

三人行(605168)

更新报告

行业公司研究——传媒

# 新客拓展超预期，业绩高增确定性高

## ——三人行更新报告

✍️：分析师：蒋高振 执业证书编号：S1230520050002  
☎️：联系人：王婷  
✉️：wangting02@stocke.com.cn

### □ 新客拓展超预期，未来两年业绩高增长确定性高

新客拓展超预期，未来两年业绩高增确定性高。2021年公司新增华润旗下怡宝、雪花、喜力等快消客户，医美头部企业巨子生物，国家体育彩票中心客户，金融领域新增邮储银行等头部优质客户，此外，上游媒体新增央视投放服务。此前由于公司 Q1-Q3 归母净利润 2.6 亿元，仅完成业绩对赌中 2021 年全年业绩的一半，市场担心其业绩的确定性，我们认为季度间业绩波动与广告投放节奏有关，考虑到公司优质客户的增量，我们认为公司全年完成业绩对赌的确定性较高。明年公司增量主要来自于汽车行业，预计一汽大众、本田等优质客户有望为公司带来确定性的优质客户增量，公司未来两年业绩高增长的确定性较高。

### □ 优质的客户和媒介资源，促使盈利能力高于行业平均

三人行盈利能力远高于行业平均水平，2020 年公司毛利率、净利率、ROE 分别为 19.5%、12.9%、21.5%。优秀的盈利能力主要源自优质的客户资源和头部媒体资源，一方面，公司合作的都是伊利、运营商、国有银行等知名大客户，且都有长达 5 年甚至 10 年以上的合作历史，不仅黏性较高，且合作模式较为成熟、经验较为丰富，已形成较高的行业壁垒。另一方面公司上游供应商皆为字节跳动、新浪、网易等主流媒体，媒体资源丰富且效能较高，互联网媒体持续返利使得公司营业成本不断下降，2021 年公司新增央视投放服务。

### □ 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。

### □ 盈利预测及估值

新老客同时发力，新客拓展超预期，我们预计 2021-2023 年公司营业收入 46.08 亿元、70.22 亿元、100.90 亿元，同比增速为 64.1%、52.4%、43.7%，归母净利润 5.08 亿元、7.11 亿元、10.38 亿元，同比增速为 40%、39.9%、46%，EPS 为 7.29、10.20、14.89 元/股，对应当前股价 PE 为 20.6/14.7/10.1 倍，维持“买入”评级。

### □ 风险提示

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。

### 评级

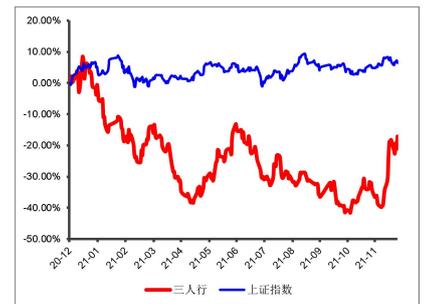
### 买入

上次评级 买入评级  
当前价格 ¥149.99

### 单季度业绩

### 元/股

4Q/2020	2.59
1Q/2021	0.76
2Q/2021	1.63
3Q/2021	1.35



### 相关报告

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

证券研究报告

**财务摘要**

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2808	4608	7022	10090
(+/-)	72.1%	64.1%	52.4%	43.7%
归母净利润	363	508	711	1038
(+/-)	81.9%	40.0%	39.9%	46.0%
每股收益(元)	5.21	7.29	10.20	14.89
P/E	28.8	20.6	14.7	10.1

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2,283	3,386	4,599	6,373	<b>营业收入</b>	2,808	4,608	7,022	10,090
现金	1,104	1,741	2,136	2,760	营业成本	2,260	3,640	5,688	8,173
交易性金融资产	90	30	40	53	营业税金及附加	6	20	23	33
应收账款	925	1,407	2,117	3,146	营业费用	111	286	391	529
其它应收款	39	87	125	171	管理费用	37	95	127	174
预付账款	40	76	115	160	研发费用	8	11	15	25
存货	8	16	30	36	财务费用	(4)	(19)	(26)	(34)
其他	77	28	36	47	资产减值损失	5	2	1	7
<b>非流动资产</b>	150	63	81	105	公允价值变动损益	3	3	3	3
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	4	4	4	4
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	31	18	22	24
固定资产	3	4	4	4	<b>营业利润</b>	422	598	832	1,214
无形资产	1	1	1	1	营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
在建工程	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	421	597	832	1,213
其他	145	58	76	100	所得税	59	89	121	175
<b>资产总计</b>	2,433	3,449	4,680	6,478	<b>净利润</b>	363	508	711	1,038
<b>流动负债</b>	742	1,245	1,764	2,527	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	20	42	43	35	<b>归属母公司净利润</b>	363	508	711	1,038
应付款项	620	1,001	1,491	2,211	<b>EBITDA</b>	410	580	808	1,181
预收账款	0	100	104	123	<b>EPS (最新摊薄)</b>	5.21	7.29	10.20	14.89
其他	102	102	126	159	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	0	6	7	4		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	0	6	7	4	营业收入	72.1%	64.1%	52.4%	43.7%
<b>负债合计</b>	743	1,251	1,771	2,532	营业利润	80.0%	41.5%	39.3%	45.8%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	81.9%	40.0%	39.9%	46.0%
归属母公司股东权益	1,690	2,198	2,909	3,946	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	2,433	3,449	4,680	6,478	毛利率	19.5%	21.0%	19.0%	19.0%
					净利率	12.9%	11.0%	10.1%	10.3%
					ROE	35.1%	26.1%	27.8%	30.3%
					ROIC	20.4%	21.8%	23.2%	25.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	30.5%	36.3%	37.8%	39.1%
					净负债比率	3.2%	3.7%	2.6%	1.5%
					流动比率	3.1	2.7	2.6	2.5
					速动比率	3.1	2.7	2.6	2.5
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.7	1.6	1.7	1.8
					应收帐款周转率	4.1	4.0	4.0	3.8
					应付帐款周转率	4.9	4.5	4.6	4.4
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	5.21	7.29	10.20	14.89
					每股经营现金	1.66	7.66	5.44	8.75
					每股净资产	24.25	31.54	41.74	56.64
					<b>估值比率</b>				
					P/E	28.8	20.6	14.7	10.1
					P/B	6.2	4.8	3.6	2.6
					EV/EBITDA	28.0	15.1	10.3	6.5

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	116	534	379	609
净利润	363	508	711	1,038
折旧摊销	4	2	3	3
财务费用	(4)	(19)	(26)	(34)
投资损失	(4)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	(261)	(35)	(270)	(367)
其它	18	81	(34)	(26)
<b>投资活动现金流</b>	(226)	62	(9)	(12)
资本支出	(0)	(1)	(1)	(1)
长期投资	0	0	0	0
其他	(226)	62	(8)	(12)
<b>筹资活动现金流</b>	890	41	25	27
短期借款	(47)	22	1	(8)
长期借款	0	0	0	0
其他	937	19	24	35
<b>现金净增加额</b>	780	637	395	624

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>