

证券研究报告 | 公司深度报告
TMT及中小盘 | 传媒

聚焦数据资产，推动数字未来

——浙数文化（600633.SH）深度报告

顾 佳

gujia@cmschina.com.cn

S1090513030002

谢笑妍

xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

S1090519030003

CMS 招商证券

2023年3月21日

核心观点

摘要：

浙数文化是国内较早布局互联网数字文化产业的上市公司。2021年，浙江省数字化改革等一系列推动数字经济发展的政策出炉，公司深度参与到浙江省的数字浙江建设和城市大脑智慧城市的工作当中，确立了建设成为浙江及国内领先数字文化和数字科技产业集团的目标，从传统边锋为主导的游戏业务转向游戏、大数据业务共同支撑公司发展的方向。目前，游戏和大数据业务构成了浙数文化98%以上的业绩。2022年前三季度，公司实现扣非净利润近5亿，净利润约3.5亿，差异主要系公司于二级市场投资的三支传媒股票表现不佳。我们看好公司明年业绩预期并给出25-30倍PE估值为合理区间，明年6.91亿利润对应172-207亿市值值得期待。

核心内容：

1、边锋网络：多年来持续在利润端为浙数集团做出贡献。自2013年浙数文化实现对边锋网络100%控股以来，边锋网络秉承着打造行业内顶尖休闲线上游戏运营平台的理念，不断在提升平台整体运营效果，服务升级，尝试并开拓出多种创新玩法上进行尝试，客户粘性一直维持在行业内较高水平。

现金流充裕，人员储备充足。杭州边锋网络经过二十余载的发展，如今已在国内线上休闲棋牌类游戏中占据了举足轻重的地位，开发及运营技术人员储备充足，现金流及收入已进入相对稳定周期。因此，边锋网络在未来将持续为浙数文化集团带来稳定、可靠的现金流与业绩端的相应贡献，公司有更充裕的空间与资源用于对数据资产以及数据交易方面进行更深入的探索与研究。

2、IDC业务：硬件实力为产业发展提供动能，富春云机柜数量可观。杭州富春云科技有限公司作为浙数文化全资子公司，拥有优质的产业及大数据平台资源，其主要客户为政府（To G端），企业（To C端）。公司现有产品服务为：机柜租用、机房定制、云服务（IDC，IaaS和PaaS）、系统集成以及智能化管理平台。公司旗下富春云科技公司已在杭州富阳、北京益园已累计建成约10000组机柜，正在建设杭州大江东地区2500组机柜，持续夯实数字基础设施，云服务与智能化管理平台的发展将会更好地为公司打造差异化服务做出贡献，也是未来数据中心业务中收入增量的关键所在。

核心观点

3、数据要素与交易中心：随着人类社会的不断发展，主要经济类型也在相应地演化，不同阶段的主要生产要素组成和重要程度也会有所不同。农业经济时代首先要解决的是生存和温饱问题，土地和劳动力是最核心的生产要素；到了工业经济时代，主要问题变成了解决大规模生产问题，技术相应进步，同时在土地和劳动力的基础上加入了资本要素；目前已经进入数字经济时代，社会核心问题转变成大规模生产之后带来的产能过剩和供需错配问题，数据成为关键生产要素，引导资源配置优化，实现经济高质量发展。

近年来，我国大力发展数字经济，将数据定义为新型生产要素，十分重视数据要素市场建设，将数据要素市场发展放在了推进国家发展的重要位置，积极构建数据基础制度体系、完善数据要素市场监管。自2022年12月以来，国务院连续发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》、《数字中国建设整体布局规划》，提出“数据二十条”，强调加快建设数字基础设施，提升数据资源规模和质量，有效释放数据要素价值，畅通数据资源大循环，推动数据要素市场高效运行。

浙数文化大力开展“浙江大数据交易中心”，投身国家数字经济建设最前线，已占据先入局优势。公司目前经营状况良好，IDC业务与大数据交易中心齐头并进，机柜充足且上电率稳定。我们预计公司2022-2024年营收分别为47.82/49.56/56.07亿元，同比增长56.07%/3.63%/13.13%；归属于母公司股东净利润分别为5.36/6.56/6.91亿元，同比增长3.67%/22.38%/5.34%；EPS分别为0.42/0.52/0.55，以2023年3月17日收盘价，对应PE分别为25.5/20.8/19.8倍，首次覆盖给与“强烈推荐”评级，建议重点关注。

风险提示：数字娱乐相关业务政策监管风险；多款休闲类游戏已进入生命周期末期；IDC业务竞争日渐激烈；大数据交易中心搭建进度不及预期。

一、国企背景纯正，聚焦数字文化与数字科技

1.1 聚焦数字文化与数字科技，创新中成长前行

1.2 前瞻布局产业，多次转型升级

1.3 国企背景纯正，股权架构稳定

1.4 管理层业务分工明确，从业经验丰富

1.5 连续三年股权激励计划，提高公司发展动力

1.6 数字娱乐和IDC业务为引擎，驱动业绩稳健增长

1.1 聚焦数字文化与数字科技，创新中成长前行

浙数文化围绕建设成“浙江及国内领先的数字文化和数字科技产业集团”这一战略目标，较早布局互联网数字领域，聚焦提升，在改革和创新中成长前行。（1）数字文化板块，边锋网络持续保持利润贡献，深耕互联网休闲游戏领域，积极布局海外赛道、社交赛道等，探索多元化发展路径。（2）数字科技板块，公司加快推进数据中心和浙江大数据交易中心平台建设与运营工作，公司推动建立浙江数字要素市场，布局数字政务、数字医疗等领域，数字化改革进入新阶段；传播大脑科技公司布局融媒体业务，将作为浙江省省级平台主体加速媒体深度融合，推进浙江数字媒体技术一体化发展；杭州城市大脑布局数字政务，承接杭州市级数字政务业务，加速推进杭州智慧城市建设，为全国创造更多可推广经验；图影科布局数字文旅，加大力度拓展国内“数字文旅影像馆”共建与运营规模，推动地方文旅宣传。

图：浙数文化主要业务构成



资料来源：公司官网，招商证券

1.2 前瞻布局产业，多次转型升级

公司在战略规划、产业布局方面走在行业前列，作为国内较早布局互联网数字文化产业上市公司，利用资本市场先发优势，创新机制体制改革，坚持内生发展、外部并购并举，成功多次实现转型升级。公司围绕“互联网枢纽型传媒集团”的建设，及时布局互联网相关领域，收购边锋网络和上海浩方，致力构建数字娱乐产业链；在互联网、大数据兴起之时，募资投建包括浙江大数据交易中心、“富春云”互联网数据中心、“梧桐树+”数据产业园、大数据产业基金在内的“四位一体”大数据产业生态圈；2017年，公司全面向互联网数字文化产业转型，实施重大资产重组，聚焦数字娱乐、大数据、数字体育等发展前景良好且已经完成深度布局的核心互联网新兴产业；2019年，公司组建浙报融媒体科技（浙江）有限责任公司，大力服务国家媒体融合发展战略。2021年，公司上市十周年，致力于建设“浙江及国内领先的数字文化和数字科技产业集团”。目前，浙数文化全力推动数字文化产业创新发展，着力培育壮大数字科技产业，助力浙江省新时代文化高地建设和数字化改革，争当行业领路人；2023年，公司与浙江广电、浙江出版、浙江文投三大省属文化集团共同发起传播大脑科技公司，打造浙江省融媒体技术平台，建立省域媒体全场景智能传播能力体系。

图：浙数文化发展历程

2011 成功借壳上市，成为全国首家媒体经营性资产整体上市的公司

2016 完成二次定向增发，募资19.5亿元投建“四位一体”大数据产业生态圈，抢占大数据行业发展的先机。

2019 深度参与“杭州市大脑”和“数字浙江”建设，筹建浙数文化数字科技产业园，集中打造融媒体科技业务板块。

2013 首次定向增发，募资32亿元，收购杭州边锋和上海浩方搭建数字娱乐平台，开创传媒行业跨界并购的先河。

2017 实施重大资产重组，出售新闻传媒类资产，全面向互联网数字文化产业转型，并更名为浙数文化。

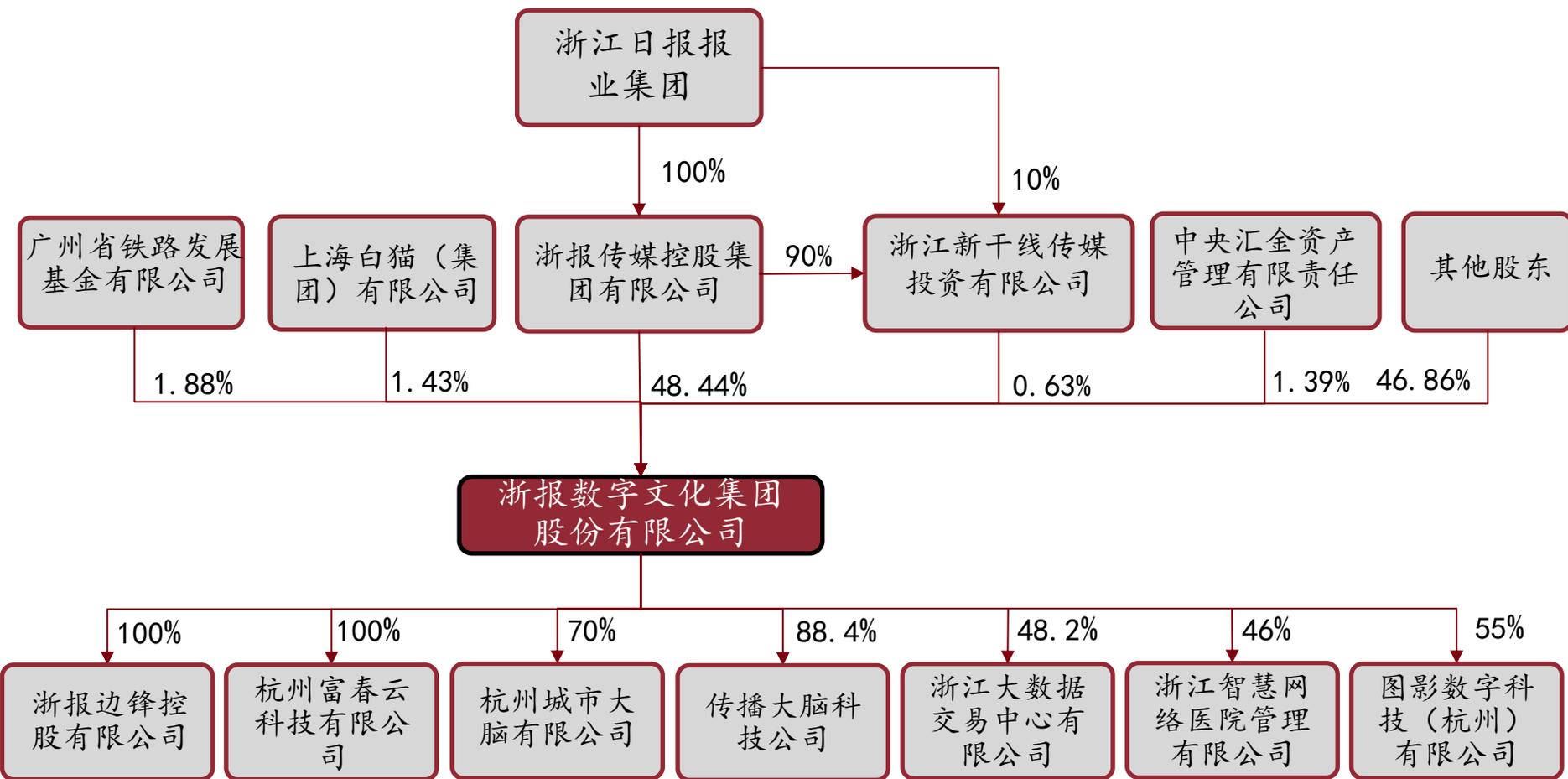
2021 公司上市十周年，致力于建设“浙江及国内领先的数字文化和数字科技产业集团”。

资料来源：公司招股说明书，招商证券

1.3 国企背景纯正，股权架构稳定

公司股权结构稳定，拥有国企背景股东支持。公司已实现A股全流通，浙江日报报业集团系公司实际控制人，持股比例达48.44%；公司目前持有大数据交易中心48.2%股份，为数据交易、数据要素板块稀缺标的，在国家级、省级政策催化做大做强数字经济背景之下，数字要素迎来市场化改革，平台具有较高价值。

图：公司股权架构（截至2022年12月）



资料来源：Wind，企查查，招商证券

1.4 管理层业务分工明确，从业经验丰富

公司业务分工明确，管理层都具有丰富的从业经验。管理层架构合理、业务分工明确，各高管均在相关行业从业多年。

图：公司管理层状况介绍

姓名	职务	过往经历	荣誉成就
程为民	董事长、董事	1990年8月参加工作，曾任浙江日报要闻部、党群政法部副主任，浙江日报编辑中心、采访中心副主任、《共产党员》杂志总编辑等职务；现任浙报传媒控股集团有限公司董事、总经理、浙报数字文化集团股份有限公司董事、董事长；兼任浙江日报报业集团党委委员、副社长。	浙江省宣传文化系统“五个一批”人才；第七届浙江省飘萍新闻奖（人物奖）
李永明	独立董事	现任浙江大学光华法学院教授、博士生导师，兼任浙江泽大律师事务所律师、中国知识产权法研究会副会长，浙江省知识产权法研究会会长，浙江省知识产权协会副会长等职。	“全国知识产权领军人才”；首届“浙江省优秀中青年法学家”
潘亚岚	独立董事	1987年8月参加工作，曾任杭州电子科技大学会计学院教授、研究生导师等职务；现任浙江省政协委员、浙江省财政学会税务学会常务理事、浙江省审计厅特约审计员、浙数文化独立董事。	浙江省新世纪“151”人才（第三层次）
张智明	董事	1992年8月参加工作，曾任钱江报刊发行公司副总经理、浙报集团事业发展部副主任、浙报集团发展规划部副主任等职务；现任浙江日报智汇媒体发展有限公司执行董事、浙报传媒控股集团有限公司副总经理、浙江日报智汇媒体发展有限公司总经理。	
曾宁宇	董事、总经理	1998年8月参加工作，曾任浙江众泽医院管理公司副总经理，浙江省二轻集团公司投资部经理助理、办公室主任、投资发展部经理等职务；现任浙数文化董事。	
林敏	监事、监事会主席	1986年11月参加工作，历任浙江法制报社记者、编辑、社长助理、副总编辑等职务；现任浙报传媒控股集团有限公司监事会办公室一级总监。	
金晶	监事	2004年10月参加工作，曾任浙江今日早报有限公司总经办主任助理、副主任、主任等职务；现任浙数文化股东监事，同时任浙江日报报业集团经营管理部资本运作室主任。	
吴琦	职工监事	2015年6月参加工作，现任浙数文化内部审计专员职务；2018年4月起任公司职工监事。	
梁楠	副总经理、董事会秘书	2000年8月参加工作，曾任华立集团总部投资者关系主管、华数集团移动多媒体事业部副总经理等职务；现任浙数文化董事会秘书；同时担任中国上市公司协会第二届投资者关系管理专业委员会副主任委员、政协杭州市下城区委员会委员。	2020、2021年度浙江上市公司协会优秀董秘；证券时报第11届、第12届投资者关系天马奖最佳董秘；2021年度上海证券报金质量奖优秀董秘
郑法其	副总经理、财务总监	1991年8月参加工作，曾任浙江日报社财务科会计、财务主管、计划财务处资金结算部主任等职务；兼任浙江上市公司协会财务总监专业委员会主任、杭州电子科技大学会计硕士研究生导师。	

资料来源：同花顺iFind，招商证券

1.5 连续三年股权激励计划，提高公司发展动力

股权激励调动员工积极性，提高公司发展动力。2020年9月25日董事会审议通过股票期权激励计划，授予公司157人1300万份股票期权，行权期将向激励对象定向发行公司A股普通股，行权价格为9.63元每份。2022年4月27日董事会审议通过，鉴于第一个行权期未达到行权条件，且因激励对象中有34名员工离职，不再符合成为激励对象的条件，相应的已授予但尚未行权的565.69万份股票期权予以注销，将公司激励对象由157名调整为123名，已授予未行权的股票期权数量由1300万份调整为734.31万份。

图：公司股权激励计划介绍

行权安排	行权期	行权比例	行权业绩条件		
			社会效益指标	经济效益指标	个人绩效指标
第一个行权期	自股票期权授权日起24个月后的首个交易日起至股票期权授权日起36个月内的最后一个交易日当日止。	40%	在政治导向指标上，每年度公司未发生造成严重影响的 政治性差错 、 重大技术性差错 和 严重泄密事故 ；在产品内容导向指标上，要坚持正确的政治方向，弘扬中国特色社会主义核心价值观，传播社会主义先进文化和中华优秀传统文化，未出现庸俗、低俗、粗俗游戏产品流入市场；在廉政导向指标上，公司未发生重大违纪违法案件。公司实现并达成社会效益指标各项要求，社会效益指标考核完成情况由上级单位审定。	以2018年度财务数据为基准，公司2021年度基本每股收益增长、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。2021年度主营业务收入占营业收入的比重不低于90%。	激励对象个人绩效指标由公司按照年度公司业绩指标进行分解下达，在满足公司层面行权业绩条件的前提下，根据激励对象个人上一年度业绩指标完成情况或绩效考核结果行权当期权益，当期未行权的股票期权由公司注销。
第二个行权期	自股票期权授权日起36个月后的首个交易日起至股票期权授权日起48个月内的最后一个交易日当日止。	30%		以2018年度财务数据为基准，公司2022年度基本每股收益增长、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。2022年度主营业务收入占营业收入的比重不低于90%。	
第三个行权期	自股票期权授权日起48个月后的首个交易日起至股票期权授权日起60个月内的最后一个交易日当日止。	30%		以2018年度财务数据为基准，公司2023年度基本每股收益增长、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。2023年度主营业务收入占营业收入的比重不低于90%。	

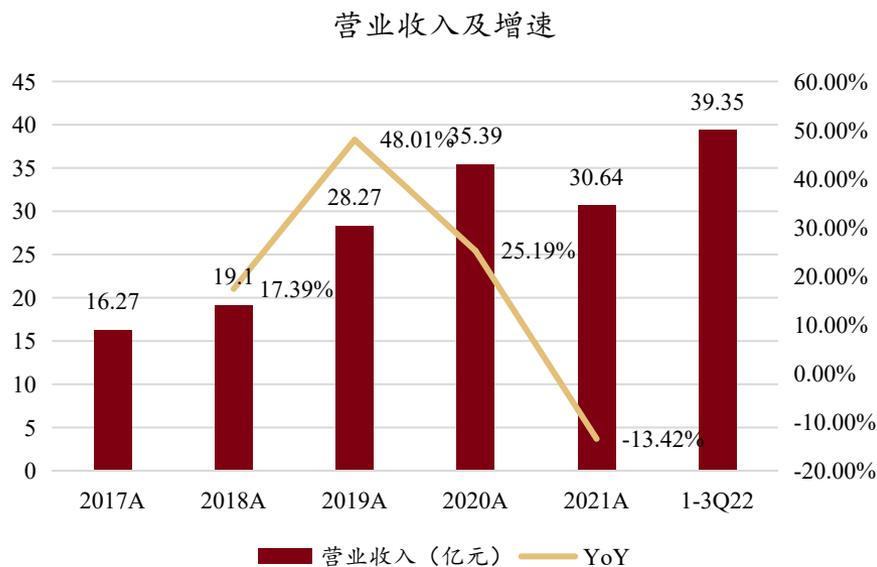
资料来源：公司公告，招商证券

1.6 数字娱乐和IDC业务为引擎，驱动业绩稳健增长

公司营收总体呈增长态势，2021年大环境冲击影响营收表现，2022年预计将实现超额增长。2021年公司主营棋牌类游戏线下推广受疫情影响，并且受游戏行业停发版号的大环境冲击，在线游戏运营业务收入同比下降18.21%，同时带来营收暂时性波动，同比下降13.4%，但公司积极降本增效进行员工调整，使营业成本大幅下降，保证了在线游戏运营业务的毛利率，使2021年归母净利润实现正增长；2022年前三季度公司总营收为39.35亿元，同比增长75.74%，前三季度营收已远高于2020、2021年全年营收，预计公司2022年营收将实现超额增长。

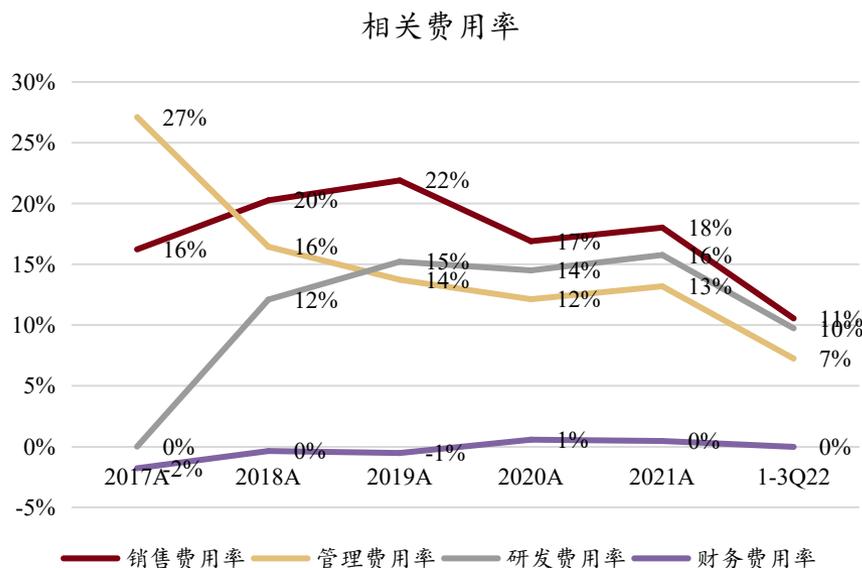
公司降本增效，严格管控相关费用率。公司积极降本增效，管理费用率自2017年起总体呈下降趋势，销售费用率自2019年起也呈下降趋势。2022年前三季度销售费用率、管理费用率、研发费用率都大幅下降主要是总营业收入超额增长所致。

图：2017-2022Q3浙数文化营业收入及增速



资料来源：公司财报，招商证券

图：2017-2022Q3浙数文化相关费用率



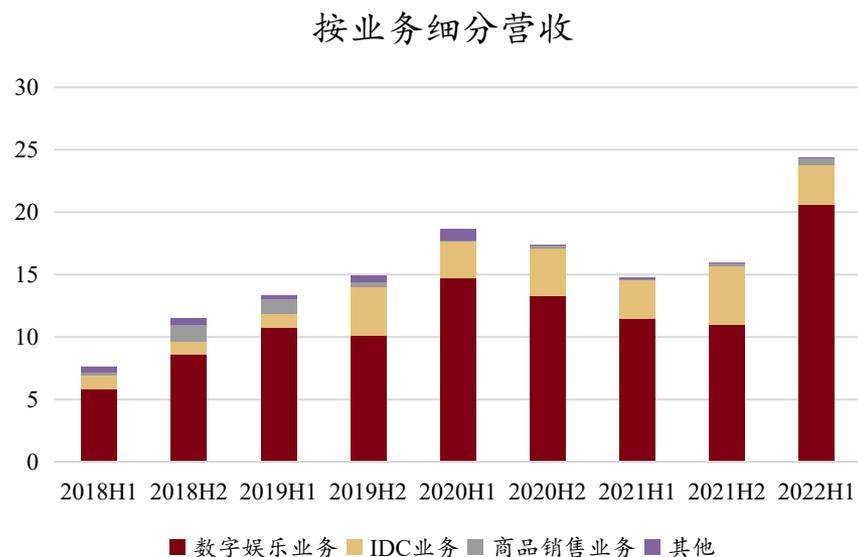
资料来源：公司财报，招商证券

1.6 数字娱乐和IDC业务为引擎，驱动业绩稳健增长

数字娱乐和IDC业务为引擎，驱动业绩稳健增长。公司营业收入主要来自于数字娱乐业务和IDC业务，营收占公司总营收近98%，是公司主要的两块业务。2022半年报显示，公司营收超额增长主要得益于数字娱乐业务相关收入的增加，2022上半年数字娱乐业务实现营收20.59亿元，同比增长78.2%。数字娱乐业务主要包括在线游戏运营业务、在线社交业务、广告及网络推广业务，2020年收购聚轮网络开始布局直播业务，2021年由直播业务转型在线社交业务这一新业务生态矩阵，在线社交业务用户数量及收入水平在2022年上半年均有明显突破，带动数字娱乐业务营收及公司总营收超额增长。

IDC业务稳健发展，营收及利润还未完全显现，有望进一步释放。公司IDC业务2022年上半年营收为2.06亿元，同比上涨49.28%，占总营收比重为5.24%，目前营收及利润还未完全显现，随着数据中心的建设及运营、新机柜完成搭建并陆续上电，以及政府相关扶持政策的落地，IDC业务方面的营收有望得到进一步释放。

图：2018-2022H1浙数文化按业务细分营收



资料来源：公司财报，招商证券

图：2018-2022H1浙数文化数字娱乐业务营收细分



资料来源：公司财报，招商证券

二、数字娱乐业务为第一增长曲线，驱动业绩稳健增长

2.1 边锋网络持续为集团做出利润贡献

2.2 专精线上休闲娱乐，不断推陈出新造就高客户粘性

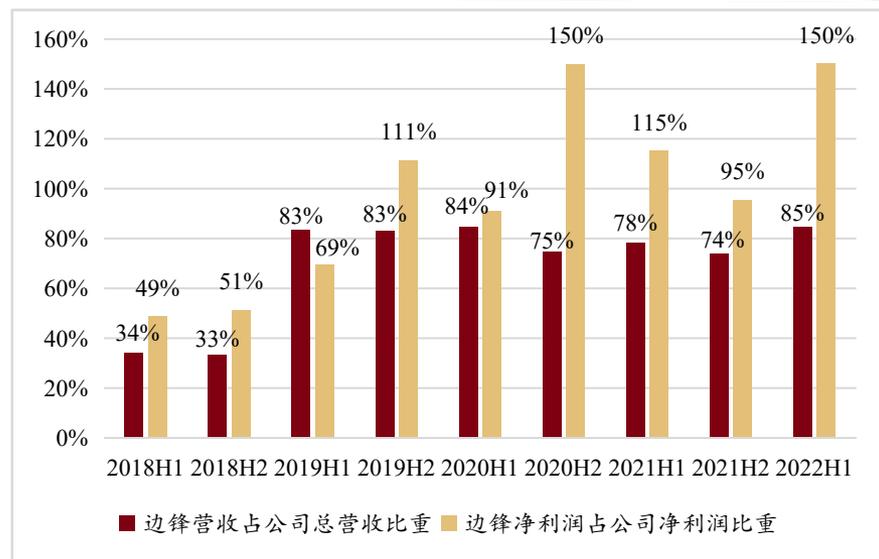
2.3 布局海外细分赛道，中华文化扬帆起航

2.1 边锋网络持续为集团做出利润贡献

边锋网络多年来持续在利润端为浙数集团做出贡献。自2013年浙数文化实现对边锋网络100%控股以来，边锋网络秉承着打造行业内顶尖休闲线上游戏运营平台的理念，不断在提升平台整体运营效果，服务升级，尝试并开拓出多种创新玩法上进行尝试，客户粘性一直维持在行业内较高水平。

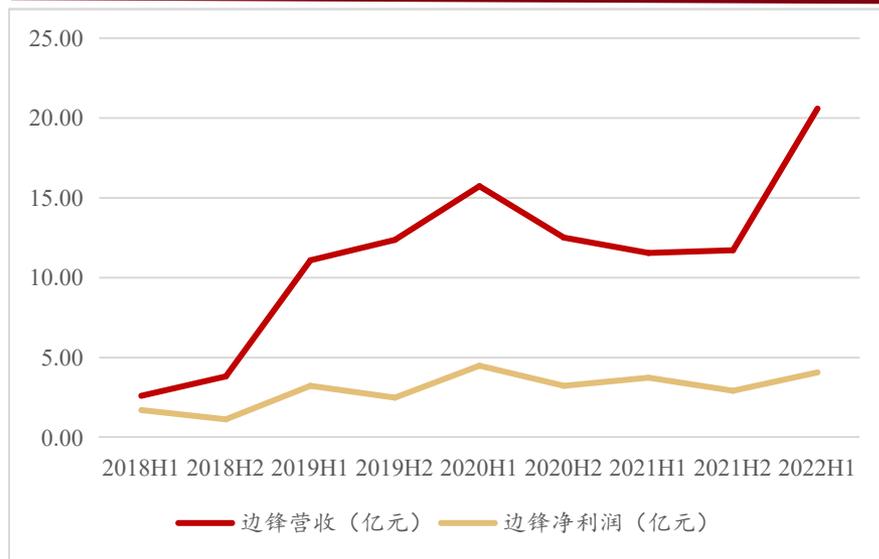
现金流充裕，人员储备充足。杭州边锋网络经过二十余载的发展，如今已在国内线上休闲棋牌类游戏中占据了举足轻重的地位，开发及运营技术人员储备充足，现金流及收入已进入相对稳定周期。根据公司2022年半年报显示，边锋网络上半年营业收入为20.58亿元，浙数文化营业收入为24.3亿元，占比85%；边锋网络上半年净利润为4.07亿元，浙数文化净利润为2.7亿元，占比150%。因此，边锋网络在未来将持续为浙数文化集团带来稳定，可靠的现金流与业绩端的相应贡献，公司有更充裕的空间与资源用于对数据资产以及数据交易方面进行更深入的探索与研究。

图：边锋网络营收与净利润占公司比重



资料来源：公司公告，招商证券

图：边锋网络半年报营收及净利润



资料来源：公司公告，招商证券

2.2 专精线上休闲娱乐，不断推陈出新造就高客户粘性

边锋网络成立多年来一直专注于休闲类棋牌游戏，并在结合传统棋牌类游戏规则的同时不断推陈出新。平台运营的各类游戏总和已超过600多种，公司在游戏开发及创新的策略是以浙江为起点，用户覆盖至福建、吉林、四川、辽宁至全国各地。仅以骨牌类游戏为例，边锋网络为满足各地玩家的习惯与需求推出了《丽水麻将》、《富阳麻将》、《德阳麻将》等不同规则下的多样性尝试。同时，公司不断推出老少皆宜的休闲类游戏并主打合家欢式的健康游戏模式，如《主营大PK斗地主》、《掼蛋》、《新三扣一》等平台热门游戏，深受玩家喜爱。

核心产品明确，定位清晰。边锋平台采用一站式一键登录模式，同个账号即可体验平台中大部分的游戏。目前，“边锋网络棋牌游戏世界”、“游戏茶苑”、“掼蛋网”三位于一体的运营平台基本满足了休闲棋牌玩家对线上游戏场景的大部分需求。以“掼蛋网”为例，手机发布的手机掼蛋成为其金字招牌并有望破圈，获客成本较低且用户粘性较好，已成为办公室休闲不可或缺的一个应用。

图：公司三大平台核心产品



资料来源：公司官网，招商证券

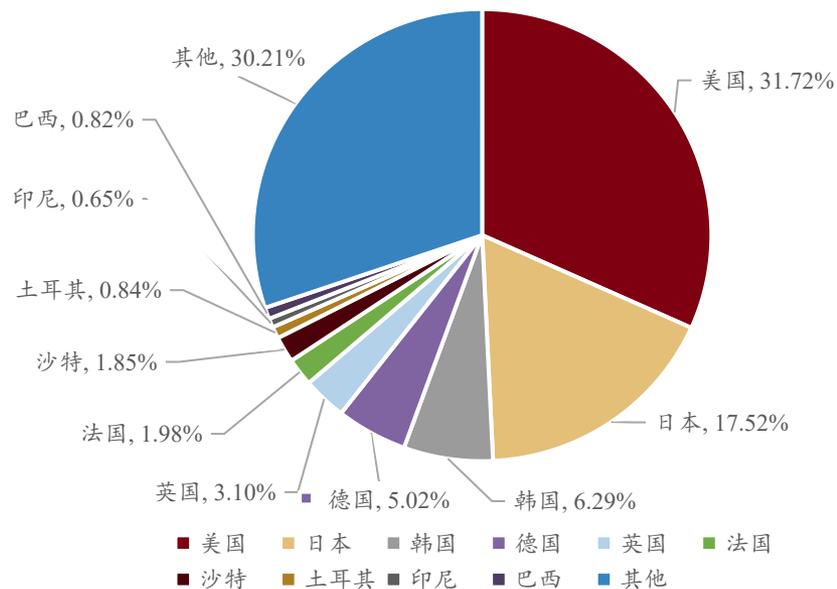
2.3 布局海外细分赛道，中华文化扬帆起航

持续创新、积累用户，中华文化扬帆起航。《Idle Arks》作为一款放置+建造类游戏，游戏背景设置为全球洪水灾害之后，玩家建造方舟，拯救其他幸存者，重建城市并探索未知文明，这与中国传统文化中的“和衷共济成己达人”等主张高度契合，同时游戏巧妙结合中国传统建筑营造技艺文化，在玩法和内容上具有更高的扩展性、更丰富的游戏体验；自研发行的SLG手游《权倾三国》以个性化的NPC设计和独特的建造玩法吸引了累积超过400万的注册用户，已在中国内地、韩国、新加坡、马来西亚、越南、日本、印尼上线，登上韩国Google Play 畅销榜TOP20，荣获风云榜“十大受欢迎移动游戏”，其他多款产品也成功从国内“走出去”，全球累计注册用户破千万。

图：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增长率



图：中国自主研发游戏海外重点地区收入占比



资料来源：《2022年中国游戏产业报告》，招商证券

三、积极布局IDC产业，逐步贡献业绩

3.1 富春云机柜逐步贡献业绩，为数据交易保驾护航

3.2 数字技术驱动增长，我国IDC产业持续扩张

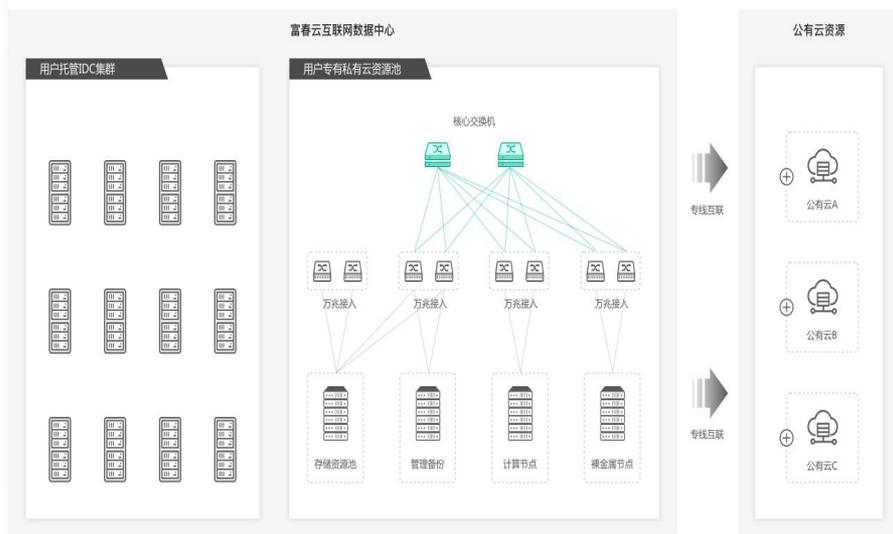
3.3 IDC行业最早兴起于美国，目前美国仍占最大份额

3.1 富春云机柜逐步贡献业绩，为数据交易保驾护航

硬件实力为产业发展提供动能，富春云机柜逐步创收。杭州富春云科技有限公司作为浙数文化全资子公司，拥有优质的产业及大数据平台资源，先已成为国内头部第三方数据提供商，其主要客户为政府（To G端），企业（To C端）。公司现有产品服务为：机柜租用，机房定制，云服务（IDC，IaaS和PaaS），系统集成以及智能化管理平台。公司旗下富春云科技公司已在杭州富阳、北京益园累计建成约10000组机柜，正在建设杭州大江东地区2500组机柜，持续夯实数字基础设施，云服务与智能化管理平台的发展将会更好地为公司打造差异化服务做出贡献，也是未来数据中心业务中收入增量的关键所在。

为了能更好的提供优质稳定的IDC服务，公司对机柜数量以及上电率都有较高要求。截止目前，公司已有超过1万组机柜进行结项，上电率为75%，高于行业平均水平。公司在全国两地三处设置了数据中心，分别为北京四季青数据中心，杭州富阳数据中心，以及杭州大江东富栖云数据中心。其中，杭州富阳数据中心占地70792平方米，电力总容量为138000kVA，且功率6KW的机柜数超6700组并计划在未来继续扩大机柜总数。

图：富春云云计算服务示意图



资料来源：公司官网，招商证券

图：富春云杭州富阳数据中心宣传图



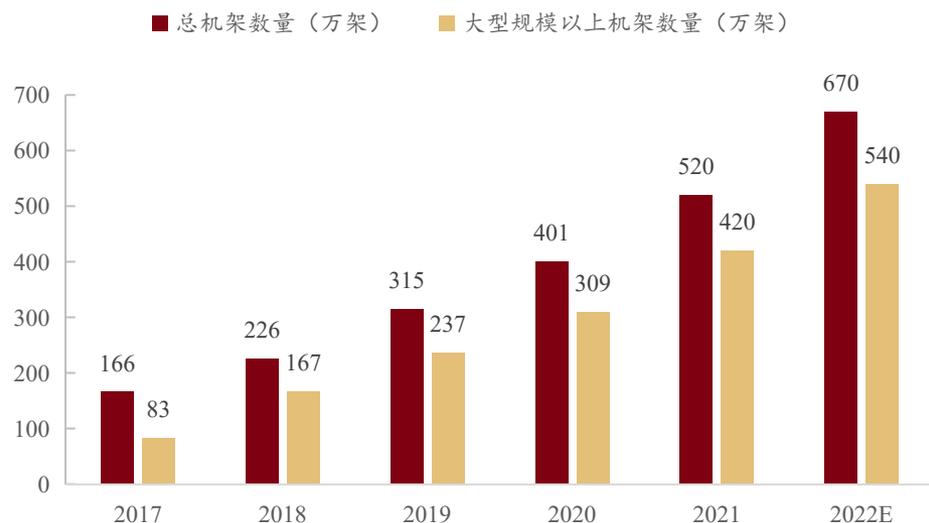
资料来源：公司官网，招商证券

3.2 数字技术驱动增长，我国IDC产业持续扩张

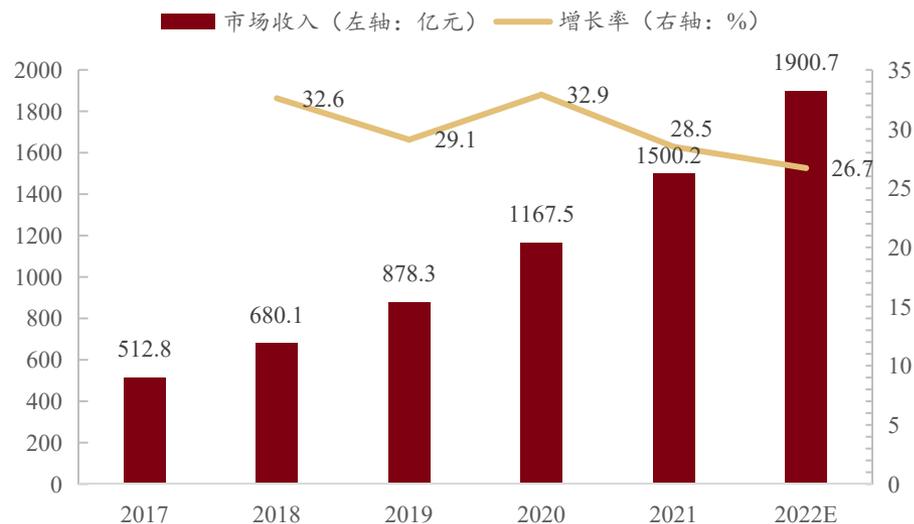
随着人类社会信息朝着智能化、信息化高速发展，数字中心已经成为数据产生、汇聚、传输的重要实体和算力基础设施，在新一代信息建设、数字经济增长中将扮演至关重要的角色。2021年工业和信息化部印发的《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023年）》指出，用三年时间基本形成布局合理、技术先进、绿色低碳、算力规模和数字经济增长相适应的新兴数据中心发展格局。一方面，受益于国家政策支持、战略布局，地方政府高度重视数字中心建设与新兴产业发展，据中国信通院数据，2021年我国机架规模 and 市场规模增速达到25%，数据中心机架规模不断扩张，大型以上数据中心规模增长迅速，数据中心市场持续吸引企业入局；另一方面，随着IDC产业链下游5G、物联网、云计算、人工智能等技术不断发展与数据应用场景日益多元化，企业对数据处理的算力需求迅速增加，大量资本涌入，我国数据中心业务收入持续高速增长。

浙数IDC业务布局较早，处于行业领先地位。浙数于2016年开始聚焦大数据行业，抢占行业发展的先机，截至目前公司已有超过1万组机柜进行结项，上电率为75%，高于行业平均水平。

图：我国数据中心机架规模



图：我国数据中心市场规模

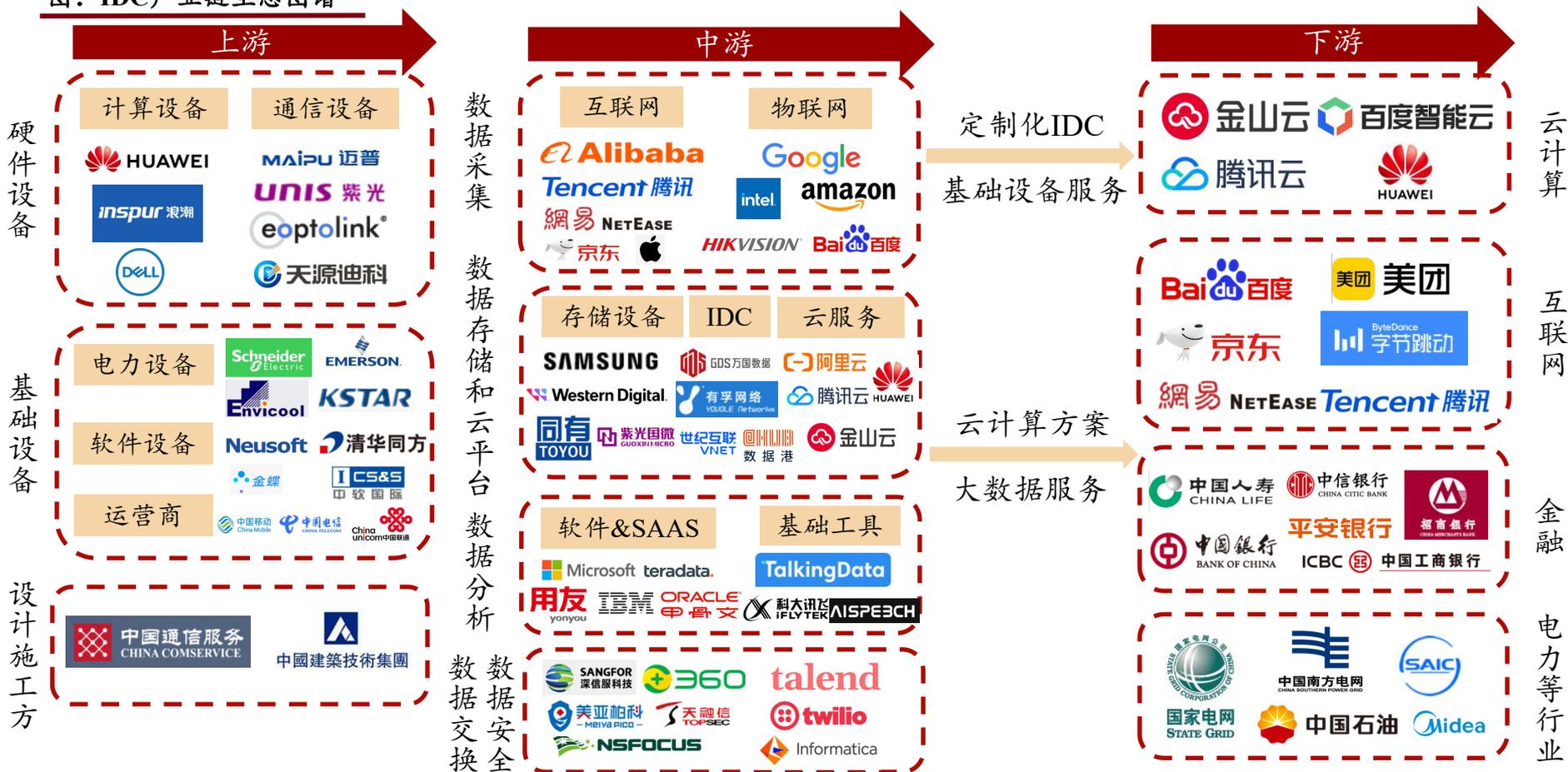


资料来源：工信部信息通信发展司，中国信息通信研究院，招商证券

3.2 数字技术驱动增长，我国IDC产业持续扩张

我国数据资源不断积累，逐步形成数据中心市场格局：三大基础电信运营商为主导，众多第三方数据中心运营商加速追赶。基础电信运营商以中国移动、中国电信、中国联通为代表，垄断通信领域，具备全国网络优势、客户资源优势，规模庞大，建设起步也较早；第三方数据中心运营商是指提供机柜租用、带宽租用、服务器托管、代理运维等数据中心服务企业，发展潜力巨大且发展迅速，相较三大基础运营商，支持多网络链路输入，跨区域服务灵活、定制能力强、产品种类丰富，IDC服务能力不容小觑。

图：IDC产业链生态图谱



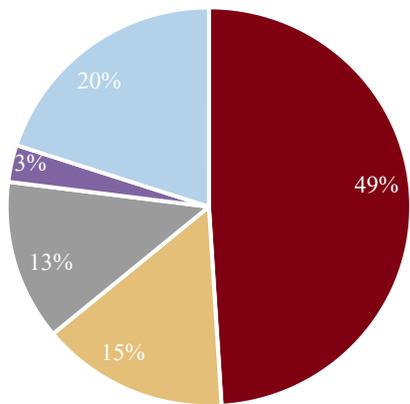
资料来源：中国信息通信研究院，Wind，招商证券

3.3 IDC行业最早兴起于美国，目前美国仍占最大份额

IDC行业最早诞生于美国，随着互联网行业的逐步发展而兴起。二十世纪九十年代，IDC行业诞生于美国，最早是由电信运营商提供，例如AT&T、Verizon等，随着行业多年的发展，服务提供者逐渐由运营商转变为第三方IDC公司，主要客户也已扩展到云计算、互联网、金融、政府、制作等多种类型，市场规模也在不断扩大，数据显示，全球IDC行业近几年均保持10%左右的增长速率，2022年全球数据中心市场规模预计将达到746.5亿美元。

目前美国仍占最大市场份额，中国位居第二。美国仍在全球数据中心市场占据最大份额，2021年数据显示，美国大规模数据中心在全球占比高达49%，牢牢占据第一的位置；其次是中国，我国IDC行业起步稍晚于美国，但近几年发展迅猛，市场规模增速远超全球增速，2021年我国大规模数据中心全球占比已达15%；亚太其他地区共占比13%。

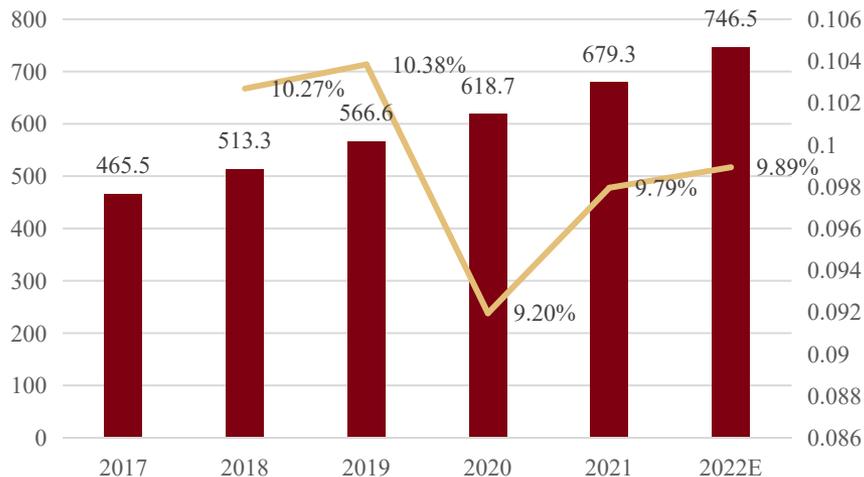
图：2021年全球大规模数据中心区域分布情况



■ 美国 ■ 中国 ■ 亚太其他地区 ■ 加拿大和拉美地区 ■ 欧洲、中东和非洲地区

资料来源：Synergy Research，招商证券

图：全球数据中心市场规模



■ 全球市场收入 (亿美元) — YoY

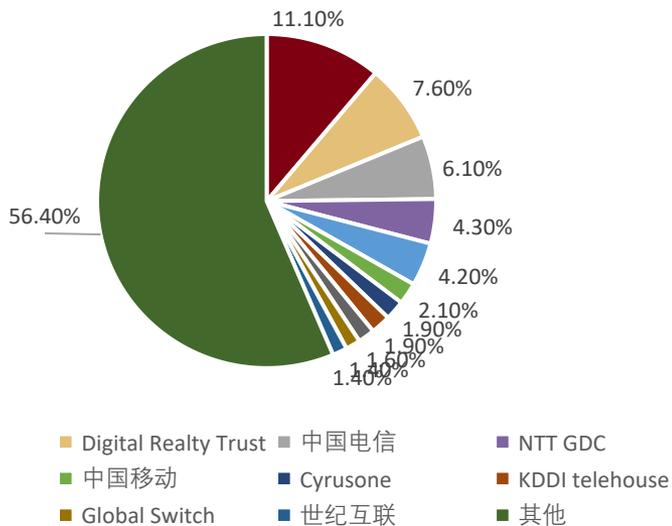
资料来源：中国信息通信研究院，招商证券

3.3.1 Equinix全球IDC龙头，收入来源以主机托管为主

Equinix为全球IDC行业龙头，核心资产遍布全球。Equinix成立于1998年，主营零售型数据中心业务，2015年转型为REIT架构，通过内生外延强劲扩张，市场份额不断提升，目前处于全球领先地位，2020年占全球主机托管市场份额达11.1%。Equinix核心资产遍布全球，截至2022Q1，Equinix在全球69座城市运营有244个数据中心，在运营面积约2820万平方英尺，折合约33.9万个机柜，在美洲、欧中非、亚太地区分别拥有104/88/52座数据中心。

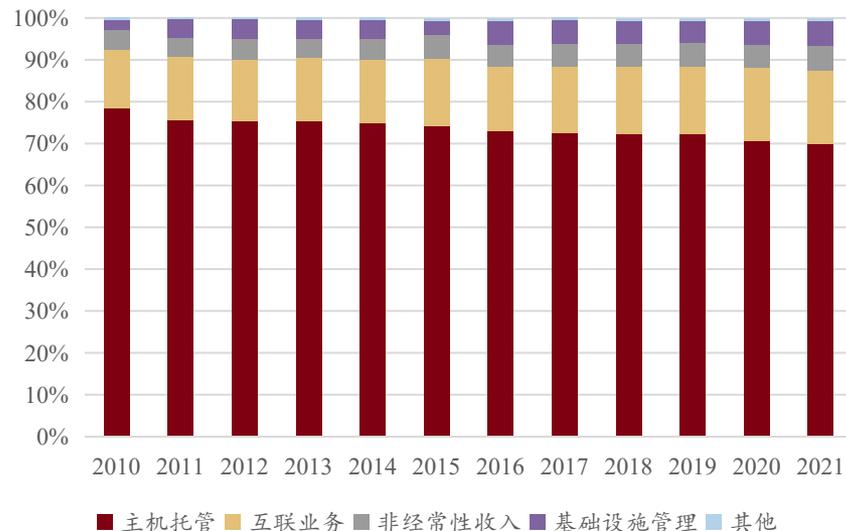
Equinix收入来源以主机托管为主。随着互联生态网络的构建，Equinix主机托管业务占比从2010年78.4%逐步降至2021年70.0%，互联业务占比由2010年的14%提升至2021年的17.5%，但总体来说Equinix的收入来源仍以主机托管为主，主机托管业务收入占比超七成。而互联业务是通过交叉连接等方式实现IDC之间的互联，为客户提供跨数据中心的流量交换业务，截至2021年末，Equinix基于191个IBX数据中心，在全球30+地区提供网络交换服务，汇聚数千个对等会话，形成庞大生态网络。

图：2020年全球全球主机托管市场占比情况



资料来源：Structure Research，招商证券

图：Equinix按业务划分收入结构



资料来源：公司公告，招商证券

四、布局数据资产交易，积极扩展业务

4.1 早期布局数据资产交易，抢抓数字发展机遇

4.2 对标深圳数据交易所，以国家级数据交易所为目标

4.3 政策有序推进，持续为数据交易赋能

4.4 数据已成为我国关键生产要素，GDP贡献明显

4.5 布局数字政务领域，积极扩展公司业务

4.1 早期布局数据资产交易，抢抓数字发展机遇

早期布局已为公司积累可观的先发优势和资源优势。2016年，浙江省政府同意浙数文化设立浙江大数据交易中心有限公司，浙数文化出资5320万元，持股53.2%。该数据中心是浙江省第一家大数据交易场所，也是浙江省唯一一家持数据交易牌照的省级数据交易中心。目前，交易中心累计的交易频次约为5个亿，其中，2022年交易频次突破2亿次。自数据中心成立以来，公司团队持续负责运营，积累丰富的业务资源及业务经验，同时实现技术沉淀。

未来将持续进行股权优化，以期多方面、各层次取得进展。公司目前持有48.20%的股份，为浙江大数据交易中心第一大股东。安恒信息是第二大股东，未来计划引进浙江金控。浙数文化提供团队及业务资源，浙江金控提供政策背景的补充，安恒信息实现市场化的探索。预期通过三者的协同合作，在各层次上取得进展，以此把握数据交易产业的新一波发展机遇。

表：浙江大数据交易中心股权结构

序号	股东	持股比例
1	 浙数文化 ZHEJIANG DAILY DIGITAL CULTURE	浙报数字文化集团股份有限公司 48.20%
2	 安恒信息 DAS-security 安全中国	杭州安恒信息技术股份有限公司 46.80%
3	 阿达云计算 adayun.com	阿达云计算有限公司 5.00%

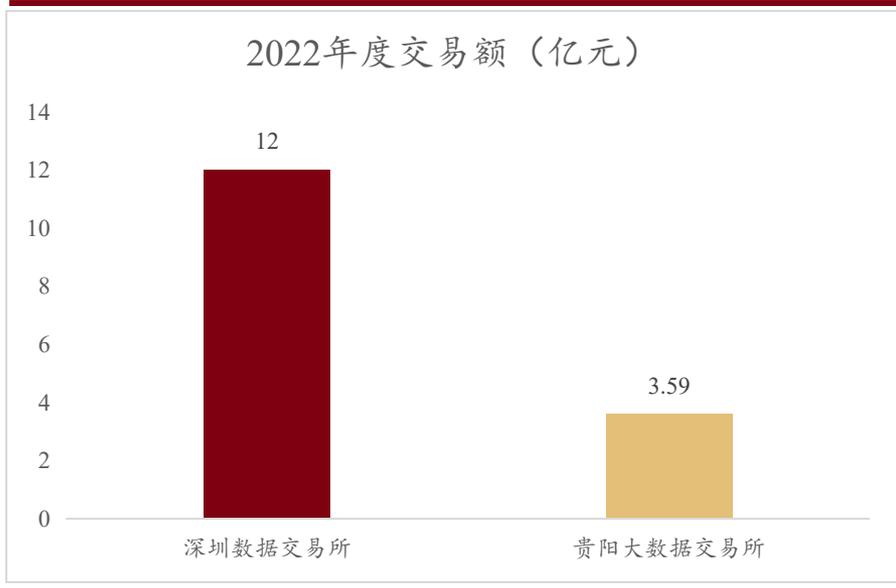
资料来源：公司半年度报告、企查查，招商证券

4.2 对标深圳数据交易所，以国家级数据交易所为目标

浙江大数据交易中心对标深圳数据交易所、贵阳大数据交易所等国内领先数据交易所一定的差距，但数据要素市场尚处于发展初期，追赶仍有机会。2022年全国交易所上报场内备案交易规模为20亿，深圳数据交易所去年挂牌交易规模超12亿，占比全国交易所上报场内备案交易超50%。虽然披露标准存在差异，数值方面浙江大数据交易中心披露的交易量仅为深圳交易所的1/6。但数据要素市场尚处于发展初期，追赶仍有机会。

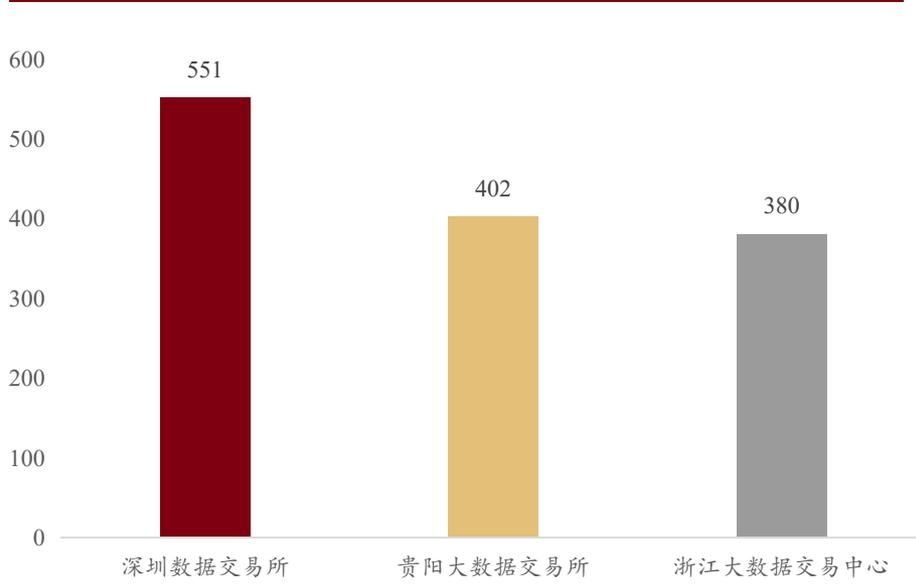
各大数据交易所都以建设国家级数据交易所为目标，打造覆盖数据交易全链条的服务能力。数据交易所分为国家级、行业性、区域性三个层级，深圳数据交易所、贵阳大数据交易所、浙江大数据交易中心等国内领先数据交易所都以建设国家级数据交易所为目标。目前交易所较为成熟的商业模式包括城市治理场景、营销领域、银行金融领域三块，同时还会承接一些包括数据清理等数据服务商业业务，但随着数据要素市场的发展、制度的完善，最终会实现“所商分离”，服务商业业务会从交易所中剥离开来。

图：国内代表性数据交易所2022年度交易额



资料来源：数据交易所公告，政府网站，招商证券

图：国内代表性数据交易所累计入驻数据商



资料来源：数据交易所公告，政府网站，招商证券

4.3 政策有序推进，持续为数据交易赋能

随着国家对数字经济整体建设的高度重视与支持，浙数文化积极大力推进“浙江大数据交易中心”的搭建与统筹。近年来，随着《国家安全法》、《网络安全法》、《密码法》、《数据安全法》、《个人信息保护法》和《民法典》等相关法律法规的成型，目前已经形成了以“五法一典”为核心框架的数据资产法律体系，其他数据资产法律法规在该框架下细化。同时，相应监管部门也已经建设完毕，形成完善的数据监管、治理、运营体系，受益运营主体也逐渐建立，目前数据资产行业正在向着标准化、正规化的方向发展，为数据资产市场参与者提供较为安全、透明的市场环境，吸引更多参与者进入市场。

供给端实现技术变革，数据服务商巨大市场空间待发掘。根据《中国隐私计算行业研究报告》中面向数据源的调研数据显示，大多数的数据提供者都希望探索出一条基于隐私保护的数据流通方式，尽可能保护底层数据，并使得数据变得简洁，增加数据开放的深度和广度。而区块链和隐私计算的出现，解决了数据提供者的问题，实现了供给端的技术变革，区块链能够解决数据确权、数据交易过程确认问题；隐私计算能够在在不泄露原始数据的前提下对数据进行采集、加工、分析、处理与应用，实现数据交换，解决了供给端的数据泄露担忧。

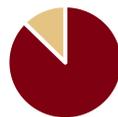
图：相关法律法规

部门	法律法规	时间
人大常委会	《国家安全法》	2015.7.1
人大常委会	《网络安全法》	2016.11.1
最高人民法院和最高人民检察院	《关于办理侵犯公民个人信息刑事案件适用法律若干问题的解释》	2017.5.1
人大常委会	《数据安全法》-1	2018.9.7
人大常委会	《个人信息保护法》-1	2019.10.20
人大常委会	《民法典》	2020.5.28
人大常委会	《数据安全法》-2	2020.7.3
人大常委会	《个人信息保护法》-2	2020.10.21
人大常委会	《个人信息保护法》-3	2021.1.1
人大常委会	《数据安全法》-3	2021.9.1
国家市场监督管理总局和国家互联网信息办公室	《数据安全治理认证实施规则》	2022.6.9

资料来源：国家政府网站，招商证券

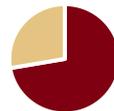
图：行业用户对数据流通的关注点

在探索基于隐私保护的数据流通形式



■ 是 ■ 否

希望通过隐私保护技术，加强数据开放的深度与广度



■ 是 ■ 否

资料来源：《中国隐私计算行业研究报告》，招商证券

4.3 政策有序推进，持续为数据流通赋能

近年来，我国大力发展数字经济，将数据定义为新型生产要素，十分重视数据要素市场建设，将数据要素市场发展放在了推进国家发展的重要位置，积极构建数据基础制度体系、完善数据要素市场监管。2022年12月19日，国务院对外发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》，提出“数据二十条”，成为构建数据要素统一大市场建设的里程碑文件、推动数据要素化最新的顶层设计蓝图，并且明确提出了要建立数据交易场所与数据商相分离的市场运行机制，做到“所商分离”，推动数据要素市场高效运行。

表：2019年以来数字经济相关的国家层面政策

时间	政策名称	发布部门	相关内容
2022年12月	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	国务院	加快构建数据基础制度，激活数据要素潜能，做强做优做大数字经济，增强经济发展新动能，从产权制度、流通交易、收益分配、治理制度、保障措施等方面提出二十条意见。
2022年11月	《关于数字经济发展情况的报告》	国务院	不断做强做优做大我国数字经济，到2025年，数字经济迈向全面扩展期，2035年，数字经济迈向繁荣成熟期。
2022年10月	《全国一体化政务大数据体系建设指南》	国务院	2023年底前，全国一体化政务大数据体系初步形成，到2025年，全国一体化政务大数据体系更加完备，明确统筹管理一体化、数据目录一体化、数据资源一体化、共享交换一体化、数据服务一体化、算力设施一体化、标准规范一体化、安全保障一体化六个主要任务。
2022年10月	《二十大报告》	国务院	提出建设数字中国，加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群。
2022年1月	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	提出到2025年，数据要素市场体系初步建立，产业数字化转型迈上新台阶，数字产业化水平显著提升，数字化公共服务更加普惠均等，数字经济治理体系更加完善，力争形成统一公平、竞争有序、成熟完备的数字经济现代市场体系，数字经济发展基础、产业体系发展水平位居世界前列。
2021年11月	《“十四五”大数据产业发展规划》	工信部	对大数据产业发展提出了新的要求，明确了六大主要任务：(一)加快培育数据要素市场；(二)发挥大数据特性优势；(三)夯实产业发展基础；(四)构建稳定高效产业链；(五)打造繁荣有序产业生态；(六)筑牢数据安全保障防线。
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标》	国家发展改革委	提出迎接数字时代，激活数据要素潜能，以数字化转型整体驱动生产方式、生活方式和治理方式变革，打造数字经济新优势，加快数字社会建设步伐，提高数字政府建设水平，营造良好数字生态。
2019年10月	《国家数字经济创新发展试验区实施方案》	发改委、网信办	在河北省（雄安新区）、浙江省、福建省、广东省、重庆市、四川省等启动国家数字经济创新发展试验区创建工作，通过3年左右探索，数字产业化和产业数字化取得显著成效。

资料来源：政府官网，招商证券

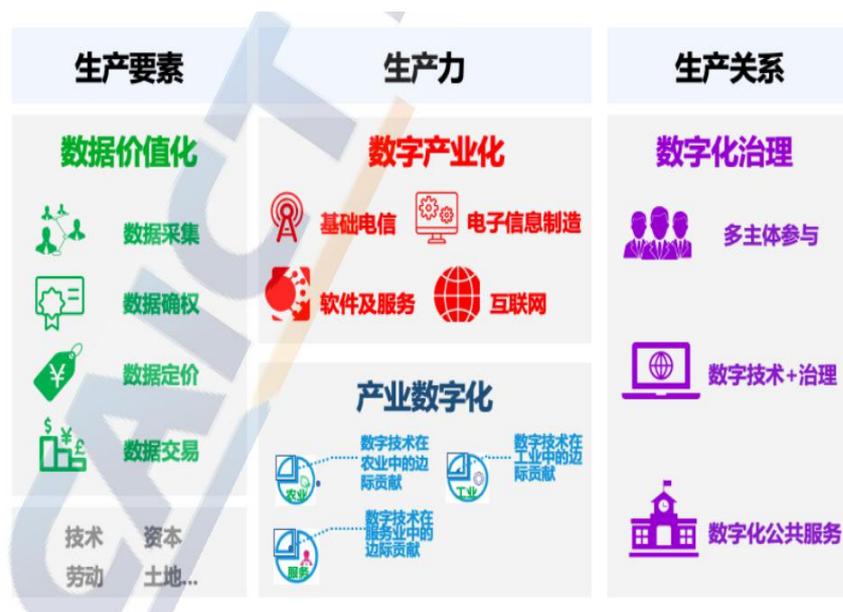
4.4.1 我国数字经济规模已居全球第二，四大部分齐头并进

数字经济是以数字化的知识和信息作为关键生产要素。以数字技术为核心驱动力量，以现代信息网络为重要载体，通过数字技术与实体经济深度融合，不断提高经济社会的数字化、网络化、智能化水平加速重构经济发展与治理模式的新型经济形态。根据中国信息通信研究院，2021年我国数字经济规模达45.5万亿元，位居全球第二，较“十三五”初期扩张一倍多，同比名义增长16.2%。数字经济涵盖四大部分：数字产业化、产业数字化、数字化治理及数据价值化。当前，伴随着互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合，数字经济已成为国家经济稳增长、人民生活幸福的强大动力。党和国家高度重视数字经济发展，国家顶层战略持续布局，行业和地方加快推动数字经济战略落地。

图：我国数字经济规模



图：数字经济的“四化框架”

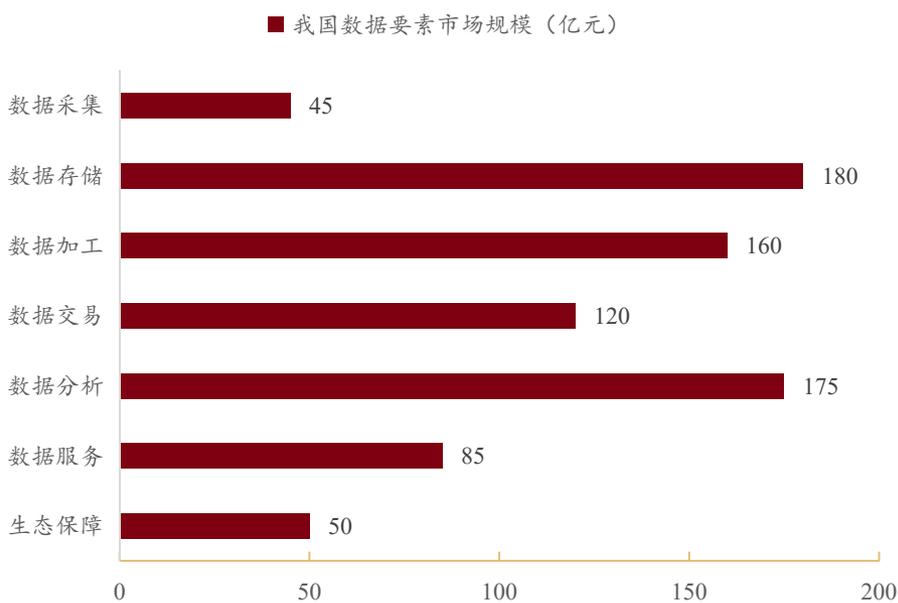


资料来源：中国信息通信研究院，招商证券

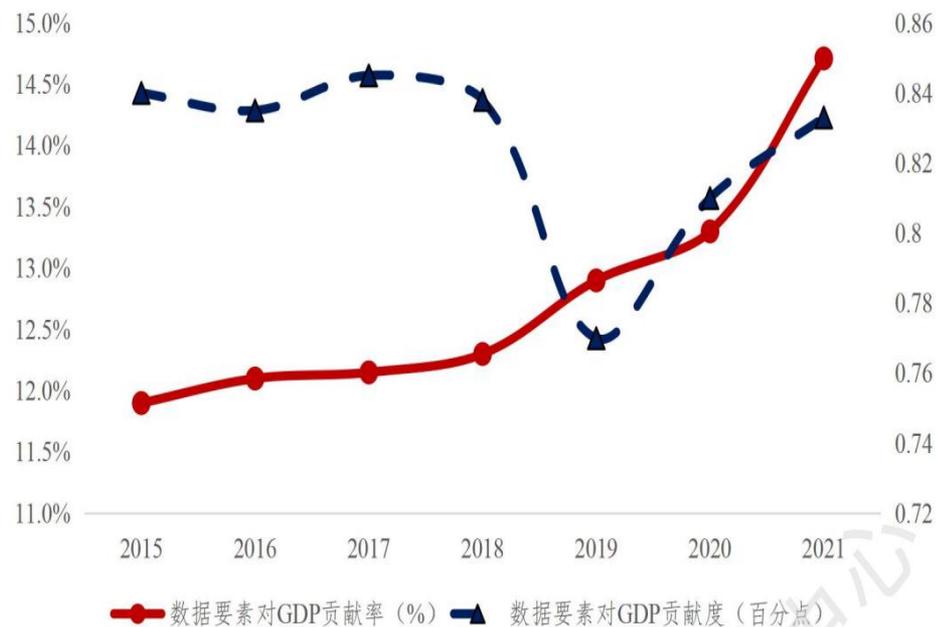
4.4.2 数据要素对GDP贡献明显，数据市场规范化势在必行

数字经济的背后是数字经济，甚至可以说“无数据，不经济”，数据作为生产工具，通过融合应用提升生产效率，促进生产力发展，已经成为了数字经济的革命性关键生产要素。在国家政策引领、地方试点推进、企业主体创新、关键技术创新等多方合力作用下，我国数据要素市场不断探索和创新。据国家工信安全发展研究中心测算数据，2021年我国数据要素市场规模达到815亿元，预计将进入快速发展阶段；数据要素对当年GDP增长的贡献率和贡献度在2021年分别为14.7%和0.83个百分点，总体来说，数据要素对当年GDP增长的贡献率呈现持续上升状态，表明数据要素正发挥越来越大的促进作用。伴随着数字经济蓬勃发展，我国也密集出台系列国家、地方政策，鼓励建设数据交易平台，推动数据要素市场发展。

图：我国数据要素市场规模



图：我国数据要素对GDP增长贡献图



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，招商证券

4.5 布局数字政务领域，积极扩展公司业务

目前，浙数文化除布局游戏业务、IDC业务、数据交易业务之外，还在大力发展数字城市等数字政务领域业务，以及数字医疗、数字文旅等相关数字化的应用，但目前尚处于培育阶段。公司目前为杭州城市大脑公司控股股东，深度参与省域数字化改革市域智慧城市建设任务，具体尝试包括推动浙江省数字化改革建设、搭建运维省级和市级的政务平台、承接全省50多桩数改项目等数字政务领域业务，以及做浙江省医疗系统数字化改革、和浙一浙二等多家省级头部医院运维的网上医院、文旅系统数改等相关数字化的应用。

数据交易业务和数字政务业务未来都有望为公司创收。数据交易业务尚未并表，数字政务业务暂时还没有利润贡献，但是随着未来数字化改革的进一步推进，数字经济板块被寄予了厚望，数字政务业务与浙江大数据交易中心未来都有望为公司创收。

图：城市大脑具体案例列举

城市大脑 CITY BRAIN



杭州城市大脑

典型场景

先离场后付费 先看病后付费 10秒找空房

20秒入园 30秒入住 数字旅游专线 数字公园卡

非浙A急事通 街区治理



温州城市大脑

典型场景

惠企政策“直通车” 个人数据宝 瓯e办便民服务

美丽水乡云管家 医养结合一体化平台

全域文旅监测平台 数字博物馆



台州城市大脑

典型场景

海洋云仓 空气卫士 地下水污染防控 医化精控

防汛防台 安监智控 建筑云图 自然空间

交通态势 船港通 街面治理

资料来源：杭州城市大脑公司官网，招商证券

五、盈利预测

5.1 盈利预测

数据娱乐板块现金流充裕，人员储备充足。杭州边锋网络经过二十余载的发展，如今已在国内线上休闲棋牌类游戏中占据了举足轻重的地位，开发及运营技术人员储备充足，现金流及收入已进入相对稳定周期。根据公司2022年半年报显示，边锋网络上半年营业收入为20.58亿元，浙数文化营业收入为24.3亿元；边锋网络上半年净利润为4.07亿元，浙数文化净利润为2.7亿元。因此，边锋网络在未来将持续为浙数文化集团带来稳定、可靠的现金流与业绩端的相应贡献，公司有更充裕的空间与资源用于对数据资产以及数据交易方面进行更深入的探索与研究。

浙数文化大力开展“浙江大数据交易中心”，投身国家数字经济建设最前线，已占据先入局优势。IDC业务与大数据交易中心齐头并进，机柜充足且上电率稳定。截止2021年6月，杭州6700组机柜已完成结项，目前上电率75%，2021年全年利润贡献已达8000万，2022年稳健增长，2023年公司规划在杭州大江东组建2500组机柜。

公司连续三年推出股权激励计划，公司2023年股权激励给出的指引为6.4亿元，为未来业绩增长带来保障。

我们预计公司2022-2024年营收分别为47.82/49.56/56.07亿元，同比增长56.07%/3.63%/13.13%；归属于母公司股东净利润分别为5.36/6.56/6.91亿元，同比增长3.67%/22.38%/5.34%；EPS分别为0.42/0.52/0.55，以2023年3月17日收盘价，对应PE分别为25.5/20.8/19.8倍，我们看好公司明年业绩预期，对标三人行，积极扩展数字经济业务，布局数字交易所，给出25-30倍PE估值为合理区间，明年6.91亿利润对应172-207亿市值，首次覆盖给与“强烈推荐”评级，建议重点关注。

图：浙数文化盈利预测

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3539	3064	4782	4956	5607
同比增长	-13.4%	56.1%	3.63%	13.13%	
毛利率	69.5%	72.5%	58.5%	61.6%	61.6%
净利率	14.5%	16.9%	11.2%	13.2%	12.3%
归母净利润(百万元)	512	517	536	656	691
同比增长	1%	3.6%	22.4%	5.3%	

资料来源：招商证券

六、风险提示

6.1 风险提示

(1) 数字娱乐相关业务政策监管风险

当前，公司旗下主力业绩端贡献点边锋娱乐主要布局线上休闲娱乐游戏，该板块为国家重点监管游戏内容且行业监管政策变动较为频繁。边锋网络近期拓展社交应用app业务同样属于行业高强度监管下，因此公司需面对线上休闲与社交应用app的双重监管。其中，公司需严格执行《中华人民共和国网络安全法》，《未成年人保护法》，以及《中华人民共和国个人信息保护法》中相关法律及要求，合规运营成本存在不确定性。

(2) 多款休闲类游戏已进入生命周期末期

边锋网络旗下平台当前主打游戏为各地特色规则的麻将，以及掼蛋等休闲娱乐游戏。公司棋牌游戏目前的战略是分散战略，虽然没有出圈爆款游戏但总体用户粘性较高。随着近年来国家政策对线上棋牌游戏较为严格，公司目前新游戏创新及研发能力较为薄弱，较依赖公司主打游戏实现创收。同时，虽然线上棋牌游戏生命周期较其他种类游戏生命周期较长、用户粘性较高，但公司依旧面临多款棋牌类游戏上线多年且新用户数量增量有限的风险。

(3) IDC业务竞争日渐激烈

随着国家推出一系列利好数据交易以及IDC业务的利好政策，虽然浙数文化具有充足的机柜数量以及较先入局优势，但依旧将面临着行业其他头部公司逐渐布局该项业务的竞争压力。同时，北京的新机柜受疫情影响建设进度较慢，给上半年业绩带来了一定程度的负面影响，目前1500组机柜已经建设完成陆续上电，2000组处于收尾阶段，略低于预期。

(4) 大数据交易中心搭建进度不及预期。2022年，公司开展各项数据资产经营活动仍将受到国内外宏观经济环境、国家行业政策变动、疫情影响等其他不可控因素影响，浙江大数据交易中心目前依旧处于搭建阶段，预计2023至2024年为公司创收，同时受疫情影响存在客户拓展以及搭建进度不及预期等风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2569	2264	2081	2174	2315
现金	808	842	356	427	455
交易性投资	1003	884	884	884	884
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	210	231	332	344	389
其它应收款	65	65	102	105	119
存货	14	27	49	47	53
其他	469	215	358	366	415
非流动资产	8618	9642	9577	9523	9479
长期股权投资	1484	1866	1866	1866	1866
固定资产	571	1060	1520	1939	2320
无形资产商誉	5271	5212	4691	4222	3800
其他	1292	1503	1499	1496	1494
资产总计	11187	11906	11658	11697	11795
流动负债	1714	1692	5397	4795	4245
短期借款	623	523	3457	2914	2180
应付账款	331	285	669	642	727
预收账款	242	331	778	746	845
其他	518	554	492	492	493
长期负债	189	500	500	500	500
长期借款	172	259	259	259	259
其他	16	242	242	242	242
负债合计	1903	2193	5898	5295	4746
股本	1302	1266	1266	1266	1266
资本公积金	2874	2987	2987	2987	2987
留存收益	4242	4673	602	1097	1591
少数股东权益	867	787	905	1051	1205
归属于母公司所有者权益	8418	8926	4855	5351	5845
负债及权益合计	11187	11906	11658	11697	11795

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1035	1024	1587	1112	1297
净利润	709	631	654	802	844
折旧摊销	201	207	622	611	602
财务费用	46	32	20	20	20
投资收益	(63)	(69)	(247)	(247)	(247)
营运资金变动	137	218	515	(82)	66
其它	5	5	22	7	12
投资活动现金流	(1353)	(671)	(318)	(318)	(318)
资本支出	(297)	(581)	(564)	(564)	(564)
其他投资	(1057)	(90)	247	247	247
筹资活动现金流	(503)	(319)	(1755)	(723)	(951)
借款变动	1694	4041	2872	(542)	(735)
普通股增加	0	(36)	0	0	0
资本公积增加	2	114	0	0	0
股利分配	(2135)	(4641)	(4607)	(161)	(197)
其他	(64)	204	(20)	(20)	(20)
现金净增加额	(822)	35	(486)	71	28

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3539	3064	4782	4956	5607
营业成本	1079	844	1983	1901	2154
营业税金及附加	22	15	23	24	27
营业费用	598	552	861	892	1032
管理费用	429	404	631	654	757
研发费用	513	483	753	781	883
财务费用	20	14	20	20	20
资产减值损失	(21)	(269)	0	0	0
公允价值变动收益	(142)	140	140	140	140
其他收益	42	37	37	37	37
投资收益	63	69	69	69	69
营业利润	822	731	758	931	980
营业外收入	16	2	2	2	2
营业外支出	15	4	4	4	4
利润总额	822	729	756	929	978
所得税	113	97	101	127	134
少数股东损益	198	115	119	146	153
归属于母公司净利润	512	517	536	656	691

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	25%	-13%	56%	4%	13%
营业利润	6%	-11%	4%	23%	5%
归母净利润	1%	1%	4%	23%	5%
获利能力					
毛利率	69.5%	72.5%	58.5%	61.6%	61.6%
净利率	14.5%	16.9%	11.2%	13.2%	12.3%
ROE	6.2%	6.0%	7.8%	12.9%	12.3%
ROIC	7.0%	6.1%	6.6%	8.5%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	17.0%	18.4%	50.6%	45.3%	40.2%
净负债比率	7.7%	7.1%	31.9%	27.1%	20.7%
流动比率	1.5	1.3	0.4	0.5	0.5
速动比率	1.5	1.3	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	116.1	41.2	51.9	39.5	42.8
应收账款周转率	17.8	13.9	17.0	14.7	15.3
应付账款周转率	3.8	2.7	4.2	2.9	3.1
每股资料(元)					
EPS	0.40	0.41	0.42	0.52	0.55
每股经营净现金	0.82	0.81	1.25	0.88	1.02
每股净资产	6.65	7.05	3.84	4.23	4.62
每股股利	2.39	3.64	0.13	0.16	0.16
估值比率					
PE	26.7	26.5	25.5	20.8	19.8
PB	1.6	1.5	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	22.5	24.6	14.4	12.9	12.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

顾佳：招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。2017年新财富第五名。2018年水晶球第三名，第一财经第二名。2019年新财富第三名，水晶球第四名。2020年新财富第四名。2021年新财富第四名，水晶球第四名。

谢笑妍：招商证券研发中心传媒互联网行业高级分析师。南开大学学士，美国乔治华盛顿大学硕士，五年券商行研经验，曾就职于民生证券，2017年加入招商证券，所在团队新财富2017年环保行业最佳分析师第四名；金牛奖2017年环保行业最佳分析师第二名，新财富2020年传媒行业最佳分析师第四名，新财富2021年传媒行业最佳分析师第四名，2021年卖方分析师水晶球奖第四名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

。





感谢您宝贵的时间

Thank You