

股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	30.15
总股本/流通股本(亿股)	2.11 / 2.11
总市值/流通市值(亿元)	64 / 64
52周内最高/最低价	41.33 / 25.11
资产负债率(%)	41.7%
市盈率	45.68
第一大股东	青岛多多行投资有限公司

研究所

分析师: 王晓莹
SAC 登记编号: S1340522080005
Email: wangxiaoxuan@cnpsec.com

三人行(605168)

广告主业稳健修复，切入算力赛道培育新增长点

● 事件回顾

2025年8月29日，公司发布2025年半年报，2025H1，公司实现营业收入16.57亿元，同比下降13.36%；归母净利润1.44亿元，同比增长10.83%；扣非后归母净利润1.27亿元，同比增长4.56%。2025Q2，公司实现营业收入8.40亿元，同比下降13.93%；归母净利润0.71亿元，同比下降13.15%；扣非后归母净利润1.08亿元，同比增长49.03%。

● 事件点评

广告主业稳健修复，降本增效驱动经营效率提升。2025年上半年，公司营收同比下降13.36%，主要受部分客户预算收缩影响。在行业整体承压背景下，公司在深耕原有服务体系的基础上持续拓展增量项目，汽车板块除保持与一汽丰田、一汽奥迪等客户稳定合作外，亦新承接AITO问界等重点项目，并在通信、快消、金融及互联网等板块维持多元客户布局与稳定投放。此外，公司亦加速推进AI在投放管理及内部流程的应用，推动运营效率改善。25H1期间费用率降至11.24%（同比-0.07pct），其中销售费用率8.09%（同比-0.25pct）。运营能力的提升进一步增强公司财务稳健性，25H1公司经营性现金流净额5.69亿元，同比由负转正；资产负债率35.66%，较年初下降6.06pct；现金储备9.19亿元，较年初增长47.18%。

多元布局稳步推进，固本拓增培育新增长点。1) 产业投资方面，公司围绕新质生产力核心要素强化战略落子，与科通技术达成合作，在芯片分销、AIDC数据中心及算力服务等领域展开深度合作；2) 体育彩票方面，公司持续推进全链条服务建设，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，并签约近千家院线渠道门店。目前，公司正与铁路总局就“体彩上高铁”项目展开合作，后续或将迎来突破性进展。此外，公司亦在加速AI技术在体彩领域的应用布局，在24年底上线AI赛事预测平台基础上，25H1完成体育赛事智能机器人的原型机落地。未来公司有望依托上述两大技术架构，进一步孵化即时竞猜、沉浸式体验等多元创新业务，打开体彩业务新成长空间。

构建AI全链路营销智能体，把握数智化营销新机遇。智能体可在复杂链路中实现任务拆解、自动决策与持续迭代优化，契合链路长、定制化程度高、数据碎片化的营销场景。据亿欧智库预计，2025年中国AI Agent营销市场规模预计约1398亿元（同比+416.29%），2028年有望超1.12万亿元，25~28CAGR约100.23%。公司目前已构建覆盖策略生成、内容创作、智能投放、效果归因等环节的AI全链路营销智能体，并于25H1重点打造具备市场洞察、目标拆解、投放执行、数据回收与策略优化等多种能力的营销AI Agent。公司AI全链路营

销智能体未来将通过持续内容迭代与个性化服务，强化 KA、LA 级客户服务粘性；同时凭借智能化及自动化优势，降低营销方案使用门槛，助力公司进一步拓展长尾 SMB 客户，带来新业绩增量。

● 投资建议

我们预计2025/2026/2027年公司营业收入为36.91/42.08/45.69亿元，归母净利润为3.53/5.02/5.61亿元，对应EPS为1.68/2.38/2.66元，根据9月26日收盘价，分别对应18/13/11倍PE，首次覆盖，给予“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。

● 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4208	3691	4208	4569
增长率(%)	-20.35	-12.28	13.98	8.60
EBITDA（百万元）	322.36	433.50	564.59	616.68
归属母公司净利润（百万元）	123.30	353.36	501.52	560.64
增长率(%)	-76.65	186.57	41.93	11.79
EPS(元/股)	0.58	1.68	2.38	2.66
市盈率（P/E）	51.55	17.99	12.67	11.34
市净率（P/B）	2.37	2.44	2.55	2.69
EV/EBITDA	23.96	14.01	10.13	9.16

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	4208	3691	4208	4569	营业收入	-20.3%	-12.3%	14.0%	8.6%
营业成本	3441	2978	3326	3604	营业利润	-77.9%	184.1%	41.7%	11.7%
税金及附加	7	6	7	7	归属于母公司净利润	-76.6%	186.6%	41.9%	11.8%
销售费用	320	255	269	292	获利能力				
管理费用	61	52	58	62	毛利率	18.2%	19.3%	21.0%	21.1%
研发费用	53	41	44	47	净利率	2.9%	9.6%	11.9%	12.3%
财务费用	19	-2	-10	-16	ROE	4.6%	13.6%	20.1%	23.8%
资产减值损失	0	-2	-1	0	ROIC	8.0%	10.3%	14.7%	16.7%
营业利润	130	370	524	586	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	41.7%	41.0%	44.8%	48.2%
营业外支出	2	2	3	2	流动比率	1.95	1.98	1.87	1.75
利润总额	128	368	522	583	营运能力				
所得税	5	15	21	23	应收账款周转率	1.78	1.77	2.45	2.86
净利润	123	353	501	560	存货周转率	64.21	51.34	70.32	85.70
归母净利润	123	353	502	561	总资产周转率	0.88	0.82	0.94	1.01
每股收益(元)	0.58	1.68	2.38	2.66	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.58	1.68	2.38	2.66
货币资金	625	1081	1496	1615	每股净资产	12.75	12.36	11.81	11.20
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	2504	1929	1658	1647	PE	51.55	17.99	12.67	11.34
预付款项	225	166	195	216	PB	2.37	2.44	2.55	2.69
存货	69	47	47	37	现金流量表				
流动资产合计	3503	3288	3460	3568	净利润	123	353	501	560
固定资产	173	127	81	35	折旧和摊销	35	68	52	50
在建工程	1	1	1	1	营运资本变动	-218	513	369	122
无形资产	30	28	26	24	其他	182	31	21	20
非流动资产合计	1112	1130	1051	988	经营活动现金流净额	122	965	943	752
资产总计	4615	4418	4511	4556	资本开支	-7	-2	-2	-1
短期借款	642	692	742	792	其他	-25	-84	36	23
应付票据及应付账款	949	819	942	1051	投资活动现金流净额	-32	-86	34	21
其他流动负债	205	149	170	191	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	1796	1660	1854	2033	债务融资	41	21	65	46
其他	130	150	165	161	其他	-390	-444	-627	-701
非流动负债合计	130	150	165	161	筹资活动现金流净额	-349	-423	-562	-655
负债合计	1925	1810	2020	2194	现金及现金等价物净增加额	-253	456	415	119
股本	211	211	211	211					
资本公积金	908	908	908	908					
未分配利润	1469	1335	1144	930					
少数股东权益	3	2	2	1					
其他	99	152	228	312					
所有者权益合计	2690	2608	2491	2361					
负债和所有者权益总计	4615	4418	4511	4556					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

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

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信息。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。

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 号邮储银行大厦 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