

## 传媒行业

## 广视角 | 三人行：数字营销驱动增长，品牌广告主服务经验丰富

分析师： 旷实

分析师： 叶敏婷



SAC 执证号：S0260517030002



SAC 执证号：S0260519110001



SFC CE.no: BNV294



021-60759783



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn



yeminting@gf.com.cn

请注意，叶敏婷并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 核心观点：

- **事件：**公司将于近日正式登陆 A 股，证券代码“605168.SH”。
- **校园营销起步，逐步发展数字营销；持续相对集中，核心团队稳定。**三人行传媒集团成立于 2003 年，目前是国内领先的一站式校园整合营销与专业化全案数字营销服务提供商。公司起初专注于校园营销服务，业务覆盖了全国 2500 所各类高校，随着移动互联网的发展，不同规模的商户及企业对线上广告投放的需求不断增大。三人行逐渐顺应行业发展趋势，于 2014 年切入互联网营销领域，形成了校园媒体营销服务、数字营销服务和场景活动服务三大核心业务。公司 CEO 钱俊冬及其妻子为公司的共同实际控制人，股权结构相对稳定。
- **数字营销行业持续增长；广告主逐渐重视场景活动及校园营销。**移动互联网行业的快速发展，线上广告不断贡献新库存。互联网媒体已逐步成为主流的媒体形式，根据招股说明书引用的《现代广告》、《中国市场监管报》的数据，我国 2018 年互联网广告营业额已达 3694 亿元，5 年年均复合增速达 42.04%，数字营销行业快速发展。场景活动来看，我国场景活动 2018 年的市场年度营业额达 627 亿元，5 年年均复合增长率达 12.95%，呈不断增长趋势；广告主方面来看，汽车类以及 IT 类广告主尤其重视场景活动营销方式。校园营销，则能够精准定位大学生消费群体，同时，大学生的消费习惯和品牌意识还在逐渐养成的过程中，品牌意识较弱但可渗透性较强，对于广告主的品牌宣传接受程度高。广告主越来越重视这一群体，并逐渐重视校园场景下的营销投放。
- **三大核心业务支撑整合营销方案，大广告主服务经验为后续业务开展背书。**三人行传媒以数字营销服务为重点业务板块，提供创意化、专业化、个性化营销策略。在场景活动服务上，公司经验丰富，能够满足广告主对于品牌推广以及产品营销等多样化的营销需求，广告主持续投放为公司带来稳定收入。公司主要客户包括中国移动、中国电信、中国工商银行、京东、伊利等，大客户服务经验丰富，稳定性及可持续性较高，同时也为公司后续的客户开拓和业务开展提供背书，有望吸引更多品牌广告的投放预算。
- **数字营销驱动增长，现金流健康，应收账款周转率持续提高。**2019 年公司营业收入为 16.31 亿元，同比增长 48.4%；公司归母净利为 1.94 亿元，同比增速为 56.1%。数字营销业务驱动整体业绩持续增长。2019 年公司综合毛利率为 22.36%，近几年公司综合毛利率有一定幅度变化主要是收入结构变化带来的。现金流方面，2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 1.41 亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入相对稳定，公司营业收入回款良好，经营活动现金流量较为健康。
- **风险提示：**宏观经济不景气；大广告主流失；行业竞争加剧。

## 相关研究：

传媒行业：爱奇艺推出提价会员新套餐；TikTok 引入前迪士尼高管	2020-05-24
4 月图书畅销榜数据跟踪：线上营销表现出色，新书恢复出版和上榜	2020-05-24
传媒行业：数据验证头部游戏强竞争力；电商直播企业家/明星入驻再起波澜	2020-05-17

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
蓝色光标	300058.SZ	人民币	6.45	2020/4/29	买入	9.06	0.30	0.35	21.37	18.52	13.15	11.93	8.0	8.4
分众传媒	002027.SZ	人民币	4.76	2020/5/12	买入	6.14	0.14	0.25	34.88	19.27	25.43	14.62	12.7	18.7

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、三人行概况.....	5
（一）发展历程：校园营销起步，顺应行业趋势大力发展数字营销.....	5
（二）股权结构：持股相对集中，股权结构稳定.....	6
（三）广告投放推动营收增长，IPO 募资主要用于数字整合营销服务.....	7
二、行业：数字营销市场持续增长，广告主逐渐重视场景活动及校园营销.....	8
（一）数字营销：线上份额持续增长，成为主流曝光渠道.....	8
（二）场景活动：市场规模呈现稳定增长，汽车/IT 类广告主尤其重视.....	9
（三）校园营销：精准定位大学生消费群体，市场规模不断扩大.....	10
三、业务：三大核心业务支撑整合营销方案，大广告主服务经验为后续业务开展背书.....	11
（一）三大核心板块支撑整合营销方案，提供全业务流程的个性化服务.....	11
（二）直销模式有效提升客户黏性，以互联网主流媒体为重要供应商.....	14
（三）大客户成功服务案例，为后续业务开展背书.....	16
四、财务情况：数字营销驱动增长，现金流健康.....	19
（一）营业收入：数字营销业务持续发展，驱动整体营收提升.....	19
（二）盈利能力：数字营销业务占比提升带来综合毛利率略微下滑.....	20
（三）现金流：经营活动现金流健康，应收账款回款良好.....	21
五、风险提示.....	23

## 图表索引

图 1: 三人行传媒集团发展历程.....	5
图 2: 公司股权架构图 (截至 2020 年 4 月) .....	6
图 3: 2017-2019 年公司营业收入和同比增速 .....	7
图 4: 2017-2019 年公司归母净利润和同比增速 .....	7
图 5: 我国互联网广告营业额 .....	8
图 6: 广告投放代理 (左) 和广告方案策划与执行 (右) 业务流程图 .....	12
图 7: 场景活动服务流程图 .....	13
图 8: 校园媒体营销服务流程图 .....	14
图 9: “上海电信新春传播三部曲” 营销传播画面 .....	16
图 10: “伊利谷粒多 ‘喝饱一起嗨’ 整合传播” 项目营销传播画面 .....	17
图 11: “凯迪拉克 XTS 新车上市传播” 项目营销传播画面 .....	17
图 12: “凯迪拉克 XTS 新车上市传播” 项目营销传播画面 .....	18
图 13: 三人行营业收入 .....	19
图 14: 三人行归母净利 .....	19
图 15: 营收结构-按业务结构 .....	19
图 16: 营收结构-按业务结构 (亿元) .....	19
图 17: 三人行成本结构 .....	20
图 18: 三人行盈利能力 .....	20
图 19: 三人行分业务毛利率 .....	20
图 20: 数字营销服务毛利率水平 .....	20
图 21: 经营活动产生的现金流量净额 (万元) .....	22
图 22: 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 .....	22
图 23: 公司账上货币现金 .....	22
图 24: 应收账款情况 .....	22
表 1: 公司的高管团队情况 .....	5
表 2: 公司的重要股东情况 (完成 IPO 募资后) .....	6
表 3: 公司 IPO 募集资金投资项目 .....	7
表 4: 我国广告行业年营业额按媒体形式划分 .....	8
表 5: 公司数字营销服务的主要内容 .....	11
表 6: 公司主营业务收入客户类别构成 .....	14
表 7: 公司向前五大客户销售情况 .....	15
表 8: 公司向前五大客户销售情况 .....	15

## 一、三人行概况

### (一) 发展历程：校园营销起步，顺应行业趋势大力发展数字营销

三人行传媒集团成立于2003年，目前是国内领先的一站式校园整合营销与专业化全案数字营销服务提供商。公司将于近日登陆A股，证券代码“605168.SH”。

(1) 校园营销寡头企业：公司起初专注于校园营销服务，业务覆盖了全国 2500 所各类高校，受众超过 3000 多万高校学生。主要服务媒介形式包括：高校阅读栏、运动场围栏广告、高校餐厅桌贴、新生手册、校园bbs、校园候车厅、校园微信、校园互动屏等。

(2) 进军互联网整合营销：随着移动互联网的发展，不同规模的商户及企业对线上广告投放的需求不断增大。三人行逐渐顺应这种趋势，于 2014 年切入互联网营销领域，形成了校园媒体营销服务、数字营销服务和场景活动服务三大核心业务。

图1：三人行传媒集团发展历程



数据来源：公司招股说明书，公司官网，广发证券发展研究中心

公司核心管理团队保持稳定，在创意策划、媒介策略及媒体资源采购等方面有高素质的复合型人才储备。三人行传媒集团的董事长兼总经理为钱俊冬先生，是全国青联常委、陕西省政协委员。大学三年级时就在西安高新区注册成立了三人行信息通讯有限公司，是陕西省第一家在校本科生全资创业公司，从此开始了三人行公司成长历程。王川先生系公司董事、副总经理兼核心技术人员，曾在国际 4A 公司负责多个世界 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。

表1：公司的高管团队情况

姓名	职位	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、陕西省十大杰出青年。
王川	董事、副总经理、核心技术人员	公司核心技术人员，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、北京泰奔传奇文化传播有限公司任职。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	于会计及财务管理方面拥有丰富经验，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、武汉爱民制药有限公司、武汉大禹阀门股份有限公司任职。2014 年加入三人行。

李达

董事会秘书

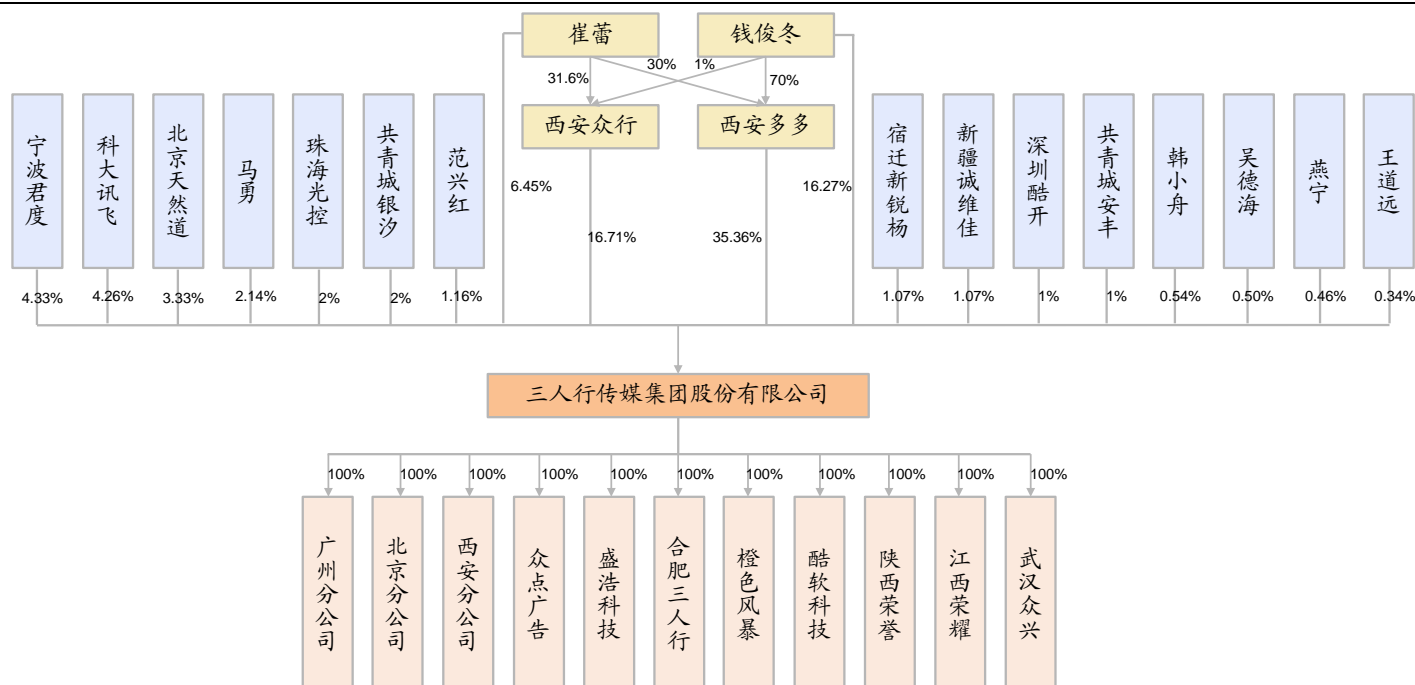
曾在中国银河证券股份有限公司、四川省新万兴碳纤维复合材料有限公司任职。现任广东多多基金管理合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人、北京本源常棣投资管理有限公司监事。2017年加入三人行。

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

## （二）股权结构：持股相对集中，股权结构稳定

公司股权结构相对稳定，IPO后管理层通过西安多多间接持股26.52%。公司CEO钱俊冬直接持股16.27%，并通过西安多多、西安众行间接支配公司股份表决权的52.07%；其妻子崔蕾直接持股6.45%。本次发行前两人合计支配的公司股份表决权比例为74.79%，发行后仍为公司的共同实际控制人。完成IPO募资后，西安多多（由核心管理层持股）将持有公司股权26.52%。

图2：公司股权架构图（截至2020年4月）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

表2：公司的重要股东情况（完成IPO募资后）

名称	持股数量（万股）	持股比例	备注
西安多多	1,831.61	26.52%	公司控股股东，由钱俊冬持有 70%的股权、钱蕾持有 30%的股权，共同间接支配公司股份表决权
西安众行	865.83	12.54%	合伙人均为公司核心骨干员工；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
钱俊冬	842.55	12.20%	董事长、总经理，公司共同实际控制人
崔蕾	334.04	4.84%	与钱俊冬系夫妻关系，公司共同实际控制人
宁波君度	224.45	3.25%	宁波梅山保税港区君度德瑞股权投资管理中心（有限合伙）

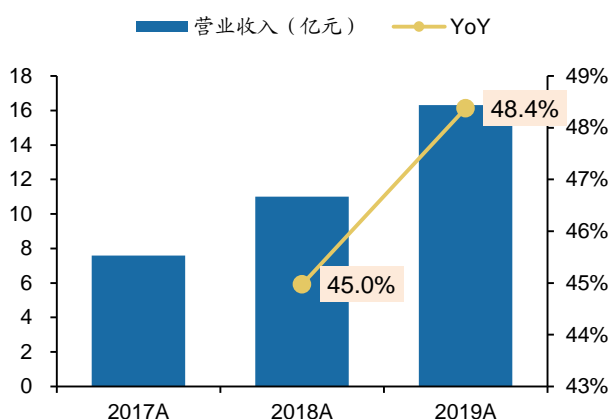
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心



