

三人行 (605168.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

相关研究:

《服务优质国企等头部客户的整合营销龙头》2022-03-20

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

邮编: 100031

三人行 (605168.SH): 持续拓展优质头部客户, 关注 NFT、数字虚拟人催化

2022 年 04 月 09 日

本期内容提要:

事件: 三人行 (605168.SH) 于 2022 年 4 月 8 日发布 2021 年度业绩报告。公司 21 年实现营收 35.71 亿元, 同比增长 27.18%, 归母净利 5.05 亿元, 同比增长 39.18%, 与快报基本一致。单季度来看, 21Q4 实现营收 14.29 亿元, 同比增长 47.23%, 归母净利 2.44 亿元, 同比增长 35.59%。

点评:

- **优化客户结构, 大力开拓高预算品牌客户。**公司不断开拓新客户资源, 重点开拓国民经济重要领域注重品牌形象建设目标的高预算客户。21 年新增华润集团旗下怡宝、雪花、喜力、海天味业等快速消费品客户、医美行业头部企业巨子生物等新消费客户、国家体育总局体育彩票管理中心、邮储银行等金融行业头部优质客户, 以及东风本田、一汽丰田汽车客户, 推动公司主营业务持续稳定增长。
- **保证存量客户粘性, 深挖营销预算。**针对原有消费品、电信运营商、金融、汽车等行业头部客户, 公司通过构建更高效的营销方法论促进形成大客户广告投放规模效应, 从而获得更多存量大客户的增量预算。
- **落实开拓汽车行业整合营销业务的发展战略, 保证业绩增长。**公司在汽车行业营销业务方面积累了一定的经验, 帮助客户有效解决线上营销难以触动消费者购买汽车意愿的问题。公司 21 年中标了东风本田 2022 年度网络广告投放代理项目, 并中选为一汽丰田全新车型提供品牌宣传和传播等营销服务, 现已积累包括一汽大众、一汽奔腾、一汽丰田、上汽通用凯迪拉克、东风本田、长城汽车等一系列汽车行业客户, 未来将继续开拓汽车行业客户, 保证业绩持续增长。
- **盈利能力稳定, 毛利率、净利率均小幅上升。**公司 21 年毛利率、净利率分别为 21.15%/14.14%, 同比上升 1.66pct/1.22pct, 我们认为主要因为疫情整体转好, 高毛利率的线下场景活动服务、校园媒体服务的恢复使得全年毛利率提高; 21Q4 毛利率、净利率分别为 23.25%/17.09%, 同比下降 2.11pct/1.47pct, 我们认为主要系高毛利率的线下广告受疫情影响所致。
- **NFT 与虚拟人业务将进一步催化公司业绩。**公司于 22 年 1 月与北文中心签订战略合作协议, 拟共同建立数字文化创意产品交易平台, 该平台有望于今年落地, 成为公司第二增长曲线。近期国内 NFT 市场发展迅速, 3 月, 国内数字藏品平台鲸探、元视觉的销售额均取得大幅增长, 分别环比增长 110.68%/239.3%, 三人行平台落地后有望快速实现收入; 3 月 30 日腾讯回应近日对下架炒作、二次售卖数字藏品的公众号及小程序的整改主要是依据国家相关法规, 为了防范虚拟货币交易炒作风险, 这也引发了市场对监管规范整治的期待, 未来将更有利于发挥公司国有背景数字藏品交易平台的优势。公司积极顺应元宇宙发

展趋势布局虚拟人领域，与国内虚拟人一线厂商魔珐科技合作打造自有虚拟人，进一步拓宽营销场景。

- 公司 2021 年度拟向全体股东每 10 股派发现金股利 30.00 元（含税），预计共分配利润 209,033,400 元（含税），现金分红率为 41.39%，股息率为 1.78%；同时，拟以资本公积中股本溢价向全体股东每 10 股转增 4.5 股，预计合计转增股本 31,355,010 股，转增后公司总股本预计增加至 101,032,810 股。

投资建议：三人行拥有多行业稳定头部客户，包括伊利、三大运营商、四大银行等头部国企，21 年更新开拓华润集团、一汽大众、东风本田、一汽丰田等多行业新客户，未来 2-3 年或有投资收益弹性。公司将于 4 月 16 日披露一季报，结合 21 年新增客户情况公司有望实现 22Q1 营收高增长，考虑疫情等影响因素净利率或有所下降。我们预计 22-24 年归母净利润为 7.44/10.29/13.22 亿元，对应 EPS 为 10.67/14.76/18.97（转增摊薄后为 7.36/10.18/13.08 元），对应估值 17x/12x/9x。根据可比公司给予 22 年 25x P/E 目标估值，目标价为 266.75 元/股，考虑到公司受益于核心国企持续营销推广投入增长趋势，以及 NFT、数字虚拟人等布局有望形成催化，维持“买入”评级。

风险因素：市场竞争加剧、经营性利率下降、行业政策变化等风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,808	3,571	6,506	9,016	11,507
增长率 YoY %	72.1%	27.2%	82.2%	38.6%	27.6%
归母净利(百万元)	363	505	744	1,029	1,322
增长率 YoY%	87.4%	39.2%	47.2%	38.3%	28.5%
毛利率%	19.5%	21.2%	18.4%	17.6%	17.4%
净资产收益率ROE%	21.5%	25.2%	27.0%	27.2%	25.9%
EPS(摊薄)(元)	5.86	7.25	10.67	14.76	18.97
市盈率 P/E(倍)	30.95	23.31	16.63	12.02	9.36
市净率 P/B(倍)	7.48	5.87	4.50	3.27	2.42

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 04 月 08 日收盘价

目 录

1. 财务分析	4
2. 可比公司估值	11

表 目 录

表 1: 可比公司估值	11
-------------------	----

图 目 录

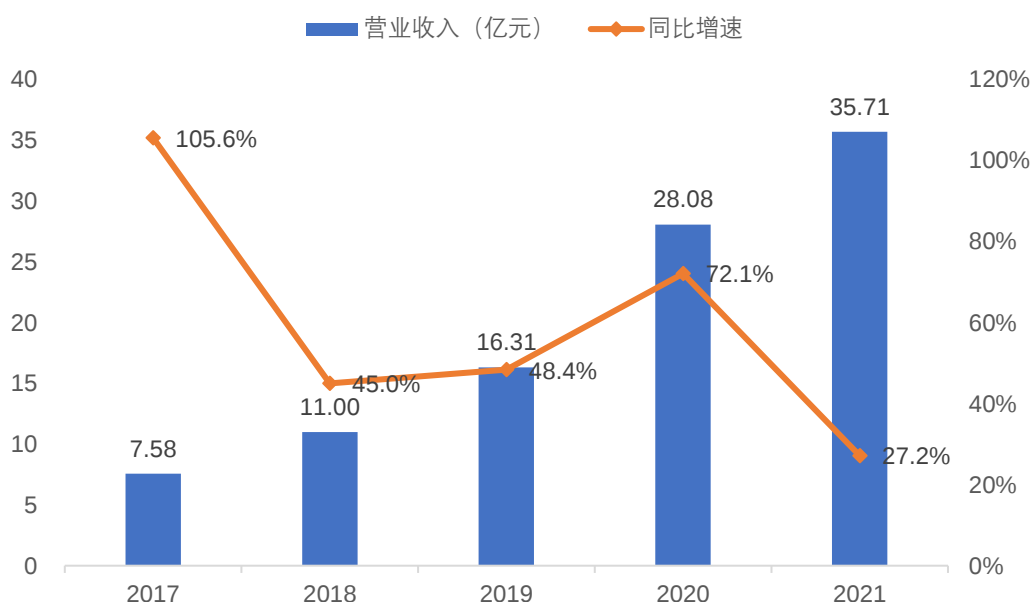
图 1: 三人行 2017-2021 年营业总收入及增速	4
图 2: 三人行 2017-2021 营业收入按业务拆分	5
图 3: 三人行 2017-2021 年归母净利及增速	5
图 4: 三人行 19Q1-21Q4 营业总收入及增速	6
图 5: 三人行 19Q1-21Q4 归母净利及增速	6
图 6: 三人行 2016-2021 年毛利率与净利率	7
图 7: 三人行 2017-2021 分业务毛利率对比	7
图 8: 三人行 19Q1-21Q4 毛利率与净利率	8
图 9: 三人行 2017-2021 费用率	9
图 10: 三人行 19Q1-21Q4 费用率	9
图 11: 三人行 2017-2021 经营活动现金流情况	10
图 12: 三人行 20Q1-21Q4 经营活动现金流情况	10
图 13: 三人行 2017-2021 应收账款情况	11
图 14: 三人行 2017-2021 应收账款天数	11

1. 财务分析

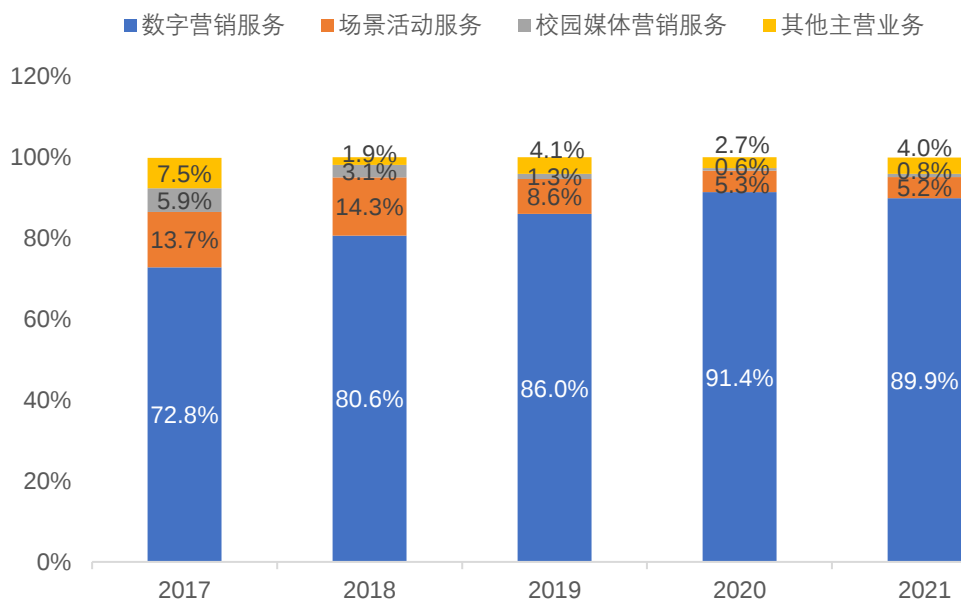
三人行 2021 年实现营收 35.71 亿元，同比上升 27.18%；归母净利 5.05 亿元，同比上升 39.18%。**营业收入的增加主要系公司积极拓展新的头部客户**，新开拓了华润集团旗下怡宝、雪花、喜力、海天味业等快速消费品客户、医美行业头部企业巨子生物等新消费客户、国家体育总局体育彩票管理中心、邮储银行等金融行业头部优质客户及东风本田、一汽丰田汽车客户。同时，原有大客户的投放金额提升也助推了收入的增长。

按业务拆分来看，21 年公司数字营销服务实现收入 32.09 亿元，占比 89.86%，同比下降 1.53pct；场景活动服务实现收入 1.85 亿元，占比 5.18%，同比下降 0.08pct；校园媒体营销服务实现收入 0.3 亿元，占比 0.84%，同比增长 0.21pct。总体来看，**主营业务构成稳定，数字营销服务仍是收入的关键。**

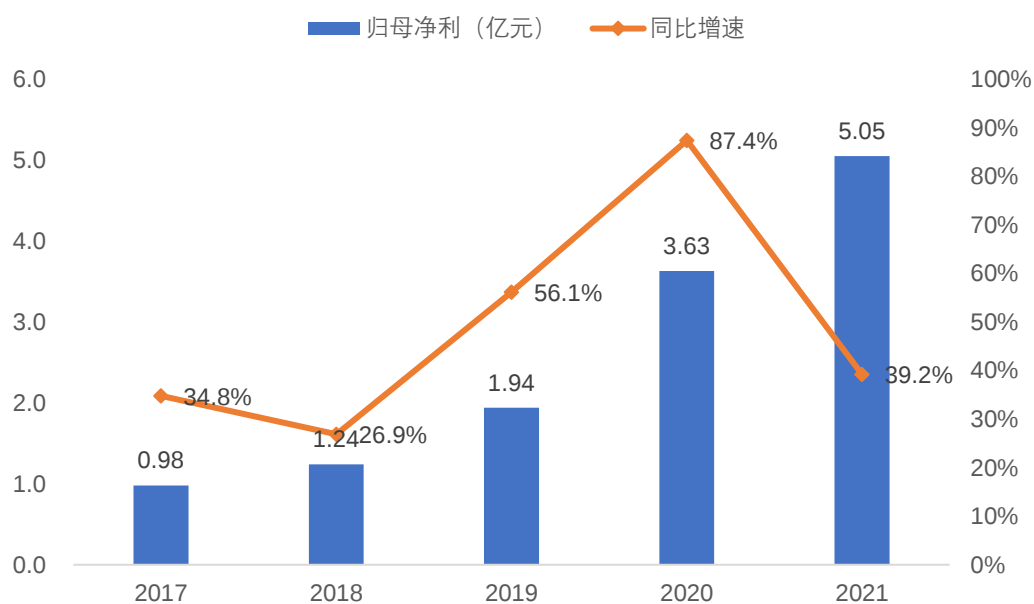
图 1：三人行 2017-2021 年营业总收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

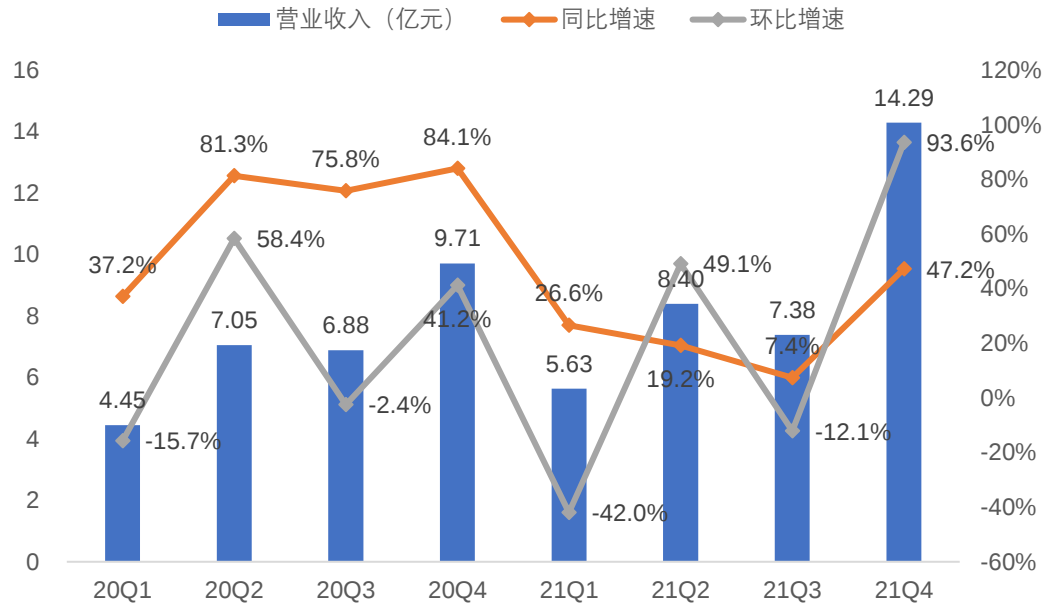
图 2：三人行 2017-2021 营业收入按业务拆分


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

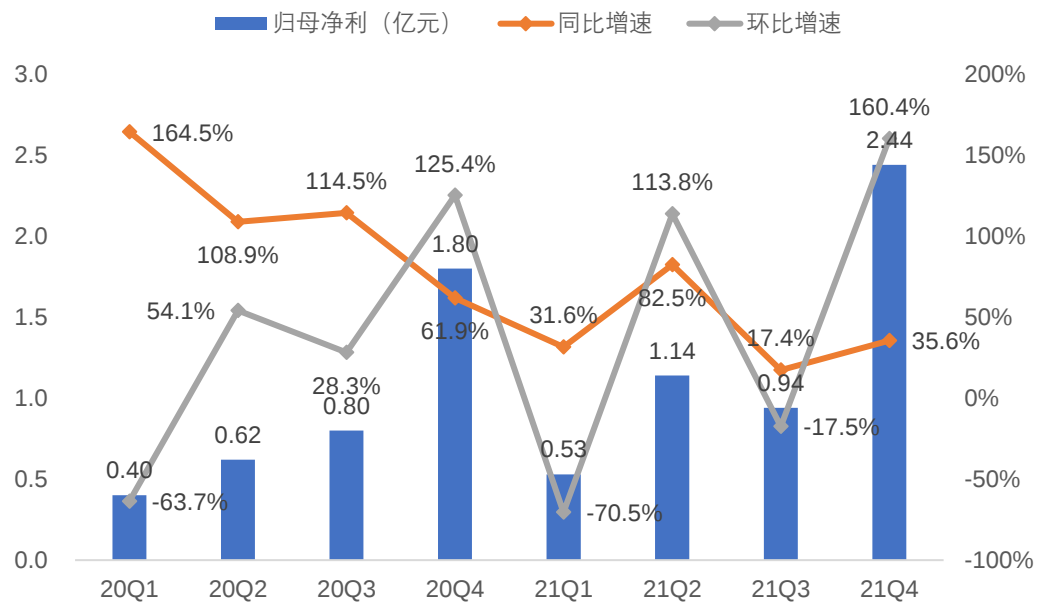
图 3：三人行 2017-2021 年归母净利及增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

分季度来看，21Q4 公司实现营收 14.29 亿元，同比上升 47.23%，环比上升 93.6%；归母净利 2.44 亿元，同比上升 35.59%，环比上升 160.4%。

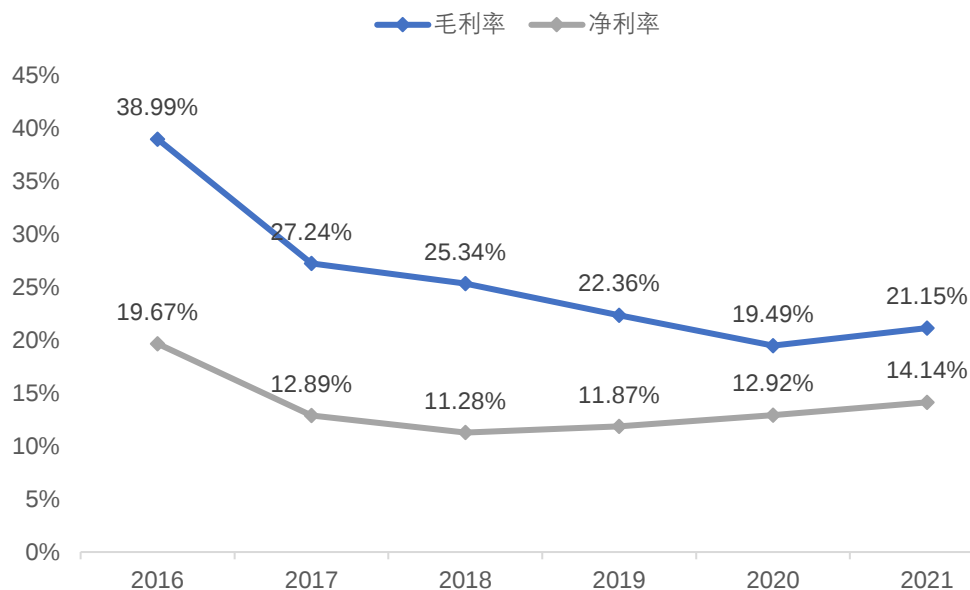
图 4：三人行 19Q1-21Q4 营业总收入及增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

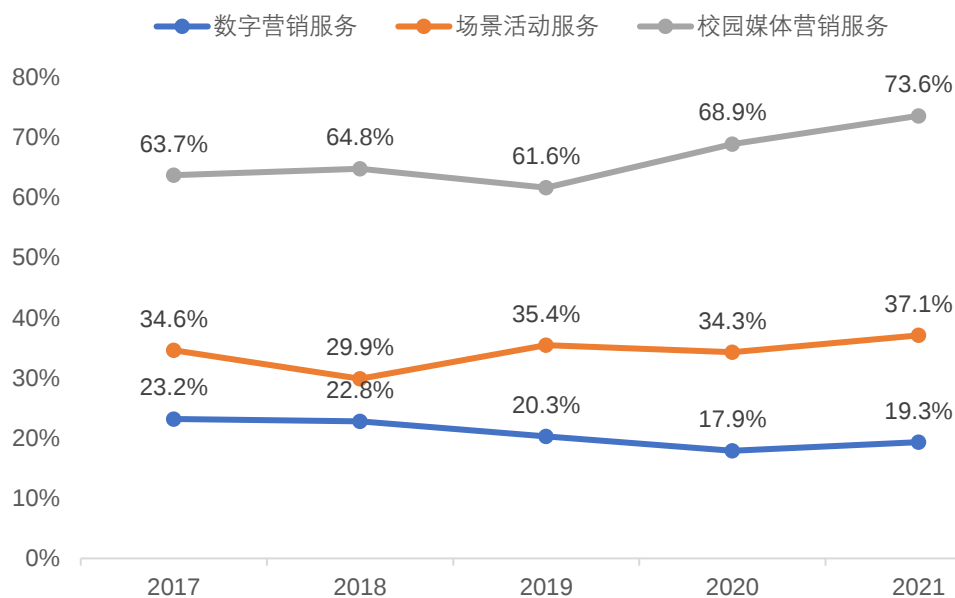
图 5：三人行 19Q1-21Q4 归母净利润及增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司 21 年毛利率 21.15%，同比上升 1.66pct；21Q4 毛利率 23.25%，同比下降 2.11pct。21 年净利率 14.14%，同比上升 1.22pct。按业务拆分来看，21 年数字营销服务毛利率 19.30%，同比增长 1.41pct；场景活动服务毛利率 37.07%，同比增长 2.79pct；校园媒体营销服务毛利率 73.57%，同比增长 4.72pct。

