

梦网集团 (002123.SZ) 增持 (首次评级)

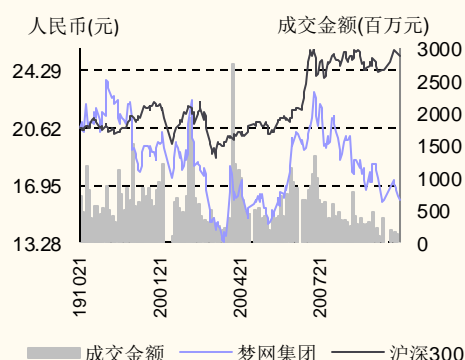
公司研究

市场价格 (人民币): 16.00 元

目标价格 (人民币): 18.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.16
已上市流通 A 股(亿股)	6.62
总市值(亿元)	130.52
年内股价最高最低(元)	18.26/15.93
沪深 300 指数	4755
中小板综	12560



5G 消息变局, 云通信龙头价值重估

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,769	3,201	3,554	5,439	7,108
营业收入增长率	8.57%	15.61%	11.04%	53.04%	30.68%
归母净利润(百万元)	79	-278	70	297	472
归母净利润增长率	-67.32%	-453.91%	N/A	325.14%	59.03%
摊薄每股收益(元)	0.097	-0.346	0.086	0.364	0.578
每股经营性现金流净额	0.31	-0.03	0.06	-0.09	0.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.73%	-6.66%	1.65%	6.40%	9.59%
P/E	73.56	-55.32	187.03	43.99	27.66
P/B	1.27	3.68	3.08	2.82	2.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **5G 消息带来 2-3 倍增量市场, 有望扭转市场对短信服务商的投资观。**当前短信行业增量不增收、APP 数量趋于饱和、小程序竞争激烈, 互联网的焦点向轻量级、快应用转型。5G 消息的出现, 既解决了传统短信 140 字节文本形式无法满足 B2C 富通信的痛点, 又契合 APP 安装成本高, 使用效率低的行业的需求。我们认为 5G 消息近景有望将传统短信市场 400 亿空间提升到千亿规模, 远景可成为超级 APP, 市场空间可达 3000 亿。市场所认为的传统短信服务商技术壁垒低、产品同质化严重、投资价值低。跨入 5G 消息时代, 短信服务商可从运营商侧和企业端切入, 提供产品、服务、解决方案, 商业模式升级, 产品附加值提升, 是值得关注的价值洼地。
- **梦网是云通信龙头, 其竞争优势在于规模优势、客户群体、运营商资源和产品矩阵。**梦网具备 4 大竞争优势: **1) 规模优势:** 在第三方短信服务商中市占率第一 (约 12%), 龙头地位稳固; **2) 客户群体:** 梦网走大客户战略, 单客户年均发送量可达 60 万条, 短信发送量提升降低短信成本, 公司可伴随大客户需求的成长而成长; **3) 运营商资源:** 梦网是三大运营商的全网服务提供商, 与移动关系最紧密, 是中国移动的集团业务集成商和政企业务的一级代理商, 现又有三名移动前高管加盟公司; **4) 产品矩阵:** 梦网云通信转型最彻底, 视讯云、物联云、数据中心等产品完善, 在 5G 消息业务有用武之地。相较于竞争对手, 梦网提前一年布局 5G 消息, 有望最先受益。
- **未来展望, 短期看业绩改善, 长期看 5G 消息赋能。**2019Q4 运营商短信成本提价 60%, 短信服务商将成本逐步转移到客户端, 毛利率可平滑恢复。据工信部 2020 年 1-8 月数据, 当前短信服务商的提价效应已经显现, 未来收入的增长的判断, 需要跟踪短信发送量的增长情况。长期展望, 随着 5G 消息推进, 梦网在运营商和企业端同步发力, 预计 2020-2022 年, 5G 消息给梦网带来 1.23/5/10 亿元收入。

投资建议

- 我们认为 5G 消息是公司迎来最大机遇, 预计 2020-2022 年收入分别为 35.54 亿元/54.39 亿元/71.08 亿元, 归母净利润分别为 0.7 亿元/2.97 亿元/4.72 亿元, 对应 EPS 分别为 0.09 元/0.36 元/0.58 元, 给予公司 2021 年 50 倍 PE, 目标价 18 元, 首次覆盖予以“增持”评级。

风险提示

- 5G 消息推进不及预期; 5G 消息利益分配机制不达预期; 疫情反复风险; 大客户流失风险; 商誉减值风险; 坏账损失风险。

陈蓉芳 联系人
chenrongfang@gjzq.com.cn

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

短信业务:

量: 2020年1月-8月, 工信部数据显示全国短信发送量同比增长19.6%, 其中包括疫情期间发送的公益短信, 预计今年梦网短信发送量增速较低。预计未来三年梦网短信发送量增速为5%/30%/20%。

价: 运营商短信成本价格提高60%, 受疫情影响公司客户端提价需要一个过程, 预计今年均价能提升20%, 明年相较于今年的均价提升15%, 后年保持相对稳定。

毛利率: 短信成本逐步转移到下游客户, 预测公司传统短信业务2020-2022年毛利率为14.5%/17%/18%。

5G消息业务:

量: 预测5G消息发送量渗透率为公司短信业务的1%、3%、5%。

价: 预计5G消息的价格为0.1元。

毛利率: 假设5G消息毛利率为30%/30%/30%。

■ 我们区别于市场的观点

市场一致观点: 运营商推5G消息, 不如互联网公司组织架构灵活, 失败的风险较大。

我们的观点: 5G消息业务是运营商在4G向5G过渡期的精准供给。运营商动力与能力匹配, 作为行业主导者推动业务成功的概率最大。未来运营商连接-生态-服务三步走, 近景有望将传统短信市场400亿空间提升到千亿规模; 远景融合云、大数据、AI等新型ICT技术, 运营商5G消息业务实现消息平台转型, 市场空间可达3000亿。

市场一致观点: 传统短信业务商业模式简单、技术壁垒低、产品同质化严重, 短信服务商之间竞争激烈, 投资价值低。

我们的观点: 5G消息时代, 短信服务商可从运营商侧和企业端切入, 提供产品、服务、解决方案, 市场空间打开, 商业模式升级, 产品附加值提升, 是值得投资的价值洼地。

市场一致观点: 短信服务商在产业链话语权小, 提价进度不及预期。

我们的观点: 当前短信服务商的提价效应已经显现, 未来收入的增长的判断, 需要跟踪短信发送量的增长情况。

■ 股价上涨的催化因素

公司对下游客户提价进展顺利; 5G消息推进超预期; 公司云通信业务进展超预期; 行业短信市场需求高涨。

■ 估值和目标价格

采用PE估值法, 给予目标价18元。选取从事短信服务和运营商IT系统等可比公司包括中嘉博创、杰赛科技、佳讯飞鸿、天源迪科、佳都科技、东方国信等, 考虑到未来5G消息带来增量市场, 以及公司在5G消息的提前布局, 给予公司2021年合理估值50倍PE, 目标价18元, 给予“增持”评级。

■ 投资风险

5G消息推进不及预期; 运营商分红机制不及预期; 疫情反复风险; 大客户流失风险; 商誉减值风险; 坏账损失风险。

内容目录

投资要件	2
一、公司概况：除旧布新，向云通信转型	5
1.1 梦网集团剥离电力业务，聚焦云通信	5
1.2 梦网科技云通信布局完善，抢占 5G 消息先机	5
二、5G 消息应运而生，传统短信服务商迎大机遇	7
2.1 三大运营商推出 5G 消息，六大优势凸显	7
2.2 5G 消息精准供给，满足行业客户需求	8
2.3 生态共享探索商业模式，传统的短信服务商受益	11
三、四大优势助力梦网腾飞，云通信龙头价值重估	13
3.1 短信服务商市占率第一，龙头地位稳固	13
3.2 多年合作积淀，与运营商关系紧密	14
3.3 大客户资源优质，伴随客户成长而成长	15
3.4 销售研发体系完善，抢发 5G 消息和服务号	15
四、展望：短期业绩改善拐点将至，长期 5G 消息赋能	17
4.1 提价效应显现，未来跟踪短信发送量	17
4.2 长期 5G 消息赋能，梦网抢占先机	18
五、盈利预测与投资建议	19
5.1 盈利预测	19
5.2 估值分析	20
六、风险提示	20

图表目录

图表 1：资产减值损失和投资收益（亿元）	5
图表 2：资产减值损失明细（亿元）	5
图表 3：梦网科技的发展历程	6
图表 4：梦网云通信服务体系	6
图表 5：梦网科技占总营收比例 80%以上	7
图表 6：梦网科技营收复合增长率 37%	7
图表 7：5G 消息业务形态	7
图表 8：5G 消息与其他消息相比具备优势	8
图表 9：互联网内容形式发展	8
图表 10：短信行业面临增量不增收的瓶颈	9
图表 11：行业短信发送量占比 90%以上	9
图表 12：中国 APP 在架数量（万款）	9
图表 13：中国互联网用户每月人均使用 APP 数量（个）	9
图表 14：2019 年微信小程序数量超过 300 万	10
图表 15：2019 年人均使用微信小程序个数 60+	10

图表 16: 梦网 5G 消息金融解决方案.....	10
图表 17: 梦网 5G 消息在线教育解决方案.....	10
图表 18: 5G 消息点击率远高于传统短信.....	11
图表 19: 传统短信服务商商业模式.....	11
图表 20: 产业生态, 实现多方共赢.....	12
图表 21: 5G 消息短信服务商商业模式.....	12
图表 22: 梦网市占率约 12%.....	13
图表 23: 梦网科技 7 年复合增长率 37%.....	13
图表 24: 2020H1 梦网科技营收增速高于竞争对手.....	13
图表 25: 各短信服务商毛利率.....	14
图表 26: 各短信服务商净利率.....	14
图表 27: 梦网公司管理层多为通信老将.....	14
图表 28: 梦网部分战略合作伙伴.....	15
图表 29: 梦网集团技术人员占比稳步提升.....	16
图表 30: 梦网科技主要产品布局.....	16
图表 31: 梦网 5G 消息产品矩阵.....	17
图表 32: 梦网统一消息平台能力矩阵.....	17
图表 33: 梦网华为服务号.....	17
图表 34: 梦网科技短信发送量.....	18
图表 35: 梦网科技短信 ARPU 值.....	18
图表 36: 短信行业增速 (2018.08-2019.08).....	18
图表 37: 提价后梦网科技毛利率和净利率下降.....	18
图表 38: 5G 消息应用场景.....	19
图表 39: 梦网集团盈利预测.....	20
图表 40: 可比公司估值.....	20

一、公司概况：除旧布新，向云通信转型

1.1 梦网集团剥离电力业务，聚焦云通信

双主业战略向云通信聚焦。2015 年梦网科技与荣信股份实现重大资产重组，实施电力、云通信双主业发展战略。因电力业务前景没落，2016 年起梦网集团相继出售原所持有的荣信电气、荣信高科、荣信电机、荣科恒阳、汇科电气等资产，逐步聚焦云通信单一主业发展。与此同时，梦网科技开始拓展云通信，投资或新设了梦网物联、梦网云播、鞍山云数等公司，公司实现由电力、云通信双主业向云通信单一主业的聚焦。

剥离电力业务，资产减值风险降低。公司剥离电力业务，一方面因为处置控股子公司产生投资收益，一方面又确认了处置组中的资产减值损失。2019 年梦网集团处置荣信兴业公司获得投资收益 2.66 亿元，当年确认的资产减值损失约 3.78 亿元。从 2015 年-2019 年公司资产减值损失明细来看，主要减值来源于坏账损失、存货跌价准备以及固定资产减值损失。目前公司存货跌价准备为 4843 万元，存货账面价值只剩 426 万元，存货跌价损失风险减小。

图表 1：资产减值损失和投资收益（亿元）



来源：公司年报，wind，国金证券研究所

图表 2：资产减值损失明细（亿元）

资产减值损失	2015	2016	2017	2018	2019
坏账损失	0.5669	0.6593	0.2866	0.6010	1.6376
存货跌价损失		0.1167	0.1526	0.1526	0.3898
可供出售金融资产减值损失			0.1700		
长期股权投资减值损失		0.0504			0.0873
固定资产减值损失		0.0272	0.1248	0.4584	0.6219
无形资产减值损失		0.0009			0.0126
商誉减值损失	0.0399				0.2786
其他					0.7479
合计	0.6068	0.8544	0.7340	1.2119	3.7756

来源：公司年报，国金证券研究所

1.2 梦网科技云通信布局完善，抢占 5G 消息先机

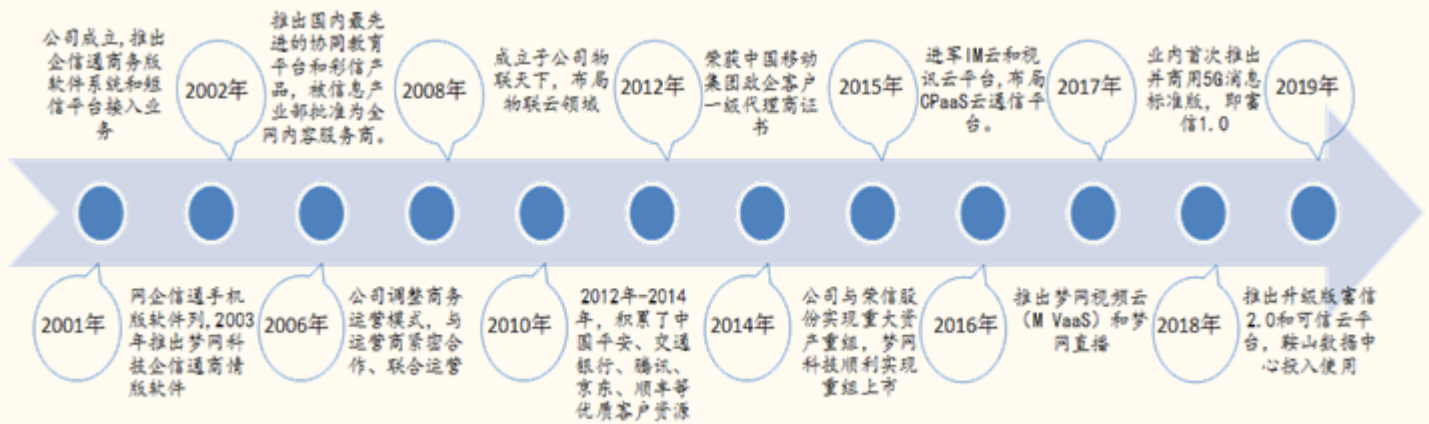
传统短信服务商向云通信转型。梦网科技的发展可以分为三个阶段：

1) 2001-2007 年，初代产品积累阶段。2001 年，梦网科技在深圳成立，推出企信通商务版软件系统和短信平台接入业务。此后，梦网在通信产品线上积极探索。陆续推出企信通、协同教育平台、彩信等明星产品，获得广泛认可，被信息产业部批准为全网 ICP（网络内容服务商）。

2) 2008-2015 年，拓展运营商和客户资源阶段。2008 年公司调整商务运营模式，与运营商紧密合作、联合运营。随后，旗下商务助理 ADC 产品在广州移动上线，梦网荣获中国移动政企客户一级代理商证书。梦网始终坚持以客户为中心的理念，积累了包括中国平安、京东、腾讯在内的各行各业优质客户资源，运营商和优质客户资源是梦网腾飞的关键因素。2015 年，公司与荣信股份实现重大资产重组，梦网科技顺利上市。

3) 2016 年至今，云通信转型阶段。上市以来，公司在运营和扩展 B2C 企业短信平台的同时，进一步布局功能更为强大的富媒体消息及物联网云通信平台，打造了“IM 云+视讯云+物联云+可信云”+数据中心的协同体系。2018 年梦网科技业内首次推出并商用 5G 消息应用富信 1.0，次年升级为富信 2.0。依托强大的技术研发能力和服务能力，梦网有望在 5G 消息业务上腾飞。

图表 3：梦网科技的发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

“IM云+视讯云+物联云+可信云”业务协同体系。梦网的云通信服务经营模式包括为企业提供 PaaS 通讯能力（短信、5G 消息、语音等）、SaaS（服务号、视频会议、物联云等）以及 IaaS(数据中心)，收入主要为信息和数据服务收入。公司通过“IM云+视讯云+物联云+可信云”的业务协同体系，持续提高用户的经营效率和通信能力，传递高效率的沟通协作。目前，梦网已为 20 余万家企业提供通信产品及服务，2019 年实现移动信息量近 1174 亿条，构建了全方位的“企业—梦网—用户”的云通信平台生态。

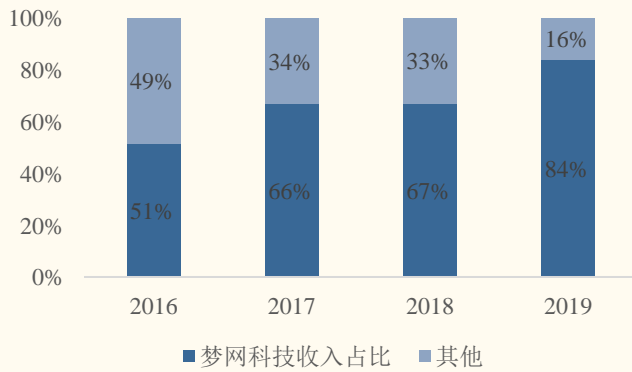
图表 4：梦网云通信服务体系



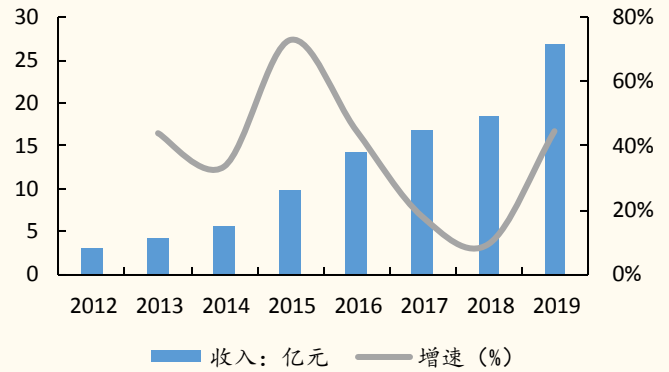
来源：公司年报，国金证券研究所

云通信业务成为增长主要动力，业务占比提升至 95%以上。随着集团出清电力业务，加大对云通信布局，云通信业务占比已从 2016 年的 51%提升到 2019 年的 84%。聚焦云通信业务的子公司梦网科技 2012 年营收 2.98 亿，到 2019 年营收增长至 26.79 亿，复合增长率高达 37%。

图表 5: 梦网科技占总营收比例 80% 以上



图表 6: 梦网科技营收复合增长率 37%



来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

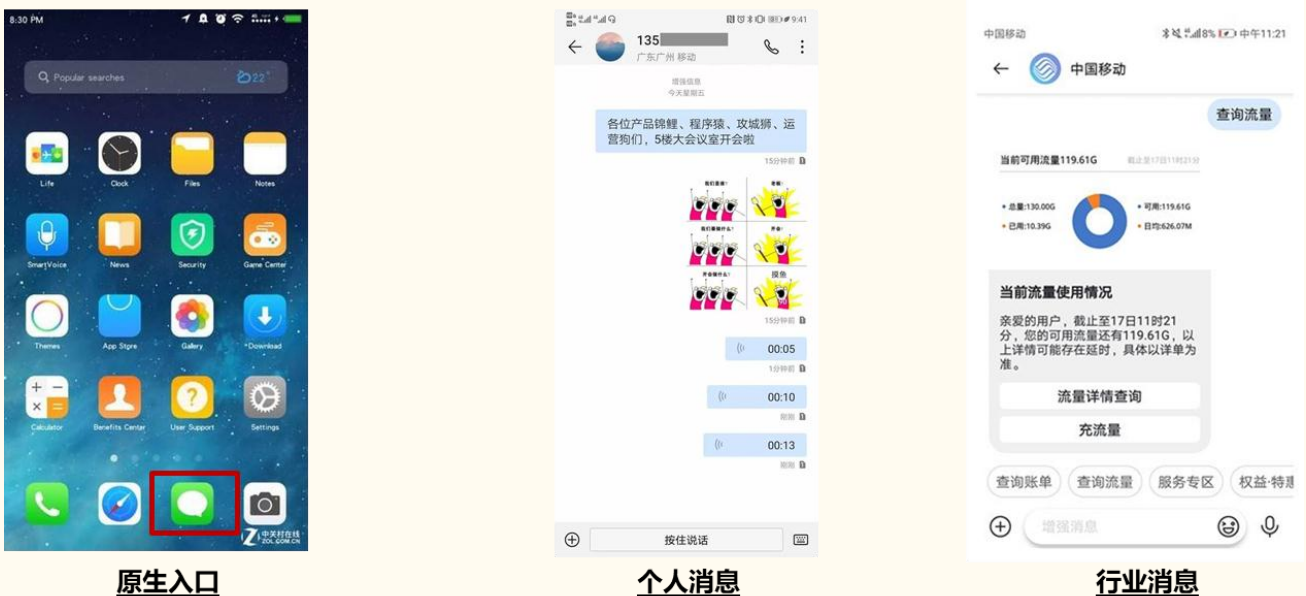
二、5G 消息应运而生，传统短信服务商迎大机遇

2.1 三大运营商推出 5G 消息，六大优势凸显

2020 年 4 月 8 日，三大运营商联合发布《5G 消息白皮书》，号召产业合作伙伴携手为用户全面推出 5G 消息服务。

5G 消息基于原生短信入口升级，提供个人消息和行业消息。根据《5G 消息白皮书》定义，5G 消息是基于 GSMARCS UP 标准构建，实现消息的多媒体化、轻量化，通过引入 MaaP 技术实现行业消息的交互化。5G 消息终端原生支持，用户在消息窗口内就能完成服务搜索、发现、交互、支付等一站式的业务体验。5G 消息包括个人消息和行业消息，其中个人消息支持点对点消息、群发消息、群聊消息的查看、发送和接收，可支持多种媒体格式，包括文本、图片、音频、视频、表情、位置和联系人等。行业消息提供 ChatBot（聊天机器人）搜索入口，结合 AI 聊天机器人技术，创新企业与用户之间的智能交互服务；消息形态多样化包括红包、卡券、视频等。

图表 7: 5G 消息业务形态



来源: 国金证券研究所

相比其他消息，5G 优势明显，体现在六个方面：

1) 天然入口：以短信为原生入口，无需下载 APP；

- 2) 安全认证：手机号码实名制，无需添加好友，企业侧实名认证；
- 3) 富媒体性：支持文本、图片、语音、视频、位置、文件传输多种媒体类型；
- 4) 交互性：基于 Chatbot（聊天机器人）功能，用户在消息窗口内完成服务发现，消息交付支付等一站式服务业务体验；
- 5) 强连接：基于 RCS（富媒体融合通信） MaaP（消息即平台）架构，5G 消息可成为连接 C2C/B2C/C2M 的服务平台，具备更强的连接能力；
- 6) 大消息生态：运营商与传统厂商，第三方服务提供商共同构建开放共赢的生态系统。

图表 8：5G 消息与其他消息相比具备优势

区别	短信	彩信	微信（公众号）	5G 消息
内容格式	文本	图片、音频、文本、动态图片	图片、音频、视频、文本	图片、音频、视频、文本
内容大小	70 个字	不能超过 100kb	最大素材不能超过 20M	支持最大素材 500M
展现形式	短文本	图片+文字最常见，不支持视频	图、文、视、音的富媒体形式	图、文、视、音、卡片等富媒体形式及多种模板
交互方式	单条群发	单条群发	群发+交互式会话	群发+ 交互式会话
费效比问题	拦截率高	内容单调，不能交互	非全网触达，非主动触达，条数限制（最大 1 条/天/人/号），非官方；	全网主动触达 ，交互式服务会话、官方唯一安全认证
个性化内容	支持个性化信息	支持个性化信息	不支持对接内部系统，个性化信息	支持个性化信息，且 与企业服务直连
数据安全	多代理商，数据及服务安全等级低	多代理商，数据及服务安全等级低	第三方系统，数据服务安全等级低	官方唯一认证机制 ，数据本地管理，与运营商直连，数据服务安全等级较高

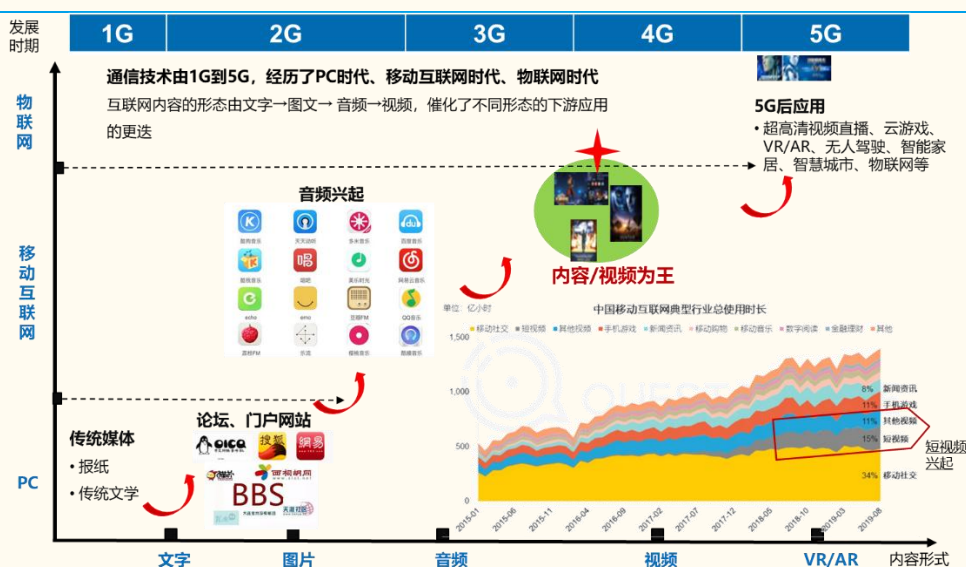
来源：小源科技，国金证券研究所

2.2 5G 消息精准供给，满足行业客户需求

（一）短信纯文本形式单一，而行业短信需求旺盛

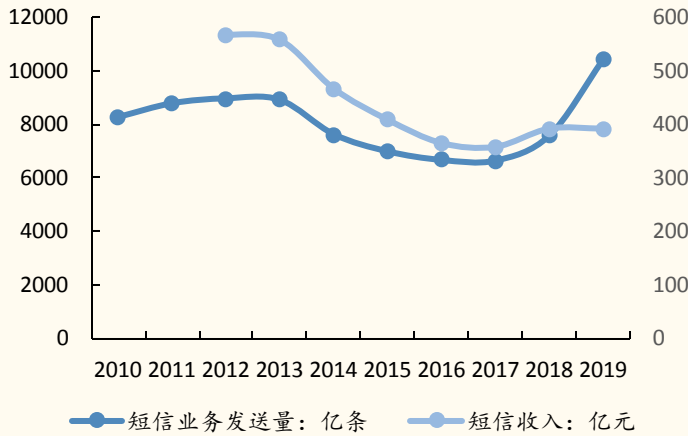
传统短信纯文本形式，难以满足行业用户日益增长的需求。通信技术从 1G 到 5G，传统短信纯文本形式 20 年未变。短信诞生 20 年，行业短信发送量仍保持 30%+ 增速，短信营销需求旺盛。随着通信技术由 1G 到 5G 升级，互联网内容形态由文字-图片-音频-视频再到 VR/AR 转变。但短信承载内容仅限于 140 字节纯文本，能力和用户体验明显不能满足需求。

图表 9：互联网内容形式发展

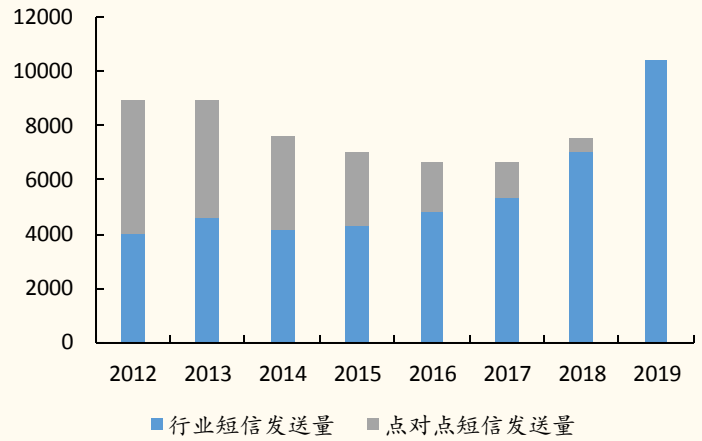


短息行业面临增量不增收的瓶颈，而行业短信需求旺盛。传统短信服务商产品同质化竞争严重，均能提供短信验证、短信通知、国际短信、语音验证等产品。单一形式的供给与行业日益丰富的需求不对等，行业面临增量不增收的瓶颈。与之相反的是，行业短信需求高涨。行业短信发送量年复合增速在 30%，占短信发送总量比例已达 90%以上。

图表 10：短信行业面临增量不增收的瓶颈



图表 11：行业短信发送量占比 90%以上



来源：工信部，国金证券研究所

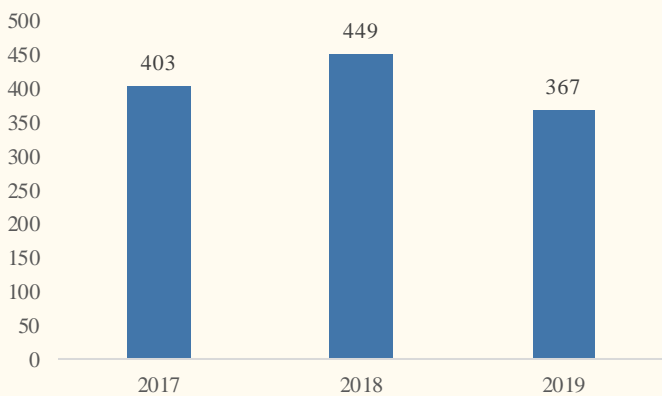
来源：工信部，中国移动，国金证券研究所

注：2019 年行业短信发送量未披露，2019 年数据为整体短信发送量

（二）APP 数量趋于饱和，小程序竞争激烈

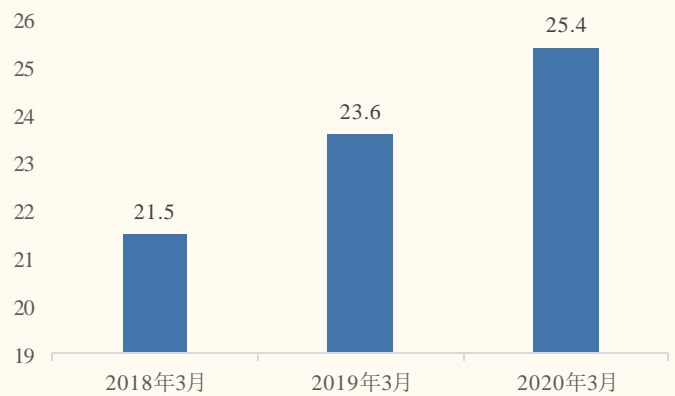
我国在架 APP 数量下滑，网民使用 APP 数量趋于饱和。根据工信部数据，我国 APP 在架数量从 2018 年的 449 万款，下降到 2019 年的 367 万款，同比下滑 18.26%。我国互联网每月人均使用 APP 数量从 2019 年的 23.6 个，增长到 25.4 个，增速下滑为 7.6%。APP 覆盖各行各业，已经是趋于饱和的状态，小程序成为互联网玩家必争之地。

图表 12：中国 APP 在架数量（万款）



来源：工信部，国金证券研究所

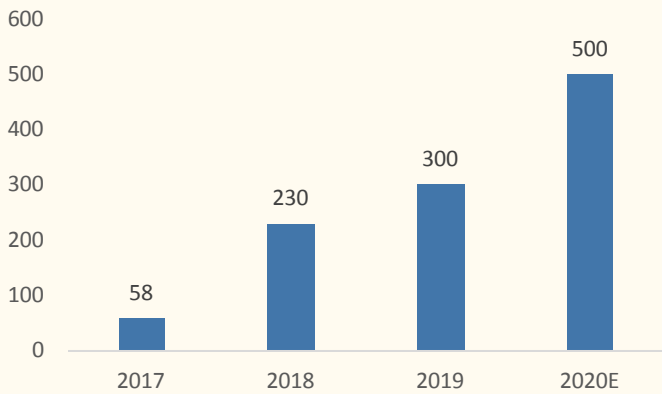
图表 13：中国互联网用户每月人均使用 APP 数量（个）



来源：Quest Mobile，国金证券研究所

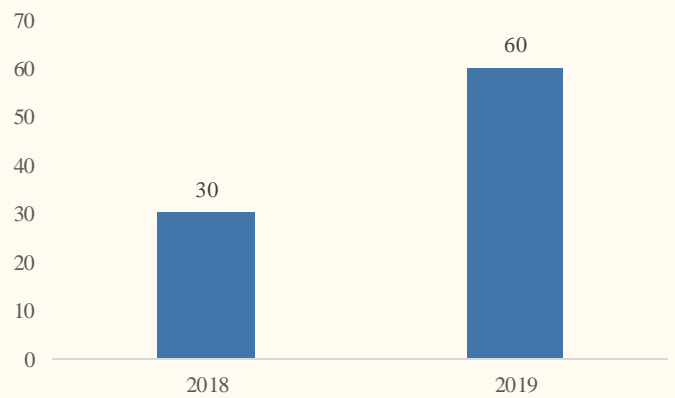
小程序重洗流量，重构商业模式。微信小程序数量从 2017 年的 58 万多，增长至 2019 年超过 300 万，复合增长率达到 127.4%，覆盖越来越多的公共服务和生活服务场景。小程序人均使用个数从 2018 年的 30+，增长至 2019 年的 60+，增长率达到 100%。在流量基础上，小程序重构了互联网零售商业模式，小程序 GMV 从 2018 年的 6000 亿+，增长到 2019 年的 12000 亿+。2018 年，百度智能小程序、支付宝小程序、今日头条小程序等产品相继发布，行业竞争激烈。

图表 14：2019 年微信小程序数量超过 300 万



来源：《2019 小程序互联网发展白皮书》，国金证券研究所

图表 15：2019 年人均使用微信小程序个数 60+



来源：《2019 小程序互联网发展白皮书》，国金证券研究所

(三) 5G 消息契合 APP 安装成本高，使用效率低的行业

5G 消息精准供给，满足行业客户需求。5G 行业消息对 APP 安装成本高、使用效率低的行业具备天然吸引力，梦网已助力互联网、金融、电商、物流、政务、生活服务等行业客户发送 5G 消息。梦网 5G 消息金融解决方案可针对银行余额查询、转账、信用卡账单查询和还款，理财查询等常用操作场景，设计相关入口按钮，为用户提供便捷服务。梦网 5G 消息在线教育解决方案，提供上课定时提醒和课后问题反馈，并且主动下发优惠券卡片，唤醒用户再次购买。

图表 16：梦网 5G 消息金融解决方案



来源：梦网官网，国金证券研究所

图表 17：梦网 5G 消息在线教育解决方案



来源：梦网官网，国金证券研究所

5G 消息点击率显著高于传统短信。根据中国移动 5G 消息产品内测结果显示，5G 消息联合密友圈、10086 等开展多次测试，点击率为传统短信的 14-40 倍，是微信公众消息的 11 倍，效果较传统渠道提升显著。

图表 18: 5G 消息点击率远高于传统短信

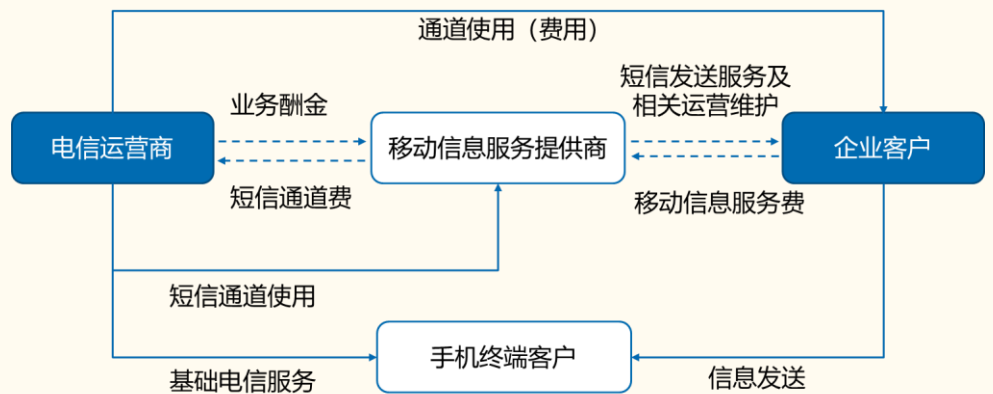
消息试点	用户教育消息	密友圈活动		广东活动	
		5G 消息	短信	5G 消息	公众消息
推送用户数	11 万	11 万	10 万	20.79 万	1818 万
点击阅读用户数	5352 万	3173 万	288 万	3.10 万	25.37 万
点击率	12.10%	3.93%	0.29%	14.92%	1.40%
效果	是短信的 40 倍	是短信的 14 倍		是公众消息的 11 倍	

来源：中国移动，国金证券研究所

2.3 生态共享探索商业模式，传统的短信服务商受益

传统短信商业模式简单，盈利模式为进销差价。短信服务商向运营商采购短信通道资源，完成与运营商网关的连接，向企业客户提供短信发送服务及相关运营维护。公司盈利可直接面向客户收取费用，也可与运营商签订合同，从运营商获得业务酬金。企业用户可向电信运营商直接采购通道，或者选择短信服务商合作。而短信服务商存在的价值为：1) 企业直接与运营商接洽的成本较高；2) 短信服务商可将三大运营商的资源整合在一起，提供易操作成本低的服务。在传统短信商业模式中，短信服务商竞争壁垒低，在产业链的话语权较低。

图表 19: 传统短信服务商商业模式



来源：工信部，国金证券研究所

生态共享探索更多商业模式，避免重回红海竞争。5G 消息若停留在富媒体形态，难以改变传统的商业模式，容易重新回到红海竞争的局面。

5G 消息是运营商互联网化的一次尝试，互联网巨头的生态圈基本都通过并购或参股构建。相较于互联网公司，运营商生态圈的关系较为松散，少有直接参股或投资的子公司，需要建立合理的利益共享机制，构建产业生态实现多方共赢。从品牌主出发，解决方案提供商制定 5G 消息解决方案，通过销售渠道连接运营商消息即服务平台。运营商消息平台将消息传达至用户，中间 RCS 基础通信 SDK 供应商，对终端进行改造，实现终端与平台的连接。运营商开放生态，与每一环节的参与者建立利益共享机制，共同做大 5G 消息市场。

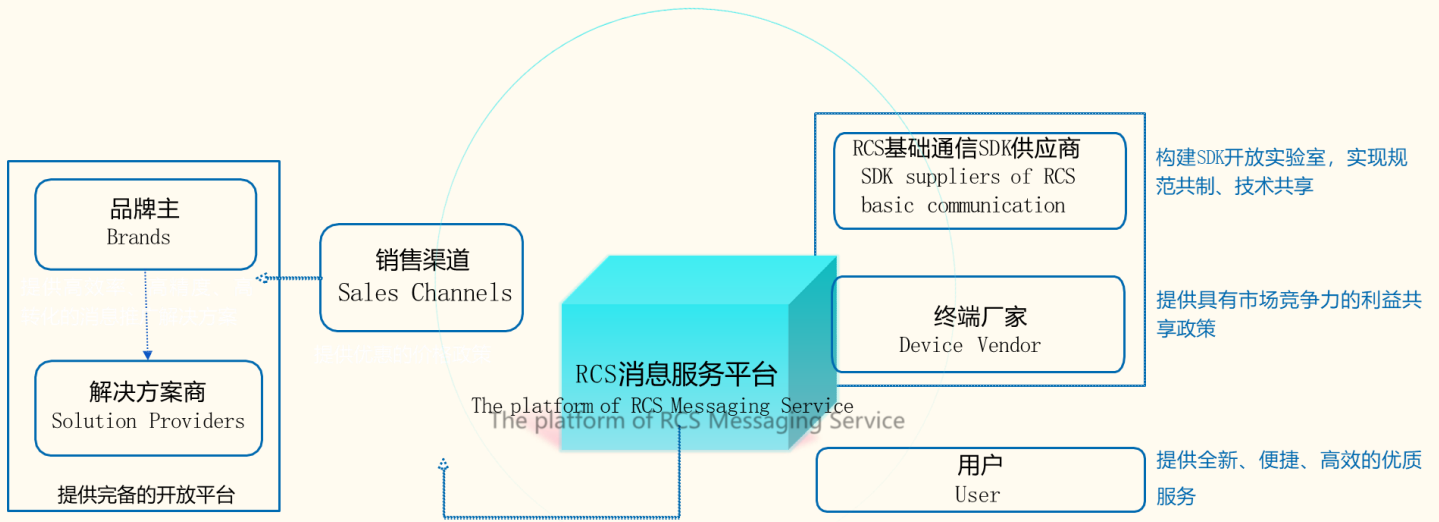
未来生态蓬勃的关键因素分连接-生态-服务三步确认。5G 消息推进过程中，首要目标是做大连接，将移动用户向 5G 消息用户转化，铺设好流量基底；第二步打造生态，引导商户入驻；第三步优化服务，融合云、大数据、AI 等新型 ICT 技术。

1) 做大连接。与微信还有传统 APP 不同，5G 消息是手机中原生的入口，第一步需要获得终端厂商的支持，推动存量的 4G/5G 手机系统升级。据中兴通讯数据，目前 5G 消息已有 1 亿用户。

2) 打造生态。5G 消息从天然入口到超级 APP，需要将交通、旅游、机酒等多元化的场景集成完备的应用，打造好生态，吸引 B 端商户入驻。

3) 优化服务。5G 消息业务发展需要融合 AI、大数据、云计算等技术，开发杀手级应用，提升 C 端和 B 端用户体验，创造最大商业价值。

图表 20：产业生态，实现多方共赢



来源：中国移动，国金证券研究所

传统短信服务商在 5G 消息升级中将率先受益。传统短信服务商现有的资源禀赋为运营商通道资源、B 端企业客户资源、以及云通信产品布局。未来传统短信服务商布局 5G 消息业务，可从运营商侧以及企业端两个角度切入：

运营商侧：1) 富媒体升级：短信服务商拥有大量运营商通道资源，可以为企业和运营商连接提供 API 接口。原有的 API 接口停留在短信、语音上，5G 消息融合文字、语音、图片、视频、位置等富媒体形式。短信服务商在云通信上的技术积累，有实力完成短信到 5G 消息的升级。2) 运营商消息平台升级：如中国移动分省份推进，各省份都需要升级 5G 消息平台。在这样一个全新的系统中，运营商需要汇聚产业力量一起开发，短信服务商可以与企业客户、手机厂商、运营商共同打造解决方案。

企业端：1) 企业 Chatbot 账号：助力企业打造 5G 消息 Chatbot 账号；2) 5G 消息的定制化：提供 5G 消息定制化服务，基于通道资源发送 5G 消息，盈利空间打开。

图表 21：5G 消息短信服务商商业模式



来源：梦网官网，国金证券研究所

三、四大优势助力梦网腾飞，云通信龙头价值重估

3.1 短信服务商市占率第一，龙头地位稳固

梦网市占率约 12%，为第三方短信服务商龙头企业。以各短信服务商发送短信数量来统计各家市场占有率，2012 年梦网科技、国都互联、创世漫道和亿美软通位于同一起跑线上，市占率大多在 1%~3%。到 2017 年梦网市占率已突破 10%，创世漫道和亿美软通在 3% 以上，国都互联在 6% 左右。目前梦网已跻身于短信服务商第一梯队，龙头地位相对稳固。

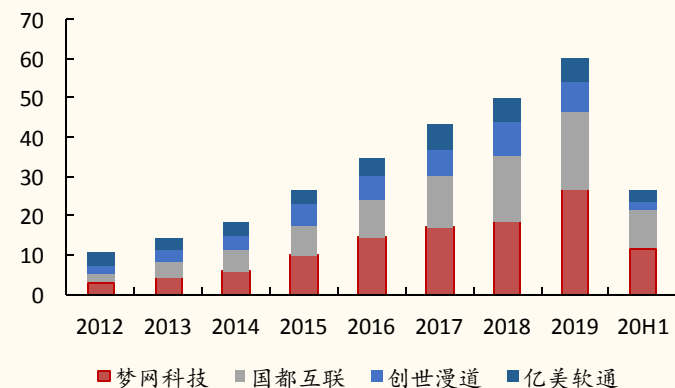
图表 22：梦网市占率约 12%

年份	短信总量 (亿条)	企业短信 (亿条)	梦网短信量 (亿条)	梦网市占率	创世漫道 (亿条)	创世漫道市占率	亿美软通 (亿条)	亿美软通市占率	国都互联 (亿条)	国都互联市占率
2010	8277.5	2825.7								
2011	8790	3418.3								
2012	8973.1	3972.9	70.58	1.78%	40.8	1.03%			100	2.52%
2013	8916.7	4603.3	114.49	2.49%	57	1.24%	75	1.63%		
2014	7630.45	4137.03	157.82	3.81%	77.23	1.87%				
2015	6991.76	4285.97	279	6.51%	122.92	2.87%				
2016	6670.73	4776.7	457	9.57%	138.25	2.89%				
2017	6644.33	5322.11	607	11.41%	198.25	3.73%	160	3.01%	320	6.00%
2018	7574.54	6067	724.69	11.94%						
2019	10414.99		1174						695	

来源：工信部，各公司年报，国金证券研究所

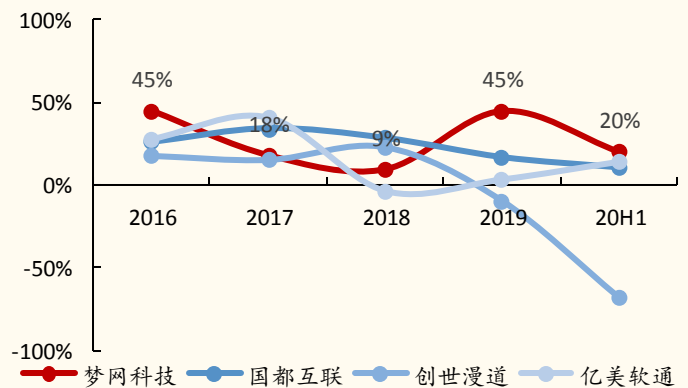
运营商提价因素和疫情影响下，龙头经营情况保持稳健。2012 年-2019 年，梦网科技营收由 2.98 亿快速提升至 26.79 亿，7 年复合增长率 37%；国都互联营收由 2.42 亿提升至 19.43 亿，7 年复合增长率 36%；创世漫道营收由 2.01 亿提升至 7.81 亿，7 年复合增长率 21%；亿美软通营收由 3.16 亿提升至 6.33 亿，7 年复合增长率 10%。2019 年 Q4 运营商短信成本提价 60%，叠加疫情不确定性影响，短信服务商财务表现普遍较差。梦网科技经营情况相对稳健，20H1 梦网科技营收增速 20%，高于竞争对手 6% 以上；净利润增速 -51%，降幅远窄于同行。

图表 23：梦网科技 7 年复合增长率 37%



来源：wind，国金证券研究所

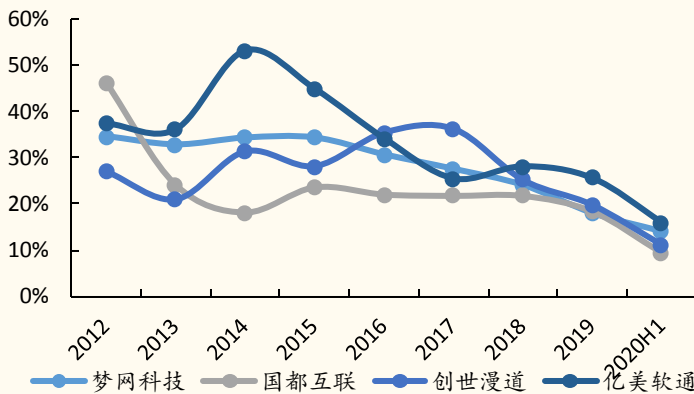
图表 24：2020H1 梦网科技营收增速高于竞争对手



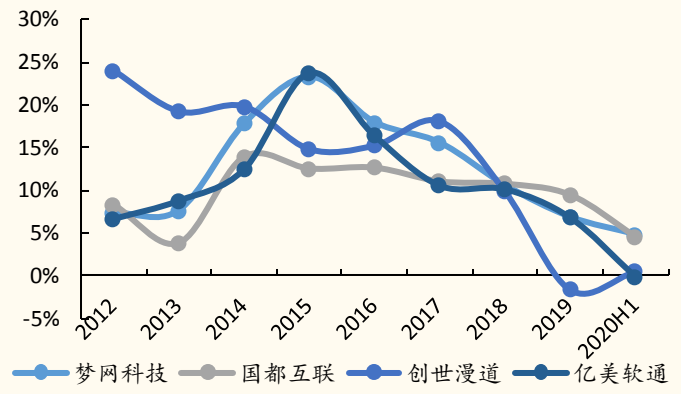
来源：wind，国金证券研究所

毛利率降低是大势所趋，短期因成本导致的毛利率骤降可逐渐改善。短信服务商的商业盈利为进销差价，收入端为客户阶梯式定价，成本端为运营商的短信成本。收入端随着大客户发送量增多，发送量越多单价降低，行业激烈竞争下，为稳定大客户的量，短信服务商通常会采取低价保量的策略。而成本端运营商集中度高，短信服务商的议价权没有那么高，用量换低成本的空间有限，因此毛利率降低是大势所趋。受运营商提高短信定价影响，短信服务商整体毛利率承压。2018年至2019年，梦网科技毛利率由24.1%降为18.1%；国都互联毛利率由21.7%降至18.3%；创世漫道毛利率由25.2%降至19.8%；亿美软通毛利率由28.2%降到25.6%。2020H1梦网集团云通信业务毛利率下降到14.07%，但毛利率改善情况仍好于大部分竞争对手。预计随着短信服务商将成本转移到客户端，短期因成本导致的毛利率骤降可逐步改善。

图表 25：各短信服务商毛利率



图表 26：各短信服务商净利率



来源：各公司年报，国金证券研究所

来源：各公司年报，国金证券研究所

3.2 多年合作积淀，与运营商关系紧密

运营商资源深厚，梦网与中移动关系最紧密。主要的四家短信厂商（梦网科技、国都互联、创世漫道、亿美软通）通道资源都是全网覆盖，连接三大运营商。其中梦网与中国移动的关系最为紧密，是中国移动的集团业务集成商和政企业务的一级代理商，以及中国联通和中国电信的长期合作伙伴。

梦网科技管理层多为通信老将，前中国移动高管加盟助力梦网腾飞。公司董事长余文胜本身拥有多年通信工作经验，在创办梦网科技之前便创办了通信企业亚强电子，囊括了一批技术管理人才，为日后创立梦网科技打下良好团队基础。近年来，公司积极向云通信转型，管理层也积极调整。徐刚、杭国强、三位前中国移动高管鼎力加盟，有望进一步巩固梦网运营商资源，助力梦网 5G 消息业务的腾飞。

图表 27：梦网公司管理层多为通信老将

职务	姓名	简介
董事长	余文胜	1968 年生，硕士。历任澳大利亚悉尼 KIRBY 公司、美国协和集团电信研究院设计师。1997 年创办珠海亚强电子，2001 年创办深圳市梦网科技，并担任执行董事兼总裁至今。2016 年至今，任梦网集团董事长。
总经理	徐刚	1972 年生，博士，历任中国移动市场部副总经理，香港上市公司“百奥家庭互动”CEO。2016 年 10 月至今任快快乐动网络科技有限公司副董事长；2020 年 6 月至今任梦网集团总经理。
副总裁	杭国强	1972 年生，硕士。历任中国移动市互联网基地总经理，中移国投总经理。2019 年 9 月至今任梦网集团股份有限公司副总裁。
副总裁	侯晓阳	1973 年生，硕士。历任中国移动公司经理，北京蓝汛通信副总裁。2019 年 9 月至今任梦网集团副总裁。
董事	杨春波	1961 年生，硕士。历任中石油信息中心主任、东华软件副总工程师，2016 年 4 月至今任梦网集团董事。
监事	刘亚军	1977 年生，本科。曾任亚强电子研发工程师。2003 年至今任梦网科技研发部副经理，短信产品线副总经理。2016 年 4 月至今任梦网集团监事。

CTO 陈新 1971年生，本科。曾任星传通信研发部经理。2001年协助余文胜先生创办深圳市梦网科技，2016年4月-2020年4月任梦网荣信科技集团股份有限公司董事、副总裁。现任梦网科技副总裁兼首席技术官(CTO)及研发院长。

来源：公司年报，国金证券研究所

3.3 大客户资源优质，伴随客户成长而成长

梦网掌握大客户资源，短信发送量远超同行。据2019年年报，梦网客户规模已达20多万家，国都互联10万+家企业用户，两家都覆盖了金融、互联网等主要客户。从2019年发送量数据来看，梦网科技发送量1174亿条，国都互联695亿条，两家企业大客户资源众多，平均一家企业年发送量超过60万条。亿美软通年报显示产品覆盖了全国200个城市的30+行业的50万+家客户，营收大约只有梦网科技的1/4，大客户群体的比例不高。创世漫道客户和营收规模整体都偏小，据2019年年报创世漫道客户数量12,000多家，服务终端超过8亿户。

图表 28：梦网部分战略合作伙伴



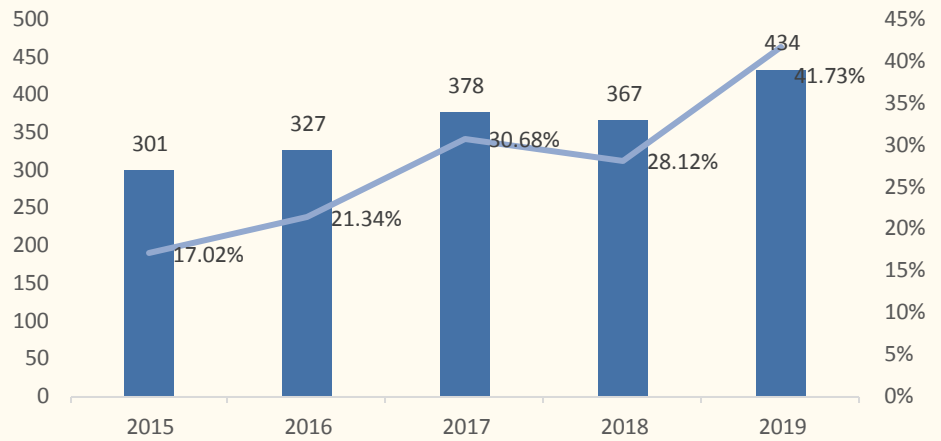
来源：梦网官网，国金证券研究所

3.4 销售研发体系完善，抢发5G消息和服务号

服务网络遍布全国，形成北、中、南三大区域布局。公司总部坐落于深圳，在北京、上海、广州等20多个大中城市设有区域中心，35个城市设有营业网点。公司还在鞍山、长沙、深圳设立了子公司，深圳为梦网总部所在地，长沙为技术研发中心，鞍山为云数据中心，实现了云通信服务在北、中、南三大区域布局。

坚持技术研发为导向，技术人员占比稳步提升。梦网坚持核心技术为导向，集团现有员工1040人，其中研发人员434人，占公司员工总数的41.73%。目前公司获得计算机软件著作权75项，专利38项，正在申请待审批的专利115项。

图表 29：梦网集团技术人员占比稳步提升



来源：公司年报，国金证券研究所

短信业务产品线全，云通信产品布局完善。短信服务商主要产品系列有国际和国内短信业务、彩信、语音、彩铃等等，梦网产品线最全。传统短信服务商向云通信转型中，梦网实践最彻底，已有视讯云、物联网等产品线，并且还建设鞍山梦网数据中心。

图表 30：梦网科技主要产品布局



来源：国金证券研究所

梦网领先行业对手，具备业界最完整 5G 消息能力。2018 年梦网科技业内首次推出并商用 5G 消息应用富信 1.0，次年升级为富信 2.0，领先对手一年的时间。目前梦网科技可提供业界最完整的 5G 消息解决方案，具备 5G 消息收发能力、富媒体编辑器、全渠道管理能力、Chatbot 能力等多能力矩阵。其中，梦网的视频压缩技术独占优势，单条 5G 消息能够搭载 100-200 万个文字、10-20 张高清图、最长可以有 60 秒的高清视频。

图表 31：梦网 5G 消息产品矩阵

5G消息产品矩阵



来源：梦网官网，国金证券研究所

图表 32：梦网统一消息平台能力矩阵



来源：梦网官网，国金证券研究所

与华为合作共建服务号，SaaS 平台壁垒高筑。梦网与华为合作的服务号通过服务号主页、图文消息、AI 人机交互及商品服务推荐四项核心功能，打造企业在华为终端的“私域经营阵地”。在服务号主页轻松完成多入口引流关注，服务消息通过负一屏、系统通知栏以卡片式 C 位展示，用户点击消息按钮直达企业自有阵地，同时对多平台信息汇集展示。梦网与华为合作的服务号，基于梦网的 SaaS 平台构建，同时梦网也将与华为在商户入驻过程中继续合作，壁垒高于传统短信业务。

图表 33：梦网华为服务号



来源：梦网官网，国金证券研究所

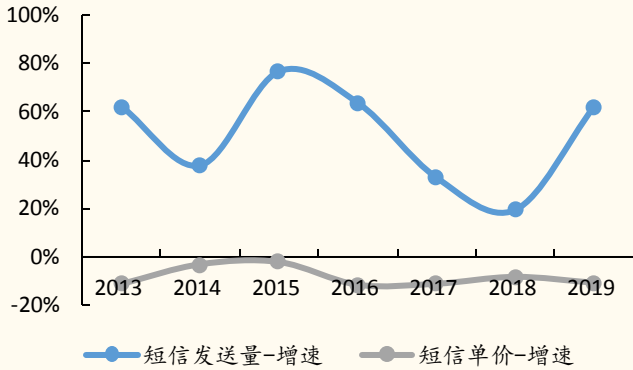
四、展望：短期业绩改善拐点将至，长期 5G 消息赋能

4.1 提价效应显现，未来跟踪短信发送量

梦网营收主要靠量的提升，ARPU 值不断下降。梦网企业短信具体提供服务包括短信验证码、短信通知、语音验证码、语音通知、国际短信、页面发送等。企业短信套餐阶梯式定价，发送量大的客户短信单价越优惠。作为市占率第一的第三方短信服务商，梦网短信发送量从 2012 年的 70.58 亿条上升到 2019 年

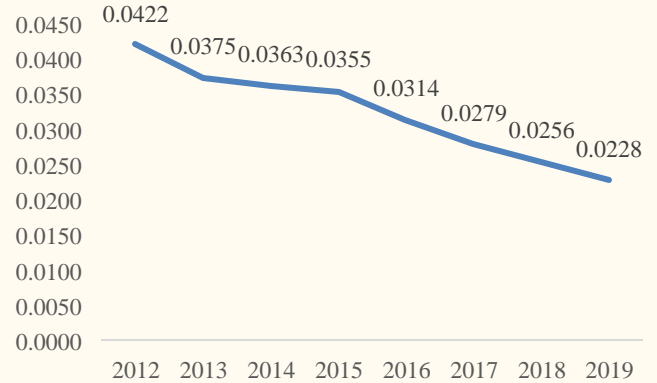
的 1174 亿条，单个客户年均发送量月 60 万条，这也是梦网短信单价低的原因。2019 年梦网科技营收 26.79 亿元，短信单价从 2012 年的 0.0422 元/条下降到 2019 年的 0.0288 元/条。

图表 34：梦网科技短信发送量



来源：公司年报，国金证券研究所

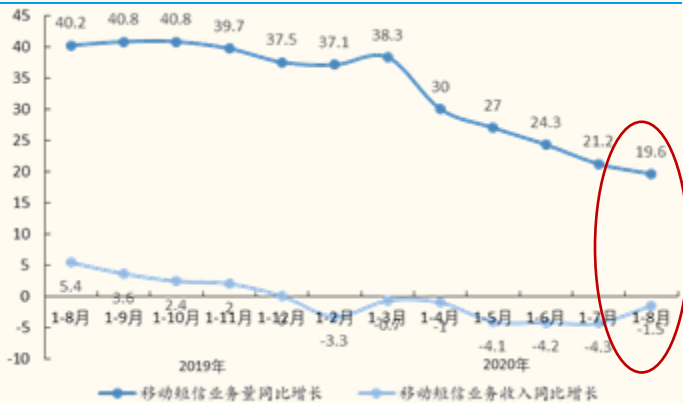
图表 35：梦网科技短信 ARPU 值



来源：公司年报，分析师整理，国金证券研究所

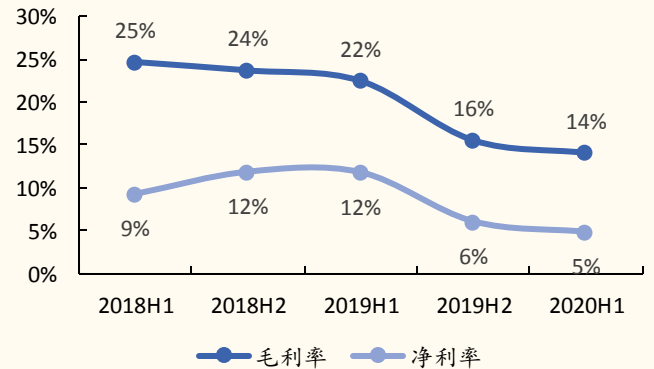
提价效应从 8 月份开始显现，发送量环比下降。2020 年 1-8 月，全国移动短信业务量同比增长 19.6%，增速较 1-7 月回落 1.6 个百分点；移动短信业务收入同比下降 1.5% 降幅较 1-7 月收窄 2.8 个百分点。8 月较 7 月而言，移动短信业务量环比下降，而业务收入环比有所上涨，短信渠道商对下游客户的提价效应开始显现。根据梦网集团 2020 年 Q3 业绩预告，公司的单条短信毛利额已接近去年同期水平。价格提升带来发送量缩减的负面影响，根据工信部数据，2020 年 1-3 月短信发送量同比高增 38.3%，主要是由于疫情期间发送了大量公益短信。至此之后，每月短信发送量环比下降，1-8 月同比增长率就降至 19.6%。当前短信服务商的提价效应已经显现，未来收入的增长的判断，需要跟踪短信发送量的增长情况。

图表 36：短信行业增速 (2018.08-2019.08)



来源：工信部，国金证券研究所

图表 37：提价后梦网科技毛利率和净利率下降



来源：工信部，国金证券研究所

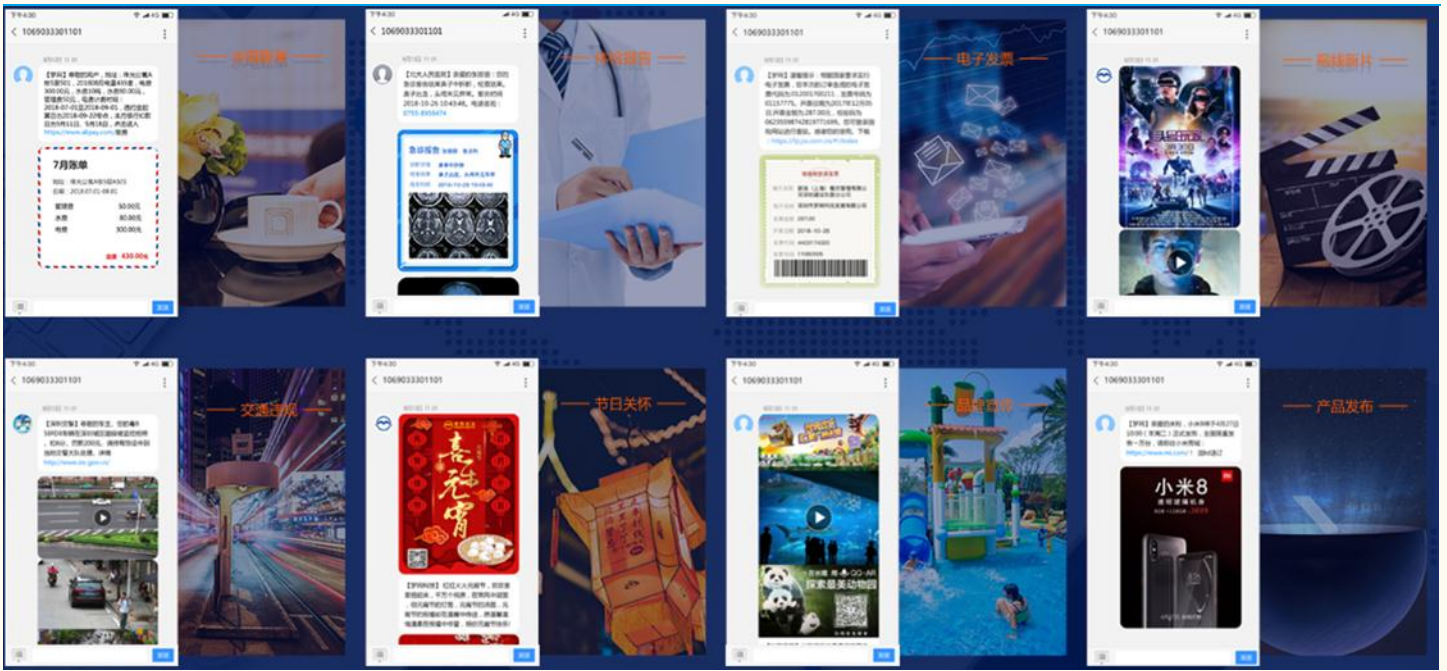
4.2 长期 5G 消息赋能，梦网抢占先机

对于 5G 消息业务未来预期，近景是对传统短信业务的一次提质提价的升级，远景是成为消息服务平台、未来的超级 APP。我们认为，运营商 RCS 业务大概率可以实现近景目标，将传统短信 400 亿市场规模提升到千亿市场规模。远景目标的实现需要 AI、云计算、大数据等生态圈技术提供商的价值共创，长期看 5G 消息业务有望达到 3000 亿市场规模。

5G 消息大势所趋，梦网为生态圈核心受益企业。早在 2018 年梦网就开始布局 5G 消息，2019 年 5G 消息广泛服务了金融、汽车、美妆、旅游、航空等多个行业客户。在 5G 消息领域，梦网已与阿里、华为、高灯科技、停简单、德生科技、畅悦科技、国票信息等企业合作。2020 年 7 月梦网科技富信单月业务量突破 1 亿条，单月已实现利润贡献；8 月富信发送量环比增长 30%。

随着 5G 消息推进，梦网在运营商和企业端同步发力，可与生态圈伙伴共享产业红利。预计 2020-2022 年，5G 消息给梦网带来收入增量 1.23 亿/5 亿/10 亿元，毛利率保持 30%。

图表 38：5G 消息应用场景



来源：梦网官网，国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

收入假设：预计 2020 年-2022 年，公司实现营业收入 35.5 亿、54 亿、71 亿元，同比增速为 11%、53%、30.7%，毛利率水平递增，分别为 14.93%、18.22%、19.71%。

短信业务：

量：2020 年 1 月-8 月，工信部数据显示全国短信发送量同比增长 19.6%，其中包括疫情期间发送的公益短信，预计今年梦网短信发送量增速较低。预计未来三年梦网短信发送量增速为 5%/30%/20%。

价：运营商短信成本价格提高 60%，受疫情影响公司客户端提价需要一个过程，预计今年均价能提升 20%，明年相较于今年的均价提升 15%，后年保持相对稳定。

毛利率：短信成本逐步转移到下游客户，预测公司传统短信业务 2020-2022 年毛利率为 14.5%/17%/18%。

5G 消息业务：

量：预测 5G 消息发送量渗透率为公司短信业务的 1%、3%、5%。

价：预计 5G 消息的价格为 0.1 元。

毛利率：假设 5G 消息毛利率为 30%/30%/30%。

其他业务：假设未来三年营收为 0.3 /0.5 /0.8 亿元，毛利率为 20%/20%/20%。

图表 39：梦网集团盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收合计：亿元				18.04	28	25.5	27.69	32.01	35.5	54	71
营收增速：%				94.49%	55.18%	-8.19%	8.57%	15.61%	11.0%	53.0%	30.7%
毛利：亿元				6.71	8.40	7.43	6.82	6.44	5.31	9.91	14.01
毛利率：%				37.21%	30.01%	29.14%	24.64%	20.13%	14.93%	18.22%	19.71%
短信营收	2.98	4.29	5.73	9.91	14.35	16.93	18.53	26.79	33.42	48.89	60.28
毛利率：%	34.70%	32.91%	34.39%	34.41%	30.76%	27.61%	24.11%	18.06%	14.5%	17.0%	18.0%
短信发送量：亿条	70.58	114.49	157.82	279	457	607	724.69	1174	1233	1603	1923
短信增速：%		62%	38%	77%	64%	33%	19%	62%	5%	30%	20%
短信单价：元	0.0422	0.0375	0.0363	0.0355	0.0314	0.0279	0.0256	0.0228	0.0274	0.0315	0.0331
增速：价		-11%	-3%	-2%	-12%	-11%	-8%	-11%	20%	15%	5%
5G 消息收入：亿元									1.23	5.00	10.00
毛利率：%									30%	30%	30%
5G 消息渗透率：%									1.0%	3%	5%
5G 消息发送量：亿条									12	50	100
5G 消息价格：元									0.1	0.1	0.1
电力业务营收									0.59		
毛利率									5.27%		
其他业务									0.30	0.50	0.80
毛利率									20%	20%	20%

来源：分析师预测，国金证券研究所

5.2 估值分析

采用 PE 估值法，给予目标价 18 元。选取从事短信服务和运营商 IT 系统等可比公司包括中嘉博创、杰赛科技、佳讯飞鸿、天源迪科、佳都科技、东方国信等，考虑到未来 5G 消息带来增量市场，以及公司在 5G 消息的提前布局，给予公司 2021 年合理估值 50 倍 PE，目标价 18 元，给予“增持”评级。

图表 40：可比公司估值

序号	股票代码	股票名称	股价	Wind 一致预期 EPS			Wind 一致预期 PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
1	000889	中嘉博创	6.01	0.27	0.33	0.42	22.69	18.16	14.44
2	002544	杰赛科技	16	0.09	0.28	0.38	184.54	56.96	41.75
3	300213	佳讯飞鸿	8.2	0.29	0.36	0.50	28.28	22.92	16.51
4	300047	天源迪科	9.76	0.34	0.43	0.57	28.81	22.70	17.21
5	600728	佳都科技	9.08	0.18	0.32	0.46	50.50	28.11	19.93
6	300166	东方国信	13.27	0.58	0.72	0.86	22.80	18.55	15.46
		中位数					28.54	22.81	16.86
		平均数					56.26	18.55	20.88
	002123	梦网集团	16.31	0.08	0.36	0.57	187.03	43.99	27.66

来源：wind，国金证券研究所

六、风险提示

- 5G 消息推进不及预期：运营商 5G 消息推进不及预测，公司 5G 消息业务因行业因素进展缓慢，会导致公司提前布局 5G 消息的优势被其他竞争者追赶。

- 运营商分红机制不及预期：运营商需要制定合理的分红机制激励产业链伙伴一起共建 5G 消息，运营商分红机制不合理会导致 5G 消息推进。
- 疫情反复风险：一是疫情影响下游客户营收，导致下游客户收入吃紧，会减少短信营销的开支；二是疫情拖累公司与客户调整合约，将运营商提价的成本转接到下游客户。
- 大客户流失风险：运营商短信成本提价，倒逼短信服务商将成本转移到客户端，存在因短信价格上升大客户流失的风险。
- 商誉减值风险：公司商誉过多，存在商誉减值风险。
- 坏账损失：电力业务所累积的坏账准备，可能确认为坏账损失，会对公司的业绩造成影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,550	2,769	3,201	3,554	5,439	7,108	货币资金	539	592	689	861	1,276	1,646
增长率	8.6%	15.6%	11.0%	53.0%	30.7%		应收款项	1,815	1,813	1,497	1,518	2,250	2,940
主营业务成本	-1,807	-2,086	-2,556	-3,023	-4,448	-5,707	存货	532	359	4	1	0	0
%销售收入	70.9%	75.4%	79.9%	85.1%	81.8%	80.3%	其他流动资产	179	160	545	438	562	673
毛利	743	682	644	531	991	1,401	流动资产	3,065	2,924	2,735	2,819	4,088	5,259
%销售收入	29.1%	24.6%	20.1%	14.9%	18.2%	19.7%	%总资产	45.3%	44.0%	45.9%	46.3%	55.7%	62.0%
营业税金及附加	-15	-19	-8	-7	-11	-14	长期投资	163	168	128	181	181	181
%销售收入	0.6%	0.7%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	549	530	253	249	240	229
销售费用	-214	-214	-269	-149	-218	-284	%总资产	8.1%	8.0%	4.2%	4.1%	3.3%	2.7%
%销售收入	8.4%	7.7%	8.4%	4.2%	4.0%	4.0%	无形资产	2,950	2,921	2,829	2,821	2,813	2,805
管理费用	-286	-155	-292	-149	-218	-284	非流动资产	3,695	3,724	3,220	3,264	3,247	3,228
%销售收入	11.2%	5.6%	9.1%	4.2%	4.0%	4.0%	%总资产	54.7%	56.0%	54.1%	53.7%	44.3%	38.0%
研发费用	0	-137	-135	-149	-218	-284	资产总计	6,760	6,648	5,955	6,083	7,335	8,487
%销售收入	0.0%	5.0%	4.2%	4.2%	4.0%	4.0%	短期借款	562	829	623	854	1,301	1,767
息税前利润 (EBIT)	228	157	-59	76	328	534	应付款项	750	817	869	780	1,078	1,383
%销售收入	9.0%	5.7%	n.a	2.1%	6.0%	7.5%	其他流动负债	477	386	260	181	285	376
财务费用	-27	-32	-29	-32	-49	-71	流动负债	1,788	2,033	1,752	1,815	2,664	3,527
%销售收入	1.0%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-73	-121	-378	-12	-6	-5	其他长期负债	51	40	25	23	24	25
公允价值变动收益	0	0	-4	0	0	0	负债	1,840	2,073	1,777	1,838	2,688	3,552
投资收益	100	3	281	30	30	30	普通股股东权益	4,901	4,549	4,177	4,239	4,635	4,918
%税前利润	34.5%	10.1%	-175.8%	36.1%	8.9%	5.7%	其中：股本	862	811	804	804	804	804
营业利润	293	30	-151	81	333	528	未分配利润	1,245	1,313	1,023	1,065	1,243	1,526
营业利润率	11.5%	1.1%	n.a	2.3%	6.1%	7.4%	少数股东权益	19	25	2	7	12	17
营业外收支	-4	2	-9	2	2	2	负债股东权益合计	6,760	6,648	5,955	6,083	7,335	8,487
税前利润	289	33	-160	83	335	530							
利润率	11.3%	1.2%	n.a	2.3%	6.2%	7.5%							
所得税	-41	58	-110	-8	-34	-53							
所得税率	14.1%	-177.8%	n.a	10.0%	10.0%	10.0%							
净利润	248	91	-270	75	302	477							
少数股东损益	8	12	8	5	5	5							
归属于母公司的净利润	240	79	-278	70	297	472							
净利率	9.4%	2.8%	n.a	2.0%	5.5%	6.6%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	248	91	-270	75	302	477	每股指标						
少数股东损益	8	12	8	5	5	5	每股收益	0.279	0.097	-0.346	0.086	0.364	0.578
非现金支出	148	199	288	54	49	49	每股净资产	5.689	5.612	5.194	5.196	5.682	6.029
非经营收益	-83	-61	-159	13	40	70	每股经营现金净流	0.289	0.311	-0.032	0.063	-0.085	0.231
营运资金变动	-64	23	115	-91	-459	-410	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.035	0.148	0.235
经营活动现金净流	249	252	-26	51	-69	186	回报率						
资本开支	-48	-39	-25	-28	-23	-23	净资产收益率	4.91%	1.73%	-6.66%	1.65%	6.40%	9.59%
投资	-33	-26	229	-34	0	0	总资产收益率	3.56%	1.18%	-4.67%	1.15%	4.05%	5.56%
其他	-20	0	0	30	30	30	投入资本收益率	3.56%	8.05%	-2.07%	1.33%	4.95%	7.16%
投资活动现金净流	-100	-65	204	-32	7	7	增长率						
股权募资	4	85	3	0	218	0	主营业务收入增长率	-8.94%	8.57%	15.61%	11.04%	53.04%	30.68%
债权募资	-33	267	-209	230	447	467	EBIT增长率	-7.40%	-31.24%	-137.6%	-228.4%	332.55%	62.97%
其他	-441	-510	-96	-76	-189	-290	净利润增长率	-6.12%	-67.32%	-453.9%	N/A	325.14%	59.03%
筹资活动现金净流	-470	-158	-302	154	476	177	总资产增长率	-2.96%	-1.66%	-10.41%	2.15%	20.57%	15.72%
现金净流量	-321	29	-124	173	414	370	资产管理能力						
							应收账款周转天数	230.4	208.5	158.0	125.0	120.0	120.0
							存货周转天数	85.4	78.0	26.0	0.1	0.0	0.0
							应付账款周转天数	115.2	104.3	80.2	60.0	55.0	55.0
							固定资产周转天数	66.9	52.1	21.7	18.2	10.9	7.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	0.46%	5.19%	-2.69%	-1.28%	-0.46%	1.52%
							EBIT利息保障倍数	8.6	4.9	-2.1	2.3	6.7	7.6
							资产负债率	27.21%	31.18%	29.84%	30.21%	36.65%	41.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH