

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

CINDASECURITIESCO., 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）：推出“一个”AI， 多模态AI助力中小广告主

2023年12月18日

事件：公司12月15日微信公众号发文，三人行开创性推出一款营销领域多模态AI产品：“一个”AI，进一步使用AI技术持续拓展营销边界。该营销类AI产品，依托科大讯飞星火大模型3.0及三人行二十年专业营销经验和数据，专为中小广告主提供专业智能营销服务，包括前期营销策略、中期创意输出、后期智能投放的全流程营销服务。

点评：

- 什么是“一个”AI？三人行推出多模态AI产品“一个”AI，将为中小广告主智能化提供包括前期营销策略、中期创意输出、后期智能投放的全流程营销服务：1) 前期营销策略：根据使用者提供的相关信息、预期营销目标等内容，在营销产品数据库中快速整合符合使用者所需营销品牌的行业趋势、竞争格局情况，完成品牌营销定位、核心目标人群等完整的营销策略。2) 中期创意输出：基于前期生成的营销策略，智能化生成营销海报、文案、以及用于电商直播的虚拟人资源等一系列营销创意物料，根据费用预算生成媒介投放组合。3) 后期智能投放：可以通过这款营销产品后台直接下单完成广告智能投放。
- 打造第二增长曲线，拓展人工智能领域创新业务。“一个”AI的落地，是23年3月公司与科大讯飞开启战略合作后的产物。依托科大讯飞星火大模型3.0及三人行二十年专业营销经验和数据，为客户营销提效、创造更多价值。公司提供的营销服务可以协同整合媒体与场景、线上与线下等营销信息传播渠道，多场景、广覆盖、高效率地传播客户营销信息，且结合互联网新技术的更新迭代，利用ChatGPT、shopify等AIGC工具不断完善AI创新能力，在广告营销方面突破传统营销界限。
- 成立子公司发力数据要素，与贵阳大数据交易所合作，进行数据处理及交易业务。国家发展改革委12月15日发布《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026年）（征求意见稿）》，提出总体目标：到2026年底培育一批创新能力强、市场影响力大的数据商和第三方专业服务机构，数据产业年均增速拟超过20%，数据交易规模增长1倍。公司多年来为运营商、银行、保险类企业客户提供专业的业务服务，并与该类客户建立了长期合作的信任关系，公司通过与贵阳大数据交易所合作，作为客户的数据供给、数据采购、数据交易等方面的代理服务商，以满足客户除原有的广告营销需求外的数据采购和数据交易业务需求。并且公司于23年7月出资3亿设立贵州三人行数据要素智能科技有限公司，为客户提供数据采买、数字媒体资源采买、数字化转型等综合数字技术服务，持续丰富公司为客户提供的业务服务内容。
- 投资建议：【三人行】稳定拥有多个行业头部国企客户，除伊利、三大运营商、四大行以外，22年起加速开发一汽奥迪、东风汽车等核心汽车新客户。我们预计公司23-25年营收65.07/79.26/93.68亿元，同比增

速 15.1%/21.8%/18.2%，归母净利润为 10.02/13.05/15.63 亿元，同比增速 36.0%/30.3%/19.7%，对应 23-25 年 PE 分别为 10/8/7 xPE，维持“买入”评级。

- 风险因素：AIGC 技术及应用不及预期风险；客户流失风险；公司经营不确定性；宏观经济波动风险等。

表 1 重要财务指标

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	3,571	5,653	6,507	7,926	9,368
同比(%)	27.2%	58.3%	15.1%	21.8%	18.2%
归属母公司净利润（百万元）	505	736	1,002	1,305	1,563
同比(%)	39.2%	45.8%	36.0%	30.3%	19.7%
毛利率(%)	21.2%	16.7%	19.6%	20.6%	21.1%
ROE (%)	25.2%	28.6%	33.7%	37.7%	33.7%
EPS（摊薄）（元）	3.42	4.98	6.78	8.83	10.57
P/E	20.76	14.24	10.47	8.03	6.71
P/B	5.22	4.07	3.52	3.03	2.26

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 12 月 15 日收盘价

资产负债表					单位: 百万元
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,436	3,982	3,828	5,321	5,564
货币资金	780	559	195	335	366
应收票据	4	9	12	14	17
应收账款	1,450	3,083	3,171	4,447	4,557
预付款项	116	220	277	334	392
存货	8	15	28	24	37
其他	78	96	145	167	196
非流动资产	773	1,325	1,640	1,972	2,328
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	4	5	5	6	5
无形资产	2	30	30	30	29
其他	768	1,290	1,605	1,936	2,294
资产总计	3,210	5,307	5,468	7,292	7,892
流动负债	1,188	2,594	2,274	3,613	3,037
短期借款	100	380	730	730	730
应付票据	0	295	208	397	313
应付账款	923	1,721	1,187	2,311	1,795
其他	166	198	150	175	200
非流动负债	14	116	199	199	199
长期借款	0	39	119	119	119
其他	14	78	81	81	81
负债合计	1,202	2,710	2,473	3,812	3,236
少数股东权益	0	20	20	21	21
归属母公司股东权益	2,007	2,578	2,975	3,460	4,635
负债和股东权益	3,210	5,307	5,468	7,292	7,892

利润表					单位: 百万元
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,571	5,653	6,507	7,926	9,368
营业成本	2,816	4,710	5,234	6,296	7,391
营业税金及附加	7	13	11	13	16
销售费用	148	257	329	401	473
管理费用	63	58	66	81	95
研发费用	31	42	54	66	78
财务费用	-6	15	25	43	41
减值损失合计	0	-1	1	0	0
投资净收益	5	-5	7	8	9
其他	65	288	323	416	454
营业利润	581	841	1,118	1,451	1,737
营业外收支	-2	-2	-2	0	0
利润总额	580	839	1,115	1,451	1,737
所得税	75	103	113	145	174
净利润	505	736	1,002	1,306	1,563
少数股东损益	0	0	0	0	1
归属母公司净利润	505	736	1,002	1,305	1,563
EBITDA	556	614	930	1,158	1,415
EPS(当年)(元)	7.25	8.35	6.78	8.83	10.57

现金流量表					单位: 百万元
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	295	-155	-103	1,008	463
净利润	505	736	1,002	1,306	1,563
折旧摊销	21	24	25	25	26
财务费用	3	18	39	51	51
投资损失	-5	5	-7	-8	-9
营运资金变动	-204	-738	-883	-13	-788
其它	-24	-200	-280	-353	-379
投资活动现金流	-473	-278	8	5	6
资本支出	-153	-39	-167	-3	-3
长期投资	-326	-241	-312	-353	-379
其他	6	3	487	361	388
筹资活动现金流	-155	131	122	-472	-639
吸收投资	0	56	36	0	0
借款	102	645	430	0	0
支付利息或股息	-210	-226	-346	-472	-639
现金净增加额	-333	-301	-273	141	31

重要财务指标					单位: 百万元
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,571	5,653	6,507	7,926	9,368
同比(%)	27.2%	58.3%	15.1%	21.8%	18.2%
归属母公司净利润	505	736	1,002	1,305	1,563
同比(%)	39.2%	45.8%	36.0%	30.3%	19.7%
毛利率(%)	21.2%	16.7%	19.6%	20.6%	21.1%
ROE(%)	25.2%	28.6%	33.7%	37.7%	33.7%
EPS(摊薄)(元)	3.42	4.98	6.78	8.83	10.57
P/E	20.76	14.24	10.47	8.03	6.71
P/B	5.22	4.07	3.52	3.03	2.26
EV/EBITDA	19.99	14.55	12.03	9.54	7.79

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。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有5年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队成员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业2年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业3年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等美股研究以及结合海外映射对A股港股的覆盖。

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、意见及推測仅供参考，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； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。