

# 三人行 (605168)

证券研究报告

2021年07月19日

## 老客稳增，新客发力，线下修复，下半年可期

事件：三人行于7月17日披露21年中报预告，预计21H1实现归母净利润1.6~1.7亿元，同增53%-66%。经我们拆分，21Q2单季度净利润对应1.0-1.2亿元，同比增长67%-88%，环比增长95%-120%，符合预期。

公司仍保有原有核心国企等大客户优势，并随着原有客户的预算多渠道扩张而扩张，逐步向头部互联网整合营销商发展，并且积极扩张各行业新的头部客户。公告指业绩增长主要系：1)原有电信运营商、金融、消费等行业客户增加在Bilibili、快手等新兴流量聚合媒体及央视、户外等传统媒体上预算的投放；2)新增客户方面，公司新增华润集团下怡宝、雪花、喜力等快消品客户，并为雪花、喜力等客户进行欧洲杯专题投放，我们预计奥运及冬奥也将为公司下半年及明年带来专题广告增量；医美行业巨子生物等新消费品客户；国家体育总局体育彩票管理中心，公司为客户提供彩票票面创意设计互联网音频等媒体投放；邮储银行等金融行业头部优质客户，进一步完善公司在国内大型银行、保险机构客户的业务布局。

我们6月29日首次覆盖报告指出在营收端，公司头部客户为大消费品牌及运营商，且公司逐步向互联网营销服务商发展，业绩稳健增长且具备持续性。公司保留原有核心国企等大客户优势，逐步向头部互联网整合营销商发展。2021年根据公司的中标情况，公司将继续为伊利、中国移动、中国电信、中国联通、中国一汽、京东、国有大型银行中国工商银行、中国农业银行、中国建设银行、中国银行、光大银行、华夏银行、中信银行、北京银行、中国人保、中国人寿等客户提供服务。在费用率及净利方面，根据公司坚持在品牌广告主为主，品效结合的策略，今年上半年结合疫情对服务业影响减退，线下场景活动服务业务和校园营销服务业务恢复迅速，利润端同比增幅明显。

报告期内公司发布控股股东及核心高管增持计划，叠加2020年发布的核心股权激励，看好公司长期发展。2021年4月公司发布控股股东及核心高管增持计划，计划在6个月内增持0.4-1.1亿元。截止7月1日，全体增持主体累计增持金额为0.5亿元，已超过增持计划的下限。

投资建议：综上，公司上半年业绩预告符合预期，我们继续看好公司全年业绩表现，原有核心国企大客优势及新开拓客户的能力，我们维持前期盈利预测，广告主-收入假设下，预计2021-2023年净利润分别是5.17/7.41/9.33亿元，对应估值19x/13x/10x，根据可比公司给予22年20x P/E目标估值，目标价为212.8元/股，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不景气；广告主流失；业绩预告是初步测算结果，具体财务数据以公司披露公告为准

### 投资评级

行业	传媒/营销传播
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	140元
目标价格	212.8元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	69.68
流通A股股本(百万股)	30.33
A股总市值(百万元)	9,754.89
流通A股市值(百万元)	4,245.69
每股净资产(元)	25.10
资产负债率(%)	25.92
一年内最高/最低(元)	290.07/110.21

### 作者

冯翠婷 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090001  
fengcuiting@tfzq.com

文浩 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《三人行-首次覆盖报告:具备核心大客优势，扎根品牌广告利基市场》  
2021-06-29

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,631.43	2,807.75	4,594.96	6,569.86	8,965.41
增长率(%)	48.38	72.10	63.65	42.98	36.46
EBITDA(百万元)	220.02	402.08	594.05	853.72	1,078.09
净利润(百万元)	193.62	362.82	516.63	741.07	933.26
增长率(%)	56.11	87.39	42.39	43.44	25.93
EPS(元/股)	2.78	5.21	7.41	10.64	13.39
市盈率(P/E)	50.38	26.89	18.88	13.16	10.45
市净率(P/B)	25.92	5.77	5.11	4.39	3.73
市销率(P/S)	5.98	3.47	2.12	1.48	1.09
EV/EBITDA	0.00	28.16	14.04	9.66	7.45

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	322.03	1,103.70	1,246.01	1,332.24	1,793.08	营业收入	1,631.43	2,807.75	4,594.96	6,569.86	8,965.41
应收票据及应收账款	437.72	925.48	1,305.44	1,884.32	2,468.51	营业成本	1,266.69	2,260.48	3,745.29	5,486.40	7,621.38
预付账款	27.99	39.82	72.53	92.06	136.58	营业税金及附加	5.60	6.04	9.89	14.14	19.30
存货	9.82	7.80	21.40	21.38	38.05	营业费用	106.89	111.13	136.23	168.82	196.45
其他	37.08	205.97	186.50	207.06	271.80	管理费用	33.33	36.85	39.97	44.61	48.77
<b>流动资产合计</b>	<b>834.64</b>	<b>2,282.78</b>	<b>2,831.87</b>	<b>3,537.05</b>	<b>4,708.03</b>	研发费用	2.29	7.54	10.16	12.79	15.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	3.35	(3.56)	(7.58)	(8.61)	(7.40)
固定资产	2.96	3.22	3.08	2.93	2.78	资产减值损失	0.00	(0.31)	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	2.68	(60.00)	10.00	13.33
无形资产	0.87	1.34	0.86	0.38	0.00	投资净收益	0.00	4.27	0.00	0.00	0.00
其他	11.07	145.37	143.27	142.32	142.32	其他	(15.45)	(39.59)	120.00	(20.00)	(26.67)
<b>非流动资产合计</b>	<b>14.90</b>	<b>149.93</b>	<b>147.21</b>	<b>145.63</b>	<b>145.10</b>	<b>营业利润</b>	<b>228.73</b>	<b>422.22</b>	<b>601.00</b>	<b>861.71</b>	<b>1,084.96</b>
<b>资产总计</b>	<b>849.54</b>	<b>2,432.71</b>	<b>2,979.08</b>	<b>3,682.68</b>	<b>4,853.12</b>	营业外收入	0.16	0.00	0.00	0.00	0.01
短期借款	67.00	20.00	0.00	0.00	261.13	营业外支出	0.51	0.76	0.76	0.76	0.76
应付票据及应付账款	300.81	620.02	905.66	1,329.27	1,775.36	<b>利润总额</b>	<b>228.38</b>	<b>421.46</b>	<b>600.24</b>	<b>860.96</b>	<b>1,084.20</b>
其他	91.34	102.36	164.10	129.97	197.62	所得税	34.76	58.64	83.61	119.89	150.95
<b>流动负债合计</b>	<b>459.15</b>	<b>742.38</b>	<b>1,069.76</b>	<b>1,459.25</b>	<b>2,234.11</b>	<b>净利润</b>	<b>193.62</b>	<b>362.82</b>	<b>516.63</b>	<b>741.07</b>	<b>933.26</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>193.62</b>	<b>362.82</b>	<b>516.63</b>	<b>741.07</b>	<b>933.26</b>
其他	14.00	0.40	0.40	0.40	0.40	每股收益(元)	2.78	5.21	7.41	10.64	13.39
<b>非流动负债合计</b>	<b>14.00</b>	<b>0.40</b>	<b>0.40</b>	<b>0.40</b>	<b>0.40</b>						
<b>负债合计</b>	<b>473.15</b>	<b>742.78</b>	<b>1,070.17</b>	<b>1,459.65</b>	<b>2,234.51</b>	主要财务比率					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	51.80	69.68	69.68	69.68	69.68	<b>成长能力</b>					
资本公积	18.68	1,055.11	1,055.11	1,055.11	1,055.11	营业收入	48.38%	72.10%	63.65%	42.98%	36.46%
留存收益	324.60	1,620.25	1,839.24	2,153.35	2,548.94	营业利润	54.57%	84.59%	42.34%	43.38%	25.91%
其他	(18.68)	(1,055.11)	(1,055.11)	(1,055.11)	(1,055.11)	归属于母公司净利润	56.11%	87.39%	42.39%	43.44%	25.93%
<b>股东权益合计</b>	<b>376.40</b>	<b>1,689.93</b>	<b>1,908.91</b>	<b>2,223.03</b>	<b>2,618.61</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>849.54</b>	<b>2,432.71</b>	<b>2,979.08</b>	<b>3,682.68</b>	<b>4,853.12</b>	毛利率	22.36%	19.49%	18.49%	16.49%	14.99%
						净利率	11.87%	12.92%	11.24%	11.28%	10.41%
						ROE	51.44%	21.47%	27.06%	33.34%	35.64%
						ROIC	359.66%	326.77%	136.25%	148.75%	130.18%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	55.69%	30.53%	35.92%	39.64%	46.04%
						净负债率	-67.76%	-63.89%	-65.06%	-59.75%	-58.35%
						流动比率	1.82	3.07	2.65	2.42	2.11
						速动比率	1.80	3.06	2.63	2.41	2.09
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	4.15	4.12	4.12	4.12	4.12
						存货周转率	279.74	318.57	314.66	307.13	301.71
						总资产周转率	2.17	1.71	1.70	1.97	2.10
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	2.78	5.21	7.41	10.64	13.39
						每股经营现金流	2.02	1.66	4.77	7.53	10.86
						每股净资产	5.40	24.25	27.40	31.90	37.58
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	50.38	26.89	18.88	13.16	10.45
						市净率	25.92	5.77	5.11	4.39	3.73
						EV/EBITDA	0.00	28.16	14.04	9.66	7.45
						EV/EBIT	0.00	28.27	14.05	9.66	7.45

  

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	193.62	362.82	516.63	741.07	933.26
折旧摊销	3.18	4.15	0.63	0.63	0.53
财务费用	2.69	1.04	(7.58)	(8.61)	(7.40)
投资损失	0.00	(4.27)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(33.12)	(428.30)	(117.30)	(218.52)	(183.06)
其它	(25.87)	180.40	(60.00)	10.00	13.33
<b>经营活动现金流</b>	<b>140.50</b>	<b>115.85</b>	<b>332.37</b>	<b>524.57</b>	<b>756.66</b>
资本支出	(7.37)	15.90	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.19	(242.35)	120.00	(20.00)	(26.67)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3.18)</b>	<b>(226.45)</b>	<b>120.00</b>	<b>(20.00)</b>	<b>(26.67)</b>
债权融资	67.00	24.00	4.00	4.00	265.13
股权融资	(3.35)	1,057.87	7.58	8.61	7.40
其他	(116.61)	(191.41)	(321.64)	(430.95)	(541.68)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(52.95)</b>	<b>890.45</b>	<b>(310.07)</b>	<b>(418.34)</b>	<b>(269.15)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>84.37</b>	<b>779.85</b>	<b>142.31</b>	<b>86.23</b>	<b>460.85</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com