

证券研究报告

公司研究

公司点评

三人行 (605168.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师
执业编号: S1500522010001
联系电话: 17317141123
邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

三人行(605168.SH): “中移链”技术、数字人民币结算方式保障平台合法性

2022年06月29日

本期内容提要:

事件: 三人行 6 月 24 日在投资者互动平台回答有关与北文中心合作的数字文化创意产品交易平台的问题表示:

(1) 公司与北文中心合作共同建立的数字文化创意产品交易平台使用由国家信息中心主导的 BSN-DDC 网络, 此区块链服务网络由国家信息中心、中国移动通信集团有限公司、中国银联股份有限公司联合共同发起, 保证了合法合规性。该网络基于中国移动信息技术中心的开放联盟链“中移链”为平台提供数字藏品服务;

(2) 平台以数字人民币钱包等法币作为交易支付体系, 成为推广数字人民币试点场景的全国首家数字藏品交易平台。公司与中国工商银行就数字人民币相关业务达成友好战略合作, 公司全资子公司北京橙色风暴数字技术有限公司作为平台建设和运营主体, 与中国工商银行北京分行签署了《数字人民币封闭试验合作框架协议》, 用户可开通工行数字钱包支付通道。以央行推广的数字人民币钱包作为交易结算方式, 可对全交易链的资金流和权属流溯源, 可有效防止洗钱风险, 维护金融安全, 从区块链技术、结算方式上均保证了平台的合法性, 切实保障交易平台未来顺利上线及安全运行。中国工商银行是公司重要客户, 公司多年来为工商银行提供数字整合营销等专业服务, 此次合作进一步增强了客户黏性。

点评:

➤ **交易平台使用的网络及底层区块链技术的三方构建平台均为国家重要机构及重要国企, 共同保障平台合法性。** 1) 国家信息中心是国家发展和改革委员会直属事业单位, 是国家级决策咨询机构和国家电子政务公共服务平台, 由其主导公司数字文化创意产品交易平台的服务网络 BSN-DDC 网络, 有效保障平台的合法性。2) 中国银联股份有限公司作为国务院同意及中国人民银行批准建立的公司, 一定程度上代表着国家金融监管的态度, 作为区块链服务网络的合作方之一, 进一步增强公司 NFT 平台的合法性。3) 中国移动作为三大运营商之一同样具有国企背景, 其搭建的“中移链”是中国移动自主研发的区块链服务平台, 提供底层网络+BaaS 平台的服务架构, 可帮助企业客户轻松创建、管理、运维区块链网络及应用。根据中国移动信息技术门户网站显示, 截至 2022 年 6 月 29 日, 中移链已在 12 个赛道覆盖近 40 个应用场景, 交易量近百亿。6 月 23 日举行的“中国移动科技周终端分论坛暨 5G 终端先行者产业联盟科技成果发布会”上, 中国移动终端公司正式发布 GSXR 互通标准, 带动产业链各方合作, 引导 XR 终端产品发展。中国移动终端公司副总经理汪恒江表示, 科技创新已成为国家战略的重要组成部分, 智能终端领域又是其中最为活跃的领域, 中国移动将继续依托“5G 终端先行者产业联盟”持续壮大终端领域的科技创新。

- **以数字人民币钱包等法币作为交易支付体系，有效防范金融风险。**数字人民币是中国人民银行发行的数字形式的法定货币，推出数字人民币可以强化货币监管，有利于央行对社会资金流动进行实时监管，有效防范系统性金融风险，有助于政府打击滥用货币的违法犯罪行为。该平台以央行推广的数字人民币钱包作为交易结算方式，可对全交易链的资金流和权属流溯源，有效防止洗钱风险，维护金融安全，同时也保障了平台未来的顺利上线及安全运营。
- **与中国工商银行战略合作数字人民币相关业务，客户黏性高、合作方向广。**公司长期服务于众多优质国企，包括三大运营商、四大银行等。这些核心客户在为公司每年带来稳定的广告预算的同时，还提供给公司更多合作方向，此次与中国工商银行（2013年起开始合作）战略合作的数字人民币业务即为重要示例。未来有望与客户在多方面展开合作，进一步加深重要客户的黏性（公司21年营收中，我们估计约11%来自中国移动，约2.6%来自中国工商银行）。
- **数字文化创意产品交易平台有望于近期落地，监管口径对文化数字内容相对积极。**2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》，提出8项重点任务，推动公共文化数字化建设。其中第7条提出加快文化产业数字化布局，鼓励各种艺术样式运用数字化手段创新表现形态、丰富数字内容。在文化数据采集、加工、交易、分发、呈现等领域，培育一批新型文化企业，引领文化产业数字化建设方向。公司与北京文化产权交易中心合作共同建立数字文化创意产品交易平台，积极响应了两办意见对文化数字化的倡导。公司和多地博物馆、人文景区等洽谈合作，基于博物馆实物藏品和历史文化景区IP打造数字文化藏品IP，共同挖掘传统文化载体的多重价值，平台有望于近期落地，同时期待未来二次交易功能的实现为平台注入活力。
- **业绩前瞻：**我们上调Q2收入增速至超40%（原来预期超30%），Q3起净利率回升将在下半年体现，全年盈利预测预期不变。

投资建议：三人行拥有多行业稳定头部客户，包括伊利、三大运营商、四大银行等头部国企，21年新开拓华润集团、一汽大众、东风本田、一汽丰田等多行业新客户，未来2-3年或有投资收益弹性。国家有关文化数字化的政策利好公司数字交易平台的发展，数字人民币作为交易结算方式更保障了平台的合法性，我们继续坚定推荐。三人行已被选为信达7月金股，我们维持前期盈利预测，预计22-24年归母净利润为7.44/10.29/13.22亿元，6月29日收盘价对应估值14x/10x/8x，维持前期目标价266.75元/股，考虑到公司受益于核心国企持续增加营销推广投入的趋势，以及数字文化创意产品交易、数字虚拟人等布局有望形成催化，维持“买入”评级。

风险因素：市场竞争加剧、经营性利率下降、行业政策变化、数字文化交易平台上线时间不确定及表现不及预期等风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,808	3,571	6,506	9,016	11,507
增长率 YoY %	72.1%	27.2%	82.2%	38.6%	27.6%
归母净利(百万元)	363	505	744	1,029	1,322
增长率 YoY%	87.4%	39.2%	47.2%	38.3%	28.5%
毛利率%	19.5%	21.2%	18.4%	17.6%	17.4%
净资产收益率ROE%	21.5%	25.2%	26.7%	27.0%	25.7%
EPS(摊薄)(元)	5.86	7.25	7.33	10.14	13.03
市盈率 P/E(倍)	30.95	23.31	14.09	10.18	7.93
市净率 P/B(倍)	7.48	5.87	3.76	2.75	2.04

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2022年06月29日收盘价

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,283	2,436	3,899	5,706	7,783
货币资金	1,104	780	1,211	1,870	2,862
应收票据	0	4	4	7	9
应收账款	925	1,450	2,326	3,327	4,273
预付账款	40	116	160	236	312
存货	8	8	21	26	33
其他	206	78	176	241	293
非流动资产	150	773	774	774	774
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合)	3	4	4	4	3
无形资产	1	2	2	3	3
其他	145	768	768	768	768
资产总计	2,433	3,210	4,673	6,480	8,557
流动负债	742	1,188	1,876	2,655	3,410
短期借款	20	100	20	20	20
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	620	923	1,565	2,246	2,890
其他	102	166	290	388	500
非流动负债	0	14	14	14	14
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	14	14	14	14
负债合计	743	1,202	1,890	2,669	3,424
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东	1,690	2,007	2,782	3,811	5,133
负债和股东权益	2,433	3,210	4,673	6,480	8,557

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,808	3,571	6,506	9,016	11,507
同比(%)	72.1%	27.2%	82.2%	38.6%	27.6%
归属母公司净利	363	505	744	1,029	1,322
同比(%)	87.4%	39.2%	47.2%	38.3%	28.5%
毛利率(%)	19.5%	21.2%	18.4%	17.6%	17.4%
ROE%	21.5%	25.2%	26.7%	27.0%	25.7%
EPS(摊薄)(元)	5.86	7.25	7.33	10.14	13.03
P/E	30.95	23.31	14.09	10.18	7.93
P/B	7.48	5.87	3.76	2.75	2.04
EV/EBITDA	27.77	19.99	11.80	7.89	5.43

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,808	3,571	6,506	9,016	11,507
营业成本	2,260	2,816	5,309	7,429	9,505
营业税金及附加	6	7	15	20	25
销售费用	111	148	254	329	412
管理费用	37	63	92	94	98
研发费用	8	31	48	48	58
财务费用	-4	-6	-5	0	0
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	4	5	0	0	0
其他	29	65	68	93	118
营业利润	422	581	861	1,188	1,526
营业外收支	-1	-2	0	0	0
利润总额	421	580	861	1,188	1,526
所得税	59	75	117	159	204
净利润	363	505	744	1,029	1,322
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利	363	505	744	1,029	1,322
EBITDA	416	556	789	1,096	1,409
EPS(当年)(元)	5.86	7.25	7.33	10.14	13.03

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	116	295	480	659	993
净利润	363	505	744	1,029	1,322
折旧摊销	4	21	1	1	1
财务费用	1	3	0	0	0
投资损失		-4	-5	0	0
营运资金变动	-250	-204	-264	-370	-329
其它	2	-24	0	0	0
投资活动现金流	-226	-473	-1	-1	-1
资本支出	-26	-153	-1	-1	-1
长期投资	-205	-326	0	0	0
其他	4	6	0	0	0
筹资活动现金流	890	-155	-48	0	0
吸收投资	1,052	0	32	0	0
借款	30	102	-80	0	0
支付利息或股息	-105	-210	0	0	0
现金流净增加额	780	-333	431	659	992

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice金牌分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。