

三人行 (605168)

传媒

发布时间: 2023-04-17

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

## 客户拓展+预算挖掘稳步推进, AI 赋能营销能力提升

上次评级: 买入

### 报告摘要:

**事件:** 三人行发布 2022 年年报和 2023 年一季报, 2022 年实现营业收入 56.53 亿元, 同比增长 58.30%, 实现归母净利润 7.36 亿元, 同比增长 45.82%, 扣非归母净利润 5.02 亿元, 同比增长 8.52%。2023 年一季度实现收入 9.31 亿元, 同比增长 4.03%, 实现归母净利润 1.41 亿元, 同比增长 134.71%, 实现扣非归母净利润 0.84 亿元, 同比增长 42.32%。

**点评:** 拓宽客户矩阵, 深挖预算, 媒介资源持续丰富。公司核心主业数字营销服务 2022 年实现营业收入 51.67 亿元, 同比增长 61.02%, 一方面来自对消费品、电信运营商、金融等行业头部存量客户的预算持续挖掘, 另一方面来自汽车领域客户的开拓, 四季度成功中标头部汽车客户一汽奥迪、一汽大众、捷达。此外, 公司也积极通过丰富自身媒介资源拉动客户投放增长, 包括线上开拓的央视广播投放渠道, 以及线下的机场、高铁站等多种户外场景, 媒介+客户资源优势不断巩固。

**开展投资业务, 挖掘第二曲线。**公司近几年通过对优质标的的专业分析, 开拓产业投资和科学稳健的财务投资业务, 挖掘第二曲线。其中巨子生物 2022 年于港交所上市, 所投的中环寰慧科技集团股份有限公司、华龙证券股份有限公司已于 2022 年完成 IPO 申报, 仅通过转让通过苏州速玟企业管理合伙企业(有限合伙)持有的华润怡宝部分股权, 就帮助公司 2022 年实现 2.09 亿元的投资收益。

**把握 AI 技术变革, 与科大讯飞合作开发智能营销工具。**公司于 2023 年 3 月 27 日发布公告, 与科大讯飞签署战略合作协议, 合作内容主要包括两方面: 1) 通过 AI 赋能, 共同提升智慧营销能力; 2) 共同开发基于下一代人工智能技术的多模态智能营销工具。AI 在营销素材生成、用户标签精准度提升等方面能够带来巨大帮助, 依托科大讯飞在 AI 技术领域的优势, 公司有望迎来成本优化和营销能力的进一步提升。此外, 公司在虚拟人领域也早已有所布局, 同样有望受益 AI 技术变革。

**投资建议:** 预计公司 2023-2025 年归母净利润为 10.10/13.10/15.12 亿元, 同比增长 37%/30%/15%, EPS 为 9.96/12.92/14.91 元, 对应 PE 为 16x/12x/11x, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 客户拓展不及预期; AI 技术发展不及预期。

财务摘要(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,571	5,653	7,709	10,030	12,061
(+/-)%	27.18%	58.30%	36.37%	30.11%	20.25%
归属母公司净利润	505	736	1,010	1,310	1,512
(+/-)%	39.18%	45.82%	37.20%	29.63%	15.46%
每股收益(元)	7.25	8.35	9.96	12.92	14.91
市盈率	23.31	10.66	16.12	12.44	10.77
市净率	5.87	3.50	4.54	3.33	2.54
净资产收益率(%)	27.61%	32.30%	28.16%	26.74%	23.59%
股息收益率(%)	1.28%	1.37%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	70	101	101	101	101

### 股票数据

2023/04/14

6个月目标价(元)	
收盘价(元)	160.62
12个月股价区间(元)	68.79~171.00
总市值(百万元)	16,288.04
总股本(百万股)	101
A股(百万股)	101
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	6

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	20%	53%	68%
相对收益	17%	53%	71%

### 相关报告

《三人行(605168): 整合营销能力领先, 把握元宇宙发展机遇》

--20230117

《生成式 AI 助力游戏开发, 推动行业提质增效》

--20230412

《腾讯与抖音版权合作, 视频行业内容价值提升》

--20230410

### 证券分析师: 钱熠然

执业证书编号: S0550522080001

021-20363237 qianyr@nesc.cn

### 研究助理: 张昊晨

执业证书编号: S0550122060036

021-61001595 zhanghc@nesc.cn

## 目 录

1. 财报解读 .....	3
2. 业务回顾与展望 .....	7
3. 投资建议 .....	8
4. 风险提示 .....	8

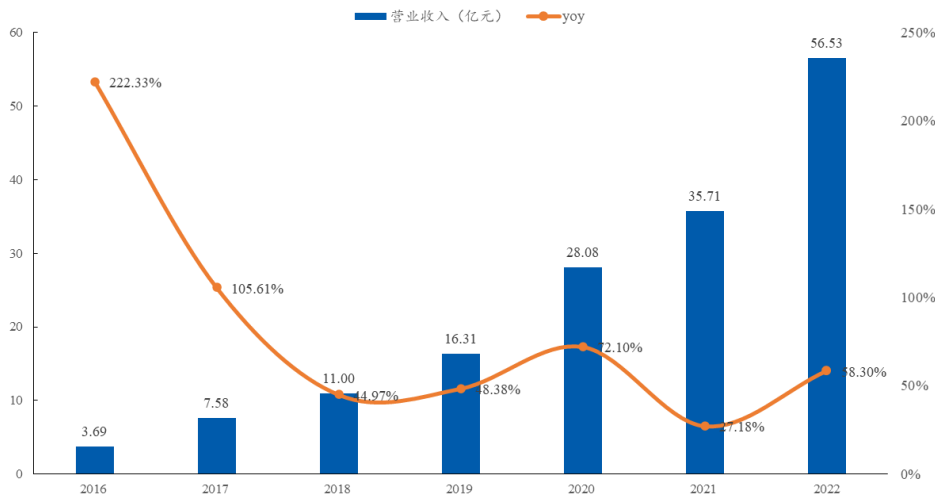
## 图表目录

图 1: 三人行 2016-2022 年营业收入 (亿元) 及同比情况 .....	3
图 2: 三人行 2016-2022 年归母净利润及同比情况 .....	3
图 3: 三人行 2016-2022 年扣非归母净利润及同比情况 .....	3
图 4: 三人行 2019Q1-2023Q1 单季度营收 (亿元) 及变化情况 .....	4
图 5: 三人行 2019Q1-2023Q1 单季度归母净利润 (亿元) 及变化情况 .....	4
图 6: 三人行 2019Q1-2023Q1 单季度扣非归母净利润 (亿元) 及变化情况 .....	4
图 7: 三人行 2016-2022 年毛利率及净利率 .....	5
图 8: 三人行 2019Q1-2023Q1 毛利率及净利率 .....	5
图 9: 三人行 2016-2022 年费用率情况 .....	5
图 10: 三人行 2017-2022 年分业务收入占比情况 .....	6
图 11: 三人行 2017-2022 年经营活动现金流情况 .....	7
图 12: 三人行 2019Q1-2023Q1 年经营活动现金流 .....	7
图 13: 三人行 2016-2022 年应收账款周转天数 .....	7
表 1: 三人行主要业务收入及毛利率情况 .....	6

## 1. 财报解读

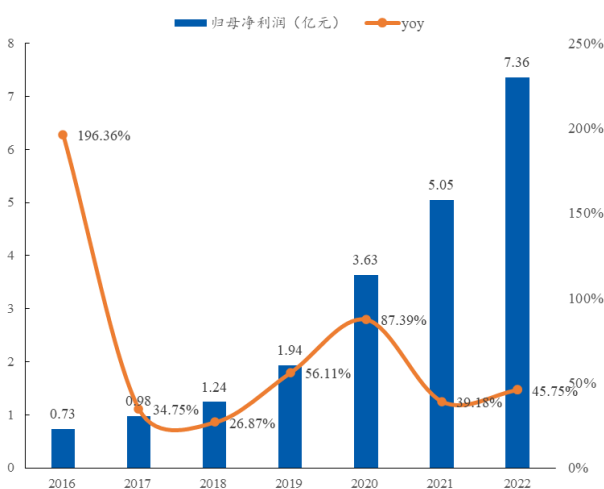
**营收利润：**三人行 2022 年实现营业收入 56.53 亿元，同比增长 58.30%，实现归母净利润 7.36 亿元，同比增长 45.82%，扣非归母净利润 5.02 亿元，同比增长 8.52%。公司总体营收保持稳健增长主要系公司成功拓展如通用别克、东风风神等新的头部汽车客户，同时加大挖掘原有消费品、电信运营商、金融等行业头部存量客户的增量预算所致。非经常损益较多主要系公司开拓产业投资和科学稳健的财务投资业务，所投公司实现了稳健的投资收益。

图 1：三人行 2016-2022 年营业收入（亿元）及同比情况



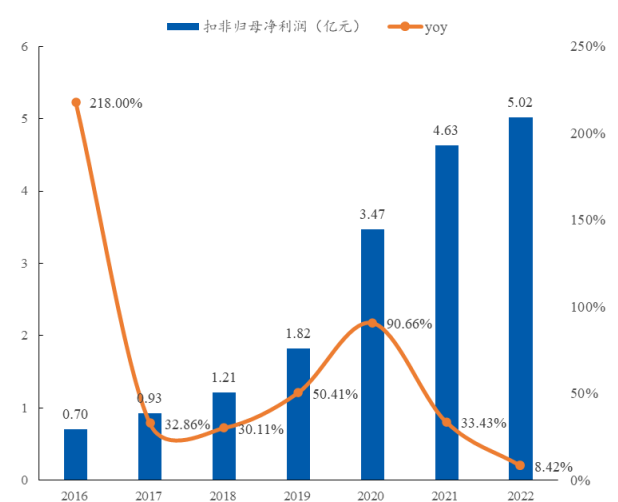
数据来源：公司公告，东北证券

图 2：三人行 2016-2022 年归母净利润及同比情况



数据来源：公司公告，东北证券

图 3：三人行 2016-2022 年扣非归母净利润及同比情况

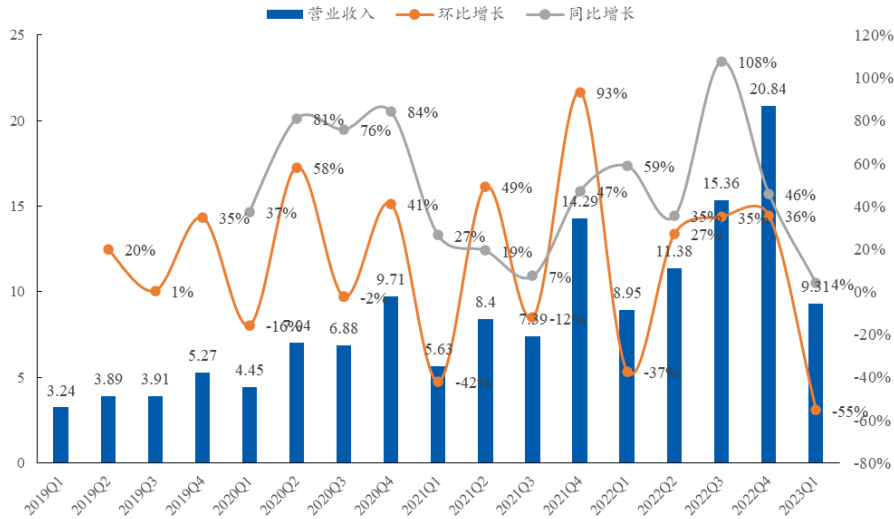


数据来源：公司公告，东北证券

**分季度看，**三人行 2022Q4 实现营业收入 20.84 亿元，同比上升 45.84%；归母净利润 4.34 亿元，同比上升 77.87%；扣非后归母净利润 2.63 亿元，同比上升 16.89%。

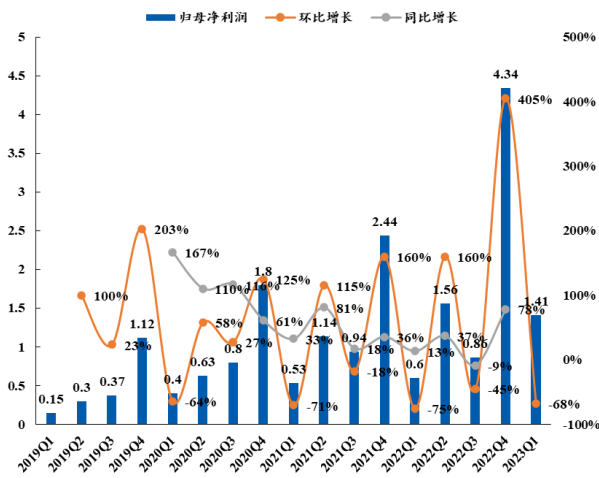
2023 年一季度实现收入 9.31 亿元，同比增长 4.03%，实现归母净利润 1.41 亿元，同比增长 134.71%，实现扣非归母净利润 0.84 亿元，同比增长 42.32%。

图 4: 三人行 2019Q1-2023Q1 单季度营收 (亿元) 及变化情况



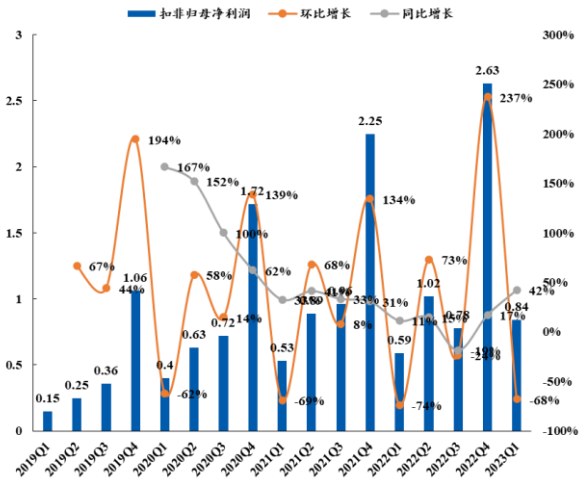
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 5: 三人行 2019Q1-2023Q1 单季度归母净利润 (亿元) 及变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

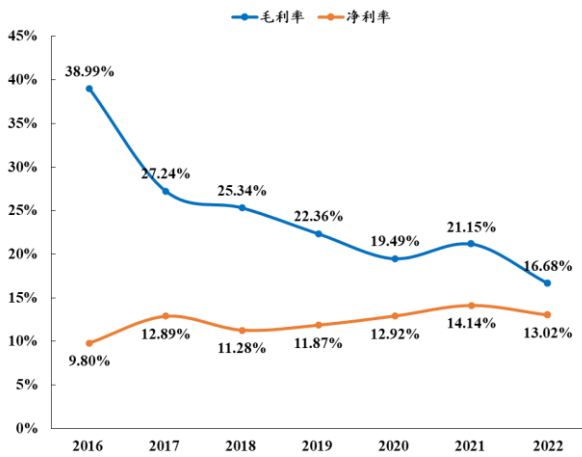
图 6: 三人行 2019Q1-2023Q1 单季度扣非归母净利润 (亿元) 及变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

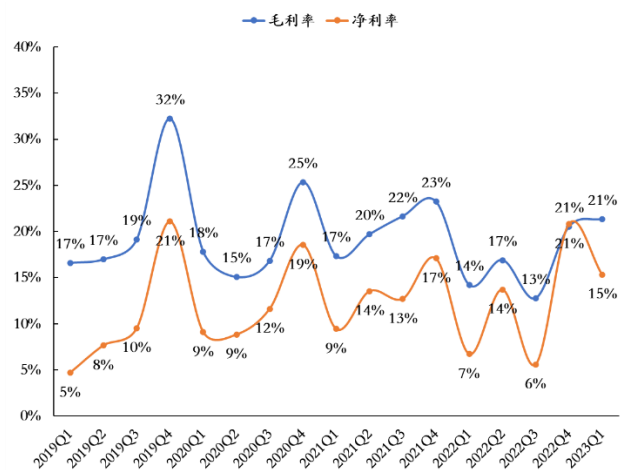
**盈利能力:** 三人行 2022 年毛利率为 16.68%，同比-4.47pcts，有所下降主要是受到返点节奏影响；净利率为 13.02%，同比-1.12pcts，基本维持稳定。2023 年一季度毛利率为 21.36%，同比增长 7.16pcts，净利率为 15.33%，同比增长 8.61pcts。随着返点节奏恢复，公司毛利率恢复到此前水平。

图 7: 三人行 2016-2022 年毛利率及净利率



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 8: 三人行 2019Q1-2023Q1 毛利率及净利率

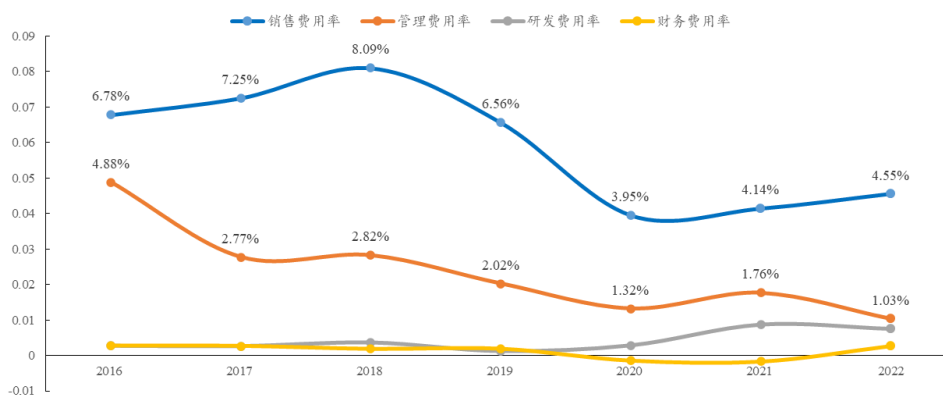


数据来源: 公司公告, 东北证券

**期间费用:**从公司 2022 年的期间费用来看,公司费用率为 6.58%,同比下降 0.09cts;基本维持稳定:

- 2022 年销售费用为 2.57 亿元,同比增长 72.80%,主要系公司规模增加相应费用增加所致。对应销售费用率为 4.55%,同比提升 0.41pcts;
- 2022 年管理费用为 0.58 亿元,同比下降 7.55%,主要系股份支付计提减少 1430 万所致;管理费用率为 1.03%,同比下降 0.73pcts;
- 2022 年财务费用为 0.15 亿元,主要系银行融资增加,本期利息费用以及本期发生信用证票据贴现费用增加,同时利息收入减少所致;财务费用率为 0.27%,同比上升 0.44pcts;
- 2022 年研发费用为 0.42 亿元,同比增长 35.54%,主要系公司规模扩大,研发投入相应增加所致;研发费用率为 0.74%,同比下降 0.13pcts。

图 9: 三人行 2016-2022 年费用率情况



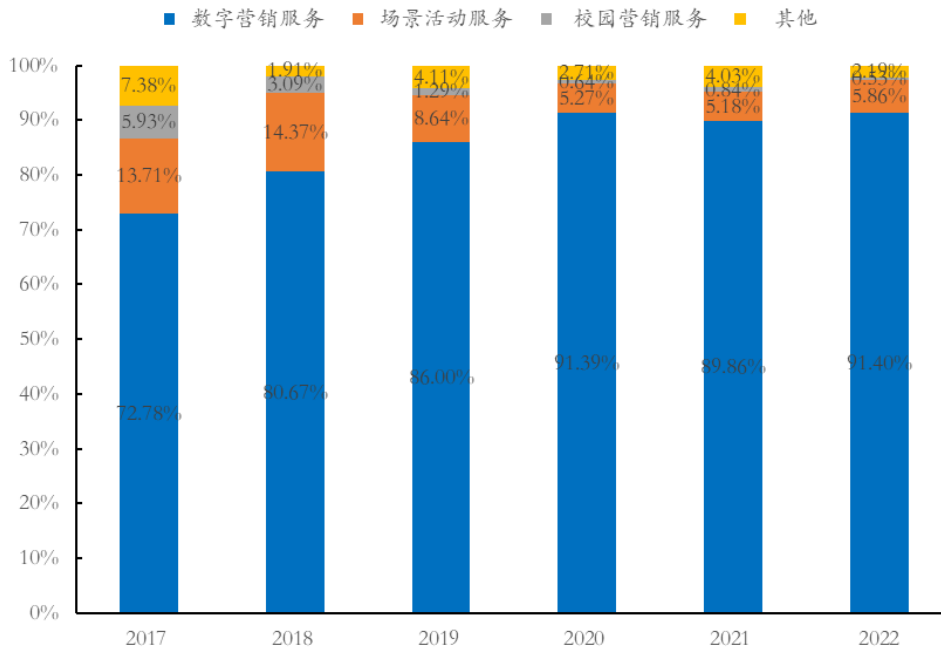
数据来源: 公司公告, 东北证券

分业务来看,公司 2022 年:

- 数字营销服务:实现营业收入 51.67 亿元,同比增长 61.02%,营收占比提升至 91.40%;毛利率为 15.65%,同比下降 3.65pcts。
- 场景活动服务:实现营业收入 3.31 亿元,同比增长 78.57%,营收占比为 5.86%;

- 毛利率为 22.37%，同比下降 14.7pcts；
- 校园媒体营销服务：实现营业收入 0.30 亿元，同比下降 1.54%，营收占比为 0.53%；毛利率为 80.91%，同比上升 7.34pcts；
  - 其他主营业务：实现营业收入 1.24 亿元，同比下降 13.95%，营收占比为 2.19%；毛利率为 28.94%，同比下降 4.47pcts；

图 10：三人行 2017-2022 年分业务收入占比情况



数据来源：公司公告，东北证券

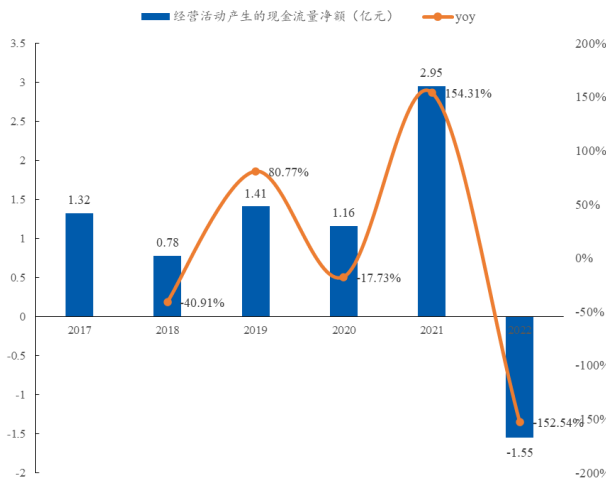
表 1：三人行主要业务收入及毛利率情况

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022
数字营销服务	5.52	8.87	14.03	25.66	32.09	51.67
毛利率 (%)	23.17%	22.76%	20.26%	17.89%	19.30%	15.65%
场景活动服务	1.04	1.58	1.41	1.48	1.85	3.31
毛利率 (%)	34.60%	29.86%	35.43%	34.28%	37.07%	22.37%
校园媒体营销服务	0.45	0.34	0.21	0.18	0.30	0.30
毛利率 (%)	63.68%	64.79%	61.62%	68.85%	73.57%	80.91

数据来源：公司公告，东北证券

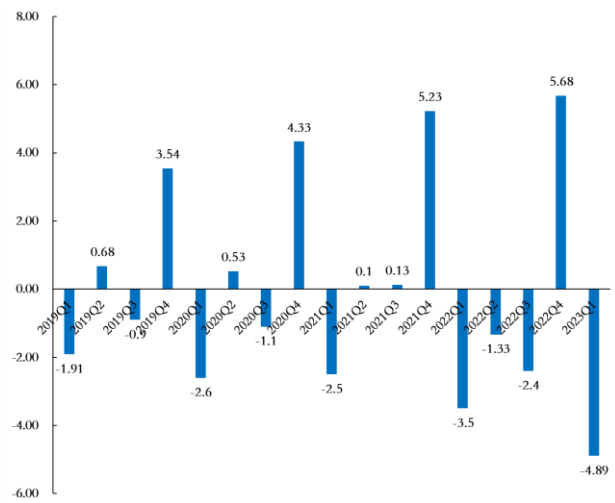
**现金流：**三人行 2022 年经营活动现金流为-1.55 亿元，同比下降 152.54%，主要系业务规模增加，支付供应商及费用的款项增加所致。2023 年一季度经营活动现金流为-4.89 亿元，去年同期为-3.5 亿元。

图 11: 三人行 2017-2022 年经营活动现金流情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

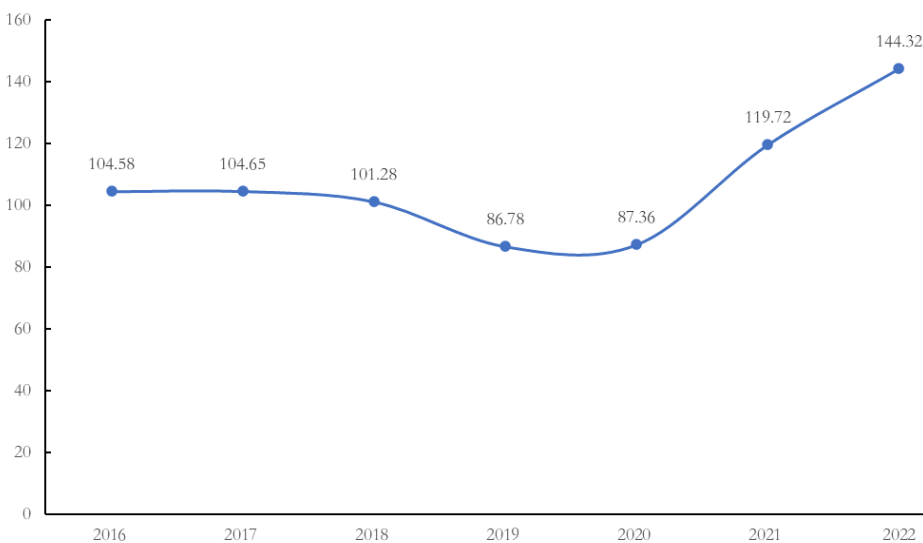
图 12: 三人行 2019Q1-2023Q1 年经营活动现金流



数据来源: 公司公告, 东北证券

**应收账款周转天数:** 三人行 2022 年应收账款周转天数为 144 天, 相比 2021 年有所提升。

图 13: 三人行 2016-2022 年应收账款周转天数



数据来源: 公司公告, 东北证券

## 2. 业务回顾与展望

**拓宽客户矩阵, 深挖预算, 媒介资源持续丰富。**公司核心主业数字营销服务 2022 年实现营业收入 51.67 亿元, 同比增长 61.02%, 一方面来自对消费品、电信运营商、金融等行业头部存量客户的预算持续挖掘, 另一方面来自汽车领域客户的开拓, 四季度成功中标头部汽车客户一汽奥迪、一汽大众、捷达。此外, 公司也积极通过丰富自身媒介资源拉动客户投放增长, 包括线上开拓的央视广播投放渠道, 以及线下

的机场、高铁站等多种户外场景，媒介+客户资源优势不断巩固。

**开展投资业务，挖掘第二曲线。**公司近几年通过对优质标的的专业分析，开拓产业投资和科学稳健的财务投资业务，挖掘第二曲线。其中巨子生物 2022 年于港交所上市，所投的中环寰慧科技集团股份有限公司、华龙证券股份有限公司已于 2022 年完成 IPO 申报，仅通过转让通过苏州速玟企业管理合伙企业（有限合伙）持有的华润怡宝部分股权，就帮助公司 2022 年实现 2.09 亿元的投资收益。

**把握 AI 技术变革，与科大讯飞合作开发智能营销工具。**公司于 2023 年 3 月 27 日发布公告，与科大讯飞签署战略合作协议，合作内容主要包括两方面：1) 通过 AI 赋能，共同提升智慧营销能力；2) 共同开发基于下一代人工智能技术的多模态智能营销工具。AI 在营销素材生成、用户标签精准度提升等方面能够带来巨大帮助，依托科大讯飞在 AI 技术领域的优势，公司有望迎来成本优化和营销能力的进一步提升。此外，公司在虚拟人领域也早已有所布局，同样有望受益 AI 技术变革。

### 3. 投资建议

预计公司 2023-2025 年归母净利润为 10.10/13.10/15.12 亿元，同比增长 37%/30%/15%，EPS 为 9.96/12.92/14.91 元，对应 PE 为 16x/12x/11x，维持“买入”评级。

### 4. 风险提示

客户拓展不及预期；AI 技术发展不及预期。



**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	559	1,693	2,922	4,121
交易性金融资产	0	200	450	700
应收款项	3,092	2,344	3,804	3,589
存货	15	20	25	30
其他流动资产	11	11	11	11
<b>流动资产合计</b>	<b>3,982</b>	<b>4,670</b>	<b>7,746</b>	<b>9,070</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	5	4	3	1
无形资产	30	45	60	60
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,325</b>	<b>1,604</b>	<b>1,617</b>	<b>1,616</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,307</b>	<b>6,274</b>	<b>9,363</b>	<b>10,686</b>
短期借款	380	546	736	933
应付款项	2,017	1,703	3,218	2,770
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	25	25	25	25
<b>流动负债合计</b>	<b>2,594</b>	<b>2,550</b>	<b>4,330</b>	<b>4,141</b>
长期借款	39	39	39	39
其他长期负债	78	78	78	78
<b>长期负债合计</b>	<b>116</b>	<b>116</b>	<b>116</b>	<b>116</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,710</b>	<b>2,666</b>	<b>4,446</b>	<b>4,258</b>
归属于母公司股东权益合计	2,578	3,588	4,898	6,410
少数股东权益	20	20	19	19
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,307</b>	<b>6,274</b>	<b>9,363</b>	<b>10,686</b>

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,653	7,709	10,030	12,061
营业成本	4,710	6,340	8,303	10,048
营业税金及附加	13	17	22	26
资产减值损失	-1	0	0	0
销售费用	257	324	381	434
管理费用	58	85	100	109
财务费用	15	0	0	0
公允价值变动净收益	273	200	250	250
投资净收益	-5	5	4	1
<b>营业利润</b>	<b>841</b>	<b>1,162</b>	<b>1,501</b>	<b>1,732</b>
营业外收支净额	-2	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>839</b>	<b>1,162</b>	<b>1,501</b>	<b>1,732</b>
所得税	103	151	191	220
净利润	736	1,010	1,309	1,512
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>736</b>	<b>1,010</b>	<b>1,310</b>	<b>1,512</b>
少数股东损益	0	0	0	-1

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>736</b>	<b>1,010</b>	<b>1,309</b>	<b>1,512</b>
资产减值准备	32	0	0	0
折旧及摊销	24	2	2	2
公允价值变动损失	-273	-200	-250	-250
财务费用	18	0	0	0
投资损失	5	-5	-4	-1
运营资本变动	-738	436	-7	-260
其他	40	0	0	0
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>-155</b>	<b>1,242</b>	<b>1,050</b>	<b>1,002</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-278</b>	<b>-275</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>131</b>	<b>166</b>	<b>190</b>	<b>197</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-139</b>	<b>1,054</b>	<b>817</b>	<b>783</b>

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)				
每股净资产 (元)	8.35	9.96	12.92	14.91
每股经营性现金流量	25.42	35.38	48.30	63.21
<b>成长性指标</b>	-1.53	12.25	10.35	9.88
营业收入增长率				
净利润增长率	58.3%	36.4%	30.1%	20.2%
<b>盈利能力指标</b>	45.8%	37.2%	29.6%	15.5%
毛利率				
净利润率	16.7%	17.8%	17.2%	16.7%
<b>运营效率指标</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.1%</b>	<b>13.1%</b>	<b>12.5%</b>
应收账款周转天数				
存货周转天数	144.31	126.62	110.00	110.00
<b>偿债能力指标</b>	<b>0.89</b>	<b>1.02</b>	<b>0.98</b>	<b>0.98</b>
资产负债率				
流动比率	51.1%	42.5%	47.5%	39.8%
速动比率	1.54	1.83	1.79	2.19
<b>费用率指标</b>	1.43	1.71	1.69	2.07
销售费用率				
管理费用率	4.5%	4.2%	3.8%	3.6%
财务费用率	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%
<b>分红指标</b>	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
分红比例				
股息收益率	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	10.66	16.12	12.44	10.77
P/B (倍)	3.50	4.54	3.33	2.54
P/S (倍)	1.60	2.11	1.62	1.35
净资产收益率	32.3%	28.2%	26.7%	23.6%

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

钱熠然: 伦敦政治经济学院发展研究硕士, 浙江大学文学&管理学本科, 现任东北证券传媒行业分析师。

张昊晨: 上海财经大学金融硕士, 上海财经大学数学与应用数学本科。现任东北证券传媒行业研究助理, 2022 年加入东北证券。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准:  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 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) 为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjisu

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

