

2019年02月24日

梦网集团 (002123.SZ)

## 富信打开 5G 时代公司成长新空间

- 国内企业短信行业龙头，提供富信、视频云、物联云的综合信息通信服务提供商。公司以企业短信起家，是国内该领域的龙头企业。通过不断加强技术研发，公司面向移动通信、视频开发以及物联终端分别提供富信、视频云以及物联云服务，逐渐形成综合性的信息通信服务。
- 富信是短信的升级版，公司有望将企业短信的技术和渠道优势复制。富信是富媒体信息的简称，是普通短信的升级版。公司的富信可通过手机终端升级的方式内嵌至用户的短信应用中，或者预装在手机的短信应用中。通过推送的方式将内容发到手机终端。公司有望将企业短信业务积累的技术和渠道优势在富信上复制。
- 富信承载了更多的功能，相对于短信也更具价值。从展示的形式来看，富信可以展现视频、图片、语音，从营销的角度，相对于短信更具价值。富信能够实现交互功能，因此企业可以增加终端用户的粘性，相对于短信具备更多的工具属性。因此从企业支出的角度，富信相对于短信不仅仅是技术升级和存量替代，更重要的在于价值的延伸。由于富信以流量作为载体，其边际成本也更低，毛利率优于短信。
- 富信受益于 5G 时代的到来。一方面，5G 带来更快的传输速度，富信在传递复杂内容时能够使得终端消费者减少等待时间，提升用户体验；另一方面，5G 使得流量成本下降，意味着企业更愿意倾斜更多的资源和预算支出，即价格下降带来市场规模扩大。
- 投资建议：5G 时代的到来使得流量成本更加低廉，从而驱动以流量为载体的富信业务快速增长。成本的降低也会导致富信的毛利率优于企业短信。预计 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.13 元、0.62 元、0.87 元，首次覆盖给予买入-A 评级，6 个月目标价 12 元。
- 风险提示：富信推广不及预期；行业竞争加剧。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	2,800.2	2,549.9	3,314.8	5,005.4	6,381.9
净利润	256.1	240.5	102.7	501.8	705.7
每股收益(元)	0.32	0.30	0.13	0.62	0.87
每股净资产(元)	6.35	6.05	6.39	6.89	7.59

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	27.8	29.6	69.2	14.2	10.1
市净率(倍)	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2
净利润率	9.1%	9.4%	3.1%	10.0%	11.1%
净资产收益率	4.9%	5.0%	2.1%	9.3%	11.8%
股息收益率	0.0%	1.5%	0.3%	1.4%	2.0%
ROIC	6.0%	5.8%	2.3%	11.9%	16.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司动态分析

证券研究报告

一次设备

投资评级 **买入-A**

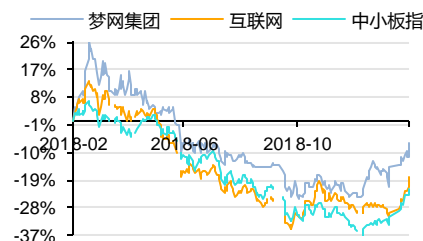
首次评级

6 个月目标价：**12 元**  
股价 (2019-02-22) **8.77 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	7,109.02
流通市值(百万元)	5,660.49
总股本(百万股)	810.61
流通股本(百万股)	645.44
12 个月价格区间	7.05/11.89 元

### 股价表现



数据来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.45	6.96	14.31
绝对收益	10.87	15.7	-5.29

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001  
huyw@essence.com.cn  
021-35082010

曹佩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517110001  
caopei@essence.com.cn

### 相关报告

## 1. 国内企业短信行业龙头

国内企业短信龙头，提供富信、视频云、物联云等多类通信服务。梦网集团成立于2001年，主营业务为企业短信，是国内该领域的龙头企业。公司不断加强技术研发，逐渐形成综合性的信息通信服务。富信（富媒体通信）是公司提供包含文字、语音、图片、视频等内容的信息交互平台；视频云为5G及下一代互联网需求打造的实时通信（RTC）平台，用户可以利用该平台快速搭建视频业务；物联云是公司面向移动传媒、监控和监测、医疗健康、车联网、可穿戴设备等物联终端提供的通信综合解决方案。

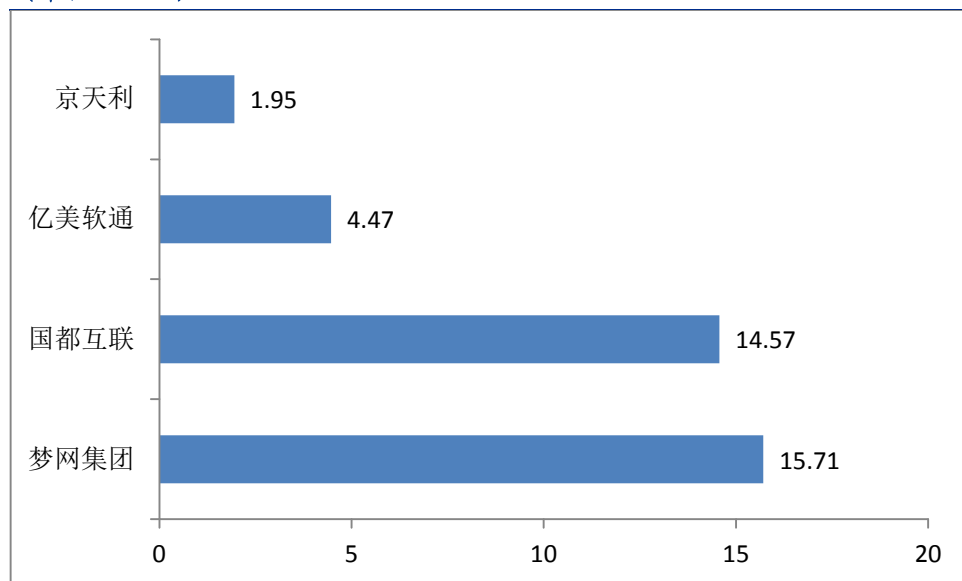
图 1：公司是多领域的综合性信息通信服务提供商



数据来源：安信证券研究中心整理

企业短信市场仍然向好，公司是国内领先的第三方企业短信提供商。根据各上市公司披露的年报数据，2017年梦网集团移动通信业务收入为15.71亿元，国都互联的收入为14.57亿元。企业短信的应用场合包含短信验证码、营销、信息推送（账单、物流信息、电商等），需求较为刚性。根据艾瑞网数据报告，2014年短信市场规模为400亿元，2015和2016年为600亿和800亿，其中企业短信的年复合增长率为50%。

图 2：公司是国内企业短信龙头  
(单位：亿元)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

国内知名企业用户基本为公司客户，彰显强大技术实力。公司的主要客户囊括了各个行业的龙头企业，例如银行领域的中国银行、建设银行、招商银行、交通银行、平安集团、华夏银行、光大银行，券商基金领域的深圳证券交易所、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，互联网领域的腾讯、新浪、搜狐、百度、小米、盛大、阿里巴巴、优步、万达、京东商城、亚马逊等。

图 3：公司客户皆为知名企业



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

## 2. 富信，5G 时代打开蓝海市场

富信是短信的升级版，公司有望将企业短信的技术和渠道优势复制。富信是富媒体信息的简称，是普通短信的升级版，是集手机通讯录，音频、视频，图像，即时消息推送、文件传输、内容共享、场景呈现、位置服务等多种通信方式于一体的融合通信服务。简单而言，相对于普通短信，富信能够展现更多的内容，并且在移动终端能够实现交互功能。

表 1：富信和短信的比较

IM 形式	对于企业用户优缺点							
	实名	法律效应	接受是否数据在网	并发拥堵	嵌入式智能发送	强制阅读	支持媒体	发送成本
短信	有	有	无须	有	可以	好	少	有
富信	有	有	必须	无	可以	好	多	少量

数据来源：安信证券研究中心整理

富信能够集成在手机短信应用中，推送是最重要的特点。公司研发的富信可通过手机终端升级的方式内嵌至用户的短信应用中，或者预装在手机的短信应用中。因此，富信呈现给用户的界面仍然是短信应用，通过推送的方式将内容发到手机终端。底层通道可以基于运营商 RCS 或手机终端厂商 OTT Push 等方式。

图 4：富信展示页面



数据来源：互联网，安信证券研究中心

富信承载了更多的功能，相对于短信也更具有价值。从展示的形式来看，富信可以展现视频、图片、语音，从营销的角度，相对于短信更具价值。富信能够实现交互功能，因此企业可以增加终端用户的粘性，相对于短信具备更多的工具属性。从企业支出的角度，富信相对于短信不仅仅是技术升级和存量替代，更重要的在于价值的延伸。由于富信以流量作为载体，其边际成本也更低，对公司而言其毛利率优于短信。

**5G 时代即将到来，特征是更快的速度以及更低的流量成本。**相对于 4G 网络，5G 的传输速度快数百倍。在对时延性要求较高的领域，5G 扮演了关键性的角色。与 3G 向 4G 升级类似，每一轮传输标准的升级，都使得流量的成本更低。中国三大运营商预计在 2019 年实现 5G 预商用，2020 年正式商用。

富信受益于 5G 时代的到来。一方面，5G 带来更快的传输速度，富信在传送复杂内容时能够使得终端消费者减少等待时间，提升用户体验；另一方面，5G 使得流量成本下降，意味着企业更愿意倾斜更多的资源和预算支出，即价格下降带来市场规模扩大。

### 3. 高股权激励条件彰显公司信心

高股权激励条件将员工利益与公司相结合，促进公司发展。2018 年 6 月 12 日，公司公告股票期权与限制性股票激励计划(草案)，激励计划拟向激励对象授予权益总计 35,238,760 份，

占激励计划草案公告时公司股本总额 861,595,025 股的 4.0899%，覆盖高管和核心骨干 427 人。股票期权数量为 19,219,380 份，限制性股票数量为 16,019,380 股。首次授权的股票期权的行权价格为 9.80 元，首次授予的限制性股票的授予价格为 5.39 元。其行权条件和成本摊销费用如下表所示：

**表 2：公司股权激励行权条件**

行权安排	业绩考核目标
首次授权的股票期权第一个行权期	2018 年度公司净利润达到 3.5 亿元
首次授权的股票期权第二个行权期/预留授予的股票期权第一个行权期	2019 年度公司净利润达到 5 亿元
首次授权的股票期权第三个行权期/预留授予的股票期权第二个行权期	2020 年度公司净利润达到 7 亿元

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

**表 3：公司股权激励摊销费用**

授予的股票期权数量 (万股)	需摊销的总费用 (万元)	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
1,601.9380	2,169.77	504.77	985.44	510.80	168.76

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 4. 盈利预测

5G 时代的到来使得流量成本更加低廉，从而驱动以流量为载体的富信业务快速增长。成本的降低也会导致富信的毛利率优于企业短信。预计 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.13 元、0.62 元、0.87 元，首次覆盖给予买入-A 评级，6 个月目标价 12 元。

## 5. 风险提示

富信推广不及预期；行业竞争加剧。



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,800.2	2,549.9	3,314.8	5,005.4	6,381.9	成长性					
减:营业成本	1,959.8	1,806.8	2,419.8	3,513.8	4,339.7	营业收入增长率	55.2%	-8.9%	30.0%	51.0%	27.5%
营业税费	17.1	14.7	19.7	29.2	37.6	营业利润增长率	9964.6%	3.9%	-54.7%	363.8%	40.1%
销售费用	291.5	214.1	265.2	375.4	510.6	净利润增长率	159.9%	-6.1%	-57.3%	388.7%	40.6%
管理费用	285.1	285.8	402.8	575.6	765.8	EBITDA 增长率	250.3%	-17.1%	-42.9%	258.6%	36.7%
财务费用	37.0	26.7	4.5	5.0	5.0	EBIT 增长率	450.8%	-20.2%	-46.1%	352.2%	39.7%
资产减值损失	85.4	73.4	150.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	80.4%	-5.6%	-59.7%	375.5%	40.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-2.0%	1.4%	-8.1%	1.9%	10.7%
投资和汇兑收益	158.1	99.9	80.0	120.0	150.0	净资产增长率	5.8%	-4.3%	5.8%	8.1%	10.6%
营业利润	282.3	293.4	132.9	616.3	863.2	利润率					
加:营业外净收支	16.2	-4.0	-8.5	-8.5	-8.5	毛利率	30.0%	29.1%	27.0%	29.8%	32.0%
利润总额	298.5	289.3	124.4	607.8	854.7	营业利润率	10.1%	11.5%	4.0%	12.3%	13.5%
减:所得税	44.0	40.9	17.4	85.1	119.7	净利润率	9.1%	9.4%	3.1%	10.0%	11.1%
净利润	256.1	240.5	102.7	501.8	705.7	EBITDA/营业收入	14.1%	12.8%	5.6%	13.4%	14.3%
						EBIT/营业收入	11.4%	10.0%	4.1%	12.4%	13.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	75	73	50	33	25
						流动资产周转天数	179	182	130	89	81
						流动资产周转天数	454	442	325	260	257
						应收帐款周转天数	208	227	194	182	195
						存货周转天数	65	62	52	44	48
						总资产周转天数	920	969	723	520	458
						投资资本周转天数	618	676	502	321	268
						投资回报率					
						ROE	4.9%	5.0%	2.1%	9.3%	11.8%
						ROA	3.7%	3.7%	1.6%	6.6%	8.8%
						ROIC	6.0%	5.8%	2.3%	11.9%	16.4%
						费用率					
						销售费用率	10.4%	8.4%	8.0%	7.5%	8.0%
						管理费用率	10.2%	11.2%	12.2%	11.5%	12.0%
						财务费用率	1.3%	1.0%	0.1%	0.1%	0.1%
						三费/营业收入	21.9%	20.7%	20.3%	19.1%	20.1%
						偿债能力					
						资产负债率	26.2%	27.2%	19.1%	26.8%	26.9%
						负债权益比	35.5%	37.4%	23.6%	36.5%	36.8%
						流动比率	2.04	1.71	2.56	2.23	2.24
						速动比率	1.83	1.41	2.21	1.80	1.84
						利息保障倍数	8.62	9.56	30.53	124.27	173.65
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.13	0.03	0.12	0.17
						分红比率	0.0%	43.0%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.0%	1.5%	0.3%	1.4%	2.0%

## 资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	820.1	539.3	900.0	1,250.9	1,365.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,787.6	1,735.6	2,186.2	3,354.1	4,242.8
应收票据	160.6	79.1	146.5	188.3	261.0
预付帐款	99.9	114.7	138.9	174.1	163.6
存货	313.4	531.8	397.8	825.4	866.4
其他流动资产	19.8	64.4	-857.0	-1,481.4	-2,105.3
可供出售金融资产	166.2	103.4	103.4	103.4	103.4
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	97.4	59.9	78.7	69.3	74.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	566.2	467.3	460.4	449.4	435.1
在建工程	4.2	81.7	65.4	52.3	41.8
无形资产	420.7	392.3	366.1	341.7	318.9
其他非流动资产	2,510.7	2,590.5	2,575.4	2,574.3	2,572.1
资产总额	6,966.7	6,760.1	6,561.7	7,901.9	8,339.4
短期债务	482.1	426.4	90.0	100.0	100.0
应付帐款	619.7	608.2	234.3	761.5	680.3
应付票据	229.8	133.2	79.6	115.5	142.7
其他流动负债	225.4	476.9	576.1	763.5	997.1
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	260.3	51.4	91.1	122.9	148.4
负债总额	1,826.6	1,839.7	1,229.9	2,056.1	2,288.7
少数股东权益	-3.8	19.2	23.4	44.3	73.7
股本	861.6	861.6	810.6	810.6	810.6
留存收益	4,153.4	4,290.6	4,372.8	4,774.2	5,338.7
股东权益	5,140.0	4,920.4	5,206.8	5,629.2	6,223.1

## 现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	254.4	248.4	102.7	501.8	705.7
加:折旧和摊销	77.2	74.7	49.4	48.5	47.5
资产减值准备	85.4	73.4	150.0	10.0	10.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	44.8	30.1	4.5	5.0	5.0
投资损失	-158.1	-99.9	-80.0	-120.0	-150.0
少数股东损益	-1.7	8.0	4.3	20.9	29.4
营运资金的变动	53.5	-188.2	271.6	-230.9	-133.0
经营活动产生现金流量	312.8	249.1	502.5	235.3	514.5
投资活动产生现金流量	-63.3	-100.1	64.8	129.4	145.3
融资活动产生现金流量	-588.9	-468.2	-412.5	-95.4	-146.1

## 业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.32	0.30	0.13	0.62	0.87
BVPS(元)	6.35	6.05	6.39	6.89	7.59
PE(X)	27.8	29.6	69.2	14.2	10.1
PB(X)	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2
P/FCF	-34.7	59.3	214.6	21.1	11.6
P/S	2.5	2.8	2.1	1.4	1.1
EV/EBITDA	31.8	27.0	34.0	9.0	6.5
CAGR(%)	27.1%	43.6%	144.1%	72.5%	111.6%
PEG	1.0	0.7	0.5	0.2	0.1
ROIC/WACC	0.6	0.6	0.2	1.2	1.7
REP	4.3	3.1	6.1	1.1	0.7

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

胡又文、曹佩声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034