

彩讯股份 (300634.SZ) 信创邮箱领军，步入黄金发展期

2022 年 10 月 11 日

——公司首次覆盖报告

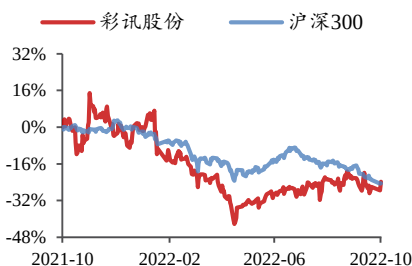
投资评级：买入（首次）
陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

日期	2022/10/11
当前股价(元)	13.10
一年最高最低(元)	21.17/9.66
总市值(亿元)	58.17
流通市值(亿元)	54.49
总股本(亿股)	4.44
流通股本(亿股)	4.16
近 3 个月换手率(%)	93.02

股价走势图



数据来源：聚源

● 国内领先的企业数字化技术和服务提供商，业绩放量可期

公司作为国内领先的企业数字化技术和服务提供商，我们认为公司有望受益行业信创加速推进，以及国资云建设高景气，业绩持续高增长可期。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.20、3.00、4.00 亿元，EPS 分别为 0.50、0.67、0.90 元/股，对应当前股价 PE 分别为 26.4、19.4、14.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 信创邮箱：受益国产化加速推进

行业：信创产业长坡厚雪。外部环境刺激和国内政策催化下，信创产业有望迎来黄金时代。**公司：立足“信创邮箱+统一办公平台”，为信创应用软件市场重要参与者。**公司 Richmail 信创邮箱系统，进入“中央国家机关 2021 年邮件系统软件协议供货采购项目”，入选工信部“2021 年度信息技术应用创新典型解决方案”，充分彰显产品综合实力，未来放量可期。2022 年上半年信创邮箱等协同办公业务收入同比增长 40.68%至 1.64 亿元。我们看好公司受益行业信创机遇，通过“基于标杆客户复制+产品交叉销售”，业绩持续快速增长。

● 云与大数据：与优质国资云厂商共成长

行业：国资云大势所趋。根据三大运营商中报，2022 年上半年，移动、电信、联通三大运营商的云服务收入均实现了翻番式增长。**公司与国资云厂商共成长，**公司为国资云建设端和运营端提供配套服务，2022 年上半年云和大数据业务收入同比增长 65.95%至 1.15 亿元，未来仍有望受益优质国资云厂商高增长浪潮。

● 智慧渠道：数字经济的“卖铲人”

行业：企业数字化转型浪潮下的蓝海市场。中大型企业愈加重视数字化转型，加快 IT 系统“从能用到好用”、“从建设到运营”的升级。**公司：运营商渠道电子领域的战略合作伙伴。**公司具备卓越的亿级用户运营能力，已参与建设和运营多个规模过亿产品和互联网战略产品。2022 年上半年智慧渠道业务收入同比增长 77.50%至 3.09 亿元，未来继续看好公司以效果为导向的运营模式有望保持高增。

风险提示：客户数字化转型及国产替代不及预期风险；公司研发不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	739	887	1,289	1,880	2,733
YOY(%)	1.0	20.1	45.3	45.8	45.4
归母净利润(百万元)	137	149	220	300	400
YOY(%)	2.9	9.2	47.6	36.1	33.5
毛利率(%)	43.3	40.8	39.3	39.0	38.9
净利率(%)	19.2	17.3	17.6	16.5	15.1
ROE(%)	9.4	7.2	9.7	11.7	13.6
EPS(摊薄/元)	0.31	0.34	0.50	0.67	0.90
P/E(倍)	42.6	39.0	26.4	19.4	14.5
P/B(倍)	4.0	2.8	2.6	2.3	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、国内领先的企业数字化技术和服务提供商	4
2、信创邮箱：受益国产化加速推进	7
2.1、行业：“大信创”产业长坡厚雪	7
2.2、公司：信创应用软件市场重要参与者	9
3、云与大数据：与优质国资云厂商共成长	12
3.1、行业：国资云大势所趋	12
3.2、公司：乘政策东风而起	14
4、智慧渠道：数字经济的“卖铲人”	15
4.1、行业：企业数字化转型浪潮下的蓝海市场	15
4.2、公司：运营商渠道电子领域的战略合作伙伴	17
5、盈利预测与投资建议	18
5.1、核心假设	18
5.2、盈利预测与估值分析	18
6、风险提示	19
附：财务预测摘要	20

图表目录

图 1：公司为国内领先的企业数字化技术与服务提供商	4
图 2：公司 2022H1 收入快速增长	6
图 3：公司 2022H1 归母净利润高增长	6
图 4：2022H1 公司三大业务收入增长较快	7
图 5：2022H1 公司三大业务收入增速显著提振	7
图 6：“大信创”时代将至	9
图 7：Richmail 信创邮件系统解决方案为基于分布式架构的新一代智慧企业邮件系统	9
图 8：公司电子邮件系统成功入围中央国家机关 2021 邮件系统协议供货采购名录	10
图 9：公司 Richmail 系统入选工信部“2021 年度信息技术应用创新典型解决方案”	10
图 10：公司信创邮件系统解决方案应用于中国人寿	11
图 11：“国资云”提供的云服务内容涵盖业务云、监管云、安全云等业务	13
图 12：三大运营商云收入近两年快速增长	13
图 13：三大运营商 2022H1 云收入实现翻倍式增长	13
图 14：移动云加速向第一阵营迈进	14
图 15：企业数字化转型加速	15
图 16：中国移动借助数字化手段加快服务体系升级	15
图 17：公司前瞻布局 5G 消息业务	17
图 18：公司成功中标中国民生银行 5G 消息业务合作项目	18
表 1：公司股权结构较为稳定	4
表 2：公司高管团队具有国际视野和丰富专业背景	5
表 3：公司三大业务线协同发展	6
表 4：外部环境持续刺激，自主可控是必由之路	7
表 5：政策持续加码信创产业发展	8

表 6：公司在协同办公领域的信创项目加快落地.....	11
表 7：近年来国内网络安全、数据安全事件多发.....	12
表 8：政策催化国资云加快落地	12
表 9：公司云和大数据业务线项目加快落地.....	14
表 10：5G 消息业务分为行业客户与个人客户、个人客户与个人客户的交互	16
表 11：公司在智慧渠道领域项目加快落地.....	17
表 12：公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平	19

1、国内领先的企业数字化技术和服务提供商

公司是国内领先的企业数字化技术和服务提供商。公司成立约 20 年来始终专注于企业数字化技术和服务领域，致力于为电信、金融、能源、交通等行业的大中型企业及政府部门等客户提供产品开发、系统建设、运维及运营支撑服务。公司目前已构建高度模块化和组件化的 IT 中台和运营中台“双中台体系”，通过“协同办公、智慧渠道、云和大数据”三大产品线为企业数字化转型提供产品和工具，助力客户对内提升生产和管理效率，对外提升营销和服务水平。

图1：公司为国内领先的企业数字化技术与服务提供商



资料来源：公司 2022 中报

股权结构稳定，股权激励充分。董事长杨良志和董事曾之俊为公司实际控制人与一致行动人。杨良志直接持有公司 4.86%的股份，并通过深圳万融间接持有公司 15.40%的股份；曾之俊通过深圳百碧间接持有公司 20.26%的股份，杨良志和曾之俊共同控制公司合计 40.52%的股份，股权结构较为稳定。光彩信息、明彩信息、瑞彩信息为员工持股平台，合计持有公司 15.83%股份，股权激励充分利好长期业绩释放。

表1：公司股权结构较为稳定

排名	股东名称	持股比例（%）
1	深圳市百碧技术有限公司	20.26%
2	深圳市万融技术有限公司	15.40%
3	永新县光彩信息科技研究中心（有限合伙）	8.19%
4	广东达盛房地产有限公司	5.53%
5	杨良志	4.86%
6	永新县明彩信息科技研究中心（有限合伙）	4.50%
7	永新县瑞彩信息科技研究中心（有限合伙）	3.14%
8	车荣全	2.28%
9	李黎军	1.84%
10	广东恒健资产管理有限公司-广东恒会股权投资基金（有限合伙）	1.41%
合计		67.41%

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：截至 2022 中报

高管团队具备资深的产业和全球视野，有望引领公司开拓进取。公司两位创始人董事长杨良志和董事曾志俊毕业于麻省理工学院，白琳等公司高管在中国移动等运营商和产业龙头从业多年，高管团队具有丰富的专业素养、产业经验和国际视野，有望引领公司锐意创新加速成长。

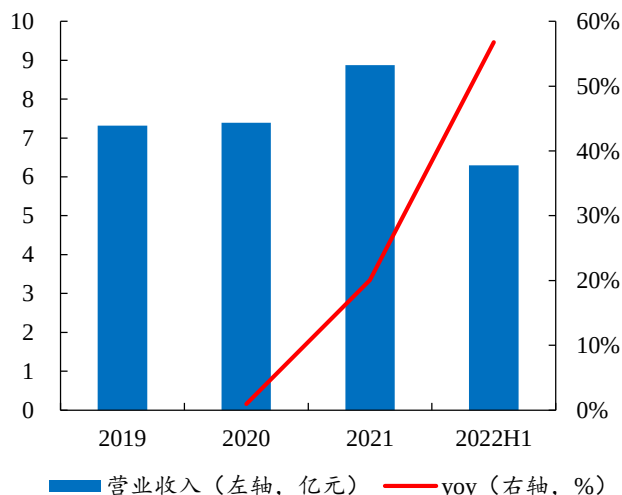
表2：公司高管团队具有国际视野和丰富专业背景

姓名	职务	学历	经历
杨良志	董事长、董事	硕士	毕业于美国麻省理工学院工商管理专业； 1991年至1995年任北京电信规划设计院工程师，1996年至1998年在北卡罗来纳州立大学攻读计算机科学硕士学位，1998年至2000年任美国朗讯科技公司项目经理，2000年至2002年任广东省盈信信息投资有限公司总经理，2003年至2006年任北京华亚和讯科技有限公司总经理，2006年至2016年任彩讯有限公司董事长，总经理，2016年至今任公司董事长
曾之俊	董事	博士	获得北京理工大学计算机科学及工程学士学位，麻省理工学院工商管理硕士学位，香港理工大学管理学博士学位； 1993年至1996年任IBM中国系统工程师，客户经理，1996年至2000年任国际整流器公司系统分析员，项目经理，2001年至2002年任美林证券投资银行客户经理，2002年至2005年任北京华亚和讯科技有限公司董事长，2005年至2016年任彩讯有限董事，2016年至今任公司董事
白琳	总经理、董事	硕士	本科毕业于南开大学信息学院，2004年于北京邮电大学获得软件工程硕士学位，2013年获得浙江大学和香港理工大学联合EMBA学位； 2000年任职天津电视台体育频道，2000年至2002年在广东省邮电科学院工作，2002年至2015年在中国移动通信集团广东有限公司工作，历任业务支撑室经理，业务支撑中心副总经理，市场部副总经理，互联网二部总经理； 2016年至今任公司董事，总经理
汪志新	副总经理	硕士	毕业于北京大学工商管理专业； 1993年至1999年任深圳市邮电局工程师，1999年至2003年任傲天信息技术（深圳）有限公司技术总监，2003年至2005年任北京华亚和讯科技有限公司副总经理； 2005年加入公司，现任公司副总经理
杨安培	副总经理	硕士	毕业于武汉大学计算机学院计算机软件专业； 2004年至2018年在中国移动通信集团广东有限公司工作，历任业务支撑中心工程师，室经理； 2019年加入彩讯科技股份有限公司，现任公司副总经理
赵兴玉	副总经理	本科	毕业于吉林大学计算机科学与技术专业； 2004年至2006年任北京港湾网络有限公司软件工程师，2006年至2007年任国脉科技有限公司项目经理，2007年至2010年任北京华胜天成科技股份有限公司项目经理，2010年至2013年任卓望数码技术（深圳）有限公司客户经理，2013年至2021年任科大讯飞股份有限公司OBU市场与解决方案部总经理； 2021年加入彩讯股份，现任公司副总经理
王欣	董秘、财务总监	硕士	本科毕业于武汉大学金融学专业，硕士毕业于北京大学软件工程专业； 2013年7月至2018年1月，任职于隆基泰和置业有限公司，2018年2月至2022年3月任江苏通达动力科技股份有限公司副总经理兼董事会秘书； 2022年4月加入公司，现任公司财务总监，董事会秘书

资料来源：Wind、开源证券研究所

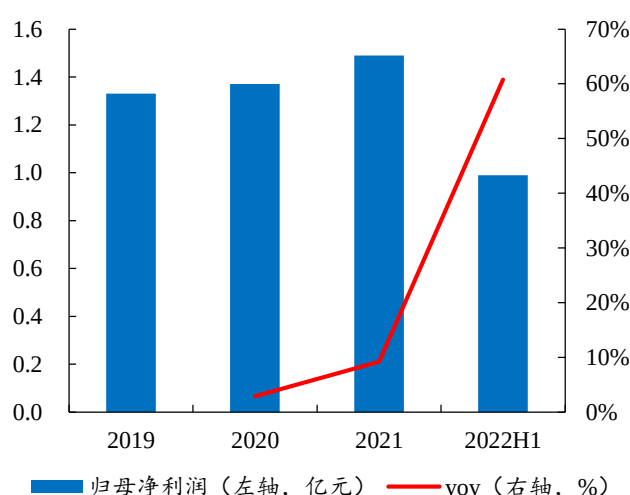
公司 2022H1 业绩高增长。2022 年上半年，公司实现营业收入 6.30 亿元，同比增长 56.77%；归母净利润 0.99 亿元，同比增长 60.77%。公司业绩高增长，增速大幅提振，一方面得益于下游行业数字化转型及国产替代需求加速释放，一方面主要系公司深耕行业多年，具备完整的产品矩阵和行业领先的技术实力，市场份额有所提升。

图2：公司 2022H1 收入快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：公司 2022H1 归母净利润高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

