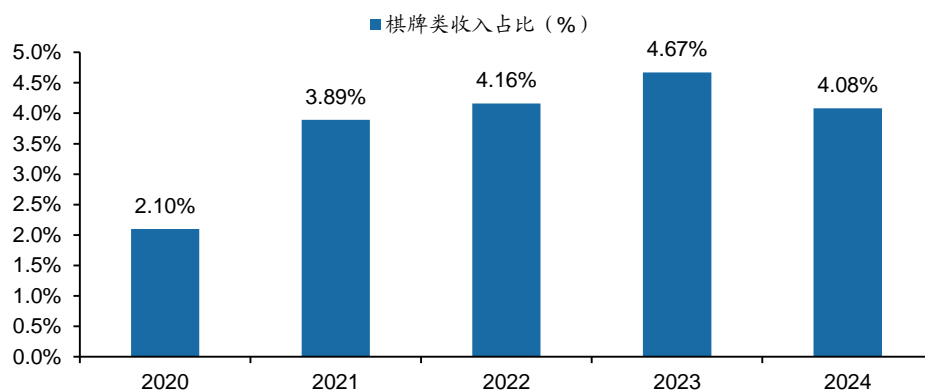
数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

图 9: 2024年收入排名前100移动游戏产品类型收入占比 (%)



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

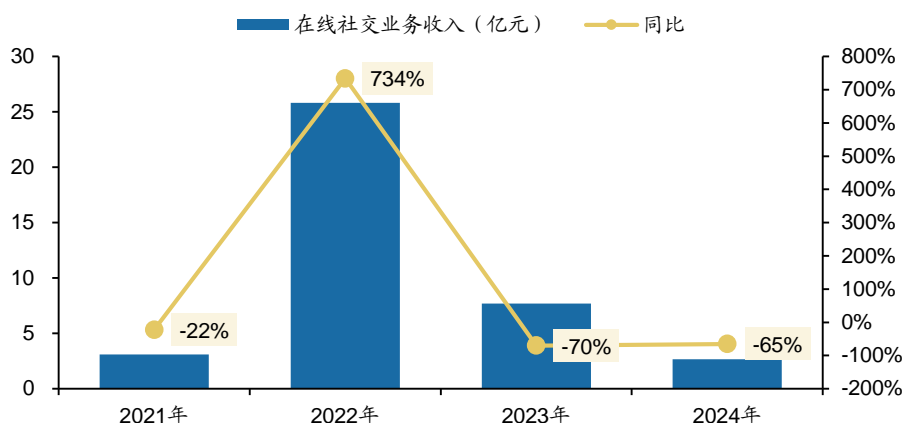
图 10: 2020-2024年棋牌游戏在前100移动游戏的收入占比 (%)



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

边锋积极跟随市场变化，业务调整能力较强。边锋夯实国内互联网休闲类游戏的领先地位的同时，探索社交业务，2022年切入陌生人社交赛道。得益于陌生人社交市场的旺盛需求，边锋社交业务取得积极进展，22年社交业务营收达25.82亿元。考虑到社交业务利润率相对较低，边锋23-24年主动收缩社交业务。

图 11: 公司在线社交收入 (亿元) 和增速 (%)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 数字文旅&艺术: 多元产品矩阵, 数字化赋能文旅艺术业务拓展

基于自身互联网技术积累, 公司积极运用数字化, 赋能传统文旅和艺术产业, 业务主体主要为全资子公司战旗网络、浙报艺术产业集团以及子公司图影科技等。

战旗网络: 根据公司官网、年报, 战旗网络公司成立于2016年10月, 主要为文化、艺术、体育和政务服务领域提供解决方案, 典型产品包括由浙江省文旅厅主导的“浙里艺培”和省体育局主导的“浙里体培”, 分别是面向艺术和体育类培训行业的官方管服平台, 以及浙江省委宣传部主导建设的“精品创作在线”, 省文联建设的“浙里有艺事”等。此外, 2024年9月, 战旗网络携手阿里云通义大模型, 推出AI+城市漫游平台“45度”, 用AI模型算法将体育赛事、文化宝藏、消费热点进行整合, 并为用户量身定制专属玩法, 结合实时人流、天气、花期等动态优化行程。

图影科技: 公司于2021年通过增资完成对图影科技的并购。图影科技开发建设的“云上世界·文旅影像共享平台”, 已成为浙江省内领先的文旅影像数据库, 根据公司22年年报, 全平台图片视频作品超21万件。同时, 图影科技也积极推进政务数字化, 深度参与浙江省文旅厅“浙里文化圈”、“游浙里”平台运营。此外, 还积极探索新媒体整合营销等文旅新业务, 与浙数文旅联合成立浙文旅一体化运营中心, 积极促进浙江省文化广电和旅游厅“浙里文化圈”与“游浙里”两大应用协同发展。

浙报艺术产业集团: 打造艺术融媒体平台, 提供艺术短视频、艺术品拍卖、艺术家课堂、艺术品产权登记等多元业务。浙报艺术产业集团也在教材发行业务取得一定进展, 22年自主开发的《书法教育》进入浙江2022学年中小学教辅材料推荐目录。

图 12: 公司数字文旅&艺术业务布局

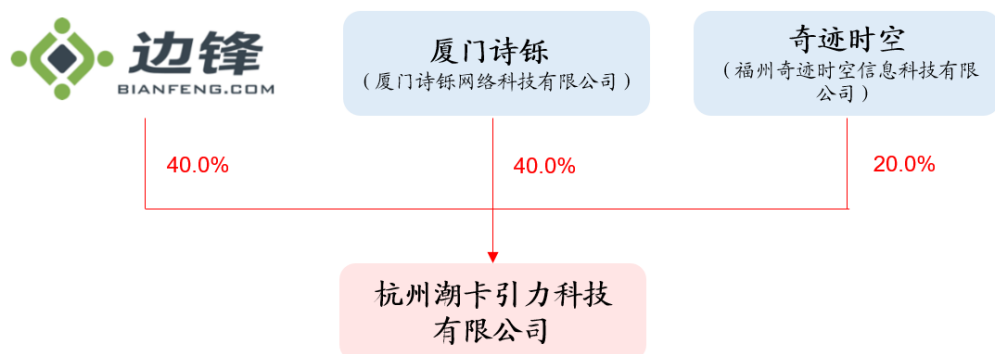


数据来源：战旗网络官网，云上世界官网，艺术融媒体 App，广发证券发展研究中心

（三）谷子经济：投资孵化潮卡引力，布局潮玩 IP

公司孵化潮卡引力布局谷子经济。当前新消费浪潮崛起，根据《浙数文化关于公司2025年“提质增效重回报”行动方案的公告》，在“数字文化+”领域，公司将探索“谷子经济”开发。公司25年3月投资孵化杭州潮卡引力科技有限公司，核心业务包括潮玩IP孵化与运营、潮玩产品研发与生产、线上线下全渠道销售、品牌营销与跨界合作等。在新消费崛起的浪潮下，公司积极布局“谷子经济”，有望带动数字文化业务增长。

