

三维通信 (002115)

证券研究报告

2018年09月04日

掘金微信流量加速变现红利+5G 静待绽放，业绩持续高增长可期

事件：公司公告，2018 上半年营业收入 14.29 亿元，同比增长 216.5%；归属于上市公司股东净利润为 6933 万元，同比增长 307.75%。同时，公司预计前三季度净利润变动幅度 1.3 亿-1.7 亿元，增长区间为 517%-706%。

腾讯社交广告和微信自媒体业务增长势头迅猛，未来持续高增长可期

从收入端看，2018 上半年公司收入 14.29 亿元，同比增长 216.5%，其中互联网信息服务业务营收 10.26 亿元(其中广告业务 9.12 亿，微信自媒体 9477 万，已接近去年全年自媒体业务收入)，占公司总营收比例 71.82%，主要源于互联网广告业务发展迅速，公司持续加大对以微信为代表的腾讯社交产品的广告投放业务的投入，在腾讯 SMB 服务商中名列前茅；通信设备制造(主营网优)营收 3.75 亿元，同比下降 14.64%，在运营商集采的严酷竞争环境下，公司通过积极调整产品结构，开发高毛利产品、拓展海外销售等方式提升通信网优业务竞争力。整体来看，公司初步实现了“通信网优业务及互联网广告业务并举”的经营发展战略。

从利润端看，上半年净利润 6933 万元，贴近公司此前预告区间上限(5000-7000 万元)。实际上，巨网科技上半年实现归属于母公司的净利润 7716.47 万元，高于公司整体利润，发展势头迅猛。同时，公司三季报业绩预告区间为 1.3 亿-1.7 亿元，同比实现大幅增长，主要源于巨网科技互联网广告业务预估较上期发展迅速，并表效应显著，同时 3 季度部分完成拟处置房产过户交割(如果全部交易完成，则预计可贡献处置收益 6500 万元)。

从毛利率和费用率看，上半年整体毛利率为 14.35%，同比下降 11.35 个百分点，主要源于低毛利率(5%)的广告业务占比提升；网优业务毛利率 20.44%，同比去年(24.31%)持续下滑，反应行业竞争激烈；**值得重视的是，迅速发展的自媒体业务维持 67.21% 的高毛利率。**上半年三项费用率 9.93%，同比下降 15.04 个百分点，主要因为互联网信息服务占比大幅提升，我们认为，随着轻模式的微信互联网业务持续高增长，未来费用率有望持续下降。

掘金微信流量加速变现红利+5G 静待绽放，双主业战略值得期待

新兴业务上，公司基于多年积累的长尾流量和广泛客户资源，跟腾讯紧密深度合作，社交广告订单高增长可期；**微信公众号矩阵已形成庞大粉丝，自媒体流量孵化潜力巨大。**传统网优方面，公司从产品到解决方案、服务始终保持业内领先；以及拓张海外市场不断获得重大突破，积极调整业务结构，同时研发及布局小基站为 5G 准备，5G 时代仍值得积极期待。

投资建议与盈利预测：预计公司 2018-2020 净利润为 2.1 亿、3.2 亿和 4.7 亿元，18-19 年对应 PE 24x 和 16x，重申“增持”评级。

风险提示：微信公众号流量变现不及预期，移动广告行业竞争激烈等。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	988.76	1,181.44	2,368.68	3,228.73	4,204.00
增长率(%)	14.31	19.49	100.49	36.31	30.21
EBITDA(百万元)	63.86	104.66	253.42	377.01	545.85
净利润(百万元)	27.60	47.27	208.69	320.26	467.11
增长率(%)	45.38	71.28	341.44	53.46	45.85
EPS(元/股)	0.05	0.09	0.38	0.58	0.84
市盈率(P/E)	180.83	105.57	23.92	15.58	10.68
市净率(P/B)	5.35	2.72	2.49	2.30	2.08
市销率(P/S)	5.05	4.22	2.11	1.55	1.19
EV/EBITDA	66.20	44.95	18.05	11.09	8.67

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持(维持评级)
当前价格	9.23 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	553.93
流通 A 股股本(百万股)	345.24
A 股总市值(百万元)	5,112.74
流通 A 股市值(百万元)	3,186.61
每股净资产(元)	3.92
资产负债率(%)	50.00
一年内最高/最低(元)	13.01/6.80

作者

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

容志能 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003
rongzheneng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《三维通信-公司研究简报:微信互联网流量红利爆发+5G，未来成长性十足》 2018-05-24
- 2 《三维通信-季报点评:业绩持续好转，全年净利润预测略超预期》 2017-10-26
- 3 《三维通信-公司点评:业绩持续好转，全年净利润预测略超预期》 2017-10-24

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	673.92	589.03	1,011.34	1,414.94	877.83	营业收入	988.76	1,181.44	2,368.68	3,228.73	4,204.00
应收账款	481.39	571.23	1,534.26	1,335.73	2,401.16	营业成本	723.03	867.80	1,800.15	2,414.96	3,073.26
预付账款	13.64	88.15	121.87	159.88	198.67	营业税金及附加	9.55	11.99	22.98	31.00	39.94
存货	400.48	418.96	1,231.18	982.54	1,834.62	营业费用	83.38	86.75	106.59	145.29	189.18
其他	209.01	260.52	242.58	248.71	269.67	管理费用	133.49	167.92	213.18	290.59	378.36
流动资产合计	1,778.44	1,927.89	4,141.22	4,141.79	5,581.95	财务费用	22.83	31.18	23.00	24.00	26.00
长期股权投资	21.03	31.86	31.86	31.86	31.86	资产减值损失	17.22	19.20	20.00	20.00	30.00
固定资产	319.59	753.37	764.74	794.13	821.33	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	210.65	11.97	43.18	73.91	74.35	投资净收益	15.30	32.70	13.00	13.00	13.00
无形资产	101.26	190.43	173.21	155.99	138.76	其他	(30.60)	(78.67)	(26.00)	(26.00)	(26.00)
其他	178.17	1,420.18	1,392.31	1,380.32	1,368.91	营业利润	14.58	42.56	195.78	315.90	480.26
非流动资产合计	830.70	2,407.82	2,405.30	2,436.21	2,435.22	营业外收入	12.53	3.63	2.00	2.00	2.00
资产总计	2,609.14	4,335.71	6,546.52	6,577.99	8,017.18	营业外支出	1.19	0.97	1.00	1.00	1.00
短期借款	5.00	40.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	25.91	45.23	196.78	316.90	481.26
应付账款	711.93	1,268.76	3,011.58	2,998.98	3,796.34	所得税	0.77	(0.46)	(1.97)	(3.17)	14.44
其他	251.89	714.73	1,040.78	924.91	1,333.46	净利润	25.14	45.68	198.75	320.07	466.83
流动负债合计	968.83	2,023.50	4,052.36	3,923.89	5,129.80	少数股东损益	(2.46)	(1.59)	(9.94)	(0.19)	(0.28)
长期借款	205.12	354.39	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	27.60	47.27	208.69	320.26	467.11
应付债券	399.02	0.00	400.00	400.00	400.00	每股收益(元)	0.05	0.09	0.38	0.58	0.84
其他	48.12	64.14	40.00	40.00	40.00						
非流动负债合计	652.25	418.52	440.00	440.00	440.00	主要财务比率					
负债合计	1,621.08	2,442.02	4,492.36	4,363.89	5,569.80		2016	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	54.39	56.28	46.34	46.15	45.87	成长能力					
股本	416.26	509.39	553.93	553.93	553.93	营业收入	14.31%	19.49%	100.49%	36.31%	30.21%
资本公积	277.97	1,082.24	1,082.24	1,082.24	1,082.24	营业利润	101.18%	192.00%	359.97%	61.35%	52.03%
留存收益	539.64	1,349.55	1,453.89	1,614.02	1,847.58	归属于母公司净利润	45.38%	71.28%	341.44%	53.46%	45.85%
其他	(300.20)	(1,103.77)	(1,082.24)	(1,082.24)	(1,082.24)	获利能力					
股东权益合计	988.06	1,893.69	2,054.16	2,214.10	2,447.38	毛利率	26.88%	26.55%	24.00%	25.20%	26.90%
负债和股东权益总	2,609.14	4,335.71	6,546.52	6,577.99	8,017.18	净利率	2.79%	4.00%	8.81%	9.92%	11.11%
						ROE	2.96%	2.57%	10.39%	14.77%	19.45%
						ROIC	4.01%	9.57%	12.14%	21.58%	36.14%
						偿债能力					
						资产负债率	62.13%	56.32%	68.62%	66.34%	69.47%
						净负债率	30.38%	17.34%	50.94%	120.54%	87.31%
						流动比率	1.84	0.95	1.02	1.06	1.09
						速动比率	1.42	0.75	0.72	0.81	0.73
						营运能力					
						应收账款周转率	2.12	2.24	2.25	2.25	2.25
						存货周转率	2.43	2.88	2.87	2.92	2.98
						总资产周转率	0.42	0.34	0.44	0.49	0.58
						每股指标(元)					
						每股收益	0.05	0.09	0.38	0.58	0.84
						每股经营现金流	0.24	0.04	0.93	1.19	-0.43
						每股净资产	1.69	3.32	3.62	3.91	4.34
						估值比率					
						市盈率	180.83	105.57	23.92	15.58	10.68
						市净率	5.35	2.72	2.49	2.30	2.08
						EV/EBITDA	66.20	44.95	18.05	11.09	8.67
						EV/EBIT	113.03	77.80	20.91	12.30	9.34

现金流量表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	25.14	45.68	208.69	320.26	467.11
折旧摊销	34.27	51.25	34.64	37.11	39.58
财务费用	26.10	33.16	23.00	24.00	26.00
投资损失	(15.30)	(32.70)	(13.00)	(13.00)	(13.00)
营运资金变动	83.02	(82.33)	272.04	288.27	(757.66)
其它	(19.16)	5.38	(9.94)	(0.19)	(0.28)
经营活动现金流	134.07	20.44	515.43	656.45	(238.25)
资本支出	198.89	1,467.91	84.14	80.00	50.00
长期投资	(1.05)	10.84	0.00	0.00	0.00
其他	(240.13)	(1,696.69)	(121.35)	(148.77)	(89.35)
投资活动现金流	(42.30)	(217.94)	(37.21)	(68.77)	(39.35)
债权融资	618.73	806.60	812.21	812.21	812.21
股权融资	(10.53)	867.29	43.20	(23.83)	(25.77)
其他	(447.13)	(1,509.61)	(911.32)	(972.47)	(1,045.93)
筹资活动现金流	161.06	164.28	(55.91)	(184.09)	(259.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	252.83	(33.22)	422.31	403.59	(537.10)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com