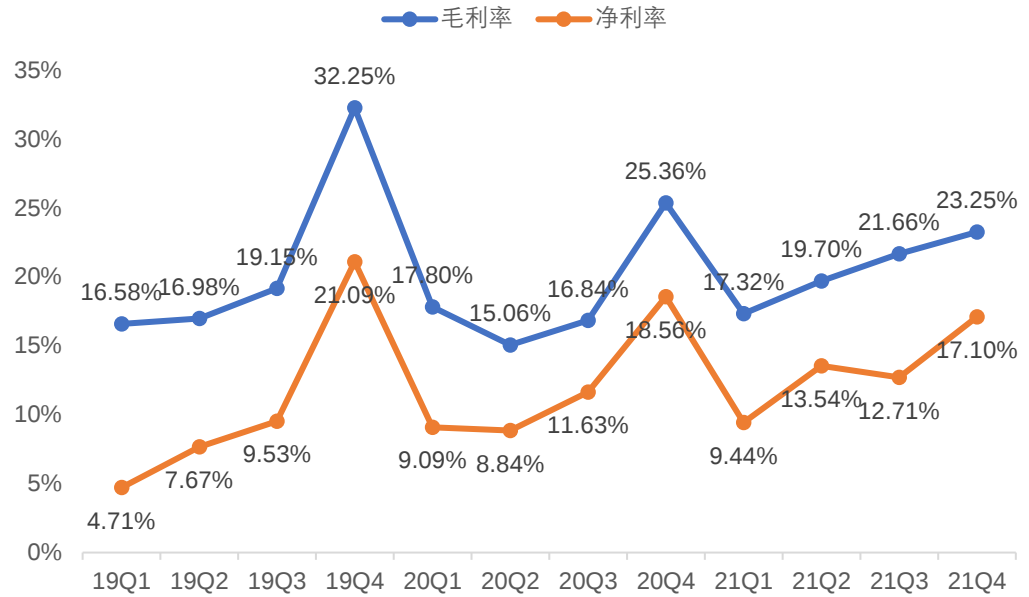
图 6：三人行 2016-2021 年毛利率与净利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：三人行 2017-2021 分业务毛利率对比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：三人行 19Q1-21Q4 毛利率与净利率

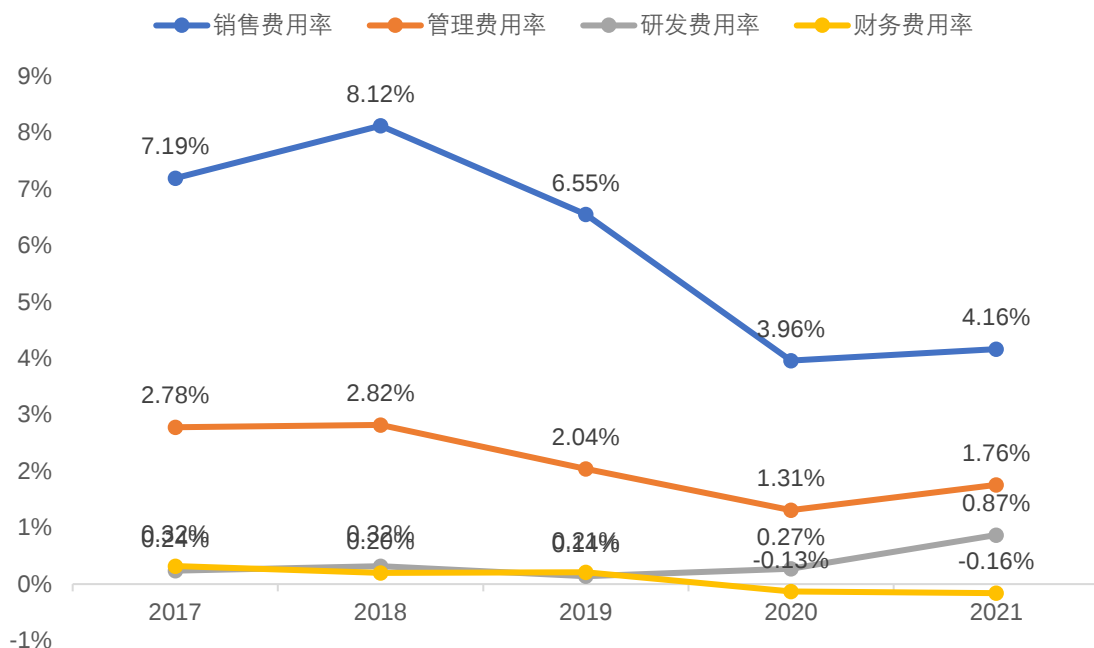


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

费用率方面，公司 2021 年销售费用 1.48 亿元，同比上升 33.61%，销售费用率 4.16%，同比上升 0.20pct，主要系公司大力拓展市场，人员增加的同时本年不再享受社保减免所致；管理费用 6292.59 万元，同比上升 70.78%，管理费用率 1.76%，同比上升 0.45pct，主要系计提股份支付费用 2130 万元所致；研发费用 3101.26 万元，同比上升 311.32%，研发费用率 0.87%，同比上升 0.60pct，主要系公司规模扩大，研发投入相应增加所致；财务费用 -561.60 万元，同比下降 57.90%，财务费用率 -0.16%，同比下降 0.03pct，主要系银行存款利息收入同比增加所致。

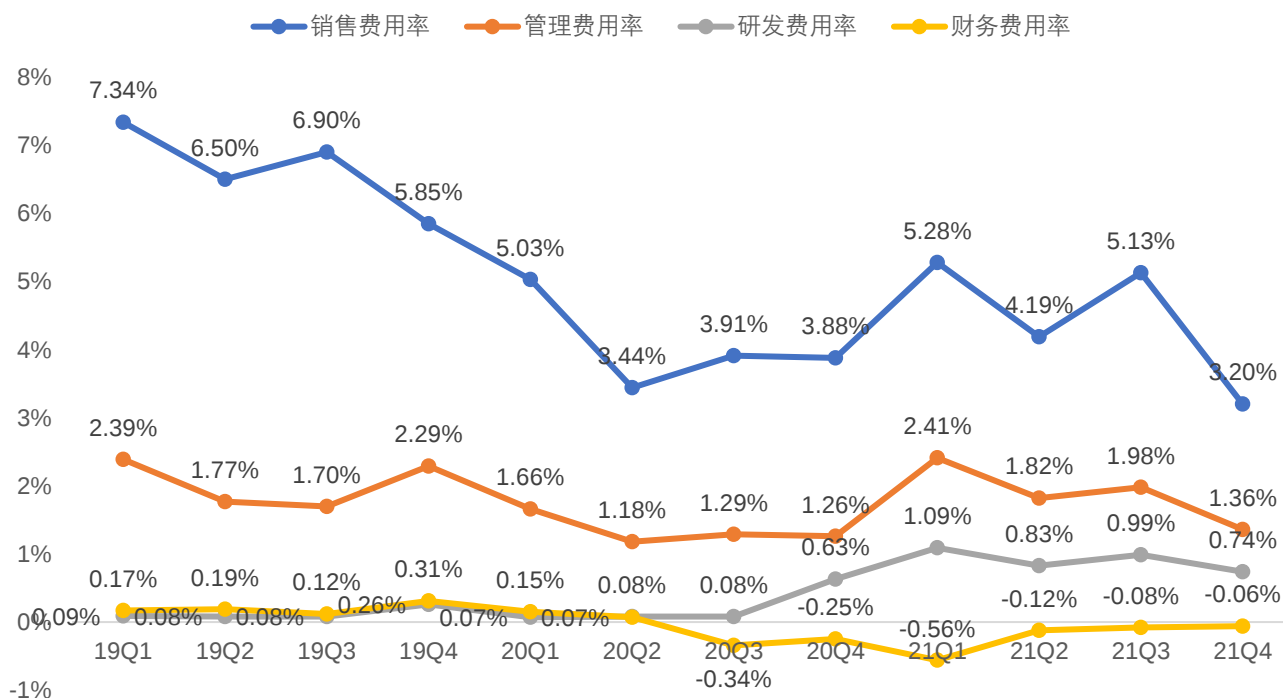
单季度来看，公司 21Q4 销售费用率 3.20%，同比下降 0.68pct；21Q4 管理费用率 1.36%，同比上升 0.1pct；21Q4 研发费用率 0.74%，同比上升 0.11pct；21Q4 财务费用率 -0.06%，同比上升 0.19pct。

图 9：三人行 2017-2021 费用率



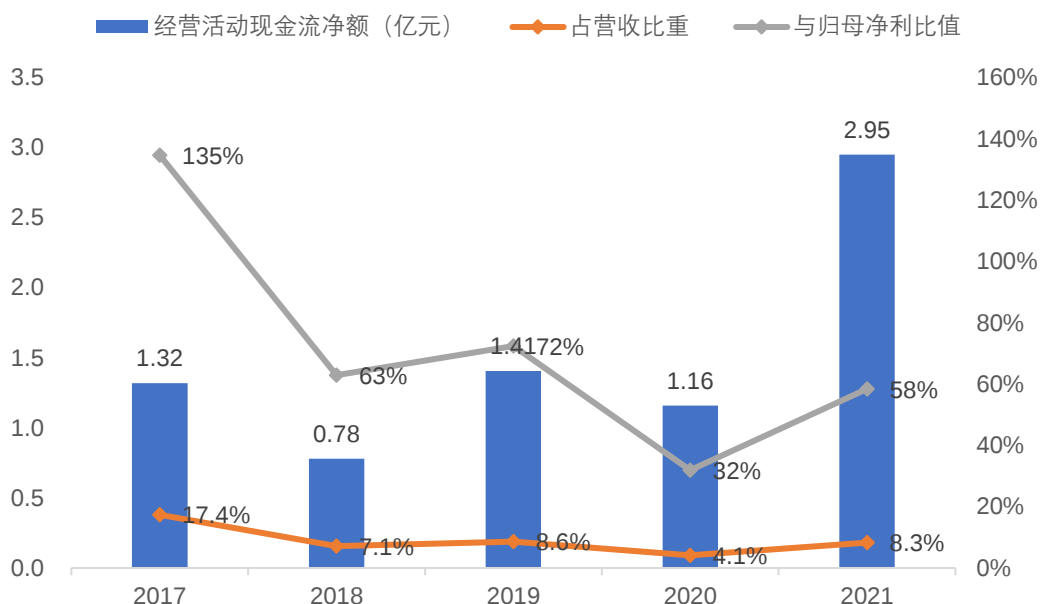
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：三人行 19Q1-21Q4 费用率

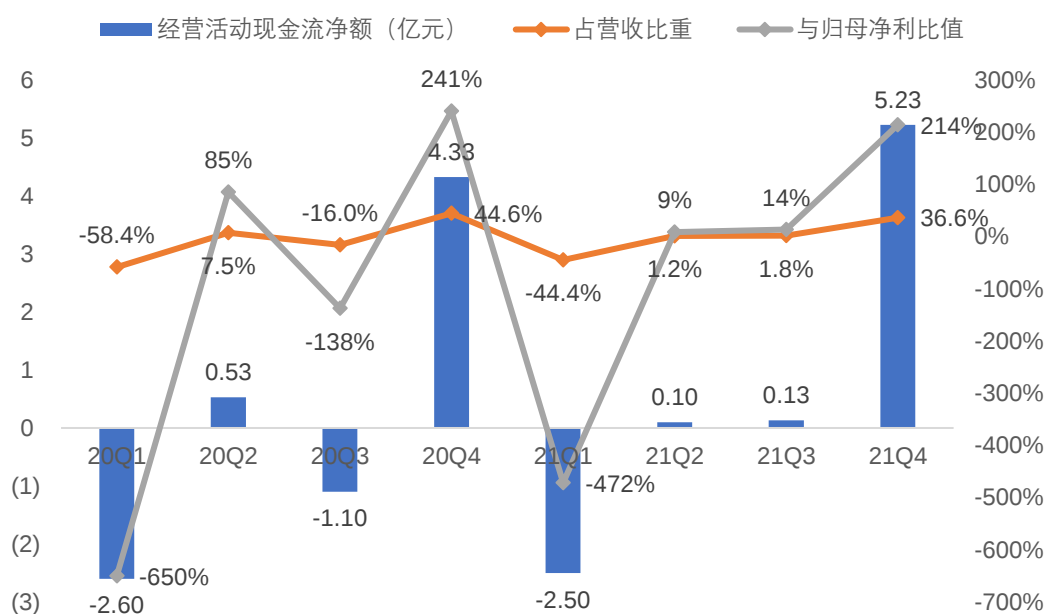


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司现金流情况总体稳定，21 年经营活动产生的现金流量净额为 2.95 亿元，同比增长 154.98%，主要系公司销售规模扩大，回款增加所致；经营性现金流净额占营业收入比重为 8.3%，同比增长 4.2pct。

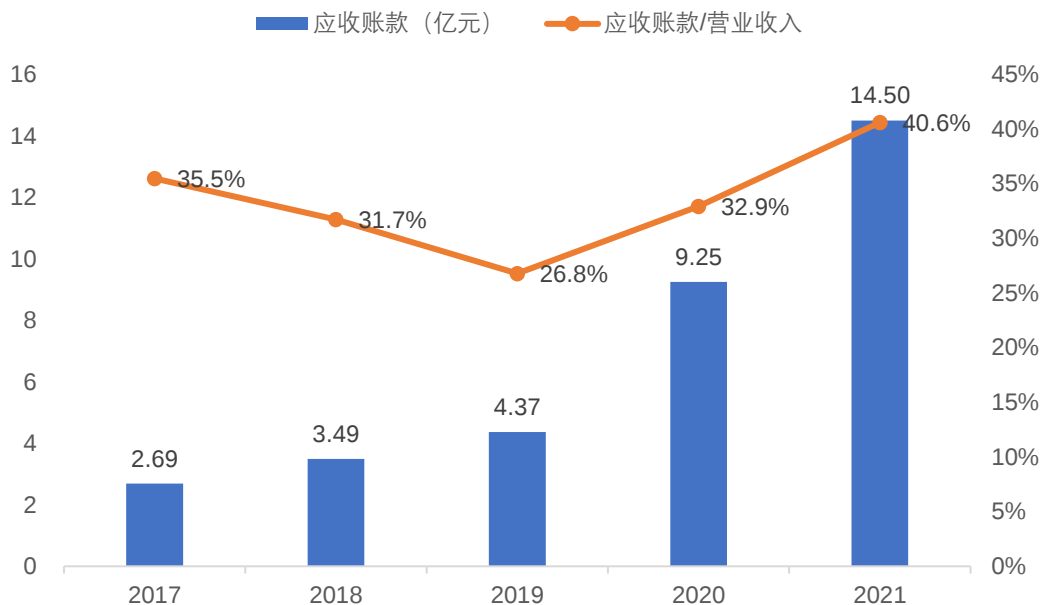
图 11：三人行 2017-2021 经营活动现金流情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

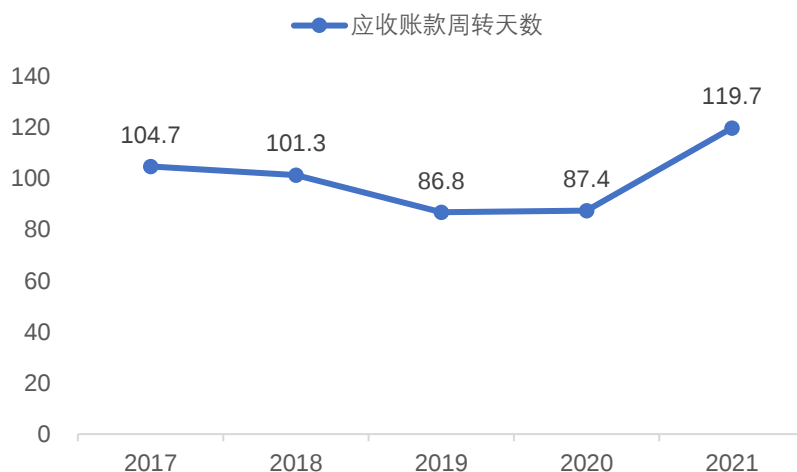
图 12：三人行 20Q1-21Q4 经营活动现金流情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司 21 年应收账款同比增加 56.62%，主要系公司销售规模增加，相应应收账款增加所致；应收账款周转天数为 119.7 天，同比增加 36.96%，主要系头部客户改变营销计划而推迟结算时间所致，对比 21 年三季报的 140.8 天来看，应收账款回款情况较 21Q4 有所改善。

图 13: 三人行 2017-2021 应收账款情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 14: 三人行 2017-2021 应收账款天数


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2. 可比公司估值

表 1: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	22E 净利 (百万元)	23E 净利 (百万元)	24E 净利 (百万元)	22 净利 增速	23 净利 增速	24 净利 增速	22PE	23PE	24PE
300058.SZ	蓝色光标	208.25	828.22	969.71	-	23.0%	17.1%	-	25.14	21.47	-
600986.SH	浙文互联	85.96	387.60	492.39	572.91	31.7%	27.0%	16.4%	22.18	17.46	15.00
均值									23.66	19.47	15.00
605168.SH	三人行	123.66	744	1029	1322	47.2%	38.3%	28.5%	16.63	12.02	9.36

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 总市值对应 2022.4.8 收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,283	2,436	3,867	5,675	7,751
货币资金	1,104	780	1,180	1,838	2,830
应收票据	0	4	4	7	9
应收账款	925	1,450	2,326	3,327	4,273
预付账款	40	116	160	236	312
存货	8	8	21	26	33
其他	206	78	176	241	293
非流动资产	150	773	774	774	774
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合	3	4	4	4	3
无形资产	1	2	2	3	3
其他	145	768	768	768	768
资产总计	2,433	3,210	4,641	6,448	8,525
流动负债	742	1,188	1,876	2,655	3,410
短期借款	20	100	20	20	20
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	620	923	1,565	2,246	2,890
其他	102	166	290	388	500
非流动负债	0	14	14	14	14
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	14	14	14	14
负债合计	743	1,202	1,890	2,669	3,424
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东	1,690	2,007	2,751	3,779	5,101
负债和股东权益	2,433	3,210	4,641	6,448	8,525

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	6,506	9,016	11,507
同比(%)	72.1%	27.2%	82.2%	38.6%	27.6%
归属母公司净利	363	505	744	1,029	1,322
同比(%)	87.4%	39.2%	47.2%	38.3%	28.5%
毛利率(%)	19.5%	21.2%	18.4%	17.6%	17.4%
ROE%	21.5%	25.2%	27.0%	27.2%	25.9%
EPS(摊薄)(元)	5.86	7.25	10.67	14.76	18.97
P/E	30.95	23.31	16.63	12.02	9.36
P/B	7.48	5.87	4.50	3.27	2.42
EV/EBITDA	29.64	21.11	14.23	9.64	6.79

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,808	3,571	6,506	9,016	11,507
营业成本	2,260	2,816	5,309	7,429	9,505
营业税金及附加	6	7	15	20	25
销售费用	111	148	254	329	412
管理费用	37	63	92	94	98
研发费用	8	31	48	48	58
财务费用	-4	-6	-5	0	0
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	4	5	0	0	0
其他	29	65	68	93	118
营业利润	422	581	861	1,188	1,526
营业外收支	-1	-2	0	0	0
利润总额	421	580	861	1,188	1,526
所得税	59	75	117	159	204
净利润	363	505	744	1,029	1,322
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利	363	505	744	1,029	1,322
EBITDA	390	526	789	1,096	1,409
EPS(当年)(元)	5.86	7.25	10.67	14.76	18.97

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	116	295	480	659	993
净利润	363	505	744	1,029	1,322
折旧摊销	4	21	1	1	1
财务费用	1	3	0	0	0
投资损失		-4	-5	0	0
营运资金变动	-250	-204	-264	-370	-329
其它	2	-24	0	0	0
投资活动现金流	-226	-473	-1	-1	-1
资本支出	-26	-153	-1	-1	-1
长期投资	-205	-326	0	0	0
其他	4	6	0	0	0
筹资活动现金流	890	-155	-80	0	0
吸收投资	1,052	0	0	0	0
借款	30	102	-80	0	0
支付利息或股息	-105	-210	0	0	0
现金流净增加额	780	-333	400	659	992

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。

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	李若琳	13122616887	liruolin@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	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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理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。