

## 彩讯股份(300634.SZ)

## 信创邮箱领先企业，AI全栈布局拓展价值边界

## 推荐（首次）

股价：31.11 元

## 主要数据

|               |                    |
|---------------|--------------------|
| 行业            | 计算机                |
| 公司网址          | www.richinfo.cn    |
| 大股东/持股        | 深圳市百睿技术有限公司/20.10% |
| 实际控制人         | 杨良志,曾之俊            |
| 总股本(百万股)      | 451                |
| 流通 A 股(百万股)   | 435                |
| 流通 B/H 股(百万股) |                    |
| 总市值(亿元)       | 140                |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 135                |
| 每股净资产(元)      | 5.95               |
| 资产负债率(%)      | 19.4               |

## 行情走势图



## 证券分析师

|     |                                                            |
|-----|------------------------------------------------------------|
| 闫磊  | 投资咨询资格编号<br>S1060517070006<br>YANLEI511@pingan.com.cn      |
| 黄韦涵 | 投资咨询资格编号<br>S1060523070003<br>HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn |

## 研究助理

|     |                                                            |
|-----|------------------------------------------------------------|
| 王佳一 | 一般证券从业资格编号<br>S1060123070023<br>WANGJIAYI446@pingan.com.cn |
|-----|------------------------------------------------------------|

## 平安观点：

- 国产邮箱领军企业，AI 全栈布局打开想象空间。公司以手机邮箱起家，逐步发展为产业互联网技术及服务供应商，打造协同办公、智慧渠道、云和大数据三大产品线，实现从算力到应用的 AI 业务全栈布局，拓展公司业务边界。公司背靠中国移动积极拓展下游，与多家行业头部客户紧密合作，确立了行业内的竞争地位。公司股权结构相对集中，股权激励充分，高度绑定核心骨干人员。公司打造的“双中台”体系筑牢技术壁垒，开发 RichAI 超级工厂实现 AI 业务全栈布局。公司 2024 年单三季度业绩表现良好。公司 2024 年前三季度控费效果明显，盈利能力有望进一步提升。
- 邮箱为基打造协同办公产品优势，数字员工有望带来新增量。协同办公平台作为办公管理系统的重要组成部分，信创渗透程度较深。邮箱系统作为企业信息化管理的重要一环，借信创之势逐渐释放国产化替换需求。公司基于信创邮箱打造完备的协同办公产品线，客户拓展成效明显。公司 RichMail 系统拥有国产自主知识产权，已实现全栈信创兼容。公司智能邮箱深度融合 AI 能力，同时发力 B/C 端，未来随其集成更多 AI 能力并逐渐实现规模商用，有望成为公司协同办公业务的重要驱动力。此外，公司基于对行业大势的判断，在数字员工方面深度布局，有望进一步打开协同办公业务增量市场。
- 智慧渠道凝聚亿级用户运营能力，5G+AI 打开成长空间。公司智慧渠道系列产品丰富，携手中国移动沉淀了亿级用户运营能力。公司签约华为，构建完善的鸿蒙 App 开发集成框架，深度融入鸿蒙生态。公司作为 5G 消息平台行业重要服务提供商和规则制定积极参与者，积极把握 5G 新通话发展趋势，深耕运营商并积极拓展下游。在数字人领域，公司孵化众多商用数字人产品，打开 5G 时代通话领域的“数字生活入口”。此外，公司推出国内首个图生音乐 AI 应用“彩铃图歌乐”，B 端赋能运营商业业务，C 端打开想象空间。公司智慧渠道业务持续增长，5G+AI 有望打开成长空间。

|           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,195 | 1,496 | 1,697 | 2,033 | 2,461 |
| YOY(%)    | 34.7  | 25.2  | 13.4  | 19.8  | 21.1  |
| 净利润(百万元)  | 225   | 325   | 294   | 356   | 439   |
| YOY(%)    | 50.9  | 44.3  | -9.4  | 21.2  | 23.2  |
| 毛利率(%)    | 42.2  | 38.7  | 41.7  | 41.9  | 42.4  |
| 净利率(%)    | 18.8  | 21.7  | 17.3  | 17.5  | 17.8  |
| ROE(%)    | 9.9   | 12.5  | 9.4   | 10.4  | 11.7  |
| EPS(摊薄/元) | 0.50  | 0.72  | 0.65  | 0.79  | 0.97  |
| P/E(倍)    | 62.4  | 43.2  | 47.7  | 39.4  | 32.0  |
| P/B(倍)    | 6.2   | 5.4   | 4.5   | 4.1   | 3.7   |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **背靠“移动云”发力国资云，布局智算基础设施拓展业务边界。**三大运营商共同发力推动国资云快速发展，移动云稳居第一梯队。公司云和大数据业务深耕“移动云”生态，作为移动云等电信运营商国资云的核心供应商，公司在 B 端和 C 端不断扩展云业务范围，承接多项运营商等领域的国资云建设项目。公司与中国移动在个人云盘领域密切合作，相关产品结合 AI 能力不断迭代升级，有望为公司云和大数据业务带来持续增量。此外，公司基于 RichAICloud 发力智算基础设施，已可提供万卡集群管理的解决方案，云和大数据产品将逐渐向智算领域延伸。
- **盈利预测与投资建议：**公司是国产邮箱领先企业，基于信创邮箱深度布局信创赛道，背靠中国移动沉淀了亿级用户运营能力，同时在国资云领域深度布局。此外，公司基于 RichAI 超级工厂，打造从 AI 算力到 AI 应用的全栈业务能力。AI 算力方面，公司可提供万卡集群管理的解决方案；AI 应用方面，公司同时发力 C 端及企业级市场，将为公司未来发展打开较大想象空间。我们认为，公司凭借其完备的产品体系和领先的技术优势，未来将受益于信创、国资云及 AI 产业发展，持续高质量发展。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 16.97/20.33/24.61 亿元，同比增速分别为 13.4%/19.8%/21.1%；归母净利润为 2.94/3.56/4.39 亿元，同比增速分别为-9.4%/21.2%/23.2%；EPS 分别为 0.65/0.79/0.97 元，根据 2025 年 3 月 7 日公司收盘价，对应 2024-2026 年 PE 分别为 47.7x/39.4x/32.0x。我们看好公司的未来发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 信创工程推进不及预期。2) 下游客户拓展不及预期。3) 业务线拓展不及预期。

# 正文目录

|                                              |           |
|----------------------------------------------|-----------|
| <b>一、 国产邮箱领军企业，AI 全栈布局打开想象空间</b>             | <b>6</b>  |
| 1.1 手机邮箱起家，打造三大核心产品线                         | 6         |
| 1.2 高度重视研发，“双中台”构建技术壁垒，RichAI 超级工厂实现 AI 全栈布局 | 8         |
| 1.3 公司单三季度业绩表现良好，盈利能力有望进一步提升                 | 9         |
| <b>二、 邮箱为基打造协同办公产品优势，数字员工有望带来新增量</b>         | <b>11</b> |
| 2.1 RichMail 全栈信创兼容，国产替代需求有望持续释放             | 11        |
| 2.2 智能邮箱产品能力全线升级，数字员工打开想象空间                  | 13        |
| <b>三、 智慧渠道凝聚亿级用户运营能力，5G+AI 打开成长空间</b>        | <b>15</b> |
| 3.1 携手中移沉淀亿级用户运营能力，签约华为深度融入鸿蒙生态              | 15        |
| 3.2 把握 5G 新通话发展趋势，AI+数字人开辟成长空间               | 16        |
| <b>四、 背靠“移动云”发力国资云，布局智算基础设施拓展业务边界</b>        | <b>18</b> |
| <b>五、 盈利预测</b>                               | <b>21</b> |
| 5.1 盈利预测                                     | 21        |
| 5.2 估值分析                                     | 22        |
| 5.3 投资建议                                     | 23        |
| <b>六、 风险提示</b>                               | <b>23</b> |

图表目录

图表 1 公司发展历程 ..... 6

图表 2 公司业务布局 ..... 6

图表 3 2023 年公司前五大客户贡献销售额及占比 ..... 7

图表 4 2019-2023 年公司前五大客户合计营收占比 ..... 7

图表 5 公司股权结构情况（截止 2024 年 6 月 30 日） ..... 7

图表 6 公司员工持股计划及股票激励计划情况 ..... 8

图表 7 2020 年-2024H1 公司研发投入及增速 ..... 8

图表 8 2019 年-2023 年公司研发人员情况 ..... 8

图表 9 “双中台”体系结构图 ..... 9

图表 10 “双中台”体系与三大产品线关系图 ..... 9

图表 11 彩讯 RichAI 超级工厂 ..... 9

图表 12 RichAIBox 架构 ..... 9

图表 13 2020 年-2024Q3 公司营业收入及增速 ..... 10

图表 14 2020 年-2024Q3 公司归母净利润及增速 ..... 10

图表 15 2020 年-2024H1 公司营收结构 ..... 10

图表 16 2020 年-2024H1 公司各项业务增速 ..... 10

图表 17 公司毛利率、期间费用率、归母净利润率分析 ..... 11

图表 18 公司期间费用率分析 ..... 11

图表 19 办公系统信创落地流程（以政府及国央企为例） ..... 11

图表 20 2021-2027 年协同办公信创市场规模及增速 ..... 11

图表 21 信创办公软件相关政策 ..... 12

图表 22 2023 年数字中国信创大赛信创赛道全国总决赛获奖名单 ..... 12

图表 23 公司 AI 邮箱写作摘要功能展示 ..... 14

图表 24 公司 AI 邮箱接入 DeepSeek ..... 14

图表 25 5G 消息 CSP 管理平台的金融行业应用案例 ..... 14

图表 26 2020 年-2024H1 公司协同办公业务收入及增速 ..... 15

图表 27 公司与中国移动在智慧渠道领域的项目汇总 ..... 16

图表 28 公司创新型折叠屏适配方案 ..... 16

图表 29 2019 年 - 2024 年我国移动电话基站数（万个） ..... 16

图表 30 公司基于数字人打造的 5G 视频秘书 ..... 17

图表 31 公司 3D 数字人生成产品 ..... 17

图表 32 彩灵图歌乐生成作品展示 ..... 17

图表 33 彩灵图歌乐一键生成歌曲、支持个性化定义 ..... 17

图表 34 彩铃图歌乐应用场景展示 ..... 18

图表 35 2020 年-2024H1 公司智慧渠道业务营收及增速 ..... 18

图表 36 2016 年-2025 年我国非公有云服务市场规模 ..... 19

图表 37 2021 年-2024H1 三大运营商云收入（亿元） ..... 19

图表 38 公司助力运营商云盘产品开发案例 ..... 20

图表 39 彩讯 RichAICloud 架构 ..... 20

图表 40 RichMoss 超大规模算力集群管理平台 ..... 20

图表 41 2020 年-2024H1 公司云和大数据业务收入及增速 ..... 21

图表 42 彩讯股份简要损益预测表 ..... 22

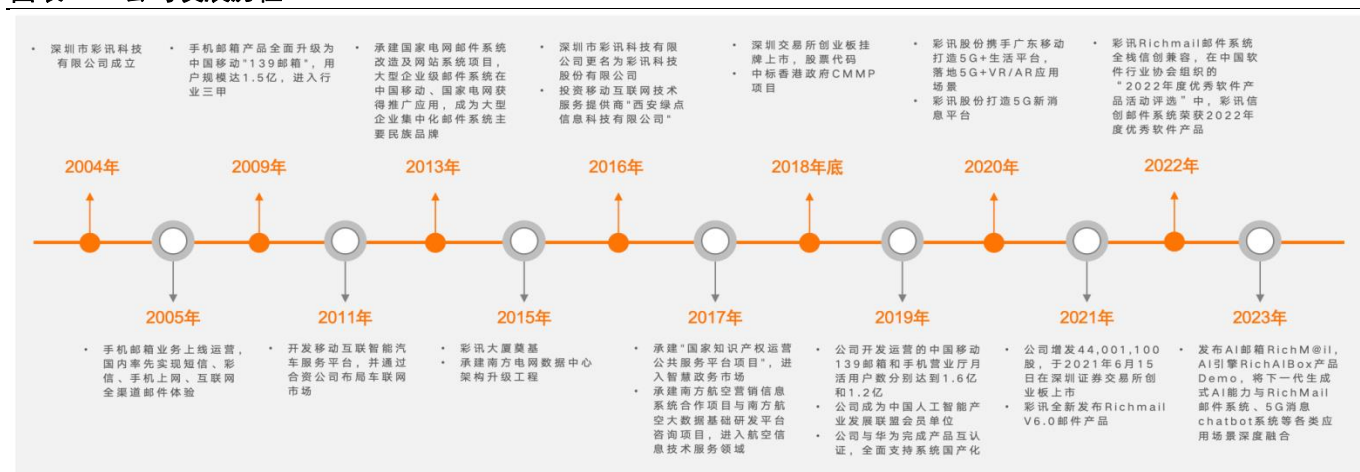
图表 43 彩讯股份同行业可比公司估值比较 ..... 22

# 一、 国产邮箱领军企业，AI 全栈布局打开想象空间

## 1.1 手机邮箱起家，打造三大核心产品线

手机邮箱起家，逐步发展为产业互联网技术及服务供应商。公司 2004 年创立后一直专注于企业数字化转型赛道。2005 年，公司的核心软件产品手机邮箱业务正式上线运营。2009 年，公司邮箱产品全面升级为中国移动“139 邮箱”。2018 年，公司在深交所创业板挂牌上市。2019 年，公司与华为完成产品互认证，全面支持系统国产化。2022 年，彩讯 RichMail 邮件系统全栈信创兼容。2023 年，公司发布 AI 邮箱 RichMail，深度融合生成式 AI 能力。2024 年，开发了 RichAI 超级工厂，围绕 AI+ 元宇宙构造全景生态。同年，图生音乐 AI 应用“图歌乐”全球首发并正式开启公测。公司深耕行业二十年，背靠中国移动积极拓展下游领域，沉淀出信息技术服务领域整体解决方案，实现从算力到应用的全栈 AI 业务布局，助力电信、金融、政府、交通、能源等行业客户实现产业数字化转型和智能化升级。

图表1 公司发展历程



资料来源：公司官网、平安证券研究所

三大业务线产品体系完备，全栈 AI 布局拓展业务边界。公司在为中国移动提供产品、研发、运维等一站式支撑服务的过程中不断积累，以企业信息化建设为切入点打造了协同办公、智慧渠道、云和大数据三大核心产品体系，以满足企业用户的信息化需求。同时，公司持续深入布局AI 赛道，已陆续与百度、智谱AI、360 等大模型厂商达成框架合作。AI 算力方面发力算力集群建设，AI 应用方面，在 B 端及 C 端均有产品实现应用落地。后续公司产品线有望持续完善，在 AI 方面的全栈布局有望进一步提升产品性能、拓展公司业务边界。

图表2 公司业务布局

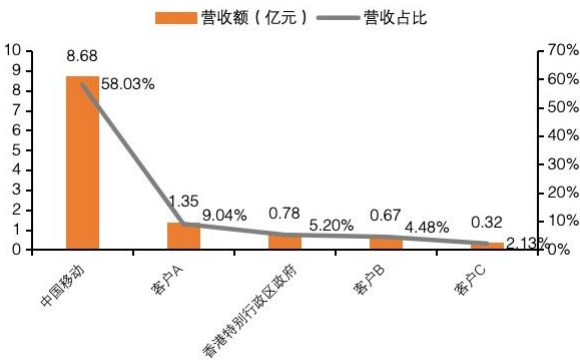


资料来源：公司官网、平安证券研究所



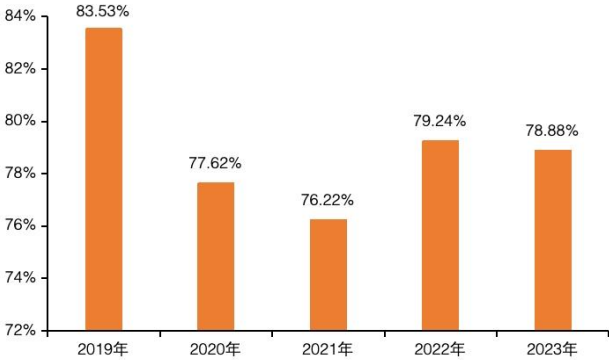
背靠中国移动积极拓展下游，与行业头部客户紧密合作。公司深耕运营商应用市场二十年，为电信行业客户持续稳定地提供数字化产品和整体解决方案，积累了丰富的业务设计及平台演进经验，在业务系统整合方面拥有较强的技术储备和整合能力，已发展成电信运营商行业核心应用供应商之一。在长期服务运营商的过程中，公司积累和沉淀了深厚的技术能力以及丰富的项目经验，品牌效应突出，将产品和服务快速复制到新的行业和客户中，为客户提供有针对性的解决方案，助力各行业大中型企业实现数字化转型。公司在能源、金融、交通等国家重点行业都有多年积累，已拥有国家电网、南方电网、中国银行、中国人寿、上海银行、国航、南航众多优质客户，确立了在行业内的竞争地位。

图表3 2023 年公司前五大客户贡献销售额及占比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

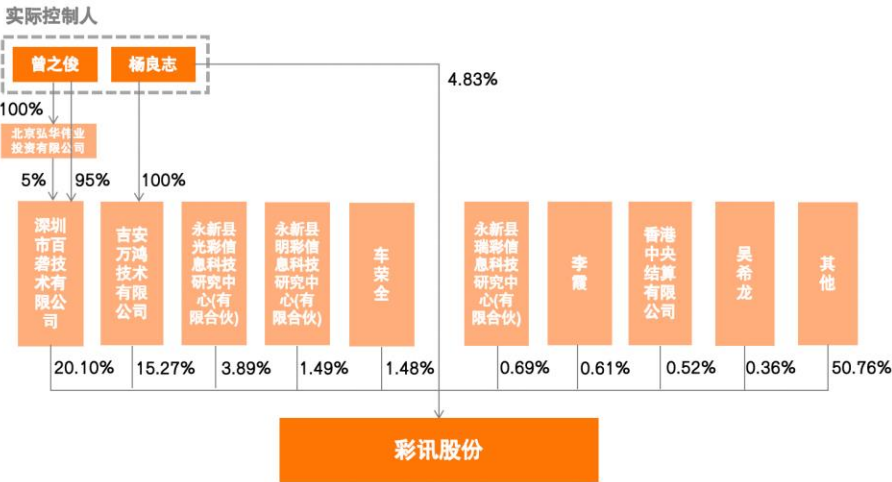
图表4 2019-2023 年公司前五大客户合计营收占比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司股权结构相对集中，股权激励绑定骨干人才。董事长杨良志先生与董事曾之俊先生为一致行动人，且同为公司的实际控制人。截至 2024 年 6 月 30 日，杨良志直接持有公司 4.83% 的股份，并通过其控股子公司吉安万鸿技术有限公司控制公司 15.27% 的股份，共持有 20.10% 的股份；曾之俊通过其全资子公司深圳市百睿技术有限公司控制公司 20.10% 的股份，二者持股比例合计 40.2%，公司股权相对集中。光彩信息、明彩信息、瑞彩信息是公司的员工持股平台，合计持有公司 6.07% 的股份。此外，公司股权激励充分，2021 年 9 月、2023 年 12 月、2024 年 7 月，公司分别发布股权激励计划，激励对象以公司核心技术、业务人员为主，高度绑定核心骨干人员。

图表5 公司股权结构情况（截止 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表6 公司员工持股计划及股票激励计划情况

| 日期      | 形式        | 激励对象人数    | 股票数量（万股）        | 说明                                           |
|---------|-----------|-----------|-----------------|----------------------------------------------|
| 2021.9  | 限制性股票激励计划 | 178(首次授予) | 首次授予 600；预留 150 | 首次授予日为 2021 年 9 月 15 日，授予价格为 12.78 元/股（调整后）  |
| 2023.12 | 限制性股票激励计划 | 1         | 200             | 授予日为 2023 年 12 月 15 日，授予价格为 12 元/股           |
| 2024.7  | 限制性股票激励计划 | 230(首次授予) | 首次授予 500；预留 100 | 首次授予日为 2024 年 7 月 23 日，授予价格为 14.832 元/股（调整后） |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 高度重视研发，“双中台”构建技术壁垒，RichAI 超级工厂实现 AI 全栈布局

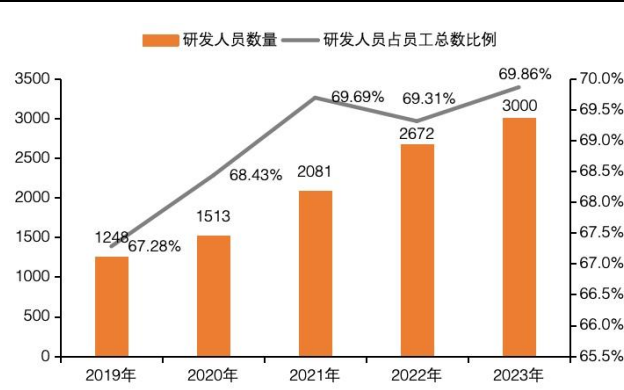
公司高度重视研发，研发投入力度持续加大。2024 年上半年公司的研发投入金额为 1.78 亿元，同比增长 31.28%，占总收入的 22.85%。在研发人员方面，截止 2023 年公司共有研发人员 3000 人，占比 69.86%，同比增长 12.28%。公司研发投入力度持续加大，研发人员数量持续扩充，稳固了公司技术的行业领先地位，助力创新业务快速拓展。据公司 2024 年半年报披露，截止 2024 年 6 月 30 日，公司及子公司已拥有专利 62 项、国家版权局登记的软件著作权 401 项、商标 87 项。

图表7 2020 年-2024H1 公司研发投入及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8 2019 年-2023 年公司研发人员情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

“双中台”体系筑牢公司技术壁垒，提升复用率实现降本增效。公司始终专注于企业数字化转型领域，将多年研发形成的核心产品和服务标准化，构建了高度模块化和组件化的 IT 中台和运营中台的“双中台”体系，沉淀了数据分析和挖掘、业务流程自动化、语音识别、自然语言处理等多项 AI 技术能力。其中 IT 中台形成“组件式”开发体系和“积木式”组装能力。据公司 2024 年半年报披露，2023 年 IT 中台新增近百个自研组件，累积组件达 1600 余个；IT 中台自研组件复用率提升至 87%，复用 3 次及以上占比达 65%。运营中台完成 9 个运营平台的解耦封装，支持私有化部署及多模型融合适配，实现运营中台和 AI 大模型技术有效结合，以对话式运营数字分身和数字人等展现形式实现日常业务的智慧化管理。



图表9 “双中台”体系结构图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表10 “双中台”体系与三大产品线关系图



资料来源：公司公众号、平安证券研究所

公司推出彩讯 RichAI 超级工厂，构建覆盖 AI 业务的全栈服务能力。RichAI 超级工厂分为三层：1) 算力基础设施管理层 RichAICloud：依托 AIBoost 平台提供分布式算力管理，及算力优化等能力，可以快速构建高效的 AI 算力集群。2) 应用开发工具平台层 RichAIBox：旨在帮助大中型国有企业以及所有 B 端客户快速定制化开发 AI 应用，已接入 DeepSeek，垂直领域大模型能力全面革新，公司的 AI 邮箱和 AI 云盘均通过 AIBox 进行产品开发升级。3) 行业应用解决方案：包含 toB 和 toC 的 AI 应用以及相关行业解决方案能力，可针对各行业痛点需求定制 AI+元宇宙方案，如数字员工、营销助手等，加速行业数字化转型与智能化升级。

图表11 彩讯 RichAI 超级工厂



资料来源：公司公众号、平安证券研究所

图表12 RichAIBox 架构



资料来源：公司公众号、平安证券研究所

公司发力 AI 算力及 AI 应用，大模型研发成果显著。1) AI 算力方面：公司构建了 AI 原生云计算解决方案 RichAICloud，旨在帮助企业构建高效的超大规模算力集群。该方案可适配英伟达算力、常规算力，也可在国产华为等算力上定制。2) AI 应用方面：B 端，公司在企业级市场提供包括 AI 邮箱、数字人、5G 新通话、数字员工等产品，以及基于自研的 AIBox 一站式 AI 开发平台，助力企业客户实现个性化、智能化的应用场景。C 端，公司的 AI 音乐生成应用“彩灵图歌乐”已经吸引了数十万 C 端用户。此外，在大模型能力方面，彩讯交互式内容生成算法、彩讯睿驰大模型算法均已完成备案。

### 1.3 公司单三季度业绩表现良好，盈利能力有望进一步提升

公司 2024 年单三季度业绩表现良好。公司 2024 年前三季度实现营业收入为 12.10 亿元，同比增长 10.72%；归母净利润为 1.95 亿元，同比下降 36.36%，主要由于公司投资的航天软件于 2023 年 5 月科创板上市，其股价波动对公司利润端造成了负向影响；扣非归母净利润为 1.85 亿元，同比增长 1.04%，接近上年全年扣非归母净利润水平。公司 2024 年单三季度营业收入为 4.29 亿元，同比增长 19.26%；单三季度归母净利润为 7,718.75 万元，同比增长 37.65%。公司 2024 年单三季度业绩表现良好。公司积极把握 AI、信创和 5G 等产业机遇，重点布局信创邮箱、国资云以及 AI 应用和算力等核心领域，我们认为，公司业绩未来有望保持稳步增长。

图表13 2020年-2024Q3 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

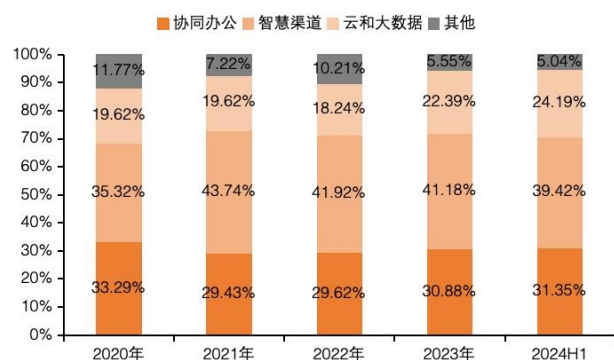
图表14 2020年-2024Q3 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

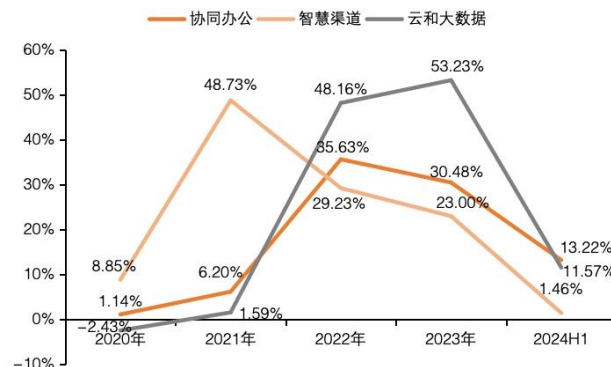
公司三大产品线业务收入均实现稳健增长，毛利率维持在较高水平。营收方面，2024年上半年，公司协同办公、智慧渠道、云和大数据业务分别实现营业收入2.45亿元、3.08亿元、1.89亿元，同比增速分别为13.22%/1.46%/11.57%。公司三大产品线收入均实现稳健增长，为公司整体业绩增长提供支撑。毛利率方面，2024年上半年，公司协同办公、智慧渠道、云和大数据产品线分别实现毛利率50.52%、34.42%、40.17%，均维持在较高水平。

图表15 2020年-2024H1 公司营收结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

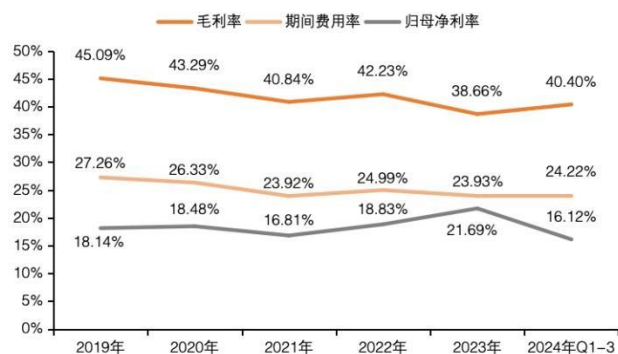
图表16 2020年-2024H1 公司各项业务增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

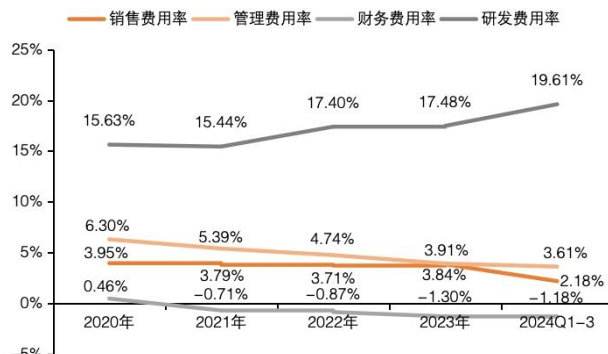
公司控费效果明显，盈利能力有望进一步提升。近年来，公司销售费用率始终保持在4%以下，管理费用率也从2020年的6.30%降至2024年前三季度的3.61%，费用率的控制保证了公司在研发费用率整体呈上升趋势的情况下，净利率进一步提升。此外，公司毛利率较为稳定，基本保持在40%以上。我们判断，随着公司三大核心产品线持续发展，整体运营效率将持续提升，盈利能力有望进一步增强。

图表17 公司毛利率、期间费用率、归母净利润率分析



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表18 公司期间费用率分析



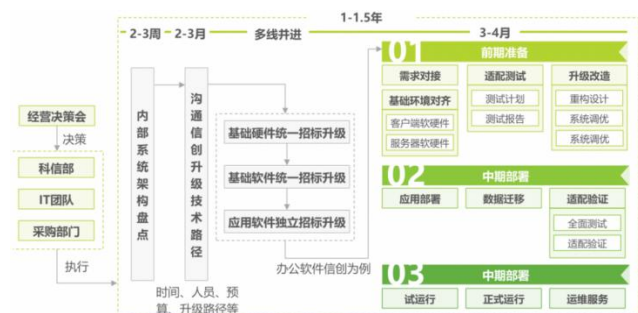
资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 二、邮箱为基打造协同办公产品优势，数字员工有望带来新增量

### 2.1 RichMail 全栈信创兼容，国产替代需求有望持续释放

协同办公平台信创渗透程度较深，国产邮箱需求逐渐释放。党政是信创产业落地的起步领域，2013 年即开始在公文系统领域实行国产化替代，金融、电信等八大行业紧随其后，其他行业的信创国产化替代也有望逐步启动。其中，应用软件的国产替代遵循由办公管理系统到一般业务系统再到核心业务系统的路径。协同办公平台作为办公管理系统的重要组成部分，整体信创渗透程度较深，大部分协同办公厂商已完成信创环境兼容测试的前期工作，正处在全面落地推广阶段，在党政、金融、军工等行业有深度渗透。据艾瑞咨询统计，2023 年，我国协同办公信创市场规模为 13 亿元，同比增长 16.1%，预计 2027 年市场规模将达到 21 亿元。邮箱系统作为企业信息化管理的重要一环，也借信创之势逐渐释放国产化替换需求。据智研咨询统计，我国邮件系统行业产值规模已从 2015 年的 48.75 亿元增长至 2024 年的 93.74 亿元。

图表19 办公系统信创落地流程（以政府及国央企为例）



资料来源：艾瑞咨询公众号、平安证券研究所

图表20 2021-2027 年协同办公信创市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

政策方面：政策明确办公软件替换节点，央企先行，民营企业有望逐渐放量。“十四五”规划中明确指出，到 2025 年行政办公及电子政务系统要全部完成国产化替代。党政机关及央企被要求优先采用国产邮箱系统，例如上海市卫健委要求 2025 年 6 月前完成医院信创改造，涵盖邮件系统替换。根据艾瑞咨询数据，2023 年，国产协同办公平台在国央企场景中渗透率为 58%，民营企业仅为 4%。我们预计，近几年国央企的国产化替代将持续驱动协同办公市场实现增长。随着原数字化架构达到使用年限，且国产办公产品性能及生态建设逐渐实现使用体验的无感切换，民营企业的信创替换也将逐渐放量。



**资金方面：**央行、地方政府通过专项资金和特别国债支持信创领域发展，例如 2024 年超长期特别国债重点投向科技自立领域。此外，超长期特别国债已发行完毕，地方隐性债务置换即将实现接“接力”，化债资金的逐步投放将减轻地方隐性债务压力，为信创采购释放资金空间。

图表21 信创办公软件相关政策

| 政策名称                                     | 发布单位           | 发布时间    | 相关内容                                                                                                                                                                        |
|------------------------------------------|----------------|---------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| “十四五”软件和信息技术服务业发展规划                      | 工信部            | 2021.11 | 协同攻关应用软件，面向金融、建筑、能源、交通等重点行业领域应用需求加快突破金融核心业务系统、建筑信息建模和建筑防火模拟、智能能源管理、智能交通管理、智能办公等应用软件                                                                                         |
| “十四五”推进国家政务信息化规划                         | 发改委            | 2021.12 | 2025 年国家电子政务网要基本实现政务信息化的安全可靠应用建立安全可靠应用推进长效机制，确保政务信息化建设和应用的全流程安全可靠                                                                                                           |
| “十四五”数字经济发展规划                            | 国务院            | 2022.1  | 到 2025 年，在线政务要翻一倍，行政办公及电子政务要全部完成国产化替代                                                                                                                                       |
| 深圳市关于促进消费持续恢复的若干措施                       | 深圳市发改委、深圳市商务局等 | 2022.5  | 原则上新增办公系统、业务系统中信创产品的采购比例，金融、能源、教育、医疗、电信、交通等重点领域不低于 20%；新增关键信息基础设施中信创产品的采购比例，党政机关、国资国企不低于 40%                                                                                |
| 广东省贯彻落实国务院《扎实稳住经济的一揽子政策措施》实施方案           | 广东省人民政府        | 2022.6  | 提升信创产品和政务服务在党政机关日常办公、业务系统和重要基础设施应用的广度深度；进一步发挥广东省信创产业联盟作用，构建标准统一的信创保障服务体系，搭建全链条信创生态发布和供需对接渠道，形成集群规模效应                                                                        |
| 广东省数字政府改革建设 2023 年工作要点                   | 广东省政务服务数据管理局   | 2023.3  | 按照“信创为常态，非信创为例外”的原则，加大政务信息化项目信创技术审核力度。建设 30 家数字政府信创适配测试中心，推动信创技术攻关和适配测试。建设完善信创综合服务网，提供信创软硬件产品、解决方案、技术创新成果展示及产品应用问题反馈等服务。加强信创开发环境技术集成，提升信创生态质量，逐步实现研发过程和知识资产自主可控             |
| 关于 2023 年中央和地方预算执行情况与 2024 年中央和地方预算草案的报告 | 财政部            | 2024.3  | 推动高水平科技自立自强。加大多元化科技投入，深化财政科技经费分配使用机制改革，全面提升科技自主创新能力。中央本级科技支出安排 3708 亿元、增长 10%，重点向基础研究、应用基础研究、国家战略科技任务聚焦。完善竞争性支持和稳定支持相结合的基础研究投入机制，持续增加基础研究财政投入，中央本级基础研究支出安排 980 亿元、增长 13.1%。 |
| 关于 2023 年中央和地方预算执行情况与 2024 年中央和地方预算草案的报告 | 财政部            | 2024.11 | 从 2024 年开始，我国将增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务；同时，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债，两项政策累计直接增加地方化债资源 10 万亿元。2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还                                  |
| 关于做好教育系统软件正版化工作的通知                       | 教育部、国家版权局      | 2024.11 | 2027 年底前，教育系统软件正版化长效机制基本建立，教育系统软件正版率显著提升，全面使用正版操作系统软件、办公软件和杀毒软件，使用未经软件著作权人授权的软件情况基本杜绝                                                                                       |

资料来源：各政府网站、工信部网站、财政部网站、教育部网站、平安证券研究所

**公司基于信创邮箱打造完备协同办公产品线，客户拓展成效明显。**公司深耕邮箱产品，基于 RichMail 邮件系统，叠加数字员工、139 邮箱等产品，打造协同办公产品体系，主要为电信运营商、大型企业、政府和高校等组织提供智慧办公协同管理软件和服务。公司持续智能化升级产品线，基于 RichAIBox 打造彩讯数字员工产品，利用 Agent 能力整合企业内部信息系统原有能力，无缝集成并优化企业业务流程，打造每个人专属的数字员工，助力企业提升运营效率。2024 年，公司已为客户提供企微导购助手、不动产智能顾问、办公助手等多场景的数字员工产品和解决方案。此外，公司可支撑客户开发 139 邮箱系列智能和个性化 AI 功能。公司主要客户涵盖中国移动、华为云、南方电网、中国人保、中国银行、中国建筑等。

**RichMail 系统拥有国产自主知识产权，已实现全栈信创兼容。**公司 RichMail 邮箱系统已完成全栈信创认证，拥有如邮件安全网关技术等多项国家专利技术，率先实现对微软 Exchange 和原 IBM Domino 邮件系统的替代。此外，公司自主产品与国内主流信创生态实现适配，覆盖服务器、操作系统、中间件、数据库全产业链；并针对华为生态重点发力，完成华为泰山服务器、公有云以及私有云的认证，成为华为智能计算邮件系统解决方案合作伙伴以及政务云合作伙伴。在 2023 数字中国创新大赛信创赛道中，彩讯 RichMail 信创邮件系统斩获华南赛区一等奖及 2023 数字中国创新大赛信创赛道三等奖。获鲲鹏应用创新大赛 2023 广东赛区三等奖等荣誉。未来随着企业数字化转型与信创工程的推进，公司信创邮箱有望凭借其强大的客户基础和全栈信创适配能力，在提升优势领域客户粘性和渗透率的同时，逐步向其他领域拓展，打开巨大市场空间。

图表22 2023 年数字中国信创大赛信创赛道全国总决赛获奖名单

| 奖项  | 作品名称                          | 参赛单位                        | 奖项  | 作品名称                         | 参赛单位           |
|-----|-------------------------------|-----------------------------|-----|------------------------------|----------------|
| 一等奖 | 达梦启云数据库云服务系统                  | 武汉达梦数据库股份有限公司               | 三等奖 | 基于鲲鹏生态的 WinStack 轻量金融云解决方案   | 云宏信息科技股份有限公司   |
|     | 全栈式自主可控的企业资源计划与生产运营系统（电网管理平台） | 中国南方电网有限责任公司、南方电网数字电网集团有限公司 |     | 基于信创环境的手写电子化签名身份鉴别国产商用密码应用系统 | 重庆傲雄在线信息技术有限公司 |

|         |                         |                                   |  |                      |                |
|---------|-------------------------|-----------------------------------|--|----------------------|----------------|
| 二等<br>奖 | 深信服新一代远程办公安全信创零信任解决方案   | 深圳市深信服信息安全有限公司                    |  | 新型算力网络管理平台           | 中国移动通信集团广东有限公司 |
|         | 多模多态企业级分布式数据库           | 天津南大通用数据技术股份有限公司                  |  | 具有自主孪生能力的选煤厂工业互联网平台  | 南京业恒达智能系统有限公司  |
|         | Galaxybase 金融智能风控解决方案   | 浙江创邻科技有限公司                        |  | 德尔塔 DInst 数据挖掘系统     | 天津德尔塔科技有限公司    |
|         | 电力纵深安全防护安全隔离体系解决方案      | 国网福建省电力有限公司信息通信分公司、南京南瑞信息通信科技有限公司 |  | RichMail 信创邮箱系统      | 彩讯科技股份有限公司     |
|         | 悟空图像专业处理软件 PhotoSir     | 北京亦心科技有限公司                        |  | 分布式新能源场站物联管理平台       | 国网信息通信产业集团有限公司 |
|         | ZStack 信创云平台            | 上海云轴信息科技有限公司                      |  | 环保产污治污联防联控管理平台       | 江苏汇环环保科技有限公司   |
|         | SuperMap 信创云原生 GIS 解决方案 | 北京超图软件股份有限公司                      |  | 新一代数字化审计平台           | 北京至臻云智能科技有限公司  |
|         | -                       | -                                 |  | 国产工业实时操作系统（Intewell） | 科东（广州）软件科技有限公司 |

资料来源：工业和信息化部电子第五研究所公众号、平安证券研究所

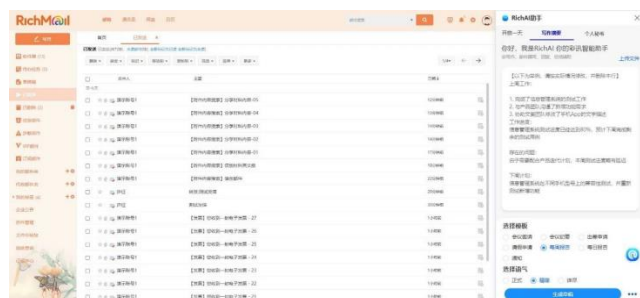
2.2 智能邮箱产品能力全线升级，数字员工打开想象空间

AI 技术正在深度重构办公场景，微软 Copilot 与国产厂商共同推动行业变革。微软通过 Microsoft365Copilot 将 GPT-4 等大模型深度融入 Office 套件，实现文档智能生成、数据跨平台整合及邮件自动化处理，并嵌入 Copilot+PC 硬件生态拓展应用场景。国内方面，金山办公推出 WPSAI，以文档自动生成、智能排版等功能推动付费版本价格提升；DeepSeek 已深度渗透到办公软件生态、企业服务工具及开发者工具中，推动办公流程智能化转型。技术趋势上，AI 正从单一工具向全流程协同进化，如金山办公布局数据分析与 PPT 美化，形成“创作-协作-管理”闭环。此外，邮箱系统作为高频入口，通过智能分类、自动摘要等功能可减少信息处理时间，成为国产厂商在信创政策下的重点突破方向。随着 AI 成本下降及垂直场景深化，AI+办公软件有望带来较大增量市场。

公司智能邮箱融合 AI 技术升级产品能力。邮箱是 AIGC 应用落地的优质场景之一，公司的 AI 智能邮箱助手是基于大模型打造的新一代类秘书的智能服务助手，可实现对邮件数据的智能整合、分析和反馈，全栈支持国产化软硬件适配。公司智能邮箱结合通用人工智能发展了三大核心能力：类秘书的主动服务能力、基于大模型的信息整合处理能力及跨域信息获取和存储能力，整体协同办公产品线也将逐步迈入智能化阶段。公司智能邮箱产品在对标 Google 的 Gmail 等海外产品的同时，更加注重国内特有场景的研发，以匹配国内用户的需求。随着公司智能邮箱后续逐步开展测试、优化，并投入商用，将成为拉动公司协同办公业务发展的新增长点。

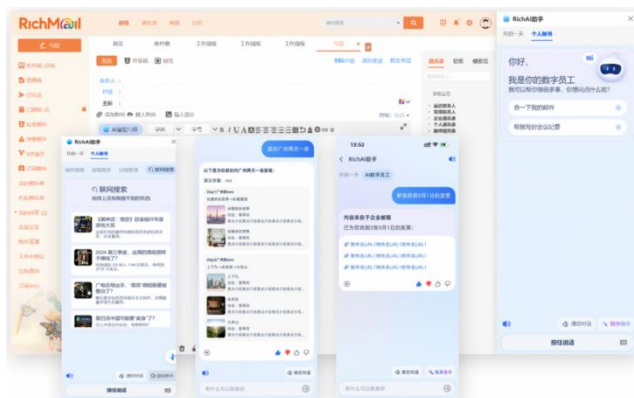
AI 邮箱有望驱动协同办公业务成长。2023 年公司推出中国首个智能邮箱产品，将生成式 AI 技术与传统电子邮件系统融合，发展了类秘书的主动服务能力、基于大模型的信息整合处理能力及跨域信息获取和存储能力三大核心产品能力。2025 年 6 月，彩讯 AI 邮箱完成了与 DeepSeek 的集成，将实现对现有智能场景的全方位升级。彩讯 AI 邮箱在商业化过程中分为企业邮箱和个人邮箱两个版本。企业邮箱凭借良好的客户基础，已有落地案例，根据公司官网消息，某大型企业通过在 RichMail 邮件系统中集成 AI 邮箱助手产品，实现日常邮件办公效率提升至少 20%；公司个人 AI 邮箱将协同中国移动 139 邮箱的客户侧实现共同发展。2024 年，公司 AI 信创邮箱荣获中国软件产业 40 年典型产品。未来随着彩讯 AI 邮箱集成更多 AI 能力并逐渐进入规模商用阶段，有望成为公司协同办公业务的重要驱动力。

图表23 公司 AI 邮箱写作摘要功能展示



资料来源：公司公众号、平安证券研究所

图表24 公司 AI 邮箱接入 DeepSeek



资料来源：公司公众号、平安证券研究所

公司协同办公业务朝“数字员工”方向持续推进。数字员工以大模型为智能大脑，通过自研的 RAG 能力打通企业内部知识库，利用 Agent 能力整合信息系统，打通不同系统的交互边界，无缝集成并优化企业业务流程，助力企业提升运营效率。数字员工可以面向多种场景如：智慧办公、渠道营销、客服应用等，提供量身定制的技术解决方案；同时支持多种展现形式，如独立端、邮箱端、OA 端等，确保产品能够无缝集成到企业的现有系统中，实现高效协同工作，助力企业快速实现智能化转型升级。数字员工是企业办公的发展趋势，未来公司协同办公产品线将围绕邮箱、统一办公平台，结合 AI 及元宇宙朝着“数字员工”方向继续推进。

图表25 5G 消息 CSP 管理平台的金融行业应用案例



资料来源：公司公众号、平安证券研究所

邮箱产品支撑协同办公业务稳健增长，数字员工打开想象空间。2024 年上半年，公司协同办公产品线实现收入 2.45 亿元，同比增长 13.22%，实现稳健增长，毛利率约为 50.52%，较上年同期提升 5.4 个百分点，协同办公是公司目前毛利率最高的业务。公司协同办公产品线以邮箱产品为核心，信创及 AI 的加持下，有望持续稳健增长。此外，公司基于对行业大势的判断，在数字员工方面深度布局，有望进一步打开协同办公业务增量市场。



图表26 2020年-2024H1 公司协同办公业务收入及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 三、智慧渠道凝聚亿级用户运营能力，5G+AI 打开成长空间

#### 3.1 携手中移沉淀亿级用户运营能力，签约华为深度融入鸿蒙生态

公司智慧渠道系列产品丰富，携手中移动沉淀亿级用户运营能力。智慧渠道产品线重点服务企业数据化运营和管理，为客户提供获客、活跃等效果导向的平台建设和运营服务，助力企业保障数字化转型的效果。主要包括彩讯极速营销平台、5G消息 CSP 平台、数智人平台、私域流量营销平台等多个产品模块。根据公司 2024 年半年报，公司参与建设和运营多个用户规模过亿的产品和互联网战略产品，包括中国移动旗下手机营业厅、移动云盘、139 邮箱、咪咕音乐等多款产品，服务超过 10 亿终端消费用户。智慧渠道核心存量业务稳中有增，客户粘性强。公司在 5G 消息、虚拟数字人、元宇宙等领域业务拓展成果明显，将为智慧渠道产品线的发展带来新机遇。

公司签约华为，深度融入鸿蒙生态。2024 年，公司与华为公司正式签约，达成鸿蒙合作。彩讯构建了一套完善的鸿蒙 App 开发集成框架，涵盖开发、测试、运维、运营、监控等多个维度，以确保移动端技术架构的稳固。在安全方面，从应用安全、数据安全、终端安全等多个层面保障安全构建，打造完善的鸿蒙 APP 客户端技术架构体系，并支撑客户开发了多款鸿蒙版手机 APP。作为华为鸿蒙 ISV 重要合作伙伴，公司于 2024 年初启动与某运营商合作开发手机营业厅鸿蒙 APP 项目，为各省用户提供查询缴费、业务办理、权益订购等统一线上服务能力，目前该营业厅 APP 已上架华为应用商店。针对华为折叠屏手机的适配工作，公司采用了原生适配+分栏的创新方案，完美适配了折叠屏设备的特殊需求，进一步提升用户体验。

图表27 公司与中国移动在智慧渠道领域的项目汇总

| 年份   | 合作项目                                                                                                                                                                  |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2020 | 咪咕音乐软件开发项目、浙江移动手机营业厅项目、内蒙古移动积分运营支撑服务项目、广东移动全省互联网营销推广项目、中移动信息统一门户运营项目、广东移动异业合作能力提升项目等                                                                                  |
| 2021 | 中移动信息统一门户运营项目、139邮箱全网运营项目、中移互联网用管中心运营项目、浙江移动手机营业厅项目、咪咕动漫彩印运营项目等                                                                                                       |
| 2022 | 中移动信息统一门户运营项目、中移互联网分省运营支撑、中移互联网权益运营支撑、浙江移动手机营业厅项目、咪咕公司新模式分省运营支撑项目等                                                                                                    |
| 2023 | 5G消息CSP管理平台项目、联通上海权益项目、中移互联网和留言视频秘书能力合作项目、工行牡丹卡中心e生活平台、平安银行微信立减金项目、浦发银行借记卡信用卡营销项目、深智城APP开发项目、广州唯品会网络推广服务项目等                                                           |
| 2024 | 中国移动APP应用系统鸿蒙版开发；中移动智慧中台运营、广东移动呼叫秀项目、中移互联网和留言视频秘书能力合作项目、5G消息CSP管理平台项目、上海联通自主研发软件合作项目、联通沃音乐视频彩铃和新通信运营支撑项目、线上旅博会建设项目、元宇宙文旅开发项目、深智城智信通平台项目、浦发银行微信立减金项目、平安银行信用卡借记卡营销活动项目等 |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表28 公司创新型折叠屏适配方案

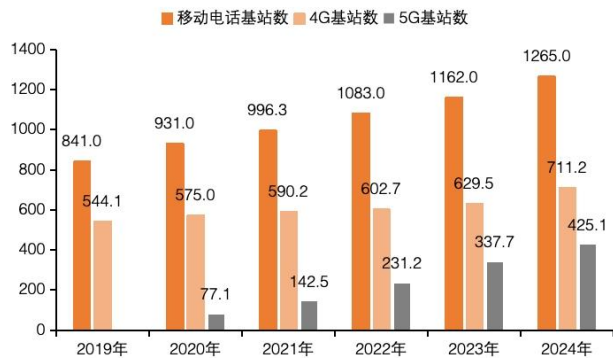


资料来源：公司公众号、平安证券研究所

3.2 把握 5G 新通话发展趋势，AI+数字人开辟成长空间

5G 消息是对短信能力的全面升级，以手机号作为用户 ID，支持企业与个人之间的实时动态交互，将成为最有价值的服务入口和服务载体。运营商目前大力推行的“5G 新通话”，本质是对简单语音通话服务进行视频化、富媒体化的信息增强，而虚拟人在此基础上衍生出的“数智人”正是 5G 新通话的重要环节之一。2020 年是 5G 大规模商用年，我国三大运营商联合发布 5G 消息白皮书，大力开展 5G 新型基础设施建设，全面升级基础通信服务,助力各行各业数字化转型发展。根据工信部数据，截至 2024 年底，我国 5G 基站总数达 425.1 万个，较上年末净增 87.4 万个，占移动电话基站总数达 33.6%，占比较上年末提升 4.5 个百分点。

图表29 2019 年 – 2024 年我国移动电话基站数（万个）



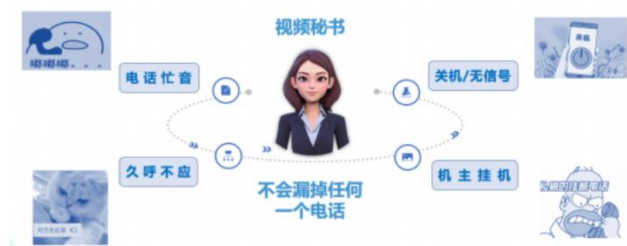
资料来源：工信部网站、平安证券研究所

公司积极把握 5G 新通话发展趋势，深耕运营商并积极拓展下游。公司作为中国通信企业协会常务委员单位、工信部信通院 5G 消息工作组理事单位，是 5G 消息平台行业重要服务提供商和规则制定积极参与者，也是三大运营商的 5G 消息头部合作伙伴。公司的 5G 消息 CSP 管理平台可借助 AI 技术为不同行业客户提供垂直行业场景的 Chatbot 解决方案，目前公司 5G 消息平台已全面兼容 iOS 与安卓系统，具备全网接入能力并获得行业客户认可。此外，公司推出一系列创新 AI 产品，如数字人、图生音乐/视频、AI 通话名片、AI 来电秘书等，打造贯穿“5G 新通话”前中后外的全场景智慧应用。根据公司公众号信息，客户拓展方面，公司目前已经面向银行、电商、旅游等行业推出 5G 消息解决方案，已成功覆盖 100+ 行业客户，

服务终端用户数超过 6000 万，累计注册 Chatbot（5G 消息聊天机器人）超过 30 万个，推送消息超 20 亿条。未来，公司将继续发挥 5G 平台产品服务优势，加快 5G 消息在企业级全业务场景的落地，开拓智慧渠道业务收入增长空间。

**AI+数字人赋能公司业务，多场景智能化加速落地。**在数字人领域，公司作为中国虚拟现实与元宇宙产业联盟的理事单位，孵化 5G 视频秘书、数字人外呼、数字人资产管理等众多商用数字人产品。其中，公司为运营商用户定制开发的 5G 视频秘书产品由数字人帮用户代接电话，反馈来电意图，具备视频回看、联系人管理、自定义开场白，个性化 IP 形象定制，多场景回复等智能化功能。未来通过生成式 AI 技术的引入，公司将大幅度提升虚拟数字人的多模态交互能力，带来视频智能交互的全新通话体验，成为 5G 时代通话领域的“数字生活入口”。

图表30 公司基于数字人打造的5G视频秘书



资料来源：公司公众号、平安证券研究所

图表31 公司 3D 数字人生成产品



资料来源：公司公众号、平安证券研究所

公司推出国内首个图生音乐 AI 应用“彩铃图歌乐”，B 端赋能运营商业，C 端打开想象空间。2024 年 3 月，音乐生成模型 SunoAI 公布 V3 版本，带火 AI 音乐，并荣获“音乐界的 ChatGPT”的头衔。10 月 16 日，Suno 上线图片生成歌曲的功能。此前，10 月 13 日，彩铃图歌乐全球首发，成为首个支持图片生成歌曲的 AI 应用，在 B 端可为运营商增值业务提供技术支持，同时打开 C 端较大想象空间。截止 2024 年 12 月，“彩铃图歌乐”已积累了数十万 C 端用户。彩铃图歌乐基于新一代多模态大模型技术构建，可以将任意一张照片智能生成一首歌曲，极大降低音乐制作的门槛，未来有望在通话个人专属彩铃、云端网盘 AI 音乐、明星粉丝互动 AI 音乐、酒店 AI 音乐、餐饮 AI 音乐、车载 AI 音乐等场景实现应用落地。

图表32 彩铃图歌乐生成作品展示



资料来源：公司公众号、平安证券研究所

图表33 彩铃图歌乐一键生成歌曲、支持个性化定义



资料来源：公司公众号、平安证券研究所

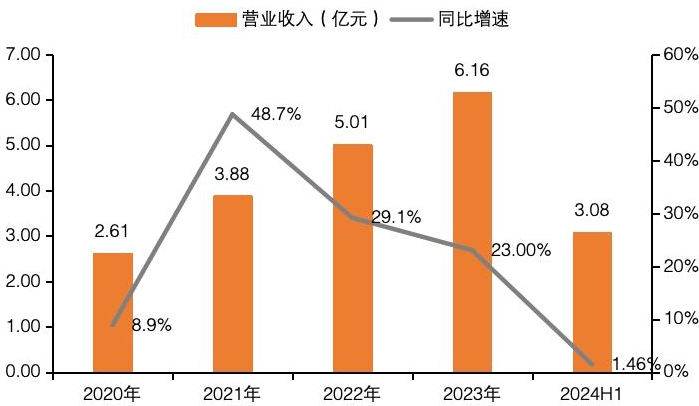
图表34 彩铃图歌乐应用场景展示



资料来源：平安证券研究所

智慧渠道业务持续增长，5G+AI 有望打开公司成长空间。公司是运营商智慧渠道细分领域的领先企业，2024 年上半年，公司智慧渠道产品线收入 3.08 亿元，同比实现 1.46%的平稳增长，毛利率为 34.42%。公司凭借在运营商领域的多年深耕经验积累和亿级用户运营能力，借助 5G 消息市场的快速发展，同时深度融合 AI、大数据等新兴技术，其智慧渠道产品线的成长空间有望进一步拓展。

图表35 2020 年-2024H1 公司智慧渠道业务营收及增速



资料来源：公司官网、平安证券研究所

#### 四、 背靠“移动云”发力国资云，布局智算基础设施拓展业务边界

央国企上云以私有云为主，以运营商为代表的国资云加速渗透。国资云是指由国有企业建设和运营、专门服务于国有企业的云平台，旨在保障国有数据资产安全和推进国有企业数字化转型。由于业务复杂且行业监管严格，央国企对云平台有较高的个性化定制需求和数据安全合规要求，因此央国企上云主要采用以私有云为主的混合云部署方案。国务院国资委自 2020 年以来先后印发《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》，《国资委关于加快推进中央企业上云的指导意见》等多项政策，提出要加快推进国有企业数字化转型。未来，在国资在线监管系统的存量转化、国企 IT 资源集约化建设带来的新的变



革需求，以及数据安全等多重因素催化下，我国国资云市场将持续快速发展。艾瑞咨询预测 2025 年我国非公有云服务市场规模将达到 3050 亿元，国资云市场规模将达到 2449 亿元。

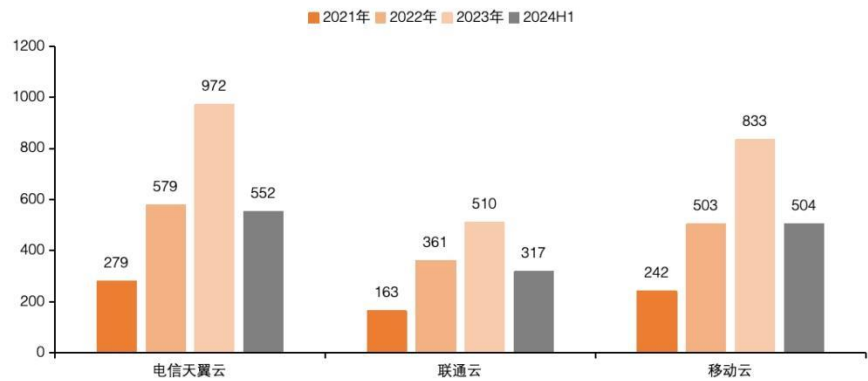
图表36 2016 年-2025 年我国非公有云服务市场规模



资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

三大运营商共同发力推动国资云快速发展，移动云稳居第一梯队。国资云市场最主要的参与方为 IT 基础设施厂商、公有云 IaaS 厂商、电信运营商、私/专有云厂商。近年来，以运营商为代表的国资云正在快速增长，渗透率持续提升。根据三大运营商 2024 年半年报，2024 年上半年，三大运营商云业务收入共计 1373 亿元，其中移动云稳居国内云服务商第一阵营，收入为 504 亿元，同比增长 19.3%，其中 C 端的个人移动云盘为 48 亿元，同比增长 47.7%，B 端的 IAAS+PAAS 收入增速位居头部云服务商首位。

图表37 2021 年-2024H1 三大运营商云收入 (亿元)



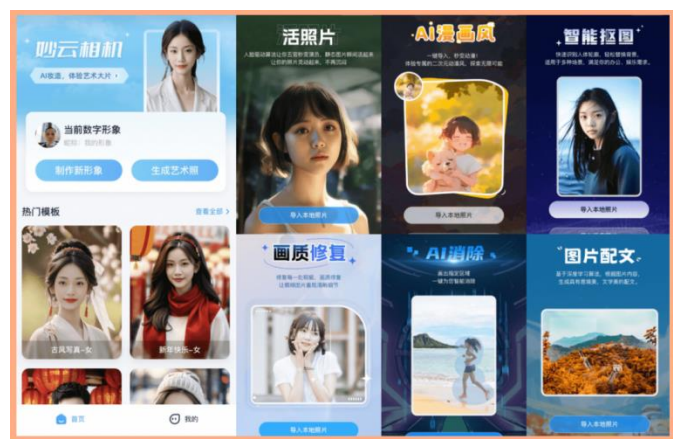
资料来源：各公司公告、平安证券研究所

公司云和大数据业务基于“移动云”生态拓展成效明显。云和大数据产品线贯穿云方案、云迁移、云运维各个环节，助力企业数字化转型。云业务方面，公司深耕“移动云”生态，作为移动云等电信运营商国资云的核心供应商，在 B 端和 C 端不断扩展云业务范围，在 PaaS 端建设运营运维方面提供开发支撑，在 SaaS 端与运营商共同提供云盘、邮箱、数据安全等应用和服务。大数据业务方面，公司通过梧桐引凤信息平台的建设，推进大数据服务升级。2024 年，公司承接了多项运营商等领域的国资云建设项目，如中移互联网移动云盘开发项目、中移互联网移动云盘运营维护项目、浙江移动云 MSP 技术服务项目、中移在线经营分析系统项目、中移信息大数据能力及产品运营服务项目、中移信息鸿鹄信息平台项目等。

公司与中国移动在个人云盘领域密切合作，AI 加持业务发展。个人云盘是基于公有云为个人用户提供服务的 SaaS 产品。公司智能云盘产品涵盖存储备份、多端同步、在线管理、群组分享、AI 助手等核心能力，帮助用户存储个人数字资产，以及

多终端内容的同步和管理。公司联合中国移动打造的中国移动云盘，已成为中国移动继语音、短信、流量后的“第四项基础服务”。公司在 2023 年中国移动全球合作伙伴大会上重磅发布 AI 云盘，此次对中国移动云盘的 AI 升级有望提升产品的用户活跃度和转化率，助推中国移动云盘市场份额进一步提升。根据中国移动 2024 年半年报，中国移动个人移动云盘 2024 年上半年收入达 48 亿元，同比增长 47.7%。个人云盘行业在经历了商业模式探索 and 用户付费意识培养后，逐渐进入发展成熟期，其极强的传播属性为未来的可持续发展提供了保障。同时，公司智能云盘结合 AI 能力不断迭代升级，有望为公司云和大数据业务带来持续增量。

图表38 公司助力运营商云盘产品开发案例



资料来源：公司官网、平安证券研究所

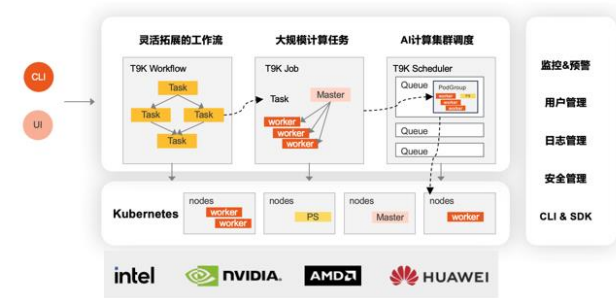
公司基于 RichAICloud 发力智算基础设施，拓展云和大数据业务边际。公司智算中心业务核心参与的是算力的运营环节，包括从前期的规划部署到后期的运维管理，即整个算力中心的软件端。公司构建了 AI 原生云计算解决方案 RichAICloud，底层是下一代 AI 原生云计算架构 RichNet，中间层是实现万卡集群管理的 RichMoss 超大规模算力集群管理平台，顶层是针对大语言模型/文生图/视频的 RichBoost 高性能大模型训推平台。基于 RichAICloud，GPU 集群峰值算力利用率最高可达 55%，可为客户节省 25% 以上网络设备成本投入。目前，该解决方案已在多个千亿参数级别大模型训练/推理、AI 工具加速等方面落地。此外，公司联合生态伙伴共同推广销售昇腾服务器产品，打造软硬一体的智算中心服务能力。公司积极布局智算赛道，已拥有第一梯队的技术及做过万卡集群的团队，基于 RichAICloud，其云和大数据产品将逐渐向智算领域延伸。

图表39 彩讯 RichAICloud 架构



资料来源：公司公众号、平安证券研究所

图表40 RichMoss 超大规模算力集群管理平台

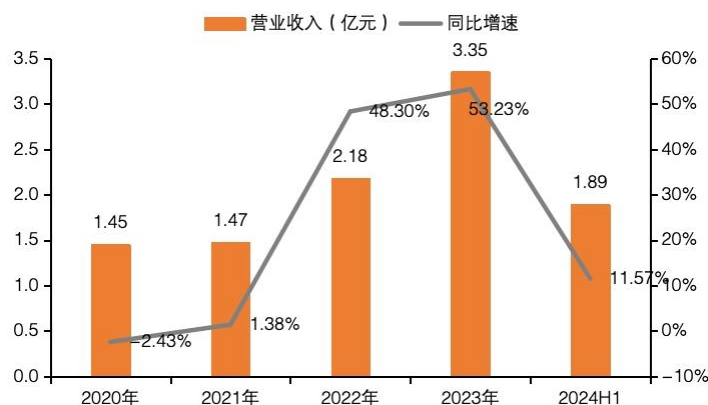


资料来源：公司公众号、平安证券研究所

公司云与大数据业务将长期受益于国资云与 AI 产业发展。2024 年上半年，公司云和大数据业务实现营业收入 1.89 亿元，较上年同期增长 11.57%，毛利率 40.17%，较上年同期提升 0.72 个百分点。在我国企业数字化转型的大背景下，国资云的发展如火如荼，三大运营商也纷纷入局。公司作为运营商国资云的核心供应商，与中国移动在个人云盘领域合作密切。同时，

公司基于 RichAICloud 发力智算领域，延伸云和大数据业务边际。未来，公司云与大数据业务将在国资云以及 AI 等多主题拉动下持续高速增长。

图表41 2020 年-2024H1 公司云和大数据业务收入及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 五、盈利预测

### 5.1 盈利预测

#### ■ 收入及毛利率预测：

**1) 协同办公业务：**公司以信创邮箱为核心打造完备的协同办公产品线，基于对行业大势的判断，在数字员工方面深度布局。公司协同办公业务未来有望受益于信创拉动及AI技术的加持实现稳健增长，毛利率也将维持在较高水平。我们预计公司2024年-2026年协同办公业务收入增速分别为22%、23%、24%；毛利率分别为45.5%、45.5%、45.5%。

**2) 智慧渠道业务：**公司是运营商智慧渠道细分领域的领先企业，凭借在运营商领域的多年深耕经验积累和亿级用户运营能力，随着AI+数字人等新产品、技术逐渐深度赋能公司业务，其智慧渠道产品线有望加速增长，毛利率也有望维持维稳。我们预计公司2024年-2026年智慧渠道业务收入增速分别为5%、10%、10%；毛利率分别为35.5%、35.5%、35.5%。

**3) 云和大数据业务：**公司云与大数据业务有望长期受益于国资云与AI产业发展。此外，公司基于 RichAICloud 发力智算基础设施，云和大数据产品线将逐渐向智算领域延伸，拓展业务边界。随着公司智算业务的逐渐起量，云与大数据业务收入有望实现加速增长，毛利率水平也将由于业务结构调整有所提升。我们预计公司2024年-2026年云与大数据业务收入增速分别为20%、35%、35%；毛利率分别为42%、43%、44%。

#### ■ 费用预测：

**1) 销售费用：**我们认为，随着公司销售体系的逐渐成熟，公司销售费用率有望维持下降趋势。我们预计公司2024年-2026年销售费用率分别为1.50%、1.49%、1.48%。

**2) 管理费用：**我们认为，随着公司运营效率的逐步提升，公司管理费用率有望维持下降趋势。我们预计公司2024年-2026年管理费用率分别为2.60%、2.59%、2.58%。

**3) 研发费用：**我们认为，由于公司近年来在 AI 技术方面持续投入，公司研发费用率有望维持小幅增长。我们预计 2024 年-2026 年研发费用率分别为 17.50%、17.51%、17.52%。

基于以上判断，我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 16.97/20.33/24.61 亿元，同比增速分别为 13.4%/19.8%/21.1%，归母净利润为 2.94/3.56/4.39 亿元，增速分别为-9.4%/21.2%/23.2%，EPS 分别为 0.65/0.79/0.97 元，根据 2025 年 3 月 7 日公司收盘价，对应 2024-2026 年 PE 分别为 47.7x/39.4x/32.0x。

图表42 彩讯股份简要损益预测表

| 单位：百万元   | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 1496  | 1697  | 2033  | 2461  |
| YoY(%)   | 25.2  | 13.4  | 19.8  | 21.1  |
| 其中       |       |       |       |       |
| 协同办公     | 462   | 564   | 693   | 860   |
| YoY(%)   | 30.5  | 22.0  | 23.0  | 24.0  |
| 毛利率(%)   | 45.1  | 45.5  | 45.5  | 45.5  |
| 智慧渠道     | 616   | 647   | 711   | 783   |
| YoY(%)   | 23.0  | 5.0   | 10.0  | 10.0  |
| 毛利率(%)   | 35.3  | 35.5  | 35.5  | 35.5  |
| 云和数字化转型  | 335   | 402   | 543   | 733   |
| YoY(%)   | 53.2  | 20.0  | 35.0  | 35.0  |
| 毛利率(%)   | 39.4  | 42.0  | 43.0  | 44.0  |
| 综合毛利率(%) | 38.7  | 41.7  | 41.9  | 42.4  |
| 期间费用率(%) | 23.9  | 21.4  | 21.3  | 21.3  |
| 归母净利润    | 325   | 294   | 356   | 439   |
| YoY(%)   | 44.3  | -9.4  | 21.2  | 23.2  |
| EPS(元)   | 0.72  | 0.65  | 0.79  | 0.97  |

数据来源：公司公告、平安证券研究所

5.2 估值分析

根据公司的主营业务，我们选取了 A 股中其他从事协同办公相关业务的上市公司作为对标公司，包括致远互联、泛微网络、金山办公。

图表43 彩讯股份同行业可比公司估值比较

| 2025-3-7  |      |           |            | EPS ( 元 ) |       |       |       | PE ( 倍 ) |       |       |       |
|-----------|------|-----------|------------|-----------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|
| 股票代码      | 证券简称 | 收盘价 ( 元 ) | 总市值 ( 亿元 ) | 2023A     | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A    | 2024E | 2025E | 2026E |
| 688369.SH | 致远互联 | 39.50     | 45.49      | -0.43     | -1.46 | 0.29  | 0.51  | -91.9    | -27.1 | 136.2 | 77.5  |
| 603039.SH | 泛微网络 | 81.50     | 212.39     | 0.69      | 0.90  | 1.14  | 1.38  | 118.1    | 90.6  | 71.5  | 59.1  |



|                |        |         |      |      |      |      |       |       |      |      |
|----------------|--------|---------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|
| 688111.SH 金山办公 | 391.88 | 1813.13 | 2.85 | 3.32 | 4.26 | 5.42 | 137.5 | 118.0 | 92.0 | 72.3 |
| 平均值            | -      | 690.34  | -    | -    | -    | -    | 54.6  | 60.5  | 99.9 | 69.6 |
| 300634.SZ 彩讯股份 | 31.11  | 140.37  | 0.72 | 0.65 | 0.79 | 0.97 | 43.2  | 47.7  | 39.4 | 32.0 |

数据来源：WIND、平安证券研究所

注：1）收盘价、总市值均截至 2025 年 3 月 7 日。2）致远互联、泛微网络 2024-2026 年的 EPS 取自 WIND 一致预期；金山办公 2024-2026 年的 EPS 取自平安证券预测值。

根据以上的估值分析，公司的市盈率水平低于同行业可比公司均值水平。考虑到公司作为国产邮箱领先企业，基于信创邮箱深度布局信创赛道，背靠中国移动积极拓展下游市场。此外，公司实现从算力到应用的 AI 业务全栈布局。我们认为，公司未来将受益于信创、国资云及 AI 等多主题催化，持续高质量发展。公司应享有更高的溢价空间，市盈率仍有上升空间。

5.3 投资建议

公司是国产邮箱领先企业，基于信创邮箱深度布局信创赛道，背靠中国移动沉淀了亿级用户运营能力，同时在国资云领域深度布局。此外，公司基于 RichAI 超级工厂，打造从 AI 算力到 AI 应用的全栈业务能力。AI 算力方面，公司可提供万卡集群管理的解决方案；AI 应用方面，公司同时发力 C 端及企业级市场，将为公司未来发展打开较大想象空间。我们认为，公司凭借其完备的产品体系和领先的技术优势，未来将受益于信创、国资云及 AI 等多主题催化，持续高质量发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

六、 风险提示

- （1）信创工程推进不及预期。信创邮箱是公司在信创领域的重点落地产品，目前在党政、金融领域替换较为充分，其他行业也在推进。如果国家在信创方面的预算投入以及相关政策的力度不达预期，那么党政及以金融为代表的行业端的国产化替代需求在短期内无法释放，公司相关业务的业绩可能低于预期。
- （2）下游客户拓展不及预期。运营商是公司重要的下游客户，尽管公司在运营商市场具有较强的竞争力，但过度依赖单一客户可能会对公司的可持续发展带来威胁。若公司下游客户拓展不及预期，那么如果以中国移动为代表的运营商因市场环境变化或战略调整等原因，而减少了在数字化方面的投入，将直接影响到公司的业务量和收入水平。
- （3）业务线拓展不及预期。公司开发 RichAI 超级工厂实现 AI 全栈布局。AI 算力方面，公司可提供万卡集群管理的解决方案，云和大数据产品将逐渐向智算领域延伸；AI 应用方面，公司同时发力 C 端及企业级市场，为公司未来发展打开较大想象空间。若公司相关新产品或新业务落地节奏低于预期，则公司新业务线存在拓展不达预期的风险。

## 资产负债表

单位:百万元

| 会计年度             | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 2338  | 2954  | 3387  | 3909  |
| 现金               | 1205  | 1687  | 1885  | 2109  |
| 应收票据及应收账款        | 705   | 800   | 958   | 1160  |
| 其他应收款            | 12    | 14    | 17    | 20    |
| 预付账款             | 192   | 218   | 261   | 317   |
| 存货               | 121   | 131   | 156   | 187   |
| 其他流动资产           | 102   | 105   | 110   | 116   |
| <b>非流动资产</b>     | 891   | 826   | 762   | 700   |
| 长期投资             | 69    | 70    | 71    | 72    |
| 固定资产             | 77    | 65    | 53    | 41    |
| 无形资产             | 31    | 30    | 29    | 27    |
| 其他非流动资产          | 714   | 660   | 609   | 560   |
| <b>资产总计</b>      | 3229  | 3780  | 4149  | 4609  |
| <b>流动负债</b>      | 524   | 552   | 656   | 788   |
| 短期借款             | 16    | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款        | 200   | 216   | 257   | 309   |
| 其他流动负债           | 308   | 336   | 399   | 479   |
| <b>非流动负债</b>     | 38    | 30    | 22    | 16    |
| 长期借款             | 22    | 13    | 5     | -1    |
| 其他非流动负债          | 17    | 17    | 17    | 17    |
| <b>负债合计</b>      | 563   | 581   | 678   | 803   |
| 少数股东权益           | 61    | 58    | 54    | 49    |
| 股本               | 448   | 451   | 451   | 451   |
| 资本公积             | 982   | 1288  | 1289  | 1291  |
| 留存收益             | 1176  | 1402  | 1676  | 2014  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 2605  | 3141  | 3416  | 3756  |
| <b>负债和股东权益</b>   | 3229  | 3780  | 4149  | 4609  |

## 现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 177   | 261   | 282   | 326   |
| 净利润            | 321   | 291   | 352   | 434   |
| 折旧摊销           | 40    | 67    | 68    | 69    |
| 财务费用           | -19   | -4    | -6    | -7    |
| 投资损失           | -3    | -3    | -3    | -3    |
| 营运资金变动         | -108  | -91   | -129  | -167  |
| 其他经营现金流        | -53   | 1     | 0     | -1    |
| <b>投资活动现金流</b> | -185  | 1     | -0    | -1    |
| 资本支出           | 30    | 0     | 3     | 6     |
| 长期投资           | 61    | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | -276  | 1     | -3    | -7    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -32   | 221   | -84   | -101  |
| 短期借款           | 5     | -16   | 0     | 0     |
| 长期借款           | -21   | -9    | -8    | -6    |
| 其他筹资现金流        | -16   | 246   | -76   | -94   |
| <b>现金净增加额</b>  | -40   | 482   | 198   | 224   |

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1496  | 1697  | 2033  | 2461  |
| 营业成本            | 918   | 990   | 1180  | 1418  |
| 税金及附加           | 15    | 17    | 20    | 24    |
| 营业费用            | 57    | 25    | 30    | 36    |
| 管理费用            | 58    | 44    | 53    | 63    |
| 研发费用            | 262   | 297   | 356   | 431   |
| 财务费用            | -19   | -4    | -6    | -7    |
| 资产减值损失          | -27   | -31   | -37   | -45   |
| 信用减值损失          | -2    | -3    | -3    | -4    |
| 其他收益            | 14    | 14    | 14    | 14    |
| 公允价值变动收益        | 151   | 0     | 1     | 2     |
| 投资净收益           | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 345   | 312   | 378   | 466   |
| 营业外收入           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 344   | 312   | 378   | 465   |
| 所得税             | 23    | 21    | 25    | 31    |
| <b>净利润</b>      | 321   | 291   | 352   | 434   |
| 少数股东损益          | -4    | -3    | -4    | -5    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 325   | 294   | 356   | 439   |
| EBITDA          | 365   | 374   | 440   | 527   |
| EPS (元)         | 0.72  | 0.65  | 0.79  | 0.97  |

## 主要财务比率

| 会计年度           | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 25.2  | 13.4  | 19.8  | 21.1  |
| 营业利润(%)        | 44.9  | -9.4  | 21.1  | 23.2  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 44.3  | -9.4  | 21.2  | 23.2  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 38.7  | 41.7  | 41.9  | 42.4  |
| 净利率(%)         | 21.7  | 17.3  | 17.5  | 17.8  |
| ROE(%)         | 12.5  | 9.4   | 10.4  | 11.7  |
| ROIC(%)        | 13.7  | 22.6  | 26.3  | 30.1  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 17.4  | 15.4  | 16.4  | 17.4  |
| 净负债比率(%)       | -43.8 | -52.3 | -54.2 | -55.4 |
| 流动比率           | 4.5   | 5.4   | 5.2   | 5.0   |
| 速动比率           | 3.8   | 4.7   | 4.5   | 4.3   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.5   | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| 应收账款周转率        | 2.3   | 2.3   | 2.3   | 2.3   |
| 应付账款周转率        | 4.59  | 4.59  | 4.59  | 4.59  |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.72  | 0.65  | 0.79  | 0.97  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.39  | 0.58  | 0.63  | 0.72  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 5.77  | 6.96  | 7.57  | 8.32  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 43.2  | 47.7  | 39.4  | 32.0  |
| P/B            | 5.4   | 4.5   | 4.1   | 3.7   |
| EV/EBITDA      | 21    | 33    | 27    | 22    |

# 平安证券研究所投资评级：

## 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

## 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

| 平安证券研究所                         |                            |                                       | 电话：4008866338 |
|---------------------------------|----------------------------|---------------------------------------|---------------|
| 深圳                              | 上海                         | 北京                                    |               |
| 深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 | 上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 | 北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层 |               |