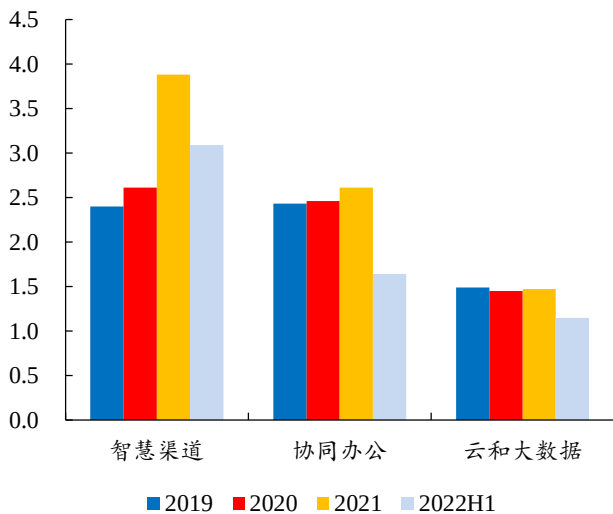
三大业务线协同，成长动能充沛。公司以企业邮箱为入口切入客户协同办公领域，之后通过智慧渠道运营服务做深做透客户，并通过云和大数据助力客户更好地数字化升级。2022 年上半年，公司三大业务线均呈现快速增长趋势，协同办公、智慧渠道、云与大数据业务收入增速分别为 40.68%、77.50%、65.95%。伴随行业数字化转型和安全需求逐步释放，看好公司未来持续高成长性。

表3：公司三大业务线协同发展

产品线	主要产品服务	解决的企业痛点	服务客户
协同办公	以“信创邮箱+统一办公平台”为核心，为大中型企业创建全新的高效协同办公环境，快速打造企业专属的新一代数字化办公平台	信创邮箱基础应用，企业传统 OA 无法适应企业业务变化及线上、移动化需求，需要大量定制化改造	切入客户
智慧渠道	运用从策略到实施的数智化平台和运营体系，开发建设 IT 项目的同时，还为客户开展产品及平台生命周期各阶段获客、活跃、留存、变现、传播等数据化运营和管理，助力客户实现业务全链路增长	企业数字化转型成效不高，主要是因为缺乏效果保障的数字化运营能力	做深做透客户
云与大数据	与“移动云”等国资云紧密合作，帮助千行百业实现安全可靠的数字化转型，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，大数据平台为客户提供大数据产品和服务能力	企业数据资产需要高效管理和挖掘，企业缺乏工具和能力	助力客户数字化业务升级

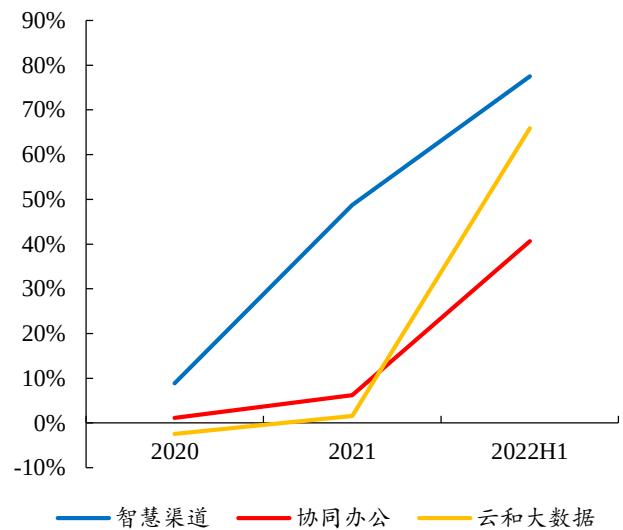
资料来源：公司 2022 中报、开源证券研究所

图4：2022H1 公司三大业务收入增长较快



数据来源：公司历年年报及 2022 中报、开源证券研究所

图5：2022H1 公司三大业务收入增速显著提振



数据来源：公司历年年报及 2022 中报、开源证券研究所

2、信创邮箱：受益国产化加速推进

2.1、行业：“大信创”产业长坡厚雪

外部环境持续催化，安全可控是必由之路。俄乌冲突之后，美国、日本、欧盟等也对俄罗斯实施严厉制裁、进行出口管制。2022 年 7 月以来，美国先后签署“芯片法案”、断供 14nm 以下制程芯片制造的设备、限制 GPU 芯片出口，在外部环境持续刺激下，关键核心技术自主可控是必由之路。

表4：外部环境持续刺激，自主可控是必由之路

时间	事件
2022.7	美国总统拜登签署《2022 年芯片和科学法案》，对美本土芯片产业提供巨额补贴，以此提高美国在科技领域的竞争力
2022.7	美国商务部禁止美国半导体设备制造商向中国提供可用于 14nm 以下制程芯片制造的设备
2022.8	美国商务部工业和安全局（BIS）宣布，将金刚石、氧化镓（Ga ₂ O ₃ ）两种超宽带隙基板半导体材料，设计 GAAFET 架构（全栅场效应晶体管）的先进芯片 ECAD 软件工具，以及用于燃气涡轮发动机的压力增益燃烧技术，列入商业管制清单，对这些技术出口进行管控
2022.9	英伟达表示被美国政府要求限制向中国出口两款被用于加速人工智能任务的最新两代旗舰 GPU 计算芯片 A100 和 H100，预计限制令将会影响英伟达约 4 亿美元的潜在收入

资料来源：Wind、BIS、美国证券交易委员会、开源证券研究所

最高层持续加码信创产业发展。在外部环境的驱动下，核心产业安全可控重要性愈加凸显。近年来，国家领导人多次表态强调科技自主的重要性，着重强调突破各类关键核心技术，突破“卡脖子”问题。国务院及各部委也持续推出相关政策加快落实推进国产替代。顶层设计目标明确，有望催化信创产业长期持续发展。

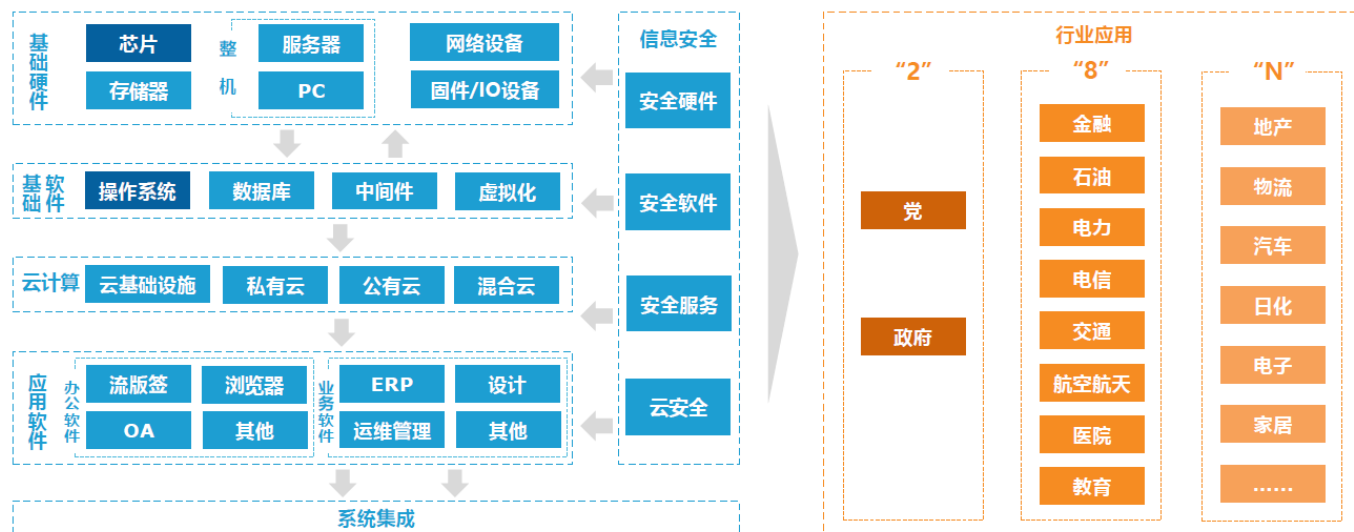
表5：政策持续加码信创产业发展

时间	主体/文件	事件
2020.9	发改委等部门发布 《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	加大 5G 建设投资，加快 5G 商用发展步伐；加快基础材料、关键芯片、高端元器件、新型显示器件、关键软件等核心技术攻关
2021.3	“十四五”规划	坚持自主可控、安全高效，推进产业基础高级化、产业链现代化，保持制造业比重基本稳定，增强制造业竞争优势，推动制造业高质量发展
2021.7	中共中央政治局召开会议	要强化科技创新和产业链供应链韧性，加强基础研究，推动应用研究，开展补链强链专项行动，加快解决“卡脖子”难题，发展专精特新中小企业
2022.1	银保监会发布 《银行业保险业数字化转型的指导意见》	坚持关键技术自主可控原则，对业务经营发展有重大影响的关键平台、关键组件以及关键信息基础设施要形成自主研发能力，降低外部依赖、避免单一依赖
2022.1	习总书记发表 《不断做强做优做大我国数字经济》	加强关键核心技术攻关。提高数字技术基础研发能力，打好关键核心技术攻坚战，尽快实现高水平自立自强，把发展数字经济自主权牢牢掌握在自己手中。实现核心技术、重要产业、关键设施、战略资源、重大科技、头部企业等安全可控
2022.5	习总书记发表 《加快建设科技强国，实现高水平科技自立自强》重要讲话	加强原创性、引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战”“强化国家战略科技力量，提升国家创新体系整体效能
2022.6	国务院印发 《关于加强数字政府建设的指导意见》	加强自主创新，加快数字政府建设领域关键核心技术攻关，强化安全可靠技术和产品应用，切实提高自主可控水平
2022.8	国资委召开 中央企业关键核心技术攻关大会	加大原创技术投入，不断提升自主创新能力，聚焦“卡脖子”问题取得更多突破性成果
2022.9	中央全面深化改革委员会第二十七次会议审议通过《关于健全社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制的意见》	健全关键核心技术攻关新型举国体制，要把政府、市场、社会有机结合起来，瞄准事关我国产业、经济和国家安全的若干重点领域及重大任务，明确主攻方向和核心技术突破口，重点研发具有先发优势的关键技术和引领未来发展的基础前沿技术

资料来源：中共中央、国务院、国家发改委、国资委、银保监会、开源证券研究所

“大信创”黄金时代将至，发展空间广阔。从下游行业应用来看，2022 年是行业信创的元年，从 2023 年开始，金融、运营商、电力等八大关键行业的国产化有望加速。从产品内涵来看，信创产业发展至今，内涵逐渐丰富，生态愈加成熟，从 CPU、操作系统、数据库、中间件等基础软硬件的国产化，逐渐包含 EDA、CAD、PLC 等工具型软件，企业邮箱、OA、ERP 等通用应用软件及各个垂直行业应用软件的国产化。政策催化下，信创产业未来五年将迎来黄金时代，产业龙头蓄势待发有望受益时代机遇。

图6：“大信创”时代将至



资料来源：亿欧智库

2.2、公司：信创应用软件市场重要参与者

公司以“信创邮箱+统一办公平台”为核心，为信创应用软件市场重要参与者。公司以信创邮箱为核心，叠加统一办公平台，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。

其中，公司自主研发的 Richmail 邮件系统，凭借 18 年安全邮件领域的技术沉淀，解决了各行业自主可控国产化安全邮件面对的众多难题。在架构方面，Richmail 信创邮件系统解决方案支持超大规模用户在线并发访问及数据存储，架构柔韧性和可扩展性较高，可实现系统运转不宕机，可对微软 Exchange 和 IBM Domino 邮件系统全面替代。安全性方面，Richmail 邮箱系统具备银行级安全保障和电信级高可靠性，通过了国家保密局、公安部等权威机构的信息安全认证。

图7：Richmail 信创邮件系统解决方案为基于分布式架构的新一代智慧企业邮件系统



资料来源：公司公众号

公司深度参与国产化软硬件生态体系建设。公司目前已完成华为鲲鹏、飞腾等国产化芯片服务器，银河麒麟、统信 UOS 等国产操作系统，东方通、金蝶天燕、宝兰德等国产化中间件，达梦、人大金仓、巨杉等国产化数据库以及华为晟腾 AI 服务器等软硬件兼容性认证。

公司电子邮件系统获得主管部门肯定，未来放量可期。2021 年 8 月，根据中央国家机关政府采购中心发布的“中央国家机关 2021 年邮件系统软件协议供货采购项目”中标结果，公司 Richmail 电子邮件系统成功入围。中央国家机关协议供货项目采购单位覆盖中央直属近万个机关单位，是中国政府采购领域级别最高、覆盖面最广的集中采购项目之一。中央国家机关政府协议供货采购对产品性能、品质、价格及服务等着较高的准入门槛，是业内采购招标的风向标。此次入围，彰显主管部门和行业专家对公司 Richmail 电子邮件系统的肯定，有望助力公司产品未来放量。

图8：公司电子邮件系统成功入围中央国家机关 2021 邮件系统协议供货采购名录



资料来源：公司公众号

2022 年 6 月，公司基于国产邮件全系核心技术能力以及成熟邮件系统产品体系所研发的公司 Richmail 信创邮件系统解决方案成功入选工信部“2021 年度信息技术应用创新典型解决方案”，再次彰显公司产品技术硬实力和品牌软实力。

图9：公司 Richmail 系统入选工信部“2021 年度信息技术应用创新典型解决方案”

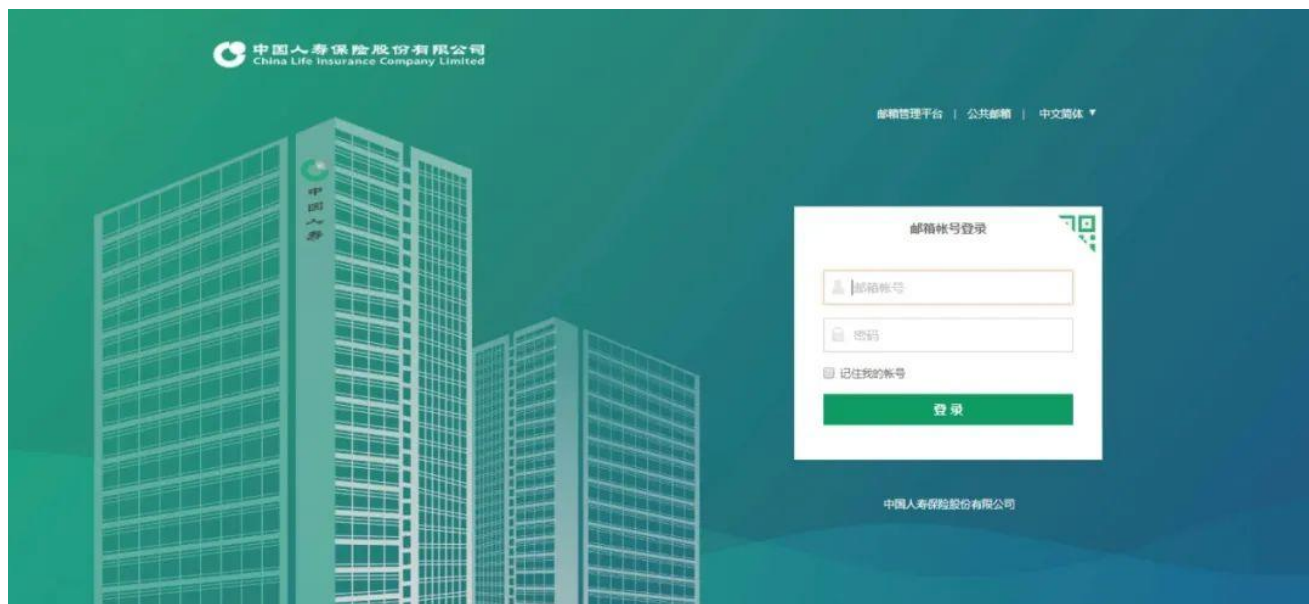


资料来源：公司公众号

基于标杆客户的复制+产品交叉销售，带动业绩快速增长。公司以企业邮箱为切入点拥抱信创应用软件蓝海市场，通过基于标杆客户的复制和产品交叉销售的策略，并受益于下游国产替代旺盛需求，2022年上半年实现收入增速40.68%的快速增长。

(1) 基于标杆客户的复制，快速提升渗透率。公司 Richmail 信创邮件系统率先落地 90 万用户的国家电网、70 万用户的中国移动、35 万用户的中国银行、15 万用户中国人寿等大型央企银行总部，继而高举高打，加快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。

图10：公司信创邮件系统解决方案应用于中国人寿



资料来源：公司公众号

(2) 通过产品交叉销售，扩大项目价值量。公司以 Richmail 信创邮件系统为核心，向协同办公领域延伸产品线，并与 5G 消息、云与大数据等产品交叉销售，不断提升单客户价值量，做深做透客户。典型项目如国家电网“邮箱+大数据”项目、中海油“邮箱+网盘”项目、上海银行“邮箱+5G 消息”项目、江苏银行“邮箱+营销短信”项目等。

表6：公司在协同办公领域的信创项目加快落地

时间	项目
2020	中移系统集成移动办公能力支撑平台（MOA）项目、广东移动 IT 集中化系统基础办公优化服务项目、中移系统集成办公空间平台运维服务项目、广东移动管理支撑域移动办公平台项目
2021	中国五矿邮件系统升级项目、南钢集团邮件系统升级项目、中国移动云邮箱项目、联通在线邮件外域投递及邮件反垃圾技术服务项目、国家电网内网邮件优化改造项目、中国人寿 2021 年邮件系统开发服务项目、银联邮件投递引擎项目、深投控国产化邮箱项目
2022H1	上海银行邮件系统项目、银联邮件投递引擎项目、美的邮件投递系统建设项目、禾望电气邮件系统购销项目、山西银行电子邮件系统国产化改造、中国银行邮件系统项目、东莞银行电子邮件投递系统项目、太平洋保险集团邮箱系统项目、太平洋人寿保险 H5 集成钉钉项目、移动云邮箱项目等

资料来源：公司历年年报及 2022 中报、开源证券研究所

3、云与大数据：与优质国资云厂商共成长

3.1、行业：国资云大势所趋

近年来网络安全、数据安全事件多发，云平台的数据安全风险尤为突出。根据徐亮等《“国资云”政策解读及给运营商网络运维带来的影响和启示》一文，国家互联网应急中心 2019 年和 2020 年分别收到境内外网络安全事件报告 10.78 万起和 10.31 万起，主要来自政府部门、金融机构、基础电信企业、互联网企业等，波及范围广，影响程度大。其中，我国云平台发生各类网络安全事件数量占比高，且成为攻击者主要利用的发起端、攻击跳板和程序控制端。

表7：近年来国内网络安全、数据安全事件多发

时间	主体	事件
2020.4	新浪微博	5.38 亿条微博用户信息在暗网出售，其中 1.72 亿条含有账户基本信息，涉事企业被工信部约谈整改
2021.1	中国农业银行	因“发生重要系统突发事件未报告；制卡数据违规明文留存；生产网络、分行无线互联网络保护不当；数据安全较粗放，存在数据泄露风险，网络信息系统存在较多漏洞；互联网门户网站泄露敏感信息等多项违规”，被银保监会处罚 420 万元
2021.7	滴滴出行	网信办通报“滴滴出行”APP 存在严重违法违规收集使用个人信息问题，通知应用商店下架“滴滴出行”APP，并联合其他六部门进驻滴滴，开展网络安全审查
2021.8	阿里云	因 2019 年阿里云未经用户同意擅自将用户留存的注册信息泄露给第三方合作公司事件，浙江省通信管理局介入，开展督促整改工作

资料来源：徐亮等《“国资云”政策解读及给运营商网络运维带来的影响和启示》、开源证券研究所

政策催化国资云加快落地。近年多次曝光的数据安全事件彰显当下云平台数据安全隐患颇为严重，在此背景下主管部门加快推动“国资云”建设。2020 年 8 月，国务院国资委印发《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》，提出国有企业需加快推进基础数字平台等数字化转型工作。随后，各地国资委加速布局地方“国资云”平台。其中，重庆、四川、浙江、天津等地基本已经落地“国资云”的基础设施平台，从建设主体、技术提供方、运营方、目标定位、关键进程等几个方面加快“国资云”的落实情况。

表8：政策催化国资云加快落地

主体	时间	举措
国资委	2020.8	印发《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》，提出国有企业需加快推进基础数字平台等数字化转型工作
重庆	2019.9	国资云平台（一期）项目人工智能支撑平台招标
	2021.7	国资云平台（二期）业务平台建设项目招标
四川	2020.11	“四川国资云”正式授权给四川省能源投资集团下属四川省数字产业有限责任公司负责平台的建设和运营 四川国资云官方介绍是省内国资企业专属行业云，其建设目的是依托云平台促进国资企业数字化转型应用示范和数据共享，探索全省国资国企数字化转型，协同创新的最优路径
浙江	2021.3	启动“国资国企数字化监管应用”项目建设，明确由浙江省国资委控股的杭钢股份承担起浙江国资云 IDC 机房的建设与维护运行任务，该项目包括八大应用系统和一个云基础设施——“国资云”
天津	2021.3	天津“国资云”开始运营，建设主体为天津国资云科技有限公司，未来将与浪潮、用友、深信服、爱数等软硬件厂商合作

资料来源：企观国资公众号、开源证券研究所

“国资云”提供的云服务内容涵盖业务云、监管云、安全云等业务。根据徐亮等《“国资云”政策解读及给运营商网络运维带来的影响和启示》一文，“国资云”落地有两个方向：一个是国资云基础设施平台，包括 IaaS、PaaS 和 SaaS；另一个是国资国企在线监管平台，各地政策落地方向各有不同。根据天津国资云公司，“国资云”提供的云服务内容涵盖业务云、监管云、安全云等业务。

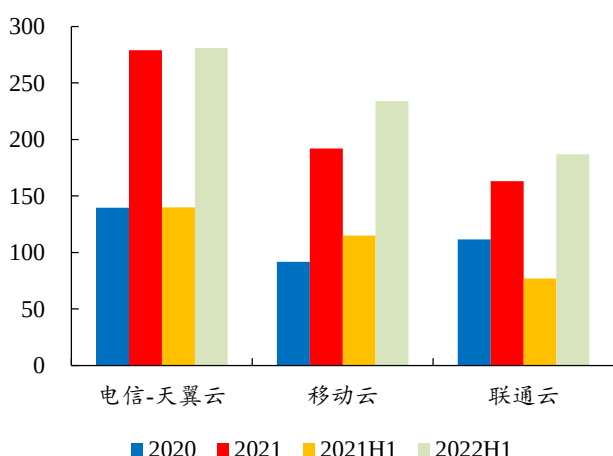
图11：“国资云”提供的云服务内容涵盖业务云、监管云、安全云等业务

业务云	监管云	安全云
➤ 业务云定位 承载企业面向互联网的业务和应用，以混合云的方式提供云服务。 ➤ 承载业务 企业网站、邮箱、OA等系统。 ➤ 安全要求 中	➤ 监管云定位 承载面向国资委的国资监管类业务、面向企业的内部业务和应用，以国资私有云的方式提供云服务。 ➤ 承载业务 国资云统一管理平台，电子发票、电子档案、公车监管、审计系统、现金管理、财务管理及大数据平台等系统。 ➤ 安全要求 高	➤ 安全云定位 承载安全SaaS化服务，提供安全资源池，为用户、系统提供全方位的安全服务。 ➤ 承载业务 池化安全服务、云安全接入服务、互联网安全检测服务、安全评估服务、攻防演练服务、电子签章服务等。 ➤ 安全要求 高

资料来源：徐亮等《“国资云”政策解读及给运营商网络运维带来的影响和启示》

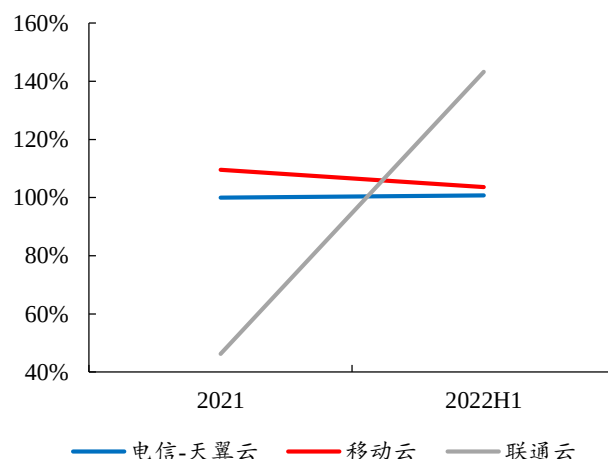
三大运营商 2022H1 云收入实现翻倍式增长。数字经济高速发展的大背景下，自主可控国资云重要程度与日俱增，在此背景下以运营商为主体的国资云正在快速增长。根据三大运营商中报，2022 年上半年，移动、电信、联通三大电信运营商的云服务收入均实现翻倍式增长。

图12：三大运营商云收入近两年快速增长



数据来源：三大运营商公告、开源证券研究所

图13：三大运营商 2022H1 云收入实现翻倍式增长



数据来源：三大运营商公告、开源证券研究所

移动云加速向第一阵营迈进。自 2019 年 5 月中国移动启动“云改”战略以来，移动云产品能力体系不断优化，加速向业界第一阵营冲刺。根据中国移动 2022 中报，2022 年上半年，移动云收入高速增长，同比增长 103.6% 至 234 亿元。截至 6 月底，移动云签约云大单超 3500 个，拉动收入超 130 亿元，央企国企上云项目超 1100 个，

成功打造政务云、教育云、医疗云等一批行业云标杆，向业界第一阵营加速前进。

图14：移动云加速向第一阵营迈进



资料来源：中国移动公告

3.2、公司：乘政策东风而起

公司与“移动云”等国资云紧密合作，共同成长。公司围绕国资云厂商市场端建设端和运营端提供定制化的企业上云配套服务，助力企业数字化转型，具体涵盖上云咨询、私有云规划与建设、混合云管理、云应用开发、上云迁移、云运维在内的全生命周期产品与服务等。2022 年上半年，公司云和大数据业务实现营业收入 1.15 亿元，同比增长 65.95%，业绩增速大幅提振，未来有望伴随运营商为主的优质国资云厂商共同快速成长。

表9：公司云和大数据业务线项目加快落地

时间	项目
2020	中移互联网和彩云运营支撑项目、苏州研发中心云运营支撑服务项目、5G 研究院智慧医疗软件开发项目、苏州研发中心移动云售前支撑项目、南方电网非结构化数据存储及处理系列产品研发服务项目等
2021	联通云平台系统软件开发项目、苏州研发中心移动云售前、云运维、云研发、测试支撑项目、中移互联网和彩云运营支撑项目、中移互联网超级 SIM 业务拓展支撑项目、移动云云数融通支撑项目、兴业银行创新技术支撑项目等
2022H1	联通云平台系统软件开发项目、苏州研发中心移动云研发支撑项目、中移互联网和彩云项目、中移互联网超级 SIM 项目、移动云云数融通支撑项目、中移互联网和彩云客户端项目、深圳智慧城市项目等

资料来源：公司历年年报及 2022 中报、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

4、智慧渠道：数字经济的“卖铲人”

4.1、行业：企业数字化转型浪潮下的蓝海市场

企业数字化转型加速。数字化正逐渐成为提升企业竞争力的关键抓手，根据亿欧智库，企业数字化转型的核心价值体现在内部优化以及外部创新两个部分，可以带来五点收益：集团风险控制能力加强、管理能力提升、业务流程优化、财务收益以及商业模式创新。在此背景下，中大型企业数字化转型重视程度不断提升，有望孕育蓝海市场。

图15：企业数字化转型加速



资料来源：亿欧智库

中国移动借助数字化手段加快服务体系升级。中国移动加快将数智化能力融入自身客户服务体系，实现IT系统“从能用到好用”、“从建设到运营”的升级。以中国移动为代表的中大型企业集团数字化转型需求旺盛，有望打开公司成长天花板。

图16：中国移动借助数字化手段加快服务体系升级



资料来源：中国移动 2021 年可持续发展报告

5G 消息实现商用，未来前景可期。2020 年 4 月，三大运营商联合发布《5G 消息白皮书》，拉开 5G 消息业务序幕，“消息即平台”的模式引发广泛关注，5G 消息有望成为推动行业数字化变革的重要抓手。

5G 消息是对传统短消息服务的升级。根据公司公众号，5G 消息即富媒体通信标准（RCS）在 5G 支持下的应用，是对传统短消息服务的升级。针对企业应用，可通过文字、语音、选项卡等富媒体方式向用户输出个性化服务与咨询，同时可利用人工智能、云计算和大数据等能力更便捷触达用户，为用户带来多媒体消息、商业类消息、智能化消息以及互动式服务、安全防伪等全新体验。

标准体系成熟，蓝海市场风起。目前 5G 消息具有成熟的国际标准，具备原生消息入口，能够轻松实现消息的多媒体化、轻量化，同时还继承了电信业务的号码体系、实名制、安全性、互联互通和电信级服务质量。目前，全球移动通信系统协会（GSMA）已将融合通信（RCS）纳入 5G 终端的必选功能，为产业界带来新的发展机遇。

表10：5G 消息业务分为行业客户与个人客户、个人客户与个人客户的交互

业务	功能	概述
个人用户之间的消息功能	基础功能	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，并可向用户提供消息状态报告和消息历史管理
	点对点消息	点对点消息除支持基本功能之外，还支持消息与短信之间的相互转化。若消息接收方不是 5G 消息用户或消息接收方是 5G 消息用户但当前不在线，则网络通过短信通道下发该消息。若消息中包含多媒体内容，回落为短信时，在短信内容中携带提取该多媒体内容的 URL，接收方收到短信后点击该 URL 可访问该多媒体内容
	群发功能	群发消息除支持基本功能之外，还支持消息转短信。若消息接收方不是 5G 消息用户或消息接收方是 5G 消息用户但当前不在线，则网络通过短信通道下发该消息。若消息中包含多媒体内容，回落为短信时，在短信内容中携带提取该多媒体内容的 URL，接收方收到短信后点击该 URL 可访问该多媒体内容
	群与群聊	用户可以选择多个具备 5G 消息能力的联系人来创建群。群创建成功后，所有已经加入群的用户可在群中进行消息交互。支持群管理功能，包括创建群、加入群、退出群、删除群成员和解散群等
行业与个人用户之间的消息功能	基本功能	行业客户以 Chatbot 的形式与个人用户通过运营商网络进行消息交互。个人用户向行业客户的 Chatbot 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。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，此外还可以包含富媒体卡片，消息中还可携带选项列表（包括“建议回复”和“建议操作”）
	发现 Chatbot 服务	用户与 Chatbot 的消息交互可以通过多种方式触发，如在消息搜索框内搜索后点击搜索结果触发，从浏览器的网页上点击触发、扫描二维码触发，输入 Chatbot ID 触发，触发后即可进入消息交互界面
	查看 Chatbot 详细信息	Chatbot 的详细信息包括账号、名称、头像、务服描述和客服电话等。用户可以查看终端获取的 Chatbot 详细信息。用户可将 Chatbot 详细信息存储在终端本地，也可删除终端本地已存储的 Chatbot 详细信息。第一次收到来自 Chatbot 的消息后，终端将向运营商网络查询校验此 Chatbot 的详情，若未发现该 Chatbot，则认为此消息的来源为不可信，不向用户进行展示，从而确保了消息来源的可靠性
	消息操作	个人用户可通过“建议回复”与 Chatbot 交互。“建议回复”在界面上展示为一个可点击的按键。当用户点击“建议回复”按键时，终端将该“建议回复”所定义的内容作为一条消息发送给 Chatbot。这条发送内容为用户可见。个人用户可以通过“建议操作”与 Chatbot 交互。“建议操作”在界面上展示为一个可点击的按键。当用户点击“建议操作”按键时，终端执行该“建议操作”定义的功能，如：打开特定网页或 APP、调起电话拨号应用完成音视频电话呼叫至特定对象、在地图上查询位置和发送终端本地地理位置、添加日历事件、编辑起草和发送文本消息或音视频消息等

资料来源：《5G 消息白皮书》、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

16 / 22

4.2、公司：运营商渠道电子领域的战略合作伙伴

公司具备卓越的亿级用户的运营能力。除提供标准化产品和定制开发的服务模式之外，公司还提供有别于传统 IT 公司的以效果为导向的运营模式，帮助企业保障数字化转型的效果。公司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，包括 139 邮箱、视频彩铃、和彩云、咪咕音乐、权益产品等多个中国移动旗下多款产品。

公司布局的“权益业务”是中国移动的重要战略业务，公司参与的“工行积分”项目快速增长，受益于运营商、银行的权益频道加盟和分成运营业务快速推进，以及公司卓越的运营能力，公司智慧渠道业务线 2022 年上半年营业收入实现 77.50% 的高增长。

表11：公司在智慧渠道领域项目加快落地

时间	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
2022H1	中移动信息统一门户运营项目、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、咪咕音乐用户精细化运营项目等

资料来源：公司历年年报及 2022 中报、开源证券研究所

公司前瞻布局 5G 消息业务，静待业绩放量。公司推出的 5G 新消息平台不仅支持 5G 消息制作、收发管理、多维度数据分析、智能 AI 识别，还为客户提供多样化行业模板、多种灵活快捷的接入方式与多通道兼容传统短信能力，目前已与银行类，电商类等多个行业头部客户开展联合创新，定制 5G 场景服务方案。

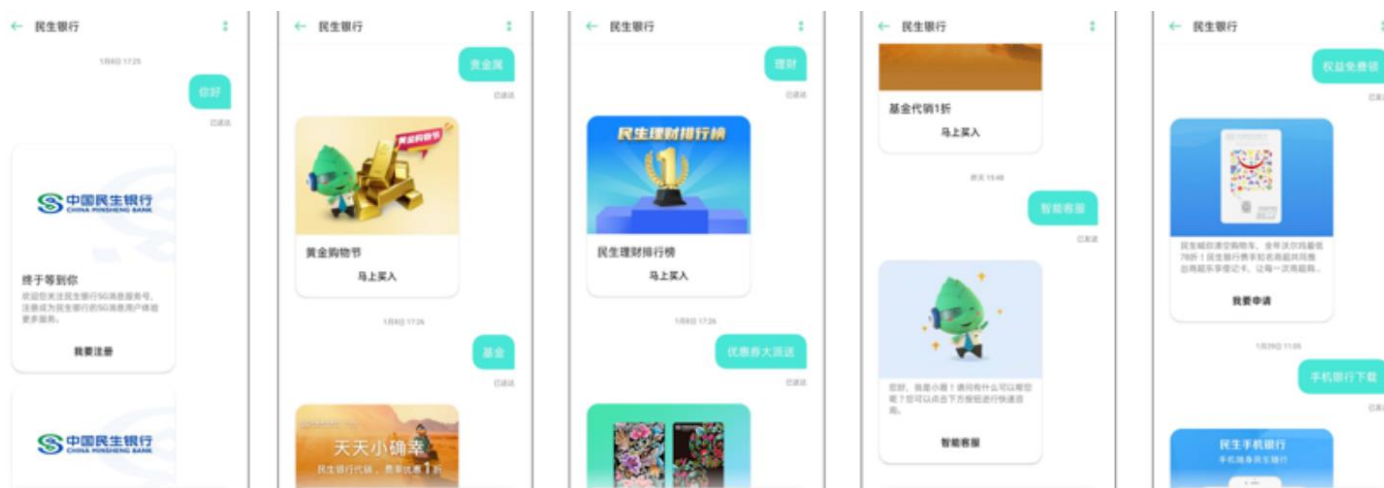
图17：公司前瞻布局 5G 消息业务



资料来源：公司公众号

公司在 5G 消息方面的行业布局和客户拓展方面持续位于业内头部。2022 年上半年，除继续保持三大运营商 CSP 资格外，凭借平台能力、行业应用开发能力、客户拓展能力等优势，公司成功入围中国移动首批 5G 消息（阅信）代理商，中标多个 5G 消息关联项目，近期再次中标某个大型国家级重点产业园 5G 消息平台建设与运营项目。

图18：公司成功中标中国民生银行 5G 消息业务合作项目



资料来源：公司公众号

5、盈利预测与投资建议

5.1、核心假设

核心假设 1: 受益于行业信创机遇和大中型企业数字化转型升级趋势，公司收入有望保持快速增长。其中，预计信创邮箱等协同办公业务 2021-2024 年收入年均复合增速约 50%，预计云和大数据业务 2021-2024 年收入年均复合增速约 55%，预计智慧渠道业务 2021-2024 年收入年均复合增速约 45%。

核心假设 2: 大中型企业客户付费能力相对较高，预计主营业务毛利率有望保持相对稳定。

核心假设 3: 收入高增长有望摊薄销售费用、管理费用；公司持续一定研发投入，研发费用率预计保持稳定，保证核心竞争力。

5.2、盈利预测与估值分析

公司为国内领先的企业数字化技术和服务提供商，我们认为公司有望受益大中型企业客户数字化转型升级和国产替代机遇。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.20、3.00、4.00 亿元，EPS 分别为 0.50、0.67、0.90 元/股。

我们选取了恒生电子、顶点软件、致远互联等行业信创核心厂商作为可比公司。公司对应当前股价 PE 分别为 26.4、19.4、14.5 倍，低于行业均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平

证券代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE	
		2022/10/11	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600570.SH	恒生电子	616.4	14.7	19.0	24.1	42.1	32.4	25.6
603383.SH	顶点软件	61.1	1.8	2.4	3.1	34.0	25.8	19.6
688369.SH	致远互联	46.2	1.8	2.4	3.0	25.6	19.7	15.5
行业信创	平均值	241.2	6.1	7.9	10.1	33.9	25.9	20.2
300634.SZ	彩讯股份	58.2	2.2	3.0	4.0	26.4	19.4	14.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（恒生电子、顶点软件、致远互联盈利预测均来自开源计算机）

6、风险提示

客户数字化转型不及预期风险；国产替代不及预期风险；公司研发不及预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1064	1803	2152	3166	4377
现金	359	914	1328	1937	2816
应收票据及应收账款	137	172	0	0	0
其他应收款	9	20	22	40	51
预付账款	5	73	40	124	115
存货	60	115	146	237	320
其他流动资产	494	509	615	829	1076
非流动资产	742	737	821	951	1086
长期投资	67	47	32	15	-1
固定资产	120	76	166	318	474
无形资产	9	5	-3	-12	-22
其他非流动资产	545	608	626	629	635
资产总计	1805	2541	2973	4117	5463
流动负债	226	343	563	1395	2332
短期借款	0	3	284	1099	1982
应付票据及应付账款	65	75	0	0	0
其他流动负债	161	265	279	297	350
非流动负债	68	53	64	85	101
长期借款	57	40	52	72	89
其他非流动负债	11	12	12	12	12
负债合计	294	396	627	1480	2433
少数股东权益	52	74	81	91	104
股本	400	444	444	444	444
资本公积	469	920	920	920	920
留存收益	566	689	889	1156	1514
归属母公司股东权益	1459	2071	2264	2546	2925
负债和股东权益	1805	2541	2973	4117	5463

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	102	34	232	-68	193
净利润	142	154	227	309	413
折旧摊销	29	31	4	7	10
财务费用	3	-6	1	31	77
投资损失	-22	-12	-15	-14	-15
营运资金变动	-53	-154	20	-397	-287
其他经营现金流	3	22	-5	-4	-5
投资活动现金流	-240	90	-69	-118	-127
资本支出	73	43	104	152	161
长期投资	-184	113	16	16	16
其他投资现金流	17	20	19	18	18
筹资活动现金流	-47	433	-30	-20	-71
短期借款	0	3	281	814	884
长期借款	-20	-16	11	21	17
普通股增加	0	44	0	0	0
资本公积增加	-0	451	0	0	0
其他筹资现金流	-27	-48	-322	-855	-972
现金净增加额	-185	557	133	-206	-5

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	739	887	1289	1880	2733
营业成本	419	525	782	1146	1669
营业税金及附加	4	5	7	11	16
营业费用	29	34	39	51	71
管理费用	47	48	61	75	105
研发费用	116	137	177	250	363
财务费用	3	-6	1	31	77
资产减值损失	-1	-7	-7	-11	-16
其他收益	10	10	10	10	10
公允价值变动收益	4	3	3	3	3
投资净收益	22	12	15	14	15
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	151	166	244	332	443
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	0	1
利润总额	149	166	243	332	442
所得税	7	12	16	22	29
净利润	142	154	227	309	413
少数股东损益	5	5	7	10	13
归属母公司净利润	137	149	220	300	400
EBITDA	171	172	224	334	477
EPS(元)	0.31	0.34	0.50	0.67	0.90

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	1.0	20.1	45.3	45.8	45.4
营业利润(%)	1.8	10.2	46.9	36.2	33.4
归属于母公司净利润(%)	2.9	9.2	47.6	36.1	33.5
获利能力					
毛利率(%)	43.3	40.8	39.3	39.0	38.9
净利率(%)	19.2	17.3	17.6	16.5	15.1
ROE(%)	9.4	7.2	9.7	11.7	13.6
ROIC(%)	28.7	22.7	31.6	25.8	27.1
偿债能力					
资产负债率(%)	16.3	15.6	21.1	35.9	44.5
净负债比率(%)	-18.3	-39.3	-41.8	-28.2	-23.5
流动比率	4.7	5.3	3.8	2.3	1.9
速动比率	4.4	4.7	3.5	2.0	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	7.6	6.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.7	7.5	20.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.34	0.50	0.67	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.08	0.52	-0.15	0.44
每股净资产(最新摊薄)	3.29	4.66	5.10	5.73	6.59
估值比率					
P/E	42.6	39.0	26.4	19.4	14.5
P/B	4.0	2.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	30.9	28.2	21.0	14.9	10.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn