

证券研究报告

公司研究

点评报告

三人行 (605168. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

王建会 传媒行业分析师  
执业编号: S1500519120001  
联系电话: (010) 83326755  
邮箱: wangjianhui@cindasc.com

王婷 研究助理  
联系电话: (010) 83326755  
邮箱: wangting@cindasc.com

相关研究

《三人行深度报告: 乘数字营销之风, 高 ROE 驱动业绩快速增长》  
2020. 6

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

## 拓客驱动业绩高增长, 盈利能力持续提升

2021年4月19日

**事件:** 公司公布 2020 年年报, 2020 年实现收入 28.1 亿元, yoy+72%, 实现归母净利润 3.6 亿元, yoy+87.4%, eps 为 5.86 元/股, yoy+56.7%。单季度来看, 20Q4 实现收入 9.7 亿元, yoy+84%, qoq+40.6%, 实现归母净利润 1.8 亿元, yoy+61.9%, qoq+125%。

**点评:**

- **2020 全年业绩快速增长主要系新老客户同时发力。**公司发布 2020 年年报, 2020 年实现收入 28.1 亿元, yoy+72%, 实现归母净利润 3.6 亿元, yoy+87.4%。业绩的快速增长来源大客户大营销战略, 2020 年公司大力开拓数字营销业务, 客户通过公司在字节跳动、腾讯、新浪微博、爱奇艺等互联网媒体的投放金额大幅提升。此外, 在深耕已有大客户份额基础上, 新增一汽大众、一汽奔腾等汽车行业客户以及快手等互联网行业客户, 带来增量业绩。2020 年营业成本 22.6 亿元, 毛利率较 2019 年同期下降 3.1pct 至 19.5%。销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 4%、1.3%、0.3%, 由于对费用端的严格控制, 2020 年净利率较 2019 年同期提升 1pct 至 12.9%。由此, 2020 年公司实现归母净利润 3.6 亿元, 同比增长 87.4%。
- **盈利质量进一步提升, 持续验证公司大客户大营销战略的优越性。**公司 2020 年全年实现收入 28.1 亿元, 同比增长 72%, 归母净利润 3.6 亿元, 同比增长 87.4%。利润增速高于营收增速主要系: 1) 公司有息负债较去年同期大幅度下降; 2) 加强内部管理, 管理费用率和销售费用率较去年同期有所下降。2020 年公司升级了数字营销综合智能管理系统, 提升了数字营销业务的作业效率和经营管理效益, 净利率大幅提升。此外, 5G 时代核心客户运营商为公司带来增量机会, 运营商资本开支从 2019 年开始进入上升轨道, 2020 年是 5G 建设和铺设较为重要的一年, 我们预计运营商的支出预算包括营销预算将较往年有所提升, 与三大运营商有密切合作的营销公司将受益于这部分增量业务。
- **核心高管股权激励方案彰显经营信心, 看好业绩释放。**此前公司发布对两位核心高管的股权激励方案, 将股东利益、公司利益与核心团队个人利益绑定, 并且设立业绩对赌目标: 2020-2022 年净利润分别不低于 3.5/5/7 亿元, 2020 年实现归母净利润 3.6 亿元, 超额完成业绩目标, 我们预计 2021-2022 年增速均在 40%以上, 未来 3 年经营业绩规模有望快速释放, 我们看好公司的业绩确定性和管理层优秀的经营能力。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司新客拓展进度超出此前预期, 我们上调盈利预测, 预计公司 2021-2023 年营业收入为 47.7 亿元、71.6 亿元、100.2 亿元, 同比增加 70%、50%、40%, 归母净利润分别为 5.2 亿元、7.9 亿元、11 亿元, 同比增加 44%、50%、40%, 摊薄 EPS 分别为每股 7.51 元、11.26 元、15.77 元, 对应 2021 年 4 月 15 日收盘价 (每股 145.41 元) 动态 PE 分别为 19 倍、13 倍、9 倍, 维持“买入”

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

评级。

- **风险因素：** 经济形势严峻的风险；新客拓展不达预期的风险；核心客户业绩规模不达预期的风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,631	2,808	4,773	7,160	10,024
增长率 YoY %	48.4%	72.1%	70.0%	50.0%	40.0%
归属母公司净利润 (百万元)	194	363	523	785	1,099
增长率 YoY%	56.1%	87.4%	44.2%	50.0%	40.0%
毛利率%	22.4%	19.5%	18.0%	18.0%	18.0%
净资产收益率ROE%	51.4%	21.5%	23.6%	26.2%	26.8%
EPS(摊薄)(元)	2.78	5.21	7.51	11.26	15.77
市盈率 P/E(倍)	0.00	34.83	19.37	12.91	9.22
市净率 P/B(倍)	0.00	7.48	4.58	3.38	2.47

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年4月15日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	835	2,283	3,436	4,767	6,667	
货币资金	322	1,104	1,625	2,167	3,000	
应收票据	1	0	1	1	1	
应收账款	437	925	1,456	2,154	3,126	
预付账款	28	40	82	119	161	
存货	10	8	18	31	36	
其他	37	206	255	295	343	
<b>非流动资产</b>	15	150	150	150	149	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	3	3	3	3	2	
无形资产	1	1	1	1	1	
其他	11	145	145	145	145	
<b>资产总计</b>	850	2,433	3,586	4,917	6,816	
<b>流动负债</b>	459	742	1,373	1,919	2,720	
短期借款	67	20	20	20	20	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	301	620	1,076	1,540	2,223	
其他	91	102	277	359	476	
<b>非流动负债</b>	14	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	14	0	0	0	0	
<b>负债合计</b>	473	743	1,373	1,919	2,720	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	376	1,690	2,213	2,998	4,096	
<b>负债和股东权益</b>	850	2,433	3,586	4,917	6,816	

#### 重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,631	2,808	4,773	7,160	10,024
同比	48.4%	72.1%	70.0%	50.0%	40.0%
归属母公司净利润	194	363	523	785	1,099
同比	56.1%	87.4%	44.2%	50.0%	40.0%
毛利率(%)	22.4%	19.5%	18.0%	18.0%	18.0%
ROE%	51.4%	21.5%	23.6%	26.2%	26.8%
EPS(摊薄)(元)	2.78	5.21	7.51	11.26	15.77
P/E	0.00	34.83	19.37	12.91	9.22
P/B	0.00	7.48	4.58	3.38	2.47
EV/EBITDA	-1.16	29.64	15.43	9.64	6.17

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	1,631	2,808	4,773	7,160	10,024	
营业成本	1,267	2,260	3,914	5,871	8,219	
营业税金及附加	6	6	11	16	22	
销售费用	107	111	215	322	451	
管理费用	33	37	72	107	150	
研发费用	2	8	10	14	20	
财务费用	3	-4	0	0	0	
减值损失合	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	4	7	11	15	
其他	15	29	48	72	100	
<b>营业利润</b>	229	422	608	911	1,276	
营业外收支	0	-1	0	0	0	
<b>利润总额</b>	228	421	608	911	1,276	
所得税	35	59	85	127	177	
<b>净利润</b>	194	363	523	785	1,099	
少数股东损	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司</b>	194	363	523	785	1,099	
EBITDA	220	390	553	829	1,159	
EPS(当	2.78	5.21	7.51	11.26	15.77	

#### 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	141	116	514	531	815
净利润	194	363	523	785	1,099
折旧摊销	3	4	0	0	-2
财务费用	3	1	0	0	0
投资损失	0	-4	-7	-11	-15
营运资金变	-61	-250	-2	-243	-266
其它	2	2	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-3	-226	7	11	18
资本支出	-3	-26	0	0	3
长期投资	0	-205	0	0	0
其他	0	4	7	11	15
<b>筹资活动现金流</b>	-53	890	0	0	0
吸收投资	0	1,052	0	0	0
借款	18	-47	0	0	0
支付利息或股息	-80	-105	0	0	0
<b>现金流净增加额</b>	84	780	521	542	834

## 研究团队简介

**王建会**，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

**王婷**，南京大学经济学硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

**王晓羽**，上海财经大学金融硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖游戏与海外互联网。

**李盈睿**，西南财经大学财务管理硕士，2020年加入信达证券研发中心，主要覆盖影视、出版板块。

## 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	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 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。