### (三) 广告投放推动营收增长, IPO 募资主要用于数字整合营销服务

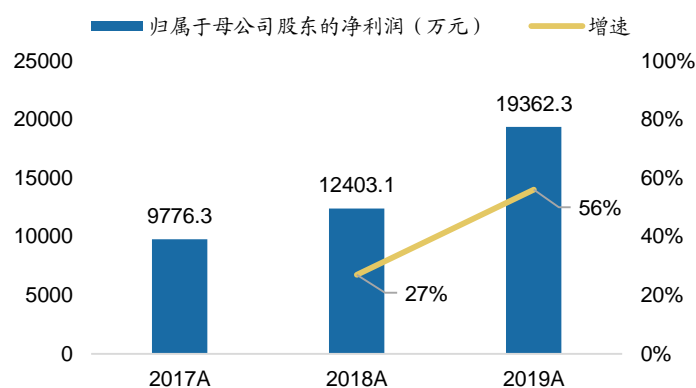
公司专注于提供整合营销解决方案, 广告投放代理服务驱动营业收入增长。公司凭借专业的整合营销服务能力, 得以满足客户在全国范围内跨媒体、多渠道的品牌曝光和产品或服务推广的营销需求, 营业收入持续快速增长。根据招股说明书, 2017-2019年度, 公司营业收入分别为7.57亿元、11亿元及16.31亿元, 2019年同比增速达48.4%; 其中, 数字营销服务占营业收入比重逐年上升, 分别为72.9%、80.6%及86%, 而数字营销服务收入主要由广告投放代理构成, 驱动营业收入快速增长。归母净利润方面, 2019年公司实现归母净利1.94亿元, 同比增长56%。未来, 公司将围绕业务发展目标全面开拓销售及服务网络, 增强三大类业务规模, 扩建升级业务及管理信息化系统, 持续为客户提供专业的整合营销服务, 增强客户黏性, 提升公司在广告行业内的竞争优势与行业地位。

图3: 2017-2019年公司营业收入和同比增速



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图4: 2017-2019年公司归母净利润和同比增速



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

公司本次IPO发行主要投向数字整合营销服务体系扩建项目、校园媒体扩建项目, 同时考虑补充营运资金。根据公司招股书, 此次IPO募集资金投向领域将首先考虑数字整合营销服务体系扩建项目, 主要包括扩建销售及服务网络、扩建数字营销平台等。其次对于校园媒体扩建项目投资占比最大, 主要包括建设校园媒体、扩建销售及服务网络、扩建校园广告营销平台等。本次募集资金有利于公司保持在数字营销服务、场景活动服务及校园媒体营销服务中的优势地位, 进一步提高公司的市场竞争力和可持续发展能力。

表3: 公司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)
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
合计	103,404.15	98,826.77

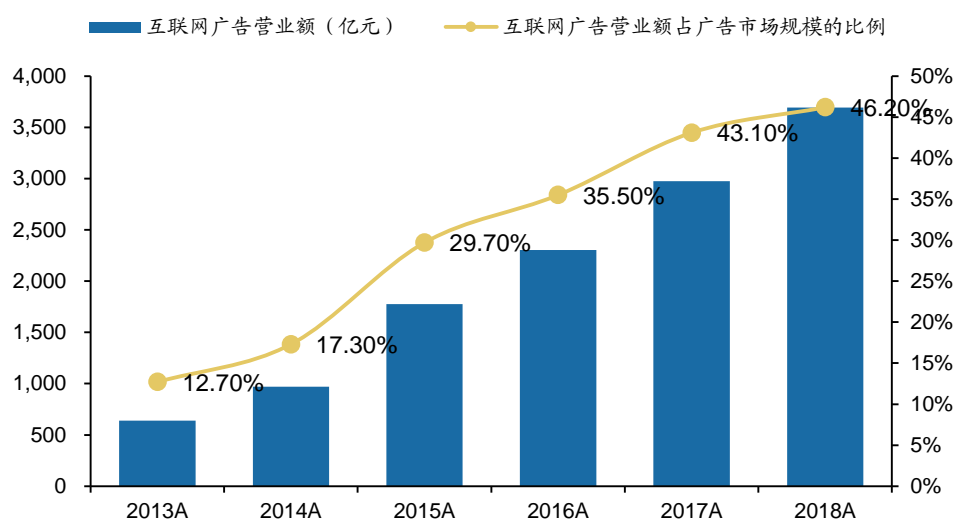
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

## 二、行业：数字营销市场持续增长，广告主逐渐重视场景活动及校园营销

### （一）数字营销：线上份额持续增长，成为主流曝光渠道

互联网媒体超越传统模式成为主流媒体形式，数字营销市场规模快速稳步增长。移动互联网行业的快速发展，带来社交媒体、视频网站等新渠道的出现，为线上广告不断贡献新库存。相较于传统媒体，这些新兴互联网媒体信息传播效率高、覆盖范围广，具备信息可存储、可检索、可计量的优势和特点，从而能更紧密的贴近受众对象，与其产生更强的互动性，增强营销传播渠道的便利性。互联网媒体已逐步代替报纸、电视、户外等传统媒体成为主流的媒体形式，而数字营销的市场规模也早已超越传统媒体，实现快速稳步的增长。招股说明书中引用的《现代广告》、《中国市场监管报》数据显示，我国互联网广告营业额已从2013年的 639 亿元增至 2018 年的 3694 亿元，年复合增速达 42.04%。

图5：我国互联网广告营业额



数据来源：《现代广告》，《中国市场监管报》，广发证券发展研究中心

从份额来看，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%。互联网广告经营额在2015年超越电视媒体广告经营额，并且份额差距逐渐拉大。

表4：我国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	19.20%
广播电台	501	8.40%	359	5.50%	349	5.10%	313	8.40%
报社	124	2.10%	173	2.70%	137	2.00%	137	2.10%
期刊社	72	1.20%	60	0.90%	65	0.90%	59	1.20%



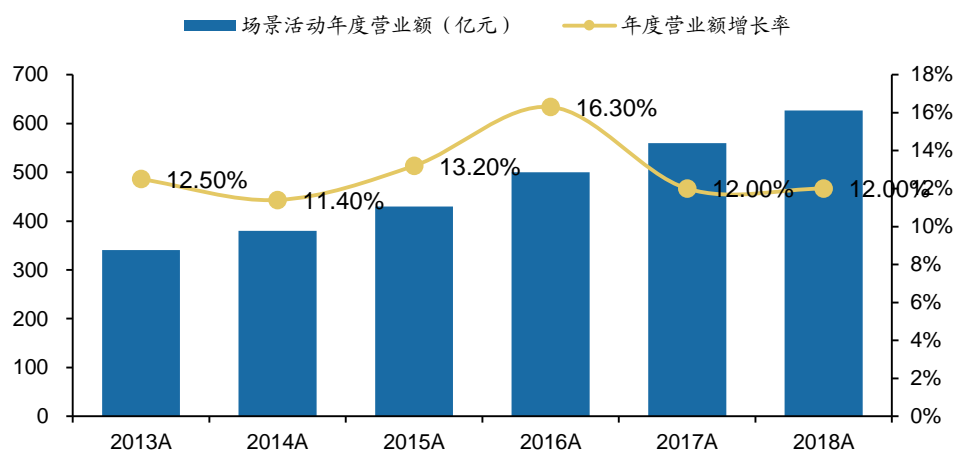
其他	2,354	39.40%	2,353	36.30%	2,137	31.00%	2,243	39.40%
----	-------	--------	-------	--------	-------	--------	-------	--------

数据来源：《现代广告》，《中国市场监管报》，广发证券发展研究中心

## （二）场景活动：市场规模呈现稳定增长，汽车/IT类广告主尤其重视

场景活动服务是我国现代服务业的组成部分之一，市场规模不断增长。场景活动，也就是公共关系活动，主要包括广告经营者为客户举办文艺赛事、节目、会展、路演以及会议、发布会或座谈会等的各类活动。从行业规模来看，我国场景活动的市场年度营业额从 2013 年的 341 亿元不断增长至 2018 年的 627 亿元，年均复合增长率达 12.95%，呈不断增长趋势。得益于国内宏观经济的稳定发展。随着现代科技的成熟落地，各类新兴媒体也随之蓬勃发展，推动着场景活动与互联网营销等多种营销方式相融合。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，进一步促进了我国场景活动市场规模的持续增长。

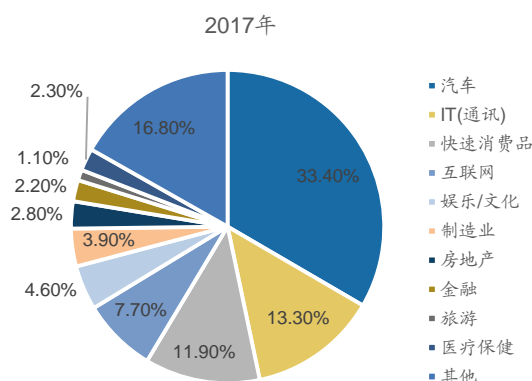
图6：我国场景活动市场规模（2013年-2018年）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

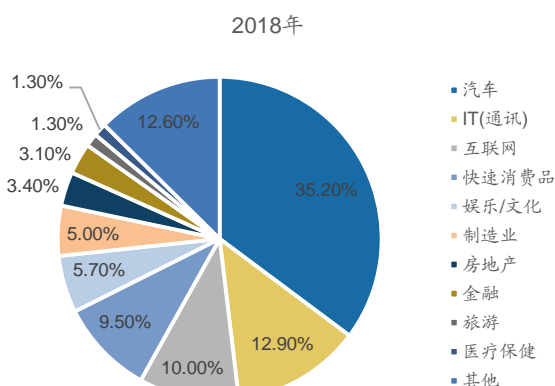
从场景活动广告主的分布来看，汽车、IT（通讯）、互联网以及快消品广告主占比一直排前。其中，近几年汽车、IT（通讯）行业的广告主开展场景活动所花费的金额持续排名行业TOP2。2018年，这两类广告主合计开展场景活动的花费在302亿元，占全部场景活动市场份额的比例达48.1%。

图7：2017年场景活动市场份额



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图8：2018年场景活动市场份额



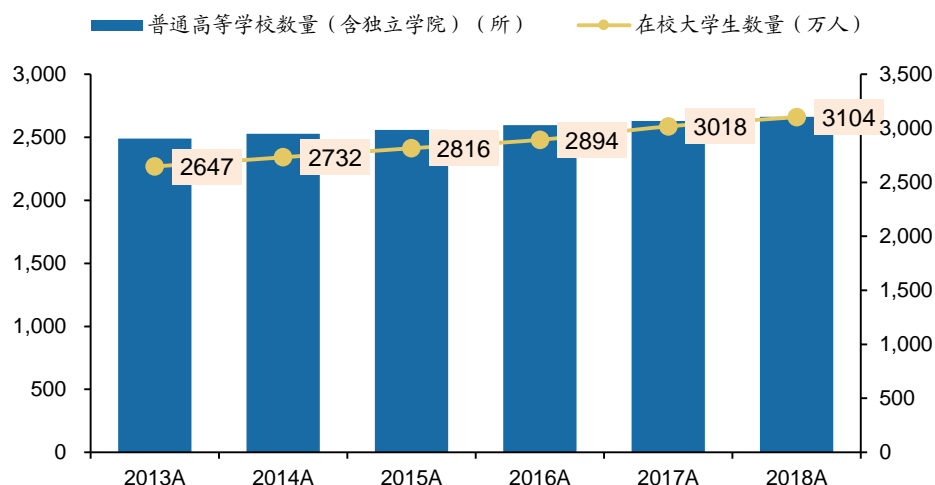
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

### （三）校园营销：精准定位大学生消费群体，市场规模不断扩大

校园营销可精准定位大学生消费群体，多因素推动校园营销市场规模不断扩大。高校校园是在校大学生主要学习生活的场所，具有一定的封闭性，校园营销对象天然锁定在校大学生，投放精准性强。同时，大学生的消费习惯和品牌意识还在逐渐养成的过程中，品牌意识较弱但可渗透性较强，对于广告主的品牌宣传接受程度高。广告主越来越重视这一群体，并逐渐重视校园场景下的营销投放。

从行业规模来看，目前校园媒体营销市场规模尚未有权威统计数据。但我们认为广告营销行业本质是眼球经济，受众范围和投放的精准性决定了该场景能吸引的广告主预算规模。而校园营销市场的规模可从全国高校以及全国大学生数量窥见。根据教育部数据，2018年我国普通高等学校（含独立学院）合计2663所；在校大学生（含普通高等教育本专科学生及研究生）规模达3104万人。并且随着高校扩招，高等教育入学率持续提升，我国普通高等学校及在校大学生的数量均呈逐年上升趋势，为校园营销市场提供了充分的市场空间，也为行业发展奠定了基础。

图9：我国普通高等学校及在校生数量情况



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

### 三、业务：三大核心业务支撑整合营销方案，大广告主服务经验为后续业务开展背书

#### （一）三大核心板块支撑整合营销方案，提供全业务流程的个性化服务

以数字营销服务为重点业务板块，提供创意化、专业化、个性化营销策略。数字营销服务旨在满足客户在互联网媒体上的营销传播需求，为客户提供以媒介内容策略、创意性策划、媒体资源采购、营销效果评估为主要内容的专业化服务。公司的数字营销服务主要可以分为广告投放代理、广告方案策划与执行两大类。

表5：公司数字营销服务的主要内容

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

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

**创意策划服务：**创意策划服务为公司提供很高的附加值。公司的主要优势在于能深刻认知广告主产品及服务的目标市场、广告受众心理行为、不同媒介内容的特点，深入发掘其营销亮点。结合社会热点话题策划营销创意方案，并将其以鲜明的方式向广告受众展示，从而达到易于被营销受众接受、契合广告主产品及服务特色的营销效果。

**媒介策略服务：**媒介策略服务体现出公司对互联网媒体资源统筹安排能力的专业性。公司深耕广告行业17载，具备洞悉互联网媒体特点、整合媒体资源的能力，能根据客户品牌、产品、服务的定位、营销受众及媒体资源的特点，提供个性化的媒体资源整合方案。公司通过统筹营销信息、在不同互联网媒体上安排投放，可以实现广告主产品或服务营销信息的高效传播。

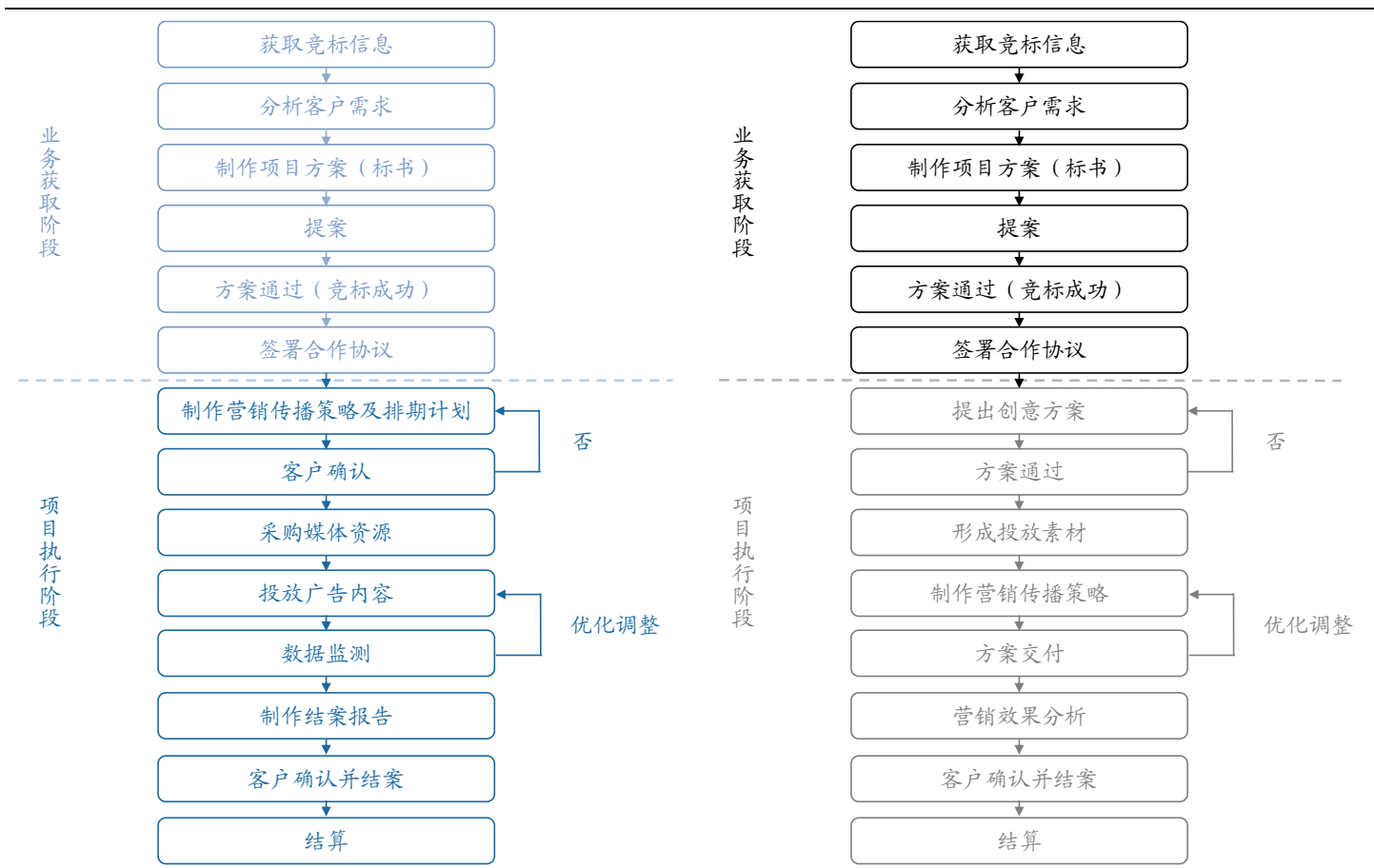
**媒体资源采购服务：**媒体资源采购服务是公司开展数字营销服务的重要内容之一。目前，公司已与国内多家主流知名互联网媒体企业建立良好的业务合作关系，其中包括字节跳动、腾讯、网易、新浪、搜狐、优酷、爱奇艺、凤凰网、人民网等。通过创意中插广告、采购视频贴片广告、画中画广告、顶部通栏广告、擎天柱广告、信息流广告等多种形式广告资源，满足客户多营销方式、多媒体渠道传播营销广告的需求。

**营销效果评估服务：**营销效果评估服务可以帮助公司进一步提升数字营销服务水平。在广告投放代理及广告方案策划与执行服务中，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、投放分析结果，并优化广告

投放内容、创意策划、媒介策略等，提升营销转化率。

广告投放代理业务和广告方案策划与执行业务是数字营销服务的两大板块，业务流程可分为业务获取阶段和项目执行阶段。广告投放代理业务主要是针对特定客户制定项目营销方案(具体包括营销传播计划及媒体资源报价等)及媒体资源投放策略，并能根据数据监测结果向客户提出优化调整建议。广告方案策划与执行业务则可以深入发掘客户的营销亮点，为客户进行营销创意及内容的策划制作，并协助客户进行营销效果分析。

图6：广告投放代理（左）和广告方案策划与执行（右）业务流程图

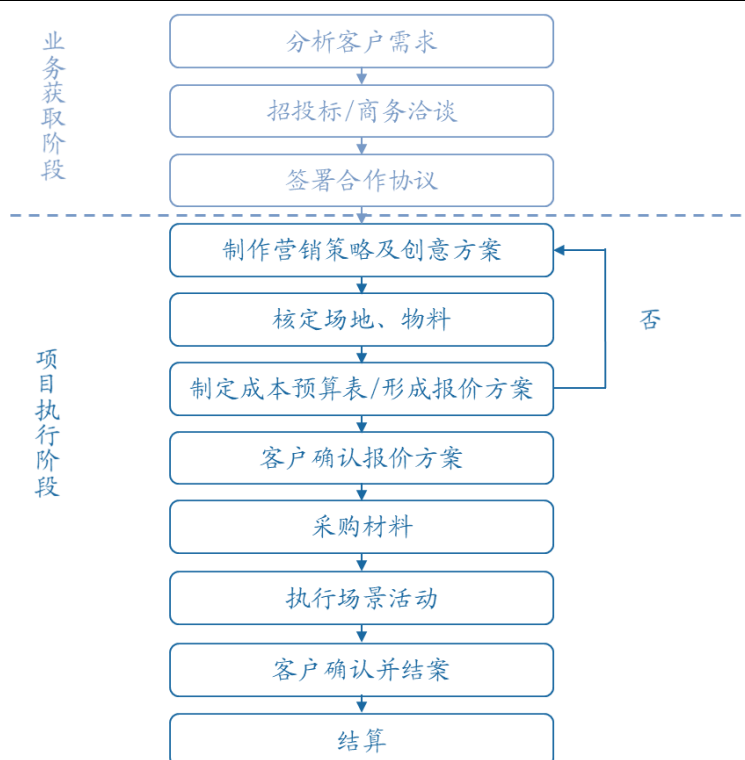


数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

**场景活动服务经验丰富，广告主持续投放为公司带来稳定收入。**公司在该领域积累了丰富的场景活动策划与执行经验，为客户设计的活动营销方案富有互动性、体验性、感染性。公司擅长将客户品牌及产品服务信息植入不同场景中，增强其传播效果，满足广告主的品牌推广、产品营销等多样化营销需求。

公司提供的场景活动服务曾助力多个项目步入成熟的商业运作模式，满足了客户的品牌宣传与推广需求。很多老客户据其所需定期举办并持续开展市场推广活动，可以为公司带来较为稳定的收入。公司根据客户需求提供营销策略及创意方案，提供搭建/调试/彩排、现场接待、流程控制、后勤管理、人员管理、质量监控、应急处理、撤场与收尾等服务。

图7：场景活动服务流程图



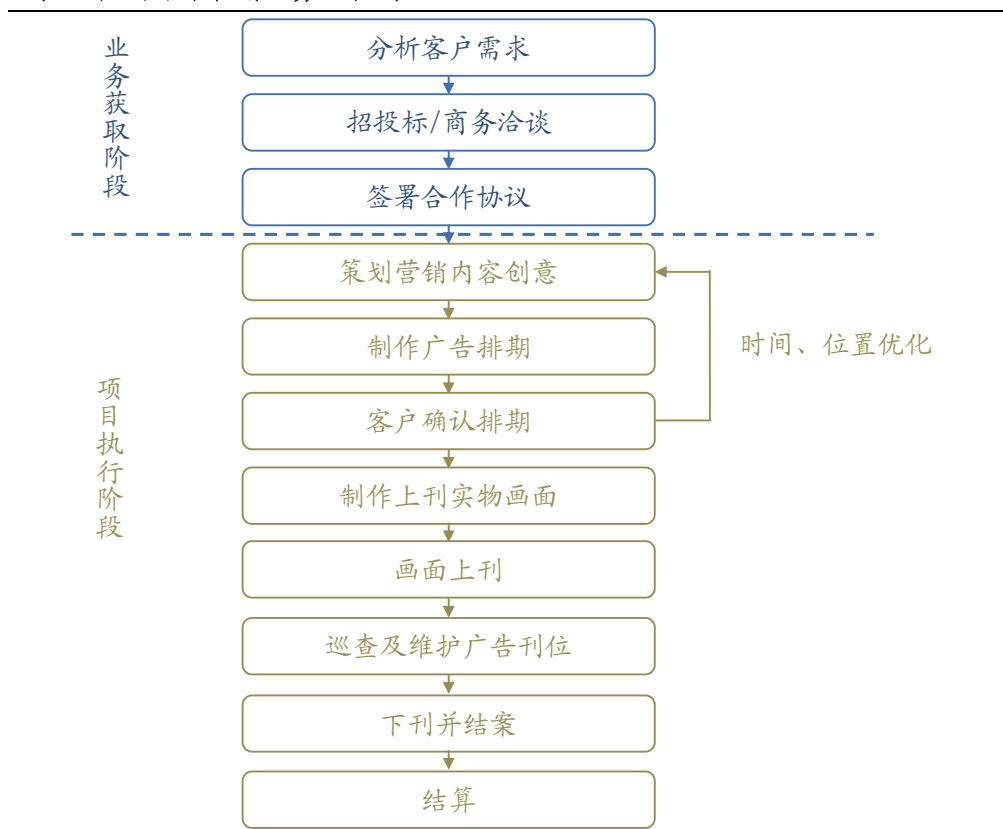
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

