



网优行业机会犹存，自媒体业务爆发

投资要点

- **事件:** 2017年5月底，三维通信拟以发行股份及支付现金相结合的方式，购买郑剑波、腾跃投资等持有的巨网科技 81.48% 股份，交易价 11 亿元，另外拟自筹资金 2.5 亿元收购巨网科技剩余 18.52% 股份。截至 2017 年 11 月 24 日，巨网科技公司 99.59% 股权已过户给三维通信。2018 年 4 月底，公司公告 2018 上半年归母净利润变动区间预计为 5000-7000 万，同比提升 194%-312%。
- **三维通信切入互联网广告服务业，开始网优+互联网广告投放双主业运营。**近年来，通信行业增速一直较为温和，并购互联网长尾流量整合的营销公司巨网科技之后，公司主营业务变为双主业，公司业绩大幅增厚，带来了新的增长极。
- **公司网优业务一直处于网优行业 A 股上市公司的领跑地位，海外市场拓展稳步进行，5G 的到来将给行业带来新生机。**2013 年之后，国内网优业务的毛利率维持在 25% 左右，处于较低位，而海外市场的毛利率保持在 40% 以上，目前公司产品已经进入三大洲 10 余个国家，高毛利率的海外市场稳步拓展中。2017 年公司开始加码 5G 产品的研发，预计能在 2020 年 5G 商用大潮中受益。
- **微信流量红利爆发，巨网科技自媒体业务持续高增长，积极开展微信小游戏业务，创造更多增长点。**2014 年巨网科技首次扭亏为盈，净利润 513 万元，2015、2016 年净利润维持 200% 以上的增速，到 2017 全年，归母扣非净利润已达 1.0 亿元。背靠微信 10 亿级用户的流量池，公司自媒体业务已建成触达千万级用户的内容矩阵，是行业里排名靠前的矩阵玩家。公司投资 8640 万元用于移动智能广告投放平台项目，升级后平台里支持自媒体广告业务，或将再促自媒体业绩快速放量。根据公司 2017 年年报的信息，公司将投入研发自制微信小游戏写进经营发展战略，进一步深挖微信流量的红利，给公司创造更多利润增长点。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.24/3.18/4.96 亿元，EPS 分别为 0.40/0.57/0.90 元。目前 A 股市场上还没有以微信自媒体广告为主营业务的公司，考虑到巨网科技自媒体广告业务有望持续爆发，且公司在长尾流量整合方面处于市场领先水平，我们给予公司 2018 年 30 倍 PE，对应目标价 12.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 并购标的业绩不及预期风险、微信对公司流量或有管控的风险、国家相关政策或监管加强的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1181.44	2388.67	2997.45	3907.38
增长率	19.49%	102.18%	25.49%	30.36%
归属母公司净利润(百万元)	47.27	223.76	317.88	495.85
增长率	71.28%	373.31%	42.06%	55.99%
每股收益 EPS(元)	0.09	0.40	0.57	0.90
净资产收益率 ROE	2.41%	10.24%	12.76%	17.16%
PE	108	23	16	10
PB	2.77	2.48	2.19	1.85

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 杭爱
电话: 010-57758568
邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.54
流通 A 股(亿股)	3.45
52 周内股价区间(元)	7.08-12.35
总市值(亿元)	50.19
总资产(亿元)	40.87
每股净资产(元)	3.90

相关研究

目 录

1 通信网优业务领导者，切入互联网广告服务行业	1
2 通信网优行业增速温和，公司实力持续领跑	5
2.1 网优行业增速放缓，5G 带来新的机会	5
2.2 公司网优业务增速较缓，积极布局 5G、拓展海外市场	6
3 互联网广告行业持续高增长，微信流量红利爆发	10
3.1 互联网广告行业持续高增长，微信流量红利爆发	10
3.2 广告投放重效果客户优质，自媒体业务有望爆发	12
4 盈利预测与估值	17
4.1 盈利预测	17
4.2 估值	18
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 公司股权结构以及公司架构 (截止 2018 一季报)	1
图 2: 公司历史沿革图	2
图 3: 公司历年主营业务收入结构 (亿元)	2
图 4: 公司 2017 年主营业务占比情况	2
图 5: 公司 2013 年以来营业收入和归母净利润情况	3
图 6: 公司 2013 年以来销售毛利率、净利率变化情况	3
图 7: 公司业务主要由通信+广告业构成	4
图 8: 网络优化覆盖设备行业单季度营收同比增幅与全部 A 股的单季度营收同比增幅对比	5
图 9: 5G 的直接和间接经济产出	6
图 10: 5G 的直接和间接经济增加值贡献	6
图 11: 2013-2017 年公司营业收入结构	8
图 12: 2013-2017 年公司通信网优业务的毛利率情况	8
图 13: 室内覆盖解决方案示意图	8
图 14: 室外覆盖解决方案示意图	8
图 15: 2013-2017 年公司的研发费用	9
图 16: 三维通信获得的专利情况 (截至 2017 年 12 月底)	9
图 17: 2013-2017 年公司国内与海外业务收入	9
图 18: 海外业务毛利率远高于国内业务的毛利率	9
图 19: 2013 年以来互联网广告市场规模情况	10
图 20: 2011-2019 年中国移动营销市场规模情况及预测	10
图 21: 微信及 WeChat 的合并月活用户达 10.4 亿	10
图 22: 微信成使用时长最长的手机应用	10
图 23: 微信公众号的部分优势	11
图 24: 2017 年中国微信指数 TOP10 的总阅读数均过亿	11
图 25: 《海盗来了》小程序 DAU 迅速提升	11
图 26: 2017 年 1 月以来微信小程序月活用户数及渗透率情况	11
图 27: 游戏类小游戏广告投放价值排名第一	12
图 28: 微信小游戏内的广告	12
图 29: 巨网科技 2013 年以来营业收入持续高增长	13
图 30: 巨网科技 2013 年以来净利润持续高增长	13
图 31: 巨网科技不同结算方式毛利率情况, CPA 型毛利率最高	14
图 32: 巨网科技不同业务毛利率情况, 自媒体毛利率保持高位	14
图 33: 公司网络广告业务的业务流程及提供的广告服务情况	14
图 34: 公司自媒体营收快速放量	15
图 35: 公司是自媒体中的矩阵玩家, 内容覆盖面广	15
图 36: 腾讯广点通业务提供 QQ 空间、空间、QQ 客户端、微信等诸多优质的广告投放平台	16
图 37: 巨网科技北京分公司发布微信小游戏开发工程师招聘	16
图 38: 巨网科技承诺的 2017-2019 年归母扣非净利润	16

表 目 录

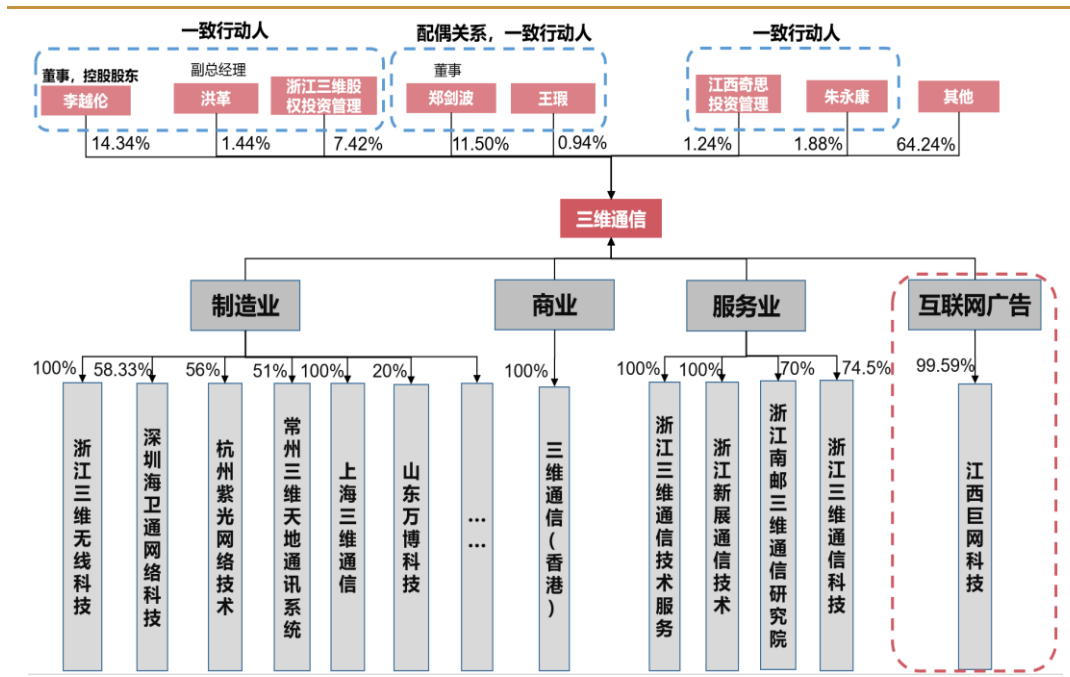
表 1: 网络优化覆盖设备同行业公司情况比较	5
表 2: 公司主要通信网优产品情况	6
表 3: 巨网科技营收构成, 广告投放是营收的主要来源, 自媒体业务营收快速增长	13
表 4: 分业务收入及毛利率预测	17
附表: 财务预测与估值	19

1 通信网优业务领导者，切入互联网广告服务行业

1993年5月公司成立,2007年在深交所挂牌上市,2017年11月底收购巨网科技99.59%的股权,开始网优+互联网广告投放双主业运营。三维通信成立于1993年5月,是一家致力于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的软件企业 and 国家重点高新技术企业。2017年5月底,三维通信拟以发行股份及支付现金相结合方式,购买郑剑波、腾跃投资等持有的巨网科技81.48%股份,交易价11亿元,同时拟配套募资不超3.25亿元用于支付本次交易的现金对价(2.1亿元)、投资建设移动智能广告投放平台项目(8640万元)、支付中介费用(3000万元),另外拟自筹资金2.5亿元收购巨网科技剩余18.52%股份,截至2017年11月24日,巨网科技公司99.59%股权已按法定方式过户给三维通信,巨网科技成为三维通信的控股子公司。本次交易完成后,上市公司将在原有移动通信网络优化覆盖业务的基础上,新增以自媒体等移动互联网广告投放为核心的互联网广告投放业务。

公司股权结构:李越伦先生与洪革女士为配偶关系,李越伦先生为浙江三维股权投资管理的控股股东,李越伦、洪革、三维股权为一致行动人,截至2018年一季度,李越伦直接与间接持有公司23.2%的股权,为公司实际控制人。与此同时,公司股东中郑剑波先生与王瑕女士系配偶关系,郑剑波、王瑕为一致行动人,二者合计持有公司12.44%的股权,朱永康、江西奇思投资管理为一致行动人,二者合计持有公司3.12%的股权。

图1:公司股权结构以及公司架构(截止2018一季报)

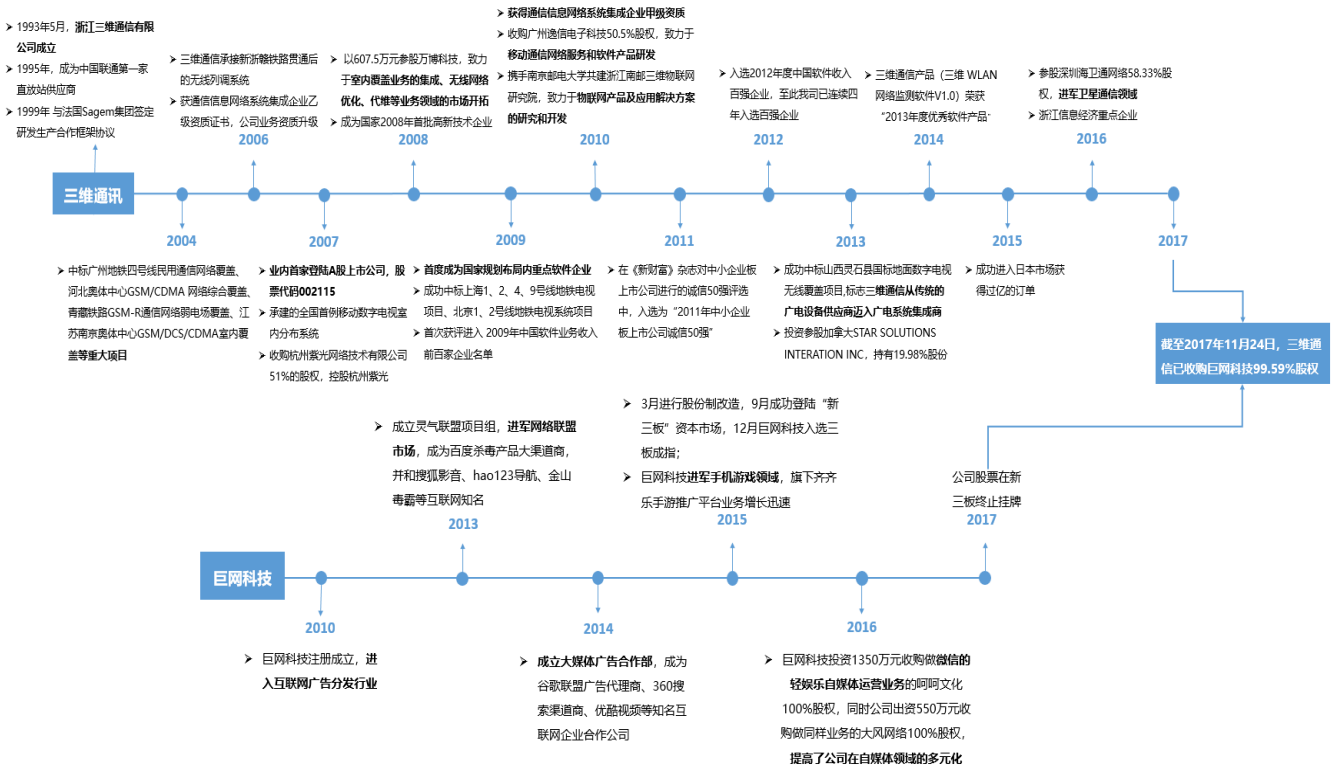


数据来源:公司公告,西南证券整理

三维通信切入互联网广告服务业,开始双主业运营。三维通信成立于1993年5月,此后一直从事通信行业业务,近年来,通信行业增速一直较为温和,公司行业地位不断提高,毛利率更高的海外市场也稳步拓展中。巨网科技2010年注册成立、开始全面布局互联网广告营销。2011年公司相继为百度、腾讯、九游等提供优质服务。2015年公司进军手机游戏

领域，旗下齐乐乐手游推广平台业务增长迅速。2016年，公司先后收购呵呵文化、大风网络，实现公司在自媒体领域的多元化。截至2017年11月24日，巨网科技公司99.59%股权已按法定方式过户给三维通信，巨网科技成为三维通信的控股子公司。

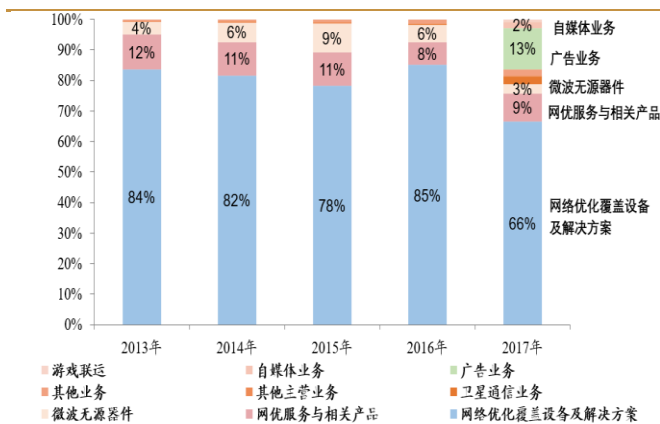
图2：公司历史沿革图



数据来源：公司公告，三维通信官网，巨网科技官网，西南证券整理

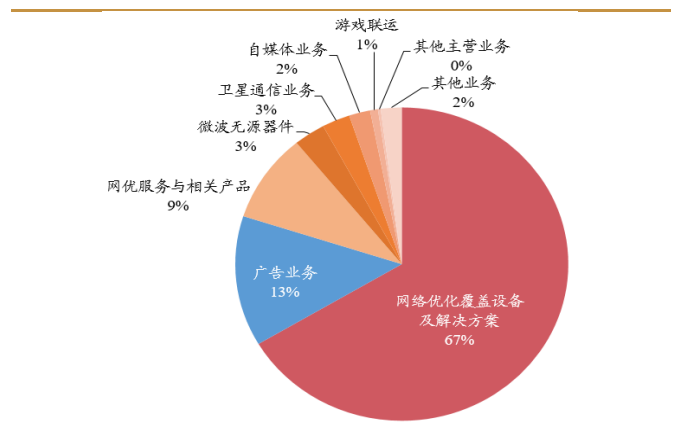
公司主营业务结构：通信网优业务中网络优化覆盖设备及解决方案的营收占比最高，2017年巨网科技以11、12月两个月的营收为三维通信贡献了16%的营收占比。Wind数据显示，2013年以来，网络优化覆盖设备及解决方案贡献了大部分营收，2016年该项营收占总营收的比例达85%。巨网科技11月并表后，以2个月的营收给总营收贡献了16%的占比，预计2018年巨网科技将大幅增厚公司业绩。

图3：公司历年主营业务收入结构（亿元）



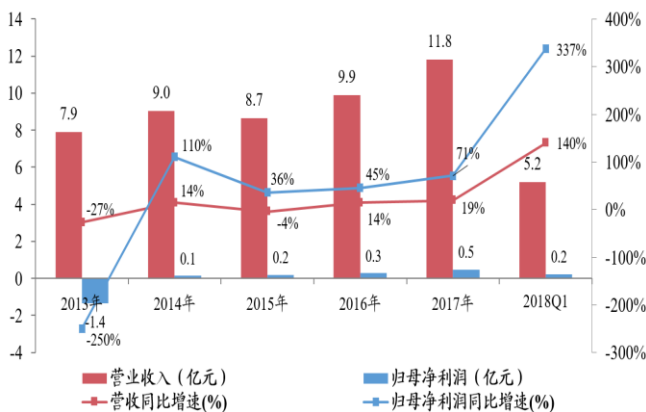
数据来源：wind，西南证券整理

图4：公司2017年主营业务占比情况

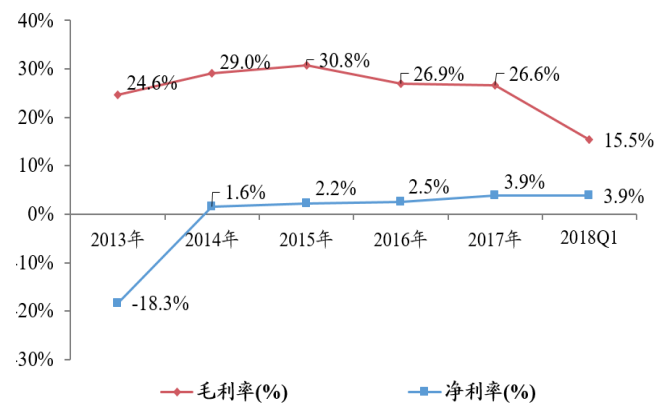


数据来源：wind，西南证券整理

公司业绩状况：营收稳步增长，收购巨网科技后，2018Q1 业绩大幅增厚。2013 至 2017 年，通信行业温和增长，行业内竞争较为激烈，在这种市场环境下，公司结合自身传统产品和新产品在技术、成本、市场的能力，积极调整产品结构，切入行业应用领域，研发生产高毛利产品，并且积极参与移动运营商集采招标，因此公司的营收仍能稳步增长，毛利率稳定在 25% 左右。2018Q1 公司收购巨网科技后，营收同比实现 140% 的增长，归母净利润实现 337% 的增长，公司利润得到增厚。由于巨网科技部分广告投放代理业务毛利率较低且营收数额较大，公司 2018Q1 整体毛利率有所下降，预计随着高毛利率的自媒体广告业务放量，公司整体毛利率或将逐步回升。

图 5：公司 2013 年以来营业收入和归母净利润情况


数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司 2013 年以来销售毛利率、净利率变化情况


数据来源：wind，西南证券整理

公司业务以网优+互联网广告投放双主业为主：

公司原有的通信业务：三维通信是全球主要的无线网络覆盖产品及服务供应商之一。自 1993 年成立以来，公司一直专注为运营商提供移动通信网络优化覆盖设备及系统，公司业务主要包括：

- **网络优化覆盖及解决方案：**主要用于消除信号盲区，提高移动通信网络的覆盖效果，提升各运营商的服务质量和运营效益。按照销售对象、销售方式的不同可进一步细分为直销业务和经销业务。直销业务包括室内和室外网络优化覆盖解决方案业务，主要客户包括移动通信运营商、地铁公司等。经销业务指网络优化覆盖设备的销售业务，主要客户包括设备经销商、核心设备制造商、其他的网络优化覆盖解决方案业务系统集成商等。目前公司网优覆盖设备包括各类直放站、2G\3G\4G RRU、iDAS、微放等，主要应用于大型建筑物室内、运动场馆、隧道及铁路交通沿线等。
- **网优服务：**2010 年公司收购了广州逸信，切入第三方网优服务市场。网优服务主要包括网络测试、网络评估、网络普查、网络优化等服务，根据网络测试结果，结合当前区域实际情况进行综合分析，对网络进行调整，优化网络效率和质量，主要客户为国内各大移动运营商。
- **网优产品：**公司的网优产品主要为网优测试系统，为网优服务提供产品支持。

巨网科技带来的业务：巨网科技主要从事互联网广告投放业务，主营业务包括：广告投放业务、游戏联运业务、自媒体广告业务。

- **公司广告业务：PC 端和移动端方面**，公司已为百度、腾讯、搜狐、赶集网等知名互联网巨头和广告主提供包括百度杀毒、百度卫士、QQ 管家、QQ 浏览器、应用宝 APP、搜狐影音、赶集生活 APP 等在内的多种产品实现广告投放。**腾讯社交广告投放方面**，2016 年，公司开始介入腾讯社交广告的投放业务，提供投放策略、文案创意、账户搭建、投放执行、数据分析等一站式服务。2017 年初巨网科技成为 2017 年度腾讯智汇推广广告代理商，根据代理协议，代理商将获得相应“充值返货”、“月度业绩返货”，从而摊薄代理商采购成本，代理商通过赚取差价来盈利。
- **自媒体业务**：巨网科技在自主运营及合作的网站、微信公众号的页面上放置广告位，当接到客户广告投放需求后，巨网科技会为广告客户挑选功能定位相符、用户相关性高的网站或者微信公众号进行广告的精准投放。
- **游戏联运业务**：巨网科技主要通过“齐齐乐”平台聚合多种渠道推广合作的游戏产品。“齐齐乐”平台目前与数百家游戏开发商及渠道合作伙伴建立了良好的合作关系，并与九游、360、百度、腾讯等平台保持合作，获取推广收入。在联合运营模式下，合作双方在合作协议中对游戏授权代理金额以及授权运营期内的分成比例做出约定。游戏用户通过“齐齐乐”平台充值后，游戏开发商或发行商与巨网科技按照合同约定的分成比例分成。

图 7：公司业务主要由通信+广告业构成

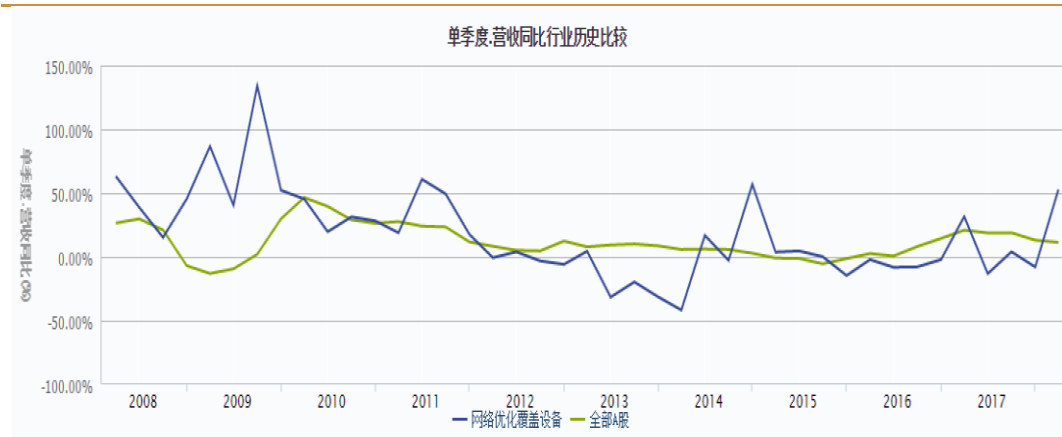

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

2 通信网优行业增速温和，公司实力持续领跑

2.1 网优行业增速放缓，5G 带来新的机会

行业的充分竞争和 4G “广覆盖”阶段宣告结束，网优行业增速放缓。网优设备行业单季度营收在 2008 年到 2010 年保持高速增长，2011 年之后，营收增速明显放缓，2013 年全行业面临产能过剩，网优行业营收出现负增长。2015 年，4G 建设进入快速发展通道，行业盈利能力有所提升，2015 年之后，随着网优行业进入完全竞争阶段，网优业务收入增速进一步放缓。根据《2018 年中国 5G 产业与应用发展白皮书》数据显示，2017 年我国 4G “广覆盖”阶段基本结束，4G 基站已经达到 328 万个，4G 给网优行业带来的红利正在逐渐消失。

图 8：网络优化覆盖设备行业单季度营收同比增幅与全部 A 股的单季度营收同比增幅对比



数据来源：公司官网，西南证券整理

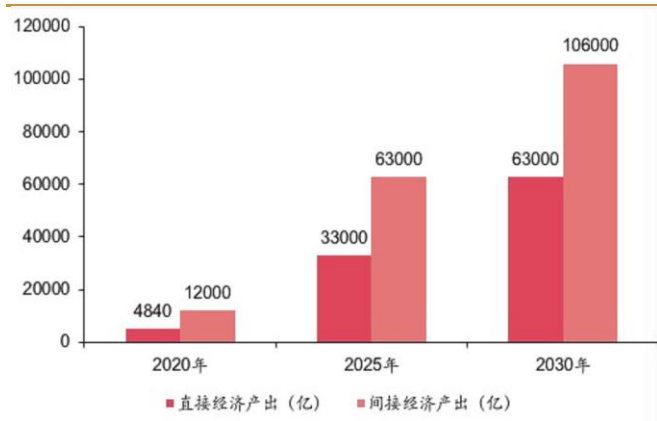
目前主营为网络优化覆盖设备的全市场公司（A 股+新三板做市）中，从营收、市值、员工数等方面对比来看，三维通信处于领跑地位。由于三维通信的网优通信业务大部分营收由网络优化覆盖及解决方案贡献，也是公司网优通信业务中毛利率较高的业务，因此我们选取 Wind 通信行业的网络优化覆盖设备子行业进行比较分析。2017 年部分公司剥离了通信业务，因此我们仅对比 2016 年的数据。wind 给出的成分股及数据显示，三维通信在营收规模方面市场领先，2016 年三维通信的营收为 9.9 亿元，2015 年营收为 8.7 亿元，远超第二名；在员工人数方面，截至 2016 年 12 月 31 日，三维通信母公司共有员工 635 人，总员工共有 1026 人，仅次于邦讯技术，处于第一梯队。

表 1：网络优化覆盖设备同行业公司情况比较

代码	证券简称	总市值(亿元) (20161231)	2015 年营收 (亿元)	2016 年营收 (亿元)	2015 年净利 润(亿元)	2016 年净利 润(亿元)	母公司员工数(人) (20161231)	公司总员工数(人) (20161231)
002115.SZ	三维通信	43.8	8.7	9.9	0.2	0.3	635	1026
002231.SZ	奥维通信	54.6	3.9	4.8	0.0	0.0	385	385
002912.SZ	中新赛克	—	2.9	3.4	0.9	1.0	—	591
603496.SH	恒为科技	—	2.1	2.5	0.5	0.6	—	221
300312.SZ	邦讯技术	45.7	5.3	3.6	0.1	0.2	899	1162
831961.OC	创远仪器	4.6	1.6	1.5	0.3	0.2	—	218
002417.SZ	深南股份	43.9	4.8	3.3	0.3	-1.1	370	432

数据来源：wind，西南证券整理

2020年5G的商用或将为网优行业带来新的需求，行业有望复苏。根据国际通信标准组织3GPP规划，2018年6月5G独立组网标准有望完成，2020年5G网络将实现商用，5G网络技术已经成为了行业大趋势。根据《5G经济社会影响白皮书》数据显示，5G的发展将直接带动电信运营、设备制造业和信息服务业的快速增长，即会直接带动网优行业的再次发展。2020年5G带来的直接经济产出规模为4840亿，转换为增加值口径，2020年5G的直接经济增加值贡献约为920亿。5G对于网优产品及服务的要求更为复杂，门槛较高，预计具有雄厚研发实力的公司将脱颖而出。

图9：5G的直接和间接经济产出


数据来源：5G经济社会影响白皮书，西南证券整理

图10：5G的直接和间接经济增加值贡献


数据来源：5G经济社会影响白皮书，西南证券整理

2.2 公司网优业务增速较缓，积极布局5G、拓展海外市场

三维通信是全产业链网优产品的提供商，公司产品市场竞争力强。2017年，公司积极参与移动运营商集采招标，在中国电信数字光纤直放站产品集采排名第二、中国移动室分天线集采排名第二、无源器件及干线放大器集采排名第六，公司产品市场竞争力强。公司目前主要从事直放站系统、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。公司产品包括覆盖产品系列、天馈产品系列、射频产品系列、WLAN产品系列、网优运维产品系列和集群调度产品系列，提供的服务包括运营商解决方案和行业应用解决方案，形成了较为完整的网络优化产品全产业链。

表2：公司主要通信网优产品情况

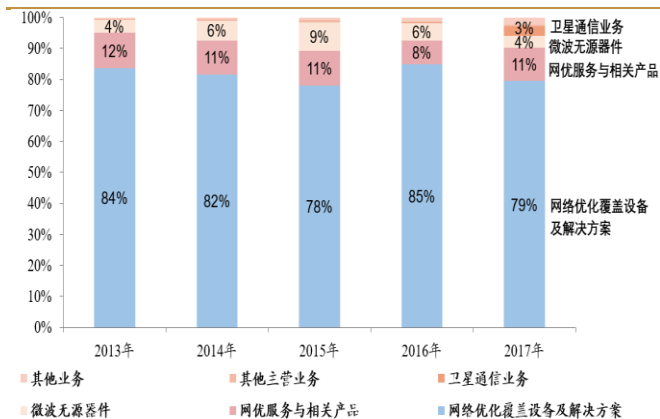
产品系列	示意图	简介
覆盖产品系列		应用在地形复杂的山区，乡镇地带通信盲区的信号覆盖。2017年推动海外DAS试点后批量供货。
天馈产品系列		包括天线和美化天线，用于实现多网络信号兼容覆盖应用，运用在大型建筑、市政设施内、高层高密度住宅小区电梯平台、地下停车场。

产品系列	示意图	简介
射频产品系列		根据行业客户（电力、政务、石油、煤矿、交通等）的要求，定制开发分布式基站及子系统产品。
WLAN 产品系列		主要用于搭建 WLAN 网络平台。以前该技术只作为长距离调度的通信手段，现在更加看重传输高速数据的价值。目前被认为是提供“最后一公里”解决方案最具竞争力的技术之一。
网优运维产品系列		该系列包括无源互调分析仪、网络天眼、直放站网管系统和室分智能监控及维护管理平台。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		该系列包括对讲终端和调度平台。调度平台可实时跟踪指定区域人员、车辆的位置并派发任务。
移动通信网络覆盖解决方案		三维通信提供的无线网络优化覆盖解决方案主要涵盖：住宅小区、高层/超高层室内分布、酒店/宾馆、城市商业中心、城市轨道交通、景点/近海、医院/高校、大型场馆、大型机场/火车站、岛屿、煤矿油田、高速铁路、高速公路、隧道等场景。
网络优化与运维管理解决方案		为客户提供专业的系统规划设计、系统集成、网络优化、运维管理等全方位的服务。
集群调度解决方案		有中国电信 3G 手机信号的地方，就可以进行天翼对讲业务。天翼对讲终端既可以实现 PTT（一按即通）对讲功能，又能实现普通语音电话、短信和上网业务。
数字矿山解决方案		基于 CDMA 移动通信技术，是国内首创的 CDMA 无线通信在煤矿的综合应用。解决地面各部门与井下巷道的移动通信问题。
应急通信解决方案		应对突发事件、气象等自然灾害、公安巡逻应急等监测预警，提供应急通信与指挥调度解决方案。
新一代智能屏蔽系统		智能屏蔽系统，无死角屏蔽。三维通信是该领域领先的厂商，已获得北京 13 个监狱的 5 年期服务合同。
信号管控与安全通信系统		为管制区域（监狱、看守所、军事区、保密区域等）提供智能屏蔽、授权通信、非法侦测及指挥调度四大基础功能，并可根据用户需求灵活组合及定制开发。

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

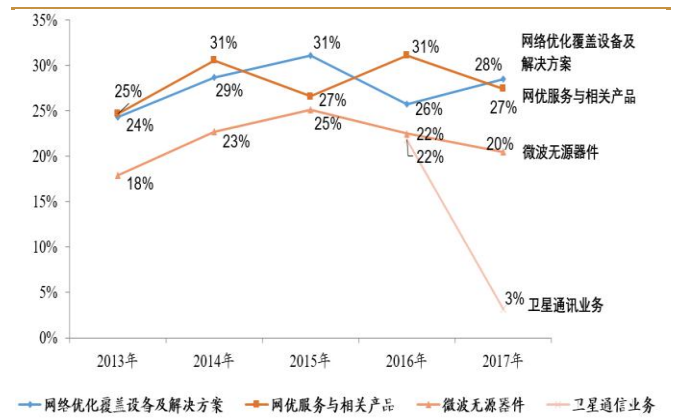
2017 年之前，公司超过 90% 的营业收入由网优业务贡献，其中网络优化覆盖设备及解决方案营收占比曾一度高达 85%。2016 年公司新增了卫星通信业务，当年营收占比为 0.2%，到 2017 年卫星通讯业务营收占比上升至 3%。毛利率方面，网络优化覆盖设备及解决方案的毛利率在波动中保持稳定，毛利率在 24%-31% 之间，是公司通信网优业务中毛利率较高的产品。

图 11: 2013-2017 年公司营业收入结构



数据来源: wind, 西南证券整理 (2017 年总营收剔除了巨网科技的业务)

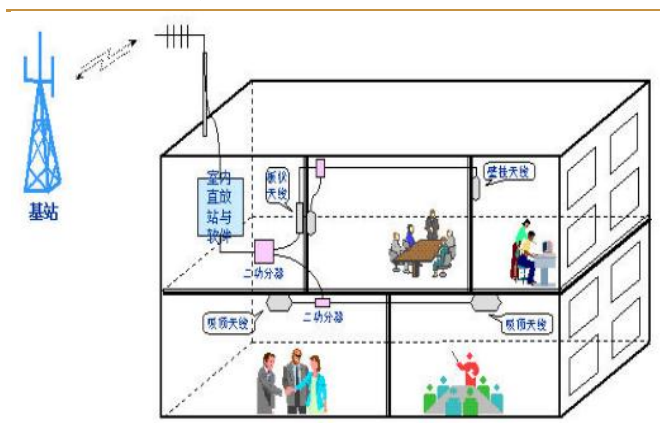
图 12: 2013-2017 年公司通信网优业务的毛利率情况



数据来源: wind, 西南证券整理

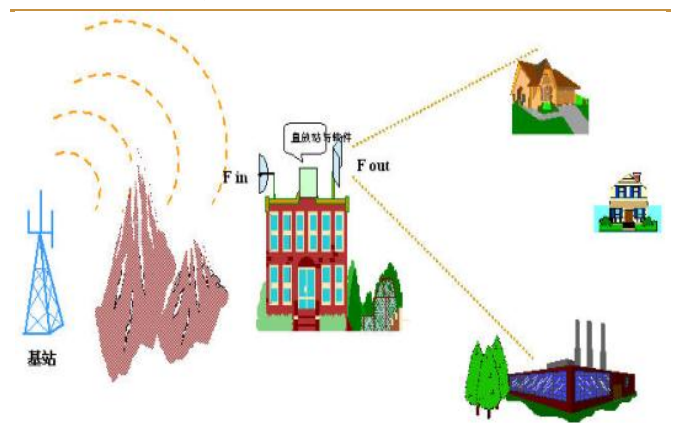
作为公司网优通信业务的主要构成部分，网络优化覆盖设备及解决方案主要用于消除信号盲区，提高移动通信网络的覆盖效果，提升各运营商的服务质量和运营效益。随着城市化进程的推进，会产生新的盲区（如新建的居民区、写字楼、隧道、地铁等），与此同时，目前运营商对 4G 网络的投资规模趋于稳定，5G 的到来、技术的加速更新对网络优化覆盖领域的厂商提出了新要求，也带来的应用端的机会，公司拥有雄厚的实力和研发创新能力，预计仍能在 5G 时代继续保持优势。

图 13: 室内覆盖解决方案示意图



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

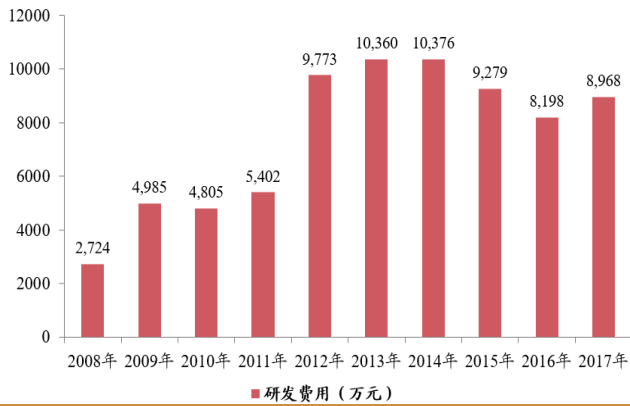
图 14: 室外覆盖解决方案示意图



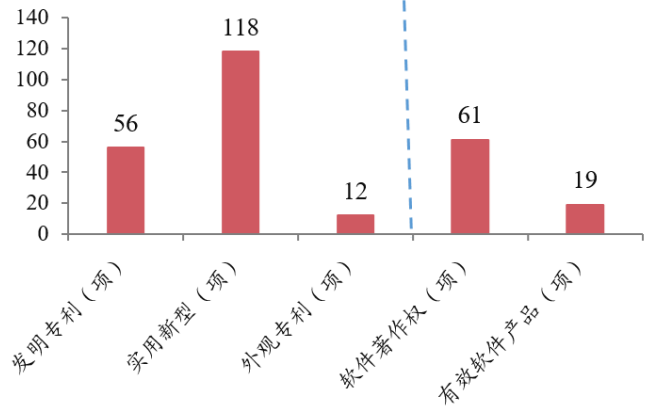
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

每年 1 亿元左右的研发费用为公司业务发展提供技术支撑，公司研发创新能力强，预计能在 2020 年 5G 商用的大潮中分一杯羹。自 2013 年来，公司每年的研发费用约 1 亿元，在网优行业 A 股上市公司中排名靠前。目前，公司已掌握射频功率放大、低噪声射频宽带放大、数字信号处理、数字光纤传输、嵌入式软件、软件无线电、无线网络优化等行业核心技术，是国家高新技术企业、国家级创新型试点企业，建有国家级企业技术中心、省级企业研究院和省级博士后科研工作站，研发能力处于行业领先水平。截至 2017 年 12 月底，三维通

信共获得各项专利授权 186 项，累计获得软件著作权 61 项，有效软件产品 19 项。2013、2014 年公司备战 4G，加大研发投入，2017 年公司开始加码 5G 的研究，预计能在 2020 年的 5G 商用的大潮中分一杯羹。

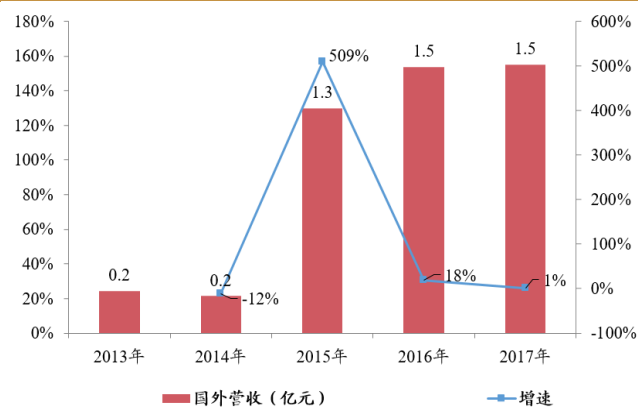
图 15: 2013-2017 年公司的研发费用


数据来源: wind, 西南证券整理

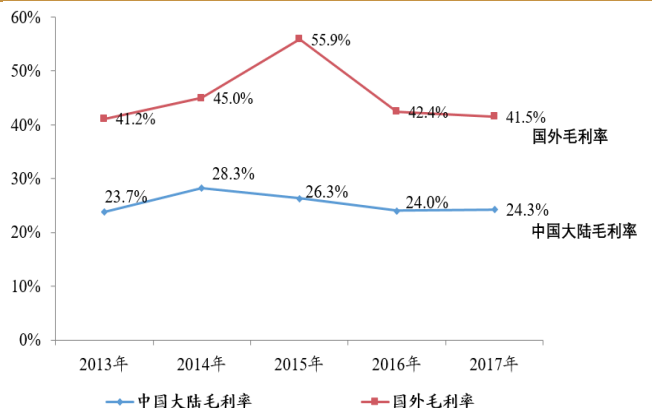
图 16: 三维通信获得的专利情况 (截至 2017 年 12 月底)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司海外市场拓展稳步进行，或将成为业务新支撑。2013 年之前，国内业务的毛利率保持在 30% 左右，2013 年后维持在 25% 左右，处于较低位，而海外市场业务的毛利率保持在 40% 以上。鉴于海外业务的毛利率、周转率更高，公司积极开拓海外市场。2015 年，公司拿到日本的光纤式分部系统的商用合同，成功在日本市场运行，2015 年海外业务收入达 1.3 亿元，同比提升了 509%。2017 年公司完成了 KR K-BOW Platform 项目、海外 DAS NPRU 项目的研发，公司在并购 Golden Outcome (BTI) 后，加大了对海外客户定制产品的研发投入，进一步提升了公司产品在海外的市场竞争力，目前公司在东亚、东南亚、澳洲及欧洲等市场都获得了客户订单，产品进入了三大洲 10 余个国家，在试点国家取得准入门槛，预计未来将有更大的发展空间。

图 17: 2013-2017 年公司国内与海外业务收入


数据来源: wind, 西南证券整理

图 18: 海外业务毛利率远高于国内业务的毛利率


数据来源: wind, 西南证券整理

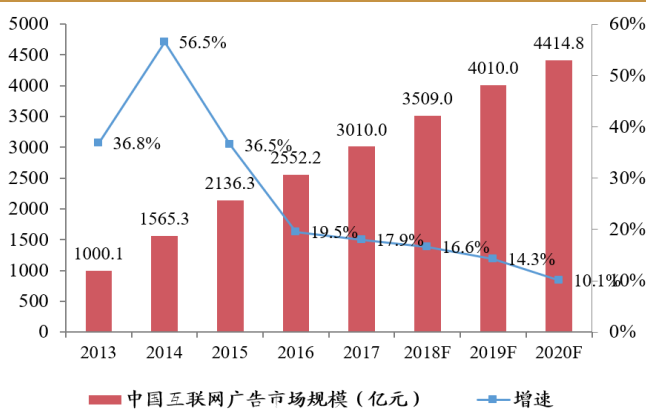
公司重点布局 5G 应用端，静待 5G 给公司带来新的机会。根据国际通信标准组织 3GPP 规划，2018 年 6 月 5G 独立组网标准有望完成，2020 年 5G 网络将实现商用，5G 网络技术已经成为了行业大趋势，未来三年是全球 5G 技术标准形成和产业化培育的关键时期，公司紧跟 5G 网络技术发展，逐步加大技术预研和开发投入，且未来公司也会重点考虑在应用端对 5G 进行布局，预计将在此次 5G 浪潮中受益。

3 互联网广告行业持续高增长，微信流量红利爆发

3.1 互联网广告行业持续高增长，微信流量红利爆发

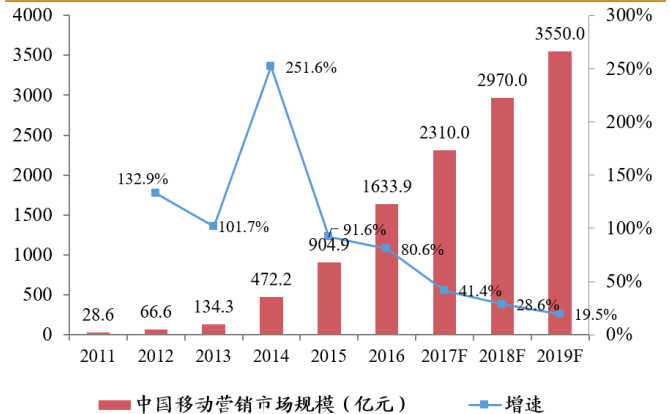
中国移动营销市场预计将持续高增长。易观智库数据显示，2017年，中国互联网广告行业市场规模达到3010亿元，预计在2018年将达到3509亿元，同比增长16.6%。根据易观智库的数据，中国移动营销市场在2017年将达2310亿元，同比增长41.4%，且直到2019年预计都将保持高增速，其中2018年预计将同比增长28.6%，2019年预计将同比提升19.5%。中国移动营销市场持续的高增长预计将继续保持。

图 19：2013 年以来互联网广告市场规模情况



数据来源：易观智库，西南证券整理

图 20：2011-2019 年中国移动营销市场规模情况及预测



数据来源：易观智库，西南证券整理

微信拥有 10 亿级用户数，220.4 亿小时的月度有效使用时长，流量池巨大。根据腾讯发布的 2018 第一季度财报，微信及 WeChat 的合并月活跃用户达 10.4 亿，环比增长 5.2%。微信成为了人与人之间沟通必不可少的工具，广泛运用于日常交流和工作生活中。根据艾瑞指数数据显示，2018 年 4 月，在月度总有效时长排行中，微信排名第一，月度有效时长为 220.4 亿小时，是使用时长最长的手机应用，微信的亿级流量和高使用黏性为以微信为载体的微信小程序、自媒体等提供了海量的流量和入口，变现价值有待挖掘。

图 21：微信及 WeChat 的合并月活跃用户达 10.4 亿



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：微信成使用时长最长的手机应用

排名	对比	应用	已通过全球流量验证	类别	月度总有效时长(万小时)	环比增幅(%)
1		微信	已验证	即时通讯	2203508 ↓	-0.9
2		爱奇艺	已验证	在线视频	638811 ↓	-1.3
3		腾讯视频	已验证	在线视频	599516 ↑	+0.3
4		QQ	已验证	即时通讯	468075 ↓	-0.9
5		优酷	已验证	在线视频	467593 ↑	+0.3

数据来源：艾瑞指数，西南证券整理

微信公众号相比于其他传播渠道来说，更加碎片化，更具入口优势，传播力度更大，来自媒体的机构化或成趋势。相比于其他媒体而言，微信公众号具有如下优点：1) 碎片式的传播内容更适合在快节奏的社会，微信公众号里的文章大多能在几分钟之内快速阅读完，符合碎片化的信息获取方式；2) 依赖性高，情感联系下的人性化交流，大多数微信公众号都是通过喜好、兴趣等建立，同样的故事、经历和诉求等容易引起共鸣，让用户养成对微信公众号的依赖性；3) 微信的间接分享式传播产生社交裂变，微信文章转发功能便于用户随时分享自己喜好的内容，使内容扩散范围更广。在传播力度方面，根据新榜的数据，2017年新榜指数 TOP10 的微信公众号总阅读数均过亿，以人民日报为例，人民日报的微信公众号在 2017 年总阅读数超 5.8 亿，总点赞数超 5000 万。受益于微信巨大的流量，公众号文章的传看效果、影响力等都处于媒体中的领先地位。易观智库研究显示，未来单打独斗的个人自媒体数量将急剧减少，企业组织的自媒体将成为主流。

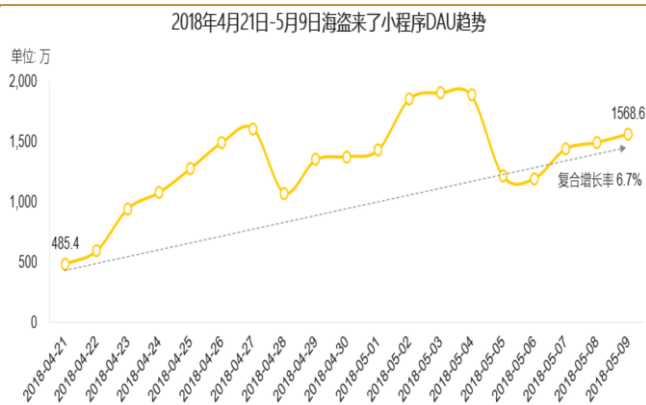
图 23: 微信公众号的部分优势



数据来源: 西南证券整理

微信小程序月活用户数已破 4 亿，在流量红利的助攻下，小程序快速发展，更易出现爆款，商业价值凸显。借助微信的十亿级流量，微信小程序在 2018Q1 的月活用户数快速突破 4 亿，在微信中的渗透率一度高达 51.9%。微信小程序提供超过 50 个入口，结合 LBS 地理位置信息，广泛连接线上线下的需求场景，并通过微信支付最终形成商业闭环，成为微信 OS 战略的主要承载。以微信小程序《海盗来了》为例，2018 年 4 月 21 日海盗来了 DAU 仅 485 万，到 5 月 9 日，DAU 已达 1569 万，日复合增长率达 6.7%，社交裂变+流量红利+入口优势，助推 DAU 迅猛增长。

图 25: 《海盗来了》小程序 DAU 迅速提升



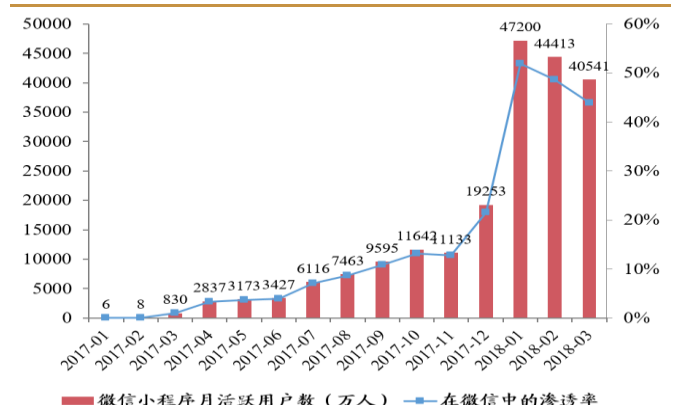
数据来源: QuestMobile, 西南证券整理

图 24: 2017 年中国微信指数 TOP10 的总阅读数均过亿

公众号	发布头条	总阅读数	平均	最高	总点赞数	新榜指数
1 人民日报 (rmbwx)	2522/5809	2.5亿+	5.8亿+ 99,986	10万+	5003万+	1033.6
2 央视新闻 (cctvnewscenter)	2422/5334	2.3亿+	4.9亿+ 87,247	10万+	1459万+	1022.9
3 新华社 (xinhuanews)	2462/4606	2亿+	3.5亿+ 69,501	10万+	1122万+	1007.1
4 人民网 (people_rmw)	1824/6154	1.6亿+	3.6亿+ 44,581	10万+	271万+	1001.1
5 占豪 (zhanhao668)	364/2908	3640万+	2.8亿+ 98,267	10万+	2027万+	998.1
6 央视财经 (cctvyscj)	1391/4416	1.3亿+	3.6亿+ 76,936	10万+	244万+	993.5
7 十点读书 (duhaoshu)	365/2920	3650万+	2.9亿+ 107万+	10万+	2095万+	989.0
8 有书 (youshucc)	365/2920	3650万+	2.9亿+ 99,944	10万+	1326万+	987.7
9 中国搜索 (chinaso_com)	890/3457	7514万+	2.3亿+ 60,667	10万+	294万+	982.9
10 铁血军事 (tiexuejunshi)	358/2862	3511万+	2.2亿+ 74,613	10万+	300万+	980.5

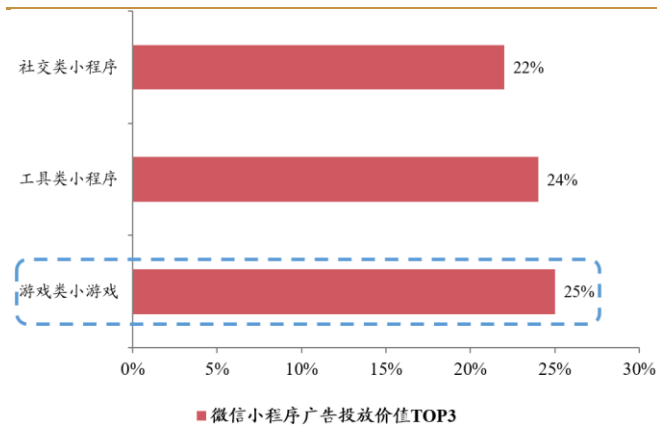
数据来源: 新榜, 西南证券整理

图 26: 2017 年 1 月以来微信小程序月活用户数及渗透率情况



数据来源: QuestMobile, 西南证券整理

微信小程序中游戏类小程序广告投放价值排名第一，商业价值正在崛起。根据艾瑞咨询的数据，广告投放价值排名前三的小程序类目是游戏、工具、社交，分别占比 25%、24%和 22%，其中游戏类小程序广告投放价值最高。从跳一跳的基座广告到小程序广告再到正在灰度测试的激励式视频广告，都是从小游戏开始试点，然后在延伸到其他类目小程序当中，小程序已成为目前最新广告投放形式的尝鲜地，商业价值正在崛起。

图 27：游戏类小游戏广告投放价值排名第一


数据来源：艾瑞网，西南证券整理

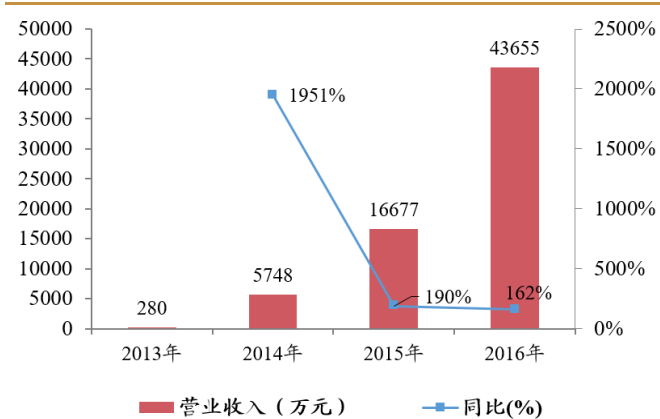
图 28：微信小游戏内的广告


数据来源：微信小程序，西南证券整理

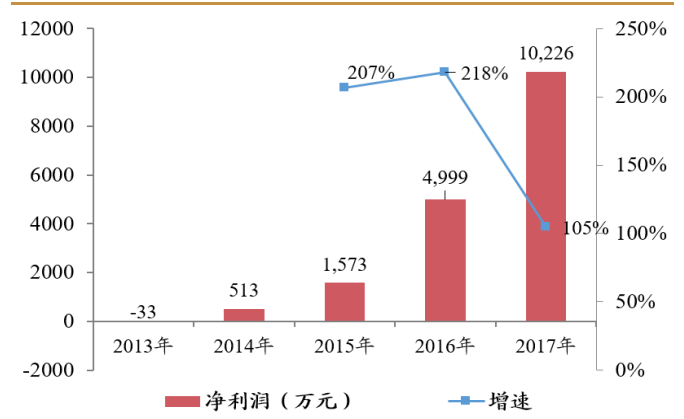
微信流量红利爆发，变现价值迅速提升。微信流量红利主要表现在以下 2 方面：**1) 微信里的流量自带信用背书**：微信作为即时通讯类的社交软件，熟人圈子和社交属性使得微信各流量之间自带信用背书，通过社交分享使得社交裂变成为可能，一条“自来水”发的产品推广在朋友圈影响的将是他熟悉的几十/几百/几千人，这些人接受产品的可能性更高，相比于其他广告方式来说，微信内的获客成本更低。**2) 流量变现出口更多**，公众号变现模式由之前简单的原创打赏、接广告，到现在可以在微信小程序内完成消费，已经形成了广告营销到购买消费的闭环，随着微信生态圈的完善和更多消费场景的搬入，预计更多变现出口将被挖掘出来。

3.2 广告投放重效果客户优质，自媒体业务有望爆发

巨网科技业绩持续高速增长，2015、2016 年净利润维持 200%以上的增速。公司公告数据显示，巨网科技业绩在 2013 年以来一直保持高速增长，营收方面，2013 年巨网科技营收仅 280 万元，到 2016 年这一数据就已经增长到 4.4 亿元，3 年 CAGR 高达 438%。净利润方面，2014 年公司首次扭亏为盈，实现净利润 513 万元，2015、2016 年净利润维持 200%以上的增速，到 2017 年，公司归母扣非净利润已达 1.0 亿元。

图 29: 巨网科技 2013 年以来营业收入持续高增长


数据来源: wind, 西南证券整理

图 30: 巨网科技 2013 年以来净利润持续高增长


数据来源: 公司公告, wind, 西南证券整理 (2017 年为归母扣非净利润)

巨网科技的主要营收来自广告投放业务, 2017 年 1-5 月, 自媒体业务毛利率高达 53%。

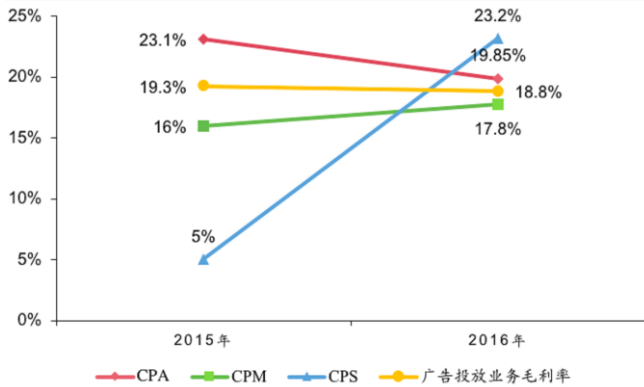
2017 年, 由于新业务智汇推、广点通 (现已更名为腾讯社交广告平台) 的达成, 公司广告投放业务营收比重进一步提升, 同时自媒体广告与游戏联运业务增长迅速, 到 2017 年 1-5 月, 自媒体广告业务与游戏联运业务营收的比重均增长到 10% 以上。毛利率方面, 自媒体广告业务的毛利率最高, 主要由于自媒体广告业务成本固定, 费用主要为摊销费用及少量运营费用, 随着自媒体广告业务收入规模的快速增加, 毛利率增长较为明显。2017 年 1-5 月, 游戏联运业务进入稳定发展阶段, 不再需要向渠道推广方提供更优惠的收入分成政策从而增加业务成本, 因此游戏联运业务毛利率有所提升。2017 年 1-5 月, 巨网科技主营业务综合毛利率提高到 21.4%, 较 2016 年度上升了 2.7 个百分点, 主要也是由于游戏联运及自媒体广告业务毛利率上升导致。

表 3: 巨网科技营收构成, 广告投放是营收的主要来源, 自媒体业务营收快速增长

项目	2015 年		2016 年		2017 年 1-5 月	
	营收 (万元)	占比	营收 (万元)	占比	营收 (万元)	占比
广告投放-CPA	10,682.6	64.1%	21,203.9	48.6%	6,116.4	29.0%
广告投放-CPM	2,908.4	17.4%	12,455.0	28.5%	2,793.6	13.3%
广告投放-CPS	2,218.5	13.3%	2,577.5	5.9%	188.3	0.9%
广告投放-智汇推、广点通					6,306.4	29.9%
广告投放-其他	52.4	0.3%	1,954.0	4.5%	989.6	4.7%
自媒体广告	772.3	4.6%	1,639.9	3.8%	2,358.9	11.2%
游戏联运	42.9	0.3%	3,824.9	8.8%	2,312.4	11.0%

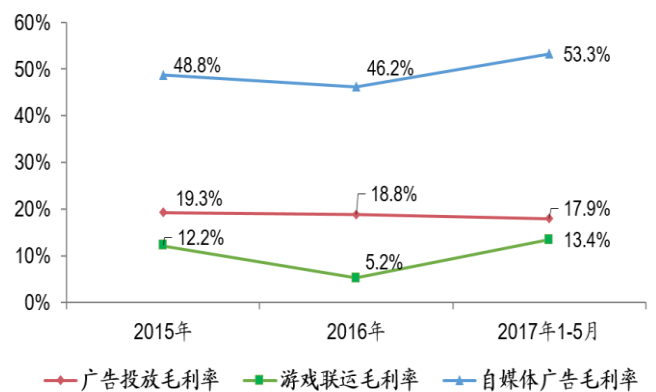
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 31: 巨网科技不同结算方式毛利率情况, CPA 型毛利率最高



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

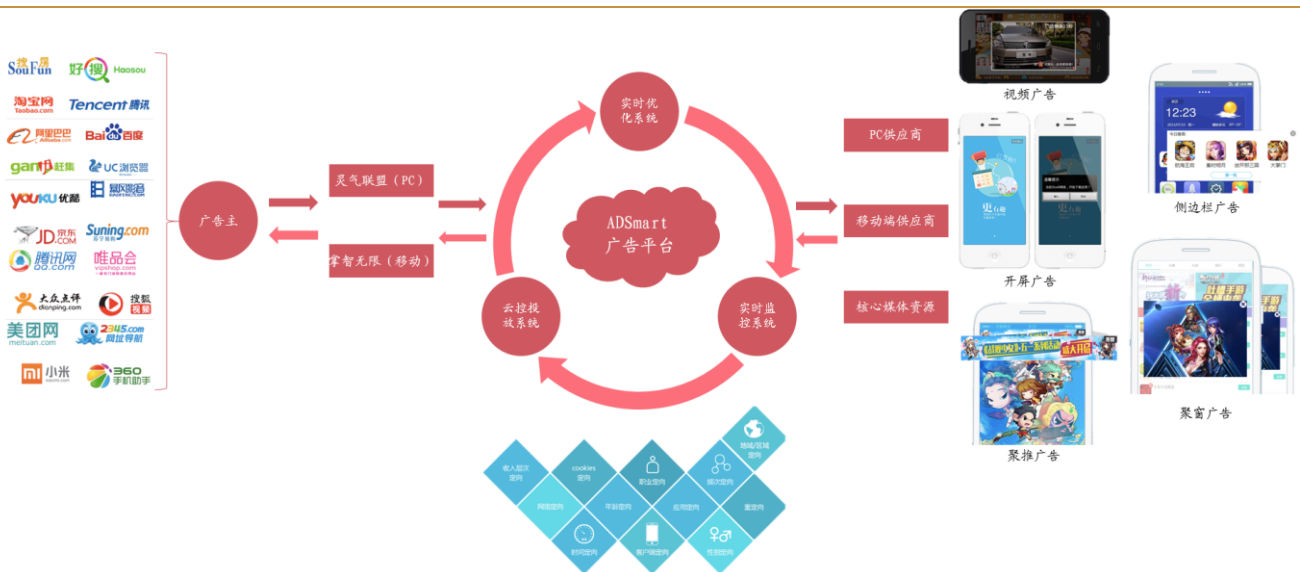
图 32: 巨网科技不同业务毛利率情况, 自媒体毛利率保持高位



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

广告投放业务主要是通过整合中小长尾流量, 为大互联网公司推广应用软件, 多以 CPA 结算, 注重广告效果, 广告投放更精准, 广告客户优质稳定。中小长尾流量主要是指相对 BAT 等之外的中小型媒体, 它们在质量上不逊色于大媒体且具备更高的性价比。公司的广告投放业务主要向热门的 APP, 如百度手机助手、华数 TV、用户访问量高的网站等互联网资源, 如中关村下载网站、IT 之家、站长之家等网站购买广告位, 公司的广告主包括百度、腾讯、搜狐、赶集网等知名互联网巨头, 推广过的产品包括: 百度杀毒、百度卫士、QQ 管家、QQ 浏览器、应用宝 APP、搜狐影音、赶集生活 APP 等, 广告客户优质稳定。公司公告显示, 截至 2016 年, 巨网科技累计服务各类广告主客户合计已超过 400 家。在推广效果方面, 由于公司与广告客户的结算方式主要为 CPA, 即按广告投放实际效果计费, 如按注册或登陆来计费, 而不是按广告投放量, 因此公司更加注重投放效果。根据巨网科技“灵气联盟”、“掌智无限”统计的历史数据, 巨网科技为客户提供的移动端 APP2016 年日均有效激活量已超过 50 万, 考虑到软件安装包较大, 公司是行业内少数能够以广告效果来收费的广告公司。公司官网显示, 在 2015 年 11 月, 公司已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、日展示 5 亿+广告资源, 拥有 1000+行业媒体资源, 100W+级别的软件安装渠道, 覆盖人数、广告版位更多。

图 33: 公司网络广告业务的业务流程及提供的广告服务情况

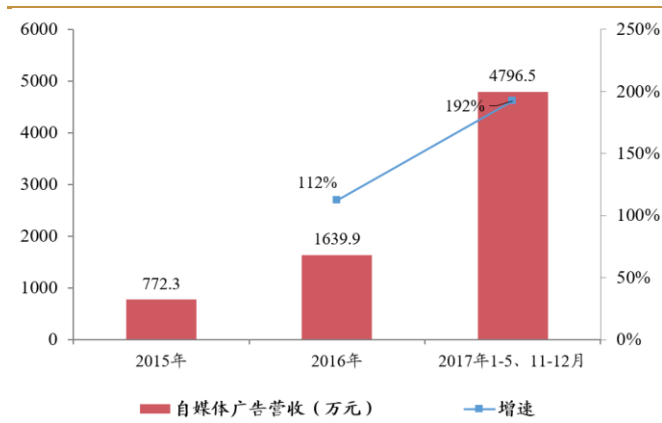


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司自媒体业务覆盖多个细分领域，现已建成可触达千万级用户的内容矩阵，是行业里排名靠前的矩阵玩家。公司公告显示，2017年，巨网的自媒体业务已在文学、轻娱乐、情感、游戏、生活等多个细分领域形成了覆盖可直接触达千万级用户的内容矩阵。根据公司招聘信息，目前公司的自媒体内容涵盖小说、美妆等女性向微信公众号。目前微信公众号活跃的大概有300万个，矩阵玩家30万左右，公司公众号采用自营+合作模式，是行业里排名靠前的矩阵玩家。

公司投资8640万元用于移动智能广告投放平台项目，升级后的平台里支持自媒体广告业务，或将再促自媒体业绩快速放量。公司公告显示，公司募集配套资金中的8640万元将被用于移动智能广告投放平台项目建设，将其他大中型优质媒体的投放需求嫁接在公司原有投放系统中，在升级后的平台里能够做到支持内容端（自媒体）广告业务的实现，包括投过程的管理等，加码对于自媒体的投入。目前的公开信息中，2017年1-5月，自媒体实现营收2358.9万元，2017年11、12月，自媒体实现营收2437.6万元，单从这7个月的数据来看，公司2017年自媒体的营收已经实现了近200%的增长，预计在资金的投入助推下，公司自媒体业务的营收规模或再上一个新台阶。

图 34：公司自媒体营收快速放量



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 35：公司是自媒体中的矩阵玩家，内容覆盖面广



数据来源：公司官网，西南证券整理

巨网科技2016年介入腾讯社交广告，实现更加智能的广告匹配和高效的广告资源利用。腾讯广点通目前更名为腾讯社交广告平台，提供QQ空间、空间、QQ客户端、微信等诸多广告投放平台，能实现更加智能的广告匹配和高效的广告资源利用，并利用专业数据处理算法实现成本可控、效益可观、精准定位。巨网科技于2016年开始介入腾讯社交广告投放业务，2017年初，巨网科技全资子公司上海梦周文化传媒与腾讯签订广告代理协议，成为2017年度腾讯智汇推广告代理商（北京市区域，授权销售行业不包括房产、汽车品牌）。经营模式为：广告代理商先向腾讯公司预付资金充值，获得平台分配到账号的“广告费金额”，它们用于支付在腾讯公司相关媒体资源投放广告的消费，达到相应条件后，代理商获得“充值返货”、“月度业绩返货”，相关返货计入其业务平台账户，代理商赚取差价。2017年，公司获得腾讯颁发的“2017年度优秀行业服务商”。依托于和腾讯良好的合作背景以及巨网科技过去累积的长尾流量整合经验，公司的腾讯社交广告投放业务或将持续增长。

图 36: 腾讯广点通业务提供 QQ 空间、空间、QQ 客户端、微信等诸多优质的广告投放平台



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

开始投入微信小游戏业务, 全面拥抱微信互联网红利, 创造更多增长点。根据公司 2017 年年报的信息, 公司将投入研发自制微信小游戏写进经营发展战略, 进一步深挖微信流量的红利。在具体行动方面, 根据招聘网站的信息, 巨网科技北京分公司正投入资源招聘人员, 搭建团队, 大力发展微信小游戏业务。由于公司具有游戏联运+微信自媒体运营的经验, 预计具有广告投放价值的微信小游戏将在未来给公司创造更多利润增长点。

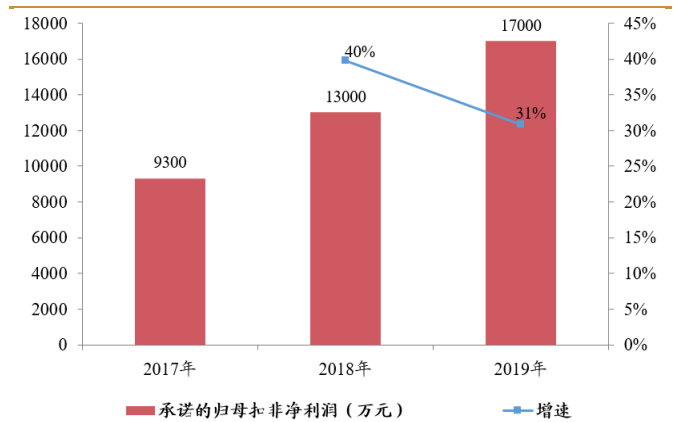
2017 年巨网科技超额实现业绩承诺, 预计 2018、2019 年 40% 和 31% 的归母扣非净利润增速也将大概率实现。业绩承诺方承诺巨网科技 2017 年、2018 年、2019 年经审计归母扣非净利润分别为 9300 万元、13000 万元、17000 万元。巨网科技 2017 年度经审计的归母扣非净利润为 10226 万元, 超过承诺数 926 万元, 完成 2017 年预测盈利的 110%。考虑到巨网科技 2015、2016 年的净利润增速均在 200% 以上, 2017 年的归母扣非净利润相比于 2016 年 4999 万元的净利润来说也实现了 105% 的增速, 因此, 我们认为 2018、2019 年 40% 和 31% 的归母扣非净利润增速也将大概率实现。

图 37: 巨网科技北京分公司发布微信小游戏开发工程师招聘



数据来源: 百度招聘, 西南证券整理

图 38: 巨网科技承诺的 2017-2019 年归母扣非净利润



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

协同效应方面：对巨网科技来说，资金帮助+品牌公信力+客户资源是主要帮助。1) 巨网科技将依托公司获得更多的融资渠道和资金支持，加快公司在微信等发展迅速的自媒体行业进一步拓展市场。2) 上市公司有更强的品牌公信力，对于巨网科技在吸引人才、客户拓展等方面提供了便利。3) 在客户资源方面，三维通信长期在通信业务方面服务于中国移动、中国联通和中国电信三大运营商，与他们建立了良好的关系，巨网科技有进一步加深广告等增值服务的机会。与此同时，三维通信曾为国内数万个社区、商场、办公楼、机场等提供过通信覆盖服务，积累了大量线下生活场景的接入渠道，为巨网科技线上与线下融合营销提供了场景基础。**对三维通信来说，主要是对于公司 B2C 产品的推广**，例如以行业客户和个人客户为主要受众的信号满格宝、便携式卫星上网设备、安全通信等产品。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司的主要业务是原有的通信网优业务以及并购巨网科技带来的互联网广告业务等，其中互联网广告业务增速较快。

假设 1：公司原有的通信网优业务：网优市场需求温和增长，网优行业属于充分竞争行业，近年来由于客户集采等原因，相关设备厂商竞争激烈，产品及工程服务毛利率水平始终维持低位，预计公司网优业务量同比温和增长，毛利率维持低位。

假设 2：广告业务：公司广告投放业务主要来自移动端。根据易观智库的数据，中国移动营销市场在 2017 年将达 2310 亿元，同比增长 41.4%，且到 2019 年预计都将保持高增速，其中 2018 年预计将同比增长 28.6%，2019 年预计将同比提升 19.5%。由于公司是行业领先的玩家，预计公司广告投放业务略高于市场增速，毛利率维持在 16% 左右。

假设 3：自媒体业务：公司自媒体业务收入主要来自自有新媒体，受微信流量红利爆发、微信自媒体广告价值凸显的提振，预计公司自媒体业务保持高速增长，由于公司自媒体业务成本主要包括流量成本、网站摊销、职工薪酬、平台运营成本等，随着收入规模的扩大，预计该项业务毛利率将提升至 60% 左右。

假设 4：游戏联运业务：根据艾瑞咨询的数据，2018-2020 年，中国游戏市场规模增速将分别为 21.9%、16.9%、12.0%，因为公司游戏联运业务基数较小，且公司在前期业务经营过程中聚合了大量游戏相关的流量渠道资源，预计公司该项业务发展快于行业增速，毛利率与公司预测值保持一致。

表 4：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
网络优化覆盖设备 及解决方案	收入	785.6	824.9	866.1	996.1
	增速	-6.5%	5.0%	5.0%	15.0%
	毛利率	28.5%	27.0%	27.0%	27.0%
网优服务与相关产品	收入	108.1	124.3	142.9	164.4
	增速	44.4%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	27.4%	27.0%	27.0%	27.0%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
微波无源器件	收入	36.2	29.0	23.2	18.6
	增速	-35.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
	毛利率	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%
卫星通信业务	收入	32.0	57.7	80.8	105.0
	增速	1480.2%	80.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	3.2%	10.0%	10.0%	10.0%
其他主营业务	收入	3.1	3.1	3.1	3.1
	增速	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%
其他业务	收入	24.0	36.0	50.3	65.4
	增速	92.8%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	94.6%	90.0%	90.0%	90.0%
广告业务	收入	159.0	1082.2	1406.9	1758.6
	增速		30.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	8.4%	15.8%	16.1%	16.4%
自媒体业务	收入	24.4	179.6	359.2	718.4
	增速		100%	100.0%	100.0%
	毛利率	56.0%	64.8%	64.6%	59.2%
游戏联运	收入	9.0	51.9	64.9	77.9
	增速		30%	25.0%	20.0%
	毛利率	35.6%	8.6%	9.2%	9.6%
合计	收入	1181.44	2388.7	2997.4	3907.4
	增速	19.5%	102.2%	25.5%	30.4%
	毛利率	26.5%	24.9%	26.6%	28.4%

数据来源：wind、西南证券（由于2017年11.12月的业绩超预期，因此2018年广告投放、自媒体业务、游戏联运业务的营收以公司预测的2017年的数值为基础，再上浮20%-60%得出）

4.2 估值

我们预计三维通信 2018-2020 年归母净利润分别为 2.24/3.18/4.96 亿元，EPS 分别为 0.40/0.57/0.90 元，对应的 PE 为 23/16/10 倍。目前 A 股市场上还没有以微信自媒体广告为主营业务的公司，考虑到巨网科技自媒体广告业务有望持续爆发，未来潜在变现模式多，且公司在长尾流量整合方面处于市场领先水平，我们给予公司 2018 年 30 倍 PE，对应目标价 12.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

并购标的业绩不及预期风险、微信对公司流量或有管控的风险、国家相关政策或监管加强的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1181.44	2388.67	2997.45	3907.38	净利润	45.68	214.98	300.50	474.73
营业成本	867.80	1795.06	2200.40	2798.72	折旧与摊销	51.25	87.91	87.91	87.91
营业税金及附加	11.99	23.85	30.09	39.15	财务费用	31.18	9.55	11.99	15.64
销售费用	86.75	131.38	179.85	234.44	资产减值损失	19.20	19.20	19.20	19.20
管理费用	167.92	238.87	299.74	371.20	经营营运资本变动	270.54	363.91	85.79	95.00
财务费用	31.18	9.55	11.99	15.64		-397.41	-57.67	-53.34	-54.06
资产减值损失	19.20	19.20	19.20	19.20	经营活动现金流净额	20.44	637.89	452.05	638.43
投资收益	32.70	35.00	35.00	35.00	资本支出	-1363.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1145.20	35.00	35.00	35.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-217.94	35.00	35.00	35.00
营业利润	42.56	205.76	291.17	464.01	短期借款	35.00	-40.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.66	7.07	6.31	5.95	长期借款	149.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	45.23	212.82	297.48	469.97	股权融资	897.40	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.46	-2.16	-3.01	-4.76	支付股利	-41.63	-9.45	-44.75	-63.58
净利润	45.68	214.98	300.50	474.73	其他	-875.76	-421.07	-11.99	-15.64
少数股东损益	-1.59	-8.78	-17.38	-21.12	筹资活动现金流净额	164.28	-470.52	-56.74	-79.22
归属母公司股东净利润	47.27	223.76	317.88	495.85	现金流量净额	-42.02	202.37	430.30	594.21
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	589.03	791.40	1221.70	1815.91	成长能力				
应收和预付款项	683.40	1327.01	1669.27	2182.05	销售收入增长率	19.49%	102.18%	25.49%	30.36%
存货	418.96	895.05	1100.79	1405.61	营业利润增长率	192.00%	383.41%	41.51%	59.36%
其他流动资产	236.50	478.16	600.03	782.18	净利润增长率	81.72%	370.57%	39.78%	57.98%
长期股权投资	31.86	31.86	31.86	31.86	EBITDA 增长率	74.39%	142.59%	28.97%	45.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	765.34	728.41	691.49	654.56	毛利率	26.55%	24.85%	26.59%	28.37%
无形资产和开发支出	1319.16	1289.98	1260.80	1231.61	三费率	24.20%	15.90%	16.40%	15.90%
其他非流动资产	291.45	269.66	247.86	226.06	净利率	3.87%	9.00%	10.03%	12.15%
资产总计	4335.71	5811.53	6823.80	8329.85	ROE	2.41%	10.24%	12.76%	17.16%
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.05%	3.70%	4.40%	5.70%
应付和预收款项	925.37	1957.01	2411.83	3061.39	ROIC	5.18%	11.68%	18.42%	30.64%
长期借款	354.39	354.39	354.39	354.39	EBITDA/销售收入	10.58%	12.69%	13.05%	14.53%
其他负债	1122.27	1400.93	1702.63	2147.96	营运能力				
负债合计	2442.02	3712.32	4468.84	5563.74	总资产周转率	0.34	0.47	0.47	0.52
股本	509.39	553.93	553.93	553.93	固定资产周转率	2.20	3.25	4.29	5.91
资本公积	1082.24	1037.70	1037.70	1037.70	应收账款周转率	2.50	3.04	2.54	2.58
留存收益	267.31	481.61	754.74	1187.01	存货周转率	2.02	2.65	2.16	2.20
归属母公司股东权益	1837.41	2051.71	2324.83	2757.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.22%	—	—	—
少数股东权益	56.28	47.50	30.12	9.00	资本结构				
股东权益合计	1893.69	2099.21	2354.95	2766.11	资产负债率	56.32%	63.88%	65.49%	66.79%
负债和股东权益合计	4335.71	5811.53	6823.80	8329.85	带息债务/总负债	16.15%	9.55%	7.93%	6.37%
					流动比率	0.95	1.06	1.13	1.20
					速动比率	0.75	0.79	0.86	0.93
					股利支付率	88.05%	4.23%	14.08%	12.82%
					每股指标				
					每股收益	0.09	0.40	0.57	0.90
					每股净资产	3.32	3.70	4.20	4.98
					每股经营现金	0.04	1.15	0.82	1.15
					每股股利	0.08	0.02	0.08	0.11
业绩和估值指标									
EBITDA	124.99	303.22	391.07	567.57					
PE	107.68	22.75	16.01	10.27					
PB	2.77	2.48	2.19	1.85					
PS	4.31	2.13	1.70	1.30					
EV/EBITDA	37.86	14.80	10.37	6.10					
股息率	0.82%	0.19%	0.88%	1.25%					

数据来源: wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn