

新客获取助力快速增长，元宇宙布局值得期待

投资要点

- **事件:** 三人行发布 2021 年年度报告, 根据公告内容: 公司在 2021 年实现营收 35.7 亿元, 同比增长 27.2%; 归母净利润 5 亿元, 同比增长 39.2%; 扣非归母净利润 4.6 亿元, 同比增长 33.4%。
- **新增高预算客户, 为业务增长打下坚实基础。** 2021 年公司三大主营业务均实现快速增长, 细分来看, 数字营销服务实现营收 32.1 亿元, 同比增长 25.1%, 场景活动服务录得营收 1.9 亿元, 同比增长 25.5%, 校园媒体营销服务营收同比增长 69.6% 至 0.3 亿元。报告期内, 公司拓展存量客户业务与发掘增量客户并举: **1) 获增量:** 新增华润集团旗下怡宝、雪花、喜力等快消品客户, 医美行业的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客户, 邮储银行、民生银行等金融行业头部优质客户, 东风本田等营销预算规模较大的头部汽车客户; **2) 拓存量:** 持续挖掘原有消费品、电信运营商、金融、汽车等行业头部客户的深层营销预算, 夯实原有客户粘性, 促进形成大客户广告投放规模效应, 业绩稳定增长可期。
- **媒体资源丰富, 数字营销服务贡献大部分收入。** 公司拥有线上线下广泛覆盖的媒体资源网络: 线上媒体资源方面, 已与字节跳动(运营今日头条、抖音等 APP)、腾讯、新浪(含新浪微博)、搜狐、网易、爱奇艺、优酷、人民网、凤凰网等国内众多知名互联网优势媒体建立良好业务合作关系; 线下媒体资源方面, 截至 2019 年末, 已拥有覆盖全国 31 个省(自治区、直辖市)的 800 余所高校的校园媒体资源网络, 可多场景、广覆盖、高效率地传播客户营销信息。数字营销服务已从 2018 年 8.9 亿元增长至 2021 年 32.1 亿元, 增长动能强劲。
- **股权激励绑定核心员工利益, 创新活力持续迸发。** 公司于 2020 年首次授予 2 名高管共 61.1 万股限制性股票; 2022 年实施新一轮股权激励, 拟以 96.3 元/股的价格向 52 名激励对象授予 46.9 万股限制性股票。2022-2024 年考核目标净利润不低于 7.3/10/13 亿元, 对应 2023、2024 年净利润增速 37%、30%。股权激励有利于调动激励对象积极性, 形成公司利益共同体。
- **布局元宇宙赛道, 构筑潜在第二增长极。** 1) 公司与行业领先的人工智能公司魔珐科技开展虚拟人合作, 打造自有虚拟人资产, 并推出定制虚拟人计划, 对接客户新型营销需求, 将进一步拓宽营销场景; 2) 公司与北京文化产权交易中心有限公司合作, 将充分运用北文中心在首都文化产权交易领域的领袖地位和三人行在文化传媒领域的资源优势, 共同建立数字文化创意产品交易平台, 有望构筑潜在业绩第二增长极。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.5 亿元、10.2 亿元、13.2 亿元, 对应 PE 分别为 16 倍、12 倍、9 倍。公司为本土领先的整合营销广告传媒公司, 主要客户粘性强、营销预算高, 有望持续贡献营收高增; 2022 年公司或在存量用户基础上拓展新客户, 业绩延续增长值得期待; 叠加元宇宙业务布局, 或构筑潜在第二增长极, 维持“买入”投资评级。
- **风险提示:** 行业监管政策趋严风险, 市场竞争加剧风险, 广告行业下行风险, 元宇宙战略进展不及预期风险。

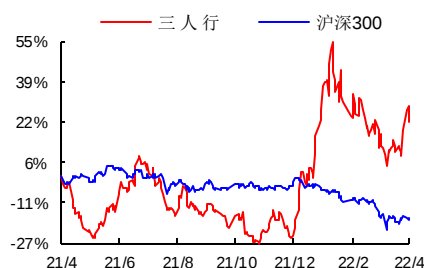
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3570.97	4905.83	6530.58	8396.52
增长率	27.18%	37.38%	33.12%	28.57%
归属母公司净利润(百万元)	504.98	751.41	1024.19	1321.26
增长率	39.18%	48.80%	36.30%	29.00%
每股收益 EPS(元)	7.25	10.78	14.70	18.96
净资产收益率 ROE	25.16%	29.05%	30.57%	30.43%
PE	24	16	12	9
PB	6.16	4.78	3.69	2.85

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.70
流通 A 股(亿股)	0.31
52 周内股价区间(元)	105.8-225.0
总市值(亿元)	123.66
总资产(亿元)	32.10
每股净资产(元)	28.81

相关研究

1. 三人行(605168): 优质客户池驱动高增长, 全渠道构建营销闭环 (2022-03-11)

关键假设

假设 1: 2022 年数字营销市场稳中有升, 预计公司主要头部客户营销预算或将随销量成比例增长, 且公司持续拓展新领域头部客户, 预计 2022-2024 年数字营销业务客户需求增速分别为 40%/35%/30%, 毛利率稳中有进;

假设 2: 在疫苗高接种率和全球疫情逐渐回落背景下, 线下营销活动需求有望逐渐复苏, 预计场景活动服务需求保持平稳, 预计 2022-2024 年场景活动服务需求增速分别为 20%/15%/10%;