**校园媒体营销服务具先发优势及规模优势，处于国内市场领先地位。**公司的校园媒体营销服务模式主要是与国内高校达成合作，运营校园公告栏、运动场围栏等校园媒体资源，并以此为基础进行创意策划等相关服务。公司构建了覆盖范围广泛的校园媒体网络，校园媒体资源具有先发优势及规模优势。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%（院校数量系截至 2018 年末数据）。

目前公司运营的校园媒体主要覆盖在校生活课外活动、就餐、出行等多种场景，能够满足客户在校园领域的多场景营销传播需求。“校园媒体网络”作为公司在校园媒体营销领域的核心竞争力，具备数量众多、品类丰富、分布广泛的特点，公司在该领域处于国内领先的市场竞争地位。校园媒体营销服务主要为客户策划营销内容创意，制作上刊图文、广告排期，确保广告内容保质保量在校园发布，并及时对广告投放时间、位置进行优化。



图8：校园媒体营销服务流程图



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

## （二）直销模式有效提升客户黏性，以互联网主流媒体为重要供应商

以直销为主要销售模式，采用招投标为主、商务洽谈为辅的方式获取业务机会。公司在业务拓展进程中主要采用直接销售模式，能深入发掘客户在数字营销、场景活动、校园媒体等多营销领域的不同需求，提供多种类营销服务相结合的整合营销服务，提升客户满意度与黏性。2017-2019年，公司直接客户占主营业务收入比例分别为98.09%、96.17%及98.12%，是公司收入的主要来源。公司采用招投标为主、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%。

表6：公司主营业务收入客户类别构成

客户类别	2017A	2018A	2019A
直接客户	74229.02	105738.39	160077.54
广告公司客户	1457.06	4214.73	3065.07
合计	75686.08	109953.12	163142.61

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

主要客户黏性较强，已达成长期合作关系。公司主要客户包括中国移动（2004年）、中国电信（2008年）、中国工商银行（2013年）、京东集团（2013年）、中国农业银行（2014年）、伊利集团（2015年）等。其中，伊利集团、中国电信、中国移动、

中国工商银行为公司 2017-2019 年各期的前五大客户，京东集团为 2017-2018 年的前五大客户，公司主要客户的稳定性及可持续性较高。

表7: 公司向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	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%
期间	序号	客户名称	销售额 (万元)	占营业收入比例
2018 年	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%
期间	序号	客户名称	销售额 (万元)	占营业收入比例
2017 年	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%

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

以互联网主流媒体为供应商, 具备市场影响力。公司选择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。公司主要通过商务洽谈的方式与供应商建立业务合作关系。

表8: 公司向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	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%
期间	序号	客户名称	销售额 (万元)	占营业收入比例
2018 年	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%
期间	序号	客户名称	销售额 (万元)	占营业收入比例
2017 年	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%

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

### （三）大客户成功服务案例，为后续业务开展背书

对于整合营销公司而言，广告主在进行供应商选择的时候，除了重点考虑对于此次营销活动的营销创意、报价之外，广告主通常还会考虑该供应商以往的服务经验和典型的服务案例。三人行有丰富的大客户服务案例，对于中国电信、伊利集团、凯迪拉克等典型广告主的服务均积累非常丰富的营销经验，有利于吸引其他广告主，为后续业务开展背书。

#### 1.运营商类广告主典型案例：上海电信新春传播三部曲

公司于 2018 年为上海电信策划“上海电信新春传播三部曲”项目，公司提出“你爱的人，值得更好”的情感创意，描绘出两代人的生活情境，呼吁年轻一代多与长辈交流，给父母关爱，引起受众的共鸣及反思，并在此基础上导入电信“十全十美”产品。在媒体投放排期上，公司选取了元宵节这一传统团聚之日，为上海电信建立了有温度的品牌形象。该案例荣获 2018 年金网奖互联网传播奖金奖。

图9：“上海电信新春传播三部曲”营销传播画面



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

#### 2.食品饮料类广告主典型案例：“伊利谷粒多‘喝饱一起嗨’整合传播”项目

公司于 2018 年为伊利集团策划的“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，打造“喝饱一起嗨”主题传播活动。利用娱乐明星及 KOL 在社交平台的号召力，发起“扛饿魔性舞蹈挑战赛”，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。

图10: “伊利谷粒多‘喝饱一起嗨’整合传播”项目营销传播画面



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

### 3.汽车类广告主典型案例: “凯迪拉克 XTS 新车上市传播”项目

公司于 2018 年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。该案例荣获 2018 年金网奖社会化营销奖银奖。

图11: “凯迪拉克 XTS 新车上市传播”项目营销传播画面



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

### 4.场景营销活动典型案例: “成都远洋太古里 5G 商业示范街揭幕仪式”项目

公司于 2018 年为中国移动通信集团四川有限公司策划实施了“成都远洋太古里 5G 商业示范街揭幕仪式”项目, 该商业示范街成为全国首个顶级 5G 商业示范街区, 同时对客户的 5G 宣传工作产生了深远的影响, 受到全国诸多媒体的关注, 相关报道在 CCTV 《中国新闻》播出。



图12: “凯迪拉克 XTS 新车上市传播”项目营销传播画面



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

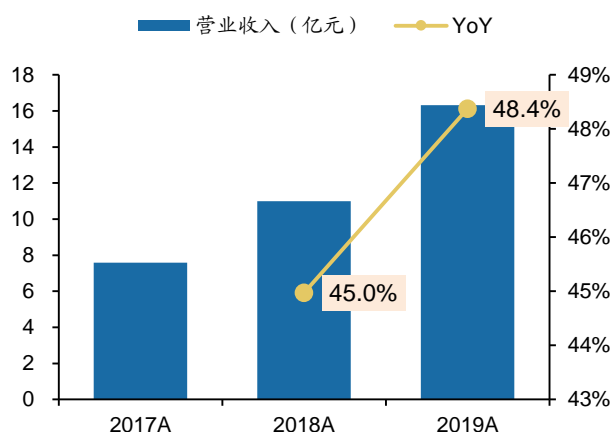


## 四、财务情况：数字营销驱动增长，现金流健康

### （一）营业收入：数字营销业务持续发展，驱动整体营收提升

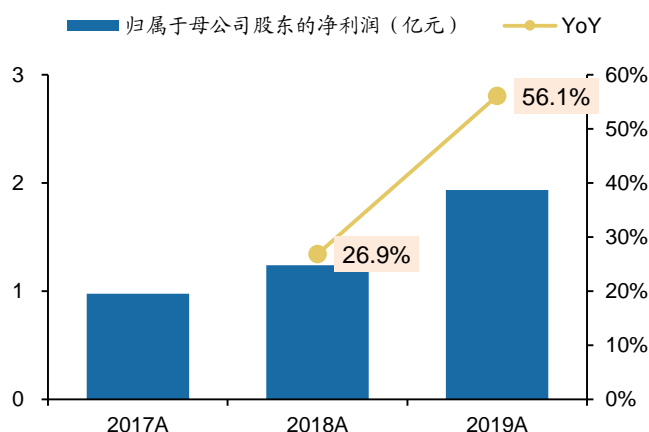
数字营销服务持续发展，驱动整体营收增长。公司营收主要由数字营销服务、场景活动服务以及校园媒体营销服务构成，其中数字营销服务收入主要来源于广告投放代理业务以及广告方案策划与执行业务。2017-2019年，公司营业收入分别为7.58亿元、11.00亿元及16.31亿元，2019年同比增长48.4%；公司归母净利分别为0.98亿元、1.24亿元及1.94亿元，2019年同比增速为56.1%。

图13：三人行营业收入



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

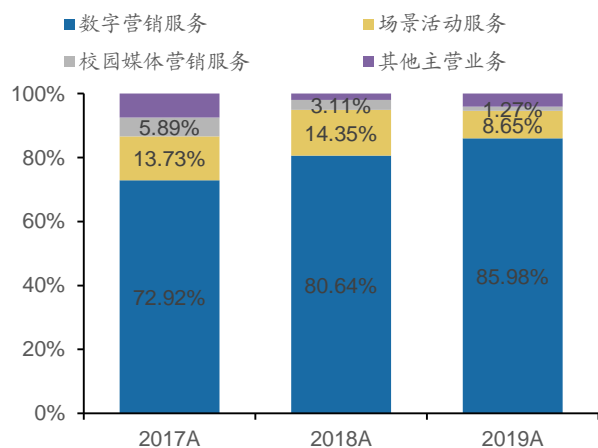
图14：三人行归母净利



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

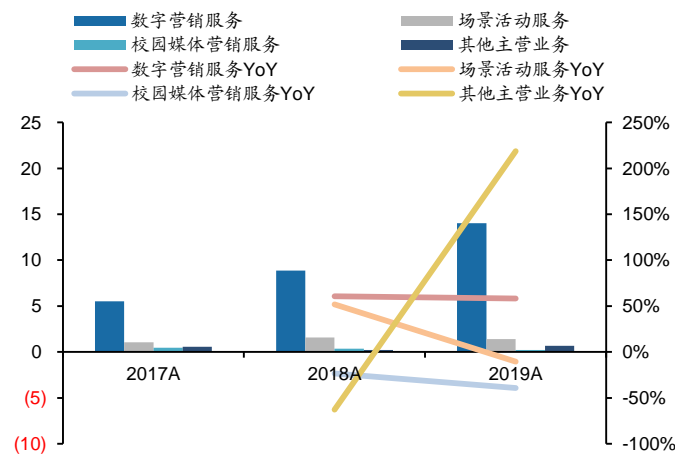
分业务来看，数字营销服务是目前公司最主要的营收构成。2019年数字营销服务创收14.03亿元，同比增长58.2%，占整体营收的85.98%（YoY+5.34pct）。数字营销服务包含广告投放代理以及广告方案策划与执行业务，2019年广告投放代理业务创收13.6亿元，同比增长61.3%；广告方案策划与执行业务创收4029.6万元，同比略下滑4.2%。场景活动服务2019年营业收入1.41亿元，同比下滑10.5%。校园媒体营销服务2019年营收2073.4万元，同比下滑39.3%。

图15：营收结构-按业务结构



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图16：营收结构-按业务结构（亿元）

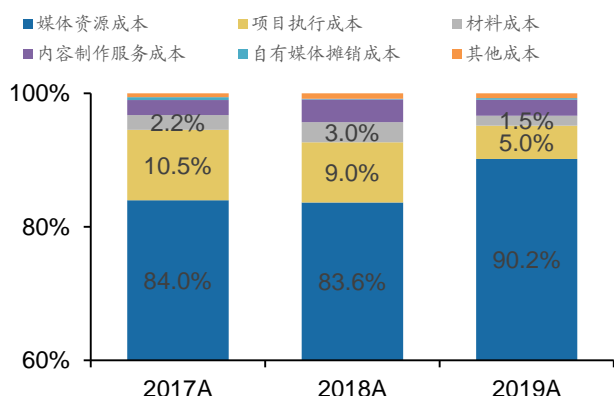


数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

## (二) 盈利能力：数字营销业务占比提升带来综合毛利率略微下滑

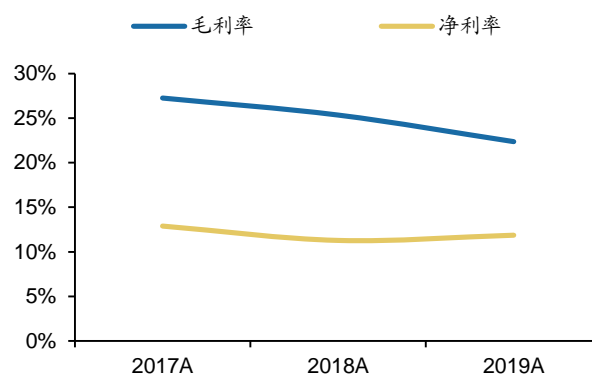
成本主要来自媒体资源成本，数字营销业务规模扩大带来互联网媒体采购成本增加。成本项目来看，三人行作为整合营销公司，最大的成本来源于媒体资源成本，采购对象包括字节跳动、新浪、网易、爱奇艺等头部媒体平台。2019年媒体资源成本为11.4亿元，占总成本的90.2% (YoY+6.6pct)，媒体资源成本占总成本的比重有一定幅度上升，主要是因为数字营销业务规模持续扩大带来的互联网媒体采购成本增加。

图17：三人行成本结构



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

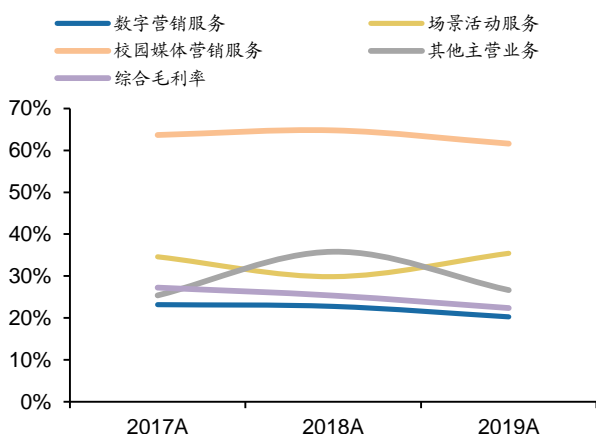
图18：三人行盈利能力



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

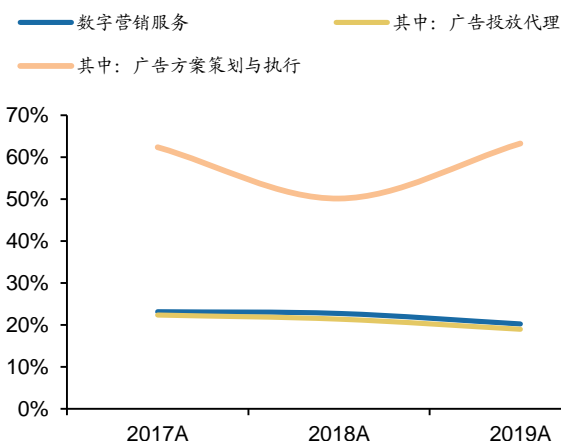
毛利率来看，2019年公司综合毛利率为22.36%，近几年公司综合毛利率有一定幅度变化主要是收入结构变化带来的。分业务来看，数字营销服务和其他业务相比毛利率较低，随着数字营销服务营收占比提升，综合毛利率略有下滑。2019年公司数字营销服务毛利率为20.26%，数字营销服务中又以广告投放代理业务毛利率相对较低。2019年广告投放代理业务毛利率为18.99%，相比2018年有略微下滑，主要是因为毛利率较低的快消品投放占比提升；而广告方案策略与执行业务2019年毛利率为63.28%，相比广告投放代理业务明显因为要高，主要是公司在提供广告方案策略与执行业务时需要基于对广告主及其产品和服务的深刻理解，提出符合品牌调性的营销创意，公司在其中提供的附加值更高。数字营销服务之外，场景活动服务2019年毛利率为35.43%；校园媒体营销服务2019年毛利率为61.62%，毛利率相对稳定。

图19：三人行分业务毛利率



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

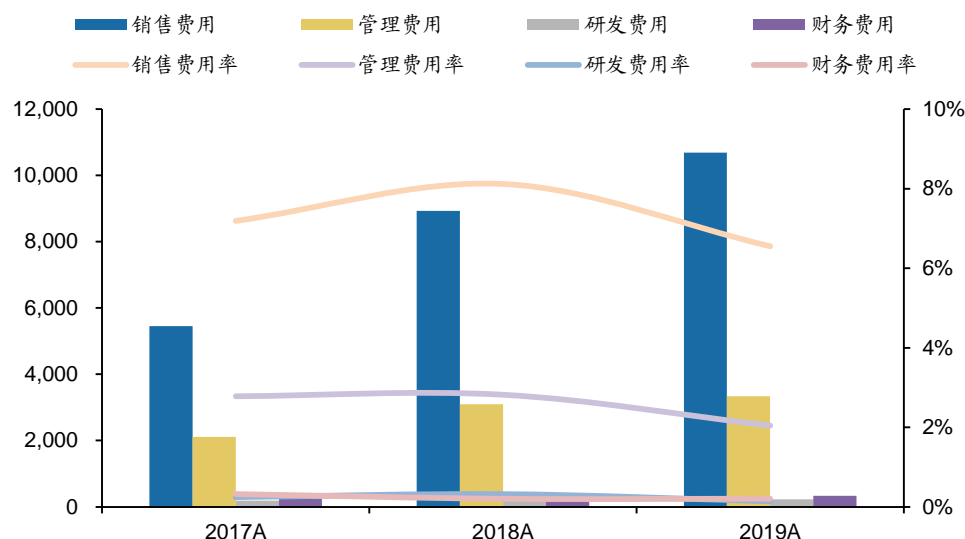
图20：数字营销服务毛利率水平



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

费用端来看，2019年整体销售费用为1.07亿元，公司销售费用率主要由职工薪酬构成，2019年职工薪酬在其中所占比例为83.35%。2019年销售费用率为6.55%，相比2018年减少1.6pct。2019年管理费用为3333万元，管理费用率为2.0%，随着公司销售收入的快速提升，带来规模效应，期间费用率均边际下降。综合成本和费用的影响，公司近三年来净利率相对稳定，2019年净利率为11.9%。

图8：三人行期间费用情况（万元）

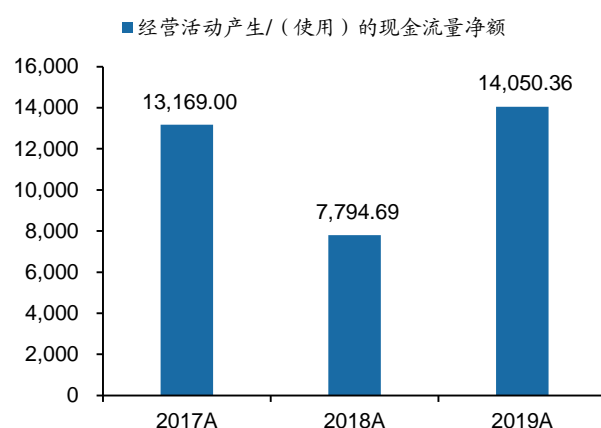


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### （三）现金流：经营活动现金流健康，应收账款回款良好

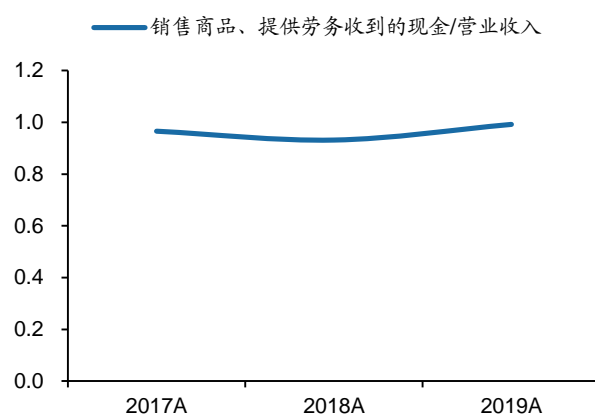
经营活动现金流量健康，应收账款周转率持续提高。2017-2019年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为1.32、0.78、1.41亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入相对稳定，维持在0.9-1.0区间之内，公司营业收入回款良好，经营活动现金流量较为健康。截止2019年末，公司账上货币资金3.22亿元，账上货币资金持续增加主要是因为公司整体营收快速增长，盈利能力持续提高。此次上市融资，有利于获得进一步现金流入，为公司后续业务发展奠定基础。

图21: 经营活动产生的现金流量净额 (万元)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

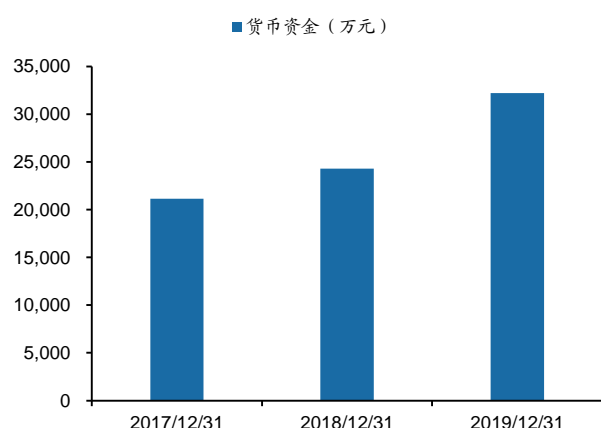
图22: 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

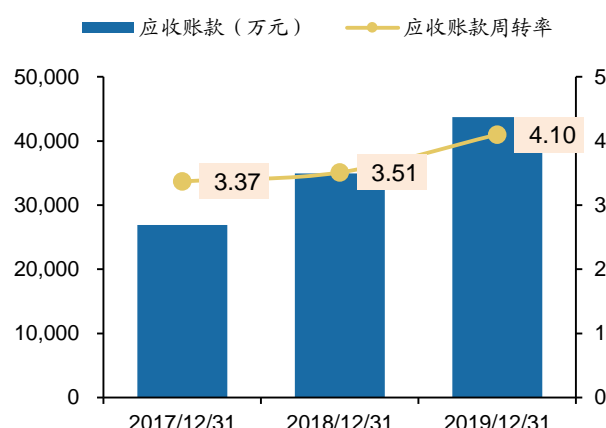
公司2019年应收账款周转率为4.10次, 近三年应收账款周转率持续提高, 并处于较高水平, 公司客户质量较高, 整体资信良好, 应收账款回收风险相对较低。

图23: 公司账上货币现金



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图24: 应收账款情况



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

- (一) 宏观经济不景气
- (二) 广告主流失
- (三) 行业监管趋严



## 广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券，带领团队荣获2019年新财富传播与文化行业第一名。

朱 可 夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。