

# 梦网科技 (002123)

证券研究报告

2021年07月26日

## 深耕云通信领域，推动传统短信变革新时代

### 国内云通信业务龙头公司，构建企业未来通信

公司目前主营中国最大规模之一的企业云通信平台，是中国领先的云通信服务商。梦网构建了以“消息云、视讯云、终端云、物联网”四位一体的企业云通信服务生态，为企业提供全方位的云通信服务。从总体营收来看，2015年梦网科技与荣信股份实现重大资产重组后，营收实现良好增长态势。2019年实现营收32.01亿元，2015-2019年公司整体营收年均复合增长率达15.4%。2020年剥离电力电子业务，实现归母净利润1.01亿元，同比扭亏增长136.38%。

### 发布股权激励+员工持股计划，公司与员工上下一心，共赢未来发展

公司陆续推出股权激励、员工持股计划，同时设定了较高的行权及解除限售条件。公司实施股权激励及员工持股计划有利于进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动人员积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。

### 受益于信息化建设大趋势，云通信各业务未来可期

根据信通院《中国数字经济发展白皮书(2020年)》数据显示，2019年我国产业数字化增加值约为28.8万亿元，2005年至2019年年复合增速高达24.9%，显著高于GDP增速，占GDP比重由2005年的7%提升至2019年的29.0%。在信息化建设、5G应用推广的浪潮下，公司四大云通信业务有望在未来为公司业绩提升做出重要贡献。

### 前瞻布局+优质客户+合作伙伴，打造公司核心竞争力

公司云通信服务业务在技术优势、客户资源、运营商渠道、服务质量、品牌效应等方面形成了核心竞争优势。在成功案例方面，目前梦网消息云产品富信已在体育、金融、美妆等领域打造成功产品案例；在终端厂商合作方面，公司近年来陆续与华为、小米、oppo、vivo等国内外知名的终端厂商建立了合作关系，特别是公司迅速融入了华为HMS生态体系，为终端原生基础消息服务升级积累了良好的优势。

### 盈利预测与投资建议：

公司作为国内领先云通信服务商，不仅在企业短信领域做大做强，同时也紧跟5G网络建设脚步，布局5G消息，有望将传统短信市场提升到一个新的高度。我们长期看好富媒体云通信业务的成长空间，考虑5G消息发展的广阔空间及公司华为服务号的持续突破，上调公司21-23年净利润至2.3亿、3.4亿和4.9亿元（原值为2.3亿、3.3亿和4.6亿元），对应EPS分别为0.29元、0.42元、0.60元。参考行业可比公司平均估值水平，从一年角度来看，我们认为公司22年合理PE为54x，对应股价为22.68元，重申“增持”评级。

**风险提示：**5G消息发展不及预期、运营商政策变动风险、市场竞争加剧、可信通信产品的研发和政策监管风险

### 投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	20.2元
目标价格	22.68元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	811.74
流通A股股本(百万股)	665.32
A股总市值(百万元)	16,397.06
流通A股市值(百万元)	13,439.37
每股净资产(元)	5.49
资产负债率(%)	27.08
一年内最高/最低(元)	22.05/12.99

### 作者

**唐海清** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**王奕红** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

**姜佳汛** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519050001  
jiangjiaxun@tfzq.com

**林屹皓** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520040001  
linyihao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《梦网科技-年报点评报告:净利润实现快速增长，富信、服务号有望迎来快速发展阶段》2021-04-27
- 《梦网集团-公司点评:与阿里云签订战略合作协议，客户生态及云计算技术全面合作值得期待》2019-12-05
- 《梦网集团-季报点评:云通信业务快速增长，富信等新品陆续落地，预告全年高速增长可期》2019-10-28

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,200.70	2,735.65	4,127.36	5,018.96	5,888.54
增长率(%)	15.61	(14.53)	50.87	21.60	17.33
EBITDA(百万元)	633.07	299.28	353.73	467.42	643.05
净利润(百万元)	(278.07)	101.17	234.60	340.63	490.10
增长率(%)	(453.91)	(136.38)	131.89	45.20	43.88
EPS(元/股)	(0.34)	0.12	0.29	0.42	0.60
市盈率(P/E)	(58.97)	162.08	69.89	48.14	33.46
市净率(P/B)	3.93	3.68	3.38	3.16	2.88
市销率(P/S)	5.12	5.99	3.97	3.27	2.78
EV/EBITDA	23.96	36.78	47.49	33.21	25.43

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 国内云通信业务龙头公司，构建企业未来通信</b> .....	<b>6</b>
1.1. 消息云、视讯云、终端云、物联网，打造核心云通信业务 .....	6
1.1.1. 消息云 .....	6
1.1.2. 视讯云 .....	7
1.1.3. 终端云 .....	8
1.1.4. 物联网 .....	9
1.1.5. 数据中心服务 .....	9
1.2. 股权结构清晰，股权激励+员工持股助力长远发展 .....	9
1.3. 调整业务结构，专注云通信布局，业绩稳步向上 .....	11
<b>2. 5G+消息通信广阔市场，消息云业务产品有望大展拳脚</b> .....	<b>14</b>
2.1. 中国消息通信市场广阔，名副其实的万亿流量入口 .....	14
2.2. 5G 时代浪潮袭来，多方助力 5G 消息生态建设 .....	15
2.3. 打造最完整 5G 消息产品矩阵，便捷+丰富+智能 .....	19
<b>3. 以消息+平台形式创造价值，公司 5G 消息产品前程似锦</b> .....	<b>20</b>
3.1. 富媒体信息渗透率有望逐步提升，5G 消息业务潜在市场广阔 .....	20
3.2. 基于华为终端打造服务号，终端云市场尤为可观 .....	21
3.2.1. 覆盖手机厂商市场份额优越，终端服务号成绩靓丽 .....	21
3.2.2. 他山之石可以攻玉：对标微信小程序，为商家提供用户统一服务平台 .....	22
3.2.2.1. 华为服务号 .....	22
3.2.2.2. 微信小程序 .....	23
3.2.2.3. 轻应用（小程序）及社交电商市场 .....	25
<b>4. 信息化建设浪潮下，视频会议、物联网百花齐放</b> .....	<b>27</b>
4.1. 视频会议线上直播兴起，视讯云业务大有可为 .....	28
4.2. 物联网市场蓬勃发展，物联网云业务茁壮成长 .....	30
<b>5. 前瞻布局+优质客户+合作伙伴，打造公司核心竞争力</b> .....	<b>31</b>
<b>6. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>34</b>
6.1. 盈利预测基本假设： .....	34
6.2. 估值分析： .....	35
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>35</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	6
图 2：公司股权结构（截至 2021 年一季报） .....	10
图 3：21 年股权激励计划业绩考核目标 .....	11
图 4：公司营收及其增速（单位：百万元） .....	11
图 5：公司归母净利润及其增速（单位：百万元） .....	11
图 6：公司三大费用率情况 .....	12

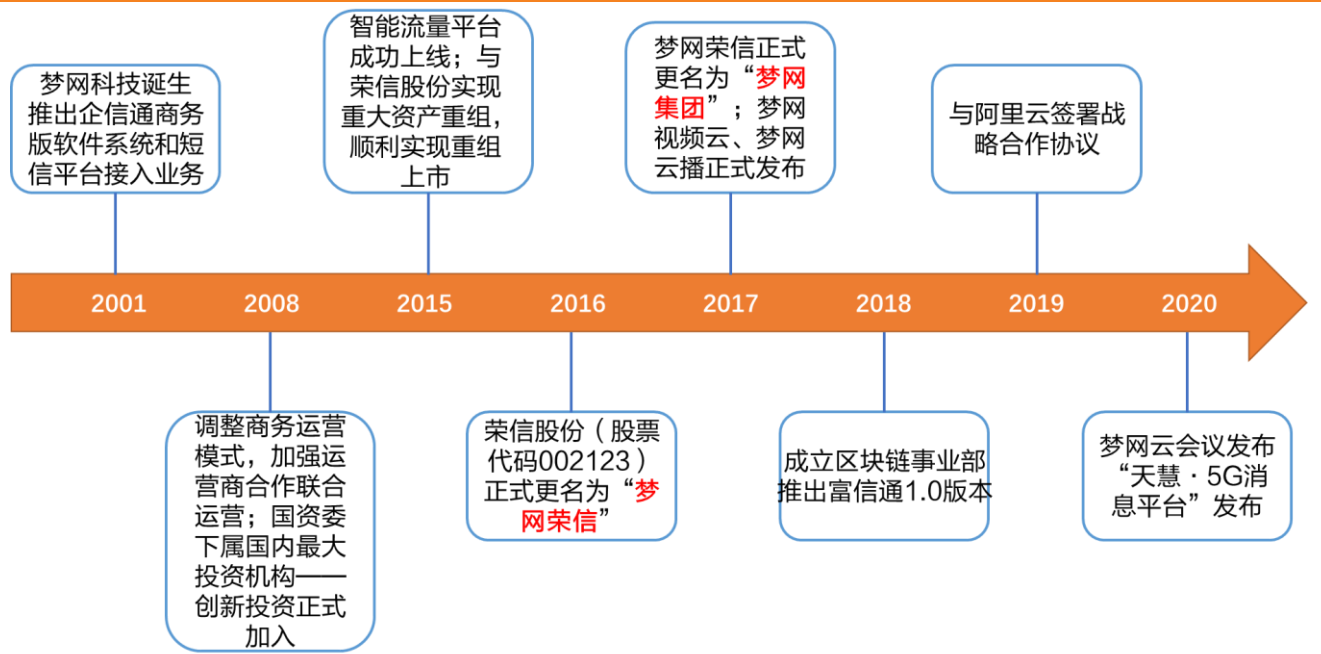
图 7: 公司分业务营收结构 (单位: 百万元)	12
图 8: 公司分业务营收结构 (单位: 百万元)	13
图 9: 公司毛利率和净利率情况	13
图 10: 公司研发投入情况及占比 (单位: 百万元)	14
图 11: 2014-2020 年我国移动短信业务量和收入增长情况	14
图 12: 公司信息及全国短信平均单价对比	15
图 13: 梦网 5G 消息产品功能	16
图 14: CSP 平台-5G 消息生态繁荣的推动者	16
图 15: 梦网 5G 消息品牌界面	17
图 16: 梦网 5G 消息交互界面	17
图 17: 国内 5G 手机出货量及占比	17
图 18: 我国 5G 消息标准化情况	18
图 19: 5G 消息服务范围	18
图 20: 梦网 5G 消息产品矩阵	19
图 21: 富信与传统短信服务对比	20
图 22: 华为服务号	21
图 23: 中国智能手机市场 (2019Q2-2020Q3)	22
图 24: 华为服务号优势	22
图 25: 2017 年微信小程序用户消费情况	23
图 26: 微信小程序 2020 年持续成长	23
图 27: 微信小程序 2020 年助力各行各业	24
图 28: 微信小程序闭环生态图谱	24
图 29: 2019 年 8 月中国网民微信小程序使用情况抽样调查	25
图 30: 2019 年 4 月-6 月微信小程序各量级数量分布	25
图 31: 轻应用平台对比示意图	26
图 32: 2019 年 4 月-6 月月活跃设备数 TOP100 小程序大行业分布情况	26
图 33: 2015-2021 年中国社交电商行业规模及增速	27
图 34: 我国产业数字化发展情况	28
图 35: 梦网视讯云满足多行业市场的需求	28
图 36: 中国视频会议市场规模 (单位: 亿元)	29
图 37: 2001.7-2005.1 中国网民线上购买商品/服务情况	29
图 38: 2019&2020 年复工后效率办公类 APP 环比涨幅	29
图 39: 2015-2022 年中国企业直播服务市场规模及增速	30
图 40: 梦网物联云产品	30
图 41: 2024 年全球物联网市场支出占比预测	30
图 42: 富信成功案例	31
图 43: 梦网科技合作伙伴	32
图 44: 梦网多点布局销售网络, 及时响应客户需求	34
表 1: 消息云业务代表产品	7
表 2: 视讯云业务代表产品	8

表 3: 物联云业务代表产品 .....	9
表 4: 公司 2019 年股权激励计划 .....	10
表 5: 国家及地方政府出台政策全面推动信息化建设发展 .....	27
表 6: 公司主营业务拆分及预测 .....	35
表 7: 可比公司估值对比 .....	35

## 1. 国内云通信业务龙头公司，构建企业未来通信

梦网科技成立于 2001 年，二十年来一直专注于移动通信服务。公司前身为荣信集团，于 2015 年实现重大资产重组后成功登陆资本市场（股票代码：002123），是目前中国最大规模之一的企业云通信平台，是中国领先的云通信服务商。梦网构建了以“消息云、视讯云、终端云、物联网”四位一体的企业云通信服务生态，为企业提供全方位的云通信服务。2021 年 1 月 26 日公司发布公告，公司证券简称由“梦网集团”变更为“梦网科技”。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 1.1. 消息云、视讯云、终端云、物联网，打造核心云通信业务

梦网致力于成为国际领先的企业云通信服务商，目前在运营和扩展中国最大的企业云通信平台。拥有的自主开发并运营的标准产品包括梦网智能消息平台、梦网视讯云平台、智能网关云平台、流量网关云平台、梦网综合监控平台、M-BOSS 综合管理云平台、Nova 高速信息平台等。公司基于通信技术与互联网技术，按照数据化、智能化、云服务的理念，充分发挥传统资源优势与新技术新商业优势，不断增强“云+通信”的能力与体验。将服务与行业进行深度场景化融合，构建了全新的信息消费平台，为企业客户构建全面的通信服务能力。

梦网的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（视频直播，视频会议、行业物联网等）以及 IaaS（数据中心），公司通过“消息云+视讯云+终端云+物联网”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。目前，梦网已为数万家企业提供通信产品及服务，年实现移动信息量近 1200 亿条，构建了全方位的“企业-梦网-用户”的云通信平台生态。

2020 年 4 月，中国三大通信运营商共同发布了《5G 消息白皮书》，这标志着传统短信业务将在 5G 时代全面升级，RCS 将成为短信业务统一演进方向，带来全新升级的交互方式和消息体验。2020 年 H1，公司成为移动、联通、电信三大运营商 5G 消息首批接入的服务厂商，并推动行业标准的制定和讨论，搭建相关业务运营平台。公司与多家行业头部客户达成了合作，完成了多个业务场景的定制和技术平台的搭建工作。

#### 1.1.1. 消息云

梦网消息云是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。5G 消息通信服务能力



支持全网络环境，结合丰富的行业应用场景，满足企业和用户之间的信息沟通需求和多样化的服务需求，助力行业客户和用户建立起更便捷的信息服务和更紧密的沟通联系。

表 1：消息云业务代表产品

代表产品	产品介绍
企业短信	企业短信通知是基于运营商网络，面向广大用户的功能全面的跨平台短信通知发送服务。企业短信通知平台以分发系统和资源配置系统进行多点部署，主力通道加多个规避突发风险的备份通道确保发送顺畅，让用户享有稳定安全的短信通知发送服务。此外，梦网以三网合一专属通道和多通道智能路由技术优化来维持高到达率，毫秒内完成短信处理。
富信	富信又称为超级短信或视频短信，是基于移动网络和互联网通信技术，面向 5G 应用发展，企业数字化转型、场景化赋能、短视频营销的新型多媒体通信工具，它集成视频、语音、图片、文字、短链、二维码等消息通讯能力，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兴通讯和传播工具。结合 5G 特性，未来的信息服务更多是集音视频一体的 RCS 富媒体信息。
5G 消息	5G 消息基于全球移动通信协会 RCS UP 标准构建，实现消息的多媒体化、轻量化，通过引入 MaaP（消息即平台）技术实现行业消息的交互化。5G 消息带来全新的人机交互模式，5G 行业消息以聊天机器人 Chatbot 的形态，使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，构建了全新的信息服务入口。
梦网通知王	通知王是梦网科技专门为满足企业及行业在会议、活动等场景下，以通知为核心，完美融合办公应用与梦网云通信服务，匠心打造的一站式互联网高效通知平台。通知王聚合短信、富信、语音、直播、音视频通话和 APP 消息等通讯能力，以 SaaS 服务模式，为企业事业单位提供基于手机号码的高效通知服务，可无缝接入到企业，打造全流程、场景化的通知生态服务。
国际短信	梦网国际短信是面向广大企业提供的跨国短信通知发送服务，支持多协议接入，覆盖全球 1200 余家运营商，支持全球逾 225 个国家和地区，高成功率及转换率，完善的售后支撑团队。企业可通过梦网国际短信平台向其海外用户发送验证、通知类短信，以完成用户身份验证、订单通知、物流提醒、活动告知等信息交互，为国际市场和海外客户的拓展提供通信增值服务。
融合通信	梦网 UCP 融合通信平台是集成了短信、音频、视频、IM 消息、图文信息等多种通信能力的 PaaS 平台，帮助企业客户快速获得图文信息、单聊、群聊、客服、VoIP、音视频会议等各种场景的 B2C 沟通服务能力，涵盖社交、金融、电商、新媒体、视频直播、智能硬件、教育、医疗等各种行业。
统一消息平台	梦网统一消息平台整合了短信、微信、邮件、APP、富信等消息类型，通过灵活的发送路由策略管理，为行业用户提供多网合一的统一消息服务。梦网统一消息平台是一种综合接入信息服务平台，在各类信息源网络之间充当着桥梁的作用，能够实现不同种类信息之间的互通整合，化繁为简，统一管理及分发。企业选择私有云或公有云即可完成统一消息平台搭建，轻松管理企业消息发布。
短信验证码	短信验证码（SMS CAPTCHA）是为响应个人在网页或应用程序上的验证需求，企业按预制规则自动程序生成验证码，通过运营商网关发送到指定的手机用户的短信。短信验证码广泛应用于会员验证、订单通知、支付确认、物流提醒等触发类短信应用。
NOVA 平台	Nova 高速信息处理平台是梦网根据生产类信息“高响应率、高成功率、高稳定性及低投诉率”的需求特点，为企业客户量身打造的一款安全可靠、高响应、低延时的高速信息处理平台，具有优质的软、硬件，基础网络支持，海量数据并发处理能力，智能监控服务等特点。主要应用于互联网、电商、金融、证券、物流、商超连锁等领域。
语音验证码	语音验证，是将验证码利用自动识别技术，通过语音电话直接呼到用户手机，从而实现电话语音播报验证码的一种新型验证方式。语音验证解决了网站或应用软件的用户可能因各种主客观问题，无法接收到短信验证码的问题。具有 6 秒内响应、自动切换、主动识别的优势，补充了短信验证、网页验证的实时有效性，大大提升了企业与用户信息沟通的效率。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 1.1.2. 视讯云

梦网视讯云多年来一直专注于视频关键技术的研发，在视频领域拥有强大的团队和诸多先

进技术创新。梦网视讯云致力于为客户提供最前沿的实时视音频技术和在线视频分发平台，凭借超大规模视频处理和视频承载能力赋能各行各业，用创新的传播模式提升传统行业创新力和生产力。

表 2：视讯云业务代表产品

代表产品	产品介绍
梦网云会议	梦网云会议是高保密、电信级的专业视音频网络会议平台，通过高清视频会议、智能语音降噪、文档分享协作等优势，为各企事业单位提供全方位的沟通与协作解决方案。适用于企业远程办公协作、网络会议、企业培训、活动推广、医疗诊治、专家会诊、在线课堂、应急指挥、视频客服等场景。支持多终端接入、多运营商接入和跨地域接入，通达全球，各地用户均可使用，无需注册即可参会。可实现会议秒开、权限管理、进程控制、电子白板、桌面共享等操作，功能强大，简单易用。
企业视频彩铃	企业视频彩铃是中国移动为企业提供的定制化视频彩铃服务。开通企业视频彩铃后，客户给企业员工打电话时，能直接看到企业的高清视频，直观了解企业竞争力或最新产品信息，快速拉近企业与客户的距离。企业为员工集中办理，能使所有员工电话自动成为企业自己的广告媒体，轻松打造辐射全国的营销网络。作为通话必备环节，企业视频彩铃将百分百触达客户，无需安装客户端，无需消耗流量，低成本开通，为通话前每一秒等待赋予商业价值。
EVaaS	梦网 EVaaS 是专门为 5G 及下一代互联网需求打造的全新企业视频云平台，提供全覆盖、高并发、低延时、加载快、零缓冲、稳定安全的视频云能力及服务。凭借云上卓越的视音频技术及强大的视音频通信能力，客户可以快速开通各类主流视音频业务，以极低的成本迅速获得专业视音频建设和运营能力。梦网 EVaaS 以实时轻视频技术为核心，开放智能视频、Video CDN、VR、视频编码、视频渲染、分布式缓冲等前沿视频技术，提供涵盖视频运营平台、带宽、视频技术、播控及支付通道等完整的生态体系，全方位满足企业实时视频需求。
梦网云播	梦网云播是基于梦网 EVaaS 孵化的垂直 SaaS 产品，以直播为企业智慧营销赋能，为各类事件和活动提供直播服务。作为服务于全行业的企业直播平台，梦网云播为企业提供一站式全场景直播解决方案，助力企业 10 秒开启直播之旅。全方位多维度满足企业年会、产品发布、微课堂、体育赛事、才艺展示、在线婚礼、峰会论坛、远程看店、投资路演、剧场演出等各类型场景的活动直播需要，用创新的传播方式创造影响力。梦网云播结合垂直行业践行“直播+”理念，为企业提供视频直播能力，提升行业创新力和生产。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 1.1.3. 终端云

梦网终端云业务基于 5G 网络、移动终端、聚合全终端厂商，为企业提供全链路、高触达、低成本、多入口的 B2C 新型服务及营销的新门户与终端厂商一起构建终端商业服务生态体系。

**华为服务号：**华为服务号是基于华为终端的统一全链路商家服务广场，经生活服务、负一屏和浏览器等入口，通过服务分发、用户互动连接、营销工具，构建企业与用户之间低成本服务营销 B2C 联系，形成商业闭环。

主要功能包括：1、服务聚合与分发，华为服务号为商家提供用户统一服务平台，支持移



动端站点、H5 及快应用等多种类型的服务分发，实现用户多服务沉淀。2、**用户互动连接**，华为服务号为商家开放服务消息推送功能，并开放消息上下行，形成商家与用户的即时互动，打造商家与用户的互动生态。3、**多样化营销工具**，华为服务号为商家开放多样化的营销工具，如裂变营销、优惠促销等功能扩展，助力商家的营销转化落地。

#### 1.1.4. 物联云

梦网物联云是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网通信平台，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。

表 3：物联云业务代表产品

代表产品	产品介绍
MEET 云平台	梦网智慧物联云平台，简称“MEET”平台，是梦网基于运营商网络，面向物联网行业推出的智慧物联云平台，平台提供强大的通讯能力，实现人和设备快速、高效接入网络，人、物、云之间的安全交互和计算。综合利用物联网、大数据和 AI 等云计算技术实现智慧通信和设备管理（WCDM）和可自学习的智慧规则引擎（SLRE），以 PaaS+SaaS 云平台的方式，提供强大的通信管理、设备管理和应用组件能力，构建以生态、平台和服务三位一体的物联云平台核心发展方向，协助客户将产品快速向智能化和服务化转型，以及更好的连接和服务最终用户。
物联网卡通信模组	物联卡是由运营商（中国移动、中国联通、中国电信）提供的 4G/3G/2G 卡。采用专用号段和独立网元，满足智能硬件和物联网行业对设备联网的管理需求，以及集团公司的移动信息化应用需求，当前可提供中国及海外多地域、多运营商 2G/3G/4G/NB-IoT 物联网卡和通信模组。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

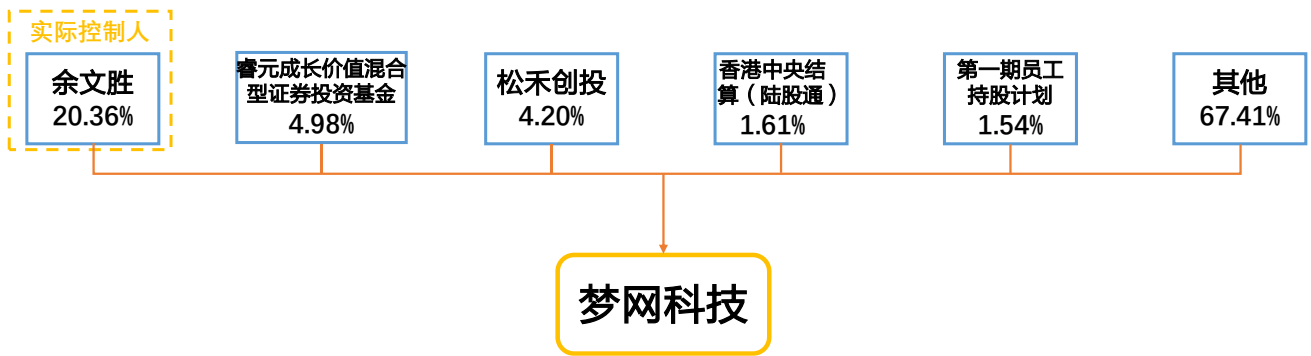
#### 1.1.5. 数据中心服务

梦网云数据中心主营业务为数据中心服务器托管服务，按照国家 A 级数据中心标准设计建设，建筑面积 2.18 万平米，基础设施建设投资 1.6 亿元，分为机房和办公楼两个建筑，共有 1174 个 4.5KW 标准机柜，可承载超过 2 万台服务器。梦网云数据中心是东北地区唯一一个三网融合 A 级数据中心，19 年正式投入商用，已有机柜的运营规划基本确定，业务开局状态良好。截至 2019 年底，鞍山市政府拟将“智慧城市”项目落地梦网云数据中心，后续鞍山市政府相关政务大数据资源整合完毕后也将逐步迁移至本数据中心。

### 1.2. 股权结构清晰，股权激励+员工持股助力长远发展

公司股权结构清晰，前十大股东机构投资者众多。公司董事长余文胜直接持股比例为 20.36%，为公司实际控制人；睿远成长价值混合基金以及深圳市松禾创业投资有限公司分别为第二、第三大股东，持股比例为 4.98%、4.20%。

图 2：公司股权结构（截至 2021 年一季度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**发布股权激励+员工持股计划，公司与员工上下一心，共赢未来发展。**公司发布 2019 年股票期权激励计划及 2019 年限制性股票激励计划：股票期权激励计划授予的股票期权总数为 4175.54 万份，其中首次授予的激励对象为包括公司高管人员、核心管理人员、核心技术人员合计 300 名，股票期权数量为 3425.54 万份，占公告时公司总股本比例 4.26%，其中预留授予激励对象人数 10 人及预留授予股票期权 750 万份；限制性股票激励计划共向公司高管人员、核心管理人员合计 25 名激励对象授予 1165 万股限制性股票，占公告时公司总股本比例 1.45%。同时设定了较高的行权及解除限售条件：对应 2019 年-2022 年的考核条件分别为实现以 2018 年梦网科技营业收入为基数，2019-2022 年营业收入增长率不低于 40%、80%、120%和 170%，对应营收为 25.94 亿、33.35 亿、40.76 亿、50.02 亿元。

表 4：公司 2019 年股权激励计划

方案	激励对象	份额及价格	行权/解除限售期	业绩考核目标
股票期权	公司高管人员、核心管理人员及核心技术人员合计 300 名	首次授予 3425.54 万份，行权价格为 15.96 元/股；预留 750 万份，授予价格 16.87 元/股	第一个行权/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%，对应 25.94 亿元
			第二个行权/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%，对应 33.35 亿元
			第三个行权/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%，对应 40.76 亿元
限制性股票	公司高管人员、核心管理人员合计 25 名	授予 1165 万股，授予价格为 9.02 元/股	第四个行权/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%，对应 50.02 亿元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

此外，公司推出第一期员工持股计划，公司员工持股计划股票规模为 2018 年 8 月 15 日至 2019 年 8 月 14 日期间公司回购的股票 12460406 股，占公告时公司总股本比例 1.55%。第一批至第四批解锁时间点业绩考核目标与上述股权激励计划考核目标一致。

**2021 年 1 月，公司发布公告《梦网云科技集团股份有限公司中长期员工持股计划（草案）》。**此次员工持股计划的资金来源为公司提取的 2021-2025 年专项激励基金，该激励基金将全部用于参与本员工持股计划，通过员工持股计划购买并持有公司股票。计划提取激励基金的金额上限为 2 亿元，所提激励基金将根据权责发生制原则计入当期费用。此次员工持股计划的持有人为公司或其下属公司董事、监事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员、核心业务人员以及经董事会认定对公司或其下属公司发展有卓越贡献的核心骨干员工或关键岗位员工。

公司于 2021 年 6 月 15 日发布《2021 年股票期权激励计划（草案）》，拟向 365 名激励对象授予 3621 万份股票期权，占公司公告日股本总额的 4.01%，行权业绩考核目标为以 2020

年营收为基数，2021-2023 年营收增速不低于 49%、83%、115%，对应 21-23 年营收目标为不低于 40.76 亿、50.06 亿和 58.82 亿元，对应 21-23 年营收同比增速为 49%、23%、17%。

图 3：21 年股权激励计划业绩考核目标

行权安排	业绩考核指标	得分情况 (X)			
		0 分	60 分	80 分	100 分
30%	2021 年公司营业收入较 2020 年增长率不低于 49% (A)	A < 29.4%	29.4% ≤ A < 39.2%	39.2% ≤ A < 49%	A ≥ 49%
30%	2022 年公司营业收入较 2020 年增长率不低于 83% (A)	A < 49.8%	49.8% ≤ A < 66.4%	66.4% ≤ A < 83%	A ≥ 83%
40%	2023 年公司营业收入较 2020 年增长率不低于 115% (A)	A < 69%	69% ≤ A < 92%	92% ≤ A < 115%	A ≥ 115%

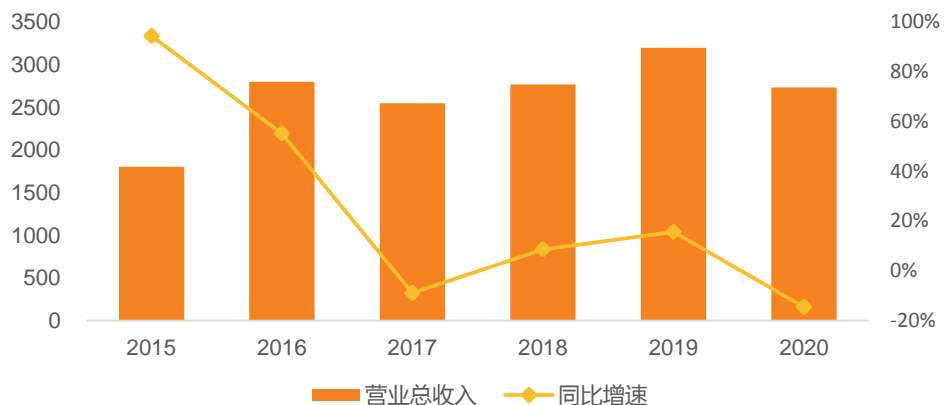
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司实施股权激励及员工持股计划有利于进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司董事、高级管理人员、核心管理人员及核心技术(业务)人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。

### 1.3. 调整业务结构，专注云通信布局，业绩稳步向上

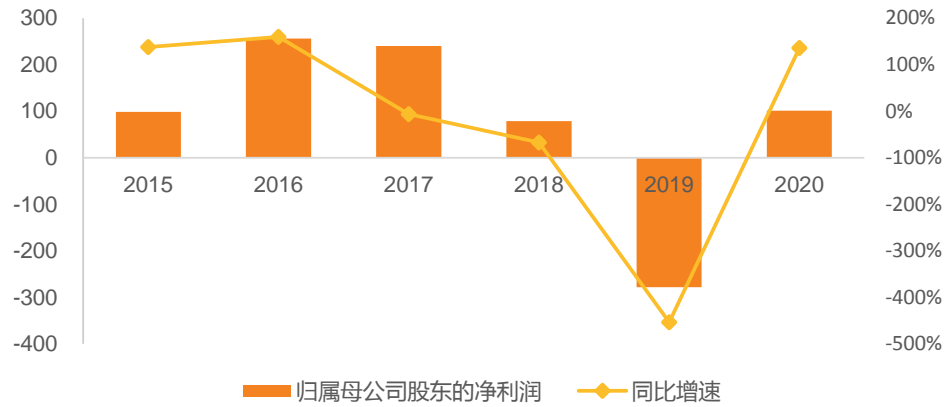
从总体营收来看，2015 年梦网科技与荣信股份实现重大资产重组后，营收实现良好增长态势。2017 年营收同比减少 8.94%是由于公司继续推进逐步退出传统电子电力行业的战略目标，相继处置了几家电力行业的子公司，导致电力行业收入下降 37.23%；但同时，移动互联网云通信业务的收入增长 17.99%，以增量弥补了电力行业收入的部分缺口。2019 年公司实现营业收入 32.01 亿元，同比增加 15.61%，创十年新高；2020 年公司剥离电力电子业务实现营收 27.36 亿元，同比下降 14.53%。从归母净利润来看，公司 2018 年、2019 年和 2020 年归母净利润分别为 0.79 亿元、-2.78 亿元和 1.01 亿元，同比增速为 -67.32%、-453.91%、+136.38% (扭亏)。此外，公司 21Q1 收入 6.24 亿元，同比下降 0.54%；归母净利润 4728 万元，同比增长 40.87%。公司 20 年全年、21Q1 归母净利润实现快速增长主要源于：1) 剥离电力电子业务，优化业务结构；2) 积极沟通客户、拓展市场；3) 各项费用减少；4) 研发推出服务号，与富信两项业务贡献利润，稳固和提升公司市场竞争力。

图 4：公司营收及其增速（单位：百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

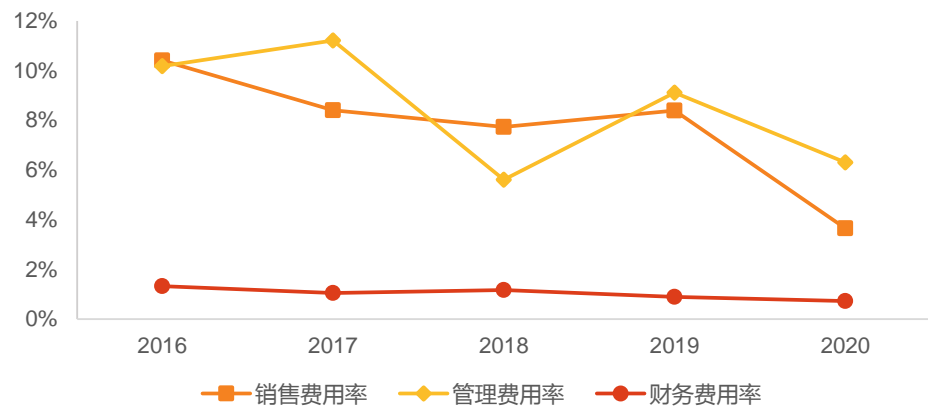
图 5：公司归母净利润及其增速（单位：百万元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从公司三大费用率来看, 公司 20 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.65% (yoy-4.75pp)、6.31% (-2.81pp) 和 0.72% (yoy-0.17pp), 三项费用率为 10.68%, 同比下降 7.72 个百分点, 各项费用的下降是由于公司剥离电力电子业务所致; 公司 21Q1 三项费用率为 9.21%, 同样维持在较低水平。

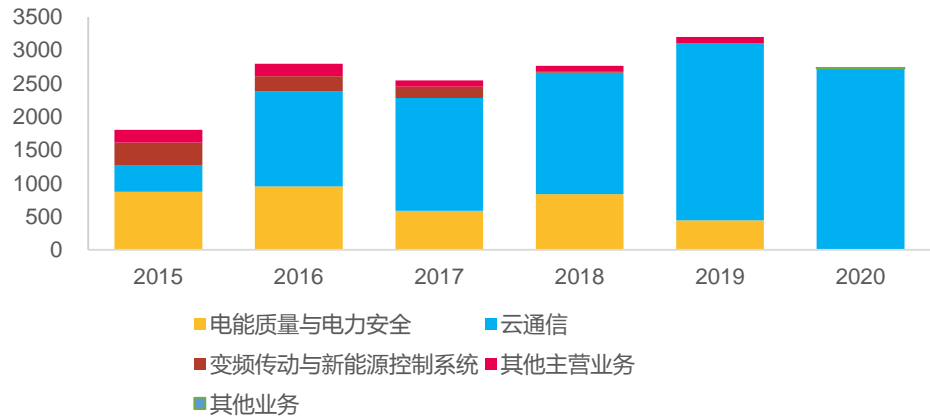
图 6: 公司三大费用率情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

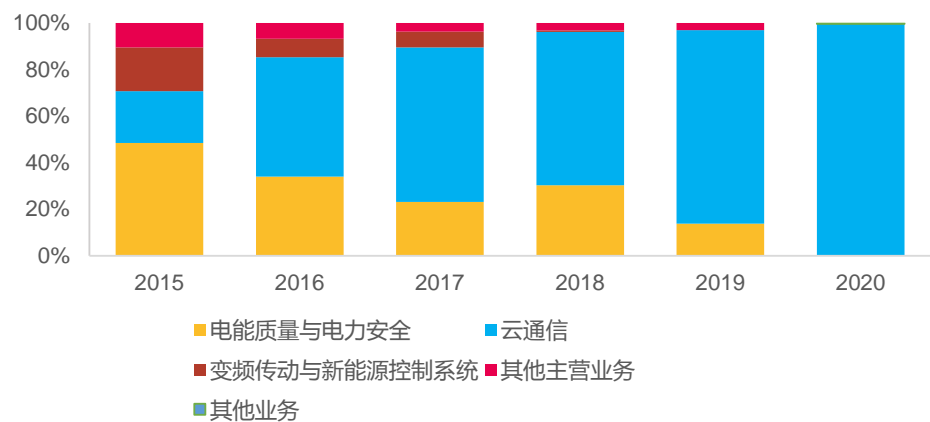
从营收结构来看, 近年来公司持续布局云通信业务, 同时逐步剥离电力相关业务。2018-2019 年云通信业务为公司创造营收 18.23 亿元、26.60 亿元, 占营收比例为 65.84%、83.10%; 2018-2019 年电能质量与电力安全业务为公司创造营收 8.39 亿元、4.44 亿元, 占营收比例为 30.32%、13.86%。2015-2017 年云通信业务由移动信息及时通讯服务收入及其他移动信息服务组成, 总体来看, 公司云通信业务营收及占比逐年增加, 电力相关业务逐年下降。2020 年公司完成剥离电力电子业务, 云通信业务为公司主要业务。

图 7: 公司分业务营收结构 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所 (注: 云通信包含移动信息即时通讯服务及其他移动信息服务)

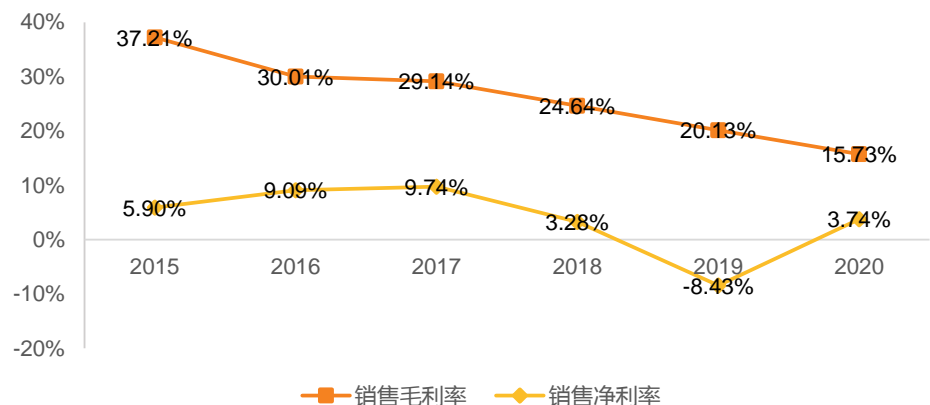
图 8: 公司分业务营收结构 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所 (注: 云通信包含移动信息即时通讯服务及其他移动信息服务)

从毛利率和净利率来看, 2018 年、2019 年及 2020 年前三季度毛利率分别为 24.64%、20.13% 和 15.73%, 同期净利率分别为 3.28%、-8.43% 和 3.74%。2020 年公司综合毛利率为 15.73%, 同比下降 4.40 个百分点, 其中, 云通信服务业务毛利率为 15.54%, 较上年同期云通信服务业务毛利率下降 2.52 个百分点, 主要是运营商提高了云短信定价, 而公司开展相关业务所需采购的云短信是纯成本项, 因此导致公司毛利率承压, 经过公司积极与客户沟通, 截至 2020 年底云短信业务的单条毛利额已接近 2019 年同期水平, 2020 年第四季度公司云短信业务营收及利润产生全年度最大的单季度贡献; 2020 年第四季度富信业务量同比增长 385%, 较 2020 年第一季度增长 721%, 增长趋势明显; 2020 年 9 月发布的终端服务号产品在第四季度即产生业务收益。综上, 我们认为在公司持续布局云通信板块, 新业务创造利润的情况下, 毛利率有望逐步提升。

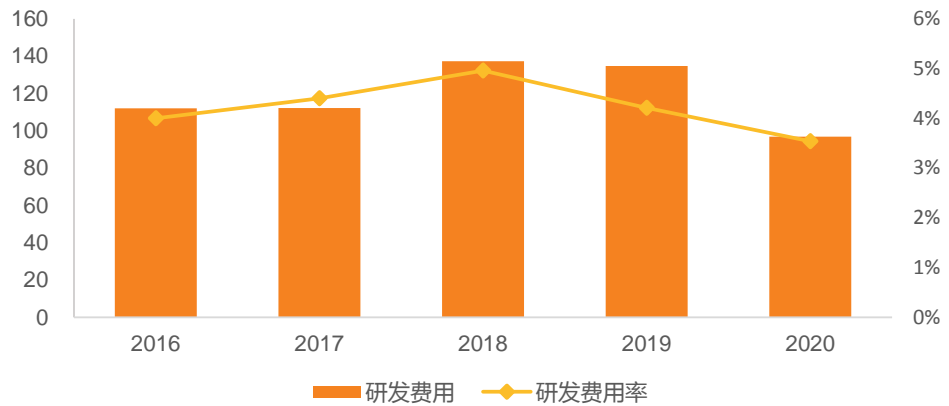
图 9: 公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

从研发投入来看，公司 20 年研发费用为 9679.8 万元，同比减少-28.20%，研发费用率为 3.54%，同比下降 0.67 个百分点，研发费用下降是由于电力电子业务剥离所致。2020 年内，公司深入富信行业应用，同时研发推出服务号产品，上述两项业务在年度内均实现利润贡献，进一步稳固并提升了公司的行业领先地位及市场竞争力。目前上述产品正处于市场推广、拓展阶段，业务量持续提升，有望进一步提升公司业绩，为中长期发展奠定基础。

图 10：公司研发投入情况及占比（单位：百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 5G+消息通信广阔市场，消息云业务产品有望大展拳脚

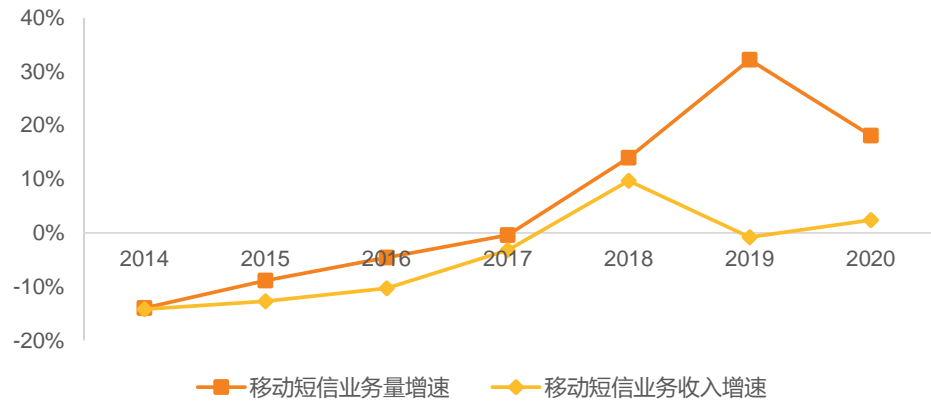
2019 年全球 5G 商用元年，2020 年 5G 开始规模化发展和进入快车道加速发展。在公司消息云业务中，5G 消息作为 5G 应用的典型案例，有望取得卓越成果。根据 GSA 统计数据，截至 2020 年 9 月中旬，44 个国家和地区的 101 家运营商已经推出 5G 服务。在中国，截止 2020 年 9 月底，累计建设 5G 基站 69 万个；2021 年 1 月 18 日，国家统计局局长宁吉喆在国新办新闻发布会上指出，我国 5G 终端 2020 年连接数已超过 2 亿，居世界第一。

### 2.1. 中国消息通信市场广阔，名副其实的万亿流量入口

近年来，随着互联网技术与经济社会深度融合，公司所处的企业消息通信市场正处在全面蓬勃发展之际，已成为当前增长最迅猛、辐射最广泛的经济领域之一。工信部数据显示，自 2014 年-2019 年，全国移动短信业务增速迎来连续 6 连升。2018 年更是同比增长 14%，而 2019 年，全国移动短信业务量同比 18 年增长 32.2%，增速较上年提高 18.2 个百分点。2020 年度，全国移动短信发送量接近 11796 亿条，同比增长 18.1%，已然成为名副其实的万亿流量入口。

图 11：2014-2020 年我国移动短信业务量和收入增长情况



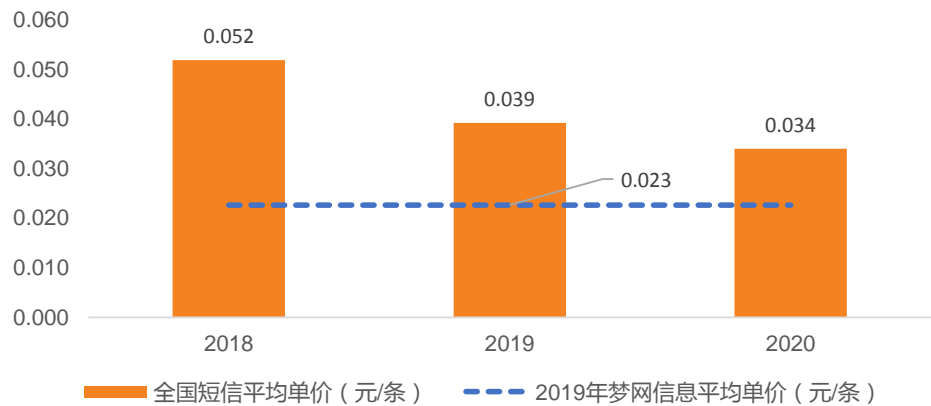


资料来源：工信部，天风证券研究所

网络登录和用户身份认证等安全相关服务不断渗透，大幅提升移动短信业务量。2019 年梦网移动信息量达 1174 亿条，2018-2019 年梦网云通信平台活跃账号数为 59572、81953 个，同期新增企业用户账户数为 17156、12381 个。此外，2018-2019 年梦网移动信息量增速为 19.2%和 62%，皆超过同期全国移动短信业务量增速。

2019 年我国移动短信业务量增速达到 32.2%，而我国移动短信业务收入增速为-0.8%，不增反降；而 2020 年我国移动短信业务量同比增长 18.1%，移动短信业务收入同比增长 2.4%，移动短信业务量收仍不同步。根据工信部数据测算得出，2018-2020 年全国短信平均单价约为 0.052、0.039、0.034 元/条，而梦网科技 2019 年信息平均单价为 0.023 元/条，低于近三年全国短信平均单价。

图 12：公司信息及全国短信平均单价对比



资料来源：工信部，公司公告，天风证券研究所

当前我国短信业务面临增量不增收的窘境，这意味着短信单价逐年下降，我们认为 5G 消息的商用能够改善这种情况。在超过同期全国短信业务量增速下，梦网庞大的移动信息量包含传统企业短信以及 5G 消息业务（富信、服务号），随着未来 5G 消息渗透率的逐步提升，公司的收入体量有望迎来可观的增长。

## 2.2. 5G 时代浪潮袭来，多方助力 5G 消息生态建设

5G 技术的发展将会带动新一轮的产业升级，内容丰富且具有强触达的 5G 消息将会得到进一步普及，企业需求将会得到进一步释放，消息通信市场规模有望进一步扩大，未来仍有较大发展空间。

三大运营商携手产业合作伙伴共建 5G 消息新生态。中国电信、中国移动、中国联通于 2020 年 4 月 8 日共同发布《5G 消息白皮书》，首次提出“5G 消息”的概念，“5G 消息”分为个

人用户之间的消息功能与行业与个人用户之间的消息功能两种。

5G 消息中个人用户之间传送的消息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。支持在线消息和离线消息，并可想用户提供消息状态报告和消息历史管理。而行业客户则以 Chatbot 的形式与个人用户通过运营商网络进行消息交互。个人用户想行业客户的 Chatbot 相互发送的消息内容可以包含的媒体格式有文本、图片、音频、视频、表情、位置和联系人等，此外行业客户的 Chatbot 通过点对点和群发消息方式向个人用户发送的消息内容可以包含富媒体卡片，消息中还可携带选项列表。

图 13：梦网 5G 消息产品功能



资料来源：公司官网，天风证券研究所

5G 消息中的 CSP (Chat Service Provider) 平台是支持 Chatbot 生命周期管理、5G 消息卡片制作及管理、消息交互处理和其他增值服务的平台，是企业 and 运营商 MaaP 平台之间的连接桥梁。梦网 CSP 平台构建在梦网统一消息平台基础上，平台融合了 5G 消息、Chatbot、视频短信、企业短信等丰富的渠道通信能力。

图 14：CSP 平台-5G 消息生态繁荣的推动者



资料来源：公司官网，天风证券研究所

作为传统短信业务的升级，5G 消息具有以下特点和优势：

1、与传统短信相比，5G 消息业务功能更为丰富。

5G 消息复用短彩信入口，兼容短彩信服务的同时，突破了传统短信对信息长度和内容格式的限制，支持文本、图片、音频、视频、位置、联系人和文档等多种媒体格式，开发者可以基于上述能力开发轻量级应用，向用户提供富媒体通信体验。

图 15：梦网 5G 消息品牌界面



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 16：梦网 5G 消息交互界面



资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 2、5G 消息发展基础良好。

目前中国电信、中国移动、中国联通均已开始 5G 消息规模化部署, 5G 消息有望成为首批为个人用户所见的 5G 应用之一, 可为电信用户提供直观的服务升级体验, 是 5G 应用的新发展机遇。5G 消息是对短信能力的全面升级, 以手机号作为用户 ID, 无需安装 App, 无需添加好友; 它支持消息转短信功能, 在接收方不支持 5G 消息时, 可转为短信下发给接收方; 无需关注企业号码, 就可以实现消息的收发。此外, 不仅是 5G 手机, 4G 手机未来也有望通过运营商的升级而支持 5G 消息功能。

## 3、系统自身符合 5G 消息终端要求, 5G 手机实现高速出货。

GSMA(全球移动通信系统协会)计划将 5G 消息纳入 5G 手机必选功能, 目前相关标准已制定完成。华为、中兴、小米、OPPO、vivo、魅族、海信、联想、三星、realme 等手机厂商已参与, 未来 5G 手机将逐渐支持 5G 消息。根据信通院数据, 2020 年 12 月, 国内市场 5G 手机出货量 1820 万部, 占同期手机出货量的 68.4%; 上市新机型 19 款, 占同期手机上市新机型数量的 42.2%。2020 年 1-12 月, 国内市场 5G 手机累计出货量 1.63 亿部, 上市新机型累计 218 款, 占比分别为 52.9%和 47.2%。从国内手机市场总体情况来看, 2020 年 1-12 月国内手机市场总体出货量累计 3.08 亿部, 5G 手机已然过半。

图 17：国内 5G 手机出货量及占比



资料来源：信通院，天风证券研究所

## 4、5G 消息市场前景广阔。

5G 消息继承了短信业务的多个优点, 依托电信码号体系及电信级认证技术, 天然具备服务

覆盖广、触达率高、可信度高等优势。在运营商消息服务趋于饱和的今天，5G 消息的落地，是电信市场发展的新动力。目前，我国 5G 消息标准化工作正在稳步推进，其中《5G 消息总体技术要求》、《5G 消息终端技术要求》、《5G 消息终端测试方法》的报批标志着系列标准已具备指导企业 5G 消息实践的作用。

图 18：我国 5G 消息标准化情况

	标准名称	CCSA 工作组	标准状态
总体	《5G 消息 总体技术要求》	TC3/WG4	报批
业务功能	《5G 消息 行业消息技术要求》	TC3/WG4	征求意见
	《5G 消息 个人消息技术要求》	TC3/WG4	立项
	《5G 消息 配置管理技术要求》	TC3/WG4	立项
	《5G 消息 用户网络接口技术要求》	TC3/WG4	立项
终端	《5G 消息 终端技术要求》	TC11/WG3	报批
	《5G 消息 终端测试方法》	TC11/WG3	报批
互联互通	《5G 消息 不同运营商业务互通总体技术要求》	互联互通工作组	征求意见
支撑保障	《5G 消息 业务计费系统计费性能技术要求和测试方法》	ST5 电信计费	立项
安全	《5G 消息 安全技术要求》	TC8/WG2	征求意见

资料来源：信通院，天风证券研究所

### 5、促进通信行业与垂直行业融合。

5G 消息包括个人消息业务、行业消息业务和增强通话涉及消息业务，无论是个人用户还是行业用户，都可以得到新的消息服务体验，特别是 MaaP（Message as a Platform）概念的引入，能够为信息通信行业与其他行业的融合提供新空间。**5G 消息不但实现了短信升级支持富媒体消息，还通过小程序真正实现了消息即平台、消息即服务、消息即应用，服务与大众、服务于千行百业、服务于万物。**2020 年 12 月，中兴通讯发布《5G 消息技术白皮书》，白皮书内指出 5G 消息服务大众用户、服务千行百业，除了提供 To C 和 To B 业务外，还可以提供面向 IoT 物联网端的服务和应用，简称 To T，即服务海量连接的万物和万物所在各行各业；To T 包含 To H（Home，家庭类的物联网终端）。

图 19：5G 消息服务范围



资料来源：《5G 消息技术白皮书》，天风证券研究所

### 6、运营商开启 5G 消息相关招标项目，商用落地指日可待。

2020 年 7 月 31 日中国移动发布 2020 年至 2021 年 5G 消息系统设备集中采购公告，采用虚拟化方式集中建设 5G 消息中心及 MaaP 平台设备，采购内容为短信处理能力 82.6 万条/秒、消息用户容量 1 亿户、MaaP 平台处理能力 8.26 万条/秒。2021 年 1 月 20 日，广东移动 5G 消息集采将完成 2020 年 5G 行业消息 CSP 平台研发项目，共需采购 2067 个。此外，



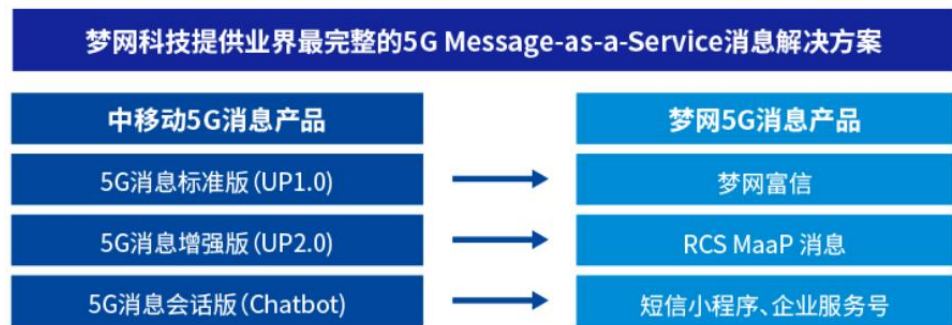
中国电信、中国联通 2021 年 1 月 8 日发布 2020 年 5G 消息平台（RCS）建设工程联合集中采购项目招标公告，招标内容为 5G 消息系统软件。**中国电信、中国联通两家运营商的 5G 消息采购，已有两次因投标人不足而终止，而中国移动此前也经历了一次流标，由此可见 5G 消息行业壁垒较高，行业内厂商参与度较低。**三大运营商陆续开启 5G 消息相关招标项目，5G 消息商用落地指日可待。

### 2.3. 打造最完整 5G 消息产品矩阵，便捷+丰富+智能

梦网科技提供业界最完整的 5G 消息解决方案。通过 5G 消息产品矩阵：富信（5G 消息标准版）、MaaP 消息（5G 消息增强版）、5G 消息 chatbot（5G 消息会话版）以及作为 5G 消息回落方案的短信服务号，提供全链路、全场景、覆盖绝大多数终端的 5G 消息解决方案。

早在 2018 年，梦网便开始布局 5G 消息，梦网是业内第一个上线 5G 消息商用运营的公司，梦网富媒体消息正是 5G 消息标准版。经过近两年的发展，梦网在行业解决方案上形成了规模化模版积累，5G 消息已经覆盖银行、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，具备了丰富的平台运营经验以及峰值并发处理能力。

图 20：梦网 5G 消息产品矩阵



资料来源：公司官网，天风证券研究所

除了内容更为丰富外，与传统企业短信相比，富信的优势还包含超大容量（2MB 大小内容，相当于 30 秒高清视频/5 张高清图片/1 部百万字小说）、**超强互动**（动态交互、支持 H5、小程序、快应用跳转，手机收件箱内容一次打开，增强营销效果）以及**效果可视**（支持锻炼追踪，品牌快速传播）；同时，富信也具备传统短信的优点：**高效触达**（三网覆盖，高速必达，直达手机终端，接触消费者）以及**易于保存**（信息保存于短信收件箱内，可随时反复查看）。

图 21：富信与传统短信服务对比



资料来源：公司官网，天风证券研究所

当使用富信产品时，**对于企业来说**，品牌展示更为方便快捷，宣传方式更为生动、曝光频率也将更高；**对于用户来说**，富信属于终端原生应用，无需安装，内容更为直观丰富，在智能交互的基础上，用户可以在无需下载 APP 的情况下完成诸多操作，例如：1) 机票、车票、酒店等出行计划预订；2) 查看相关品牌产品详细介绍；3) 在富信界面完成在线客服咨询等。富信可以提供多种功能和商业模式，未来单条短信的价值量有望提升。

### 3. 以消息+平台形式创造价值，公司 5G 消息产品前程似锦

公司富信产品通过消息+平台两种形式创造价值。消息服务为富媒体信息的通知类、交互类信息，未来有望逐步替代传统短信服务；平台类型代表为华为服务号，经生活服务、负一屏和浏览器等入口，通过服务分发、用户互动连接、营销工具，构建企业与用户之间低成本服务营销 B2C 联系，形成商业闭环，与微信小程序尤为相似。

#### 3.1. 富媒体信息渗透率有望逐步提升，5G 消息业务潜在市场广阔

当 5G 来临时，全球运营商已达成广泛共识：传统短信业务需要升级到富媒体消息业务，也就是 5G 消息业务。5G 消息相较于传统短信业务是体验与服务的升级和革新，可以满足更高品质、更丰富多彩的信息通信需求，承载和衍生出更多样的 5G 应用服务。

更为重要的是，5G 消息业务具有普适性。三大运营商打造的 5G 消息相关功能及技术需求基于统一的 GSMA 国际标准。三大运营商表示，将与全球运营商、产业链合作伙伴通力合作，将 5G 消息业务打造成为每个终端都支持、每个用户都可以使用的基础电信服务。因此 5G 消息业务不仅可覆盖中国全部移动用户，还能与全球其他运营商用户实现互联互通。

在 2021 年 2 月 23 日国新办举行的新闻发布会上，国务院国有资产监督管理委员会主任郝鹏表示，今年提出的“两利四率（“两利”即净利润、利润总额增速要高于国民经济的增速。“四率”即营业收入利润率、资产负债率、研发投入强度、全员劳动生产率）”目标，主要是引导企业更加突出主责主业，聚焦提质增效、聚焦改革创新，确保更好地实现高质量发展。根据前文工信部数据，中国移动短信业务面临增量不增收的窘迫情况，在此情况下将传统短信业务逐步过渡到单条价值量更高的富媒体信息，不失为三大运营商改善“两利四率”的合理举措。

随着 5G 消息应用逐步落地，并且考虑部分 4G 手机同样有望在未来适用 5G 消息的功能，



我们认为富媒体消息占比有望逐步提升。根据 GSMA 官网数据，目前全球已有 90 家运营商实现 RCS (5G 消息) 商用，全球月活用户 4.3 亿。中国电信研究院移动通信研究所所长王庆扬表示，传统短信升级为 5G 消息后，生命力将进一步增强，预计到 2021 年，市场规模有望超过 1500 亿美元。

### 3.2. 基于华为终端打造服务号，终端云市场尤为可观

企业服务号是终端厂商提供的短信解析方案，为 5G 消息的回落方式。梦网服务号包含基  
华为服务号是基于华为终端的统一全链路商家服务广场，经生活服务、负一屏和浏览器等入口，通过服务分发、用户互动连接、营销工具，构建企业与用户之间低成本服务营销 B2C 联系，形成商业闭环。

图 22：华为服务号

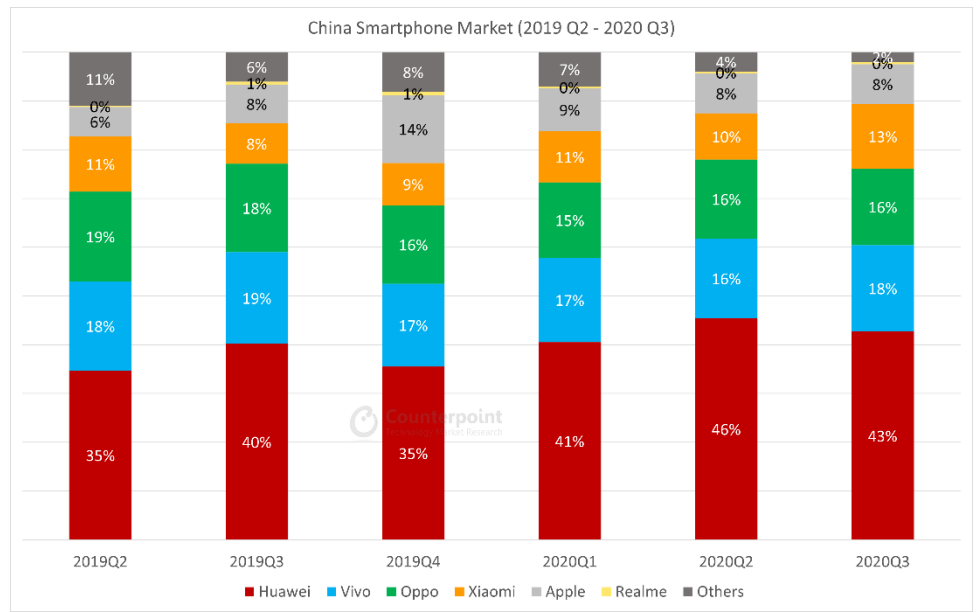


资料来源：公司官网，天风证券研究所

#### 3.2.1. 覆盖手机厂商市场份额优越，终端服务号成绩靓丽

梦网服务号覆盖的手机厂商市场渗透率高，触达用户广泛。截至 2020 年 6 月底，梦网已打通聚合四大安卓手机厂商华为、小米、OPPO、vivo，其手机共占据市场总量的 85%，合计 10 亿多终端；同期，梦网已陆续覆盖超 6 亿台终端，后续终端覆盖数量会更加完善，确保企业主的信息能快速精准的触达海量用户。根据 Counterpoint 数据，华为在 2019Q2-2020Q3 中国智能手机市场份额保持第一名的水平，2020Q2-Q3 在中国市场占有率分别为 46%、43%；Vivo、Oppo 和小米同样也在中国智能手机市场保持良好的占有率，2020Q3 三家在国内智能手机市场合计占有率为 47%；总体来看，华为、小米、OPPO、vivo 国内智能手机市场 2020Q2、Q3 合计占有率为 88%、90%。

图 23：中国智能手机市场（2019Q2-2020Q3）



资料来源：Counterpoint，天风证券研究所

### 3.2.2. 他山之石可以攻玉：对标微信小程序，为商家提供用户统一服务平台

#### 3.2.2.1. 华为服务号

华为服务号是商家在华为统一的服务阵地，通过服务分发、用户互动连接、营销工具，形成商业闭环。与微信小程序相似，华为服务号的核心能力在于：1) **服务聚合与分发**：华为服务号为商家提供用户统一服务平台，支持移动端站点、快应用、快服务等多种类型的服务分发，实现用户多服务沉淀；2) **用户互动连接**：华为服务号为商家开放服务消息推送功能，并开放消息上下行，形成商家与用户的即时互动，打造商家与用户的互动生态；3) **多样化营销工具**：华为服务号为商家开放多样化的营销工具，如裂变营销、优惠促销等功能扩展，助力商家的营销转化落地；4) **聚合公域流量**：华为服务号为商家提供多阵地的聚合公域流量，多场景入口，实现商品服务全方位曝光引流。

图 24：华为服务号优势



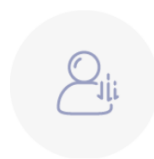
#### 降低接入成本

多样化商家服务展示模块，一次接入，多端分发，降低商家接入成本。



#### 增强用户粘性

消息互动能力将用户与商家形成连接，帮助商家为用户及时回复，提升用户体验。



#### 实现用户沉淀

多样化营销工具为商家搭建营销阵地，帮助商家实现用户留存与复购。



#### 提升商业转化

多端服务分发能力，帮助商家主动高效触达用户，提升商业转化。

资料来源：华为开发者联盟，天风证券研究所

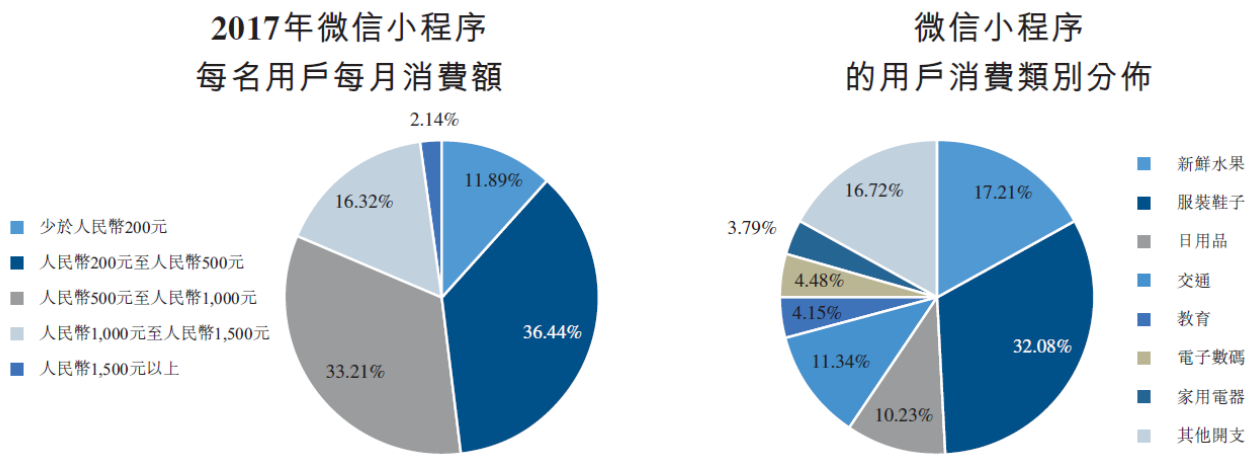
华为服务号最大化地有效利用移动终端消息模块的流量，构建企业与用户之间低成本服务营销 B2C 联系。收费方面，公司对客户进行了大中小 P 的划分，划分依据是用户是否自己能够做快应用。一般而言，大 P 是能够自行设计开发相关快应用的，对其的收费模式是年度服务费，然后根据各月度的活跃情况，按照人头收订阅费，有阶梯价格；然后中 P 和

小 P 就是不能独立开发快应用的企业，公司会给予他们工具支持，帮他们建站、运营。公司收取的费用有年费、定制费用和后端抽成。从 20 年 9 月份开始，梦网已经启动华为服务号全国推介计划，如今公司已经在全国招募了多个城市运营商。华为服务号处于起步阶段，短期内商家、用户数量有望快速增长，长期看形成一定客户粘性后有望成为公司重要的增长点。

### 3.2.2.2. 微信小程序

微信小程序于 2017 年 1 月推出，随后已获取众多品牌、商户及用户的广泛应用。截至 2018 年 1 月，微信小程序于全球拥有月 1.7 亿日活跃用户。由于其轻便及嵌入式的社交网络功能，相较于原生态应用程序，微信小程序提供诸多便利。就企业而言，小程序能降低开发成本、提高用户转换率及带来更多的社交销售额。就用户而言，因其无需下载及安装其他应用程序即可应用的特性，小程序较为便利、处理速度更快并配有微信小程序定位推荐，其将成为终端应用软件极具吸引力的替代选择。

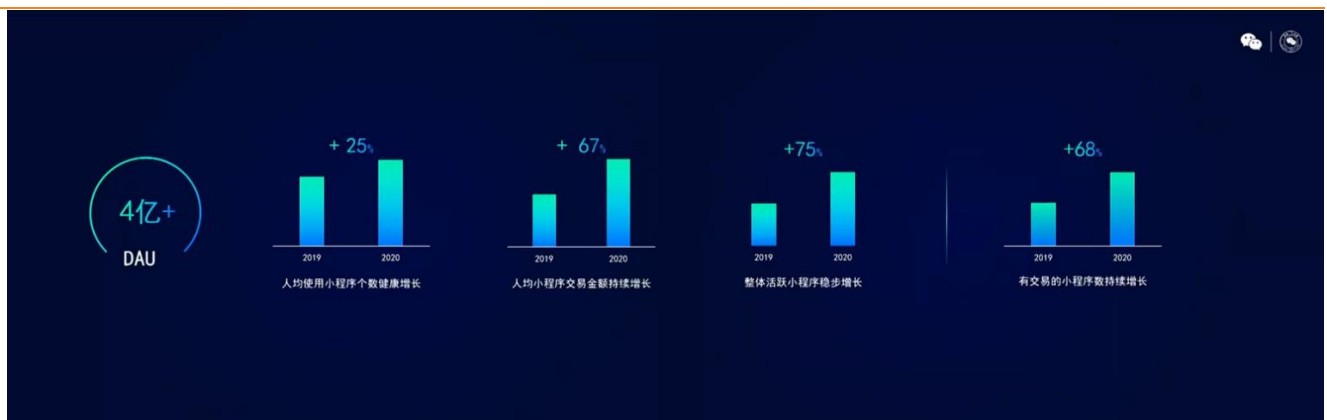
图 25：2017 年微信小程序用户消费情况



资料来源：弗若斯特沙利文，微盟集团公司公告，天风证券研究所

2021 年 1 月 19 日，微信举办了 2021 公开课，与观众分享十年来微信的成长、努力，以及运营经验。公开课讲师 momo 表示，2020 年微信小程序日活跃量已经达到 4 亿，人均使用小程序个数同比增长 25%，人均小程序交易金额同比增长 67%。整体活跃量提高 75%，有交易小程序增长 68%，2020 年全年交易额增长 100%。

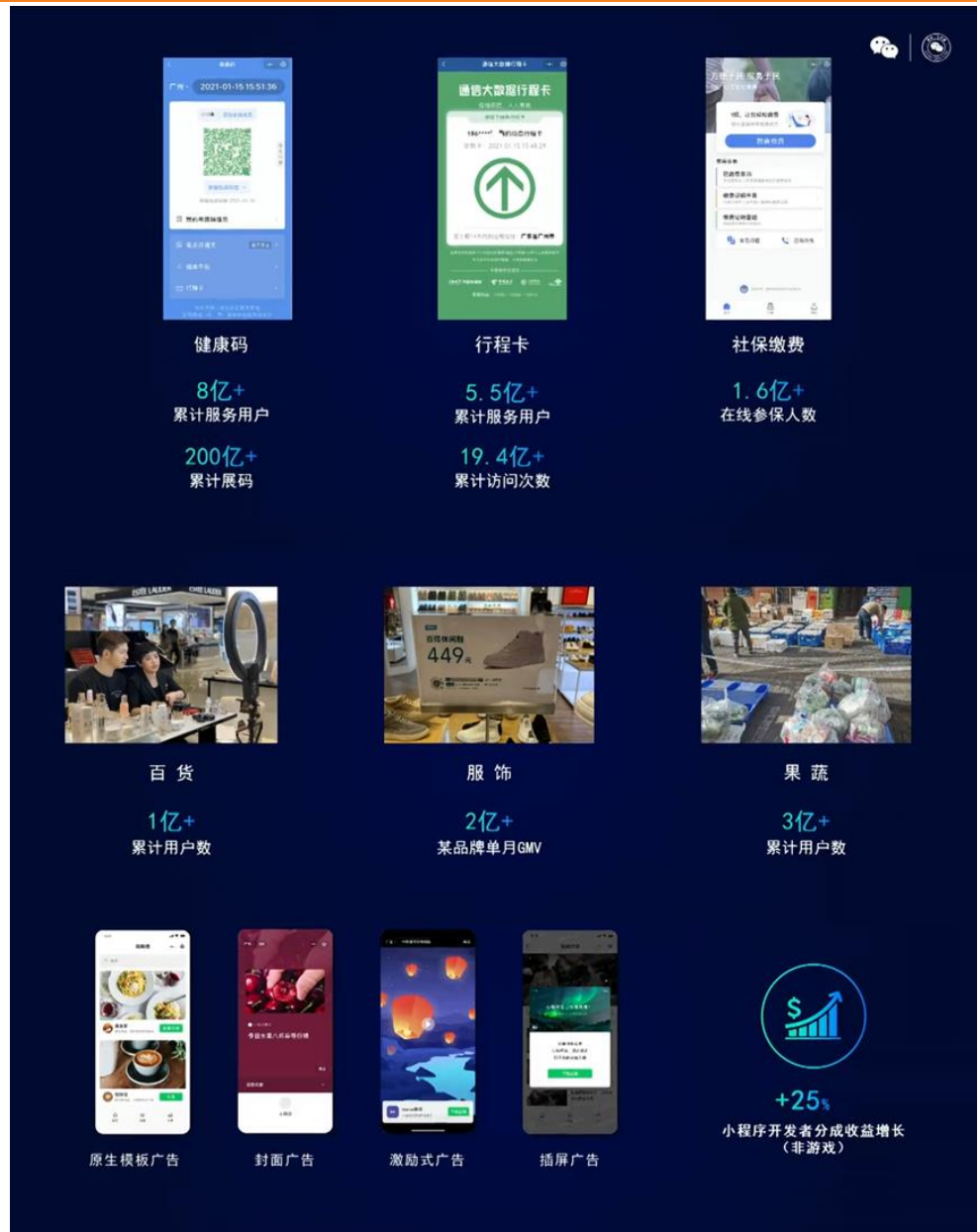
图 26：微信小程序 2020 年持续成长



资料来源：微信公开课 2021，腾讯视频，天风证券研究所

另外，由于受到疫情影响，当下出行都需要健康码。微信在第一时间上线了健康码小程序，该小程序的累计用户数量已超 8 亿，累计展示健康码超 200 亿人次。行程卡累计服务用户超 5.5 亿，累计访问次数超 19.4 亿。在线参保人数超 1.6 亿。此外，还有多达 3 亿多用户曾在微信小程序购买蔬菜、瓜果，通过各类变现方式，微信小程序开发者收益提升了 25%。

图 27：微信小程序 2020 年助力各行各业



资料来源：微信公开课 2021，腾讯视频，天风证券研究所

优化功能链路，搭建生态闭环。凭借 2019 年以来逐渐完善的各个功能板块，微信小程序已经初步搭建形成一个闭环的生态结构，持续释放对开发者引力的同时不断优化用户的使用体验，实现良性发展。

图 28：微信小程序闭环生态图谱

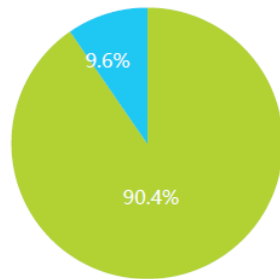


资料来源：Digitown 数字重阵公众号，艾瑞咨询，天风证券研究所

**微信小程序渗透率超 90%，粘性惊人。**根据艾瑞 i-Click 抽样调研数据显示，1416 名被试者中使用过微信小程序的比例高达 90.4%，其中近半数（48.7%）每天使用微信小程序的次数为 5 次以上，每天使用微信小程序 15 次以上的比例达 5.9%。微信小程序无论从人口指标还是活跃度指标上都呈现出国民级的渗透率水平。

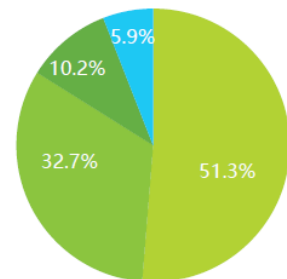
图 29：2019 年 8 月中国网民微信小程序使用情况抽样调查

有多少人使用过微信小程序？



■ 使用过 ■ 未使用过

一天中使用微信小程序的次数有多少？

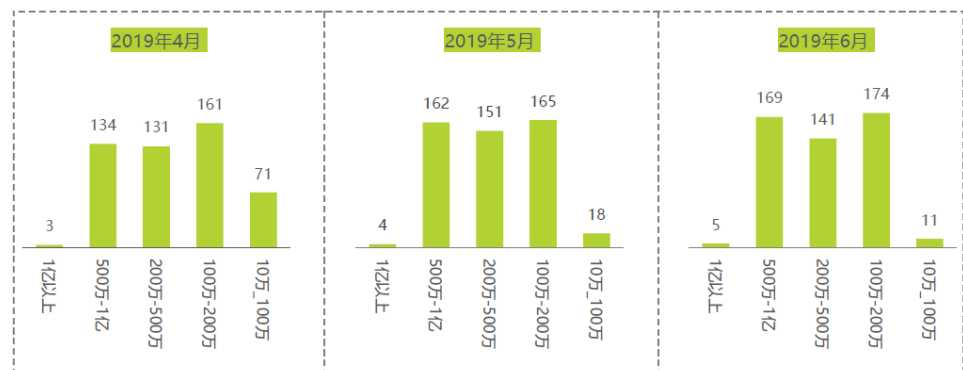


■ 1-5次 ■ 5-10次 ■ 10-15次 ■ 15次以上

资料来源：Digitown 数字重阵公众号，艾瑞咨询，天风证券研究所

截至 2019 年 6 月，500 万以上量级的小程序数都有所增长，头部小程序借助微信平台本身因社交能力带来的巨大裂变优势，逐渐扩大社交规模效应。而低于 100 万的小程序大规模减少，而 100 万 200 万之间小程序增多。表明小程序行业整体受到更多用户关注，从而促使尾部小程序“脱贫脱困”，进入了更高量级。

图 30：2019 年 4 月-6 月微信小程序各量级数量分布



资料来源：Digitown 数字重阵公众号，艾瑞咨询 Minitracker 小程序监测数据库，天风证券研究所

### 3.2.2.3. 轻应用（小程序）及社交电商市场

**超级 APP 们根据各自的流量特点和内容优势布局小程序（轻应用）。**微信侧重于社交关系的串联和去中心化；支付宝侧重 TO B 业务；百度打造月活超 30 亿的开源联盟并以 AI 技术智能分发；今日头条和抖音加强内容与电商链接的变现能力；360 立足 PC 端，为大屏、高沉浸场景建立平台；快应用为轻量服务更快触达用户。



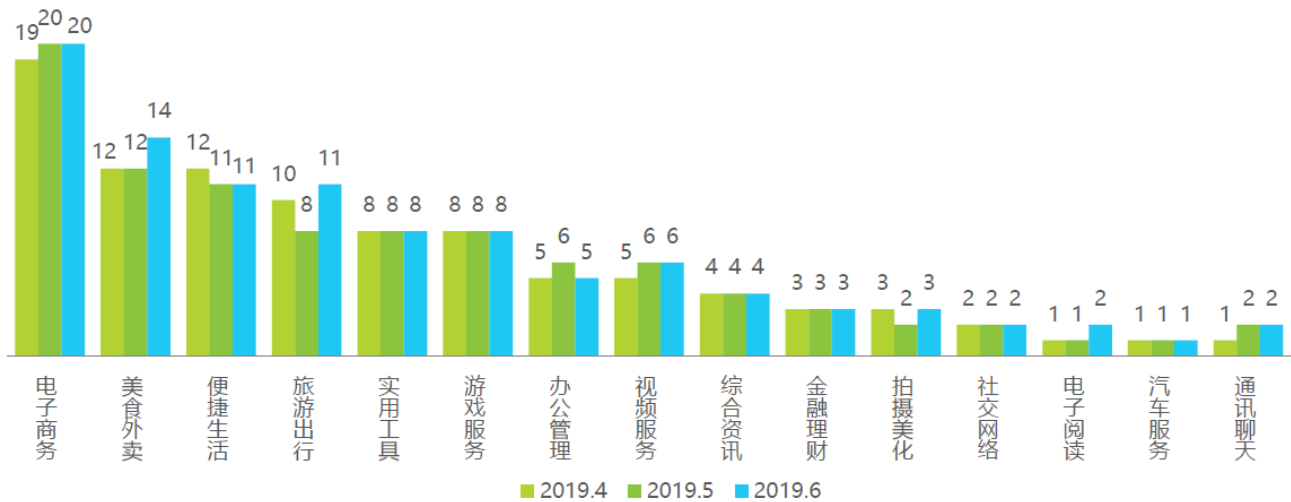
图 31：轻应用平台对比示意图



资料来源：Digitown 数字重阵公众号，艾瑞咨询，天风证券研究所

2019年4月至6月，**电商、美食外卖行业百强小程序数保持了前二**，并且稳中有升。截至2019年6月，月独立设备数TOP100的小程序中，排名前五的行业占去71%的席位，其中电子商务行业拥抱大片河山，占据百强20席，行业集聚效应明显。总体来看，大行业分布的排名较为稳定，而且排名前五的行业的梯队与后面拉开了一定的差距，排名靠后的行业可能还有较大的发展空间。

图 32：2019年4月-6月月活跃设备数TOP100小程序大行业分布情况



资料来源：Digitown 数字重阵公众号，艾瑞咨询 Minitracker 小程序监测数据库，天风证券研究所

作为小程序中最为活跃的大行业，电子商务市场尤为可观。与传统电商相比，社交电商的高效获客和裂变能力吸引了众多企业加入，而小程序的特性与社交电商发现式购买、去中心化、场景丰富等独特优势相得益彰。

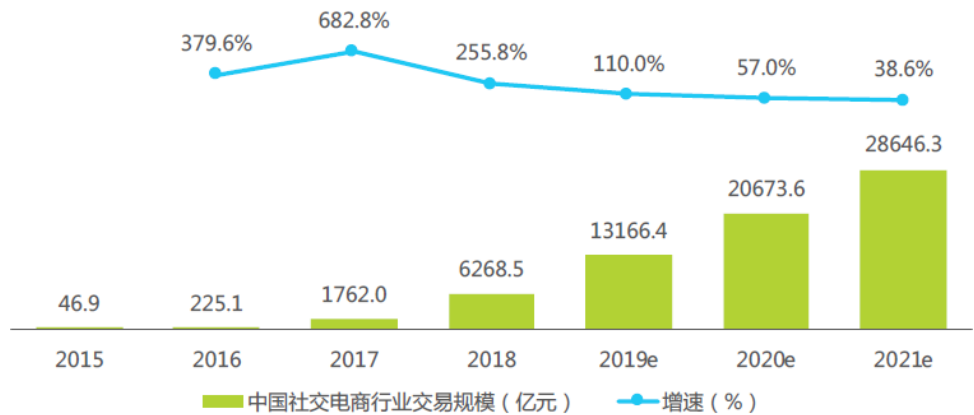
在社交电商中用户既是购买者，也是推荐者。具体来看，社交电商主要有以下三个方面的优势：1) 依托社交裂变降低引流成本，提升用户粘性；2) 多维交互式产业链，可实现零库存分销、精准营销、C2B 定制从而提升供应链效率；3) 去中心化传播网络，为中小供应商发展提供广阔空间。

2018年社交电商成为资本的宠儿，拼多多、云集、蘑菇街等社交电商的上市更是将社交电商推上风口。行业规模快速增长，2018年中国社交电商行业规模达6268.5亿元，同比增长255.8%，成为网络购物市场的一匹黑马。随着社交流量与电商交易的融合程度不断深入，社交电商占网络购物市场的比例也不断增加，2015年-2018年三年间，社交电商占整体网络购物市场的比例从占中国网络购物市场比例从0.1%增加到了7.8%。艾瑞咨询预计，2021



年中国社交电商行业交易规模有望达到 28646.3 亿元。

图 33：2015-2021 年中国社交电商行业规模及增速



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

#### 4. 信息化建设浪潮下，视频会议、物联云百花齐放

受益于信息化建设大趋势，云通信业务未来非常可期。在政策层面方面，近来国家及地方政府全面推动信息化建设发展，以信息化驱动现代化网络强国步伐持续推进，积极推动大数据与云计算、物联网、移动互联网等新一代信息技术融合发展。

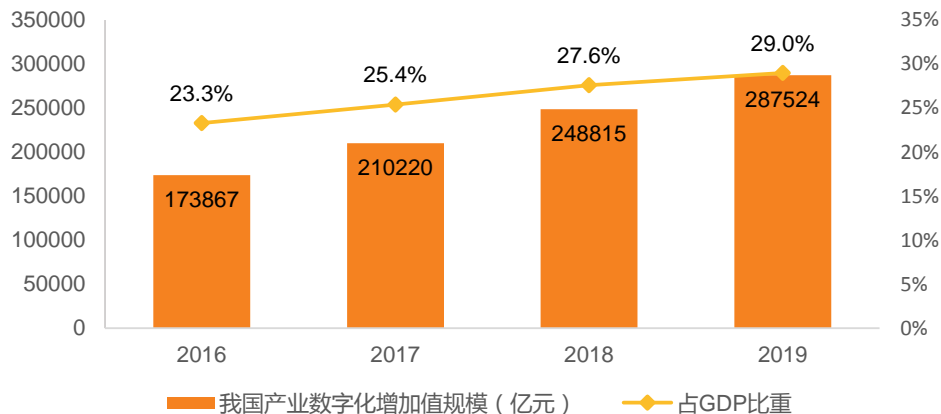
表 5：国家及地方政府出台政策全面推动信息化建设发展

时间	发布单位	政策文件	概要
2016 年 7 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《国家信息化发展战略纲要》	要求加快建设网络强国
2017 年 5 月	国家发改委	《国家重点专项规划之“十三五”国家信息化规划》	明确提出重点突破信息化领域基础技术、通用技术，加强大数据、区块链等新技术基础研发和前沿布局
2017 年 8 月	国务院	《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	从国家层面明确提出具体行动路径及落地规划
2019 年 5 月	广东省人民政府办公厅	《广东省加快 5G 产业发展行动计划（2019-2022 年）》	加快 5G 商用步伐，培育新的经济增长点
2016 年 9 月	深圳市人民政府办公厅	《深圳市信息化发展“十三五”规划》	积极部署实施信息经济战略任务，通过创新商业模式、拓展新应用、突破新技术、创造新服务和开发新资源，着力发展共享经济和“互联网+”新业态，推进信息与智能创新载体建设，推动深圳产业智能化升级，打造信息经济核心产业，抢占信息经济发展先机
2018 年 1 月	深圳市发改委	《深圳市战略性新兴产业发展“十三五”规划》	加快产业发展向创新驱动和生态驱动转变，以产业发展牵引科技创新，以科技创新支撑产业发展

资料来源：中国政府网，各地政府官网，天风证券研究所

根据信通院《中国数字经济发展白皮书（2020 年）》数据显示，2019 年我国产业数字化增加值约为 28.8 万亿元，2005 年至 2019 年年复合增速高达 24.9%，显著高于 GDP 增速，占 GDP 比重由 2005 年的 7% 提升至 2019 年的 29.0%，**产业数字化加速增长，成为国民经济发展的重要支撑力量。**

图 34：我国产业数字化发展情况



资料来源：信通院，天风证券研究所

在数字经济快速发展、推动 5G 建设进程的大背景下，梦网各大云通信服务有望在未来进一步打开公司的市场空间。

#### 4.1. 视频会议线上直播兴起，视讯云业务大有可为

随着云、大数据等新技术的兴起，企业云办公比例越来越高，对线上协同和组织的要求越来越高，疫情期间线上办公、远程会议、短视频、即时通讯等需求暴增。目前，国内远程办公市场刚刚起步，但市场需求旺盛，教育、医疗、党建等领域都得到了广泛的应用。

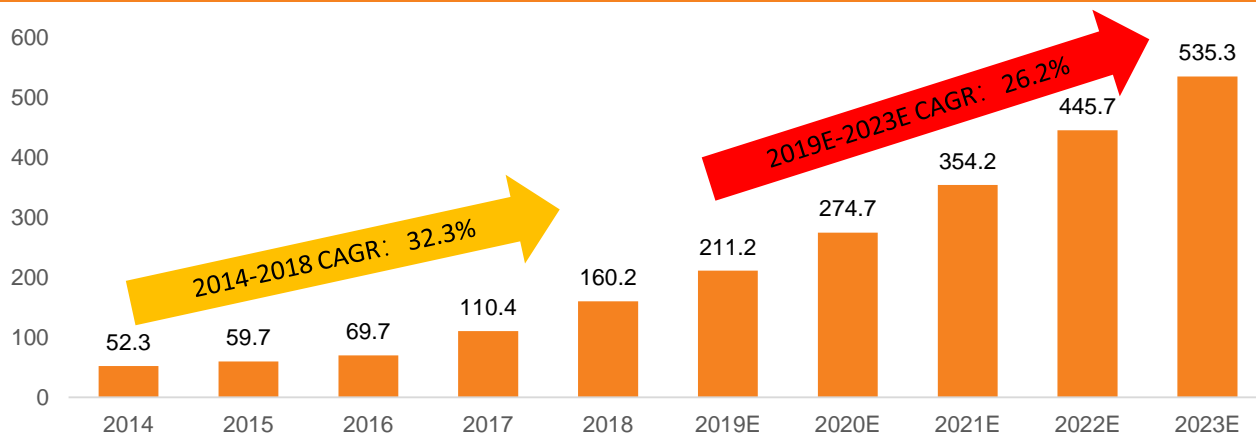
图 35：梦网视讯云满足多行业市场需求



资料来源：梦网视讯云官网，天风证券研究所

在远程办公市场中，视频会议领域发展较为迅速，有着较大发展机会。根据 Frost&Sullivan 报告显示，中国视频会议市场规模由 2014 年的 52.3 亿元增长至 2018 年的 160.2 亿元，增长了两倍多，于该 4 年间实现 32.3% 的年均复合增长，预计市场将于 2019 年至 2023 年间实现高达 26.2% 的年均复合增长，于 2023 年达到 535.3 亿元的市场规模。

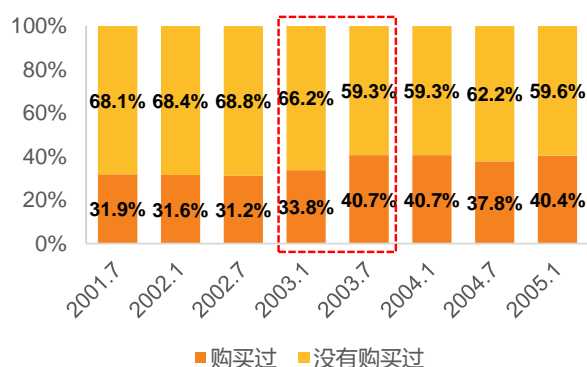
图 36：中国视频会议市场规模（单位：亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，天风证券研究所

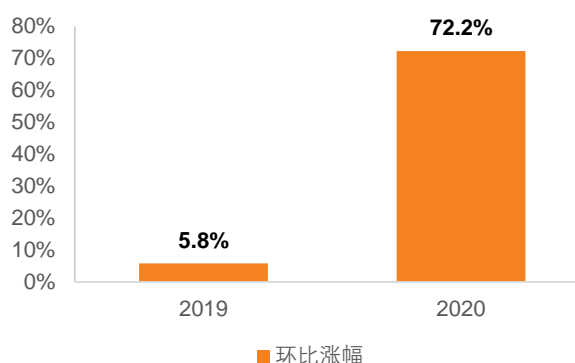
疫情加速中国企业进入在线化、数字化、智能化阶段，每次严重疫情下往往打破用户固有的生活工作习惯，进而带来重要的发展机遇。2003 年非典肆虐，带来了电子商务、在线支付、物流配送等行业的跃迁式发展，实现居民生活线上化，而此次的新型冠状病毒疫情的不发酵，使得 2020 年春节假期被不断延长，倒逼各大企业加快数字化转型脚步，远程办公、在线教育等线上业务行业迎来增长拐点，线上化办公进程加快。而企业直播服务作为企业对内沟通和对外营销的重要线上化端口，经此一疫或将成为未来企业标配。

图 37：2001.7-2005.1 中国网民线上购买商品/服务情况



资料来源：CNNIC，艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

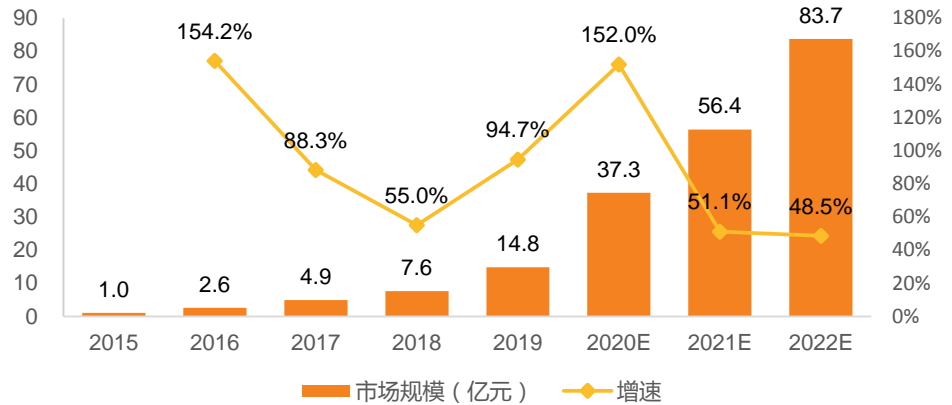
图 38：2019&2020 年复工后效率办公类 APP 环比涨幅



资料来源：mUserTracker 数据库，艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

根据艾瑞咨询显示，中国企业直播服务于 2010 年兴起，2015 年受 C 端秀场、游戏直播影响逐渐进入用户视野，形成上亿的规模体量。2018 年后受在线教育和电商直播的拉动企业直播行业进入发展的快通道，2019 年突破十亿大关，市场收入规模达到 14.8 亿元人民币。之后受 2020 年春节期间疫情影响，企业直播行业客户量同比增长 8-10 倍，基于企业私域流量运营需求和用户教育的完成，未来企业直播服务有望成为企业业务标配，保守预计疫情期间新增客户留存 25%左右，2020 年有望达到 35 亿以上的市场规模。公司产品梦网云播结合垂直行业践行“直播+”理念，为企业提供视频直播能力，在未来有望在企业直播领域开拓更大的份额和空间。

图 39：2015-2022 年中国企业直播服务市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

#### 4.2. 物联网市场蓬勃发展，物联云业务茁壮成长

梦网物联云是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网通信平台，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。产品主要包括梦网智慧物联云平台（MEET 云平台）和物联网卡通信模组（中国及海外多地域、多运营商 2G/3G/4G/NB-IoT 物联网卡和通信模组）。

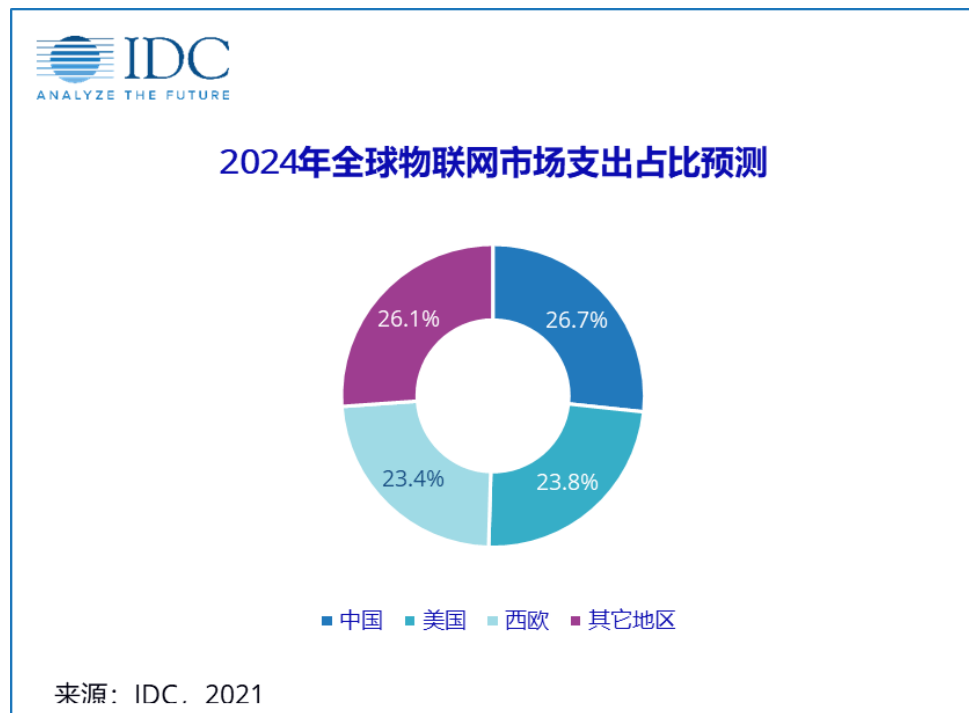
图 40：梦网物联云产品



资料来源：梦网物联网网，天风证券研究所

物联网市场蓬勃发展，中国物联网市场支出未来有望成长为全球第一。IDC 预计，到 2024 年中国物联网市场支出预计将达到约 3000 亿美元，未来 5 年的复合增长率将达到 13.0%。2024 年，中国占全球物联网支出的 26.7%，超越美国成为全球第一大物联网市场。

图 41：2024 年全球物联网市场支出占比预测



资料来源：IDC，天风证券研究所

## 5. 前瞻布局+优质客户+合作伙伴，打造公司核心竞争力

公司云通信服务业务在技术优势、客户资源、运营商渠道、服务质量、品牌效应等方面形成了核心竞争优势。

### 1、创新周期下的 5G 消息先发优势

早在 2018 年，梦网便开始布局 5G 消息，梦网是业内第一个上线 5G 消息商用运营的公司，梦网富媒体消息正是 5G 消息标准版。经过近两年的发展，梦网在行业解决方案上形成了规模化模版积累，5G 消息已经覆盖银行、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，具备了丰富的平台运营经验以及峰值并发处理能力。随着 5G 新消息的全面铺开，梦网依托强大的技术研发能力和服务能力，能够快速将客户需求进行转化，助力企业实现多渠道、多策略、多场景的消息服务。公司还是业界最早推广富信（5G 消息标准版）厂商，已在 9 省 30 多个运营商落地富信资源通道，富信运营经验充分，拥有强大的运营商支撑运维体系，信安审核团队超过 100 人，保证内容安全合规。目前梦网消息云产品富信已在体育、金融、美妆等领域打造成功产品案例。

图 42：富信成功案例



资料来源：公司官网，天风证券研究所



## 2、自主研发的技术优势

经过近二十年的发展，公司培育了一支经验丰富、勇于创新的专业技术研发团队，使公司研发水平在行业内处于领先地位。公司拥有的自主开发并运营的标准产品包括梦网智能消息平台、梦网视讯云平台、智能网关云平台、流量网关云平台、梦网综合监控平台、M-BOSS 综合管理云平台、Nova 高速信息平台等，并基于移动通信网络的各种业务能力及融合通信技术，打通移动互联网和基础通信网络，构建出融合短信、流量、语音、视频等各类信元实时通信及数据能力，满足广大企业与移动用户综合通信需求。除此之外，云平台以 PaaS+SaaS 模式，与企业现有的应用 CRM、ERP、SCM 等进行无缝对接适配，实现产品功能和应用整体效率保持行业领先。在梦网视讯云方面，梦网开发了创新的 Perceptual - Oriented 视觉编码模型，为用户带来更为清晰透彻的视听感受；梦网对各种异构信源建立了更复杂而有效的信源模型，对信源的逼近及数学拟合更为精确，同时对视频信号的时频分布特征的压缩重建更为平滑。

截至 2020 年 12 月 31 日，公司现有员工 999 人，其中研发人数 421 人；获得计算机软件著作权 104 项；专利 79 项；正在申请待审批的专利 93 项，在知识产权方面为公司的发展提供了强有力的保障。

## 3、各行业优质的规模级客户积累

公司一直坚守以客户为中心的理念，十九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。主要客户包括中国银行、招商银行、浦发银行、交通银行、平安集团、华夏银行、光大银行、重庆农商行、深圳农商行、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、新华人寿、阿里巴巴、腾讯、百度、小米、新浪、搜狐、盛大、万达、京东商城、拼多多、亚马逊、苏宁、国美、当当网、唯品会、携程、同程网、顺丰、中通、格力、美的等。梦网优质的客户资源积累为公司奠定了原始积累，为后续业务延伸提供了强大的核心竞争优势。

图 43：梦网科技合作伙伴



资料来源：公司官网，天风证券研究所

#### 4、具备稳定优质的全网渠道

公司是中国移动、中国联通、中国电信的全网服务提供商，以及中国联通和中国电信的长期合作伙伴。梦网科技设立了多个运营商合作中心，主要职能为在全国范围内与电信运营商深入开展移动通讯业务合作，共建 ADC 应用平台、扩充通道规模，同时对已接入的移动信息平台和通道资源进行维护管理。目前已经拥有数万条移动信息通道资源，与数十个省、市的各电信运营商建立了业务合作关系，稳定优质的全网渠道优势明显。同时，在面向未来的富媒体消息业务方面，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，已形成全渠道产品交付能力，并通过沉淀的视频技术解析和处理能力，优化富媒体信息用户体验，建立了差异化的富媒体消息能力。我们认为富媒体消息比传统短信通知服务的客户粘性更高，运营商运营会更为谨慎，放开给的厂商更为稀缺，行业竞争格局相较于传统短信市场更好，价格和利润有望提升。

#### 5、稳定的终端厂商合作优势

公司近年来陆续与华为、小米、oppo、vivo 等国内外知名的终端厂商建立了合作关系，特别是公司迅速融入了华为 HMS 生态体系，为终端原生基础消息服务升级积累了良好的优势。作为终端厂商的主要合作伙伴，为了让消息服务快速推广，梦网与终端厂商建立了互联互通机制，成立了专门的 BG 事业群，不断探索新消息产品服务模式，建立完善、便捷的行业使用场景。公司也在迅速扩大市场规模，积极跟踪企业端需求，并及时反馈给终端厂商，共同制定产品、技术和服务标准，共同挖掘潜在的市场商业机会。因此，基于以上原因，公司能够持续获得终端厂商支持，从而形成长期合作的延续性。

#### 6、领先的服务理念和服务能力

在市场化竞争越来越激烈的移动通讯业务，除产品价格、技术能力之外，服务质量成为企业客户选择移动通讯业务商的关键要素。经过多年的坚持和积累，梦网拥有一支能将客户服务理念真正贯彻执行、并且客户服务经验丰富的运营团队，并在公司内部建立了一套高效的服务模式和服务流程，通过提供比竞争对手更为优质的服务增加了客户黏性。具体而言，梦网以持之贯彻的“专业、负责、真诚、便捷”服务理念，根据客户需求提供一站式的服务解决方案；实施项目经理负责和首问责任制双轨客服系统，除专属服务团队外，还拥有遍布全国的运维团队，通过 35 个城市的营业网点和多种灵活的线上线下的沟通方式，7 × 24 小时随时随地提供一对一客户支持。客户服务的高效性、专业性已经成为梦网吸引企业客户的核心竞争优势之一。

图 44：梦网多点布局销售网络，及时响应客户需求



资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 7、最全的消息产品服务以及行业高度认可

公司产品依托梦网统一消息平台，支持多渠道接入，聚合 5G 消息，富信，短信等，可以进行 Chatbot 管理，媒体编辑审核，策略管理，全网统一发送等能力；同时公司在行业内受高度认可，成立至今囊括各项荣誉资质超百项，唯一四度蝉联“中国互联网 100 强”的云通信企业。

## 6. 盈利预测与投资建议

公司作为国内领先云通信服务商，不仅在企业短信领域做大做强，同时也紧跟 5G 网络建设脚步，布局 5G 消息，有望将传统短信市场提升到一个新的高度。

公司 5G 消息产品形态相较于传统企业短信更为高级，我们认为未来可以有多种盈利模式：1) 按条、2) 按效果、3) 按销售分成、4) 按流量收费等，相较于传统短信业务价格也将有所提升，有利于改善我国当下信息业务增量不增收的情况。

### 6.1. 盈利预测基本假设：

1) **云通信业务**（包括传统企业短信、富信/5G 消息业务、服务号及其他云通信业务）：传统企业短信数量增速减缓，随着 5G 消息/富信的使用以及各云通信业务的发展，21 年营收端有望显著增长，毛利率有望得到改善，预计未来富信业务呈快速发展态势；此外，从 20 年 9 月份开始，梦网已经启动华为服务号全国推介计划，如今公司已经在全国招募了多个城市运营商。华为服务号处于起步阶段，短期内商家、用户数量有望快速增长，长期看形成一定客户粘性后有望成为公司重要的增长点。

2) **电力电能质量与电力安全**：2020 年已剥离。

3) **其他主营业务**（电子电力设备）：营收逐步下降，毛利率维持稳定。

表 6：公司主营业务拆分及预测

单位：百万元		2019	2020	2021E	2022E	2023E
云通信	业务收入	2659.65	2725.82	4120.00	5013.60	5884.80
	同比增速	45.91%	2.49%	51.15%	21.69%	17.38%
	毛利率	18.06%	15.54%	18.87%	19.90%	20.53%
电能质量与电力安全	业务收入	443.64	0.00	0.00	0.00	0.00
	同比增速	-47.15%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	18.47%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他主营业务（电子电力设备）	业务收入	97.40	9.83	7.36	5.36	3.74
	同比增速	-8.37%	-89.91%	-25.13%	-27.11%	-30.25%
	毛利率	84.26%	69.68%	70.00%	70.00%	70.00%
主营业务收入合计	业务收入	3200.70	2735.65	4127.36	5018.96	5888.54
	同比增速	15.61%	-14.53%	50.87%	21.60%	17.33%
	毛利率	20.13%	15.73%	18.96%	19.96%	20.57%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 6.2. 估值分析：

**科大讯飞：**拥有讯飞有声（文字转语音 APP）、讯飞输入法、讯飞听见智能会议系统等与梦网科技消息云、视讯云同类别产品。

**彩讯股份：**拥有彩讯邮件系统、彩讯企业网盘、彩讯统一办公平台、彩讯 5G 新消息平台等云通信业务类产品。

我们选取行业内相关的可比公司（科大讯飞、彩讯股份），根据 2021-2023 年 wind 一致盈利预测，以 2021 年 7 月 23 日收盘价作为参考，以上两家可比公司对应 2021-2023 年平均 PE 估值分别为 70、54 和 41x。我们长期看好富媒体云通信业务的成长空间，考虑 5G 消息发展的广阔空间及公司华为服务号的持续突破，上调公司 21-23 年净利润至 2.3 亿、3.4 亿和 4.9 亿元（原值为 2.3 亿、3.3 亿和 4.6 亿元），对应 EPS 分别为 0.29 元、0.42 元、0.60 元。参考行业可比公司平均估值水平，从一年角度来看，我们认为公司 22 年合理 PE 为 54x，对应股价为 22.68 元，重申“增持”评级。

表 7：可比公司估值对比

证券简称	总市值 (亿元)	wind 一致预期净利润 (亿元)			市盈率		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
科大讯飞	1440.13	17.77	24.02	32.24	81	60	45
彩讯股份	88.00	1.51	1.87	2.34	58	47	38
平均值					70	54	41
梦网科技	163.97				70	48	33

资料来源：Wind，天风证券研究所

截至 20210723，可比公司参考 Wind 一致盈利预测

## 7. 风险提示

### 1、5G 消息发展不及预期

5G 消息应用还处于早期，若公司不能准确判断市场发展趋势，或者不能持续更新具有市场竞争力的 5G 消息产品，将会削弱公司的竞争优势，对公司的持续盈利能力造成不利影响。

## 2、运营商政策变动风险

公司主营业务受运营商政策变化影响较大，尽管现阶段公司运营商资源较为充足，但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，同时由于移动信息技术服务市场的竞争加剧，这对业务毛利水平可能产生不利影响。

## 3、市场竞争加剧风险

云通信行业参与者较多，若公司无法保持竞争优势，或竞争加剧，可能对公司发展及盈利能力造成影响。

## 4、可信通信产品的研发和政策监管风险

从全球视角来看，区块链有可能成为未来金融基础设施的新兴技术。但时至今日，区块链行业还处于发展初期，从技术到应用场景的商业化仍处于推进过程中，同时国内也未出现法定的结算体系。对此，公司将继续研究和探讨区块链技术在云通信领域的应用，同时严格按照国家相关政策监管要求，在合法的范围内实现区块链在通信行业的技术突破。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	688.65	1,088.46	330.19	1,304.43	471.08	营业收入	3,200.70	2,735.65	4,127.36	5,018.96	5,888.54
应收票据及应收账款	1,185.22	1,130.24	2,920.08	1,354.77	3,660.73	营业成本	2,556.33	2,305.28	3,344.71	4,017.26	4,677.52
预付账款	263.61	216.42	329.36	380.20	474.28	营业税金及附加	8.19	4.60	8.25	10.44	11.31
存货	4.26	1.80	635.99	449.36	368.84	营业费用	268.66	99.81	150.65	183.19	214.93
其他	514.77	797.41	731.54	899.39	971.86	管理费用	291.69	172.52	247.64	301.14	353.31
<b>流动资产合计</b>	<b>2,656.51</b>	<b>3,234.33</b>	<b>4,947.16</b>	<b>4,388.15</b>	<b>5,946.79</b>	研发费用	134.81	96.80	144.46	175.66	206.10
长期股权投资	58.47	82.54	82.54	82.54	82.54	财务费用	28.57	19.75	24.43	18.88	12.50
固定资产	257.99	173.67	238.97	299.27	343.58	资产减值损失	(213.80)	(0.79)	0.00	0.00	0.00
在建工程	62.22	145.79	123.48	122.09	103.25	公允价值变动收益	(3.86)	(24.94)	(38.10)	(65.12)	56.11
无形资产	301.82	261.83	233.05	204.28	175.51	投资净收益	280.86	58.99	114.39	151.41	108.27
其他	2,618.40	2,635.66	2,622.80	2,612.37	2,611.47	其他	(0.20)	(115.39)	(152.58)	(172.59)	(328.76)
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,298.90</b>	<b>3,299.49</b>	<b>3,300.84</b>	<b>3,320.56</b>	<b>3,316.36</b>	<b>营业利润</b>	<b>(150.55)</b>	<b>119.02</b>	<b>283.50</b>	<b>398.69</b>	<b>577.25</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,955.41</b>	<b>6,533.82</b>	<b>8,248.44</b>	<b>7,708.86</b>	<b>9,263.34</b>	营业外收入	10.84	3.83	5.16	6.61	5.20
短期借款	622.99	850.72	922.66	600.00	636.95	营业外支出	20.02	5.17	8.21	11.13	8.17
应付票据及应付账款	638.88	716.31	1,284.42	1,009.47	1,730.07	<b>利润总额</b>	<b>(159.73)</b>	<b>117.68</b>	<b>280.44</b>	<b>394.17</b>	<b>574.28</b>
其他	490.18	352.57	962.15	739.52	1,031.08	所得税	110.14	15.29	36.46	51.24	74.66
<b>流动负债合计</b>	<b>1,752.05</b>	<b>1,919.60</b>	<b>3,169.22</b>	<b>2,348.99</b>	<b>3,398.10</b>	<b>净利润</b>	<b>(269.86)</b>	<b>102.40</b>	<b>243.99</b>	<b>342.92</b>	<b>499.62</b>
长期借款	0.00	126.32	178.16	120.00	126.11	少数股东损益	8.21	1.23	9.39	2.30	9.52
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(278.07)</b>	<b>101.17</b>	<b>234.60</b>	<b>340.63</b>	<b>490.10</b>
其他	24.98	18.70	28.01	23.89	23.53	每股收益(元)	(0.34)	0.12	0.29	0.42	0.60
<b>非流动负债合计</b>	<b>24.98</b>	<b>145.02</b>	<b>206.17</b>	<b>143.89</b>	<b>149.65</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,777.02</b>	<b>2,064.62</b>	<b>3,375.39</b>	<b>2,492.88</b>	<b>3,547.74</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	1.51	10.36	19.75	22.04	31.56	<b>成长能力</b>					
股本	804.10	811.54	811.74	811.74	811.74	营业收入	15.61%	-14.53%	50.87%	21.60%	17.33%
资本公积	2,426.78	2,538.94	2,538.94	2,538.94	2,538.94	营业利润	-595.75%	-179.05%	138.20%	40.63%	44.79%
留存收益	3,593.64	3,806.97	4,041.57	4,382.20	4,872.30	归属于母公司净利润	-453.91%	-136.38%	131.89%	45.20%	43.88%
其他	(2,647.64)	(2,698.61)	(2,538.94)	(2,538.94)	(2,538.94)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,178.39</b>	<b>4,469.20</b>	<b>4,873.05</b>	<b>5,215.98</b>	<b>5,715.60</b>	毛利率	20.13%	15.73%	18.96%	19.96%	20.57%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,955.41</b>	<b>6,533.82</b>	<b>8,248.44</b>	<b>7,708.86</b>	<b>9,263.34</b>	净利率	-8.69%	3.70%	5.68%	6.79%	8.32%
						ROE	-6.66%	2.27%	4.83%	6.56%	8.62%
						ROIC	-4.50%	3.05%	6.84%	6.91%	11.88%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	29.84%	31.60%	40.92%	32.34%	38.30%
净利润	(269.86)	102.40	234.60	340.63	490.10	净负债率	-1.57%	-2.49%	15.81%	-11.20%	5.11%
折旧摊销	73.83	118.88	45.79	49.86	53.30	流动比率	1.52	1.68	1.56	1.87	1.75
财务费用	22.52	31.60	24.43	18.88	12.50	速动比率	1.51	1.68	1.36	1.68	1.64
投资损失	(280.86)	58.99	(114.39)	(151.41)	(108.27)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(24.27)	122.42	(1,309.34)	976.86	(1,323.17)	应收账款周转率	2.24	2.36	2.04	2.35	2.35
其它	616.46	(37.19)	(28.71)	(62.83)	65.64	存货周转率	17.60	901.59	12.94	9.25	14.39
<b>经营活动现金流</b>	<b>137.82</b>	<b>397.10</b>	<b>(1,147.62)</b>	<b>1,171.98</b>	<b>(809.90)</b>	总资产周转率	0.51	0.44	0.56	0.63	0.69
资本支出	(215.08)	100.61	50.69	84.11	50.36	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(2.95)	24.08	0.00	0.00	0.00	每股收益	-0.34	0.12	0.29	0.42	0.60
其他	422.05	(504.61)	79.46	117.84	(104.37)	每股经营现金流	0.17	0.49	-1.41	1.44	-1.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>204.02</b>	<b>(379.92)</b>	<b>130.15</b>	<b>201.95</b>	<b>(54.01)</b>	每股净资产	5.15	5.49	5.98	6.40	7.00
债权融资	622.99	977.04	1,100.82	720.00	763.06	<b>估值比率</b>					
股权融资	(111.17)	161.05	135.43	(18.88)	(12.50)	市盈率	-58.97	162.08	69.89	48.14	33.46
其他	(811.16)	(826.17)	(977.04)	(1,100.82)	(720.00)	市净率	3.93	3.68	3.38	3.16	2.88
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(299.35)</b>	<b>311.92</b>	<b>259.21</b>	<b>(399.69)</b>	<b>30.57</b>	EV/EBITDA	23.96	36.78	47.49	33.21	25.43
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	26.77	58.47	54.55	37.17	27.73
<b>现金净增加额</b>	<b>42.50</b>	<b>329.09</b>	<b>(758.27)</b>	<b>974.24</b>	<b>(833.35)</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com