图 13: 潮卡引力股权结构



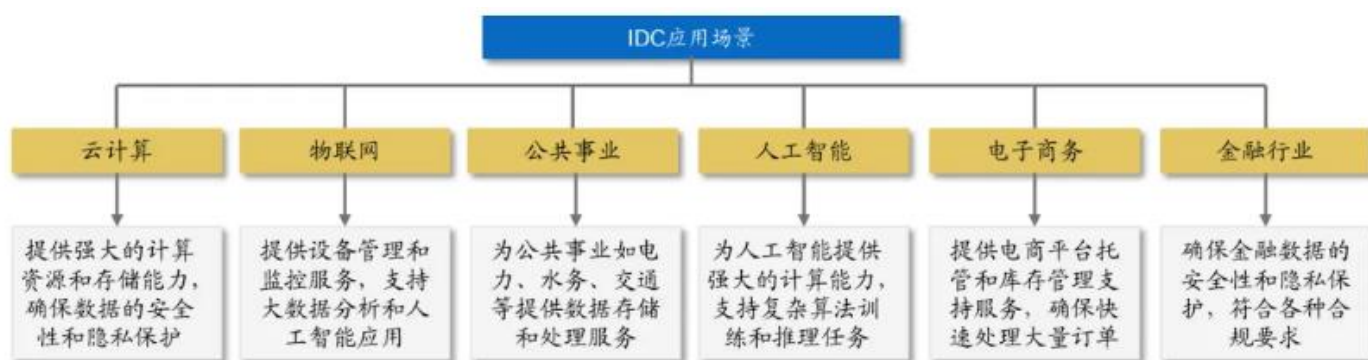
数据来源：企查查，广发证券发展研究中心

三、数字科技：IDC 积极转型，传播大脑影响力持续提升

（一）富春云：IDC 需求景气向上，关注富春云向算力中心转型

应用场景丰富，AI加速发展驱动IDC需求增长。IDC通过集中化存储和管理海量数据，构建覆盖电子商务、实时交易、云计算等多领域底层架构，通过存储支持及实现餐饮业、金融业等行业远程管理与弹性扩展；另一方面，IDC为人工智能提供强大计算能力，确保数据安全性和可靠性。IDC提供高性能计算和大规模分布式算力资源，如弹性计算集群、混合云架构等，为训练复杂AI模型提供核心基础设施；并通过边缘计算节点，推动人工智能从云端向终端延伸，并搭建AI框架以支持智能决策，有望驱动IDC需求持续快速增长。


图 14：IDC 应用场景



数据来源：华为官网，广发证券发展研究中心

较早投建数据中心业务，具备丰富运营经验和技術实力。在2016年，公司顺应大数据产业发展趋势，募资投建包括数据中心（Internet Data Center, IDC）在内的“四位一体”大数据产业生态圈，富春云作为公司的全资子公司，成为数据中心业务主体。经过几年的发展，富春云已成长为国内领先的第三方数据中心，是浙江地区在运营机柜体量最大数据中心之一，入驻客户包括互联网头部企业、国家部委、金融机构、教育行业、交通行业等企事业单位。根据富春云官网，目前富春云在全国共有3个数据中心，分别为位于杭州富阳的杭州富阳数据中心，北京海淀的北京四季青数据中心，以及杭州钱塘区的杭州大江东数据中心。根据富春云官网、公司年报、投资者关系记录表，公司累计建成超10000组机柜，富阳数据中心已进入稳定运营阶段，上电率较高，目前运营情况良好；北京四季青数据中心上电率仍有增量空间；大江东数据中心有序推进建设中。

表 2: 富春云数据中心分布

数据中心	地址	面积	机柜供电标准	电力总容量	机柜数	机房建设标准	
杭州富阳数据中心	浙江省杭州市富阳经济技术开发区场口新区太阳山路 10 号	70792m ²	平均功耗 6KW	138000kVA	7000+	国标 A 级, T3+	
北京四季青数据中心	北京市海淀区杏石口路 80 号益园文化创意产业基地	25000m ²	平均功耗 6KW	46800KVA +	3000+	国标 A 级, T3+	
杭州大江东数据中心	浙江省杭州市钱塘区江东四路 5555 号	20000m ²	平均功耗 6KW	40000kVA	2500+	国标 A 级, T3+	

数据来源: 富春云官网, 广发证券发展研究中心

富春云服务模式多元。根据富春云官网, 其产品服务包括机柜租用、机房定制、云服务、系统集成和智能化管理平台, 能为用户提供多样化选择。当前机柜主要负责提供基础设施建设及运营服务, 公司同时积极关注AI算力租赁的机遇, 富阳基地超 2000 台 8000 瓦机柜数量及北京基地暂未上电的机柜具备打造为算力中心的技术可行性。

图 15: 富春云数据中心产品服务情况



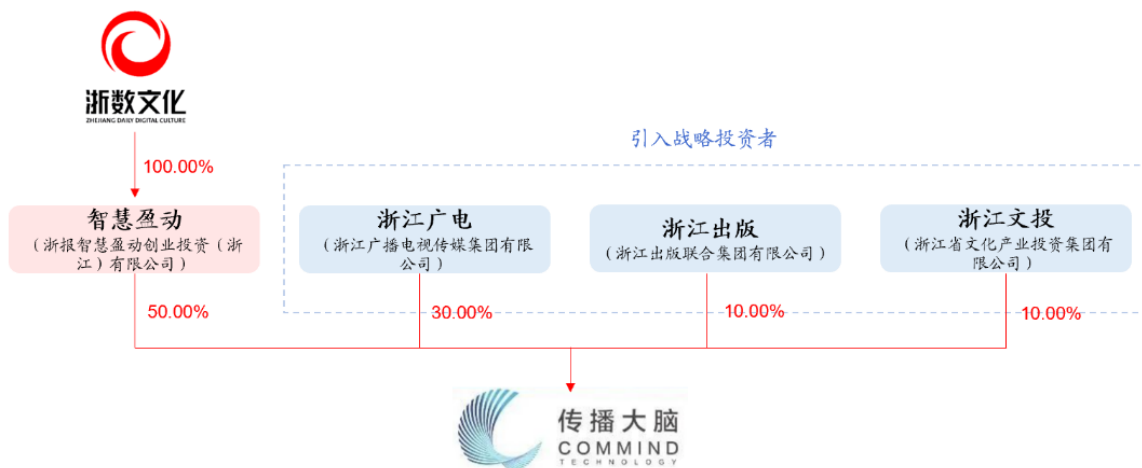
数据来源: 富春云官网, 广发证券发展研究中心

背靠杭州头部互联网企业发展，富春云客户需求旺盛，新建成机柜将贡献增量。富春云的核心机柜布局在以阿里、网易等为代表的互联网企业所在地杭州，充分享受互联网企业对IDC的旺盛需求，驱动业务取得较快进展。此外，富春云科技正在积极打造省域文化算力中心，全面推动数据中心向算力中心基地升级。我们认为，富春云在巩固传统IDC业务的基础上，有望实现算力中心的升级，新建成的北京四季春和未来将建成的大江东数据中心也有望带来业绩增量。

（二）传播大脑：媒体融合技术赋能，传播大模型打造媒体专业大模型

以浙报融媒体为基础，引入多家国资战略投资者增资。（1）2023年引进浙江广电、浙江出版和浙江文投：根据公司年报，2023年1月，浙报融媒体（即现“传播大脑”公司）原有股东智慧盈动（浙数文化全资子公司）和浙报控股（浙数文化控股股东），将持有的传播大脑公司的34.85%股份，合计金额1.05亿元，转让给浙江广电、浙江出版和浙江文投三家浙江地方国资集团，同时三家国资集团和智慧盈动给传播大脑增资1.89亿元。交易完成后传播大脑的股权结构为智慧盈动（50%）、浙江广电（30%）、浙江出版（10%）、浙江文投（10%）。浙报控股（浙数文化控股股东）不再直接持有传播大脑。（2）2024年引进省产业基金：根据公司《关于控股子公司传播大脑科技公司增资扩股并引入战略投资者的公告》，2024年10月省产业基金拟以1.4亿元分两次认购传播大脑新增20%的股权，全部增资完成后，传播大脑股权比例将变更为智慧盈动（40%）、浙江广电（24%）、省产业基金（20%）、浙江出版（8%）、浙江文投（8%），传播大脑仍纳入公司合并报表。国资战略投资者增资有望为传播大脑业务拓展提供强大的资金基础。

图 16：传播大脑公司股权结构（截至25年5月）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

传播大脑公司加强媒体融合技术赋能，为专业媒体和政府提供统一技术支持。传播大脑公司的客户主要包括专业媒体（报业、广电、融媒体中心和其他媒体客户等），和政府部门（包括宣传、网信、发改、公安、农业、体育等）。传播大脑重点产品

包括数字融媒、数字传播、数字文化、数字增长和数据智能等，公司一方面为省内媒体等客户打造统一技术支持平台，组织推进浙报“天目云”和浙江广电“新蓝云”两云合并，并推进浙江省媒体融合“一张网”建设，构建潮新闻客户端为核心、省市县主流媒体为基础的省域一体化传播体系建设。根据传播大脑官微，截至25年3月，传播大脑已向全省2家省级媒体、8家地市级媒体、81家区县级媒体提供技术服务，实现浙江省90%的省市县区媒体覆盖。另一方面，融合省内媒体技术打造统一对外出口，辐射更广阔市场。根据传播大脑公司官网，公司目前提供的产品服务超过90+，覆盖300+客户群，日均数据处理量超过6000万。

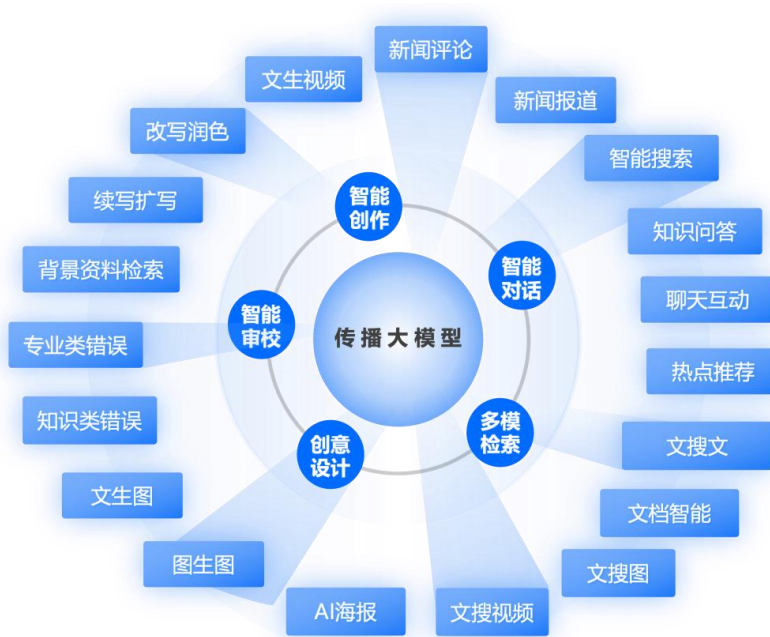
图 17：传播大脑公司重点产品和解决方案



数据来源：传播大脑公司官网，广发证券发展研究中心

推出首个通过备案的媒体垂类大模型“传播大模型”。海内外AI大模型能力持续演进，并且能力与媒体场景的需求十分契合，但AI在媒体行业的使用中，对于防止数据泄露、与采编系统融合的要求较高。“传播大模型”的推出主要是为了推动媒体场景中大模型的应用落地，主要基于国内外开源基础大模型和国内头部大模型平台能力，并结合新闻数据媒资库进行建设，为媒体提供智能创作、智能审校、创意设计、多模态检索、智能对话五大服务。根据传播大脑公众号，2024年2月，传播大模型通过生成式人工智能(大语言模型)上线备案，成为由媒体技术公司研发的首个通过备案的媒体垂类大模型，8月，传播大脑内容生成算法通过国家网信办算法备案。传播大模型主要聚焦在融媒客户端、内容生产平台两大类应用场景，基于高质量新闻数据训练，打通了私域媒资库，并打造大模型应用超市，因此能够接入较为全面的创作流程、支持多模态内容，并具备专业媒体知识库，具有独特优势，有望推动媒体行业往更加高效的时代演进。

图 18: 传播大脑“传播大模型”主要功能



数据来源：传播大脑公众号，广发证券发展研究中心

向多个省份提供服务，2025年推出“万媒”辐射全国市场。随着传播大脑技术实力不断打磨和积累，根据传播大脑公众号，截至2025年4月，传播大脑已将技术产品及服务对接拓展至江西、广西、福建、西藏、新疆、青海等17个省份/自治区，并相继与江西、西藏、宁波、盐城、阜阳达成合作，成立了5家合资公司。2025年1月，公司推出全新战略产品“万媒”，作为媒体一站式智能办公平台，各家媒体机构自主开发的独立应用可嫁接到平台，其他媒体用户可按需付费使用，能够让各省市平台实现资源打通、优势互补。未来，万媒覆盖更多省市并持续迭代升级，有望继续提升传播大脑在媒体领域的影响力，为公司打开营收增长空间。

（三）城市大脑：推进城市数字化管理，持续渗透省内+拓展省外市场

国内首家国有控股混合所有制城市大脑建设运营企业，核心团队政务数字化经验丰富。杭州城市大脑公司成立于2019年4月，核心技术团队拥有浙江政务服务网和浙里办APP的建设运营经验，目前持续深耕智慧城市、数字政府以及数字化改革等城市治理领域。根据爱企查，目前公司持有杭州城市大脑70%股份。

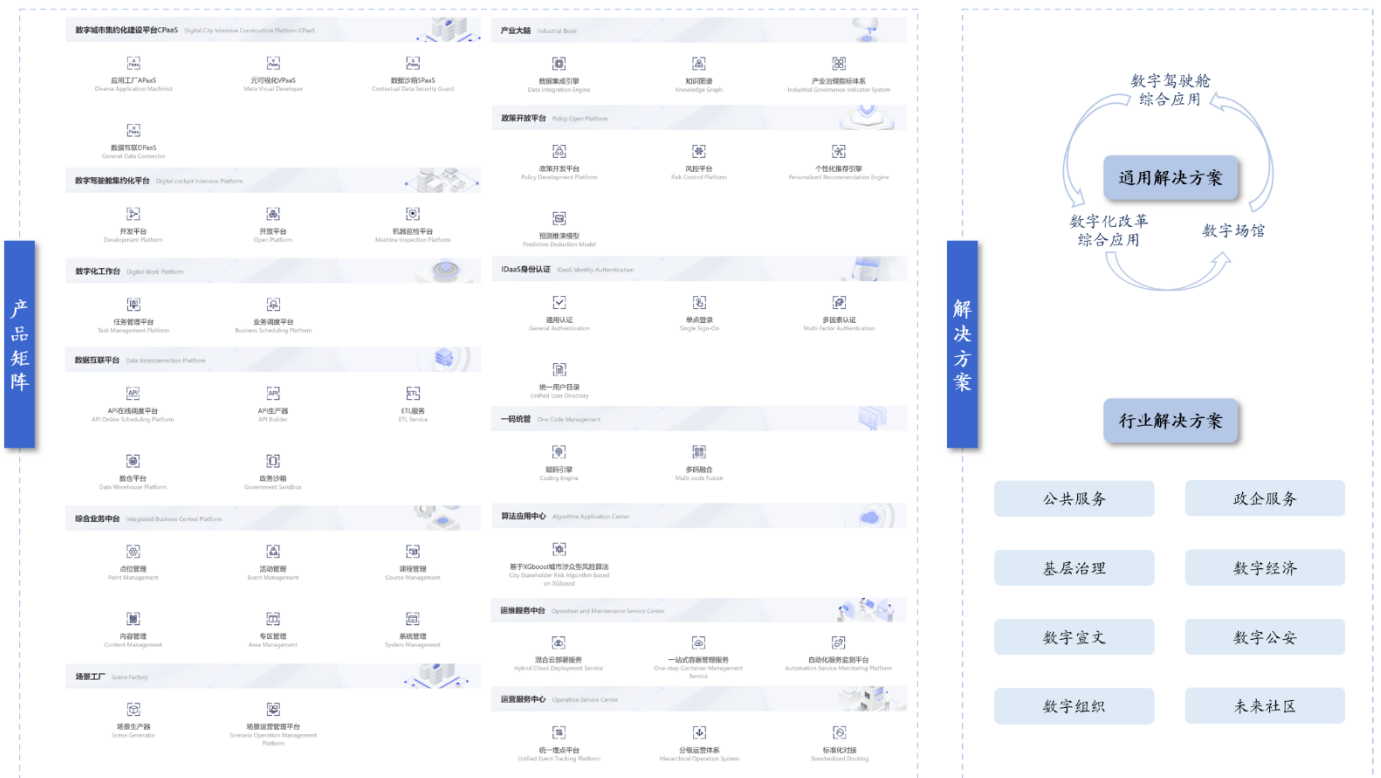
图 19: 杭州城市大脑公司股权结构 (截至2024年4月)



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

城市大脑公司产品矩阵丰富, 深度渗透省内、拓展省外市场。根据杭州城市大脑官网, 目前公司共提供13种主要产品, 以及3类通用解决方案和8类行业解决方案, 产品和服务品类丰富。我们认为, 未来杭州城市大脑将持续省内渗透和省外拓展的发展策略, 一方面已覆盖全省10余个区县, 进一步向省内其他地市区县加强渗透, 另一方面复制“浙江模式”向外, 已拓展北京、山东等省外市场, 后续可关注其他省份的推进。

图 20: 杭州城市大脑公司产品矩阵和解决方案

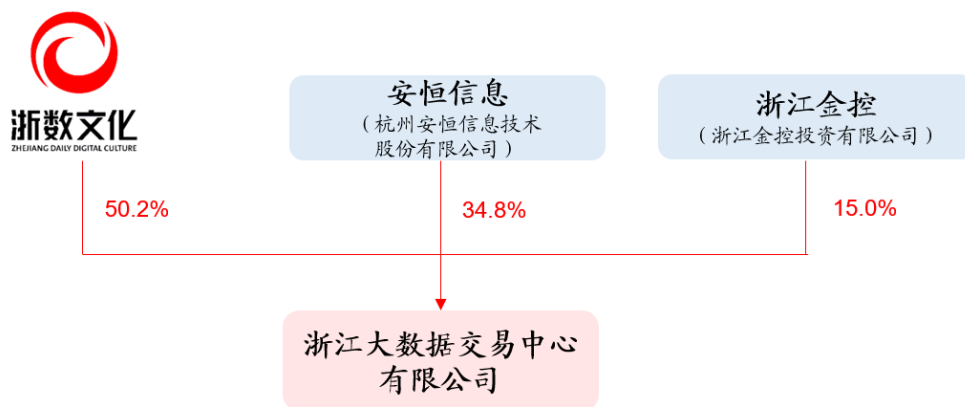


数据来源: 杭州城市大脑公司官网, 广发证券发展研究中心

四、数据运营：数据流通核心节点，政策驱动下业务有望快速发展

政策催化下再迎发展动能，浙江大数据交易中心已实现并表。根据公司年报，2016年3月22日，公司与北京百分点、浙商资本共同投资设立浙江大数据交易中心有限公司（下称“大数据交易公司”），公司出资5320万，股权占比为53.2%。根据浙江大数据交易中心官网，2016年3月28日，浙江省政府办公厅正式批文成立大数据交易公司，5月18日正式成立。2016年大数据交易中心上线运营后，虽然积极推动技术创新，但受制于国内大数据产业整体发展阶段，交易中心和国内其他地方交易机构相似，业务进展相对缓慢。随着2019年国家首次将数据上升为新型生产要素，数据要素逐渐被视为数字经济的重要引擎。2022年12月“数据二十条”出台后，国内数据要素相关政策力度明显加强，随着23年国家数据局完成组建和挂牌，24年以来“数据要素×”三年行动计划、《关于加快公共数据资源开发利用的意见》《关于促进企业数据资源开发利用的意见》等一系列国家层面的数据要素政策已有序落地，有望推动数据要素产业进一步发展提速，浙江大数据交易中心（浙数交）业务有望迎来快速发展。根据公司年报，2024年浙江大数据交易中心完成股权重组，公司持股比例达到50.2%，实现并表。根据爱企查，目前大数据交易公司的另两大股东为安恒信息和浙江金控，持股比例分别为34.8%和15.0%。

图 21：浙江大数据交易中心股权结构



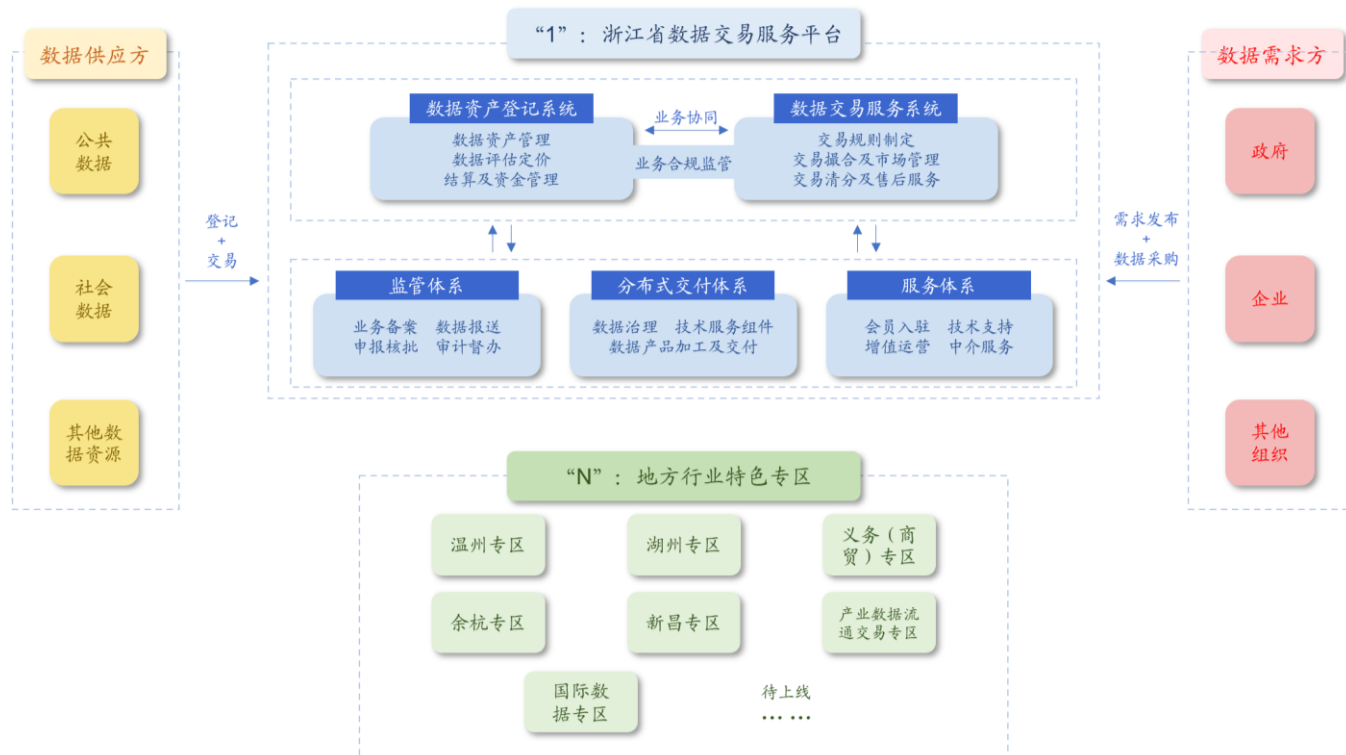
数据来源：爱企查，广发证券发展研究中心

注：截至 2025 年 5 月 16 日。

按照浙江省发改委、经信厅统一创新性规划，浙江大数据交易中心设计了“1+N”交易服务体系。根据浙江大数据交易中心官网，“1+N”模式的“1”即1个全省统一的浙江省数据交易服务平台，“N”则是指N个地方行业特色专区，特色专区的数据相对垂直，如22年5月在温州数安港设立的温州专区，通过上线“信贷数据宝”、“企业开户宝”等数据产品，推动公共数据授权运营在温州试点落地。浙数交“1+N”统分结合的架构设计，与浙江省数据流通市场省市县多层次的特点相适应。在各市

县合作设立“专区”，作为类似数据集团的数据运营主体，能够有效提高其参与数据交易流通的积极性。

图 22：浙江大数据交易中心“1+N”交易服务体系



数据来源：浙江大数据交易中心官网、官微，广发证券发展研究中心

浙江大数据交易中心对内上线多个专区，对外加强与其他交易所和数商合作。梳理浙数交业务推进情况，对内和对外均取得积极进展。内部来看，浙数交已陆续成立多个行业专区和地方专区，根据公司24年报，浙数交已建成以“大数据+隐私计算+区块链”为核心技术竞争力的数据交易服务平台已上线湖州、绍兴、舟山、台州等 15 个区域专区，电力数据、文旅等 8 个行业专区和数据知识产权等 2 个特色专区，基本完成浙江省内全覆盖。外部来看，浙数交23年参与《关于共建数据要素多层次市场交易体系的倡议》、24年积极响应国家数据局《数据交易机构互认互通倡议》等，推动全国数据流通统一大市场建设，另一方面与人民数据等数商展开合作，完成数据资源、产品以及服务能力的互通与协同。

我们认为，浙江大数据交易所的核心优势可总结为牌照优势、地域经济优势、数据结构优势和业务先发优势。

(1) 牌照优势：交易所牌照资源预计收紧，权益类交易场所批复权已从省级收回国家。《数据二十条》指出，要“加强数据交易所体系设计，统筹优化数据交易所的规划布局，严控交易场所数量”。浙江大数据交易所是目前浙江省唯一一家持牌数据交易所，虽然浙江省内存在其他中小交易中心，但在国家政策大方向要求下

预计不会再新发牌照，浙江大数据交易中心在浙江数据交易的核心地位稳固，未来将以浙数所为中心发挥其主要作用。

(2) 地域经济&政策优势：浙江数据产业链建设和数据开放程度全国领先。

数字经济生态方面，浙江省数字经济规模和数商体系建设领先。浙江数字经济是GDP的重要构成，并且规模快速增长。根据浙江发布公众号，自2019年获批建设首批国家数字经济创新发展试验区以来，浙江数字经济增加值保持两位数增长，增速全国第一，数字经济增加值占全省GDP一半以上（2023年4.33万亿元，占GDP比重52.5%）。在此基础上，浙江数商生态建设领先，2024年5月，浙江省率先发布了国内首个数商发展专项文件《关于推进浙江数商高质量发展的实施意见》，计划三年时间培育浙江数商1000家；2025年3月，由浙数文化旗下浙江大数据交易中心等参与发起的浙江数商联盟成立，为数据要素的市场化、数据交易打下良好的基础。

公共数据开放方面，浙江省公共数据运营管理已取得积极进展。浙江从省级到各地方均积极发布多个政策文件，规范公共数据授权运营管理，推动公共数据开放、培育数据要素市场。**省级层面**，浙江省公共数据共享及开放程度较高，政策支持部署数据授权运营工作。根据网信浙江公众号，截至22年2月底，浙江公共数据共享比例达90%，开放比例为20%，位列“2021年度中国开放数林指数”第一名。2022年3月《浙江省公共数据条例》施行，成为全国首部公共数据领域的地方性法规；2023年9月，省政府办公厅印发《浙江省公共数据授权运营管理办法（试行）》，为浙江省各市县公共数据授权运营提供具体可操作的指导意见。在政策指引下，由阿里、浙江金控、浙数文化、浙江广电出资成立的数字浙江为浙江省政府领导下的公共数据平台，与阿里、高校院所、省市运营公司和技术开发公司合作，有望带动浙江公共数据建设和运营。根据浙江省政府官网，截至2025年5月，浙江省共开放3.76万个数据集（含1.96万个API接口），20.87万项数据项，220.21亿条数据。**地方层面**，杭州、温州、宁波、湖州等地也已出台多项公共数据开放管理办法，如杭州22年6月印发《杭州市公共数据开放管理暂行办法》，23年9月印发《杭州市公共数据授权运营实施方案（试行）》等。公司2024年在宁波成立浙数交（宁波）数据运营有限公司，打造了数据要素行业的标杆案例。我们认为，浙江政府对公共数据开放的积极推进有助于丰富数据供给规模，浙江数据产业链建设全国领先，将为从数据生产、流通到应用的全产业链提供更好支持，为浙江大数据交易中心的未来发展奠定良好基础。

表 3: 浙江省政府“数据开放”专区下载量Top10数据集

数据集名称	提供者	下载次数（万次）
A 级景区基本信息	省文化广电和旅游厅	540
台风路径实况信息	省气象局	409
全省各地区卫生机构明细信息	省卫生健康委	288
PM2.5 平均浓度信息	省生态环境厅	254
浙江省政策文件信息	省数据局（省政务服务办）	222
气象灾害预警信号信息	省气象局	210
全民阅读在线活动信息	省委宣传部	187

教育事业统计-高等学校基本信息	省教育厅	157
天气预报信息	省气象局	152
浙江省出口主要商品统计信息	省商务厅	145

资料来源：浙江省政府官网，广发证券发展研究中心

(3) 数据结构优势：省市县多层次统分结合数据结构体系，形成数据结构差异化。相较于上海数据交易所和北京国际大数据交易所等依托于直辖市建设的交易所，浙江大数据交易所具备省市县多级多层次的数据结构体系，构建“1+N”统分结合的数据交易服务体系。我们认为，浙数所的数据结构独特性将为全国数据交易所的建设提供丰富经验，同时统分结构下不同层次的数据交互融合也能进一步增加数据交易价值，提升更多市场参与者的数据交易意愿和需求。根据公司公众号，截至25年2月，交易中心累计会员数已达1400家。

(4) 应用场景优势：与钉钉达成合作，拓展B端业务。25年3月，浙江大数据交易中心与钉钉达成合作，联合运营钉钉数据流通中心，首批上架60余款数据产品及数据第三方服务。钉钉用户可以直接在钉钉平台内进行数据产品和服务的浏览、咨询和下单。与头部流通平台钉钉合作，对交易中心而言，在B端场景打通了流量接口，有望增加分成收益，也是数据交易机构推动数据产业发展的有益尝试。

图 23：浙江大数据交易中心联合钉钉推出“数据流通中心”



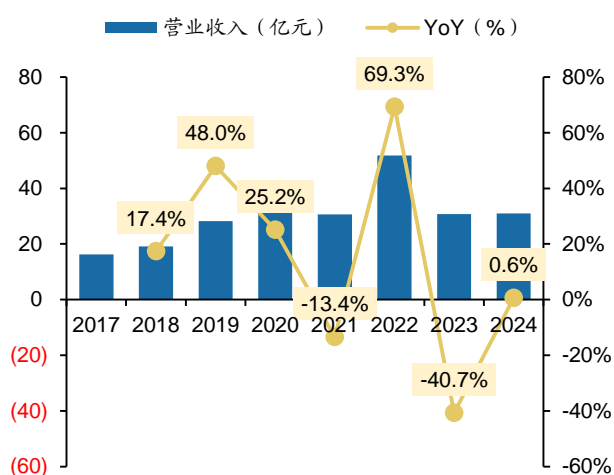
数据来源：浙数文化公众号，钉钉，广发证券发展研究中心

从产业链视角，我们也认为数据交易所将是数据流通环节的核心受益方。一方面，在政策支持+产业发展的双重推动下，市场流通交易的数据量将加速提升。另一方面，基于对数据安全和监管的要求，数据交易将更多往场内转移。两者叠加推动下，交易所内数据交易量将得到进一步提升，交易所业务发展将得到更好发展。

五、财务：收入结构优化调整，投资收益及商誉减值致利润波动

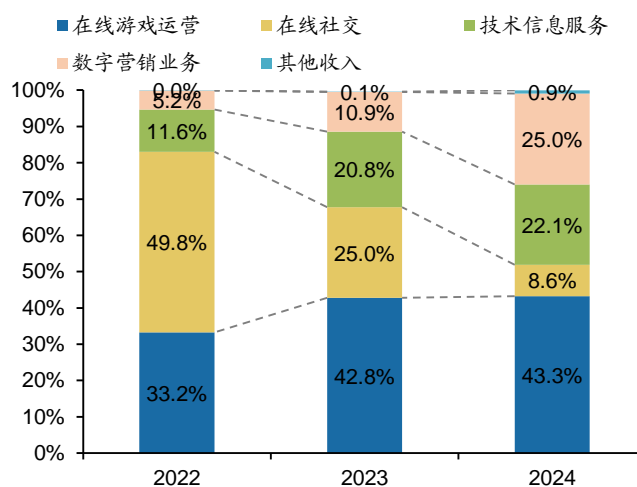
公司收入结构调整，在线社交业务收缩，数字技术占比提升。根据公司财报，2022年公司实现营收51.86亿元，同比增长69.3%，其中在线社交业务25.82亿元，2023年以来社交业务收缩，因此公司整体收入同比下滑40.7%至30.78亿元，2024年稳步增长。技术信息服务业务受到传播大脑增收及智慧网络医院并表推动，收入占比提升至22.1%。

图 24：2017-2024年公司营业收入（亿元）及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

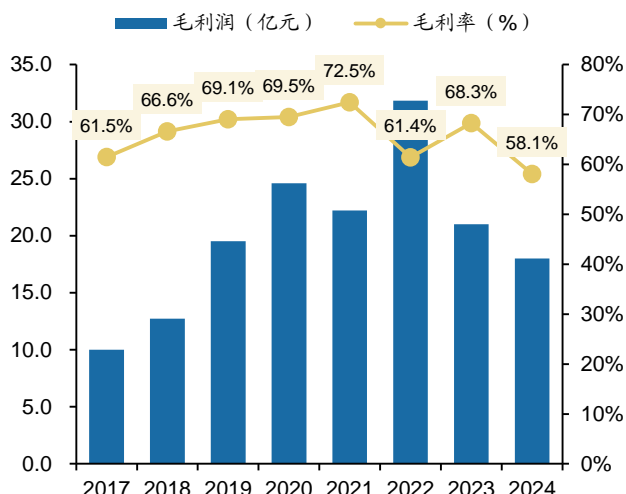
图 25：2022-2024公司营业收入结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

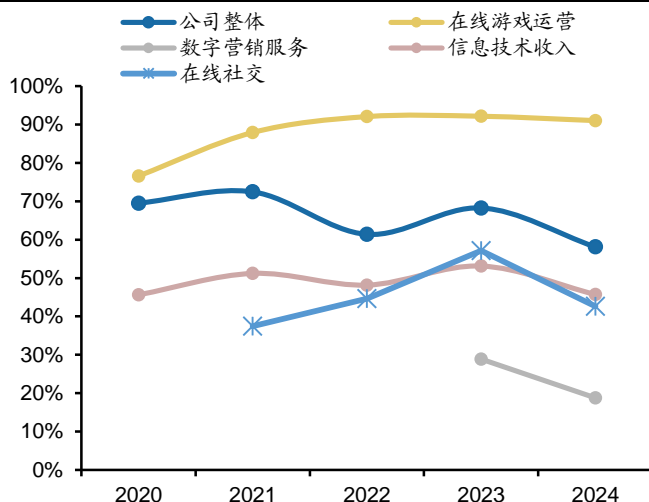
数字营销业务拓展致公司毛利率下降。毛利率来看，2022年毛利率61.4%，同比下降11.1pct，主要因在线社交业务的毛利率相对偏低，低毛利的社交收入占比提升。2023年毛利率提升至68.3%，同增6.9pct，主要因低毛利的社交业务收缩。2024年公司数字营销业务中代理服务营收占比增加，因此拉低数字营销业务毛利率，互联网数字营销业务拓展，收入在公司整体收入中占比相应增加，因此公司2024年毛利率同比有所下降。

图 26: 2017-2024年公司毛利润(亿元)和毛利率(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

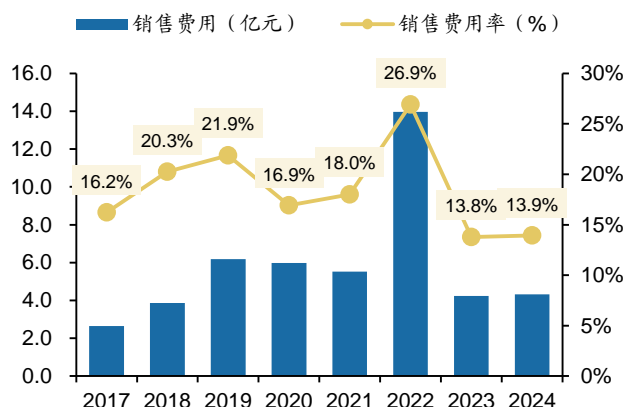
图 27: 2017-2024年公司各业务毛利率(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

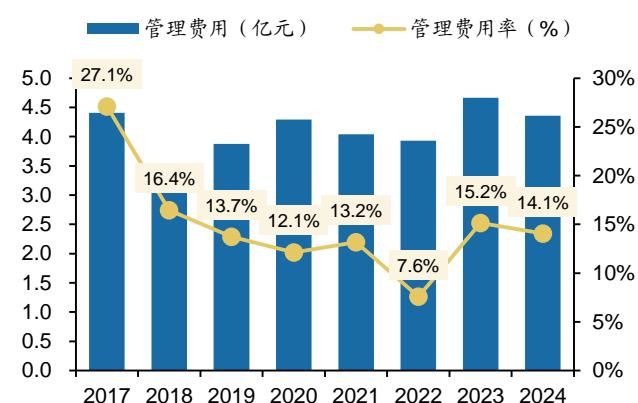
主业利润表现稳健，投资标的价值变化致归母净利润产生波动。费用方面，2023年销售费用率为13.8%，同比下降13.1pct，主要因社交业务的市场推广投放费用减少，2024年维持平稳；2023年管理费用率和研发费用率同比增长主要由于收入同比减少，2024年均控制良好、同比下降。利润端来看，边锋作为公司主业的利润贡献基本稳定，波动主要交易性金融资产公允价值变动（主要为海看股份、世纪华通、华数传媒、平治信息）以及联营企业投资收益带来，23年海看股份IPO带动公司投资收益表现出色，带动归母净利润增长显著，24年公司业务稳健，归母净利润恢复至正常区间。

图 28: 2017-2024年公司销售费用(亿元)和销售费用率(%)



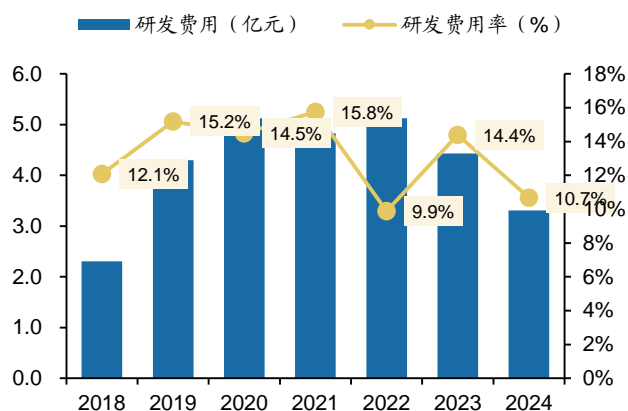
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 2017-2024年公司管理费用(亿元)和管理费用率(%)



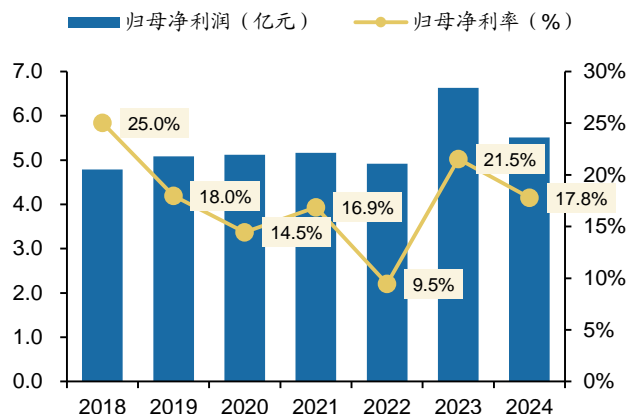
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 30: 2018-2024年公司研发费用(亿元)和研发费用率(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

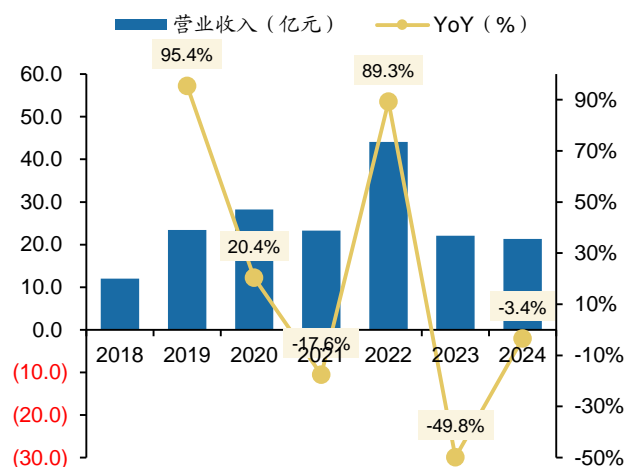
图 31: 2017-2024年公司归母净利润(亿元)和归母净利率(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

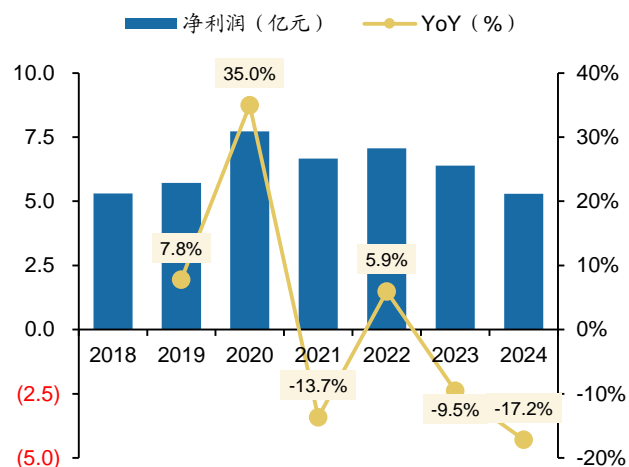
核心子公司边锋和富春云单体表现来看: (1)边锋网络: 22年实现营收44.06亿元, YoY+89.3%, 大幅增长主要得益于在线社交收入增长; 23/24年营收22.11/21.35亿元, YoY-49.8%/-3.4%, 主要因持续主动收缩社交业务。利润端来看, 表现整体稳健, 24年利润同比下滑17.2%主要由于边锋旗下聚轮网络计提商誉减值。(2)富春云: 随着上电率提升, 收入稳步增长, 2024营收3.81亿元, YoY+0.9%。利润端来看, 2023-2024年净利润减少, 主要由于公司出于审慎考虑计提商誉减值。未来有望轻装上阵, 持续提升的算力需求有望带动富春云业绩增长。

图 32: 2018-2024年边锋网络营业收入(亿元)



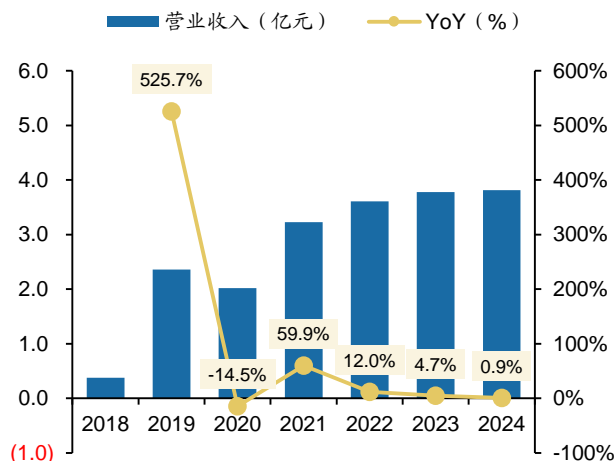
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 33: 2018-2024年边锋网络净利润(亿元)



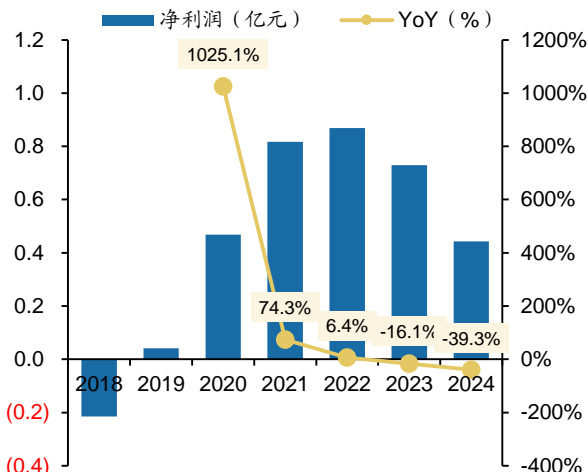
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 34: 2018-2024年富春云科技营业收入 (亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 35: 2018-2024年富春云科技净利润 (亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

六、盈利预测和投资建议

公司数字文化和数字科技为两大核心业务主体, 主要对应在线游戏运营、在线社交、数字营销服务和技术信息服务收入。

(1) 在线游戏运营: 公司棋牌游戏流水或有一定的自然下滑, 但攒蛋等爆款的出现有望带动单品类突破, 同时新上线休闲游戏逐步起量, 休闲游戏占比逐步提升, 以及新渠道拓展带来增量, 预计25-27年游戏收入有望企稳。我们预计25-27年在线游戏运营收入为14.74亿元、16.07亿元和17.35亿元。

(2) 在线社交: 公司主动收缩在线社交收入, 在线社交业务的收入贡献将逐年降低。我们预计25-27年在线社交收入为1.87亿元、1.40亿元和1.12亿元。

(3) 数字营销服务: 23年通过子公司收购九天互动(杭州)加快探索和布局, 提供效果广告代理和全案品牌广告解决方案等服务。随着数字营销业务和其他业务加强协同, 预计未来数字营销服务收入将稳步增长, 我们预计25-27年数字营销服务收入为8.68亿元、9.55亿元和10.32亿元。

(4) 技术信息服务: 富春云存量数据中心贡献稳定收入, 新建成数据中心有序上电, 有望逐步形成收入增量, 大江东数据中心则有望在中期维度带来更大收入弹性。传播大脑和城市大脑等培育业务有望较快推进, 商业化节奏加快带动收入起量。我们预计25-27年技术信息服务收入为7.88亿元、8.82亿元和9.70亿元。

综上, 我们预计25-27年营业收入为33.46亿元、36.14亿元和38.79亿元, 同比增速分别为+8.1%/+8.0%/+7.3%。

毛利端, 由于公司主动收缩低毛利的在线社交业务, 高毛利的游戏等业务占比提升, 信息技术服务的毛利率有望提升, 有望带动公司整体毛利率逐年抬升。我们预计公司25-27年毛利率为61.3%、61.8%和62.1%。

费用端, 我们认为公司整体费用率有望总体保持平稳。其中, 销售费用率方面, 由于在线社交的收缩带动相关投放减少, 预计销售费用率有所优化, 但城市大脑和传播大脑相关产品出省有可能带来一定的营销费用增加, 综合来看我们预计25-27年销

售费用率为14.5%、14.0%、13.5%。此外,预计25-27年管理费用率为14.3%、14.0%、13.7%,25-27年研发费用率预计为11.0%、10.5%、10.2%。

利润端,预计25-27年主业盈利能力稳中有升,毛利率持续优化,同时培育业务收入起量后有望减亏转盈。我们预计25-27年归母净利润为6.65亿元、7.64亿元和8.63亿元。

表 4: 浙数文化盈利预测 (百万元)

单位 (百万元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,186	3,078	3,097	3,346	3,614	3,879
YoY	69%	-41%	1%	8.1%	8.0%	7.3%
在线游戏运营	1,724	1,317	1,340	1,474	1,607	1,735
YoY	-5%	-24%	2%	10%	9%	8%
毛利率 (%)	92%	92%	91%	92%	92%	92%
在线社交	2,582	769	268	187	140	112
YoY	734%	-70%	-65%	-30%	-25%	-20%
毛利率 (%)	45%	57%	43%	45%	45%	45%
技术信息服务	604	641	685	788	882	970
YoY		6%	7%	15%	12%	10%
毛利率 (%)	52%	53%	46%	56%	57%	57%
数字营销业务	271	337	775	868	955	1,032
YoY		24%	130%	12%	10%	8%
毛利率 (%)	47%	29%	19%	19%	19%	19%
其他收入	2	2	28	29	29	30
YoY		8%	1302%	3%	2%	1%
综合毛利率 (%)	61.39%	68.27%	58.11%	61.33%	61.84%	62.10%
期间费用率:						
销售费用率 (%)	26.9%	13.8%	13.9%	14.5%	14.0%	13.5%
管理费用率 (%)	7.6%	15.2%	14.1%	14.3%	14.0%	13.7%
研发费用率 (%)	9.9%	14.4%	10.7%	11.0%	10.5%	10.2%
归母净利润	491	663	512	665	764	863
YoY	-3.95%	34.91%	-22.84%	29.95%	14.98%	12.91%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

估值方面,公司已实现稳定盈利,我们采用PE估值。可比公司方面,基于公司各项业务,选取对应可比公司。

(1) **游戏业务**: 边锋游戏品类以棋牌游戏为主,休闲游戏为辅,因此我们选取姚记科技和昆仑万维作为可比公司。

(2) **数据中心**: 选取光环新网、宝信软件、数据港和奥飞数据为可比公司。

(3) **SaaS/政务数字化**: 选取易华录(政企数字化与数据运营及服务)。

(4) **数字营销**: 选取蓝色光标和易点天下为可比公司。

表 5: 可比公司估值 (截至6月5日收盘)

行业	公司名称	公司代码	市值(亿)	市值单位	净利润(亿元)			PE 估值水平			25-27 净利复合增速
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
游戏	姚记科技	002605.SZ	120.7	人民币	6.21	6.88	7.17	19.42	17.54	16.82	7%
	昆仑万维	300418.SZ	432.8	人民币	-3.93	0.08	1.93	-	5119.85	223.88	-
数据中心	光环新网	300383.SZ	242.0	人民币	4.21	5.07	6.04	57.46	47.72	40.05	20%
	宝信软件	600845.SH	626.0	人民币	27.23	31.64	34.31	22.99	19.78	18.25	12%
	数据港	603881.SH	181.1	人民币	1.73	2.07	2.21	104.95	87.55	81.81	13%
	奥飞数据	300738.SZ	209.3	人民币	2.17	3.38	4.76	96.45	61.97	43.95	48%
SaaS/政务数字化	易华录	300212.SZ	159.2	人民币	-0.97	1.61	3.94	-	98.91	40.42	-
数字营销	蓝色光标	300058.SZ	223.2	人民币	4.48	5.32	6.22	49.81	41.94	35.88	18%
	易点天下	301171.SZ	121.8	人民币	2.95	3.75	4.71	41.29	32.46	25.85	26%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

投资建议: 公司“数字文化+数字科技”双轮驱动, 边缘贡献稳定业绩基本盘和现金流, 富春云IDC收入稳健, 盈利仍有进一步改善空间; 传播大脑、城市大脑等业务有望加快推进, 数字营销有望贡献新增长点; 数据要素相关政策持续出台, 浙江省作为国内重要的先行先试地区, 浙江大数据交易中心作为数据流通核心环节, 业务预计将取得更快进展。我们认为, 公司在游戏等成熟业务的支撑下, 数据要素相关业务有望打开中长期成长空间。同时, 随着后续国家和地方层面数据要素相关政策持续落地, 有望进一步抬升公司估值。可比公司中, 由于昆仑万维、易华录加大新业务布局投入, 25年出现亏损, 暂无可参考的PE估值; 数据中心行业的光环新网、宝信软件、数据港、奥飞数据由于业务进展及增速存在差异, 因此估值存在差异。参考可比公司估值, 公司当前利润主要由游戏和IDC业务构成, AI、数据要素等新业务的起量和盈利能力提升, 公司将打开利润增长空间, 我们给予公司一定的估值溢价, 我们给予公司25年30x PE, 对应合理总价值199亿元人民币, 对应合理价值15.73元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

七、风险提示

(一) 游戏流水下滑风险

公司存量棋牌游戏已运营较长时间, 同时市场对棋牌游戏的版号限制尚未放开, 而休闲游戏目前的贡献相对较小, 因此未来游戏收入表现仍与存量棋牌游戏流水表现较为相关, 如果存量棋牌游戏流水不及预期, 则可能对公司整体游戏收入造成冲击。

(二) 数据要素政策落地节奏不及预期

自“数据二十条”发布以来, 国家和地方层面数据要素相关政策频出, 推动公司大数据交易中心业务取得积极进展。但目前较多仍以指导性政策为主, 后续需要政策甚至在立法层面的实质性落地。若后续政策落地节奏不及预期, 或对公司数据要素布局也有负面影响。

（三）业务拓展和转型不及预期

边锋在游戏业务基础上，积极探索直播、社交等业务，但由于监管等多重因素，目前尚未找到游戏外另一业务增长点。数字科技方面也通过传播大脑、城市大脑等多家子公司拓展新业务方向。如果上述新业务拓展和转型不及预期，或将降低公司成长性预期。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,147	2,944	3,310	3,945	4,702
货币资金	1,893	1,394	1,614	2,176	2,772
应收及预付	654	859	964	977	1,105
存货	38	85	87	104	108
其他流动资产	562	606	646	687	717
非流动资产	9,763	9,394	9,319	9,236	9,144
长期股权投资	1,740	1,577	1,577	1,577	1,577
固定资产	1,553	1,748	1,659	1,567	1,469
在建工程	316	16	106	190	271
无形资产	767	686	611	536	461
其他长期资产	5,387	5,367	5,367	5,367	5,367
资产总计	12,910	12,338	12,630	13,181	13,846
流动负债	1,516	1,047	947	1,002	1,068
短期借款	0	11	11	11	11
应付及预收	433	279	298	314	339
其他流动负债	1,083	757	637	676	718
非流动负债	643	311	311	311	311
长期借款	387	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	256	311	311	311	311
负债合计	2,159	1,358	1,257	1,313	1,379
股本	1,266	1,268	1,268	1,268	1,268
资本公积	2,969	2,869	2,869	2,869	2,869
留存收益	5,638	5,871	6,236	6,701	7,264
归属母公司股东权益	9,869	10,005	10,370	10,834	11,397
少数股东权益	882	975	1,003	1,034	1,070
负债和股东权益	12,910	12,338	12,630	13,181	13,846

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3078	3097	3346	3614	3879
营业成本	977	1297	1294	1379	1470
营业税金及附加	18	17	17	18	19
销售费用	424	431	485	506	524
管理费用	466	436	478	506	531
研发费用	443	331	368	379	396
财务费用	-13	-16	-20	-24	-32
资产减值损失	-189	-92	-10	-10	-10
公允价值变动收益	20	-19	40	34	30
投资净收益	214	47	33	36	39
营业利润	839	578	839	965	1090
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	839	578	839	965	1090
所得税	148	36	147	169	191
净利润	691	542	692	796	899
少数股东损益	28	30	28	32	36
归属母公司净利润	663	512	665	764	863
EBITDA	1064	919	1068	1203	1329
EPS (元)	0.52	0.40	0.52	0.60	0.68

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	840	243	735	1,075	1,106
净利润	691	542	692	796	899
折旧摊销	286	294	314	323	332
营运资金变动	-147	-622	-207	17	-65
其它	10	29	-65	-61	-60
投资活动现金流	97	-283	-215	-212	-209
资本支出	-320	-201	-248	-248	-248
投资变动	386	15	-40	-34	-30
其他	31	-98	73	70	69
筹资活动现金流	-188	-718	-301	-301	-301
银行借款	-54	-375	0	0	0
股权融资	145	100	0	0	0
其他	-279	-442	-301	-301	-301
现金净增加额	751	-754	220	562	596
期初现金余额	1,139	1,890	1,136	1,356	1,918
期末现金余额	1,890	1,136	1,356	1,918	2,514

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-40.7%	0.6%	8.1%	8.0%	7.3%
营业利润	24.8%	-31.1%	45.2%	15.0%	12.9%
归母净利润	34.9%	-22.8%	30.0%	15.0%	12.9%
获利能力					
毛利率	68.3%	58.1%	61.3%	61.8%	62.1%
净利率	22.4%	17.5%	20.7%	22.0%	23.2%
ROE	6.7%	5.1%	6.4%	7.1%	7.6%
ROIC	5.6%	5.2%	5.4%	6.0%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	16.7%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净负债比率	20.1%	12.4%	11.1%	11.1%	11.1%
流动比率	2.08	2.81	3.50	3.94	4.40
速动比率	1.89	2.49	3.16	3.60	4.08
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.25	0.26	0.27	0.28
应收账款周转率	5.16	4.00	3.72	3.98	3.76
存货周转率	81.51	36.28	38.39	34.62	35.92
每股指标 (元)					
每股收益	0.52	0.40	0.52	0.60	0.68
每股经营现金流	0.66	0.19	0.58	0.85	0.87
每股净资产	7.80	7.89	8.18	8.54	8.99
估值比率					
P/E	21.27	26.15	25.71	22.36	19.81
P/B	1.42	1.33	1.65	1.58	1.50
EV/EBITDA	11.97	13.18	14.71	12.60	10.95

广发传媒行业研究小组

旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
徐呈雋：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
罗悦纯：高级分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。