

证券研究报告

公司研究

公司点评

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

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): 复工复产推动业绩修复, 关注数字文化交易平台落地

2022年06月08日

本期内容提要:

事件: 三人行6月7日在投资者互动平台表示:

(1) 公司将继续做好主业经营, 持续开拓国民经济重要领域高预算品牌客户业务, 继续深挖汽车、消费品等行业的客户需求, 积极探索新的媒体发展趋势和新的技术迭代环境下的新型营销方式, 为客户提供更全面的整合营销服务。同时, 公司将利用19年来积累的头部客户资源优势、优秀人才优势, 科学积极地践行新赛道布局战略, 寻找更多战略支点, 打造第二增长曲线, 提升公司盈利能力, 以更出色的经营业绩和资本市场表现, 回报长期支持公司发展的股东。

(2) 公司与北京文化产权交易中心合作共同建立数字文化创意产品交易平台, 一方面是积极响应中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》中鼓励的关于文化数字内容的确权、评估、匹配、交易、分发等相关专业服务; 另一方面, 中共中央政治局近日就深化中华文明探源工程进行第三十九次集体学习中强调: 中华文明源远流长、博大精深, 是中华民族独特的精神标识, 要深入了解中华文明五千多年发展史, 把中国文明历史研究引向深入, 推动全党全社会增强历史自觉、坚定文化自信。公司积极响应学习精神, 和多地博物馆、人文景区等洽谈合作, 基于博物馆实物藏品和历史文化景区IP打造数字文化藏品IP, 共同挖掘传统文化载体的多重价值, 助力让更多文物和文化遗产活起来, 充分弘扬传统文化, 彰显文化自信。

点评:

- **受复工复产及平台经济健康发展推动, 22Q2起广告收入高速增长可期。**根据CTR数据, 22年4月广告市场花费同比下跌19.5%, 月度花费环比下跌9.4%, 广告行业受疫情影响已处于景气度低位, 公司场景活动服务、校园媒体营销服务等21年占比约10%, 相关线下业务受3-5月全国疫情影响有所承压, 短期看6月上海等地复工复产有望修复线下业务。我们在5月26日《稳增长是核心, 复工复产是第一要务, 关注线下消费回暖》中已提示公司线下校园媒体受益复工复产逻辑。
- **数字文化创意产品交易平台有望于近期落地, 监管口径对文化数字内容相对积极。**公司与北京文化产权交易中心合作共同建立数字文化创意产品交易平台, 积极响应了中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》中鼓励有关文化数字内容确权、评估、匹配、交易、分发等相关专业服务的政策和中共中央政治局有关深入了解中华文明发展史、把中国文明历史研究引向深入, 推动全党全社会增强历史自觉、坚定文化自信的要求。公司和多地博物馆、人文景区等洽谈合作, 基于博物馆实物藏品和历史文化景区IP打造数字文化藏品IP, 共同挖掘传统文化载体的多重价值, 平台有望

于近期落地，同时期待未来二次交易功能的实现为平台注入活力。

- **持续开拓和深挖汽车、消费品行业客户需求，保证业绩增长。**近年来，公司大力落实开拓汽车行业整合营销业务的发展战略，目前已积累一汽大众、一汽奔腾、一汽丰田、上汽通用凯迪拉克、东风本田、长城汽车等众多汽车行业优质客户；消费品行业方面，21年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。未来公司将继续深挖汽车、消费品等行业的客户需求，做好主业经营。
- **业绩前瞻：**我们预计 Q2 收入增速超 30%，Q3 起净利率回升将在下半年体现，全年盈利预测预期不变。

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。疫情主要影响公司线下场景营销及校园媒体业务（21 年整体占比约 10%），预计复工复产后整体业绩有所修复。我们维持前期盈利预测，预计 22-24 年归母净利润为 7.44/10.29/13.22 亿元，对应估值 14x/10x/8x，维持前期目标价 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，重申“复工复产+平台上线”逻辑坚定推荐。

风险因素：市场竞争加剧、经营性利率下降、行业政策变化、数字文化交易平台上线时间或表现不及预期等风险。

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%	26.7%	27.0%	25.7%
EPS(摊薄)(元)	5.86	7.25	7.33	10.14	13.03
市盈率 P/E(倍)	30.95	23.31	14.19	10.25	7.98
市净率 P/B(倍)	7.48	5.87	3.79	2.77	2.05

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 06 月 08 日收盘价

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,283	2,436	3,899	5,706	7,783
货币资金	1,104	780	1,211	1,870	2,862
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(合计)	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	4,673	6,480	8,557
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	2,782	3,811	5,133
负债和股东权益	2,433	3,210	4,673	6,480	8,557

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%	26.7%	27.0%	25.7%
EPS(摊薄)(元)	5.86	7.25	7.33	10.14	13.03
P/E	30.95	23.31	14.19	10.25	7.98
P/B	7.48	5.87	3.79	2.77	2.05
EV/EBITDA	27.77	19.99	11.89	7.95	5.48

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	416	556	789	1,096	1,409
EPS(当年)(元)	5.86	7.25	7.33	10.14	13.03

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	-48	0	0
吸收投资	1,052	0	32	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	431	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
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@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	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@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	刘韵	13620005606	liuyun@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了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。