2019 年 03 月 01 日
证券研究报告•2018 年业绩快报点评
三维通信（002115）通信

买入（维持）
当前价：12.29 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

通信业务积极调整，互联网广告快速增长

投资要点

- **事件：**公司公告 2018 年业绩快报，2018 年实现营收 35.9 亿元（+204%），归母净利润 2.1 亿元（+351%），互联网广告成为业绩增长的主要来源。
- **互联网广告业务继续放量，拉动营收高速增长。**由于巨网科技在 2017 年 11 月并表，使得 2017 年同期可比基数不同，假设巨网科技 2017 全年已经并表，那么三维通信 2017 全年实现营收 17.5 亿元，归母净利润 1.2 亿元。因此，实际上三维通信 2018 年营收同比提升 105%，归母净利润同比提升 72%，扣除公司 2018 年转让部分房产取得的 6500 万元，公司净利润同比增长约 20%。
- **2019 年公司互联网广告业务预计仍将快速增长。公司所处的微信中长尾生态方面：**2019 年 2 月底，腾讯广告“合力增长”2019 区域及中长尾渠道服务商大会召开，巨网科技成为 9 家“2018 年度突破服务商”之一，其旗下的全资子公司梦周文化成为 8 家“2018 年度卓越服务商”之一，公司在微信广告生态中的地位进一步提高。腾讯网信息显示，2018 年腾讯广告正式开启渠道下沉，在全国范围内迅速布局，带动区域及中长尾业务获得超 100%的增长，为 19 年全面发力蓄力。与此同时，腾讯广告公布 2019 年的业务战略和发展目标：2019 年，腾讯广告将集中发力直营电商与自媒体、SMB 及 LKA 效果、LKA 品牌三大赛道。公司作为服务中小企业的腾讯社交广告以及自媒体广告，或将直接受益。
- **积极调整通信网优业务，切入 5G 基础设施投入。**公司原有网优业务所处的行业较为成熟，竞争激烈，公司一直维持此前的营收和利润体量。2018 下半年公司开始介入 5G 基础设施的投入，2019 年或能取得积极进展。与此同时，公司正积极开发适用于 5G 的新产品及解决方案，满足运营商建设需求，预计在 5G 基础设施建设完成之后开始进入市场。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.13/2.45/4.34 亿元，EPS 分别为 0.39/0.44/0.78 元。我们认为，公司 2019 年业绩考核目标为 2.2 亿元，且巨网科技 2019 年的业绩承诺为 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，通信业务也有望在 5G 基础设施建设的前期和后期分一杯羹，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、通信业务进展或不及预期、5G 基础设施推进或不及预期风险。

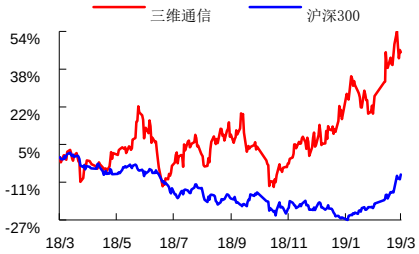
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1181.44	3593.05	6202.16	9273.02
增长率	19.49%	204.13%	72.62%	49.51%
归属母公司净利润（百万元）	47.27	213.13	245.29	433.61
增长率	71.28%	350.83%	15.09%	76.78%
每股收益 EPS（元）	0.09	0.39	0.44	0.78
净资产收益率 ROE	2.41%	9.80%	10.18%	15.70%
PE	144	32	28	16
PB	3.70	3.33	3.03	2.59

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)	3.68
52 周内股价区间(元)	7.41-13.05
总市值(亿元)	68.03
总资产(亿元)	45.39
每股净资产(元)	4.11

相关研究

1. 三维通信（002115）：广告资源进一步拓展，业绩稳步上行 (2018-11-01)
2. 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)
3. 三维通信（002115）：盘活存量资产，打开主营业务想象空间 (2018-07-17)
4. 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腾讯社交广告。根据艾瑞咨询的数据，中国社交广告市场在 2019 年将达 817.8 亿元，同比提升 44%。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 5%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，2019-2020 年，中国游戏市场规模增速将分别为 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：智慧路灯业务：该项业务为 5G 新兴业务，目前处于跑马圈地阶段，假设公司该项业务在 2019 下半年开始启动，在 2020 年开始放量，预计该项业务毛利率为 62%。

假设 6：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
传统网优等业务	收入	989.1	863.4	805.9	814.0
	增速	0.0%	-12.7%	-6.7%	1.0%
	毛利率	29.0%	24.5%	26.9%	28.5%
广告业务	收入	159.0	2456.7	4913.4	7370.2
	增速		305%	100.0%	50.0%
	毛利率	8.4%	5.0%	5.0%	4.8%
自媒体业务	收入	24.4	221.0	375.7	526.0
	增速		88%	70.0%	40.0%
	毛利率	56.0%	65.0%	65.0%	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%
智慧路灯	收入			50.0	500.0
	增速				900.0%
	毛利率			62.0%	62.0%
合计	收入	1181.44	3593.0	6202.2	9273.0
	增速	19.5%	204.1%	72.6%	49.5%
	毛利率	26.5%	13.4%	12.0%	13.4%

数据来源：wind、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1181.44	3593.05	6202.16	9273.02
营业成本	867.80	3110.72	5459.06	8029.31
营业税金及附加	11.99	35.87	62.26	92.91
销售费用	86.75	107.79	160.02	259.64
管理费用	167.92	154.50	235.68	361.65
财务费用	31.18	35.93	62.02	92.73
资产减值损失	19.20	19.20	19.20	19.20
投资收益	32.70	100.00	35.00	35.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	42.56	229.03	238.92	452.57
其他非经营损益	2.66	-1.51	18.73	8.70
利润总额	45.23	227.52	257.64	461.27
所得税	-0.46	22.75	25.76	46.13
净利润	45.68	204.77	231.88	415.14
少数股东损益	-1.59	-8.36	-13.41	-18.47
归属母公司股东净利润	47.27	213.13	245.29	433.61

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	45.68	204.77	231.88	415.14
折旧与摊销	51.25	87.91	87.91	87.91
财务费用	31.18	35.93	62.02	92.73
资产减值损失	19.20	19.20	19.20	19.20
经营营运资本变动	270.54	1115.28	1054.91	952.17
其他	-397.41	-122.67	-53.34	-54.06
经营活动现金流净额	20.44	1340.42	1402.58	1513.10
资本支出	-1363.15	0.00	0.00	0.00
其他	1145.20	100.00	35.00	35.00
投资活动现金流净额	-217.94	100.00	35.00	35.00
短期借款	35.00	-40.00	0.00	0.00
长期借款	149.27	0.00	0.00	0.00
股权融资	897.40	0.00	0.00	0.00
支付股利	-41.63	-9.45	-42.63	-49.06
其他	-875.76	-447.44	-62.02	-92.73
筹资活动现金流净额	164.28	-496.90	-104.65	-141.79
现金流量净额	-42.02	943.52	1332.93	1406.31

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	589.03	1532.55	2865.48	4271.79
应收和预付款项	683.40	2020.36	3514.27	5275.43
存货	418.96	1565.64	2761.73	4071.65
其他流动资产	236.50	719.25	1241.55	1856.27
长期股权投资	31.86	31.86	31.86	31.86
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	765.34	728.41	691.49	654.56
无形资产和开发支出	1319.16	1289.98	1260.80	1231.61
其他非流动资产	291.45	269.66	247.86	226.06
资产总计	4335.71	8157.72	12615.04	17619.24
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	925.37	3334.15	5854.32	8579.36
长期借款	354.39	354.39	354.39	354.39
其他负债	1122.27	2380.19	4128.09	6041.16
负债合计	2442.02	6068.72	10336.79	14974.90
股本	509.39	553.93	553.93	553.93
资本公积	1082.24	1037.70	1037.70	1037.70
留存收益	267.31	470.99	673.65	1058.20
归属母公司股东权益	1837.41	2041.08	2243.74	2628.30
少数股东权益	56.28	47.92	34.51	16.04
股东权益合计	1893.69	2089.00	2278.25	2644.34
负债和股东权益合计	4335.71	8157.72	12615.04	17619.24

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	19.49%	204.13%	72.62%	49.51%
营业利润增长率	192.00%	438.07%	4.32%	89.43%
净利润增长率	81.72%	348.22%	13.24%	79.04%
EBITDA 增长率	74.39%	182.31%	10.20%	62.84%
获利能力				
毛利率	26.55%	13.42%	11.98%	13.41%
三费率	24.20%	8.30%	7.38%	7.70%
净利率	3.87%	5.70%	3.74%	4.48%
ROE	2.41%	9.80%	10.18%	15.70%
ROA	1.05%	2.51%	1.84%	2.36%
ROIC	5.18%	15.42%	41.85%	-352.95%
EBITDA/销售收入	10.58%	9.82%	6.27%	6.83%
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.58	0.60	0.61
固定资产周转率	2.20	4.89	8.89	14.03
应收账款周转率	2.50	3.42	2.89	2.73
存货周转率	2.02	3.07	2.50	2.34
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.22%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	56.32%	74.39%	81.94%	84.99%
带息债务/总负债	16.15%	5.84%	3.43%	2.37%
流动比率	0.95	1.03	1.05	1.06
速动比率	0.75	0.76	0.77	0.78
股利支付率	88.05%	4.44%	17.38%	11.31%
每股指标				
每股收益	0.09	0.39	0.44	0.78
每股净资产	3.32	3.69	4.05	4.75
每股经营现金	0.04	2.42	2.53	2.73
每股股利	0.08	0.02	0.08	0.09

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	124.99	352.86	388.85	633.21
PE	143.91	31.92	27.74	15.69
PB	3.70	3.33	3.03	2.59
PS	5.76	1.89	1.10	0.73
EV/EBITDA	50.49	15.48	10.62	4.30
股息率	0.61%	0.14%	0.63%	0.72%

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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn