

彩讯股份(300634)

报告日期: 2023 年 08 月 11 日

乘信创和国资云东风, AI 赋能驱动业绩增长

——彩讯股份深度报告

□ 业内领先的企业数字化服务商, 全面受益于数字经济发展

公司是业内领先的企业数字化服务商, 以运营商为核心客户, 三大主要业务为协同办公、智慧渠道、云和大数据。公司把握 AI 浪潮和数字经济机遇, 重点布局信创邮箱和国资云等核心领域, 营收和利润实现高增长。2022 年实现营收 11.95 亿元, 同比增长 34.71%, 归母净利润为 2.25 亿元, 同比增长 50.91%。2020-2022 年, 公司营收增速从 0.96% 提升至 34.71%, 归母净利润增速从 2.87% 提升至 50.91%。

在行业信创加速落地、国资云建设推进和 5G 消息推广的大背景下, 公司继续发挥在运营商领域的优势, 把在运营商领域积累的业务经验推广到其他行业客户, 积极布局智能邮箱和数字人等 AIGC 产品, 紧抓数字经济发展机遇, 业绩增长逻辑清晰。

□ 行业信创推进具有确定性, AI 赋能邮箱带来新动力

行业信创推进的节奏和规模具有确定性, 国资委明确指导央企在 2027 年前完成邮箱的国产替代, 以邮箱为核心的协同办公业务迎来加速发展的机遇。

公司协同办公产品在信创领域优势明显: RichMail 邮箱已完成数据安全与信创适配, 入选中央集采邮箱项目和工信部数字技术融合创新应用典型解决方案, 具备安全性高、自主可控的特征, 可对微软 Exchange 和原 IBM Domino 邮件系统全面替代。此外, 公司积极拥抱 AIGC 技术, 智能邮箱产品 Demo 已发布, 产品落地推广在即。

三大动力驱动协同办公业务增长: 1) 标杆客户的经验复制降低产品推广的边际成本; 2) 与其他产品线的交叉销售, 发挥业务协同效应; 3) 智能邮箱带来的效率提升, 将加速协同办公产品的渗透、提高单客户价值。

□ 国资云建设加速推进, 云业务与运营商同频共振

国资云是政府和央企数字化转型的关键基础设施, 也是数据要素建设的基础。电信运营商以其央企背景备受国资类客户信赖, 在政策指导下, 三大运营商国资云业务快速发展, 移动云在 2022 年收入达到人民币 503 亿元, 同比增长 108.1%, 签约云大单超 6200 个, 央企国企上云项目超 3700 个。

公司是运营商云业务核心生态合作伙伴, 与中国移动多个省份及多家专业公司建立了直接合作关系, 业务发展同频共振。受益于国资云建设的持续推进, 云和大数据业务预计增长迅速。

□ 深耕运营商渠道运营, 智慧渠道业务迎来新增长动力

运营商 C 端流量资源丰富, 聚焦精细化经营、挖掘流量价值, 是顺应数据要素市场发展的必然选择。三大运营商共同打造 5G 消息蓝图, RCS (融合通信) 成为趋势, 来自运营商和行业用户两端的需求, 给智慧渠道业务带来新的业务机会。

公司是运营商智慧渠道细分领域龙头, 服务超过 10 亿终端消费用户, 具备卓越的亿级用户运营能力。在 5G 消息推广的行业趋势下, 依托多年运营商渠道运营的经验, 借助 AI 技术的赋能, 智慧渠道业务增长动力充足: **1) 行业客户拓展。**公司在运营商领域积累的经验, 可以复制推广到金融等其他行业客户。**2) 5G 消息推广带来新业务机会,**公司于 2023 年 6 月入选中移互联网 5G 视频秘书相关能力合作伙伴。**3) 创新业务驱动增长。**积极布局数字 IP、增强现实旅游、视频彩铃、数字人来电秘等新产品, 培育新的业绩增长点。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 刘雯蜀
 执业证书号: S1230523020002
 liuwenshu03@stocke.com.cn

研究助理: 叶光亮
 yeguangleiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 22.69
总市值(百万元)	10,157.25
总股本(百万股)	447.65

股票走势图



相关报告

□ 盈利预测与估值

行业信创加速落地、国资云建设推进和 5G 消息的推广，叠加智能邮箱等 AIGC 产品的推出，公司有望迎来业绩高增。我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 15.60、20.17 和 25.92 亿元，归母净利润为 3.50、4.11、4.83 亿元，EPS 为 0.79、0.92、1.09 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

市场竞争风险、AI 产品落地不及预期、劳动力成本上升及人才流失风险

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1195	1560	2017	2592
(+/-) (%)	34.71%	30.48%	29.30%	28.53%
归母净利润	225	350	411	483
(+/-) (%)	50.91%	55.47%	17.37%	17.66%
每股收益(元)	0.51	0.79	0.92	1.09
P/E	30	29	25	21

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 业内领先的企业数字化服务商，三大产品线协同发展	5
1.1 起始于邮箱，深耕企业数字化近二十载	5
1.2 双中台体系打造核心竞争力，三大产品线协同发展	6
1.3 受益于数字经济发展，营收和利润双高增	8
1.4 拥抱智能时代，AI 产品稳步前行	10
2 协同办公业务：受益于行业信创，AI 邮箱打开成长空间	11
2.1 行业信创加速推进，协同办公业务迎来发展机遇	11
2.2 AIGC 技术驱动办公智能化，智能邮箱有望带动业务增长	14
3 云和大数据业务：国资云建设是大势所趋，深度绑定运营商驱动业绩增长	15
3.1 国资云是关键基础设施，运营商成国资云建设中坚力量	15
3.2 深度绑定运营商，云业务有望业绩高增	16
4 智慧渠道业务：多年深耕运营商渠道运营，智慧渠道业务迎来新增长动力	17
4.1 移动互联网进入精细化运营阶段，5G 消息推广带来发展机遇	17
4.2 深耕运营商渠道运营，AI 和数字人提供新动力	19
5 盈利预测与估值	21
6 风险提示	22

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构图.....	6
图 3: 2022 年前五大客户收入及占比.....	6
图 4: 公司双中台体系.....	7
图 5: 2020 年至 2022 年公司收入结构.....	7
图 6: 2022 年各三大产品线营业收入.....	7
图 7: RichMail 系统功能简介.....	8
图 8: 三产品线 2020 年至 2022 年收入.....	8
图 9: 三产品线 2020 年至 2022 年收入增速.....	8
图 10: 公司营业收入及增速 (2019-2022).....	9
图 11: 各行业客户贡献的收入比重 (2020-2022).....	9
图 12: 公司归母净利润及增速(2019-2022).....	9
图 13: 公司扣非净利润及增速(2019-2022).....	9
图 14: 公司费用率情况 (2019-2022).....	10
图 15: 公司毛利率情况 (2019-2022).....	10
图 16: 信创产业链.....	11
图 17: 2021 年-2025 年中国信创产业规模 (亿元).....	11
图 18: 央企信创推进节奏与规划.....	12
图 19: 协同办公产品体系.....	13
图 20: 彩讯股份 Richmail 信创邮件系统解决方案架构图.....	13
图 21: 彩讯下一代智能邮箱界面.....	15
图 22: 彩讯下一代智能邮箱功能展示.....	15
图 23: 国资云构成.....	16
图 24: 三大运营商 2021、2022 年云业务收入.....	16
图 25: 2018 年至 2022 年手机网民规模及增速.....	18
图 26: 2018 年至 2022 年移动互联网接入流量规模及增速.....	18
图 27: 5G 消息标准体系发展路线.....	18
图 28: 彩讯股份 5G 视频秘书.....	20
表 1: 八大行业从业人数和 PC 市场容量.....	12
表 2: 部分云服务项目案例.....	17
表 3: 彩讯股份收入预测 (亿元).....	21
表 4: 可比公司估值 (估值日期 2023/8/10).....	22
表附录: 三大报表预测值.....	23

1 业内领先的企业数字化服务商，三大产品线协同发展

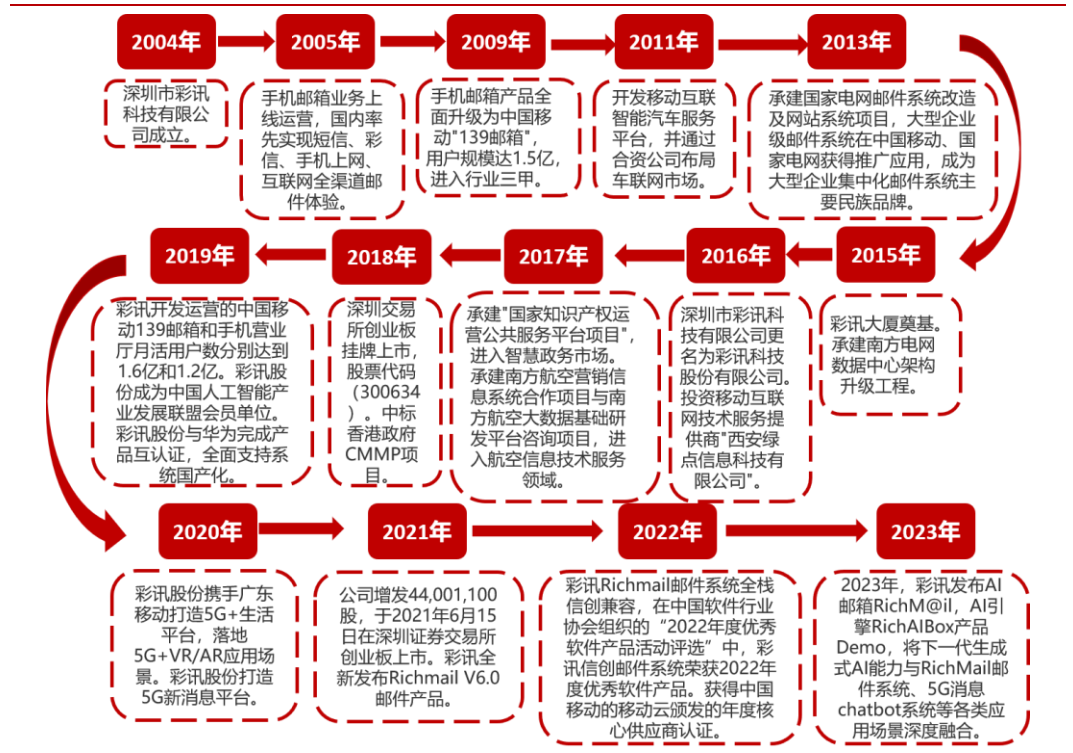
彩讯股份成立于2004年，是业内领先的企业数字化技术及服务提供商，主营协同办公、智慧渠道、云和大数据三大产品线，沉淀形成了业界领先的技术和运营双中台战略，可为客户提供产品销售、软件定制开发、技术服务及效果运营灵活的业务模式，客户可根据需求，选择个性化的业务服务。

公司以自主研发的产品为基础，同时整合产业链众多合作伙伴的产品及服务，满足客户整合、集约、协同的管理特征，面向客户服务和价值创造，打造健康、多赢、可持续的商业生态环境。

1.1 起始于邮箱，深耕企业数字化近二十载

公司成立近二十年，一直专注于企业数字化转型赛道。自从2004年创立后一直专注于企业数字化转型赛道，以企业信息化建设为切入点，不断横向和纵向拓展，形成了协同办公、智慧渠道、云和大数据大业务线，客户覆盖电信、金融、能源、交通及政府部门等行业。

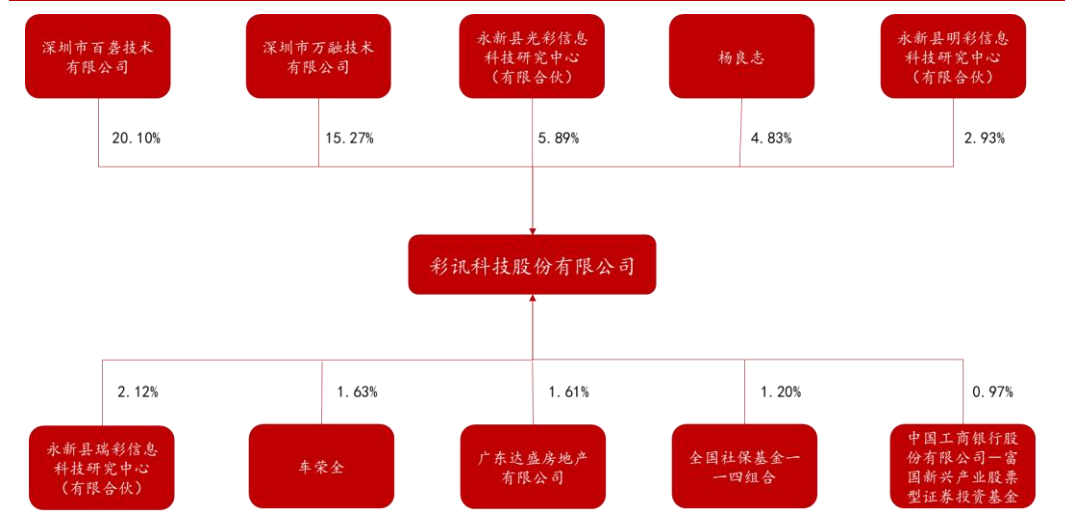
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

全面受益于数字经济。公司积极把握数字经济高速增长带来的巨大发展机遇，重点布局国家大力推动的信创产业、5G、国资云、数据要素和AI新浪潮等核心领域，具有增长潜力和市场空间。

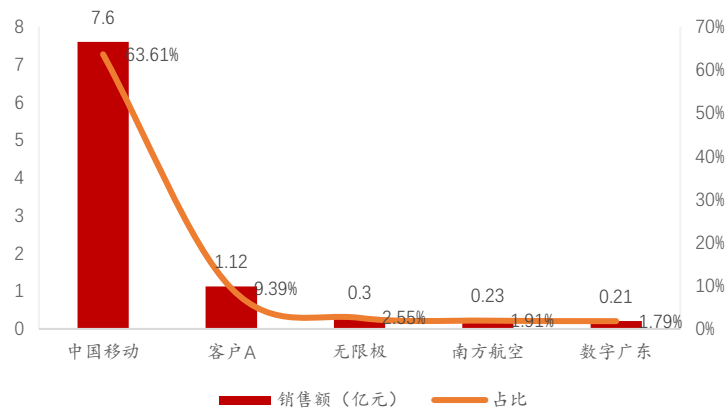
图2: 公司股权结构图



资料来源: 公司 2023 半年报、浙商证券研究所

股权结构稳定，员工持股激励足。公司实控人为董事长杨良志和董事曾之俊，除在员工持股平台持有的股份外，杨良志和曾之俊通过间接和直接方式分别持有公司 20.1% 的股份，股权结构稳定，有利于发展战略的稳定。公司设立光彩信息、明彩信息、瑞彩信息等员工持股平台，三个员工持股平台各持有公司 5.89%、2.93%、2.12% 的股份，将核心团队与业务骨干利益和公司发展绑定在一起。

图3: 2022 年前五大客户收入及占比



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

深度绑定运营商，电信行业为最大收入来源。公司与电信运营商合作由来已久，与中国移动等运营商建立了深入合作关系。2022 年，来自电信行业客户的收入占总营收比重为 73.82%，其中中国移动为公司第一大客户，贡献的收入占比达到 63.61%。

1.2 双中台体系打造核心竞争力，三大产品线协同发展

“双中台”体系，构建技术壁垒。公司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，称为“双中台体系”，是公司的核心竞争力所在。双中台体系降本增效效果明显：**1) 按需组装，提升产品复用率。**IT 中台形成“组件式”开发体系和“积木式”组装能力，IT 中台组件复用率已从 2021 年 58% 提升至 85%；**2) 通过大量模板，缩短运营活动上线时间，降低开发成本。**运营中台中运营模板以每年近 100 个的速度增长，目前已达 1000 多个可复用模板，通过运营中台孵化的萤火魔方产品提供专业

营销服务，支撑营销活动 340 个/月，活动上线时间由原来一个星期缩短至两天，活动开发成本下降 40% 以上。

融合 AI 技术，打造智能化运营中台。公司双中台体系是各种业务系统、数据平台、技术平台的集成和协同中心，支持多样化、灵活的业务场景，公司在双中台的实践中，AI 技术在中台中的应用有助于提升的运营效率和业务创新能力，作为中国人工智能产业发展联盟（简称 AIIA）会员单位，目前也已经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，同时 IT 中台已经积累了各种 AR/VR 技术、AI 能力、国产环境适配能力，2022 年公司又继续投入研发 3D 云渲染、数字人、自然语言处理等技术，并结合新的 AI 模型算法，打造元宇宙智慧营业厅、智能化信创邮箱 6.0 等新产品，通过叠加智能推荐、智能搜索、NLP 自然语言处理等能力，形成了智能化的运营中台。

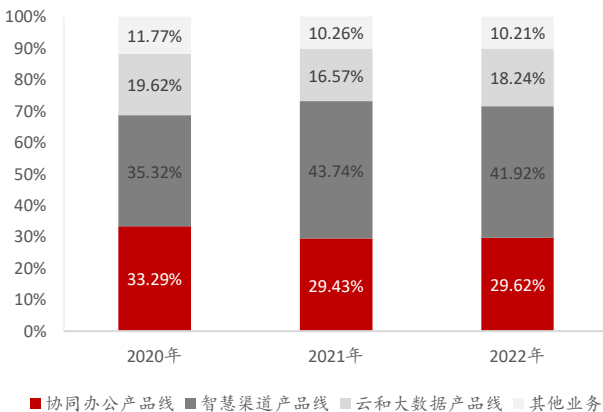
图4：公司双中台体系



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

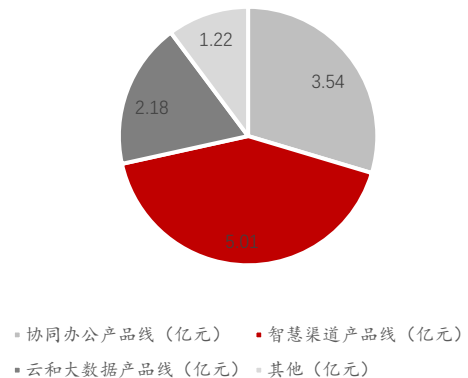
三大产品线协同发展，为企业全方位数字化服务。公司业涵盖协同办公、智慧渠道、云和大数据三条产品线，分别涉及协同办公、用户平台搭建和维护、企业上云解决方案，满足企业内部管理、外部用户运营和数据资产管理的全方位数字化需求。

图5：2020年至2022年公司收入结构



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图6：2022年各三大产品线营业收入



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

协同办公产品线以信创邮箱为核心，叠加统一办公平台，主要为电信运营商、大型企业、政府和高校等组织提供套件化的电子邮件、即时通讯工具、数字办公室和内部信息协作平台等移动端和 PC 端智慧办公协同管理软件和服务。

图7: RichMail 系统功能简介



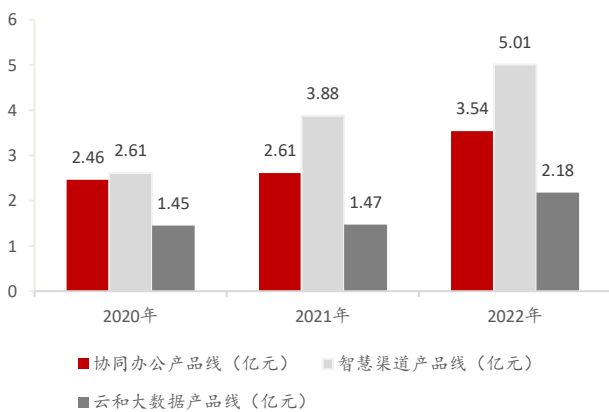
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

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。

云和大数据产品线中，云服务立足于“移动云”生态，贯穿云方案、云迁移、云运维各个环节，专注于定制化的企业上云配套服务；聚焦数据中心数据安全，提供完整覆盖数据安全治理的整体解决方案。大数据服务通过大数据智能分析平台为企业全流程、全周期的生产运营活动提供商业智能支持。

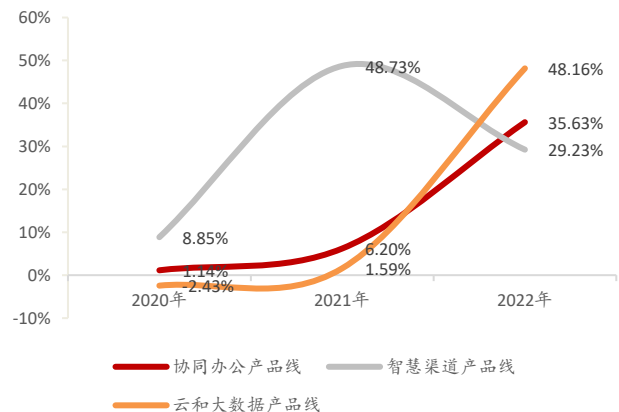
公司主营业务三大产品线持续保持大幅增长，智慧渠道业务目前收入占比最大。信创提速背景下，基于标杆客户的复制+产品交叉销售，带动协同办公产品线快速增长，22年来自协同办公产品线收入 3.54 亿元，较去年同期增长 35.63%。智慧渠道产品保障亿级用户运营效果，营收利润稳步增长，22年来自智慧渠道产品线收入 5.01 亿元，较去年同期增长 29.23%。公司乘势运营商国资云发展快车道，云业务在 To B 端和 To C 端收入规模双增长，22年来自云和大数据产品线收入 2.18 亿元，较去年同期增长 48.16%。

图8: 三产品线 2020 年至 2022 年收入



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图9: 三产品线 2020 年至 2022 年收入增速



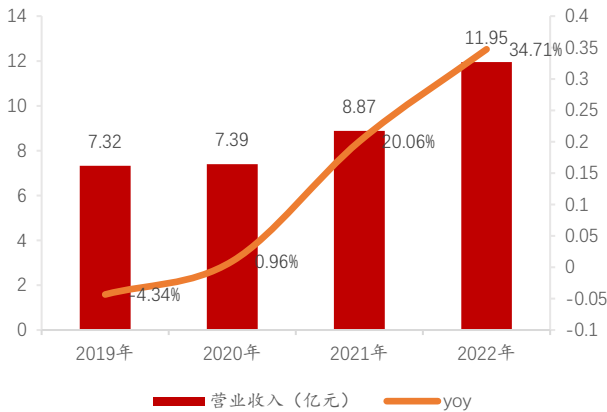
资料来源：公司年报、浙商证券研究所

1.3 受益于数字经济发展，营收和利润双高增

把握数字键经济发展机遇，营收和利润双高增。随着 5G 高速发展、信创产业全面加速和 AIGC 催生的新一轮人工智能技术革命，公司把握了数字经济发展机遇，重点布局信

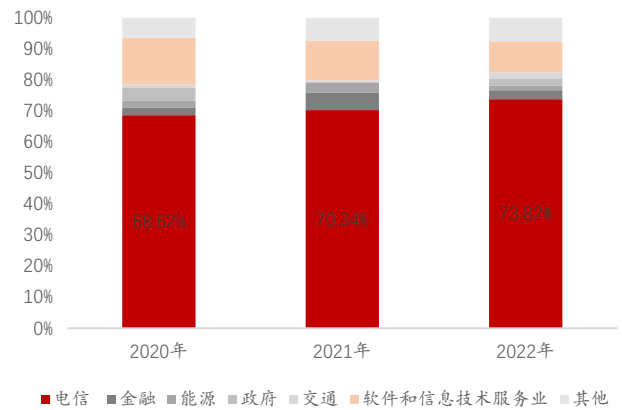
创邮箱和国资云等核心领域，敏锐地抓住电信、金融、能源、交通、政府等行业数字化转型的机会。2022年公司实现营业收入和净利润的双增长，实现营业收入11.95亿元，较上年同期增长34.71%，归母净利润2.25亿元，较上年同期增长50.91%，扣非净利润1.84亿元，较上年同期增长41.90%。2023年上半年，公司实现营业收入7.33亿元，同比增长25.07%，归母净利润2.51亿元同比增长152.21%，扣非净利润1.15亿元，同比增长32.03%。

图10: 公司营业收入及增速 (2019-2022)



资料来源: wind、浙商证券研究所

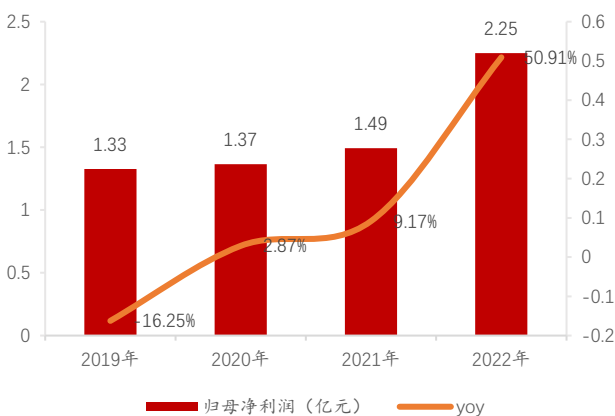
图11: 各行业客户贡献的收入比重 (2020-2022)



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

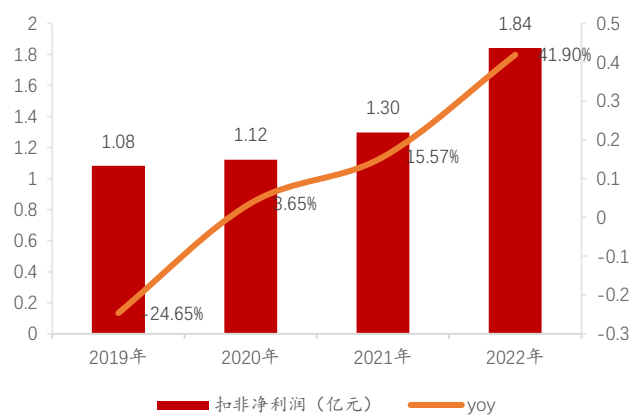
公司营收和净利润增速连续三年呈现大幅度提升的趋势。其中，公司营收增速从2020年的0.96%提升至34.71%，归母净利润增速从2020年的2.87%提升至50.91%。

图12: 公司归母净利润及增速(2019-2022)



资料来源: wind、浙商证券研究所

图13: 公司扣非净利润及增速(2019-2022)

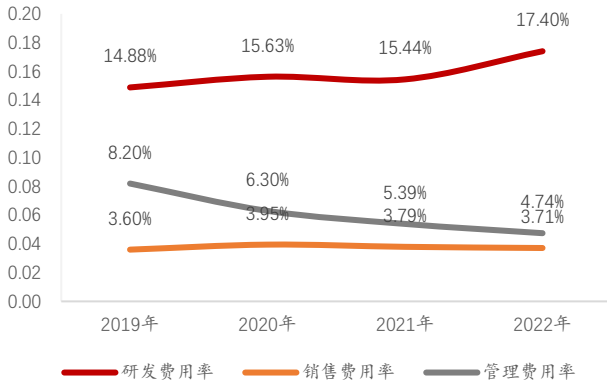


资料来源: wind、浙商证券研究所

研发投入加大，费用率控制效果良好。公司持续投入自主研发，研发费用率较2021年有较大提升。公司始终紧跟信息技术发展前沿，围绕智慧渠道、邮件系统、移动办公、云迁移和云运维、数据中台等重点领域，持续保持较高的研发投入。同时，积极投入AI技术研发及AI+应用创新，在AI技术赋能的下一代智能邮箱、智能网盘产品已有较早布局。

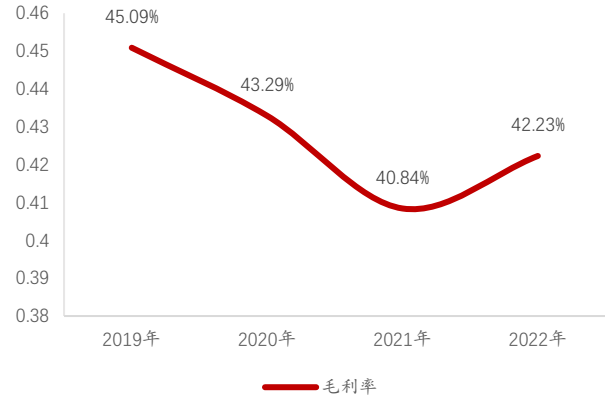
销售费用率和管理费用率自2020年开始连续下降，相较于2020年，2022年的销售费用率下降0.24Pct，管理费用率下降1.56Pct。

图14: 公司费用率情况 (2019-2022)



资料来源: wind、浙商证券研究所

图15: 公司毛利率情况 (2019-2022)



资料来源: wind、浙商证券研究所

1.4 拥抱智能时代, AI 产品稳步前行

公司是中国人工智能产业发展联盟(简称AIIA)会员单位,长期运营和建设了多个亿级活跃用户平台和业务,具有丰富的数据算法和场景融合的先进AI实战经验和技術沉淀,并不断加大相关投入、开展技术前沿研究及行业应用的探索。公司在图像识别、语音语义识别、智能问答等产品方向均有布局,在智能文件识别、智能客服机器人系统、5G消息chatbot系统等方面产生的部分成果已落地应用。

彩讯智能应答系统(RichAns)于2019年6月上线运行并获得了软件著作权证书。RichAns以智能服务为核心,构建问答、多轮对话、闲聊、推荐等服务场景,融合自然语言处理、算法模型、大数据处理等能力,将用户输入的多模态对话内容进行转译解析、意图识别和场景调度,建立个性化应答服务场景,并提供精准的应答结果返回。目前,智能应答系统(RichAns)已经在中国移动的统一搜索平台建设项目、5G消息ChatBot应用场景及智能外呼领域得到深度应用。

ChatGPT面市引爆人工智能发展的浪潮,公司亦积极拥抱浪潮将AIGC技术与业务结合。2023年2月,公司成为百度“文心一言”的首批生态合作伙伴,双方将共同探索AI核心技术在电子邮件RichMail等核心产品及电信、金融等核心行业率先运用,并围绕技术创新、场景孵化、生态建设等多方面展开更深入的合作,助力客户行业的智能化转型升级。

AIGC技术在公司的多个业务领域具备很好的应用可能:

- 1) 协同办公业务: AIGC技术的语言理解和文本生成能力可以帮助办公产品在数据处理、数据分类、智能交互方面进行优化提升。
- 2) 智慧渠道业务: 在智能外呼、智能客服等领域,借助自然语言处理、问答系统、对话机器人等技术和功能,能提高交互互动的质量与效率,提升整体服务。公司的5G消息chatbot系统、5G数字虚拟人视频秘书、增强现实旅游、视频彩铃以及涉及到客服模块的产品都可结合生成式AI的相关能力。
- 3) 云和大数据业务: 在云盘等相关业务方面,运用AIGC技术,帮助用户实现针对云端数字资产的智能管理和应用,通过自然语言交互就能实现图片、视频、文档

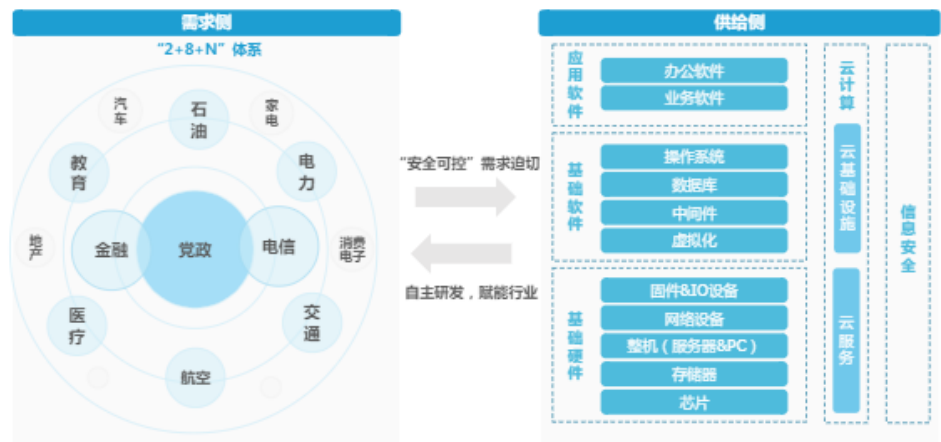
等内容的智能整理、检索和生成，帮助彩讯的产品更好地理解与实现客户需求，提升服务水平。

2 协同办公业务：受益于行业信创，AI 邮箱打开成长空间

2.1 行业信创加速推进，协同办公业务迎来发展机遇

信创是构建大安全格局的必然要求。信创推进正是基于构建大安全格局的背景，过往中美科技战、Oracle 对俄制裁等事件表明：硬件软件事关国家数据安全，国产化是必然选择。国家提出的“8+2”安全可控体系，指导相关行业进行国产替代，党政机关、国企和央企是软件国产化的主力。

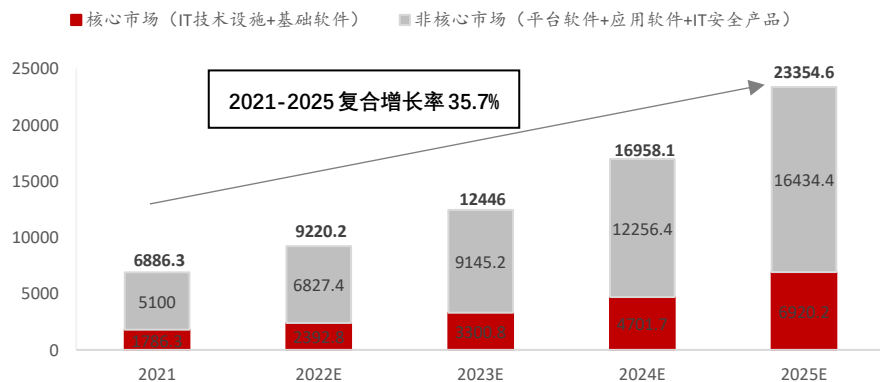
图16：信创产业链



资料来源：亿欧智库、浙商证券研究所

信创产业是数字中国的底座和先行条件。《数字中国建设整体布局规划》明确指出要强化数字中国关键能力。其中一点就是构筑自立自强的数字技术创新体系，即信息技术国产化。信息系统的国产化是国家建设数字中国的底座，也是先行条件。信创产业作为数据安全、数字安全的重要基础，是数字新基建的重要组成部分，也是推动我国经济数字化转型、提升产业链发展的关键。

图17：2021年-2025年中国信创产业规模（亿元）



资料来源：海比研究院、浙商证券研究所

2022年9月底，国资委下发了重要的国资发79号文件，全面指导并要求央企落实信息化系统的信创国产化改造。其中，明确要求所有中央企业在2022年11月底前将安可替代总体方案报送国资委；自2023年1月起，每季度末向国资委报送信创系统替换进度。最终要求2027年底前，实现所有中央企业的信息化系统安可信创替代。行业信创推进的节奏和规模具有确定性，以邮箱为核心的协同办公业务迎来加速发展的机遇。根据海比研究院的测算，2025年整体信创市场规模可达2万亿以上。

图18： 央国企信创推进节奏与规划



资料来源： 新浪新闻、浙商证券研究所

行业信创空间广阔，关键基础领域推进行业信创或将成为下一阶段产业发展的重点方向。根据赛迪智库的统计，八大行业覆盖的就业人群超过3500万，PC整机数量超2800万台。邮箱是信创“应用软件”板块的必备配套，也是国资委79号文中明确要求央国企全面替换的软件，八大行业替代空间广阔，信创邮箱大有可为。

表1： 八大行业从业人数和PC市场容量

行业	人数(万人)	PC 整机数量(万台)
金融	567	454
电信	97	77
电力	264	211
石油	185	148
交通	116	93
航空航天	33	26
教育	1837	1470
医疗	429	343
总计	3528	2823

资料来源： 赛迪智库、浙商证券研究所

图19: 协同办公产品体系



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图20: 彩讯股份 Richmail 信创邮件系统解决方案架构图



资料来源：公司公众号、浙商证券研究所

在信创行业，公司以“信创邮箱+统一办公平台”为核心，成为信创应用软件市场重要参与者。公司产品在信创领域具备如下优势：1) Rich Mail 邮箱系统已完成全栈信创认证，可实现对 微软 Exchange 和 原 IBM Domino 邮件系统的替代，能够满足大中型企业快速搭建数字化办公系统的要求及国产替代需求。2) 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。3) 产品获得行业认可。Rich Mail 邮箱系统已入选中央集采邮箱项目，入选了工信部数字技术融合创新应用典型解决方案、金融信创生态实验室第一批解决方案，获得第二届“鼎信杯”金融领域信息技术应用创新优秀产品奖，办公产品占据艾媒金榜《2022 年中国信创办公软件企业排行榜 TOP 30》第 3 名，互联网周刊 2022 信创应用排行第 12 名。

借助信创机遇，以标杆客户的复制+产品交叉销售的策略，协同办公产品线的量价增长逻辑清晰。一方面，基于标杆客户的复制提升产品渗透率，在获取标杆客户的基础上进行产品的复制推广具有可行性：1) 产品相对标准化，产品推广的边际成本低 2) 央国企分支

机构与总部在协同办公产品方面需保持一致性，产品渗透可总部向分支机构渗透。公司持续建设立体化客户关系体系，加快成熟产品在大型央企的分支机构和行业内其他客户复制，显著提升渗透率。

另一方面，产品交叉销售提升单客户价值量，仅在 2022 年，协同办公产品线就落实了国家电网“邮箱+大数据”项目、上海银行“邮箱+5G 消息”等典型项目。

2023 上半年，协同办公产品线在存量客户信创改造及新客户新行业拓展方面均取得不错的成绩，在金融、交通等优势行业领域持续深耕提高渗透率，上半年主要客户有：中国银行、上海银行、江苏银行、南方航空、澳门航空、英大人寿、中银证券、中国五矿等。

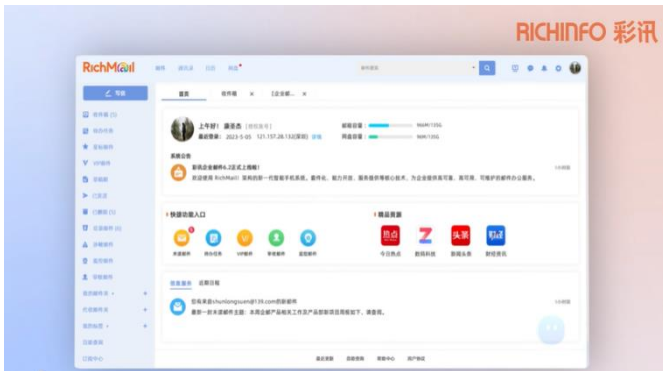
2.2 AIGC 技术驱动办公智能化，智能邮箱有望带动业务增长

大模型技术加速更新迭代，驱动办公产品智能化发展。2022 年，人工智能生成内容（AIGC, Artificial intelligence-generated content）发展速度惊人，迭代度呈现指数级爆发。11 月底，OpenAI 推出大型语言模型 ChatGPT 并迅速成为人工智能领域的现象级应用。2023 年 3 月 15 日凌晨，OpenAI 宣布 GPT-4 正式对 ChatGPT 订阅用户开放。与此同时，百度于 3 月 16 日召开文心一言发布会，也展示了中国厂商的大模型以及生成式人工智能能力。此后，国内大模型厂商纷纷发布和更新大模型产品。从“作坊式”走向“工业化”新时代，大模型技术正在成为 AI 领域的主角。大模型技术的成熟推动了下游应用行业的发展，通过大模型技术降低了应用厂商开发新产品的门槛。

邮箱是 AIGC 应用落地优质场景，商业化具备可行性。AIGC 对于办公产品的革新，在国际上已经以有范例在前，微软 Dynamics 365 将 AI 功能和邮箱结合，在 Outlook 中实一系列 AI 功能：自动生成回复、智能分类管理、智能搜索等。而根据科技媒体 The Information 的报道，Microsoft Office 365 成功对 AI 功能进行收费，说明智能办公产品的商业化之路具备可行性。国际先例表明，AI 技术可在邮箱场景落地，AI 产品商业化具备可信性。

借助大模型技术，率先推出智能邮箱 RichMail。2023 年 5 月，公司发布智能邮箱的 DEMO，彩讯下一代智能邮箱除了继承传统邮箱的三个特性（最通用的数字身份 ID、最长期的个人信息存储、互通性最好的数字产品），还结合通用人工智能，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以及跨域信息获取和存储能力。下一代智能邮箱将解决传统电子邮件需要花费大量时间和精力、邮件太多难以分类和管理、容易错过重要邮件等难题，可以帮助用户更高效地处理和管理电子邮件。公司的智能邮箱产品 Demo 已发布，产品落地推广在即。**在提升效率的基础上，智能邮箱产品有望提升公司协同办公产品的渗透率和单客户价值。**

图21: 彩讯下一代智能邮箱界面



资料来源: 公司官方微信公众号、浙商证券研究所

图22: 彩讯下一代智能邮箱功能展示



资料来源: 公司官方微信公众号、浙商证券研究所

3 云和大数据业务: 国资云建设是大势所趋, 深度绑定运营商驱动业绩增长

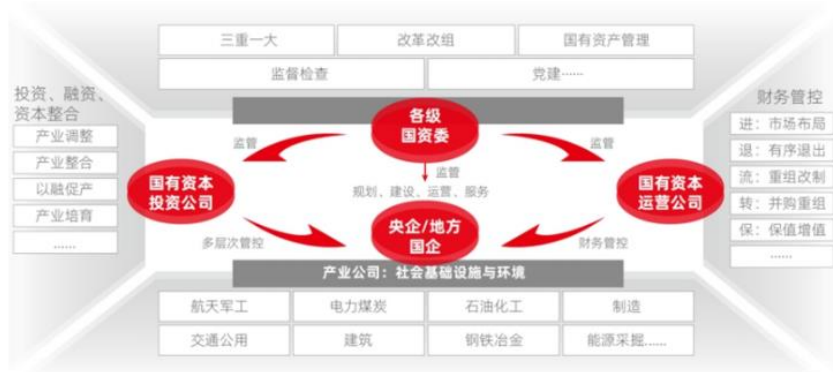
3.1 国资云是关键基础设施, 运营商成国资云建设中坚力量

国资云, 是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, 可以提供国资监管、国企管理和数字化运营等服务, 覆盖包括 IaaS (基础设施即服务)、PaaS (平台即服务)、DaaS (数据即服务) 和 SaaS (应用即服务) 在内的综合云服务。

国资云符合国产化、安全要求, 是服务政府和央企国企数字化转型的关键基础设施, 为发展中国特色的数据要素建设奠定基础。在国家“十四五”规划纲要中, 多次提到网络安全、数据安全, 网络安全、数据安全的重要性不断提升。发展数字经济的基础是实现数据上云汇集管理, 数据汇集管理的核心环节是国资云, 国资云为发展中国特色的数据要素建设奠定基础。国家高度重视国有企业数字化转型。国资云帮助企业提高 IT 利用效率, 避免重复建设, 消除“数据孤岛”, 充分释放国有企业的价值, 为国资企业打造一个数字化、智能化、高弹性、安全可信、平台化、生态化的综合型数字化服务云平台, 加快国企数字化转型步伐。

从国资云市场的参与方看, 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/专有云厂商这四类厂商, 这四类厂商会基于自身优势提供相应的产品服务。

图23: 国资云构成

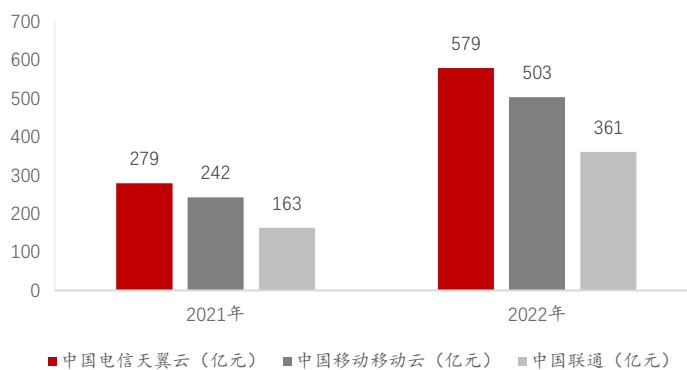


资料来源: 中国产业经济信息网、浙商证券研究所

电信运营商以其央企背景备受国资类客户信赖，正在成为国资云建设的中坚力量。运营商诸多能力基础，可使其成为国资云”建设和运营首选供应商：1) 资源能力，运营商拥有先天的网络资源优势，土地、能源等因素成为运营商算力资源的先发优势 2) 安全能力，运营商设备安全标准、机房“等保”、供电保证标准普遍较高 3) 运营水平，运营商拥有分布在各省市的运维团队，其管理体系成熟，重资产运营和大规模组网运维经验丰富。4) 云能力，云计算需要长期、稳定的投入，三家运营商深耕云计算领域已超十年，累计资金投入均破百亿元。

运营商发力国资云建设，云业务高速增长。在信创背景和各类政策催化下国资云进入高速增长期，三大运营商共同发力推动国资云快速发展，渗透率持续提升，据三大运营商 2022 年财报显示，云计算成为拉动增长的主力，云业务增速均超过 100%。其中，移动云收入达到人民币 503 亿元，同比增长 108.1%，签约云大单超 6200 个，央企国企上云项目超 3700 个，综合实力迈入国内业界第一阵营。

图24: 三大运营商 2021、2022 年云业务收入



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

3.2 深度绑定运营商，云业务有望业绩高增

公司提供一站式云资源管理解决方案。公司云和大数据产品线立足于“移动云”生态，贯穿云方案、云迁移、云运维各个环节，专注于定制化的企业上云配套服务；聚焦数据中心数据安全，提供完整覆盖数据安全治理的整体解决方案。大数据智能分析平台 (RichData) 则为企业全流程、全周期的生产运营活动提供商业智能支持。

深度绑定移动云，云和大数据业务有望创业绩高增。公司是运营商云业务核心生态合作伙伴，目前已经与中国移动多个省份及多家专业公司建立了直接合作关系，与移动云等国资云紧密合作，围绕其市场端建设端和运营端为企业提供定制化的企业上云配套服务，提供完整覆盖数据安全治理的整体解决方案，帮助各行业企业实现安全可靠的数字化转型。截止到2023年上半年，公司在服务的项目有：移互联网和彩云项目、中移互联网移动云盘平台维护项目、云能力中心移动云系统迁移技术服务项目、苏州研发中心开发研发项目、咪咕动漫AR新技术支撑服务项目等、中国人寿保险（海外）云计算技术服务项目、惠州供电局智能数据分析应用开发项目、北京移动大数据产品技术支撑等项目。

跟随国资云建设大趋势，受益于运营商国资云业务的进展，云和大数据产品线有望再创业绩新高。

表2: 部分云服务项目案例

项目时间	服务客户	服务内容
2022年	中国联通	联通云平台系统软件开发项目
2022年	中国移动	中移云能力中心移动云咨询\研发\测试\运维支撑项目
2022年	中国移动	中移互联网 移动云盘开发与运营项目
2022年	中国移动	中移互联网超级 SIM 项目
2022年	中国移动	中移云能力中心移动云云数融通支撑项目
2022年	南方电网	南方电网数研院云平台项目
2023年	中国移动	中移互联网和彩云项目
2023年	中国人寿	中国人寿保险（海外）云计算技术服务项目

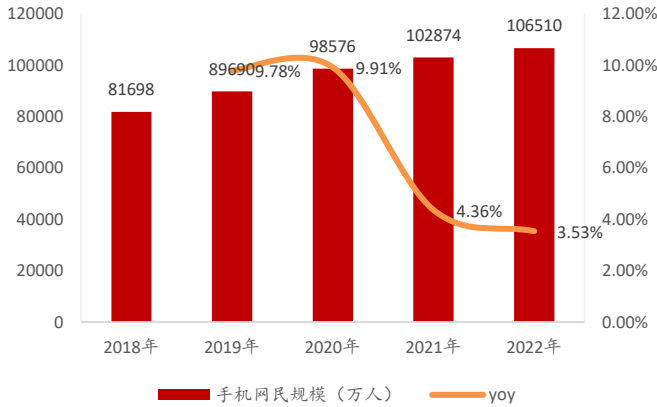
资料来源：公司年报、浙商证券研究所

4 智慧渠道业务：多年深耕运营商渠道运营，智慧渠道业务迎来新增长动力

4.1 移动互联网进入精细化运营阶段，5G消息推广带来发展机遇

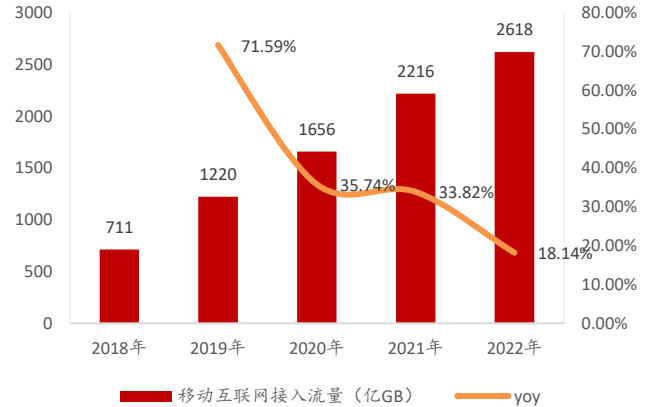
当前移动互联网流量增速快于手机网民增速，用户运营已经从拉新获客为主的用户增量阶段，过度到已精细化运营为主的流量价值挖掘阶段。根据《第51次中国互联网络发展状况统计报告》，2022年我国移动互联网接入流量达到2618亿GB，同比增长18.1%，过去五年移动互联网接入流量复合增速为38.52%；2022年我国手机网民规模为10.65亿，同比增长3.53%，过去五年，手机网民规模复合增速6.85%。

图25：2018年至2022年手机网民规模及增速



资料来源：第51次中国互联网络发展状况统计报告、浙商证券研究所

图26：2018年至2022年移动互联网接入流量规模及增速



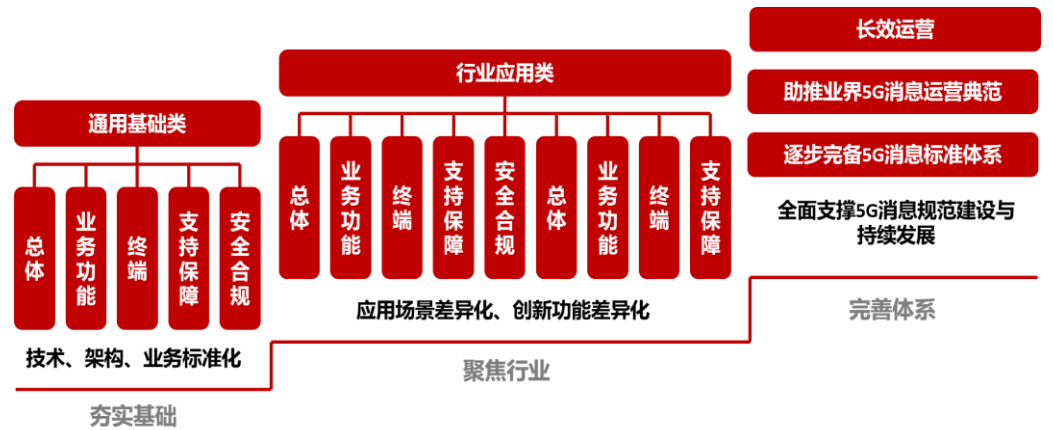
资料来源：第51次中国互联网络发展状况统计报告、浙商证券研究所

聚焦精细化运营是顺应数据要素市场发展的必然选择。2022年以来，数据要素、数字经济、数字中国顶层政策密集出台，尤其是2022年12月中共中央、国务院印发的“数据二十条”，首次确立了数据基础制度体系的“四梁八柱”，擘画了数据要素发展和赋能经济发展的长远蓝图。在建设数据要素市场的大背景下，数据已经成为数字经济时代的基础性资源、重要生产力和关键生产要素，是数字化、网络化、智能化的基础。**运营商C端流量资源丰富、聚焦精细化经营，挖掘已有市场与用户的价值成为顺应数据要素市场发展的必须选择。**

5G时代三大运营商共同打造5G消息蓝图，RCS（融合通信）成为趋势。5G消息是短信业务的升级，是运营商的一种基础电信服务，基于IP技术实现业务体验的飞跃，支持的媒体格式更多，表现形式更丰富。2020年，国内三家电信运营企业联合发布的《5G消息白皮书》中，阐述了5G消息的核心理念、业务功能和技术要求，一时间，引发了社会各界高度关注，标志着我国基础短信业务进入全面升级通道。5G消息的行业应用场景包括：政务、金融、媒体、快递、医疗、文旅等。

5G消息为全产业链发展提供新动能，运营服务提供商将直接受益。根据中国信通院绘制的5G消息标准体系发展路线，随着5G消息技术、终端、平台标准的逐步完善，未来将更加关注5G消息长效运营，以试点示范为突破口，助推业界形成一批5G消息运营典范，逐步形成完备的5G消息标准体系，全面支撑5G消息规范建设与持续发展。

图27：5G消息标准体系发展路线



资料来源：中国信息通信研究院、浙商证券研究所

4.2 深耕运营商渠道运营，AI 和数字人提供新动力

智慧渠道业务，主要包括 RichMMP 一体化营销资源管理、5G 消息 CSP 平台（CSP, Chatbot Service Provider）、智能外呼系统、移动应用云开发平台、私域流量营销平台、积分运营平台、智能运营支撑平台、数智人平台等多个产品模块。

依托运营商渠道互联网化领域的多年深耕，公司积累了丰富的用户运营、平台开发经验，是客户在智慧渠道领域最重要的战略合作伙伴之一，是运营商智慧渠道细分领域龙头，参与建设和运营多个用户规模过亿产品和互联网战略产品。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，服务超过 10 亿终端消费用户，具备卓越的亿级用户运营能力，公司参与过的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、统一认证、139 邮箱、咪咕音乐、视频彩铃、权益平台等多款产品。

2023 年上半年，公司服务的项目有：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，客户领域进一步得到拓展。

在智慧渠道业务积极融合生 AIGC 能力，借助 AI 技术提升运营效率。公司多年来长期运营和建设了多个亿级活跃用户平台和业务，具有丰富的数据算法和场景融合的先进 AI 实战经验和沉淀，智能外呼通过 AIGC 赋能内容生产、语义识别、智慧应答等业务流程，提升 100 多个场景应用精确度，包括服务、通知、营销等多种类型场景，持续提高客户满意度。同时，公司将 AI 技术融合到智慧渠道产品中：1) 借助相关 AI 技术，Chatbot 可帮助用户自助办理业务。2) 智能外呼系统基于语音机器人，帮助客户降本增效，产品普通话语音识别准确率可达 98% 以上，全面的运营服务、定制化的语音语义服务支持与 CRM、呼叫中心等业务系统对接。

数字人服务为智慧渠道业务提供新工具，打造 5G 视频秘书产品。数字人在 AI 算法加持下，通过深度学习、数据分析、语音识别、情感识别等方面赋能，实现个性化推荐、智能客服、情感理解和智能辅助等应用，从而营造更加智能、快速、准确的数字人服务。公司在 5G 新技术能力的实践与融合中，结合处于行业前沿的语音对话技术、对话场景全覆盖的来电秘书产品以及可提供逼真对话体验的多模态数字人交互技术，打造面向个人的 5G 视频秘书产品，以通话结果作为高频流量场景入口，叠加运营商视频彩铃、5G 通话、5G 短信等多业务产品生态，为客户实现沉浸式、互动式的全新视听应用体验。

2023 年 6 月，公司凭借深厚的 5G 应用技术实力和出色的智能语音交互能力，成功入选中移互联网有限公司 5G 视频秘书相关能力合作伙伴。本次入选，意味着彩讯将与中移展开深度合作，对来电通话进行 5G 智能化升级，倾力打造 5G 视频数字虚拟秘书产品，为广大用户提供更好的数字化前沿体验。未来，彩讯股份将凭借自身在 5G 生态的技术优势，通过多技术的叠加兼容、交互融合，打磨“5G 视频秘书”数字虚拟人产品，搭建现实通话场景与虚拟 5G 空间融合，助力 AR、VR 技术承载元宇宙世界，使广大用户迈入更具科技体验感的新时代。

在传统的语音通话能力上，5G 视频秘书融合 5G、AI、云计算等新技术能力，打造的创新智能的新通话产品，可在常见的日常通话场景中提供顾问助理、事物处理等秘书服务。5G 视频秘书以其丰富的体验和助理式功能，有望成为智慧渠道业务增长的新动力。

图28: 彩讯股份 5G 视频秘书



资料来源: 公司官方微信公众号、浙商证券研究所

在 5G 消息推广的行业趋势下，依托多年运营商渠道用户运营的经验，借助 AI 技术的赋能，智慧渠道业务未来增长动力充足：

1) 行业经验复制。智慧渠道业务起始于针对电信运营商的用户运营服务，在运营商领域积累的运营亿级别用户的经验，可以复制到其他行业。公司目前已经将智慧渠道业务拓展金融行业，中国银行、中国人寿、上海银行、江苏银行、兴业银行等客户提供线上精准获客产品等开发和技术运营服务，未来有望拓展到其他行业。

2) 受益于 5G 消息推广带来的新机会。5G 消息让企业可以用更丰富的媒介形式传递信息，契合数字化时代行业用户的需求，预计相关流量将会增长，新的渠道带来新的业务业务机会，可以将传统运营经验复制到 5G 消息领域，帮助运营商和企业客户提升运营效率。

3) 创新业务驱动增长，公司积极布局数字 IP、增强现实旅游、视频彩铃、数字人来电秘等新产品公司，通过运用新技术深挖用户需求，新业务通过降本增效的方式，未来给公司带来新的业绩增长点。

5 盈利预测与估值

协同办公业务：公司是信创邮箱主要供应商之一，国资委 79 号文规定 2027 年前央国企完成邮箱的全面替代，作为国产邮箱主要品牌，协同办公业务将直接受益于信创推进；今年 7 月以来，政策和行业订单落地加快，行业信创呈现加速推进趋势；AI 邮箱落地推广在即，可帮助提升产品的单客户价值和渗透率，均给协同办公产品增长带来新动力。我们预计 2023-2025 年协同办公业务线收入为 4.78/6.37/8.37 亿元，增速为 35%/33%/31%。

云和大数据产品线：公司是移动云认证的核心供应商，与运营商云业务深度绑定；中国移动等运营商国资云业务发展态势良好，作为电信运营商的云服务核心供应商，云和大数据业务将直接受益于国资云市场发展，运营商和相关客户的建设和维护需求，将驱动云和大数据业务稳健增长。我们预计 2023-2025 云和大数据业务收入为 3.20/4.61/6.60 亿元，增速为 47/44%/43%；

智慧渠道业务：在运营商领域有运营亿级别用户的经验，手机营业厅等核心项目已经有多年合作历史，收入稳定增长；公司目前已经将智慧渠道业务拓展金融行业，未来有望拓展到其他行业，行业客户拓展为业务发展带来新动力；5G 消息推广带来新的业务机会，虚拟数字人、元宇宙等新业务正蓄力发展。核心项目稳健，新业务逐渐成熟，我们预计 2023-2025 智慧业务收入为 5.96/7.04/8.27 亿元，增速为 19%/18%/18%；

其他业务：预计其他业务 2023-2025 年收入为 1.65/2.14/2.68 亿元，对应增速分别为 35%/30%/25%。

表3：彩讯股份收入预测（亿元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11.95	15.60	20.17	25.92
Yoy	35%	30%	29%	29%
协同办公产品线	3.54	4.78	6.37	8.37
Yoy	36%	35%	33%	31%
智慧渠道产品线	5.01	5.96	7.04	8.27
Yoy	29%	19%	18%	18%
云和大数据产品线	2.18	3.20	4.61	6.60
Yoy	48%	47%	44%	43%
其他业务收入	1.22	1.65	2.15	2.69
Yoy	35%	35%	30%	25%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

我们选取业务相近的泛微网络和致远互联为可比公司，2023 年可比公司一致预测的 PE 均值为 44 倍。我们认为，行业信创加速落地、国资云建设推进和 5G 消息的推广，叠加智能邮箱等 AIGC 产品的推出，公司有望迎来业绩高增高增。我们预计公司在 2023/2024/2025 年的净利润为 3.50/4.11/4.83 亿元，对应到当前 PE 为 29/25/21，相较于可比公司估值水平，仍有提升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值 (估值日期 2023/8/10)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS				PE		
			EPS(TTM)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688369.SH	致远互联	58	0.71	1.56	2.09	2.69	33	24	19
603039.SH	泛微网络	188	0.80	1.29	1.73	2.35	56	42	31
	均值						44	33	25
300634.SZ	彩讯股份	102	0.84	0.79	0.92	1.09	29	25	21

资料来源: Wind 一致预期, 浙商证券研究所

6 风险提示

(1) 市场竞争风险

国内的软件市场是一个快速发展、空间广阔的开放市场, 技术升级及客户信息化需求旺盛, 但随着行业内新入企业增加, 公司将面临更加激烈的竞争压力。如果公司不能在技术水平、成本控制、市场拓展等方面持续保持自身优势, 公司的盈利能力和市场份额将会受到较大影响。

(2) AI 产品落地不及预期

国内大模型技术尚不完全成熟, 公司推广 AI 产品亦需要算力等资源支持, 央国企客户对于 AI 新产品的采纳在初期可能会有顾虑, 且 AI 产品受到监管关注, 如果 AI 产品落地不及预期, 会影响公司业务发展。

(3) 劳动力成本上升及人才流失风险

公司提供技术开发与运维服务, 是知识密集型企业, 劳动力成本占重要成本, 如持续提升将对盈利能力产生不利。随业务发展, 公司需增加专业技术与管理人才。如吸引不到或核心骨干流失, 将影响公司经营发展。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,108	2,548	3,069	3,674
现金	1,034	1,337	1,500	1,762
交易性金融资产	155	220	193	189
应收账款	270	411	600	829
其它应收款	16	25	35	40
预付账款	125	98	171	217
存货	158	174	257	321
其他	351	283	313	316
非流动资产	763	712	718	711
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	52	55	52	53
固定资产	71	61	50	40
无形资产	3	2	0	0
在建工程	0	0	0	0
其他	637	594	616	617
资产总计	2,870	3,260	3,787	4,384
流动负债	467	458	584	701
短期借款	11	5	6	7
应付款项	133	144	198	261
预收账款	3	5	6	8
其他	320	304	373	425
非流动负债	49	46	48	48
长期借款	37	37	37	37
其他	13	10	12	11
负债合计	517	504	632	749
少数股东权益	75	128	116	113
归属母公司股东权	2,279	2,629	3,039	3,522
负债和股东权益	2,870	3,260	3,787	4,384

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	124	326	108	220
净利润	229	402	399	481
折旧摊销	24	6	6	6
财务费用	(10)	(13)	(17)	(20)
投资损失	(13)	(13)	(13)	(13)
营运资金变动	(75)	41	(94)	(68)
其它	(30)	(97)	(172)	(165)
投资活动现金流	(280)	(27)	35	21
资本支出	6	6	6	6
长期投资	17	1	(6)	4
其他	(303)	(34)	36	11
筹资活动现金流	(36)	4	20	21
短期借款	8	(7)	2	1
长期借款	(4)	0	0	0
其他	(41)	11	19	20
现金净增加额	(192)	303	164	262

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1195	1560	2017	2592
营业成本	691	884	1194	1499
营业税金及附加	12	11	15	21
营业费用	44	58	72	103
管理费用	57	68	91	125
研发费用	208	249	352	485
财务费用	(10)	(13)	(17)	(20)
资产减值损失	8	10	13	17
公允价值变动损益	22	107	99	115
投资净收益	13	13	13	13
其他经营收益	17	13	13	14
营业利润	238	425	421	505
营业外收支	1	(0)	1	1
利润总额	239	425	422	506
所得税	9	23	23	25
净利润	229	402	399	481
少数股东损益	4	52	(12)	(2)
归属母公司净利润	225	350	411	483
EBITDA	250.35	417.28	410.90	491.84
EPS (最新摊薄)	0.51	0.79	0.92	1.09

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	34.71%	30.48%	29.30%	28.53%
营业利润	43.32%	78.84%	-0.96%	19.93%
归属母公司净利润	50.91%	55.47%	17.37%	17.66%
获利能力				
毛利率	42.23%	43.30%	40.81%	42.18%
净利率	19.17%	25.78%	19.77%	18.55%
ROE	10.01%	13.69%	13.90%	14.23%
ROIC	9.19%	14.43%	12.28%	12.83%
偿债能力				
资产负债率	17.99%	15.46%	16.69%	17.08%
净负债比率	14.47%	13.06%	10.90%	9.32%
流动比率	4.51	5.57	5.26	5.24
速动比率	4.17	5.19	4.82	4.78
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.51	0.57	0.63
应收账款周转率	6.37	6.18	6.26	6.21
应付账款周转率	7.14	6.89	7.34	6.98
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.79	0.92	1.09
每股经营现金	0.28	0.73	0.24	0.49
每股净资产	5.13	5.92	6.84	7.93
估值比率				
P/E	30.09	28.79	24.53	20.85
P/B	4.42	3.83	3.31	2.86
EV/EBITDA	56.55	20.89	20.86	16.90

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>