

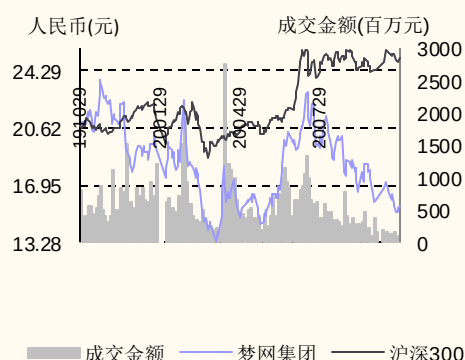
梦网集团 (002123.SZ) 买入 (上调评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 15.68 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)	127.91
年内股价最高最低(元)	17.22/15.29
沪深 300 指数	4737
中小板综	12499


相关报告

- 1.《5G 消息变局，云通信龙头价值重估-国金通信-梦网集团深度报告》，2020.10.20

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

行业拐点已至，富信稳定渗透
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

业绩简评

- 2020 年 10 月 28 日，公司发布 3 季报，实现营业收入 18.99 亿元，同比减少 7.08%；实现归母净利润 4363.57 万元，同比减少 76.02%；扣非归母净利润-685.7 万元，同比减少 104.6%，总体符合预期。

经营分析

- **收入单季度环比提升，毛利率趋势向好。**公司前三季度营收同比减少 7.08%，归母净利润同比减少 76.02%；毛利率为 13.87%，相较于去年末下降 6.26 个百分点。原因在于 2019 年 Q4 运营商对短信成本进行提价，短信服务商产业链议价权较低，叠加疫情对下游客户提价进度的拖累，导致公司毛利率下降较多。公司通过与下游客户积极沟通，目前云短信业务单毛利额已接近去年同期水平。分季度看，单 3 季度公司实现营业收入 6.92 亿元，环比增长 19.33%；毛利率为 14.19%，相较于 H2 提升 0.5%。
- **云通信技术积淀深厚，富信和服务号迎来收获期。**公司多年致力于云通信转型，已积累“1+3+n”多产品矩阵，拥有较为领先的视频压缩技术，早先布局的富信和服务号业务迎来收获期。7 月份，富信发送量已达 1 亿条，8 月份环比增长 30%，在 2 季度已形成新的利润贡献点。公司与华为合作的终端服务号于 9 月发布，已产生收入。富信和服务号较传统短信壁垒高，公司产品布局较早，有望拉动公司营收和毛利增长。
- **行业趋势拐点已至，梦网安全边际显现。**运营商短信成本提价，抑制了 B 端客户短信发送量的需求。根据工信部数据，短信发送量同比增速由 2020Q1 的 38.3%降低至前三季度的 19.1%。2020 年 1-8 月短信业务收入增速持续为负，到 1-9 月转正为 0.8%。我们认为，背后的原因在于短信服务商对客户提价效应显现，另短信发送具备一定的刚需属性，驱动行业收入增长。9 月是行业趋势的拐点，梦网短信业务的安全边际显现。

盈利调整和投资建议

- 我们维持公司盈利预测不变，预计公司 20-22 年 EPS 为 0.09/0.36/0.58 元，给予 21 年 50 倍 PE，目标价 18 元。当前公司股价处于低位，上调为“买入”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；大客户流失风险；商誉减值风险；坏账损失风险。

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%	应收账款	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	比率分析						
利润率	11.3%	1.2%	n.a	2.3%	6.2%	7.5%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-41	58	-110	-8	-34	-53	每股指标						
所得税率	14.1%	-177.8%	n.a	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.279	0.097	-0.346	0.086	0.364	0.578
净利润	248	91	-270	75	302	477	每股净资产	5.689	5.612	5.194	5.196	5.682	6.029
少数股东损益	8	12	8	5	5	5	每股经营现金净流	0.289	0.311	-0.032	0.063	-0.085	0.231
归属于母公司的净利润	240	79	-278	70	297	472	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.035	0.148	0.235
净利率	9.4%	2.8%	n.a	2.0%	5.5%	6.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.91%	1.73%	-6.66%	1.65%	6.40%	9.59%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	3.56%	1.18%	-4.67%	1.15%	4.05%	5.56%
净利润	248	91	-270	75	302	477	投入资本收益率	3.56%	8.05%	-2.07%	1.33%	4.95%	7.16%
少数股东损益	8	12	8	5	5	5	增长率						
非现金支出	148	199	288	54	49	49	主营业务收入增长率	-8.94%	8.57%	15.61%	11.04%	53.04%	30.68%
非经营收益	-83	-61	-159	13	40	70	EBIT增长率	-7.40%	-31.24%	-137.6%	-228.4%	332.55%	62.97%
营运资金变动	-64	23	115	-91	-459	-410	净利润增长率	-6.12%	-67.32%	-453.9%	N/A	325.14%	59.03%
经营活动现金净流	249	252	-26	51	-69	186	总资产增长率	-2.96%	-1.66%	-10.41%	2.15%	20.57%	15.72%
资本开支	-48	-39	-25	-28	-23	-23	资产管理能力						
投资	-33	-26	229	-34	0	0	应收账款周转天数	230.4	208.5	158.0	125.0	120.0	120.0
其他	-20	0	0	30	30	30	存货周转天数	85.4	78.0	26.0	0.1	0.0	0.0
投资活动现金净流	-100	-65	204	-32	7	7	应付账款周转天数	115.2	104.3	80.2	60.0	55.0	55.0
股权募资	4	85	3	0	218	0	固定资产周转天数	66.9	52.1	21.7	18.2	10.9	7.5
债权募资	-33	267	-209	230	447	467	偿债能力						
其他	-441	-510	-96	-76	-189	-290	净负债/股东权益	0.46%	5.19%	-2.69%	-1.28%	-0.46%	1.52%
筹资活动现金净流	-470	-158	-302	154	476	177	EBIT利息保障倍数	8.6	4.9	-2.1	2.3	6.7	7.6
现金净流量	-321	29	-124	173	414	370	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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-20	增持	16.00	18.00~18.00

来源：国金证券研究所

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