

# 三维通信 (002115)

证券研究报告

2018年11月05日

## 业绩略超预期，微信流量加速变现红利+5G 双轮驱动

**事件：**公司公告，2018 前三季度营业收入 23.8 亿元，同比增长 227%；归属于上市公司股东净利润为 1.67 亿元，同比增长 693%。同时，公司预计 2018 年净利润变动幅度 2.1-2.5 亿元，增长区间为 344%-429%。

### 腾讯社交广告和微信自媒体业务增长势头迅猛，全年业绩指引超预期

从收入端看，2018 公司前三季度收入 23.8 亿元，同比增长 227%，主要系巨网科技并表，巨网的互联网广告业务增长迅速。从之前中报披露的细分数据看，上半年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；

中报显示上半年网优业务营收 3.75 亿元，同比下降 14.64%，假设三季度网优业务同比保持平稳（2.38 亿元），则意味着巨网科技前三季度实现营收 17.7 亿元，第三季度营收 7.4 亿元，环比仍在持续较快增长。整体来看，公司基本实现了“通信网优业务及互联网广告业务并举”的经营发展战略，而且互联网新兴业务呈快速增长态势。

从利润端看，前三季归母净利润 1.67 亿元，同比增长 693%，贴近此前业绩预告上限（1.7 亿元），如果剔除掉三季度新增闲置房地产处置收益 7949 万元，则前三季度的业务贡献净利润为 0.87 亿元。同时，公司全年业绩预告区间为 2.1~2.5 亿元，同比实现大幅增长 344%~429%，略超市场预期，主要源于巨网科技互联网广告业务发展迅速，并表效应显著，同时有效处置闲置资产。剔除掉处置收益，则公司经营业务做到全年业绩为 1.3 亿~1.7 亿元，即第四季度可实现 4300 万~6300 万元，呈迅速发展态势。

从毛利率和费用率看，前三季度毛利率 14.08%，同比下降 12.12 个百分点，主要源于低毛利率（中报显示 5%）的广告业务占比提升；但是，前三季度净利率为 7.23%，同比提升 3.36 个百分点，主要源于巨网科技强劲的盈利能力。前三季度三项费用率 6.7%，同比下降 18.25 个百分点，主要源于巨网科技互联网信息服务收入占比大幅提升，我们认为，随着轻模式的微信互联网业务持续高增长，未来费用率有望稳中或降。

### 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。

**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	2,893.87	3,987.71	5,083.12
增长率(%)	14.31	19.49	144.94	37.80	27.47
EBITDA(百万元)	63.86	104.66	281.92	392.46	544.53
净利润(百万元)	27.60	47.27	238.91	335.88	465.82
增长率(%)	45.38	71.28	405.36	40.59	38.69
EPS(元/股)	0.05	0.09	0.43	0.61	0.84
市盈率(P/E)	169.88	99.18	19.63	13.96	10.07
市净率(P/B)	5.02	2.55	2.32	2.14	1.93
市销率(P/S)	4.74	3.97	1.62	1.18	0.92
EV/EBITDA	66.20	44.95	13.70	9.10	7.42

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	8.43 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	553.56
流通 A 股股本(百万股)	347.07
A 股总市值(百万元)	4,666.51
流通 A 股市值(百万元)	2,925.77
每股净资产(元)	4.11
资产负债率(%)	47.34
一年内最高/最低(元)	11.85/6.80

### 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

- 《三维通信-半年报点评: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》 2018-09-04
- 《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
- 《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

**投资建议与盈利预测：**

整体来看，三维已成为新兴的微信生态标的，在腾讯加速做微信生态变现的背景下，公司流量孵化潜力巨大。传统网优方面，积极调整业务结构，降本增效，同时积极准备 5G。我们认为，微信互联网流量加速变现红利+5G 将驱动公司未来几年持续快速增长。由于 2018 年新增资产处置收益，将 2018-2020 年盈利预测，从 2.1、3.2 和 4.7 亿元上调为 2.4 亿、3.4 亿和 4.7 亿元，18-19 年对应 PE 20×和 14×，重申“增持”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	673.92	589.03	1,419.92	1,722.92	1,262.60
应收账款	481.39	571.23	2,001.09	1,543.54	2,974.79
预付账款	13.64	88.15	181.08	188.56	280.42
存货	400.48	418.96	1,696.40	1,207.94	2,476.90
其他	209.01	260.52	257.17	255.20	287.60
<b>流动资产合计</b>	<b>1,778.44</b>	<b>1,927.89</b>	<b>5,555.67</b>	<b>4,918.17</b>	<b>7,282.30</b>
长期股权投资	21.03	31.86	31.86	31.86	31.86
固定资产	319.59	753.37	764.74	794.13	821.33
在建工程	210.65	11.97	43.18	73.91	74.35
无形资产	101.26	190.43	173.21	155.99	138.76
其他	178.17	1,420.18	1,392.31	1,380.32	1,368.91
<b>非流动资产合计</b>	<b>830.70</b>	<b>2,407.82</b>	<b>2,405.30</b>	<b>2,436.21</b>	<b>2,435.22</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,609.14</b>	<b>4,335.71</b>	<b>7,960.97</b>	<b>7,354.38</b>	<b>9,717.52</b>
短期借款	5.00	40.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	711.93	1,268.76	4,218.35	3,667.37	5,220.91
其他	251.89	714.73	1,235.16	1,011.80	1,588.78
<b>流动负债合计</b>	<b>968.83</b>	<b>2,023.50</b>	<b>5,453.50</b>	<b>4,679.17</b>	<b>6,809.69</b>
长期借款	205.12	354.39	0.00	0.00	0.00
应付债券	399.02	0.00	400.00	400.00	400.00
其他	48.12	64.14	40.00	40.00	40.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>652.25</b>	<b>418.52</b>	<b>440.00</b>	<b>440.00</b>	<b>440.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,621.08</b>	<b>2,442.02</b>	<b>5,893.50</b>	<b>5,119.17</b>	<b>7,249.69</b>
少数股东权益	54.39	56.28	44.90	44.70	44.42
股本	416.26	509.39	553.56	553.56	553.56
资本公积	277.97	1,082.24	1,082.24	1,082.24	1,082.24
留存收益	539.64	1,349.55	1,469.00	1,636.94	1,869.85
其他	(300.20)	(1,103.77)	(1,082.24)	(1,082.24)	(1,082.24)
<b>股东权益合计</b>	<b>988.06</b>	<b>1,893.69</b>	<b>2,067.47</b>	<b>2,235.20</b>	<b>2,467.84</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,609.14</b>	<b>4,335.71</b>	<b>7,960.97</b>	<b>7,354.38</b>	<b>9,717.52</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	25.14	45.68	238.91	335.88	465.82
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)	667.32	179.88	(680.24)
其它	(19.16)	5.38	(11.38)	(0.20)	(0.28)
<b>经营活动现金流</b>	<b>134.07</b>	<b>20.44</b>	<b>939.49</b>	<b>563.66</b>	<b>(162.11)</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(42.30)</b>	<b>(217.94)</b>	<b>(37.21)</b>	<b>(68.77)</b>	<b>(39.35)</b>
债权融资	618.73	806.60	812.21	812.21	812.21
股权融资	(10.53)	867.29	42.83	(23.83)	(25.77)
其他	(447.13)	(1,509.61)	(926.43)	(980.28)	(1,045.29)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>161.06</b>	<b>164.28</b>	<b>(71.39)</b>	<b>(191.90)</b>	<b>(258.85)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>252.83</b>	<b>(33.22)</b>	<b>830.89</b>	<b>303.00</b>	<b>(460.32)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>988.76</b>	<b>1,181.44</b>	<b>2,893.87</b>	<b>3,987.71</b>	<b>5,083.12</b>
营业成本	723.03	867.80	2,307.66	3,168.37	4,019.82
营业税金及附加	9.55	11.99	28.07	38.28	48.29
营业费用	83.38	86.75	130.22	179.45	203.32
管理费用	133.49	167.92	173.63	239.26	289.74
财务费用	22.83	31.18	23.00	24.00	26.00
资产减值损失	17.22	19.20	20.00	20.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.30	32.70	13.00	13.00	13.00
其他	(30.60)	(78.67)	(26.00)	(26.00)	(26.00)
<b>营业利润</b>	<b>14.58</b>	<b>42.56</b>	<b>224.28</b>	<b>331.35</b>	<b>478.94</b>
营业外收入	12.53	3.63	2.00	2.00	2.00
营业外支出	1.19	0.97	1.00	1.00	1.00
<b>利润总额</b>	<b>25.91</b>	<b>45.23</b>	<b>225.28</b>	<b>332.35</b>	<b>479.94</b>
所得税	0.77	(0.46)	(2.25)	(3.32)	14.40
<b>净利润</b>	<b>25.14</b>	<b>45.68</b>	<b>227.53</b>	<b>335.68</b>	<b>465.54</b>
少数股东损益	(2.46)	(1.59)	(11.38)	(0.20)	(0.28)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>27.60</b>	<b>47.27</b>	<b>238.91</b>	<b>335.88</b>	<b>465.82</b>
每股收益(元)	0.05	0.09	0.43	0.61	0.84

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.31%	19.49%	144.94%	37.80%	27.47%
营业利润	101.18%	192.00%	426.92%	47.74%	44.54%
归属于母公司净利润	45.38%	71.28%	405.36%	40.59%	38.69%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.88%	26.55%	20.26%	20.55%	20.92%
净利率	2.79%	4.00%	8.26%	8.42%	9.16%
ROE	2.96%	2.57%	11.81%	15.33%	19.22%
ROIC	4.01%	9.57%	13.72%	30.02%	45.69%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.13%	56.32%	74.03%	69.61%	74.60%
净负债率	30.38%	17.34%	50.61%	163.80%	104.71%
流动比率	1.84	0.95	1.02	1.05	1.07
速动比率	1.42	0.75	0.71	0.79	0.71
<b>营运能力</b>					
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	2.74	2.75	2.76
总资产周转率	0.42	0.34	0.47	0.52	0.60
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.05	0.09	0.43	0.61	0.84
每股经营现金流	0.24	0.04	1.70	1.02	-0.29
每股净资产	1.69	3.32	3.65	3.96	4.38
<b>估值比率</b>					
市盈率	169.88	99.18	19.63	13.96	10.07
市净率	5.02	2.55	2.32	2.14	1.93
EV/EBITDA	66.20	44.95	13.70	9.10	7.42
EV/EBIT	113.03	77.80	15.62	10.05	8.00

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