

业绩稳健增长，聚焦云通信主业效果渐显

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年上半年实现营业收入13.2亿元，同比下降14.8%；实现归母净利润1.24亿元，同比增长16.6%。
- **即将完成电力资产剥离，各项财务指标可圈可点，承载公司核心云通信业务的子公司梦网科技实现高质量增长。** 公司上半年营业收入同比下降的原因主要是近三年电力电子业务相关资产相继剥离，合同在集团层面执行完成后不再继续贡献收入，业务规模缩减至3.5亿元，较去年同期下降3.8亿元，云通信业务同比增长18.7%弥补了这一缺口；公司上半年毛利率24.7%，较去年同期提升0.1个百分点；随着电力电子业务规模的缩减以及费用控制力度的加强，公司降本增效效应进一步释放，销售费用和管理费用分别同比下降10.9%和11.7%；经营活动现金流同比增长73.2%，系期间销售回款增加所致。子公司梦网科技上半年实现营业收入9.7亿元，同比增长18.7%，实现归母净利润1.15亿元，同比增长51%。
- **公司聚焦打造大型富媒体云通信平台业务的单主业发展效果渐显，云通信业务收入占比逾七成，利润贡献近九成。** 公司云通信业务占比超七成，且随着电力业务的继续剥离，占比有望进一步提升，利润占整体净利润比重上升至89.1%，成为公司主要的利润贡献来源，这也表明公司面向5G网络，聚焦打造大型富媒体云通信平台业务的单主业发展效果渐显。上半年公司企业短信同比规模增长40%，高于行业35.5%的增速；新增企业用户同比增长52.1%；新客户信息发送量同比增长81.9%。在服务模式上，互联网平台新增活跃账户4368个，新增开发者数1518个，新增活跃账户实现了97.8%的增长，完成了线上线下的客户转化，为公司拓客开辟了可行渠道。云通信平台拥有73940个活跃账户，覆盖了几乎所有互联网行业、30%以上金融行业。
- **富媒体通信有望成为5G后端首批落地应用之一，公司作为企业通信龙头，有望开启流量时期全面增长阶段。** 5G时代的到来将带来更快的传输速度和更低廉的流量成本。富信基于互联网流量通道，价格的下降一方面将带来富信市场规模的扩大，另一方面成本的降低使得富信的毛利率将显著优于企业短信。同时，5G是视频与万物互联的时代，将赋予富信广阔的新应用场景。未来，富信的低流量成本、集视音频于一体的丰富信息、实时交互性将在5G背景下迅速发挥优势。目前，公司IM云2.0已正式推出，该版本升级文本短信为集手机通讯录、图片、声音、视频、IM公众号为一体的富媒体信息，公司正加快互动型和互动+型富信的建设，未来降会在富信中实现菜单、卡片、按钮、品宣功能，同客户业务和管理系统无缝对接，实现后台动态数据输出，形成在线业务互动能力，完成短消息的智能推送，升级O2O服务、客户服务、生产消息、支付场景等场景化能力。
- **今年以来多项合作及新一轮股权激励落地，未来有望长期参与华为生态建设。** 公司与国票信息签订合作协议，预计通过富信推送的电子发票将达到20亿张；与海外云通信公司Twilio确立战略合作关系，梦网云通信平台依托Twilio的核心技术，将加快国际化进程，为用户提供国际化的云通信解决方案；公司中标

西南证券研究发展中心

分析师: 程硕
执业证号: S1250519060001
电话: 010-58251911
邮箱: chengs@swsc.com.cn

分析师: 王彦龙
执业证号: S1250519050001
电话: 010-58251904
邮箱: wangyanl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.09
流通A股(亿股)	5.46
52周内股价区间(元)	7.05-16.89
总市值(亿元)	134.09
总资产(亿元)	64.92
每股净资产(元)	5.68

相关研究



建行短彩信及海外短信发送服务项目，标志着公司在金融行业类客户占比的提升；公司发布新一轮股权激励，2019年股票期权激励计划比2018年规模更大，且行权业绩考核目标更高，以2018年梦网科技营收为基数，2019-2022年公司营收增长率分别不低于40%、80%、120%、170%，即25.9亿元、33.3亿元、40.7亿元、50.0亿元，彰显公司长期发展信心；同时，公司受邀参加华为全球开发者大会，未来随着5G以及华为鸿蒙OS的不断发展升级，公司将有望长期参与华为的开发进程。

- **盈利预测与评级。**预计2019-2021年EPS分别为0.45元、0.79元、1.08元，未来三年归母净利润将保持123%的复合增长率。考虑到公司作为企业云通信龙头将充分受益5G时期流量红利，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**5G应用落地或不及预期、新产品市场推广或不及预期、行业竞争或加剧、商誉减值风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2768.52	3629.22	4678.97	5829.44
增长率	8.57%	31.09%	28.92%	24.59%
归属母公司净利润（百万元）	78.57	367.21	635.62	873.73
增长率	-67.32%	367.37%	73.09%	37.46%
每股收益 EPS（元）	0.10	0.45	0.79	1.08
净资产收益率 ROE	1.98%	8.57%	13.09%	15.55%
PE	171	37	21	15
PB	2.95	2.76	2.47	2.17

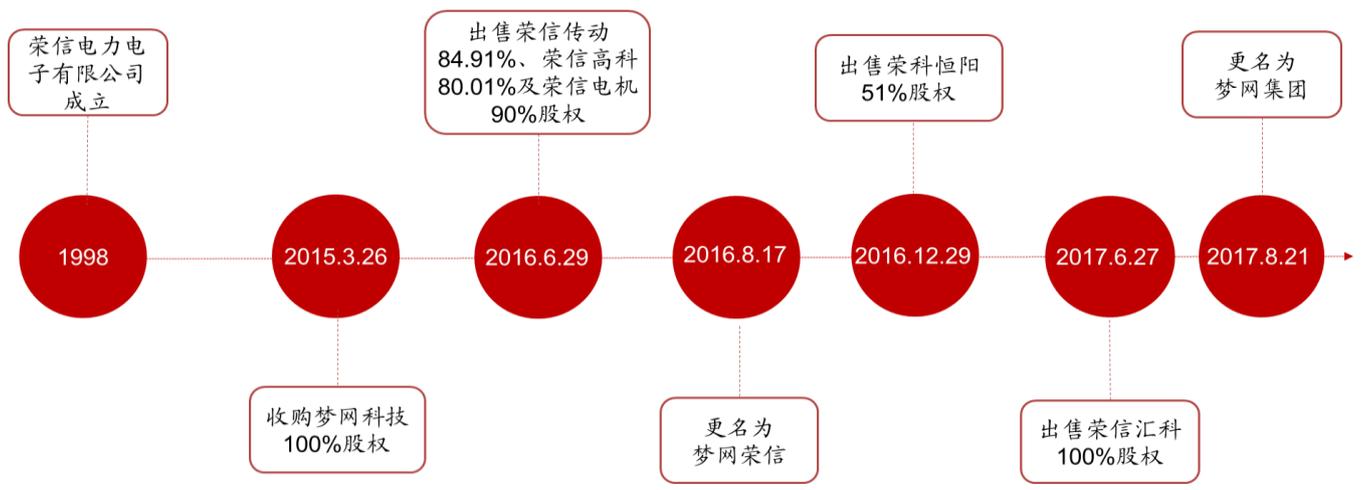
数据来源：Wind，西南证券

1 公司概况：企业短信龙头，积极推进大型富媒体及物联网云通信平台布局

1.1 即将完成电力资产剥离，开启面向 5G 网络，大型富媒体云通信平台业务的单主业发展

传统电力电子业务退出即将完成，梦网集团致力于打造云通信的全球第一平台。梦网荣信科技集团股份有限公司前身为荣信电力电子股份有限公司，成立于 1998 年并于 2007 年在深交所上市。原公司主营业务为从事节能大功率电力电子设备制造，2015 年公司收购深圳市梦网科技发展有限公司 100% 股权。梦网科技是国内领先的企业云通信服务提供商，成立于 2001 年，2009 年通过国家高新技术企业认定。2013 年荣获中国移动集团政企客户一级代理商证书。通过本次重大资产重组，公司定位于电力电子设备制造和移动通信服务双主业发展。2016 年开始，公司计划未来通过资产处置剥离电力资产，逐步退出电力电子行业。2016 年中至 2017 年，公司相继出售了持有的荣信传动、荣信高科、荣信电机、荣科恒阳以及荣信汇科的大部分股权，2017 年 8 月公司正式更名为梦网集团。目前公司已基本完成对电力业务的剥离，转变为富媒体云通信平台业务单主业发展，不久的将来，电力业务将彻底被抽离出公司。

图 1：公司去电力化进程



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 依托移动信息即时通信传统优势，持续推进云通信布局

梦网致力于构建以“IM 云、视讯云、物联云、可信云”为主体的企业云通信服务生态，目前 IM 云占主导。公司是中国领先的云通信服务商，运营着中国最大的 B2C 企业云通信平台。经过 18 年的发展，公司已经从单一的企业短信平台迈向功能更为强大的基于现有网络环境和面向 5G 网络的大型富媒体及视讯、物联等云通信平台。其中 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。视讯云可以为各类传统业务即时嵌入基于移动互联网的视频与语音能力，快速开通各类主流视音频业务，主要产品包括视讯云和梦网云播，2019 年公司孵化了十分秀及视信两个新的战略产

品。物联云是公司基于运营商网络，专门面对物联网通信构建的智慧公有云，通过物联云，企业系统、设备与其客户之间可以形成一个更符合企业应用场景价值的联接能力。可信云由公司控股子公司梦网共识于2019年国际电信日正式推出。由梦网科技和中国通信企业协会增值专委会发起的反通信诈骗公益平台，是基于区块链多方共识机制，为企业与客户的短信、电话和数据沟通提供的反诈骗预防与追溯服务。可信云目前基于区块链已经实现了通信反诈骗，以及全球运营商的短信计费平台。目前，公司还有小部分电力电子设备制造业务，主要是电能质量与电力安全产品。

图 2：梦网视频云



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 3：梦网智慧物联云平台



数据来源：公司官网，西南证券整理

IM 云以传统短彩信为根基，5G 时代富信未来可期。IM 云的 1.0 时代，提供的是基础通信的产品，即企业短信平台。2018 年年底，梦网推出了面向 5G 功能强大的新型富媒体信息-富信，正式进入 IM 云 2.0 时代。富信又称为超级短信或视频短信，是普通短信的升级版本，它是一种基于手机地址本，集手机通讯录、图片、声音、视频、IM 公众号为一体的融合通信信息。梦网富信推送方式底层通道可以基于运营商网关通道或手机终端厂商 OTT Push 等方式，最终提供端到端完整解决方案。富媒体内容发展与 5G 特性紧密结合，5G 的发展必然带来富信未来迅速增长。

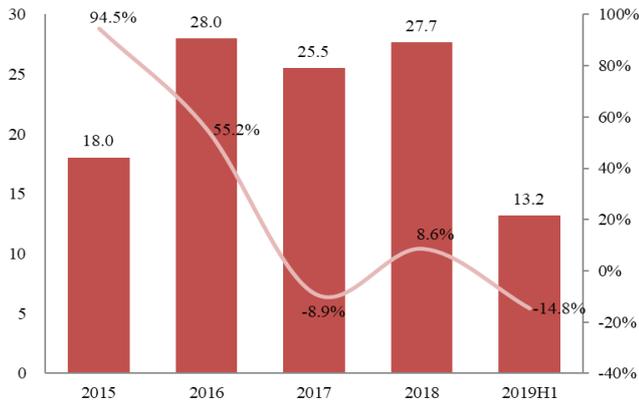
图 4：梦网集团富信产品图



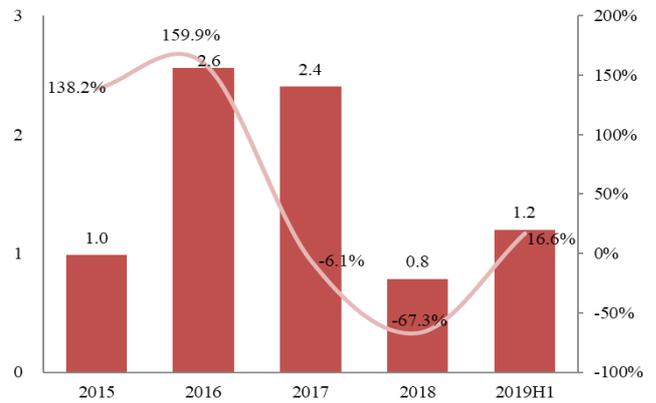
数据来源：公司官网，西南证券整理

1.3 云通信服务业占比超 7 成，未来有望进一步提升

2019H1 电力资产剥离拉低公司营收，归母净利润表现良好，同比增长 16.6%。2015-2016 年，公司营收大幅增长，归母净利润增速均超过 100%，主要是合并梦网科技收入增加所致。2017-2018 年，公司归母净利润连续下滑，一方面是因为公司持续大幅增加云通信相关新产品的研发投入及业务试运行，导致期间费用增加，另一方面是因为公司相继处置了几家电力行业的子公司，导致电力行业收入大幅下降，且对电力资产加大了计提减值准备的力度。2019H1 营收为 13.2 亿元，同比下降 14.8%，归母净利润 1.2 亿元，同比增长 16.6%。主要是由于近三年公司持续剥离电力电子业务相关资产，随着电力业务规模的缩减，公司 2019H1 电力电子业务营收下降了 3.8 亿元，但公司云通信服务业收入连续多年保持增长，2019H1 营收占比已超 70%，公司富媒体云通信平台业务的单主业发展效果显著，上半年实现营收 9.7 亿元，同比增长 19%。2019H1，公司企业短信同比规模增长 40%，而全国短信市场（含个人间短信）同比增长 35.5%，可见公司自身增长趋势比行业更为强劲，未来持续上升趋势明显。

图 5: 2015-2019H1 公司营业收入 (亿元)


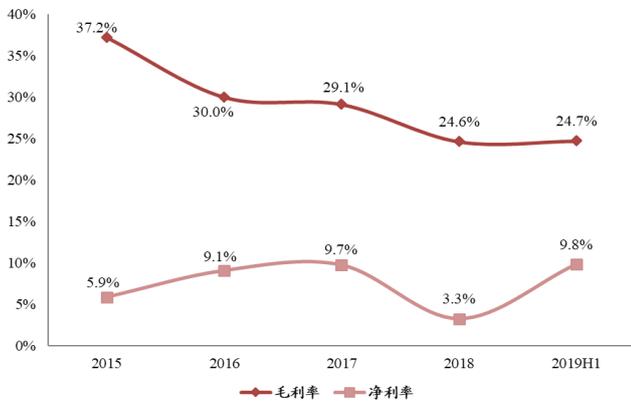
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 2015-2019H1 公司归母净利润 (亿元)


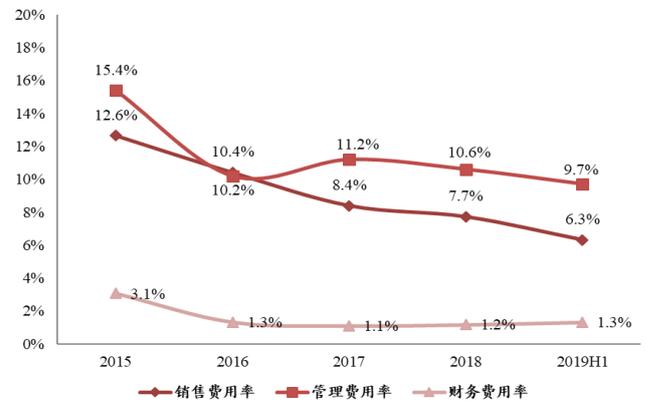
数据来源: Wind, 西南证券整理

2019H1 毛利率保持稳定净利率大幅增长, 期间费用率持续下降, 费用管控成效明显。

2015-2019H1 公司期间费用率不断下降。自 2015 年起, 随着电力电子业务规模的缩减以及费用控制力度的加强, 公司成本控制方面取得明显的效果。2015-2018 年公司综合毛利率和云通信服务业毛利率均呈缓慢下降趋势, 主要是电力电子产品市场竞争激烈, 价格下降, 导致电力电子产品毛利下降所致。2019H1 公司综合毛利率为 24.7% 保持平稳, 而云通信服务业的毛利率略有下滑, 主要是云通信服务业的成本增长幅度大于其营收增长幅度所致。净利率大幅增长, 主要是由于云通信服务业营收增幅大带动净利润同向增长。

图 7: 2015-2019H1 毛利率与净利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8: 2015-2019H1 期间费用率


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与投资建议

关键假设:

假设 1: 公司将继续剥离传统电力业务, 剥离期间未完成的合同将继续在集团层面完成, 逐步执行完成后, 将不再贡献收入和利润;

假设 2: 富信于今年开始贡献收入, 6 月签约合作国票信息预计 20 亿张电子发票, 同时与海外云通信平台 Twilio 确立战略合作关系, 借助 Twilio 快速打开国际市场, 为用户提供国际化的云通信解决方案。2019-2021 未来三年云通信服务收入增长率分别为 55%、40%、30%;

假设 3: 毛利率方面, 5G 时代的到来使得流量成本变低, 打通互联网流量通道的富信业务将快速增长, 成本的降低致使富信的毛利率高于短信。2019-2021 未来三年云通信业毛利率分别为 25%、26%、26.5%;

假设 3: 股权激励费用导致公司管理费用有所增加, 抵消了规模效应带来的费率下降, 2019-2021 三年的管理费用率保持在 10%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

		2018A	2019E	2020E	2021E
云通信服务收入	收入	1822.8	2825.3	3955.5	5142.1
	增速	-	55.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	24.1%	25.0%	26.0%	26.5%
大功率电力电子设备制造业	收入	945.74	803.9	723.5	687.3
	增速	-	-15.0%	-10.0%	-5.0%
	毛利率	25.7%	27.0%	26.0%	25.0%
合计	收入	2768.5	3629.2	4679.0	5829.4
	增速	8.6%	31.1%	28.9%	24.6%
	毛利率	24.6%	25.4%	26.0%	26.3%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.45 元、0.79 元、1.08 元, 未来三年归母净利润将保持 123% 的复合增长率。考虑到公司作为企业云通信龙头将充分受益 5G 时期流量红利, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2768.52	3629.22	4678.97	5829.44	净利润	90.71	423.93	733.80	1008.69
营业成本	2086.24	2705.84	3462.44	4294.94	折旧与摊销	77.67	73.10	79.30	85.15
营业税金及附加	18.55	22.82	29.64	37.19	财务费用	32.35	3.63	4.68	5.83
销售费用	214.02	235.90	304.13	378.91	资产减值损失	121.19	65.00	40.00	40.00
管理费用	155.24	362.92	467.90	582.94	经营营运资本变动	153.76	-384.11	-461.41	-483.20
财务费用	32.35	3.63	4.68	5.83	其他	-223.79	-70.85	-62.67	-27.69
资产减值损失	121.19	65.00	40.00	40.00	经营活动现金流净额	251.89	110.70	333.70	628.78
投资收益	3.31	0.00	0.00	0.00	资本支出	14.96	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-80.29	1.32	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-65.32	-98.68	-100.00	-100.00
营业利润	30.37	233.12	370.18	489.61	短期借款	402.76	-184.21	-50.61	-280.78
其他非经营损益	2.29	0.19	0.89	0.65	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	32.66	233.30	371.07	490.27	股权融资	-492.30	0.00	0.00	0.00
所得税	-58.05	-190.63	-362.74	-518.42	支付股利	0.00	-15.71	-73.44	-127.12
净利润	90.71	423.93	733.80	1008.69	其他	-69.08	-40.89	-4.68	-5.83
少数股东损益	12.14	56.72	98.18	134.96	筹资活动现金流净额	-158.62	-240.81	-128.73	-413.74
归属母公司股东净利润	78.57	367.21	635.62	873.73	现金流量净额	28.77	-228.79	104.97	115.05
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	591.71	362.92	467.90	582.94	成长能力				
应收和预付款项	1954.16	2635.72	3391.85	4206.35	销售收入增长率	8.57%	31.09%	28.92%	24.59%
存货	359.38	481.03	645.11	788.39	营业利润增长率	-89.65%	667.62%	58.80%	32.26%
其他流动资产	18.37	22.36	28.82	35.91	净利润增长率	-63.48%	367.37%	73.09%	37.46%
长期股权投资	61.41	61.41	61.41	61.41	EBITDA 增长率	-64.44%	120.70%	46.58%	27.84%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	529.50	592.09	648.48	699.02	毛利率	24.64%	25.44%	26.00%	26.32%
无形资产和开发支出	2901.46	2867.71	2833.96	2800.20	三费率	14.51%	16.60%	16.60%	16.60%
其他非流动资产	231.70	229.77	227.83	225.89	净利率	3.28%	11.68%	15.68%	17.30%
资产总计	6647.71	7253.01	8305.36	9400.12	ROE	1.98%	8.57%	13.09%	15.55%
短期借款	829.18	644.98	594.37	313.59	ROA	1.36%	5.84%	8.84%	10.73%
应付和预收款项	1094.28	1480.43	1883.47	2333.91	ROIC	3.55%	8.49%	13.18%	16.36%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.07%	8.54%	9.71%	9.96%
其他负债	149.44	181.84	221.40	264.93	营运能力				
负债合计	2072.91	2307.25	2699.24	2912.43	总资产周转率	0.41	0.52	0.60	0.66
股本	810.61	809.22	809.22	809.22	固定资产周转率	6.42	8.34	9.22	10.28
资本公积	2471.08	2471.08	2471.08	2471.08	应收账款周转率	1.75	1.95	1.91	1.89
留存收益	1456.79	1809.67	2371.85	3118.46	存货周转率	4.43	6.04	6.01	5.92
归属母公司股东权益	4549.41	4863.66	5425.84	6172.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.47%	—	—	—
少数股东权益	25.39	82.11	180.29	315.25	资本结构				
股东权益合计	4574.81	4945.77	5606.13	6487.69	资产负债率	31.18%	31.81%	32.50%	30.98%
负债和股东权益合计	6647.71	7253.01	8305.36	9400.12	带息债务/总负债	40.00%	27.95%	22.02%	10.77%
					流动比率	1.44	1.54	1.71	1.95
					速动比率	1.26	1.33	1.46	1.68
					股利支付率	0.00%	4.28%	11.55%	14.55%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	140.39	309.84	454.16	580.60	每股收益	0.10	0.45	0.79	1.08
PE	170.66	36.51	21.10	15.35	每股净资产	5.62	6.01	6.71	7.63
PB	2.95	2.76	2.47	2.17	每股经营现金	0.31	0.14	0.41	0.78
PS	4.84	3.69	2.87	2.30	每股股利	0.00	0.02	0.09	0.16
EV/EBITDA	95.85	43.50	29.34	22.27					
股息率	0.00%	0.12%	0.55%	0.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn