

浙文互联 (600986.SH)

增持 (首次)

“七子”护航数字营销母舰，AI再添创新业务重装

2023年5月24日

市场数据

| 日期 | 2023-05-23 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元) | 6.28 |
| 总股本(百万股) | 1322.43 |
| 流通股本(百万股) | 1322.43 |
| 净资产(百万元) | 4075.26 |
| 总资产(百万元) | 7512.20 |
| 每股净资产(元) | 3.08 |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

李阳

liygyjs@xyzq.com.cn

S0190518080004

杨尚东

yangshangdong@xyzq.com.cn

S0190521030003

投资要点

- **国资赋能产业升级，数字营销再谱新篇。**浙文互联集团股份有限公司成立于1993年，2004年，公司登陆上海证券交易所，初期主营基础设施建设以及房地产开发；2015年，公司收购百孚思、上海同立、华邑营销、雨林木风和派瑞威行，进军数字营销领域；2021年，浙江省财政厅通过杭州浙文互联取得公司控股权，公司剥离房地产等传统业务，实现由传统建筑企业到国内领先数字营销集团的华丽蜕变。
- **七家子公司齐头并进，全营销产业链广域覆盖。**公司数字营销业务下设效果营销和品牌营销两大事业部，其中效果营销事业部以派瑞威行、雨林木风为主，品牌营销事业部囊括了百孚思、浙文天杰、同立传播、智阅网络、华邑五家公司。七家公司共同打造了覆盖数据洞察、效果营销、效果优化与管理、品牌提升、媒介规划与投放、体验营销、公关、内容营销、自媒体以及营销技术产品的数字营销全链路服务矩阵，助力公司业绩稳健增长。
- **“早C晚A”提质增效，数智新境领先布局。**近年来，公司坚定拥抱AI技术变革，对内积极推进高质量数据储备+数智化战略升级，对外持续孵化创新业务赛道，持续聚焦“Content+Ability”建设。在虚拟人侧，公司“数字虚拟人-DIGITAL HUMAN”业务落地杭州，已形成了较为完备的虚拟人工业化生产能力，有望突破营销次元，打造虚拟IP营销新生态；在AI绘画侧，公司率先部署AI绘画应用“米画”及元宇宙场景生产工具“数字战士”两大超级应用，高效赋能C端用户数字艺术创作；在虚拟场景侧，公司以强大的虚拟空间个性化设计和制作能力，高效服务汽车行业客户，打造新型元宇宙营销体验。未来，公司还将借力AIGC赋能直播电商、直播营销、短视频创作等多元业务场景，打开营收天花板。
- **盈利预测:**预计公司2023-2025年归母净利润2.81/3.39/4.11亿元，对应当前股价(2023年05月23日)PE分别为29.6/24.5/20.2倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:**市场竞争加剧的风险，业务合规风险，新业务布局风险，核心技术人才流失或不足的风险

主要财务指标

| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 14737 | 14940 | 15352 | 16109 |
| 同比增长 | 3.10% | 1.38% | 2.76% | 4.93% |
| 归母净利润(百万元) | 80 | 281 | 339 | 411 |
| 同比增长 | -72.55% | 247.44% | 20.85% | 21.14% |
| 毛利率 | 4.33% | 5.44% | 5.75% | 6.10% |
| ROE | 2.00% | 6.49% | 7.27% | 8.09% |
| 每股收益(元) | 0.06 | 0.21 | 0.26 | 0.31 |
| 市盈率 | 102.8 | 29.6 | 24.5 | 20.2 |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

目 录

| | |
|---------------------------------|--------|
| 1、公司介绍：国资赋能产业升级，营销创新再谱新篇..... | - 4 - |
| 1.1、基建房产奠定基础，数字营销优化转型..... | - 4 - |
| 1.2、互联网营销筑牢根基，创新突破打开成长空间..... | - 4 - |
| 1.3、国资背景拓宽资源，高管政企、营销经验丰富..... | - 5 - |
| 1.4、技术赋能生产，业绩有望持续修复..... | - 7 - |
| 2、数字营销模式迭代升级，AI 推动广告行业加速发展..... | - 8 - |
| 2.1、数字经济政策频出，浙江排头兵战功卓著..... | - 8 - |
| 2.2、虚拟偶像蓬勃发展，产业生态日趋成熟..... | - 10 - |
| 2.3、人工智能发展迅速，AI 赋能广告业降本增效..... | - 11 - |
| 2.4、广告行业结构性调整，技术升级引领营销新范式..... | - 13 - |
| 3、全链路营销产业协同，AI+数智化浪潮积极拥抱..... | - 13 - |
| 3.1、构建全链路营销矩阵，精耕互联网营销质量..... | - 13 - |
| 3.2、七家子公司齐头并进，实现全产业链布局..... | - 14 - |
| 3.3、浙文互联品牌价值凸显，优质客户资源层出不穷..... | - 20 - |
| 3.4、“早 C 晚 A”提质增效，数智新境领先布局..... | - 20 - |
| 4、盈利预测..... | - 24 - |
| 5、风险提示..... | - 24 - |

图目录

| | |
|--|--------|
| 图 1、公司发展历程..... | - 4 - |
| 图 2、浙文互联业务布局..... | - 5 - |
| 图 3、2017-2022 年公司细分业务营收结构..... | - 5 - |
| 图 4、浙文互联股权结构（截至 2023 年 5 月 11 日）..... | - 6 - |
| 图 5、2017-2022 年公司营业收入及同比增速..... | - 8 - |
| 图 6、2017-2022 年公司归母净利润及同比增速..... | - 8 - |
| 图 7、2017-2022 年公司毛利率及归母净利率..... | - 8 - |
| 图 8、2017-2022 年公司费用率..... | - 8 - |
| 图 9、2016-2025 年中国数字总体规模及预测..... | - 9 - |
| 图 10、2017-2022 年中国虚拟偶像带动市场规模..... | - 11 - |
| 图 11、2017-2022 年中国虚拟偶像核心市场规模..... | - 11 - |
| 图 12、中国虚拟人市场基本情况..... | - 11 - |
| 图 13、2020-2024 中国广告市场规模..... | - 13 - |
| 图 14、2020-2024 中国互联网广告市场规模..... | - 13 - |
| 图 15、公司数字营销业务的全链路服务矩阵..... | - 14 - |
| 图 16、公司业务板块及对应子公司..... | - 15 - |
| 图 17、公司七大数字营销子公司 2022 年营业收入、净利润占比..... | - 15 - |
| 图 18、派瑞威行“II 智系统”系统流程展示..... | - 16 - |
| 图 19、派瑞威行“CRM+EPR”系统流程展示..... | - 16 - |
| 图 20、114 啦网址导航网站..... | - 16 - |
| 图 21、百孚思业务矩阵..... | - 17 - |
| 图 22、浙文天杰头部合作品牌..... | - 18 - |
| 图 23、汽车头条 APP、汽车头条网..... | - 18 - |
| 图 24、护肤品牌丸美广告图览..... | - 19 - |
| 图 25、浙文互联部分头部合作品牌..... | - 20 - |
| 图 26、虚拟数字人 IP 展示..... | - 21 - |

| | |
|--------------------------|--------|
| 图 27、米画 APP 作画过程..... | - 22 - |
| 图 28、米画 APP 生成图像展示..... | - 22 - |
| 图 29、“数字战士”操作界面..... | - 22 - |
| 图 30、“数字战士”生产的轻量级视频..... | - 22 - |
| 图 31、元宇宙汽车公园展示..... | - 23 - |

表目录

| | |
|--|--------|
| 表 1、公司高管团队履历..... | - 6 - |
| 表 2、数字经济政策梳理..... | - 9 - |
| 表 3、Chat-GPT 发展历程..... | - 12 - |
| 表 4、AI 在广告中的应用..... | - 12 - |
| 表 5、公司奖项部分展示..... | - 14 - |
| 表 6、浙文互联 2023 年 4 月向特定对象发行股票募集资金使用计划(单位:万元) | - 24 - |
| 表 7、盈利预测结果..... | - 24 - |
| 附表..... | - 26 - |

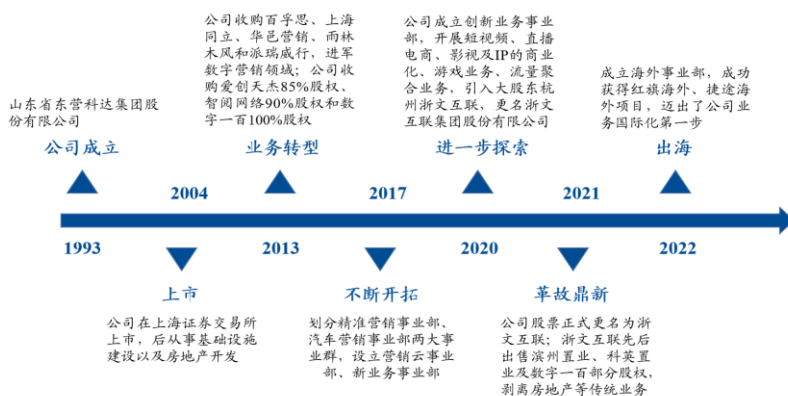
报告正文

1、公司介绍：国资赋能产业升级，营销创新再谱新篇

1.1、基建房产奠定基础，数字营销优化转型

浙文互联集团股份有限公司成立于1993年，由原东营市第二市政工程公司整体改制而来；2004年，公司登陆上海证券交易所，初期主营基础设施建设以及房地产开发；2015年，公司收购百孚思、上海同立、华邑营销、雨林木风和派瑞威行，进军数字营销领域，深挖汽车、网址导航、电商等行业营销价值；2017年，公司深化转型，推进组织架构：划分精准营销事业部、汽车营销事业部两大事业群，设立营销云事业部、新业务事业部；2020年，公司成立创新业务事业部，进一步探索产业升级新模式，同年10月引入大股东杭州浙文互联，并于12月更名为浙文互联集团股份有限公司；2021年1月公司股票简称正式更名为浙文互联，剥离房地产等传统业务，深挖品牌营销、效果营销两大优势业务板块，浙江文投通过杭州浙文互联取得上市公司的控制权，浙江省财政厅成为上市公司实际控制人，公司迈入国资控股新时代；2022年，公司成立海外事业部，业务出海踏上新征程。

图 1、公司发展历程



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、互联网营销筑牢根基，创新突破打开成长空间

公司当前旗下业务划分为数字营销以及创新业务两大板块。其中，数字营销板块细分为品牌营销业务以及效果营销业务。

品牌营销：主要服务于汽车行业，并持续拓展快消等相关行业的公关、体验营销、媒介采买、内容营销领域，提供整合营销服务以及行业解决方案。

效果营销：深度挖掘流量价值，为广告主提供智能营销解决方案。

创新业务板块：发展数字文化科技进行战略升级，孵化数字虚拟人、AIGC 创作者社区、汽车元宇宙等业务赛道，聚焦数字资产、内容和文化。

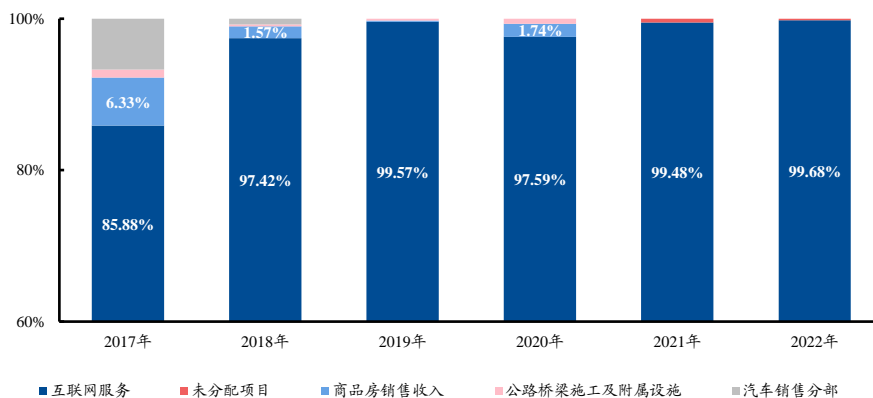
图 2、浙文互联业务布局



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

近年来，公司主营业务持续聚焦互联网服务业务，2021 年剥离房地产业务后，公司互联网业务收入占比升提至 99.48%，2022 年进一步提升至 99.68%，成功完成了由传统建筑企业到互联网营销公司的华丽蜕变。

图 3、2017-2022 年公司细分业务营收结构

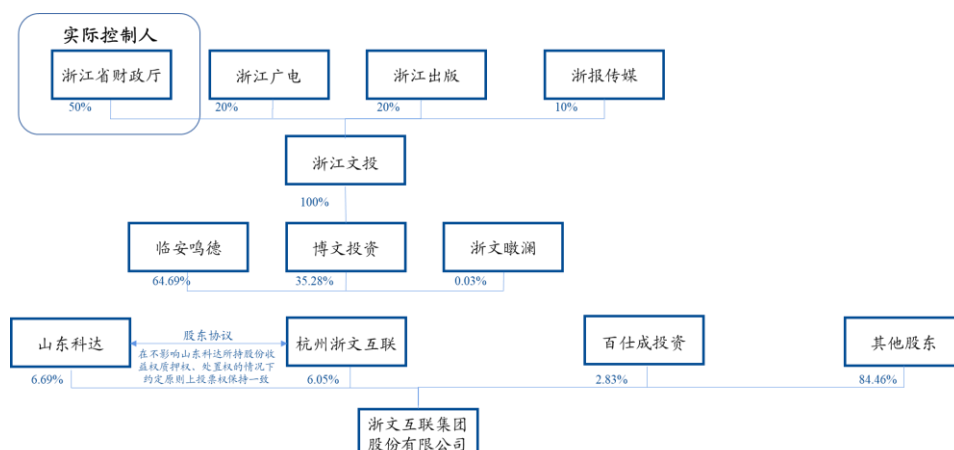


资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、国资背景拓宽资源，高管政企、营销经验丰富

截至 2023 年 5 月 11 日，公司头部股东山东科达集团有限公司、杭州浙文互联企业管理合伙企业分别持有公司 6.69%/6.05% 股份，2021 年 11 月 25 日，杭州浙文互联与山东科达签署《股东协议》，山东科达确认向杭州浙文互联转让所持上市公司 6.05% 股份后，继续持有上市公司 6.69% 股份，山东科达及其实际控制人刘锋杰不再拥有且不再谋求上市公司实际控制权，公司实控人转为浙江省财政厅，通过杭州博文股权投资有限公司间接持有 1.01% 公司股份。

图 4、浙文互联股权结构（截至 2023 年 5 月 11 日）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2023 年 4 月 25 日，浙文互联发布公告《浙文互联：浙文互联向特定对象发行股票募集说明书（申报稿）》，拟向博文投资发行新股近 1.65 亿股，发行后博文投资与杭州浙文互联占公司发行后总股本的比例分别为 11.09%和 5.38%，浙江文投持股比例提升至约 16.47%，博文投资将成为公司直接控股股东。

公司高管具有营销领域多年深耕经验，国资背景管理者加强公司规范治理，多维赋能上市公司。公司董事、董事长唐颖先生曾任罗兰贝格国际管理咨询有限公司董事以及任天狮集团全球战略及经营执行副总裁，后创立北京百孚思广告有限公司，在汽车等行业具有丰富营销经验；董事董立国曾任浙江省财政厅教科文处副处长、省级文化企业国有资产监督管理办公室主任、文化处处长等职；董事陈楠曾在浙江省发展资产经营有限公司担任投资总监、副总经理。

表 1、公司高管团队履历

| 姓名 | 年龄 | 职位 | 主要工作经历 |
|-----|----|-----------|--|
| 唐颖 | 46 | 董事长、首席执行官 | 现任公司董事长、首席执行官（CEO）。上海交通大学经济学学士，长江商学院高级管理人员工商管理硕士（EMBA）。1999 年 8 月加入罗兰贝格国际管理咨询有限公司。2006 年任天狮集团全球战略及经营执行副总裁。2011 年创立北京百孚思广告有限公司，2015 年，百孚思-传实互联网营销机构被浙文互联整体收购，成为浙文互联旗下互联网广告和数字营销的核心企业。 |
| 董立国 | 53 | 董事 | 现任公司董事。曾任浙江省财政厅教科文处副处长、省级文化企业国有资产监督管理办公室主任、文化处处长等职，现任浙江省文化产业投资集团有限公司党委委员、董事兼副总经理。 |
| 陈楠 | 41 | 董事 | 现任公司董事。曾任浙江省发展资产经营有限公司的投资总监、副总经理，现任浙江省文化产业集团有限公司投资管理部副总监、杭州博文股权投资有限公司执行董事。 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

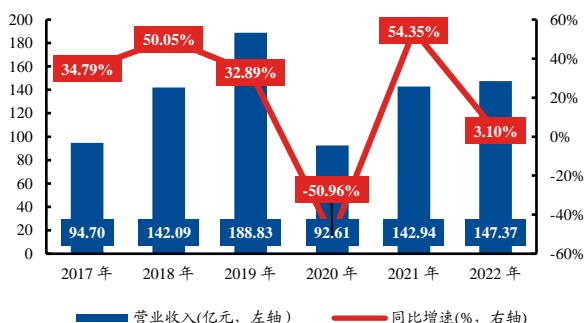
| | | | |
|-----|----|-------|--|
| 王巧兰 | 44 | 董事 | 现任公司董事。2001年7月入职公司，先后担任证券部职员、证券部副主任、证券部主任职务；2012年7月至2021年3月任公司财务总监，2012年7月至今任公司董事，2021年4月至2021年12月任公司副总经理。 |
| 张磊 | 52 | 总经理 | 现任公司总经理。1998年至2004年任励富广告有限公司（IPG 集团企业）总经理，2005年至2015年任北京传实国际传播广告有限责任公司总裁，2015年至2017年任北京百孚思广告有限公司执行总经理，2017年7月至今任北京百孚思广告有限公司总经理，2018年5月至2020年11月任公司副总经理。 |
| 易星 | 41 | 联席总经理 | 现任公司联席总经理。2006年7月至2012年任北京奥美互动咨询有限公司资深营销顾问。2013年10月加入派瑞威行，负责策略和品牌传播工作；在2014至2018年期间任职派瑞威行副总裁，分别负责过销售部门、媒介部门、运营部门的管理工作；2020年1月任派瑞威行营销顾问部门负责人；2020年9月至今任派瑞威行总经理；2020年1月至2020年11月任公司副总经理。 |
| 吴瑞敏 | 46 | 联席总经理 | 现任公司联席总经理。国内领先的营销及公关传播专家，中国国际公共关系协会（CIPRA）理事、CIPRA 公关公司工作委员会常委、中国国际公共关系协会个人会员、苏秦会个人会员。现兼任浙文互联子公司浙文天杰 CEO。 |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、技术赋能生产，业绩有望持续修复

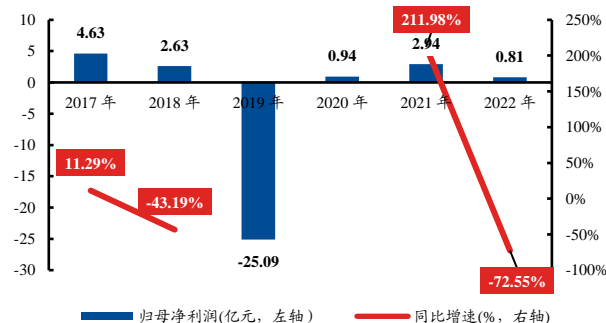
环境冲击致业绩短期承压，消费回暖助推营收长期向好。营收侧：2017-2019年公司互联网业务持续发力，助推营收高速增长，2019年实现营收188.83亿元，同比增长32.89%，创历史新高；2020年受疫情影响，公司仅达成营收92.61亿元，同比下降50.96%；2021年，公司执行“全面聚焦数字营销主业，积极布局数字生态赛道”的经营策略，引入国资促进公司业绩增长，稳扎稳打数字营销领域，开启创新业务新赛道，推动全年实现营收142.94亿元，并助力公司在2022年疫情反复的情况下实现营收逆势增长3.10%至147.37亿元。**利润侧：**2019年，公司计提25.97亿元资产减值损失，甩掉包袱轻装上阵；其后，公司不断谋求产业转型升级，进行产业优化，开拓新业务，推行“稳增长，控风险”策略，进行资产处置优化，多维降本，2020年成功扭转盈亏，实现归母净利润0.94亿元，同比上升103.76%；2021年，随着疫情的有效控制加之公司的积极改革，归母净利润同比增长211.98%，达2.94亿元；2022年，由于部分客户款项预计无法收回，公司谨慎计提1.26亿元应收款项信用减值损失，全年实现归母净利润0.81亿元。未来，预期随着疫情管控优化、国内消费复苏，公司业绩将重回增长通道。

图 5、2017-2022 年公司营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2017-2022 年公司归母净利润及同比增速

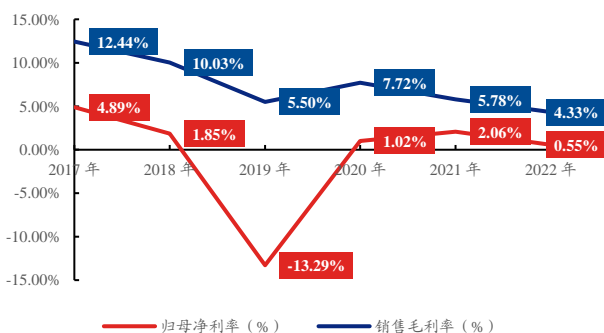


资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注*：2019 年归母净利润由正转负，2020 年归母净利润由负转正

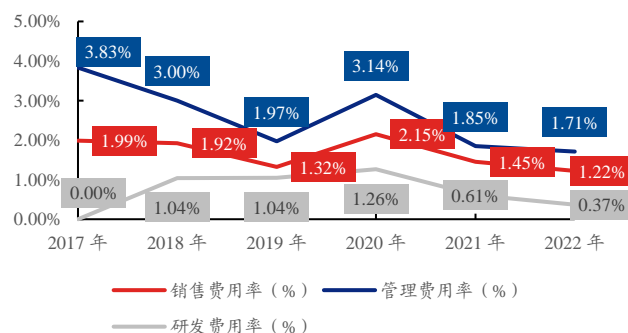
产业竞争毛利小幅承压，合理策略控制费用下行。毛利率方面，2019 年公司实现毛利率 5.50%，2020 年公司毛利率进一步攀升，达 7.72%，2021 年来，国内广告市场竞争激烈致使获取优质流量成本提升，导致公司毛利率有所下跌，2022 年公司毛利率已降至 4.33%。费用方面，受经济环境影响，2020 年期间费用的上升主要是宏观经济下滑导致营收下滑，期间费用率提升，2021 年公司营收有所恢复，加之实行“稳增长，控风险”策略，利用自身业务优势，加强资金管理，期间费用率逐年下降，2022 年销售/管理/研发费用率已分别降至 1.22%/1.71%/0.37%。

图 7、2017-2022 年公司毛利率及归母净利率



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2017-2022 年公司费用率



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

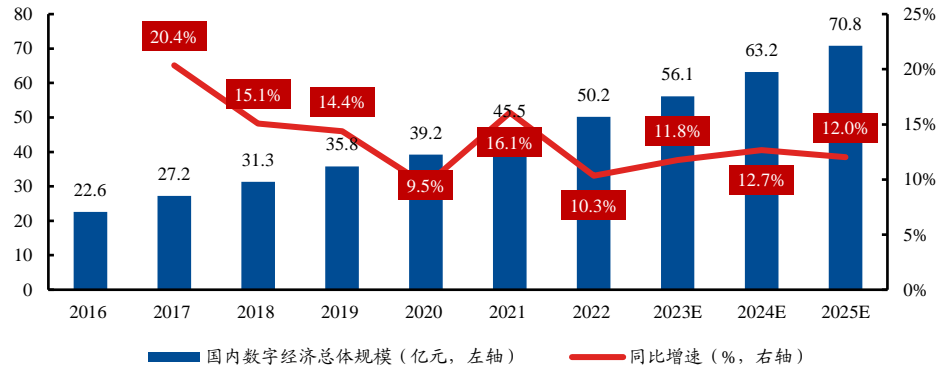
2、数字营销模式迭代升级，AI 推动广告行业加速发展

2.1、数字经济政策频出，浙江排头兵战功卓著

数字经济政策频繁落地，产业数字化加速推进。近年来，数字经济、大数据、人工智能等词语多次在中央和地区政策文件中被提及，我国已进入数字经济转向深

化应用、规范发展、普惠共享的新阶段。根据中国信通院发布的《中国数字经济发展报告（2022年）》及艾媒咨询数据，我国2021年数字经济发展取得新突破，数字经济规模达到45.5万亿元，同比名义增长超16%，高于同期GDP名义增速3.4个百分点，占GDP比重达到39.8%。数字经济作为国民经济“稳定器”、“加速器”作用更加凸显，数字产业化基础实力持续巩固，产业数字化发展进入加速轨道。

图9、2016-2025年中国数字总体规模及预测



资料来源：艾媒数据中心，兴业证券经济与金融研究院整理

数字经济推动浙江高速发展。浙江省全面深化国家数字经济创新发展试验区建设，数字经济发展速度快、势头好。2021年，浙江省数字经济增加值达到3.57万亿元，居全国第四，较“十三五”初期实现翻番；占GDP比重达到48.6%，居全国各省（区）第一。数字经济核心产业增加值达到8348.3亿元，居全国第四；五年年均增长13.3%，两倍于GDP年均增速，数字经济在地区经济中的支柱地位凸显，稳定基本盘、引领增长的作用更加明显。

表2、数字经济政策梳理

| 时间 | 颁发部门 | 政策文件 | 相关政策规划 |
|----------|------|---------------------------|---|
| 2023年3月 | 国务院 | 《党和国家机构改革方案》 | 组建国家数据局。负责协调推进数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用，统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等，由国家发展和改革委员会管理。 |
| 2023年2月 | 国务院 | 《数字中国建设整体布局规划》 | 数字中国建设按照“2522”的整体框架进行布局，即夯实数字基础设施和数据资源体系“两大基础”，推进数字技术与经济、政治、文化、社会、生态文明建设“五位一体”深度融合，强化数字技术创新体系和数字安全屏障“两大能力”，优化数字化发展国内国际“两个环境”。 |
| 2022年12月 | 国务院 | 《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》 | 加快构建数据基础制度，充分发挥我国海量数据规模和丰富应用场景优势，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，构筑国家竞争新优势 |
| 2022年6月 | 国务院 | 《关于加强数字政府建设的指导意见》 | 到2025年，与政府治理能力现代化相适应的数字政府顶层设计更加完善、统筹协调机制更加健全，政府数字化履职能力、安全保障、制度规则、数据资源、平台支撑等数字政府体系框架基本形成 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

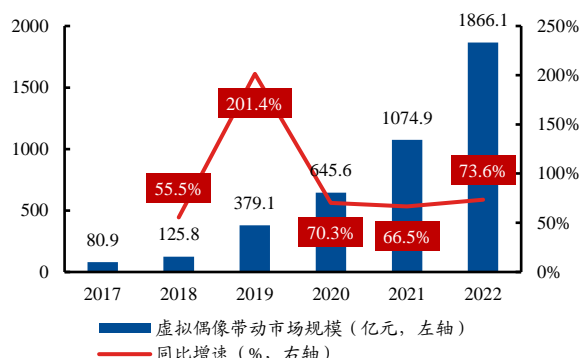
| | | | |
|----------|---------------|-----------------------|---|
| 2022年5月 | 国务院 | 《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》 | 到2035年,建成物理分布、逻辑关联、快速链接、高效搜索、全面共享、重点集成的国家文化大数据体系,中华文化全景呈现,中华文化 数字化 成果全民共享。 |
| 2022年1月 | 国务院 | 《“十四五”数字经济发展规划》 | 加快构建算力、算法、数据、应用资源协同的全国一体化大数据中心体系,促进 数字技术 向经济社会和产业发展各领域广泛深入渗透,推进 数字技术 、应用场景和商业模式融合创新。 |
| 2021年12月 | 中央网络安全和信息化委员会 | 《“十四五”国家信息化规划》 | 加快构建全国一体化 大数据 中心协同创新体系,建设京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝等全国一体化算力网络国家枢纽节点。 |
| 2021年11月 | 工业和信息化部 | 《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》 | 加快培育云计算、 大数据 、 人工智能 、5G、区块链、工业互联网等领域具有国际竞争力的软件技术和产品。推动三维图形生产、动态环境建模、实时动作捕捉、快速渲染处理等技术创新,发展虚拟现实相关开发工具软件和行业解决方案。 |
| 2021年11月 | 工业和信息化部 | 《“十四五”大数据产业发展规划》 | 强化 大数据 在信息消费、金融科技等领域应用,推广精准画像、智能推介等新模式,推动商业模式创新。 |
| 2023年3月 | 浙江省人民政府 | 浙江省数字经济创新提质“一号发展工程”大会 | 大力推动产业能级、创新模式、数字赋能、数据价值、普惠共享五大跃升,把 数字经济 创新提质“一号发展工程”做实做细做出成效,加快构建以数字经济为核心的现代化经济体系,加快建设数字经济高质量发展强省 |
| 2022年8月 | 浙江省经济和信息化厅 | 《浙江省数字经济发展白皮书(2022年)》 | 放大数字化改革效应,全面提升 数字经济 治理能力。率先建立健全 数字经济 领域制度和规则体系,落实 数字经济 促进条例。创新 数字化治理与服务 模式。 |
| 2021年6月 | 浙江省人民政府 | 《浙江省数字经济发展“十四五”规划》 | 深入实施 数字经济 “一号工程”,坚持发展和规范并重,加快推进数字产业化、产业数字化、治理数字化、数据价值化协同发展,着力完善 数字经济 发展生态和数字基础设施。 |

资料来源:国务院、工业和信息化部、浙江省人民政府,浙江省经济和信息化厅,兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、虚拟偶像蓬勃发展，产业生态日趋成熟

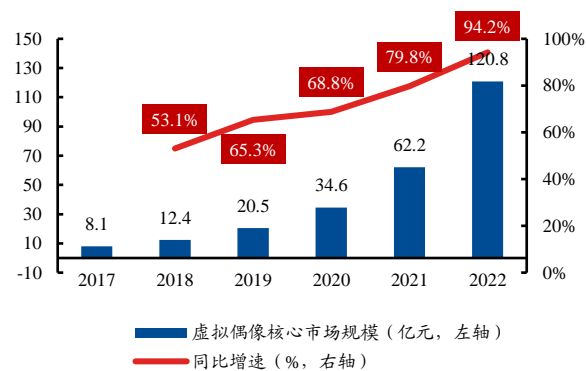
文娱驱动虚拟偶像产业增长，虚拟文化已被市场接纳。虚拟偶像是指通过绘画、动画、CG等形式制作，并赋予专属的人设、声音、性格，依托网络等虚拟场景或现实场景进行各类活动的人物形象。据艾媒咨询发布的《2023年中国虚拟偶像产业发展研究报告》显示，2022年中国虚拟人带动产业市场规模和核心市场规模分别为1866.1亿元和120.8亿元，预计2025年分别达到6402.7亿元和480.6亿元，呈现强劲的增长态势。

图 10、2017-2022 年中国虚拟偶像带动市场规模



资料来源：艾媒数据中心，兴业证券经济与金融研究院整理

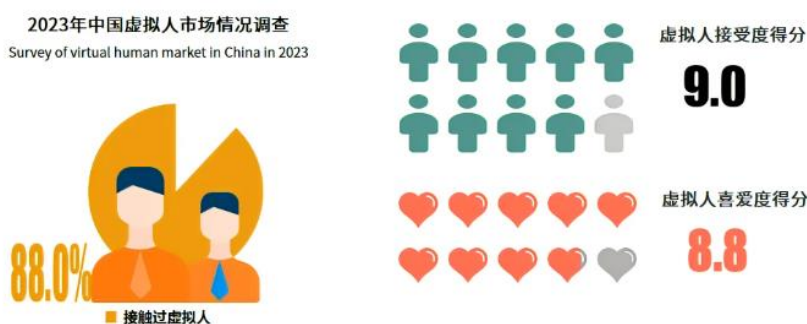
图 11、2017-2022 年中国虚拟偶像核心市场规模



资料来源：艾媒数据中心，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，据艾媒咨询数据调查显示，八成以上的受访者曾接触过虚拟人，其中市场对虚拟人的接受度得分为 9.0 分，对虚拟人的喜爱度为 8.8 分。可见虚拟人的应用已逐渐突破次元壁，虚拟和现实之间的相互交织，为市场开辟了一块属于虚拟生态的空间，虚拟文化也开始被大众接受。

图 12、中国虚拟人市场基本情况



资料来源：艾媒数据中心，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、人工智能发展迅速，AI 赋能广告业降本增效

技术迭代助力数字营销模式升级。随着 5G、XR、AIGC(生成式人工智能)等技术不断发展，广告营销业务迭代升级，塑造数字内容生产与交互新范式。随着人工智能在数据、算力、算法、工具、模型等方面的技术推进，2022 年 11 月，微软旗下 OpenAI 发布了全新的聊天机器人模型 ChatGPT；2023 年 3 月，OpenAI 发布多模态预训练大模型 GPT-4，增加了识别和理解图像的能力，同时文本处理能力提升至 2.5 万字，提升问答准确的同时还拥有编歌曲、写剧本等更创造性的写作能力。在以 AIGC 为核心的 AI 技术突破下，数字文化、数字营销行业将受益于技术赋能，更高效高质量地实现内容生产成为可能。

表 3、Chat-GPT 发展历程

| 时间 | 公司 | 事件 |
|-------------|--------|--|
| 2023 年 3 月 | OpenAI | 发布 GPT-4, 体现强大的识图能力, 文字输入限制提升至 2.5 万字, 部分学术和专业考试方面可达人类水平 |
| 2022 年 12 月 | 谷歌 | 发布 Bard, 对标 ChatGPT |
| 2022 年 11 月 | OpenAI | 发布基于 InstructGPT 的衍生产品 ChatGPT, 基于 GPT-3.5 |
| 2022 年 3 月 | OpenAI | 发布 InstructGPT, 具有指令微调和 RLHF, 优化输出结果合理性 |
| 2021 年 7 月 | OpenAI | 发布 CodeX, 模型新增理解和生成代码的能力 |
| 2020 年 5 月 | OpenAI | 发布 GPT-3 拥有 1750 亿参数, 具有小样本学习能力 |
| 2019 年 2 月 | OpenAI | 发布 GPT-2, 拥有 15 亿参数, 具有零样本的多任务能力 |
| 2018 年 6 月 | OpenAI | 发布 GPT-1, 模型拥有 1.2 亿参数 |
| 2018 年 1 月 | 谷歌 | 谷歌发布对标 GPT 的编码器 BERT, 最大模型拥有 3.5 亿参数 |
| 2017 年 6 月 | 谷歌 | 谷歌发布 transformer, 成为后续 GPT 的基础架 |

资料来源: 金融界, Choice, OpenAI 官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

AI 赋能广告业降本增效。随着科技的快速发展, 人工智能 (AI) 已成为数字广告行业的重要驱动力。在广告领域, AI 技术不断演进, 从广告投放到广告创意的各个方面都有所应用。AI 在信息流广告和创意广告中有不同应用: 在信息流广告中, 可以运用 AI 进行大数据分析、自然语言处理和深度学习算法; 而在创意广告中, 更多的运用 AI 自动生成创意文案、优化文案语言以及预测广告效果。由于 AI 在广告中的广泛应用, 可以在降低投放成本的同时, 提高广告的精准度和推广效果, 实现降本增效。

表 4、AI 在广告中的应用

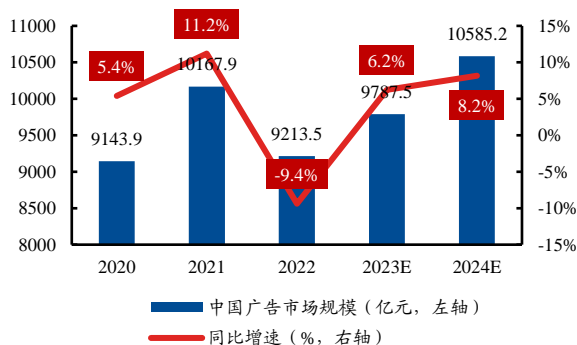
| 广告环节 | 应用 |
|------|--|
| 研究 | 分析大量的营销数据, 精准的定位用户的消费偏好。 |
| 定价 | 分析用户感兴趣的内容, 根据用户个人信息引入动态调价策略, 智能定价算法可以决定最佳报价, 为广告主提高价值最大化效果。 |
| 投放 | 将广告内容准确的匹配到用户的当时行为及语境, 使其更加贴切、更加精准, 从而提高广告的曝光效果。 |
| 评估 | 自动分析用户对广告的反馈, 基于大数据, 进行更全面准确的数据分析, 从而掌握广告市场口碑数据, 提高客户的满意度。 |

资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、广告行业结构性调整，技术升级引领营销新范式

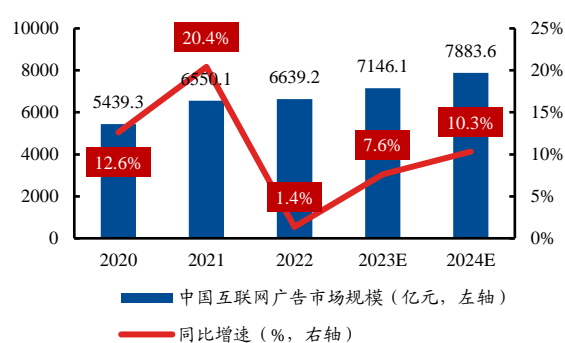
广告行业结构性调整，技术升级引领营销新范式。2022年，中国互联网广告市场在高速发展了20余年后迈入结构性调整的发展周期。据2023年3月28日QuestMobile发布的《2022中国广告市场洞察》数据显示：2022年中国广告整体市场出现9.4%的下滑，而互联网广告市场逆势增长了1.4%，突破6600亿元。此外，由AI等技术驱动的广告新模式逐渐成型，预计在2024年中国广告整体市场反超2021年，达到近1.06万亿元，互联网广告市场也将再创新高，向8000亿元规模发起冲锋。

图 13、2020-2024 中国广告市场规模



资料来源：QuestMobile AD INSIGHT 广告洞察数据库，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2020-2024 中国互联网广告市场规模



资料来源：QuestMobile AD INSIGHT 广告洞察数据库，兴业证券经济与金融研究院整理

3、全链路营销产业协同，AI+数智化浪潮积极拥抱

3.1、构建全链路营销矩阵，精耕互联网营销质量

全链路构建数字营销服务矩阵。作为行业领先的数字文化科技公司，公司秉持“夯实数字营销主业，打造数字文化生态”的经营策略，以策略、技术、内容为关键抓手，用数字化的营销解决方案创造价值，构建了覆盖数据洞察、效果营销、效果优化与管理、品牌提升、媒介规划与投放、体验营销、公关、内容营销、自媒体以及营销技术产品的数字营销全链路服务矩阵。

图 15、公司数字营销业务的全链路服务矩阵



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

始终如一精耕营销质量。历年来，公司在数字营销行业的专业能力获得认可，凭借自身优秀的数字营销解决方案、创新的营销策略、技术和内容，屡屡斩获国内外诸多奖项。在中国国际 IAI 广告奖、CAMA 中国广告营销大奖、中国国际关系行业最佳案例大赛、金旗奖等权威行业赛事中揽获的荣誉超三百余项，在行业内具有举足轻重的市场地位。

表 5、公司奖项部分展示

| 年份 | 奖项名称 | 具体奖项 |
|------|--|---|
| 2020 | 虎啸奖 第七届移动智能营销金比特奖 金蜜蜂奖 中国汽车金咖奖 | 企业形象及活动推广类银奖 |
| 2021 | 第 21 届中国国际 IAI 广告奖 第十一届娱乐营销论坛暨 5S 金奖 2021 金旗奖 第十七届中国国际关系行业最佳案例大赛 第八届“蒲公英奖” | 大中华区年度数字营销公司 IAI 汽车营销奖 - 品牌营销金奖 2020-2021 年度娱乐营销领军人物称号 口碑传播力大奖 数字营销代理公司 25 强 短视频营销金奖 行业贡献奖 娱乐营销类金奖 公关代理商 TOP20 内容传播类金奖 |
| 2022 | 第 22 届中国国际 IAI 广告奖 CAMA 中国广告营销大奖 金鼠标数字营销大赛 2022 金旗奖 第九届“蒲公英奖” | 大中华区年度数字营销公司 年度数字营销公司 年度数字营销影响力代理公司 数字营销机构 25 强 市场公关活动金奖 企业公关传播金奖 数字营销公司 TOP20 公关代理商 TOP20 |

资料来源：公司官微，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、七家子公司齐头并进，实现全产业链布局

七家子公司齐头发展，全营销产业链广域布局。公司数字营销业务下设效果营销

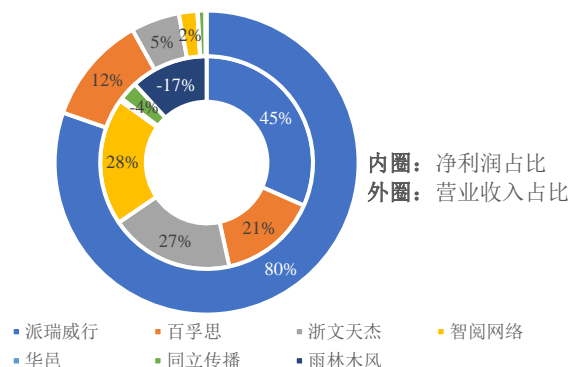
和品牌营销两大事业部，其中效果营销事业部以派瑞威行、雨林木风为主，品牌营销事业部包含百孚思、浙文天杰、同立传播、智阅网络、华邑等五家子公司。2022年浙文互联利润来源主要来自于派瑞威行、百孚思、浙文天杰、智阅网络四家经营状况较好的子公司，其中派瑞威行2022年实现营业收入120.31亿元，净利润68.04百万元，占子公司比重最大。

图 16、公司业务板块及对应子公司



资料来源：公司股票募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、公司七大数字营销子公司 2022 年营业收入、净利润占比



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 3.2.1、派瑞威行：深耕各大主流行业，提供整合营销服务

自 2009 年成立以来，派瑞威行以“让客户的营销更卓效”为使命，客户领域覆盖网服、金融、游戏、电商、教育、旅游、大众消费品七大板块，为客户提供全链路整合营销服务，全方位实现客户需求，核心业务包含品牌营销、效果营销、整合营销、内容创意、广告制作、直播带货六大领域。派瑞威行充分利用丰富的媒体资源、强大的服务团队和高效的服务质量，为客户提供品效销合一的高价值营销服务，帮助客户打通生意链路闭环，实现从“流量”到“销量”的完美转化。此外，派瑞威行依托强大的创意产出能力、视频制作能力和运营能力，深度挖掘用户需求，为客户提供编导、拍摄、剪辑等一站式服务，满足客户多样化投放需求。在技术产品上，派瑞威行通过搭建“II 智系统”和“CRM+EPR”系统，统计各媒体消耗、余额、充值等数据，实现公司内部数据互联互通、客户业务流转可视可控，从而高效支持管理决策、有效提高服务效率。

图 18、派瑞威行“II 智系统”系统流程展示



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、派瑞威行“CRM+EPR”系统流程展示

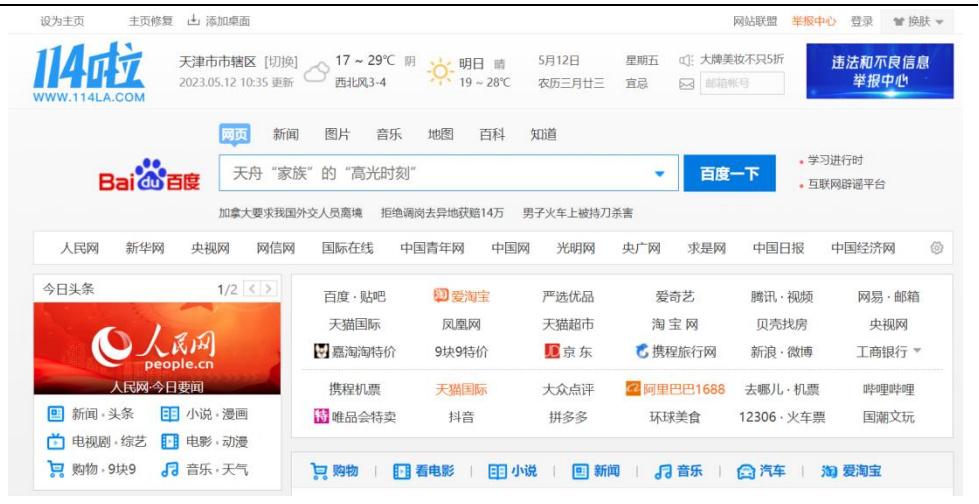


资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 3.2.2、雨林木风：掌握核心开发技术，定制推广营销方案

作为一家具有技术背景的互联网广告服务提供商，雨林木风致力于互联网服务的资讯传播与价值创造，研发定制切合客户需求的互联网、电子商务及企业信息化项目的最佳推广营销方案。雨林木风主营业务分布在两大板块：互联网网址导航和互联网广告代理服务。利用 114 啦网址导航网站及移动端 APP 为互联网用户提供网址导航服务，同时为第三方搜索引擎、电商网站等互联网媒体平台客户提供流量导入。经过长期成功运营大型网站的经验，雨林木风积累了丰富的行业人脉和丰富的互联网媒体资源，与百度、google、金山、中华网、腾讯网、环球网等多家互联网行业领跑者结成了紧密的合作关系，走在了国内 IT 行业最前沿。

图 20、114 啦网址导航网站



资料来源：114 啦网址官网，兴业证券经济与金融研究院整理

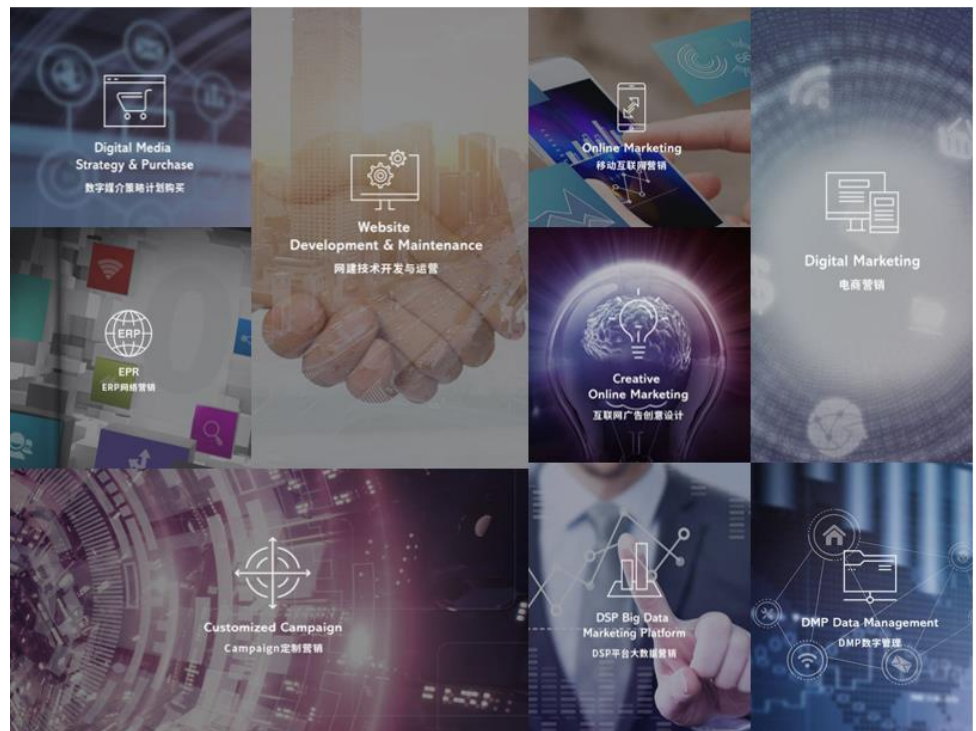
● 3.2.3、百孚思：坚信数字+激情，坚持创意+整合

百孚思聚焦于数字营销领域的价值创造，为众多主流品牌提供数字整合营销服务。服务范围涵盖九大领域，包括数字媒介策略计划与购买、互联网广告创意设计、网站建设开发与运营、移动互联网营销、ERP 网络营销、Campaign 定制营销、DSP

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

平台大数据营销、DMP 数字管理和电商营销。百孚思凭借独特的数字化营销见解，综合运用各种网络营销手段，在国内较早实现了网络营销服务体系化，并通过数十家网络技术支持和数百家 WEB 平台合作资源，为客户谋求丰厚的传播解决方案与利益回报。目前已成功服务一汽红旗、一汽奥迪、一汽大众、一汽捷达、一汽解放、奇瑞及奇瑞新能源、捷豹路虎、英菲尼迪、雷诺、雷克萨斯、DS、长安马自达、东风雪铁龙、北京现代、科勒、华彬快消（红牛、战马、唯他可可、芙丝水、果倍爽）等众多主流品牌，已成为行业领先的汽车数字营销公司。

图 21、百孚思业务矩阵



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 3.2.4、浙文天杰：品牌如沐春风，营销润物有声

浙文天杰以内容为驱动力，构建智能营销平台，依托母公司国资背景赋能全链路整合营销。浙文天杰致力于帮助客户打造有灵魂、自迭代、更无间的 IP 化品牌，并通过极小颗粒度场景、极大差异化标签和极强沉浸感体验，渗透人群，沁入圈层，聚合亿万拥趸，实现品牌、产品、口碑的整合营销最大功率输出效果。多年来凭借对客户及行业趋势分析，围绕内容生产、策划联动运营周边场，形成超级内容场，通过超级内容实现超级链接，与路粉链接兴趣，与死忠粉链接热爱，与用户链接价值，倾力探索并打造独有的 1 个中心和 3 大实验室。此外，浙文天杰为品牌定制虚拟人、虚拟人经纪、虚拟场景直播等全链路虚拟数字资产、数字藏品的创作及发行等，帮助客户实现元宇宙营销、开发元宇宙空间解决方案。已累计为汽车、金融、快消、互联网等行业企业提供公关传播、数字营销、内容营销、

跨界营销、事件营销、用户运营、社群营销、创新营销等服务，并与腾讯、阿里巴巴等知名互联网企业均已建立了合作关系。

图 22、浙文天杰头部合作品牌



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 3.2.5、智阅网络：用心服务全国车友，打造移动汽车生活

智阅网络作为汽车行业移动端垂直媒体，为用户提供全网最新、最全、最准的汽车类专业资讯，为企业打造专属自媒体联盟的全价值传播。目前主要产品为汽车头条 APP、汽车头条网和头条客众筹平台，采用领先的抓取、聚合技术，打造移动端的汽车之家。

汽车头条 APP 是智阅网络的第一个产品，以汽车资讯服务为主，是国内首款专注于移动互联网的汽车类垂直内容资讯产品，通过智能搜索、兴趣推荐、内容聚合等技术，为用户提供优质内容。汽车头条 APP 主要功能包含头条、新车、原创、头条客等，汇聚全网各大汽车网站新闻资讯，实时了解时下热门汽车消息，同时提供完备车型库，方便用户订阅中意车型，目前已聚合超过数百个内容站点，做到汽车资讯 24 小时不断更新。

图 23、汽车头条 APP、汽车头条网



资料来源：汽车头条 APP、汽车头条网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 3.2.6、华邑：开创“3P”交互模式，打造现象级营销案例

作为大型数字营销产业基地，华邑聚焦品牌营销目标，提供一体化的品效方案，致力创造高效率、高价值的传播回报。华邑整体布局北、上、广三大核心区域，拥有一支包括众多资深营销专家、国内知名媒体人、国际4A创意官、跨国企业管理者等多领域人士在内，规模超过300人的专业团队。

秉持“为品牌生意负责”的理念，华邑具有强大的创意、策划以及全方位的资源整合及执行能力，通过开创性的“3P”（产品、渠道、社会）交互模式，为众多品牌打造了“现象级”的营销案例。曾服务过包括脉动、维达、丸美、金立、嘉士伯、黑人牙膏、中通快递、唯品会等超过50个处于行业领先地位的国际、国内品牌。在与护肤品牌丸美的合作中，华邑为丸美重磅打造了广告大片《眼》，精准定位目标群体及其需求。华邑目前已获得金麦奖、金瞳奖、金远奖、金投赏商业创意奖、金鼠标奖等累计六十余座金奖，成为业内成长最快、最具投资潜力的品牌数字营销公司。

图 24、护肤品牌丸美广告图览



资料来源：丸美官方广告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 3.2.7、同立传播：立足线下体验，融合线上传播

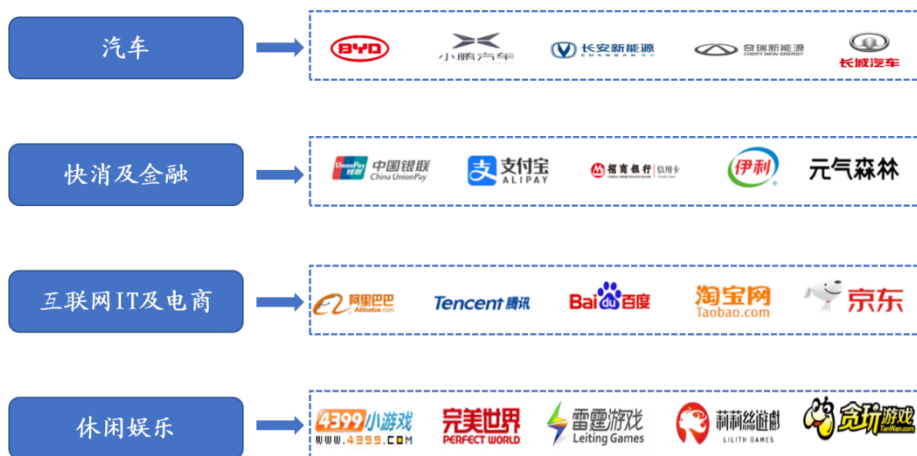
同立传播立足于线下会展服务，以客户体验为导向，结合数字营销推广，为客户提供线上线下一体化营销服务。同时承接品牌大型营销项目、品牌创新营销项目、品牌销量转化项目，成功完成体验式营销、全国发布会、创意静展、IP营销、全国巡展、试乘试驾、经销商年会、全国车展、移动展厅、区域发布会等多项活动，包含诸多成功案例：2018年捷豹Epace上市发布会、2018全新英菲尼迪QX50上市发布会、赛麟之夜、英菲尼迪QX60 Monograph概念车全球线下首秀、第一届阿里巴巴汽车消费节等等，同理传播为客户提供创意营销事件、新车发布前专业体验、大事件的媒体话题传播等服务，被中国国际公关协会（CIAPR）评为“中国十大公关公司”。

3.3、浙文互联品牌价值凸显，优质客户资源层出不穷

汽车营销名列前茅，多元领域业务延伸。浙文互联以技术和数据赋能数字营销，以最前沿的营销方式助力各品牌抓住价值传播密码，持续拉近品牌与消费者距离，赢得了良好的业界口碑，并形成了矩阵化的优质客户资源池，全面覆盖汽车、电商、网络服务、游戏、金融、快速消费品等核心行业，助力公司行稳致远。

汽车行业细分领域，公司延续市占率领先地位，重点突破新能源汽车客户，取得比亚迪、小鹏汽车、长安新能源、奇瑞新能源、长城 WEY 品牌 MPV 等客户资源；在金融、快消领域，公司斩获中国银行、交通银行、小米品牌、五粮液等头部客户广告预算；在互联网 IT 及电商领域，公司与头条、腾讯、快手等头部媒体保持了紧密的合作关系，通过运营能力、策略能力的提升，先后获得巨量引擎综合代理商、巨量千川三星级服务商、巨量引擎营销科学服务商、抖音电商银牌品牌服务商、抖音 KOL 采买合作机构等多身份代理商，持续夯实资质优势；在休闲娱乐领域，公司深挖 4399、完美世界、雷霆游戏等头部游戏公司资源。

图 25、浙文互联部分头部合作品牌



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、“早 C 晚 A”提质增效，数智新境领先布局

近年来，公司坚定拥抱技术变革，对内积极推进高质量数据储备+数智化战略升级，对外持续孵化数字虚拟人、AIGC 创作者社区、汽车元宇宙、直播电商等创新业务赛道，聚焦“Content+Ability”建设，赋能降本增效，布局长期增长。

数智赋能降本增效。数据要素端，2022 年至今，公司基于客户需求，着重从数“智”和数“质”两个维度双线储备了丰富、多元的数据资产，为 AIGC 业务发展奠定坚

实基础；**内容营销端**，公司发力智慧营销，打通内容营销中心与数据中台，将生成式 AI 技术渗透进数字营销全业务端，开启“AIGC+自创自制”新业务模式。2022 年，在新业务模式加持下，公司视频类和设计类外包投入减少 28.37%，供应商营销成本降低的同时，大幅刷新公司数字营销效率，提升公司内容创作品质。

虚拟人业务高速推进。公司依托旗下创新业务平台杭州浙文科技，持续发力数字虚拟人赛道：2021 年，公司“数字虚拟人-DIGITAL HUMAN”业务落地杭州，相继孵化的国风虚拟数字人“君若锦”及 Z 世代虚拟数字人“兰 LAN”陆续入驻微博、小红书等多个平台开展商业活动；2022 年，公司牵手时尚杂志《座驾》打造的虚拟人“IKA 伊卡”入驻快手，首秀当日即收获近万名粉丝和 225W 点赞量；虚拟人“宫玖羽”签约汽车之家，受邀担任“汽车之家特邀 AI 体验官”；虚拟人“宫橙诗”作为长安汽车首位数字员工也已完成交付，即将赋能虚拟试驾、品牌营销等多元业务场景……此外，公司还建立了独立的虚拟人实验室，可实现虚拟人实时流程优化，形成从动捕到视频制作的一站式服务体系。当前，公司已形成了较为完备的虚拟人工业化生产能力，有望突破营销次元，打造虚拟 IP 营销新生态。

图 26、虚拟数字人 IP 展示



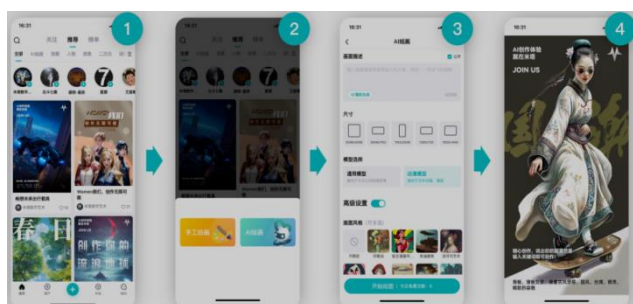
资料来源：浙文互联官微，兴业证券经济与金融研究院整理

AIGC 加持 TO C 艺术创作。2022 年下半年以来，随着 Stable Diffusion 等 AIGC 模型的相继开源，AI 绘画迅速进入大众视野。浙文互联于国内率先部署了两大超级应用：米塔社区的 AI 绘画应用“米画”及浙安果合的元宇宙场景生产工具“数字战士”，高效赋能 C 端用户数字艺术创作。

公司旗下米塔数字艺术社区，截至 2022 年 12 月，已聚集 47 万+用户、1000 万电竞交易用户、超过 100 家主流媒体以及 2000 家自媒体合作，流量效果超过 5 亿人

次触达，是国内最具影响力的数字艺术元宇宙社区之一。社区于 2022 年率先推出“米画”创作工具，并于 2023 年 1 月接入 AIGC 实现迭代升级，当前，创作者只需要向“米画”发出集合主题、环境、构图、灯光、颜色等画面描述的指令，就能很快生成涵盖多种尺寸、风格、流派的画作，成为符合要求的数字艺术品，并通过米塔平台实现创意变现。头部社区与先进技术结合，赋予公司增值服务、内容 IP 等多元业务变现可能。

图 27、米画 APP 作画过程



资料来源：米画，兴业证券经济与金融研究院整理

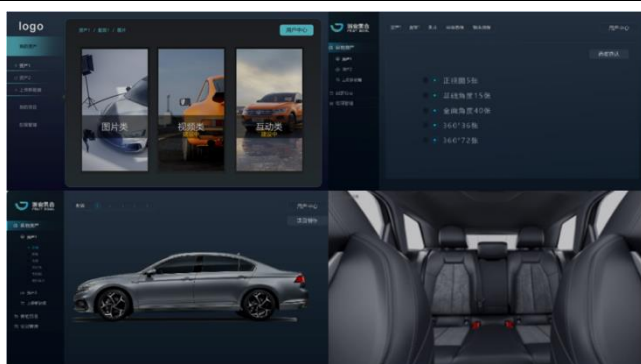
图 28、米画 APP 生成图像展示



资料来源：米画，兴业证券经济与金融研究院整理

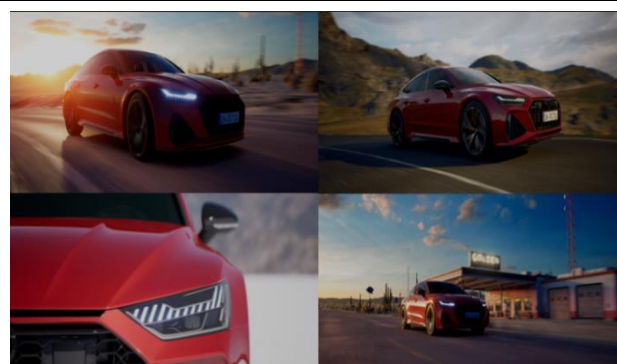
此外，公司打造的元宇宙场景生产工具“数字战士”，基于业界领先的 AIGC 大模型，通过本地化的 AI 训练，完成精度较高、可商用的图片与视频的生产，加速驱动元宇宙人、物、场的建设与高效运营，有望显著提升元宇宙世界的构建速度，大幅降低生产成本，助力元宇宙的爆发性增长。

图 29、“数字战士”操作界面



资料来源：数字战士，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、“数字战士”生产的轻量级视频



资料来源：中国公关网，兴业证券经济与金融研究院整理

元宇宙新基建和消费场景扩张。为开拓更多用户与品牌社交生活的数字土壤，浙文互联与浙江文交所的强强联合，打造一流的数字资产交易的平台；与中航集团研究院达成数字孪生领域战略合作，试水工业设计数字化转型；与寰球汽车在阳澄湖新能源汽车超级体验中心打造首款“元宇宙汽车公园”，构造国内第一个实现元宇宙原住民汽车文化生活交流的生态港；为吉利 ICON 巧克力打造的元宇宙城堡——巧克力城等。公司基于强大的虚拟空间个性化设计和制作能力，率先实现数

字虚拟空间与现实的链接，为公众呈现出虚拟与现实交融的多元数字生活体验，有望在未来持续俘获用户心智，突破品牌营销场域局限，打造新型元宇宙营销体验。

图 31、元宇宙汽车公园展示



资料来源：浙文互联官微，兴业证券经济与金融研究院整理

直播电商 AI 赋能。2020 年 10 月，公司直播电商业务启动；2023 年 4 月，公司加速自营电商业务布局，开拓全域增长模式，完善对直播间、短视频、货品、店铺各环节的打通，实现杭州直播基地的大规模扩容。未来，公司电商业务有望高效协同 AIGC 与虚拟主播技术，完善直播间架构、短视频制作、爆品打造、店铺运营等链路的整合，开启数字营销新篇章。

募资锚定“AI+”。2023 年 5 月 8 日，浙文互联拟募集 8 亿元资金建设 AI 智能营销系统、短视频智慧营销生态平台的定增申请获批。其中，公司拟投入近 2.08 亿元建设 AI 智能营销系统，包含先进的 AI 算法模型和智能营销系统在内的 SPS (Smart Platform System) 智能营销中台开发以及虚拟数字人领域技术开发两个子方向。营销中台可通过灵活且完备的 API 数据接口对接各类结构化或非结构化数据源，极大提升海量数据的存储、高效处理和转化分析能力，提高数据资产积累效率；通过虚拟数字人领域技术研发，推动虚拟数字人实时交互技术的突破与落地。公司拟投入近 3.02 亿元开展直播及短视频智慧营销生态平台项目，旨在借助 AI 等前沿技术手段，辅以数据化工具，大幅提高公司在直播营销及短视频内容创意、制作、运营、用户触达等方面的竞争力，推进智能化选品、虚拟人直播、流程管理

以及供应链管理等的落地升级。

表 6、浙文互联 2023 年 4 月向特定对象发行股票募集资金使用计划（单位：万元）

| 序号 | 项目名称 | 项目投资总额 | 拟使用募集资金金额 |
|-----------|------------------|------------------|------------------|
| 1 | AI 智能营销系统项目 | 20,768.45 | 20,768.45 |
| 2 | 直播及短视频智慧营销生态平台项目 | 30,180.55 | 30,180.55 |
| 3 | 偿还银行借款及补充流动资金 | 29,051.00 | 29,051.00 |
| 合计 | | 80,000.00 | 80,000.00 |

资料来源：IFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测

盈利预测：作为国资控股的互联网营销服务公司，浙文互联全域布局互联网营销，深挖汽车、快消、金融等多行业头部客户价值，积极推进数智化转型，拥抱 AI 赋能创新业务发展，市场增长潜力巨大。预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.81/3.39/4.11 亿元，对应当前股价（2023 年 05 月 23 日）PE 分别为 29.6/24.5/20.2 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7、盈利预测结果

| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 14737 | 14941 | 15353 | 16110 |
| 增长率 | 3.1% | 1.4% | 2.8% | 4.9% |
| 营业利润(百万元) | 100 | 346 | 416 | 504 |
| 增长率 | -72.6% | 246.0% | 20.2% | 21.0% |
| 归母净利润(百万元) | 81 | 281 | 339 | 411 |
| 增长率 | -72.6% | 247.4% | 20.9% | 21.1% |
| 最新摊薄每股收益(元) | 0.06 | 0.21 | 0.26 | 0.31 |
| 每股净资产(元) | 3.05 | 3.27 | 3.53 | 3.84 |
| 动态市盈率(倍) | 102.8 | 29.6 | 24.5 | 20.2 |
| 市净率 (倍) | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.6 |

资料来源：IFind，兴业证券经济与金融研究院整理

5、风险提示

（1）市场竞争加剧的风险

互联网行业进入存量竞争时代，随着新一代消费力量的崛起，数字营销业务在内容、数据和技术三方面均面临挑战。新的应用、服务以及营销诉求和方案不断出现，在用户注意力粉尘化的时代，产品和服务能否满足新一代消费势力的内容诉求，精准有效地触达用户心智，成为数字营销服务商的核心竞争力。同时，广告主数字营销预算进一步向直接导流的营销模式倾斜，能否通过数据分析深度挖掘

流量的价值，将公域流量转移到私域流量，进行深度维护，也成为广告主的核心诉求。数字营销行业市场竞争日趋激烈，产品迭代日益加速。公司若不能准确把握行业发展趋势和客户营销需求的变化，将无法继续保持数字营销行业的优势竞争地位，进而影响公司的经营业绩。

(2) 业务合规风险

数字广告受《中华人民共和国广告法》《互联网广告管理暂行办法》等相关法律、法规的监管。根据相关监管规定，若广告发布、经营企业违反相关规定，则将可能受到包括罚款、停止相关广告投放、吊销营业执照等处罚。随着公司业务规模的扩大，如因广告内容审核失误等原因违反上述监管规定，公司将面临形象受损、客户流失、罚款处罚等风险。

(3) 新业务布局风险

2021年3月，发行人成立全资子公司浙文互联科技，作为发行人探索新赛道、孵化新业务的核心载体。浙文互联科技现已发展了虚拟数字资产、电竞赛事预测、中长视频内容营销、直播电商等相关业务。新业务在推进的过程中可能会受到来自产业政策、行业环境、技术升级、竞争对手、团队变动等多方因素的影响，最终能否按照发行人计划推进并实现较好的盈利情况具有不确定性。

(4) 核心技术人才流失或者不足的风险

数字营销行业作为轻资产行业，核心人才是公司持续发展的重要资源。公司在并购的过程中吸引了大批互联网优秀人才，在并购后的整合过程中，由于经营理念、薪酬激励等多方面原因，部分子公司团队出现了一定的变动。若公司未来不能较好控制人才流失的风险，公司业务发展和业绩将受到不利影响。

附表

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 5686 | 6233 | 6583 | 7074 |
| 货币资金 | 418 | 879 | 1042 | 1292 |
| 交易性金融资产 | 2 | 3 | 2 | 3 |
| 应收票据及应收账款 | 4273 | 4295 | 4431 | 4641 |
| 预付款项 | 189 | 193 | 247 | 248 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 803 | 863 | 862 | 892 |
| 非流动资产 | 1565 | 1419 | 1425 | 1433 |
| 长期股权投资 | 71 | 69 | 67 | 69 |
| 固定资产 | 7 | 4 | 4 | 3 |
| 在建工程 | 2 | 1 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 7 | 6 | 5 | 4 |
| 商誉 | 976 | 976 | 976 | 976 |
| 长期待摊费用 | 9 | 4 | -1 | -6 |
| 其他 | 495 | 361 | 374 | 387 |
| 资产总计 | 7251 | 7652 | 8008 | 8507 |
| 流动负债 | 3104 | 3211 | 3229 | 3319 |
| 短期借款 | 1127 | 938 | 1002 | 1002 |
| 应付票据及应付账款 | 1525 | 1697 | 1680 | 1777 |
| 其他 | 452 | 576 | 546 | 541 |
| 非流动负债 | 16 | 17 | 17 | 17 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 16 | 17 | 17 | 17 |
| 负债合计 | 3120 | 3228 | 3245 | 3336 |
| 股本 | 1322 | 1322 | 1322 | 1322 |
| 资本公积 | 3299 | 3299 | 3299 | 3299 |
| 未分配利润 | -714 | -433 | -94 | 317 |
| 少数股东权益 | 95 | 95 | 95 | 92 |
| 股东权益合计 | 4131 | 4424 | 4763 | 5171 |
| 负债及权益合计 | 7251 | 7652 | 8008 | 8507 |

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 归母净利润 | 81 | 281 | 339 | 411 |
| 折旧和摊销 | 11 | 12 | 8 | 8 |
| 资产减值准备 | 0 | -50 | 6 | 14 |
| 资产处置损失 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损失 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 财务费用 | 31 | 51 | 33 | 27 |
| 投资损失 | -0 | -18 | -12 | -14 |
| 少数股东损益 | -4 | 0 | -1 | -3 |
| 营运资金的变动 | -672 | 151 | -218 | -143 |
| 经营活动产生现金流量 | -426 | 690 | 124 | 276 |
| 投资活动产生现金流量 | -207 | 1 | 10 | 4 |
| 融资活动产生现金流量 | 107 | -231 | 29 | -30 |
| 现金净变动 | -526 | 460 | 163 | 250 |
| 现金的期初余额 | 915 | 418 | 879 | 1042 |
| 现金的期末余额 | 389 | 879 | 1042 | 1292 |

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 14737 | 14941 | 15353 | 16110 |
| 营业成本 | 14100 | 14128 | 14470 | 15127 |
| 税金及附加 | 6 | 6 | 6 | 7 |
| 销售费用 | 180 | 194 | 195 | 200 |
| 管理费用 | 252 | 262 | 267 | 279 |
| 研发费用 | 54 | 63 | 66 | 71 |
| 财务费用 | 19 | 51 | 33 | 27 |
| 其他收益 | 99 | 99 | 98 | 101 |
| 投资收益 | 0 | 18 | 12 | 14 |
| 公允价值变动收益 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 信用减值损失 | -126 | -7 | -8 | -9 |
| 资产减值损失 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 100 | 346 | 416 | 504 |
| 营业外收入 | 1 | 3 | 2 | 2 |
| 营业外支出 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 利润总额 | 97 | 345 | 415 | 503 |
| 所得税 | 20 | 64 | 76 | 94 |
| 净利润 | 77 | 281 | 339 | 408 |
| 少数股东损益 | -4 | 0 | -1 | -3 |
| 归属母公司净利润 | 81 | 281 | 339 | 411 |
| EPS(元) | 0.06 | 0.21 | 0.26 | 0.31 |

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 3.1% | 1.4% | 2.8% | 4.9% |
| 营业利润增长率 | -72.6% | 246.0% | 20.2% | 21.0% |
| 归母净利润增长率 | -72.6% | 247.4% | 20.9% | 21.1% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 4.3% | 5.4% | 5.8% | 6.1% |
| 归母净利率 | 0.5% | 1.9% | 2.2% | 2.6% |
| ROE | 2.0% | 6.5% | 7.3% | 8.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 43.0% | 42.2% | 40.5% | 39.2% |
| 流动比率 | 1.83 | 1.94 | 2.04 | 2.13 |
| 速动比率 | 1.83 | 1.94 | 2.04 | 2.13 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 197.8% | 200.5% | 196.1% | 195.1% |
| 应收帐款周转率 | 338.0% | 331.7% | 335.1% | 338.1% |
| 存货周转率 | - | - | - | - |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.06 | 0.21 | 0.26 | 0.31 |
| 每股经营现金 | -0.32 | 0.52 | 0.09 | 0.21 |
| 每股净资产 | 3.05 | 3.27 | 3.53 | 3.84 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 102.77 | 29.58 | 24.48 | 20.21 |
| PB | 2.06 | 1.92 | 1.78 | 1.64 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|-----|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级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的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。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100020 | 邮编：518035 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |