

三人行

605168

审慎增持 (首次)

拥抱优质客户资源，快速增长的整合营销服务平台

2020年06月29日

市场数据

市场数据日期	2020-06-23
收盘价(元)	277.50
总股本(百万股)	69.07
流通股本(百万股)	17.27
总市值(百万元)	19166.93
流通市值(百万元)	4791.73
净资产(百万元)	376.43
总资产(百万元)	849.54
每股净资产	5.45

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1631	2533	3559	4647
同比增长	48.4%	55.3%	40.5%	30.6%
净利润(百万元)	194	319	443	575
同比增长	56.1%	64.8%	38.8%	29.8%
毛利率	22.4%	22.3%	22.4%	22.0%
净利润率	11.9%	12.6%	12.4%	12.4%
每股收益(元)	2.80	4.62	6.41	8.32
每股经营现金流(元)	2.03	-2.30	2.47	4.44
市盈率	99.0	60.1	43.3	33.3
市净率	50.9	26.9	16.6	11.1

投资要点

- **专业的整合营销服务平台。**1) 公司主要向客户提供数字营销服务、场景活动服务和校园媒体营销服务; 2) 公司拥有专业的整合营销服务能力, 能够在洞察客户品牌的市场定位、发掘客户产品营销亮点的基础上, 结合自身在数字营销、场景活动和校园媒体营销等业务领域的布局, 为客户实现全国范围内跨媒体、多渠道的品牌曝光和产品或服务推广的营销需求。
- **拥有丰富的线上线下媒体资源网络。**1) 线下方面拥有广泛的校园媒体资源网络, 公司校园媒体网络已覆盖全国 31 个省(自治区、直辖市)的 800 余所高校; 2) 线上方面已与国内众多知名互联网媒体建立了良好的业务合作关系, 包括字节跳动、腾讯、新浪、搜狐、网易、爱奇艺、优酷等。
- **拥有众多知名客户, 也成为公司强有力的背书。**1) 公司客户优质, 保证了业务的可持续性; 2) 公司主要客户包括中国电信、中国移动、中国联通等电信运营商领域客户, 中国工商银行、中国农业银行、中国建设银行、中国人保集团等金融领域客户, 京东、滴滴等互联网领域客户, 伊利、农夫山泉、青岛啤酒等快速消费品领域客户等; 3) 优质客户成为公司信誉背书, 助力公司不断开拓新客户资源, 进一步拓展营销服务对象。
- **盈利预测与评级:** 我们预计公司 2020/21/22 年净利润分别为 3.19/4.43/5.75 亿元, EPS 分别为 4.62/6.41/8.32 元, 对应 6 月 23 日收盘价 PE 分别为 60/43/33 倍, 看好公司紧握优质客户资源, 坐享优质客户拥抱互联网营销红利, 随着客户加大新媒体的广告投放力度, 公司业绩有望快速增长, 首次覆盖给予“审慎增持”评级。

风险提示: 宏观经济下行风险; 大客户流失风险; 行业竞争加剧风险。

相关报告

分析师:

丁婉贝

dingwanbei@xyzq.com.cn

S0190515020001

刘跃

liuyue@xyzq.com.cn

S0190517090001

目 录

1、公司介绍：整合营销服务的综合型广告传媒企业.....	- 3 -
1.1、历史沿革.....	- 3 -
1.2、股权结构：公司的实际控制人为钱俊冬和崔蕾.....	- 3 -
1.3、三人行——整合营销的综合广告企业.....	- 4 -
1.4、业绩高速增长，主系广告投放代理推动.....	- 5 -
1.5、大客户稳定.....	- 8 -
2、所处行业分析.....	- 9 -
3、同行对比与竞争优势分析.....	- 11 -
3.1、同行业公司对比.....	- 11 -
3.3、竞争优势分析.....	- 12 -
4、盈利预测与评级.....	- 16 -
图 1、三人行股权结构（上市前）.....	- 4 -
图 2、收入高速增长（亿元）.....	- 5 -
图 3、净利润高速增长（亿元）.....	- 5 -
图 4、互联网广告市场规模高速增长.....	- 9 -
图 5、场景活动市场规模不断增长.....	- 10 -
图 6、2017 年场景活动市场份额分布.....	- 10 -
图 7、2018 年场景活动市场份额分布.....	- 10 -
图 8、我国普通高等学校及在校大学生的数量逐年增长.....	- 11 -
图 9、校园公告栏展示实例.....	- 12 -
图 10、校园运动场围栏展示实例.....	- 13 -
图 11、新春传播三部曲项目营销画面.....	- 14 -
图 12、凯迪拉克项目营销画面.....	- 14 -
图 13、伊利谷粒多项目营销画面.....	- 15 -
图 14、公司毛利率有所下滑.....	- 17 -
图 15、公司费用率持续下降.....	- 17 -
表 1、三人行发展历程.....	- 3 -
表 2、数字营销服务内容.....	- 4 -
表 3、数字营销服务收入占比持续提升（万元）.....	- 6 -
表 4、媒体资源成本占比较高（万元）.....	- 6 -
表 5、公司毛利率有所降低.....	- 7 -
表 6、公司费用中销售费用占比较高（万元）（左：金额，右：占收入比例）.....	- 7 -
表 7、公司前五大客户一览（万元）.....	- 8 -
表 8、公司前五大供应商一览（万元）.....	- 9 -
表 9、同行公司对比.....	- 11 -
表 10、部分活动一览.....	- 15 -
表 11、三人行分业务收入预测（百万元）.....	- 16 -
表 12、三人行募集资金用途（万元）.....	- 18 -
附表.....	- 19 -

报告正文

1、公司介绍：整合营销服务的综合型广告传媒企业

1.1、历史沿革

整合营销服务的综合型广告传媒企业。1) 三人行传媒集团成立于 2003 年，2014 年快速切入互联网领域，2016 年加入中国 4A 广告协会；2) 公司是专业从事整合营销服务的综合型广告传媒企业，主营业务包括数字营销服务、场景活动服务和校园媒体营销服务；3) 公司于 2020 年 5 月成功上市。

表 1、三人行发展历程

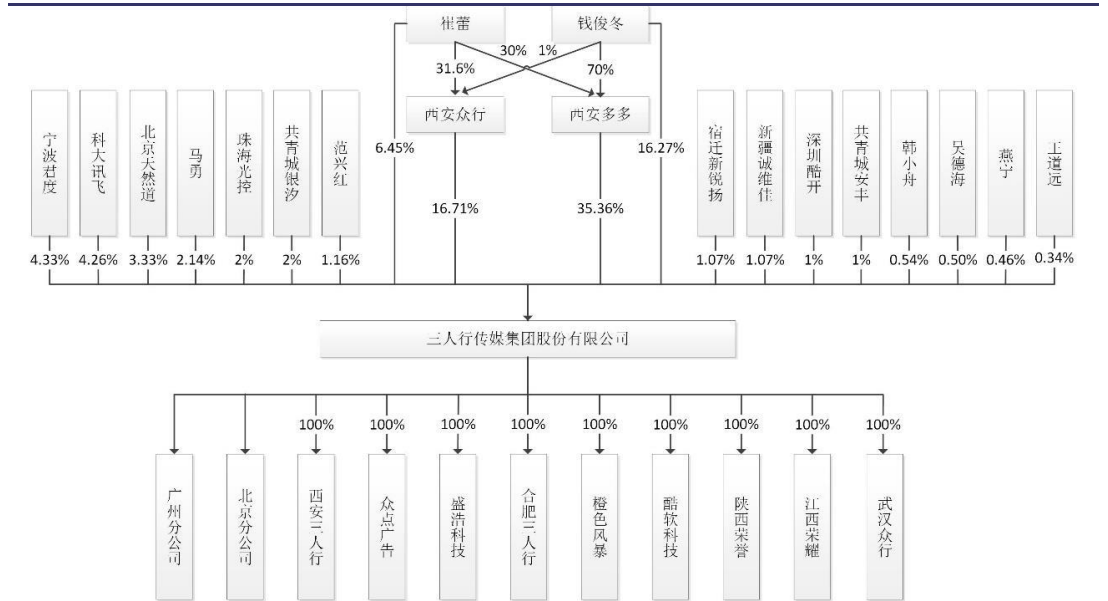
时间	事件
2003	三人行信息通讯有限公司在西安成立
2004	转型传媒领域，成立“三人行广告传媒有限公司”
2006	进军北京市场，进驻全国一流高校
2007	成功进军南京、上海、合肥市场
2009	在成都、广州、武汉成立办事处，扩大华中、华南、西南市场
2013	划分五大区，形成 5 区 25 省覆盖
2014	挺进移动互联网营销
2016	加入中国 4A 协会，进入中国广告第一集群
2018	公司收入突破 10 亿元
2020	成功上市

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、股权结构：公司的实际控制人为钱俊冬和崔蕾

公司的实际控制人为钱俊冬和崔蕾。1) 钱俊冬直接持有 8,425,500 股股份，占比 16.27%，同时通过西安多多、西安众行间接支配发行人股份表决权比例为 52.07%；2) 崔蕾直接持有 3,340,400 股股份，占比 6.45%，同时为西安多多的股东和西安众行的有限合伙人；3) 钱俊冬与崔蕾为夫妻关系，两人合计支配的发行人股份表决权比例为 74.79%，为发行人的共同实际控制人。

图 1、三人行股权结构（上市前）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、三人行——整合营销的综合广告企业

公司主要向客户提供数字营销服务、场景活动服务和校园媒体营销服务，为客户多场景、广覆盖、高效率地传播营销信息，满足其全国范围内跨媒体、多渠道的品牌曝光和产品或服务推广的营销需求。

数字营销服务。数字营销服务是指公司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。

表 2、数字营销服务内容

类别	主要服务项目	主要服务内容
广告投放代理	媒介策略	根据客户的营销需求提出媒介策略建议，并制定媒体资源传播组合方案
	媒体资源采购	与客户沟通广告内容及排期表，获得客户确认后，与媒体确定广告素材及排期表等要素，并进行采购
	营销效果评估	根据排期表进行广告投放，并向客户提供营销信息广告投放传播效果，并根据评估结果提出相应的优化建议
广告方案策划与执行	创意策划	了解客户需求，根据对广告受众的洞察为客户进行创意策划，制定营销方案
	媒介策略	根据客户的营销需求提出媒介策略建议，并制定媒体资源传播组合方案
	营销效果评估	根据营销方案执行情况，向客户提供营销信息传播效果评估服务，并根据评估结果提出相应的优化建议

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

场景活动服务。1) 场景活动服务是指在文艺赛事、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;2) 通过在不同场景中植入客户品牌及产品服务信息,增强传播效果,满足广告主的品牌推广、产品营销等多样化营销需求;3) 或者依托专业的会议组织及管理能力,完成客户会议活动方案的执行工作,实现客户高标准的会议组织要求。

校园媒体营销服务。1) 校园媒体营销服务主要包括校园公告栏、运动场围栏等校园媒体资源运营,以及在此基础上的创意策划等相关服务;2) 截至2019年末,公司已与全国800余所高校建立了良好的合作关系,占全国普通高等学校总数的33%。

其他主营业务。其他主营业务包括社交媒体营销服务、软件开发与系统集成业务。1) 社会传统媒体营销服务主要系通过社区公告栏、机场大牌、地铁灯箱、道路标志牌、候车亭、广播等社会传统媒体开展;2) 软件开发与系统集成业务系子公司西安酷软根据客户需求,为客户提供网络技术开发、移动网络产品研发和教育信息化系统集成等服务,主要产品包括高校智慧迎新网上报到平台、科研项目综合管理移动平台、旅游景点定制移动应用、“班班通”多媒体交互式教学综合解决方案等。

