



投资评级：增持(首次)

三维通信(002115)

目标价:9.4 元

末端变现王者，智慧 5G 打开成长空间

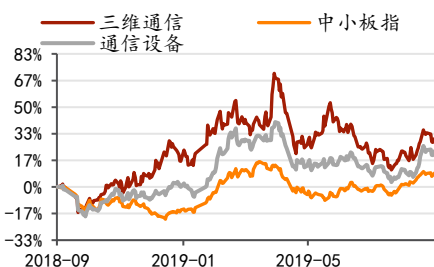
市场数据 2019-09-20

收盘价(元)	8.70
一年内最低/最高(元)	7.13/15.86
市盈率	30.0
市净率	2.60

基础数据

净资产收益率(%)	9.78
资产负债率(%)	46.2
总股本(亿股)	7.2

最近 12 月股价走势



联系信息

李宏涛 分析师

SAC 证书编号: S0160518080001

liht@ctsec.com

赵晖 分析师

SAC 证书编号: S0160519070001

zhaohui@ctsec.com

相关报告

- 1 《三维通信(002115):年报符合预期,双主业深度协同可期》 2018-04-17
- 2 《三维通信(002115):定增价格倒挂,公司中长期价值凸显》 2018-03-29
- 3 《三维通信(002115):盈利能力大幅改善,转型顺利,打开新成长空间》 2018-03-01

- **聚沙成塔积水成渊，三维通信打造末端变现王者。**公司成立以来主要从事通信网络优化覆盖业务,2017 年通过并购巨网科技跨入互联网广告行业。通过深入参与移动通信及互联网产业链服务各环节,公司正逐步发展成为国内一流的移动通信设备及移动互联网信息综合服务商,不断增强接入末端和流量末端的变现能力。2018 年为公司重组后的第一年,互联网广告传媒业务大幅提升,带动公司营收达到 35.5 亿元,同比增长 200%,归母净利润 2.15 亿元,同比增长 354%。公司进入双轮驱动,快速发展阶段。
- **“连接末端”:特定应用场景化,核心能力横向延伸。**近年来国内网优市场发展出现瓶颈,竞争激烈导致行业整体出现下滑趋势。但 2019 年 5G 建设全面开启,将为无线网络优化覆盖市场提供长期推动力。5G 网络建设带来网优设备数量增加,并且对网优设备性能要求更高,对服务商的技术实力要求更高,有望带动公司业务回升。同时,公司深入挖掘网优能力的延伸场景,在信号管控、海上卫星通信、5G 智慧灯杆等领域均有布局,并且取得较好的市场效果,连接末端变现能力增强,打开未来成长空间。
- **“流量末端”:精准广告价值化,跨界飞跃享受行业红利。**精准分发解决广告行业痛点,新媒体正在逐步取代传统媒体,成为快速发展的细分领域。巨网科技是国内较早专注于互联网广告投放服务的提供商,已经在行业经验、上下游资源、技术、人才等诸多方面形成了较为明显的先发优势。公司与腾讯、百度、360、字节跳动、趣头条、微博等互联网领先企业建立了深度而稳定的合作关系,借助巨头实现快速发展。同时,平台运营能力提升,自媒体与游戏联运业务多点开花,末端流量变现能力大幅增强。
- **给与“增持”评级,目标价 9.40 元。**伴随 5G 建设进入高峰,5G 网络优化覆盖需求逐步显现,智慧灯杆、卫星通信、信号管控产品等同步发力,并且互联网广告行业保持快速发展,巨网科技有望超额完成业绩承诺。我们预测公司 2019-2020 年 EPS 为 0.36/0.45/0.57 元,考虑到公司接入末端和流量末端变现能力较强给与一定估值溢价,给予 2019 年 26 倍 PE,目标价 9.40 元。
- **风险提示:**5G 建设进度不及预期,网络优化覆盖需求未能释放等。

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	1,181	3,554	5,179	7,383	10,116
增长率	19.5%	200.8%	45.7%	42.6%	37.0%
归属母公司股东净利润(百万)	47	215	256	322	407
增长率	71.3%	354.2%	19.2%	25.8%	26.6%
每股收益(元)	0.07	0.30	0.36	0.45	0.57
市盈率(倍)	132.4	29.2	24.5	19.5	15.4

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

内容目录

一、聚沙成塔积水成渊，三维通信打造终端变现王者.....	4
1.1 通信网络服务奠定公司基石，互联网业务添加增长引擎	4
1.2 互联网广告传媒业务迅猛发展，网优业务齐头并进	5
1.3 巨网科技带来业绩高增长，净利润率持续上升	8
二、“连接末端”：特定应用场景化，核心能力横向延伸.....	9
2.1 传统网优覆盖保持平稳，4G 深化与 5G 建设带动行业复苏	9
2.2 网优能力延伸至新场景，信号管控应用取得突破	11
2.3 布局 5G 智慧灯杆与卫星通信，打开未来成长空间	13
三、“流量末端”：精准广告价值化，跨界飞跃享受行业红利.....	16
3.1 科技解决广告行业痛点，新媒体逐步取代传统媒体市场份额	16
3.2 微信流量爆发创造巨大市场空间，互联网广告快速发展	18
3.3 先发优势转化为客户优势，巨网科技携手顶尖互联网企业	20
3.4 平台运营能力提升，游戏联运与自媒体业务多点开花	22
四、盈利预测与估值.....	24
4.1 关键假设	24
4.2 盈利预测	24
4.3 估值	25
五、风险提示	25

图表目录

图 1：三维通信公司历史沿革	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：近五年公司营业构成	5
图 4：2018 年主营业务构成	5
图 5：公司通信业务主要产品及行业应用解决方案	6
图 6：公司互联网广告传媒业务产品	7
图 7：公司近年营业收入情况	8
图 8：公司近年净利润情况	8
图 9：公司近年毛利率及净利润率情况	8
图 10：公司近年费用情况	8
图 11：网优覆盖行业营收情况	9
图 12：网优覆盖行业利润水平	10
图 13：网优覆盖行业毛利率持续承压	10
图 14：三维通信网络优化覆盖解决方案应用图	11
图 15：室内覆盖解决方案示意图	11
图 16：室外覆盖解决方案示意图	11
图 17：2018 年公司通信行业子业务占比情况	12
图 18：监狱信号管控系统示意图	12
图 19：三维智能屏蔽系统性能优势	13
图 20：5G 多功能智慧路灯示意图	14
图 21：灯杆在 5G 组网中的应用示意图	14
图 22：智慧物联网杆柱拓扑图	14
图 23：2014-2018 我国海上宽带卫星通信规模	15
图 24：海上船只卫星通信示例	15
图 25：海卫通主要产品及服务	16
图 26：星展测控动中通系列产品	16
图 27：中海油服卫星通信服务项目	16
图 28：三维通信 M80 船载动中通设备	16
图 29：互联网广告市场规模	17
图 30：第三方移动广告服务提供模式	17
图 31：腾讯广告收入保持高速增长	18

表 32: TOP20 APP 月活跃用户数 (万人)	19
图 33: 微信月活持续增长	19
表 34: 腾讯微信广告	20
图 35: 巨网科技客户案例	21
图 36: 巨网科技近五年营业收入	22
图 37: 巨网科技近五年归母净利润	22
图 38: 巨网科技营收构成	22
图 39: 2018 年巨网科技营收构成占比	22
图 40: 巨网科技自媒体业务示意图	23
图 41: “齐乐乐”部分案例	23
表 1: 公司财务及预测数据摘要	1
表 2: 收入拆分预测表	24
表 3: 网络优化覆盖业务可比公司	25
表 4: 互联网广告行业可比公司	25

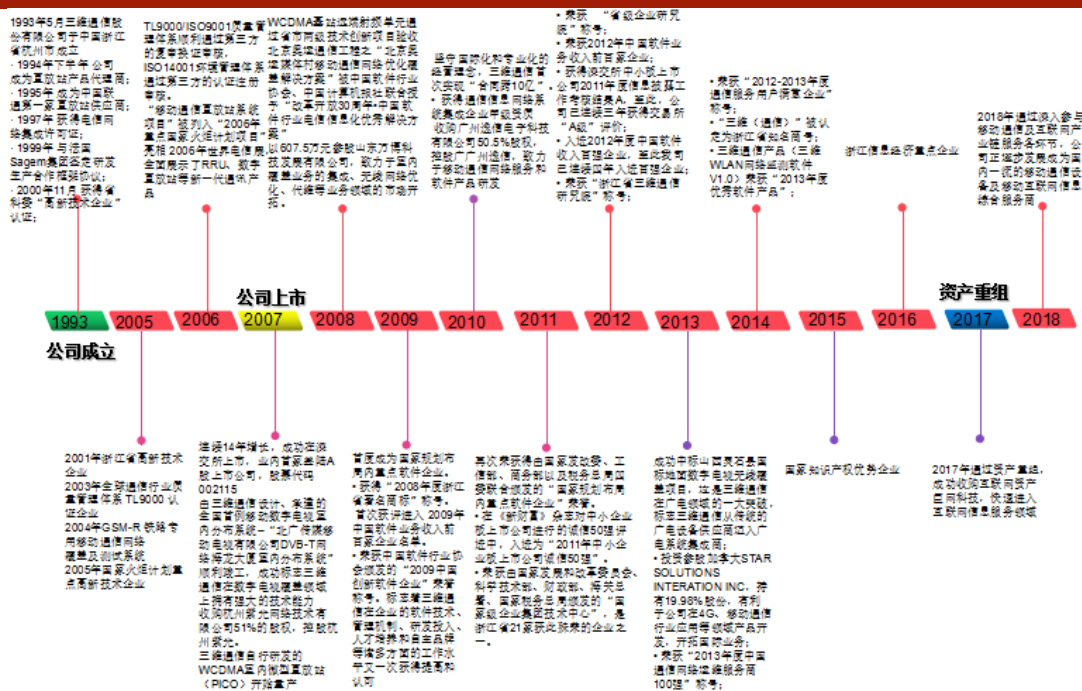
一、聚沙成塔积水成渊，三维通信打造末端变现王者

1.1 通信网络服务奠定公司基石，互联网业务添加增长引擎

深耕专业无线网络优化服务，打造一流移动互联网信息综合服务商。三维通信是一家集研发、生产、销售与技术服务为一体的软件企业和国家重点高新技术企业，致力于向海内外客户提供专业的无线网络优化覆盖产品、物联网与行业应用产品及解决方案等。公司自1993年5月成立以来，专注于无线电射频技术、软件无线电技术、自动测试技术和移动通信网规网优技术等为代表的核心技术研究，取得了一百多项专利和软件著作权，成为国家级“企业技术中心”、省市两级“研究开发中心”及“浙江省射频功放技术研究发展中心”。

外延并购打造双轮驱动，巨网科技为公司增添强劲增长引擎。2017年，公司以自筹资金方式收购巨网科技18.52%股权，并以发行股份支付对价8.9亿元以及现金支付对价2.1亿元的方式收购巨网科技81.48%股权，快速进入互联网信息服务领域。公司的互联网业务主要包括：互联网广告投放、游戏推广与联运业务、自媒体业务。通过深入参与移动通信及互联网产业链服务各环节，公司正逐步发展成为国内一流的移动通信设备及移动互联网信息综合服务商，打造接入末端和流量末端的变现能力。

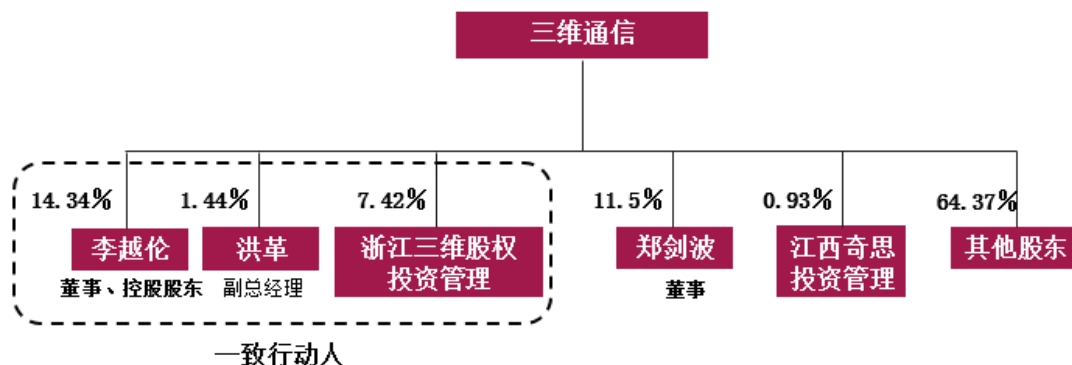
图1：三维通信公司历史沿革



数据来源：公司官网，财通证券研究所

公司股权结构：公司股权较为分散，一致行动人中李越伦为公司董事，洪革为公司副总经理，同时浙江三维股权投资管理由李越伦控股，李越伦、洪革、三维股权为一致行动人，分别控股14.34%、1.44%、7.42%，公司其它股东中郑剑波控股11.5%，并为公司董事，江西奇思投资管理0.93%。

图2：公司股权结构

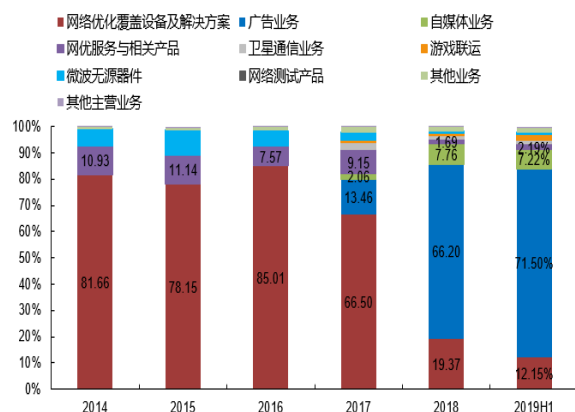


数据来源：Wind，财通证券研究所

1.2 互联网广告传媒业务迅猛发展，网优业务齐头并进

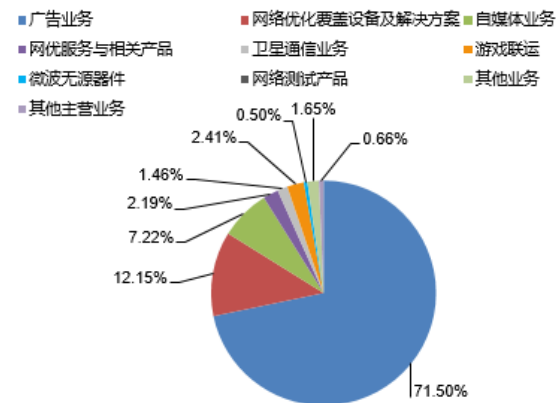
2017年之前，公司主要业务为移动通信网络设备及系统解决方案综合服务，其中通信网优业务中网络优化覆盖设备及解决方案的营收占比最高达80%以上。2017年收购巨网科技81.48%股权以后，增加了广告业务和自媒体业务，并表当年占公司营收15.5%。2018年互联网广告传媒业务迅速发展，其中广告收入增长最快，占比达到了66.20%，自媒体业务也占比7.76%，互联网广告传媒业务总占比超过网络优化业务，接近80%。公司成功打造双主业驱动，以通信业务为基石，互联网广告媒体业务为新动力。我们预计2019年公司在互联网广告传媒业务将继续保持高速增长，伴随5G建设开启，通信业务也将重新回到快速增长轨道。

图3：近五年公司营业构成



数据来源：Wind，财通证券研究所

图4：2018年主营业务构成



数据来源：Wind，财通证券研究所

1.2.1 移动通信网络设备及系统解决方案综合服务

公司的通信业务主要是为运营商和行业客户提供移动通信网络设备及系统，包括室内外网络优化覆盖设备及系统、行业专用移动网络系统、安全通信网络系统、卫星通信设备。

图5：公司通信业务主要产品及行业应用解决方案



数据来源：公司官网，财通证券研究所

1) 网优覆盖设备、系统及行业专网应用

目前公司网优覆盖设备包括各类直放站、2G\3G\4G RRU、iDAS、微放等，主要应用于大型建筑物室内、运动场馆、隧道及铁路交通沿线等。公司主要客户为移动通信运营商、移动通信系统集成商、移动通信核心网络设备商及包括铁路、司法、远洋商船、海外第三方等各类行业通信应用客户。针对国内5G网络商用进度的提速，公司已启动5G网络优化设备及解决方案的研发测试工作。

2) 卫星通信运营服务

目前，公司拥有主流的海上宽带卫星通信运营服务品牌“海卫通”和“渔卫通”，致力于为海上船舶运输，海洋渔业提供宽带接入和增值业务运营服务，通过商业模式和技术创新变革整个海洋行业，打造智慧海洋生态链，装船数和服务船员数量处于快速增长阶段。同时整合移动通信和卫星天线研发经验，先进的集成供应链体系，为全球卫星宽带运营公司提供低成本高品质解决方案。卫星通信运营业务在公司业务中占比还很小，2018年占营收比仅1.47%。

3) 安全专网融合通信设备及解决方案

公司研发的移动网络安全管控系统，使用案例已覆盖到全国20个省份，监狱项目60余个，全面进入司法、军工、金融、教育、运营商市场，在信息安全的无线信号管控领域打造行业专家品牌，2018年进入国际市场获得海外订单。

4) 5G智慧杆塔运营服务

公司在国内运营商4G建设进入后周期的背景下，结合原有分布全国20余省市的通信工程服务团队，于2017年开始积极筹备、探索面向5G网络建设、5G智慧城市物联网的智慧杆塔运营服务。2018年，已于多个城市和地区进行了相关业务的试点。

1.2.2 互联网广告传媒业务

公司的互联网广告传媒业务主要通过子公司巨网科技展开相关服务，主要业务包括：腾讯社交广告业务、自媒体业务、游戏推广与联运业务。

图6：公司互联网广告传媒业务产品



数据来源：公司官网，财通证券研究所

1) 腾讯社交广告业务

目前，腾讯系社交产品的日活跃用户在超大规模的基础上仍保持良好成长，以微信、QQ为代表的腾讯社交产品已成为国内移动互联网的超级流量入口，公司通过搭建专业的运营团队，为各类客户在腾讯系社交产品上量身定制广告投放方案，提供投放策略、文案创意、账户搭建、投放执行、数据分析、账户优化等一站式服务。2018年，在腾讯中长尾渠道服务商中获得腾讯广告颁发的“2018年度卓越服务商”及“2018年度突破服务商”的称号。

2) 自媒体业务

巨网科技的自媒体业务主要通过整合自主运营及深度合作的微信公众号、微博、今日头条号、抖音号、趣头条等新媒介资源，在媒介端不断扩大，以微信公众号为主的新媒体用户的覆盖领域和范围，同时根据广告客户的推广目标和要求，不断挖掘优质内容，从而实现为客户提供精准的广告投放服务。2018年，巨网的自媒体业务已在文学、轻娱乐、原创动漫、在线教育、金融、情感、游戏、生活常识、美妆等多个细分领域形成了覆盖过亿用户群体的内容媒体矩阵，并成功通过导入品牌广告、社交消费电商、直营电商、知识付费、短视频等新的广告内容形式进一步挖掘了社交媒体流量价值。

3) 游戏推广与联运业

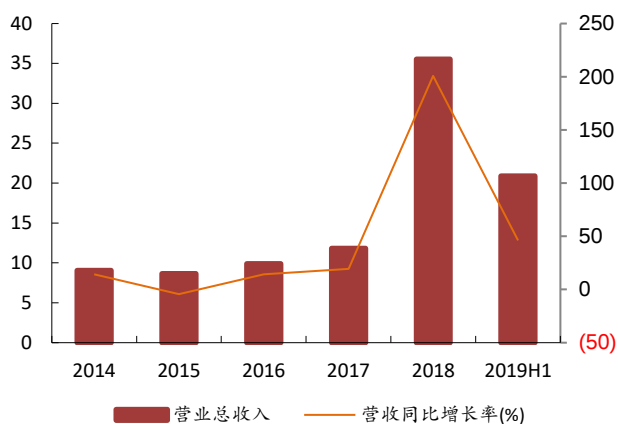
在游戏推广和联运业务方面，2011年巨网科技涉足手游推广平台，设立游戏联运推广平台——“齐乐乐”，与游戏研发厂商和游戏代理商进行合作，聚合多种渠道推广合作的游戏产品，并负责合作平台及推广渠道的日常维护工作，从而获取游戏推广和联运收入。目前巨网科技已与数百家游戏开发商及渠道合作伙伴建立了良好的合作关系，并与九游、360、百度、腾讯等知名游戏厂商达成深度合作。

1.3 巨网科技带来业绩高增长，净利润率持续上升

公司整体营收稳步增长，2018 年巨网科技互联网广告传媒业务带来大幅提升。

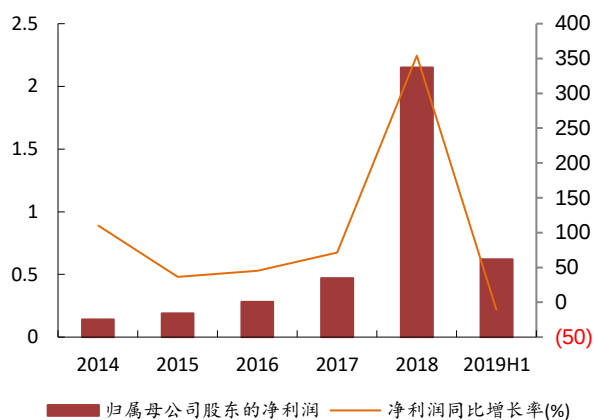
2014 年至 2017 年，公司收购巨网科技之前，主营业务为移动通信网络设备及系统解决方案综合服务，主要为运营商和行业客户提供移动通信网络设备及系统，包括室内外网络优化覆盖设备及系统、行业专用移动网络系统、安全通信网络系统、卫星通信设备。由于整个通信行业在 5G 建设开启之增长缓慢，网络优化行业内市场竞争激烈，公司 2015-2017 年增长缓慢，三年复合增长率在 10.9%。2017 年公司收购巨网科技后，公司营收同比增长 20%，归母净利润同比增长 71%，公司利润增长明显，2018 年为公司重组后的第一年，巨网科技互联网广告传媒业务带来大幅提升，营收达到 35.5 亿元，同比增长 200%，归属与母公司净利润 2.15 亿元，同比增长 354%。

图 7：公司近年营业收入情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

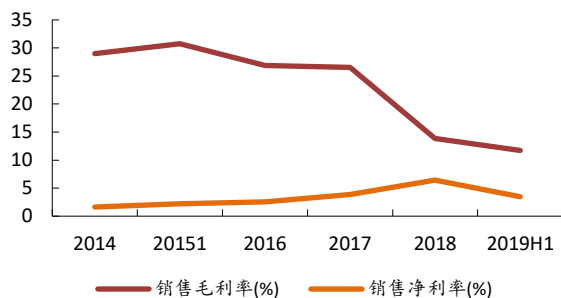
图 8：公司近年净利润情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

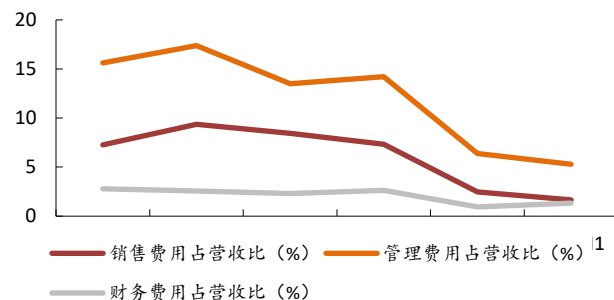
从盈利能力来看，近年来毛利率有所下滑但净利润率持续上升，盈利能力增强。由于巨网科技部分互联网广告传媒业务毛利率较网优业务低且广告传媒业务营收占比较大，公司 2017 年开始整体毛利率相对公司重组之前下降明显，2018 年随着互联网广告传媒业务迅速增长，同时伴随着其中一些高毛利率的传媒广告业务的不断放量，使得公司整体毛利率下降趋势变缓，预计未来将保持平稳。

图 9：公司近年毛利率及净利润率情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 10：公司近年费用情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

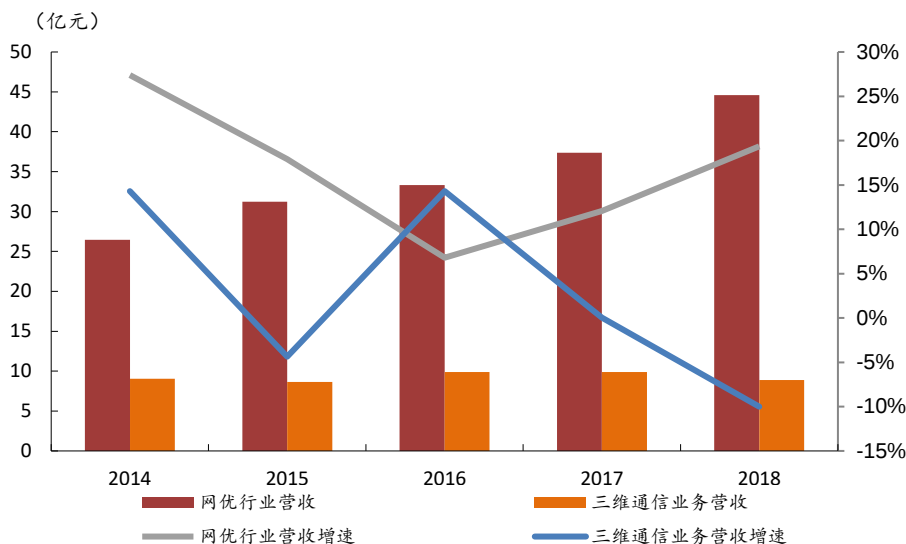
在成本管控方面，公司在销售、管理和财务费用逐年减少，尤其管理费用下降趋势明显，主要源于随着公司不断发展，公司管理模式不断完善，管理成本越来越小。在销售费用方面，逐渐形成稳定的客户，后期开发新客户所需的投入将有效降低。

二、“连接末端”：特定应用场景化，核心能力横向延伸

2.1 传统网优覆盖保持平稳，4G 深化与 5G 建设带动行业复苏

网优覆盖行业增长随 4G 重耕回暖，行业竞争激烈情况仍然持续。我们选取了部分有代表性的网优覆盖行业上市公司作为样本。由于 2014 年 6 月向中国联通、中国电信发放 FDD-LTE 试商用牌照，以 TD-LTE、FDD-LTE 为代表的 4G 技术推动国内移动通信市场在短时间内经历一轮高速的技术及基础设施迭代。随着 4G 建设深入，网优覆盖行业进入快速发展通道，2014-2015 年营收增速保持 20% 以上。在 2015 年之后，行业进入完全竞争阶段，市场趋于饱和，增速下降至 6.8%。2018 年，4G 低频重耕成为运营商建设重点，网优覆盖行业增速重新回到接近 20%。近年公司的网优覆盖业务基本保持稳定，2018 年略有下滑。

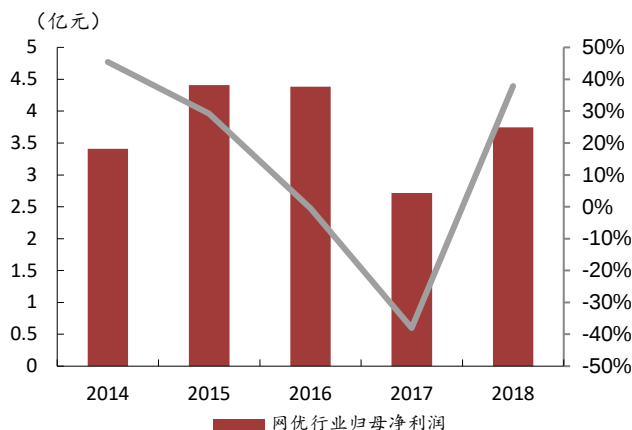
图 11：网优覆盖行业营收情况



数据来源：财通证券研究所

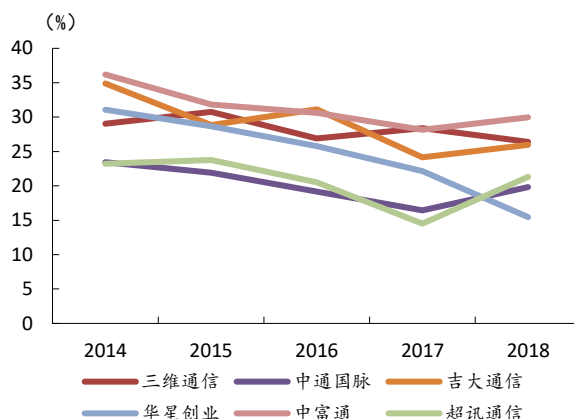
国内网优市场发展出现瓶颈，竞争激烈导致毛利率呈下降趋势。由于网优服务较为同质化，行业壁垒不高，导致行业集中度差。在提速降费的背景下，随着国内电信运营商自身盈利水平增长放缓，国内移动通信及互联网优化覆盖行业竞争进一步加剧，持续价格战导致毛利率水平受到持续挤压。

图 12：网优覆盖行业利润水平



数据来源：wind，财通证券研究所

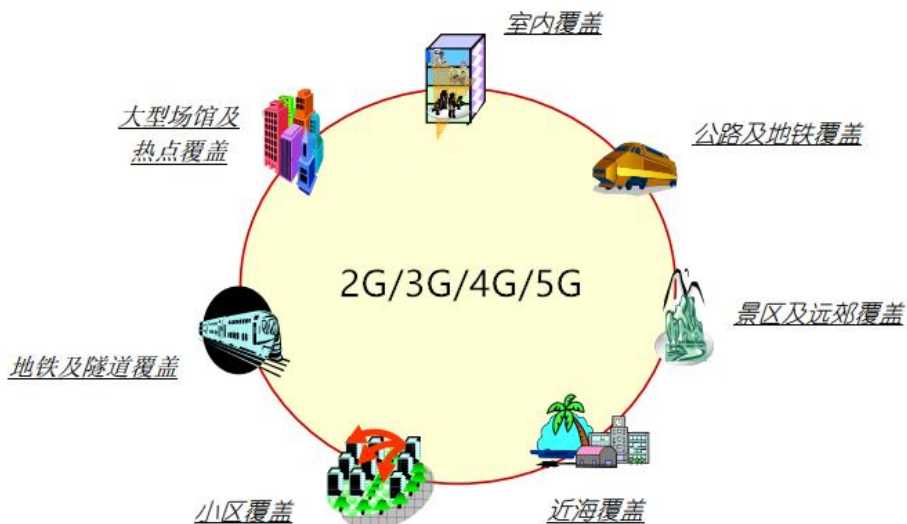
图 13：网优覆盖行业毛利率持续承压



数据来源：wind，财通证券研究所

5G 建设为移动网络优化覆盖市场提供长期推动力，并且对 4G 网络优化覆盖业务不会造成负面影响。2019 年 6 月三大运营商获得 5G 商用牌照，全面开启 5G 建设。在网络优化覆盖业务上，5G 相较于 4G，有两大变化：第一，5G 网络建设带来网优设备数量增加。4G LTE 所采用的主要频段是 1.8GHz-1.9GHz，2.3GHz-2.6GHz，而 5G NR 所采用的主要频段是 3.4GHz-3.6GHz、4.7GHz-4.9GHz。由于使用更高频率，基站信号覆盖能力降低，覆盖距离缩短，宏基站的网络覆盖盲区会大幅增加，这时候就需要更多的网络优化覆盖设备来弥补宏基站覆盖的不足；第二，网优设备性能要求更高，对服务商的技术实力要求更高。5G 应用场景拓宽，为满 eMBB、URLLC、mMTC 三大应用场景，对网络延时、并发数等提出了新的要求，网优产品相较于 4G 会有升级。同时 SA 与 NSA 混合组网，4G 与 5G 融合发展，网络更加复杂，对网优服务商的技术水平和服务能力也提出更高要求。因此我们判断，5G 建设将成为移动网络优化覆盖市场长期推动力。随着 5G 商用时代的来临，5G 相关产业发展进入冲刺阶段。为了抓住 5G 发展的历史机遇，公司将积极增加研发投入，不断创新。继续精耕通信网络优化行业，加大力度研发与 5G 网络建设适配的小微基站、皮基站、接入产品、室分产品、DAS 设备、微放等各线产品，加快 5G 新产品的推出和商用。公司将申请加入 O-RAN 联盟组织以及与 Open RAN 市场领先企业合作，在技术上保持业内领先水平。

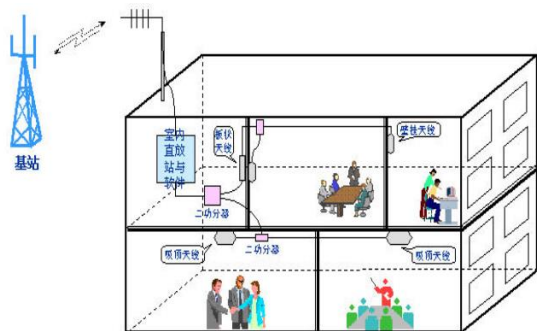
图 14：三维通信网络优化覆盖解决方案应用图



数据来源：财通证券研究所

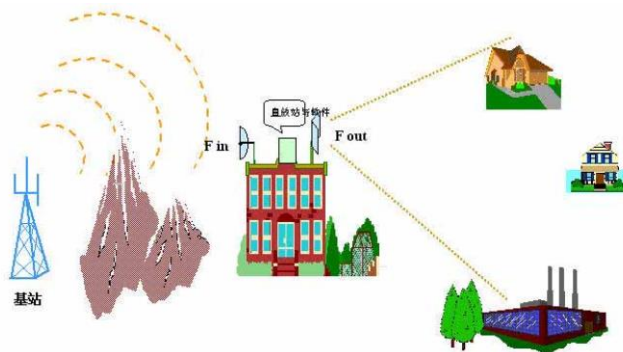
从运营商的角度看，移动通信网络是一个动态的多维系统，网络覆盖的质量和效果会随着终端用户的分布、网络环境的变化（如新建筑物的出现等）、网络结构的变化（如基站分布的变化等）等因素，不断发生变化，需要经常性的网络优化投入。移动用户需求日益个性化、多样化，也对网络覆盖的质量提出了更高的要求，出于竞争的考虑，运营商必须加快资本投入，不断改善其设备性能和容量。因此我们认为，5G 建设也不会对 4G 网络优化覆盖业务形成负面影响。

图 15：室内覆盖解决方案示意图



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

图 16：室外覆盖解决方案示意图

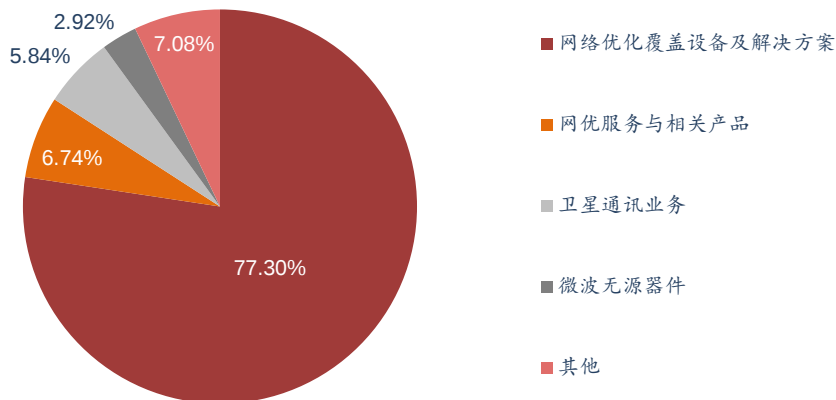


数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

2.2 网优能力延伸至新场景，信号管控应用取得突破

深入挖掘网优能力的延伸场景，连接末端变现能力增强。除了在传统网络优化覆盖领域的继续深耕，公司已经开拓出监狱、隧道、矿山等一系列新的解决方案，并且在海上卫星通信、5G 智慧灯杆等领域均有布局，打造更加全面的网络服务能力，突出连接末端的变现能力。

图17：2018年公司通信行业子业务占比情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

网优能力延伸至新场景，信号管控产品市场空间广阔。基于当前的手机信号管控现状和新形发展需要，随着 5G 商用，监管场所手机信号管控面临着更大的挑战，需要规划建设一套屏、侦及定位三位一体的，具有绿色低辐射、全制式高效率、周界控制精准、高度智能自适应手机信号管控系统。公司将网优能力延伸至信号管控产品市场，研发出基于信令级的分布式智能屏蔽系统。三维通信的智能屏蔽系统有别于传统的功率压制、也不同于伪基站所依赖的高电平信号吸附，而是通过解调、解码公网信号的同步和导频信道，重新编码，从根本上切断手机与网络的联系，实现无盲点屏蔽。基于这种创新技术的新一代屏蔽方式，仅需要传统屏蔽器 1/300 的功率即可实现信号屏蔽，发射功率小，对人体健康影响小。公司同时还提供为管制区域（监狱、看守所、军事区、保密区域等）实现智能屏蔽、授权通信、非法侦测及指挥调度四大基础功能，并可根据用户需求灵活组合及定制开发。

图 18：监狱信号管控系统示意图

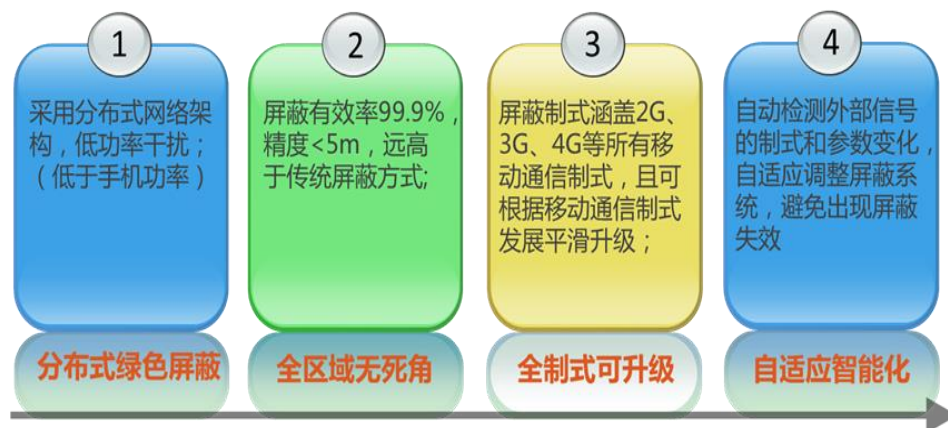


数据来源：武汉先福达通信，财通证券研究所

智能屏蔽系统在监狱、军队、重大会议场所拥有广阔的应用前景，取得良好的市场效果。2016 年，公司首次安全通信网络及通信信号管控领域通过政府分期采购服务的方式实现销售，与中国移动通信集团北京有限公司签署了《北京市监狱

管理局主动式狱内手机信号管控系统 ICT 项目支持服务采购合同》，合同总金额 2650 万元。项目涉及 13 个监狱的主动式狱内手机信号侦测管控系统，服务合同为期 5 年。服务模式为三维通信自筹资金建设北京市监狱管理局主动式狱内手机信号管控系统基础设施，提供并维护该设施及相应的产品与服务，并向北京移动出售该系统的相关功能应用与服务，北京移动按合同约定价格与支付方式按月支付服务费。

图19：三维智能屏蔽系统性能优势



数据来源：公司官网，财通证券研究所

2.3 布局 5G 智慧灯杆与卫星通信，打开未来成长空间

紧跟 5G 与物联网发展风口，智慧灯杆实现产业突破。随着 5G 产业的发展，“智慧城市”的建设发展进入快车道，5G 时期基站的数量将会大大增加，这会增加运营商的建网成本，而小基站具有部署灵活、同频干扰小等优点（可以实现间距 10-20 米间的部署，对比宏基站部署间距一般要达到 500 米以上），非常适合热点区域覆盖，或将成为 5G 时代基站增加站点的主要方式。而随处可见的路灯则成为部署小基站的绝佳位置。5G 智慧灯杆集合了 5G 小基站、监控摄像头、多媒体信息屏、安全报警、新能源汽车充电桩以及公共广播、无线 Wi-Fi 等硬件功能，通过先进的信息感知技术、数据通信传输技术计算机处理技术，将采集到的数据和信息传输到“智慧照明软件系统平台”，实现大数据交互环境下的智能照明、智慧交通、无线城市、信息发布等智慧城市管理核心功能。

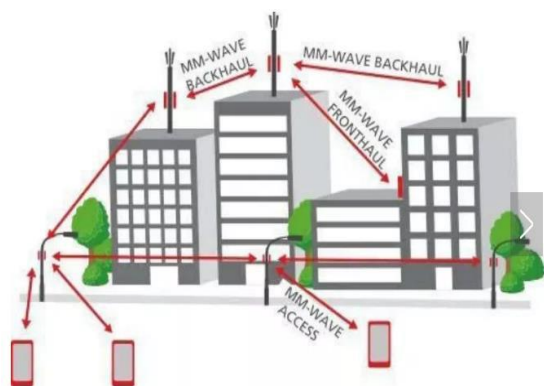
图20：5G多功能智慧路灯示意图



数据来源：互联网，财通证券研究所

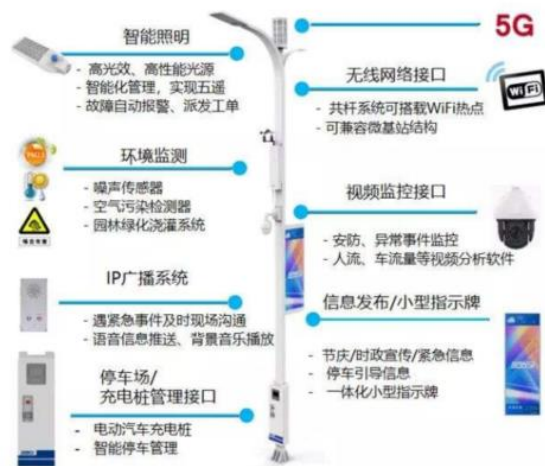
三维通信布局的 5G 路灯杆，隐蔽，灵活而且可以有效覆盖，为客户提供精准指向性服务，减小干扰，极大地提高基站的服务容量。“一杆多用”、“智慧灯杆”作为智慧城市的建设部分，更是获得了重要决策部署，成为 5G 大趋势下的直接受益环节。截止 2019 年上半年，三维通信的 5G 智慧杆塔运营服务业务已于多个城市和地区进行了相关业务的布局，载体从原有的路灯杆拓展到监控杆，与山东、广东、云南等地区的部分城市管理方签订了意向性协议。

图21：灯杆在5G组网中的应用示意图



数据来源：微波射频网，财通证券研究所

图22：智慧物联网杆柱拓扑图

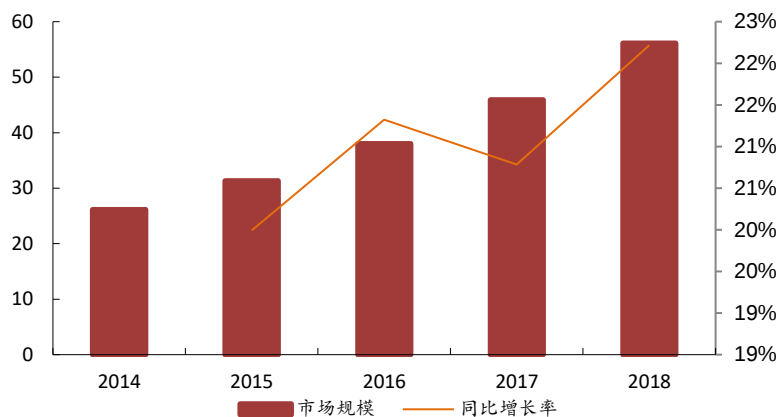


数据来源：互联网，财通证券研究所

进军卫星通讯领域，不断实现新的发展机遇。近年来，随着我国海上船只设备的更新及宽带卫星技术的进步，我国在海上宽带卫星通信行业的市场规模保持快速

增长,根据中研网的数据显示,2018 年行业市场规模为 56.1 亿元,同比增长 22.2%,表明海上窄带通话服务已经不能满足海上通信对象的需求,海上宽带互联网通信服务需求在日益增强,三维通信布局的海上卫星通信系统有着广阔的应用市场。

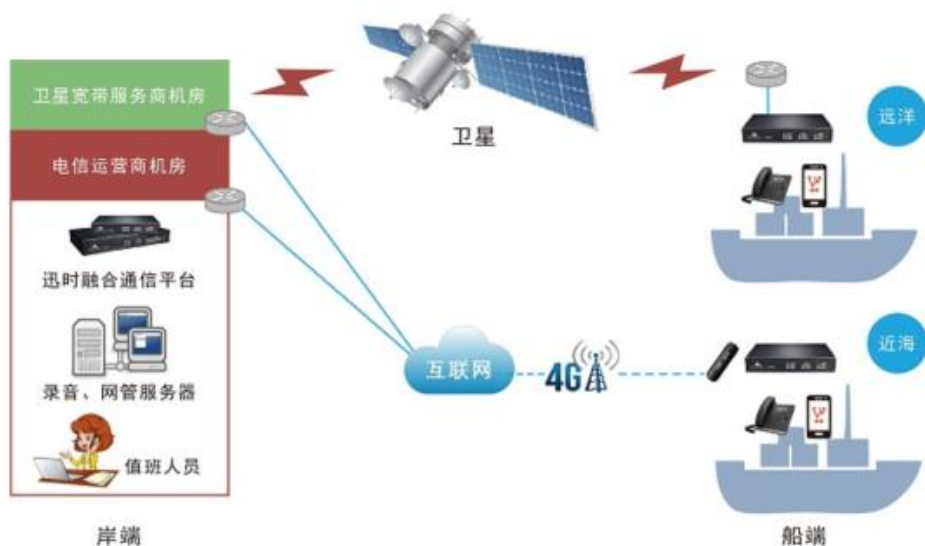
图 23: 2014-2018 我国海上宽带卫星通信规模



数据来源: 中研网, 财通证券研究所

2018 年 3 月 7 日, 中国卫通集团股份有限公司正式获批电信业务牌照, 意味着卫星通信业务在我国已具备运营基础, 市场正在逐渐成熟, 并将进入快速发展期。同时, 5G 时代, 地面通信将开始使用卫星通信所用毫米波频段, 卫星互联网融合地面 5G 网络将实现通信行业质的飞跃。

图 24: 海上船只卫星通信示例



数据来源: 上海迅时, 财通证券研究所

2016 年, 三维通信通过收购控股海卫通、参股星展测控进入卫星通信行业, 为大型远洋商船、游轮及近海渔船提供海洋通信服务的解决方案, 国内处于行业领先地位。海卫通是专业的海上宽带卫星通信服务商, 从事海洋宽带接入和增值业务运营。海卫通在国内海上卫星通信 VSAT 服务领域占有超 80% 的份额, 成为国

内市场的绝对领导者，且是目前国内该领域唯一能参与国际主流竞争的企业。西安星展测控是专业从事船载卫星通信设备的制造商，先后为中国海监、中国海警、军方、各类民用船舶提供卫星通信服务。

图25：海卫通主要产品及服务



数据来源：海卫通官网，财通证券研究所

图26：星展测控动中通系列产品



数据来源：星展测控官网，财通证券研究所

三维通信向客户提供 VSAT 卫星通信服务整体解决方案，提供船岸间的中海油服企业内网接入服务，提供 VSAT 卫星互联网服务，IP 语音电话业务，数据船舶监控服务，网络安全管理等服务。通过卫星传输，为船东提供视频监控回传服务，即可在岸端随时通过手机、电脑终端观看船上实时监控视频，支持远程实时查看、远程维护指导、历史监控回放等功能。同时提供船队数据监控服务，实时掌握船舶状况，从而实现真正的“智慧航运”。

图 27：中海油服卫星通信服务项目



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 28：三维通信 M80 船载动中通设备



数据来源：公司官网，财通证券研究所

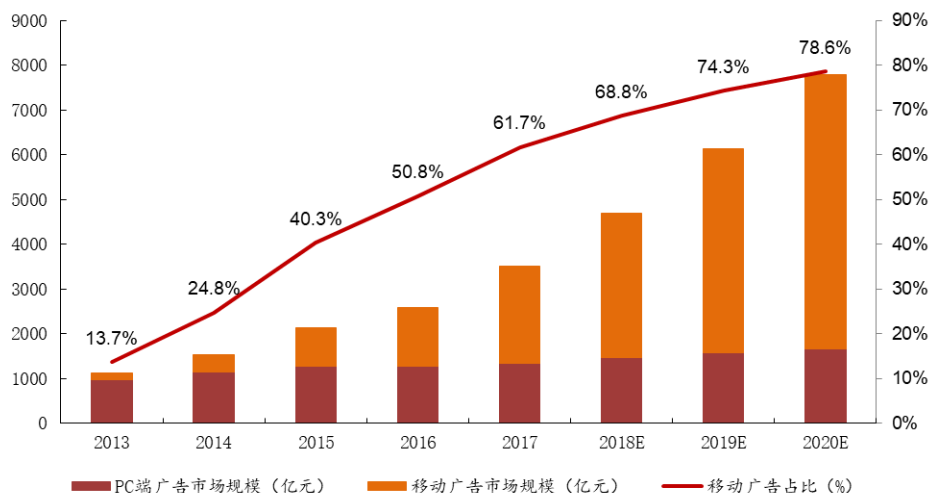
三、“流量末端”：精准广告价值化，跨界飞跃享受行业红利

3.1 科技解决广告行业痛点，新媒体逐步取代传统媒体市场份额

互联网广告市场规模不断扩大，移动广告市场发展迅猛。互联网广告相比传统电视广告、纸媒、楼宇大屏幕等广告，有着可以实现用户画像、精准营销等诸多优势，近年来互联网广告市场保持高速增长，根据弗若斯特沙利文的数据，2017

年已经超过 3000 亿，预计到 2020 年，互联网广告市场将超过 7000 亿，年复合增长率在 30% 以上。其中移动广告市场起到市场规模增长的主导作用，2017 年移动广告市场已经占比 61.7%，并且仍然保持着高增长态势，相比而言，PC 端广告市场则增长缓慢，移动广告市场已经成为广告商的兵家必争之地。

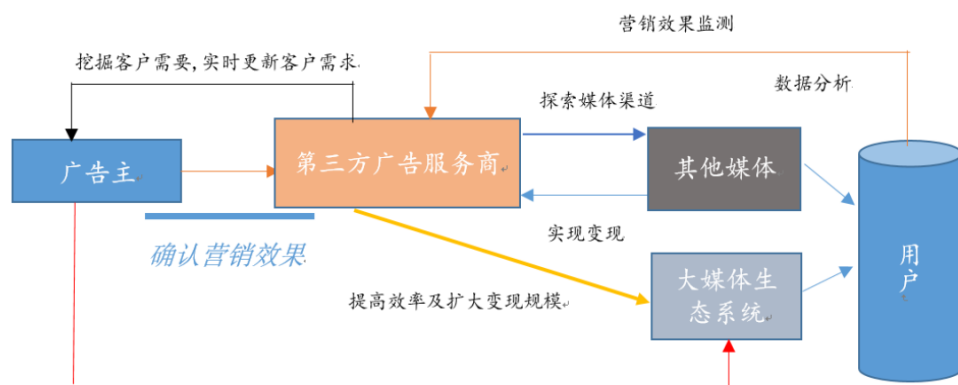
图29：互联网广告市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文报告，财通证券研究所

精确分发解决广告市场痛点，有效激活潜在客户。第三方广告服务供应商是广告产业市场发展的必然产物，为广告市场资源高效运转提供了根本保障，领先的第三方广告服务供应商通常会透过 SDK 连接数十亿台设备及每天处理来自全球各地的数百亿个请求，需要在毫秒时间迅速回应。为做到利用繁多的设备产品信息在毫秒时间迅速回应，具有高度可扩展性及运算能力的数据处理平台至关重要。具备这种强大技术实力的第三方广告服务供应商能够实现更精确的受众分析及精准的定向投放。

图30：第三方移动广告服务提供模式



数据来源：国元国际，财通证券研究所

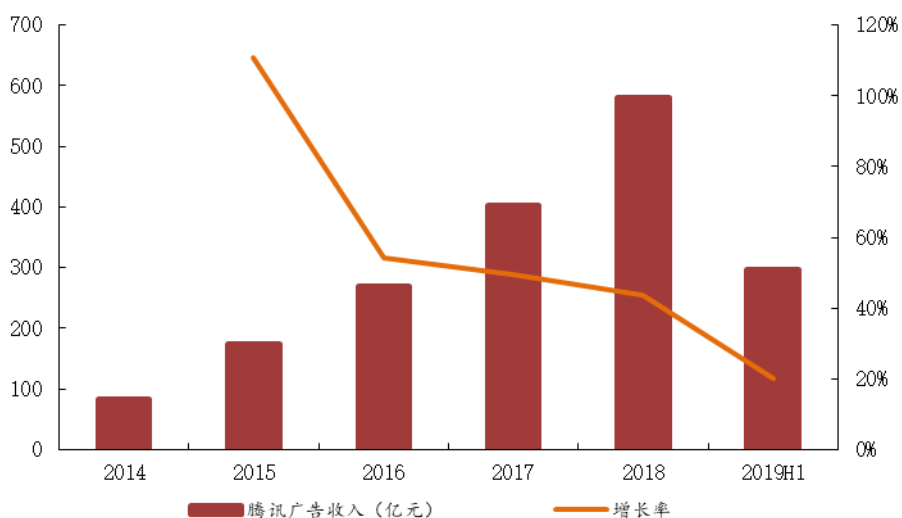
巨网科技作为第三方广告服务供应商，以广告市场核心参与者的身份连接广告主与移动媒体，为广告主提供创新且具有成本效益的广告方式，以在其应用的整个生命周期内优化其移动广告宣传活动，并实现以效果为基础的获客目标。巨网科技的核心竞争力在于数据分析及内容快速有效分发，可帮助广告主发现、吸引及

激活潜在客户，监测及衡量营销宣传活动效果。

3.2 微信流量爆发创造巨大市场空间，互联网广告快速发展

腾讯信息流广告大放异彩，收入规模快速提升 2015 年 7 月，QQ 空间在移动端发布了首支信息流视频广告。同年 8 月，微信朋友圈广告上线，这代表着腾讯社交 APP 开始大规模实现广告变现。原有广告中，随着 APP 流量的增长，腾讯视频广告、腾讯新闻广告、微信公众号广告收入也实现快速增长。2015 年开始，尽管在微信广告方面，腾讯为了维护用户体验保持较大的克制，但腾讯的广告收入每年依然保持高速增长，近三年增速都在 40% 以上，说明微信广告依然有较大的发展空间。

图31：腾讯广告收入保持高速增长



数据来源：wind，财通证券研究所

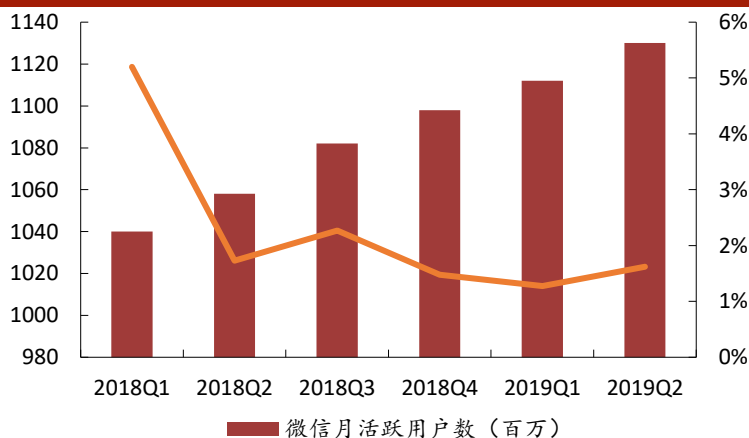
微信流量池巨大，流量红利爆发 目前，微信已经拥有超过 10 亿的用户数，微信成为了人与人之间沟通必不可少的工具，广泛运用于日常交流和工作生活中。2019 年 4 月统计的月活跃用户数中，微信排在第一位，并且遥遥领先排在第二位的支付宝，由此说明微信已经当下最具有黏性和使用度的 APP，除此之外以微信为载体的微信小程序、自媒体等提供了海量的流量和入口，为微信的使用持续注入生命力，微信存在大量变现价值等待挖掘。

表32: TOP20 APP 月活跃用户数 (万人)

排名	应用名称	类别	MAU (万) (2019 年 4 月)
1	微信	社交	101947
2	支付宝	金融	61576
3	QQ	社交	60817
4	淘宝	移动购物	41648
5	抖音短视频	视频	32210
6	百度	实用工具	31819
7	Wifi 万能钥匙	系统工具	29577
8	爱奇艺	视频	25606
9	今日头条 (合并极速版)	资讯	22304
10	微博	微博/博客	22302
11	快手	视频	22302
12	腾讯视频	视频	22041
13	QQ 浏览器	系统工具	22036
14	酷狗音乐	音频娱乐	20477
15	拼多多	移动购物	19358
16	腾讯新闻	资讯	17654
17	UC 浏览器	系统工具	15654
18	优酷	视频	13331
19	应用宝	应用管理	12789
20	高德地图	地图导航	12539

数据来源: 中商情报网, 财通证券研究所

图 33: 微信月活持续增长



数据来源: 腾讯, 财通证券研究所

微信作为流量王者，广告模式有很大开发潜力。腾讯自身最重要的属性是社交，社交媒体微信朋友圈、QQ空间都适合采用信息流广告；腾讯流量最大的是微信，为了不影响用户体验，微信朋友圈的广告每天最多两条，根据国元国际统计，微博每9-11条内容1条广告以及今日头条6条内容1条广告频率，微信广告频率远远低于其他社交媒体，因此还有很大开发空间。

广告形式、互动性、玩法、库存逐步丰富。腾讯作为BAT中流量最大的，广告收入却是最少的，源于对广告的克制，潜力在未来几年仍会处于不断开发的状态。近年来，腾讯广告在公众号广告、朋友圈广告、小程序等方面不断开拓新的广告模式：

- 1) 2017年1月20日，视频原生推广页广告上线；
- 2) 2017年9月21日，选择式卡片广告上线；
- 3) 2017年10月16日，微信公众号互选广告短视频样式全量上线；
- 4) 2017年12月25日朋友圈投票式卡片广告上线；
- 5) 2018年3月22日，公众号和朋友圈广告均支持小程序落地页投放；
- 6) 2018年5月9日，小游戏激励式视频广告全量开放；
- 7) 2018年5月10日，公众号文章底部视频卡片广告全量上线等。

表34：腾讯微信广告

广告位置	广告形式	投放特点
微信朋友圈广告	基于微信公众号生态体系，以类似朋友的原创内容形式在朋友圈中展示的原生广告，用户可以通过点赞、评论等方式进行互动，并依托社交关系链传播。	可通过MP自助投放，具有排期购买、定价购买、竞价购买三种模式。较为优质的广告位（核心城市、视频模式等）更适合通过直采模式购买；进入竞价购买的是偏长尾的媒体流量（不包括核心与重点城市、仅有图文广告）。
微信公众号广告	基于微信公众号生态体系，以文章内容的形式出现在公众号文章底部，提供公关注、移动应用下载、卡券分发、品牌活动广告等推形式，类型分为微信公众号图片广告（横幅展示）、微信公众号图文广告和微信公众号卡片广告。	相比微信朋友圈，微信公众号受众面较窄（只有点进公众号文章且拉到最下方才能看），更偏长尾流量的定位决定了公众号广告推广目标：包括品牌活动推广、公众号推广、移动应用推广、微信卡券等，更适合通过竞价方式投放。

数据来源：财通证券研究所整理

3.3 先发优势转化为客户优势，巨网科技携手顶尖互联网企业

先发优势占领市场份额，客户涵盖顶尖互联网企业。巨网科技于2010年进入互联网广告分发行业，是国内较早专注于互联网广告投放服务的提供商，经过多年不懈努力，已经在行业经验与分析方法、上下游资源、技术、人才等诸多方面形成了较为明显的先发优势。公司与百度、360、腾讯、字节跳动、趣头条、微博等互联网领先企业建立了深度而稳定的合作关系，对公司业务的快速成长起到了极大的促进作用。**其中最主要的两大看点是腾讯和字节跳动**，腾讯旗下主要流量平台即微信、QQ，字节跳动则是今日头条、抖音等。

- (1) 腾讯系社交产品的日活跃用户在超大规模的基础上仍保持良好成长，以微信、QQ为代表的腾讯社交产品已成为国内移动互联网的超级流量入口，

公司通过搭建专业的运营团队，为各类客户在腾讯系社交产品上量身定制广告投放方案，提供投放策略、文案创意、账户搭建、投放执行、数据分析、账户优化等一站式服务。2018 年，三维通信在腾讯 SMB 广告服务领域取得重大突破，广告投放业务排名前列，并在腾讯中长尾渠道服务商中获得腾讯广告颁发的“2018 年度卓越服务商”及“2018 年度突破服务商”称号。

- (2) 字节跳动是一家新生代的互联网巨头，其推出的“今日头条”客户端，通过为用户智能推荐个性化信息，从而开创了一种全新的新闻阅读模式，同时旗下还有抖音、火山小视频等当前火热的爆款 APP。根据 IT 之家数据，截至 2019 年 7 月，字节跳动旗下产品全球总 DAU（日活跃用户）超过 7 亿，总 MAU（月活跃用户）超过 15 亿，其中抖音 DAU 超过 3.2 亿。巨网科技目前已经推出趣头条广告解决方案，有望在字节跳动的今日头条、抖音等产品上复制，借助字节跳动这一流量巨头实现业务快速发展。

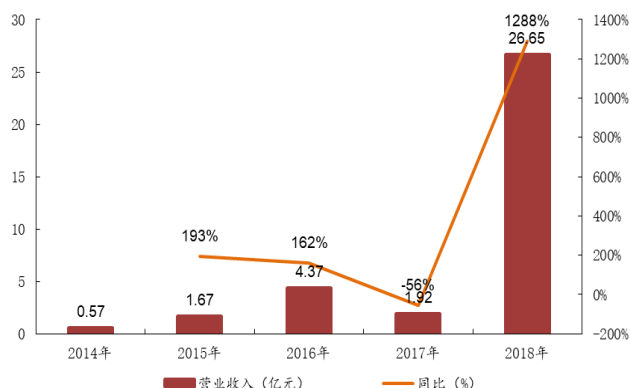
图 35：巨网科技客户案例



数据来源：巨网科技官网，财通证券研究所

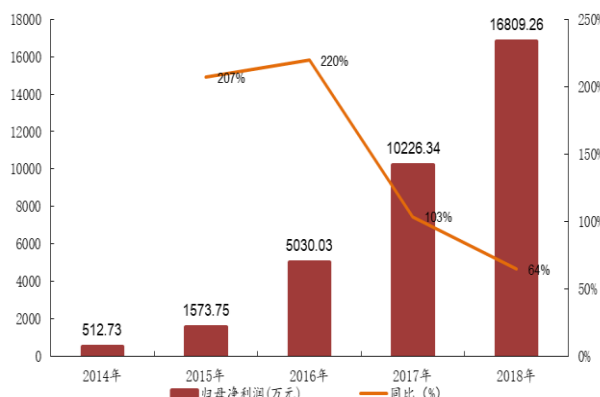
高业绩承诺保障公司股东利益，高完成率彰显管理层运营能力。根据巨网科技与上市公司达成协议，巨网科技承诺 2017 年、2018 年、2019 年经审计扣非归母净利润分别为 0.93 亿元、1.30 亿元、1.70 亿元，承诺期内标的公司在达到业绩承诺数的前提下，如果承诺期内巨网科技累计实际实现的净利润总和超出承诺期内累计承诺净利润总和，超出部分的 40%奖励给巨网科技的经营管理团队。根据业绩承诺，2018 年和 2019 年净利润增速分别达到了 40%和 31%。从完成情况来看，2017 年巨网科技实际完成扣非净利润 1.02 亿元，业绩承诺完成率达 110%，2018 年巨网科技实际完成扣非净利润 1.54 亿元，业绩承诺完成率达到 118.5%，我们判断 2019 年巨网科技仍将超额完成业绩承诺。

图36：巨网科技近五年营业收入



数据来源：Wind，财通证券研究所

图37：巨网科技近五年归母净利润

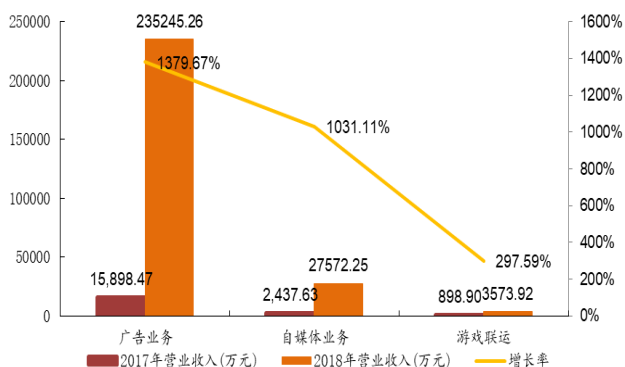


数据来源：Wind，财通证券研究所

3.4 平台运营能力提升，游戏联运与自媒体业务多点开花

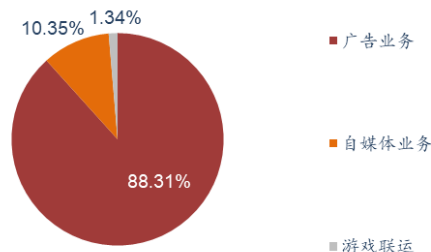
业务多点开花，营收快速扩张，发展潜力较大。2018年巨网科技营收构成中，主要营收来自广告投放业务，占比为88.31%。除此之外，巨网科技还经营游戏联运和自媒体业务。2018年，广告业务、自媒体业务、游戏联运营收同比2017年增速分别为1379%、1031%和297%。

图38：巨网科技营收构成



数据来源：Wind，财通证券研究所

图39：2018年巨网科技营收构成占比



数据来源：Wind，财通证券研究所

自媒体业务与游戏联运业务增强公司末端流量变现能力。巨网科技的自媒体业务主要通过整合自主运营及深度合作的微信公众号、微博、今日头条号、抖音号、趣头条等新媒介资源，在媒介端不断扩大，以微信公众号为主的新媒体用户的覆盖领域和范围，同时根据广告客户的推广目标和要求，不断挖掘优质内容，从而实现为客户提供精准的广告投放服务。目前，巨网的自媒体业务已在文学、轻娱乐、原创动漫、在线教育、金融、情感、游戏、生活常识、美妆等多个细分领域形成了覆盖1.5亿级用户的内容矩阵，位列行业第一梯队，拥有“知心”、“喵小萌”、“深夜告白”等一批具有影响力的公众号，并成功通过导入品牌广告、社交消费电商、直营电商、知识付费、短视频等新的广告内容形式进一步挖掘了社交媒体流量价值。

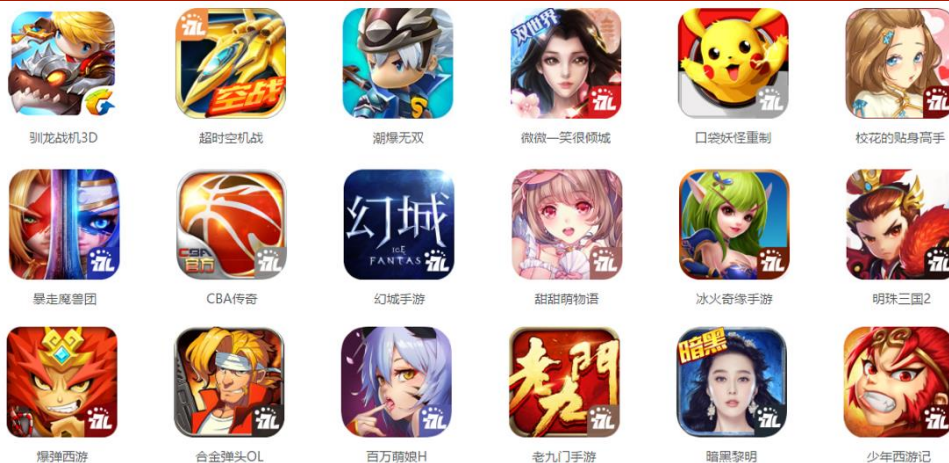
图 40：巨网科技自媒体业务示意图



数据来源：公司官网，财通证券研究所

在游戏推广和联运业务方面，2015 年巨网科技进军手机游戏领域，与游戏研发厂商和游戏代理商进行合作，通过旗下的游戏联运推广平台——“齐齐乐”，聚合多种渠道推广合作的游戏产品，并负责合作平台及推广渠道的日常维护工作，从而获取游戏推广和联运收入。在强大技术后台的支持下，齐齐乐从 2015 年的分发第三方平台游戏为主，发展为自有平台联运与分发第三方平台齐头并进。齐齐乐拥有 4000+渠道和手游公会合作伙伴，目前已代理分发包括“皇室战争”、“剑与魔法”、“射雕英雄传”等上万款手机游戏。

图 41：“齐齐乐”部分案例



数据来源：齐齐乐官网，财通证券研究所

目前巨网科技已与数百家游戏开发商及渠道合作伙伴建立了良好的合作关系，并与九游、360、百度、腾讯等知名游戏厂商达成深度合作。齐齐乐目前已建设成为集手游媒体门户、手机+APP、手游推广分发平台、SDK 联运平台为一体的综合性手游平台。

四、盈利预测与估值

4.1 关键假设

(1) 2020 年-2021 年, 伴随 5G 建设进入高峰, 5G 网络优化覆盖需求逐步显现, 智慧灯杆、信号管控产品同步发力, 带动公司网优覆盖业务增速由负转正, 高附加值新产品带动毛利率有所回升;

(2) 2020 年开始, 伴随海外 5G 建设推进, 微波无源器件需求提升, 营收增速逐步由负转正, 毛利率基本稳定;

(3) 卫星通信业务、移动互联网广告业务在 2019 全年维持上半年高速增长不变, 但由于基数变大, 2020-2021 年增速逐渐放缓;

(4) 自媒体业务、游戏联运业务增速与毛利率基本稳定;

4.2 盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年分别实现营收 51.79/73.83/101.16 亿元, 同比增长 45.7%/42.6%/37.0%, 毛利率分别为 12.1%/11.0%/10.5%, 毛利率下降主要由于毛利率较低的广告业务占比逐渐增加, 拉低公司整体毛利率。公司业绩增长点主要来自于 5G 建设带动网优覆盖业务回暖, 公司末端接入和末端流量变现能力提升。

表 2: 收入拆分预测表

	百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
无线网优产品、服务方案	营业收入	893.71	748.39	710.97	782.07	938.48
	YoY	-2.38%	-16.26%	-5.0%	10.0%	20.0%
	毛利率	28.36%	23.10%	23.5%	24.0%	24.5%
微波无源器件	营业收入	36.23	26.38	18.99	17.09	19.66
	YoY	-34.99%	-27.19%	-28.0%	-10.0%	15.0%
	毛利率	20.45%	34.01%	34.0%	34.0%	34.0%
卫星通信业务	营业收入	32.05	52.08	93.74	159.36	239.05
	YoY	1478.82%	62.50%	80.0%	70.0%	50.0%
	毛利率	3.18%	18.12%	18.0%	18.0%	18.0%
广告业务	营业收入	158.98	2352.45	3881.54	5822.31	8151.24
	YoY		1379.71%	65.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	8.39%	4.46%	4.5%	4.5%	4.5%
自媒体业务	营业收入	24.38	275.72	358.44	465.97	605.76
	YoY		1030.93%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	56.02%	55.33%	55.0%	55.0%	55.0%
游戏联运	营业收入	8.99	35.74	46.46	60.40	78.52
	YoY		297.55%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	35.56%	0.01%	35.0%	35.0%	35.0%
其他业务	营业收入	27.1	62.84	69.12	76.04	83.64
	YoY	74.16%	131.88%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	79.45%	68.49%	70.0%	70.0%	70.0%

数据来源: wind, 财通证券研究所

4.3 估值

我们预计公司 2019~2020 年 EPS 为 0.36/0.45/0.57 元。拆分来看, 公司业绩主要来源有两大业务, 第一是无线网优覆盖业务, 第二是互联网广告业务。2019 年, 网络优化覆盖行业平均 P/E 为 37 倍; 互联网广告行业平均 P/E 为 15 倍; 参考各行业可比公司平均估值, 根据各项业务利润占比, 再考虑到公司接入末端和流量末端变现能力强于可比公司给与一定溢价, 给予 2019 年 26 倍 PE, 对应目标价 9.40 元。

表 3: 网络优化覆盖业务可比公司

代码	证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE			EPS (元)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002093.SZ	国脉科技	97.02	43.1143	73.57	36.90	28.05	0.13	0.26	0.34
002544.SZ	杰赛科技	78.93	41.5347	691.00	37.12	33.17	0.02	0.37	0.42
可比公司平均				37.01	30.61				

数据来源: 财通证券研究所 (可比公司 EPS 均来自 wind 一致预期)

表 4: 互联网广告行业可比公司

代码	证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE			EPS (元)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300058.SZ	蓝色光标	155.90	106.3003	35.39	20.56	21.26	0.18	0.31	0.30
603825.SH	华扬联众	30.26	10.7748	22.98	12.36	9.30	0.57	1.06	1.41
002400.SZ	省广股份	52.13	39.4907	27.18	12.56	10.63	0.11	0.24	0.28
可比公司平均				15.16	13.73				

数据来源: wind, 财通证券研究所 (可比公司 EPS 均来自 wind 一致预期)

五、风险提示

(1) 5G 建设进度不及预期, 网络优化覆盖需求未能如期释放, 5G 灯杆等新业务大规模拓展可能推迟;

(2) 互联网广告行业受宏观经济景气度影响较大, 如果经济增速减缓, 一方面广告主的广告预算可能下滑, 另一方面竞争加剧会对公司毛利率形成压力;

(3) 自媒体业务的高质量内容难以长久维持, 原创性得不到保护。虽然泛电商、内容付费等也是盈利手段, 但目前广告仍然是主要的盈利渠道, 盈利模式较为单一;

公司财务报表及指标预测

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,181	3,554	5,179	7,383	10,116	成长性					
减:营业成本	868	3,062	4,552	6,568	9,051	营业收入增长率	19.5%	200.8%	45.7%	42.6%	37.0%
营业税费	12	18	26	37	51	营业利润增长率	192.0%	513.7%	17.1%	28.1%	27.7%
销售费用	87	88	128	175	230	净利润增长率	71.3%	354.2%	19.2%	25.8%	26.6%
管理费用	168	113	166	229	303	EBITDA 增长率	63.9%	248.1%	16.8%	21.1%	25.1%
财务费用	31	33	21	0	-4	EBIT 增长率	61.7%	379.3%	12.7%	20.1%	26.6%
资产减值损失	19	24	21	22	26	NOPLAT 增长率	105.3%	254.9%	2.9%	20.0%	26.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	134.2%	34.2%	-31.0%	66.0%	-27.5%
投资和汇兑收益	33	40	41	41	41	净资产增长率	91.7%	30.0%	10.2%	5.7%	7.1%
营业利润	43	261	306	392	500	利润率					
加:营业外净收支	3	-7	-6	-5	-5	毛利率	26.5%	13.8%	12.1%	11.0%	10.5%
利润总额	45	255	300	387	496	营业利润率	3.6%	7.4%	5.9%	5.3%	4.9%
减:所得税	-0	26	50	65	83	净利润率	4.0%	6.0%	4.9%	4.4%	4.0%
净利润	47	215	256	322	407	EBITDA/营业收入	8.9%	10.3%	8.2%	7.0%	6.4%
						EBIT/营业收入	5.1%	8.2%	6.3%	5.3%	4.9%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	589	537	909	917	1,591	固定资产周转天数	163	69	45	37	30
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-13	19	11	10	9
应收账款	571	627	1,120	1,371	2,042	流动资产周转天数	565	205	191	182	180
应收票据	24	21	45	49	80	应收账款周转天数	160	61	61	61	61
预付账款	88	391	321	706	710	存货周转天数	125	38	39	39	39
存货	419	335	778	828	1,385	总资产周转天数	1,058	452	365	306	272
其他流动资产	236	206	212	218	212	投资资本周转天数	394	215	143	109	85
可供出售金融资产	148	144	143	143	143	投资回报率					
持有至到期投资	16	12	9	13	11	ROE	2.6%	9.1%	9.7%	11.6%	13.7%
长期股权投资	32	39	46	53	60	ROA	1.1%	5.0%	4.2%	4.9%	4.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	9.6%	14.6%	11.2%	19.5%	14.8%
固定资产	753	601	707	797	869	费用率					
在建工程	12	5	15	35	65	销售费用率	7.3%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%
无形资产	184	131	154	178	198	管理费用率	14.2%	3.2%	3.2%	3.1%	3.0%
其他非流动资产	1,263	1,529	1,469	1,296	1,299	财务费用率	2.6%	0.9%	0.4%	0.0%	0.0%
资产总额	4,336	4,578	5,930	6,605	8,665	三费/营业收入	24.2%	6.6%	6.1%	5.5%	5.2%
短期债务	40	486	-	-	-	偿债能力					
应付账款	1,269	533	2,148	1,720	3,610	资产负债率	56.3%	46.2%	54.3%	56.6%	64.6%
应付票据	85	57	158	152	275	负债权益比	129.0%	86.0%	118.6%	130.4%	182.3%
其他流动负债	630	692	699	927	1,008	流动比率	0.95	1.20	1.13	1.46	1.23
长期借款	354	276	-	304	-	速动比率	0.75	1.01	0.87	1.17	0.95
其他非流动负债	64	73	211	635	702	利息保障倍数	1.94	8.69	15.79	912.27	-129.45
负债总额	2,442	2,117	3,217	3,738	5,596	分红指标					
少数股东权益	56	91	85	85	90	DPS(元)	0.04	0.08	0.27	0.23	0.29
股本	509	554	720	720	720	分红比率	53.9%	25.8%	76.8%	52.2%	51.6%
留存收益	1,350	1,849	1,908	2,062	2,259	股息收益率	0.4%	0.9%	3.1%	2.7%	3.4%
股东权益	1,894	2,462	2,713	2,867	3,069						
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	46	228	256	322	407	EPS(元)	0.07	0.30	0.36	0.45	0.57
加:折旧和摊销	51	191	99	123	148	BVPS(元)	2.55	3.29	3.65	3.87	4.14
资产减值准备	19	24	21	22	26	PE(X)	132.4	29.2	24.5	19.5	15.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.4	2.6	2.4	2.3	2.1
财务费用	33	38	21	0	-4	P/FCF	-7.8	-42.6	19.5	496.2	7.1
投资收益	-33	-40	-41	-41	-41	P/S	5.3	1.8	1.2	0.8	0.6
少数股东损益	-2	14	-6	0	5	EV/EBITDA	42.1	13.4	12.5	12.2	8.2
营运资金的变动	-85	-267	948	-807	877	CAGR(%)	91.7%	21.8%	115.0%	91.7%	21.8%
经营活动产生现金流量	20	-40	1,298	-380	1,419	PEG	1.4	1.3	0.2	0.2	0.7
投资活动产生现金流量	-218	-529	-216	-242	-253	ROIC/WACC	0.9	1.4	1.1	1.9	1.4
融资活动产生现金流量	164	486	-709	630	-492	REP	2.6	1.4	2.9	1.2	1.8

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。