假设 3: 公司数字营销业务日趋成熟, 在规模效应下, 与媒介购买谈判能力或将得到一定提高, 预计整体毛利率略有上升, 2022-2024 年分别为 21.5%/21.8%/22.1%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
数字营销服务	收入	3208.7	4492.2	6064.4	7883.8
	增速	25.0%	40.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	19.3%	20.0%	20.5%	21.0%
场景活动服务	收入	185.30	222.4	255.7	281.3
	增速	25.5%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	34.3%	37.0%	37.5%	38.0%
校园媒体营销服务	收入	30.0	33.00	36.30	39.93
	增速	69.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	73.6%	70.0%	70.0%	70.0%
其他主营业务	收入	143.9	158.29	174.12	191.53
	增速	88.4%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	30.9%	33.0%	33.0%	33.0%
合计	收入	3571.0	4905.83	6530.58	8396.52
	增速	27.2%	37.4%	33.1%	28.6%
	毛利率	21.2%	21.5%	21.8%	22.1%

数据来源: wind, 西南证券

风险提示

行业监管政策趋严风险, 市场竞争加剧风险, 广告行业下行风险, 元宇宙战略进展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3570.97	4905.83	6530.58	8396.52	净利润	504.98	751.41	1024.19	1321.26
营业成本	2815.69	3843.41	5098.21	6534.98	折旧与摊销	4.61	1.26	1.26	1.26
营业税金及附加	7.22	9.92	13.20	16.97	财务费用	-5.62	-0.78	-4.00	-6.09
销售费用	148.49	203.59	267.75	361.05	资产减值损失	-0.19	0.00	0.00	0.00
管理费用	62.93	73.59	97.96	125.95	经营营运资本变动	-210.41	-116.07	-281.72	-283.70
财务费用	-5.62	-0.78	-4.00	-6.09	其他	2.03	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	-0.19	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	295.40	635.81	741.73	1031.72
投资收益	5.15	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	35.82	0.00	0.00	0.00	其他	-471.32	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-472.97	0.00	0.00	0.00
营业利润	581.46	776.11	1057.45	1363.66	短期借款	80.00	-100.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.82	-1.47	-1.58	-1.54	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	579.64	774.65	1055.87	1362.12	股权融资	21.30	0.00	0.00	0.00
所得税	74.66	23.24	31.68	40.86	支付股利	-209.03	-171.90	-260.57	-329.42
净利润	504.98	751.41	1024.19	1321.26	其他	-47.36	-11.69	4.00	6.09
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-155.09	-283.59	-256.57	-323.33
归属母公司股东净利润	504.98	751.41	1024.19	1321.26	现金流量净额	-332.66	352.21	485.16	708.39
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	779.84	1132.05	1617.21	2325.60	成长能力				
应收和预付款项	1615.62	1959.07	2691.51	3473.94	销售收入增长率	27.18%	37.38%	33.12%	28.57%
存货	8.00	10.92	12.48	17.56	营业利润增长率	37.71%	33.48%	36.25%	28.96%
其他流动资产	32.87	11.23	14.95	19.23	净利润增长率	39.18%	48.80%	36.30%	29.00%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	37.28%	33.79%	35.81%	28.83%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4.01	3.61	3.22	2.83	毛利率	21.15%	21.66%	21.93%	22.17%
无形资产和开发支出	1.73	1.20	0.66	0.13	三费率	5.76%	5.63%	5.54%	5.73%
其他非流动资产	767.55	767.22	766.88	766.55	净利率	14.14%	15.32%	15.68%	15.74%
资产总计	3209.61	3885.30	5106.93	6605.84	ROE	25.16%	29.05%	30.57%	30.43%
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.73%	19.34%	20.05%	20.00%
应付和预收款项	1039.06	1278.18	1734.18	2238.96	ROIC	63.05%	71.15%	72.89%	70.88%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.25%	15.83%	16.15%	16.18%
其他负债	63.37	20.43	22.44	24.73	营运能力				
负债合计	1202.43	1298.62	1756.62	2263.69	总资产周转率	1.27	1.38	1.45	1.43
股本	69.68	69.68	69.68	69.68	固定资产周转率	987.99	1287.84	1910.96	2775.24
资本公积	1076.41	1052.41	1052.41	1052.41	应收账款周转率	3.01	3.06	3.14	3.04
留存收益	861.09	1440.60	2204.22	3196.06	存货周转率	356.38	406.38	401.45	395.52
归属母公司股东权益	2007.18	2586.69	3350.31	4342.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.61%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2007.18	2586.69	3350.31	4342.15	资产负债率	37.46%	33.42%	34.40%	34.27%
负债和股东权益合计	3209.61	3885.30	5106.93	6605.84	带息债务/总负债	8.32%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.05	2.42	2.49	2.59
					速动比率	2.04	2.42	2.48	2.59
					股利支付率	41.39%	22.88%	25.44%	24.93%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	580.45	776.58	1054.71	1358.83	每股收益	7.25	10.78	14.70	18.96
PE	24.49	16.46	12.07	9.36	每股净资产	28.81	37.12	48.08	62.32
PB	6.16	4.78	3.69	2.85	每股经营现金	4.24	9.12	10.65	14.81
PS	3.46	2.52	1.89	1.47	每股股利	3.00	2.47	3.74	4.73
EV/EBITDA	18.84	18.97	13.51	9.96					
股息率	1.69%	1.39%	2.11%	2.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn