

社交广告持续放量, 自媒体业务继续高增长

投资要点

- **事件:**公司公告2018半年报及2018前三季度业绩预告,2018H1实现营收14.3亿元(+216.5%),归母净利润6932.8万元(+307.8%),归母扣非净利润6615.5万元(+2350.8%),业绩超预期。公司预计2018前三季度归母净利润1.3-1.7亿元之间,同比提升516.7%-706.4%。
- **互联网广告业务业绩爆发,自媒体业务持续贡献EPS。**2018H1,公司业绩的快速扩张主要由于巨网科技在2017年11月并表,使得17年同期可比基数不同。**营收方面,**网优业务实现营收3.8亿元(-14.6%),巨网广告业务实现营收10.3亿元,2017年1-5月,巨网营收为2.1亿元,若假设2017H1巨网营收2.5亿元,那么**2018H1巨网营收实现306%的同比增长**(增长来自腾讯社交广告投放、自媒体广告)。**毛利方面,**2018H1,巨网实现毛利1.1亿元,作为对比,2017年1-5月,巨网毛利为4455万元,若假设2017H1巨网实现毛利5346万元,那么**2018H1,巨网毛利实现了110%的同比增长**(增长主要来自自媒体广告)。此外,2018H1,公司收到基金分红,实现投资收益3464万元;2018年7月,公司处置房产收益约6500万,或将在Q3及以后陆续确认。
- **自媒体广告毛利占比持续提升。**2018H1自媒体广告实现营收9477万元,2017年1-5月这一数字为2359万元,假设2017H1自媒体业务实现营收2831万元,那么2018H1自媒体业务营收实现235%的同比增长。**毛利率方面,**2018H1自媒体业务毛利率为67%,保持高位。**毛利贡献方面,**2018H1公司自媒体业务实现毛利6370万元,占巨网科技毛利的57%,毛利占比小幅提升。2018年以来,公司继续保持对以微信公众号为主的自媒体业务加大资源的投入,公司自媒体业务的增长有保证。**腾讯社交广告带动公司广告投放业务高速发展。**2018H1公司在腾讯SMB服务商中领先,拉动公司广告投放营收快速放量。
- **盈利预测与投资建议。**由于公司18年有6500万的处置资产收益,腾讯社交广告量的激增使广告毛利率有所变化,因此调整19/20年盈利预测,预计公司2018-2020年归母净利润分别为2.46/2.63/3.18亿元,EPS分别为0.44/0.47/0.57元。我们认为,公司有望最大程度受益于本轮微信流量红利的行情,达到新的高度,维持“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	2755.11	4220.10	5314.85
增长率	19.49%	133.20%	53.17%	25.94%
归属母公司净利润(百万元)	47.27	245.65	262.72	318.15
增长率	71.28%	419.62%	6.95%	21.10%
每股收益EPS(元)	0.09	0.44	0.47	0.57
净资产收益率ROE	2.41%	11.13%	10.71%	11.84%
PE	114	22	21	17
PB	2.94	2.60	2.36	2.12

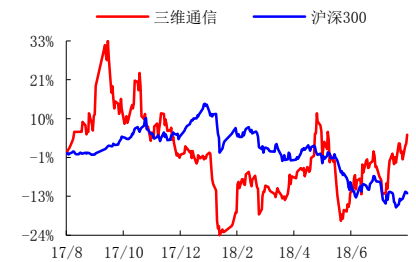
数据来源: Wind, 西南证券

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)	54.01
总资产(亿元)	44.53
每股净资产(元)	3.92

相关研究

1. 三维通信(002115): 盘活存量资产, 打开主营业务想象空间 (2018-07-17)
2. 三维通信(002115): 网优行业机会犹存, 自媒体业务爆发 (2018-06-11)

关键假设:

公司的主要业务为传统的网优业务，以及并购巨网科技取得的互联网广告（2017年11月并表）等业务。

假设 1: 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, 且公司广告投放业务中的腾讯社交广告整体行业呈爆发态势, 预计将带动公司广告投放业务的发展高于市场增速, 由于腾讯社交广告量的提升, 毛利率降至 5% 左右。

假设 2: 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维持在 65% 左右。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 1: 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	707.1	742.4	816.7
	增速	-6.5%	-10.0%	5.0%	10.0%
	毛利率	28.5%	23.0%	24.5%	26.0%
网优服务与相关产品	收入	108.1	102.7	102.7	107.8
	增速	44.4%	-5.0%	0.0%	5.0%
	毛利率	27.4%	27.0%	27.0%	27.0%
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	32.0	38.5	42.3
	增速	1480.2%	0.0%	20.0%	10.0%
	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	28.8	34.5	41.4
	增速	92.8%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	94.6%	90.0%	90.0%	90.0%
广告业务	收入	159.0	1577.2	2838.9	3690.5
	增速		160%	80.0%	30.0%
	毛利率	8.4%	5.0%	5.0%	5.0%
自媒体业务	收入	24.4	223.4	379.7	531.6
	增速		90%	70.0%	40.0%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	毛利率	56.0%	65.8%	65.3%	65.0%
游戏联运	收入	9.0	51.9	57.1	62.8
	增速		0%	10.0%	10.0%
	毛利率	35.6%	8.6%	9.2%	9.6%
合计	收入	1181.44	2755.1	4220.1	5314.9
	增速	19.5%	133.2%	53.2%	25.9%
	毛利率	26.5%	16.6%	15.3%	15.5%

数据来源：wind, 西南证券

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	2755.11	4220.10	5314.85	净利润	45.68	236.01	248.35	304.59
营业成本	867.80	2297.74	3573.93	4490.27	折旧与摊销	51.25	87.91	87.91	87.91
营业税金及附加	11.99	27.50	42.36	53.25	财务费用	31.18	27.55	42.20	53.15
销售费用	86.75	82.65	118.16	148.82	资产减值损失	19.20	19.20	19.20	19.20
管理费用	167.92	165.31	232.11	292.32	经营营运资本变动	270.54	707.83	544.38	323.89
财务费用	31.18	27.55	42.20	53.15	其他	-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	1020.84	888.70	734.68
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	170.15	227.14	292.84	短期借款	35.00	-40.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.66	63.49	18.73	8.70	长期借款	149.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	45.23	233.65	245.86	301.54	股权融资	897.40	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.46	-2.37	-2.49	-3.05	支付股利	-41.63	-9.45	-49.13	-52.54
净利润	45.68	236.01	248.35	304.59	其他	-875.76	-439.06	-42.20	-53.15
少数股东损益	-1.59	-9.64	-14.36	-13.55	筹资活动现金流净额	164.28	-488.52	-91.33	-105.69
归属母公司股东净利润	47.27	245.65	262.72	318.15	现金流量净额	-42.02	567.32	832.37	663.99
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	1156.35	1988.72	2652.72	成长能力				
应收和预付款项	683.40	1544.02	2381.84	3015.81	销售收入增长率	19.49%	133.20%	53.17%	25.94%
存货	418.96	1151.26	1800.88	2267.79	营业利润增长率	192.00%	299.76%	33.49%	28.93%
其他流动资产	236.50	551.52	844.78	1063.93	净利润增长率	81.72%	416.61%	5.23%	22.65%
长期股权投资	31.86	31.86	31.86	31.86	EBITDA 增长率	74.39%	128.50%	25.08%	21.46%
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%	16.60%	15.31%	15.51%
无形资产和开发支出	1319.16	1289.98	1260.80	1231.61	三费率	24.20%	10.00%	9.30%	9.30%
其他非流动资产	291.45	269.66	247.86	226.06	净利率	3.87%	8.57%	5.89%	5.73%
资产总计	4335.71	6723.06	9248.23	11144.35	ROE	2.41%	11.13%	10.71%	11.84%
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.05%	3.51%	2.69%	2.73%
应付和预收款项	925.37	2473.36	3849.42	4811.44	ROIC	5.18%	11.69%	23.28%	43.90%
长期借款	354.39	354.39	354.39	354.39	EBITDA/销售收入	10.58%	10.37%	8.47%	8.16%
其他负债	1122.27	1775.08	2724.96	3407.01	营运能力				
负债合计	2442.02	4602.82	6928.77	8572.83	总资产周转率	0.34	0.50	0.53	0.52
股本	509.39	553.93	553.93	553.93	固定资产周转率	2.20	3.75	6.05	8.04
资本公积	1082.24	1037.70	1037.70	1037.70	应收账款周转率	2.50	3.18	2.76	2.54
留存收益	267.31	503.51	717.09	982.70	存货周转率	2.02	2.85	2.39	2.18
归属母公司股东权益	1837.41	2073.60	2287.19	2552.79	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	46.64	32.28	18.73	资本结构				
股东权益合计	1893.69	2120.24	2319.47	2571.52	资产负债率	56.32%	68.46%	74.92%	76.93%
负债和股东权益合计	4335.71	6723.06	9248.23	11144.35	带息债务/总负债	16.15%	7.70%	5.11%	4.13%
					流动比率	0.95	1.05	1.08	1.10
					速动比率	0.75	0.78	0.80	0.83
					股利支付率	88.05%	3.85%	18.70%	16.52%
					每股指标				
					每股收益	0.09	0.44	0.47	0.57
					每股净资产	3.32	3.74	4.13	4.61
					每股经营现金	0.04	1.84	1.60	1.33
					每股股利	0.08	0.02	0.09	0.09
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	124.99	285.61	357.25	433.90					
PE	114.24	21.99	20.56	16.98					
PB	2.94	2.60	2.36	2.12					
PS	4.57	1.96	1.28	1.02					
EV/EBITDA	40.14	15.52	10.08	6.77					
股息率	0.77%	0.18%	0.91%	0.97%					

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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn