

证券研究报告

2020年06月05日

行业报告| 行业专题研究

营销传播 - 三人行（605168）

整合营销服务商上市，从校园到数字，大客户大渠道

作者：

分析师 文浩 SAC执业证书编号：S1110516050002

分析师 冯翠婷 SAC执业证书编号：S1110517090001



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

核心观点

从校园媒体营销寡头到综合广告传媒企业，数字营销业务快速发展。三人行成立于2003年，公司早期专注于开拓校园媒体资源，2014年进军互联网领域并大力发展数字营销服务，逐渐形成以数字营销、场景活动、校园营销的核心业务体系，2020年5月在上交所上市，募集资金总额为10.47亿元。IPO发行后，公司控股股东为西安多多，持股26.52%；实际控制人为钱俊冬和崔蕾（夫妻关系），合计股权比例为56.09%。

宏观经济下行给广告行业带来压力，关注快消品、通讯、汽车行业边际改善，互联网广告细分领域市场规模呈现高增长态势。20Q1受疫情影响，我国GDP当季同比-6.8%，广告作为经济后周期行业承压。耐用品与可选消费品企稳、5G业态发展、政策补贴等因素有望带动快消品、通讯、汽车行业回暖。数字营销市场规模快速扩张，成为广告行业发展重要动力。

数字营销服务助力营收高增长，现金流情况总体健康，应收账款周转情况逐年改善。2019年公司实现营收16.31亿元，同比增长48.38%，实现归母净利1.94亿元，同比增长56.11%，数字营销服务占总营收比例85.98%，成为公司营收增长的重要驱动。公司近三年应收账款周转天数持续下降，2019年为87.8天，营收回款较好，经营性现金流健康。

上游积累字节跳动等优质媒体资源，下游与快消、通讯行业知名企业客户发展长期业务合作，整体盈利能力强，期待公司未来长线稳定发展。公司主要客户涵盖电信运营商、快消品等广告投放景气度较高的行业，并通过直销模式增强客户黏性。头部主流媒体采购占比逐年加大，2019年前五大供应商采购占比55.93%，字节跳动排名第一。同时，公司整体毛利率表现优于同行业可比公司，反映较强盈利能力，结合其上下游情况，看好公司未来发展。

风险提示：宏观经济不景气；市场竞争加剧；广告主流失；行业监管趋严

- 1 公司介绍：综合型广告传媒企业，整合营销服务能力强
 - 1.1发展历程:从校园营销到数字营销，顺应趋势高速发展
 - 1.2融资历史回溯
 - 1.3股权结构及管理团队：股权相对集中，核心管理团队稳定
 - 1.4公司业务：三大核心业务支撑整合营销服务
 - 1.5IPO募资：加大数字营销及校园营销服务投资建设力度，补充公司营运资金
- 2 行业分析：经济影响广告投放，数字营销驱动营销行业快速发展
 - 2.1宏观经济受疫情影响下行，经济后周期的广告行业承压
 - 2.2积极关注广告主行业景气度，边际改善有望提升广告投放
 - 2.3数字营销：市场规模扩张迅速，成广告行业发展重要增长点
 - 2.4场景活动：市场规模增长保持稳定，汽车、IT（通讯）行业为主要广告主
 - 2.5校园营销：广告受众明确清晰，市场规模稳定可期
- 3 财务分析：数字营销服务助力营收高增长，现金流总体健康
 - 3.1营收、归母、扣非：营收持续增长，数字营销为营收主要来源
 - 3.2营业成本：成本结构与业务发展相匹配，媒体资源成本占比最高
 - 3.3毛利率及净利率：净利率总体稳定，毛利率受业务比重变动影响略有下滑
 - 3.4费用：期间费用率整体下滑，收入增加规模效应显现
 - 3.5现金流量：营收回款良好，经营性现金流净额总体健康
- 4 投资要点：盈利能力强，优质媒体资源与广告客户助力公司长线稳定发展
 - 4.1主要客户为大消费品牌及运营商，客户黏性强，广告投放景气度较高
 - 4.2供应商为互联网主流媒体，头部渠道覆盖持续增长
 - 4.3 毛利率高、盈利能力强，看好未来发展空间
 - 4.4 投资建议
- 5 风险提示

1 公司介绍

综合型广告传媒企业，整合营销服务能力强

1.1 发展历程：从校园营销到数字营销，顺应趋势高速发展

三人行于2003年成立，2014年快速切入互联网领域，2016年加入中国4A广告协会，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。公司于2020年5月28日起在上交所上市交易，证券代码“605168.SH”。此次IPO公开发行新股1,726.67 万股，发行价格为60.62元/股，发行PE为22.99x，扣除发行费用后，IPO募集资金净额为98,826.77万元。

- **校园媒体营销起家，处于国内领先地位。**2003年公司创业早期，专注于开拓校园媒体资源，传播媒介主要包括：校园公告栏、运动场围栏、食堂餐桌桌贴、新生手册、校园BBS、校园候车厅、校园微信、校园互动屏等。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，目前公司在该领域已处于国内领先的市场竞争地位。
- **进军互联网营销领域，数字营销服务高速发展。**为顺应行业营销传播方式变化的趋势，并满足客户对线上广告投放的需求，2014年公司挺进互联网营销领域，并大力发展数字营销服务，并逐渐升级为覆盖媒体与场景、提供线上与线下全流程整合营销服务的综合型广告传媒企业。



资料来源：公司招股说明书、公司官网、天风证券研究所

1.2 融资历史回溯

合肥讯飞、北京睿享最早入股三人行：

- 2013年8月，合肥讯飞（科大讯飞全资子公司）以918万元投资三人行，占公司股权比例4.50%，此次为三人行首次引入外部投资者；
- 2013年10月，公司共同实控人崔蕾将其所持有的三人行有限4%的股权以816万元转让给外部投资者范兴红（自然人），此为三人行第一次股权转让；
- 2014年9月，西安多多将其所持三人行有限10%的股权以1200万元转让给北京睿享，北京睿享成为公司第四大股东。

2015年4月，三人行登陆新三板市场；2017年6月，新三板停止挂牌，截至此时，公司外部机构投资者为合肥讯飞（4.26%），北京睿享（4.4%）。

公司股票在新三板终止挂牌后，2017年12月，部分股东之间、部分股东与其他第三方之间集中进行了股份转让，并由此构成了IPO前的股本结构：

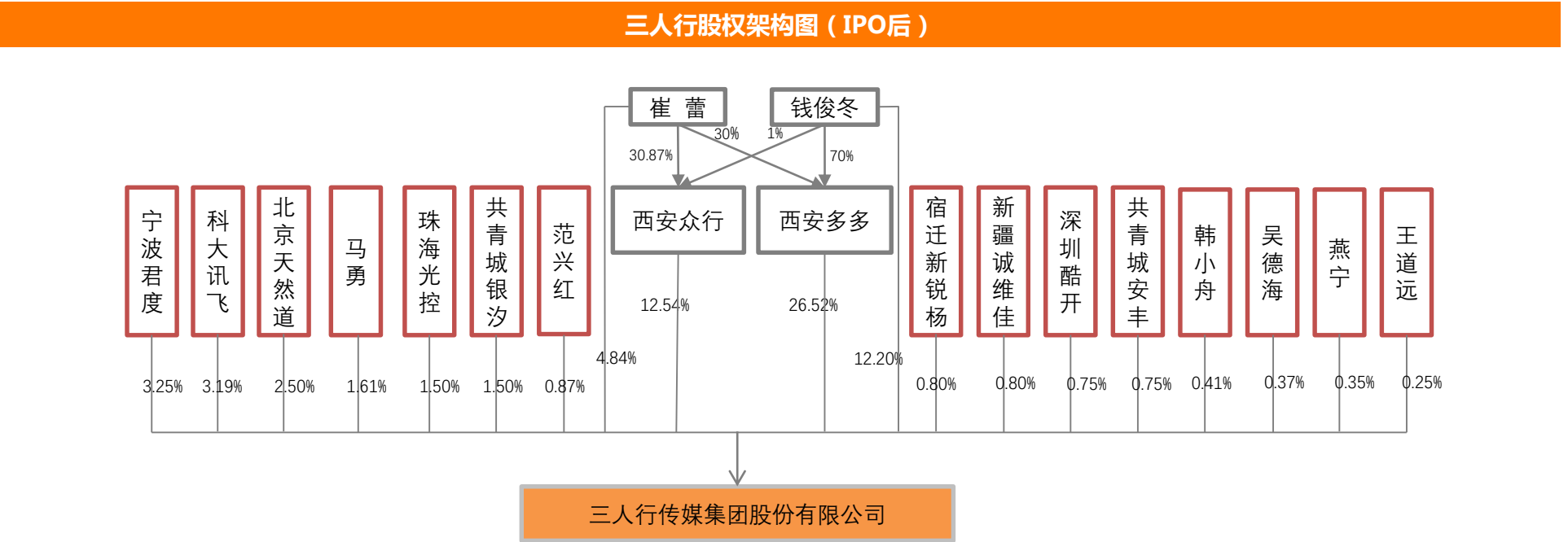
- 霍城多多（实控人为三人行董事长钱俊冬）转让股份给宁波君度、马勇、珠海光控、共青城银汐、深圳酷开、共青城安丰；
- 北京睿享转让股份给北京天然道、新疆诚维佳；
- 吴德海（自然人）转让股份给宁波君度；
- 合肥讯飞（科大讯飞全资子公司）转让股份给科大讯飞；
- 范兴红（自然人）转让股份给宿迁新锐扬、共青城安丰；
- 燕宁（自然人）转让股份给宁波君度、共青城银汐。

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.3 股权结构及管理团队：股权相对集中，核心管理团队稳定

公司控股股东为西安多多投资管理有限公司，实际控制人为钱俊冬和崔蕾，上市发行后保持不变。本次IPO后，公司董事长、总经理钱俊冬直接持股12.20%，同时作为西安多多的控股股东、西安众行的执行事务合伙人，通过西安多多、西安众行间接支配公司股份表决权比例的39.05%；崔蕾直接持股4.84%。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56.09%，为发行人的共同实际控制人。西安多多（由钱俊冬和崔蕾控股）持有公司股权26.52%，为控股股东。

公司的非自然人股东宁波君度、科大讯飞、北京天然道、共青城银汐、珠海光控、宿迁新锐扬、新疆诚维佳、深圳酷开、共青城安丰此次公开发行限售期为12个月；自然人股东马勇、范兴红、韩小舟、吴德海、燕宁、王道远未在公司任职，此次公开发行限售期为12个月。



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.3 股权结构及管理团队：股权相对集中，核心管理团队稳定

三人行发展历程

姓名	职务	主要经历
钱俊冬	董事长、总经理	现任全国青联常委、全国大学生创业联盟副理事长、中国青年志愿者协会副秘书长；曾荣获第六届中国青年创业奖、第十三届安徽省青年五四奖章；被评为2012 年全国就业创业优秀个人、2018 年陕西省优秀民营企业 家、陕西省十大杰出青年。钱俊冬先生长期致力于广告行业，拥有丰富的经营及管理经验。
王川	董事、副总经理、核心技术人员	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，曾负责多个世界500强广告主的整合营销项目，对整合营销传播理论具 有深刻的理解和丰富的实践经验，所负责的项目获得过多个知名奖项，2016 年加入三人行。
张昊	董事、副总经理	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 任职，2016 年加入三人行。
陈胜	财务总监	曾在湖北昌友置业股份有限公司、湖北会计师事务所、北京京都会计师事务所武汉分公司、中山大洋电机股 份有限公司、湖北东峻实业集团、武汉爱民制药有限责任公司、武汉大禹阀门股份有限公司职，2014 年加 入三人行。
李达	董事会秘书	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。现任广东多多基金管理合伙 企业（有限合伙）执行事务合伙人、北京本源常棣投资管理有限公司监事，2017 年加入三人行。

三人行发行前后股本情况

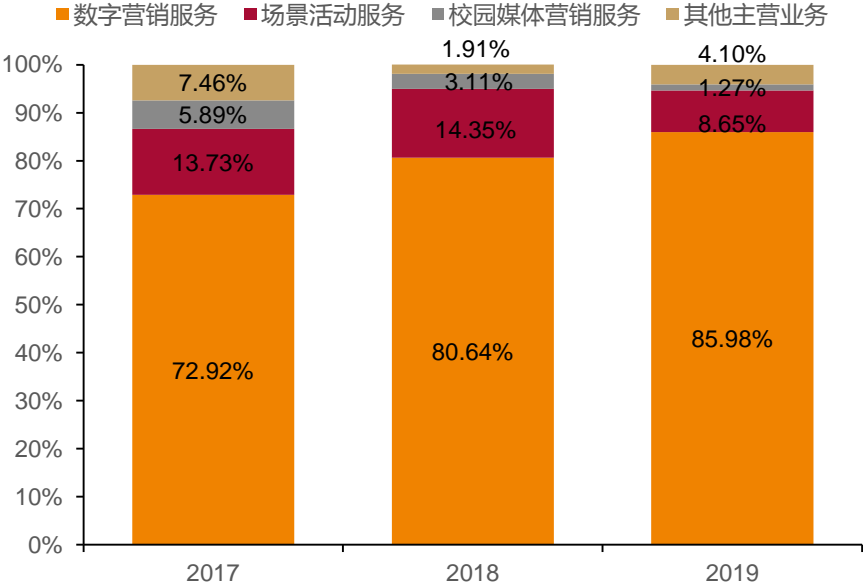
序号	股东名称	发行前持股数量（万股）	发行前持股比例（%）	发行后持股数量（万股）	发行后持股比例（%）
1	西安多多	1,831.61	35.36	1,831.61	26.52
2	西安众行	865.83	16.71	865.83	12.54
3	钱俊冬	842.55	16.27	842.55	12.20
4	崔蕾	334.04	6.45	334.04	4.84
5	宁波君度	224.45	4.33	224.45	3.25

注：西安多多由钱俊冬持有 70%的股权、崔蕾持有 30%的股权，共同间接支配公司股份表决权；西安众行的合伙人均为发行人核心骨干员工，钱俊冬系西安众行的普通合伙人，持有西安众行1%的出资 份额，崔蕾系西安众行的有限合伙人，持有西安众行30.87%的出资份额。
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.4 公司业务：三大核心业务支撑整合营销服务

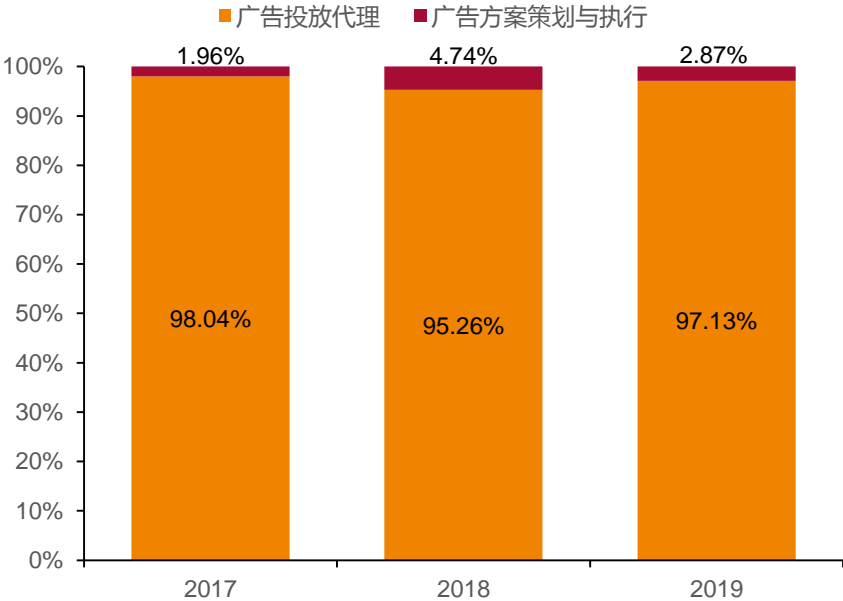
三人行主要向客户提供数字营销服务、场景活动服务和校园媒体营销服务。2019年，三大业务占主营业务收入的比重分别为85.98%、8.65%和1.27%，贡献主要营收的数字营销服务可以进一步拆分为广告投放代理、广告方案策划与执行两类，2019年其分别占数字营销服务收入的97.13%和2.87%。

三人行2017-2019年分业务营收占比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

三人行2017-2019年数字营销服务收入按业务类型划分



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.4 公司业务：三大核心业务支撑整合营销服务

三人行拥有 9 家全资子公司，即橙色风暴、合肥三人行、西安三人行、众点广告、盛浩科技、陕西荣誉、江西荣耀、武汉众行和酷软科技。

三人行各子公司基本情况介绍

序号	公司名称	业务定位	负责人	2019年净利润（万元）
1	橙色风暴	重点开展全国区域的数字营销服务、华北地区的校园媒体营销服务和场景活动服务	崔蕾，公司共同实控人	2756.63
2	合肥三人行	重点开展华东地区的校园媒体营销服务和场景活动服务	谢士春，核心骨干员工	17.07
3	西安三人行	重点开展西北地区的校园媒体营销服务和场景活动服务	张昊，董事、副总经理	82.57
4	众点广告	重点开展西北地区的校园媒体营销服务和场景活动服务	郭献维，董事	48.73
5	盛浩科技	重点开展上海地区的数字营销服务和场景活动服务	叶生根，核心骨干员工	5.87
6	陕西荣誉	市场调查、监测服务	谢士春，核心骨干员工	69.82
7	江西荣耀	媒介采购中心	王蕾，职工监事	318.27
8	武汉众行	媒介采购中心	张昊，董事、副总经理	145.74
9	酷软科技	软件开发与系统集成，为公司研发项目提供技术支持	王科委，核心技术人员	142.27

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.4.1 数字营销服务

数字营销服务作为主要营收来源，是公司的重点业务板块。公司为满足客户在互联网媒体上的营销传播需求，向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。公司数字营销服务可以分为广告投放代理、广告方案策划与执行两大主要类型。

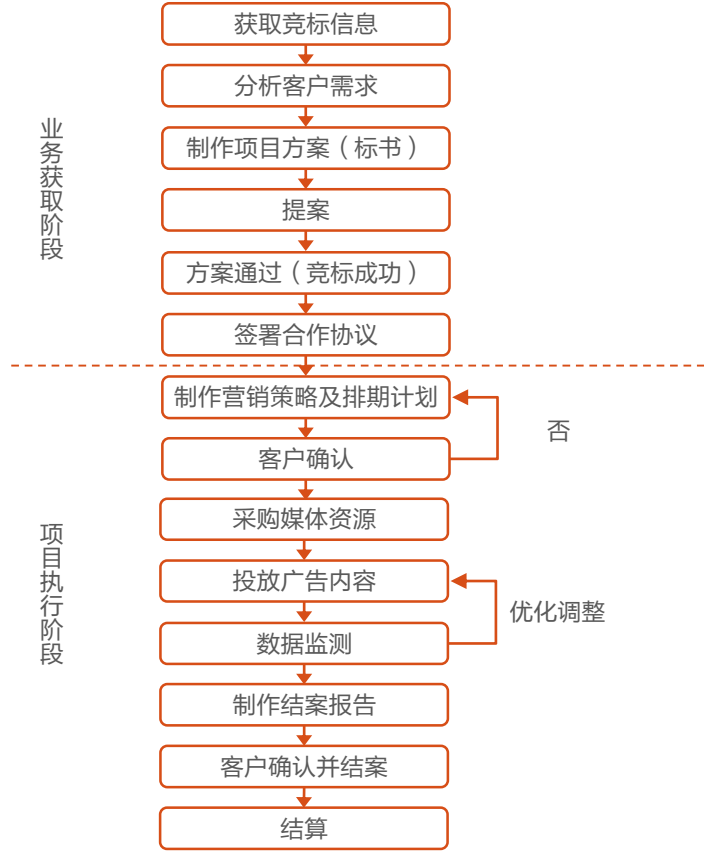
数字营销主要服务内容		
类别	主要服务项目	主要服务内容
广告投放代理	媒介策略	根据客户的营销需求提出媒介策略建议，并制定媒体资源传播组合方案
	媒体资源采购	与客户沟通广告内容及排期表，获得客户确认后，与媒体确定广告素材及排期表等要素，并进行采购
	营销效果评估	根据排期表进行广告投放，并向客户提供营销信息广告投放传播效果，并根据评估结果提出相应的优化建议
广告方案策划与执行	创意策划	了解客户需求，根据对广告受众的洞查为客户进行创意策划，制定营销方案
	媒介策略	根据客户的营销需求提出媒介策略建议，并制定媒体资源传播组合方案
	营销效果评估	根据营销方案执行情况，向客户提供营销信息传播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

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

- **创意策划服务：**创意策划服务附加值较高。公司依托专业化团队深刻洞察客户产品及其目标市场定位、广告受众心理行为和各媒体的特点，在发掘广告主及其产品或服务营销亮点的基础上，结合社会热点，策划营销创意方案，实现既易于被受众接受又契合广告主产品或服务特色的营销效果。
- **媒介策略服务：**媒介策略服务是能够体现出公司对互联网媒体资源统筹安排专业化能力。公司能够根据客户品牌及其产品或服务的定位、营销受众及媒体资源的特点，针对不同广告主提供定制化媒体资源整合方案，并统筹安排营销信息在各互联网媒体上的投放，实现营销信息的快速高效传播。
- **媒体资源采购服务：**目前，公司已与字节跳动、腾讯、新浪、爱奇艺等国内主流互联网媒体建立了良好的合作关系，通过采购视频贴片广告、创意中插广告、顶部通栏广告、画中画广告、擎天柱广告、信息流广告等多种形式广告资源，满足客户多媒体渠道、多营销方式传播营销信息的需求。
- **营销效果评估服务：**营销效果评估服务是提升营销服务水平和质量的重要一环。在数字营销服务中，公司通常根据与客户的约定，以周报、结案报告等形式向客户反馈营销信息的传播进程及投放分析结果，并根据投放分析结果，优化创意策划、广告投放内容、媒介策略等，提升营销转化率。

