

三人行(605168.SH): 22Q3 收入创新高但利润不及预期, 受制于渠道返点政策

2022年10月30日

事件: 三人行(605168.SH)于2022年10月20日发布2022年第三季度业绩报告。公司前三季度实现营业收入35.69亿元, yoy+66.62%, 归母净利润3.02亿元, yoy+15.88%, 扣非归母净利润2.39亿元, yoy+0.52%。

经拆分, 公司22Q3单季度营业收入15.36亿元(yoy+108.01%, qoq+34.97%), 归母净利润0.86亿元(yoy-8.37%, qoq-44.87%), 扣非归母净利润0.78亿元(yoy-18.57%, qoq-23.53%)。

点评:

- **公司第三季度营收稳增长, 主要系: 1) 成功拓展头部汽车客户:** 公司继续落实开拓汽车行业整合营销业务的发展战略, 凭着专业整合营销服务能力成功拓展如上汽通用别克、东风本田、一汽丰田、东风风神等优质客户。**2) 加大挖掘存量客户:** 公司通过构建更高效的营销方法论形成大客户广告投放规模效应, 存量客户粘性高, 公司加大挖掘原有消费品、电商等行业头部存量客户, 从而获得更多存量大客户的增量预算。
- **净利润同比下降8.43%, 增收不增利, 毛利率、净利率持续下滑。** 经拆分, 22Q3净利润0.86亿元(yoy-8.43%, qoq-44.87%)。22Q3毛利率12.76%(同比-8.9pct, 环比-4.2pct), 净利率5.59%(同比-7.1pct, 环比-8.1pct), 由此可见净利率下滑主要是毛利率下滑原因所导致的, 是因为下游部分渠道返点政策调整导致返点时间延后, 我们预计到第四季度净利会有释放。
- **期间费用率整体控制较好。** 22年前三季度销售费用1.73亿元(yoy+67.96%), 管理费用0.35亿元(yoy-20.45%), 研发费用0.29亿元(yoy+45%)。22Q3单季度销售费用率4.84%(同比+0.04pct), 管理费用率0.99%(同比-1.05pct)下降系因推进降本增效, 研发费用0.8%(同比-0.15pct)。

投资建议: 三人行22Q3经营性利润不及预期, 但我们展望四季度营销旺季, 21Q4/20Q4收入占全年比例40.02%/34.58%, 归母占全年比例48.32%/49.59%, 22Q4有望拉动公司盈利能力回升, 同时广告行业整体Q4有望筑底回升, 我们调低了公司的经营性利润, 调高了公司的投资收益部分, 整体盈利预测维持不变, 我们预计22-24年归母净利润为7.44/10.29/13.22亿元, 同比增长45.38%/38.25%/28.50%, 10月28日收盘价对应估值10x/7x/5x, 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、数字文化交易平台上线时间不确定及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	5,946	9,015	11,507
增长率 YoY %	72.1%	27.2%	66.5%	51.6%	27.6%
归母净利(百万元)	363	505	744	1,029	1,322
增长率 YoY%	87.4%	39.2%	47.4%	38.3%	28.5%
毛利率%	19.5%	21.2%	16.7%	16.6%	17.0%
净资产收益率ROE%	21.5%	25.2%	28.8%	28.5%	26.8%
EPS(摊薄)(元)	3.58	4.98	7.34	10.15	13.04
市盈率 P/E(倍)	19.56	14.06	9.54	6.90	5.37
市净率 P/B(倍)	4.20	3.54	2.75	1.96	1.44

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价

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	4,152	5,832	8,013	
货币资金	1,104	780	1,893	3,150	3,951	
应收票据	0	4	4	10	9	
应收账款	925	1,450	1,870	2,171	3,361	
预付账款	40	116	150	239	314	
存货	8	8	31	22	46	
其他	206	78	205	240	334	
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	4,926	6,606	8,787	
流动负债	742	1,188	2,328	2,979	3,838	
短期借款	20	100	20	20	20	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	620	923	2,039	2,568	3,317	
其他	102	166	269	390	501	
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	2,342	2,993	3,852	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司 股东权益	1,690	2,007	2,584	3,613	4,935	
负债和股东权益	2,433	3,210	4,926	6,606	8,787	

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	5,946	9,015	11,507	
同比(%)	72.1%	27.2%	66.5%	51.6%	27.6%	
归属母公司 净利润	363	505	744	1,029	1,322	
同比(%)	87.4%	39.2%	47.4%	38.3%	28.5%	
毛利率(%)	19.5%	21.2%	16.7%	16.6%	17.0%	
ROE(%)	21.5%	25.2%	28.8%	28.5%	26.8%	
EPS(摊薄)(元)	3.58	4.98	7.34	10.15	13.04	
P/E	19.56	14.06	9.54	6.90	5.37	
P/B	4.20	3.54	2.75	1.96	1.44	
EV/EBITDA	27.77	19.99	7.43	3.90	2.36	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	2,808	3,571	5,946	9,015	11,507	
营业成本	2,260	2,816	4,953	7,514	9,546	
营业税金及附加	6	7	20	36	37	
销售费用	111	148	213	329	458	
管理费用	37	63	72	130	155	
研发费用	8	31	45	75	82	
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	151	156	180	
其他	29	65	62	93	118	
营业利润	422	581	862	1,179	1,527	
营业外收支	-1	-2	0	0	0	
利润总额	421	580	862	1,179	1,527	
所得税	59	75	117	150	204	
净利润	363	505	744	1,029	1,322	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	363	505	744	1,029	1,322	
EBITDA	416	556	706	1,023	1,348	
EPS(当年)(元)	5.86	7.25	7.34	10.15	13.04	

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	1,211	1,102	622	
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	-151	-156	-180	
营运资金变动	-250	-204	617	228	-521	
其它	2	-24	0	0	0	
投资活动现金流	-226	-473	150	155	179	
资本支出	-26	-153	-1	-1	-1	
长期投资	-205	-326	0	0	0	
其他	4	6	151	156	180	
筹资活动现金流	890	-155	-248	0	0	
吸收投资	1,052	0	41	0	0	
借款	30	102	-80	0	0	
支付利息或股息	-105	-210	-209	0	0	
现金净增加额	780	-333	1,113	1,257	801	

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、新消费等多个板块，元宇宙二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice最佳分析师第一、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
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@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	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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。