

三维通信(002115)

推进并购进程，期待新业务发展 增持(首次)

2017年09月21日

证券分析师 徐力

执业证号: S0600515080001
010-66573632

xul@dwzq.com.cn

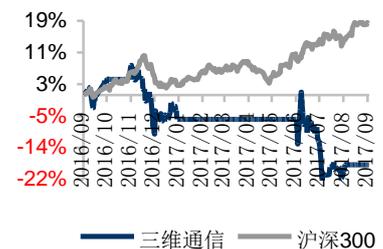
研究助理 孙云翔

sunyx@dwzq.com.cn

投资要点

- **事件:** 2017年9月15日,公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得证监会并购重组委无条件通过,拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买巨网科技约8000万股股份,交易作价近11亿元,占巨网科技总股本的81.48%。此外,拟向特定对象非公开发行股份募集配套资金不超过3.25亿元,用于支付本次交易的现金对价、募集资金投资项目建设、支付本次重组的中介机构费用。
- **巨网科技三年业绩承诺累计近4亿,收购成功将大幅提升公司盈利水平:** 在国内网优市场发展出现瓶颈的背景下,公司主营业务利润水平连续多年维持在较低水平,急需新的增长动力。公司通过并购巨网科技进入这一市场,能给公司长期发展注入强大动力。巨网科技承诺2017年、2018年、2019年经审计扣非归母净利润分别为9300万元、13000万元、17000万元,将显著提升公司盈利水平。截至2017年5月底,巨网科技已签合同数量为240个,预计可实现收入68134.39万元,持续的业务开展和订单签订将为巨网科技完成业绩承诺提供保障。
- **互联网广告新兴大市场发展空间广阔,公司开拓业务新战场:** 支撑起美国谷歌、Facebook等科技巨头的庞大广告收入、巨额利润和超级市值的,所依托的正是美国强劲有力的网络广告市场。美国网络广告市场规模自2012年首度超越卫星电视广告市场成为最大广告市场之后,依然保持30%左右高速增长,2016年市场规模已经达到725亿美元。对比之下,美国传统广告市场持续多年增长停滞,预计将在短期内被互联网广告超越。中国广告市场也呈现相类似变化趋势,以电视、报纸为代表的传统广告市场自2013年起进入增长停滞期,2013年末进入缓慢下滑阶段。而网络广告从2005年约30多亿规模增长到2016年的约2900亿,成为最具增长动力和发展潜力的市场。尽管国内互联网领域处于BAT等巨头强力统治之下,但互联网广告市场足够大,也有足够多细分领域和细分机会提供给有实力的参与者。
- **主营产品线持续扩展,为5G蓄力:** 公司有多年移动通信网络优化经验,具备包括各类直放站、2G\3G\4G RRU、iDAS、微放在内较为完整的网络优化产品全产业链,以及多项自主知识产权网络优化技术解决方案。随着2G/3G网络重耕,4G网络进一步加强,以及5G试验逐步开展,网络优化行业进入新的发展期,公司主营业务有望迎来新的机遇。
- **盈利预测与投资评级:** 暂不考虑完成对巨网科技并购情况下预计公司2017-2019年的EPS为0.10元、0.13元、0.15元,对应PE 102/77/67X。我们关注公司对巨网科技收购进展,给予“增持”评级。
- **风险提示:** 巨网科技互联网广告业务发展不及预期,无法完成业绩承诺风险。本次收购形成商誉,若标的公司经营低于预期,可能导致商誉减值损失风险。并购公司与原公司业务整合不及预期风险,管理成本提升。运营商资本开支下滑,原有通信主业面临增长乏力,营收下滑风险。5G网络部署不及预期,导致公司中期主营业务也无法提振。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.88
一年最低/最高价	8.56/12.28
市净率(倍)	4.53
流通A股市值(百万元)	3408

基础数据

每股净资产(元)	2.18
资本负债率(%)	65.71
总股本(百万股)	416
流通A股(百万股)	345

目录

1. 公司主营业务及发展	4
2. 网优业务继续积累，静候 5G 机遇	5
2.1. 传统网优市场增速放缓	5
2.2. 5G 加速部署，行业发展获得新机遇	6
2.3. 公司主营开始好转，短期平稳中长期潜力较大	7
3. 并购巨网科技，切入互联网广告领域	7
3.1. 互联网广告已经成为全球发展趋势	8
3.2. 庞大而快速发展的互联网广告市场中将诞生众多优秀初创公司	10
3.3. 巨网科技成长迅速，发展空间较大	11
3.3.1. 经营状况良好，业绩快速增长.....	11
3.3.2. 业务布局广泛，多业务齐头并进.....	11
3.3.3. 发展前景良好，未来增长可期.....	14
4. 并购巨网科技，切入互联网广告领域	14
4.1. 关键假设	14
4.2. 盈利预测	15
4.3. 投资建议	15
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 公司主要产品和应用领域.....	4
图表 2: 公司近年营收和归母净利润 (万元)	5
图表 3: 公司各业务线收入比例.....	5
图表 4: 公司网优业务概览.....	5
图表 5: 2011-2015 我国网络优化设备产销量 (台)	6
图表 6: 2011-2015 我国网优设备企业数及平均产量.....	6
图表 7: 2020-2030 年 5G 直接带动产出 (万亿元)	7
图表 8: 2020-2030 年 5G 间接带动产出 (万亿元)	7
图表 9: 巨网科技 2017-2019 年业绩承诺 (万元) 与增速	8
图表 10: 网络广告业务计费方式.....	8
图表 11: 网络广告业务计费方式.....	8
图表 12: 互联网广告业务流程示意图.....	9
图表 13: 美国传统广告市场规模 (十亿美元)	9
图表 14: 美国近年互联网广告规模 (十亿美元) 及增速.....	10
图表 15: 中国近年互联网广告规模 (亿元) 及增速.....	10
图表 16: 未来三年互联网广告市场规模预测 (亿元)	10
图表 17: 巨网科技近年营收 (万元) 与增长速度.....	11
图表 18: 巨网科技近年归母净利润 (万元) 与增长速度.....	11
图表 19: 2016 年公司三大业务营收占比.....	12
图表 20: 三大业务营收和毛利率构成.....	12
图表 21: 巨网科技广告投放业务流程.....	12
图表 22: 巨网科技游戏联运业务流程.....	13
图表 23: 巨网科技自媒体广告业务流程.....	14
图表 24: 公司未来分业务板块盈利预测.....	15
图表 25: 原有主业可比公司估值.....	15
图表 26: 收购标的可比公司估值.....	16

1. 公司主营业务及发展

三维通信成立于1993年5月, 主要向海内外客户提供专业的无线网络优化覆盖产品、物联网与行业应用产品及解决方案等, 是一家集研发、生产、销售与技术服务为一体的软件企业和国家重点高新技术企业。公司专注于无线电射频技术、软件无线电技术、自动测试技术和移动通信网规网优技术等为代表的核心技术研究, 近年来为中国移动、中国电信、中国联通、新加坡电信等海内外客户提供各类无线覆盖优化综合解决方案。

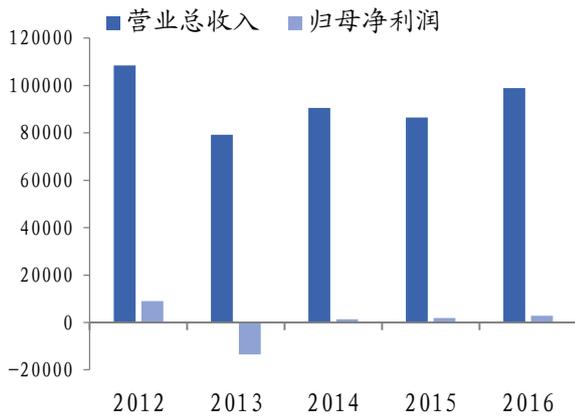
图表 1: 公司主要产品和应用领域

产品线	示意图	主要应用领域
覆盖类产品系列		覆盖类产品包括 IDAS 室内分布系统、微放、数字光分布平台产品、龙飞产品、延伸覆盖产品和无源产品, 应用于运营商多制式协同组网和处理海量数据业务, 致力于用尽量少的设备实现不同场景的网络覆盖
天馈产品系列		天馈产品包括多系统合路器平台 (POI) 和电梯井覆盖天线。POI 产品主要应用在需要多网络系统接入的大型建筑、市政设施内, 如大型展馆、地铁、火车站等场所。电梯井覆盖天线专门覆盖高层高密度住宅小区电梯信号的电梯井覆盖天线
射频产品系列		射频产品包括公网产品和行业应用产品, 公网产品的功率放大单元 (PA) 是射频拉远单元 (RRU) 的核心部件, 提供功率放大功能。行业应用产品则是根据行业客户的要求, 定制开发基于各种制式的分布式基站及子系统产品。
WLAN 产品系列		WLAN 产品主要包括无线接入控制器、无线接入点以及电力猫。高性能电信级无线接入控制器, 具有强大的硬件转发能力和灵活的协议处理能力, 并可用于加强用户管理、网络安全、计费、网管等方面的处理, 满足运营级 WLAN 网络需求。
网优运维产品系列		网优运维产品包括无缘互调分析仪、网络天眼、直放站网管系统、室分智能监控及维护管理平台。适用于 CDMA、GSM、DCS、WCDMA 及 LTE 网络, 在基站工程建设、网络维护及干扰排查中, 帮助快速评估无源器件和天馈系统的性能。
集群调度产品系列		集群调度产品有对讲终端和调度平台。调度台用于跟踪指定区域内人员、车辆的位置, 并实时的显示在调度台屏幕上, 调度台可根据具体任务的需要, 选定派发任务的对象, 以对讲呼叫的形式向调度对象派发任务。

资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

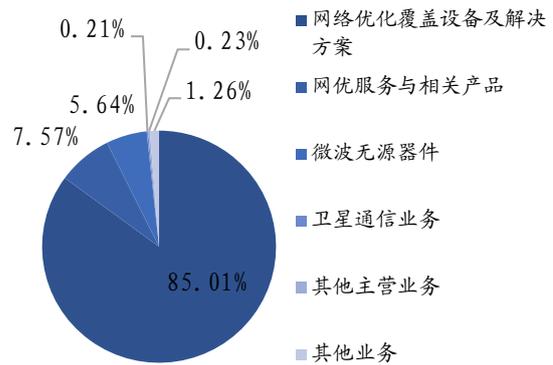
公司主营业务包括网优覆盖设备及解决方案、网优服务与相关产品、微波无源器件、卫星通信业务以及其他业务, 营收水平与运营商网络建设周期以及运营商盈利水平直接相关。2012 年, 电信运营商基本完成 3G 网络覆盖, 自身营收和利润水平快速增长, 三维通信网络优化服务业务发展达到顶峰。

图表 2：公司近年营收和归母净利润（万元）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 3：公司各业务线收入比例



资料来源：Wind，东吴证券研究所

近年来国内网优市场发展出现瓶颈，电信运营商自身盈利水平增长放缓，国内移动通信及互联网优化覆盖行业竞争进一步加剧。因此公司主营业务毛利率水平受到持续挤压，利润水平连续多年维持在较低水平。公司谋求新兴业务发展，助力公司业绩健康增长。

2. 网优业务继续积累，静候 5G 机遇

2.1. 传统网优市场增速放缓

公司是专业的移动通信网络优化覆盖设备生产商、移动通信网络优化覆盖解决方案业务的系统集成商和移动通信网络优化技术服务业务的提供商。公司的网络优化业务包括直放站系统、基站远端射频单元 (RRU) 等网络优化覆盖设备和相关软件产品的设计、开发和制造；为国内各大移动运营商提供室内室外网络优化覆盖解决方案服务；以及为国内各大移动运营商提供网络测试分析、调整等网络优化技术服务。上市公司业务范围涵盖了网络优化的各个环节。

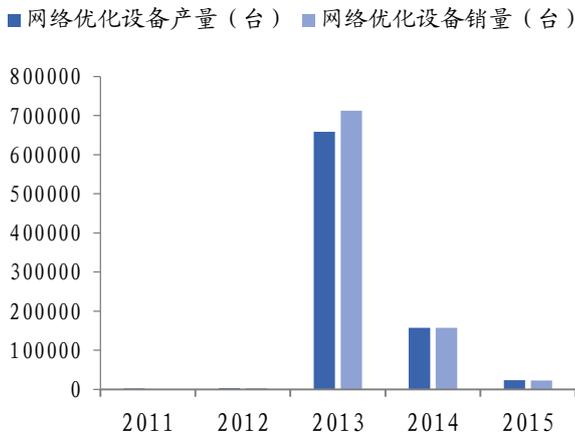
图表 4：公司网优业务概览

业务	业务特征
规划设计	无线室内外协同规划设计、无线网络规划、频率规划
系统集成	无线网、接入网、传输网等网络集成，计算机网络系统集成
网络代维	无线基站/直放站维护、电源维护、传输及数据网设备维护
网络优化	无线网络评估、整治、优化、专项网络优化
产品开发	通信网络专业软硬件产品开发、网络优化产品、工具开发
培训咨询	技术支持、咨询、培训服务

资料来源：公司官网，东吴证券研究所整理

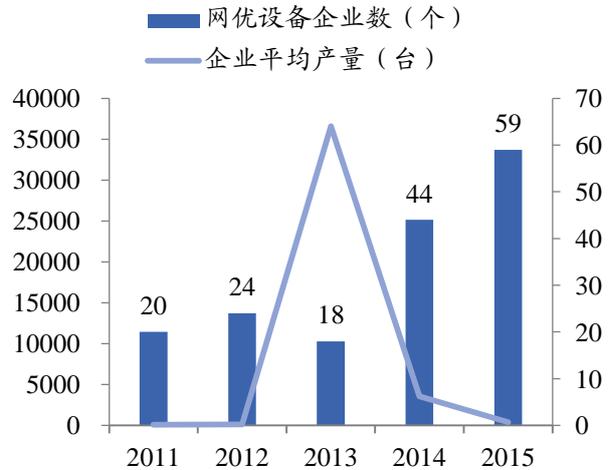
网络优化覆盖市场从 20 世纪 90 年代中后期开始成长和完善，到 21 世纪进入高速发展期。随着电信运营商重组完成和 3G 牌照的发放、3G 网络覆盖完成，我国无线网络优化系统设备在 2012-2013 年出现了爆发性增长。但随着运营商之间的竞争日益加剧，2013 年后我国网络优化市场发展进入瓶颈期，网络优化设备产销量骤减，网优设备企业平均产量逐年走低。

图表 5: 2011-2015 我国网络优化设备产销量(台)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所整理

图表 6: 2011-2015 我国网优设备企业数及平均产量



资料来源: Wind, 东吴证券研究所整理

2.2. 5G 加速部署, 行业发展获得新机遇

网络优化业务是电信运营商保持网络运行稳定的重要业务, 市场规模与电信运营商网络存量规模和增量规模都有正相关。近几年网络优化业务发展趋势主要有以下两个方面:

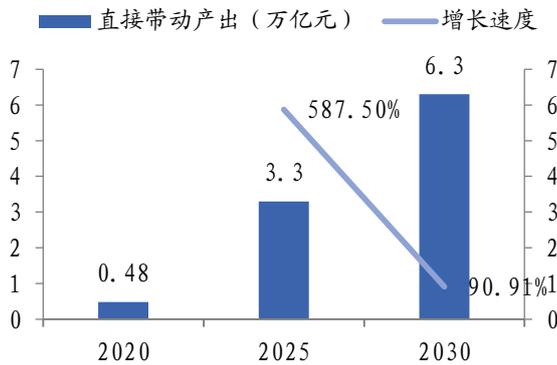
1. 目前 2G/3G/4G 网络优化业务总量在未来一段时间内保持平稳或者略下滑, 但行业集中度将有所提升, 具备多地域资源整合能力和全网优产业链运营能力的服务商将保持份额增长。

随着电信运营商在网络资本开支方面进入收缩期, 存量网络优化状态日趋完善, 目前 2G/3G/4G 网络优化业务市场竞争变得更加激烈, 行业整体市场规模预计将保持平稳甚至略有下滑。而另一方面, 随着 4G 网络大规模建设完成, 网络优化进入后期, 电信运营商为了节约成本, 越来越看重网优服务商规划设计-系统集成-网络代维-网络优化等完整网络优化产业链服务能力, 因此, 行业集中度将有所提升, 包括三维通信在内整体实力更胜一筹的上市公司将获得更多市场份额。因此, 整体来看, 三维通信主营业务将保持比较平稳的发展。

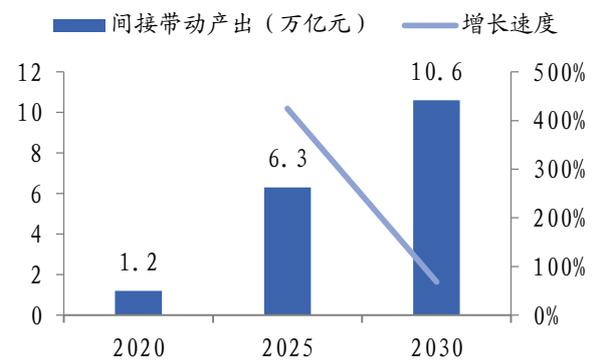
2. 随着 5G 网络继续加速推进, 各主要国家部署 5G 商用网络计划不断提前, 网络优化行业即将发生大的变革, 行业发展面临新的发展机遇。

根据中国信息通信研究院发布的“5G 经济社会影响白皮书”, 5G 将以全新的网络架构, 提供至少十倍于 4G 的峰值速率、毫秒级的传输时延和千亿级的连接能力, 开启万物广泛互联、人机深度交互的新时代。作为通用目的技术, 5G 将全面构筑经济社会数字化转型的关键基础设施, 从线上到线下、从消费到生产, 从平台到生态, 推动我国数字经济发展迈上新台阶。在直接产出方面, 按照 2020 年 5G 正式商用算起, 预计当年将带动约 4840 亿元直接产出, 2025 年、2030 年将分别增长到 3.3 万亿、6.3 万亿元, 十年间的年均复合增长率为 29%。在间接产出方面, 2020 年、2025 年和 2030 年, 5G 将分别带动产出 1.2 万亿、6.3 万亿和 10.6 万亿元, 年均复合增长率为 24%。

图表 7: 2020-2030 年 5G 直接带动产出 (万亿元)



图表 8: 2020-2030 年 5G 间接带动产出 (万亿元)



资料来源: 5G 经济社会影响白皮书, 东吴证券研究所

资料来源: 5G 经济社会影响白皮书, 东吴证券研究所

5G 网络大规模部署将大幅推升 5G 网络优化需求, 具备高密度、高带宽、高频特征的 5G 网络对网络优化解决方案专业程度的需求也将大幅提升。公司网优业务具备强大竞争优势:

(1) 公司长期进行网络优化解决方案研发, 开展网络优化业务, 积累了强大的技术实力和丰富的实施经验, 为后续 5G 网络优化业务建立了深厚的基础;

(2) 公司具备从规划设计-系统集成-网络代维-网络优化等完整网络优化产业链服务能力, 极有利于网络更新升级后转型 5G 网络优化业务;

(3) 公司在全国多个省份以及多个海外市场有长期合作, 建立良好的合作关系, 是未来 5G 优化业务的优先选择合作伙伴。

2.3. 公司主营开始好转, 短期平稳中长期潜力较大

从公司发布 2017 年半年报来看, 上半年公司实现营业收入 4.5 亿元, 比去年同期上升 19.56%; 实现归属于母公司所有者的净利润 1700 多万元, 比去年同期上升 170.74%。随着 4G、物联网的发展以及 5G 的推进, 网优需求逐渐回暖, 公司主营业务收入有所增长; 同时, 公司子公司之间股权转让、业务调整对公司 2017 年半年度经营业绩产生了积极影响。

总体来看, 虽然近年来国内网优市场发展出现瓶颈, 公司主营业务毛利率水平受到持续挤压, 利润维持在较低水平, 但随着网优需求逐渐回暖和行业集中度提升, 三维通信网络优化主营业务将在 5G 大规模部署前的 2-3 年之间保持平稳, 随着 5G 网络大规模商用, 三维通信凭借技术优势和资源整合优势, 能够在初期就占据较大规模市场, 迎来新的发展机遇。

3. 并购巨网科技, 切入互联网广告领域

据 2017 年 6 月公司公告, 公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买巨网科技 7982.38 万股股份, 交易作价 11.00 亿元, 占巨网科技总股本的 81.48%。此外, 拟向特定对象非公开发行股份募集配套资金不超过 3.82 亿元, 经后期调整为 3.25 亿元, 用于支付本次交易的现金对价、募集资金投资项目建设、支付本次重组的中介机构费用。2017 年 9 月 15 日, 公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得证监会并购重组委无条件通过。