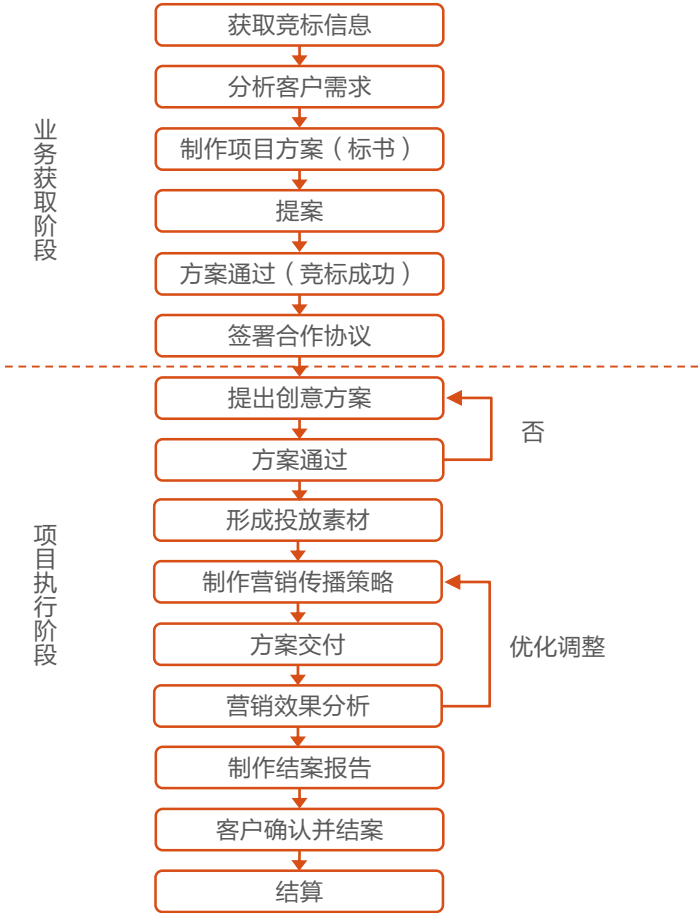
1.4.1 数字营销服务

广告投放代理业务流程图



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

广告方案策划与执行业务流程图



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.4.2 场景活动服务

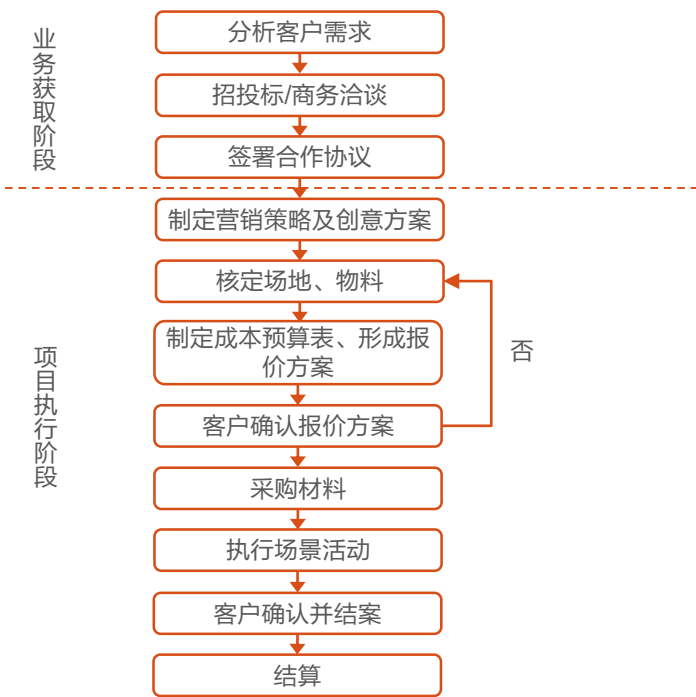
场景活动服务经验丰富，满足客户线下营销需求。公司有较为丰富的活动策划与执行经验，能够为客户设计出互动性、体验性及感染性较强的活动营销方案。通过在不同场景中植入客户品牌及产品服务信息，增强传播效果，满足广告主的品牌推广、产品营销等多样化营销需求；或者依托专业的会议组织及管理能力，圆满完成客户会议活动方案的执行工作，实现客户高标准的会议组织要求。

“音为青春·2018 中国大学音乐超级联赛”项目活动场景



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

场景活动服务流程图



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.4.3 校园媒体营销服务

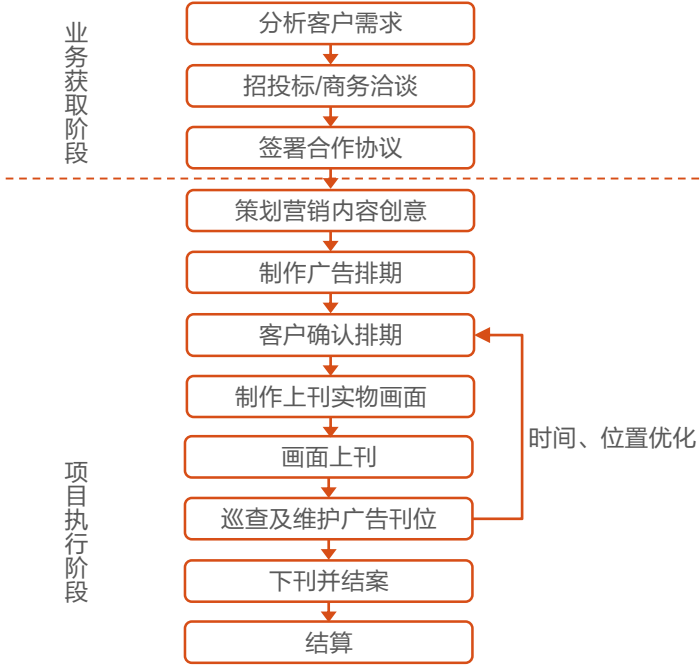
校园媒体资源具备先发优势及规模优势，处于国内市场领先地位。公司校园媒体营销服务主要包括运营校园公告栏、运动场围栏等校园媒体资源，并进行创意策划等相关服务。截至2019年末，公司已与全国800余所高校建立了良好的合作关系，占全国普通高等学校（含独立学院）总数的33%（院校数量截至2018年末数据）。公司在校园媒体营销领域的核心竞争力体现在数量众多、品类丰富、分布较为广泛的校园媒体网络，目前公司在该领域已处于国内领先地位。通过校园媒体渠道，广告主能够精准针对校大学生开展营销活动，因此公司校园媒体营销服务需求良好。

公司运营的校园公告栏、运动场围栏实例



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

校园媒体营销服务流程图



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.5 IPO募资：加大数字营销及校园营销服务投资建设力度，补充公司营运资金

据公司招股书披露信息，此次资金募集施将针对三大业务板块进行项目投资建设，有效增强公司业务服务能力，提升公司的竞争优势与品牌知名度。此次IPO公开发行新股1,726.67 万股，发行价格为60.62元/股，发行PE为22.99x，扣除发行费用后，IPO募集资金净额为98,826.77万元。

三人行IPO募集资金投资项目			
项目名称	投资总额（万元）	募集资金投资总额（万元）	项目建设内容
数字整合营销服务体系扩建项目	24,020.41	22,170.55	扩建销售及服务网络、扩建数字营销平台等，帮助公司深度服务老客户并发掘新优质客户资源，提升广告投放效率及针对性，加强业务管理效率。
场景活动服务体系扩建项目	13,928.35	12,855.70	扩建销售及服务网络、升级媒体投放及场景活动营销管理系统等，满足广告主不断提升的整合营销服务的需求，为客户提供更有针对性的活动策划和服务。
校园媒体扩建项目	21,488.65	19,833.77	建设校园媒体、扩建销售及服务网络、扩建校园广告营销平台，加强公司在校园营销领域的竞争优势，提升校园媒体客户开拓能力及营销策划能力，总结客户对不同媒体资源的偏好及其变化趋势，为公司的媒体建设及使用提供参考。
创意中心及业务总部建设项目	12,966.74	12,966.74	创意中心及业务总部建设、系统建设等，增强公司的创意策划能力有效提升公司的创意效率和水平，为公司业务快速扩张提供有力支撑。
补充营运资金项目	31,000.00	31,000.00	应对业务规模扩大对资金的需求，保持公司业务的可持续发展。
合计	103,404.15	98,826.77	-

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2 行业分析

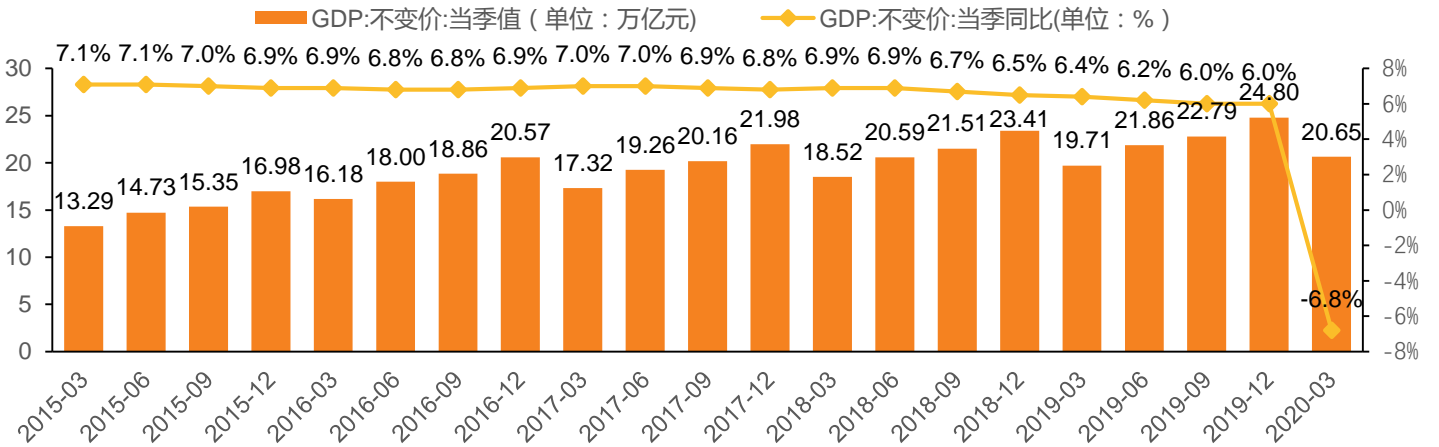
经济影响广告投放，数字营销驱动营销行业快速发展

2.1 宏观经济受疫情影响下行，经济后周期的广告行业承压

2020年一季度受新冠疫情冲击，国内宏观经济下挫严重：20Q1我国GDP当季同比-6.8%，社会消费品零售额2、3月当月同比分别为-20.5%、-15.8%。

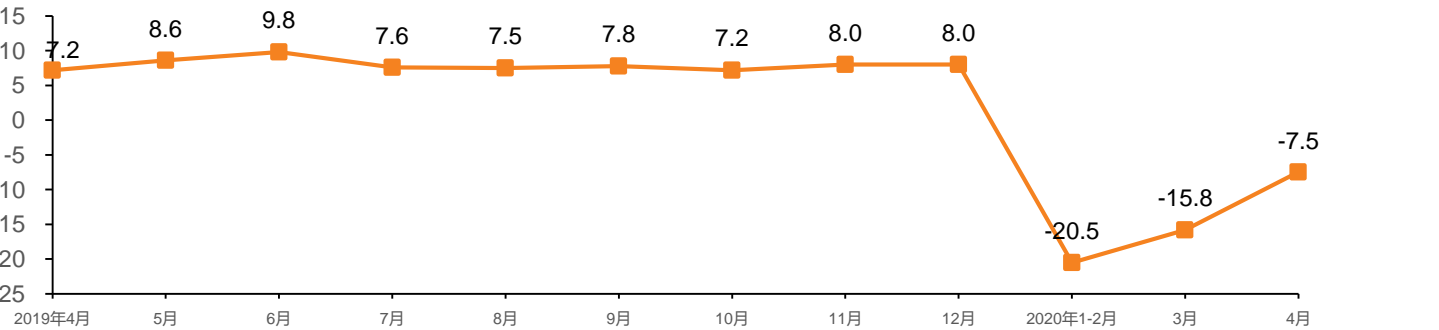
Q2国内疫情逐渐稳定，四月份社会消费零售总额同比降幅收窄，但下行压力仍在。广告支出相对企业利润存在滞后效应，业绩预期不佳时企业会收缩广告预算，受疫情带来的经济压力影响，广告主全年预投放总量大概率下滑。

2015-2020Q1国内生产总值当季值及同比增速



资料来源：wind、天风证券研究所

社会消费品零售总额分月同比增长速度



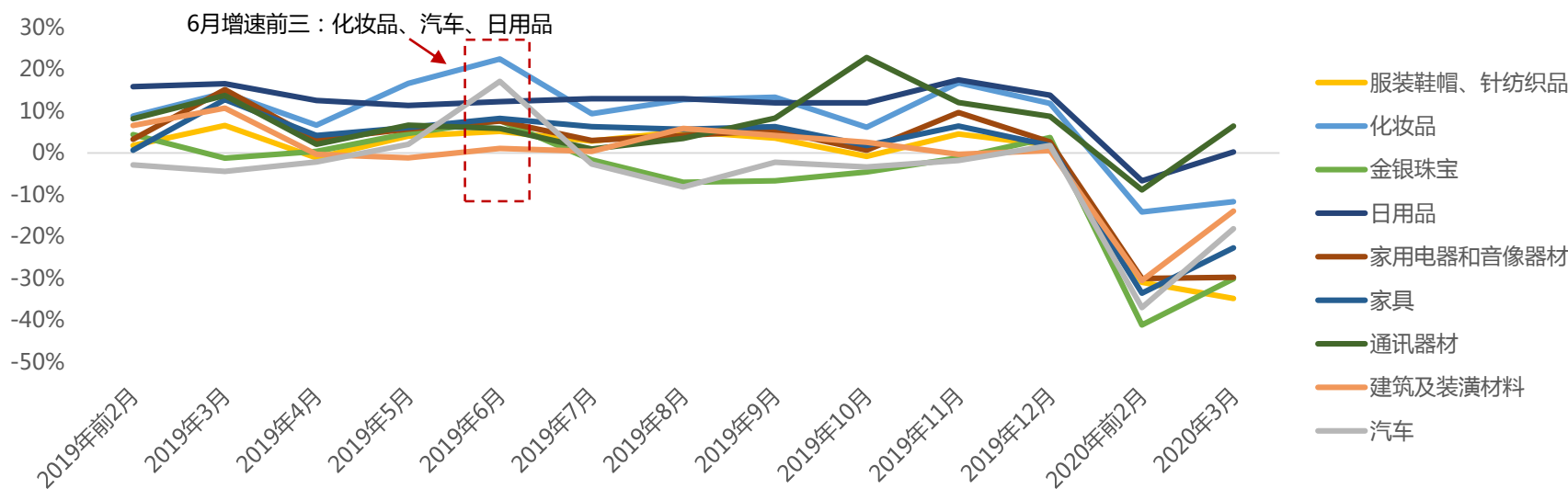
资料来源：国家统计局、天风证券研究所

2.2 积极关注广告主行业景气度，边际改善有望提升广告投放

从国内零售额增速来看，2019年618大促节点下，化妆品、汽车及日用品增速均有不错表现；2020年受疫情影响，各行业均受挫，3月通讯器材及日用品行业首先实现增速为正，修复明显。

- 快消品：疫情结束后耐用品与可选消费品类，有望得到修复。快消行业竞争强度大，对营销服务需求总体较强，营业收入和广告支出呈现正向关系。电商直播带货2020年成为营销热点，高ROI营销方式有望进一步提升广告主预算投放，建议持续关注。
- 通讯器材：2020年3月后行业增速实现明显改善，2020年5G、物联网、云计算、大数据等技术的发展将进一步赋能通讯器材行业，行业景气度较高。
- 汽车：2019Q3后汽车行业景气已见上行，2020年疫情影响而下滑明显。国内疫情稳定后，全国乘用车4月销量环比增长45.6%，修复明显。预期汽车作为大宗消费有望在疫情后得到政策补贴，来减缓疫情对汽车产业的冲击，行业景气度有望重回上升通道。

国内限额以上零售企业增速（2019年前2月-2020年3月）



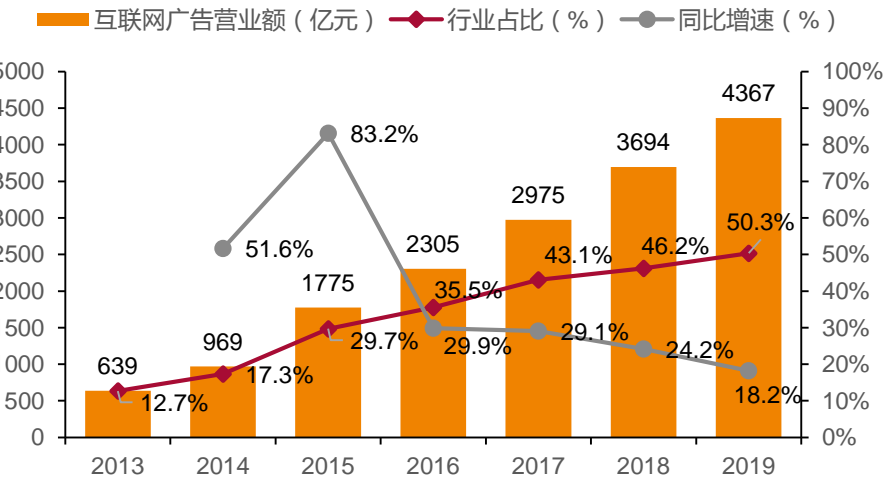
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.3 数字营销：市场规模扩张迅速，成广告行业发展重要增长点

互联网媒体成为主流媒体形式，数字营销市场规模呈现高速增长态势。近年来，微博、微信、短视频、直播等新型互联网媒体快速发展，不断为线上广告贡献新库存。相较于传统媒体，互联网媒体具有信息可存储、可检索、可计量的优势和特点，互联网媒体通过更加精准、及时地定位受众群体，提升了营销传播信息的便利性，促进广告主与消费者进行更加紧密的互动。互联网媒体逐渐发展成为主流的媒体资源形式，数字营销市场规模也随之呈现高速增长态势，公司招股说明书中引用的《现代广告》与《中国市场监管报》的数据显示，我国互联网广告营业额已从2013年的639亿元增长至2019年的4367亿元，年复合增长率达到37.76%。

2015年，我国互联网媒体广告营业额已超越电视媒体广告营业额，线上广告成为最为主流的营销宣传形式。2013-2019年，互联网广告经营额占广告市场规模比例也从12.7%快速提升至50.3%，逐步拉大与电视、报纸、户外等传统媒体市场份额的差距，互联网广告细分领域快速发展。

2013-2019年国内互联网广告营业额



资料来源：《现代广告》，《中国市场监管报》，中关村互动营销实验室，天风证券研究所

2015-2018年国内广告行业年营业额按媒体形式划分

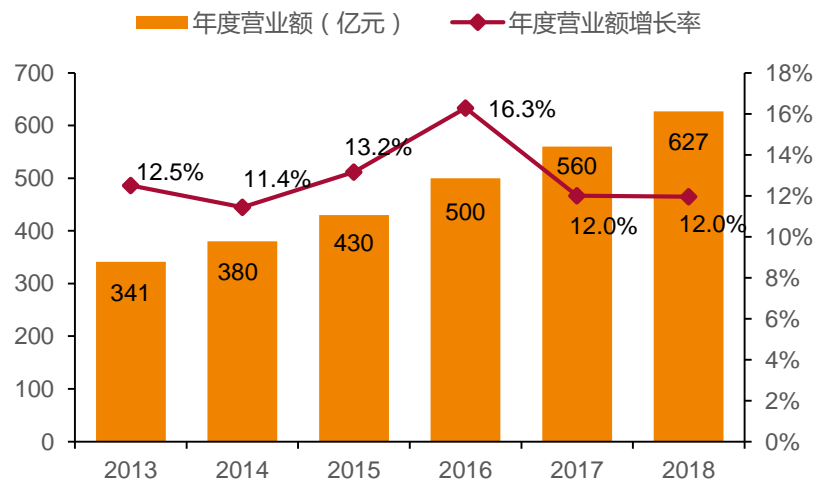
项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
互联网媒体	1,775	29.70%	2,305	35.50%	2,975	43.10%	3,694	46.23%
电视媒体	1,147	19.20%	1,239	19.10%	1,234	17.90%	1,546	19.35%
广播电台	501	8.40%	359	5.50%	349	5.10%	313	3.91%
报刊	124	2.10%	173	2.70%	137	2.00%	137	1.71%
期刊社	72	1.20%	60	0.90%	65	0.90%	59	0.74%
其他	2,354	39.40%	2,353	36.30%	2,137	31.00%	2,243	28.07%

2.4 场景活动：市场规模增长保持稳定，汽车、IT（通讯）行业为主要广告主

场景活动服务领域市场规模呈现出良好的增长趋势。场景活动又称为公共关系活动，场景活动服务指在文艺赛事、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。2013年我国场景活动市场规模为341亿，此后逐年稳定增长，2018年达到627亿营业额，年均复合增长率为12.95%。随着各类新兴媒体蓬勃发展，场景活动与互联网营销等其他营销方式实现了较好的融合，以数字场景活动、娱乐场景活动及体育场景活动等为代表的新兴场景活动领域迅速发展，促进提升场景活动营销方案的互动性、体验性及感染性，带动我国场景活动市场规模的不断增长。

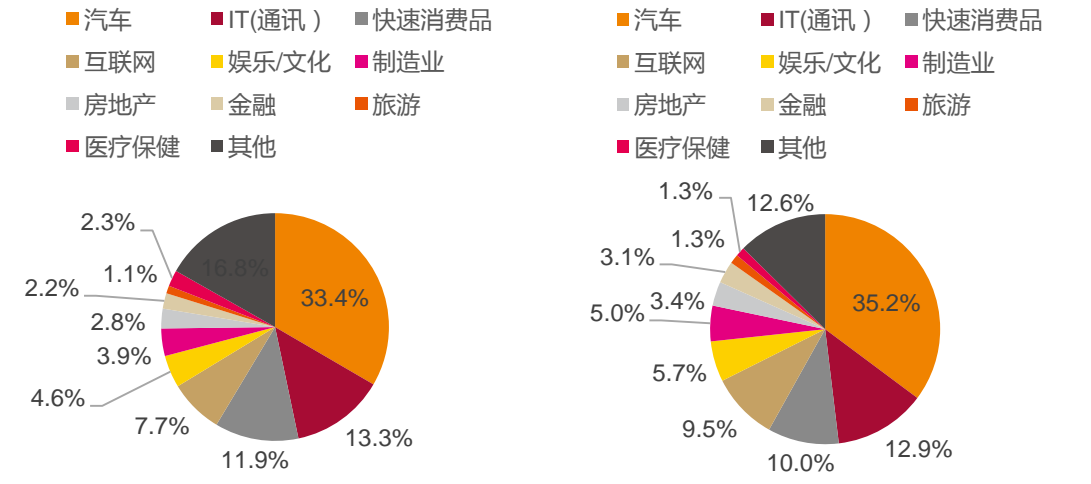
按场景活动广告主分类，2017-2018年，汽车、IT（通讯）、快消品、互联网行业的广告主一直排在前四位，合计市场份额占比超65%。同时，受行业特性影响，汽车及IT（通讯）在场景活动营销上花费金额持续排名前二，2018年占全部场景活动市场份额的比例为48.1%。

2013-2018年国内场景活动市场规模



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2017年（左）、2018年（右）我国场景活动市场份额按行业分类



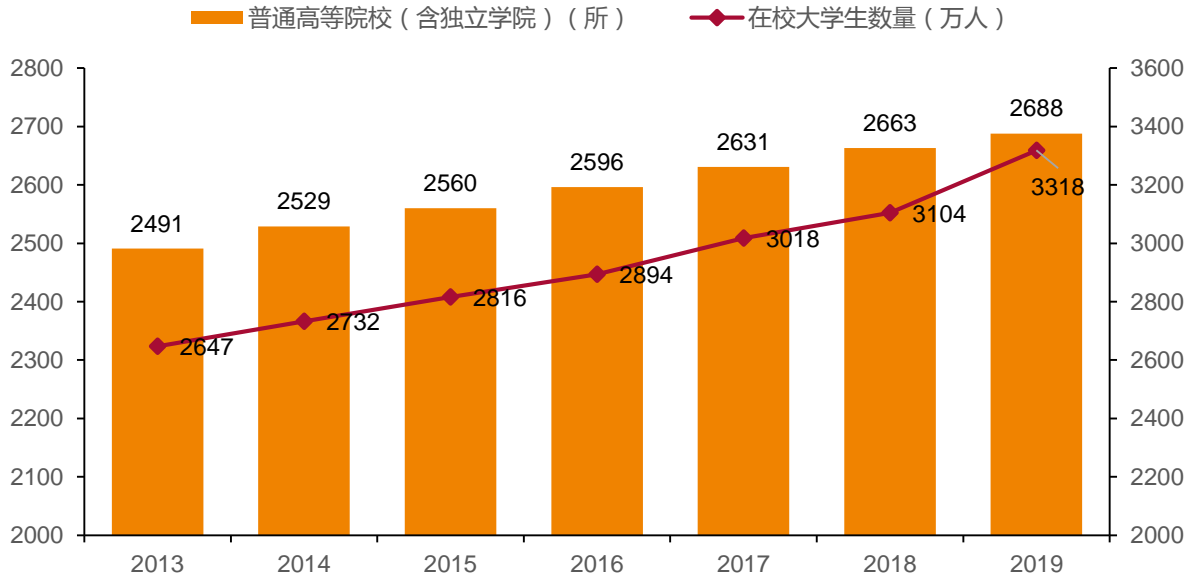
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2.5 校园营销：广告受众明确清晰，市场规模稳定可期

校园媒体营销天然定位大学生群体，广告主重视程度加强、高校扩张带动市场规模提升。高校校园封闭性较强，是在校大学生的主要学习生活场所，营销受众天然地限定于在校大学生，有助于广告主对在校大学生展开精准营销，并形成口碑效应。同时，大学生消费习惯和品牌意识可塑性较强，消费行为易受同龄人影响，易于接受品牌主的宣传推广。因此，广告主逐渐加强对校园场景的营销信息投放的重视程度。

校园媒体营销市场规模尚未有权威统计数据，但是校园数量及在校大学生数量是影响广告主营销信息投放的重要因素，也有助于从侧面反映该细分领域市场规模。根据教育部公布的数据，2019年我国普通高等学校（含独立学院）合计2688所，较2013年增加了197所；在校大学生（含普通高等教育本专科学生及研究生）共3318万人，较2013年增加了671万人。高校扩张为校园营销市场的持续稳步发展奠定了基础，提供了充分的市场空间。

2013-2019年国内普通高等学校及在校生数量情况



资料来源：教育部《全国教育事业统计公报》，天风证券研究所

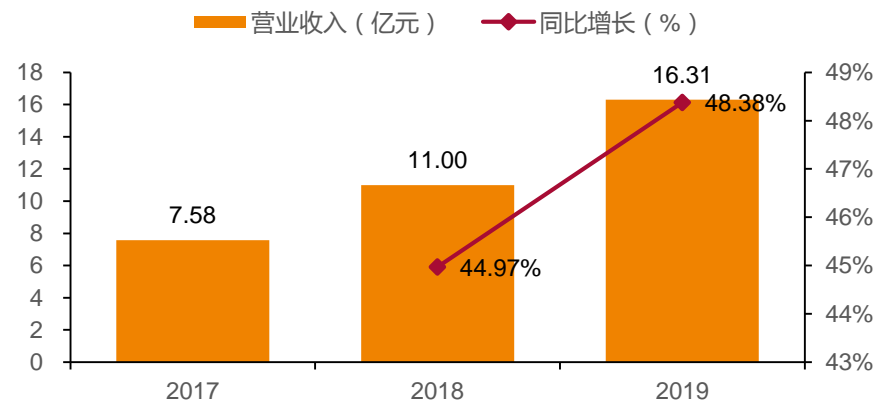
3 财务分析

数字营销服务助力营收高增长，现金流总体健康

3.1 营收、归母、扣非：营收持续增长，数字营销为营收主要来源

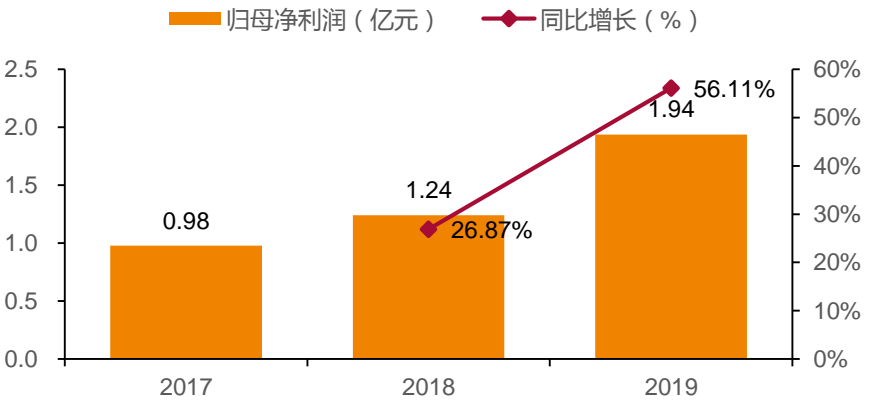
数字营销服务驱动营收快速增长，2017-2019年营业收入复合增长率为46.67%，长期积累的营销服务经验、以运营商和快消品等广告投放景气度高的行业为主要客户资源以及较强的媒体资源整合能力是营收增长的基础。2017-2019年，公司营业收入分别为7.58亿元、11.00亿元、16.31亿元，2019年实现48.38%的增速；公司归母净利润分别为0.98亿元、1.24亿元、1.94亿元，2019年同比增长56.11%；公司扣非归母净利润为0.93亿元、1.21亿元、1.82亿元，2019年同比增长50.98%。

2017-2019年国内互联网广告营业额



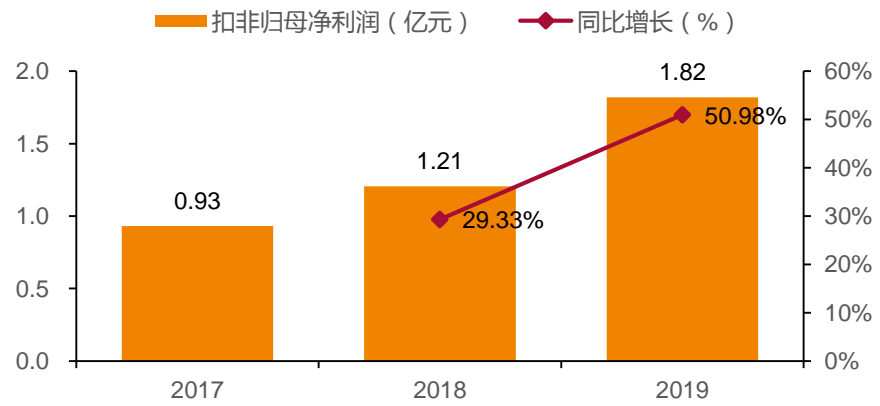
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2017-2019年国内互联网广告营业额



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2017-2019年国内互联网广告营业额



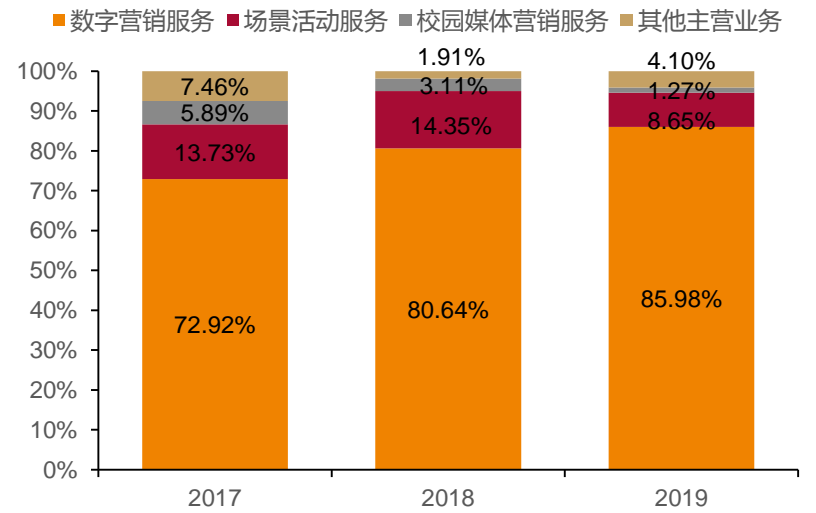
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

数字营销服务收入规模及占比持续提高

分业务看，公司主要依靠数字营销服务拉动收入增长。2019年，数字营销服务、场景活动服务、校园媒体营销服务及其他主营业务分别占主营业务收入比重的85.98%、8.65%、1.27%及4.10%。2017-2019年，数字营销服务收入由5.52亿元增长至14.03亿元，年复合增长率59.43%，同时其占主营业务收入比重也逐年攀升，成为公司营收增长的重要驱动力。

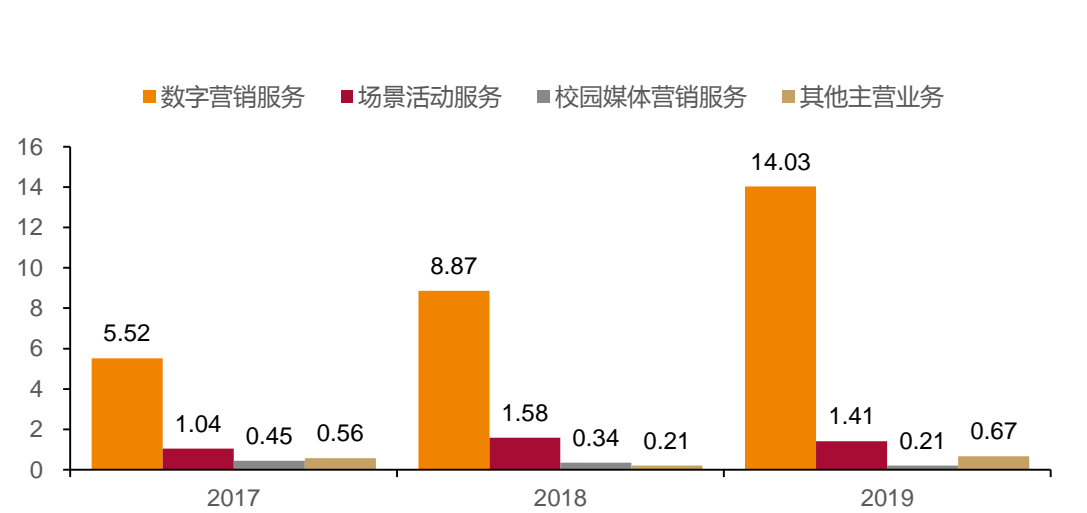
2019年校园媒体营销服务收入规模同比下降39.27%，主要是由于公司在全国范围内仍有较多校园媒体宣传点位尚待布局，存在无法完全满足客户在特定校园媒体宣传点位的营销投放需求的情况。公司其他主营业务收入主要包括社交媒体营销服务、软件开发与系统集成业务等，总体占比较小。

三人行2017-2019年分业务营收占比



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

三人行2017-2019年分业务营收（亿元）



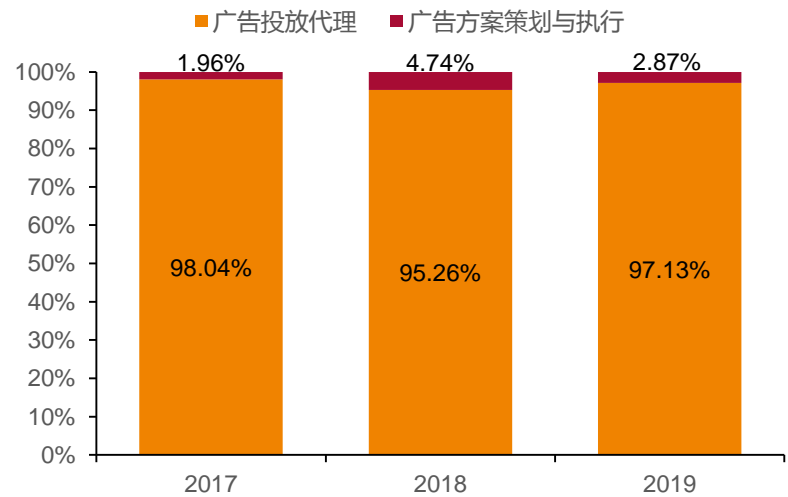
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

广告投放代理收入持续快速增长为数字营销业务增长源动力

公司数字营销服务可以划分为广告投放代理业务和广告方案策划与执行业务。广告投放代理包括公司为客户提供的媒介策略、媒体资源采购、营销效果评估等服务，广告方案策划与执行包括公司为客户提供品牌策略、创意策划、媒介策略等服务。

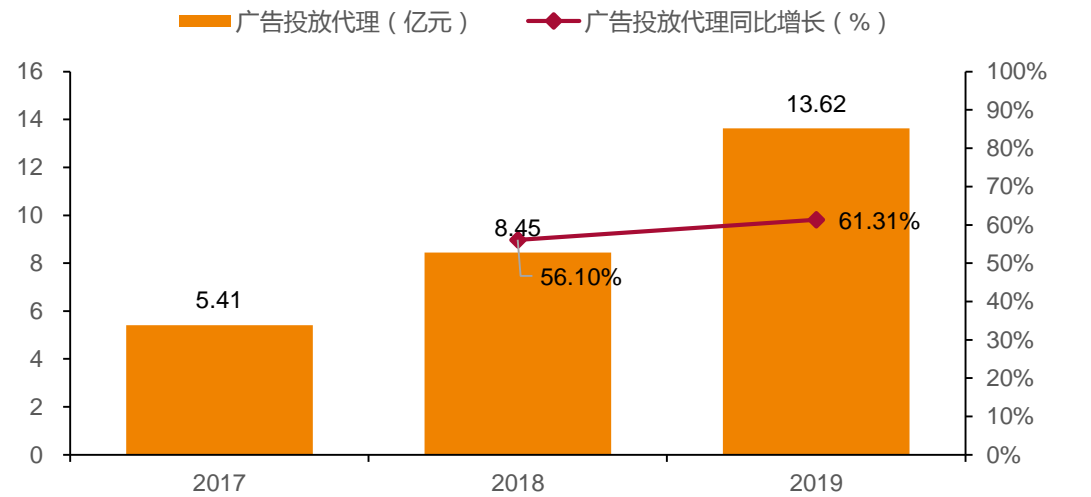
2018-2019年，广告投放代理收入持续快速增长，分别实现同比增长56.10%和61.31%，2017-2019年占数字营销服务收入分别为98.04%、95.26%、97.13%，构成该项服务的主要部分。广告投放代理业务的迅速发展，也反映出公司深耕营销行业多年积累的丰富营销服务经验、建立的良好客户关系以及较强的媒体资源整合能力。

三人行2017-2019年数字营销服务收入按业务类型划分



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

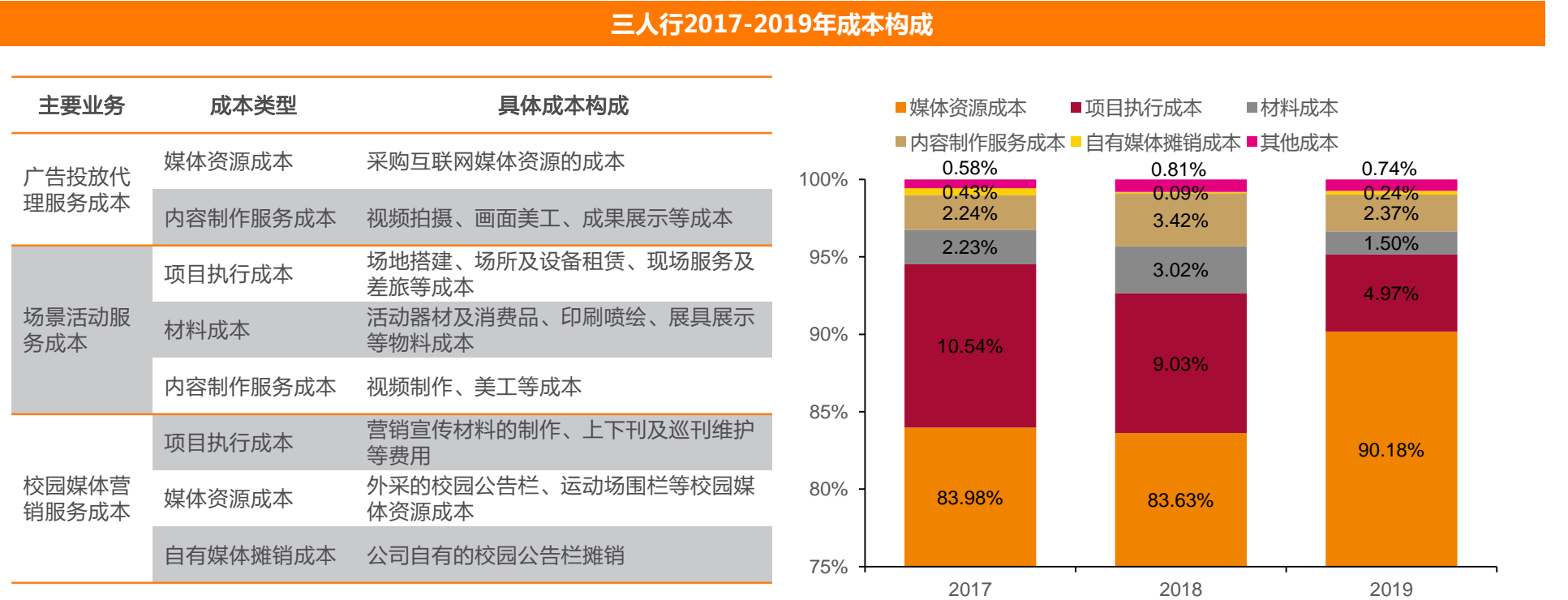
三人行2017-2019年广告投放代理收入及同比增速



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.2 营业成本：成本结构与业务发展相匹配，媒体资源成本占比最高

公司数字营销服务规模扩张促进媒体资源成本成为营业成本主要部分。从业务类型看公司的成本构成，广告投放代理服务的成本99%以上为媒体资源成本，场景活动服务成本主要为项目执行成本，校园媒体营销服务成本主要为项目执行成本和媒体资源成本。2019年，媒体资源成本为11.42亿元，占营业成本90.18%，主要是由于公司在数字营销领域的快速发展，引起了互联网媒体采购成本增加。



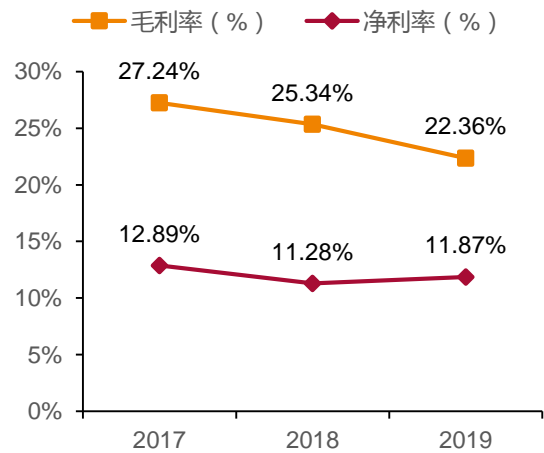
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.3 毛利率及净利率：净利率总体稳定，毛利率受业务比重变动影响略有下滑

2017-2019年，公司净利率稳定在12%左右，综合毛利率受业务结构影响略有下滑。2019年公司综合毛利率为22.36%，同比下降2.98pct，主要是由于数字营销服务收入规模与收入占比逐年增长，同时数字营销服务的毛利率相对低于场景活动服务和校园媒体营销服务的毛利率，因此拉低了公司的综合毛利率水平。同时，对比同行业可比上市公司毛利率水平，得益于客户行业广告投放景气度高，三人行毛利率依然十分有竞争力。

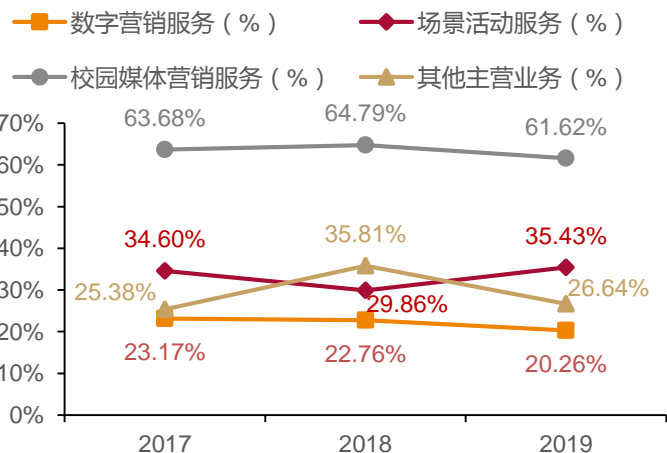
分业务看，数字营销服务中的广告投放代理的毛利率相对较低，而数字营销服务中的广告方案策划与执行、校园媒体营销服务的毛利率相对较高。数字营销服务毛利率主要受广告投放代理业务影响，2019 年广告投放代理业务的毛利率为18.99%，同比下降2.41pct，主要由于毛利率较低的快消品行业的收入占比提升；相比之下，由于广告方案策划与执行提供的创意策划服务附加值较高，因此毛利率更高。场景活动服务毛利率及校园媒体营销服务毛利率总体保持稳定，校园媒体营销服务毛利率高是由于公司的校园媒体主要为自有媒体，且较多校园媒体已摊销完毕，成本较低。

三人行2017-2019年毛利率净利率情况



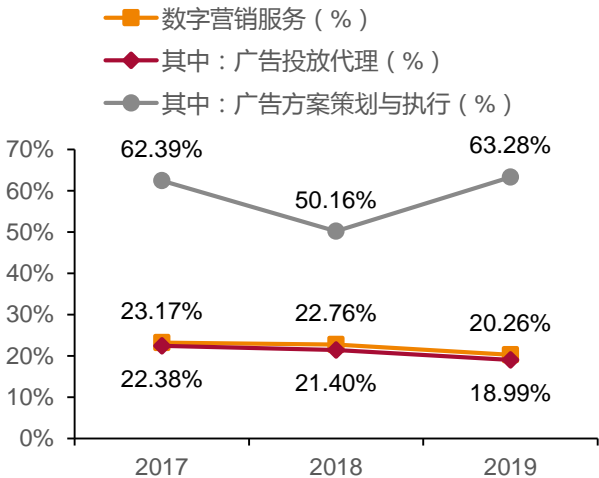
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

三人行2017-2019年分业务毛利率



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

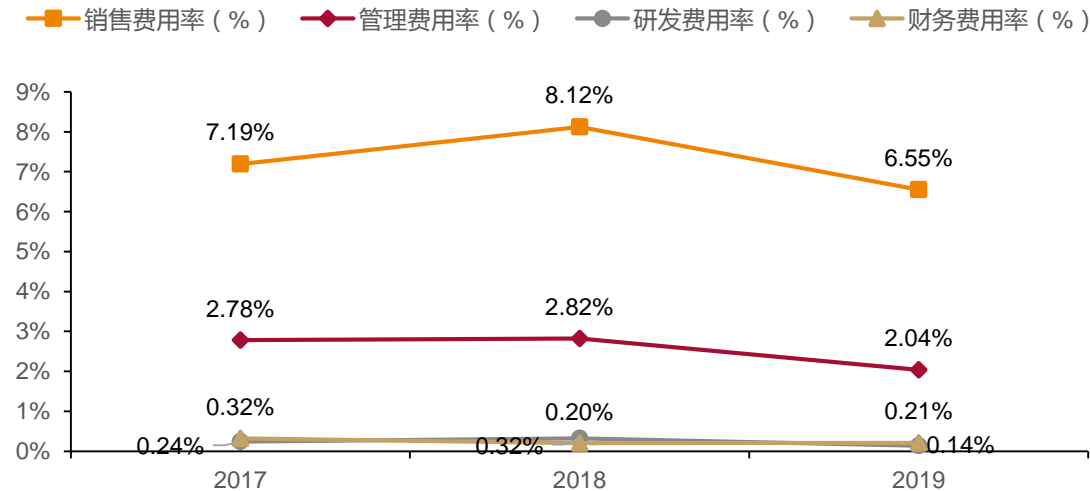
三人行2017-2019年数字营销毛利率拆分



3.4 费用：期间费用率整体下滑，收入增加规模效应显现

- 公司整体费用控制有效，2019年四项费用率为8.94%，同比下降2.52pct，销售、管理费用率边际改善明显。2020年受IPO影响，预计费用有明显增长。
- **销售费用率：**2019年公司产生销售费用1.07亿元，同比上升19.77%，销售费用率6.55%，同比下降1.57pct。2019年职工薪酬占销售费用的83.35，是销售费用的主要组成部分。
 - **管理费用率：**2019年公司产生管理费用3333.11万元，同比上升7.57%，管理费用率2.04%，同比下降0.78pct。此次公司IPO发行费用总计为5,843.97万元，预计2020年管理费用将同比上升175%以上。
 - **研发费用率：**2019年公司产生研发费用228.77万元，同比下降34.89%，研发费用率0.14%，同比下降0.18pct。
 - **财务费用率：**2019年公司产生财务费用334.54万元，同比上升50.27%，财务费用率0.21%，同比上升0.01pct，财务费用增加主要系公司2019年借款增加，导致利息支出增加所致。

三人行2017-2019年期间费用情况

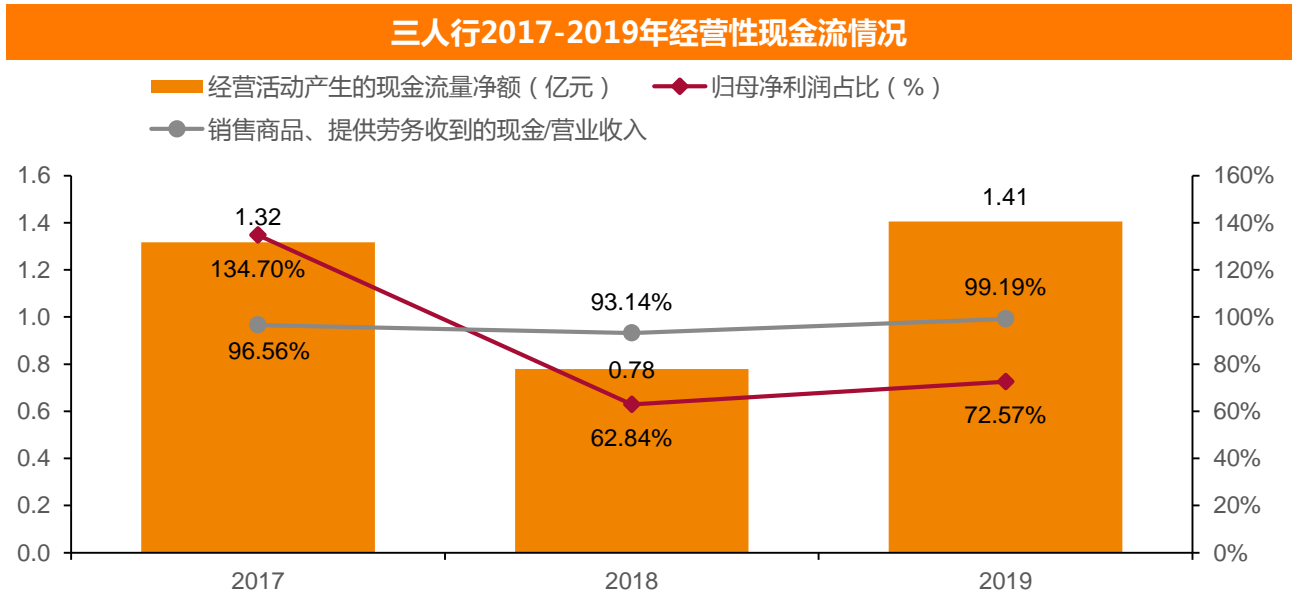
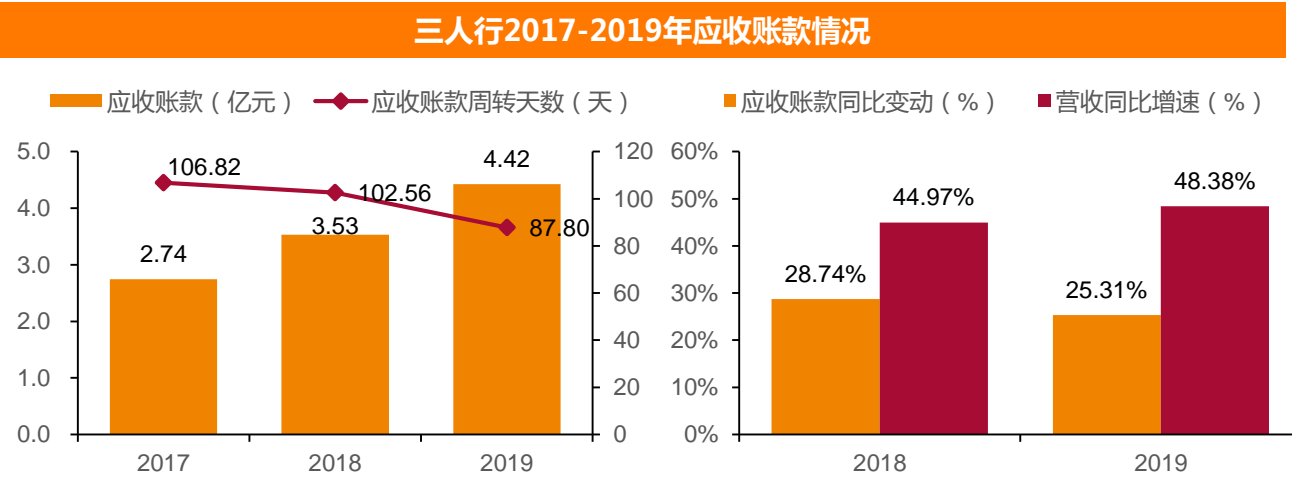


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.5 现金流量：营收回款良好，经营性现金流净额总体健康

营运能力方面，受业务规模扩张影响，公司应收账款余额呈逐年上升趋势，但营收增长幅度高于应收账款变动，应收账款规模合理。近三年应收账款周转天数持续下降，2019年为87.8天，前五大客户的应收账款余额占比63.52%，主要债务人资信状况良好且为知名客户，回款风险相对较低。

2017-2019年公司经营活动产生现金流量净额1.32亿元、0.78亿元、1.41亿元，2019年同比增长80.26%，主要受公司营业收入增加影响，经营现金流净额占归母净利润72.57%。由于公司加强了应收账款管理力度，2019年销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入比重上升至99.19%，公司营业收入总体回款良好，经营性现金流较为健康。



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

4 投资要点

盈利能力强，优质媒体资源与广告客户
助力公司长线稳定发展

4.1 主要客户为大消费品牌及运营商，广告投放景气度较高

头部客户营收贡献占比稳定，广告主行业景气度较高。

公司主要客户涵盖电信运营商、快消品等广告投放景气度较高的行业：包括中国电信、中国移动、中国联通等电信运营商领域客户，伊利、农夫山泉、青岛啤酒等快速消费品领域客户。2020年，5G进入全面建设和运营，运营商积极推进5G营销预计带动广告投放，同时快消品零售得益于电商直播快速发展，品牌主对于营销服务需求有望增强。

公司前五大客户均为业内知名龙头企业，广告投放需求具备持续性，2019年公司前三大客户伊利集团、中国电信、中国移动销售额合计占公司营业收入比例65.74%。

此外，公司还为京东、滴滴等互联网领域客户，以及中国工商银行、中国农业银行等金融领域客户提供服务，20Q1新增客户一汽-大众汽车公司，行业丰富性有望改善客户集中风险。

