

投资评级：推荐（首次）
报告日期：2020年04月29日
市场数据

目前股价	8.8
总市值（亿元）	63.29
流通市值（亿元）	46.80
总股本（万股）	71,919
流通股本（万股）	53,178
12个月最高/最低	13.85/7.33

分析师

分析师：吴彤 S1070520030004

☎ 0755-83667984

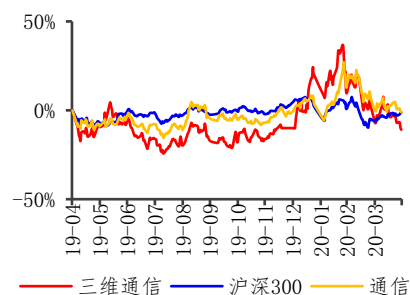
✉ wutong@cgws.com

联系人（研究助理）：余芳沁

S1070118080005

☎ 0755-83558957

✉ yufq@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

通信+互联网广告双轮驱动,拟定增抢占5G建设机遇

——三维通信（002115）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3554	5559	8537	11813	15149
(+/-%)	200.8%	56.4%	53.6%	38.4%	28.2%
净利润	215	159	210	289	373
(+/-%)	354.2%	-26.2%	32.3%	37.7%	29.2%
摊薄 EPS	0.30	0.22	0.29	0.40	0.52
PE	29	40	30	22	17

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**公司发布 2019 年年度报告，全年营业收入 55.59 亿元，同比增长 56.43%；归母净利润 1.59 亿元，同比减少 26.15%。同时，公司发布 2020 年一季度报告，收入 18.95 亿元，同比增长 89.42%；亏损 4504.06 万元。
- 广告、游戏业务贡献收入增量，自媒体业务毛利率下滑拖累业绩增长：**报告期内，公司通信网络设备业务平稳发展，互联网广告传媒业务继续快速拓展，全年总营业收入大幅提升 56.43%。归母净利润减少 26.15% 主要由于毛利率同比下降 3.84pct 所致。**按业务分析，通信设备业务实现营收 8.13 亿元（YoY -1.72%），在 2019 年 4G 的投资大幅下降，5G 建设尚未大规模展开的背景下，公司网优设备及服务业务仍维持收入平稳，但由于市场竞争加剧，毛利率小幅下滑 2.50pct；互联网业务营收 46.75 亿元（YoY 75.01%），其中广告业务（YoY 80.15%）、游戏联运（YoY 94.76%）是收入增长的主要来源，而自媒体业务毛利率下降（YoY -22.86pct）拖累利润增长。**
- Q1 通信设备业务风险可控，互联网业务保持快速增长：**公司发布 2020 年第一季度报，预计实现收入 18.95 亿元（YoY 89.42%）；亏损 4504.06 万元（YoY -287.52%）。疫情期间，公司组织紧急加班生产，重大项目力争如期交付，**通信板块收入并未出现较大波动**；此外，假期延长导致线上活跃度增加，公司在游戏、文学、教育相关投放激增，**互联网业务保持快速增长**。但由于互联网业务毛利率较低，拖累 Q1 综合毛利率同比下降 -10.66pct。毛利减少，但期间费用基本持平，最终 Q1 亏损 4504.06 万元。
- 期间费用控制良好，管理&研发费用率降幅较大：**报告期内公司营收扩大、费用控制得当，期间费用率（6.95%）缩减 2.85pct。其中，销售费用、管理费用、研发费用金额无重大变动，但由于营收增长导致占比分别下降 -0.72pct，-0.98pct，-1.01pct。而公司借款利息增加导致财务费用增长 34.03%，占收入比重较 18 年基本持平。
- 经营性现金流增长，为公司发展注入活力：**报告期内，在公司互联网广告

投放业务继续增长的情况下，预付广告费较上期有所减少。因此，公司经营活动现金流入同比增长 60.35%，而现金流出增幅（38.16%）较小，最终实现经营活动现金流净额 7.79 亿元（YoY 2056.49%），为公司发展提供财务支撑。

- **定增发力 5G 业务，增强核心竞争力：**公司 4 月 11 日发布定增预案，拟募集资金 12.72 亿元用于 5G 通信基础设施建设及新一代多网融合产业化项目。目前，公司已提前启动与 5G 配套相关网络覆盖产品和技术平台的研发工作，包括高速光纤传输技术、大带宽射频收发信机、支持 5G 的多网融合接入系统、基于 Open RAN 架构的通信技术平台、5G 小基站及工业物联网等，并取得了突破。定增后公司将进一步加大对 5G 网络覆盖产品的研发投入，抢占 5G 基建机遇。
- **互联网业务加速拓展，成为新增长点：**在腾讯 KA 广告服务领域，子公司巨网科技凭借专业的运营服务经验异军突起，目前可为客户提供覆盖游戏、金融、教育、旅游、网服及平台电商六大行业的全案营销解决方案；在腾讯 SMB 广告服务领域，巨网科技借助腾讯广告全平台流量资源，通过标签体系精准定向，深度内容定制，为客户体供精细化运营，覆盖关注类电商、在线教育、知识付费、网络文学等行业，行业占比在腾讯广告 SMB 服务商中遥遥领先，单日消耗最高突破 2500 万元；此外，巨网科技在原有电商行业的基础上持续发力，成功覆盖自媒体行业，在文学、轻娱乐、原创动漫、在线教育、游戏等多个细分领域累计覆盖过亿用户群体。疫情后线上流量激增，互联网业务爆发可期。根据对赌协议，巨网协议预计 2020 年完成 1.7 亿利润，有望继续贡献较高利润。
- **投资建议：**综上所述，公司受益于 5G 新基建及疫情带来的线上流量增长，我们预计公司 20-22 年营业收入为 85.37/118.13/151.49 亿元，归母净利润分别为 2.10/2.89/3.73 亿元，EPS 分别为 0.29/0.40/0.52 元，对应 PE 分别为 30X/22X/17X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**5G 产品研发进程不及预期；互联网业务毛利率持续下滑。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3553.61	5558.89	8537.15	11812.87	15148.94	成长性					
营业成本	3061.80	5046.05	7689.04	10684.22	13731.58	营业收入增长	200.8%	56.4%	53.6%	38.4%	28.2%
销售费用	87.88	97.49	153.67	212.63	269.65	营业成本增长	252.8%	64.8%	52.4%	39.0%	28.5%
管理费用	113.32	122.94	192.09	248.07	299.95	营业利润增长	513.7%	-15.2%	15.9%	41.5%	31.2%
研发费用	113.61	121.91	187.82	236.26	284.80	利润总额增长	462.8%	-12.3%	14.8%	41.3%	31.3%
财务费用	33.33	44.67	43.55	66.77	83.27	净利润增长	354.2%	-26.2%	32.2%	37.7%	29.2%
其他收益	12.02	28.20	20.11	24.16	22.13	盈利能力					
投资净收益	40.49	4.99	23.37	25.39	23.56	毛利率	13.8%	9.2%	9.9%	9.6%	9.4%
营业利润	261.20	221.46	256.57	363.16	476.40	销售净利率	6.4%	3.1%	2.5%	2.5%	2.6%
营业外收支	-6.65	1.68	-0.31	-1.11	-1.04	ROE	9.3%	6.6%	7.6%	9.8%	11.6%
利润总额	254.55	223.14	256.26	362.04	475.36	ROIC	9.3%	8.3%	7.1%	9.5%	10.4%
所得税	26.06	50.61	46.13	65.17	85.56	营运效率					
少数股东损益	13.79	13.97	0.45	8.07	16.63	销售费用/营业收入	2.5%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
净利润	214.71	158.56	209.68	288.81	373.16	管理费用/营业收入	3.2%	2.2%	2.3%	2.1%	2.0%
资产负债表						研发费用/营业收入	3.2%	2.2%	2.2%	2.0%	1.9%
					(百万)	财务费用/营业收入	0.9%	0.8%	0.5%	0.6%	0.5%
流动资产	2117.25	2143.42	4472.20	3655.53	7063.88	投资收益/营业利润	15.5%	2.3%	9.1%	7.0%	4.9%
货币资金	536.61	837.93	830.03	1067.78	1421.10	所得税/利润总额	10.2%	22.7%	18.0%	18.0%	18.0%
应收票据及应收账款合计	648.54	718.82	1706.70	1408.03	2735.37	应收账款周转率	5.95	8.13	7.04	7.59	7.31
其他应收款	56.31	47.89	148.21	95.65	233.76	存货周转率	8.12	17.24	12.68	14.96	13.82
存货	335.04	250.44	962.40	466.12	1521.23	流动资产周转率	1.76	2.61	2.58	2.91	2.83
非流动资产	2461.00	2487.95	2743.68	3137.70	3446.91	总资产周转率	0.80	1.21	1.44	1.69	1.75
固定资产	600.56	563.18	926.24	1252.15	1590.11	偿债能力					
资产总计	4578.25	4631.37	7215.88	6793.22	10510.79	资产负债率	46.2%	43.8%	61.5%	55.6%	68.0%
流动负债	1767.61	1519.81	3977.87	3365.37	6808.23	流动比率	1.20	1.41	1.12	1.09	1.04
短期借款	486.00	415.38	1194.79	1667.05	2479.46	速动比率	0.70	1.12	0.69	0.79	0.65
应付款项	589.51	504.77	1728.90	924.35	2752.51	每股指标 (元)					
非流动负债	348.92	510.35	462.62	409.52	343.84	EPS	0.30	0.22	0.29	0.40	0.52
长期借款	276.18	446.49	390.13	341.34	273.50	每股净资产	3.30	3.48	3.72	4.05	4.50
负债合计	2116.52	2030.16	4440.50	3774.89	7152.06	每股经营现金流	-0.76	1.14	-0.50	0.56	0.18
股东权益	2461.72	2601.21	2775.39	3018.33	3358.73	每股经营现金/EPS	-2.54	5.16	-1.72	1.40	0.34
股本	553.56	719.19	719.19	719.19	719.19	估值					
留存收益	454.32	565.17	703.62	918.79	1199.06	PE	29.48	39.92	30.18	21.91	16.96
少数股东权益	91.23	96.19	96.65	104.71	121.34	PEG	0.23	0.44	0.46	2.40	0.54
负债和权益总计	4578.25	4631.37	7215.88	6793.22	10510.79	PB	2.67	2.53	2.36	2.17	1.95
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	14.69	11.96	17.29	12.47	10.10
经营活动现金流	-39.84	779.43	-361.64	405.69	127.02	EV/SALES	1.97	1.18	0.85	0.63	0.52
其中营运资本减少	-833.60	356.95	-660.39	-16.51	-448.07	EV/IC	2.00	1.84	1.65	1.47	1.28
投资活动现金流	-529.23	-285.04	-248.78	-478.58	-398.24	ROIC/WACC	1.10	0.99	0.84	1.15	1.31
其中资本支出	478.12	329.31	380.54	334.63	346.26	REP	1.82	1.86	1.96	1.27	0.98
融资活动现金流	485.62	-178.93	-278.49	-70.35	-214.85						
净现金总变化	-71.08	319.24	-888.90	-143.24	-486.07						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>