

广告资源进一步拓展, 业绩稳步上行

投资要点

- **事件:** 公司公告 2018 三季度及 2018 全年业绩预告, 2018 年前三季度实现营收 23.8 亿元 (+227%), 归母净利润 1.7 亿元 (+693%), 归母扣非净利润 9939 万元 (+2052%), 公司业绩落在业绩预告的上部。公司同时公告 2018 全年业绩预告, 预计 2018 全年实现归母净利润 2.1-2.5 亿元之间, 同比提升 344%-429%。
- **处置闲置房产大幅增厚公司 18 年业绩, 微信广告业务持续高增长。** 公司业绩的高增长主要由于: 1) 巨网科技在 2017 年 11 月并表, 使得 17 年同期可比基数不同, 且 2017 年同期, 公司的传统网优业务市场竞争激烈, 处于维持营收规模的状态。2) 公司主营的微信广告业务持续增长, 2018Q3 单季, 公司实现营收 9.5 亿元, 相当于 2017 全年网优+互联网广告总营收的一半。3) 2018 年前三季度, 公司处置闲置房产实现 7900 余万元的税前收益, 大幅增厚了公司利润。
- **自媒体广告资源进一步拓展, 公司粉丝数量持续提升。** 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, 2018Q3 单季度, 公司新增的摊销金额约 1 亿元, 由于 90% 以上的摊销都为流量采购成本, 因此, 公司在三季度进一步加码对于以微信公众号为主的自媒体资源的采购。
- **2018Q4 腾讯社交广告业务或有保障。** 公司腾讯社交广告业务的模式是公司先向腾讯购买广告额度, 截至 2018 年 9 月底, 公司预付账款 3.4 亿元, 较 2018 年 6 月底增加 1 亿元, 公司社交广告投放业务规模进一步提升。公司广告投放业务以腾讯社交广告为主, 涵盖 PC 端网页、软件及 APP 市场等, 公司在腾讯 SMB 服务商中继续领先, 拉动公司广告投放业务营收快速放量。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.29/2.39/2.66 亿元, EPS 分别为 0.41/0.43/0.48 元。我们认为, 公司 2018、2019 年业绩考核目标为 1.7 亿元、2.2 亿元, 且巨网科技 2018、2019 年的业绩承诺为 1.3 亿元、1.7 亿元, 公司业绩或有保证。公司是 A 股市场微信流量的社交广告变现+自媒体广告的稀缺标的, 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:** 并购标的业绩或不及预期、微信对公司流量或有管控的风险、广告业务增速或不及预期、投资收益或不及预期、国家相关政策或监管加强的风险。

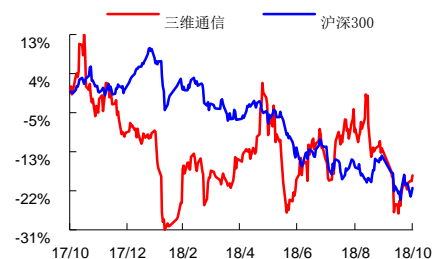
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1181.44	2713.48	3837.33	4822.88
增长率	19.49%	129.68%	41.42%	25.68%
归属母公司净利润(百万元)	47.27	229.27	239.42	266.08
增长率	71.28%	384.97%	4.43%	11.14%
每股收益 EPS(元)	0.09	0.41	0.43	0.48
净资产收益率 ROE	2.41%	10.47%	9.91%	10.22%
PE	95	20	19	17
PB	2.45	2.19	2.00	1.82

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

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)	3.47
52 周内股价区间(元)	7.08-11.48
总市值(亿元)	45.06
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): 社交广告持续放量, 自媒体业务继续高增长 (2018-08-30)
2. 三维通信(002115): 盘活存量资产, 打开主营业务想象空间 (2018-07-17)
3. 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 4.6% 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 65% 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。

假设 5: 假设公司基金分红金额在 19 年、20 年保持在 3500 万左右。

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	667.8	701.2	771.3
	增速	-6.5%	-15.0%	5.0%	10.0%
	毛利率	28.5%	22.0%	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%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	毛利率	94.6%	90.0%	90.0%	90.0%
广告业务	收入	159.0	1577.2	2523.4	3280.5
	增速		160%	60.0%	30.0%
	毛利率	8.4%	4.7%	4.6%	4.6%
自媒体业务	收入	24.4	221.0	353.6	495.1
	增速		88%	60.0%	40.0%
	毛利率	56.0%	65.0%	65.3%	65.0%
游戏联运	收入	9.0	51.9	57.1	62.8
	增速			10.0%	10.0%
	毛利率	35.6%	8.6%	9.2%	9.6%
合计	收入	1181.44	2713.5	3837.3	4822.9
	增速	19.5%	129.7%	41.4%	25.7%
	毛利率	26.5%	16.0%	15.5%	15.7%

