

# 三人行(605168.SH): 与科大讯飞战略合作, AI+营销领域重点推荐

2023年3月28日

事件: 3月27日三人行最新公告, 公司与科大讯飞最新签订关于“大数据及AI技术在数字营销领域”的战略合作协议。

点评:

➤ 合作内容包括:

- **1、通过 AI 赋能, 共同提升智慧营销能力。** (1) 双方将共同合作, 探索利用三人行营销方法论和特有的客户行业经验, 结合讯飞领先的 AI 算法赋能, 为客户营销提效、创造更多价值, 三人行在现有客户群体中, 为讯飞的媒体资源争取更多营销预算投放规模, 提升双方的盈利能力。 (2) 近年来, 科大讯飞积极探索并持续布局智慧虚拟数字人核心技术, 用于品牌代言、创意品牌 Campaign、直播带货和“千人千面”客服沟通等多个营销应用领域; 三人行可根据自有客户的品牌特点, 打造虚拟数字人的基础人设和形象设计, 基于讯飞智慧虚拟数字人解决方案, 实现虚拟数字人的客户场景化应用落地。
- **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。** 在科大讯飞下一代人工智能的技术储备基础上, 结合三人行专业的全链条营销数据进行训练, 充分利用三人行营销方法论和市场推广能力, 与科大讯飞行业领先的人工智能技术相融合, 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, 为中小广告主提供 SaaS 服务, 智能为客户生成品牌战略、媒介策略、海报、文案、以及用于电商直播的虚拟人资源, 同时, 对接媒体采买及投放平台实现智能广告投放。双方可根据届时市场拓展情况, 共同确定收益分成比例。
- 公司与科大讯飞建立战略合作, 在智能营销领域实施强强联合, 充分运用科大讯飞在人工智能 (AI)、智能语音交互、自然语言处理、大数据、AI 营销和程序化广告等方面的技术和产品优势, 以及三人行在客户资源、专业数字营销经验、创意传播服务等方面的资源优势, 通过 AI 赋能, 共同提升智慧营销能力及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, 有利于公司进一步强化营销能力、拓展营销边界, 优化公司商业模式。
- **投资建议: 重点推荐【AI+营销】核心标的【三人行】。** 公司稳定拥有多个行业头部客户, 包括伊利、三大运营商、四大银行等头部国企, 加之 22 年下半年开发一汽奥迪等核心汽车新客户。展望 2023 年, 公司营销主业有望保持高增态势, 我们预计 22-24 年归母净利润为 7.31/10.07/13.06 亿元, 对应 23 年当前估值 15x。公司 23Q1 业绩预计表现亮眼, 科大讯飞大模型有望在 5 月推出, 公司依靠科大讯飞人工智能实力有望在营销 AI 产品领域再上一个台阶, 坚定推荐。
- **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	5,646	9,015	11,507
增长率 YoY%	72.1%	27.2%	58.1%	59.7%	27.6%
归母净利(百万元)	363	505	731	1,007	1,306
增长率 YoY%	87.4%	39.2%	44.7%	37.8%	29.6%
毛利率%	19.5%	21.2%	17.1%	16.6%	17.0%
净资产收益率 ROE%	21.5%	25.2%	28.4%	30.8%	31.7%
EPS(摊薄)(元)	3.58	4.98	7.21	9.93	12.88
市盈率 P/E(倍)	42.96	30.87	21.33	15.47	11.94
市净率 P/B(倍)	9.22	7.77	6.06	4.77	3.78

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 3 月 28 日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>2,283</b>	<b>2,436</b>	<b>3,966</b>	<b>5,657</b>	<b>7,050</b>	
货币资金	1,104	780	1,897	2,797	3,167	
应收票据	0	4	3	11	9	
应收账款	925	1,450	1,703	2,338	3,193	
预付账款	40	116	141	239	314	
存货	8	8	29	24	44	
其他	206	78	193	249	325	
<b>非流动资产</b>	<b>150</b>	<b>773</b>	<b>771</b>	<b>768</b>	<b>764</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	3	4	5	4	4	
无形资产	1	2	2	1	1	
其他	145	768	765	762	758	
<b>资产总计</b>	<b>2,433</b>	<b>3,210</b>	<b>4,737</b>	<b>6,425</b>	<b>7,814</b>	
<b>流动负债</b>	<b>742</b>	<b>1,188</b>	<b>2,153</b>	<b>3,140</b>	<b>3,677</b>	
短期借款	20	100	20	20	20	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	620	923	1,877	2,730	3,156	
其他	102	166	256	390	501	
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	0	14	14	14	14	
<b>负债合计</b>	<b>743</b>	<b>1,202</b>	<b>2,167</b>	<b>3,154</b>	<b>3,691</b>	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	1,690	2,007	2,570	3,271	4,123	
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,433</b>	<b>3,210</b>	<b>4,737</b>	<b>6,425</b>	<b>7,814</b>	

重要财务指标		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	2,808	3,571	5,646	9,015	11,507	
同比(%)	72.1%	27.2%	58.1%	59.7%	27.6%	
归属母公司净利润	363	505	731	1,007	1,306	
同比(%)	87.4%	39.2%	44.7%	37.8%	29.6%	
毛利率(%)	19.5%	21.2%	17.1%	16.6%	17.0%	
ROE(%)	21.5%	25.2%	28.4%	30.8%	31.7%	
EPS(摊薄)(元)	3.58	4.98	7.21	9.93	12.88	
P/E	42.96	30.87	21.33	15.47	11.94	
P/B	9.22	7.77	6.06	4.77	3.78	
EV/EBITDA	27.77	19.99	19.75	12.47	9.20	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	<b>2,808</b>	<b>3,571</b>	<b>5,646</b>	<b>9,015</b>	<b>11,507</b>	
营业成本	2,260	2,816	4,683	7,514	9,546	
营业税金及附加	6	7	19	36	37	
销售费用	111	148	202	329	458	
管理费用	37	63	68	130	155	
研发费用	8	31	43	75	82	
财务费用	-4	-6	-12	-32	-46	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	4	5	143	99	115	
其他	29	65	59	93	118	
<b>营业利润</b>	<b>422</b>	<b>581</b>	<b>846</b>	<b>1,154</b>	<b>1,508</b>	
营业外收支	-1	-2	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>421</b>	<b>580</b>	<b>846</b>	<b>1,154</b>	<b>1,508</b>	
所得税	59	75	115	147	202	
<b>净利润</b>	<b>363</b>	<b>505</b>	<b>731</b>	<b>1,007</b>	<b>1,306</b>	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>363</b>	<b>505</b>	<b>731</b>	<b>1,007</b>	<b>1,306</b>	
EBITDA	416	556	695	1,029	1,354	
EPS(当年, 元)	5.86	7.25	7.21	9.93	12.88	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>116</b>	<b>295</b>	<b>1,229</b>	<b>1,111</b>	<b>712</b>	
净利润	363	505	731	1,007	1,306	
折旧摊销	4	21	5	6	7	
财务费用	1	3	4	1	1	
投资损失	-4	-5	-143	-99	-115	
营运资金变动	-250	-204	633	195	-487	
其它	2	-24	0	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-226</b>	<b>-473</b>	<b>140</b>	<b>97</b>	<b>113</b>	
资本支出	-26	-153	-3	-2	-3	
长期投资	-205	-326	0	0	0	
其他	4	6	143	99	115	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>890</b>	<b>-155</b>	<b>-252</b>	<b>-308</b>	<b>-455</b>	
吸收投资	1,052	0	41	0	0	
借款	30	102	-80	0	0	
支付利息或股息	-105	-210	-213	-308	-455	
<b>现金净增加额</b>	<b>780</b>	<b>-333</b>	<b>1,118</b>	<b>900</b>	<b>370</b>	

## 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。

**凤超**，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有5年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

**刘旺**，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

**李依韩**，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

**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	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@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	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	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。