

公司研究

5G 消息商用元年开启，云通信龙头优先受益

——梦网科技（002123.SZ）动态报告

要点

国内云通信龙头企业：公司自成立以来专注于企业通讯领域，构建了“消息云+视讯云+终端云+物联网”的业务协同体系和全方位的“企业—梦网—用户”的云通信平台生态。目前，梦网已为十万多家企业提供通信产品及服务，2019年短信发送量1174亿条，位居行业第一，是目前中国规模最大的第三方企业云通信平台。公司云通信业务载体——子公司梦网科技近年来收入稳健增长，从2012年的2.98亿元增长到2020年的28.07亿元，9年增长了9.42倍，复合增长率高达32.36%。净利润也从2012年的0.22亿元增长到了2020年的2.26亿元，9年复合增速33.76%。

客户、渠道及先发优势突出：公司深耕云通信服务近20年，在运营商渠道、客户资源、品牌效应、研发技术等方面形成了核心竞争优势。公司凭借技术优势率先推出5G消息产品，公司在企业短信领域积累的客户资源和渠道优势有望在5G消息领域逐步体现。

5G消息将带来全新发展机遇：相比于微信等传统社交平台，5G消息核心优势在于高安全性、强触达、免安装，深度契合行业客户需求，ToB业务发展将为5G消息市场发展打开足够大的增量空间，预计将会是短信市场的六七倍。运营商、终端厂商和CSP服务商等各大产业链厂商都在加速5G消息的推进，2021年有望成为5G消息商用元年。梦网科技5G消息领域布局领先，富信作为公司旗下5G消息标准版市场反馈良好，20年富信1.0产品全年发送量和实现收入持续高速增长，20年全年富信的业务量接近10亿条；2.0版本也有望在21年推出；富信的成功运行将助力公司运营商和客户等资源的积累，等到5G消息的正式商用，公司有望优先受益。受益于5G消息商用开启，预计未来5G消息相关产品将成为公司收入新的增长点。

服务号有望成为新的流量入口：2020年9月，公司与华为共同推出首款手机服务号——华为服务号，并于同年11月实现盈利。公司未来有望与国内外知名手机厂商建立合作关系，目前国内四大手机厂商近三年累计出货达8.45亿台终端，未来有望成为新的流量入口。公司将依托服务号触达海量C端用户，进一步挖掘市场潜在流量“金矿”，为企业打造统一全链路商家服务广场。

盈利预测、估值与评级：维持公司2020-2022年归属于母公司净利润预测分别为1.21、3.70和6.42亿元。看好公司作为云通信龙头受益于行业回暖和新业务带来新的增长点，维持“增持”评级。

风险提示：5G消息推进不及预期；运营商通道资费提价风险；服务号推进不及预期；5G消息和服务号生态建立不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,769	3,201	3,003	4,477	6,294
营业收入增长率	8.57%	15.61%	-6.18%	49.11%	40.57%
净利润（百万元）	79	-278	121	370	642
净利润增长率	-67.32%	-453.91%	-143.58%	205.55%	73.42%
EPS（元）	0.10	-0.34	0.15	0.46	0.79
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.73%	-6.66%	2.78%	7.82%	11.94%
P/E	157	NA	102	33	19
P/B	2.7	2.9	2.8	2.6	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-29

增持（维持）

当前价：15.23元

作者

分析师：姜国平

执业证书编号：S0930514080007

021-52523857

jianggp@ebcn.com

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqil@ebcn.com

分析师：万义麟

执业证书编号：S0930519080001

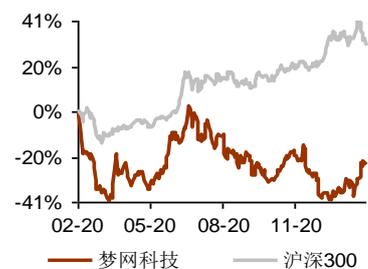
021-52523859

wanyilin@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.12
总市值(亿元):	117.02
一年最低/最高(元):	12.99/23.51
近3月换手率:	86.83%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.19	-8.30	-39.86
绝对	-14.73	-7.45	1.98

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，创新业务逐步贡献利润——梦网集团（002123.SZ）2020年业绩预告点评（2021-01-25）

目 录

1、国内云通信龙头企业	4
1.1、公司发展历程	4
1.2、主营业务	4
1.3、商业模式	5
1.4、公司核心竞争优势	5
1.5、子公司梦网科技盈利能力稳健增长	6
1.6、管理团队行业经验丰富，股权激励充分	7
2、5G 消息商用元年开启，行业迎来巨变	9
2.1、企业短信产业链全貌	9
2.2、行业稳健增长，行业集中度稳步提升	9
2.3、5G 消息商用元年开启，行业迎来巨变	11
2.3.1、5G 消息相比短信优势明显，相比微信差异化明显	11
2.3.2、各方加速推动 5G 短信商用落地，2021 年有望成为 5G 消息商用元年	13
2.3.3、5G 消息点击率提升显著，5G 消息市场规模将是短信市场的六七倍	15
3、富信和華為服务号贡献第二增长极	16
3.1、富信市场拓展超预期，2.0 有望贡献新的增长点；	16
3.2、背靠華為海量终端，服务号有望成为新的流量入口	17
4、投资建议	19
4.1、投资建议	19
4.2、股价驱动因素	19
5、风险分析	19

图目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 子公司梦网科技历年收入情况	7
图 3: 子公司梦网科技历年净利润情况.....	7
图 4: 梦网科技股权结构图 (截至 2020 年三季度末)	8
图 5: 企业短信产业链构成图	9
图 6: 全球企业短信行业市场规模及其预测	10
图 7: 12-20 年中国短信发送量和企业短信占比情况	10
图 8: 中国企业短信行业市场规模及其预测	10
图 9: 2019 年企业短信发送量行业竞争格局	11
图 10: 中国企业短信发送量行业集中度稳步提升	11
图 11: 5G 消息分类	12
图 12: 5G 消息工作原理及整体产业链情况.....	13
图 13: 国内 5G 手机的月度出货量占比近 7 成.....	14
图 14: 截至 21 年 1 月, 中国移动 5G 用户数已达 1.69 亿.....	14
图 15: 5G 消息应用场景示例	15
图 16: 公司 5G 消息产品矩阵	16
图 17: 富信服务入口和使用方式.....	17
图 18: 华为服务号目前在华为的几大入口	18

表目录

表 1: 可比公司近年来业绩情况.....	7
表 2: 公司部分管理层深耕通信多年	8
表 3: 2019 年股权激励业绩考核指标	9
表 4: 21 年股权激励业绩考核目标	9
表 5: 5G 消息与短信、微信的区别	12
表 6: 5G 消息点击率远高于传统行业短信和微信公众号	15
表 7: 近三年国内华为、OPPO、VIVO 和小米的手机出货量累计达到 8.45 亿台.....	19

1、国内云通信龙头企业

1.1、公司发展历程

公司前身为荣信股份，2015 年通过收购深圳梦网科技发展有限公司（现为公司全资子公司，下称“子公司梦网科技”）100%股权实现业务重组，开始布局移动通信服务业务。2016 年 6 月起，公司相继出售了荣信电气、荣信高科、荣信电机等资产，2019 年 11 月 29 日，公司完成荣信兴业的股权转让相关工商变更登记，电子电力业务全部剥离，聚焦云通信服务业务发展。公司云通信业务开展载体子公司梦网科技成立于 2001 年 9 月，是目前中国规模最大的第三方企业云通信平台，它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。目前，公司已为十万多家企业提供通信产品及服务，实现移动信息量 1174 亿条（2019 年），构建了全方位的“企业—梦网—用户”的云通信平台生态。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，光大证券研究所

1.2、主营业务

公司是中国领先的云通信服务商，云通信服务模式包括为企业提供 PaaS 通讯能力（短信、富信，5G 消息、视讯云，语音等）、SaaS（企业服务号、视频直播，视频会议、行业物联云等）以及 IaaS(数据中心)，公司通过“消息云+视讯云+终端云+物联云”的业务协同体系，持续提高用户的经营效率和通信体验，传递高效率的沟通协作。

(1) **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，构建了全新的 5G 消息通信生态系统。消息云核心系列产品：1、云短信；2、云富信；3、统一消息平台；4、通知王。

(2) **终端云**：基于 5G 网络和移动终端，以 A2P 内容订阅、商务社交、短信增强、快应用等为核心，聚合全终端厂商、全场景能力为企业提供易用高效的全链路、高触达、低成本、多入口的 A2P 新型服务及营销的新门户。终端云核心产品：1、华为服务号；2、短信服务号。

(3) **视讯云**：专门为 5G 及下一代互联网需求打造的全新视频云，是梦网云通信中实时通信板块，可以为各类传统业务快速嵌入视频能力，或者帮助客户快速开通各类主流视频业务。视讯云核心产品：1、梦网云会议；2、企业视频彩铃；3 梦网云播。

(4) **物联云**：专门面对物联网通信构建的智慧公有云，也是基于以物为终端的富媒体物联通信平台，通过物联云，帮助企业系统、设备与其客户之间形成一个更强大的联接能力，形成万物互联。

1.3、商业模式

公司云通信服务模式包括为企业提供 PaaS 通讯能力（短信、富信，5G 消息、视讯云，语音等）、SaaS（企业服务号、视频直播，视频会议、行业物联云等）以及 IaaS(数据中心)。

在短信业务方面，公司向运营商直接采购移动信息通道资源并完成核心处理平台与运营商网关的连接，另一方面向企业客户提供短信发送服务及相关运营维护。公司面向企业客户销售通信和数据服务，目前有两种盈利模式，一是直接面向客户收取费用，另一种是与运营商签订合同，从运营商获得分成或业务酬金。而梦网作为短信服务商相对于运营商的优势在于，短信服务商可将三大运营商的资源整合在一起，向企业提供易操作且成本低的服务。但在传统短信商业模式中，短信服务商竞争壁垒低，在产业链的话语权相对于运营商较低，利润受到运营商提供短信价格的影响。

在富信业务方面，富信 1.0 的商业模式与上述短信业务的商业模式类似，梦网向运营商购买彩信通道，另一方面向企业客户提供专门的富信编辑系统并提供富信发送服务。

在服务号方面，公司下游客户为各类 APP。其中不具备运营能力的 APP 依托全国 2200 个区县级城市运营商去拓展并收取年度加盟费。具备运营能力的 APP 方面，服务号为其提供流量入口位，并向商家收取基于月活用户数的年费，超出套餐部分的月活用户数需额外收费。

1.4、公司核心竞争优势

公司深耕云通信服务近 20 年，公司云通信服务业务在运营商渠道、客户资源、品牌效应、研发技术等方面形成了核心竞争优势，具体体现为：

与运营商多年保持密切合作关系

梦网是中国移动、中国联通、中国电信的全网服务提供商，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。在面向未来的 5G 消息业务方面，梦网也与中国联通、中国电信、中国移动的集团公司和多个省市公司建立了合作关系，目前梦网已成为中国移动 12 个省份 CSP 合作伙伴，并成功入选中国联通、中国电信的 5G 消息 CSP 第一批合作伙伴。梦网科技管理层深耕通信行业数年，再加上徐刚、杭国强等前中国移动高管加盟梦网，为进一步巩固梦网运营商资源、开展公司业务合作奠定了坚实的基础。

优质客户积累，市场占有率高

二十多年来公司已经完成了金融、互联网以及消费品等重要行业和客户的市场布局，并与行业大客户建立并保持密切的合作关系。梦网客户规模已达 10 多万家，主要客户包括中国银行、招商银行、易方达基金、阿里巴巴、腾讯等。在第三方企业短信服务企业中，梦网科技市场占有率最高，其次为国都互联（吴通控股子公司），亿美软通（银之杰子公司）等。梦网科技在 2019 年的短信发送量为 1174 亿条，远高于国都互联的 695 亿条和亿美软通的 596 亿条。梦网优质的客户资源积累和市场占有率为公司未来富信的发展奠定了良好基础，同时依托明显的客户和市场优势，为后续业务延伸提供了强大的核心竞争优势。

表 6: 公司部分优质客户



资料来源：公司官网，光大证券研究所

与多家手机终端厂商合作共建服务号

梦网企业与华为合作的服务号是基于移动终端，通过负一屏、系统通知栏展示商家信息，为企业和组织提供的全链路、高触达、低成本的新型营销及服务门户。企业可通过服务号直接在信息端口完成从品牌信息的触达、展示到服务跳转的全链路商业体系。服务号基于梦网的 SaaS 平台构建，梦网将与华为在商户入驻过程中继续合作，同时，服务号领域未来还有望继续引进其他手机厂商的加盟。

5G 消息先发优势

梦网是业内第一个上线 5G 消息商用运营的公司（富信即 5G 消息标准版），并于推出次年升级为富信 2.0，领先对手一年的时间。依靠 5G 消息先发的优势，形成 5G 消息解决方案。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。同时梦网积极投入研发，以维持 5G 消息先发优势。截至 2020 年 6 月 30 日，公司现有员工 1039 人，其中云通信板块 987 人，研发技术人员 348 人；获得计算机软件著作权 77 项，专利 55 项，正在申请待审批的专利 85 项，为公司的发展提供了强有力的保障。

1.5、 子公司梦网科技盈利能力稳健增长

受益于企业短信需求的稳健增长和公司竞争力增强，子公司梦网科技近年来收入稳健增长，从 2012 年的 2.98 亿元增长到 2020 年的 28.07 亿元，9 年增长了 9.42 倍，复合增长率高达 32.36%。净利润也从 2012 年的 0.22 亿元增长到了 2020 年的 2.26 亿元，9 年复合增速 33.76%。

图 2: 子公司梦网科技历年收入情况



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 3: 子公司梦网科技历年净利润情况



资料来源: wind, 光大证券研究所

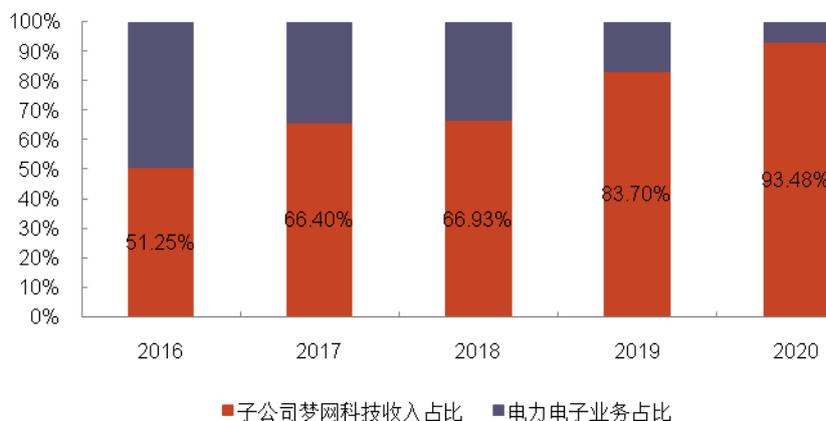
表 1: 可比公司近年来业绩情况

公司	项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
国都互联	营业收入(亿元)	2.42	4.17	5.75	7.65	9.64	12.95	16.63	19.43
	YOY		72%	38%	33%	26%	34%	28%	17%
	净利率	8.68%	3.84%	13.91%	12.55%	12.66%	11.04%	10.76%	9.47%
天利科技	营业收入(亿元)	2.14	1.92	1.36	1.85	2.86	3.21	3.46	5.64
	YOY		-11%	-29%	35%	55%	12%	8%	63%
	净利率	29.50%	23.11%	26.96%	19.38%	5.49%	-7.17%	7.59%	3.72%

资料来源: wind, 光大证券研究所整理

随着公司剥离电力电子业务,同时加大对云通信布局,子公司梦网科技收入占公司总营收比例从2016年的51%提升到2020年上半年的94%。云通信业务已成为集团营收增长的主要来源。

图 8: 子公司梦网科技历年收入占母公司总营收比例



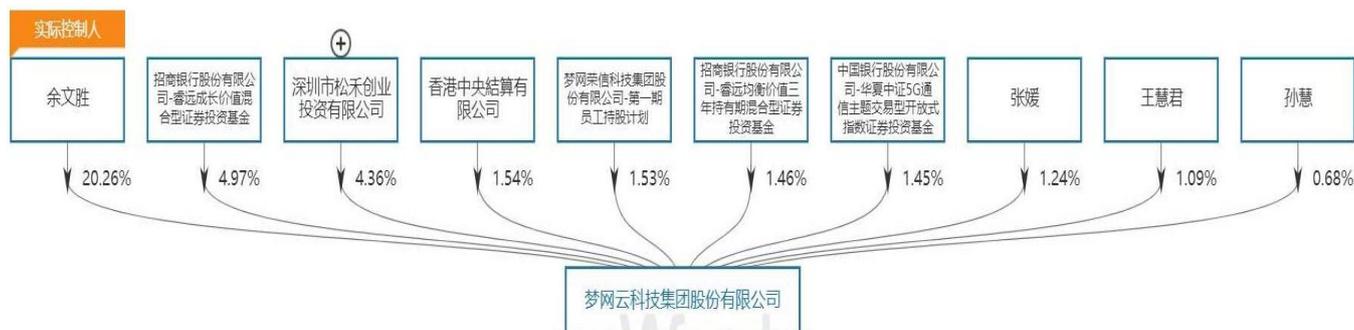
资料来源: wind, 光大证券研究所

1.6、管理团队行业经验丰富,股权激励充分

公司董事长余文胜持股20.26%,是公司控股股东及实际控制人,近年来控

股股东持股比例基本稳定。公司董事长余文胜本身拥有多年通信工作经验，在2001年创立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、杭国强等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 4：梦网科技股权结构图（截至 2020 年三季度末）



资料来源：wind，光大证券研究所

表 2：公司部分管理层深耕通信多年

姓名	职位	简介
余文胜	董事长	1992 年在澳大利亚悉尼 KIRBY 公司从事电机自动化研究及设计工作；1994 年在美国协和集团电信研究院从事软件设计工作；1997 年创办珠海亚强电子有限公司，开发系列寻呼软件和各种型号的无线设备，占有国内近 90% 的铁路寻呼台市场。2001 年，创办深圳市梦网科技发展有限公司，2015 年 10 月入职梦网荣信科技集团股份有限公司，现任梦网荣信科技集团股份有限公司董事长兼总经理。目前兼任深圳市梦网科技发展有限公司执行董事兼总经理，珠海亚强电子有限公司执行董事，深圳市梦网控股发展有限公司执行董事兼总经理，深圳市物联天下技术有限公司总经理，深圳市梦网云播科技发展有限公司董事长，辽宁荣信兴业电力技术有限公司董事长，深圳市梦网物联科技发展有限公司董事长，职通线教育科技有限公司(北京)股份有限公司董事。
徐刚	副董事长兼任总经理	西安电子科技大学通信与信息系统硕士，华南理工大学通信与信息系统博士，1996 年 4 月至 2012 年 8 月在中国移动广东公司工作；2012 年 8 月至 2015 年 1 月在中国移动集团公司工作，担任市场部副总经理；2015 年 3 月至 2016 年 10 月在香港上市公司“百奥家庭互动”工作，担任 CEO；2016 年 10 月至今在快快网络网络科技有限公司工作，担任副董事长。2019 年 4 月至今任梦网荣信科技集团股份有限公司董事。
杭国强	副总裁	1993 年 7 月至 2009 年 2 月从事移动通信市场运营管理工作，先后任职于中国移动广东公司深圳分公司市场经营部，集团客户部，服务营销中心等部门，拥有丰富的移动通信市场运营和管理经验；2009 年 3 月至 2015 年 1 月担任中国移动互联网基地总经理，负责中国移动相关互联网业务以及能力开放平台的研发运营管理工作；2015 年 3 月至 2019 年 8 月任职中移国投创新投资管理有限公司董事总经理岗位，从事通信及科技产业股权投资工作。2019 年 9 月至今任梦网荣信科技集团股份有限公司副总裁职务。

资料来源：wind，光大证券研究所

此外公司做了多次股权激励，员工激励充分，员工有动力再创佳绩。2019 年 8 月 6 日，公司公告拟向 403 名激励对象授予 4,200 万份股票期权，约占公司总股本的 5.18%。其中首次授予 3,450 万份；预留 750 万份；本激励计划股票期权的首次行权价格为 15.96 元/股。

2019 年 12 月 31 日，公司公告确定向符合条件的 25 名激励对象（包括公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术(业务)骨干）授予 1,165 万股限制性股票，约占总股本的 1.44%，授予价格为 9.02 元/股。以梦网科技 2018 年营业收入业绩为基数，2019-2022 年营业收入增长率分别不低于 40%、80%、120%、170%，作为激励对象的行权条件。2019 年公司收入增长 44.58%，完成考核目标。

2021 年 1 月 18 日，公司公告拟在 2021 年至 2025 年的五年内，滚动设立不超过五期各自独立存续的员工持股计划。其中首期持股计划不超过 2 亿元，拟参与首期员工持股计划的员工总人数不超过 50 人，业绩考核目标以 20 年营业收入为基数，21-23 年收入增长分别不低于 25%、52%和 82%。

表 3：2019 年股权激励业绩考核指标

解除限售安排	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2018 年梦网科技营业收入为基数，2019 年营业收入增长率不低于 40%
第二个解除限售期	以 2018 年梦网科技营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 80%
第三个解除限售期	以 2018 年梦网科技营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 120%
第四个解除限售期	以 2018 年梦网科技营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 170%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 4：21 年股权激励业绩考核目标

归属安排	业绩考核指标	得分情况(X)			
		0 分	60 分	80 分	100 分
40%	2021 年公司营业收入较 2020 年增长率不低于 25% (A)	A<15%	15%≤A<20%	20%≤A<25%	A≥25%
30%	2022 年公司营业收入较 2020 年增长率不低于 52% (A)	A<31.2%	31.2%≤A<41.6%	41.6%≤A<52%	A≥52%
30%	2023 年公司营业收入较 2020 年增长率不低于 82% (A)	A<49.2%	49.2%≤A<65.6%	65.6%≤A<82%	A≥82%

资料来源：wind，光大证券研究所整理

2、5G 消息商用元年开启，行业迎来巨变

2.1、企业短信产业链全貌

短信分为企业短信和个人短信。个人短信发送基本已被 QQ、微信等替代，在逐步减少，显而易见，短信量的大幅增加主要来源于企业短信数量的增加。企业短信凭借着自身低成本、大批量、覆盖广等优势，短信在企业的应用逐渐广泛和深入，企业短信市场规模稳健增长。企业短信又分为生产类短信和营销类短信。

企业短信上游为运营商以及具有码号通道资源的第三方公司，中游为短信处理平台，下游为各类终端政企用户。

图 5：企业短信产业链构成图



资料来源：光大证券研究所

2.2、行业稳健增长，行业集中度稳步提升

移动互联网的兴起让全球短信发送规模受到了较大冲击，但是在通知提醒、会员营销、公益短信、企业拜年、各大 APP 的短信验证码等业务信息的带动下，

全球的短信市场得到了新的增长点。根据 SUBMIAL 的数据，2018 年全球企业短信市场规模达到了 235.8 亿美元，继续保持稳健增长。在当下其他广告形式价格高昂，成本居高不下的现状下。在移动互联网的迅猛发展、O2O 市场风起云涌，各种 APP、网购平台层出不穷的当下，企业对短信平台的应用也是如火如荼，企业对于短信的需求量将持续增加，预计到 2020 年企业短信行业市场规模将达到 282.4 亿美元。

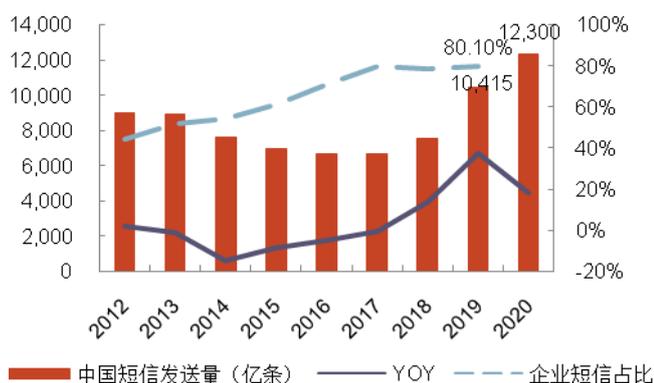
图 6: 全球企业短信行业市场规模及其预测



资料来源: SUBMIAL 预测, 光大证券研究所

据国家统计局数据显示，2019 年我国短信发送量达到 1.04 万亿条，同比增长 37.5%，其中企业短信发送规模占据短信总量的八成以上，是我国短信市场的主要增长点。企业短信凭借着自身强触达、低成本、大批量、覆盖广等优势，短信在企业的应用逐渐广泛和深入，企业短信市场规模稳健增长，2019 年市场规模达到 282 亿元，预计到 2020 年中国企业短信市场规模将达到 316.8 亿元。

图 7: 12-20 年中国短信发送量和企业短信占比情况



资料来源: 工信部, 光大证券研究所

图 8: 中国企业短信行业市场规模及其预测

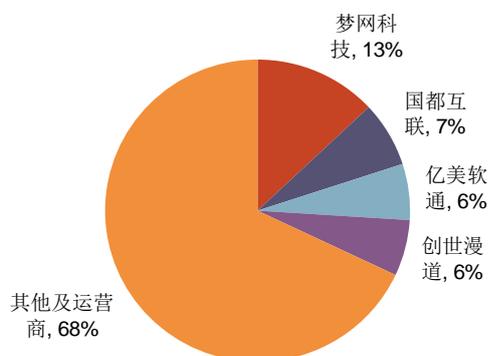


资料来源: SUBMIAL 预测, 光大证券研究所

企业短信服务行业发展已有十几年时间，同行业竞争企业达上千家之多，除几家头部顶级企业以外，其他中小型公司所占据的市场份额都较少，行业发展到目前阶段，市场份额排名靠前的几家公司市场竞争优势突显，各自占有一批相对稳定大客户资源。目前我国企业短信行业三大运营商占据 51% 市场份额，但呈现下滑趋势。目前，企业短信市场除运营商以外的参与厂商众多，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%，2017 年行业的 CR4 的份额为 23%，2018 年为 27%，2019 年为 32%，行业集中度在不断提升。近几年市场参与者减少，第三方企业短信服务企业市场集中度提升。第三方企业短信服务企业，以梦网科技，国都互联（吴通控股子公司），亿美软通（银之杰子公司），创世漫道 4 家公司市场占有率排名靠前。

图 9：2019 年企业短信发送量行业竞争格局



资料来源：观研天下数据中心，光大证券研究所

图 10：中国企业短信发送量行业集中度稳步提升



资料来源：观研天下数据中心，光大证券研究所

第三方企业短信服务商在短信方面的盈利为进销差价，成本端为向运营商购买短信的成本，收入端为向客户出售短信的收益。收入端采用阶梯式定价，短信单价随着发送量的增多而降低，为稳定公司大客户的购买量，短信服务商通常会采取低价保量的策略。而短信服务商相对于运营商的议价权较低，随着运营商提高了短信定价，短信运营商的毛利率均有所降低，受运营商提高短信定价影响，短信服务商整体毛利率承压，但考虑未来短信量保持 20% 的增长，随着短信服务商将成本转移到客户端，因成本导致的毛利率骤降可逐步改善并且毛利额有望恢复到原有水平。

2.3、5G 消息商用元年开启，行业迎来巨变

2.3.1、5G 消息相比短信优势明显，相比微信差异化明显

5G 消息分为两大类，一类是 P2P 消息（个人用户与个人用户之间交互的消息），另一类是 A2P 消息（行业客户与个人用户之间的交互消息）。面向个人用户，5G 消息提供点到点消息和群聊服务，消息内容支持图片、音频、视频、位置、联系人等多种形式且无需下载客户端。面向行业客户，5G 消息为企业和个人用户之间提供消息交互接口，方便企业直接在短信界面向用户输出 App 的各类丰富服务。

图 11: 5G 消息分类



资料来源: 5G 消息白皮书, 光大证券研究所

5G 消息继承了传统短信免注册登录、免安装应用、强触达等特性，并进一步实现了信息交互便捷高效。而且它还支持加密传输、图形密码等信息交互方式，可保障信息安全，保护用户隐私。

与传统短信服务对比，5G 消息又有以下特点：

- 1、打破传统短信长度限制，实现文、图、音视频、表情等融合；
- 2、支持在线支付、在线和离线消息；
- 3、无需添加好友，即刻就能建立群聊。

5G 消息的价值在于它为企业和用户提供了一条新通道。借助这条通道，企业可以触达用户，用户也可以触达服务。从某种意义上来说，它很像小程序、微信服务号，甚至电话客服中心。

相比于微信等传统社交平台，5G 消息核心优势在于高安全性、强触达、免安装，深度契合行业客户需求。

1) 高安全性。5G 消息作为运营商的通信服务，无论是用户端还是企业端都需采用实名认证，确保信息更加安全；

2) 强触达，依靠实名制的电话号码，用户无需关注企业或添加好友即可关联通讯，企业客户可依托用户联系方式进行服务，三大运营商享有广大的移动手机用户群体，为行业客户省去了难度较大的引流环节；

3) 免安装，三大运营商已与国内领先手机厂商的合作，用户无需账户或下载安装、登录等操作即可直接使用 5G 消息应用。

表 5: 5G 消息与短信、微信的区别

指标	短信	微信	5G 消息
是否需要下载	本地自带应用	手机应用，需下载	本地自带应用
字节限制	140 字节	无	无
发送内容	文本	文、图、音视频、表情等等	文、图、音视频、表情等等
通讯速度	快	慢	快
认证方式	通过手机号码快速添加	互相添加 APP 账户	通过手机号码快速添加
用户数量	手机号积攒大量用户	依赖软件下载	手机号积攒大量用户
主要社交功能	点对点聊	朋友圈发布动态、群聊	群聊
生态	无	公众号、消费、出行、理财等模块化功能完善	暂无

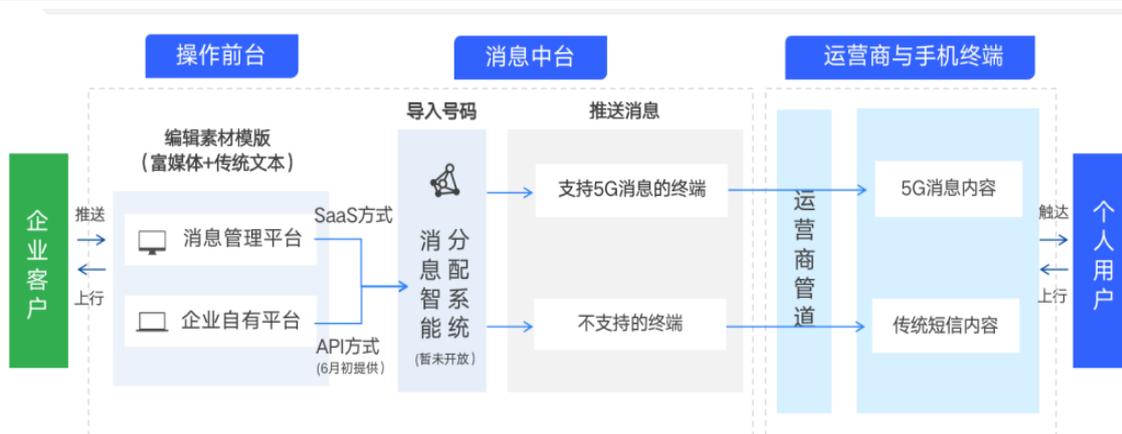
资料来源:《5G 消息白皮书》

2.3.2、各方加速推动 5G 短信商用落地，2021 年有望成为 5G 消息商用元年

2020 年 4 月三大运营商联合发布《5G 消息白皮书》标志 5G 消息商业化平台建设正式开始，升级后的 5G 消息带来了多媒体消息、商业类消息、智能化消息以及互动式服务、安全防伪等全新体验，能够助力各行各业数字化、网络化、智能化转型，提供 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 消息被认为是首个面向公众用户和行业用户的大规模 5G 特色应用。

5G 消息的基础商业模式清晰，以运营商为中心，通过终端厂商、设备商、服务提供商等连接各行各业的商业服务并精准、智能地分发给用户。传统短信送达后就是服务的终点，而 5G 消息送达后是服务的起点，所以 5G 消息是经典消息服务继承和发展的统一，在继承了电信业务的码号体系和服务质量，具有覆盖性广、触达率高、可信度好的同时，又突破了传统的字数限制和媒体形式限制，对行业客户而言是最高效、直接、安全、可靠、公信的服务通道和产品通道。

图 12：5G 消息工作原理及整体产业链情况



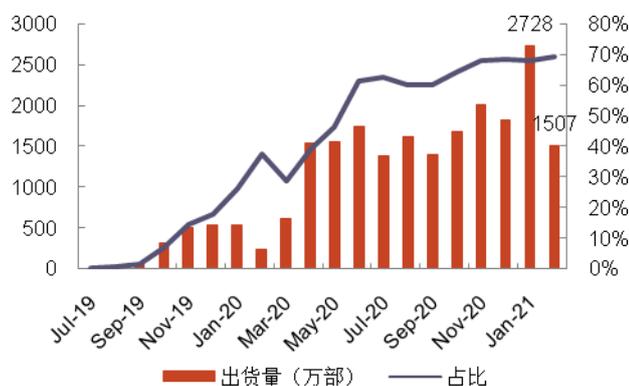
资料来源：创蓝 253

在运营商方面，目前国内三大运营商都是在按照“边建设，边试点”的原则在进行，5G 消息商用网络建设已经具备全面商用条件。2020 年 10 月，中国移动在 15 个省的试点地区开展了 5G 消息试商用测试；12 月中旬，中国联通在上海开通了 5G 消息试商用平台，为 2022 年冬奥会构建三合一的消息即平台，成功接入多个头部行业应用探索旅游、购物、票务、用餐、出行等多个 5G 消息应用业务场景；中国电信在 5G 消息研发及运营方面已投入几百万元资金，正与合作伙伴持续推进 5G 消息业务开发测试。

5G 消息终端是 5G 消息大规模商用的基础。在工信部指导下，中国通信标准化协会组织中国信通院及相关企业制定、审议、通过了 5G 消息行业标准，为 5G 消息终端的开发和升级指明了方向。目前中国电信、中国移动、中国联通正与华为、中兴、OPPO、vivo、小米、三星、魅族、海信、联想、菊风、蜂动等生态合作伙伴共同推动 5G 消息全国商用。其中，安卓智能手机的主流品牌已升级 5G 消息 UP1.0 版本，华为 EMUI8.1 及以上全线支持，小米 MIUI10.1 及以上全线支持，OPPO 已有多款手机入库上市并启动公版升级，vivo 已有多款手机入库上市，中国三大运营商的定制终端基本实现了 5G 消息 UP2.4 版本全面覆盖。根据运营商披露的数据显示，截止到 2021 年 1 月 22 日，已有 54 款终端支持

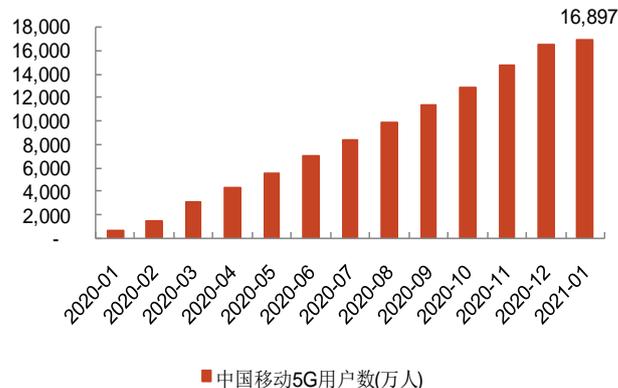
5G 消息功能，中兴、华为、小米、OPPO、VIVO、三星等主流终端厂家均有多款型号支持。5G 终端方面：根据中国信通院的数据，2021 年 2 月，国内 5G 手机的出货量达到 1507 万台，占全部手机的 69.3%。根据中国移动的公告，中国移动 5G 用户数达到 1.69 亿户，占总用户的比例达到 17.86%。5G 终端和 5G 用户数量的快速增加也为 5G 消息的大规模推广提供很好的基础。

图 13：国内 5G 手机的月度出货量占比近 7 成



资料来源：中国信通院，光大证券研究所

图 14：截至 21 年 1 月，中国移动 5G 用户数已达 1.69 亿



资料来源：中国移动公告，光大证券研究所

企业短信各服务提供商积极部署 5G 消息业务，早在 2018 年，梦网便开始布局 5G 消息，并在业内第一个上线 5G 消息商用运营，2019 年梦网完成运营商 5G 消息平台联调测试，正式提供相关服务，2020 年梦网成为中国移动 12 个省份 CSP 合作伙伴，并成功入选中国联通、中国电信的 5G 消息 CSP 第一批合作伙伴；神州泰岳推出了 5G 消息云平台，协助消息服务商或者企业用户创建 5G 消息应用场景，增强 5G 消息产业链活力；吴通控股全资子公司国都互联已与部分客户签订 5G 消息合作框架协议，成功助力浙江移动 5G 消息发布，并且成为江苏移动首批 5G 消息试点合作伙伴；彩讯股份已建成“彩讯 5G 新消息平台”，连接运营商底层平台与行业客户，已具备为客户提供一站式 5G 新消息运营管理的服务能力，已与若干典型行业客户签署 5G 消息联合创新合作协议，覆盖政务服务、银行、民航、电商、生活服务若干行业。

应用方面，目前 5G 消息应用试点已覆盖政务、金融、互联网、交通物流、医疗民生、教育、农商、工业、文娱、创新等十大行业，已商用浙江气象、爱奇艺等，即将商用中国工商银行、宜家中国、京东、58 同城、顺丰、四川疾控、作业帮、宇通汽车、桂林旅游等 50 多个应用。

图 15: 5G 消息应用场景区示例



资料来源: 创蓝 253

2021年2月23日,在2021MWC(世界移动通信大会)上海展5G消息高峰论坛上,三大运营商及产业链合作伙伴公布了5G消息的最新进展,5G消息的标准化和产业化工作进展顺利,中国联通指出目前5G消息已经具备准商用条件。多款旗舰商用终端已完成技术验证,正在测试验证三家运营商的互联互通操作。中国移动指出截至2021年2月份,已有中兴、OPPO、vivo、小米、三星等主流品牌45款终端支持5G消息,预计2021年年整个终端覆盖率将进一步提升。2021年5G消息将全面走向商用,中国移动将在扩大终端规模,丰富业务能力和完善通信体验三方面着力推进。中国电信目前已完成MaaP平台的自主研发和CSP合作伙伴招募工作,正在实施网络建设。从中可以看出,2021年有望成为5G消息全面商用之年。

2.3.3、5G 消息点击率提升显著,5G 消息市场规模将是短信市场的六七倍

2020年2月,中国移动曾联合密友圈、10086等开展多次试点推广,推广测试效果显示,5G消息点击率是传统行业短信的14倍~40倍,是微信公众号消息点击率的11倍,较传统渠道点击率提升显著。随着接入能力的不断提升,5G消息可以进一步提升了企业场景服务效果和用户体验,全场景全媒介的A2P服务能力得以更完整的呈现。

另据GSMA的《日本融合通信(RCS)商务消息报告》显示,截至2020年4月,全球RCS商务消息的打开率为75%,而直邮的打开率为3%,前者远超过后者。全球RCS商务报文的购买率是直邮的2倍。日本订户打开他们收到的85%以上的RCS商务消息,要比传统短信和电子邮件的打开率高出40%以上。

表 6: 5G 消息点击率远高于传统行业短信和微信公众号

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	3173	288	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	

资料来源: 中国移动, 光大证券研究所

据 GSMA 的《日本融合通信(RCS)商务消息报告》显示, 截至 2020 年 4 月, 全球 RCS 月活跃用户已经超过 4 亿。全球有 88 个运营商对 RCS 实现了商用。目前 RCS 的行业用户消息全球市场总额为 620 亿美元, 到 2021 年, RCS 服务的总市场价值预计将达到 740 亿美元, 无论规模还是增速都远高于传统短信市场, 届时 RCS 将成为全球最大的 A2P 消息平台, 用户数达到 20 亿。

2019 年, 运营商的短信收入是 392 亿元, 主要是通知验证的应用场景。根据中国信通院的预测, 随着“5G 消息”的规模化部署, ToC 端 5G 流量预计将被带动, 加之 B 端企业短信流量的转化, 5G 消息目标市场将首先赶超企业短信市场规模并有足够大的增量市场, 5G 消息的市场将会是短信市场的六七倍。

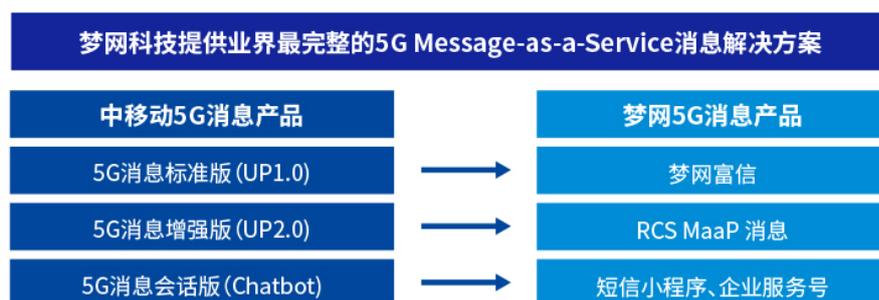
3、富信和华为服务号贡献第二增长极

3.1、富信市场拓展超预期, 2.0 有望贡献新的增长点;

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。同时, 行业短信发送量 20 年间仍保持快速增速, 大众对短信营销的需求仍然旺盛, 但当前短信的形式和质量难以满足行业用户日益增长的需要。

梦网科技是云通信龙头企业, 基于对行业的理解和公司的资源优势, 先后开发和推出多款融合短信产品: 18 年推出富信 1.0, 并在后续年份进行持续升级; 2019 年 10 月公告与华为在富信方面战略合作, 后续有望在公司新版本富信 2.0 展开合作; 2019 年 12 月与阿里云签署战略合作协议, 合作内容包括 20 亿条富信 (三年), 百亿条短信 (一年); 2020 年 12 月 9 日, 梦网正式宣布公司全新 5G 战略产品“天慧·5G 消息平台”对外发布。

图 16: 公司 5G 消息产品矩阵



资料来源: 公司官网

富信是传统短消息服务的升级也是 5G 消息的标准版。它集成视频、语音、图片、文字、短链、二维码等消息通讯能力, 打破传统短信在长度、呈现方式上的限制, 为用户呈现丰富、直观、多元化的视觉展示效果, 是移动新媒体技术发展下的新型通讯和传播工具。目前, 公司制定了包括银行、证券、基金、汽车、美妆、服饰、餐饮、影视、旅游、航空、游戏等多类型行业应用场景, 为用户营销和客户服务带来了全新的流量变现途径。

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，并且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。从利润来看，5G 使得流量成本下降，从而驱动以流量为载体的富信业务边际成本也更低，毛利率优于短信。从传输速度来看，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。同时富信无需安装 app，且操作比小程序更为便捷，对 APP 安装成本高、使用效率低的行业具备天然吸引力。

目前公司富信分 1.0 版本和 2.0 版本，其中 1.0 版本基于运营商彩信通道，在 19 年改版升级之后重新推向市场，推广效果良好，富信 1.0 在 2020 年 Q2 已形成新的利润贡献点，2020 年 1-6 月收入贡献 1,686.85 万元，同比增长 2,350.55%；2020 年 7 月富信单月业务量突破 1 亿条，单月已实现利润贡献；Q3 富信业务量环比 Q2 增长 149%，收入环比增长 132%；Q4 富信业务量同比增长 385%，较 2020 年第一季度增长 721%，全年持续高增长，20 年全年富信的业务量接近 10 亿条。

1.0 版本虽然 2020 年拓展迅速，但目前展示仍然以图片、视频和文本为主，交互和展示效果有待提升，而且发展受限于运营商的彩信通道。公司适时推出 2.0 版本，展示内容更加丰富，交互效果更加人性化，展示效果类似于快应用。考虑到公司在融合短信的先发优势、渠道和客户资源方面的优势，2.0 版本也有望取得良好的推广效果，预计未来将成为公司收入新的增长点。

图 17：富信服务入口和使用方式



资料来源：公司官网

3.2、 背靠华为海量终端，服务号有望成为新的流量入口

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，建立用户与商家的互动连接，通过服务分发、用户互动连接等多样化的营销工具，形成完整商业转化体系。当前包括服务号关注、打通应用跳转、Chatbot 会话、商品/服务推荐、订单管理等主要

功能，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。

华为服务号已打通负一屏、生活服务广场、华为浏览器三大流量入口通过华为手机精准推送商家营销服务信息，并且以卡片形式在华为手机呈现商家服务提醒，无需安装下载其他 APP 通过点击服务卡片就能直接跳转到餐饮、约车、导航、娱乐、金融等所有生活服务的界面完成所有生活服务和在线营销。

华为服务号于 2020 年 9 月发布当月已产生收入，截至 2020 年底华为服务号关注用户数已超过 400 万。通过发展城市运营商拓展线下渠道，快速触达中小企业客户，截至 2021 年 1 月底已经在全国招募了 1100 多个城市运营商。

图 18：华为服务号目前在华为的几大入口

主页触达入口



资料来源：公司官网，光大证券研究所

华为服务号对于商家：

- (1) 较微信、支付宝操作更加便捷，无需跳转即可完成所有服务和营销。
- (2) 通过丰富的场景营销来帮助企业高效低成本的获得更多的客户，从而提高转化率。
- (3) 精确识别用户需求，便于商家向用户精准推送各类服务消息。

华为服务号对于用户：

- (1) 直观，快速掌握关键信息
- (2) 易用，实现免安装免登陆的简洁操作服务
- (3) 便捷直接进入桌面级入口，轻松进入相关服务页面，所有流程在华为服务号中完成无需切换
- (4) 安全，所有数据都经过技术数据加密，保护用户隐私
- (5) 按照客户需求实时，更新推送最新数据。

公司未来还有望与小米、Oppo、Vivo 等国内外知名手机厂商在服务号方面建立合作关系。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。国内四大手机厂商旗下品牌共占据 80%

的手机市场份额，2018-2020 年合计出货达 8.45 亿台终端。服务号未来有望成为新的流量入口，公司将依托服务号触达海量 C 端用户，进一步挖掘市场潜在流量“金矿”，为企业打造统一全链路商家服务广场。

表 7: 近三年国内华为、OPPO、VIVO 和小米的手机出货量累计达到 8.45 亿台

厂商	2020 年 (百万台)	2020 年份额	2019 年 (百万台)	2018 年 (百万台)
华为	124.9	38.3%	140.6	105.0
Apple	57.9	17.7%	66.5	36.3
OPPO	56.7	17.4%	62.8	78.9
vivo	39.0	12.0%	40.0	76.0
小米	36.1	11.1%	32.8	52.0
其他	11.5	3.5%	23.8	49.5
合计	325.7	100.0%	366.6	397.7

资料来源: IDC, 光大证券研究所

4、投资建议

4.1、投资建议

维持 20-22 年收入预测分别为 30.03、44.77 和 62.94 亿元，维持公司 2020-2022 年归属于母公司净利润预测分别为 1.21、3.70 和 6.42 亿元。看好公司作为云通信龙头受益于行业回暖和新业务带来新的增长点，维持“增持”评级。

4.2、股价驱动因素

5G 消息相关标准落地，华为服务号推进超预期，富信业务推进超预期

5、风险分析

经营风险

公司传统受运营商政策变化影响较大，未来不排除由于运营商政策变化产生通道资费提价、通道资源限制等风险。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，将对业务毛利水平产生不利影响。

服务号推进不及预期。公司华为服务号属于创新产品，如果推进不及预期将会导致关注数较低，关注数较低也会导致服务号入驻企业客户数量上升缓慢，从而影响用户的使用体验，这也会进一步缩减服务号产品的关注数。

市场风险

运营商 5G 消息推进不及预测，5G 消息和华为服务号生态形成缓慢。

其他风险

疫情反复会影响公司客户营收，导致下游客户减少短信或富信营销的开支，同时，减缓将运营商短信提价的成本转接到下游客户的合约调整进程。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,769	3,201	3,003	4,477	6,294
营业成本	2,086	2,556	2,457	3,445	4,659
折旧和摊销	72	66	63	64	66
税金及附加	19	8	8	11	16
销售费用	214	269	186	242	327
管理费用	155	292	210	266	352
研发费用	137	135	117	166	227
财务费用	32	29	19	17	23
投资收益	3	281	20	20	20
营业利润	30	-151	126	400	699
利润总额	33	-160	136	416	721
所得税	-58	110	14	42	72
净利润	91	-270	122	374	649
少数股东损益	12	8	1	4	6
归属母公司净利润	79	-278	121	370	642
EPS(按最新股本计)	0.10	-0.34	0.15	0.46	0.79

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	252	138	224	214	292
净利润	79	-278	121	370	642
折旧摊销	72	66	63	64	66
净营运资金增加	-125	-371	-82	530	808
其他	226	720	122	-751	-1,225
投资活动产生现金流	-65	204	-70	-53	-67
净资本支出	-39	-25	-68	-80	-94
长期投资变化	61	58	0	0	0
其他资产变化	-87	171	-2	27	26
融资活动现金流	-159	-299	-212	148	157
股本变化	-51	-7	7	1	0
债务净变化	267	-206	-248	127	144
无息负债变化	-34	-90	-97	499	613
净现金流	29	40	-58	310	381

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	24.6%	20.1%	18.2%	23.0%	26.0%
EBITDA 率	4.9%	8.3%	4.1%	10.3%	13.5%
EBIT 率	2.1%	6.0%	2.0%	8.9%	12.4%
税前净利润率	1.2%	-5.0%	4.5%	9.3%	11.5%
归母净利润率	2.8%	-8.7%	4.0%	8.3%	10.2%
ROA	1.4%	-4.5%	2.1%	5.5%	7.9%
ROE (摊薄)	1.7%	-6.7%	2.8%	7.8%	11.9%
经营性 ROIC	3.1%	7.4%	1.2%	7.4%	12.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	31%	30%	25%	30%	34%
流动比率	1.44	1.56	1.82	1.77	1.81
速动比率	1.26	1.56	1.82	1.77	1.80
归母权益/有息债务	5.49	6.70	11.63	9.44	8.33
有形资产/有息债务	4.37	5.00	7.94	7.97	8.39

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	6,648	5,955	5,791	6,799	8,204
货币资金	592	689	631	940	1,322
交易性金融资产	0	47	70	63	57
应收帐款	1,588	1,184	1,096	1,486	2,119
应收票据	89	2	0	0	0
其他应收款 (合计)	136	307	270	403	566
存货	359	4	-4	10	29
其他流动资产	17	36	30	74	129
流动资产合计	2,924	2,735	2,567	3,559	4,937
其他权益工具	0	69	69	69	69
长期股权投资	61	58	58	58	58
固定资产	395	190	227	266	310
在建工程	134	62	50	42	37
无形资产	359	291	271	256	244
商誉	2,543	2,515	2,515	2,515	2,515
其他非流动资产	0	3	2	2	2
非流动资产合计	3,724	3,220	3,224	3,240	3,267
总负债	2,073	1,777	1,431	2,057	2,814
短期借款	829	623	375	501	645
应付账款	615	508	467	655	885
应付票据	93	131	123	172	233
预收账款	260	140	120	179	252
其他流动负债	0	57	37	184	366
流动负债合计	2,033	1,752	1,410	2,006	2,727
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	16	12	42	78
非流动负债合计	40	25	21	51	87
股东权益	4,575	4,178	4,359	4,742	5,391
股本	811	804	811	812	812
公积金	2,615	2,571	2,635	2,680	2,744
未分配利润	1,313	1,023	1,132	1,465	2,043
归属母公司权益	4,549	4,177	4,357	4,735	5,378
少数股东权益	25	2	3	6	13

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	7.73%	8.39%	6.21%	5.40%	5.20%
管理费用率	5.61%	9.11%	7.00%	5.94%	5.60%
财务费用率	1.17%	0.89%	0.62%	0.37%	0.36%
研发费用率	4.96%	4.21%	3.90%	3.70%	3.60%
所得税率	-178%	-69%	10%	10%	10%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.31	0.17	0.28	0.26	0.36
每股净资产	5.61	5.19	5.37	5.84	6.63
每股销售收入	3.42	3.98	3.70	5.52	7.76

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	157	NA	102	33	19
PB	2.7	2.9	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	221	66	211	32	17
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------