

三人行(605168)深度报告

国内领先整合营销服务商，科技化布局开启成长新篇章

传媒 股票投资评级：增持|维持

证券分析师 王晓萱

证书编号 S1340522080005

中邮证券

发布时间：2025-10-30

- **深耕广告营销领域二十余载，加速向多元化科技集团演进。**三人行传媒集团成立于2003年，早期以校园传媒为主要业务，2014年转型切入移动互联网营销领域，业务版图由校园场景逐步延展至多行业客户。目前凭借二十余年的深耕积累，公司已构建覆盖华北、西北、西南等九大片区的全国化营销服务网络，业务辐射北京、上海、广州、西安、成都等30余座核心城市。在稳固主业优势的基础上，公司近年积极拓展产业边界，前瞻布局人工智能、算力芯片、体育彩票等新兴领域，逐步形成以营销服务、产业投资、智能科技为核心的多元化业务格局，加速从传统营销服务商向综合科技集团升级转型。2024年及2025年上半年，公司分别实现营业收入42.08/16.57亿元，同比下降20.35%/13.36%；实现归母净利润1.23/1.44亿元，对应同比变动-76.65%/+10.83%。
- **广告营销业务：“产品+渠道+客群”造就经营韧性，积极抢占“AI+营销”新高地。**2024年我国广告市场规模约1.82万亿元，同比增长10.0%，行业增速较前期有所回落。短期看，广告投放与企业生产、销售节奏高度相关，年末至次年初为传统生产旺季，有望带动营销需求阶段性回暖；中长期来看，高景气赛道需求韧性与数字化营销模式持续深化，叠加出海及媒介资源持续丰富带来的增量空间，行业结构与总量机遇并存，景气度有望逐步回升。公司作为国内领先的整合营销服务商，能够提供全链路营销服务，同时长期深耕校园场景与互联网媒体两大核心阵地，具备稀缺的“线上+线下”媒介资源卡位优势，叠加常年服务通信运营商、消费品、金融、汽车等高景气行业头部客户形成的经营韧性，在行业复苏过程中有望率先受益。此外，在既有优势基础上，公司亦前瞻布局“AI+”应用，已打造AI全链路营销智能体“一个”，并持续研发营销AI Agent等创新产品，有望进一步在智能化发展浪潮中抢占先机。
- **算力服务：战略合作龙头芯片代理商，“算力+数据+场景”协同发展。**2024年，我国算力规模约796.8EFLOPS，同比增长67.39%；其中智能算力规模为725.3 EFLOPS，同比增长74.06%，占总算力比重约91.03%。伴随AI技术的持续演进与应用场景的不断拓展，预计智算需求规模将进一步增长至2028年的2781.9EFLOPS。芯片作为算力体系的底层核心，行业格局高度集中。根据伯恩斯坦及IOT统计，2025年中国AI芯片CR3（英伟达、AMD、华为）预计超过85%，全球数据中心GPU市场中英伟达单一市占率达92%（2025年3月）。凭借生态优势、产品通用能力与持续技术迭代，海内外头部厂商市场份额预计仍将进一步提升。科通技术是国内领先的芯片应用设计与分销服务商，已代理超过80家核心芯片企业产品，同时是英伟达中国区总代理。公司是科通技术战略股东，双方已在数据中心、算力服务等领域建立长期合作关系。依托科通技术在AI算力端的稀缺资源优势，公司已将品牌、数据及客户资源与算力基础能力深度融合，并构建了“算力+数据+营销”一体化布局，同时正逐步探索“AIDC+营销”新业务模式，有望培育新增长点。

- **体彩业务：承体育产业发展东风，全链布局发力新蓝海。** 2024年/2025年前8月，我国体育彩票销售额约4155.3/2808.93亿元，对应同比增长7.86%/1.36%。随着体育参与度提升及世界杯、冬奥会等大型赛事临近，预计2026年行业有望迎来高增。公司目前已全面切入体彩产业链，并已在全国落地30余家体彩形象店、签约近1000家院线门店，同时独家代理法国、德国国家队及巴萨、曼城、利物浦等顶级足球IP资源。此外，公司积极开展体彩技术研发，已推出智能体AI赛事预测平台、完成体育赛事智能机器人原型机落地，并即将参与“体彩上高铁”项目。后续凭借渠道、IP与技术三线协同优势，叠加行业持续向好，体彩有望成为公司未来业绩核心增长引擎。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司2025/2026/2027年营业收入分别为36.91/42.08/45.69亿元，与原预测保持一致。但考虑到当前广告需求仍待修复，营销类企业议价能力提升空间有限，我们小幅下调盈利预测，归母净利润由原预测的3.53/5.02/5.61亿元调整至3.53/4.70/5.44亿元；对应EPS由1.68/2.38/2.66元调整至1.68/2.23/2.58元。根据10月28日收盘价，分别对应18/14/12倍PE，维持“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求修复不及预期，行业竞争加剧风险，新业务拓展不及预期，AI投入不及预期。

盈利预测（人民币）（截至2025年10月28日）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,208	3,691	4,208	4,569
增长率(%)	-20.35	-12.28	13.98	8.60
EBITDA(百万元)	322	434	532	599
归属母公司净利润(百万元)	123	353	470	544
增长率(%)	-76.65	186.57	32.93	15.72
EPS(元/股)	0.58	1.68	2.23	2.58
市盈率 (P/E)	51.60	18.01	13.55	11.70
市净率 (P/B)	2.37	2.44	2.55	2.68
EV/EBITDA	23.96	14.02	10.75	9.42

目录

1. 国内领先整合营销服务商，多元布局加速向科技集团演进
2. 广告营销业务：行业修复可期，四维优势奠定发展先机
3. 算力服务：AI发展推动需求高增，绑定优质供应商精准卡位
4. 体育彩票：承体育产业发展东风，全链布局发力新蓝海
5. 盈利预测与投资建议
6. 风险提示

1

国内领先整合营销服务商，多元布局加速向科技集团演进

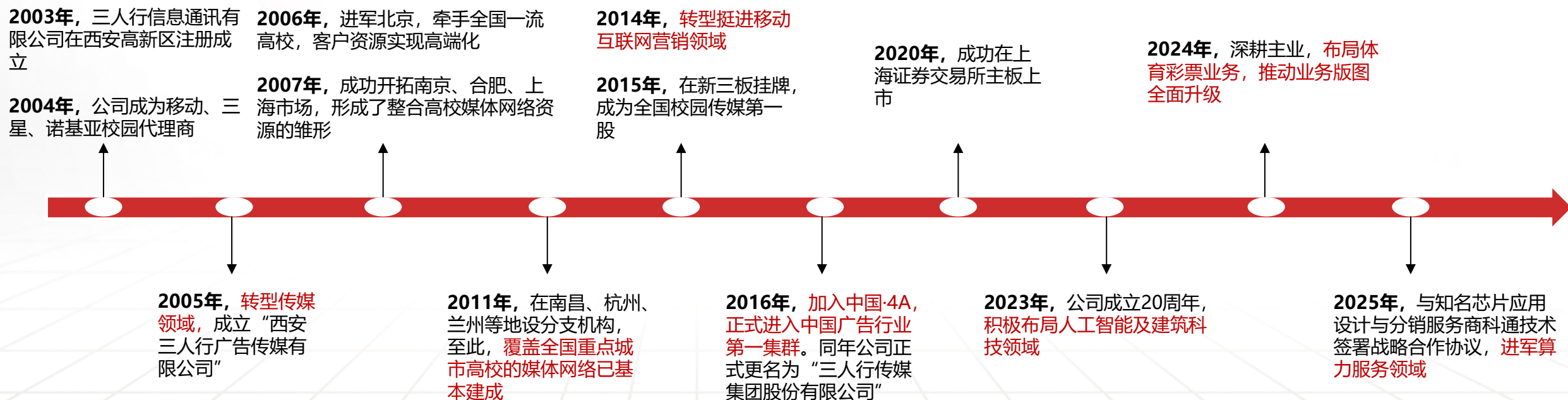
1.1 深耕广告营销领域二十余载，加速向多元化科技集团演进

1.2 行业承压累及业绩表现，边际改善趋势已现

1.1 深耕广告营销领域二十余载，加速向多元化科技集团演进

- **国内领先整合营销服务商，延展布局新兴赛道，加速向多元化科技集团演进。**三人行传媒集团成立于2003年，早期以校园传媒为主要业务，2014年转型切入移动互联网营销领域，业务版图由校园场景逐步延展至多行业客户。目前凭借二十余年的深耕积累，公司已构建覆盖华北、西北、西南等九大片区的全国化营销服务网络，业务辐射北京、上海、广州、西安、成都等30余座核心城市，服务体系涵盖策略策划、媒介投放与整合传播等线上线下全链条环节。在稳固主业优势的基础上，公司近年积极拓展产业边界，前瞻布局人工智能、算力芯片、体育彩票等新兴领域，逐步形成以营销服务、产业投资、智能科技为核心的多元化业务格局，加速从传统营销服务商向综合科技集团升级转型。

图表1：公司发展历程



1.1 深耕广告营销领域二十余载，加速向多元化科技集团演进

- 公司以营销服务为核心，同步拓展产业投资、智能科技、体育彩票等新领域，目前已形成多元化业务布局。其中，
1) 营销业务：公司主要为客户提供数字营销、场景活动及校园媒体等综合营销服务，覆盖策略策划、内容创意、媒介投放及落地执行等环节，能够满足客户在全国范围内的品牌传播及产品推广需求；**2) 产业投资业务：**公司重点投资具备成长潜力的高新技术及创新企业，关注科技成果转化及新技术、新产品的产业化方向。目前已投资巨子生物、华润饮料等上市公司，并持有华龙证券、荣耀、智同科技等拟上市企业股权；**3) 智能科技业务：**公司一方面推进AI技术在营销主业中的应用，另一方面布局ICT集成与算力服务，构建“算力+数据+场景”一体化业务体系；**4) 体育彩票业务：**公司通过建设销售网点及合作渠道开展体育彩票销售与运营服务，合作伙伴包括万达影院、浙江时代影院、太平洋院线等，并探索结合IP授权打造主题门店。此外，公司亦具备建筑工程总承包及专业施工等多项资质，能够提供涵盖建筑施工、装饰装修、供应链与配套服务等各类环节的建筑科技类业务。

图表2：公司业务介绍

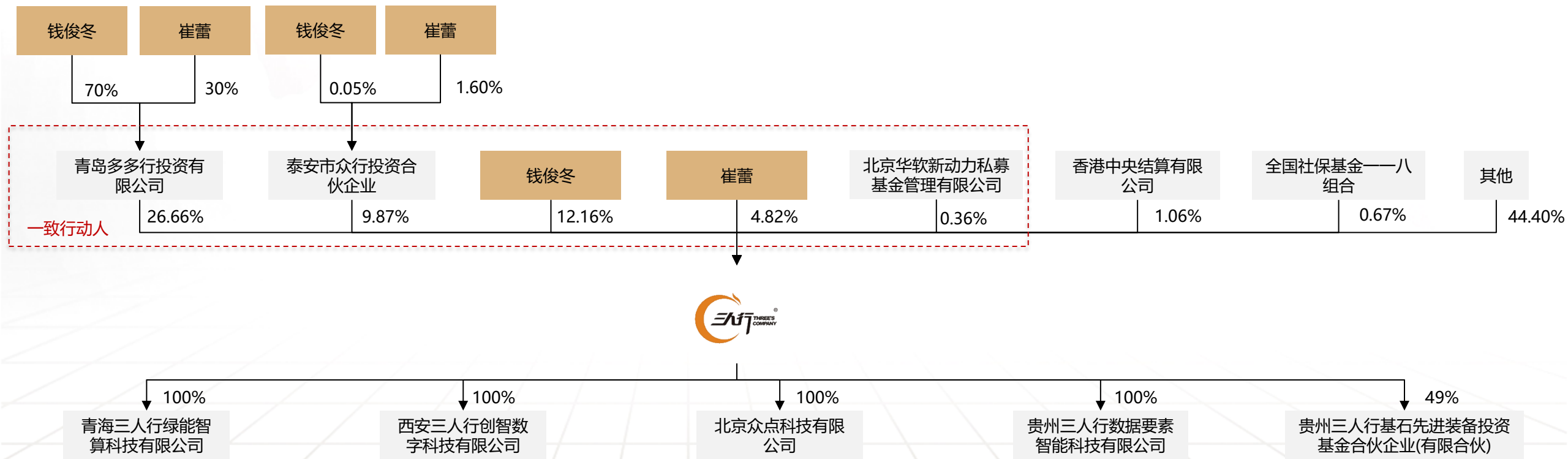
业务类型	业务介绍	业务进展
广告营销	为客户提供数字营销、场景活动及校园媒体等综合营销服务，覆盖策略策划、内容创意、媒介投放及落地执行等环节，能够满足客户在全国范围内的品牌传播及产品推广需求。	公司媒体资源覆盖全国，客户结构多元。线下校园媒体网络已覆盖全国31个省、900余所高校，并与字节跳动、腾讯、新浪、搜狐、网易、爱奇艺等互联网平台建立合作关系。客户涵盖通信、金融、互联网、快消、汽车及公共服务等多个领域，包括中国移动、中国电信、工商银行、京东、伊利、一汽集团及国家体彩中心等。
产业投资	公司围绕核心科技及高技术领域推进产业投资布局，重点关注具备技术创新能力、成果转化路径清晰及具备商业化潜力的项目，布局领域涵盖军工及高端制造、金融科技、新能源、大数据与新消费等多个方向。	公司已投资巨子生物、华润饮料、优然牧业、亚信科技等上市企业，整体投资收益率约66%。在投项目包括华龙证券、中环智慧、荣耀、智同科技等，另布局华鹰人机、麒麟软件等长期项目，并与多地政府、央企及金融机构开展基金管理合作。
智能科技	公司一方面将AI技术引入传统主业，探索其在内容创作、媒介投放和数据分析等环节的应用，推动营销流程的数字化、智能化升级；另一方面积极布局ICT及算力服务新业务，逐步构建“算力+数据+场景”一体化服务体系。	传统主业方面，公司推出多模态AI营销产品“一个AI”、虚拟人、智能营销后台等多个产品，并通过引入ChatGPT、Shopify智能数据分析功能推动运营环节降本增效；算力业务方面，公司已与芯片设计及分销服务商科通技术签署战略合作协议，作为战略股东在芯片销售、产业资源共享、AIDC数据中心及算力服务等领域开展长期协作。
体育彩票	通过自建渠道布局全国体育彩票销售网点，并与多家院线合作开展销售及运营业务，同时结合IP授权打造特色化体彩主题门店。	截至2025年上半年，公司已在全国落地30余家商业综合体体彩形象店，并签约近1000家院线渠道门店；同时独家代理阿根廷、法国、德国国家队及巴塞罗那、曼城、利物浦等国际知名俱乐部的顶级足球IP资源。

资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所

1.1 深耕广告营销领域二十余载，加速向多元化科技集团演进

- **公司股权相对集中，实际控制人为创始人钱俊冬、崔蕾夫妇。**公司第一大股东青岛多多行投资有限公司为钱俊冬先生控股企业；泰安市众行投资合伙企业为公司员工持股平台，由钱俊冬先生控制，崔蕾女士为其有限合伙人。此外，北京华软新动力私募基金管理有限公司旗下的新动力大运量化FOF2号私募证券投资基金亦为与钱俊冬、崔蕾夫妇的一致行动人。截至2025年9月，钱俊冬先生和崔蕾女士（含直接及间接持股）直接持有公司30.92%和15.87%的股份，一致行动人合计持股53.88%。

图表3：公司股权结构（截至2025年9月）



资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

1.1 深耕广告营销领域二十余载，加速向多元化科技集团演进

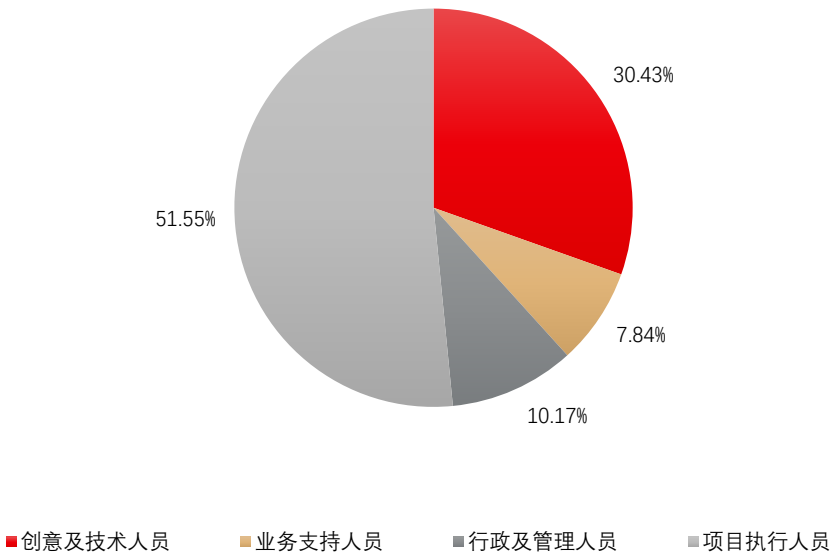
- **管理团队深耕广告传媒领域多年，具备丰富的行业经验与资源整合能力。**其中，董事长兼总经理钱俊冬先生自2003年创立公司以来，持续推动公司在广告营销与多元业务领域的发展；副总经理王川先生具备丰富的传媒及品牌管理经验，曾在奥美世纪、阳光卫视等知名机构任职。其余高管亦在品牌传播、市场拓展、财务管理及资本运作等方面具备专业背景，为公司在营销主业深化与多元业务拓展中提供了稳定的管理支撑与行业资源基础。
- **公司持续强化技术与创意能力建设，创意及技术人员占比较高。**随着AI等新技术在营销行业的持续渗透，公司不断加大技术团队建设与创意研发投入。截至2024年底，公司创意及技术人员占比约30.43%，在整体人员结构中已保持较高水平。

图表4：公司核心管理层从业经验丰富

姓名	职务	主要经历
钱俊冬	董事长、总经理	硕士学历，中欧国际工商学院EMBA。2003年创立三人行并担任三人行传媒集团股份有限公司执行董事兼总经理，现任三人行传媒集团股份有限公司董事长兼总经理。
史润	副总经理	本科学历。曾在北京熙林互动广告有限公司、奥美世纪（北京）广告有限公司任职。2016年加入三人行，现任三人行传媒集团股份有限公司副总经理。
张昊	副总经理	本科学历。曾在陕西移动西安周至分公司、陕西移动西安长安分公司、陕西移动西安金花分公司、陕西移动西安分公司市场部任职。2016年加入三人行，现任三人行传媒集团股份有限公司董事兼副总经理。
王川	副总经理	本科学历，中欧国际工商学院EMBA。曾在阳光卫视、北京广告有限公司、鹏远（北京）管理咨询有限公司、奥美世纪（北京）广告有限公司、北京泰弈传奇文化传播有限公司任职。2016年加入三人行，现任三人行传媒集团股份有限公司董事兼副总经理。
李达	副总经理、董事会秘书	硕士研究生学历。曾在中国银河证券股份有限公司、四川省新万兴碳纤维复合材料有限公司任职。2017年加入三人行，现任三人行传媒集团股份有限公司副总经理、董事会秘书。
张文菊	财务总监	硕士学历，中国注册会计师，中级会计职称。2004年至2008年任目标软件（北京）有限公司财务总监，2008年至2015年9月任任北京安信华科技股份有限公司财务总监，2015年9月至今任北京安信华科技股份有限公司任董事、财务总监、董事会秘书。2017年9月起任北京捷成世纪科技股份有限公司财务总监。现任北京安信华科技股份有限公司董事、董事会秘书及财务总监。

资料来源：iFind，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表5：公司人员架构（截至2024年12月）

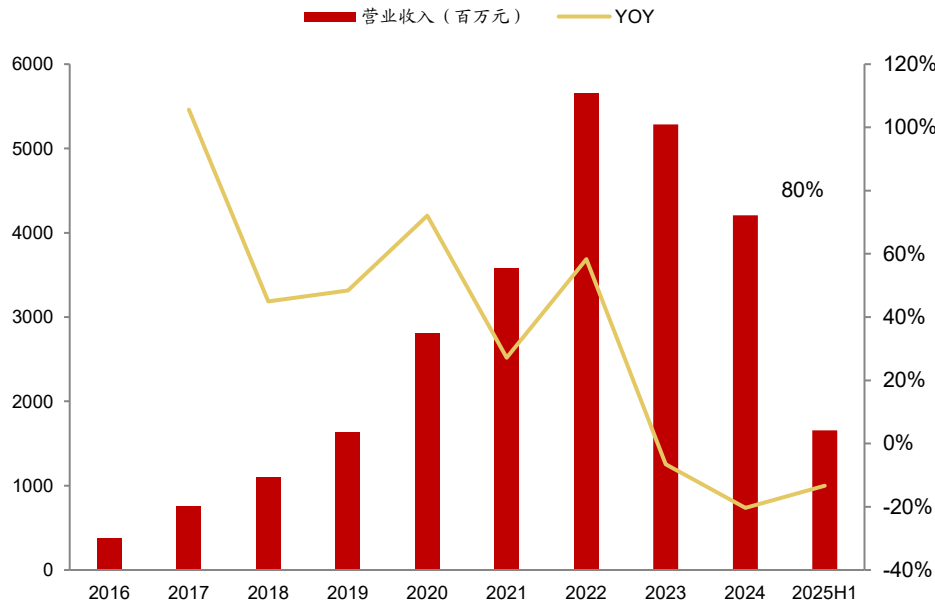


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

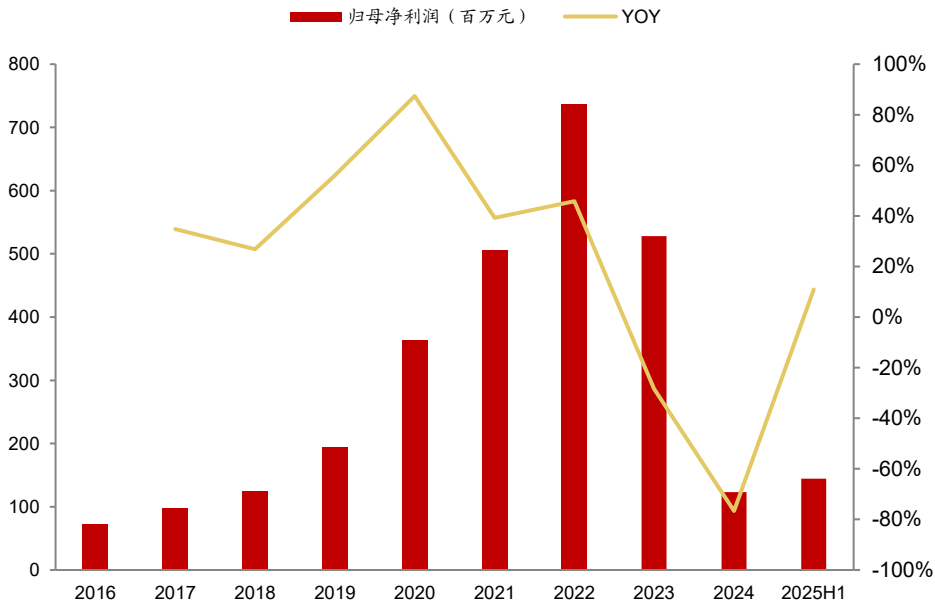
1.2 行业承压累及业绩表现，边际改善趋势已现

- **营收短期承压，盈利能力边际改善。** 2024年及2025年上半年，公司分别实现营业收入42.08/16.57亿元，同比下降20.35%/13.36%；实现归母净利润1.23/1.44亿元，对应同比变动-76.65%/+10.83%。收入端受宏观环境偏弱及客户营销预算收缩影响，公司业绩阶段性承压；利润端得益于业务结构优化、成本管控加强及运营效率提升，净利润增速实现同比反转。展望后续，随着AI等新技术在管理及运营环节的深化应用，以及公司降本增效举措的持续推进，盈利能力有望进一步提升。

图表6：公司营业收入（百万元）及增速



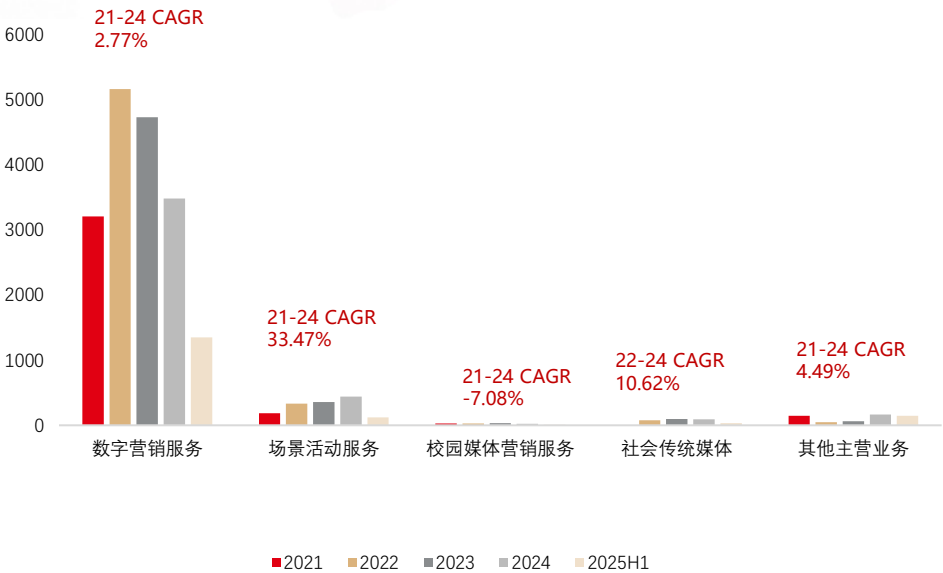
图表7：公司归母净利润（百万元）及增速



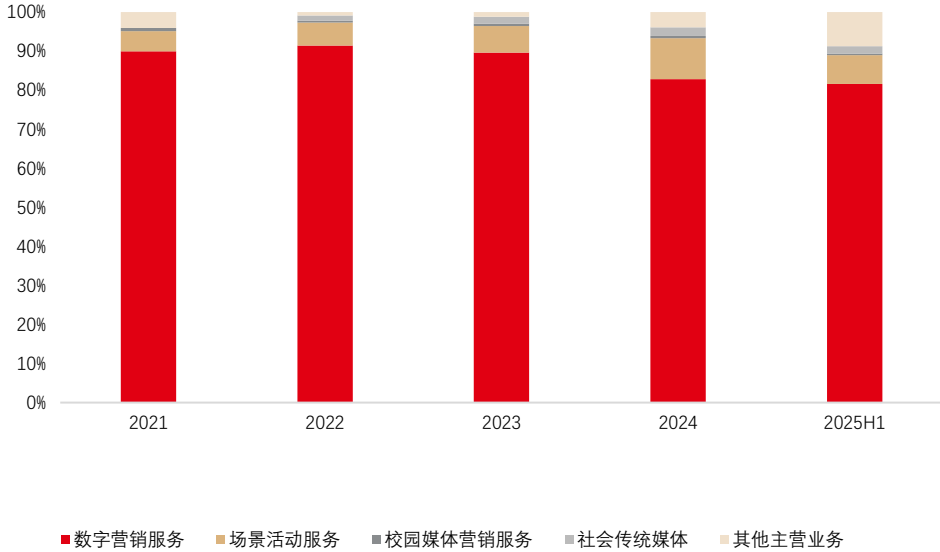
1.2 行业承压累及业绩表现，边际改善趋势已现

- **分业务看，营销业务板块为公司提供核心收入支撑，多元化布局稳步推进。**公司主营业务聚焦营销服务，2024/2025H1，三大营销板块（数字营销服务、场景活动、校园媒体）合计收入占比分别为93.91%/89.36%。其中，数字营销为最主要收入来源，24/25H1分别实现收入34.83/13.52亿元，占总营收比重分别为82.85%/81.61%。除营销主业外，公司持续推进产业投资、智能科技、体育彩票等多元业务布局，目前体量较小，保持稳健增长的态势。2024/2025H1，公司其他主营业务收入分别为1.64/1.44亿元，占比分别为3.91%/8.70%。

图表8：公司分业务收入（百万元）及复合增速



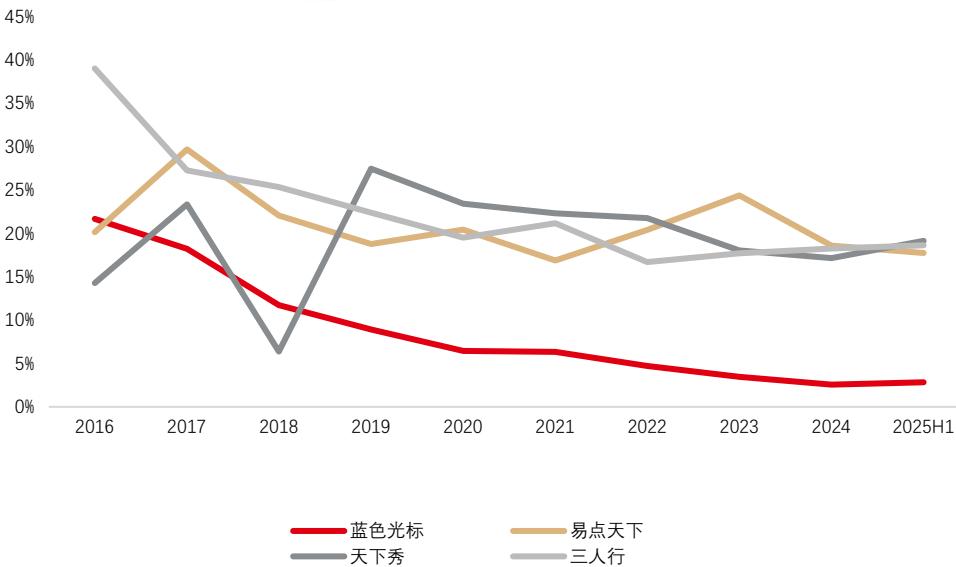
图表9：公司分业务收入结构



1.2 行业承压累及业绩表现，边际改善趋势已现

- **行业下行周期盈利能力普遍承压，公司毛利率波动符合行业趋势。**2024年及2025年第一季度，公司毛利率分别为18.24%/18.62%，同比变动+0.53/-0.46pct。受行业整体景气度下降影响，广告营销类企业毛利率普遍回落，公司毛利率降幅相对温和，整体走势与行业趋势保持一致。
- **营销投入增加带动销售费用率上升，研发与管理支出保持稳健。**2024年公司销售、管理及研发费用率分别为7.60%、1.46%和1.45%，2025年上半年分别为8.09%、1.70%和1.45%。在行业承压阶段，公司为巩固客户资源及拓展市场适度加大营销投入，导致销售费用率阶段性上升；研发与管理费用率维持在相对稳定区间，整体费用结构保持合理。

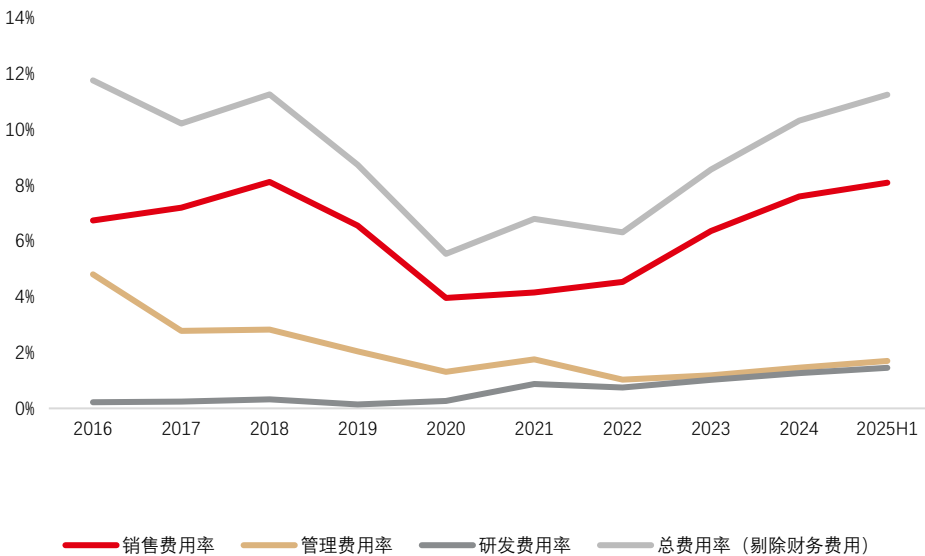
图表10：公司毛利率表现相对稳健



资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表11：2016-2025H1公司费用率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2

广告营销业务：行业修复可期，四维优势奠定发展先机

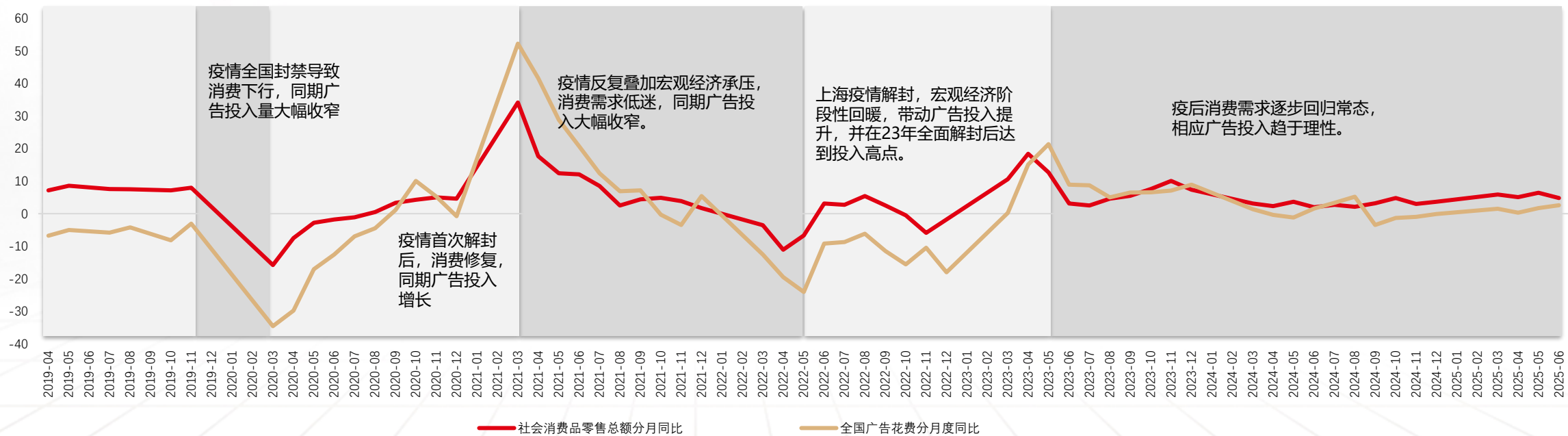
2.1 行业：Q4旺季临近有望实现阶段性复苏，中长期仍具市场空间

2.2 三人行：“产品+渠道+客群”造就经营韧性，积极抢占“AI+”新高地

2.1 行业：Q4旺季临近有望实现阶段性复苏，中长期仍具市场空间

- **广告营销与宏观经济周期高度联动，是典型的顺周期经济行业。**广告支出在企业财务结构中属于经营性可变成本，规模直接受企业营收预期与利润目标驱动。当宏观经济景气、居民消费活跃时，企业收入预期上升，广告主通常会增加品牌投放与营销预算以抢占增量市场，从而带动广告投放规模同步扩张；反之，在经济下行或需求收缩阶段，企业对未来经营目标预期偏向谨慎，广告投入随之减少。从历史数据来看，社零总额与全国广告刊例花费同比变化之间呈现高度相关性，亦验证了广告的宏观经济顺周期特征。

图表12：中国社零规模与广告刊例花费同比增速对比（%）



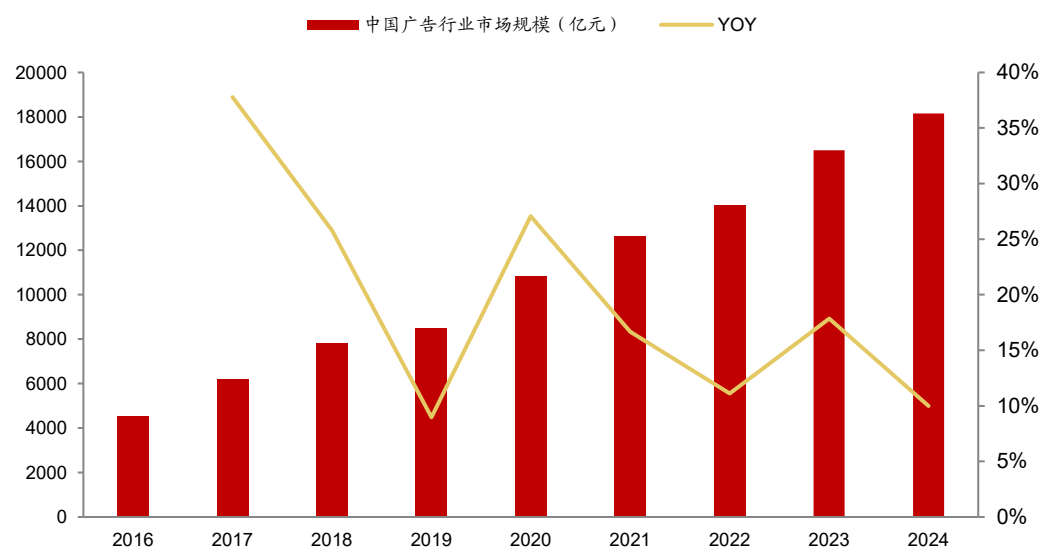
资料来源：iFind，国家统计局，CTR，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

2.1 行业：Q4旺季临近有望实现阶段性复苏，中长期仍具市场空间

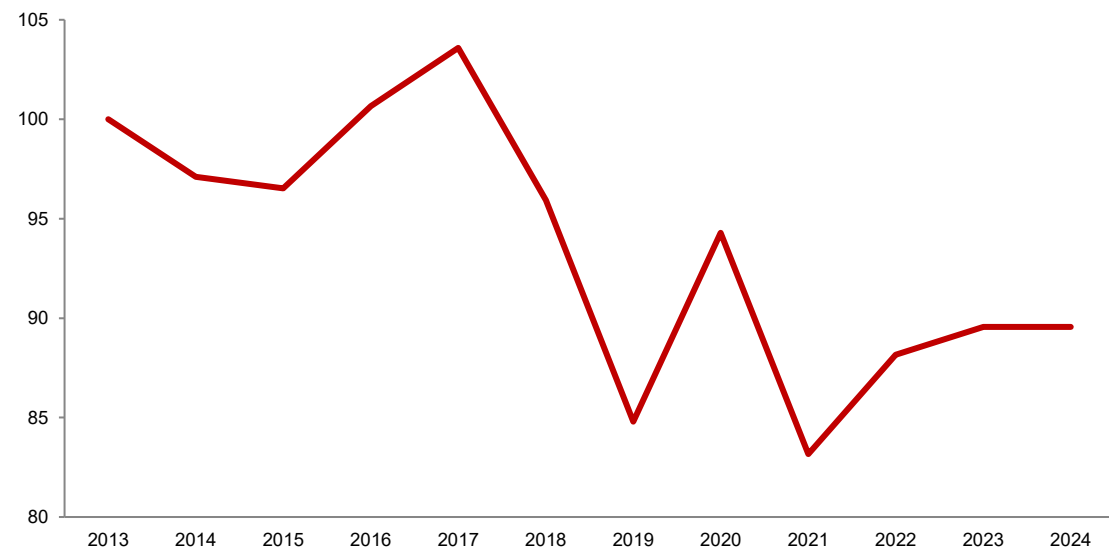
- 近年我国广告行业整体市场规模虽有所增长，但实际投放力度仍处于历史低位。广告市场自疫后保持恢复性增长，但受消费需求疲软影响，市场增速较前期高位阶段已明显放缓，行业整体仍处于修复阶段。根据商启咨询数据，2024年我国广告行业市场规模约1.82万亿元，同比增长10.0%。从实际投放端来看，依据CTR数据及我们测算，全国广告刊例花费自2023年至2024年持续回落，整体水平依然处于历史低位，尚未恢复至疫情前常态。

图表13：中国广告行业市场规模



资料来源：商启咨询，中邮证券研究所

图表14：中国广告刊例花费变动情况

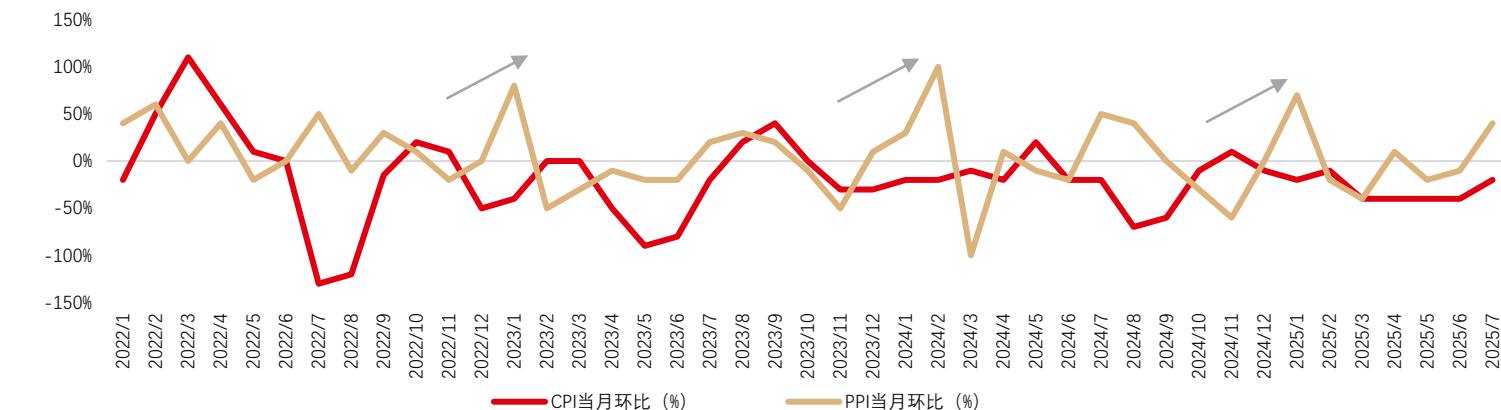


资料来源：CTR媒介动量公众号，中邮证券研究所
注：CTR仅披露广告刊例花费同/环比数据，以上数据以2013刊例花费为基数100进行测算。

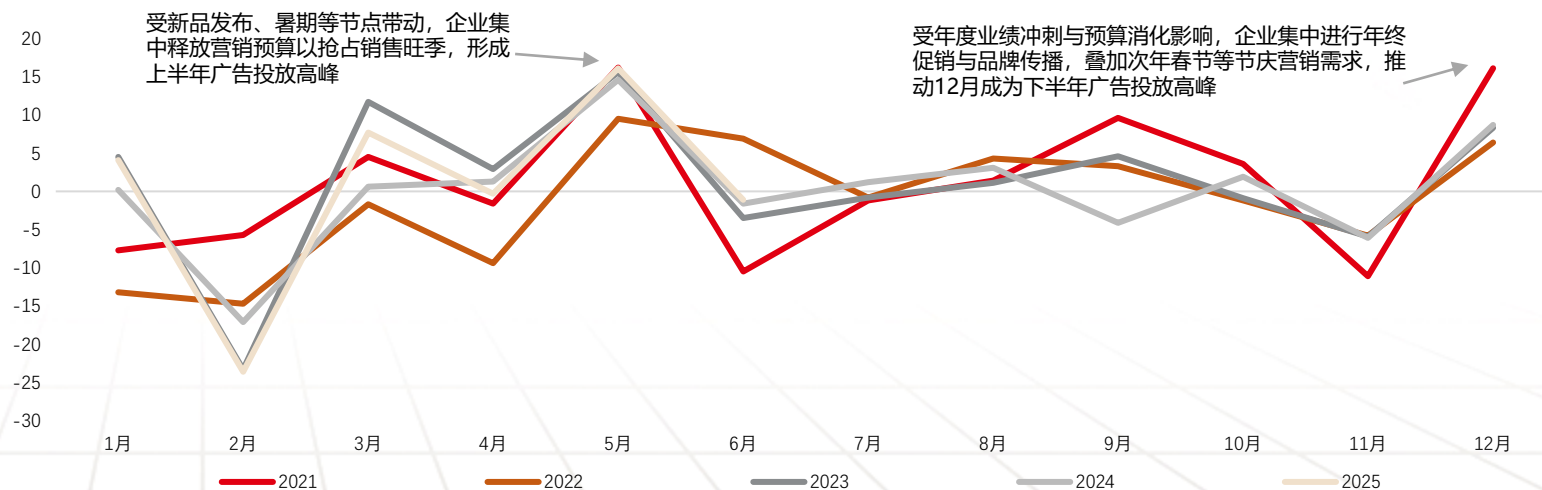
2.1 行业：Q4旺季临近有望实现阶段性复苏，中长期仍具市场空间

- 短期看，年末通常为广告行业投放旺季，企业生产及销售节奏有望带动广告营销需求阶段性回暖。从生产端周期看，历年PPI在年末至次年初普遍回升，反映企业为冲刺年度业绩与备货需求加大生产投入。广告支出作为与生产销售节奏高度相关的经营性费用，往往同步上升，带动年末广告投放显著增长。历史广告刊例花费数据显示，每年12月均是主要广告支出高峰期之一，进一步印证广告投放与生产节奏的季节性关联。因此，随着Q4企业经营活动加快与年度预算集中释放，广告营销行业有望迎来阶段性需求回暖。

图表15：中国CPI/PPI按月环比变动情况（%）



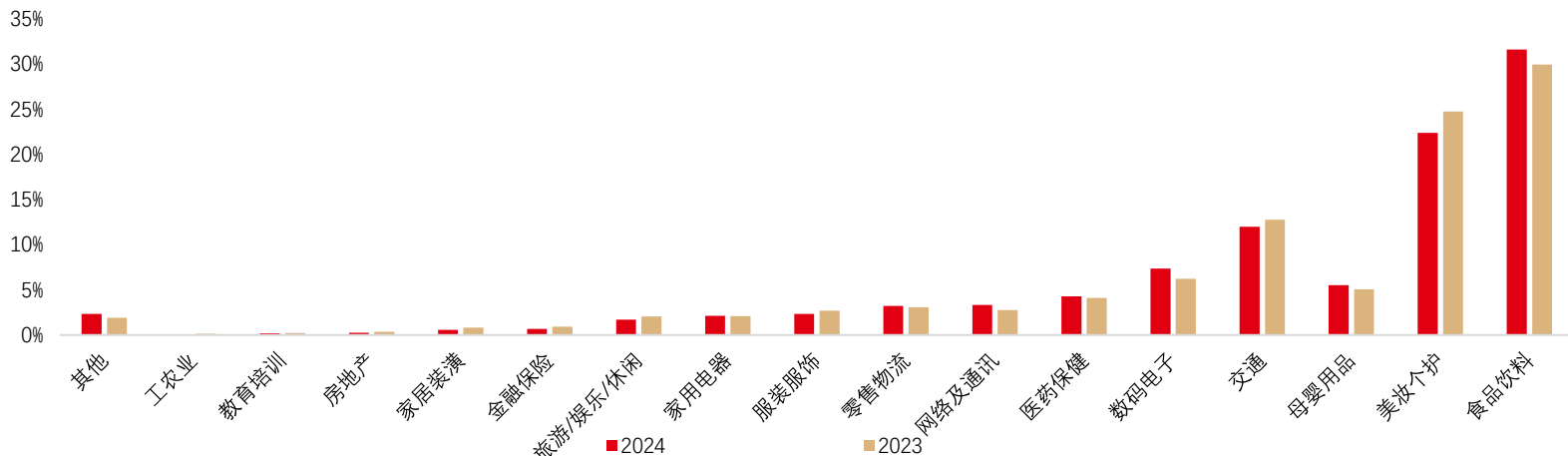
图表16：中国广告刊例花费按月环比变动情况（%）



2.1 行业：Q4旺季临近有望实现阶段性复苏，中长期仍具市场空间

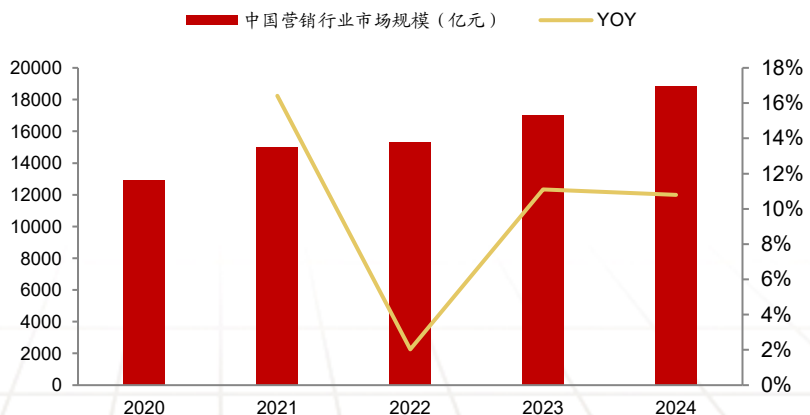
- 中期看，高景气行业与业务模式演进，为细分领域营销需求带来结构性机遇。广告营销需求取决于下游行业的景气度与投放回报预期，不同行业的复苏节奏直接影响对应赛道的营销投入强度。因此在行业承压阶段，布局高景气细分领域的营销公司仍具备相对成长机会。根据中关村互动营销实验室数据，2024年互联网广告市场中，食品饮料、交通等消费类行业广告需求规模领先，通讯、数码电子等赛道体量虽小但占比持续提升，聚焦上述领域提供营销服务的厂商有望受益。同时，投放模式结构持续向数字化迁移，具备数字化投放与效果优化能力的营销公司亦将占据更大优势。根据弗若斯特沙利文数据，2024年中国营销市场规模约1.89万亿元，其中数字营销占比达67.25%，较2020年提升10.22pct。

图表17：2023/2024主要行业互联网广告收入占比情况



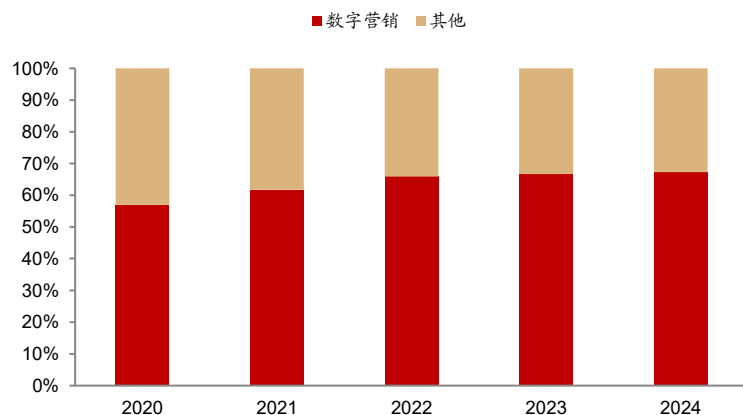
资料来源：中关村互动营销实验室，中邮证券研究所

图表18：中国营销行业市场规模



资料来源：蓝色光标招股说明书，弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

图表19：中国营销行业结构

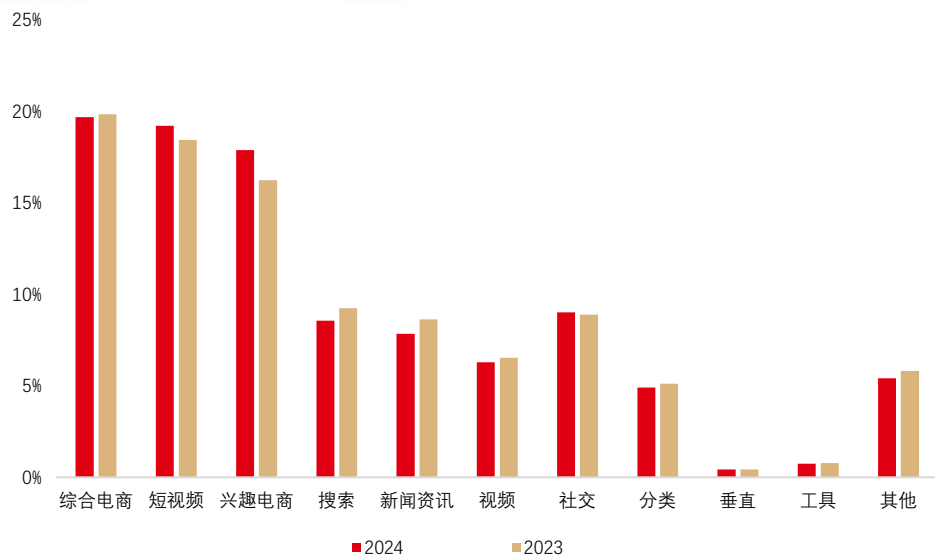


资料来源：利欧股份招股说明书，弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

2.1 行业：Q4旺季临近有望实现阶段性复苏，中长期仍具市场空间

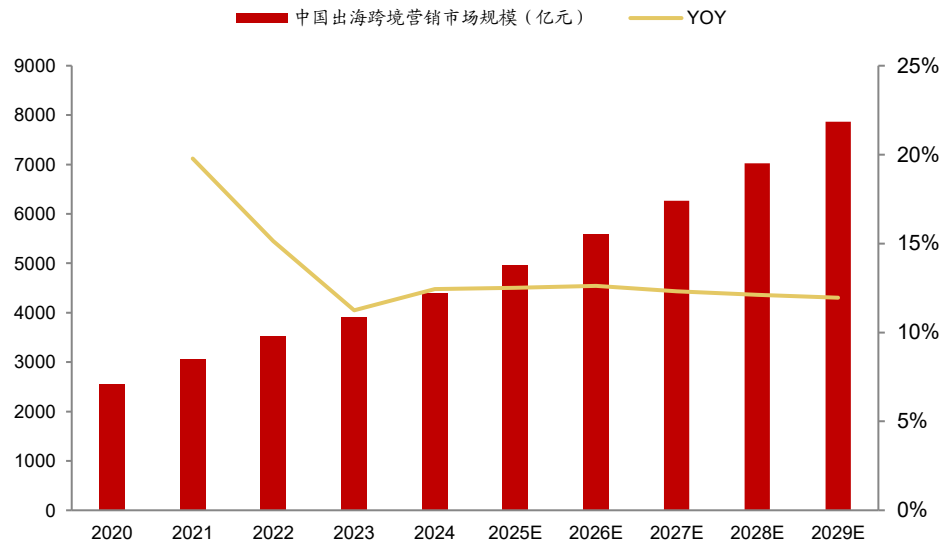
- **长期看，下游投放媒介趋于多元，上游企业出海增量空间逐步释放，广告营销市场需求仍有扩容空间。**1) 从投放媒介看，早期广告投放渠道相对集中，综合电商与门户媒体掌握主要流量入口，长尾产品和新兴品牌的营销需求难以有效释放。随着短视频、短剧等内容形态兴起，媒介生态持续多元，广告触达路径更为丰富，有望持续释放潜在产品营销需求。根据中关村互动营销实验室数据，短视频目前已成为我国互联网广告的第二大投放渠道，2024年占比达19.22%且仍在持续上升；2) 从海外增量市场看，随着中国品牌加速全球化布局，对本地化内容运营、跨境投放及品牌管理的需求持续增长，为我国广告营销市场带来新的扩容空间。根据弗若斯特沙利文数据，2024年中国出海跨境营销市场规模约1400亿元，预计2029年有望达7866亿元，2024–2029 CAGR有望达到12.30%。

图表20：2023/24年各类型互联网广告收入占比



资料来源：中关村互动营销实验室，中邮证券研究所

图表21：中国出海跨境营销市场规模



资料来源：蓝色光标招股说明书，弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

2.2 三人行：“产品+渠道+客群”造就经营韧性，积极抢占“AI+”新高地

2.2.1 产品：整合营销需求日渐提升，公司全链服务能力优势突出

- **渠道多元化+定制化服务需求提升，整合营销是未来行业趋势。**数字整合营销是指通过整合广告创意策划、社交媒体运营、KOL合作、电商平台推广及数据分析等多维服务，实现品牌在不同传播渠道间的协同联动与资源最优配置。伴随媒介形态多样化和内容传播加速，广告主对营销服务商的整合策划能力、数据驱动能力及跨媒介执行能力要求显著提升，尤其在汽车、互联网等高投入行业，对具备全流程数字化整合能力的营销机构需求更为突出。根据沙利文数据测算，2024年中国整合营销业务占数字营销市场的比例已达15.04%。
- **公司三类营销业务广泛覆盖广泛应用场景，具备提供全链路整合营销服务能力。**公司深耕整合营销领域多年，依托数字营销、场景活动与校园媒体三大核心业务，能够面向线下不同媒介渠道，提供跨场景、全链路的综合营销服务。

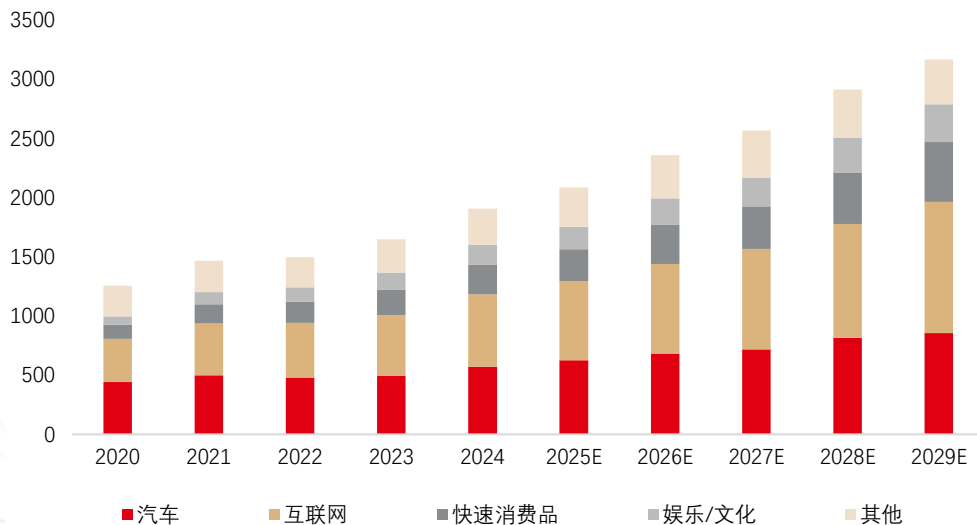
图表22：公司营销业务能够满足客户跨媒体、多渠道的营销需求

业务名称	业务介绍
数字营销服务	针对客户在互联网媒体上的营销传播需求，为客户提供以创意策划、媒介策略、媒体资源采购、营销效果评估为主要内容的专业化服务。公司数字营销服务按类别可以分为广告投放代理、广告方案策划与执行两类。
场景活动服务	在文艺赛事、节目、会展、路演以及会议、发布会或座谈会等各种场景活动中，为客户提供创意策划、文案撰写、场地租赁、物料采购、活动现场管理协调等专业化服务。
校园媒体营销服务	目前公司运营的校园媒体包括校园公告栏、校园运动场围栏，以及校园食堂餐桌桌贴、新生手册、校园内灯箱、车棚、休息座椅棚、候车亭等，覆盖了在校学生的课外活动、就餐及出行等多种场景，有能力满足客户在校园领域多场景传播营销信息的需求。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表23：中国数字整合营销市场规模（亿元）



资料来源：利欧股份招股说明书，弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

2.2 三人行：“产品+渠道+客群”造就经营韧性，积极抢占“AI+”新高地

2.2.2 渠道：线上+线下双线布局，卡位优质核心传播媒介

- 媒介是广告传播的核心载体，其掌控能力直接决定营销服务商的触达效率与客户渗透深度。广告主的预算分配往往优先流向流量集中、转化效率高的媒介平台，因此掌握优质媒介资源的服务商能够在投放链条中占据主导地位。
- 公司长期深耕校园场景与互联网媒体两大核心阵地，在渠道布局上形成了稀缺的线上+线下资源卡位优势。1) 线下方面，公司除北京总部外，在西安、上海、广州等重点城市均设有分支机构，业务覆盖超30个核心城市，具备跨区域整合与本地化投放能力；同时，依托校园媒体起家优势，公司已建立覆盖全国31个省逾900所高校的校园媒介网络，在青年群体触达与品牌渗透方面具备独特壁垒；2) 线上方面，公司与字节跳动、腾讯、新浪等主流互联网媒体保持长期合作，能够实现品牌传播从线下场景到线上流量的全域联动与资源互补。凭借在媒介资源与执行能力上的系统沉淀，公司营销综合实力持续获行业认可。仅2024年度，公司即斩获60余项国内外广告与营销大奖，涵盖IAI、艾菲、金瞳、虎啸、TopDigital等主流赛事，充分体现公司在整合营销与创意传播领域的专业竞争力与品牌影响力。

图表24：公司合作院校（部分）



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表25：公司业务覆盖城市



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表26：公司2024年获取奖项介绍

奖项类别	主要奖项名称
国内主流广告奖	IAI传鉴国际广告奖、第31届中国国际广告节（金案）、金网奖、金投赏商业创意奖
创意与创新营销奖	ADMEN广告人国际大奖、TopDigital创新营销奖、梅花创新奖、4A创意奖
综合传播类奖	虎啸奖、金瞳奖、艾菲奖、金鼠标数字营销大赛、麒麟奖、上海国际广告奖

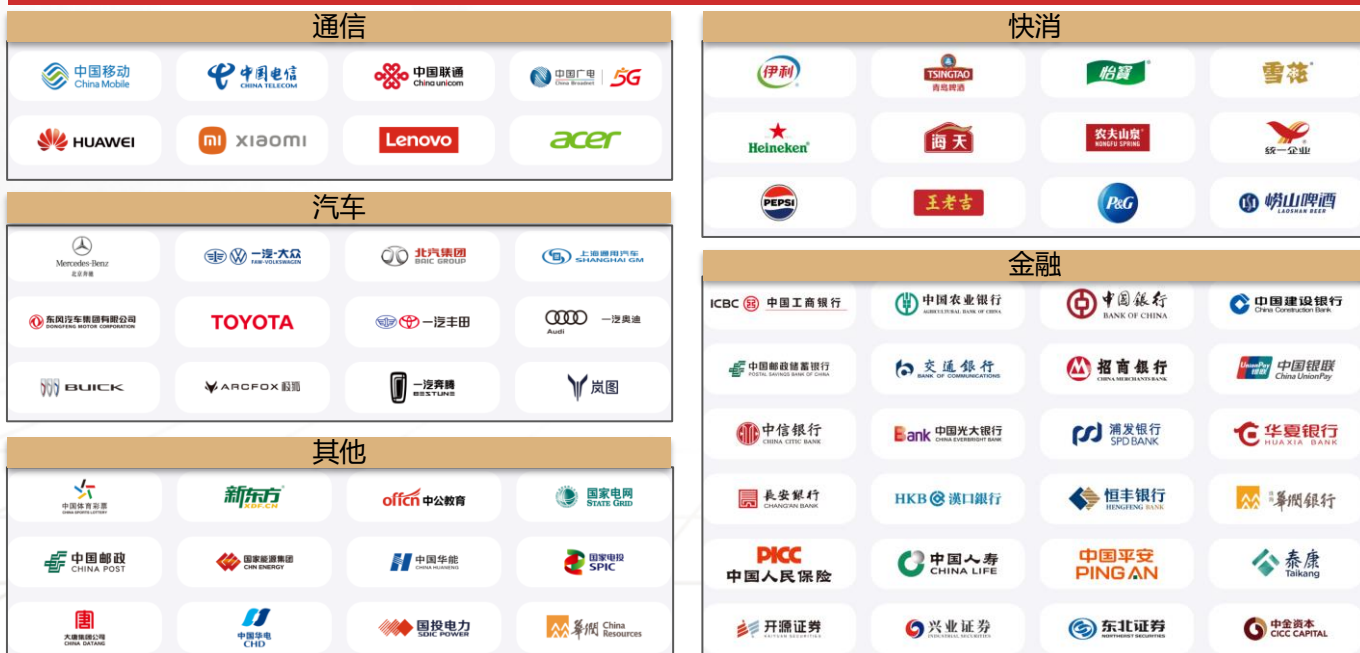
资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

2.2 三人行：“产品+渠道+客群”造就经营韧性，积极抢占“AI+”新高地

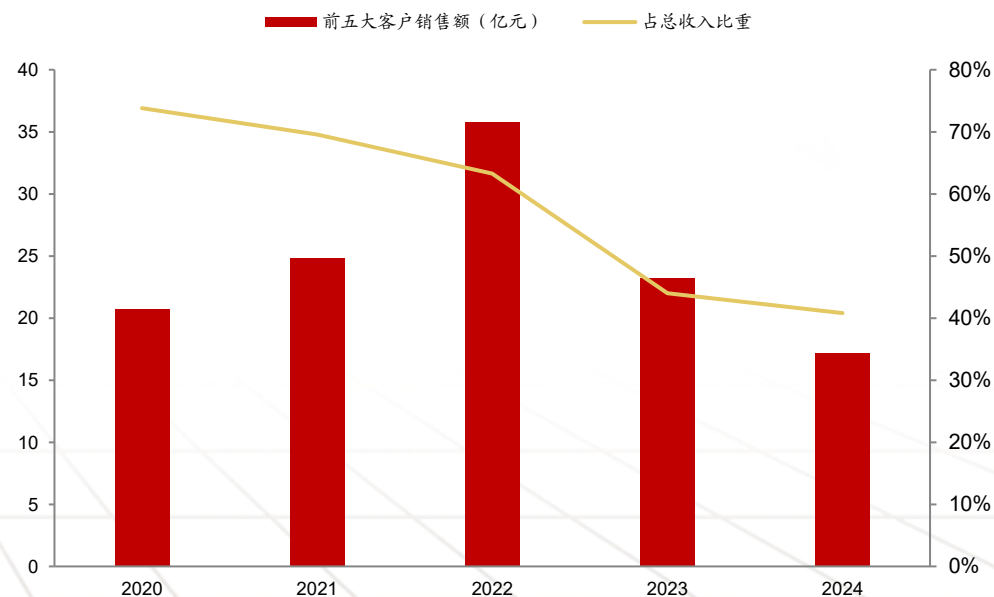
2.2.3 客群：丰富大客奠定长期经营韧性，坚持拓新持续拓展增量

- **客户质量决定经营稳定性，优质大客在收入稳健性与合作粘性均具长期优势。**大客户通常具备稳健的经营规模与持续的市场投放需求，即使在宏观经济承压或行业下行阶段，也能维持相对稳定的广告投入。同时，大客户更倾向于与服务能力强、执行稳定的营销机构建立长期合作关系，以保障品牌传播的连续性与投放效果。该类长期绑定关系能够使营销类公司的收入结构更具稳定性与抗周期能力。
- **公司深度绑定多领域龙头，同时锚定优质赛道积极拓展新增量。**公司深度服务通信运营商、消费品、金融、汽车等多个高景气行业的头部客户。2024年，公司前五大客户销售额达17.17亿元，占比约40.80%，规模较上年回落预计主要系客户产品发布周期差异影响投放节奏所致，长期稳定合作关系仍是公司在行业景气承压阶段保持稳健业绩表现的核心支撑。在稳固存量客户基础上，公司亦在积极拓展高成长行业客户，重点布局消费、智能终端及汽车等细分赛道，并于25H1先后开拓中粮集团、TCL、赛力斯、郑州日产、北京现代、捷途汽车等新客户，并承接AITO问界整合营销项目，持续为业绩带来新增长动能。

图表27：公司客户资源丰富，覆盖多领域龙头（部分）



图表28：公司前五大客户销售额



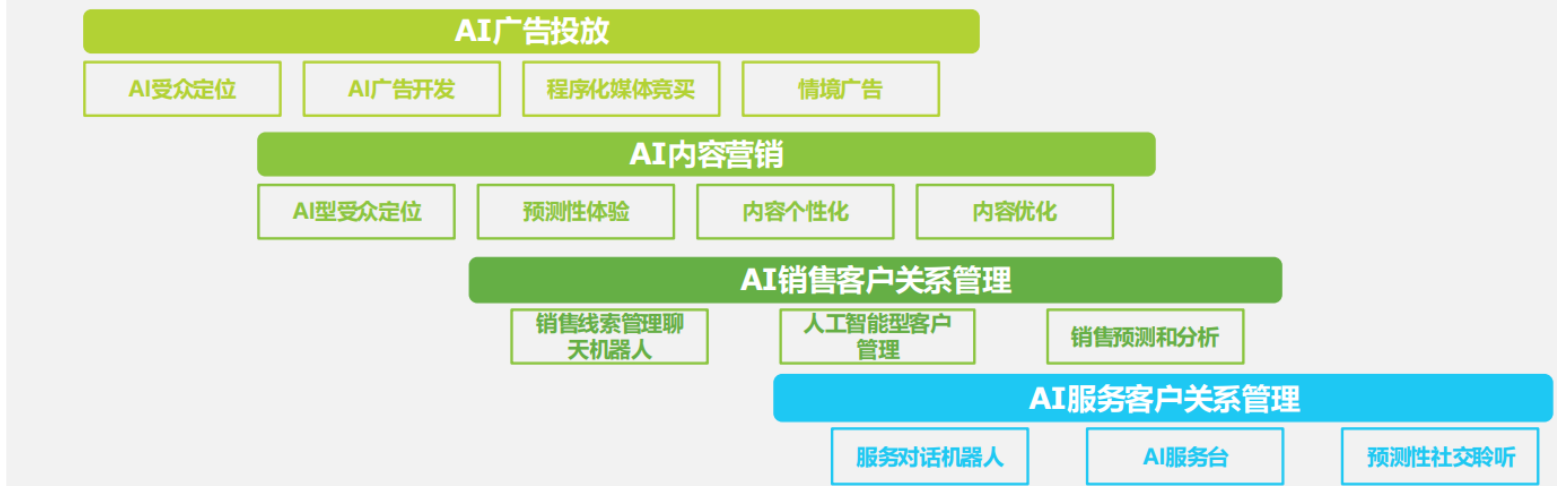
2.2 三人行：“产品+渠道+客群”造就经营韧性，积极抢占“AI+”新高地

2.2.4 技术：坚定研发创新服务体系，积极抢占“AI+”新高地

- **营销业务全链环节均契合AIGC能力，是AI商业化落地的天然场景之一。**营销的本质是“信息匹配效率”，而AI的核心价值即在于提升认知、创意与决策效率，其应用有望重塑营销全流程：**1) 前链路数据智策化：**AI能够通过强化数据采集与语义理解，打破传统数据孤岛，实现对用户、社交、电商、媒介的全域洞察，使策略制定由经验驱动转向智能预测；**2) 中链路内容智创化：**生成式AI能够推动创意、文案、视频等规模化生成，并通过反馈闭环实现动态优化，提升创意转化效率；**3) 投放链路资源智投化：**AI基于算法学习实现受众识别、预算分配与媒介选择的自动化，投放可由“事后评估”向“实时监测+动态调整”转变；**4) 后链路关系智联化：**AI可赋能CRM系统与智能客服，构建可持续用户画像与个性化触达机制，强化品牌与消费者互动，并延长客户生命周期价值。
- **AI已在营销各环节有所应用，2030年AI营销市场规模或超千亿。**目前AI在营销创作端的内容草拟、文案创作等环节整体使用率已达到60~70%，未来商业化应用前景明确。根据艾瑞咨询数据，2023年，我国AI广告营销市场规模已达到656亿元，预计2030年将进一步提升至1278亿元。

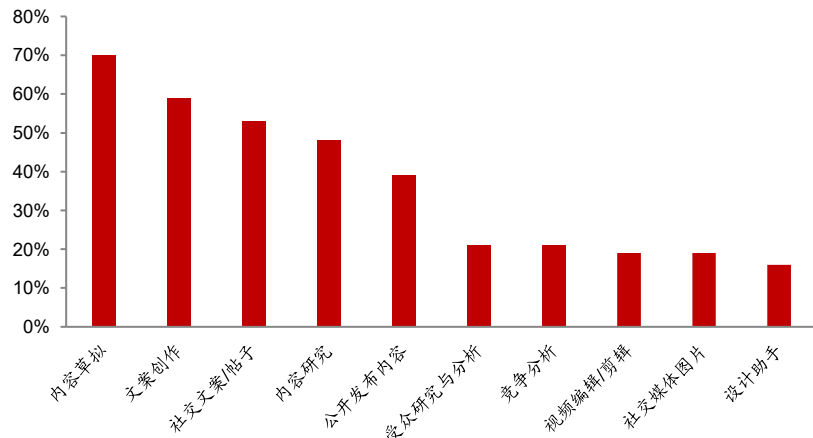
请参阅附注免责声明

图表29：AI具备赋能营销全链路能力



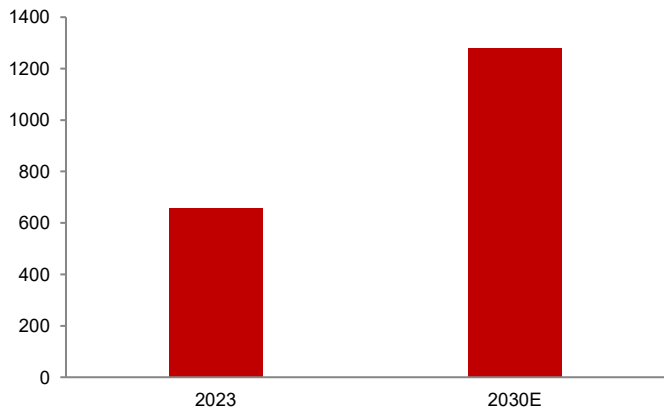
资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所

图表30：AI工作流程中各场景日到周使用率



资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所

图表31：中国AI广告营销市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所

2.2 三人行: “产品+渠道+客群” 造就经营韧性, 积极抢占” AI+ ”新高地

■ 公司是国内较早探索AI技术在营销领域商业化落地的企业之一, 并已打造自主全链路AI智能营销体等在内的多款产品。公司早于2023年即与科大讯飞合作探索 “AI+ 营销” 应用, 并于同年基于星火大模型3.0推出多模态AI营销产品 “一个”, 率先实现大模型在营销环节的落地应用。2025年, 公司进一步迭代推出升级版, 将 “一个” 进一步演进为具备多模态创意生成、智能投放决策、自主执行及人机交互等能力的AI全链路营销智能体。同时, 公司亦在研发营销AI Agent等其他创新产品, 持续构建可泛化至不同客户与行业场景的智能营销解决方案。

■ 后续伴随AI能力的持续深化, 公司有望在业务拓展与估值重塑两方面受益。1) 业务层面, AI带动服务边界扩展, 有望强化公司对大客户的服务能力与合作粘性; 同时降低营销服务门槛, 助力拓展中小客户增量市场; 2) 估值层面, 公司现有营销业务收入稳定性受广告投放周期影响, 若AI能力持续深化, 公司有望基于AI工具形成可订阅的SaaS化独立产品线, 从而提升盈利确定性与估值弹性。海外对比看, AI营销龙头AppLovin估值亦显著高于传统广告集团宏盟集团、埃培智, 验证了AI化转型带来的估值重估潜力。

图表32: 公司AI全链路营销智能体 “一个” 主要能力概览

功能模块	主要内容说明
深度理解与策略生成	平台内置AI对话引擎, 能够超越关键词匹配, 深入理解用户意图甚至未言明的潜台词, 为企业探索多维传播路径, 并生成策略级的市场洞察与沟通建议, 其能力可媲美经验丰富的传媒顾问。
多模态创作	平台整合了AI绘图、AI视频与AI PPT生成能力。AI绘图可将商业构想转化为高质量视觉设计, 实现 “一次过稿”; AI视频打破传统制作流程, 可将抽象概念直观转化为类电影级动态画面; AI PPT可将复杂数据自动转化为逻辑清晰、视觉精美的策略报告与动态演示。
智能决策与自主执行	构建具备自主执行能力的智能体 (Agent) 矩阵, 以AI智能体和AI投放为关键抓手, 能够实时监控市场动向, 动态优化投放策略, 持续提升营销效果。
人机互动	融合生成式AI与情感计算打造的AI数字人, 可全天候在线提供稳定、专业且富有温度的服务与互动, 深化品牌与消费者的情感连接。

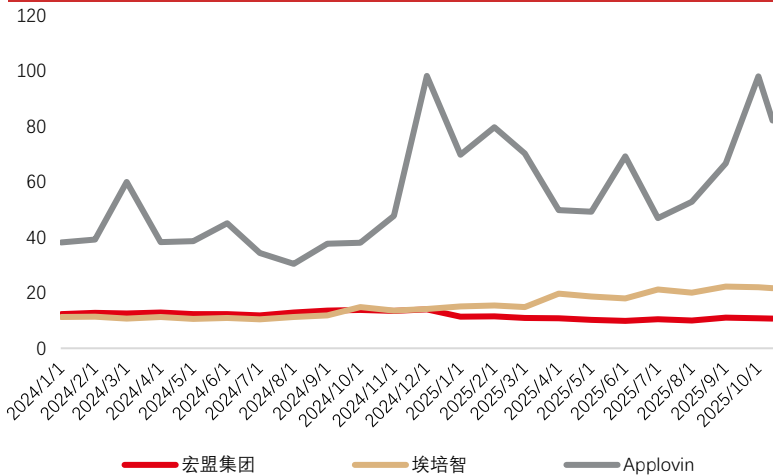
资料来源: 公司公众号, 中邮证券研究所

图表33: 公司三大业务经营模式

业务类别	采购及运营模式说明
数字营销服务	以销定购模式, 根据客户广告投放需求进行互联网媒体采购, 合同形式包括年度合作协议、项目协议、排期表及单项合同等。
场景活动服务	以销定购模式, 根据客户活动方案按需采购场地、物料及专业服务, 主要通过商务洽谈确定采购内容。
校园媒体营销服务	以销定购模式, 依托校园公告栏、运动场围栏等资源开展媒体投放, 同时向供应商采购广告图文印刷等服务。

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表34: 海外营销公司市盈率 (TTM) 对比



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

3

算力服务：AI发展推动需求高增，绑定优质供应商精准卡位

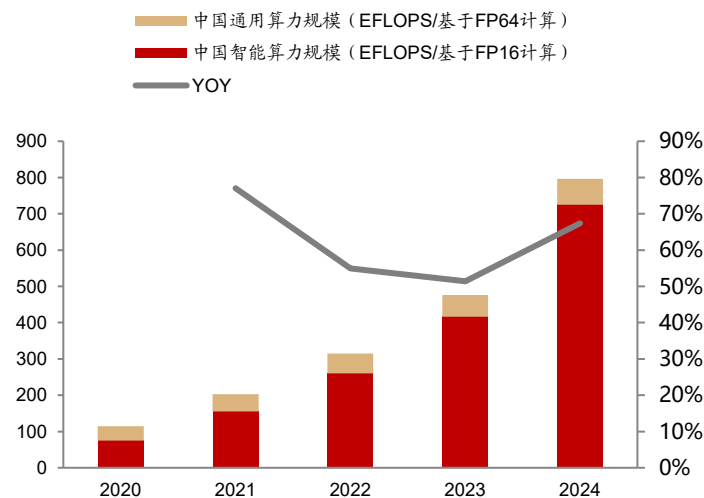
3.1 智算需求高增明确，头部厂商竞争优势有望持续扩大

3.2 卡位稀缺供给侧，“算力+数据+场景”协同发展

3.1 行业：智算需求高增明确，头部厂商竞争优势有望持续扩大

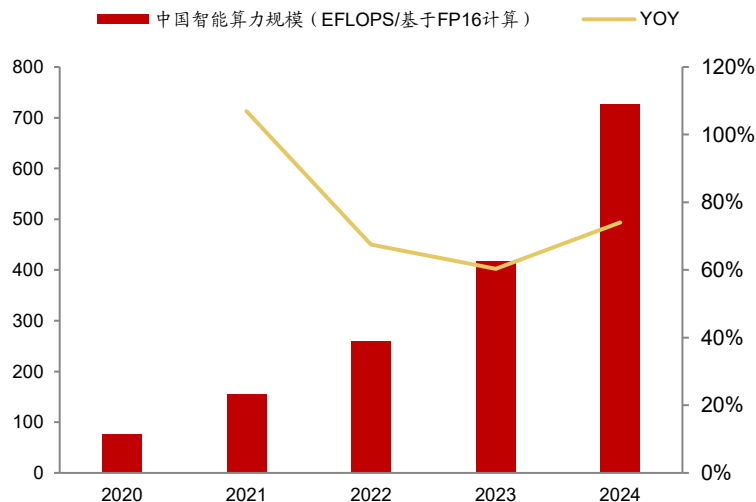
- **算力基础设施建设加速推进，中国总体算力规模持续扩张。**技术迭代、数据要素市场化及“东数西算”等利好驱动，我国算力基础设施建设持续提速。根据IDC数据，2024年，我国算力总规模达到796.8EFLOPS，同比增长67.39%，保持高速扩张态势。
- **智能算力是拉动增长的核心动能，占比持续提升。**随着大模型、AIGC、自动驾驶等高负载应用快速发展，智能算力正逐步取代通用算力成为增长主引擎。根据IDC数据，2024年，我国智能算力规模达到725.3EFLOPS，同比增长74.06%，占总算力比重已达到91.03%，成为算力体系扩张的核心驱动力。

图表35：中国总算力规模



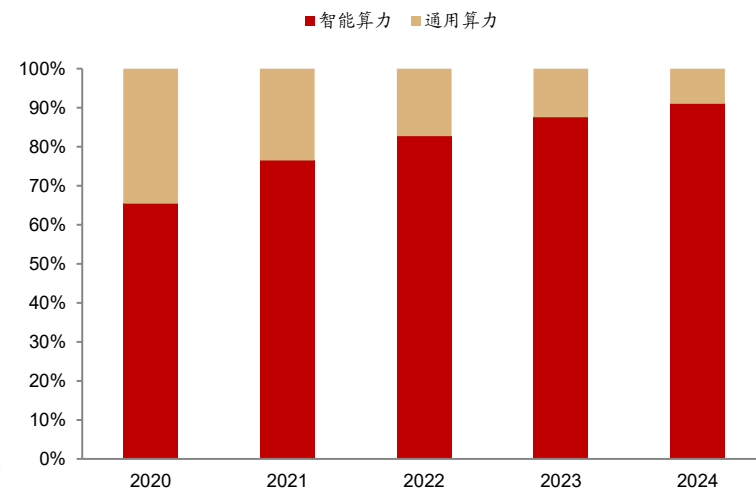
资料来源：IDC，中邮证券研究所

图表36：中国智能算力规模



资料来源：IDC，中邮证券研究所

图表37：中国算力结构

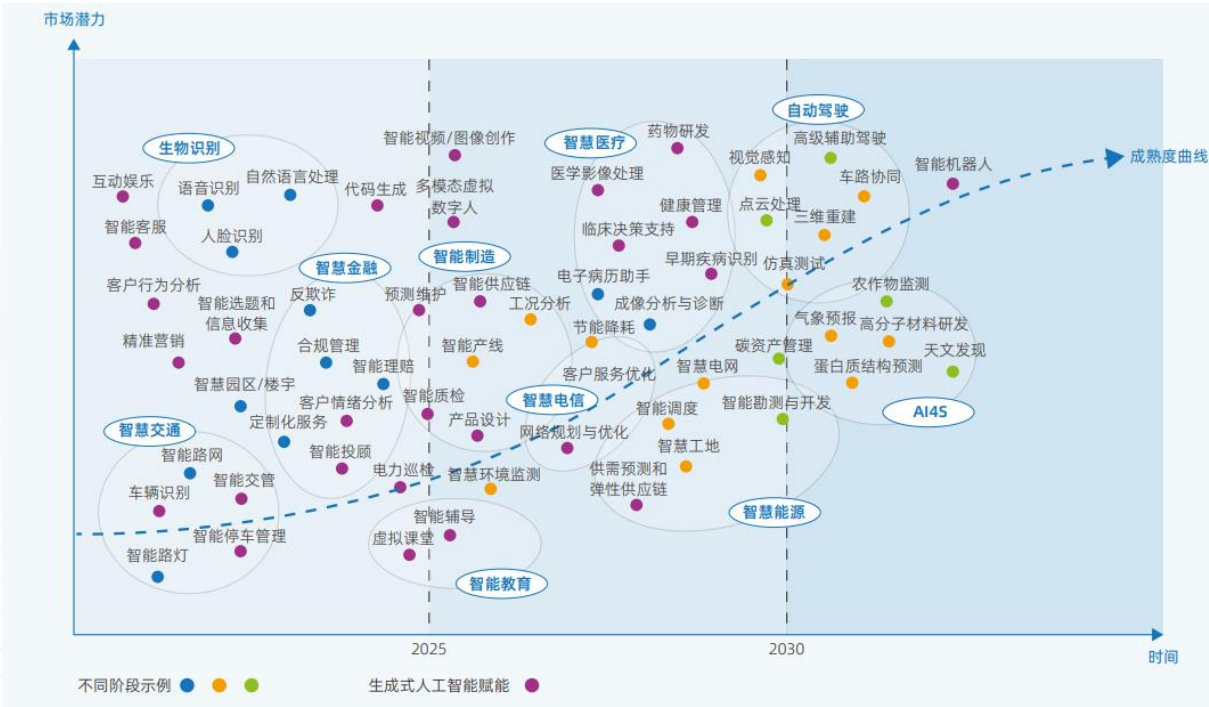


资料来源：IDC，中邮证券研究所

3.1 行业：智算需求高增明确，头部厂商竞争优势有望持续扩大

- **技术与场景双轮驱动，智算需求仍将延续高增态势。** 1) **技术端：AI大模型持续迭代，驱动运算端算力单耗延续上行。** 2025年9月，OpenAI发布视频与音频生成模型Sora2，在多模态融合和物理真实性等方面较初代显著升级。据聚锐研究院测算，初代Sora的训练算力需求约为GPT-4的1/4，但推理阶段算力消耗可达GPT-4的数百至千倍。Sora2引入音频生成、延长视频时长并增强渲染能力，使大模型计算强度进一步上升，推动单次任务算力需求持续增长；2) **场景端：多模态应用拓展场景，带动推理端算力需求持续扩容。** 随着Sora2等视频生成模型成熟，AI在短剧制作、广告视频、虚拟主持人等场景落地加速，并持续产生增量推理需求。根据IDC预测，我国智算规模预计将由2025年的1037.3EFLOPS增至2028年的2781.9EFLOPS，2025–2028年CAGR约38.97%，占总算力比重将由92.36%升至95.21%。

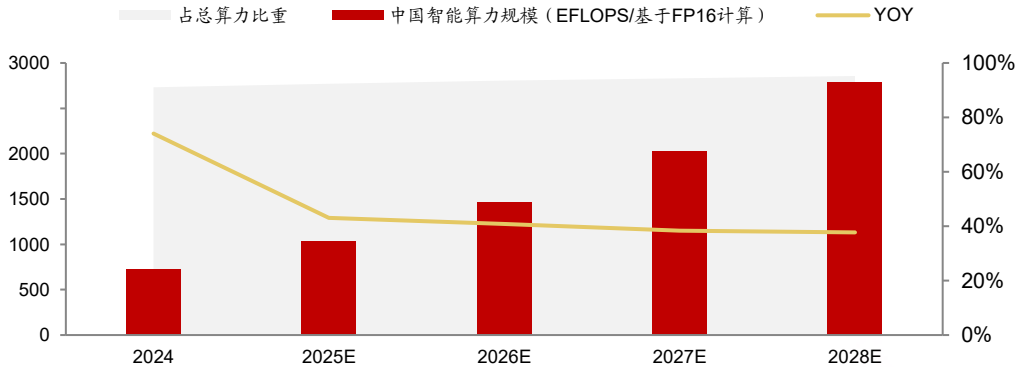
图表38：AI能力提升将带动应用场景广度持续打开



资料来源：IDC，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表39：中国智能算力规模预计仍将保持高增



资料来源：IDC，中邮证券研究所

图表40：Sora 2对比初代在多维度实现升级

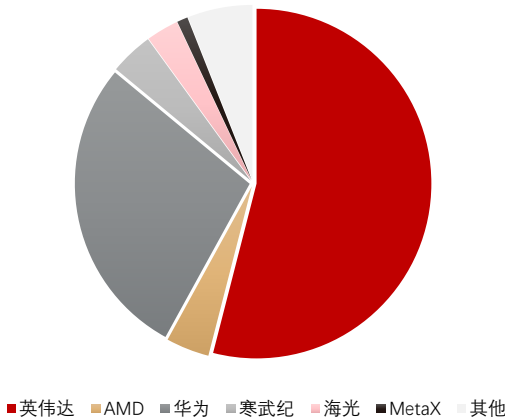
功能维度	Sora 1	Sora 2
影片时长	最长10 秒	最长 20 秒
解析度	基础解析度	1080p (Pro订阅)
音讯生成	不支持	音视讯同步
物理真实性	基础级别	颗粒提升
Cameo 功能	不支持	自我插入
存取方式	限制性开放	网页版 + iOS + API
生成速度	较慢	优化提升
API 可用性	有限测试	全面开放
浮水印控制	Plus 有浮水印	Pro 无浮水印
价格	Plus \$20/月	Plus \$20 / Pro \$200

资料来源：API易，中邮证券研究所

3.1 行业：智算需求高增明确，头部厂商竞争优势有望持续扩大

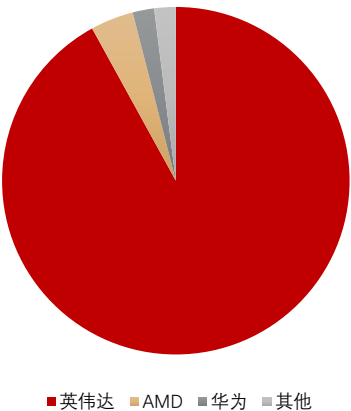
- **芯片是支撑算力发展的核心，行业集中度有望持续提升。**
芯片行业市场竞争格局高度集中。根据伯恩斯坦预测，2025年，英伟达、AMD、华为三家合计市场份额占到中国AI芯片市场的85%+；全球市场集中度则更高，据IOT统计，截至2025年3月，全球数据中心GPU中英伟达单一市场份额即已达92%。随着大模型推理需求的持续增长，头部厂商的领先优势有望进一步强化：
- **生态优势显著。**头部厂商建立了完善的软硬件生态，例如英伟达通过CUDA体系与主流AI框架深度集成，形成了成熟的软件生态环境，使得中小AI公司能够高效进行模型开发与产品迭代；
- **应用适配能力强。**除少数具备自研芯片能力的科技巨头外，大多数AI企业仍依赖租赁数据中心算力资源。面对复杂多样的业务需求，头部厂商凭借丰富的场景经验和通用化产品组合，能够灵活应对不同应用；
- **技术领先与持续投入。**芯片产业属于高技术密集型领域，研发投入巨大且需要持续迭代。头部企业拥有雄厚的资金实力与研发团队，能够保持技术的快速更新与性能突破，进一步巩固领先地位。

图表41：中国25年AI芯片市场份额（预测）



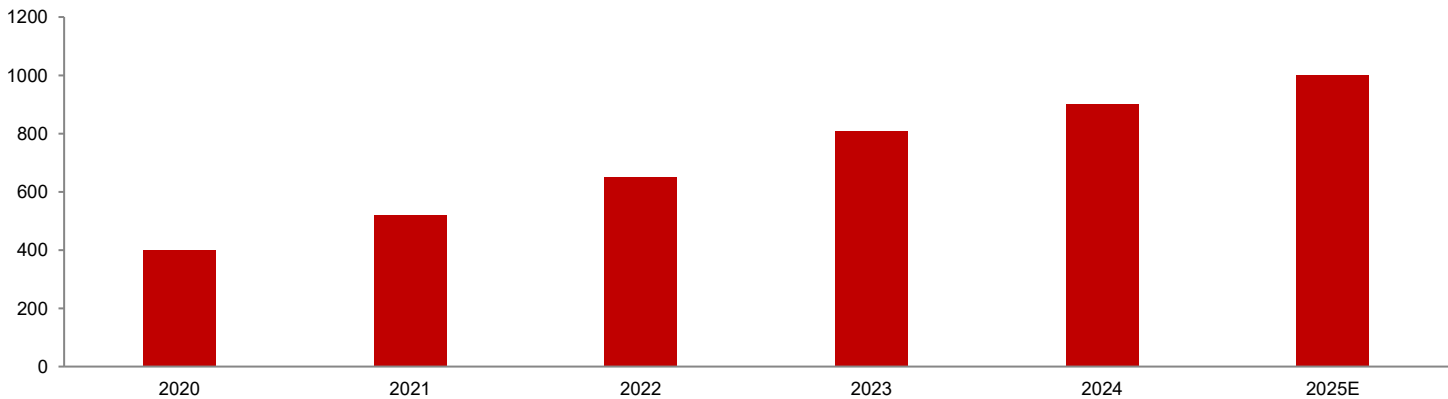
资料来源：伯恩斯坦，中邮证券研究所

图表42：全球数据中心GPU市场份额（2025.3）



资料来源：IOT，中邮证券研究所

图表43：中国在用算力中心机架规模（万架）



资料来源：中商产业研究院，中邮证券研究所

3.2 三人行：卡位稀缺供给侧，“算力+数据+场景”协同发展

- 科通技术是国内领先的芯片应用设计与分销服务商，代理超80家核心芯片企业产品。科通技术成立于2005年，长期与全球主流芯片原厂保持深度合作，代理产品涵盖英伟达、赛灵思、英特尔、AMD等国际头部厂商及多家国内重点原厂，同时是英伟达中国区总代理。科通技术目前业务覆盖算力中心、数据中心、AI服务器、智能交换机、光模块等多个领域，深度服务于智能汽车、数字基建、工业互联、能源控制与大消费等关键行业。
- 目前科通技术AI芯片产品线已囊括GPU、CPU、NPU、FPGA、内存计算及边缘推理芯片等全系列算力芯片。科通技术已形成从底层硬件到上层应用的完整生态体系，在AI算力产业链中承担连接上游原厂与下游客户的关键枢纽角色。

图表44：科通技术代理产品线主要类型

产品类型	代表产品	产品介绍
FPGA（可编程逻辑器件）及组件	FPGA	提供范围广泛的多种逻辑容量、特性、速度和电压参数的标准芯片组件，可在应用中灵活修改，从而完成许多不同功能。
ASIC（应用专用芯片）	安全加密芯片	拥有存储、管理密码功能，用于信息加密。
	视频/音频芯片	可处理数字/模拟信号的视频、音频数据。
	I/O接口芯片	主要用于与外部设备交换信息的控制组件。
处理器芯片	中央处理器（CPU）	作为计算机系统的运算和控制核心，是信息处理和程序运行的最终执行单元。
	图形处理器（GPU）	用于个人电脑、工作站、游戏机及移动设备的图形和影像处理运算。
	数字信号处理器（DSP）	主要用于实时的快速处理和数字信号分析。
	微控制器（MCU）	将CPU频率与存储整合于单一芯片上，形成的一种芯片计算机。
模拟芯片	电源管理芯片	负责电子设备系统中的电压转换、分配、检测及能量管理。
	射频器件	使用非接触式自动识别技术的器件。
	LED	将电能转换为光能的器件。
存储芯片	传感器	检测物理信号并转化为电信号的装置，用于感知、显示、记录等功能。
	只读存储器	断电时数据不会丢失的存储器，如EEPROM、Flash等。
	随机存储器	断电时数据会丢失的存储器，如SRAM、DRAM等。
软件及其他	系统/软件	操作系统及各类完成特定任务的软件产品。
	开发工具	为特定软硬件工程应用开发的编译和调试工具。

资料来源：科通技术招股说明书，中邮证券研究所

3.2 三人行：卡位稀缺供给侧，“算力+数据+场景”协同发展

- **公司是科通技术的战略股东，双方已在智算中心等领域展开深度合作。**2025年7月17日，公司与科通技术签署战略合作协议，确立长期全面合作关系，合作内容涵盖产业资源共享、AIDC数据中心及算力服务布局、海外业务拓展、会议会展与品牌传播等多个维度。依托科通技术在AI算力端的稀缺资源优势，公司有望将其品牌、数据与客户资源优势与算力基础能力结合，实现从营销服务向智能算力生态的纵向延伸。
- **算力有望赋能公司营销主业，形成“AIDC+营销”价值闭环，并打开新增长曲线。**公司长期服务三大通信运营商、金融机构及互联网头部客户，该类客户既是核心营销客户群，亦是AI算力的重要需求方。通过与科通技术的协同，公司可将算力租赁、算法训练、模型优化与智能广告投放形成闭环，打造“AIDC+数字营销”一体化解决方案：一方面，为客户同时提供高效的AI模型训练与智能营销服务，提升投放效率与ROI；另一方面，公司可在AIDC平台上沉淀数据与算法资产，强化模型复用与智能化能力。随着AI大模型商业化加速、AIDC节点建设提速，公司有望在“算力基础设施+智能营销”双轮驱动下实现业务升级，打开业绩成长新空间。

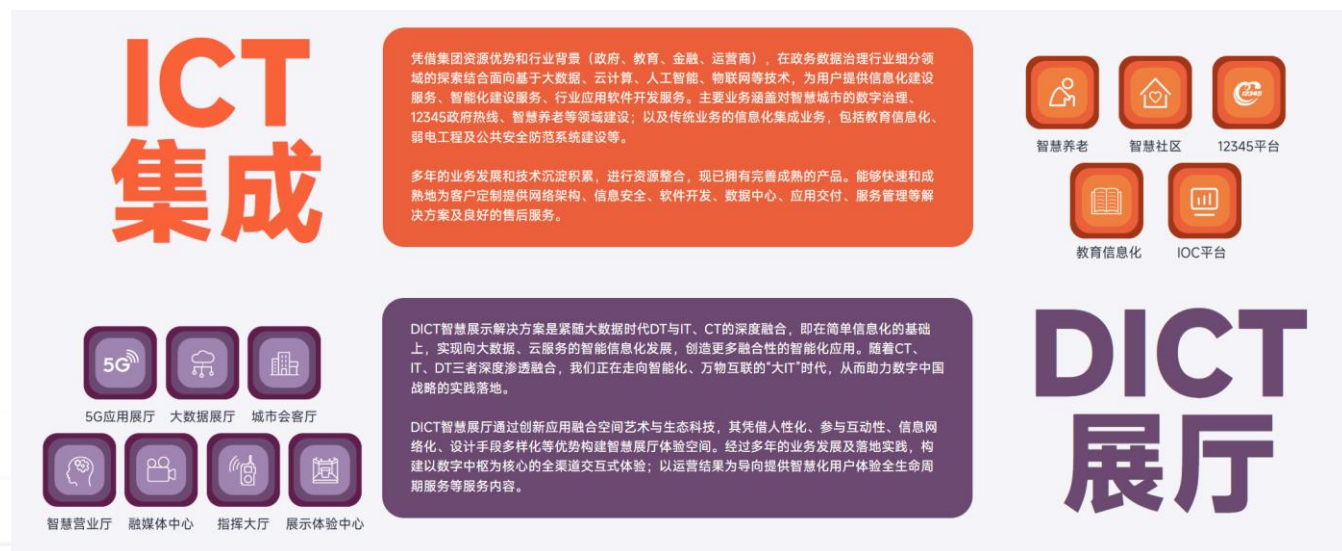
图表45：与科通技术合作有望帮助公司获得稀缺算力资源



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表46：纵向布局算力基础设施有望推动公司在ICT领域能力提升



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

4

体育彩票：承体育产业发展东风，全链布局发力新蓝海

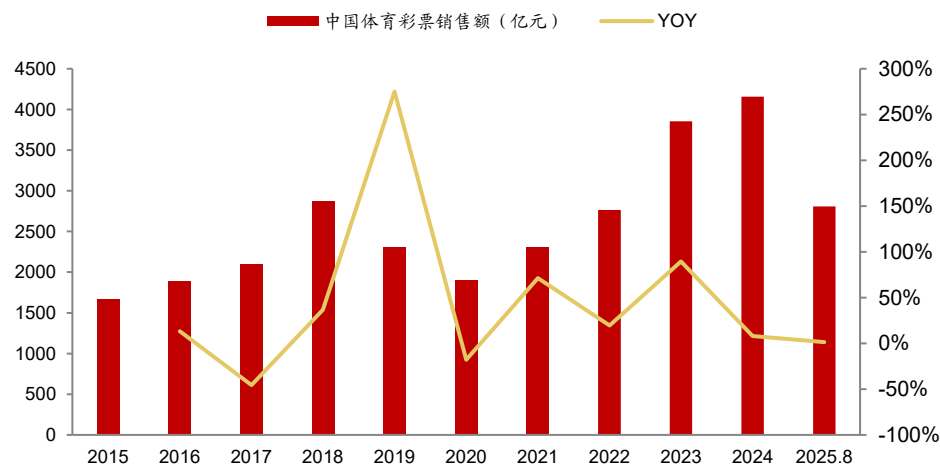
4.1 行业：体育热潮与赛事周期共振，行业有望迎来高速发展

4.2 三人行：“线下+线上+IP”全链体彩布局，积极开辟增长新蓝海

4.1 行业：体育热潮与赛事周期共振，行业有望迎来高速发展

- **我国体育彩票销量稳步增长。**伴随大众休闲消费恢复与体育赛事活动常态化的拉动，我国体育彩票销售规模自2021年起稳步回升。根据财政部数据，2024年我国体育彩票销售额约4155.3亿元，同比+7.86%；2025年1-8月销售额达2808.93亿元，同比增长+1.36%。
- **竞赛型彩票是核心品类，即开型占比存在提升趋势。**从结构来看，我国体育彩票早期以乐透数字型为主，伴随各类体育赛事热度提升，竞赛型彩票已成为销售主力。根据财政部数据，2024年和2025年前8个月，竞赛型彩票销售额占比分别为69.02%、66.25%，长期仍将保持主导地位。此外，即开型彩票近年来存在增长趋势，2024年和2025年前8个月销售额占比分别为13.23%、15.24%。

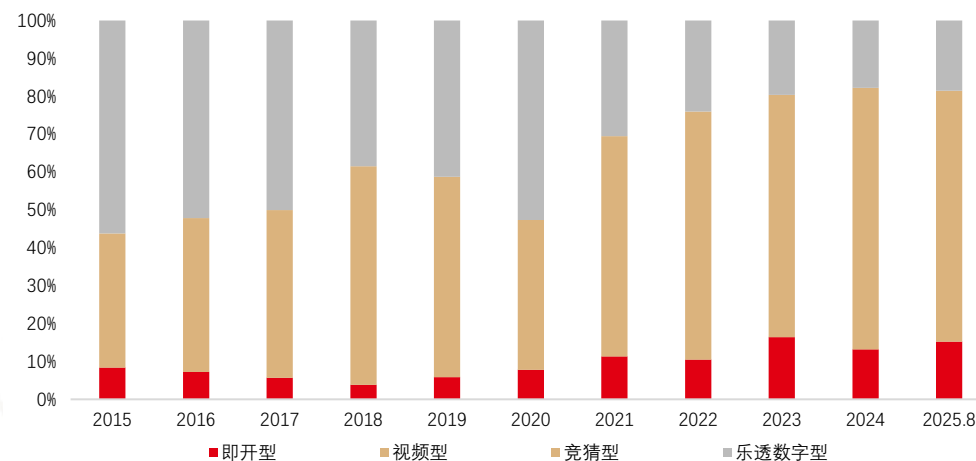
图表47：中国体育彩票销售额



资料来源：iFind，财政部，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表48：中国体育彩票分类型占比

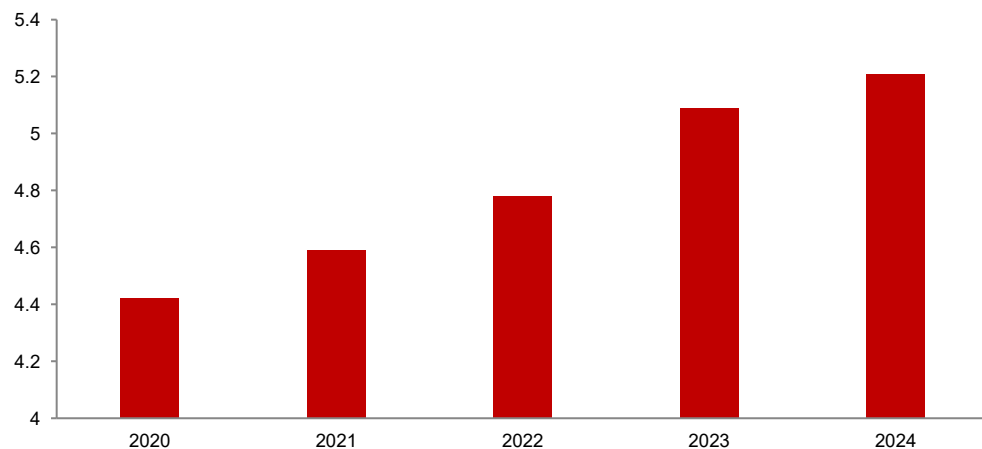


资料来源：iFind，财政部，中邮证券研究所

4.1 行业：体育热潮与赛事周期共振，行业有望迎来高速发展

- **体育参与率稳步提升，为体育彩票长期增长奠定人口基础。**购买体育彩票通常需要较高的体育赛事关注度与参与度。近年来，伴随健康意识提升及“全民健身计划（2021–2025年）”持续推进，我国经常参与体育锻炼人口规模稳步上升，由2020年的约4.42亿人增长至2024年的超5亿人。体育参与率的持续提升，不仅意味着更广泛的体育文化基础，也意味着潜在购彩人群的不断扩大。随着体育运动逐渐成为日常生活方式，体育爱好者对赛事关注度和竞猜意愿持续增强，为体育彩票产品的渗透、复购及长期需求增长提供长期支撑。
- **大型赛事周期密集临近，26年销量有望迎来阶段性高增。**体育彩票销售与体育赛事热度高度相关。从历年走势来看，三月通常是体彩销售旺季，主要由于欧洲五大联赛、NBA、中超等海内外主流赛事集中进入关键阶段，叠加2月常规淡季低基数效应，带动体彩活跃度、销售回升。除常规赛事外，重大全球性赛事对体彩销量的拉动作用更为显著，以2022年卡塔尔世界杯为例，当年11月体育彩票销量环比提升逾100%。展望2026年，世界杯、冬奥会、亚洲杯等大型赛事将密集落地，赛事周期效应有望再次推动体彩行业在短期内实现阶段性高增长。

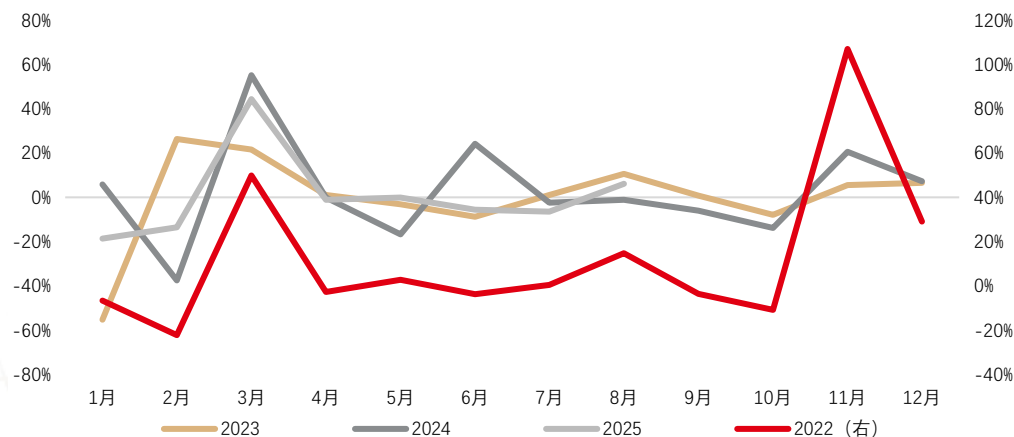
图表49：中国经常参与体育锻炼人数规模（亿人）



资料来源：观研天下研究院，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表50：中国体育彩票销量环比变动（按月）



资料来源：iFind，财政部，中邮证券研究所

4.2 三人行：“线下+线上+IP”全链体彩布局，积极开辟增长新蓝海

- 依托多年服务国家体彩体系经验，公司目前已全面切入体育彩票产业链，并打造了“线下+线上+IP”的多维业务布局。公司长期服务国家体育总局体育彩票管理中心，2024年正式进入彩票业务领域，并逐步形成覆盖“线下+线上+IP”的服务体系：1) 线下端，依托渠道与品牌资源优势，公司切入核心商圈及院线渠道，与合生汇、万达、浙江时代、太平洋院线等上千家商业体合作，截至25H1已在北京、河北、陕西、河南等地落地30余家体彩形象店，并签约近1000家院线门店，构建“门店建设—代销运营—营销培训”一体化产业链；2) 线上端：公司于2024年推出智能体AGENT-AI赛事预测平台，以“专家解读+数据预测+会员服务”模式构建体育知识付费生态，并于25H1完成体育赛事智能机器人原型机落地，同时即将与铁路总局在“体彩上高铁”项目上实现突破性合作；3) IP端，公司独家代理数十家阿根廷、法国、德国国家队以及巴萨、曼城、利物浦等国际知名俱乐部顶级足球IP资源，并纳入国家体彩采购体系。
- 体彩业务有望成为公司第二增长曲线，并强化公司与国家体彩体系的深度绑定。公司切入体育彩票领域，将直接带来增量收入并提升核心客户协同价值：一方面，体彩业务在渠道、技术与IP三线协同下具备可复制的盈利模式，有望成为公司未来新增量引擎；另一方面，通过深度参与国家级体育项目，公司与国家体彩中心及地方体彩机构的合作关系将进一步加强，促进数字营销、品牌管理等主业协同，有望形成“体彩业务驱动—营销业务增值”的良性循环。

图表51：公司线下体彩门店展示



资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

5

盈利预测及投资建议

4. 盈利预测及投资建议

- **收入假设：**考虑到广告营销行业整体仍处于承压阶段，预计2025年公司收入将延续小幅下滑趋势。伴随行业逐步复苏，以及公司在算力、体育彩票等新业务领域布局持续深化，预计2026~2027年收入将实现恢复性增长。毛利率方面，伴随AI与数字化投入的持续增加，公司产品与服务价值有望进一步提升，毛利率预计将保持稳步上行。但考虑到当前广告需求仍待修复，营销类企业议价能力提升空间有限，我们较此前预测值小幅下调。
- 综上所述，我们预计公司2025~2027年营业收入分别为36.91/42.08/45.69亿元，对应同比变动-12.3% /+14.0%/+8.6%，与原预测值一致。毛利率由前预测值 19.34%/20.95%/21.14% 下调为 19.34%/20.17%/20.74% ，对应同比增长由 1.11/1.61/0.18pct 调整至 1.11/0.82/0.58pct 。

图表52：公司营业收入及毛利率预测

	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (亿元)	42.08	36.91	42.08	45.69
YOY	-20.3%	-12.3%	14.0%	8.6%
毛利率	18.24%	19.34%	20.17%	20.74%
YOY	0.53%	1.11%	0.82%	0.58%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

- **费用率假设：**公司作为国内领先的整合营销服务商，随着服务客群扩张带动品牌效应提升，预计销售支出效率持续提升。叠加数字化投入带来的降本增效，以及前期AI等新技术研发逐步商业化释放的研发投入优化，预计整体费用率将持续改善。
- 在上述假设下，我们预计公司2025~2027年营业收入分别为36.91/42.08/45.69亿元，对应同比变动-12.3%/+14.0%/+8.6%；归母净利润由3.53/5.02/5.61亿元下调至3.53/4.70/5.44亿元，对应同比增速由186.6%/41.9%/11.8%调整至186.6%/32.9%/15.7%；对应EPS由1.68/2.38/2.66元下调至1.68/2.23/2.58元。根据10月28日收盘价，分别对应18/14/12倍PE，维持“增持”评级。

图表53：公司费用率及归母净利润预测

	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	7.60%	6.90%	6.40%	6.40%
管理费用率	1.46%	1.40%	1.38%	1.35%
研发费用率	1.26%	1.10%	1.05%	1.03%
归母净利润（亿元）	1.23	3.53	4.70	5.44
YOY	-76.6%	186.6%	32.9%	15.7%
EPS（元）	0.58	1.68	2.23	2.58
P/E	51.60	18.01	13.55	11.70
P/B	2.37	2.44	2.55	2.68

资料来源：iFind，中邮证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

- 我们选取了与公司主营业务相似的A股上市公司易点天下、分众传媒、浙文互联作为可比公司。根据2025年10月28日收盘价，可比公司2025~2027年平均PE估值分别为38.6/32.2/27.1倍。公司作为国内领先整合营销服务商，近年积极拓展算力、体彩等新业务领域，看好未来成长潜力。当前估值处于相对低位，维持“增持”投资评级。

图表54：可比公司估值对比（截至2025年10月28日）

代码	股票名称	2025/10/28收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			P/E		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
301171.SZ	易点天下	29.50	139.21	2.76	3.46	4.23	50.4	40.2	32.9
002027.SZ	分众传媒	7.62	1,100.50	56.35	62.64	68.20	19.5	17.6	16.1
600986.SH	浙文互联	8.61	128.06	2.79	3.29	3.98	45.9	38.9	32.2
可比公司平均PE估值							38.6	32.2	27.1
605168.SH	三人行	30.18	63.62	3.53	4.70	5.44	18.0	13.5	11.7

资料来源：iFind，中邮证券研究所

6

风险提示

- 下游需求修复不及预期
- 行业竞争加剧风险
- 新业务拓展不及预期
- AI投入不及预期

附录：公司财务预测表（单位：百万元人民币）

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,208.40	3,691.50	4,207.53	4,569.38
营业成本	3,440.99	2,977.51	3,359.02	3,621.55
税金及附加	6.86	6.01	6.86	7.44
销售费用	319.82	254.71	269.28	292.44
管理费用	61.40	51.68	58.06	61.69
研发费用	53.05	40.61	44.18	47.06
财务费用	19.25	-2.33	-9.51	-16.59
资产减值损失	-0.20	-2.48	-0.51	-0.40
营业利润	130.26	370.10	491.37	567.98
营业外收入	0.35	0.12	0.16	0.21
营业外支出	2.28	2.46	2.67	2.47
利润总额	128.33	367.75	488.86	565.71
所得税	5.15	14.76	19.61	22.70
净利润	123.18	353.00	469.24	543.01
归母净利润	123.30	353.36	469.73	543.57
每股收益（元）	0.58	1.68	2.23	2.58

资料来源：iFind，中邮证券研究所

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	123.18	353.00	469.24	543.01
折旧和摊销	35.00	68.08	52.16	49.53
营运资本变动	-218.46	512.86	376.73	119.24
其他	182.45	31.38	20.92	20.38
经营活动现金流净额	122.16	965.31	919.05	732.17
资本开支	-7.02	-1.64	-1.71	-1.39
其他	-24.58	-84.48	36.04	22.79
投资活动现金流净额	-31.60	-86.12	34.33	21.40
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务融资	41.33	21.16	64.83	45.69
其他	-389.87	-443.91	-588.18	-679.75
筹资活动现金流净额	-348.55	-422.75	-523.35	-634.05
现金及现金等价物净增加额	-253.38	456.42	430.03	119.51

资料来源：iFind，中邮证券研究所

附录：公司财务预测表（单位：百万元人民币）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	624.58	1,081.00	1,511.03	1,630.55
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款	2,504.05	1,928.81	1,658.27	1,647.39
预付款项	225.22	165.84	197.23	217.13
存货	68.85	47.14	47.94	36.85
流动资产合计	3,502.74	3,287.60	3,477.25	3,584.44
固定资产	172.94	127.04	81.14	35.25
在建工程	0.54	0.54	0.54	0.54
无形资产	29.59	27.75	25.92	24.09
非流动资产合计	1,112.28	1,130.43	1,050.90	987.98
资产总计	4,615.01	4,418.04	4,528.14	4,572.42
短期借款	641.81	691.81	741.81	791.81
应付票据及应付账款	948.61	818.81	951.72	1,056.29
其他流动负债	205.30	149.27	170.62	190.77
流动负债合计	1,795.73	1,659.89	1,864.16	2,038.86
其他	129.50	150.39	165.22	160.92
非流动负债合计	129.50	150.39	165.22	160.92
负债合计	1,925.23	1,810.28	2,029.38	2,199.78
股本	210.82	210.82	210.82	210.82
资本公积金	907.66	907.66	907.66	907.66
未分配利润	1,469.46	1,334.81	1,155.85	948.75
少数股东权益	2.52	2.15	1.67	1.11
其他	99.33	152.31	222.77	304.31
所有者权益合计	2,689.79	2,607.75	2,498.76	2,372.64
负债和所有者权益总计	4,615.01	4,418.04	4,528.14	4,572.42

资料来源：iFind，中邮证券研究所

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-20.35%	-12.28%	13.98%	8.60%
营业利润	-77.90%	184.12%	32.77%	15.59%
归属于母公司净利润	-76.65%	186.57%	32.93%	15.72%
获利能力				
毛利率	18.24%	19.34%	20.17%	20.74%
净利率	2.93%	9.57%	11.16%	11.90%
ROE	4.59%	13.56%	18.81%	22.92%
ROIC	7.96%	10.30%	13.69%	16.07%
偿债能力				
资产负债率	41.72%	40.97%	44.82%	48.11%
流动比率	1.95	1.98	1.87	1.76
营运能力				
应收账款周转率	1.78	1.77	2.45	2.86
存货周转率	64.21	51.34	70.65	85.42
总资产周转率	0.88	0.82	0.94	1.00
每股指标（元）				
每股收益	0.58	1.68	2.23	2.58
每股净资产	12.75	12.36	11.84	11.25
估值比率				
PE	51.60	18.01	13.55	11.70
PB	2.37	2.44	2.55	2.68

资料来源：iFind，中邮证券研究所

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

证券分析师 王晓萱

E-MAIL wangxiaoxuan@cnpsec.com

证书编号 S1340522080005

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何内容。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES