

梦网集团 (002123.SZ) 5G 消息商用在即, 挖掘 C 端 “流量金矿” 新入口

2020 年 11 月 21 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 增持 (首次)

赵良毕 (分析师)

方光照 (分析师)

zhaoliangbi@kysec.cn

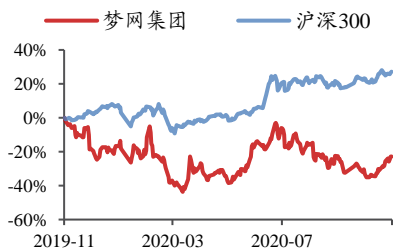
fangguangzhao@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

证书编号: S0790520030004

日期	2020/11/20
当前股价(元)	18.20
一年最高最低(元)	24.05/13.11
总市值(亿元)	147.53
流通市值(亿元)	120.80
总股本(亿股)	8.11
流通股本(亿股)	6.64
近 3 个月换手率(%)	110.4

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 国内云通信龙头公司, 聚焦即时通讯业务, 首次覆盖, 给予 “增持” 评级

梦网集团聚焦多媒体消息、富信等业务, 构建 “IM 云+视讯云+物联网+可信云” 的业务协同体系, 目前为数十万家企业提供通信产品及服务, 形成 “企业-公司-用户” 云通信生态平台。随着 5G 从可用到好用, 运营商去管道化转型, 5G 消息、手机服务号等有望加速推广, 公司作为受益标的有望迎来业绩高增长。我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 1.78/2.57/3.77 亿元, 同比增长 -164.0%/44.1%/46.8%, EPS 为 0.22/0.32/0.46 元, 当前股价对应 PE 为 82.9/57.5/39.2 倍, 相对可比公司, 估值优势暂不明显, 考虑到公司作为云通信龙头, 给予一定估值溢价, 首次覆盖, 给予 “增持” 评级。

● 5G 消息有望成为 B 端客户触达 C 端用户新入口, 企业短信迎来发展新机遇

社交 APP 的推出满足了强关系社交通信的需求, 但商业信息与弱关系通信互动需求始终没有充分满足。与传统短信及微信等社交 APP 相比, 5G 消息具备高容量、信息送达度高、互动性强、无需下载 APP 等竞争优势, 随着各 APP 流量红利触达高峰, 5G 消息有望成为 B 端客户触达 C 端用户的新入口。目前三大运营商加速推动 5G 消息各业务运营工作, 5G 消息有望成为 5G 时代第一个落地应用。公司具备运营商、客户资源、产品性能、技术领先等优势, 业绩有望迎来高增长。

● 全面布局构筑发展护城河, 公司未来增长可期

公司在 5G 消息领域具备先发优势, 创新推出企业服务号, 实现信息高效触达, 大幅提高营销获客率, 目前与华为、Vivo 等大型手机厂商达成合作, 有望全面覆盖相关品牌机型手机终端。在渠道方面, 公司具备全网渠道资源优势, 拥有超过 20 万家企业客户, 2020 年与中兴通讯等知名企业达成战略合作关系, 通过完善的客户服务增强客户粘性, 品牌知名度及客户资源进一步提升。公司通过在产品、研发等方面的科学布局, 为公司稳固发展护城河, 未来业绩增长可期。

● **风险提示:** 运营商平台建设不及预期; 运营商政策变动; 富信、手机服务号的推广不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,769	3,201	4,161	5,825	8,738
YOY(%)	8.6	15.6	30.0	40.0	50.0
归母净利润(百万元)	79	-278	178	257	377
YOY(%)	-67.3	-453.9	-164.0	44.1	46.8
毛利率(%)	24.6	20.1	20.8	21.3	22.3
净利率(%)	2.8	-8.7	4.3	4.4	4.3
ROE(%)	2.0	-6.5	4.0	5.4	7.4
EPS(摊薄/元)	0.10	-0.34	0.22	0.32	0.46
P/E(倍)	187.8	-53.1	82.9	57.5	39.2
P/B(倍)	3.2	3.5	3.4	3.2	3.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 梦网集团：国内云通信服务龙头公司	4
1.1、 剥离电力电子，聚焦云通信业务	4
1.2、 实际控制人地位稳固，股权激励提振军心	5
1.3、 专注通信服务，盈利能力有望企稳回升	6
2、 信息化转型为必然趋势,多方利好释放市场红利	9
2.1、 政策东风持续助力行业发展	9
2.2、 供需端共振云通信行业前景可观	10
2.2.1、 5G 商用进程推进，5G 消息有望优先落地	10
2.2.2、 供应端：新产品直击时下痛点，符合市场需求	11
2.2.3、 需求端：企业短信规模持续增长，信息化为转型必然趋势	12
2.3、 竞争格局：市场份额向行业龙头集中	14
3、 全面布局，稳固发展护城河	15
3.1、 产品：5G 消息先发优势，实现客户需求迅速转化	15
3.1.1、 IM 云：产品性能优化，账户数量保持增长	15
3.1.2、 企业服务号：直达海量终端客户，挖掘“流量金矿”	16
3.2、 技术：研发能力行业领先，自主开发产品丰富	17
3.3、 资源：全网渠道优势明显，规模级客户积累保障公司发展	19
3.4、 发展战略：科学合理布局，保障业绩可持续增长	21
4、 盈利预测与投资建议	21
4.1、 关键假设	21
4.2、 盈利预测	22
5、 风险提示	22
附：财务预测摘要	23

图表目录

图 1： 逐步剥离电力业务，云通信领域深度布局	4
图 2： 机构投资者众多，实际控制人地位稳固	5
图 3： 总体营收有望回归增长趋势	7
图 4： 2020 年 3Q 归母净利润转正，前期投入回报显现	7
图 5： 公司毛利率处于中位，随 5G 消息落地有望提升	7
图 6： 2020H1 通讯服务收入占比达 94.17%	8
图 7： 通讯服务收入保持逐年增长	8
图 8： 三费占比稳定，控费能力渐显	8
图 9： 公司客户较为分散	9
图 10： 公司对单一供应商依赖程度较低	9
图 11： 梦网集团富信产品能实现多种信息方式	11
图 12： 企业客户注重短信及时性、送达率和安全性	12
图 13： 我国产业数字化投入逐渐增加	13
图 14： 2020 年全球企业短信规模有望达 282.4 亿美元	13
图 15： 我国企业短信服务市场规模预计稳步上升	13
图 16： 企业短信应用场景越发丰富	14
图 17： 2017 年梦网集团市场份额约为 11%	14

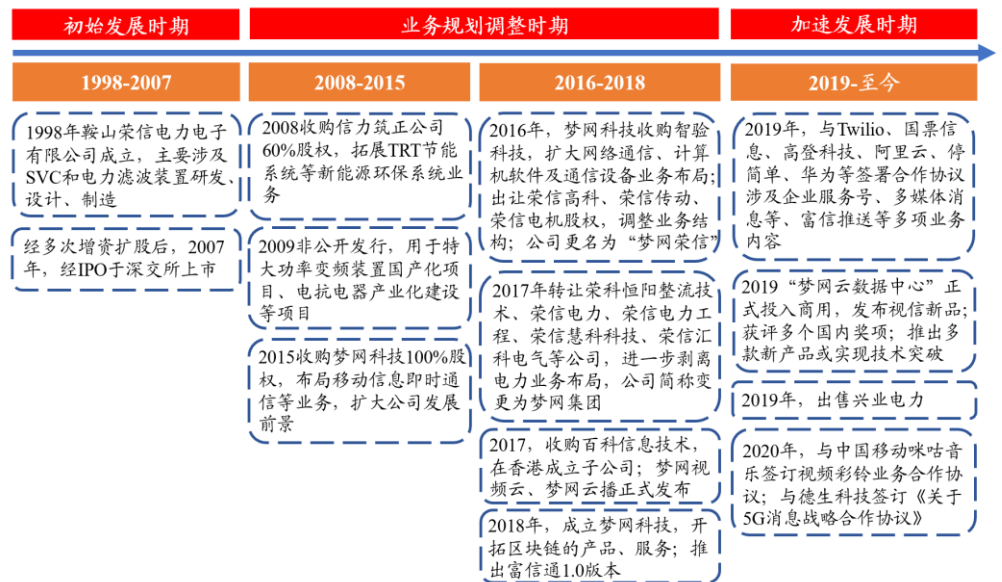
图 18: 梦网集团短信量增速超过行业增速.....	15
图 19: 梦网集团市占率逐年提升	15
图 20: 梦网集团产品丰富, 能够满足多行业应用场景.....	15
图 21: 梦网集团云通信平台活跃账号数量逐年攀升.....	16
图 22: 梦网集团创新推出企业服务号产品.....	16
图 23: 梦网集团 2020 年 Q3 研发费用率提升.....	18
图 24: 梦网集团成为移动运营商 2B 的渠道.....	19
图 25: 公司多网点布局, 可迅速响应客户需求.....	20
图 26: 截至 2020 年 9 月, 华为、小米等手机厂商占据较大市场份额.....	21
表 1: 五大业务板块产品丰富	5
表 2: 通过股权激励与员工共成长, 基于实际情况及时调整.....	6
表 3: 国家及地方政府推出多项政策助力行业发展.....	9
表 4: 5G 消息可实现功能丰富	10
表 5: 中国移动 2020-2021 年开展 5G 消息系统设备集中采购项目.....	11
表 6: 中国电信开展 5G 消息试点项目招标.....	11
表 7: 富媒体消息能够综合传统短信和社交软件的优点.....	12
表 8: 生活服务号在市场化推广中具备相对竞争优势.....	17
表 9: 公司专利数量不断上升	18
表 10: 公司获得多项荣誉称号	18
表 11: 梦网集团具备丰富客户资源.....	20
表 12: 公司制定科学的发展战略	21
表 13: 可比公司估值: 梦网集团给予一定估值溢价.....	22

1、梦网集团：国内云通信服务龙头公司

1.1、剥离电力电子，聚焦云通信业务

收购梦网科技，精耕细作，成为即时通信领域龙头公司。公司前身荣信有限公司成立于1998年，2007年通过首次公开发行在深交所上市，2015年收购梦网科技100%股权，2016年公司更名为梦网荣信科技集团股份有限公司，逐步剥离不符合公司战略发展的电力电子业务，聚焦多媒体消息、富信等板块发展，成为国内较大的企业云通信服务商。公司在运营、扩大B2C企业短信平台的同时，布局面向5G网络的大型富媒体及物联网云通信平台，构建“IM云+视讯云+物联云+可信云”的业务协同体系，持续提高用户经营效率和通信能力，目前公司为数十万家企业提供通信产品及服务，形成全方位“企业-公司-用户”云通信生态平台。

图1：逐步剥离电力业务，云通信领域深度布局



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司深入布局云通信业务，构建全新信息消费平台。2016年起，由于公司业务增长疲软和发展战略变更的影响，梦网集团通过股权转让等方式逐步剥离电力、电子业务，通过收购、成立子公司不断加大投入、完善即时通信产品布局。目前，公司产品围绕云通信业务，开发消息云、视讯云、终端云、物联云、数据中心服务五大业务板块，基于5G网络，按数据化、智能化、云服务理念，增强“云+通信”能力，通过为企业客户构建全面通信服务，赋能各行各业企业发展。

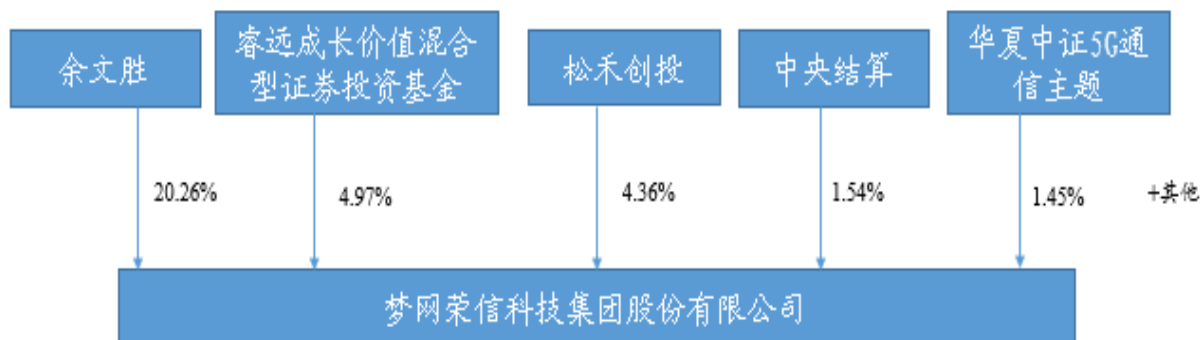
表1: 五大业务板块产品丰富

产品大类	主要内容	细分产品
消息云	基于互联网和运营商网络, 采用文字、图片、语音、视频等方式实现企业即时消息通信的融合通信平台	企业短信、富信、5G 消息、梦网通知王、国际短信、融合通信、统一消息平台、短信验证码、NOVA 平台、语音验证码
视讯云	为客户提供前沿实时音频技术、在线视频分发平台, 凭借大规模视频处理和视频承载能力赋能各行各业	梦网云会议、企业视频彩铃、EVaaS、梦网云播
终端云	基于 5G 网络、移动终端, 为企业提供全链路、高触达、低成本、多入口的 B2C 新型服务及营销门户	企业服务号
物联云	面对物联网通信构建智慧公有云, 协助企业系统、设备与客户间形成强大联接能力	MEET 云平台、物联网通信模组
数据中心服务	云数据中心按国家 A 级数据中心标准设计建设, 建筑面积 2.18 万平方米, 共有 1174 个 4.5KW 标准机柜	数据中心服务器托管

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

1.2、实际控制人地位稳固，股权激励提振军心

公司实际控制人余文胜地位稳固，机构投资者众多，彰显市场信心。2017 年，由于公司拟退出传统电力电子行业，原实际控制人对移动互联网运营支撑服务不具备相应管理、经营经验，因此解除一致行动关系，由余文胜作为实际控制人决策公司未来发展方向。当前余文胜直接持有公司 20.26% 股份，持股比例基本稳定，且余文胜 2001 年创立梦网科技后，经多年行业深耕，具备丰富的专业、管理经验积累，能够组织公司管理层为公司制定合适的战略规划。同时，包括“睿远成长价值混合型证券投资基金”、“华夏中证 5G 通信主题”等大型基金持有公司股票，机构投资者众多，且占比呈上升趋势，市场对其信心逐渐显现。

图2: 机构投资者众多，实际控制人地位稳固


资料来源: Wind、开源证券研究所

股权激励增加员工忠诚度和积极性，及时调整稳定军心。2018 年起，公司通过

发布股权激励方案，向部分董事、高管、监事及核心管理、技术人员授予限制性股票或股票期权，设立较高行权条件，并预留部分股票期权，限制性股票及股票期权部分均分三期解锁。但2018年由于公司逐步剥离电力电子业务，着力发展富信、视讯云等云通信相关产品研发，使当年未达解锁条件，为有效增加员工积极性和粘性，公司及时颁布新股权激励政策，根据2018年情况调整解锁条件，设立合理阶段性目标，为公司发展加注持续性驱动力。

表2：通过股权激励与员工共成长，基于实际情况及时调整

方案名称	种类	授予对象	份额	期数及解锁比例	解锁条件
2018年股权激励方案	限制性股票	陈新等董事高管, 及427名核心管理人员、核心技术人员等	1601.94万份, 占公告当天总股本1.86%	第一个行权期: 25%	2018年度公司净利润达3.5亿元
				第二个行权期: 35%	2019年度公司净利润达5亿元
				第三个行权期: 40%	2020年度公司净利润达7亿元
	股票期权		1921.94万份, 占公告当天总股本2.23% (预留329万份)	第一个行权期: 25%	2018年度公司净利润达3.5亿元
				第二个行权期: 35% (预留部分: 50%)	2019年度公司净利润达5亿元
				第三个行权期: 40% (预留部分: 50%)	2020年度公司净利润达7亿元
2019年股权激励方案	股票期权	徐刚等董监高, 及395位中层管理人员、核心技术骨干人员	4200万份, 约占公告时总股本的5.18% (预留750万份)	第一个行权期: 20%	以2018年营收为基数, 2019年营收YOY不低于40%
				第二个行权期: 25%	以2018年营收为基数, 2020年营收YOY不低于80%
				第三个行权期: 25%	以2018年营收为基数, 2021年营收YOY不低于120%
				第四个行权期: 30%	以2018年营收为基数, 2021年营收YOY不低于170%

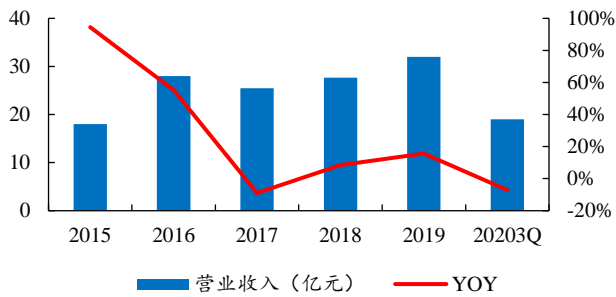
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、专注通信服务，盈利能力有望企稳回升

公司逐步剥离电力电子业务，盈利水平好转。2015年公司收购梦网科技后，改善原本疲软态势，营收实现高速增长，2017年由于公司坚定剥离电力电子业务，使营收有所下降，但其后总体保持增长。2018年、2019年归母净利润出现下滑，主要系电力电子业务剥离，公司固定资产减值准备等数额增加，同时为保证前期合同顺利进行，聘请第三方提供设备维修服务，致相关费用上升，该部分支出上升不具备持续性，后续业务调整将为公司带来利好。

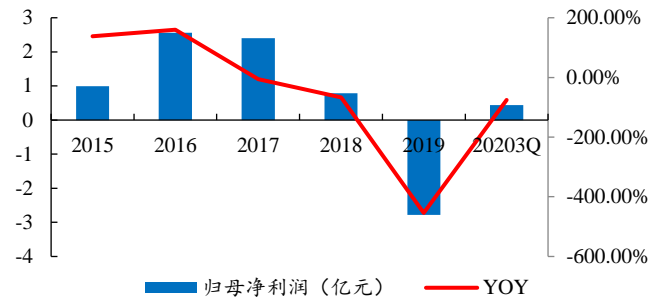
疫情限制公司盈利增长，多个重大合同落地，业绩有望回暖。2020年3Q公司营收及归母净利润分别为18.99亿元、0.44亿元，YOY分别为-7.08%、-76.02%，主要原因系：1) 在运营商短信价格大幅增长的情况下，新冠疫情突发致公司与客户之间沟通受限；2) 疫情带来高频交互场景变化，公司为推广远程办公产品产生一定的宣传推广成本；3) 公司进一步加大新产品的研发和营销投入。随新冠疫情逐渐可控，在前期技术经验积累和营销渠道建设的基础上，公司与多家大型公司签订战略合作协议，推出多款新产品，未来营业收入和归母净利润有望回归增长趋势。

图3: 总体营收有望回归增长趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

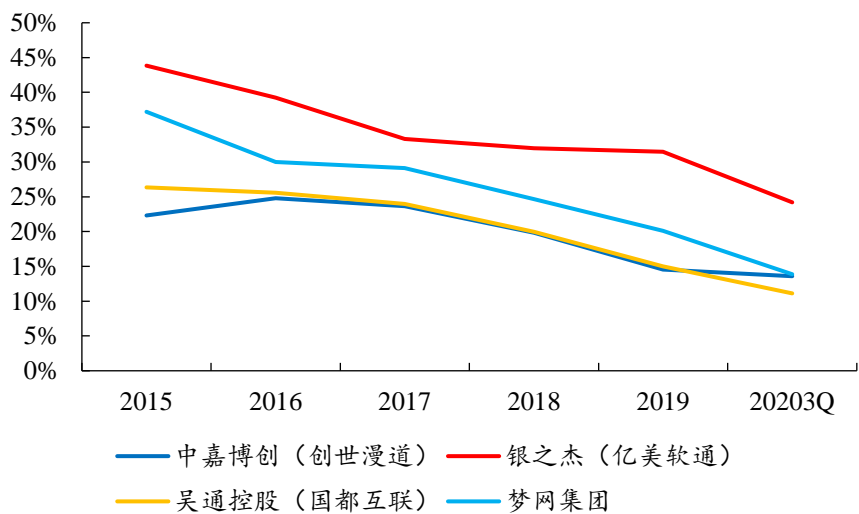
图4: 2020年3Q归母净利润转正, 前期投入回报显现



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司盈利水平在四大公司中较为稳定, 随新产品推出有望回升。由于移动信息服务市场准入门槛较低, 竞争相对激烈, 2015年之后, 微信等新即时通信软件兴起, 短信发送量大幅下降, 从短信业务的毛利率水平看, 四大服务商的毛利率均下滑, 2019年四季度运营商短信提价, 使利润空间进一步压缩, 行业整体毛利呈下滑趋势, 2020年3Q公司整体毛利率水平居四大公司中位, 随手机服务号、5G消息等新平台、产品的推出和“流量金矿”的挖掘, 毛利率水平或将提升。

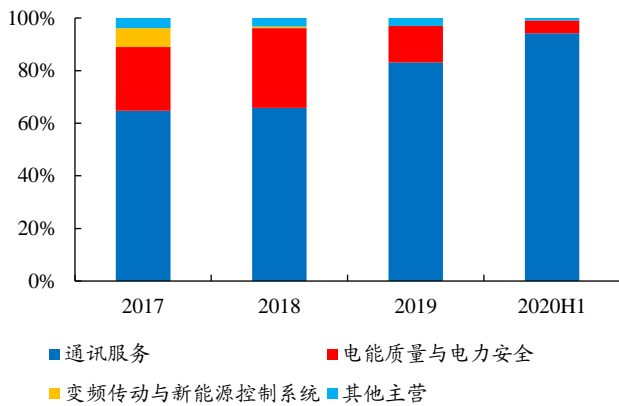
图5: 公司毛利率处于中位, 随5G消息落地有望提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

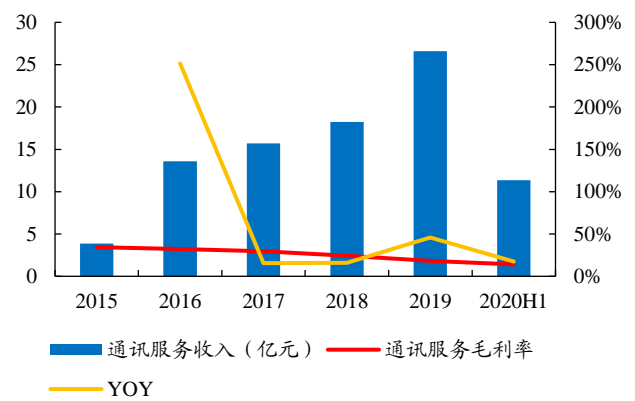
通讯服务占比及营收情况逐年增长, 随新产品推出, 毛利水平有望改善。2015年9月, 梦网科技纳入公司合并报表后, 公司通讯服务业务占比逐年上升, 且公司坚定剥离电力电子业务, 通讯服务收入占比逐年上升, 2020H1占比达94.17%, 且通讯服务收入保持逐年上升趋势, YOY基本保持稳定, 2020H1通讯服务收入达11.37亿元, YOY17.34%。随电力电子业务的进一步剥离, 多项战略合作协议的签订和手机服务号等产品的推出, 相关比例及营收情况有望进一步提升。

图6: 2020H1 通讯服务收入占比达 94.17%



数据来源: Wind、开源证券研究所

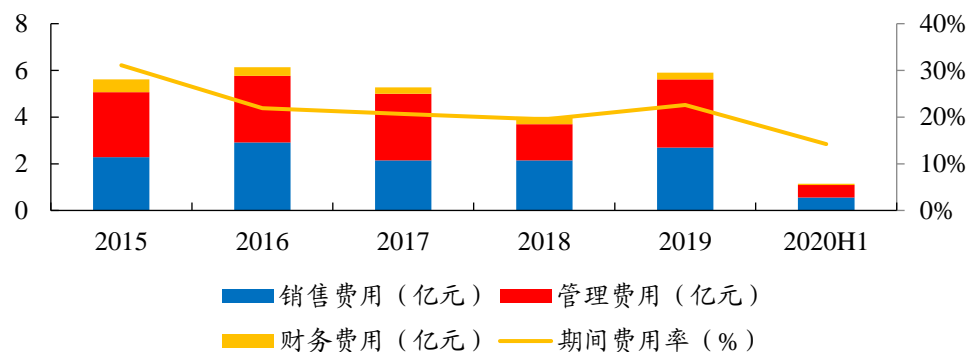
图7: 通讯服务收入保持逐年增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

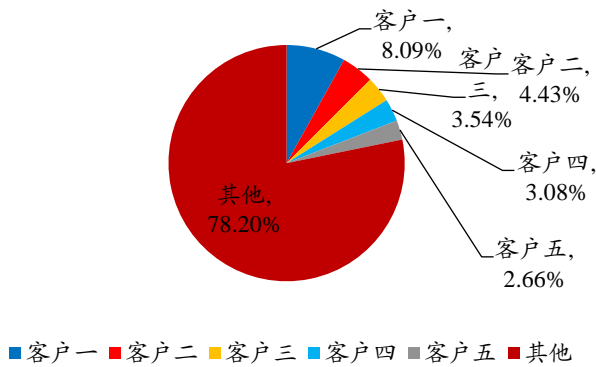
公司销售费用率保持下降趋势，三费占比基本稳定。2019年，公司因聘请第三方设备维修及咨询顾问服务导致相关销售、管理费用有所上升，但2020H1整体期间费用率水平呈下降趋势，2020H1销售、管理、财务费用分别为0.55、0.54、0.06亿元，期间费用率14.21%，三费总额YOY-29.45%，控费能力逐渐显现，同时梦网集团已和华为、三星、Vivo等知名公司达成合作协议，随平台建设加速和相关产品的市场化推广，投入产出比或将提升。

图8: 三费占比稳定，控费能力渐显

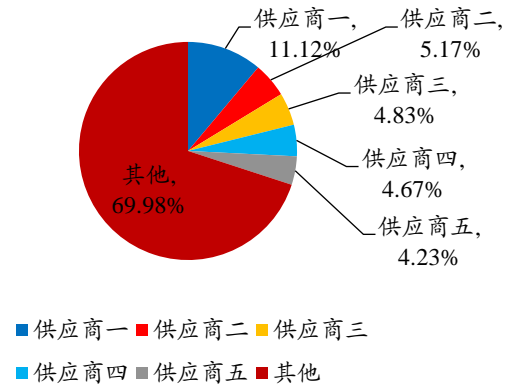


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司对主要客户及供应商依赖程度较低。从公司客户分布及供应商分布看，2019年前五大客户及供应商分别占比21.79%、30.02%，整体较为分散，具备丰富的客户资源及供应商资源，未呈单一依赖性，能够有效维持企业稳定运营，降低运营风险。

图9: 公司客户较为分散


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 公司对单一供应商依赖程度较低


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、信息化转型为必然趋势,多方利好释放市场红利

2.1、政策东风持续助力行业发展

国家政策从各个角度出发,推动行业发展。梦网集团所在的软件产业属于国家的战略性、基础性、先导性支柱产业,近年来从融资、所得税、研发、知识产权、市场应用等各个角度颁布大量政策,助推行业发展。广东作为新兴企业聚集和5G商用进程较快的省份,颁布了如《深圳市战略性新兴产业发展“十三五”规划》在内的多项政策,全面推动信息技术向经济社会各领域渗透,促进5G在不同场景的应用和落地。系列政策的颁布有助于大数据与云计算、物联网、移动互联网等新一代信息技术融合发展,护航行业持续发展。

表3: 国家及地方政府推出多项政策助力行业发展

省份/级别	时间	单位	政策	主要内容
	2016.7	中共中央办公厅、国务院	《国家信息化发展战略纲要》	加快建设网络强国
	2017.5	国家发展和改革委员会	《国家重点专项规划之“十三五”国家信息化规划》	重点突破信息化领域基础技术、通用技术,加大数据、区块链等信技术基础研发和前沿布局
国家级	2017.8	国务院	《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	从国家层面明确提出具体行动路径及落地规划
	2019.5	财政部、税务总局	《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策公告》	符合条件的企业,自获利年度起,第一年至第二年免征企业所得税,第三年至第五点按25%法定税率减半征收企业所得税
	2020.7	国务院	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》	进一步优化集成电路产业和软件产业发展环境,深化产业国际合作
广东省	2019.5	广东省人民政府办公厅	《广东省加快5G产业发展行动计划(2019-2022年)》	全面开展重点领域5G应用试点示范
深圳市	2016.8	深圳市人民政府办公厅	《深圳市信息化发展“十三五”规划》	推动信息技术向经济社会各领域加速渗透,以融合促创新,提高信息化带来的便捷、高效、创新的感受度
	2018.6	深圳市发改委	《深圳市战略性新兴产业发展“十三五”规划》	加快布局、发展人工智能等战略性新兴产业

省份/级别	时间	单位	政策	主要内容
	2018.6	深圳市发改委	《深圳促进第五代移动通信（5G）创新发展行动计划（2018-2020）》	推动开展 5G 场景应用和落地，宣传 5G 应用经验，围绕智能网联汽车、联网无人机、云 AR/VR 等场景试验应用

资料来源：各政府官网、开源证券研究所

2.2、供需端共振云通信行业前景可观

2.2.1、5G 商用进程推进，5G 消息有望优先落地

5G 建设保持适度超前节奏，5G 消息成为首个落地的 5G 应用场景。在 2020 年中国网络媒体论坛上，工信部表示，未来 3 年 5G 仍处于“导入期”，将继续促进 5G 商用步伐，坚持适度超前的建设节奏，形成“以建促用”的良性模式。而 5G 大带宽、高容量、低功耗、低时延的特征，推动消息内容丰富化，以音频、视频和图片为主的大容量富媒体内容将成为主流。2020 年 4 月，三大通信运营商共同发布《5G 消息白皮书》，标志着传统短信业务在 5G 时代全面升级，RCS 成为短信业务演进方向，推动行业标准制定和讨论，5G 消息或为 5G 时代第一个落地应用场景。

表4：5G 消息可实现功能丰富

用户范围	功能
个人用户之间	基本功能 支持多种媒体格式，包括文本、图片、音频、视频、表情、位置和联系人等，向用户提供消息状态报告和消息历史管理
	点对点消息 支持消息和短信之间的相互转换，使 5G 消息用户能与非 5G 消息用户、不在线用户实现消息沟通
	群发消息 一次输入或选择多个联系人
	群与群聊 选择多个具备 5G 消息能力的联系人来创建群
行业与个人	基本功能 以 Chatbot 形式通过运营商网络进行消息交互，媒体格式包括文本、图片、音频、视频、表情、位置、联系人等
	发现 Chatbot 服务 通过多种方式触发 Chatbot，进入信息交互界面
	查看 Chatbot 详细信息 包括账号、名称、投项、服务描述和客服电话等，确保信息来源可靠性
	消息操作 个人用户可通过“建议操作”与 Chatbot 交互

资料来源：《5G 消息白皮书》、开源证券研究所

5G 消息或将纳入终端必选功能。目前，在 5G 消息领域，全球移动通信系统协会 GSMA 已形成普遍共识，将 5G 消息纳入 5G 终端必选功能，终端用户通过使用 5G 手机或将 4G 手机升级，即可使用 5G 消息服务，未来企业可通过 5G 消息平台提供对应服务，因其便捷性、安全性等优势，或将取代大量手机 APP。

三大运营商多项招标项目启动，正式商用可期。国内三大运营商开启大规模招标，2020 年 5 月，中国电信 5G 消息招标，启动 RCS 业务生态运营试点验证支撑项目；7 月，中国移动 5G 消息全国范围内部署建设工作正式招标，将部署 8 个 5G 消息中心，涵盖大陆 31 个省份。5G 消息已从试点示范向规模化公测进军，中国联通产品中心总经理张云勇表示，5G 消息有望在第四季度正式商用。

表5: 中国移动 2020-2021 年开展 5G 消息系统设备集中采购项目

产品名称	产品单位	需求数量
5G 消息中心	万用户	10000
Maap 平台	条/秒	82600

资料来源: 中国移动官网、开源证券研究所

表6: 中国电信开展 5G 消息试点项目招标

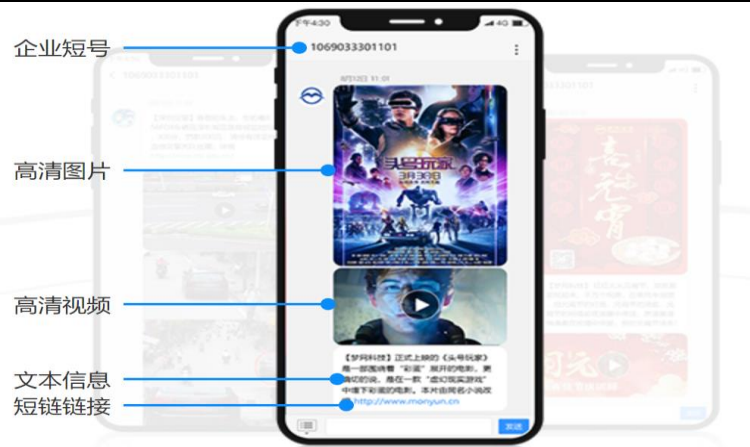
项目名称	内容
	RCS UP 2.4 Native 测试终端支撑工作, 并提供所需测试终端
	RCS UP 2.4 Native 终端 SDK 研发测试支撑工作
中国电信 2020 年 RCS 业务生态运营试点验证支撑项目	基于 RCS UP 2.4 制定 MaaP-合作伙伴接口规范、MaaP-UE 接口规范、MaaP-AS 接口规范、MaaP 平台技术规范
	基于 RCS UP 2.4 提供 RCS MaaP 平台和业务生态运营试点验证支撑工作
	完成 2 至 3 家内外部客户的 Chatbot 业务试点开发和搭建全过程
	进行 RCS 生态平台规划及标杆能力引入
	基于 RCS UP 2.4 后续版本提供相应技术支持

资料来源: 中国电信官网、开源证券研究所

2.2.2、供应端: 新产品直击时下痛点, 符合市场需求

5G 催生企业短信新需求, 5G 消息带来短信市场新机遇。在 5G 网络制式下, 万物互联时代终将开启, VR/AR、云计算、工业互联网等行业迎来黄金发展期, 单一的企业短信已无法满足用户通信需求, 富媒体信息作为普通短信的升级版本, 是集音频、视频、图像等多种通信方式于一体的融合通信服务, 在兼具传统短信功能的同时, 适应 5G 时代下市场需求的变迁, 有望成为未来个人用户、企业用户间主要通信方式, 短信市场将迎来新发展机遇。

图11: 梦网集团富信产品能实现多种信息方式



资料来源: 公司官网

与传统短信相比: 1) **内容丰富, 容量大:** 传统短信仅限于文字内容或短链接的形式, 内容较单一, 且容量有限 (约 1K); 而富信除文字、图片外, 还包括语音、视频等多种信息方式, 容量大 (约 20 兆); 2) **操作便捷, 可靠性、安全性较高:** 能够在单一界面完成后续信息交互等商业行为, 且与手机短信类似, 具备实名登记功能, 确保身份信息的可靠性和安全性。

与微信等社交 App 相比: 1) **提供嵌入式服务:** 省略添加好友/关注的环节, 且

微信主要面向 C 端客户，B 端业务尚未成熟，公众号和小程序无法提供嵌入式服务，多项操作需要跳转至对应 App 或官网；2) **信息安全性、到达率较高**：5G 消息界面在提供企业本地化部署，保证数据安全性的同时，提供深度交互，通过手机号绑定一键登录，实现便捷的操作和身份认证，信息安全性和到达度大幅提升。

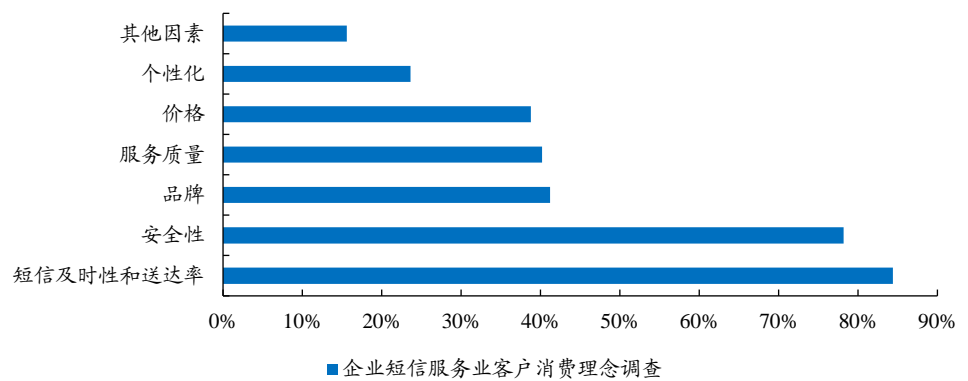
表7：富媒体消息能够综合传统短信和社交软件的优点

消息形式	功能对比						
	实名制	覆盖用户	法律效应	嵌入式服务	信息送达度	发送成本	信息类型
传统短信	是	高	有	有	高	高	少
社交软件	否	低	无	仅部分实现	低	低	多
富信	是	高	有	有	高	低	多

资料来源：中国信通院、开源证券研究所

富信产品性能能够满足市场需求。企业客户注重短信送达的及时性、送达率和安全性，与富媒体消息的优势相符，能够满足当前产品痛点及市场需求变迁，有利于产品后续市场化推广，具有较大发展前景。

图12：企业客户注重短信及时性、送达率和安全性

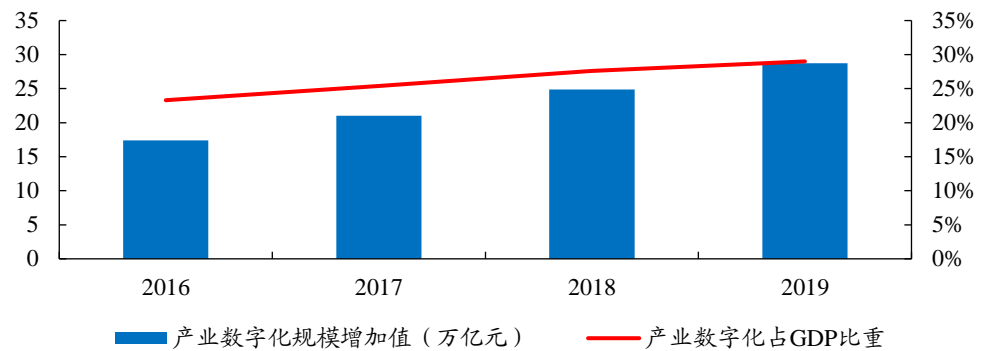


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

服务内容增加，增加收入来源。从服务内容上看，以往企业短信主要为短信验证码和行业应用短信两项服务，富信等产品推出后，还能够提供品牌支付、商城、用户交互等增值服务，服务内容进一步扩大，在为企业客户提供便利的同时，增加短信服务公司的收入来源。

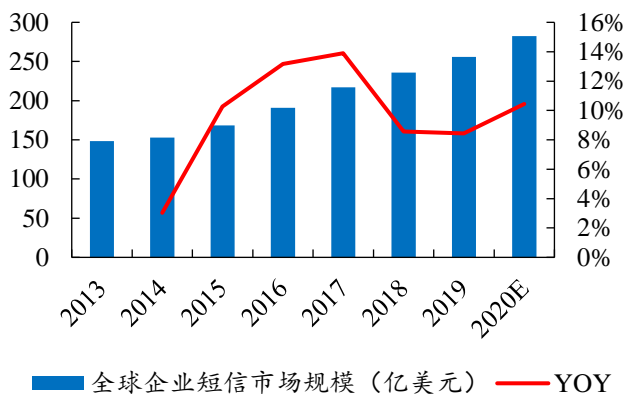
2.2.3、需求端：企业短信规模持续增长，信息化为转型必然趋势

产业信息化发展为大势所趋，信息化投资逐步放量。随产业信息化的不断发展，企业业务、运营、IT 基础设施对企业运营的影响越发重要，目前通信系统开发能力不够的情况，使多数企业未能发挥业务真实价值。而企业云通信服务平台涵盖消息、数据会议等所有通信业务，能够直击当前痛点。根据信通院《中国数字经济发展白皮书（2020 年）》显示，2019 年产业数据化规模增加值达 28.8 万亿元，占 GDP 比重 29%，但 2018 年，德国、英国、美国产业数字化占 GDP 比重已达 50% 以上，相较之下，我国产业数字化投资仍具有发展空间，未来云通信市场有望获得利好。

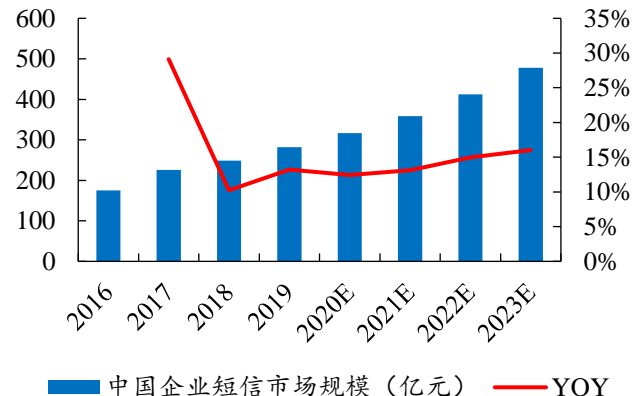
图13: 我国产业数字化投入逐渐增加


数据来源: 中国信通院、开源证券研究所

国内外企业短信市场保持稳定增长趋势，短信营销、验证码等市场需求旺盛。随着互联网技术的兴起，短信营销、验证码等企业短信服务为短信市场带来新机遇，随企业短信服务模式的完善、实体经济的发展、不同行业海外市场的扩张，全球短信服务市场仍存较大发展空间，预计2020年全球企业短信市场规模将达282.4亿美元，增速有所回升。国内企业短信市场同样保持稳定增长，预计2023年规模达478.1亿元（YOY16.02%）。

图14: 2020年全球企业短信规模有望达282.4亿美元


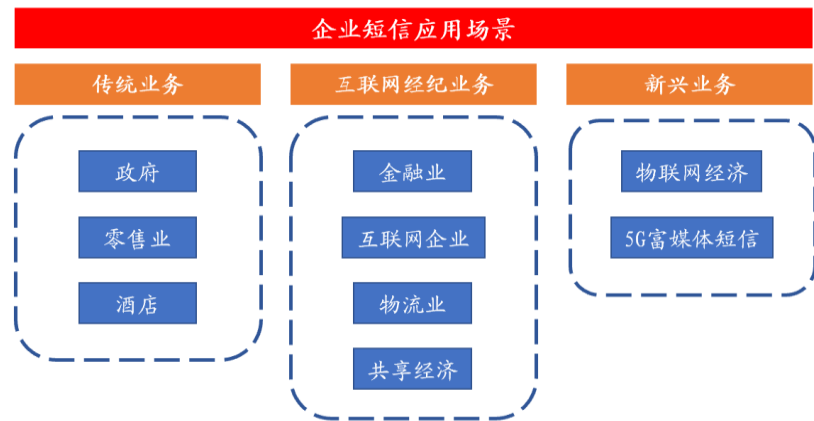
数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

图15: 我国企业短信服务市场规模预计稳步上升


数据来源: 观研天下、开源证券研究所

企业短信应用范围扩大，支撑行业发展。从应用场景看，企业短信应用场景趋于丰富，成为企业发展的重要环节，信息服务渗透到经济、生活活动中，以电子商务、第三方支付等为代表的互联网经济企业，基于本身对信息高安全性、到达率的特殊要求，对企业信息服务的需求持续增长。

图16: 企业短信应用场景越发丰富

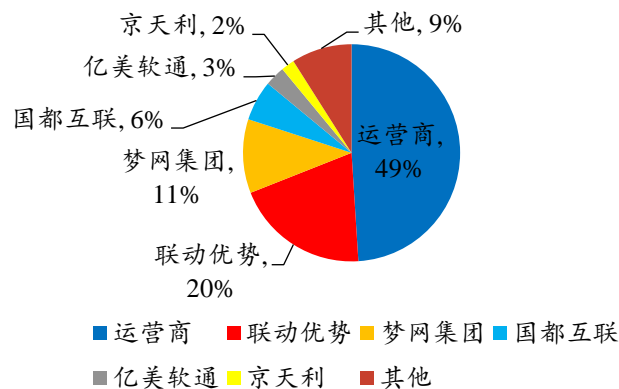


资料来源: 观研天下、开源证券研究所

2.3、竞争格局: 市场份额向行业龙头集中

行业市场准入门槛较低, 行业集中度有限。2017年, 除三大运营商外, 行业内市场份额主要集中于联动优势、梦网集团、国都互联、亿美软通, 其中梦网集团排名第二, 市占率为11%。目前, 企业短信市场厂商众多, 但大多数厂商年短信发送量不超过50亿条, 市场份额低于1%。

图17: 2017年梦网集团市场份额约为11%



数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

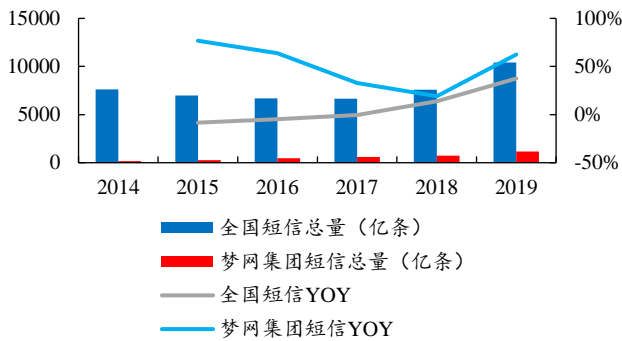
随着行业规模的增长和企业短信产品革新, 未来市场竞争将有所加剧, 市场份额逐步向龙头企业集中。企业核心竞争力主要通过如下几点积累:

- 1) 运营商合作关系:** 移动信息即时通讯服务商通过整合运营商的短信通道资源、开发特定产品的方式, 为客户提供服务。与各省市运营商建立稳定合作关系、短信通道资源整合能力更强的公司具备相对竞争优势。
- 2) 定制化服务、客户资源:** 即时通讯服务商主要面对企业级客户, 由于应用场景和业务种类间存在差异, 需要提供一定的定制化服务, 及后续维护等增值服务。客户资源丰富的公司将具备规模优势, 有利于后续业务的开展。

公司具备相对竞争力, 市场份额有望保持增长。2019年梦网集团IM云平台实现移动信息量1174亿条, YOY62%, 高于行业增速37.5%, 市占率呈逐年上升趋势,

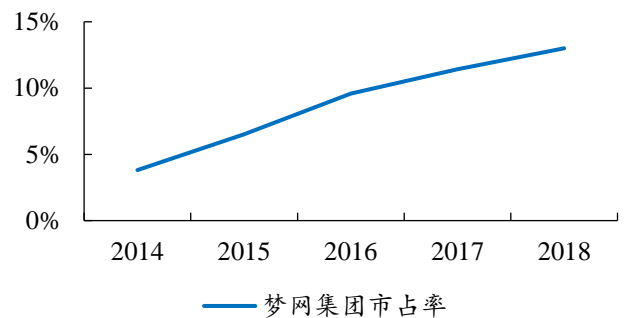
2018年市占率达13%。由于梦网集团与三大运营商存在长期合作关系，已完成多个场景市场布局，积累丰富大型企业客户资源，未来公司市占率或将持续提升。

图18: 梦网集团短信量增速超过行业增速



数据来源: 工业和信息化部、开源证券研究所

图19: 梦网集团市占率逐年提升



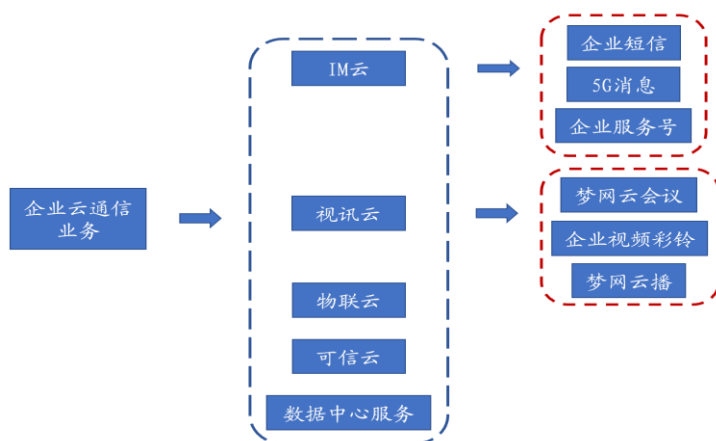
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、全面布局，稳固发展护城河

3.1、产品: 5G消息先发优势，实现客户需求迅速转化

抢占5G消息先发优势，产品丰富满足多场景不同需求。梦网集团早在2018年就开始布局5G消息，是业内第一个上线5G消息商用运营的公司，梦网集团富媒体消息即为5G消息标准版。梦网集团5G消息产品服务具备A2P企业服务号叠加，形成完整5G消息解决方案，并进行规模化模板积累，当前已经覆盖银行、证券、基金、汽车、美妆、服饰等多个行业应用场景，具备丰富平台运营经验，能够迅速转换客户需求，实现企业多渠道、多策略、多场景的消息服务。

图20: 梦网集团产品丰富，能够满足多行业应用场景



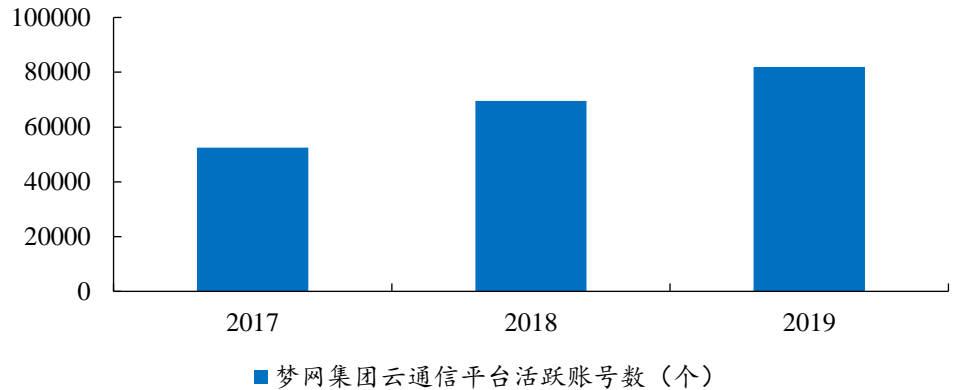
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.1.1、IM云: 产品性能优化，账户数量保持增长

IM云是梦网集团规模最大、业务最成熟的产品，活跃账户数量逐年增长。IM云是基于互联网和运营商网络，采用文字、图片、语音、视频方式实现企业即时消息通讯的沟通平台，采用新交互方式推动客户在产品、服务、工作方式等方面的需求变革，使开发人员能够在软件应用程序中构建、扩展、操作实时通讯，将通信集成到跨多个行业和功能的应用程序中，同时技术合作伙伴客户可将梦网集团IM云产

品嵌入解决方案，从免费试用开始构建，通过高稳定、便捷、低价的服务，排除运营商网络差异，至 2019 年，梦网集团云通信平台活跃账号数达 81953 个、新增企业用户账户 12381 个。

图21: 梦网集团云通信平台活跃账号数量逐年攀升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司不断完善 IM 云产品性能。梦网集团在进行产品市场化推广的同时，部署专门的超级网络，为企业客户与梦网云平台专线、VPN 连接设备建立强有力的相互连接，通过分析流量、应用程序和底层供应商网络数据，优化客户的通信质量和成本，使 IM 云不断完善，更加智能、高效。

3.1.2、企业服务号: 直达海量终端客户，挖掘“流量金矿”

创新推出企业服务号，建立线上营销新窗口。在 IM 云架构内，梦网集团创新性推出企业服务号产品，基于移动终端，为企业和组织提供全链路、高触达、低成本的新兴营销及服务门户。企业客户可根据自身营销与服务需求，自定义企业服务号菜单，采用快应用技术，与业务、管理系统无缝对接，实现信息高效触达，大幅提高营销获客率。

图22: 梦网集团创新推出企业服务号产品



资料来源: 公司公告

公司与华为共同推出首款手机服务号: 华为服务号。2020 年 9 月，华为服务号

在华为开发者大会上正式发布，依托华为海量终端用户及市场高发展空间，为企业打造统一全链路商家服务广场，形成完整商业转化体系，当前华为服务号已打通负一屏、生活服务广场、搜索信息流三大流量入口，实现全面触达用户，在后续规划中，将继续拓展流量入口，实现全局触达 C 端用户。

将手机服务号产品与美团等 App 对标下，公司产品具备如下优势：

- 1) **投入成本低，免去获客流量：**美团等 App 前期需要较高的推广费用，但手机服务号省去下载 App、注册账号的环节，直接嵌入手机出厂机，地推费用较少，每个持有手机终端的客户都成为潜在流量，随未来九大流量入口的逐一开拓，将实现全面触达 C 端客户。
- 2) **通过让利形成良性循环：**通过节省前期获客和补贴的成本，能够为小商户提供更多的让利，提高其在平台上进行营销活动的积极性，进一步吸引 C 端客户在平台消费。而美团等 App 对小商户的让利有限，若小商户通过减质减量等方式确保利润空间，或将进入恶性循环，影响多方利益。
- 3) **高转化率，提高营销效率：**根据梦网集团内部服务号转换率测算，转换率超过微信转换率，服务号的人均获客成本也低于美团（100-200 元/人）、微信（80 元/人）获客成本。

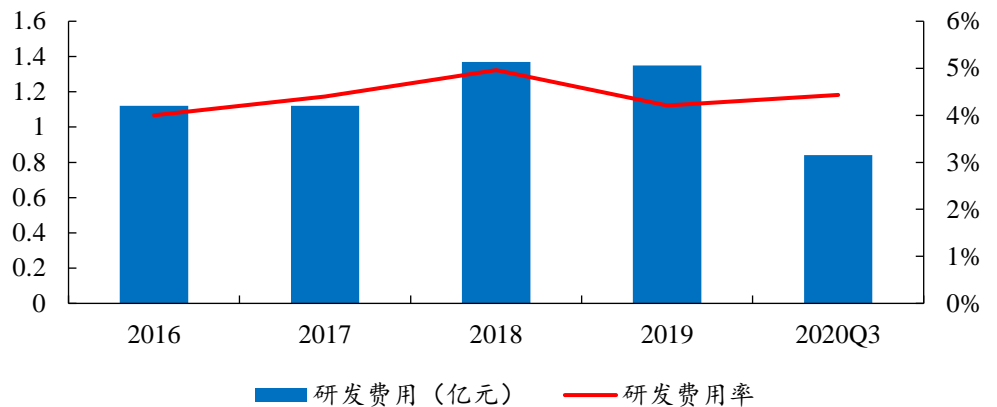
表8: 生活服务号在市场化推广中具备相对竞争优势

类别	推广成本	客户群	商家让利	商家数量	转换率	获客成本
美团等生活服务 App	高	受限于 App 推广情况	低	较多	低	高
生活服务号	低	所有持有对应手机终端的用户	高	仍处于推广阶段	高	低

资料来源：开源证券研究所

3.2、技术：研发能力行业领先，自主开发产品丰富

公司重视研发投入，通过持续性产品创新及时响应市场需求变迁。目前 5G 消息仍处于早期发展阶段，市场发展趋势仍存不确定性，公司已建立以研究院为主要载体的技术创新体系，不断加大研发投入，稳固核心技术团队，提高产品的研发效率，实现经济效益转换，进一步稳固公司产品的市场竞争力。2020H1，公司研发费用 0.57 亿元（研发费用率 4.72%），基本保持稳定。基于 5G 消息逐步推进和手机服务号产品导入，公司未来或将进一步加大研发投入。

图23: 梦网集团 2020 年 Q3 研发费用率提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司研发成果显著, 产品不断革新, 核心竞争力得以巩固。公司计算机软件及专利数量逐年上升, 截至 2020H1, 共拥有计算机软件著作权 77 项、专利 55 项、正在申请待审批专利 85 项, 在知识产权方面为公司提供强有力保障, 有效避免专利侵权等风险。研发成果市场转换效率较高, 自主开发并运营的标准产品包括智能 IM 云平台、梦网集团视讯云平台等, 并基于移动通信网络的各种业务能力及融合通信技术, 打通移动互联网和基础通信网络, 构建融合短信、流量、语音、视频等各类信元实时通信及数据能力, 满足广大企业与用户的需求。云平台与现有应用实现无缝对接适配, 实现了产品功能和应用整体效率保持行业领先水平, 以巩固公司产品核心竞争力。

表9: 公司专利数量不断上升

项目	2020H1	2019
计算机软件著作权	77	75
专利	55	38
正在申请待审批的专利	85	115

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司研究开发能力受行业及市场认可度较高。梦网集团多次获得互联网百强企业, 年度创新品牌、中国经济创新企业 100 强等荣誉称号, 是中国互联网协会第四届理事会历史单位成员, 在产品发展方向等方面具备一定的主动权, 产品开发、专业能力受行业及市场认可度较高。

表10: 公司获得多项荣誉称号

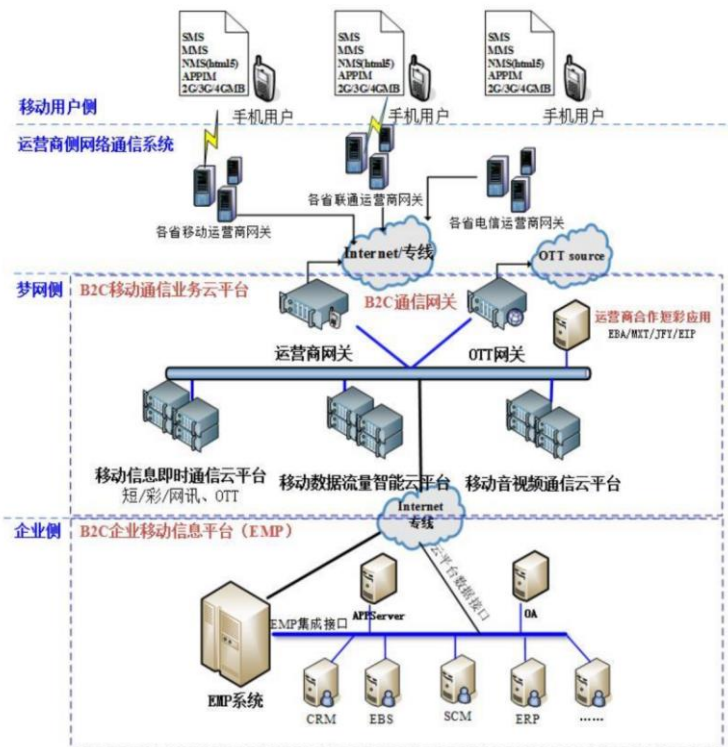
年份	奖项
2019 年	中国互联网百强企业
	中国经济创新企业 100 强
	中国品牌 500 强
	中国金指尖奖最佳创新营销平台
2018 年	创新中国·百强上市公司
	中国互联网百强企业证书
	信息化影响中国-2018 互联网行业贡献企业证书
	中国(行业)十大年度创新品牌

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

3.3、资源：全网渠道优势明显，规模级客户积累保障公司发展

公司业务模式主要为以下两种：1) 直接对接集团客户：向集团客户提供服务后，分阶段收取服务费用；2) 通过电信运营商渠道：代理电信运营商产品或通过电信运营商信息通道提供服务，由电信运营商收取服务费后，按比例结算收入。因此公司业务收入来源稳定性主要源自通信运营商渠道资源和客户资源。

图24：梦网集团成为移动运营商 2B 的渠道



资料来源：公司公告

在渠道资源方面，公司是国内三大运营商全网服务提供商，具备稳定优质的全网渠道。公司与中国移动、中国电信、中国联通直接存在长期合作关系，是中国移动集团业务集成商和政企业务的一级代理商，设立多个运营商合作中心，与运营商深入开展移动通讯业务合作，目前已拥有近万条信息通道资源，与多个省、市的各电信运营商建立合作，具备稳定优质的全网渠道，在 5G 消息领域与运营商先发建立合作关系，建立差异化 5G 消息能力，有望保障后续业务能力和市场拓展。

在客户资源方面，公司相对竞争优势，能够有效稳固公司相对竞争优势，具体如下：

- 1) **积累丰富客户资源：**梦网集团坚持以客户为中心的发展理念，经长期客户资源积累，目前已在金融、互联网、消费品等各个领域，与行业多个大型企业签订合作协议，拥有超过 20 万家企业客户，年交互超过千亿次，客户机行业规模均居行业领先地位。2020 年以来，公司陆续与中兴通讯、重庆出版、昆泰科技、德生科技、中国移动咪咕音乐等公司签订战略合作协议，进一步扩大客户行业范围和资源，形成良好的市场声誉，公司也在积极推进与苹果等国际知名公司的合作，客户范围有望进一步扩大。
- 2) **多个知名企业客户资源，为公司产品背书：**公司与行业龙头公司、大型企业

合作协议的签订，能够为公司产品及服务提供背书，有利于公司品牌知名度和市场认可度的提升。

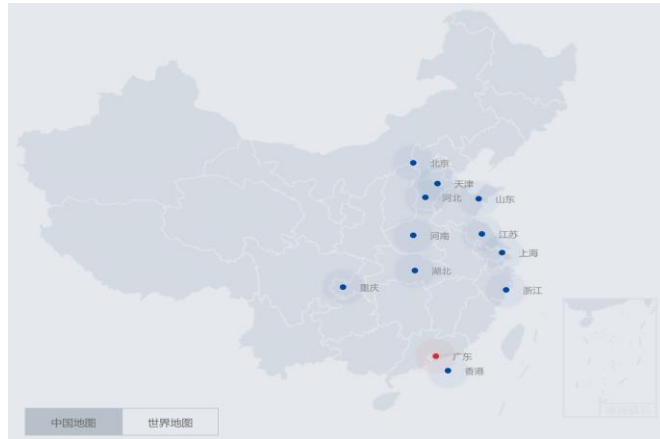
表11: 梦网集团具备丰富客户资源

行业	具体客户
金融	中国银行、招商银行、浦发银行、平安集团、华夏银行、重庆农商行、深圳农商行、深圳证券交易所、招商证券、安信证券、华夏基金、天弘基金、南方基金、易方达基金、新华人寿
互联网	阿里巴巴、腾讯、百度、新浪、搜狐、盛大、携程、同程网
消费品	万达、京东商城、拼多多、亚马逊、苏宁、国美、当当网、唯品会、格力、美的
物流	顺丰、中通
手机厂商	华为、小米、Vivo、小米、中兴通讯
其他	停简单、悦畅科技、中国移动咪咕音乐、德生科技、华风新天、重庆出版、昆泰科技、高灯科技、国票信息、Twilio

资料来源：公司公告、开源证券研究所

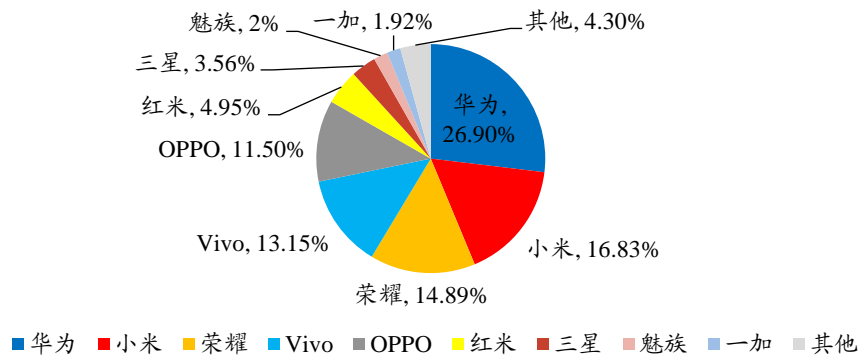
- 3) **具备较强客户粘性**：基于云通信市场特点，行业内公司可能需要为客户提供定制化服务、后续系统维护等服务，在行业竞争趋于激烈的情况下，服务质量成为竞争的关键因素。梦网集团已打造具备丰富经验的运营团队，通过优质服务增强客户粘性，提供一站式服务解决方案，基于遍布全国的运维团队，通过 35 个城市的营业网点和灵活的沟通方式，随时提供一对一客户支持。加之公司迅速响应客户需求的能力，能够有效提高服务持续性。

图25: 公司多网点布局，可迅速响应客户需求



资料来源：公司官网

- 4) **与多个终端厂商合作，直达海量 C 端客户**：公司陆续与小米、Oppo、Vivo 等国内外知名手机厂商建立合作关系，迅速融入华为 HMS 生态体系。公司目前与终端厂商建立互联互通机制，成立专门 BG 事业群，不断建立、完善更加便捷的行业使用场景，与终端厂商共同制定产品、技术、服务标准，能够持续获得终端厂商支持。四大手机厂商旗下品牌共占据 85% 的市场份额，合计 10 亿多台终端，公司将触达海量 C 端用户，进一步挖掘市场潜在流量“金矿”，通过 C 端覆盖率的提升，增强企业级客户持续合作的意愿。

图26: 截至2020年9月, 华为、小米等手机厂商占据较大市场份额


数据来源: IDC、开源证券研究所

3.4、发展战略: 科学合理布局, 保障业绩可持续增长

公司制定科学发展战略, 持续巩固相对竞争优势。梦网集团根据 5G 消息和云终端两大主要发展业务分别制定发展战略, 通过产品升级和营销推广, 确保公司在 5G 消息领域的行业领先地位, 深化行业垂直应用, 助力 5G 消息市场化推广的进程; 在云终端领域, 公司将进一步开拓与终端厂商的合作, 全面协助企业直接触达海量终端用户, 创建营销新门户; 此外, 公司将在研发和核心团队建设上加大投入, 在提高员工粘性和积极性的情况下, 持续深入在前沿技术领域上的研究探索, 为保障产品迭代升级速率奠定基础, 维护公司相对竞争优势。

表12: 公司制定科学的发展战略

类别	细分板块	对应战略
5G 消息	业务拓展	结合移动互联网、5G 消息、大数据等应用, 按照整体发展战略加速拓展 5G 消息业务, 确保行业领先地位
	产品升级	产品迭代升级, 深化行业垂直场景应用, 加快行业解决方案创新
	营销推广	围绕产品矩阵, 拓展数字化营销, 加速客户突破和企业经营模式升级
云终端	开拓终端厂商	加大投入, 以 B2T 内容订阅等为核心, 聚合全终端厂商、全场景能力为企业提供 B2C 新兴服务及营销新门户
	持续加大研发、技术投入	持续在 5G 消息、HEVC、SD-WAN 等前沿技术领域上的研究与探索

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

梦网集团具备相对竞争优势, 业绩增长可期。综上所述, 公司技术、研发能力居行业领先地位, 在 5G 消息领域具备先发优势, 原有产品不断推陈出新, IM 云通信平台活跃账号保持稳定上升趋势, 丰富的客户资源、渠道资源为其业绩可持续增长提供保障, 完善的客户服务体系进一步加强客户粘性。在企业上云需求增长的行业趋势下, 市场份额将向龙头公司集中, 梦网集团具备相对竞争优势, 有望受益于市场红利, 稳步提升市场份额。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

5G 商用进程加速，三大运营商多个 5G 消息项目招标，有望优先落地，企业短信市场准入门槛较低，市场竞争趋于激烈，份额将向具备客户、运营商资源的公司集中。梦网集团作为云通信龙头公司，有望依托其技术领先、全网渠道资源、客户资源等优势，使营收进一步增长，假设 2020/2021/2022 三年公司移动信息即时通讯服务收入营收增速为 35%、45%、50%，电能质量与电力安全营收增速为-20%、-30%，0。

4.2、盈利预测

梦网集团专注布局大型富媒体及物联网云通信平台，抢占 5G 消息先发优势。在手机服务号方面，已与华为、Vivo 等知名手机厂商达成合作，并与中兴通讯、中国移动咪咕音乐等多个大型企业达成合作协议，进一步提升公司的客户资源和品牌知名度。随企业云通信需求上升，5G 消息进程加速，手机服务号覆盖率的提升，公司业绩有望稳中向好发展。

我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 1.78/2.57/3.77 亿元，同比增长 -164.0%/44.1%/46.8%，EPS 为 0.22/0.32/0.46 元，当前股价对应 PE 为 82.9/57.5/39.2，相对可比公司，估值优势暂不明显，同时考虑公司作为云通信领域龙头企业，具备资源、技术等多方面相对竞争优势，给予一定估值溢价。

首次覆盖，给予“增持”评级。

表13: 可比公司估值: 梦网集团给予一定估值溢价

公司代码	公司名称	市值(亿元) (2020/11/20)	收盘价(元) (2020/11/20)	EPS(元)		PE(倍)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
000889.SZ	中嘉博创	56.4	6.02	0.22	0.32	27.36	18.81
300292.SZ	吴通控股	64.9	5.08	0.06	0.1	84.67	50.80
300085.SZ	银之杰	160	22.69	0.16	0.27	141.81	84.04
	平均值			0.15	0.23	84.61	51.22
002123.SZ	梦网集团	147.53	18.20	0.22	0.32	82.9	57.5

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2020/11/20, 除梦网集团外, 其他公司均使用 Wind 一致预期)

5、风险提示

运营商平台建设不及预期。5G 消息应用还处于早期阶段，其发展进程受限于三大运营商平台建设，若平台建设不及预期，会影响公司相关业务的市场推广，若公司未能持续更新符合市场需求的 5G 消息产品，将会削弱公司的相对竞争优势。

运营商政策变动。公司主营业务受运营商政策变化影响较大，若相关通道费用提升或资源限制，将对公司盈利水平产生不利影响。

富信、手机服务号的推广不及预期。目前公司富信及手机服务号业务推广进度较快，未来在营收中对应占比或将提升，若相关客户资源推广不及预期或原有客户合作协议变动，将对公司业务造成影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2924	2735	2992	4084	4750
现金	592	689	775	1253	1508
应收票据及应收账款	1677	1185	1337	1505	1616
其他应收款	136	307	288	489	603
预付账款	142	264	226	459	569
存货	359	4	231	227	295
其他流动资产	18	286	136	151	161
非流动资产	3724	3220	3108	2960	2783
长期投资	61	58	60	65	63
固定资产	395	190	147	145	123
无形资产	359	291	255	218	182
其他非流动资产	2909	2681	2646	2532	2414
资产总计	6648	5955	6100	7044	7533
流动负债	2033	1752	1708	2405	2529
短期借款	829	623	526	574	550
应付票据及应付账款	708	639	859	1179	1290
其他流动负债	495	490	323	652	688
非流动负债	40	25	35	32	32
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	40	25	35	32	32
负债合计	2073	1777	1743	2437	2561
少数股东权益	25	2	-4	-11	-22
股本	811	804	811	811	811
资本公积	2471	2427	2427	2427	2427
留存收益	1457	1167	1340	1589	1954
归属母公司股东权益	4549	4177	4361	4618	4995
负债和股东权益	6648	5955	6100	7044	7533

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	252	138	-52	244	-2
净利润	91	-270	173	249	365
折旧摊销	78	74	75	77	81
财务费用	32	29	32	35	38
投资损失	-3	-281	-142	-156	-223
营运资金变动	23	115	-164	34	-263
其他经营现金流	31	471	-26	4	-0
投资活动现金流	-65	204	258	221	320
资本支出	46	94	-121	-156	-173
长期投资	-35	-4	-2	-5	2
其他投资现金流	-55	294	136	61	148
筹资活动现金流	-159	-299	-120	12	-63
短期借款	403	-206	-97	48	-24
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-51	-7	7	0	0
资本公积增加	-441	-44	0	0	0
其他筹资现金流	-69	-42	-29	-36	-38
现金净增加额	29	40	86	477	255

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2769	3201	4161	5825	8738
营业成本	2086	2556	3295	4584	6789
营业税金及附加	19	8	21	32	35
营业费用	214	269	345	483	690
管理费用	155	292	379	530	708
研发费用	137	135	196	280	376
财务费用	32	29	32	35	38
资产减值损失	121	-214	-58	-128	-44
其他收益	23	38	38	35	39
公允价值变动收益	0	-4	-4	-4	5
投资净收益	3	281	142	156	223
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	30	-151	127	195	413
营业外收入	4	11	7	8	9
营业外支出	2	20	12	13	11
利润总额	33	-160	122	190	411
所得税	-58	110	-51	-59	45
净利润	91	-270	173	249	365
少数股东损益	12	8	-5	-8	-11
归母净利润	79	-278	178	257	377
EBITDA	126	-81	198	259	473
EPS(元)	0.10	-0.34	0.22	0.32	0.46

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	8.6	15.6	30.0	40.0	50.0
营业利润(%)	-89.6	-595.7	184.2	53.8	111.6
归属于母公司净利润(%)	-67.3	-453.9	-164.0	44.1	46.8
获利能力					
毛利率(%)	24.6	20.1	20.8	21.3	22.3
净利率(%)	2.8	-8.7	4.3	4.4	4.3
ROE(%)	2.0	-6.5	4.0	5.4	7.4
ROIC(%)	2.5	-5.4	3.6	4.6	6.3
偿债能力					
资产负债率(%)	31.2	29.8	28.6	34.6	34.0
净负债比率(%)	5.7	-1.2	-5.3	-14.3	-18.9
流动比率	1.4	1.6	1.8	1.7	1.9
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.9	1.2
应收账款周转率	1.7	2.2	3.3	4.1	5.6
应付账款周转率	2.9	3.8	4.4	4.5	5.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	-0.34	0.22	0.32	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.17	-0.06	0.30	-0.00
每股净资产(最新摊薄)	5.61	5.15	5.37	5.69	6.15
估值比率					
P/E	187.8	-53.1	82.9	57.5	39.2
P/B	3.2	3.5	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	119.1	-180.4	73.2	54.4	29.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn