

2023年11月14日

## 三维通信（002115.SZ）

### 转型进入收获期，商业卫星运营具有稀缺性

#### 投资要点

**事件：**2023年10月31日，三维通信发布2023年第三季度报告，2023Q3，公司实现营业收入33.70亿元，同比增长32.84%；归母净利润0.40亿元，同比增长2.55%；基本每股收益为0.05元/股，同比增长2.51%。

◆ **营业收入稳步增长，高研发投入加固护城河。**2023年前三季度，公司实现营业收入99.42亿元，同比增长34.00%；归母净利润0.95亿元，同比增长7.61%；基本每股收益为0.12元/股，同比增长8.21%，研发费用为1.19亿元，同比增长18.44%。从单季度来看，2023Q3公司实现营业收入33.70亿元，同比增长32.84%，归母净利润0.40亿元，同比增长2.55%，研发费用为0.40亿元，同比增长10.04%，公司研发费用主要用于通信业务。公司近三年累计研发投入3.49亿元，占通信板块三年累计营收10%以上，研发人员占公司全部人员的30%以上。截止2023上半年，公司累计获得通信类专利总数278件，新申请发明专利12件，新获得软件著作权1件，继续保持细分领域综合实力及专利技术的优势地位。

◆ **商业卫星运营领先，参股公司潜力巨大。**在卫星通信运营领域，子公司海卫通是国内第一家专业服务海事船舶终端客户的国际卫星运营商，与全球知名卫星运营公司达成长期战略合作协议，拥有三千多艘船舶的卫星通信及船端信息化的运维经验和先发优势，公司拥有核心VSAT产品，可根据客户需求提供超高速且稳定的商用卫星宽带服务。目前，海卫通累计为全球数千个卫星小站提供宽带上网服务，累计服务船员用户40000余名。在细分领域中，海卫通的国内市场占有率达到前列，全球排名已进入前十。同时，公司积极挖掘外延成长式机会，投资广州世炬网络科技有限公司，并于2023年上半年，世炬网络中标重庆星网网络系统研究院有限公司宽带协议软件项目，含税金额1681万元，弹性机会大；公司参股星展测控，布局飞机、船舶等动中通卫星通信系统，应用前景可期。此外，面对民用航空机上Wi-Fi业务的空缺和其商业化的广阔前景，公司未来拟规划投资布局陆地和航空卫星通信运营，机载wifi业务百万价值量/架，有望成为新利润增长点。

◆ **增资海外子公司，布局海外市场业务。**公司拟使用自有资金对三维香港增资2000万美元，以提升公司海外的国际竞争力，满足公司国际化发展需要，布局公司海外市场业务。2023年10月，三维通信携多款5G系列创新产品亮相拉美通信展会Futurecom，现场展示室内无线覆盖一站式解决方案、端到端的无线网络解决方案以及用于特定覆盖控制需求的无线信号安全解决方案。目前三维通信已与巴西、智利等拉美国家的运营商达成合作，服务40多个大型场馆，为写字楼、轨道交通、商业综合体、矿站等场景提供定制化解决方案，努力实现北美、拉美、亚太、欧洲等海外重点区域的业务全球化发展。

◆ **卡位数字广告营销+数字人，数据要素持续贡献。**在互联网广告领域，子公司巨网络科技深耕互联网数字营销生态圈十三年，具备专业化的服务和管理团队，服务腾讯、百度、微博等核心媒体，根据客户痛点提供定制化运营服务及创意营销策略。巨网

### 公司快报

传媒 | 互联网广告营销III

投资评级

增持-B(首次)

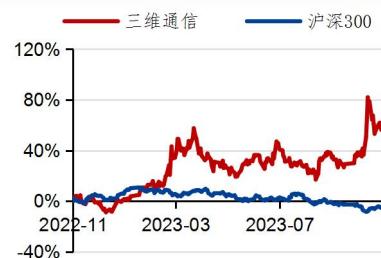
股价(2023-11-13)

7.86元

#### 交易数据

总市值（百万元）	6,374.39
流通市值（百万元）	5,911.99
总股本（百万股）	810.99
流通股本（百万股）	752.16
12个月价格区间	8.40/4.54

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	22.59	34.83	65.6
绝对收益	19.27	26.98	60.08

分析师

李宏涛

SAC 执业证书编号: S0910523030003

lihongtao1@huajinsc.cn

分析师

倪爽

SAC 执业证书编号: S0910523020003

nishuang@huajinsc.cn

#### 相关报告



科技打通全网互联网广告营销渠道，现拥有合作客户 3000+。2023 年上半年，公司互联网广告服务业务整体完成消耗量 74.72 亿元，同比增长 40.4%，其中游戏及自媒体行业的业务消耗量分别实现同比增长 101%、147.6%。依托腾讯智影产品、闪剪、自研虚拟人平台，公司与直播团队深度融合，推出虚拟人直播间，完善数字人直播技术在直播业务场景中的实际应用，大幅减少时间成本和演员成本，有力推进 AIGC 应用进程。同时，公司使用智能生产工具和创意内容工具生成广告素材，可有效满足客户需求，实现降本增效。

◆ **投资建议：**公司是国内一流的移动通信设备及互联网信息综合服务商，受益于卫星互联网和 AIGC 的快速发展，公司潜在机会巨大。我们预测 2023-2025 年实现营业收入 125.65/151.80/180.29 亿元，同比增长 22.0%/20.8%/18.8%，归母净利润分别为 1.57/2.00/2.47 亿元，同比增长 15.7%/27.6%/23.8%，对应 EPS 为 0.19/0.25/0.30 元，PE 为 40.7/31.9/25.8，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**卫星互联网发展不及预期，市场竞争加剧，业务拓展不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,264	10,296	12,565	15,180	18,029
YoY(%)	17.5	0.3	22.0	20.8	18.8
归母净利润(百万元)	-704	135	157	200	247
YoY(%)	-4107.0	119.2	15.7	27.6	23.8
毛利率(%)	4.5	5.2	5.3	5.6	5.8
EPS(摊薄/元)	-0.87	0.17	0.19	0.25	0.30
ROE(%)	-31.2	5.5	6.1	7.1	8.1
P/E(倍)	-9.1	47.1	40.7	31.9	25.8
P/B(倍)	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1
净利率(%)	-6.9	1.3	1.2	1.3	1.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

我们预测 2023-2025 年公司整体营收 125.65/151.80/180.29 亿元，毛利率 5.27%/5.60%/5.77%。在互联网信息服务领域，随着数字广告营销、数字人等加速落地应用，整体市场需求有望不断增加，预计 2023-2025 年实现收入 110.74/132.89/156.81 亿元，毛利率 0.9%/0.9%/0.9%；通信设备领域，随着海内外业务不断拓展及升级换代需求增加，以及卫星互联网建设持续加速，预计 2023-2025 年实现收入 13.97/17.88/22.34 亿元，毛利率 35.5%/36.8%/36.8%；其他业务预计保持稳定增长。

表 1：分产品预测表

分产品预测	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>互联网信息服务</b>				
收入/亿元	91.52	110.74	132.89	156.81
YOY (%)	-1.4%	21.0%	20.0%	18.00%
毛利率(%)	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>通信设备制造业</b>				
收入/亿元	10.58	13.97	17.88	22.34
YOY (%)	18.2%	32.0%	28.0%	25.0%
毛利率(%)	36.2%	35.5%	36.8%	36.8%
<b>其他</b>				
收入/亿元	0.86	0.95	1.04	1.13
YOY (%)	2.4%	10.0%	10.0%	9.0%
毛利率(%)	76.3%	76.1%	75.6%	75.1%
<b>合计</b>				
收入/亿元	102.96	125.65	151.80	180.29
YOY (%)	-7.3%	22.0%	20.8%	18.8%
毛利率(%)	5.25%	5.27%	5.60%	5.77%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的行业公司中贝通信（网络建设运维）、润建股份（网络建设运维）、超讯通信（网络建设运维）作为可比公司。在海内外 4G、5G 加速建设及卫星互联网快速放量背景下，公司通信设备及卫星运营业务有望迎来新增长，预计将充分受益于下游需求景气度提升。

表 2：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价/ 元	总市值/ 亿元	EPS/元			PE/倍		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
603220.SH	中贝通信	41.05	138.08	0.32	0.57	0.72	31.66	71.48	56.98
002929.SZ	润建股份	44.83	123.87	1.53	2.09	2.76	21.43	21.40	16.25
603322.SH	超讯通信	38.07	60.00	0.10	0.41	0.77	169.25	93.75	49.18
平均				0.65	1.03	1.42	74.11	62.21	40.80
002115.SZ	三维通信	7.86	63.74	0.17	0.19	0.25	47.11	40.73	31.93

资料来源：wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2023 年 11 月 13 日）

**财务报表预测和估值数据汇总**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>						<b>营业收入</b>	10264	10296	12565	15180	18029
现金	2884	2992	3497	3765	4504	营业成本	9797	9756	11903	14331	16988
应收票据及应收账款	1229	1046	1171	977	1372	营业税金及附加	13	16	19	25	30
预付款项	869	983	1151	1501	1604	营业费用	114	116	141	170	202
存货	201	189	287	288	394	管理费用	121	165	183	240	290
其他流动资产	353	433	526	629	740	研发费用	102	145	160	200	235
<b>非流动资产</b>	233	341	362	370	393	财务费用	23	-15	1	-6	-5
长期投资	1488	1574	1675	1731	1823	资产减值损失	-849	-44	-54	-65	-77
固定资产	24	25	29	32	36	公允价值变动收益	8	4	5	5	5
无形资产	662	762	934	1082	1219	投资净收益	3	24	18	19	19
其他非流动资产	93	80	42	9	-22	<b>营业利润</b>	-677	170	198	249	307
<b>资产总计</b>	710	708	670	607	590	营业外收入	2	2	2	2	2
<b>流动负债</b>	4372	4567	5172	5496	6327	营业外支出	10	9	9	9	9
短期借款	1900	2007	2457	2590	3182	<b>利润总额</b>	-686	163	190	242	300
应付票据及应付账款	205	424	424	424	424	所得税	37	29	33	42	53
其他流动负债	908	882	1303	1328	1790	<b>税后利润</b>	-723	134	157	199	247
<b>非流动负债</b>	787	700	730	838	967	少数股东损益	-18	-1	0	-0	0
长期借款	157	125	123	115	107	归属母公司净利润	-704	135	157	200	247
其他非流动负债	94	55	53	45	37	<b>EBITDA</b>	-504	255	273	318	329
<b>负债合计</b>	63	70	70	70	70						
<b>少数股东权益</b>	2057	2132	2580	2705	3289						
<b>股本</b>	50	55	56	55	56						
资本公积	819	811	811	811	811						
留存收益	1577	1571	1571	1571	1571						
归属母公司股东权益	-155	-15	142	341	588						
<b>负债和股东权益</b>	2265	2380	2536	2736	2983						
	4372	4567	5172	5496	6327						
<b>现金流量表(百万元)</b>						<b>主要财务比率</b>					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	5	-30	372	-78	501	<b>成长能力</b>					
净利润	-723	134	157	199	247	营业收入(%)	17.5	0.3	22.0	20.8	18.8
折旧摊销	200	94	88	81	38	营业利润(%)	-1308.9	125.0	16.5	26.0	23.2
财务费用	23	-15	1	-6	-5	归属于母公司净利润(%)	-4107.0	119.2	15.7	27.6	23.8
投资损失	-3	-24	-18	-19	-19						
营运资金变动	-345	-329	148	-330	246	<b>盈利能力</b>					
其他经营现金流	852	109	-5	-5	-5	毛利率(%)	4.5	5.2	5.3	5.6	5.8
<b>投资活动现金流</b>	-194	-251	-165	-114	-106	净利率(%)	-6.9	1.3	1.2	1.3	1.4
<b>筹资活动现金流</b>	425	-63	-80	-2	-0	ROE(%)	-31.2	5.5	6.1	7.1	8.1
<b>每股指标(元)</b>						ROIC(%)	-25.7	4.4	4.9	6.0	6.8
每股收益(最新摊薄)	-0.87	0.17	0.19	0.25	0.30	<b>偿债能力</b>					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	-0.04	0.46	-0.10	0.62	资产负债率(%)	47.0	46.7	49.9	49.2	52.0
每股净资产(最新摊薄)	2.79	2.93	3.13	3.37	3.68	流动比率	1.5	1.5	1.4	1.5	1.4
						速动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	2.3	2.3	2.6	2.8	3.0
						应收账款周转率	12.4	11.1	11.8	11.4	11.6
						应付账款周转率	11.3	10.9	10.9	10.9	10.9
						<b>估值比率</b>					
						P/E	-9.1	47.1	40.7	31.9	25.8
						P/B	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1
						EV/EBITDA	-11.4	22.9	20.6	18.3	16.4

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李宏涛、倪爽声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)