

三人行 (605168)

证券研究报告

2021年08月18日

存量及新增用户驱动营收增长，盈利能力大幅提升

事件：三人行于8月17日晚披露中报业绩，2021H1实现营收14.03亿元，同比增长22.09%。归母净利1.67亿元，同比增长62.47%，处于预告中线偏上的位置（预告区间1.6~1.7亿元），符合预期。扣非归母1.42亿元，同比增长38.60%。剔除股份支付影响后，2021H1归母净利1.52亿元，同比增长48.06%。经拆分，Q2实现营收8.40亿元，同比增长19.21%，归母净利1.14亿元，同比增长82.51%，扣非归母8939.39万元，同比增长43.39%。业绩增长主要因为公司积极拓展头部客户及存量客户投放增长。

公司增量用户与存量用户共同驱动营收增长。增量用户方面，公司在上半年展现出强力获客优势，新增如华润集团旗下包括怡宝、雪花、喜力等快消品客户及医美头部企业巨子生物，国家体育总局体育彩票管理中心，储蓄银行等金融客户等。存量用户方面，公司在报告期内继续深挖包括电信运营商、金融等行业客户的价值，原有客户投放金额提升。上半年热点营销事件包括欧洲杯、电商618等。此外，公司还加快在境外市场的布局来满足现有包括国有大型银行、运营商等头部客户在境外进行品牌拓展的需求。

公司盈利能力大幅提升，毛利率净利率均有所改善。21Q2公司毛利率和净利率分别为19.7%、13.54%，对应同比增长分别为4.64pct/4.7pct，环比增长2.4pct/4.1pct。我们认为主要与去年同期疫情影响线下的高毛利率的场景服务业务，21H1业务回暖、占比回升有关。

费用方面主要系人员规模增加及股权支付费用增加。21H1销售费用6492.72万元，同比增长39.29%，销售费用率4.63%，同比增加0.57pct，主要系公司人员规模增加相应费用增加所致。管理费用2891.96万元，同比增长84.53%，管理费用率2.06%，同比增加0.70pct，主要系计提股份支付费用1143万元所致。研发费用1307.87万元，同比增长1407.29%，研发费用率0.93%，同比增加0.86pct，主要系利息收入同比增加以及贷款贴息抵减利息支出所致。财务费用-419.50万元，同比下降466.81%，财务费用率-0.30%，同比下降0.40pct。

投资建议：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。受益于广告主行业景气度和广告投放的规模效应，公司主营业务的数字营销业务将持续向好。广告主收入假设下，我们预计2021-2023年净利润分别是5.17/7.41/9.33亿元，对应估值18x/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：宏观经济变化对广告投放影响，国内疫情不确定性，广告主投放意愿不确定性。

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	135.55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)	9,444.83
流通A股市值(百万元)	4,110.74
每股净资产(元)	23.81
资产负债率(%)	29.11
一年内最高/最低(元)	264.98/110.21

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：

相关报告

- 《三人行-公司点评:老客稳增，新客发力，线下修复，下半年可期》
2021-07-19
- 《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

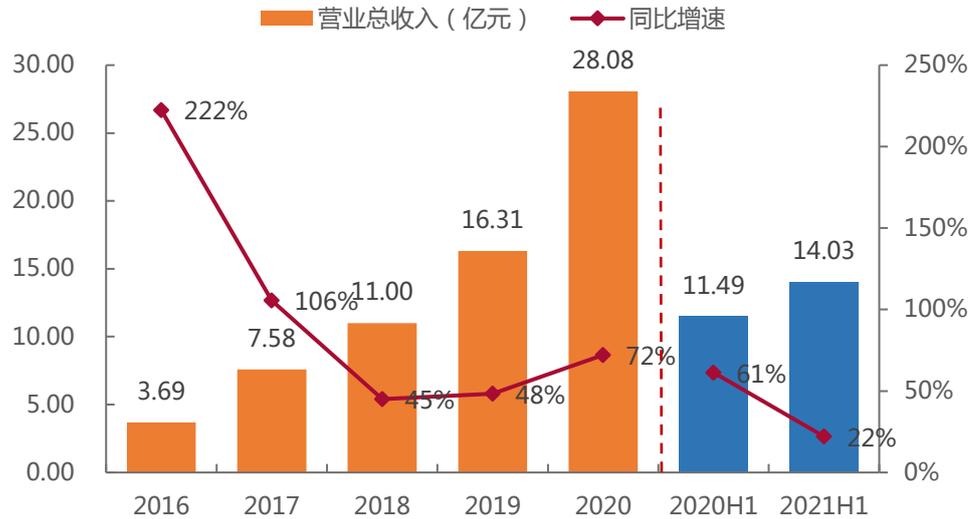
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,631.43	2,807.75	4,594.96	6,569.86	8,965.41
增长率(%)	48.38	72.10	63.65	42.98	36.46
EBITDA(百万元)	220.02	402.08	594.05	853.72	1,078.09
净利润(百万元)	193.62	362.82	516.63	741.07	933.26
增长率(%)	56.11	87.39	42.39	43.44	25.93
EPS(元/股)	2.78	5.21	7.41	10.64	13.39
市盈率(P/E)	48.78	26.03	18.28	12.74	10.12
市净率(P/B)	25.09	5.59	4.95	4.25	3.61
市销率(P/S)	5.79	3.36	2.06	1.44	1.05
EV/EBITDA	0.00	28.16	13.52	9.29	7.16

资料来源：天风证券研究所

1. 财报解读

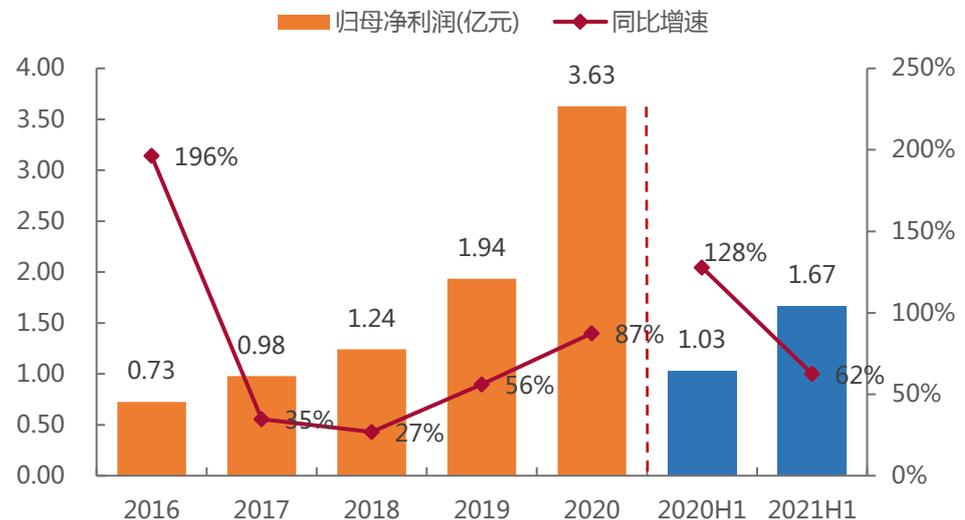
三人行 2021 年上半年实现营收 14.03 亿元，同比增长 22.09%，归母净利润 1.67 亿元，同比增长 62.47%，扣非归母 1.42 亿元，同比增长 38.60%。营业收入变动主要系公司积极拓展新的头部客户，新增华润集团旗下怡宝、雪花、喜力等快速消费品客户，原有大客户的投放金额提升。

图 1：三人行 2016-2020 年、2020H1 和 2021H1 营业总收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

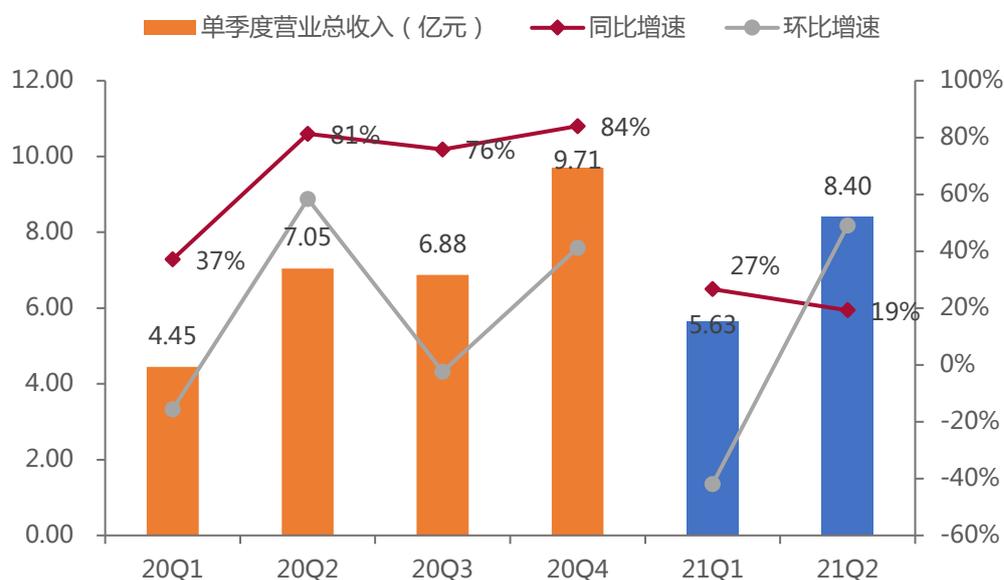
图 2：三人行 2016-2020 年、2020H1 和 2021H1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

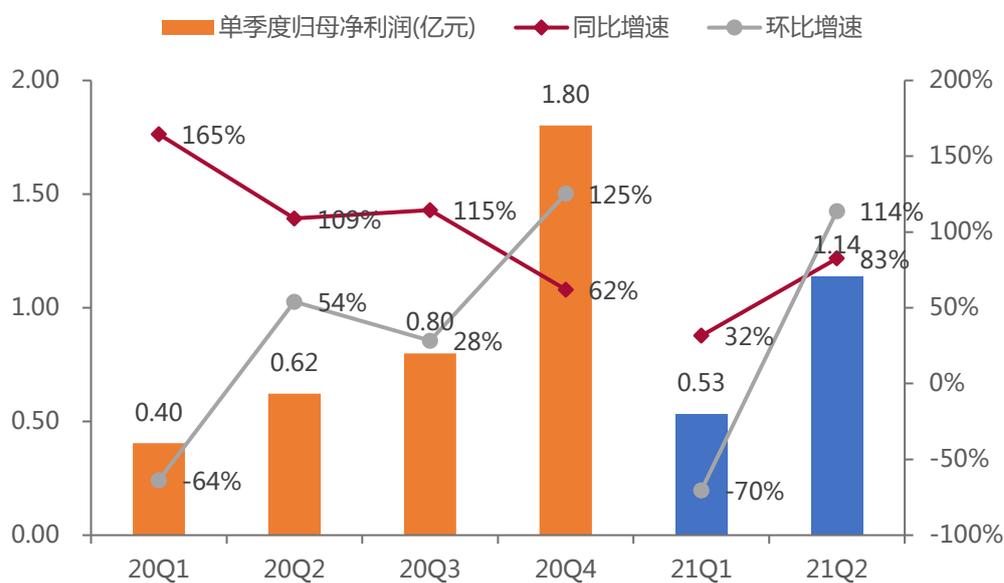
分季度来看，Q2 实现营收 8.40 亿元，同比增长 19.21%，归母净利润 1.14 亿元，同比增长 82.51%，扣非归母 8939.39 万元，同比增长 43.39%。

图 3：三人行 18Q3-21Q2 营业总收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

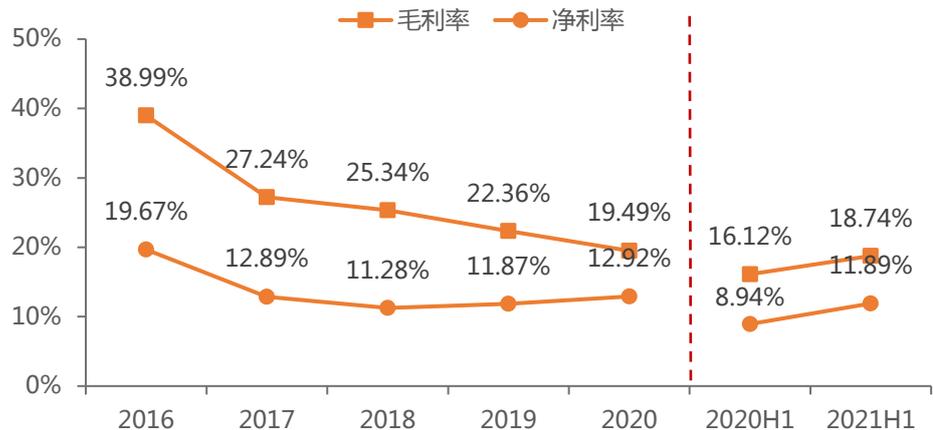
图 4：三人行 18Q3-21Q2 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

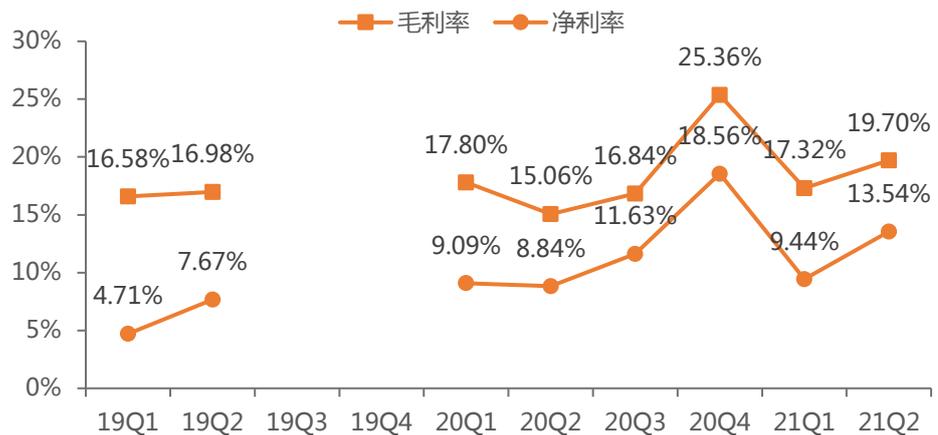
公司盈利能力大幅提升，毛利率净利率均有所改善。21Q2 公司毛利率和净利率分别为 19.7%、13.54%，对应同比增长分别为 4.64pct/4.7pct，环比增长 2.4pct/4.1pct。我们认为主要与去年同期疫情影响线下的高毛利率的场景服务业务，21H1 业务回暖、占比回升有关。

图 5：三人行 2016-2020 年、2020H1 和 2021H1 毛利率与净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：三人行 18Q3-21Q2 毛利率与净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

21H1 销售费用 6492.72 万元，同比增长 39.29%，销售费用率 4.63%，同比增加 0.57pct，主要系公司人员规模增加相应费用增加所致。

管理费用 2891.96 万元，同比增长 84.53%，管理费用率 2.06%，同比增加 0.70pct，主要系计提股份支付费用 1143 万元所致。

研发费用 1307.87 万元，同比增长 1407.29%，研发费用率 0.93%，同比增加 0.86pct，主要系利息收入同比增加以及贷款贴息抵减利息支出所致。

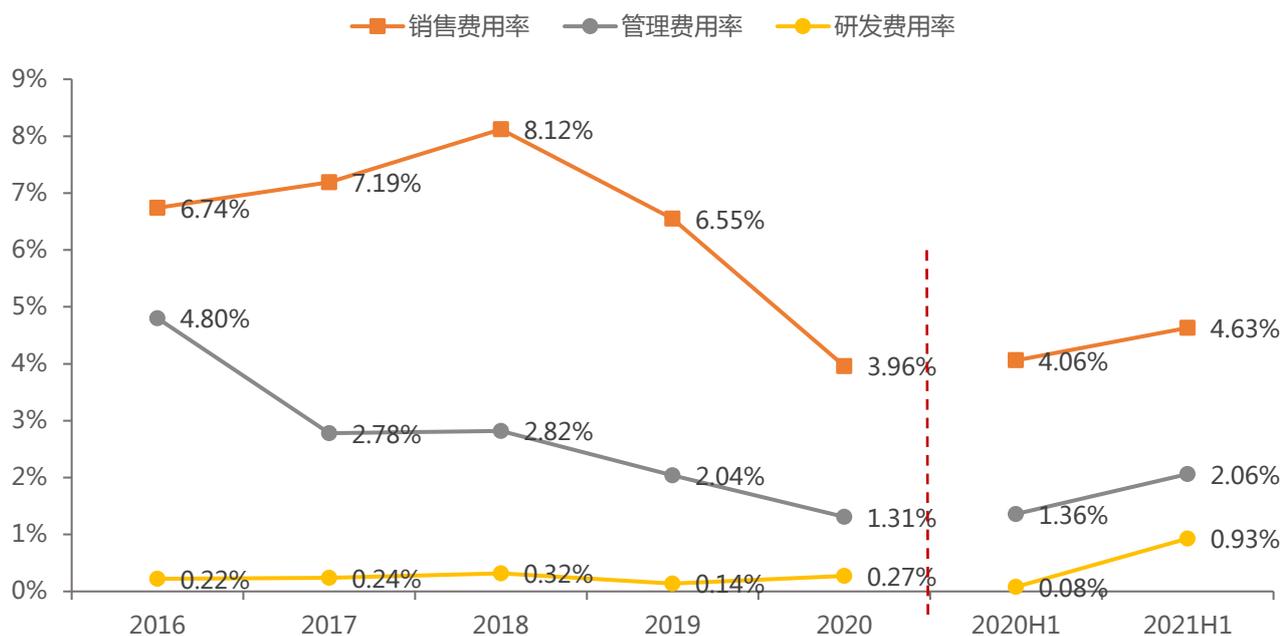
财务费用-419.50 万元，同比下降 466.81%，财务费用率-0.30%，同比下降 0.40pct。

经拆分，21Q2 销售费用为 3520.96 万元，同比增长 45%，环比增长 18%，销售费用率为 4%。

管理费用为 1532.39 万元，同比增长 85%，环比增长 13%，管理费用率为 2%。

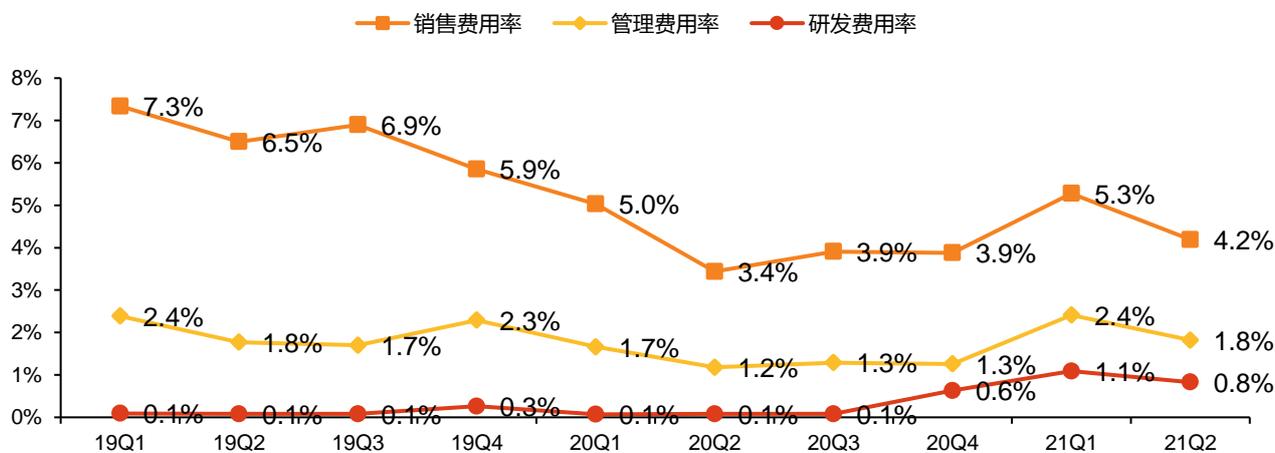
研发费用为 693.95 万元，同比增长 1197%，环比增长 13%，研发费用率为 1%。

图 7：三人行 2016-2020 年、2020H1 和 2021H1 费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

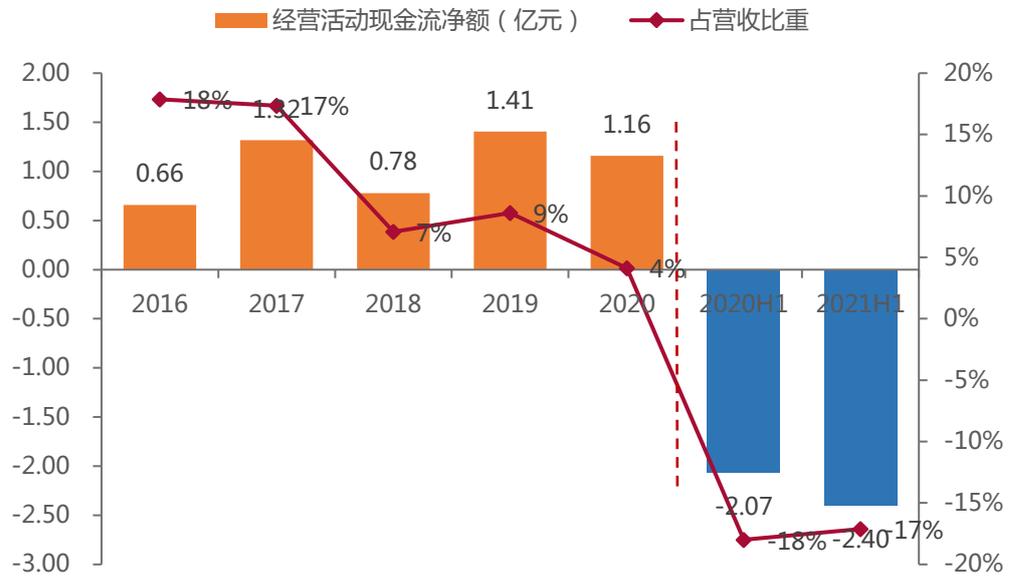
图 8：三人行 19Q1-21Q2 费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

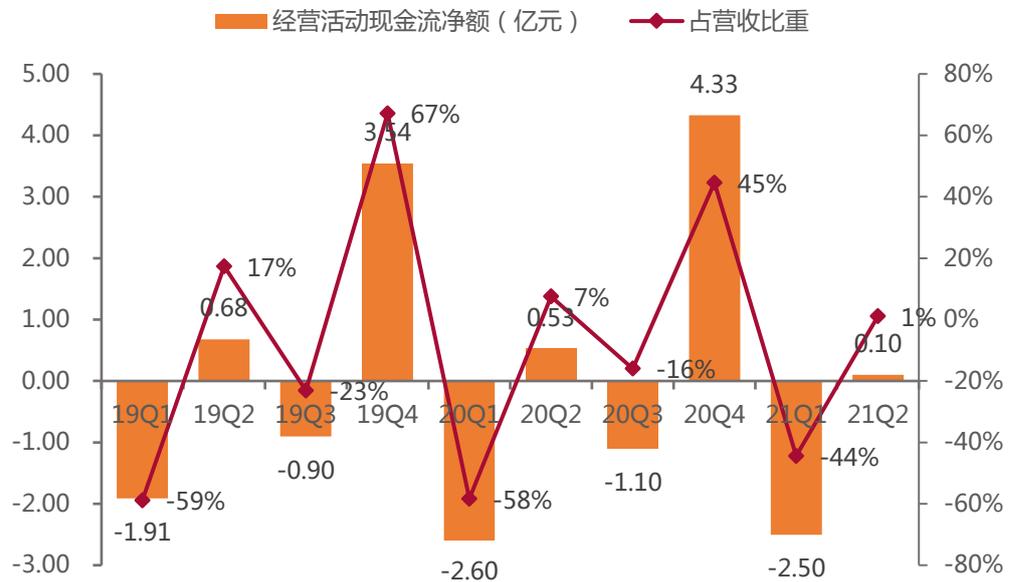
公司现金流、应收回款受季节影响略有波动。2021H1 公司经营性现金流净额为-2.4 亿元，同比下降 16.3%，占营收比为-17%。经营性现金流净额变动主要系预付媒体采购款增加所致，且具有季节波动性。2021H1 应收款周转率为 1.36 次，同比下降 0.26 次。

图 9：三人行 2016-2020 年、2020H1 和 2021H1 经营性现金流情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：三人行 18Q3-21Q2 经营性现金流情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	322.03	1,103.70	1,246.01	1,332.24	1,793.08
应收票据及应收账款	437.72	925.48	1,305.44	1,884.32	2,468.51
预付账款	27.99	39.82	72.53	92.06	136.58
存货	9.82	7.80	21.40	21.38	38.05
其他	37.08	205.97	186.50	207.06	271.80
流动资产合计	834.64	2,282.78	2,831.87	3,537.05	4,708.03
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2.96	3.22	3.08	2.93	2.78
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.87	1.34	0.86	0.38	0.00
其他	11.07	145.37	143.27	142.32	142.32
非流动资产合计	14.90	149.93	147.21	145.63	145.10
资产总计	849.54	2,432.71	2,979.08	3,682.68	4,853.12
短期借款	67.00	20.00	0.00	0.00	261.13
应付票据及应付账款	300.81	620.02	905.66	1,329.27	1,775.36
其他	91.34	102.36	164.10	129.97	197.62
流动负债合计	459.15	742.38	1,069.76	1,459.25	2,234.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.00	0.40	0.40	0.40	0.40
非流动负债合计	14.00	0.40	0.40	0.40	0.40
负债合计	473.15	742.78	1,070.17	1,459.65	2,234.51
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	51.80	69.68	69.68	69.68	69.68
资本公积	18.68	1,055.11	1,055.11	1,055.11	1,055.11
留存收益	324.60	1,620.25	1,839.24	2,153.35	2,548.94
其他	(18.68)	(1,055.11)	(1,055.11)	(1,055.11)	(1,055.11)
股东权益合计	376.40	1,689.93	1,908.91	2,223.03	2,618.61
负债和股东权益总	849.54	2,432.71	2,979.08	3,682.68	4,853.12

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
经营活动现金流	140.50	115.85	332.37	524.57	756.66
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)
投资活动现金流	(3.18)	(226.45)	120.00	(20.00)	(26.67)
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)
筹资活动现金流	(52.95)	890.45	(310.07)	(418.34)	(269.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	84.37	779.85	142.31	86.23	460.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,631.43	2,807.75	4,594.96	6,569.86	8,965.41
营业成本	1,266.69	2,260.48	3,745.29	5,486.40	7,621.38
营业税金及附加	5.60	6.04	9.89	14.14	19.30
营业费用	106.89	111.13	136.23	168.82	196.45
管理费用	33.33	36.85	39.97	44.61	48.77
研发费用	2.29	7.54	10.16	12.79	15.29
财务费用	3.35	(3.56)	(7.58)	(8.61)	(7.40)
资产减值损失	0.00	(0.31)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	2.68	(60.00)	10.00	13.33
投资净收益	0.00	4.27	0.00	0.00	0.00
其他	(15.45)	(39.59)	120.00	(20.00)	(26.67)
营业利润	228.73	422.22	601.00	861.71	1,084.96
营业外收入	0.16	0.00	0.00	0.00	0.01
营业外支出	0.51	0.76	0.76	0.76	0.76
利润总额	228.38	421.46	600.24	860.96	1,084.20
所得税	34.76	58.64	83.61	119.89	150.95
净利润	193.62	362.82	516.63	741.07	933.26
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	193.62	362.82	516.63	741.07	933.26
每股收益(元)	2.78	5.21	7.41	10.64	13.39

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	48.38%	72.10%	63.65%	42.98%	36.46%
营业利润	54.57%	84.59%	42.34%	43.38%	25.91%
归属于母公司净利润	56.11%	87.39%	42.39%	43.44%	25.93%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
市盈率	48.78	26.03	18.28	12.74	10.12
市净率	25.09	5.59	4.95	4.25	3.61
EV/EBITDA	0.00	28.16	13.52	9.29	7.16
EV/EBIT	0.00	28.27	13.53	9.30	7.17

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