1.4、业绩高速增长,主系广告投放代理推动

公司业绩高速增长。2017-2019年公司主营业务收入分别为7.57亿元、11.00亿元及16.31亿元,净利润分别为0.93亿元、1.21亿元及1.82亿元,呈现快速增长的态势,主要系数字营销服务中的广告投放代理收入的大幅增加所致。

图 2、收入高速增长 (亿元)

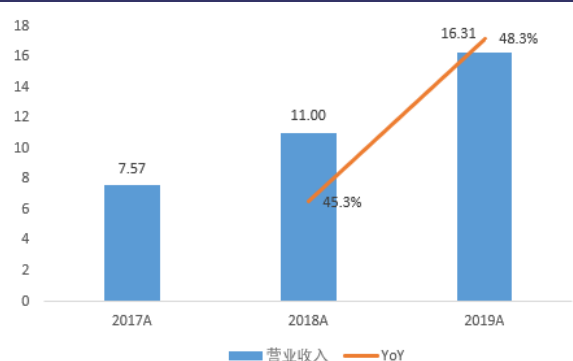
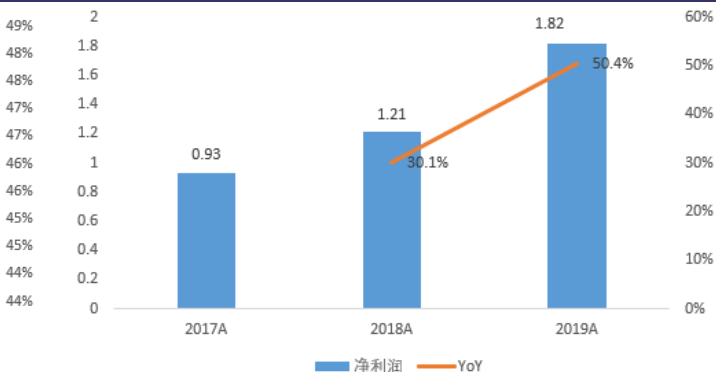


图 3、净利润高速增长 (亿元)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

数字营销服务收入占比持续提升。1) 2017-2019 年公司数字营销服务收入分别为 5.52 亿元、8.87 亿元及 14.03 亿元,收入占比分别为 72.92%、80.64% 及 85.98%,数字营销服务中主要为广告投放代理收入,分别为 5.41 亿元、8.45 亿元及 13.62 亿元,收入占比分别为 71.49%、76.82%以及 83.51%; 2) 场景活动收入平稳,2017-2019 年收入分别为 1.04 亿元、1.58 亿元及 1.41 亿元; 3) 校园媒体营销服务收入略有下降,2017-2019 年收入分别为 0.45 亿元、0.34 亿元及 0.21 亿元。

表 3、数字营销服务收入占比持续提升 (万元)

	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
数字营销服务	140,271.45	85.98%	88,663.99	80.64%	55,188.04	72.92%
其中: 广告投放代理	136,241.88	83.51%	84,459.60	76.82%	54,106.89	71.49%
广告方案策划与执行	4,029.57	2.47%	4,204.39	3.82%	1,081.15	1.43%
场景活动服务	14,111.15	8.65%	15,775.10	14.35%	10,389.41	13.73%
校园媒体营销服务	2,073.35	1.27%	3,414.05	3.11%	4,461.07	5.89%
其他主营业务	6,686.66	4.10%	2,097.97	1.91%	5,647.56	7.46%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

主营业务成本构成主要包括媒体资源成本、项目执行成本、材料成本、内容制作服务成本和自有媒体摊销成本。媒体资源成本是营业成本中最主要的构成部分,2017-2019 年,媒体资源成本占主营业务成本的比重分别为 83.98%、83.63% 和 90.18%,占比持续提升主系数字营销业务规模的迅速扩大引起的互联网媒体采购成本增加。

表 4、媒体资源成本占比较高 (万元)

	2019年度		2018年度		2017年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
媒体资源成本	114,234.16	90.18%	68,658.59	83.63%	46,217.66	83.98%
项目执行成本	6,289.47	4.97%	7,409.45	9.03%	5,800.32	10.54%
材料成本	1,900.35	1.50%	2,482.98	3.02%	1,225.98	2.23%
内容制作服务成本	2,995.75	2.37%	2,806.20	3.42%	1,235.22	2.24%
自有媒体摊销成本	309.96	0.24%	73.59	0.09%	235.88	0.43%
其他成本	938.87	0.74%	663.65	0.81%	317.94	0.58%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

毛利率有所下降。2017 年至 2019 年,公司综合毛利率分别为 27.24%、25.34%和

22.36%，综合毛利率变动主要系收入构成变化所致，公司综合毛利率与各业务的比重紧密相关。公司数字营销服务收入规模实现快速增长，收入占比由 2017 年的 72.77% 逐年提升至 2019 年的 85.98%。由于数字营销服务的毛利率与场景活动服务、校园媒体营销服务的毛利率相比相对较低，故其收入占比的迅速上升拉低了公司的综合毛利率水平。

表 5、公司毛利率有所降低

	2019年度	2018年度	2017年度
数字营销服务	20.26%	22.76%	23.17%
其中：广告投放代理	18.99%	21.40%	22.38%
广告方案策划与执行	63.28%	50.16%	62.39%
场景活动服务	35.43%	29.86%	34.60%
校园媒体营销服务	61.62%	64.79%	63.68%
其他主营业务	26.64%	35.81%	25.38%
综合毛利率	22.36%	25.34%	27.24%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1) 数字营销服务毛利率分析：广告投放代理业务的毛利率变化主要由于来自毛利率较低快速消费品行业的收入占比提升，广告方案策划与执行 2018 年毛利率较低，主要是由于客户行业分布变化以及部分行业毛利率变化所致。

2) 场景活动服务毛利率：2018 年场景活动服务毛利率较低，主要系运营商行业客户的毛利率下降所致。

费用稳步提升，占营收比例持续下降。公司费用中销售费用占比较高，且持续提升，不过公司销售费用占营收比例持续下降。

表 6、公司费用中销售费用占比较高(万元)(左：金额，右：占收入比例)

	2019年度		2018年度		2017年度	
销售费用	10,689.45	6.55%	8,925.09	8.12%	5,452.30	7.19%
管理费用	3,333.11	2.04%	3,098.66	2.82%	2,108.31	2.78%
研发费用	228.77	0.14%	351.38	0.32%	185.58	0.24%
财务费用	334.54	0.21%	222.63	0.20%	243.15	0.32%
期间费用合计	14,585.87	8.94%	12,597.76	11.46%	7,989.34	10.53%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1) 销售费用主要由员工薪酬构成，且占比持续提升。

2) 管理费用主要由职工薪酬、房租物业水电费等构成，2017-2019 年上述两项占管理费用比例分别为 52.09%、65.98%与 65.21%。

1.5、大客户稳定

直客为主，主要依靠招标形式获得。1) 直接客户占公司主营业务收入的比例分别为 98.09%、96.17% 及 98.12%，是公司收入的主要来源；2) 公司 2017-2019 年通过招投标方式获取的收入分别为 6.25 亿元、9.84 亿元及 15.15 亿元，占当年营业收入的比例分别为 82.36%、89.48%及 92.86%。

与大客户合作长期稳定，不存在单一依赖。1) 公司与主要客户长期合作，自 2004 年开始与中国移动合作，2008 年开始与中国电信合作，2013 年开始与中国工商银行、京东集团合作，自 2014 年开始与中国农业银行合作，自 2015 年开始与伊利集团合作，主要客户黏性较强；2) 伊利集团、中国电信、中国移动、中国工商银行为发行人报告期各期的前五大客户，不存在向前五大客户中单个客户销售比例超过 50%或严重依赖于少数客户的情况。

表 7、公司前五大客户一览（万元）

	客户名称	销售额（万元）	占营业收入比例
2019	伊利集团	63,292.47	38.80%
	中国电信	24,497.01	15.02%
	中国移动	19,440.85	11.92%
	中国工商银行	8,742.10	5.36%
	中国农业银行	8,586.52	5.26%
合计	124,558.94		76.35%
2018	伊利集团	25,684.23	23.36%
	中国电信	25,084.20	22.81%
	中国移动	20,623.46	18.76%
	京东集团	5,762.68	5.24%
	中国工商银行	5,702.88	5.19%
合计	82,857.46		75.36%
2017	中国电信	30,413.65	40.10%
	中国移动	11,028.44	14.54%
	京东集团	8,854.64	11.68%
	中国工商银行	4,812.69	6.35%
	伊利集团	3,896.48	5.14%
合计	59,005.90		77.80%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

积极拥抱新媒体资源。公司精挑细选互联网广告行业的主流媒体作为主要供应商，该类媒体市场影响力较大、营销受众面较广，能够满足大部分品牌广告主的市场营销需求。

表 8、公司前五大供应商一览 (万元)

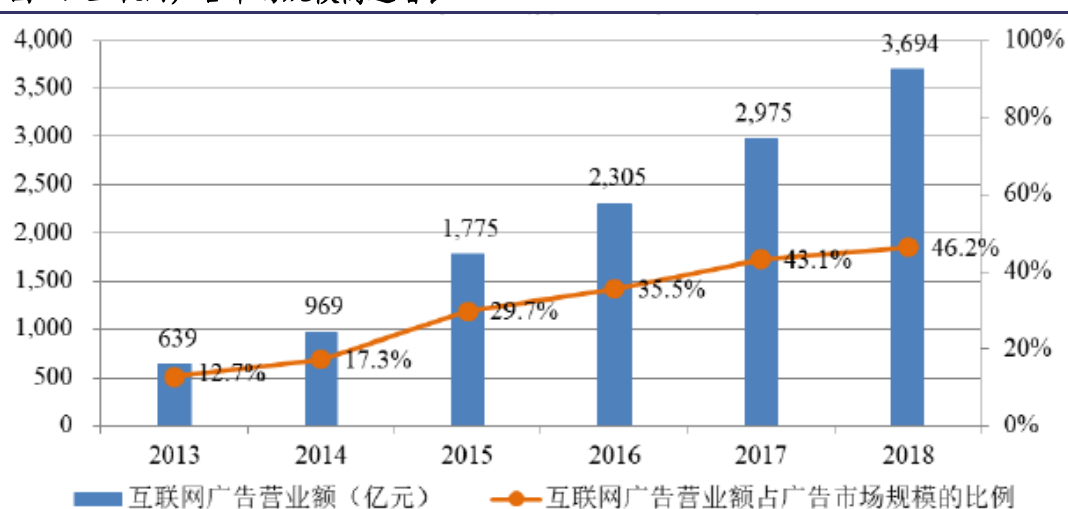
	供应商名称	采购金额 (万元)	占采购 金额比例
2019	字节跳动	25,519.55	20.08%
	新浪	24,483.82	19.26%
	网易	8,010.09	6.30%
	爱奇艺	6,580.86	5.18%
	搜狐	6,490.44	5.11%
合计	71,084.77		55.93%
2018	字节跳动	12,597.39	15.37%
	新浪	12,585.11	15.35%
	网易	5,701.81	6.96%
	腾讯	4,760.74	5.81%
	爱奇艺	4,564.66	5.57%
合计	40,209.71		49.05%
2017	字节跳动	4,244.26	7.75%
	土豆文化	3,488.44	6.37%
	乐视	3,306.20	6.04%
	腾讯	3,110.15	5.68%
	爱奇艺	2,553.78	4.66%
合计	16,702.83		30.51%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、所处行业分析

数字营销市场规模增长迅速。我国互联网广告营业额从 2013 年的 639 亿元逐年增长至 2018 年的 3694 亿元，年均增长率 42.04%，呈现高速增长的趋势。互联网广告经营额占全部广告市场营业额的比例从 2013 年的 12.7% 快速提升至 2018 年的 46.2%。

图 4、互联网广告市场规模高速增长

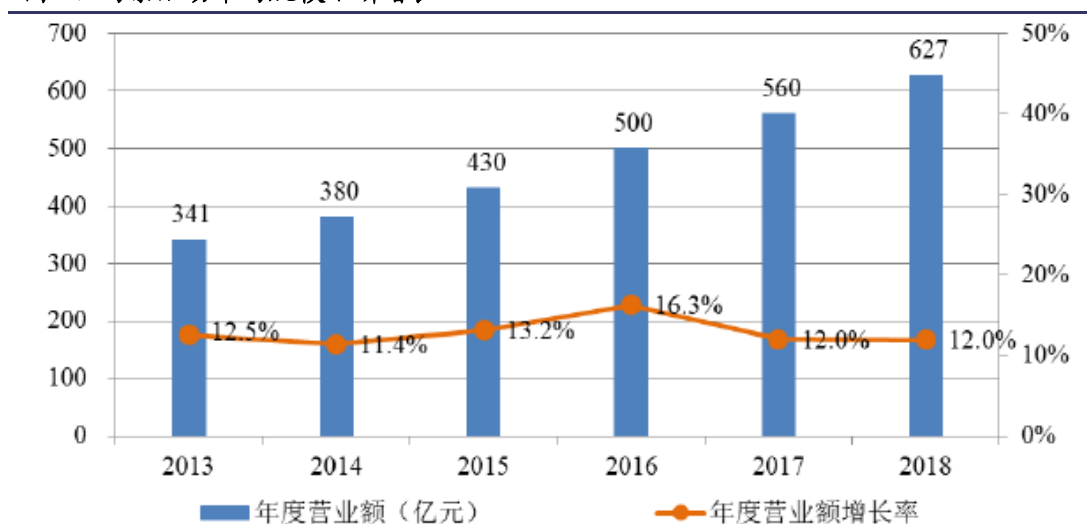


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

场景活动市场规模不断增长。

1) 我国场景活动服务领域市场规模呈现出良好的增长趋势，市场年度营业额从2012年的303亿元不断增长至2018年的627亿元，年均复合增长率12.89%，呈现出不断增长的趋势。

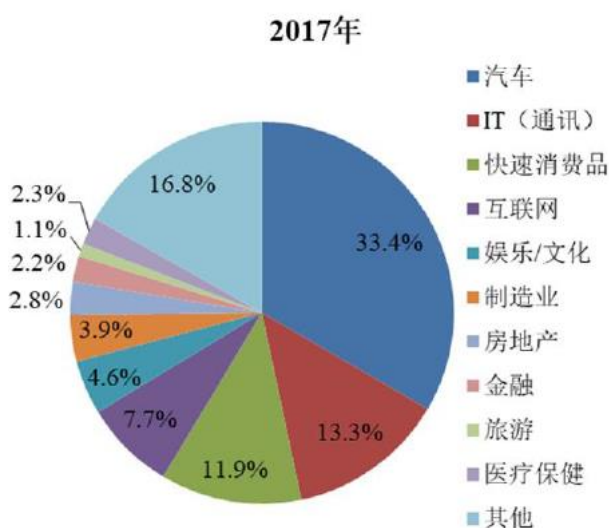
图 5、场景活动市场规模不断增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

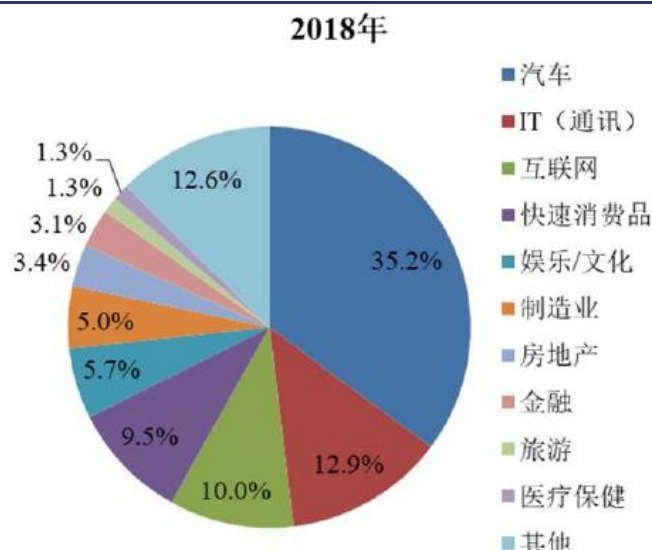
2) 按场景活动举办者所处行业进行分类，2017年及2018年，汽车、IT（通讯）行业的广告主开展场景活动所花费的金额持续排名行业前二名。

图 6、2017 年场景活动市场份额分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

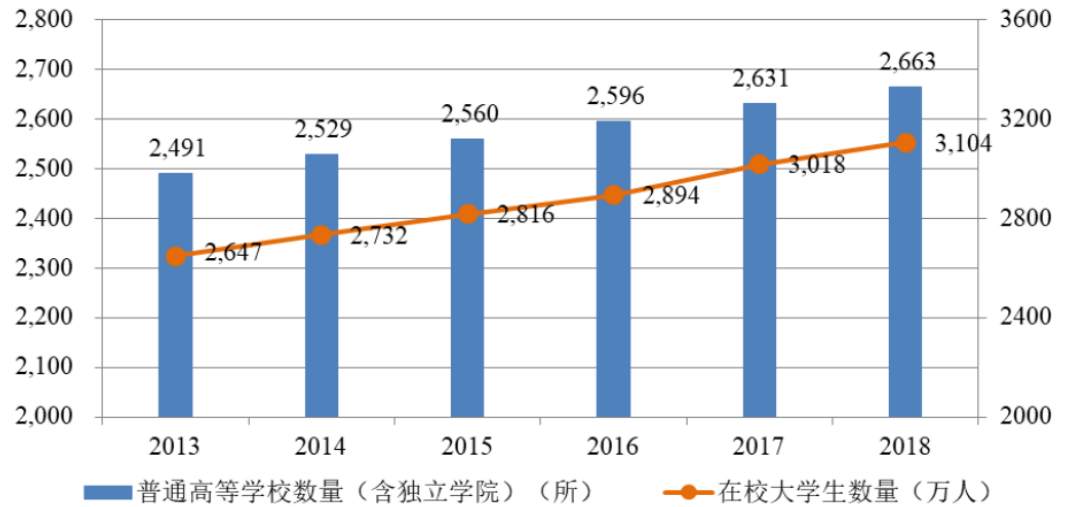
图 7、2018 年场景活动市场份额分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

校园营销市场规模稳定可期。我国普通高等学校及在校大学生的数量均呈现逐年上升的趋势，为校园营销市场提供了充分的市场空间。

图 8、我国普通高等学校及在校大学生的数量逐年增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、同行对比与竞争优势分析

3.1、同行业公司对比

公司专业从事整合营销服务，主营业务包括数字营销服务、场景活动服务和校园媒体营销服务。数字营销服务行业主要企业包括省广集团、华扬联众、蓝色光标、联创股份、利欧股份，场景活动服务行业主要企业包括蓝色光标、北京瀚海博联公关策划有限公司，校园媒体营销服务行业主要企业包括迪岸网络技术有限公司、南京妙策传媒有限公司。

表 9、同行公司对比

业务领域	名称	基本情况
数字营销服务	省广集团	中国4A协会会员，主营业务为广告营销，提供传统媒介代理、数字营销、品牌管理、自有媒体运营、杂志发行等服务
	华扬联众	中国4A协会会员，主营业务包括互联网广告服务、买断式销售代理及影视节目服务
	联创股份	广告相关主营业务包括数字营销、自媒体IP营销业务
	蓝色光标	中国4A协会会员，主营业务包括公共关系咨询、广告投放
	利欧股份	中国4A协会会员，广告相关主营业务包括数字营销业务
场景活动服务	蓝色光标	中国4A协会会员，主营业务包括公共关系咨询、广告投放、活动整合营销及电子商务销售服务
	瀚海博联	主营业务包括会议营销、内容营销和数字渠道营销，能够为客户提供巡展、峰会等项目的规划、策划与执行服务
校园媒体营销服务	迪岸网络	主要通过运营户外大牌、传统灯箱、滚动灯箱、LED、数码海报、展览展示等媒体向客户提供为户外媒体营销服务
	妙策传媒	是一家融合校园安全知识宣传与品牌信息传播于一体的校园媒体机构，专注于中国高校户外媒体的开发、运营

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、竞争优势分析

专业的整合营销服务能力。公司能够在洞察客户品牌的市场定位、发掘客户产品或服务的营销亮点的基础上，结合自身在数字营销、场景活动和校园媒体营销等业务领域的布局，为客户提供创意策划、内容制作、广告投放、活动执行、效果评估及优化等全流程的整合营销服务，满足客户在全国范围内跨媒体、多渠道的品牌曝光和产品或服务推广的营销需求。

覆盖线上线下的媒体资源网络。

1) 在线下媒体资源方面，公司拥有广泛的校园媒体资源网络，截至 2019 年末，公司校园媒体网络已覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市）的 800 余所高校。依托分布较为广泛的校园媒体资源，公司能够为客户提供全国范围内目标受众精准的营销信息传播渠道。

图 9、校园公告栏展示实例



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、校园运动场围栏展示实例



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 在线上媒体资源方面，公司已与国内众多知名互联网媒体建立了良好的业务合作关系，包括字节跳动、腾讯、新浪、搜狐、网易、爱奇艺、优酷、人民网、凤凰网等国内众多知名互联网优势媒体。

众多合作良好的知名客户。1) 公司的优质客户保证了业务的可持续性，同时公司凭借已经积累的优质客户，不断开拓新客户资源，发掘新的业务机会，进一步拓展营销服务对象；2) 公司主要客户包括中国电信、中国移动、中国联通 等电信运营商领域客户，中国工商银行、中国农业银行、中国建设银行、中国人保集团等金融领域客户，京东、滴滴等互联网领域客户，伊利、农夫山泉、青岛啤酒等快速消费品领域客户等。

客户成功服务案例丰富，为后续业务背书。

1) 公司为上海电信策划新春传播三部曲项目，提出“你爱的人，值得更好”的情感创意，通过描绘两代人的生活情境，呼吁年轻一代多与长辈交流，给父母关爱，引起大众的共鸣及反思，在此基础上导入电信产品。该案例荣获 2018 年金网奖互联网传播奖金奖。

图 11、新春传播三部曲项目营销画面



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 公司为上汽通用汽车有限公司策划凯迪拉克 XTS 新车上市项目，设计了创意短视频、互动 H5 页面、植入游记文章等形式的营销创意方案，并通过微博等社交媒体的 KOL 进行传播，取得了良好的传播效果，并荣获 2018 年金网奖社会化营销奖银奖。

图 12、凯迪拉克项目营销画面



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 公司为伊利集团策划伊利谷粒多“喝饱一起嗨”整合传播项目，结合伊利谷粒多面向年轻消费者的市场定位，选择了时下流行的短视频社交平台抖音作为营销媒体，利用娱乐明星及 KOL 在社交平台的号召力，在天猫平台进行直播打造重点传播事件，并配合线下活动等共同打造传播矩阵，营销效果良好。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 13、伊利谷粒多项目营销画面



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4) 公司与中国电信、中国移动、中国联通、中国工商银行等国内众多知名企业合作，提供了一系列的场景活动服务。

表 10、部分活动一览

序号	客户名称	活动名称
1	中国电信股份有限公司	天翼飞Young校园好声音歌手大赛、与信仰对话、飞Young创业英雄汇、暑期社会实践、天翼云杯云创业大赛
2	中国工商银行股份有限公司	工商银行杯金融创意设计大赛项目
3	中国移动通信有限公司	移动政企全年会议、移动政企场景活动类
4	中国移动通信集团江苏有限公司	动感地带手机嘉年华活动
5	咪咕音乐有限公司	咪咕移动音乐大赛、音为青春·2018中国大学音乐超级联赛
6	中移互联网有限公司	城市微徒步、第五届百万青年创业就业计划校园合作推广、上海酷狗蘑菇Y3动漫音乐节活动
7	中国联合网络通信有限公司江苏省分公司	联通沃派大学生音乐超级联赛
8	微梦创科网络科技(中国)有限公司	微博大灌篮高校篮球挑战赛
9	中国惠普有限公司	惠普梦工厂拓展、惠普梦工厂校园运营

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测与评级

从收入结构来看，公司营业收入主要包含数字营销服务、场景活动服务与校园媒体营销服务，其中数字营销服务占比提升较快，主要源于广告主向新媒体投放更多广告，投入更高预算，我们预计 2020/21/22 年数字营销服务收入增速分别为 63%/44%/33%，而同期场景活动服务收入与校园媒体营销服务收入增速有所下滑。

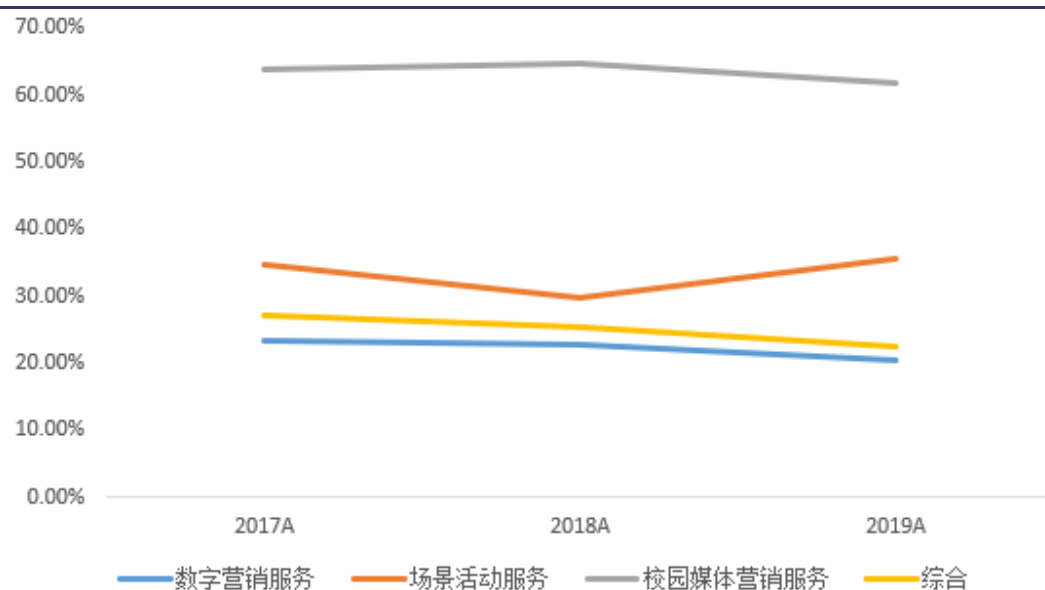
表 11、三人行分业务收入预测（百万元）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入合计	367.33	756.86	1099.51	1631.43	2533.15	3558.70	4646.99
YoY		106%	45%	48%	55%	41%	31%
数字营销服务	172.66	551.88	886.64	1402.72	2287.49	3298.29	4373.18
YoY		220%	61%	58%	63%	44%	33%
广告投放代理	172.66	541.07	844.6	1362.42	2247.99	3259.59	4335.25
YoY		213%	56%	61%	65%	45%	33%
广告方案策划与执行		10.81	42.04	40.3	39.49	38.70	37.93
YoY			289%	-4%	-2%	-2%	-2%
场景活动服务	110.54	103.89	157.75	141.11	141.11	141.11	141.11
校园媒体营销服务	47.98	44.61	34.14	20.73	17.62	14.98	12.73

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

毛利率角度来看，毛利率有所下降。2017 年至 2019 年，公司综合毛利率分别为 27.24%、25.34%和 22.36%，综合毛利率变动主要系收入构成变化所致。公司数字营销服务收入规模实现快速增长，收入占比提升，而其毛利率低于其他细分业务，致使综合毛利率下降。我们认为未来随着数字营销服务收入持续攀升，凭借规模效应有望在媒体端获得资源采购优势，未来毛利率有望保持稳定。

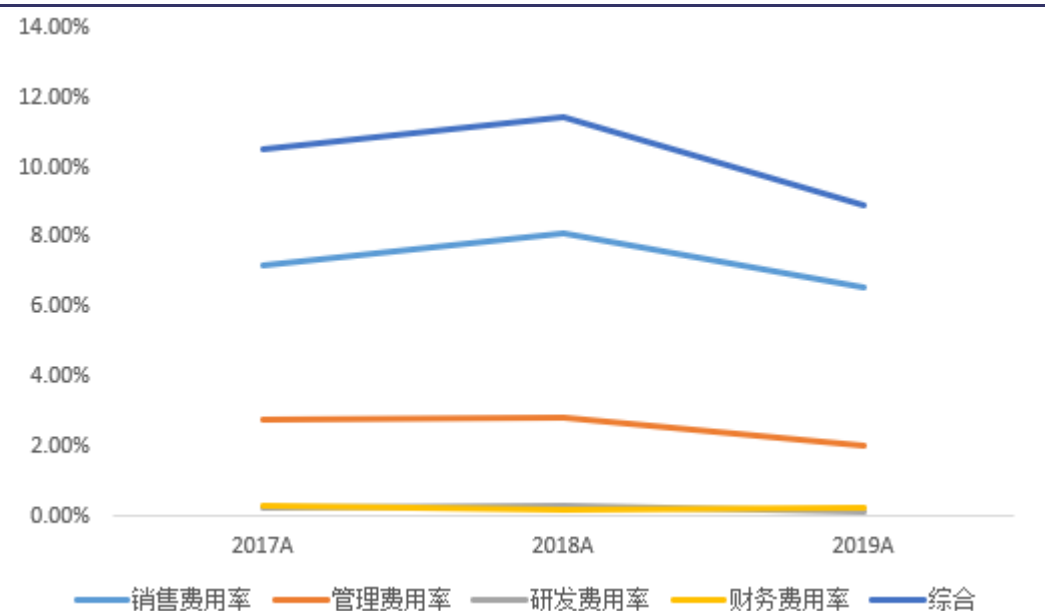
图 14、公司毛利率有所下滑



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

费用增速可控，费用率持续下降，公司费用中销售费用占比较高，且持续提升，不过公司各项费用占营收比例持续下降。我们预计随着公司收入水平的快速提升，公司各项费用率有望持续保持下降趋势。

图 15、公司费用率持续下降



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

募集配套资金进一步夯实公司核心竞争力。本次公开发行股票募集资金，主要投向数字整合营销服务体系扩建项目、场景活动服务体系扩建项目、校园媒体扩建

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

项目，以及创业中心及业务总部建设项目，同时考虑补充营运资金。我们认为此次募集资金有利于公司持续夯实在数字营销服务、场景活动服务及校园媒体营销服务中的优势，进一步提高公司的市场竞争力和可持续发展能力。

表 12、三人行募集资金用途（万元）

项目名称	投资总额	募集资金投资总额
数字整合营销服务体系扩建项目	24,020.41	22,170.55
场景活动服务体系扩建项目	13,928.35	12,855.70
校园媒体扩建项目	21,488.65	19,833.77
创意中心及业务总部建设项目	12,966.74	12,966.74
补充营运资金项目	31,000.00	31,000.00
合集	103,404.15	98,826.77

来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利预测与评级：预计公司 2020/21/22 年净利润分别为 3.19/4.43/5.75 亿元，EPS 分别为 4.62/6.41/8.32 元，对应 6 月 23 日收盘价 PE 分别为 60/43/33 倍，看好公司紧握优质客户资源，坐享优质客户拥抱互联网营销红利，随着客户加大新媒体的广告投放力度，公司业绩有望快速增长，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；大客户流失风险；行业竞争加剧风险。

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	835	1289	1813	2364
货币资金	322	500	702	917
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	437	679	954	1245
其他应收款	33	52	73	95
存货	10	10	18	21
非流动资产	15	40	30	31
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	12	12	12
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3	2	1	1
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1	1	1	1
资产总计	850	1329	1843	2395
流动负债	459	603	673	651
短期借款	67	411	469	400
应付票据	0	0	0	0
应付账款	301	39	55	72
其他	91	152	149	178
非流动负债	14	14	14	14
长期借款	0	0	0	0
其他	14	14	14	14
负债合计	473	617	687	665
股本	52	69	69	69
资本公积	19	19	19	19
未分配利润	261	549	949	1468
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	376	713	1156	1731
负债及权益合计	850	1329	1843	2395

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	194	319	443	575
折旧和摊销	0	1	1	1
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	13	26	23
投资损失	0	0	0	0

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1631	2533	3559	4647
营业成本	1267	1968	2763	3623
营业税金及附加	6	7	10	13
销售费用	107	127	179	234
管理费用	33	42	59	77
财务费用	3	13	26	23
资产减值损失	0	-1	-0	-1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	229	377	523	678
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	228	376	523	678
所得税	35	57	80	103
净利润	194	319	443	575
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	194	319	443	575
EPS(元)	2.80	4.62	6.41	8.32

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	48.4%	55.3%	40.5%	30.6%
营业利润增长率	54.6%	64.7%	38.8%	29.7%
净利润增长率	56.1%	64.8%	38.8%	29.8%
盈利能力				
毛利率	22.4%	22.3%	22.4%	22.0%
净利率	11.9%	12.6%	12.4%	12.4%
ROE	51.4%	44.8%	38.3%	33.2%

偿债能力

资产负债率	55.7%	46.4%	37.3%	27.7%
流动比率	1.82	2.14	2.69	3.63
速动比率	1.80	2.12	2.67	3.60

营运能力

资产周转率	216.8%	232.5%	224.4%	219.3%
应收帐款周转率	414.8%	454.0%	436.0%	422.7%

少数股东损益	0	0	0	0	每股资料(元)				
营运资金的变动	0	-477	-308	-290	每股收益	2.80	4.62	6.41	8.32
经营活动产生现金流量	141	-159	171	307	每股经营现金	2.03	-2.30	2.47	4.44
投资活动产生现金流量	-3	-12	0	0	每股净资产	5.45	10.32	16.73	25.06
融资活动产生现金流量	-53	349	32	-92					
现金净变动	84	178	202	215	估值比率(倍)				
现金的期初余额	237	322	500	702	PE	99.0	60.1	43.3	33.3
现金的期末余额	321	500	702	917	PB	50.9	26.9	16.6	11.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn