

三人行(605168)

报告日期: 2026年04月29日

看好算力业务作为公司的重要增长极

——三人行 2025 年报及 2026 一季报业绩点评

投资要点

- 事件:** 2025 年公司实现营业收入 36.65 亿元 (同比-12.92%), 归母净利润 1.90 亿元 (同比+54.04%), 扣非归母 1.97 亿元 (同比-16.38%); 2026Q1 实现营业收入 10.62 亿元 (同比+30.05%), 扣非归母 0.53 亿元 (同比+192.02%)。
 - 分业务:**
 - 数字营销服务: 25 年收入 30.84 亿 (-11.44%), 毛利率 15.53% (-1.43pct)
 - 场景活动服务: 25 年收入 3.16 亿 (-28.17%), 毛利率 22.26% (+0.09pct)
 - 其他主营业务: 25 年收入 2.09 亿 (+27.05%), 毛利率 19.10% (+3.91pct)
 - 26Q1 收入增长 30% 主要系快消品及金融行业客户广告投放增加以及其他主营业务增加, 25 年成功拓展兴业银行、中粮集团、TCL、赛力斯、郑州日产、北京现代、捷途汽车等优质客户, 客户结构持续优化。
 - 财务指标**
 - 毛利率: 25 年毛利率 16.78% (-1.46pct), 因低毛利率数字营销占比提升及新客户拓展投入加大; 26Q1 毛利率约 14.20% (环比下降约 1.6pct)
 - 现金流亮眼: 25 年经营性现金流 5.43 亿 (+344.88%), 期末应收账款 17.18 亿 (-26.97%), 回款显著改善; 资产负债率降至 34.31%
 - 费用管控: 25 年期间费用率 10.87% (+0.10pct), 其中销售费用率 7.46% (-0.14pct), 管理费用率 1.63% (+0.17pct), 研发费用率 1.25% (基本持平), 整体费用率管控平稳
 - 分红:** 25 年拟现金分红 1.52 亿元, 占归母净利润 79.9%
- 算力业务有望成为公司重要增长极, 战略投资科通技术, 布局智能算力。** 25 年 7 月, 鉴于 AIDC (人工智能数据中心) 与算力服务在产业升级进程中的核心支撑作用, 公司顺势强化战略投资布局, 战略投资知名芯片应用设计与分销服务商——科通技术。作为战略股东, 公司将与科通技术在芯片销售客户开拓、产业资源共享、AIDC 数据中心及算力服务业务布局、海外业务拓展、会议会展及企业品牌宣传等领域, 开展全面、长期且深度的战略合作。
- 战略布局先进装备制造、低空经济领域。** 25 年 2 月, 由公司作为战略股东、于 22 年出资发起设立的华鹰众行航空, 其无人机生产总装基地签约仪式在西安顺利举行。26 年 3 月, 华鹰众行正式获得中国民用航空西北地区管理局下发的型号合格证申请受理通知书, 标志着其自主研发的 HE-1A 大型无人运输机系统的型号合格证申请已获民航西北局正式受理, 项目正式进入适航审定阶段。
- 重点布局体育彩票销售网点等体彩相关业务。** 截至 25 年年底, 已在多个省市落地三十余家体育彩票形象店, 并签约了近千家渠道门店, 积极参与体育 IP 的运营工作, 探索“体彩+体育 IP”的创新合作模式。
- 投资建议:** (1) 营销主业底盘稳固: 随着消费品、汽车、金融等新增客户持续放量, 26Q1 主营营收已出现明显好转。(2) **我们看好算力业务作为公司重要增长极:** 战略投资科通技术, 公司将与科通技术在芯片销售客户开拓、产业资源共享、AIDC 数据中心及算力服务业务布局。公司于 4 月 18 日公告拟向银行等金融机构申请总额不超过 30 亿元的授信额度, 提高公司资金运营能力。(3) 综上, 我们预计公司 26-28 年营收分别 43/49/55 亿元, 26-28 年归母净利分别为 2.7/3.4/3.9 亿元, 当前股价对应估值 34x/28x/24x, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动风险; 广告需求疲软, 投资收益波动较大, 新兴业务落地不及预期

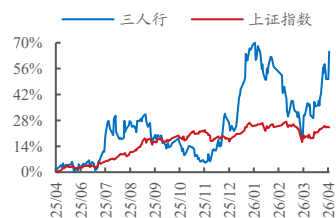
投资评级: 买入(维持)

分析师: 冯翠婷
 执业证书号: S1230525010001
 fengcuiting@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 44.09
总市值(百万元)	9,294.92
总股本(百万股)	210.82

股票走势图



相关报告

- 1 《战略合作英伟达中国区总代科通技术, 协同探索布局智算中心》 2025.07.27
- 2 《【浙商传媒】三人行 2021 年业绩预增点评报告: 新增头部优质客户, 业绩高增长得到验证》 2022.01.11
- 3 《【浙商传媒】三人行: 新客户拓展超预期, 业绩高增确定性高》 2021.12.27

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3664.69	4285.39	4926.34	5465.14
(+/-) (%)	-12.92%	16.94%	14.96%	10.94%
归母净利润	189.94	270.79	335.70	386.60
(+/-) (%)	54.04%	42.57%	23.97%	15.16%
每股收益(元)	0.90	1.28	1.59	1.83
P/E	48.94	34.32	27.69	24.04

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3,046	3,397	3,740	3,895
现金	845	844	820	655
交易性金融资产	10	10	10	10
应收账款	1,736	2,013	2,302	2,557
其它应收款	97	113	130	145
预付账款	224	262	301	335
存货	96	114	132	146
其他	38	40	44	47
非流动资产	1,103	1,112	1,109	1,102
金融资产类	863	863	863	863
长期投资	0	0	0	0
固定资产	168	167	166	166
无形资产	2	3	3	3
在建工程	0	0	1	1
其他	70	79	76	70
资产总计	4,148	4,509	4,849	4,997
流动负债	1,331	1,557	1,729	1,684
短期借款	396	396	396	396
应付款项	807	1,013	1,165	1,104
预收账款	0	0	0	0
其他	129	149	168	185
非流动负债	92	92	92	92
长期借款	0	0	0	0
其他	92	92	92	92
负债合计	1,423	1,648	1,821	1,775
少数股东权益	1	1	1	1
归属母公司股东权	2,724	2,859	3,027	3,220
负债和股东权益	4,148	4,509	4,849	4,997

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,665	4,285	4,926	5,465
营业成本	3,050	3,572	4,111	4,563
营业税金及附加	11	12	13	14
营业费用	274	259	277	299
管理费用	60	65	68	77
研发费用	46	44	51	58
财务费用	19	8	8	8
资产减值损失	(1)	1	1	0
公允价值变动损益	(29)	0	0	0
投资净收益	23	7	7	7
其他经营收益	2	3	3	3
营业利润	230	319	395	455
营业外收支	(3)	0	0	0
利润总额	227	319	395	455
所得税	37	48	59	68
净利润	190	271	336	387
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	190	271	336	387
EBITDA	287	346	426	470
EPS (最新摊薄)	0.90	1.28	1.59	1.83

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-12.92%	16.94%	14.96%	10.94%
营业利润	76.59%	38.50%	23.97%	15.16%
归属母公司净利润	54.04%	42.57%	23.97%	15.16%
获利能力				
毛利率	16.78%	16.65%	16.56%	16.50%
净利率	5.18%	6.32%	6.81%	7.07%
ROE	6.97%	9.47%	11.09%	12.01%
ROIC	6.82%	8.46%	9.94%	10.81%
偿债能力				
资产负债率	34.31%	36.56%	37.55%	35.53%
净负债比率	-15.62%	-14.85%	-13.22%	-7.30%
流动比率	2.29	2.18	2.16	2.31
速动比率	2.03	1.93	1.90	2.02
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.99	1.05	1.11
应收账款周转率	1.80	2.31	2.31	2.27
应付账款周转率	4.04	4.46	4.43	4.35
每股指标(元)				
每股收益	0.90	1.28	1.59	1.83
每股经营现金	2.58	0.75	0.80	0.16
每股净资产	12.92	13.56	14.36	15.27
估值比率				
P/E	48.94	34.32	27.69	24.04
P/B	3.41	3.25	3.07	2.89
EV/EBITDA	26.86	25.64	20.90	19.27

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	543	157	168	33
净利润	190	271	336	387
折旧摊销	31	19	23	7
财务费用	22	12	12	12
投资损失	(23)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	325	(144)	(209)	(366)
其它	(1)	6	14	0
投资活动现金流	(58)	(11)	(13)	7
资本支出	(38)	(20)	(20)	0
长期投资	(49)	0	0	0
其他	29	9	7	7
筹资活动现金流	(246)	(147)	(180)	(206)
短期借款	(246)	0	0	0
长期借款	(62)	0	0	0
其他	63	(147)	(180)	(206)
现金净增加额	239	0	(24)	(165)

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>