三人行2017-2019年前五大客户销售情况

期间	序号	客户名称	销售额（万元）	占营业收入比例
2019 年度	1	伊利集团	63,292.47	38.80%
	2	中国电信	24,497.01	15.02%
	3	中国移动	19,440.85	11.92%
	4	中国工商银行	8,742.10	5.36%
	5	中国农业银行	8,586.52	5.26%
	合计		124,558.94	76.35%
2018 年度	1	伊利集团	25,684.23	23.36%
	2	中国电信	25,084.20	22.81%
	3	中国移动	20,623.46	18.76%
	4	京东集团	5,762.68	5.24%
	5	中国工商银行	5,702.88	5.19%
	合计		82,857.46	75.36%
2017 年度	1	中国电信	30,413.65	40.10%
	2	中国移动	11,028.44	14.54%
	3	京东集团	8,854.64	11.68%
	4	中国工商银行	4,812.69	6.35%
	5	伊利集团	3,896.48	5.14%
	合计		59,005.90	77.80%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司直接客户占比高，客户黏性较强

直销模式提升客户黏性，招投标为主、商务洽谈为辅的方式获取业务机会。公司的客户类型以直接客户为主，在业务拓展过程中，公司能够深入挖掘客户在数字营销、场景活动、校园媒体营销等领域中的多样化营销需求，为客户提供覆盖线上线下的整合营销服务，2017-2019年，直接客户占公司主营业务收入的比例分别为98.07%、96.17%及98.12%，是公司收入的主要来源，主要客户黏性较强。同时，采用招投标为主、商务洽谈为辅的方式获取业务机会，2017-2019年，公司通过招投标方式获取的收入金额分别为6.25亿元、9.84亿元、15.15亿元，占同期营业收入的比例分别为82.36%、89.48%及92.86%。

三人行2017-2019年主营业务收入客户类别构成						
客户类别	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
直接客户	74,229.02	98.07%	105,738.39	96.17%	160,077.54	98.12%
广告公司客户	1,457.06	1.93%	4,212.73	3.83%	3,065.07	1.88%
合计	75,686.08	100.00%	109,951.12	100.00%	163,142.61	100.00%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

4.2 供应商为互联网主流媒体，头部渠道覆盖持续增长

头部媒体采购占比逐渐加大，字节跳动为公司第一大供应商。在线上媒体资源方面，公司与国内知名优势互联网媒体建立了良好的合作关系，包括字节跳动、腾讯、新浪（含新浪微博）、网易、爱奇艺等。公司与字节跳动首次合作时间为2016年，2018-2019年字节跳动采购占比分别为15.37%、20.08%，公司获字节跳动“2018 仓颉-高效传播奖”。2017-2019年，公司前五大供应商采购金额占比由30.51%提升至55.93%，头部渠道优质资源的获取能力持续提升，并在合作过程中得以积累媒体资源整合经验，进一步加强跨媒体投放数字营销信息的能力。

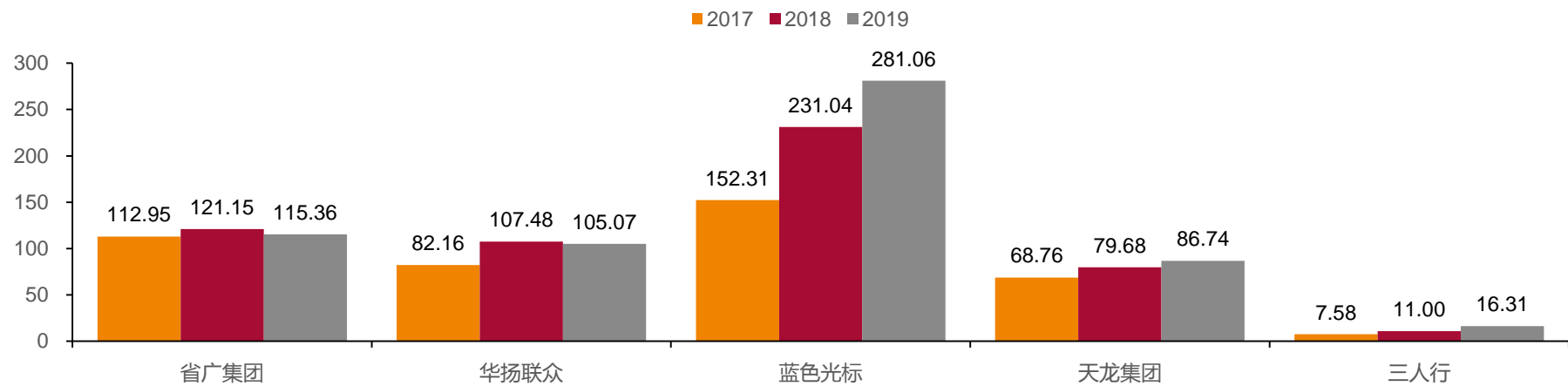
三人行2017-2019年前五大供应商采购情况

期间	序号	供应商名称	采购金额（万元）	占采购金额比例
2019 年度	1	字节跳动	25,519.55	20.08%
	2	新浪	24,483.82	19.26%
	3	网易	8,010.09	6.30%
	4	爱奇艺	6,580.86	5.18%
	5	搜狐	6,490.44	5.11%
	合计		71,084.77	55.93%
2018 年度	1	字节跳动	12,597.39	15.37%
	2	新浪	12,585.11	15.35%
	3	网易	5,701.81	6.96%
	4	腾讯	4,760.74	5.81%
	5	爱奇艺	4,564.66	5.57%
	合计		40,209.71	49.05%
2017 年度	1	字节跳动	4,244.26	7.75%
	2	土豆文化	3,488.44	6.37%
	3	乐视	3,306.20	6.04%
	4	腾讯	3,110.15	5.68%
	5	爱奇艺	2,553.78	4.66%
	合计		16,702.83	30.51%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

4.3 毛利率高、盈利能力强，看好未来发展空间

三人行2017-2019年与可比公司的营收比较（亿元）



三人行相整体营收规模小于同行业可比公司，但是营收增速较快，2018-2019年营收增速分别为44.97%、48.38%，显著高于其他可比上市公司，公司处在高速增长阶段，看好未来发展。

三人行2018-2019年与可比公司的营收增速比较

公司名称	18营收增速	19营收增速	20Q1营收增速
天龙集团	15.88%	8.86%	60.00%
蓝色光标	51.69%	21.65%	45.07%
省广集团	7.26%	-4.78%	2.33%
华扬联众	30.81%	-2.24%	0.52%
三人行	44.97%	48.38%	-

资料来源：wind，公司招股说明书，天风证券研究所

4.3 毛利率高、盈利能力强，看好未来发展空间

受客户行业分布差异影响，2017-2019年，三人行广告投放代理业务毛利率高于可比公司，同时净利率表现同样显著优于可比公司，反映出公司较强的盈利能力，看好公司未来发展。

2019年三人行数字营销服务营收占比为85.98%，而广告投放代理服务是该业务的主要营收来源，因此其毛利率水平可以反映公司整体毛利情况。

公司广告投放代理业务的客户行业分布包括电信运营商、快消品、金融、互联网等行业；可比公司客户行业分布主要包括汽车、快消品、电子商务、IT等行业。快消品及运营商行业广告投放需求较大，广告投放景气度高，未来有望保持较高的盈利能力。

三人行2017-2019年广告投放代理业务与可比公司的毛利率比较				
公司名称	业务类型	2017 年	2018 年	2019 年
省广集团	数字营销	16.14%	16.39%	16.93%
华扬联众	广告投放代理业务/ 互联网广告服务注	9.45%	11.90%	11.75%
蓝色光标	全案广告代理/数字 营销/数据科技业务	16.17%	20.75%	20.76%
天龙集团	数字营销	8.15%	5.48%	4.56%
可比公司平均		12.48%	13.63%	13.50%
三人行	广告投放代理	22.38%	21.4%	18.99%

三人行2017-2019年与可比公司的净利率比较			
公司名称	2017 年	2018 年	2019 年
省广集团	-0.90%	2.09%	1.58%
华扬联众	1.51%	1.08%	1.85%
蓝色光标	1.63%	1.78%	2.57%
天龙集团	-4.79%	-11.36%	0.89%
可比公司平均	-0.64%	-1.60%	1.73%
三人行	12.89%	11.28%	11.87%

资料来源：wind，公司招股说明书，天风证券研究所

4.4 投资建议

综上，三人行于5月28日正式A股上市，公司上游积累字节跳动等优质媒体资源，下游合作广告主覆盖快消、通讯等广告投放景气度较高的行业，字节跳动渠道合作比例占比最高，核心业务数字营销服务助力营业收入增长，与可比公司相比整体盈利能力强，期待公司未来长线稳定发展。同时，为我们看好营销行业边际改善，4月20日外发《营销行业跟踪：疫情好转边际改善可期，多热点触发情绪提升》，5月18日外发《天风证券营销传播年报及一季报总结：经历疫情低谷，已见边际恢复》，根据wind一致预期，当前影响行业估值中枢20-21年为49x-33x，三人行作为新股，股价表现值得关注。

营销行业核心个股估值								
证券简称	总市值（亿元）	2019A净利润	2020E净利润	2021E净利润	2020E增速	2019PE	2020PE	2021PE
分众传媒	760.31	18.75	19.11	32.08	0.02	40.54	39.79	23.70
蓝色光标	187.33	7.10	6.92	8.29	-0.03	26.37	27.08	22.61
星期六	192.08	1.50	2.00	5.44	0.33	127.83	96.04	35.32
视觉中国	141.17	2.19	2.58	3.35	0.18	64.45	54.65	42.17
每日互动	118.47	1.09	2.12	3.08	0.95	108.70	55.78	38.46
值得买	97.80	1.19	1.49	1.85	0.25	82.17	65.52	52.97
省广集团	183.22	1.49	2.42	3.01	0.62	122.57	75.71	60.87
立昂技术	76.45	1.22	3.58	4.99	1.93	62.65	21.38	15.33
华扬联众	63.62	1.92	2.80	4.17	0.46	33.11	22.69	15.27
元隆雅图	48.38	1.15	1.62	2.27	0.41	42.12	29.82	21.36
中广天择	32.63	0.19	0.65	0.91	2.36	168.64	50.20	36.06
行业中枢						71x	49x	33x

资料来源：Wind、天风证券研究所，注：基于万得一致预期，截至6月3日收盘，其中利欧股份和天龙集团无20/21年万得利润预期值，中广天择19PE过高剔除

5

风险提示

风险提示

1、宏观经济不景气

若未来国际贸易摩擦加剧、投资增速持续放缓，叠加全球疫情蔓延影响，各行业经济修复不力，宏观经济下行，将会对广告行业整体造成负面影响。

2、市场竞争加剧

我国广告行业的市场集中度相对较低，广告受众关注的信息热点频繁转换，媒介内容及载体的形式日益复杂，若公司未来不能持续满足客户的营销需求，则将面临市场竞争不断加剧的风险，对公司行业地位和经营业绩造成不利影响。

3、广告主流失

公司客户均为各自领域内的大型知名企业，客户集中度较高，一旦出现客户在营销方面的预算金额减少，或者其营销需求发生重大变化，导致客户流失，可能会给公司的业务发展带来不利影响。

4、行业监管趋严

若未来相关行业的广告政策发生较大变动，行业监管趋严，将对整个广告行业的发展产生较大影响，并进而影响公司经营业绩。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS