



## 经营稳健, 算力、AI应用等业务稳步拓展

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 充分受益于 AI 基建、数据要素市场化与数字文化消费升级三重周期叠加, 战略契合“十五五”及浙江省 AI 政策主链; 2) 公司卡位“算力—算法—数据”三要素, 富春云三大算力中心机柜超一万组, 落地 3 个垂类大模型及 9 项备案算法, 2026 年数字营销同比增长 19.7%, 逐步构建 AI 时代产业平台型公司; 3) AI 应用矩阵丰富, 业务覆盖 To C/To B/To G 全链路, 传播大脑服务全国 26 省市 95 家媒体, 文旅平台累计用户超 1500 万, 产品化转型顺利、成长空间充足。
- 经营质量稳健, 利润端具备韧性, 降本增效对冲周期波动。** 2025 年公司实现营业收入 30.8 亿元(同比-0.5%), 归母净利润 5.7 亿元(同比+11.9%)。游戏业务作为公司基本盘, 或受到精品化取舍等策略影响, 2025 年收入同比下滑 7.4%, 但考虑到公司游戏产品多为长生命周期产品, 预计未来将保持平稳增长。毛利率由 2023 年 68.3% 降至 2025 年 49.3%, 主要源于低毛利数字营销业务快速放量的结构性变化而非商业模式恶化; 整体期间费用率自 2021 年峰值 47.4% 持续回落, 降本增效成果显著, 现金流充裕、负债规模低。
- 卡位“算力—算法—数据”三要素, 构建 AI 时代产业平台型公司。** 算力底座方面, 全资子公司富春云已形成杭州富阳、北京四季青、杭州大江东三大算力中心布局, 合计机柜资源超一万组, 由传统 IDC 运营商升级为兼具省域文化算力承载、国产智算节点建设能力的新型基础设施平台, 是“一中心、两矩阵、两网”中的核心“一中心”。算法矩阵方面, 截至 2025 年末已有 3 个垂类大模型和 9 项算法通过国家网信办备案, 其中“传播大模型”为全国首个通过中央网信办备案的媒体领域垂直大模型, 整合 5 大类超 100 项 AIGC 能力, 累计覆盖用户超 4 万人、完成智能创作任务超 120 万次; 2026 年 3 月推出业内首个媒体智能助理“灵思超级助手”, 标志模型商业化从单点 AIGC 功能向智能体重构 workflow 升级。数据方面, 2025 年数字营销业务实现收入 9.3 亿元、同比增长 19.7%, 成为公司主要收入增长极。
- AI 应用矩阵多场景落地, To C/To B/To G 全链路变现能力成熟。** 公司围绕“文化+科技”“文化+旅游”“文化+民生”推进从项目制向产品化转型, 已在文娱潮玩、数字融媒、城市智治、智慧医疗、数智文旅、智能营销等 AI 垂直场景打造出丰富的 AI 应用矩阵, 并凭借成熟服务能力打通 To C、To B、To G 全链路变现、持续优化用户体验: 数字融媒端“传播大脑”已服务全省 95 家媒体并拓展至全国 26 个省市自治区, “灵思超级助手”重构媒体“策采编审发”全流程; 城市智治端杭州城市大脑推出 AgentPaaS、大模型一体机、AI 问数等产品; 数智文旅端“浙浙”文旅大模型与“鲸六向导”AI 伴游智能体落地, “浙里文化圈”“游浙里”累计注册用户突破 1500 万。此外, 公司培育的“掌心雷”App 跻身国内网络文学垂类领先阵营, 是重要的收入增长来源, 更是 AI 文娱板块的核心上游资产, 其沉淀的文学 IP 可向 AI 漫剧、谷子衍生、短剧等场景转译, 可为公司文娱内容生产提供源头供给。
- 公司积极推进“文化+科技”一体的投资战略, 逐步形成以“白马资产”稳定产**

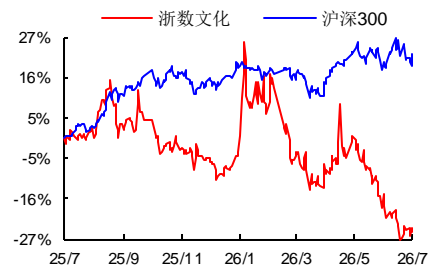
### 西南证券研究院

分析师: 苟宇睿  
执业证号: S1250524030001  
电话: 021-68415523  
邮箱: gyr@swsc.com.cn

分析师: 潘妍洁  
执业证号: S1250525100002  
电话: 023-65796461  
邮箱: panyj@swsc.com.cn

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	12.68
流通 A 股(亿股)	12.68
52 周内股价区间(元)	10.0-17.39
总市值(亿元)	131.88
总资产(亿元)	130.86
每股净资产(元)	8.21

### 相关研究



业协同与“黑马资产”前瞻科技孵化并行的多元格局。一方面，“白马资产”锚定战略协同和价值投资定位，围绕公司主业开展投资；另一方面，公司上市以来一直围绕主业进行“黑马资产”的前瞻布局，把投资作为主业发展运营，通过滚动投资、有序退出的动态循环，持续为公司增厚利润。当前公司将投资布局前沿聚焦于AI人形机器人、算力硬件、AI大模型、智能穿戴、商业航天等硬科技赛道。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 33.5/35.7/37.6 亿元，yoy 为 8.8%/6.6%/5.3%；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 7.0/7.6/8.3 亿元，对应 PE 为 19/17/16 倍。考虑到公司完成“文化+科技”双轮驱动转型，深度卡位“算力—算法—数据”三要素，同时 AI 应用以及社交文学等业务稳步增长，我们给予公司 30 倍 PE，对应目标价 16.50 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、市场竞争风险、多领域布局的管理风险、技术革新及核心人才流失风险、资本市场波动和投资不及预期风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3081.25	3353.37	3573.47	3764.42
增长率	-0.50%	8.83%	6.56%	5.34%
归属母公司净利润（百万元）	572.60	695.60	761.27	828.34
增长率	11.94%	21.48%	9.44%	8.81%
每股收益 EPS（元）	0.45	0.55	0.60	0.65
净资产收益率 ROE	5.01%	5.80%	6.03%	6.23%
PE	23	19	17	16
PB	1.29	1.22	1.15	1.09

数据来源：Wind，西南证券

## 目 录

<b>1 从传统传媒龙头到“文化+科技”数字集团领军者</b>	<b>1</b>
1.1 国资控股稳固，多元股东背书	1
1.2 三大板块协同，构建数字产业生态	2
1.3 业务多元迭代，降本增效对冲周期波动	3
<b>2 行业环境：“十五五”开局下的政策红利与周期共振</b>	<b>5</b>
2.1 “十五五”开局：从政策催化走向产业兑现	5
2.2 区域维度：浙江从“数字经济大省”走向“人工智能创新发展高地”	7
2.3 数据要素市场：从制度建设逐步走向价值兑现	7
2.4 数字文化消费新周期：数字文旅与谷子经济共同打开增量空间	10
<b>3 算力与 AI 生态：国产智算卡位，大模型及垂直应用全栈布局</b>	<b>11</b>
3.1 算力底座——国产智算中心的战略卡位与基建升级	11
3.2 算法矩阵——垂类大模型从备案到商业化的跨越	13
3.3 数据运营：并表控制浙江大数据交易中心，逐步实现全链条运营	16
3.4 应用融合：“AI+”多场景落地与产品化转型	17
3.5 投资布局：前沿科技与文化融合的投资布局	18
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>20</b>
4.1 盈利预测	20
4.2 相对估值	21
<b>5 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2026 年 3 月 31 日) .....	2
图 3: 2017-2026Q1 公司营业总收入.....	4
图 4: 2017-2026Q1 公司归母净利润.....	4
图 5: 2017-2025 公司各业务收入占比.....	4
图 6: 2017-2025 各业务毛利率 .....	4
图 7: 2019-2026Q1 公司毛利率和净利率情况.....	5
图 8: 公司期间费用率情况 .....	5
图 9: 2025 政府工作报告提到持续推进“人工智能+”行动 .....	6
图 10: 2025 政府工作报告新词热词之一: 未来产业 .....	6
图 11: 2023-2028 年中国数据要素行业市场规模情况.....	8
图 12: 中国数据要素行业价值流通全链路体系建设一览图 .....	9
图 13: 2015-2025 年中国数字文旅行业市场规模 .....	10
图 14: 中国数字文旅行业需求占比.....	10
图 15: 2017-2029E 中国泛二次元用户规模及增长率 .....	11
图 16: 2017-2029E 中国谷子经济市场规模及增长率 .....	11
图 17: 富春云云服务 .....	12
图 18: 传播大模型.....	14
图 19: 灵思超级助手 .....	15
图 20: 45 度文化服务智能体平台 .....	15
图 21: 掌心雷精品故事推荐页面 .....	18
图 22: 掌心雷话题互动广场页面 .....	18
图 23: 2020-2025 年公司公允价值变动损益 (亿元) .....	19
图 24: 2020-2025 年公司公允价值变动损益占归母净利润比例.....	19

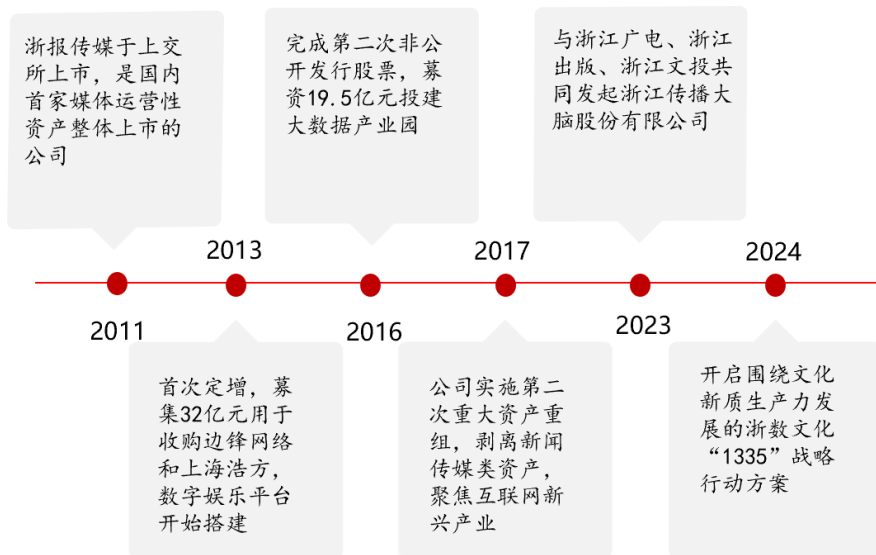
## 表 目 录

表 1: 公司主要业务.....	3
表 2: AI 产业政策由“规划引领”走向“规模应用”的关键节点.....	6
表 3: 浙江及杭州人工智能政策的关键目标 .....	7
表 4: 富春云数据中心情况 .....	13
表 5: 浙数文化垂类大模型与算法矩阵.....	13
表 6: 浙数文化数据要素平台运营关键指标 .....	16
表 7: 浙数文化“AI+”重点落地场景 .....	18
表 8: 分业务收入及毛利率 .....	20
表 9: 可比公司估值.....	21
附表: 财务预测与估值 .....	22

# 1 从传统传媒龙头到“文化+科技”数字集团领军者

浙数文化是国内媒体融合与数字经济发展的标杆，完成了从传统报业传媒向“数字文化+数字科技”双轮驱动的转型。浙报传媒于2011年在上交所上市，是全国首家媒体经营性资产整体上市的企业。2013年公司通过首次定增募集32亿元收购边锋网络和上海浩方，成功搭建起数字娱乐平台；随后在2016年完成第二次非公开发行股票，募资19.5亿元投建大数据产业园，确立了向大数据产业转型的决心。公司于2017年实施第二次重大资产重组，彻底剥离新闻传媒类资产，全面聚焦互联网新兴产业；2023年更是联合浙江广电、浙江出版等单位共同发起成立浙江传播大脑股份有限公司，进一步强化了技术底座。至2024年，公司正式开启围绕文化新质生产力发展的“1335”战略行动方案，标志着其在算力、算法及数据要素领域的布局已进入深化落地期，构建了稳健且具备高成长性的业务架构。

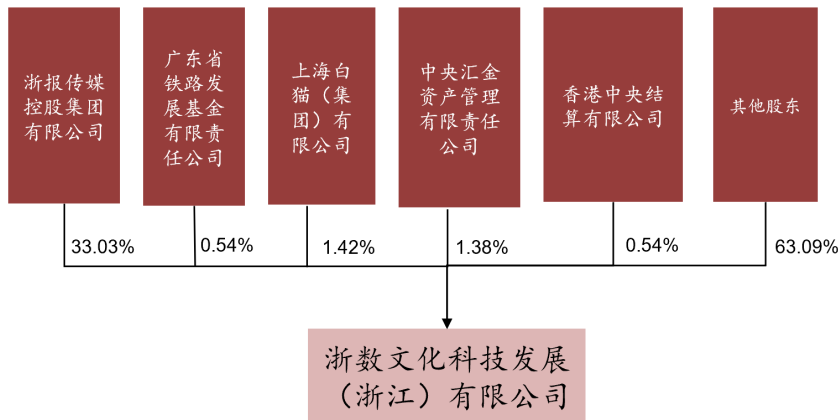
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

## 1.1 国资控股稳固，多元股东背书

浙数文化股权架构稳定且获主流机构长期认可。公司控股股东为浙报传媒控股集团有限公司，直接持有上市公司 33.03% 的股份，确保了公司经营战略的连续性与稳定性。前十大股东中汇聚了多方实力资本，广东省铁路发展基金有限责任公司与上海白猫（集团）有限公司代表了地方国资与产业资本的认可；中央汇金资产管理有限责任公司作为“国家队”代表长期驻扎，彰显了主流资金对公司价值的肯定；香港中央结算有限公司则体现了北向资金的配置需求。这种多元化的股东结构不仅为公司提供了坚实的资源支持，也反映了市场对其“数字文化+科技”转型逻辑的广泛认同。

**图 2：公司股权结构（截至 2026 年 3 月 31 日）**


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 1.2 三大板块协同，构建数字产业生态

公司坚持以科技创新为引领，创新驱动发展，以 AI 重塑竞争力，开拓新生态，布局新赛道，强化文化产业高质量发展科技驱动器的牵引作用，立足于驱动能力的强化和应用领域的深化做大市场，以科技创新驱动文化产业高质量发展，致力于成为国内领先的数字文化产业集团。公司业务主要集中在**数字文化、数字技术和数据运营**三大领域。

**数字文化方面**，公司依托边锋网络夯实数字娱乐基本盘，构建数字文化全链条业务版图。2013 年浙报传媒全额收购杭州边锋、上海浩方，搭建起棋牌、竞技游戏核心载体，杭州边锋深耕大众棋牌桌游赛道，后续收购深圳天天爱、乐玩互娱等多家游戏厂商，丰富休闲手游矩阵，旗下攒蛋 APP 在 2024 年 1 月成为国内首个日活跃用户突破百万的攒蛋类游戏 APP，稳居细分品类头部。通过图影科技搭建省级文旅影像数据库，承接“游浙里”“浙里文化圈”省级文旅数字化项目，落地省内多座文化场馆数字化改造，同步布局文旅短视频、谷子经济创新业务，实现多赛道协同发展。

**数字技术与数字运营方面**，2016 年公司募资 19.5 亿元投建富春云数据中心、浙江大数据交易中心等，构建完整大数据产业生态。富春云建成华东规模领先机柜集群，先后对接移动、阿里、网易头部客户实现盈利，现阶段升级打造省级文化算力基地；浙江大数据交易中心搭建全省统一数据流通平台，落地国内首批数据资产评估试点，完成股权重组后纳入公司合并报表。传播大脑公司全力推进融媒技术创新，深化浙江省域融媒“一张网”建设，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；政务领域，杭州城市大脑公司深度参与全省数字化改革建设，数字化运营业务覆盖浙江 10 余个区县，持续为“浙里康养”“志愿浙江”等省级数字民生重点场景提供有力技术支撑。公司依托完整技术底座与交易中心载体，归集流通信媒、政务、文旅、医疗等多元行业数据，完善数据确权、评估、交易全链条运营体系，构建国内一线数据运营与综合数字服务平台。

**表 1：公司主要业务**

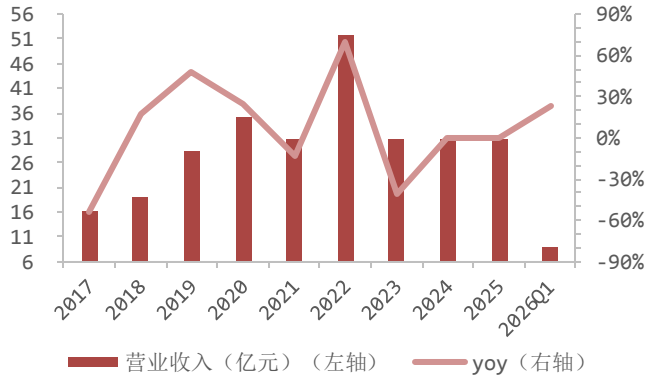
业务类型	侧重点	主要子公司
<b>数字文化+</b>	以边锋网络为核心，在构建“棋擎书画”业态的基础上，以创新技术为驱动，连接数智文旅、体育、艺术等多元新场景，打造科技与文化共融的数字美好新生活。	 浙报边锋控股有限公司 成为一家让员工自豪的互联网公司   浙报艺术产业集团有限公司 用传媒的力量推动艺术品行业健康发展   杭州战旗网络科技有限公司 成为国内领先的数字字体应用服务商   浙数图影科技(杭州)有限公司 打造有竞争力的文旅产业数字化产品   浙数文旅发展(浙江)有限公司 融合文与旅，链接我和你   杭州西战数字技术有限公司 致力为广大智力运动爱好者提供一个真正的线上智。
<b>数字技术+</b>	以开放的生态思路，立足开发+服务模式，培育孵化连接美好生活类数字应用，聚力探索打造统一技术底座。	 传播大脑科技(浙江)股份有限公司 中国文化科技发展的践行者   杭州富春云科技有限公司 为新经济产业升级提供高标准数据生态服务平台   杭州城市大脑有限公司 城市会思考，生活更美好   浙江智慧网络医院管理有限公司 新型数字健康经济运营商   浙数文化科技发展(浙江)有限公司 用心成就美好
<b>数据运营+</b>	依托浙江大数据交易中心，围绕数据运营搭建数商生态，深化数据服务体系，打造国内一线数据运营和数字服务平台。	 浙江大数据交易中心有限公司 致力于打造具有公信力、开放、客观、独立的全国   九天云动(杭州)广告有限公司 致力于为客户提供精准营销推广服务   淘宝天下传媒有限公司 全球商业优质内容的创造者与传播者

数据来源：公司官网，西南证券整理

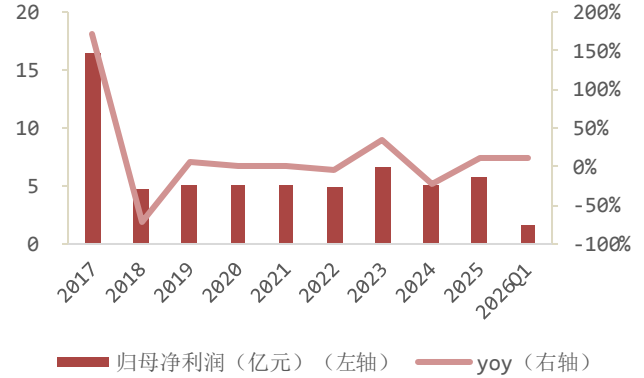
### 1.3 业务多元迭代，降本增效对冲周期波动

2022 年之后公司收入端稳定，利润端具备韧性。2023 年公司营业收入 30.8 亿元，归母净利润 6.6 亿元；2024 年营业收入 31.0 亿元，同比增长 0.6%，归母净利润 5.1 亿元，同比下降 22.8%，但扣非归母净利润 4.05 亿元，同比增长 12.8%；2025 年公司营业收入 30.8 亿元，同比下降 0.5%，归母净利润 5.7 亿元，同比增长 11.9%。如果仅看归母净利润，2024

年似乎承压，但拆分后可见利润扰动主要来自投资收益和公允价值变动减少。2024 年投资收益仅 0.5 亿元，低于 2023 年的 2.1 亿元，导致表观归母净利润下滑；而扣非利润反而增长，说明主业经营质量并未恶化。到 2025 年，归母净利润回升至 5.7 亿元，扣非净利润为 3.9 亿元，同比下降 4.3%，显示利润修复中仍包含公允价值变动等非主营因素贡献。

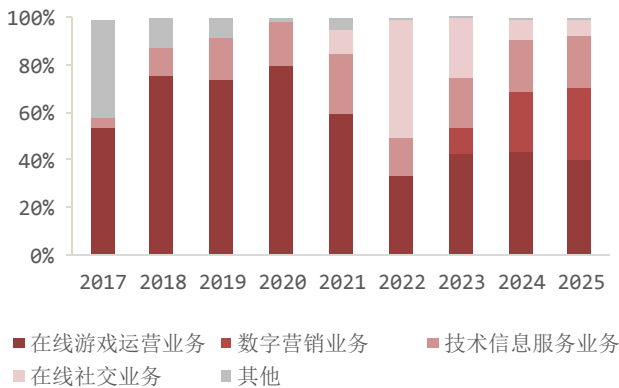
**图 3：2017-2026Q1 公司营业总收入**


数据来源：iFinD，西南证券整理

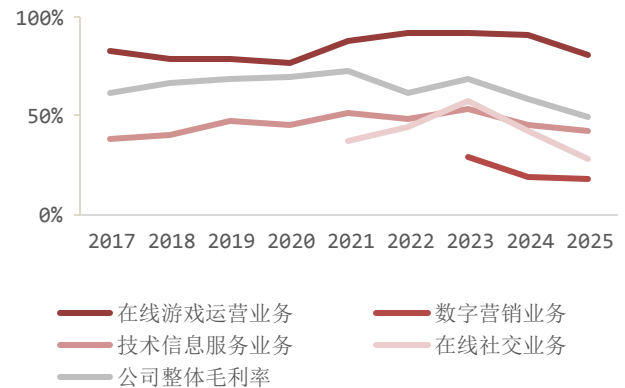
**图 4：2017-2026Q1 公司归母净利润**


数据来源：iFinD，西南证券整理

**公司业务结构持续迭代，高毛利游戏业务占比趋稳。**从收入结构来看，自 2017 年以来公司一直以高毛利在线游戏运营业务为核心，在线游戏运营毛利率长期维持 80% 以上的较高水平，是公司核心利润来源。技术信息服务业务、在线社交业务阶段性扩张，2022 年在线社交业务收入占比冲高至 49.8%，信息服务收入毛利率在 2022 年后维持在 40% 以上。在线社交业务毛利率波动较大，受公司业务调整影响，自 2021 年的高点下滑至 2025 年 27.9%。数字营销服务 2022-2025 年毛利率在 17%-29% 区间。

**图 5：2017-2025 公司各业务收入占比**


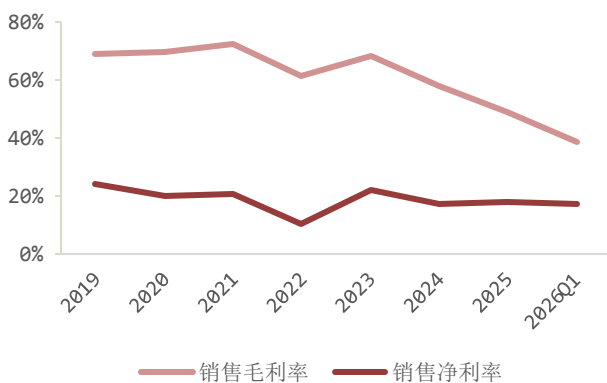
数据来源：iFinD，西南证券整理

**图 6：2017-2025 各业务毛利率**


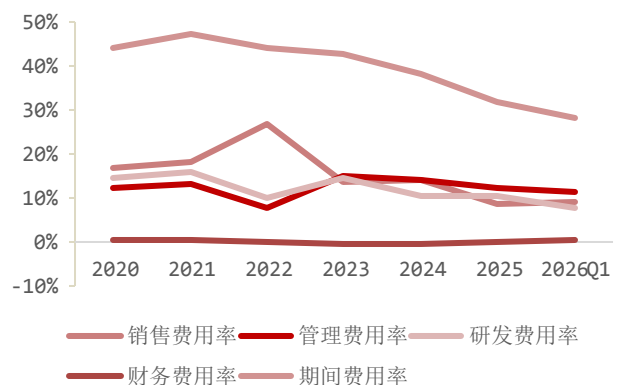
数据来源：iFinD，西南证券整理

**业绩结构调整导致公司毛利率下滑。**公司毛利率从 2023 年的 68.3% 下行至 2024 年的 58.1%，2025 年进一步降至 49.3%。这一变化并不意味着商业模式恶化，更大程度反映业务结构变化：一方面，低毛利的数字营销业务快速放量；另一方面，在线游戏精准投放支出增加、社交业务处于结构性调整，压低整体毛利率。

公司成本管控成效突出，整体期间费用率持续下行。整体期间费用率从 2021 年峰值 47.4% 一路回落至 2025 年的 31.7%，降本增效成果显著。分结构看，销售费用改善幅度最为突出，2025 年，公司推广宣传费同比大幅下滑 62.6%，费用压降系多重因素共振所致，一方面公司依托 AI 工具重构投放体系，主动缩减低效线下营销与高成本渠道合作资源，转向线上精准流量运营、淘汰低 ROI 推广渠道，另一方面存量游戏步入成熟周期主动收缩买量预算、海外业务规模大幅收缩同步削减境外线下推广开支，叠加部分线上投放业务由内部数字营销主体承接，相关支出从销售费用重分类至营业成本，共同带动渠道推广开支显著收窄；管理端运营提效同样持续落地，管理费用率由 2023 年 15.15% 稳步下行至 2025 年 12.3%，组织架构精简、内部开支管控等举措推动全维度费用水平持续优化。

**图 7：2019-2026Q1 公司毛利率和净利率情况**


数据来源：iFinD，西南证券整理

**图 8：公司期间费用率情况**


数据来源：iFinD，西南证券整理

## 2 行业环境：“十五五”开局下的政策红利与周期共振

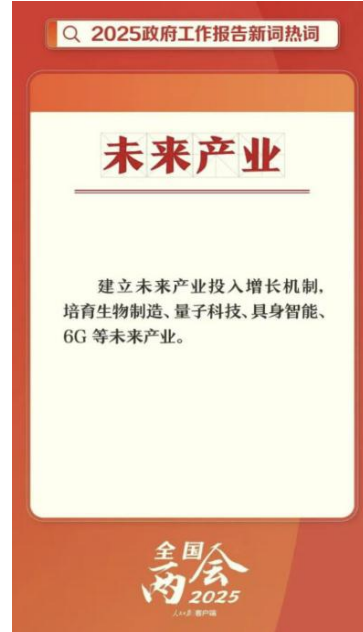
### 2.1 “十五五”开局：从政策催化走向产业兑现

2026 年是“十五五”规划全面实施的开局之年，政策基调已明确从“数字化建设”升级为“人工智能引领新质生产力发展”。中央层面提出的核心方向包括：深入推进数字中国建设，健全数据要素基础制度，建设全国一体化数据市场，强化算力、算法、数据供给，并全面实施“人工智能+”行动，推动其赋能文化产业、公共服务、制造业等重点领域。2026 年政府工作报告进一步提出，要深化拓展“人工智能+”，推动重点行业领域人工智能商业化、规模化应用，促进新一代智能终端和智能体加快推广，培育智能原生新业态新模式，并支持人工智能开源。这一表述的增量意义在于，AI 已从此前的“持续推进”走向“规模应用”，产业预期从技术验证转向商业转化。

从政策演进节奏看，2025 年政府工作报告提出“持续推进‘人工智能+’行动，支持大模型广泛应用”，同年国务院《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》明确了到 2027 年新一代智能终端、智能体等应用普及率超过 70%，2030 年超过 90%，2035 年全面进入智能经济和智能社会新阶段的三阶段目标。这意味着，2026-2027 年或是 AI 应用从“产品上新期”向“行业渗透期”切换的第一阶段窗口。

**图 9：2025 政府工作报告提到持续推进“人工智能+”行动**


数据来源：2025 年政府工作报告，西南证券整理

**图 10：2025 政府工作报告新词热词之一：未来产业**


数据来源：2025 年政府工作报告，西南证券整理

对传媒与数字内容行业而言，这一轮政策并非泛化受益，而是直接影响内容生产、分发、运营、营销与消费转化的全链路。文化传媒行业已被明确视为 AI 规模化商业应用的重要场景，AIGC 持续推动内容创作、生产、分发与用户运营质效提升，并催生 AI 漫剧、AI 营销、智能媒资、数字人、智能陪伴等新模式。

**表 2：AI 产业政策由“规划引领”走向“规模应用”的关键节点**

时间	政策/文件	关键内容	对行业发展的意义
2025 年 3 月	2025 年政府工作报告	持续推进“人工智能+”行动，支持大模型广泛应用，优化全国算力资源布局，完善数据基础制度	AI 应用开始从主题叙事进入产业部署阶段
2025 年 8 月	《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》	提出 2027/2030/2035 三阶段目标，部署 AI+科技、产业、消费、民生、治理、全球合作六大重点行动	建立中长期产业渗透率锚点，明确商业化方向
2026 年 3 月	2026 年政府工作报告	深化拓展“人工智能+”，推动重点行业人工智能商业化规模化应用，支持开源	AI 应用进入规模兑现窗口，行业景气上修
2026 年 2 月	《浙江省国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》	优化人工智能全产业链布局，培育万亿级产业集群，加快智能体开发应用	区域龙头受益于场景、数据、政策、资金协同落地

数据来源：2025 年政府工作报告、2026 年政府工作报告、《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》、《浙江省国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》、证券时报等，西南证券整理

这一背景下，浙数文化的战略契合度较高。公司 2025-2027 年规划明确围绕 AI 原生底座，构建“一中心、两矩阵、两网”，即新一代智能算力中心、精品游戏与新业务矩阵、AI 能力与应用矩阵、媒体融合一张网和数据营销网络，几乎一一对应国家与浙江省政策所强调的“算力—模型—数据—智能体—应用场景”产业主链。

## 2.2 区域维度：浙江从“数字经济大省”走向“人工智能创新发展高地”

2025年4月，浙江召开深化“数字浙江”建设推动人工智能高质量发展大会，提出举全省之力打造人工智能创新发展高地；5月印发《关于支持人工智能创新发展的若干措施》，推出6方面27条举措；7月省委全会进一步将打造人工智能创新发展高地上升为全省战略动员。

浙江政策的关键点不只是“支持AI”，而是明确提出围绕算力、数据、模型、终端、智能体、场景应用进行全链条配置。到2027年，浙江提出打造3家千亿级链主企业、30家百亿级龙头企业，并推动人工智能全产业链生态构建。到2030年，浙江“十五五”规划纲要进一步提出，规上人工智能核心产业营业收入达到1.2万亿元，聚焦具身智能、智能驾驶等建设全国领先核心产业集群，并推动芯片、大模型、智能体、应用服务等全产业链协同发展。

从城市层面看，杭州的支持力度更具现实牵引。2025年版《杭州市加快建设人工智能创新高地实施方案》提出，到2025年底，全市投入市场智算规模超过50EFLOPS，培育2个国际一流基础大模型、25个以上有行业重大影响力的垂直应用大模型，人工智能核心产业营业收入超过3900亿元，并设立年度2.5亿元规模的杭州算力券支持模型和应用生态发展。

表 3：浙江及杭州人工智能政策的关键目标

区域/政策	时间	核心目标
浙江省《关于支持人工智能创新发展的若干措施》	2025年5月	到2027年打造3家千亿级链主、30家百亿级龙头
浙江省“十五五”规划纲要	2026年2月	到2030年规上AI核心产业营收达1.2万亿元，优化AI全产业链布局
浙江省加快新场景建设应用行动方案	2026年5月	到2027年底打造300个以上“人工智能+”典型应用场景，重点行业应用普及率超75%
杭州AI高地实施方案（2025年版）	2025年6月	智算规模超50EFLOPS，垂直模型25个以上，AI核心产业营收超3900亿元

数据来源：2025年政府工作报告、2026年政府工作报告、《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》、《浙江省国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》、证券时报等，西南证券整理

区域政策助力形成场景开放、算力补贴、公共数据供给、标准体系、终端产业与数商生态的系统协同。对浙数文化而言，有望形成三大区域优势：其一，公司本身位于浙江数字经济核心腹地，且具备国资与主流媒体资源；其二，其业务布局与浙江重点扶持的“智能体开发、内容创作平台、数据流通平台、数字文旅应用”高度重合；其三，浙江对高质量语料库、数据集、数商生态与可信数据空间的推进，将提升公司在数据交易和垂类模型应用端的边际优势。

## 2.3 数据要素市场：从制度建设逐步走向价值兑现

数据是人工智能技术和产业发展的重要生产要素。生产要素是对某一时期经济发展中所需重要资源的科学抽象，是对生产过程中所投入成本的高度凝练，数据要素就是在数字经济语境中对数据的指代和对数据价值的强调。数据既是人工智能技术迭代和产品研发的关键输入，也是人工智能产业的生产源头和消费对象。根据中国通信院发布的《数据要素发展报告（2025年）》，从技术维度来看，大模型落地应用进程持续提速，AI研发重心已由单纯打磨模型架构，逐步切换至模型与数据双向协同迭代，高质量数据的价值愈发关键。各类信息持续数字化沉淀，涵盖数值记录、用户行为轨迹、音视频图像、文本知识库等多元形态，持续输入模型，为神经网络特征提取提供基础素材。训练数据的优劣，直接决定大模型训练

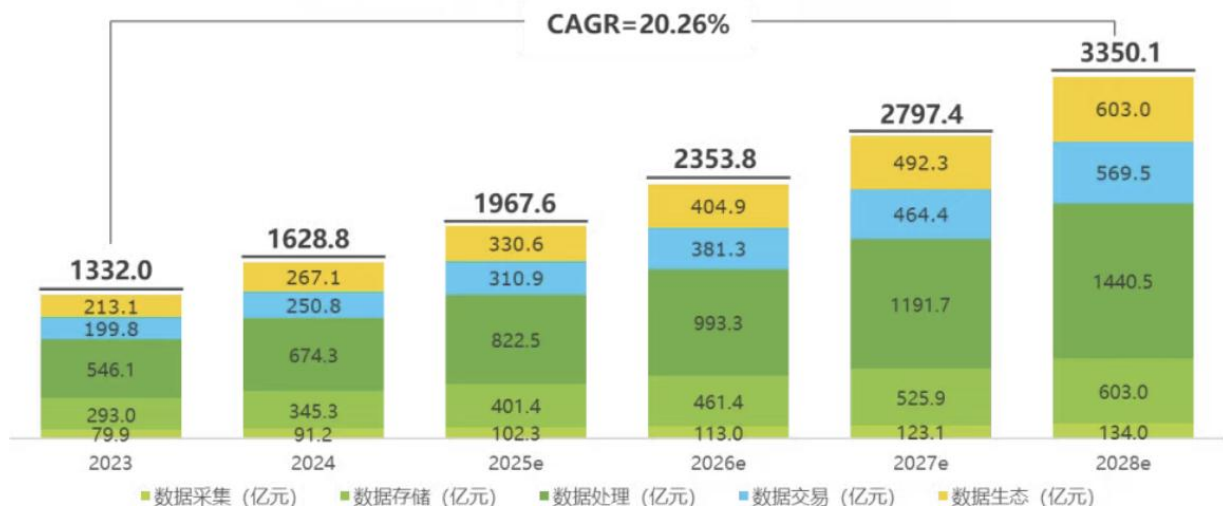
成效与输出结果的精准度，夯实数据质量是突破人工智能能力上限的关键前置环节。**产业维度**，2024年国内数据总产量达到41.06泽字节(ZB)，同比提升25%；其中专供模型开发、训练、推理使用的数据规模同比增幅40.95%。智能家居、智能网联汽车两类智能终端产生的数据增速领跑，对应增速分别为51.43%、29.28%。数据采集、标注、优质数据集搭建等细分赛道与AI产业深度融合，形成紧密联动的产业生态；训练数据交易流通、合成数据生产供给等新型业态，持续完善人工智能全产业链配套环节。

**2025年以来，数据要素政策明显提速。**2025年1月，国家发展改革委、国家数据局、工信部联合印发《国家数据基础设施建设指引》，提出到2029年基本建立国家数据基础设施建设和运营体制机制，初步形成横向联通、纵向贯通、协调有力的基础格局。此外，《公共数据资源登记管理暂行办法》《公共数据资源授权运营实施规范(试行)》及价格形成机制等配套文件陆续出台，数据流通、登记、授权、交易、定价、确权逐步成体系。

**从产业周期看，2026年是《“数据要素×”三年行动计划(2024-2026年)》收官之年。**政策重点已经从前期“立规矩、搭平台”转向“抓落实、促协同、做交易、见价值”。国家数据局披露，“数据要素×”行动实施两年多来，累计发布417个典型案例、11个行业领域760个典型场景指引，提前超额完成300个以上场景目标；2025年全国活跃数据总量达1.67ZB，同比增长28.46%，企业数据产品和服务数量同比增长29.29%，交易额同比增长39.8%。

**行业规模方面，数据要素已从概念验证步入可量化扩容阶段。**根据艾瑞咨询，国内数据要素产业近年维持平稳上行发展趋势。2017至2023年，我国数字经济总量从27.2万亿元扩张至53.9万亿元，六年间规模近乎翻倍，复合增速约12.07%。2024年，数字产品制造、数字技术应用等数字经济核心产业实现增加值13.49万亿元，占当年GDP比重接近10%，是支撑国内经济增长的核心动力之一。伴随数据产业标准体系持续健全、产业试点与落地案例持续扩容，叠加数据要素适配前沿技术场景衍生价值持续释放，国内数据要素市场有望维持高景气扩张，行业复合增速约20.26%；机构测算行业整体市场规模2025年有望接近2000亿元，2028年突破3000亿元。细分赛道中，聚焦数据加工、解析的数据处理业务将占据行业最大市场份额，预估2028年该市场规模可达1440亿元。

图 11：2023-2028 年中国数据要素行业市场规模情况



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

数据要素的产业链位置，已从辅助性资源变成 AI 时代核心生产要素。数据资源整合、确权登记、价值评估、资产入表、交易流通和资本化应用构成了完整闭环，数据市场不再只是“交易所生意”，而是通向高质量数据集、行业模型训练、垂类智能体和数字资产运营的底层基础设施。

图 12：中国数据要素行业价值流通全链路体系建设一览图



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

对浙数文化而言，数据要素景气上行的最大意义在于，公司不是外国受益者，而是已经深度嵌入流通平台环节。浙江大数据交易中心作为公司控股平台，2025 年入驻数商企业超过 1500 家，上架数据产品超过 3000 个，场内交易额明显增长，并新增平湖、衢州、丽水、萧山、金华、中科视语、高质量数据集等多个专区，同时与钉钉达成战略合作，联合运营钉钉数据流通中心，首批上架 60 余款数据产品及第三方服务。这意味着公司在数据要素赛道的竞争位置，不是单点技术服务商，而是兼具交易平台、生态组织者、产品分发入口与场景运营载体四重属性。尤其在 2026 年政策重心由制度建设转向价值兑现的背景下，平台型公司相较单一工具型公司更容易承接交易活跃度提升与高质量数据集建设的双重红利。

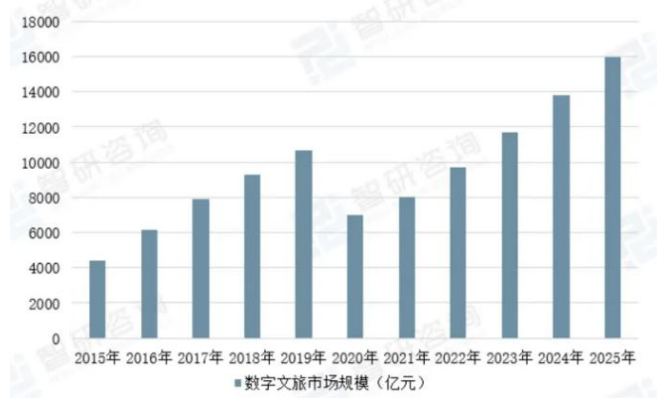
## 2.4 数字文化消费新周期:数字文旅与谷子经济共同打开增量空间

**2026年文化消费进入结构性升级阶段。**其核心不是总量爆发,而是情绪价值、IP衍生、沉浸体验与AI增强交互带来的消费结构再分配。

首先看数字文旅。中国数字文旅市场已从早期“智慧景区”建设,升级为“AI+内容+场景+数据”的综合生态。根据智研咨询,2010年江苏镇江率先在国内推出智慧旅游相关发展理念;2018年3月国务院推进机构改革,将原国家旅游局与文化部整合组建文化和旅游部。机构调整后,文旅融合成为重点发展战略,依托互联网衍生的文旅全新业态迎来广阔发展空间。2019年,国内主营数字文旅相关业务的企业数量达到9889家,相较2015年实现三倍增长,同期行业市场规模突破万亿元,规模为10648.6亿元。2020年初疫情冲击文旅消费市场,行业发展承压。为复苏文旅市场,国家紧跟消费升级趋势落地多项扶持政策,同时把文旅科技融合纳入各地“十四五”发展规划,持续加速文旅行业数字化、网络化、智能化改造升级。智研咨询数据显示,2021至2025年国内数字文旅市场规模从8026.7亿元增长至15944.7亿元,期间年均复合增长率为18.72%。

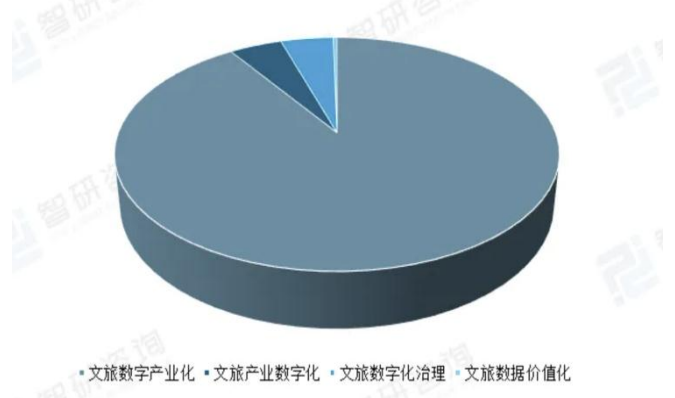
行业保持较快增长背后的逻辑在于:一方面,5G、AI、大数据、VR/AR等技术成熟,使得数字导览、虚拟演艺、沉浸体验、AI伴游、数字文博成为可复制产品;另一方面,政策持续推动文化与旅游高质量融合,场景供给从观光式向体验式、交互式升级。对应到产业结构,数字文旅已形成“文旅数字产业化、文旅产业数字化、文旅数字化治理、文旅数据价值化”四大板块,其中数据价值化尽管占比仍低,但正是未来弹性最大的方向。

图 13: 2015-2025 年中国数字文旅行业市场规模



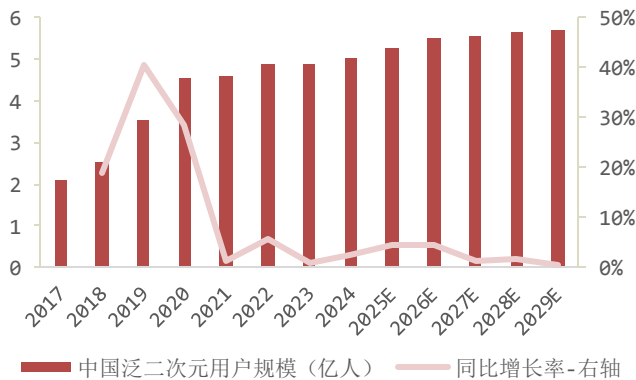
数据来源:智研咨询,西南证券整理

图 14: 中国数字文旅行业需求占比

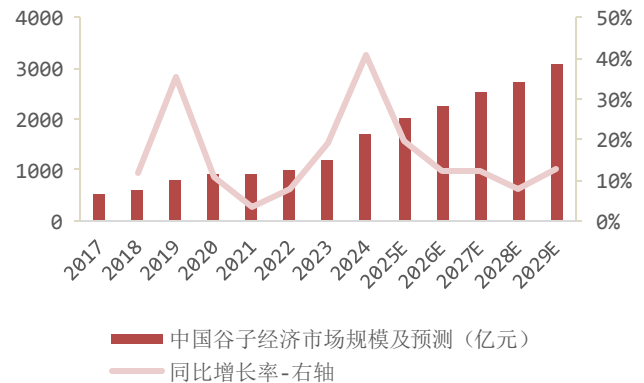


数据来源:智研咨询,西南证券整理

其次看谷子经济。该赛道本质上是IP消费从线上内容付费向线下衍生品和身份认同消费延伸。年轻人不再满足于消费动漫、游戏本身,更愿意为能触摸、拥有和展示的“情感凭证”付费。艾媒咨询数据显示,中国谷子经济市场规模呈上升趋势,增长速度加快。2024年中国谷子经济市场规模达1689亿元,较2023年增长40.63%。用户基数方面,中国泛二次元用户规模逐年递增,2024年达5.03亿人,同比增长率为2.65%,预计2029年将达5.70亿人。用户池扩容与IP情绪消费崛起共同构成谷子经济的底层支撑。也就是说,这一赛道并非短期潮玩热度,而是伴随内容IP化、年轻用户情绪消费化与线下零售场景升级而持续扩大的新消费分支。

**图 15：2017-2029E 中国泛二次元用户规模及增长率**


数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

**图 16：2017-2029E 中国谷子经济市场规模及增长率**


数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

浙数文化年报已明确提出，围绕边锋网络核心枢纽，联动数智文旅、数智体育、数字艺术等业务场景，积极探索 IP 潮玩谷子经济、AI 驱动的“45 度”文化服务智能体平台等创新业务。同时，浙数文旅已推出文旅大模型“浙浙”与 AI 伴游智能体“鲸六向导”，“浙里文化圈”与“游浙里”累计注册用户突破 1500 万，具备在文旅流量入口、场景服务与 IP 衍生转化上的现实落点。这意味着，在数字文旅和谷子经济两条消费主线上，浙数文化具备相对稀缺的“内容 IP+平台流量+地方场景+AI 工具”一体化基础。

综合来看，浙数文化所处行业的核心变化主要分为三点：1) AI 应用已进入从能力展示走向规模落地的第一阶段；2) 数据要素市场已经从制度搭建期进入交易扩容和价值释放期；3) 文化消费结构升级为公司新业务提供需求侧弹性。浙数文化当前面对的不是单一赛道景气修复，而是 AI 基础设施周期、数据要素市场化周期与数字文化消费升级周期的三重叠加。

### 3 算力与 AI 生态：国产智算卡位，大模型及垂直应用全栈布局

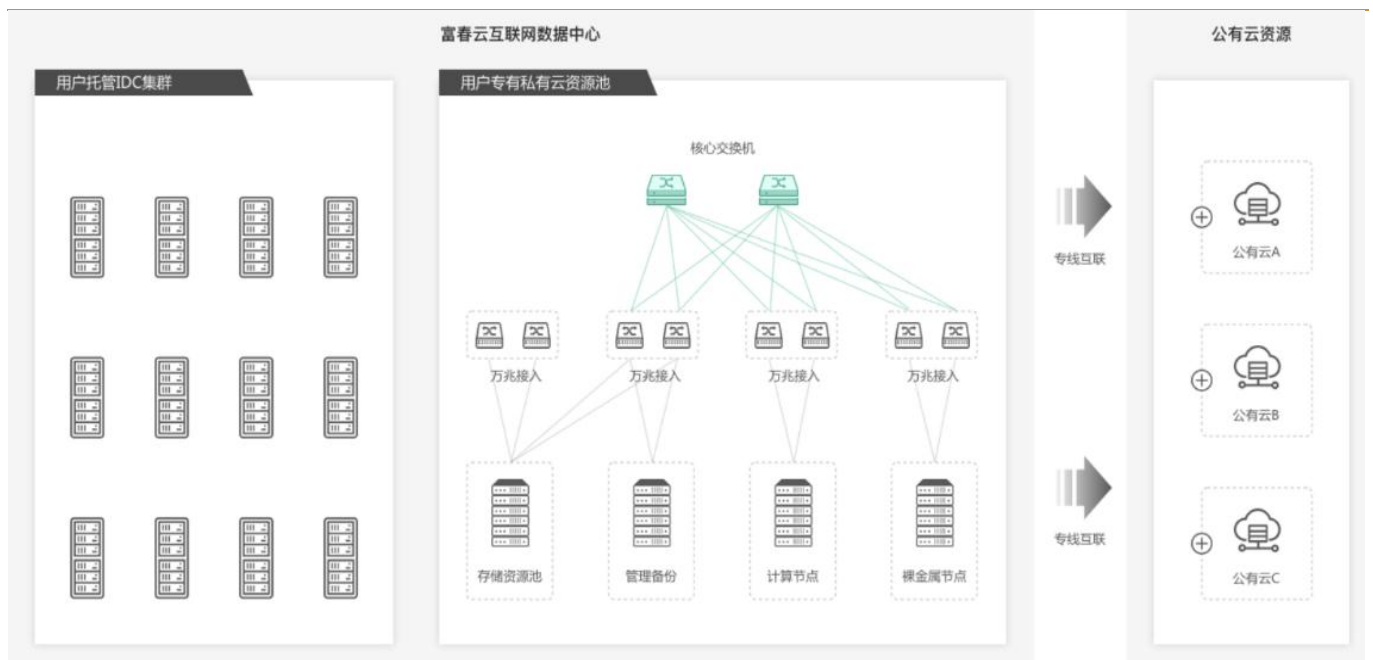
公司已逐步形成以富春云算力底座、传播大模型/“浙浙”大语言模型/社会治理大模型算法等为算法中枢、浙江大数据交易中心为数据流通枢纽、边锋网络/传播大脑/浙数文旅/城市大脑等为应用载体的系统化布局。

#### 3.1 算力底座——国产智算中心的战略卡位与基建升级

公司正沿着“算力—算法—数据”三要素重构自身底层能力。其中，算力底座的意义尤为关键：它决定了公司 AI 能力究竟停留在“调用外部基础设施的应用层公司”，还是进一步升级为“具备基础设施控制力、场景消纳力与生态整合力的产业平台型公司”。从目前进展看，富春云科技已由传统 IDC 运营商，逐步转向兼具省域文化算力承载、国产智算节点建设和算力运营能力的新型基础设施平台，这一变化是公司估值逻辑由传媒属性走向“文化+科技”双轮驱动的重要支点。

**富春云提供多种服务模式，可供企业客户自由选择。**富春云作为公司的全资子公司，成为数据中心业务主体。根据富春云官网，公司可以提供机柜租用、机房定制、云服务、系统集成和智能化管理平台服务。机柜租用方面，FCHYUN 通过模块化机房建设，灵活的为合作伙伴、商业客户提供优质稳定的服务器托管、增值业务等专业 IDC 服务；机房定制方面，随着互联网和通信技术的不断发展，企业的数据处理和存储趋于规模化、灵活化，富春云顺应时代发展需求，加强 IDC 服务创新，以打造高品质产品和服务质量为前提，为客户提供高可用、高效率、高性能、易管理、可扩展的个性化、专业化的数据中心定制服务；云服务方面，公司混合云解决方案围绕富春云自建的高品质数据中心，为用户提供丰富的 IDC、IaaS 和 PaaS 产品和专业的服务，整合公有云、私有云和客户托管 IDC 等资源，实现多云互联互通，多区域灵活组网；系统集成方面，公司根据细分行业的理解与深耕，以满足用户需求为根本，具备资深专业技术团队、安全标准化管理体系、高效率项目交付经验，从设计到实施、运维加服务，为用户提供高品质、重安全、多元化的集成服务；智能化管理平台方面，FCOM 平台产品簇整体定位于互联网数据中心数字化运营解决方案，包含【DCRM 业务管理平台】【ITOM 系统网络管理平台】【DCOM 运维管理平台】；覆盖场景从 IDC 业务前端的客户管理、合同管理、计费管理、账单回款管理到后端的资源、资产、运维、安全、服务、流程等，解决 IDC 企业全生命周期运营的一系列管理场景，为客户提供全套数字化解决方案。

图 17：富春云云服务



数据来源：富春云官网，西南证券整理

**富春云是浙数文化在 AI 时代最具资产厚度的基础设施。**根据富春云官网，公司已形成杭州富阳、北京四季青、杭州钱塘（大江东）三大算力中心布局，合计机柜资源超过 1 万组。三大基地战略分工明确，杭州富阳基地作为成熟运用园区，拥有超过 7000 组机柜，为公司贡献稳定现金流；北京四季青基地拥有超过 3000 组机柜，仍处上电爬坡期，未来具备较强的利润弹性；杭州钱塘为公司储备项目，短期贡献或有限，但在东部地区能耗指标收紧的背景下，其土地、机房载体等资源具备显著的长期稀缺价值

**表 4：富春云数据中心情况**

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
富春云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 <sup>2</sup>	平均功耗 6KW	46800KVA +	3000+	国标 A 级, T3+
富春云杭州富阳数据中心	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 <sup>2</sup>	平均功耗 6KW	138000kVA	7000+	国标 A 级, T3+
富春云杭州钱塘数据中心	浙江省杭州市钱塘区江东四路 5555 号	20000m <sup>2</sup>	平均功耗 6KW	40000kVA	2500+	国标 A 级, T3+

数据来源：富春云官网，西南证券整理

算力底座并不是孤立项目，而是“一中心、两矩阵、两网”中的核心“一中心”。公司在 2025-2027 年新三年规划中明确提出，以 AI 原生能力为底座，构建“新一代智能算力中心+精品游戏与新业务矩阵和 AI 能力与应用矩阵+浙江省媒体融合一张网和数据营销网络”的完整业务生态，并在 2026 年进一步提出 AI“强链”计划，围绕算力、算法、数据三要素持续推进。这意味着算力的战略意义，不只是贡献一块 IDC 收入，而是成为公司所有 AI 应用和数据运营的供给中枢。只有掌握一定程度的底层算力，公司在传播大模型、文旅助手、智慧医疗、城市治理等场景中的产品化、部署效率与成本控制，才具备真正的长期竞争力。

### 3.2 算法矩阵——垂类大模型从备案到商业化的跨越

浙数文化在算法层面聚焦垂直行业应用，已形成“垂类大模型+行业算法”的组合体系。截至 2025 年末，公司已有 3 个垂类大模型和 9 项算法通过国家网信办备案，覆盖数字融媒、城市智治、智慧医疗等多个核心场景。其中，传播大模型是全国首个通过中央网信办备案的媒体领域垂直大模型，该模型围绕新闻传媒行业的实际需求，集成了智能创作、多模态检索、创意设计、内容审校等核心功能，旨在以智能化手段赋能内容生产全流程，有效提升行业效率与创新能力。在功能架构上，“传播大模型”已整合对话、搜索、创作、绘图、审校等 5 大类超过 100 项 AIGC(人工智能生成内容)能力，形成了较为完整的媒体智能化服务矩阵。特别是在视频能力方面，可以提供丰富的文生图、图生图、文生视频、图生视频、AI 图像助手等视频图像制作能力。自投入使用以来，累计覆盖用户超过 4 万人，完成智能创作任务超 120 万次。算法方面，公司在游戏业务中也广泛应用 AI 算法，重点优化数据分析、用户分层、活动微调等运营环节，通过 AI 提升长青产品的留存率、匹配度和精细化运营效率，而非直接替代核心玩法。这一策略体现了公司务实的 AI 落地思路，即优先将算法应用于能最快产生效率提升和成本优化的成熟业务场景。

更关键的是，浙数文化并非以通用模型思路切入，而是依托传媒、政务、文旅、医疗等既有产业资源做垂类深耕。传播大模型、文生义大模型、“浙浙”文旅大模型及“45 度”系列算法，本质上分别对应媒体内容生产、政策研究推演、文旅服务、兴趣推荐与路线生成等高频刚需场景。

**表 5：浙数文化垂类大模型与算法矩阵**

模型/算法	主要应用场景	商业化意义
传播大模型	媒体策、采、编、审、发全流程	具备媒体行业标准品潜力，支撑省内外融媒复制扩张
文生义大模型	政策制定、政策咨询、政策研究	从政务工具升级为政策智能服务入口，提升政务场景变现能力
“浙浙”大语言模型	文旅行业服务、平台运营	绑定省级文旅平台与公共服务平台，具备政务文旅双属性
社会治理大模型算法/政参谋算法	城市治理、基层治理、政务决策辅助	强化城市大脑在 ToG 场景的产品化能力

模型/算法	主要应用场景	商业化意义
“45度户外路线生成算法”等	文旅、本地生活、体育服务	从文旅助手向生活服务智能体延展，验证轻量商业模式
智慧网络医院生成式算法	医疗健康服务	打开医院全场景 AI 服务与区域复制空间

数据来源：公司公告，西南证券整理

具体来看，传播大模型并不是孤立售卖模型能力，而是嵌入平台产品中，以“技术平台+治理机制+运营方案”整体输出。传播大脑科技公司全力推进融媒技术创新，深化浙江省域融媒“一张网”建设，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；打造“万媒”统一办公平台，持续强化“传播大模型”能力建设，具备 5 大类 100 余项行业定制能力，为超 4 万名从业者提供智能创作服务超 280 万次，孵化“银龄视界”“提分宝”“浙里共播”“邻里通”“火把阅读”等场景化运营产品。公司将传播大模型嵌入“万媒”“媒立方”“天目蓝云”等平台产品中，以“技术平台+治理机制+运营方案”整体输出，这种交付方式天然提高客单价与替换成本，也使其更接近 SaaS 化、平台化收入。

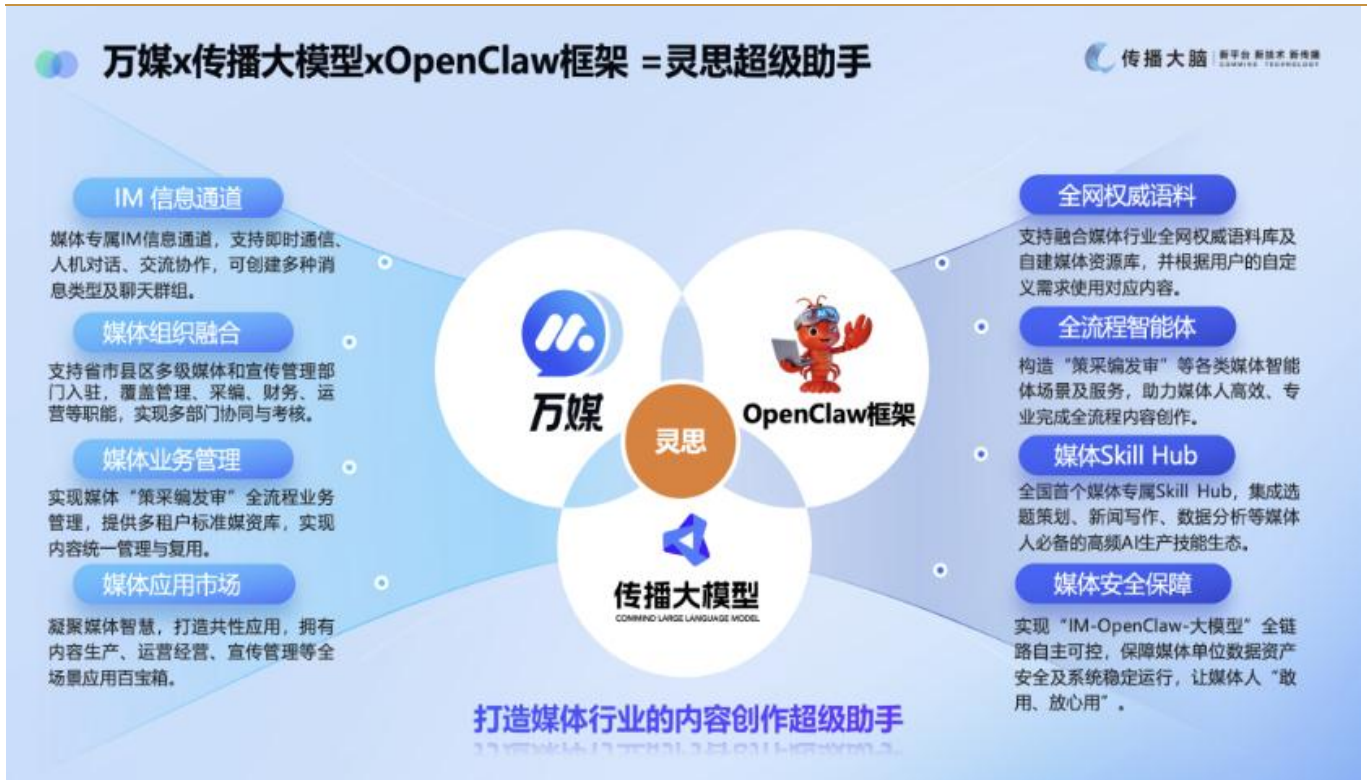
图 18：传播大模型



数据来源：潮新闻，西南证券整理

在此基础上，传播大模型正进一步从“模型工具”向“智能体平台”升级。2026 年 3 月，公司推出基于万媒平台的灵思超级助手，这是业内首个媒体“小龙虾”智能助理，可调用采编、媒资、传播分析等能力，实现从选题策划到分发评估的全流程协同。这一变化的意义在于：模型商业化的下一阶段，不再是单个 AIGC 功能按次调用，而是通过智能体重构媒体 workflow，将原有碎片化功能整合为任务闭环。

图 19: 灵思超级助手



数据来源：传播大脑公众号，西南证券整理

除媒体场景外，公司在政务、文旅、体育、医疗等领域的算法扩张同样值得关注。杭州城市大脑已推出 AgentPaaS、大模型一体机、AI 问数、政策计算器、AI 智库等产品，文生义大模型则切入政策文本生成、智能问答与仿真推演。战旗网络“45度”系列算法已在文旅路线、兴趣图谱、书籍阅读生成等方向推进，并承接中超、女超、苏超、浙BA等体育展示业务。浙数图影上线 AI 伴游智能体“鲸六向导”，而“浙浙”大模型则绑定浙江省文旅数字化平台运营项目。浙数文化的算法矩阵正在从媒体单点突破走向文化科技多行业渗透。

图 20: 45 度文化服务智能体平台



数据来源：浙数文化公众号，西南证券整理

### 3.3 数据运营：并表控制浙江大数据交易中心，逐步实现全链条运营

公司已实现对浙江大数据交易中心的并表控制。浙数文化数据运营板块目前最关键的基础资产，是其控股的浙江大数据交易中心。浙江大数据交易中心 2016 年由浙江省政府批准成立，是浙江省第一家数据交易场所，受省委金融办监管。交易中心致力于打造浙江数据要素流通交易统一服务体系，建设公信、安全、开放的数据流通基础设施，培育行业生态，为促进高质量数据供给、国家数据要素综合改革在浙江试点工作提供支撑。2024 年 10 月 21 日，浙江大数据交易中心完成股权重组，浙数文化持股比例提升至 50.2%，正式实现并表。公司由重要股东转为控股方，后续在平台规则建设、资源统筹、生态协同以及产业链延伸上的主导权显著增强。

从平台定位看，浙江大数据交易中心是浙江省唯一省级数据交易场所，承担“1+N”统分结合的全省数据流通服务平台建设任务。这一定位决定了其不是单纯的数据撮合平台，而是区域数据要素市场制度、标准、场景与生态建设的重要基础设施。2025 年期间，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。

“1+N”专区网络持续扩张。2024 年，公司已基本完成浙江省内覆盖，平台上线 15 个区域专区，并形成电力、文旅等 8 个行业专区和数据知识产权等 2 个特色专区。到 2025 年，平台继续新增上线平湖、衢州、丽水、萧山、金华、中科视语、高质量数据集等 7 个专区。专区模式的意义，不只是专区数量增加，而是它解决了数据交易中最核心的供给组织问题。数据要素天然非标，供给端分散、确权复杂、应用场景异质化强，导致单纯搭建“交易平台”并不能自动形成有效市场。浙数文化通过区域专区、行业专区、特色专区的分层组织方式，把地方政府、行业主体、数商、数据产品和应用需求嵌入统一平台，使得数据供给从零散上架走向结构化集成。

表 6：浙数文化数据要素平台运营关键指标

指标	2024 年情况	2025 年情况	变化与意义
浙江大数据交易中心持股比例	48.2%	50.2%并表	控股并表，平台主导权增强
场内交易额	-	-	明显增加
交易平台入驻数商会员	-	1500 余家	生态基础形成
上架数据产品	-	3000 多个	供给密度持续提升
“1+N”专区建设	15 个区域专区+8 个行业专区+2 个特色专区	年内新增 7 个专区	从“省内覆盖”走向“持续扩容”

数据来源：公司公告，西南证券整理

与钉钉联合运营数据流通中心，打开平台外延空间。2025 年 2 月，浙江大数据交易中心与钉钉达成战略合作，联合运营钉钉数据流通中心，并已在钉钉平台上线试运行，首批上架 60 余款数据产品及第三方服务，涵盖 API、语料库、咨询报告、认证评估、法律合规、安全防护、培训考试等多种类型。这一合作的关键，在于把原本相对专业化、机构化的数据交易场景，直接嫁接到钉钉这一高频企业服务入口上。这将有助于 1) 公司获客成本下降，因为传统数据交易平台面临的难题之一，是供需两端教育成本高、用户决策链条长。钉钉作为企业协同与办公入口，可天然覆盖大量中小企业及机构用户，为数据产品标准化分发提供

低摩擦场景；2) 产品形态从数据本体扩展至数据服务。首批上架内容不仅包含数据产品，也覆盖法律合规、认证评估、安全防护、培训考试等第三方服务。

综合来看，浙数文化是想围绕数据流通交易构建全链条运营体系。公司在 2025 年年报中已明确提出，将整合数据资源、形成自身数据产品服务能力，建立覆盖产品服务、合规保障、标准建设、生态培育的数据流通交易全链条服务体系。这将助力公司除了获得交易平台收入、数商生态收入之外，还能实现下游场景变现协同，提升整体生态价值。

数据运营的另一条增长主线是九天互动+淘宝天下构成的数据营销网络。2025 年公司数字营销业务实现收入 9.3 亿元，同比增长 19.7%，已成为近两年公司收入的主要增长极。九天互动的程序化广告、淘宝天下原有 SEO 业务都有望进一步延长服务链、提供附加值，与 AI 结合形成更高附加值的数据营销网络。对于公司而言，数据营销网络是最先兑现收入和利润的数据应用场景，验证公司“数据+营销”能力已经具备商业化成熟度；同时，它能反向沉淀消费行为与投放效果数据，为后续数据产品开发、AI 营销优化、GEO/SEO 延伸服务提供底层数据支持；此外，它让公司数据运营业务不局限于 2B 交易平台，而可以进入“持续服务、复购订阅、效果付费”的更高的运营模式。

### 3.4 应用融合：“AI+”多场景落地与产品化转型

浙数文化逐步从“有模型、有算力、有数据”进一步走向“有场景、有产品、有商业闭环”。2025 年以来，公司围绕“文化+科技”“文化+旅游”“文化+民生”推进 AI 应用矩阵建设，已形成覆盖数字文娱、数智文旅、城市治理、智慧医疗、数智体育、智能营销等多垂类场景的落地框架，并明确提出要围绕市场化思路推动从项目制向产品化转型。

在媒体数字化领域，核心产品“传播大脑”已为全省 95 家媒体提供服务，并拓展至全国 26 个省市自治区，省内基本实现全覆盖。2026 年上半年推出的“灵思超级助手”，基于大模型重构媒体“策、采、编、审、发”全流程，标志着 AI 应用从单点工具升级为协同工作平台。

在社交娱乐领域，公司战略性收缩传统在线社交业务，全力发展以“掌心雷”App 为核心的社交文学新业务。“掌心雷”定位为“网络阅读+社交平台”，平台积极拓展原创故事社交圈，运营取得显著突破，跻身国内网络文学垂类领域领先阵营。“掌心雷”既有会员和广告收入，也能沉淀二创内容、作者资源和用户兴趣图谱，从而为后续谷子、漫剧、短剧、文旅衍生提供 IP 源头。因此“掌心雷”在浙数文化的产品体系中，更接近“内容源头资产”而非单一阅读平台。

“掌心雷”正在形成相对于传统网文平台的两大差异化优势。第一是社交属性嵌入。平台不只是阅读工具，还附带交友和互动功能，用户围绕二创文学内容形成兴趣社群，提高留存和黏性。第二是与公司内部其他业务天然协同。用户在“掌心雷”沉淀的文学 IP，可以用于 AI 漫剧改编、谷子衍生开发和文旅场景转译，因此平台价值或大于账面阅读收入。

**图 21：掌心雷精品故事推荐页面**


数据来源：掌心雷官网，西南证券整理

**图 22：掌心雷话题互动广场页面**


数据来源：掌心雷官网，西南证券整理

公司还在推进布局 AIGC 漫剧创新应用。考虑到市场上已经有即梦、可灵等成熟的底层大模型工具，公司或将竞争重点放在技术中台整合、低成本组织、人效管理、自有 IP 供给和分发闭环上。综合来看，公司在 AI 漫剧赛道具备三重优势：1) 自有 IP 来源与掌心雷高度挂钩，AI 漫剧可直接调用平台内快速增长的网络文学内容进行改编，IP 采购成本和谈判成本显著低于外部纯制作方；2) 技术中台将脚本制作、算力支持、审核剪辑打通，有望有效降低单集制作时间和团队门槛；3) 边锋体系本身具备较强互联网运营能力，有利于将内容生产与流量分发、用户反馈、后续衍生变现衔接起来。

**表 7：浙数文化“AI+”重点落地场景**

应用方向	主要产品
AI+文娱	边锋网络、AIGC 漫剧、掌心雷网文平台
AI+文旅	“浙浙”大模型、“鲸六向导”、“嗨游”平台
AI+城市治理	杭州城市大脑、Agent PaaS、AI+一网统管
AI+医疗	智慧网络医院、AI 预问诊、AI 数字分身
AI+体育	战旗网络、“45 度”文化服务智能体平台

数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.5 投资布局：前沿科技与文化融合的投资布局

2020 年以来，浙数文化的投资策略已从早期围绕数字娱乐、IDC 与数据要素的产业延伸，进一步演化为服务主业升级的“文化+科技”融合路径，包括“白马”资产和“黑马”资产。

#### 3.5.1 “白马资产”：战略协同与主业赋能

“白马资产”方面，公司坚持“优质资产+战略协同+科技创新”的投资理念，目标为实现稳定收益与产业资源的深度协同。以浙版传媒股权投资为例，公司在 2025 年出资约 12 亿元投资浙版传媒 6% 股权，当年度带来投资收益 1167 万元（12 月完成工商变更），预计 2026 年带来更高的投资收益。更重要的是在 IP 内容、算力服务、产业基金等层面强化双方的战略协同，为主营业务发展提供有力支撑。

### 3.5.2 “黑马资产”：前瞻布局与滚动收益

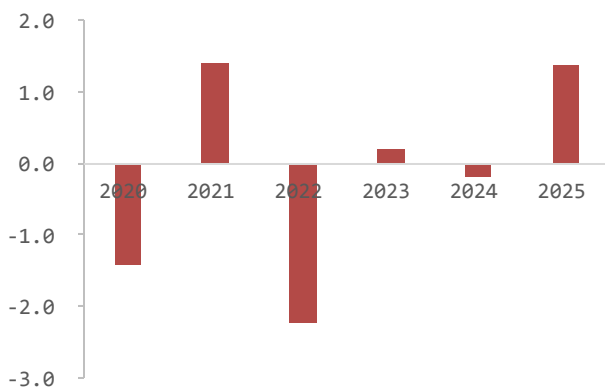
在布局“黑马资产”方面，公司通过基金和直接参股的方式，持续投资于具备高成长潜力的前沿科技企业，其投资体系正由“财务增厚”转向“产业孵化+资本退出”的双轮驱动模式。

公司上市初期聚焦于文化传媒主业，所投华数传媒、宋城演艺、唐人影视、海看股份、无线传媒等项目均实现了亮眼的投资收益和显著市场认可。随着战略转型向数字化和科技化迈进，浙数文化持续加大对技术赛道的投入，包括百融金融、随视传媒、途游游戏、中控技术等标的同样取得了良好业绩回报，巩固了公司以投资支撑主营的盈利模型。

当前，公司紧紧围绕国家数字经济与科技创新战略，将投资布局前沿聚焦于 AI 人形机器人、算力硬件、AI 大模型、智能穿戴、商业航天等硬科技赛道，对外通过参投基金与专项直投相结合。根据 2025 年半年报已形成了 20 只境内私募基金、合计约 15.6 亿元认缴金额的硬核投资体系。重点覆盖“杭州六小龙”中的云深处、易思维、云尖信息及十余家杭州地区独角兽企业。其中，云深处为国内四足机器人龙头，已获科创板 IPO 受理；中昊芯英拥有完全自研 TPU 架构和国内领先的 AI 芯片量产能力，被视为国产算力核心厂商之一，近期发布新一代高性能 TPU AI 专用算力芯片，目前已启动独立自主的首次公开发行股票（IPO）相关工作；云尖信息聚焦 AI 服务器领域，2025 年 5 月已提交 IPO 辅导备案。2026 年，公司通过容腾二号基金间接参投的宇树科技作为 A 股“具身智能第一股”顺利在科创板注册生效，银河通用也正有序推进在港交所的上市进程。

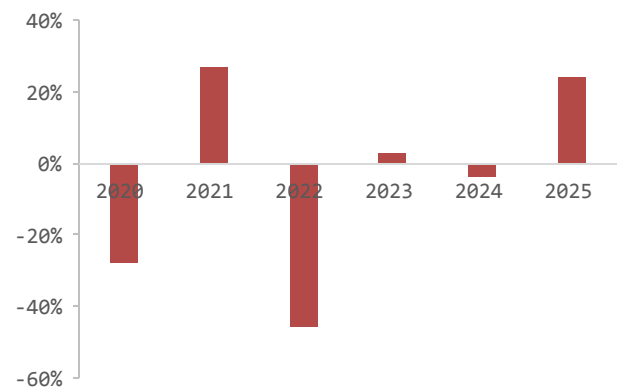
在公司“黑马资产”策略下，部分年份投资利润（公允价值变动）占公司归母净利润的 20%-30%，且成为数字科技主业突围的重要驱动力。已知公司参投的云深处、中昊芯英、海马云等多个项目正处于 IPO 或上市辅导流程，涵盖芯片、机器人、云计算等关键环节，这些项目的资本变现预计将源源不断为公司带来投资回报，进一步强化公司在 AI 全产业链生态中的核心地位和未来成长韧性。

图 23：2020-2025 年公司公允价值变动损益（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 24：2020-2025 年公司公允价值变动损益占归母净利润比例



数据来源：Wind，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：在线游戏运营业务方面，边锋网络仍是公司最稳定的利润锚，棋牌游戏和休闲类产品的生命周期较长，买量强度更低，用户留存更稳定，且利润兑现有望更持续。考虑到对游戏等核心数字内容领域，公司将推进精品化与智能化发展路径，我们预计 2026-2028 年在线游戏运营业务收入增速分别为 3.5%/3.0%/3.0%，毛利率分别为 82.0%/83.0%/84.0%；

假设 2：数字营销业务方面，2025 年数字营销收入 9.3 亿元，同比增长 19.7%，为公司最主要的收入增量来源。考虑到数字营销增长趋势具备持续性，且 AI 赋能和数据交易协同将继续拉长服务链，我们预计 2026-2028 年数字营销业务收入增速分别为 15.0%/10.0%/8.0%，毛利率分别为 19.0%/20.0%/21.0%；

假设 3：技术信息服务方面，考虑到富春云科技在持续巩固数据中心建设和运营的基础上，加速推动算力基础设施改造，同时公司的 AI 应用稳步发展。我们预计 2026-2028 年技术信息服务收入增速分别为 9.0%/7.0%/5.0%，毛利率分别为 44.0%/45.0%/46.0%；

假设 4：社交媒体方面，该业务内部结构已经发生转化，社交文学已成为主要增量来源。考虑到社交文学有望与 AI 漫剧等业务形成协同，我们预计 2026-2028 年社交媒体收入增速分别为 14.0%/10.0%/7.0%，毛利率分别为 29.0%/31.0%/33.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

**表 8：分业务收入及毛利率**

业务情况		2025A	2026E	2027E	2028E
在线游戏运营业务	收入（百万元）	1240.8	1284.2	1322.8	1362.5
	增速	-7.4%	3.5%	3.0%	3.0%
	毛利率	80.6%	82.0%	83.0%	84.0%
数字营销业务	收入（百万元）	928.2	1067.4	1174.1	1268.1
	增速	19.7%	15.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	17.8%	19.0%	20.0%	21.0%
技术信息服务	收入（百万元）	660.3	719.7	770.1	808.6
	增速	-3.6%	9.0%	7.0%	5.0%
	毛利率	41.9%	44.0%	45.0%	46.0%
社交媒体	收入（百万元）	214.5	244.6	269.0	287.8
	增速	-19.8%	14.0%	10.0%	7.0%
	毛利率	27.9%	29.0%	31.0%	33.0%
其他	收入（百万元）	37.5	37.5	37.5	37.5
	增速	28.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	45.9%	46.0%	46.0%	46.0%
合计	收入（百万元）	3081.3	3353.4	3573.5	3764.4
	增速	-0.5%	8.8%	6.6%	5.3%
	毛利率	49.3%	49.5%	49.8%	50.3%

数据来源：Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

我们根据公司的主要业务选取了分别属于游戏、数据中心和数字营销行业的 8 家公司作为可比公司。从 PE 的角度看，2026-2028 年，可比公司平均估值为 60/47/39 倍。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 33.5/35.7/37.6 亿元，yoy 为 8.8%/6.6%/5.3%；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 7.0/7.6/8.3 亿元，对应 PE 为 19/17/16 倍。考虑到公司完成“文化+科技”双轮驱动转型，深度卡位“算力—算法—数据”三要素，同时 AI 应用以及社交文学等业务稳步增长，我们给予公司 30 倍 PE，对应目标价 16.50 元，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
002605.SZ	姚记科技	19.92	1.12	1.31	1.47	1.60	17.79	15.21	13.55	12.45
300418.SZ	昆仑万维	47.96	-1.27	-0.37	0.09	0.48	-37.76	-129.62	532.89	99.92
300383.SZ	光环新网	12.81	-0.42	0.18	0.24	0.33	-30.50	71.17	53.38	38.82
600845.SH	宝信软件	19.40	0.45	0.61	0.72	0.84	43.11	31.80	26.94	23.10
603881.SH	数据港	24.21	0.19	0.22	0.26	0.29	127.42	110.05	93.12	83.48
300738.SZ	奥飞数据	20.33	0.13	0.35	0.47	0.55	156.38	58.09	43.26	36.96
300058.SZ	蓝色光标	12.46	0.06	0.08	0.09	0.11	207.67	155.75	138.44	113.27
301171.SZ	易点天下	29.20	0.34	0.41	0.56	0.73	85.88	71.22	52.14	40.00
平均值							86.12	59.59	47.06	39.13
600633.SH	浙数文化	10.40	0.45	0.55	0.60	0.65	23.03	18.96	17.32	15.92

数据来源：Wind，西南证券整理（股价选取 2026 年 7 月 8 日收盘价）；注：可比公司 26E-28E EPS 来自 wind 一致预期；出于估值测算的谨慎性原则，在测算可比公司市盈率（PE）平均值时做异常值剔除处理：2025 年剔除 PE 为负的昆仑万维、光环新网，以及 PE 显著偏高的蓝色光标；2026 年剔除 PE 为负的昆仑万维、PE 显著偏高的蓝色光标；2027 年、2028 年剔除 PE 异常偏高的昆仑万维与蓝色光标。

## 5 风险提示

宏观经济波动风险、市场竞争风险、多领域布局的管理风险、技术革新及核心人才流失风险、资本市场波动和投资不及预期风险等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3081.25	3353.37	3573.47	3764.42	净利润	563.80	684.91	749.57	815.61
营业成本	1561.69	1692.65	1793.57	1869.48	折旧与摊销	333.23	180.17	180.17	180.17
营业税金及附加	19.07	19.87	21.26	22.51	财务费用	2.91	0.83	1.36	1.73
销售费用	268.65	268.27	278.73	286.10	资产减值损失	-114.60	0.00	0.00	0.00
管理费用 (含研发)	378.27	737.74	764.72	786.76	经营营运资本变动	-222.18	-116.48	-140.87	-30.30
财务费用	2.91	0.83	1.36	1.73	其他	56.56	-126.39	-107.95	-97.00
资产减值损失	-114.60	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>619.73</b>	<b>623.05</b>	<b>682.28</b>	<b>870.22</b>
投资收益	11.65	30.00	20.00	10.00	资本支出	-100.20	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	138.21	100.00	95.00	90.00	其他	-928.02	50.28	124.38	109.41
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1028.22</b>	<b>-49.72</b>	<b>24.38</b>	<b>9.41</b>
<b>营业利润</b>	<b>613.62</b>	<b>764.01</b>	<b>828.83</b>	<b>897.83</b>	短期借款	456.12	-357.55	-5.00	-5.00
其他非经营损益	-3.10	-0.79	-1.30	-1.51	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>610.52</b>	<b>763.22</b>	<b>827.53</b>	<b>896.32</b>	股权融资	-33.21	0.00	0.00	0.00
所得税	46.71	78.31	77.96	80.71	支付股利	-317.02	-114.52	-139.12	-152.25
净利润	563.80	684.91	749.57	815.61	其他	122.07	-22.72	-3.36	-1.73
少数股东损益	-8.80	-10.69	-11.70	-12.73	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>227.97</b>	<b>-494.79</b>	<b>-147.48</b>	<b>-158.99</b>
归属母公司股东净利润	572.60	695.60	761.27	828.34	<b>现金流量净额</b>	<b>-183.38</b>	<b>78.53</b>	<b>559.18</b>	<b>720.64</b>
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1230.07	1308.61	1867.79	2588.43	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	989.48	1022.84	1113.46	1164.25	销售收入增长率	-0.50%	8.83%	6.56%	5.34%
存货	121.20	131.36	137.19	144.08	营业利润增长率	6.18%	24.51%	8.48%	8.33%
其他流动资产	375.37	472.86	476.04	477.53	净利润增长率	4.09%	21.48%	9.44%	8.81%
长期股权投资	2579.68	2579.68	2579.68	2579.68	EBITDA 增长率	15.32%	-0.50%	6.92%	6.87%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1747.38	1601.88	1456.38	1310.88	毛利率	49.32%	49.52%	49.81%	50.34%
无形资产和开发支出	4916.93	4983.62	5050.31	5117.01	三费率	21.09%	30.02%	29.24%	28.55%
其他非流动资产	1054.54	1048.28	1046.91	1045.55	净利率	18.30%	20.42%	20.98%	21.67%
<b>资产总计</b>	<b>13014.65</b>	<b>13149.13</b>	<b>13727.76</b>	<b>14427.40</b>	ROE	5.01%	5.80%	6.03%	6.23%
短期借款	467.55	110.00	105.00	100.00	ROA	4.33%	5.21%	5.46%	5.65%
应付和预收款项	523.15	759.50	728.10	764.43	ROIC	8.21%	9.76%	10.59%	11.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.82%	28.18%	28.27%	28.68%
其他负债	780.58	469.16	473.75	478.70	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1771.28</b>	<b>1338.66</b>	<b>1306.84</b>	<b>1343.13</b>	总资产周转率	0.24	0.26	0.27	0.27
股本	1268.07	1268.07	1268.07	1268.07	固定资产周转率	1.77	2.01	2.34	2.73
资本公积	2836.13	2836.13	2836.13	2836.13	应收账款周转率	3.79	4.06	4.04	3.99
留存收益	6140.15	6721.23	7343.38	8019.46	存货周转率	15.12	13.40	13.26	13.15
归属母公司股东权益	10247.65	10825.44	11447.59	12123.67	销售商品提供劳务收到现金营业收入	155.75%	—	—	—
少数股东权益	995.71	985.03	973.33	960.60	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>11243.37</b>	<b>11810.46</b>	<b>12420.91</b>	<b>13084.27</b>	资产负债率	13.61%	10.18%	9.52%	9.31%
负债和股东权益合计	13014.65	13149.13	13727.76	14427.40	带息债务/总负债	26.40%	8.22%	8.03%	7.45%
					流动比率	1.91	2.96	3.74	4.39
					速动比率	1.82	2.83	3.60	4.25
					股利支付率	55.36%	16.46%	18.27%	18.38%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.45	0.55	0.60	0.65
					每股净资产	8.08	8.54	9.03	9.56
					每股经营现金	0.49	0.49	0.54	0.69
					每股股利	0.25	0.09	0.11	0.12
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	949.76	945.01	1010.36	1079.74					
PE	23.03	18.96	17.32	15.92					
PB	1.29	1.22	1.15	1.09					
PS	4.28	3.93	3.69	3.50					
EV/EBITDA	11.81	11.31	10.02	8.72					
股息率	2.40%	0.87%	1.05%	1.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn