

浙数文化 (600633.SH)

优于大市

2025 年收入下降 0.5%，持续看好公司的 AI 产业链卡位优势

核心观点

2025 年公司收入同比下降 0.5%，游戏和社交业务下滑、数字营销业务贡献增量。 1) 2025 全年，公司收入 30.8 亿元，同比-0.5%；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同比-7.4%/-19.8%/-3.6%/+19.7%。公司归母净利润 5.7 亿，同比+11.9%。2) 2025 年第四季度，公司收入 9.3 亿，同比+0.2%；归母净利润 0.4 亿，同比+2.7%。3) 4 月 1 日，公司高管何锋、郑法其、梁楠、张宇宜、朱成永、余羽合计增持公司股份 5.7 万股，占总股本的 0.0045%，彰显管理层对未来发展的信心。

毛利率和整体费用率同比均有下降。 公司 2025 年毛利率 49.3%，同比下降 8.8 个百分点，其中在线游戏运营/在线社交/技术信息/数字营销业务的毛利率分别同比下降 10.5/14.8/3.8/0.9 个百分点；归母净利率 18.6%，同比增长 2.1 个百分点。费用率整体下降 5.6 个百分点至 32.6%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.7%/12.3%/0.9%/10.6%，分别同比-5.2/-1.8/+1.5/-0.1 个百分点。

公司将 AI 技术深度融入数字文化、数字技术和数据运营 workflow，具备卡位优势。 1) 数字文化领域：公司运用 AI 技术优化游戏、体育、文旅等方面的布局。边锋网络用 AI 算法持续优化游戏体验、强化精品游戏开发、探索潮玩业务、布局 AI 漫剧；战旗网络自研的 3 种算法已通过国家网信办境内深度合成服务算法备案，还承接了 2025 中超联赛浙江队主场等体育展示工作；数字文旅方面也上线了 AI 伴游智能体“鲸六向导”，打造国内文旅领域垂直领域 AI 旅行助手。2) 数智技术领域：传播大脑全省融媒“一张网”已为全省 95 家媒体提供技术服务，业务拓展至 26 个省市自治区；富春云科技推动算力基础设施升级，杭州富阳数据中心基本建成浙江省域文化算力中心，北京四季青数据中心与多家国内领先的科技、算力企业共同打造国内算力重点项目。3) 数据运营领域：浙江大数据交易中心数据交易服务平台入驻数商会员达 1500 余家，上架数据产品 3000 多个，2025 年场内交易额明显增长。此外，淘宝天下的全案营销领域运用 AI 视频生产等工具取得突破。

风险提示： AI 应用利润不及预期；产品竞争激烈；监管风险。

投资建议： 看好 AIGC 时代公司的产业链布局优势，维持“优于大市”评级。公司 2025 年主动缩减社交业务收入略有下滑，但营销、漫剧、潮玩成为新的增长点，我们维持盈利预测，预计公司 2026-2027 年归母净利润分别为 7.4/8.2 亿、新增 2028 年预测 8.7 亿；公司核心业务稳健、AI 垂类应用和数据要素布局前瞻，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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,097	3,081	3,495	3,944	4,380
(+/-%)	0.6%	-0.5%	13.4%	12.9%	11.1%
净利润(百万元)	512	573	740	818	869
(+/-%)	-22.8%	11.9%	29.2%	10.5%	6.4%
每股收益(元)	0.40	0.45	0.58	0.64	0.69
EBIT Margin	18.9%	17.1%	22.9%	21.8%	20.9%
净资产收益率 (ROE)	5.1%	5.6%	7.0%	7.6%	7.8%
市盈率 (PE)	30.0	26.8	20.7	18.8	17.6
EV/EBITDA	19.9	20.1	17.3	16.2	15.7
市净率 (PB)	1.53	1.50	1.46	1.42	1.38

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	12.46 元
总市值/流通市值	15800/15800 百万元
52 周最高价/最低价	17.79/10.61 元
近 3 个月日均成交额	781.02 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

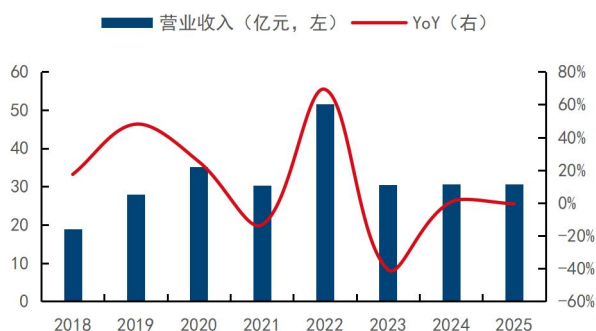
相关研究报告

- 《浙数文化 (600633.SH) - 第三季度主业稳健，关注数据运营和 AI 应用进展》——2025-10-30
- 《浙数文化 (600633.SH) - 核心主业稳中向上，AI 应用和数据运营业务进展迅速》——2025-08-13
- 《浙数文化 (600633.SH) - 核心主业稳健，AI 应用加速落地》——2025-04-07
- 《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

2025 年公司收入同比下降 0.5%，游戏和社交业务下滑、数字营销业务贡献增量。

1) 2025 全年，公司收入 30.8 亿元，同比下降 0.5%；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 12.4/2.1/6.6/9.3 亿元，分别同比 -7.4%/-19.8%/-3.6%/+19.7%。公司归母净利润 5.7 亿元，同比增长 11.9%；扣非后归母净利润 3.9 亿元，同比下滑 4.3%。2) 2025 年第四季度，公司收入 9.3 亿元，同比增长 0.2%；归母净利润 0.4 亿元，同比增长 2.7%。3) 4 月 1 日公告，公司高管何锋、郑法其、梁楠、张宇宜、朱成永、余羽合计增持公司股份 5.7 万股，占总股本的 0.0045%，增持股份金额合计 70.1 万元（不含交易费用），本次增持彰显管理层对未来发展的信心。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



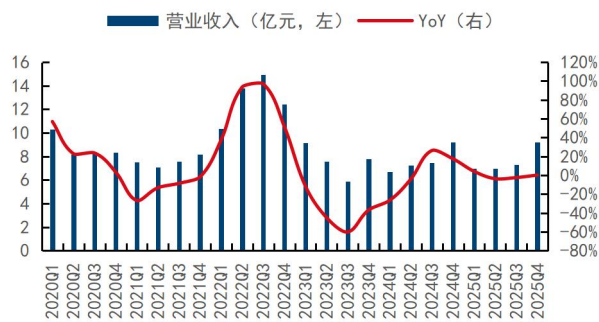
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



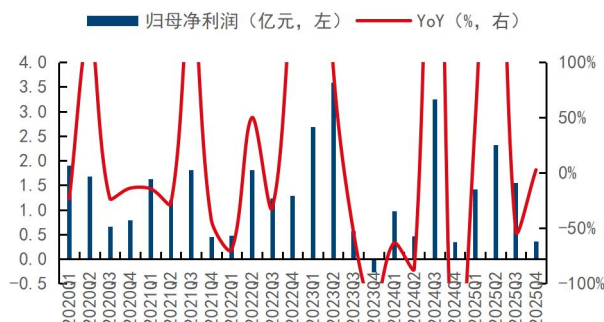
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

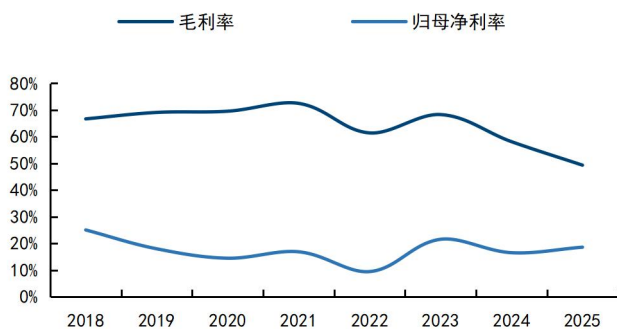
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

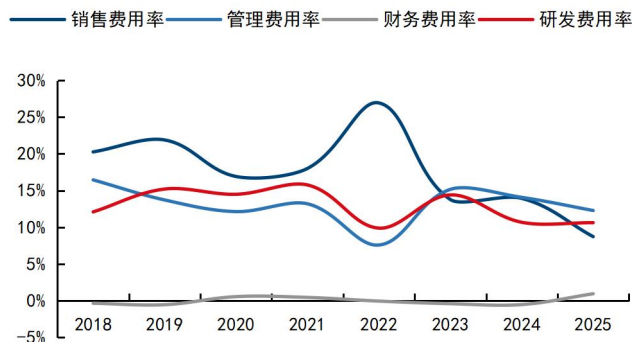
毛利率和整体费用率同比均有下降。公司 2025 年毛利率 49.3%，同比下降 8.8 个百分点，其中在线游戏运营/在线社交/技术信息/数字营销业务的毛利率分别同比下降 10.5/14.8/3.8/0.9 个百分点，在线游戏毛利率的下降主要是由于会计准则调整；归母净利率 18.6%，同比增长 2.1 个百分点。费用率整体下降 5.6 个百分点至 32.6%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.7%/12.3%/0.9%/10.6%，分别同比-5.2/-1.8/+1.5/-0.1 个百分点。

图5: 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6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司将 AI 技术深度融入数字文化、数字技术和数据运营 workflow，具备卡位优势。

1) 数字文化领域: 公司运用 AI 技术优化游戏、体育、文旅等方面的布局。边锋网络用 AI 算法持续优化游戏体验、强化精品游戏开发; 战旗网络持续推进 45 度文化服务智能体平台建设, 自研的“45 度路线生成算法”“45 度户外路线生成算法”“45 度认知科学动态兴趣图谱生成算法”“45 度书籍智能阅读生成算法”通过国家网信办境内深度合成服务算法备案, 还承接了 2025 中超联赛浙江队主场、2025 女超联赛浙江队主场、苏超联赛苏州主场、浙 BA 温州主场等体育展示工作; 数字文旅方面也上线了 AI 伴游智能体“鲸六向导”, 打造国内文旅领域垂直领域 AI 旅行助手。2) 数智技术领域: 传播大脑全省融媒“一张网”已为全省 95 家媒体提供技术服务, 业务拓展至 26 个省市自治区; 富春云科技推动算力基础设施升级, 杭州富阳数据中心基本建成浙江省域文化算力中心, 北京四季青数据中心与多家国内领先的科技、算力企业共同打造国内算力重点项目。3) 数据运营领域: 浙江大数据交易中心数据交易服务平台新增上线平湖、衢州、丽水、萧山、金华、中科视语、高质量数据集等专区, 入驻数商会员达 1500 余家, 上架数据产品 3000 多个, 2025 年场内交易额明显增长。公司参与发起浙江数商联盟并设立联盟秘书处, 与钉钉等多家互联网公司达成数据交易合作。此外, 淘宝天下的全案营销领域运用 AI 视频生产等工具取得突破。

投资建议: 看好 AIGC 时代公司的产业链布局优势, 维持“优于大市”评级。公司 2025 年由于主动缩减社交业务收入略有下滑, 但营销、漫剧、潮玩业务成为新的增长点, 我们维持盈利预测, 预计公司 2026-2027 年归母净利润分别为 7.4/8.2 亿、新增 2028 年预测 8.7 亿; 公司核心业务稳健、AI 垂类应用和数据要素布局前瞻, 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			
					2023	2024	2025A/E	2026E	2023	2024	2025A/E	2026E
600633.SH	浙数文化	优于大市	12.46	158	0.52	0.40	0.45	0.58	21	26	27	21
002555.SZ	三七互娱	优于大市	22.78	504	1.20	1.21	1.42	1.52	16	13	15	14
002605.SZ	姚记科技	优于大市	21.18	89	1.36	1.30	1.39	1.54	16	21	15	14

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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1394	1230	1844	2101	2685	营业收入	3097	3081	3495	3944	4380
应收款项	818	806	910	1027	1140	营业成本	1297	1562	1696	1988	2275
存货净额	85	121	42	50	58	营业税金及附加	17	19	22	24	27
其他流动资产	252	362	524	592	657	销售费用	431	269	297	327	350
流动资产合计	2944	2716	3420	3837	4626	管理费用	436	378	310	342	372
固定资产	1764	1747	1764	1669	1567	研发费用	331	327	370	402	438
无形资产及其他	686	599	569	539	509	财务费用	(16)	3	12	6	0
投资性房地产	5367	5372	5372	5372	5372	投资收益	47	12	0	31	10
长期股权投资	1577	2580	2680	2687	2694	资产减值及公允价值变动	72	253	0	0	0
资产总计	12338	13015	13805	14104	14768	其他收入	(473)	(501)	(370)	(402)	(438)
短期借款及交易性金融负债	35	498	600	378	492	营业利润	578	614	787	886	927
应付款项	277	310	628	746	863	营业外净收支	0	(3)	0	(2)	(2)
其他流动负债	736	616	737	859	977	利润总额	578	611	787	884	926
流动负债合计	1047	1425	1965	1983	2332	所得税费用	36	47	59	66	69
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	30	(9)	(11)	0	(13)
其他长期负债	311	347	337	327	337	归属于母公司净利润	512	573	740	818	869
长期负债合计	311	347	337	327	337	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1358	1771	2302	2310	2669	净利润	512	573	740	818	869
少数股东权益	975	996	992	992	987	资产减值准备	(116)	23	(106)	(0)	(1)
股东权益	10005	10248	10511	10802	11112	折旧摊销	255	325	219	226	232
负债和股东权益总计	12338	13015	13805	14104	14768	公允价值变动损失	(72)	(253)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(16)	3	12	6	0
每股收益	0.40	0.45	0.58	0.64	0.69	营运资本变动	(704)	(166)	136	38	58
每股红利	0.25	0.29	0.38	0.42	0.44	其它	127	(26)	102	0	(4)
每股净资产	7.89	8.08	8.29	8.52	8.76	经营活动现金流	2	476	1091	1081	1155
ROIC	11%	10%	13%	14%	15%	资本开支	0	(451)	(100)	(100)	(100)
ROE	5%	6%	7%	8%	8%	其它投资现金流	(85)	198	97	32	(18)
毛利率	58%	49%	51%	50%	48%	投资活动现金流	78	(1257)	(103)	(75)	(125)
EBIT Margin	19%	17%	23%	22%	21%	权益性融资	4	112	0	0	0
EBITDA Margin	27%	28%	29%	28%	26%	负债净变化	(387)	0	0	0	0
收入增长	1%	-0%	13%	13%	11%	支付股利、利息	(321)	(369)	(476)	(526)	(560)
净利润增长率	-23%	12%	29%	11%	6%	其它融资现金流	831	1243	102	(222)	114
资产负债率	19%	21%	24%	23%	25%	融资活动现金流	(580)	617	(375)	(749)	(446)
息率	2.1%	2.4%	3.1%	3.4%	3.6%	现金净变动	(499)	(164)	614	257	584
P/E	30.0	26.8	20.7	18.8	17.6	货币资金的期初余额	1893	1394	1230	1844	2101
P/B	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	货币资金的期末余额	1394	1230	1844	2101	2685
EV/EBITDA	19.9	20.1	17.3	16.2	15.7	企业自由现金流	0	194	995	960	1039
						权益自由现金流	0	1437	1086	732	1153

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

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