

浙数文化（600633）

AI 战略加速落地，数字产业多点开花

投资评级

买入

首次评级

2025 年 06 月 30 日

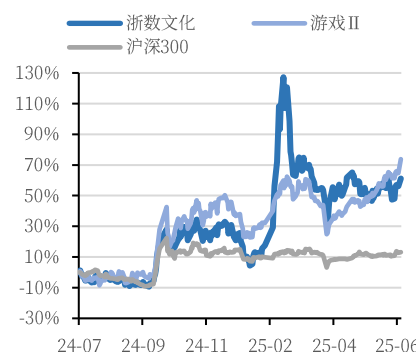
收盘价(元):

13.84

公司基本数据

总股本(百万股)	1,268.07
总市值(百万)	17,550.15
流通股本(百万股)	1,268.07
流通市值(百万)	17,550.15
12 月最高/最低价(元)	19.80/7.77
资产负债率(%)	9.80
每股净资产(元)	8.00
市盈率(TTM)	31.56
市净率(PB)	1.73
净资产收益率(%)	1.42

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 分析师
SAC 执业证书: S0640525040003
联系电话:
邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

- ◆ “文化+科技”战略引领数字经济布局，AI 赋能驱动产业创新升级。
公司坚定实施“传媒控制资本、资本壮大传媒”的发展理念“1335”战略行动方案，聚焦“数字文化+”、“数字技术+”、“数据运营+”以及“创新赛道”四大核心方向，致力于成为国内领先的数字文化产业集团。公司积极推动 AI 智能全面赋能产业发展，深化文化与科技的融合，在数字内容、数字技术解决方案、数据要素流通及新兴产业投资等领域持续发力。
- ◆ 数字文创多元驱动，AI 赋能释放增长动能。
 - 业绩方面，2024 年公司实现营业收入 30.97 亿元/同比+0.61%；归母净利润为 5.12 亿元/同比-22.84%，主要系投资收益和公允价值变动减少所致；扣非归母净利润为 4.05 亿元，同比增长 12.80%，主营业务盈利能力持续增强。分季度看，公司 Q1~Q4 分别实现营收 6.78/7.34/7.56/9.28 亿元，分别同比-26.58%/-4.03%/+26.27%/+17.44%，归母净利润 0.99/0.48/3.27/0.37 亿元，扣非归母净利润为 0.71/1.31/1.19/0.84 亿元，整体利润表现相对稳健。业务结构方面，在线游戏运营业务营收 13.40 亿元/同比+1.77%，继续作为基本盘支撑；技术信息服务营收 6.85 亿元/同比+6.87%；数字营销营收快速增长至 7.75 亿元，同比+130.23%；在线社交业务营收下滑至 2.68 亿元，同比-65.23%。
 - 盈利能力方面，公司 2024 年毛利率为 58.11%，同比-10.16pct，主要受低毛利的数字营销业务占比提升（毛利率 18.78%/同比-10.10pct）及在线社交板块毛利下滑拖累；游戏业务毛利率维持在 91.04%的高位。费用端保持稳健，全年销售/管理/研发费用率分别为 13.93%/14.06%/10.67%，分别同比+0.16pct/-1.09pct/-3.73pct，财务费用率为-0.53%，维持负值，整体费用结构保持合理。综合作用下，销售净利率同比-4.95pct 至 17.49%。
- ◆ 2025Q1 延续修复态势，盈利能力持续改善。25Q1 公司实现营业收入 7.06 亿元/同比+4.16%；归母净利润 1.44 亿元/同比+44.86%；扣非

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

归母净利润为 1.03 亿元/同比+44.56%。毛利率 57.52%，同比-6.07pct，环比+3.08pct，整体费用率为 41.08%/同比-6.19pct，主要系销售费用率同比-7.55pct 至 13.98%。净利率 21.06%，同比+5.77pct，环比+12.22pct，盈利修复趋势持续向好。

- ◆ **核心数字文化业务稳健增长，游戏主业现金流强，社交业务战略收缩释放资源。**公司数字文化板块为核心业务支柱，2024 年在线游戏运营业务实现营收 13.40 亿元/同比+1.77%，稳居总营收首位。子公司边锋网络维持强劲表现，“边锋攒蛋”日活跃用户突破百万，成为公司具备高增长潜力的自研平台型产品。边锋网络全年合并净利润达 5.29 亿元，为公司提供稳定现金流和可持续的利润支撑。在线社交业务收入为 2.68 亿元，同比下降 65.23%，主要系公司战略调整收缩不盈利业务所致，利润影响已在 Q3 前集中释放，有助于资源重新配置。新媒体平台“战旗”在探索内容差异化及技术融合方面持续发力，与阿里云通义千问合作推出“45 度”文化服务智能体平台，在文旅体融合服务方向积累初步优势。我们认为，公司游戏板块将继续发挥现金流母体作用，同时为数字文化创新业务留出空间，有望形成“稳+新”协同驱动格局。
- ◆ **数字技术板块持续扩张，IDC+大模型落地推动平台级能力构建。**2024 年，公司技术信息服务业务实现营收 6.85 亿元/同比+6.87%。旗下富春云科技围绕算力基础设施全面布局，在杭州富阳、北京益园、杭州大江东三地建成并运营数据中心，基于底层数据全覆盖为依托，聚焦 IDC 节能与大模型结合，开发富春云 AI 智慧节能平台建设，为数据中心持续优化运行策略和节能效果提供保障。同时，子公司传播大脑聚焦传媒算法与内容理解，已获得浙江省产业基金战略投资，具备较强“政产学研”整合能力。其自主研发的“传播大模型”“生成式辅助脚本”等 4 项 AI 算法已通过国家网信办备案，构建差异化内容理解与创作能力。我们认为，公司正逐步形成“硬件底座+AI 平台+场景应用”的一体化数字技术能力体系，为后续多行业赋能打下基础。
- ◆ **数据运营与 AI 应用双轮驱动，产业协同拓展成长边界。**在数据要素政策加速落地背景下，公司抢先布局数据流通平台，控股浙江大数据交易中心，2024 年完成股权重组并实现并表，初步构建“1+N”省域数据流通体系。目前交易平台已上线 15 个区域专区，实现浙江省基本覆盖，并试点跨区域数据互认。数字营销业务方面，淘宝天下及新并表的九天互动全年带动板块收入同比增长 130.23%，后者已建立稳定客户基础（米哈游、途虎、巨人网络等），具备较强执行力。我们认

为，公司具备“内容+技术+数据+平台”的融合优势，在构建多样化 AI 应用生态的同时，形成较强的产业协同和资本运作能力，数字经济布局具备持续拓展潜力。

◆ **投资建议：**公司围绕“文化+科技”持续布局，主动收缩低毛利的在线社交业务，游戏主业稳健增长带动公司整体毛利率逐年抬升，AI 应用和数据要素业务加快落地，成长逻辑清晰。随着传播大脑商业化推进、IDC 资源优化及数据平台生态建设深化，业绩有望持续改善，建议关注 AI 成果转化与新兴业务放量节奏。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.41/7.46/8.16 亿元，EPS 分别为 0.51/0.59/0.64 元，对应目前 PE 分别为 27/24/22 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**游戏版号及政策变动风险，AI 与数据要素业务商业化落地不及预期，IDC 项目利用率和盈利能力提升进度不达预期。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5186.37	3078.02	3096.73	3350.35	3606.33	3842.04
增长率 (%)	69.27%	-40.65%	0.61%	8.19%	7.64%	6.54%
归属母公司股东净利润	489.69	662.94	511.53	641.28	745.73	816.19
增长率 (%)	-5.21%	35.38%	-22.84%	25.36%	16.29%	9.45%
每股收益 EPS(元)	0.39	0.52	0.40	0.51	0.59	0.64
PE	35.84	26.47	34.31	27.37	23.53	21.50

资料来源：同花顺，中航证券研究所

◆ 公司主要业务拆分

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,078.02	3,096.73	3,350.35	3,606.33	3,842.04
yoy	-40.65%	0.61%	8.19%	7.64%	6.54%
毛利率	68.27%	58.11%	60.51%	60.90%	61.15%
1、在线游戏运营业务					
收入	1,316.64	1,339.96	1,473.96	1,591.88	1,687.39
yoy	-23.63%	1.77%	10.00%	8.00%	6.00%
毛利率	92.17%	91.04%	92.00%	92.00%	92.00%
2、数字营销服务					
收入	336.72	775.25	891.54	998.53	1,098.38
yoy	-	130.23%	15.00%	12.00%	10.00%
毛利率	28.88%	18.78%	19.00%	20.00%	21.00%
3、信息服务收入					
收入	640.81	684.85	767.03	843.73	911.23
yoy	-21.93%	6.87%	12.00%	10.00%	8.00%
毛利率	53.13%	45.72%	54.00%	55.00%	56.00%
4、在线社交业务					
收入	769.47	267.58	187.30	140.48	112.38
yoy	-70.20%	-65.23%	-30.00%	-25.00%	-20.00%
毛利率	57.18%	42.66%	43.00%	43.00%	43.00%
5、其他收入					
收入	2.00	28.07	29.47	30.65	31.57
yoy	7.72%	1302.42%	5.00%	4.00%	3.00%
毛利率	-10.18%	21.62%	22.00%	22.00%	22.00%

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1167.17	1893.21	1393.92	2654.28	3515.92	4428.57	营业收入	5186.37	3078.02	3096.73	3350.35	3606.33	3842.04
应收票据及账款	320.67	596.93	774.16	564.82	607.98	647.71	营业成本	2002.35	976.79	1297.18	1323.02	1410.21	1492.72
预付账款	138.11	57.96	84.42	81.22	87.42	93.14	税金及附加	21.56	18.17	17.15	17.42	18.75	19.97
其他应收款	90.28	68.55	46.67	61.14	65.81	70.11	销售费用	1396.30	423.99	431.34	475.75	504.89	530.20
存货	18.86	37.76	85.36	50.22	53.53	56.66	管理费用	393.04	466.39	435.54	475.75	504.89	530.20
其他流动资产	712.91	492.91	559.38	565.78	578.87	590.93	研发费用	512.38	443.10	330.53	368.54	360.63	384.20
流动资产总计	2448.01	3147.33	2943.91	3977.46	4909.53	5887.12	财务费用	-3.00	-12.56	-16.32	1.15	-5.90	-11.82
长期股权投资	1742.36	1739.80	1576.53	1635.60	1694.67	1753.74	资产减值损失	-76.96	-189.12	-91.53	-50.26	-43.28	-38.42
固定资产	1233.98	1747.52	1948.70	1645.72	1342.30	1038.46	信用减值损失	-6.96	-18.67	-4.55	-4.92	-5.30	-5.64
在建工程	755.37	316.20	16.45	13.71	10.97	8.23	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	816.68	767.21	685.81	573.21	460.27	346.99	投资收益	67.21	213.80	46.92	109.31	109.31	109.31
长期待摊费用	15.25	12.81	13.59	6.80	0.00	0.00	公允价值变动损益	-223.71	20.07	-19.31	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	5187.91	5179.10	5152.52	5150.48	5148.44	5146.39	资产处置收益	-6.69	3.70	1.24	-0.59	-0.59	-0.59
非流动资产合计	9751.55	9762.65	9393.60	9025.50	8656.64	8293.81	其他收益	55.27	46.84	43.81	48.64	48.64	48.64
资产总计	12199.55	12909.97	12337.51	13002.97	13566.17	14180.92	营业利润	671.89	838.75	577.89	800.91	931.66	1019.86
短期借款	0.00	0.00	11.43	0.00	0.00	0.00	营业外收入	7.45	3.22	1.29	3.99	3.99	3.99
应付票据及账款	458.11	432.76	276.61	390.32	416.04	440.39	营业外支出	2.32	3.07	1.26	2.22	2.22	2.22
其他应付款	935.83	1083.08	758.91	927.41	989.77	1048.63	信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1393.94	1515.85	1046.95	1317.74	1405.82	1489.01	利润总额	677.02	838.90	577.92	802.69	933.43	1021.63
长期借款	634.75	573.63	198.75	132.18	70.92	15.41	所得税	120.85	148.08	36.29	111.79	130.00	142.28
其他非流动负债	31.82	69.23	111.96	111.96	111.96	111.96	净利润	556.17	690.82	541.63	690.89	803.43	879.34
非流动负债合计	666.56	642.86	310.71	244.13	182.87	127.37	少数股东损益	66.47	27.88	30.10	49.62	57.70	63.15
负债合计	2060.51	2158.71	1357.66	1561.87	1588.69	1616.38	归属母公司股东净	489.69	662.94	511.53	641.28	745.73	816.19
股本	1265.73	1265.73	1268.07	1268.07	1268.07	1268.07	EBITDA	914.06	1079.28	823.61	1231.00	1355.46	1431.72
资本公积	2942.57	2969.47	2969.34	2969.34	2969.34	2969.34	NOPLAT	778.98	660.78	544.38	682.25	788.72	859.54
留存收益	5068.75	5634.10	5867.49	6279.12	6757.80	7281.71	EPS(元)	0.39	0.52	0.40	0.51	0.59	0.64
归属母公司权益	9277.05	9869.30	10004.90	10416.53	10895.21	11419.12	主要财务比率						
少数股东权益	861.99	881.96	974.95	1024.57	1082.27	1145.42	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	10139.05	10751.26	10979.85	11441.10	11977.48	12564.54	成长能力						
负债和股东权益合计	12199.55	12909.97	12337.51	13002.97	13566.17	14180.92	营收增长率	69.27%	-40.65%	0.61%	8.19%	7.64%	6.54%
现金流量表							营业利润增长率	-8.03%	24.83%	-31.10%	38.59%	16.32%	9.47%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	-9.20%	22.60%	-32.04%	43.13%	15.39%	8.87%
税后经营利润	556.17	690.82	541.63	545.32	657.85	733.77	EBITDA增长率	-3.68%	18.08%	-23.69%	49.46%	10.11%	5.63%
折旧与摊销	240.04	252.93	262.01	427.16	427.93	421.91	归母净利润增长率	-5.21%	35.38%	-22.84%	25.36%	16.29%	9.45%
财务费用	-3.00	-12.56	-16.32	1.15	-5.90	-11.82	经营现金流增长率	-1.18%	-17.11%	-73.90%	628.06%	-25.12%	5.63%
投资损失	-67.21	-213.80	-46.92	-109.31	-109.31	-109.31	盈利能力						
营运资金变动	16.31	-148.10	-620.30	509.03	17.65	18.26	毛利率	61.39%	68.27%	58.11%	60.51%	60.90%	61.15%
其他经营现金流	230.90	237.36	90.46	159.72	159.72	159.72	净利率	10.72%	22.44%	17.49%	20.62%	22.28%	22.89%
经营性现金净流量	973.20	806.66	210.57	1533.07	1147.94	1212.52	营业利润率	12.95%	27.25%	18.66%	23.91%	25.83%	26.54%
资本支出	353.55	288.67	159.90	-0.00	0.00	-0.00	ROE	5.28%	6.72%	5.11%	6.16%	6.84%	7.15%
长期投资	190.88	385.66	15.40	0.00	0.00	0.00	ROA	4.01%	5.14%	4.15%	4.93%	5.50%	5.76%
其他投资现金流	29.94	-0.04	-138.98	36.10	36.10	36.10	ROIC	8.44%	6.79%	5.69%	6.94%	8.73%	9.85%
投资性现金净流量	-132.73	96.95	-283.48	36.10	36.10	36.10	估值倍数						
短期借款	-522.61	0.00	11.43	-11.43	0.00	0.00	P/E	35.84	26.47	34.31	27.37	23.53	21.50
长期借款	155.80	-61.11	-374.88	-66.57	-61.26	-55.51	P/S	3.38	5.70	5.67	5.24	4.87	4.57
普通股增加	0.00	0.00	2.34	0.00	0.00	0.00	P/B	1.89	1.78	1.75	1.68	1.61	1.54
资本公积增加	-44.93	26.90	-100.13	0.00	0.00	0.00	股息率	0.58%	0.94%	1.81%	1.31%	1.52%	1.67%
其他筹资现金流	-196.03	-153.38	-256.31	-230.79	-261.15	-280.46	EV/EBIT	16.05	16.58	23.32	20.11	16.58	14.40
筹资性现金净流量	-607.77	-187.59	-717.54	-308.80	-322.41	-335.97	EV/EBITDA	11.84	12.69	15.90	13.13	11.35	10.16
现金净流量	240.27	717.86	-786.40	1280.37	861.63	912.65	EV/NOPLAT	13.89	20.74	24.06	23.70	19.50	16.92

资料来源: 同花顺, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把握最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637