巨网科技于 2010 年进入互联网广告分发行业, 目前拥有的媒体资源可以实现日覆盖 2.5 亿+移动互联网用户媒体资源, 是中国优质的互联网广告投放服务提供商。在本次并购交易中, 巨网科技承诺 2017 年、2018 年、2019 年经审计扣非归母净利润

分别为 0.93 亿元、1.30 亿元、1.70 亿元，将显著提升公司盈利水平。根据巨网科技与上市公司达成协议，承诺期内标的公司在达到业绩承诺数的前提下，如果承诺期内巨网科技累计实际实现的净利润总和超出承诺期内累计承诺净利润总和，超出部分的 40% 奖励给巨网科技的经营管理团队。这体现巨网科技在未来业务发展和盈利能力方面具有比较强的信心。

图表 9：巨网科技 2017-2019 年业绩承诺（万元）与增速

项目	2017	2018	2019
扣非归母净利润(万元)	9300	13000	17000
同比增长	84.89%	39.78%	30.77%

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

3.1. 互联网广告已经成为全球发展趋势

当前，传统广告投放面临三大核心问题：第一，无法针对性触及目标受众；第二，投放模式的转化率低下，缺乏反馈机制；第三，囤积广告位和广泛投放耗费巨额广告预算成本。相比之下，互联网广告的发展能有效解决传统广告行业的痛点，有效满足供需方的实际需求。

图表 10：网络广告业务计费方式

项目	互联网广告	传统广告
广告媒介	以网络为主的新媒体、多媒体	传统的大众媒体，如电视、广播、报纸、杂志
广告对象	特定网络联盟旗下所有网站覆盖的人群	单一媒介人群
投放模式	特定群投放	按时间段，按广告展示位进行无差别投放
投放精准程度	精准至特定群体	不精准
广告预算	竞价购买所需的有效广告位	巨额购买大量广告
投放过程	大数据系统管理海量用户数据、监控投放、实时优化	广告主直接联系媒体方投放

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

互联网广告计费模式与传统广告有较大不同，主要包括以下几种方式：

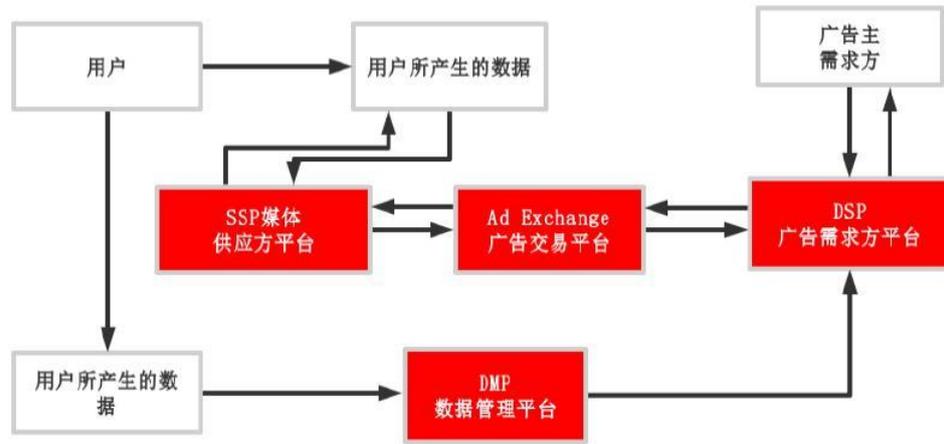
图表 11：网络广告业务计费方式

项目	计费方式	特征
CPC	根据点击数付费 (Cost-Per-Click)	网络联盟营销管理系统可以记录下每个客人在联盟会员网站上点击的广告主广告，并链接到广告主网站的次数，广告主按每个点击多少钱的方式支付给联盟会员广告费
CPL	根据引导数付费 (Cost-Per-Lead)	联盟会员根据提供给广告主有效访问者信息的记录数量来收取费用。
CPS	根据实际销售额付费 (Cost-Per-Sale)	每个会员根据他为商家带来的实际销售向广告主收取费用，一般按照一个百分比或固定的佣金比例收取（销售额的 10%-50% 不等）
CPM	广告条每显示 1000 人次的费用 (Cost Per Mille)	广告投放过程中，听到或者看到某广告的每一人平均分担到多少广告成本。传统媒介多采用这种计价方式。
CPA	每行动成本 (Cost Per Action)	按广告投放实际效果，即按回应的有效问卷或定单来计费，而不限广告投放量。

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

基于互联网传播的广告投放又分为三个阶段：第一阶段的传统网络广告投放的模式为广告主找到热门媒体直接投放给受众；第二阶段的网络联盟广告投放的模式为，广告主通过网络联盟将广告发放给媒体，直接传达给受众；第三阶段的智能精准投放的模式为广告主对接广告服务代理商，广告服务代理商通过一整套智能精准广告投放平台和网络联盟，得出精准投放解决方案，再传达给针对性目标受众。

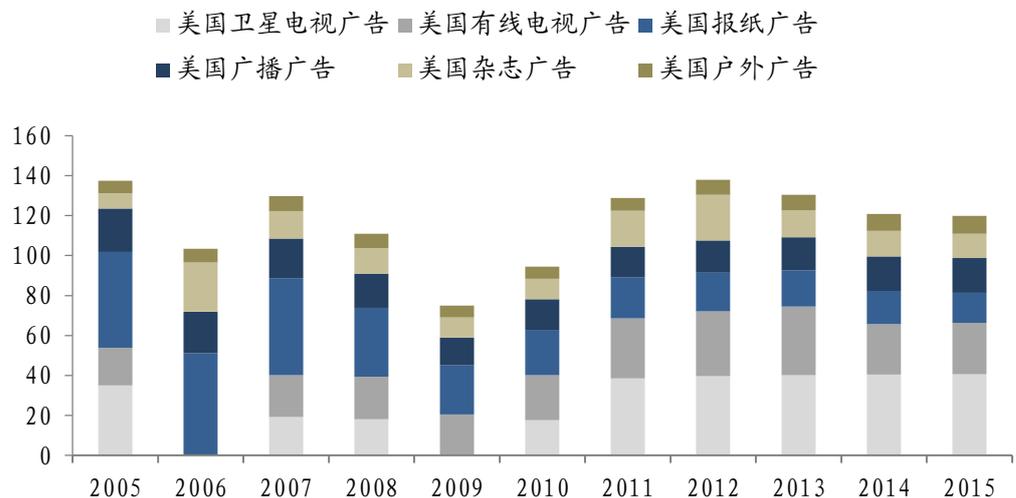
图表 12: 互联网广告业务流程示意图



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

根据近年来互联网广告市场规模发展趋势，支撑起美国谷歌、Facebook 等科技巨头的庞大广告收入、巨额利润和超级市值的，所依托的正是美国强劲有力的网络广告市场。美国网络广告市场规模自 2012 年首度超越卫星电视广告市场成为最大广告市场之后，依然保持 20%-30% 左右高速增长，2016 年市场规模已经达到 725 亿美元。对比之下，美国传统广告市场持续多年增长停滞，增长趋势远不及互联网广告，广告行业增长主要依靠互联网广告。

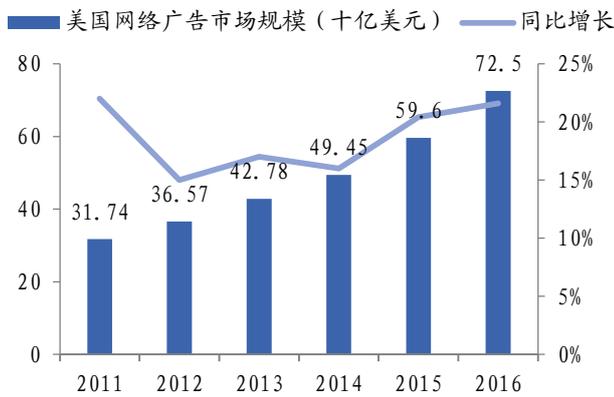
图表 13: 美国传统广告市场规模 (十亿美元)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

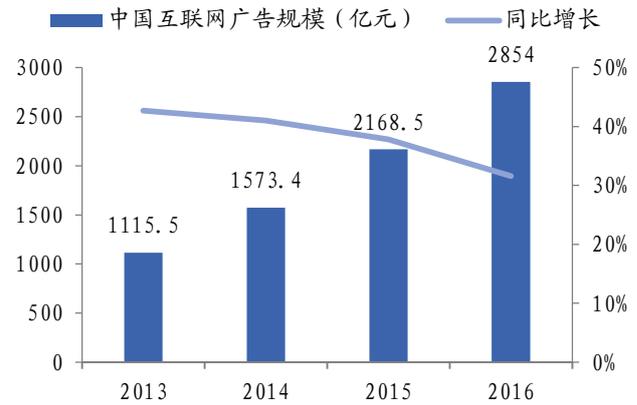
中国广告市场也呈现相类似变化趋势，传统广告市场自 2013 年起进入增长停滞期，以及缓慢下滑阶段。而网络广告从 2005 年约 30 多亿规模增长到 2016 年的约 2900 亿，成为最具增长动力和发展潜力的市场。

图表 14: 美国近年互联网广告规模(十亿美元)及增速



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 15: 中国近年互联网广告规模(亿元)及增速



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

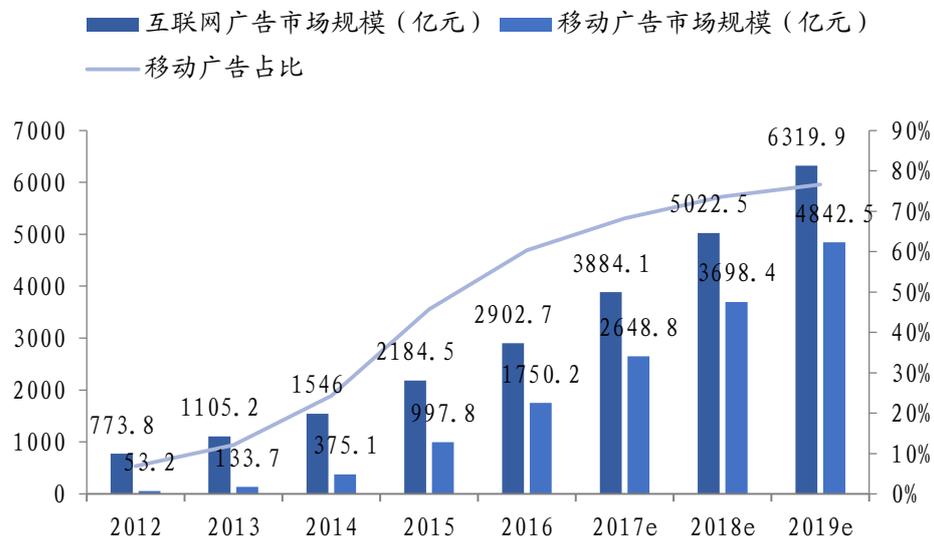
3.2. 庞大而快速发展的互联网广告市场中将诞生众多优秀初创公司

互联网广告产业是一个市场容量巨大, 而且增速依然非常可观的优秀市场。这个市场空间足够大, 细分领域足够多, 能够容纳足够多的公司并保持较好发展。

根据艾瑞咨询预测, 未来互联网广告市场在规模已经相当可观的情况下, 依然保持 30% 以上增速, 且移动互联网广告占比越来越高。这种高速的发展动力来自几方面:

- 1、互联网普及度持续提升, 占据个人时间越来越多, 包括报纸在内的传统媒体占据个人时间越来越少, 互联网广告价值作用越来越高;
- 2、互联网广告技术进一步成熟, 精准投放率和投放效果越来越好, 吸引更多广告主投入互联网广告;
- 3、新兴企业越来越多, 对互联网广告认可度持续提升。

图表 16: 未来三年互联网广告市场规模预测(亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

尽管 BAT 是国内拥有垄断地位的互联网公司, 但也无法吃掉整个互联网广告市场的蛋糕。原因在于:

- 1、BAT 等巨头目标为大而全, 无暇顾及每一个精细领域, 缺乏足够的人力对接每一个广告主和媒体资源, 尤其对于数量巨大的中小媒体资源无暇顾及, BAT 互联网广告经营以广告平台为主;
- 2、任何一个垂直行业都有其行业的特殊性, 无法用标准化模板来定义商业模式,

唯一的共性就是“足够专业”，新的模式+强团队将在任何领域都有着成功的机会；

3、BAT 巨头们为了整个行业持续良性发展，需要建立足够大的广告产业联盟，以带动行业发展，因此将有很多初创小公司的发展空间。

因此在庞大的互联网市场中诞生了众多优秀的初创企业。这些初创企业吸引了资本的竞相投资，包括恒大高新收购武汉飞游和长沙聚丰、利欧股份收购万圣伟业、梅泰诺收购日月同行、深大通收购冉十科技、龙力生物收购快云科技、智度投资收购猎鹰网络、明家科技收购微赢互动、浙江富润收购泰一指尚以及吴通通讯收购互众广告。

3.3. 巨网科技成长迅速，发展空间较大

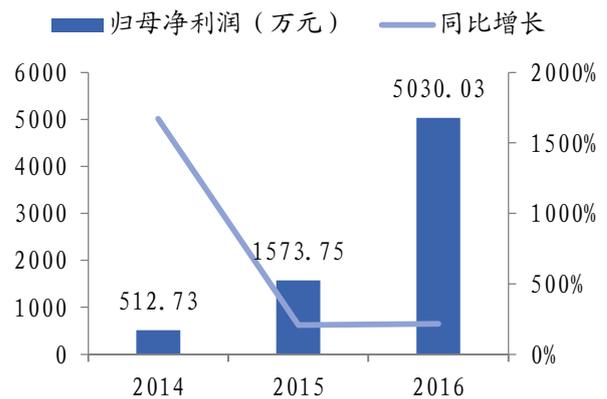
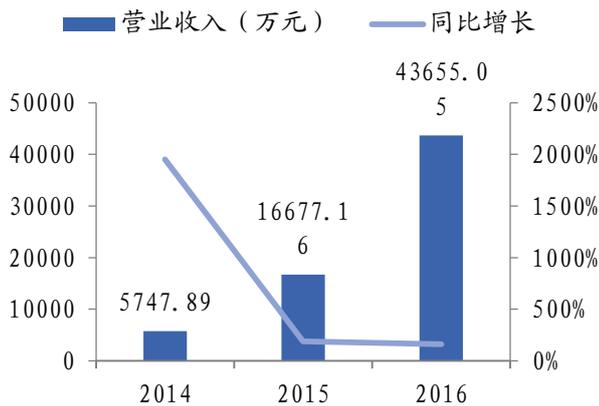
3.3.1. 经营状况良好，业绩快速增长

巨网科技于 2010 年进入互联网广告分发行业，自主研发精准广告分发平台，聚焦于国内大量的二三线网站、wap 站、APP 应用等优质长尾流量，以差异化竞争策略立足于互联网广告市场。巨网科技已经成为百度、360 等知名互联网企业的核心流量供应商，并为腾讯、百度、淘宝、阿里巴巴、奇虎 360、搜狐、赶集网、乐视体育等客户提供精准广告投放服务。

近年来，巨网科技经营业绩良好，增长速度较快，2016 年实现总营收接近 4.37 亿元，同比增长达到 161.77%；2016 年度实现归母净利润 5030.03 万元，归母净利润增速高达 216%，公司业绩保持了较高的增长趋势。

图表 17: 巨网科技近年营收（万元）与增长速度

图表 18: 巨网科技近年归母净利润（万元）与增长速度



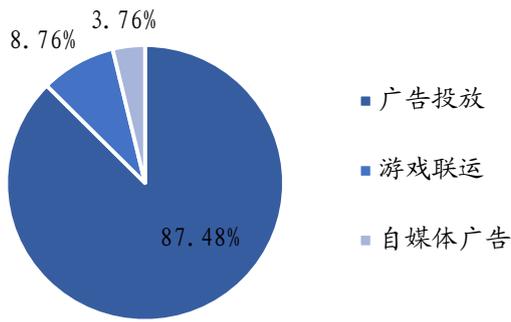
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

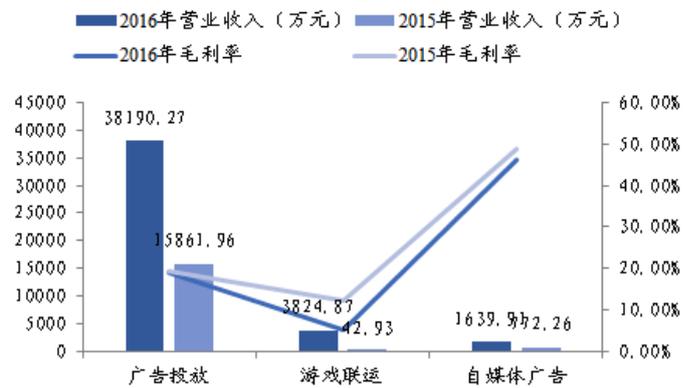
3.3.2. 业务布局广泛，多业务齐头并进

巨网科技主要从事互联网广告投放业务，从主营产品细分来看，公司主营业务收入主要来源于广告投放、游戏联运、自媒体广告这三大部分。

图表 19: 2016 年公司三大业务营收占比



图表 20: 三大业务营收和毛利率构成



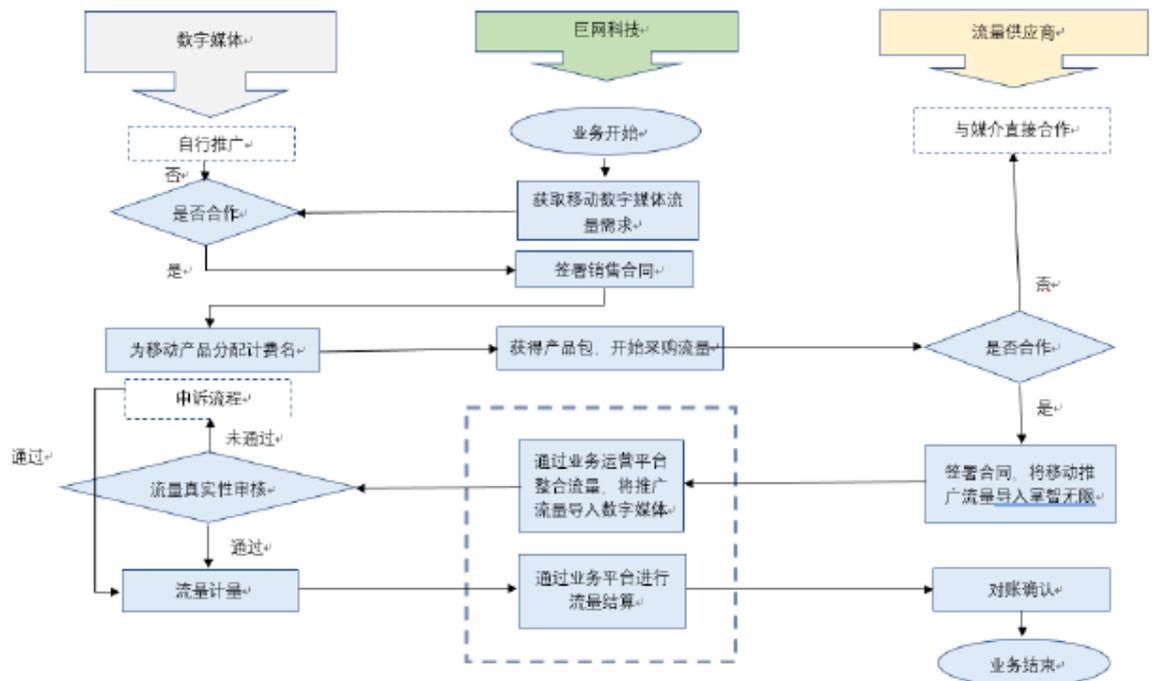
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1. 广告投放: 2016 年广告投放营收占总营收比例达到 87.48%, 毛利率 18.83%。广告投放采用移动广告平台和网络联盟平台进行, 通过 PC 端和移动端两个渠道为广告主提供精准广告服务, 目标媒体资源为市场上的长尾流量资源, 避开了 BAT 等网络巨头的直接竞争。此外, 巨网科技还为广告需求方和资源供给方提供广告平台, 用以撮合广告交易。

PC 端广告业务, 主要依靠灵气广告联盟, 通过整合个人网站、论坛、软件等有 PC 内容载体的长尾流量资源, 服务各大软件公司或者流量需求客户。PC 端广告业务重要客户有百度杀毒、百度卫士、百度输入法、hao123 导航、360 导航、瑞星、金山, 腾讯电脑管家等, 日安装分发能力达到百万, 展现 UV 达到数千万。移动端广告业务, 主要依靠掌智无限平台, 吸引开发者和流量供应商开放流量资源, 向广告主提供广告服务。

图表 21: 巨网科技广告投放业务流程



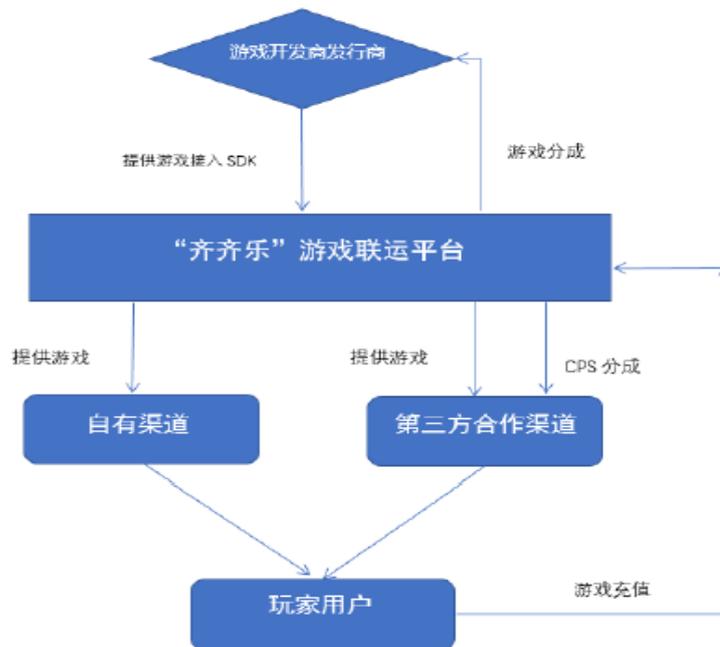
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

巨网科技的广告业务是公司的支柱业务, 近几年实现了高速增长, 主要原因在于: 首先, 巨网科技进入互联网广告业务的时机很好, 在国内高速发展期之前已经形成一定规模和品牌优势, 这种优势使得公司广告业务近年来保持高速发展。其次, 巨

网科技切入的细分领域具有广阔空间,以广告联盟的方式获取长尾流量,避开了与BAT等巨头的直接竞争,享受到我国互联网广告高速发展的红利。再次,巨网科技拥有快速迭代研发的技术实力,核心人才团队拥有丰富的互联网广告从业经验,来自BAT及国内知名站长,40%为互联网从业7年以上的资深人员,在市场和飞速变化的互联网广告行业具备长期竞争力。最后,巨网科技朝移动互联网方向转型坚决,大幅增加基于移动APP的CPA方式的广告投放,为公司业务发展带来了结构性机遇。

2. 游戏联运: 公司依托“齐齐乐”游戏联运平台发展游戏联运业务,“齐齐乐”游戏联运平台同步导入相关游戏产品后,“齐齐乐”商务团队将通过自有渠道以及第三方渠道进行推广。在互联网游戏爆发发展时期,公司凭借专业的商务团队和高质量联运平台获取了大量中小游戏开发者的订单。其中2015-2016年,公司游戏联运业务营收剧增,由43万元增加到3825万元,成为重要收入增长点。

图表 22: 巨网科技游戏联运业务流程

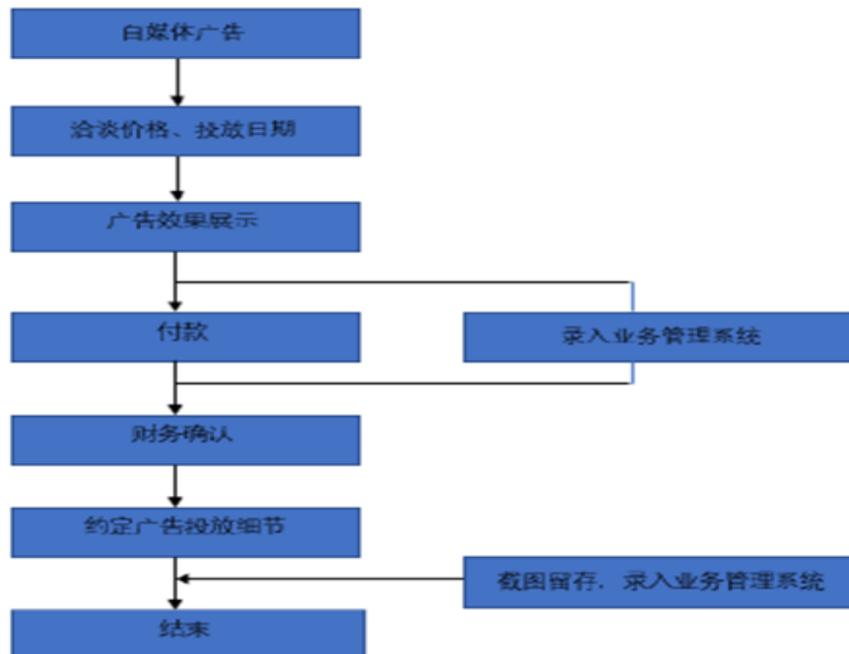


资料来源:公司公告,东吴证券研究所

3. 自媒体广告

巨网科技通过自主运营一批网站、微信公众号,并根据网站、微信公众号不同的受众采取差异化的内容运营策略,吸引、汇聚了相当规模的关注用户,并利用这些媒体流量资源投放广告获取收入。2016年自媒体广告业务营收增速达到112%,毛利率也相对较高,是具有可观潜力的业务之一。

图表 23: 巨网科技自媒体广告业务流程



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3.3. 发展前景良好，未来增长可期

综合巨网科技主营业务的发展情况，我们认为，巨网科技具有较好的发展前景，未来增长主要来自以下几方面：

1. 现有广告业务从广告联盟模式向基于 DMP、DSP、SSP 及 Ad Exchange 模式的智能广告平台升级，广告投放效率和成功率进一步提升，为客户提供的附加值进一步提升，从而能够满足广告主的要求。巨网科技广告业务在业务量持续提升过程中业务单价和毛利率能保持相对稳定。

2. 新切入腾讯智汇推业务，已经成为 2017 年度腾讯智汇推广告代理商，该业务发展势头迅猛，2017 年 3-5 月业务收入 6073.33 万元（未经审计数据），全年预计收入 2.2 亿元，能够给公司带来相当可观的收入增量。此外，巨网科技与腾讯完成首次合作，依靠腾讯海量用户和大量资源，未来将获得更多业务突破点。

3. 游戏联运业务进入发展稳定期，毛利率水平将进入稳步提升期，为公司贡献更多盈利。

4. 巨网科技积极拓展自有新媒体广告业务，于 2016 年下半年对微信公众号等自媒体资源进行了较大投入，新增的自媒体资源主要从 2016 年 9 月起陆续产生收入贡献。2017 年 1-5 月企业自媒体业务收入（未经审计）已达 2458.90 万元，预计全年比上年增长 242.23%，达到 5612.25 万元。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 关键假设

1. 假设公司能够顺利完成对巨网科技的收购，但考虑不确定性，后面盈利预测将根据收购成功并表和不并表两种情况分析。其中，考虑如果对巨网科技收购成功，2017 年陆续完成并购流程，2018 年能够实现业绩并表，并表后业绩参照《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》中预测进行估算。

2. 电信运营商近 2 年 OPEX 保持在平稳水平，网络优化行业集中度向大中型公司集中，行业毛利率水平没有大幅波动。

3. 未来公司主业增长主要依靠网优设备类产品，随着电信运营商提升深度覆盖能力部署更多覆盖类优化产品，公司该业务将保持一定增长。5G 部署前，网优服务业务则在电信运营商控制 OPEX 背景下保持平稳。

4. 2018-2019 年各大运营商逐步开展 5G 试验，初期网络优化业务需求逐步提升，至 2020 年后 5G 网络大规模优化业务将迅速爆发。

5. 公司海外市场保持每年新进入 1-2 个国家或地区速度发展，业务增速快于国内业务增速。

4.2. 盈利预测

基于假设，我们对公司各主要业务线条发展情况进行预测，对未来盈利情况进行估计：网优设备业务将保持平稳增长，增长动力主要来自电信运营商完成 4G 宏网络部署后对城市深度覆盖的优化建设，毛利率保持平稳；网优服务在 5G 网络部署前保持相对稳定，5G 在 2019 年试验性部署后将出现较快发展；巨网科技未来盈利情况参照《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》预测进行估算。

图表 24: 公司未来分业务板块盈利预测

产品线	项目	2016	2017E	2018E	2019E
网优设备	营收(百万)	840.60	1050.75	1260.90	1639.17
	毛利率	25%	25%	25%	25%
网优服务	营收(百万)	62.20	62.20	62.20	99.52
	毛利率	29%	29%	29%	29%
其他网络产品服务	营收(百万)	86.00	86.00	86.00	86.00
	毛利率	30%	30%	30%	30%
巨网科技	营收(百万)	436.6	789.7	1020.6	1285.3
	毛利率	19%	19%	20%	20%
总和(不考虑并表)	营收(百万)	988.8	1198.95	1409.10	1824.69
总 EPS(元)		0.07	0.10	0.13	0.15
总和(考虑并表)	营收(百万)	1425.4	1198.95	2429.70	3109.99
摊薄 EPS(元)			0.10	0.36	0.45

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

4.3. 投资建议

选取公司原有主营业务和并购互联网广告业务两部分上市公司进行对比。暂不考虑完成对巨网科技的收购，预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.10 元、0.13 元、0.15 元，对应 PE 102/77/67X。公司主营业务盈利水平和估值水平在行业内属于居中水平。

考虑公司成功收购巨网科技，2017 年陆续完成并购流程，2018 年能够实现业绩并表，公司业绩承诺具有一定的参考性。根据《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》对巨网科技未来盈利预测，以及我们对原有主业分析判断，我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.10 元、0.36 元、0.45 元，对应 PE 99/27/22 X，如果公司完成重大资产重组，盈利水平将明显高于原有业务，公司业绩有望大幅改善。尽管并购后公司整体 PE 仍高于同类业务公司，但预计巨网科技 2017-2018 年仍将保持良好的发展趋势，我们认为可以给予一定的估值溢价，给予“增持”评级。

图表 25: 原有主业可比公司估值

公司	总市值(百万元)	收盘价(元)	EPS			P/E			P/B
			17E	18E	19E	17E	18E	19E	
世纪鼎利	5775	10.60	0.33	0.43	0.59	32.40	24.41	17.92	2.10
华星创业	3343	7.80	0.28	0.37	0.52	28.0	21.06	14.96	3.71

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 26: 收购标的可比公司估值

公司	总 市 收 盘 价 值 (百 (元) 万元)	EPS			P/E			P/B	
		17E	18E	19E	17E	18E	19E		
蓝色光标	17300	7.83	0.37	0.47	0.59	21.22	16.68	13.35	2.27
二三四五	25300	7.70	0.29	0.37	0.48	26.89	20.77	15.92	3.59

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

公司未来面临风险主要包括:

1. 巨网科技互联网广告业务发展不及预期, 无法完成业绩承诺风险。
2. 本次收购形成商誉, 若标的公司经营低于预期, 可能导致商誉减值损失风险。
3. 并购公司与原公司业务整合不及预期风险, 管理成本提升。
4. 运营商资本开支下滑, 原有通信主业面临增长乏力, 营收下滑风险。
5. 5G 网络部署不及预期, 导致公司中期主营业务也无法提振。

三维通信三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1778.4	2028.0	2310.0	2818.0	营业收入	988.8	1198.9	1409.0	1824.6
现金	673.9	700.0	750.0	800.0	营业成本	723.0	892.4	1050.0	1360.2
应收款项	495.8	591.2	694.9	899.8	营业税金及附加	9.5	12.0	14.1	18.2
存货	400.5	489.0	575.3	745.3	营业费用	83.4	95.9	112.7	146.0
其他	208.2	247.8	289.8	372.9	管理费用	142.3	147.1	172.2	222.0
非流动资产	830.7	871.2	923.4	993.6	财务费用	22.8	8.3	11.8	20.7
长期股权投资	21.0	20.0	18.9	18.9	投资净收益	15.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	530.2	575.1	631.4	704.6	其他	-8.4	3.3	3.1	3.0
无形资产	97.5	94.3	91.1	88.1	营业利润	14.6	46.4	51.4	60.6
其他	181.9	181.9	181.9	181.9	营业外净收支	11.3	0.0	10.0	10.0
资产总计	2609.1	2899.2	3233.4	3811.6	利润总额	25.9	46.4	61.4	70.6
流动负债	968.8	1145.7	1443.6	1978.8	所得税费用	0.8	6.0	8.0	9.2
短期借款	14.6	129.2	247.6	429.5	少数股东损益	-2.5	0.0	0.0	0.0
应付账款	707.6	733.5	863.0	1118.0	归属母公司净利润	27.6	40.39	53.38	61.43
其他	246.7	283.0	333.0	431.3	EBIT	39.3	54.7	63.1	81.3
非流动负债	652.3	652.3	652.3	652.3	EBITDA	65.8	97.2	114.8	140.3
长期借款	205.1	205.1	205.1	205.1					
其他	447.1	447.1	447.1	447.1	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	1621.1	1798.0	2095.8	2631.0	每股收益(元)	0.07	0.10	0.13	0.15
少数股东权益	54.4	54.4	54.4	54.4	每股净资产(元)	2.24	2.51	2.60	2.71
归属母公司股东权益	933.7	1046.9	1083.2	1126.2	发行在外股份(百万股)	416.3	416.3	416.3	416.3
负债和股东权益总计	2609.1	2899.2	3233.4	3811.6	ROIC(%)	2.6%	2.7%	2.9%	3.4%
					ROE(%)	3.0%	3.9%	4.9%	5.5%
					毛利率(%)	25.9%	24.6%	24.5%	24.5%
					EBIT Margin(%)	4.0%	4.6%	4.5%	4.5%
					销售净利率(%)	2.8%	3.4%	3.8%	3.4%
					资产负债率(%)	62.1%	62.0%	64.8%	69.0%
					收入增长率(%)	14.3%	21.3%	17.5%	29.5%
					净利润增长率(%)	45.4%	46.3%	32.2%	15.1%

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