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	2713.48	3837.33	4822.88	净利润	45.68	220.27	226.33	254.75
营业成本	867.80	2279.87	3244.17	4067.48	折旧与摊销	51.25	87.91	87.91	87.91
营业税金及附加	11.99	27.09	38.52	48.32	财务费用	31.18	27.13	38.37	48.23
销售费用	86.75	81.40	107.45	135.04	资产减值损失	19.20	19.20	19.20	19.20
管理费用	167.92	146.53	191.87	265.26	经营营运资本变动	270.54	712.96	400.44	289.51
财务费用	31.18	27.13	38.37	48.23	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	1009.80	718.91	645.53
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	167.25	232.75	274.35	短期借款	35.00	-40.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.66	77.49	18.73	8.70	长期借款	149.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	45.23	244.75	251.48	283.05	股权融资	897.40	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.46	24.47	25.15	28.31	支付股利	-41.63	-9.45	-45.85	-47.88
净利润	45.68	220.27	226.33	254.75	其他	-875.76	-438.65	-38.37	-48.23
少数股东损益	-1.59	-9.00	-13.09	-11.33	筹资活动现金流净额	164.28	-488.10	-84.23	-96.11
归属母公司股东净利润	47.27	229.27	239.42	266.08	现金流量净额	-42.02	556.70	669.69	584.42
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	1145.73	1815.42	2399.84	成长能力				
应收和预付款项	683.40	1521.68	2165.43	2736.15	销售收入增长率	19.49%	129.68%	41.42%	25.68%
存货	418.96	1142.15	1632.80	2052.29	营业利润增长率	192.00%	292.94%	39.16%	17.87%
其他流动资产	236.50	543.18	768.15	965.44	净利润增长率	81.72%	382.15%	2.75%	12.56%
长期股权投资	31.86	31.86	31.86	31.86	EBITDA 增长率	74.39%	125.85%	27.18%	14.33%
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%	15.98%	15.46%	15.66%
无形资产和开发支出	1319.16	1289.98	1260.80	1231.61	三费率	24.20%	9.40%	8.80%	9.30%
其他非流动资产	291.45	269.66	247.86	226.06	净利率	3.87%	8.12%	5.90%	5.28%
资产总计	4335.71	6672.67	8613.81	10297.83	ROE	2.41%	10.47%	9.91%	10.22%
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.05%	3.30%	2.63%	2.47%
应付和预收款项	925.37	2452.01	3494.93	4359.29	ROIC	5.18%	10.27%	20.09%	31.96%
长期借款	354.39	354.39	354.39	354.39	EBITDA/销售收入	10.58%	10.40%	9.36%	8.51%
其他负债	1122.27	1761.77	2479.51	3092.31	营运能力				
负债合计	2442.02	4568.16	6328.83	7805.99	总资产周转率	0.34	0.49	0.50	0.51
股本	509.39	553.93	553.93	553.93	固定资产周转率	2.20	3.69	5.50	7.30
资本公积	1082.24	1037.70	1037.70	1037.70	应收账款周转率	2.50	3.17	2.67	2.54
留存收益	267.31	487.12	680.69	898.88	存货周转率	2.02	2.84	2.30	2.18
归属母公司股东权益	1837.41	2057.21	2250.78	2468.98	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	47.29	34.20	22.86	资本结构				
股东权益合计	1893.69	2104.50	2284.98	2491.84	资产负债率	56.32%	68.46%	73.47%	75.80%
负债和股东权益合计	4335.71	6672.67	8613.81	10297.83	带息债务/总负债	16.15%	7.76%	5.60%	4.54%
					流动比率	0.95	1.05	1.08	1.10
					速动比率	0.75	0.77	0.80	0.83
					股利支付率	88.05%	4.12%	19.15%	18.00%
					每股指标				
					每股收益	0.09	0.41	0.43	0.48
					每股净资产	3.32	3.72	4.07	4.46
					每股经营现金	0.04	1.82	1.30	1.17
					每股股利	0.08	0.02	0.08	0.09
业绩和估值指标									
EBITDA	124.99	282.29	359.03	410.49					
PE	95.20	19.63	18.80	16.91					
PB	2.45	2.19	2.00	1.82					
PS	3.81	1.66	1.17	0.93					
EV/EBITDA	33.54	12.56	8.01	5.58					
股息率	0.92%	0.21%	1.02%	1.06%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn