



互联网营销业绩承压，卫通+网优护航成长

2025 年 04 月 27 日

- 事件：**公司发布 2024&2025Q1 财务报告，2024 年实现营业收入 109.49 亿/-12.3%、归母净利润-2.71 亿，同比由盈转亏，2025Q1 实现营业收入 22.9 亿/-26.1%、归母净利润 0.01 亿/-91.7%。
- 互联网营销业绩承压，海卫通远洋商船规模继续扩大。**2024&2025Q1 公司业绩有所下滑，主要系营业收入占比 90%以上的互联网营销业务竞争加剧，同时受到平台运营商返点比例下降与生产性服务业加计抵扣 5%进项税额优惠到期影响，子公司巨网科技计提 2.4 亿商誉减值。除互联网营销外，2024 年公司通信设施运营实现营业收入 1.6 亿/+47.7%，累计拥有存量站点近万座，构建铁塔全流程运维体系，加速向独立规范运营转型，卫星通信实现营业收入 1.73 亿/+13.9%，子公司海卫通远洋商船规模继续扩大，高、中、低轨融合的泛在卫星通信服务商业化进程加速，面向智慧海洋的船岸云一体化 SeaCube 平台等创新产品进入市场应用阶段，网优覆盖全国 11 省，成功引入上海、浙江等地新客户实现跨区域发展，2024 年通信设备累计中标约 4.3 亿，其中运营商集采中标约 2.8 亿，例如中国移动 2025-2026 年 5G 微功率电梯型数字直放站项目份额居首。分区域看，2024 年公司海外市场营业收入同比+8.8%相对高增，专网斩获多个订单，拉美以巴西为支点完成规模化部署，交付设备超万台，成功开辟智利、哥伦比亚等新兴市场，亚太打造多个机场、体育场等标杆性应用案例，北美依托新产品落地精准匹配当地建设，欧洲、中东有序渗透。
- 网优覆盖盈利能力相对坚挺，通信板块研发投入维持高强度。**2024 年公司实现销售毛利率 4.8%/+0.1pct、销售净利率-2.3%/-2.8pct、加权 ROE -12.14%/-14.4pct，2025Q1 实现销售毛利率 4.8%/-0.2pct、销售净利率 0.2%/-0.6pct、加权 ROE 0.1%/-0.6pct，通信设施运营、网优覆盖与海外市场盈利能力相对坚挺，公司重点对有源设备、无源器件、天线系统三大产品线进行成本优化，加速库存周转与呆滞物料处理，同时通信板块研发费用率约 13%，与南京邮电大学、杭州电子科技大学等多所高校建立长期合作关系，成立产学研基地与物联网研究院，攻坚超宽带 DPD、大带宽大功率 PA 等关键技术瓶颈。
- 投资建议：**与百度、快手等大客户深度合作，互联网营销有望困境反转，全球 VSAT 渗透率抬升、无线网络优化技术领先护航中长期成长，我们调整公司 2025 年盈利预测，新增 2026/2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 0.54/0.87/1.29 亿，EPS 为 0.07/0.11/0.16 元，对应 PE 105.5x/65.4x/44x，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**互联网营销竞争进一步加剧的风险；应收账款回收的风险；半导体等供应链成本上涨与缺货的风险；海外市场拓展不及预期的风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,948.92	10,327.02	10,982.68	12,055.03
营业收入增长率（%）	-12.33	-5.68	6.35	9.76
归母净利润（百万元）	-271.42	53.95	87.11	129.45
归母净利润增长率（%）	-590.01	119.88	61.44	48.61
摊薄 EPS（元）	-0.33	0.07	0.11	0.16
PE	-	105.52	65.36	43.98

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三维通信（股票代码：002115.SZ）

推荐 维持评级

分析师

赵良毕

✉: zhaoliangbi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030003

洪烨

✉: hongye_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523060002

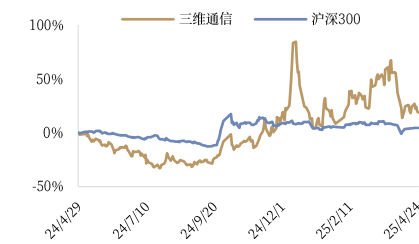
市场数据

2025-04-25

股票代码	002115.SZ
A 股收盘价(元)	7.02
上证指数	3,295.06
总股本(万股)	81,099
实际流通 A 股(万股)	75,220
流通 A 股市值(亿元)	53

相对沪深 300 表现图

2025-04-25



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河通信】公司点评报告_三维通信 (002115)_专注无线网络创新力，卫星业务有望超预期

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,153.45	2,086.55	2,294.62	2,597.38
现金	736.83	760.41	966.27	1,283.51
应收账款	743.93	659.78	671.16	669.72
其它应收款	28.15	22.95	21.36	20.09
预付账款	146.26	127.56	124.87	113.87
存货	142.86	163.53	158.98	158.15
其他	355.42	352.31	351.97	352.03
非流动资产	1,616.48	1,688.15	1,758.66	1,823.16
长期投资	25.57	25.57	25.57	25.57
固定资产	1,030.55	1,107.06	1,177.56	1,242.07
无形资产	53.57	43.57	33.57	23.57
其他	506.79	511.96	521.96	531.96
资产总计	3,769.93	3,774.70	4,053.28	4,420.54
流动负债	1,425.96	1,344.01	1,485.48	1,673.29
短期借款	154.62	154.62	154.62	154.62
应付账款	506.32	490.60	549.21	632.61
其他	765.02	698.79	781.66	886.07
非流动负债	163.61	162.33	162.33	162.33
长期借款	114.90	114.90	114.90	114.90
其他	48.71	47.43	47.43	47.43
负债合计	1,589.58	1,506.34	1,647.81	1,835.63
少数股东权益	84.74	84.74	84.74	84.74
归属母公司股东权益	2,095.62	2,133.62	2,220.72	2,350.17
负债和股东权益	3,769.93	3,724.70	3,953.28	4,270.54

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	136.11	264.65	389.93	501.31
净利润	-249.46	53.95	87.11	129.45
折旧摊销	132.47	93.50	99.50	105.50
财务费用	18.61	14.07	14.07	14.07
投资损失	-22.23	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-67.95	53.13	139.26	202.30
其它	324.67	50.00	50.00	50.00
投资活动现金流	-180.04	-165.17	-170.00	-170.00
资本支出	-216.80	-170.00	-170.00	-170.00
长期投资	-8.00	0.00	0.00	0.00
其他	44.76	4.83	0.00	0.00
筹资活动现金流	-194.84	-77.25	-14.07	-14.07
短期借款	-172.73	0.00	0.00	0.00
长期借款	-70.36	0.00	0.00	0.00
其他	48.26	-77.25	-14.07	-14.07
现金净增加额	-231.21	23.58	205.86	317.24

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,948.92	10,327.02	10,982.68	12,055.03
营业成本	10,422.51	9,812.00	10,406.00	11,387.00
营业税金及附加	17.59	16.52	17.57	19.29
营业费用	140.94	136.32	140.58	150.69
管理费用	159.24	146.64	151.56	162.74
财务费用	6.03	3.02	2.67	-0.42
资产减值损失	-268.65	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动收益	3.75	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.11	0.00	0.00	0.00
营业利润	-207.24	61.31	98.98	147.10
营业外收入	4.62	0.00	0.00	0.00
营业外支出	19.68	0.00	0.00	0.00
利润总额	-222.31	61.31	98.98	147.10
所得税	27.16	7.36	11.88	17.65
净利润	-249.46	53.95	87.11	129.45
少数股东损益	21.96	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-271.42	53.95	87.11	129.45
EBITDA	148.29	157.83	201.15	252.17
EPS（元）	-0.33	0.07	0.11	0.16

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	-12.33%	-5.68%	6.35%	9.76%
营业利润增速	-275.71%	129.58%	61.44%	48.61%
归母净利润增速	-590.01%	119.88%	61.44%	48.61%
毛利率	4.81%	4.99%	5.25%	5.54%
净利率	-2.48%	0.52%	0.79%	1.07%
ROE	-12.95%	2.53%	3.92%	5.51%
ROIC	0.68%	2.17%	3.32%	4.57%
资产负债率	42.16%	39.91%	40.65%	41.52%
净负债比率	-13.76%	-16.60%	-24.90%	-36.61%
流动比率	1.51	1.55	1.54	1.55
速动比率	1.21	1.23	1.26	1.31
总资产周转率	2.69	2.74	2.81	2.85
应收账款周转率	13.40	14.71	16.50	17.98
应付账款周转率	17.24	19.68	20.02	19.27
每股收益	-0.33	0.07	0.11	0.16
每股经营现金	0.17	0.33	0.48	0.62
每股净资产	2.58	2.63	2.74	2.90
P/E	-	105.52	65.36	43.98
P/B	2.72	2.67	2.56	2.42
EV/EBITDA	34.34	33.74	25.45	19.04
P/S	0.52	0.55	0.52	0.47

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵良毕，通信&中小盘首席分析师。北京邮电大学通信硕士，2022 年加入中国银河证券。8 年中国移动通信产业研究经验，6 年证券从业经验。曾获 2020 年 Wind 金牌通信分析师前五名，2022 年 Choice 通信行业最佳分析师前三名。

洪烨，通信&中小盘分析师。中国人民大学财务硕士，曾供职于国泰君安证券，2023 年加入中国银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn