

# 三维通信 (002115)

证券研究报告

2020年02月04日

## 延长对赌新激励，5G+新媒体重启新征程

**事件：**公司公告，拟与江西巨网科技董事长郑剑波先生签订《业绩奖励及补偿协议》。

### 延长对赌，现金激励，进一步坚实未来业绩成长的持续性

公司2017年收购的巨网科技，巨网科技对赌业绩为2017年、2018年、2019年经审计扣除非经常性损益后归属于母公司的税后净利润分别不低于9,300万元、13,000万元、17,000万元。对赌到期后，为保护上市公司股东利益并激励子公司核心团队，利益绑定一致，公司与巨网科技董事长郑剑波先生签订《业绩奖励及补偿协议》。

**1、新的对赌：**巨网科技董事长郑建波先生承诺巨网科技2020年度、2021年度经审计扣除非经常性损益归属于母公司的税后净利润(“承诺净利润”)分别为17,000万元、19,000万元。

**2、新的激励：**上市公司承诺对郑剑波和其指定的经营团队进行分档奖励。2020年度、2021年度分别实现承诺净利润超出15,000万元到17,000万元部分的30%，超出17,000万元部分的50%奖励给郑剑波和其指定的经营团队。同时，2020、2021年郑剑波年薪定为100万元，每年经审计扣除非经常性损益后归属于母公司的税后净利润达到13,000万元即发放200万元绩效奖金给郑剑波和其指定的经营团队。

**3、补偿协议：**如果巨网科技相应年度未实现利润承诺，则郑剑波需要股票+现金方式进行补偿，2.6亿元为上限，具体补偿金额计算方式为：2020年补偿金额=13,000万元-巨网科技当期期末实际净利润；2021年补偿金额=26,000万元-巨网科技截至当期期末累计实际净利润-已补偿金额。

**4、其他承诺：**郑剑波承诺巨网科技在2021年12月31日的应收账款余额高于6,000万元的剩余金额(扣除已计提坏账损失)于2022年12月31日前收回，未收回的金额郑剑波于2023年3月31日前以现金补足。

我们认为，新的业绩奖励和补偿协议：1)充分体现巨网科技对未来发展的信心；2)上市公司和子公司利益绑定一致，有利于发挥巨网科技核心管理层工作积极性和保持巨网科技团队的稳定性；3)有利于提升公司战略执行力，进一步坚定未来业绩成长的持续性。

### 社交广告持续高增长，新媒体全面布局寻求更多变现模式

公司2019H1营收增长46.06%，其中巨网的腾讯社交广告业务同比增长64%。在腾讯SMB广告服务领域广告投放业务排名前茅，同时切入腾讯KA广告服务领域，2019H1总体完成业务收入近15亿元。公司已新增接入今日头条、抖音、微博、趣头条、小红书、快手等新兴广告媒体资源，新兴媒体上实现了全面布局。随着MCN模式的兴起，公司基于已有的末端流量和丰富合作平台优势，可寻求更多新的变现模式，未来成长空间广阔。

**在自媒体业务，**2019年上半年营收突破1.5亿。已在文学、轻娱乐、原创动漫、在线教育、金融、游戏、美妆等·细分领域累计覆盖过亿用户群体。

**传统通信业务，**在网络优化业务，公司仍保持较高市场份额，未来会更聚焦。另外，5G智慧杆塔运营服务业务也已于多个城市和地区进行了相关业务的布局，载体从原有的路灯杆拓展到监控杆。与山东、广东、云南等地区的部分城市管理方签订了意向性协议。随着国内启动5G大规模建设，传统业务将迎来向上景气周期。

### 盈利预测和投资建议

随着5G建设，公司通信业务迎来向上景气周期。而巨网科技的社交广告业务持续高增长的同时，随着MCN模式兴起，基于末端流量和丰富合作平台优势，寻求更多新的变现模式，未来成长空间广阔。由于广告业务毛利下降和计提资产减值损失，调整公司2019-2021年净利润为2亿、2.9亿和3.8亿元(原值为3.07亿、3.74亿和4.37亿元)，对应20-21年PE为27x、20x，重申“增持”评级。

**风险提示：**广告业务毛利率持续下滑，商誉减值，5G业务发展不及预期等

### 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	10.68元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	719.19
流通A股股本(百万股)	531.68
A股总市值(百万元)	7,680.95
流通A股市值(百万元)	5,678.32
每股净资产(元)	3.46
资产负债率(%)	43.83
一年内最高/最低(元)	15.86/7.33

### 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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《三维通信-年报点评报告:互联网广告+自媒体增长强劲，5G布局+卫星通信或是未来新亮点》2019-04-28
- 《三维通信-公司点评:互联网广告业务增长势头迅猛，积极布局5G可期待》2019-02-27
- 《三维通信-季报点评:业绩略超预期，微信流量加速变现红利+5G双轮驱动》2018-11-05

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,181.44	3,553.61	5,145.73	7,306.77	9,392.56
增长率(%)	19.49	200.79	44.80	42.00	28.55
EBITDA(百万元)	183.31	364.35	297.41	385.44	479.24
净利润(百万元)	47.27	214.71	198.90	288.49	378.02
增长率(%)	71.28	354.17	(7.36)	45.04	31.04
EPS(元/股)	0.07	0.30	0.36	0.40	0.53
市盈率(P/E)	162.47	35.77	29.72	26.62	20.32
市净率(P/B)	4.18	3.24	2.29	2.55	2.29
市销率(P/S)	6.50	2.16	1.15	1.05	0.82
EV/EBITDA	25.66	15.19	15.84	18.02	11.80

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	589.03	536.61	1,958.56	1,653.33	2,928.45	营业收入	1,181.44	3,553.61	5,145.73	7,306.77	9,392.56
应收票据及应收账款	546.34	648.54	1,066.70	962.95	1,646.09	营业成本	867.80	3,061.80	4,540.87	6,474.09	8,353.81
预付账款	88.15	390.65	67.28	740.94	322.95	营业税金及附加	11.99	17.73	25.73	36.53	46.96
存货	418.96	335.04	800.18	818.34	1,270.11	营业费用	86.75	87.88	87.48	116.91	140.89
其他	285.41	206.42	265.21	307.16	344.38	管理费用	89.27	113.32	154.37	204.59	253.60
<b>流动资产合计</b>	<b>1,927.89</b>	<b>2,117.25</b>	<b>4,157.93</b>	<b>4,482.73</b>	<b>6,511.98</b>	研发费用	78.65	113.61	128.64	175.36	206.64
长期股权投资	31.86	39.31	39.31	39.31	39.31	财务费用	31.18	33.33	39.48	28.12	22.05
固定资产	753.37	600.56	587.67	593.97	598.78	资产减值损失	19.20	23.59	10.00	5.00	5.00
在建工程	11.97	5.22	39.13	71.48	72.89	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	190.43	140.73	120.93	101.14	81.34	投资净收益	32.70	40.49	40.00	30.00	30.00
其他	1,420.18	1,675.17	1,480.93	1,310.96	1,312.35	其他	(78.67)	(199.33)	(80.00)	(60.00)	(60.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,407.82</b>	<b>2,461.00</b>	<b>2,267.98</b>	<b>2,116.86</b>	<b>2,104.67</b>	<b>营业利润</b>	<b>42.56</b>	<b>261.20</b>	<b>199.16</b>	<b>296.17</b>	<b>393.61</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,335.71</b>	<b>4,578.25</b>	<b>6,425.92</b>	<b>6,599.59</b>	<b>8,616.66</b>	营业外收入	3.63	0.13	2.00	1.92	1.35
短期借款	40.00	486.00	400.00	400.00	400.00	营业外支出	0.97	6.78	2.98	3.58	4.44
应付票据及应付账款	757.31	589.51	1,428.66	1,448.72	2,264.09	<b>利润总额</b>	<b>45.23</b>	<b>254.55</b>	<b>198.18</b>	<b>294.52</b>	<b>390.52</b>
其他	1,226.19	692.10	1,484.22	1,296.58	2,137.91	所得税	(0.46)	26.06	3.96	5.89	7.81
<b>流动负债合计</b>	<b>2,023.50</b>	<b>1,767.61</b>	<b>3,312.88</b>	<b>3,145.30</b>	<b>4,802.00</b>	<b>净利润</b>	<b>45.68</b>	<b>228.49</b>	<b>194.22</b>	<b>288.62</b>	<b>382.71</b>
长期借款	354.39	276.18	250.00	250.00	250.00	少数股东损益	(1.59)	13.79	(4.68)	0.14	4.68
应付债券	0.00	0.00	133.01	44.34	59.11	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>47.27</b>	<b>214.71</b>	<b>198.90</b>	<b>288.49</b>	<b>378.02</b>
其他	64.14	72.74	61.67	66.18	66.86	每股收益(元)	0.07	0.30	0.36	0.40	0.53
<b>非流动负债合计</b>	<b>418.52</b>	<b>348.92</b>	<b>444.67</b>	<b>360.52</b>	<b>375.97</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,442.02</b>	<b>2,116.52</b>	<b>3,757.55</b>	<b>3,505.81</b>	<b>5,177.98</b>						
少数股东权益	56.28	91.23	86.55	86.69	91.37	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	509.39	553.56	553.56	719.19	719.19	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,082.24	1,394.92	1,394.92	1,394.92	1,394.92	营业收入	19.49%	200.79%	44.80%	42.00%	28.55%
留存收益	1,349.55	1,849.25	2,028.25	2,287.89	2,628.11	营业利润	192.00%	513.67%	-23.75%	48.71%	32.90%
其他	(1,103.77)	(1,427.24)	(1,394.92)	(1,394.92)	(1,394.92)	归属于母公司净利润	71.28%	354.17%	-7.36%	45.04%	31.04%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,893.69</b>	<b>2,461.72</b>	<b>2,668.37</b>	<b>3,093.77</b>	<b>3,438.68</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,335.71</b>	<b>4,578.25</b>	<b>6,425.92</b>	<b>6,599.59</b>	<b>8,616.66</b>	毛利率	26.55%	13.84%	11.75%	11.40%	11.06%
						净利率	4.00%	6.04%	3.87%	3.95%	4.02%
						ROE	2.57%	9.06%	7.70%	9.59%	11.29%
						ROIC	9.57%	14.53%	9.57%	23.00%	17.94%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	56.32%	46.23%	58.47%	53.12%	60.09%
						净负债率	11.49%	21.44%	-35.01%	-20.70%	-56.18%
						流动比率	0.95	1.20	1.26	1.43	1.36
						速动比率	0.75	1.01	1.01	1.17	1.09
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.40	5.95	6.00	7.20	7.20
						存货周转率	2.88	9.43	9.07	9.03	8.99
						总资产周转率	0.34	0.80	0.94	1.12	1.23
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.07	0.30	0.36	0.40	0.53
						每股经营现金流	0.03	-0.06	2.09	-0.49	1.91
						每股净资产	2.55	3.30	4.66	4.18	4.65
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	162.47	35.77	29.72	26.62	20.32
						市净率	4.18	3.24	2.29	2.55	2.29
						EV/EBITDA	25.66	15.19	15.84	18.02	11.80
						EV/EBIT	33.82	19.10	19.75	21.42	13.61

  

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	45.68	228.49	198.90	288.49	378.02
折旧摊销	51.25	191.16	58.77	61.15	63.58
财务费用	33.16	38.21	39.48	28.12	22.05
投资损失	(32.70)	(40.49)	(40.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(82.39)	(259.45)	1,253.57	(697.22)	931.97
其它	5.43	(197.76)	(4.68)	0.14	4.68
<b>经营活动现金流</b>	<b>20.44</b>	<b>(39.84)</b>	<b>1,506.04</b>	<b>(349.32)</b>	<b>1,370.31</b>
资本支出	1,467.91	(135.85)	71.07	75.48	49.32
长期投资	10.84	7.45	0.00	0.00	0.00
其他	(1,696.69)	(400.83)	(88.10)	(128.63)	(68.21)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(217.94)</b>	<b>(529.23)</b>	<b>(17.03)</b>	<b>(53.14)</b>	<b>(18.89)</b>
债权融资	806.60	1,064.31	1,024.32	1,012.89	996.45
股权融资	866.91	312.74	(7.17)	137.51	(22.05)
其他	(1,509.23)	(891.44)	(1,084.20)	(1,053.17)	(1,050.69)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>164.28</b>	<b>485.62</b>	<b>(67.05)</b>	<b>97.24</b>	<b>(76.29)</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>(33.22)</b>	<b>(83.46)</b>	<b>1,421.95</b>	<b>(305.23)</b>	<b>1,275.12</b>

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