

智能数字化专家 积极拥抱 AI 时代

——彩讯股份首次覆盖报告

计算机/计算机应用

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

彩讯股份: 起于邮箱, 背靠通信运营商, 赋能产业互联网。

- 彩讯股份依托 139 邮箱业务与中国移动建立起的紧密合作关系, 亦在数字内容、新媒体、融合通信、云和大数据等领域为移动提供运营支撑。截至 22 年底, 中国移动依旧是彩讯的最大客户, 来自移动的营收占据超过 60% 的比例。
- 公司以互联网应用平台开发及运营支撑构筑协同办公 (以彩讯邮箱为核心)、智慧渠道、云和大数据等三大产品线。

运营商业基本盘稳固, 行业外拓现积极边际变化。

- 彩讯的营收规模与中国移动的成本投入存在一定相关性。公司过往来自移动的营收同比增速与同期中国移动的营运成本 (扣除折旧摊销) 同比变化具备类似的变化规律。而中国移动在历经战略转型升级, 依托家庭、政企和新兴市场, 重回增长轨道, 并于 21、22 年取得双位数的营收增长。因此, 我们认为, 站在当前时间点, 中国移动再次迎来发展动能, 彩讯的业务基本盘有望持续稳固。
- 云和大数据业务, 直接受益于移动云的跨越式发展。企业业务端, 云网融合加国资背景, 有望继续助力运营商云业务发展。而个人业务端, 云盘是其建立客户黏性的重要方式之一, 运营商将持续投入并依托宽带成本优势拓展份额。作为移动云的核心供应商, 彩讯云和大数据业务有望持续成长。
- 智慧渠道业务, 受运营商精细化运营需求与数字内容快速增长共同驱动。在趋于饱和的个人市场, 运营商将更加聚焦于精细化运营, 以深度挖掘客户价值。同时, 中国移动在数字内容业务领域的快速增长也将继续拉动其在产品运营支撑的投入, 驱动彩讯渠道业务的增长。
- 行业外拓呈现积极的边际变化。根据我们跟踪的招标采购信息, 公司在上半年接连中标多项来自南方电网的数字化服务框架采购项目。我们认为, 这是一个乐观的信号, 公司在移动外的大客户拓展呈现出积极的边际变化。未来, 新的领域开拓有望助力公司的持续成长, 同时让公司营收的行业结构更加均衡。

彩讯邮箱: 把握信创和人工智能带来的重大发展机遇

- 金融信创进入规模化启动期, 彩讯 Richmail 引领邮箱信创。邮箱是应用软件信创的重要组成部分, 具备可全面替代性。彩讯 Richmail 是邮箱信创领域的领先者。21 年以来, Richmail 产品先后得到党政、工信部及金融领域的广泛认可。而从产品角度, 公司完成了全栈的信创软硬件环境适配。彩讯聚焦于金融信创, 而金融行业信创历经 20 及 21 年两期的信创试点, 目前已进入存量机构全面推广的阶段, 以信创邮箱为核心的彩讯协同办公产品线有望快速增长。
- 基于生成式 AI 技术打造新一代智能邮箱。邮箱作为内容的载体, 具备交互和云储存的属性, 是大语言模型应用的天然入口之一。彩讯基于 AIGC 技术打造新一代智能邮箱 RichAlbox。未来, 根据适配及需求, RichAlbox 可能接入国内任意主流大模型, 不限于百度文心一言、阿里的通义千问、以及主流的开源模型如清华的 GLM-6B, 同时以大模型为基座, 公司将进行进一步的研究, 以更好地融合和适应邮箱的应用场景。而信创的企业端客户及 139 邮箱的个人端客户为彩讯智能邮箱未来商业价值的创造提供丰富的想象空间。

盈利预测与投资建议: 预计彩讯股份 2023-2025 年归母公司净利润分别为 4.14 亿元、3.9 亿元、4.99 亿元, 对应 EPS 分别为 0.92 元、0.87 元、1.12 元, 同比增加 83.9%、-5.9%、28.2%。我们认为, 彩讯业务基本盘持续稳固, 信创及 AI 有望打开公司的估值空间, 参考可比公司, 测算 2023 年目标市值 146 亿元, 对应目标价格 32.61 元, 首次覆盖, 给与“买入”评级。

评级

买入 (首次)

2023 年 8 月 9 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

周成

研究助理

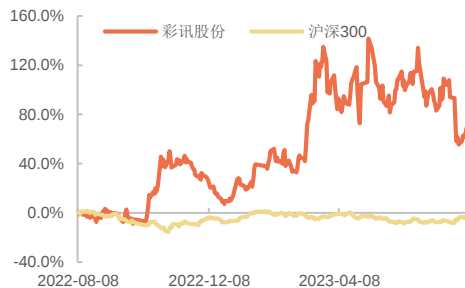
SAC 执业证书编号: S1660122090013

交易数据

时间 2023.8.8

总市值/流通市值 (亿元)	102.74/98.98
总股本 (万股)	44,765
资产负债率 (%)	15.87
每股净资产 (元)	5.66
收盘价 (元)	22.95
一年内最低价/最高价 (元)	12.08/33.76

公司股价表现走势图



资料来源: Wind, 申港证券研究所

风险提示：运营商营运支出下滑的风险；行业外拓不及预期的风险；金融信创落地不及预期；技术革新的风险等。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	887.37	1,195.42	1,565.81	2,007.57	2,520.16
增长率 (%)	20.06%	34.71%	30.98%	28.21%	25.53%
归母净利润 (百万元)	149.13	225.04	413.80	389.53	499.37
增长率 (%)	9.17%	50.91%	83.88%	-5.87%	28.20%
净资产收益率 (%)	7.20%	9.88%	15.83%	13.32%	15.02%
每股收益(元)	0.33	0.50	0.92	0.87	1.12
PE	68.89	45.65	24.83	26.37	20.57
PB	4.96	4.51	3.93	3.51	3.09

资料来源: Wind, 申港证券研究所

内容目录

1. 彩讯股份：起于邮箱 背靠通信运营商 赋能产业互联网	5
1.1 以互联网应用平台开发及运营支撑构筑产品线	5
1.2 财务复盘：业绩持续稳健增长	7
2. 运营业务基本盘稳固 行业外拓现积极边际变化	9
2.1 中国移动迎发展新动能 彩讯业务基本盘持续稳固	9
2.1.1 云和大数据业务：直接受益于移动云的跨越式发展	11
2.1.2 智慧渠道业务：运营商精细化运营需求与数字内容快速增长共同驱动	12
2.2 行业外拓呈现积极的边际变化	14
3. 彩讯邮箱：把握信创和人工智能带来的重大机遇	15
3.1 金融信创进入规模化启动期 彩讯 Richmail 引领邮箱信创	15
3.2 基于生成式 AI 技术打造新一代智能邮箱	17
4. 盈利预测与估值	19
4.1 盈利预测	19
4.1.1 关键假设	19
4.1.2 业绩预测	21
4.2 估值与评级	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：彩讯股份的公司发展历程	5
图 2：彩讯提供基于协同办公、智慧渠道、云和大数据等三大产线的互联网应用平台开发建设及运营支撑服务	6
图 3：彩讯股份股权结构图（截至 2023H1）	6
图 4：彩讯股份 19-22 年营收增长呈加速趋势	7
图 5：彩讯股份 23H1 净利润水平继续维持快速增长	7
图 6：公司分季度营收情况	7
图 7：公司分季度扣非归母净利润情况	7
图 8：22 年三大主营产品线共同支撑营收端的加速增长	8
图 9：公司约 70% 的营收主要通过技术服务模式	8
图 10：彩讯股份总体毛利率和净利率情况	8
图 11：彩讯股份主要分项业务的毛利率	8
图 12：彩讯股份销售期间费用率	9
图 13：彩讯股份销售、管理、研发及财务费率	9
图 14：来自中国移动的收入依旧是彩讯经营业绩的基本盘	10
图 15：公司的营收规模与移动的成本投入表现出一定相关性	10
图 16：中国移动 2016-2023Q1 的业绩变化	10
图 17：政企、家庭及新兴市场的快速增长拉动移动业绩的修复	10
图 18：中国移动的云收入规模实现新跨越	11
图 19：移动云在 22 年下半年中国国内公有云 IaaS 市场份额（含中国企业和 MNC 使用国内公有云资源）进入前五名	11
图 20：移动云的四大品牌价值	11
图 21：中国移动客户数量趋于饱和	13
图 22：中国移动个人客户 ARPU 值增长趋缓	13
图 23：22 年中国移动数字内容业务营收相较 20 年近乎翻倍	13
图 24：咪咕生态内容不断丰富	13

图 25: 中国移动“元宇宙 MIGU 演进图”.....	13
图 26: 彩讯打造的“IT+运营”双中台体系	14
图 27: 彩讯 Richmail 信创邮箱 21 年以来的标志性事件.....	15
图 28: Richmail 与主流国产化软硬件环境兼容适配.....	16
图 29: 金融行业信创进入规模化启动期.....	16
图 30: 微软将 Copilot 嵌入邮件客户端 Outlook.....	18
图 31: 彩讯智能邮箱将以国内主流大模型为基座进行进一步的研究.....	18
图 32: AI 加成的彩讯智能邮箱将具备主动服务和信息整合能力	19
图 33: PE-Band 显示彩讯股份当前估值位于历史中位值以下的位置	21
表 1: 彩讯股份 2021 年股权激励计划	7
表 2: 彩讯连续中标多项超来自中国移动的云业务的大订单.....	12
表 3: 23H1 彩讯接连中标南方电网多个服务框架采购项目	15
表 4: 经初步测算, 商业银行领域信创邮箱的总建设市场规模为 37.4 亿元	17
表 5: 彩讯股份营收及毛利率预测	20
表 6: 可比公司估值情况	21
表 7: 公司盈利预测表	23

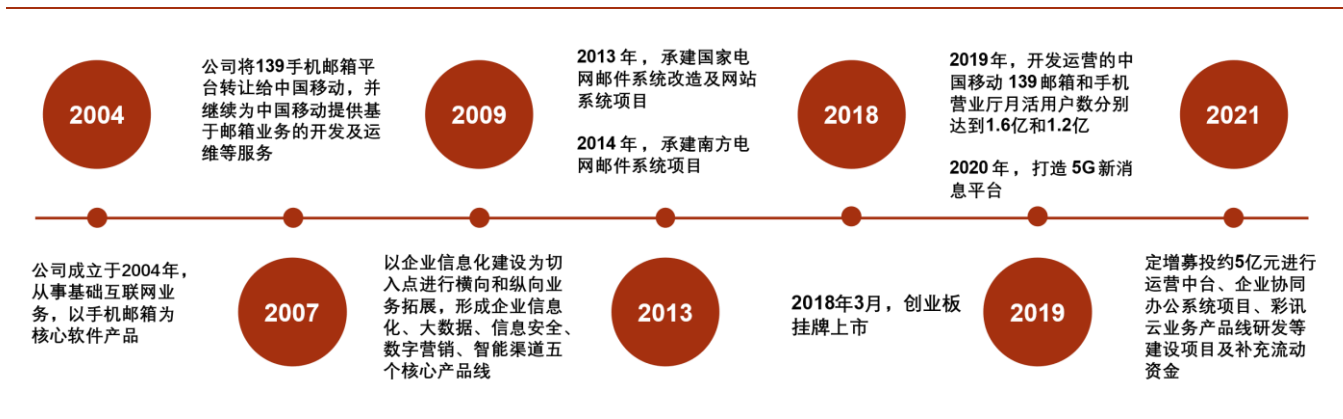
1. 彩讯股份：起于邮箱 背靠通信运营商 赋能产业互联网

1.1 以互联网应用平台开发及运营支撑构筑产品线

起于邮箱，背靠中国移动，逐步发展成为产业互联网技术及服务供应商。

- ◆ 彩讯股份成立于 2004 年，成立之初以手机邮箱为核心软件产品。2007 年，公司将 139 邮箱平台转让给中国移动，并持续为中国移动提供基于 139 邮箱的技术及业务运营支撑。
- ◆ 此后，依托邮箱业务与中国移动建立的合作联系，并跟随中国移动的战略部署，彩讯亦在数字内容应用、新媒体、融合通信、云和大数据等领域为移动提供支撑服务。同时，基于为中国移动服务时所积累的技术及实施经验，公司向能源、政府、金融等多行业进行业务拓展，并将自身定位为产业互联网技术及服务供应商。
- ◆ 截至 2022 年底，中国移动依旧是彩讯的最大客户，来自移动的营收占据超过 60% 的比例。

图1：彩讯股份的公司发展历程

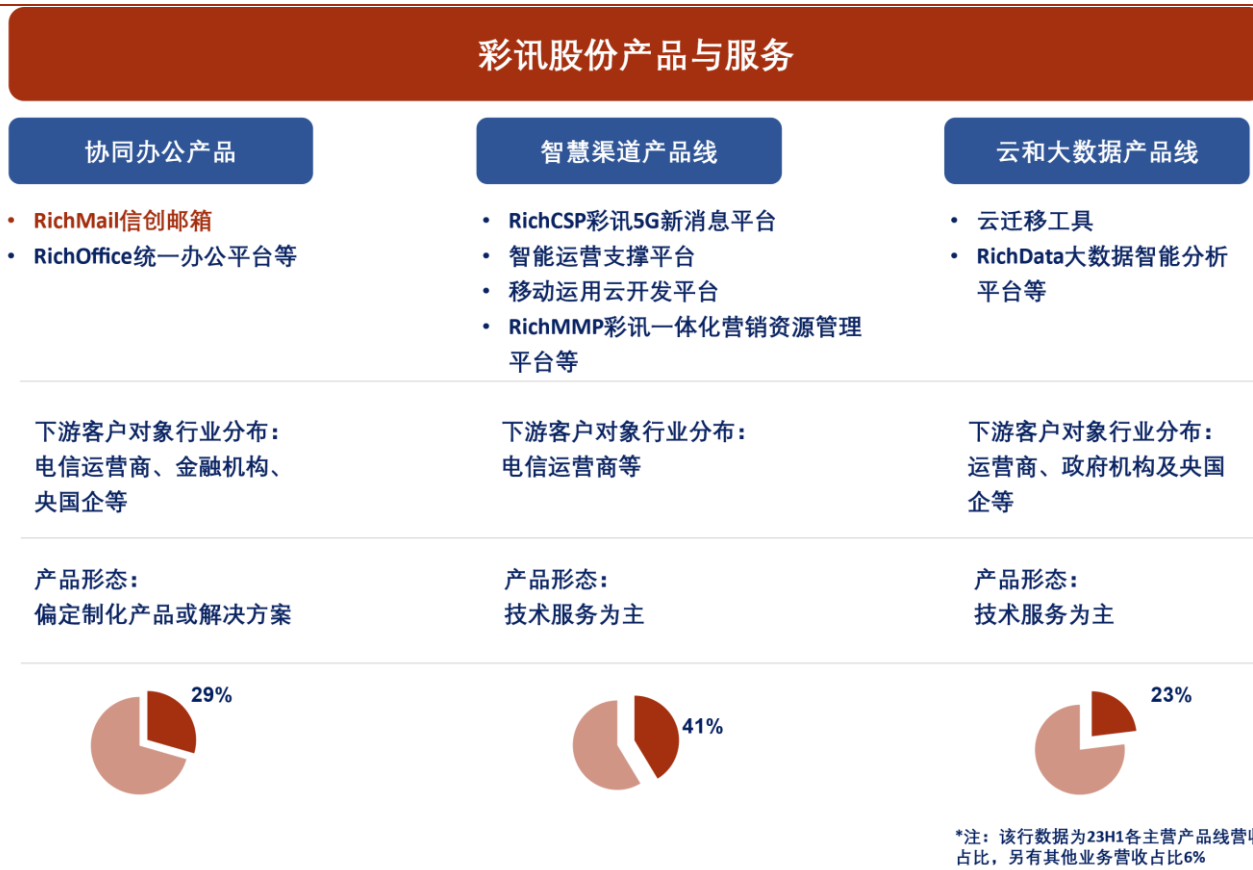


资料来源：Wind，彩讯股份官网，2018-03-13 彩讯股份招股说明书，申港证券研究所

彩讯提供基于协同办公、智慧渠道、云和大数据等三大产线的互联网应用平台开发建设及运营支撑服务，业务模式涵盖软件产品开发与销售、技术服务及系统集成。

- ◆ 协同办公产品线以 RichMail 邮箱为核心，辅以企业网盘、统一办公平台等产品，为企业提供偏定制化的办公自动化软件和服务。其中，RichMail 邮箱已完成针对国产化的芯片、操作系统、中间件及数据库等软硬件环境的信创适配，能够实现针对微软 Exchange 和 IBM Domino 邮箱系统的替代。
- ◆ 智慧渠道产线主要服务于企业的数字化运营，让企业更加高效地与其用户进行互动，或协助企业整合多渠道消费者数据，实现更加精准的数字营销，主要产品包括移动应用门户、5G 消息平台、新媒体运营管理平台及一体化营销资源管理平台等。
- ◆ 云和大数据产线，主要是围绕移动云的建设与运营支撑，为企业提供定制化的上云配套技术服务，助力企业数字化转型。

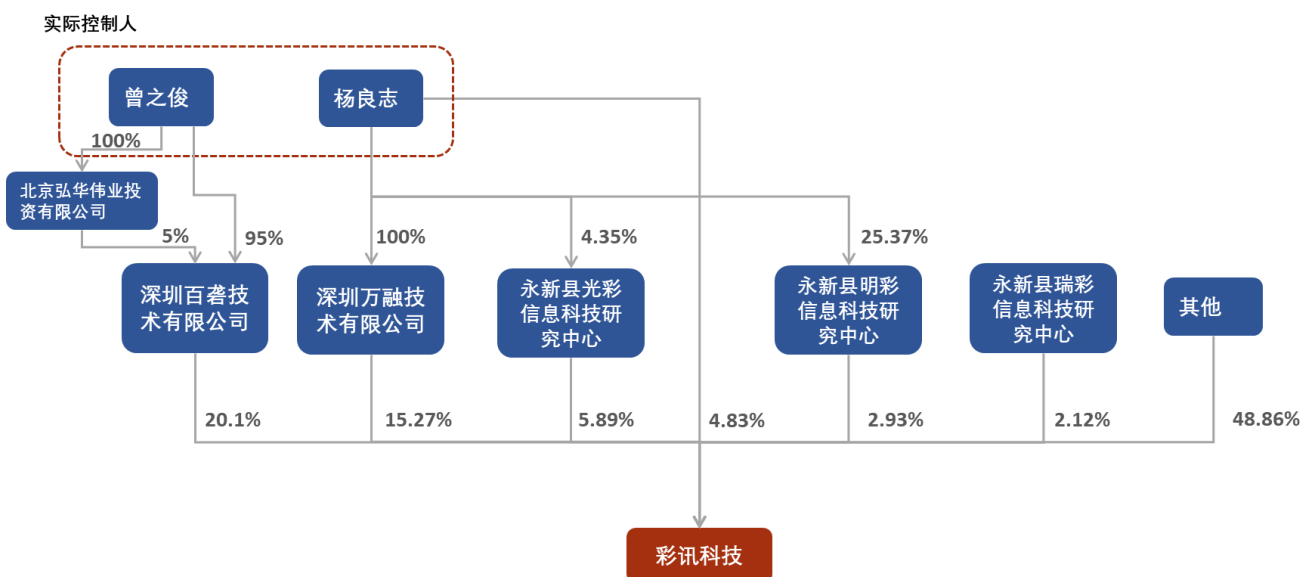
图2：彩讯提供基于协同办公、智慧渠道、云和大数据等三大产线的互联网应用平台开发建设及运营支撑服务



资料来源：彩讯股份 2023 年半年度报告，申港证券研究所

公司股权分布相对集中，设立员工持股平台共享公司的成长价值。公司实控人杨良志及曾之俊互为一致行动人，截至 23H1 通过直接及间接方式共计持有超过 40% 的公司股份。另，公司通过设立光彩信息、明彩信息及瑞彩信息三个员工持股平台，与员工共享公司成长带来的价值。

图3：彩讯股份股权结构图（截至 2023H1）



资料来源：彩讯股份 2023 年半年度报告，天眼查，申港证券研究所

股权激励计划覆盖核心人员，解锁条件锚定营收及现金分红比例。公司 21 年设立第一期股权激励计划，拟分两期授予 750 万股限制性股票，覆盖的群体为核心技术及业务人员。所设立的业绩解锁条件围绕营业收入，而从 22 年结果看，公司的营收相较 20 年增长 61.7%，达到了预期目标。另，激励计划的解锁条件中尚包含年度现金分红的比例目标，表明公司以期通过良好的经营业绩给到股东持续的回报。

表1：彩讯股份 2021 年股权激励计划

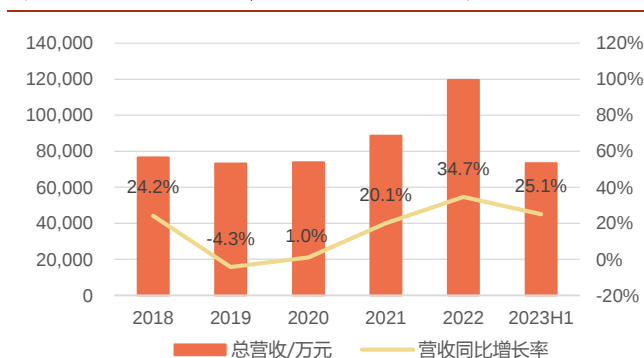
各年度股权激励计划	参与人数	授予数量	授予价格	解锁条件
2021 年股权激励计划	178 人，涵盖核心技术及业务人员	750 万股（首次授予 600 万股 +150 万股预留）	首次授予 13 元/股，预留部分授予价格 11.8 元/股	(1) 以公司 2020 年营业收入为基数，2022 年增长率不低于 50%，且年度现金分红比例目标值 20%，触发值 18%，一期解锁比例 50%； (2) 以公司 2020 年营业收入为基数，2023 年增长率不低于 80%，且年度现金分红比例目标值 20%，触发值 18%，二期解锁比例 50%

资料来源：彩讯股份《关于向激励对象首次授予限制性股票的公告》，彩讯股份《关于向激励对象授予 2021 年限制性股票激励计划预留部分限制性股票的公告》，申港证券研究所

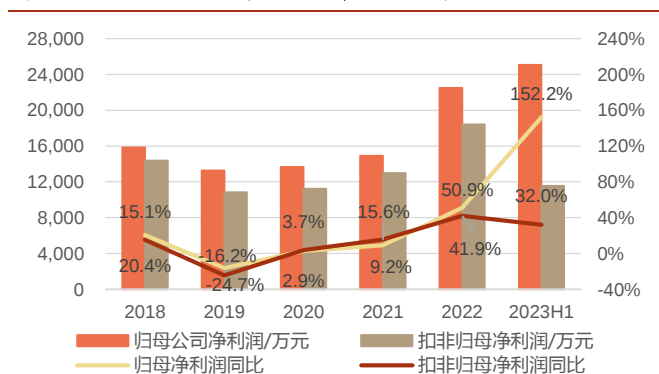
1.2 财务复盘：业绩持续稳健增长

公司过往 3 年的业绩持续增长且增速扩大，23H1 营收及净利润继续维持稳健增长。

- ◆ 上半年，彩讯股份实现营收 7.33 亿元，同比增长 25.1%。过往 19 及 20 年，公司营收出现增长停滞甚至下滑的现象，我们判断一定程度可能是由于公司下游核心客户即中国移动同期处于由通信服务向信息服务的战略转型阶段，运营支出有一定波动（见后文图 15）。自 21 年，公司的营收增长开始逐步恢复，且呈现一定的加速趋势，19-22 年的营收年复合增速约 18%。我们认为，随着运营商客户完成新旧成长动能的交替，及信创、数字经济等关键领域的实施落地，公司未来一段时期的营收仍有望保持稳健的增长。
- ◆ 净利润方面，公司上半年实现归母净利 2.51 亿元，同比增加 152.2%，扣非归母净利润 1.16 亿元，同比增长 32%。两者之间的差别主要在于公司持有的河南省澜天信创产业投资基金投资的航天软件在科创板上市，计提公允价值的变动收益。过往公司净利润(包括扣非)同比变化趋势与营收增速规律基本一致，公司在 19、20 年净利润下滑至阶段性低点后，自 21 年重新回到增长的轨道，并随营收增速的加快，亦呈加速增长趋势。

图4：彩讯股份 19-22 年营收增长呈加速趋势


资料来源：Wind，申港证券研究所

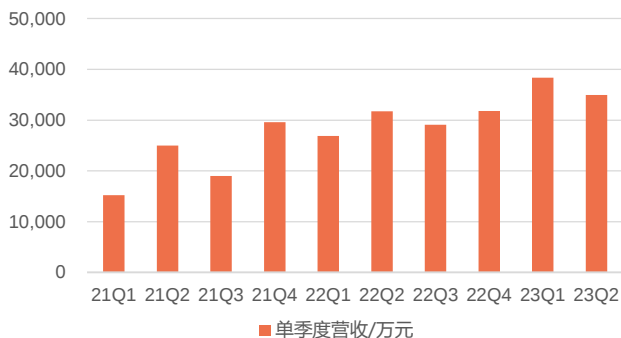
图5：彩讯股份 23H1 净利润水平继续维持快速增长


资料来源：Wind，申港证券研究所

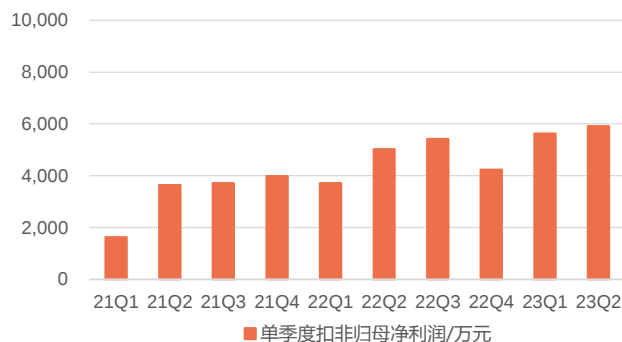
图6：公司分季度营收情况

敬请参阅最后一页免责声明

图7：公司分季度扣非归母净利润情况



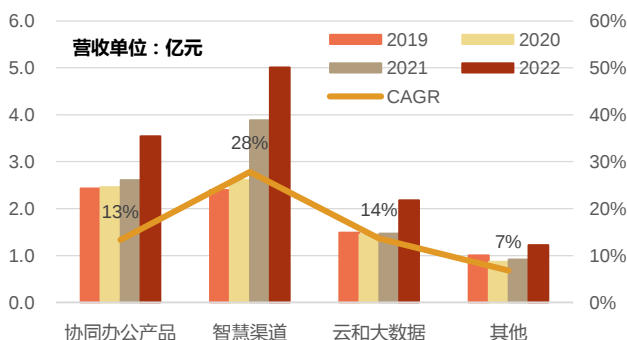
资料来源: Wind, 彩讯股份 2022 年年度报告, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

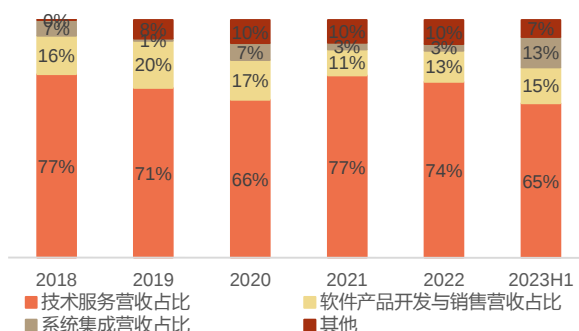
22 年三大主营产品线共同支撑营收端的加速增长。21 年智慧渠道业务的率先修复驱动公司整体业绩的增长, 而 22 年, 协同办公业务、智慧渠道及云和大数据均实现了较大幅度的提升 (对应营收增速分别为 35.6%、29.2%及 48.2%), 共同支撑营收端的加速增长。另, 分业务模式看, 公司约 70%的营收主要通过技术服务模式 (邮箱或其他平台的运营支撑及流量经营)。

图8: 22 年三大主营产品线共同支撑营收端的加速增长



资料来源: 彩讯股份 2020-2022 各年度年度报告, 申港证券研究所

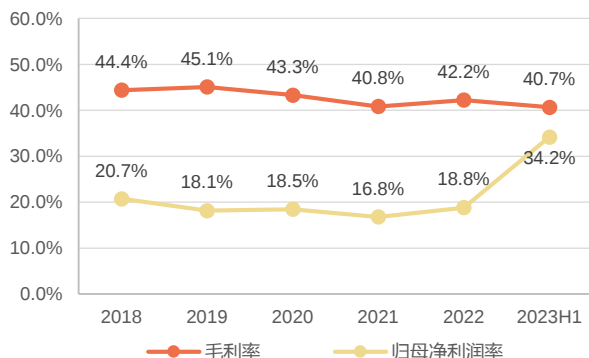
图9: 公司约 70%的营收主要通过技术服务模式



资料来源: Wind, 申港证券研究所

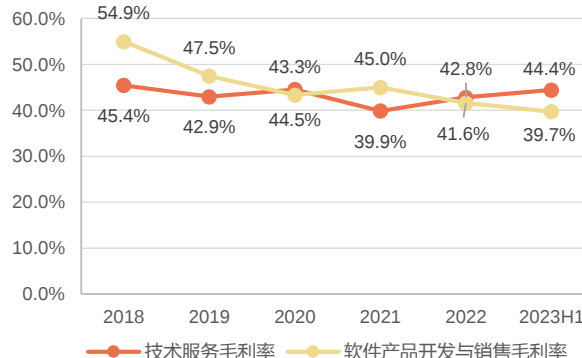
以技术服务为主的业务模式决定公司的盈利能力存在小幅波动。回溯过往公司整体毛利率水平, 基本处于 40%~45%的区间, 且未呈现显著的上升或下降趋势。我们判断其中一个主要的因素是, 公司营收占比最大的技术服务的业务模式, 由于不同的项目, 或者同一个软件平台在不同时期, 成熟度可能存在差异, 对运营支撑的需求程度 (比如运维人员的资质等级、数量等) 不同, 导致业务的毛利率水平的变化。

图10: 彩讯股份总体毛利率和净利率情况



敬请参阅最后一页免责声明

图11: 彩讯股份主要分项业务的毛利率



证券研究报告

资料来源：Wind，申港证券研究所

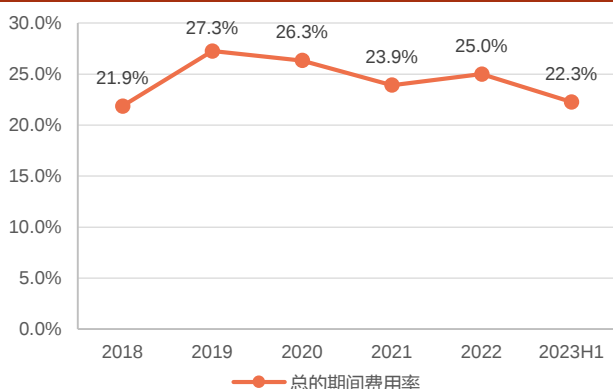
注：如前文所述，23H1 净利率的大幅提升主要是由于计提的公允价值变动收益带来的归母净利润的增加

资料来源：Wind，申港证券研究所

公司过往总期间费用率亦呈现一定波动，研发费用率呈上升趋势，而管理费自 19 年以来持续下降。

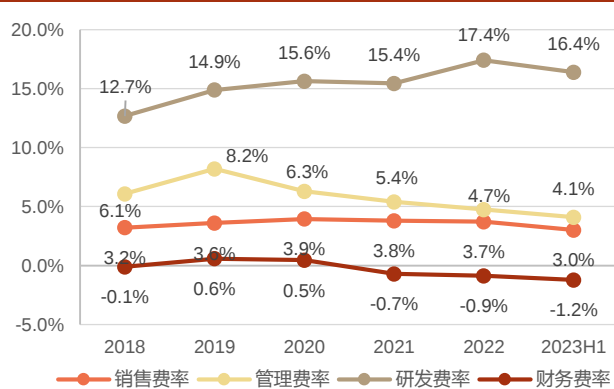
- 彩讯 22 年研发投入为 2.36 亿元，同比增加 69.6%。研发技术员工人数为 2,672 人，相较 21 年增加 28.4%。自 21 年 6 月份围绕运营中台、协同办公及云产线研发的定增项目落地后，我们判断公司 22 年可能进入研发的阶段性高峰期。另，22 年公司研发资本化率由 21 年的 1.5% 提升至 11.8%，一定程度造成研发费用的增速低于研发投入的增速。
- 公司 19 年管理费用率有较大的提升，根据公司 19 年年度报告中披露的信息，其主要原因在于当期彩讯科技大厦逐步投入使用带来的折旧水电及物业费的大幅增加。而此后，偶发因素项的影响剔除，管理费呈现加较为显著的下降趋势，反映了公司整体管理效能稳步提升。

图12：彩讯股份销售期间费用率



资料来源：Wind，申港证券研究所

图13：彩讯股份销售、管理、研发及财务费率



资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 运营商业务基本盘稳固 行业外拓现积极边际变化

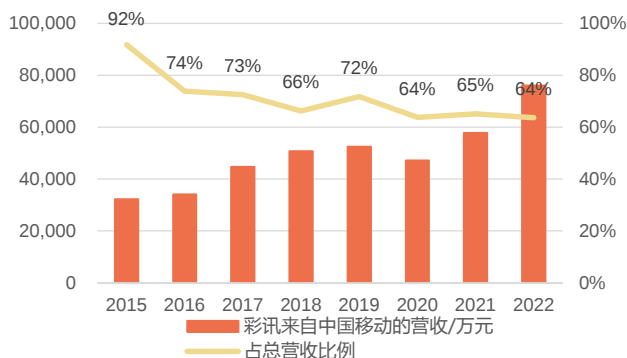
2.1 中国移动迎发展新动能 彩讯业务基本盘持续稳固

从前述章节对彩讯的发展历程及产品端的叙述中，均可以看到公司与通信运营商中国移动间的渊源。因此，我们首先从一个总体视角来看公司在经营业绩层面和中国移动之间的关联。

- 彩讯来自中国移动的营收占总营收的比例从 15 年的超过 90% 逐步下降至 22 年的 64%，表明公司对于移动的依赖程度在下降，公司不断针对运营商外的客户进行业务拓展。但，来自中国移动的收入依旧是彩讯经营业绩的基本盘。
- 我们认为，公司的营收规模与中国移动的成本投入存在一定的相关性。我们将公司 16 年以来来自移动的营收同比增速与同期中国移动的营运成本（扣除折旧摊销）同比变化进行比较。可以看到，两者总体上具备类似的变化规律。在中国移动成本收缩的期间，公司的增长亦有所减缓。而从逻辑上理解，结合后续中国移动营收的变化分析，移动在 18、19 年相对业绩承压的背景下，可能在成本支出

上有所控制，进而压缩服务商的营收空间。

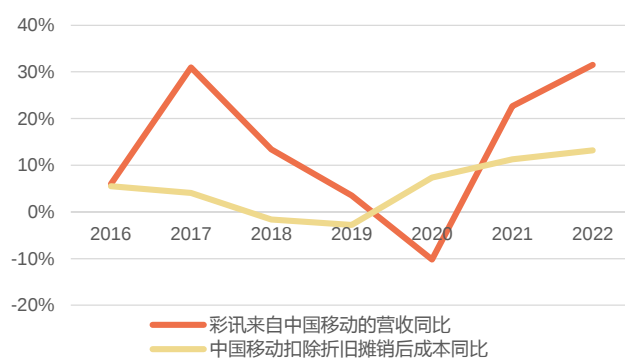
图14：来自中国移动的收入依旧是彩讯经营业绩的基本盘



资料来源：彩讯股份 2018-2022 年各年度报告，彩讯股份 2018-03-13 招股说明书，申港证券研究所

注：公司 18-20 年年度报告中未明确列出第一大客户的名称，但我们根据公司主营业务产品、过往及之后的第一大客户的信息判断，最大客户依旧是中国移动

图15：公司的营收规模与移动的成本投入表现出一定相关性

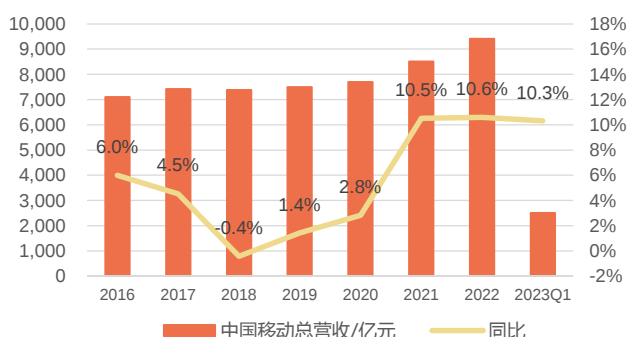


资料来源：Wind，彩讯股份 2018-2022 年各年度报告，彩讯股份 2018-03-13 招股说明书，申港证券研究所

近万亿营收规模的中国移动再次迎来发展动能。

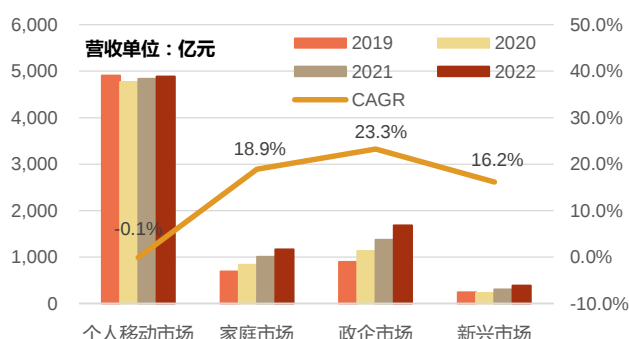
- ◆ 回溯近年来中国移动的业绩变化，移动在 16-18 年整体营收增速逐步趋缓，并在 18 年出现负增长的情况，我们判断一个可能的因素是 15 年开始的运营商提速降费，压缩了盈利空间，叠加个人市场逐步趋于饱和，竞争加剧，中国移动亟需开辟新的增长曲线。
- ◆ 此后，中国移动开启从通信服务向空间更加广阔的信息服务的转型升级，启动“个人（C）、家庭（H），政企（B），新兴（N）”四轮市场全向发力、协同发展的战略转型。叠加 5G 带来新的发展机遇（19 年试运行，20 年开启全面商用），从结果上看，自 20 年政企、家庭及新兴市场的快速增长，拉动了整体业绩的修复，助力移动重回增长轨道，并于 21 年取得双位数的营收增长，而 22 年及 23Q1 维持了 10% 以上的增速。
- ◆ 结合前述的相关性分析，我们认为中国移动再次迎来发展动能，将有利于彩讯稳固自身未来一段时期的业务基本盘。

图16：中国移动 2016-2023Q1 的业绩变化



资料来源：Wind，申港证券研究所

图17：政企、家庭及新兴市场的快速增长拉动移动业绩的修复



资料来源：中国移动 2019-2022 年全年业绩推荐材料，申港证券研究所

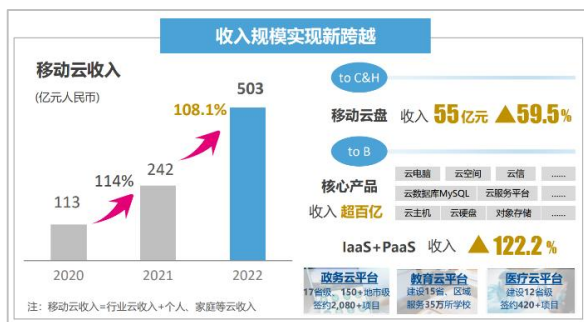
上述分析主要从一个整体角度探讨彩讯的营收与中国移动运营成本间的可能联系。接下来我们将从更加细致的角度，尝试探寻公司的产品线是否能够直接受益于移动战略升级期的业务发展。

2.1.1 云和大数据业务：直接受益于移动云的跨越式发展

移动云业务在 B 端及 C 端均实现新跨越。移动云业务 22 年实现总营收 503 亿元，同比增加 108.1%，连续两年实现翻倍增长。其中：

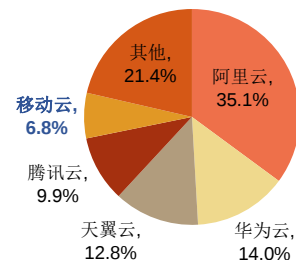
- ◆ 服务于 C 端的移动云盘 22 年实现收入 55 亿元，同比增加 59.5%。另，据中国移动 2022 年全年业绩推荐材料中披露的数据，移动云盘的月活用户数达到 1.66 亿人次。
- ◆ 根据 IDC 依半年频次跟踪的数据，中国公有云服务 IaaS+PaaS 市场，2022 上半年同比增速约为 30.6%，而下半年增速有所下滑，为 19%。而中国移动 B 端 IaaS+PaaS 产品 22 年收入超过百亿，同比增速达到 122.2%，其增长远超过整体市场规模的增速。

图18：中国移动的云收入规模实现新跨越



资料来源：中国移动 2022 年全年业绩推荐材料，申港证券研究所

图19：移动云在 22 年下半年中国国内公有云 IaaS 市场份额 (含中国企业和 MNC 使用国内公有云资源) 进入前五名



资料来源：IDC 微信公众号《蓄势待发——2022 下半年，中国公有云服务市场增长稳中有降》，申港证券研究所

To B 业务端，云网融合加国资背景，有望继续助力运营商云业务发展。

- ◆ 云网融合是近年来云计算领域的一个重要趋势。构建网络基础设施是云业务发展的根本，而运营商的强项正是牢牢把握住网络基础资源。通过云网融合，电信运营商可以整合现有的网络资源和计算资源，为客户提供更加高品质、高可靠性的云服务。《十四五数字经济发展规划》在优化升级数字基础设施中，亦进一步明确推进云网协同和算网融合发展。

图20：移动云的四大品牌价值



资料来源：移动云官网，申港证券研究所

- ◆ 在央国企加速推进数字化转型工作的背景下，由于数据安全、技术自主可控等方

面的原因，以三大运营商为主的国资背景运营商未来可能将承担起更多政企端云基建工作。

To C 端，我们认为运营商的云盘是其建立客户黏性的重要方式之一。相较于第三方的云盘，运营商云盘凭借其天然的宽带成本优势，能够在给用户一定免费存储空间的同时保证上传下载的不限速，给用户更好的体验。尽管移动云盘在移动的云收入中占比仍然相对较低（见前述图 18），但我们认为，运营商仍然将持续对云盘进行运营投入，其中一个重要原因可能在于，云盘一定程度可作为沉淀个人数字资产的载体，其迁移具备一定的成本，运营商通过云盘能够有机会锁定客户，减少用户流失的概率和风险。

移动云规模的增长将继续带动彩讯在云和大数据业务的成长。

- ◆ 根据中国移动采购和招标网的招投标信息，近年来彩讯连续中标多项来自中国移动的云业务大订单，包括移动云盘的开发及运营支撑、云技术迁移等核心服务。一个较为明显的趋势，彩讯的大订单数量和总金额在增加，直接表明移动云规模的增长能够直接带动彩讯在云和大数据业务的成长。
- ◆ 另，作为中国移动的重要支撑合作方，彩讯在移动云的业务也具备一定持续性，例如彩讯持续为移动云盘提供维护支撑。而即便是这样的存量业务，其整体费用亦在逐年提升，表明中国移动在云盘的运营投入仍保持一定的增长趋势。

表2：彩讯连续中标多项超来自中国移动的云业务的大订单

时间	项目名称	采购人	中标金额*
2023 年 6 月 21 日	中移互联网有限公司 2023 年中国移动云盘新架构功能开发公开比选项目	中移互联网有限公司	4115 万元
2023 年 6 月 12 日	中国移动广东公司 2023 年移动云业务协同拓展服务公开比选项目（第三批）	中国移动通信集团广东有限公司	1015.5 万元
2023 年 4 月 6 日	云能力中心 2023-2024 年移动云系统迁移技术服务项目	中移(苏州)软件技术有限公司	2374.4 万元
2023 年 3 月 10 日	中移互联网有限公司 2023-2024 年移动云盘运营支撑公开比选项目	中移互联网有限公司	4601 万元
2023 年 3 月 10 日	中移互联网有限公司 2023-2024 年移动云盘平台维护公开比选项目	中移互联网有限公司	1702 万元
2022 年 3 月 1 日	中移互联网有限公司 2022 年和彩云运营支撑公开比选采购项目	中移互联网有限公司	4454.75 万元
2022 年 2 月 15 日	云能力中心 2022 年-2023 年移动云生态售前支撑服务项目	中移(苏州)软件技术有限公司	4987.3 万元
2021 年 1 月 19 日	中移互联网有限公司 2021 年和彩云运营支撑公开比选项目	中移互联网有限公司	3300 万元

资料来源：中国移动采购和招标网，申港证券研究所

*注：上述中标金额是根据中国移动招标公告中的项目规模限价以及中标公示中彩讯的中标份额计算得到，可能与实际的中标价格略有差异。

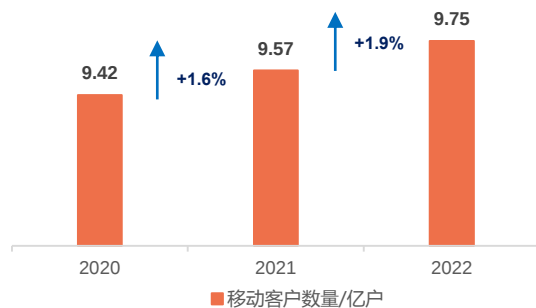
2.1.2 智慧渠道业务：运营商精细化运营需求与数字内容快速增长共同驱动

运营商更加聚焦精细化运营服务，是彩讯智慧渠道业务的成长驱动因子之一。

- ◆ 在个人市场，移动的客户数量以及客单价水平都进入了一个缓慢增长的时间阶段。对运营商而言，在这样一个接近饱和且可能已充分竞争的市场，如何才能够维持自身份额，同时能够获取增长，一定程度上可能取决于更加精细化的运营，去深挖海量终端用户群体的潜在需求从而寻求并创造价值。

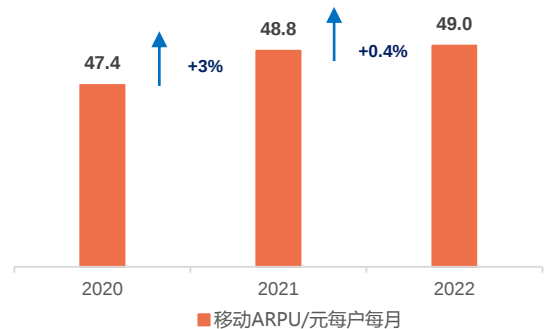
- ◆ 而针对直面 C 端客户的应用平台, 根据彩讯 22 年年度报告中披露的信息, 公司参与建设和运营了移动旗下手机营业厅、权益平台、云盘、统一认证、咪咕音乐、视频彩铃等多个用户规模达亿级的产品, 服务超过 10 亿的终端消费用户。

图21: 中国移动客户数量趋于饱和



资料来源: 中国移动 2022 年全年业绩推荐材料, 申港证券研究所

图22: 中国移动个人客户 ARPU 值增长趋缓

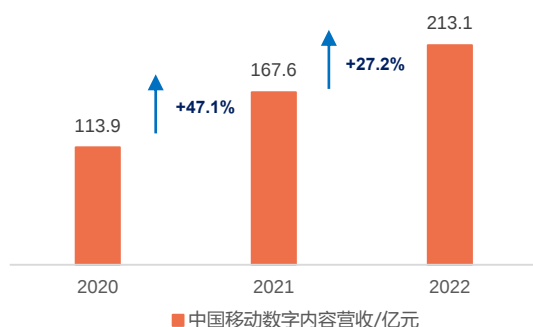


资料来源: 中国移动 2022 年全年业绩推荐材料, 申港证券研究所

我们认为, 以咪咕产品为核心的数字内容业务的快速增长亦是彩讯渠道业务维持增长的重要引擎。

- ◆ 咪咕是中国移动围绕泛娱乐产业建立起来的子公司, 旗下包括咪咕音乐、咪咕数媒、咪咕互娱、咪咕新空等 5 个子板块。
- ◆ 22 年, 以咪咕产品为核心的中国移动数字内容业务营收达到 213.1 亿元, 相较 2020 年近乎翻倍。咪咕生态亦不断丰富, 目前已涵盖 4000 万首正版歌曲 (咪咕音乐)、1035 万条视频 (咪咕视频) 及 60 多万册书刊 (咪咕阅读)。完善的生态吸引了更多的用户, 以咪咕视频为例, 22 年全场景月活用户数提升 67.1%。而内容的不断充实、用户体量的增加, 给平台的运营支撑带来了更大的需求。
- ◆ 另, 咪咕前沿领域广泛的布局, 打造了“元宇宙 MIGU 演进圈”。而这同样将给彩讯这类的服务商带来开发及运营业务的发展机会。

图23: 22 年中国移动数字内容业务营收相较 20 年近乎翻倍



资料来源: 中国移动 2021、2022 年全年业绩推荐材料, 申港证券研究所

图24: 咪咕生态内容不断丰富



资料来源: 咪咕官方网站, 申港证券研究所

图25: 中国移动“元宇宙 MIGU 演进圈”



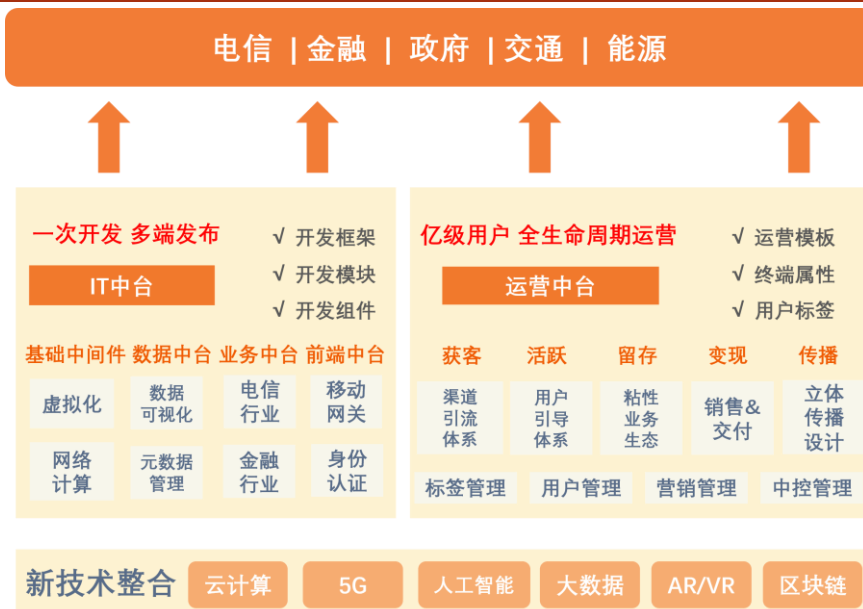
资料来源：咪咕官方网站，申港证券研究所

2.2 行业外拓呈现积极的边际变化

双中台体系支撑业务向多行业拓展。依托在运营商渠道互联网化的多年深耕，彩讯积累了丰富的平台开发与用户运营经验，并形成“IT+运营”的双中台体系。其中：

- ◆ IT 中台涵盖各类标准化技术模块及开发组件，通过“积木式”式的组装，高效支撑多个并行项目的开发实施（根据 22 年报披露的数据，IT 中台组件复用率从 21 年的 58%提升至 85%）。
- ◆ 而运营中台通过积累的高复用模板和标签（根据 22 年报披露的数据，运营模板以每年近 100 个的速度增长，目前 1000 多个可复用模板），快捷实现获客、传播、留存、变现等运营活动。
- ◆ 中台体系的可拓展与可复制性，能够有效支撑公司向电信行业以外，诸如能源、金融、政务及交通等领域进行敏捷拓展。

图26：彩讯打造的“IT+运营”双中台体系



资料来源：彩讯股份 2021 年年度报告，申港证券研究所

中标多项来自南方电网的数字化框架服务采购项目，行业外拓呈现积极的边际变化。由前述章节中的叙述，彩讯来自中国移动外的营收份额呈现增长趋势。另，根据我们跟踪的招标采购信息，公司在上半年接连中标了多项来自南方电网的数字化服务框架采购项目。我们认为，这也是一个乐观的信号，公司在移动外的大客户拓展呈

现出了积极的边际变化。未来，新的领域开拓有望助力公司的持续成长，同时让公司营收的行业结构更加均衡。

表3：23H1 彩讯接连中标南方电网多个服务框架采购项目

时间	项目名称	采购人
2023年6月26日	2023年南方电网人工智能科技有限公司劳务服务框架采购项目	南方电网数字电网研究院有限公司
2023年6月25日	2023年南方电网数字电网研究院有限公司劳务服务框架采购项目	南方电网数字电网研究院有限公司
2023年6月13日	2023年南方电网数字企业科技（广东）有限公司劳务服务框架采购项目	南方电网数字电网集团有限公司
2023年6月8日	2023年南方电网数字平台科技（广东）有限公司劳务服务框架采购项目	南方电网数字电网集团有限公司
2023年5月17日	2023年南方电网数字电网科技（广东）有限公司劳务服务框架采购项目	南方电网数字电网集团有限公司
2023年3月31日	2023年南方电网数字电网集团信息通信科技有限公司劳务服务框架采购项目	南方电网数字电网集团有限公司
2023年3月16日	南方电网数字传媒科技有限公司策划活动类辅助服务框架招	南方电网数字传媒科技有限公司
2023年2月2日	2023年南方电网数字电网集团有限公司本部及区域公司劳务服务框架采购项目	南方电网数字电网集团有限公司

资料来源：南方电网供应链统一服务平台，申港证券研究所

*注：表中列举的采购项目，其中可能涉及有多个标段，而彩讯中标了其中一项或多项

3. 彩讯邮箱：把握信创和人工智能带来的重大机遇

3.1 金融信创进入规模化启动期 彩讯 Richmail 引领邮箱信创

邮箱是应用软件信创的重要组成部分，具备可全面替代性。信创产业的本质是实现底层 IT 软硬件设施、基础及应用软件的自主可控和安全可靠，构筑数字经济发展的基石。信创涉及核心硬件层的芯片、服务器，基础软件层的操作系统、数据库及中间件，应用层的办公软件、OA、邮箱、ERP、工业软件等。而总体上，邮箱的技术难度相对较低，因而具备可全面替代的特性。

彩讯 Richmail 是邮箱信创领域的领先者。21 年以来，Richmail 产品先后得到党政、工信部及金融领域的广泛认可。从产品角度，公司完成了全栈的信创适配，兼容飞腾，华为系鲲鹏、泰山，曙光等国产芯片服务器，麒麟、统信等操作系统，达梦、人大金仓等主流国产数据库，及东方通、宝兰德、金蝶云燕等中间件。同时，依托移动 139 邮箱，公司具备针对月活用户上亿级别的邮箱运营经验，能够保障系统在中大型企业内顺畅运行。另，公司亦能够针对主流邮件厂商（微软、IBM 等）的系统进行邮件数据的平滑迁移，有效支撑存量市场的国产替代需求。

图27：彩讯 Richmail 信创邮箱 21 年以来的标志性事件



资料来源：彩讯股份微信公众号《彩讯全新发布 Richmail V6.0 邮件产品，引领信创邮箱新时代》，中央政府采购网《中央国家机关 2021 年邮件系统软件协议供货采购项目成交公告》，彩讯股份微信公众号《彩讯 Richmail 入选工信部“2021 年度信息技术应用创新典型解决方案”》，彩讯股份微信公众号《彩讯 Richmail 入选金

融信生态实验室第一批解决方案》，彩讯股份微信公众号《适配华为欧拉，彩讯 Richmail 邮件系统全栈信创兼容》，申港证券研究所

图28: Richmail 与主流国产化软硬件环境兼容适配



资料来源：彩讯股份 2022 年年度报告，彩讯股份微信公众号《信创领域成果斐然，彩讯信创邮件系统荣获 2022 年度优秀软件产品》，申港证券研究所

彩讯聚焦于金融信创。从意愿端看，金融业对于数据安全的需求更加直接，且各公司的整体规模普遍较大，具有一定的定制化需求，特别适用于私有化部署的自建邮箱系统。而从能力端看，金融客户亦具备较强的付费能力。因此，彩讯邮箱当前主要聚焦于金融信创。根据公司 2022 年 10 月 22 日投资者关系活动记录表中披露的信息，金融行业占公司信创邮箱业务一半以上。

金融行业信创进入规模化启动期。信创产业正依照“2+8+N”节奏实施，党政先行，然后逐步向电信、金融、电力等八大关系国计民生的行业渗透。特别地，金融领域历经 20 及 21 年两期的信创试点，试点推广路线从大型银行开始，逐步推广至中小银行和其他金融机构，目前已进入存量机构全面推广的阶段。

图29: 金融行业信创进入规模化启动期



资料来源：亿欧智库《2021 中国信创产业应用落地研究报告及供应商 60 强》，申港证券研究所

针对金融行业，我们以商业银行为样本，经初步测算，商业银行领域信创邮箱的建设总体市场规模约为 37.4 亿元，另每年配套运维规模超过 5 亿元。

- ◆ 根据陕西省银行业协会官网引述之原银保监会公布的数据，截至 22 年底中国境内的商业银行数目总计约 1,810 家。
- ◆ 根据彩讯 2020 年 8 月 7 日投资者关系活动记录表中披露的信息，在银行领域，邮箱系统建设的单价水平，大行在千万级，而一般中小行在百万级的投入规模。因此，我们假定大型国有银行及股份制银行的信创邮箱的项目建设单价分别为 2,000 万元及 1,000 万元，而其余性质的银行为 200 万元。另考虑每年度的配套运维费用为建设费用的 15%。

表4：经初步测算，商业银行领域信创邮箱的总建设市场规模为 37.4 亿元

银行性质	数目	假定未来采用信创邮箱比例	项目建设单价/万元	总价/万元
国有银行	6	100%	2,000	12,000
股份制银行	12	100%	1,000	12,000
城商行	125	100%	200	25,000
住房储蓄银行	1	100%	200	200
民营银行	19	100%	200	3,800
农商行	1,606	100%	200	321,200
外资银行	41	0	-	-
合计	1,810	-	-	374,200
配套年度运维费用 = 15%*建设费用	-	-	-	56,130

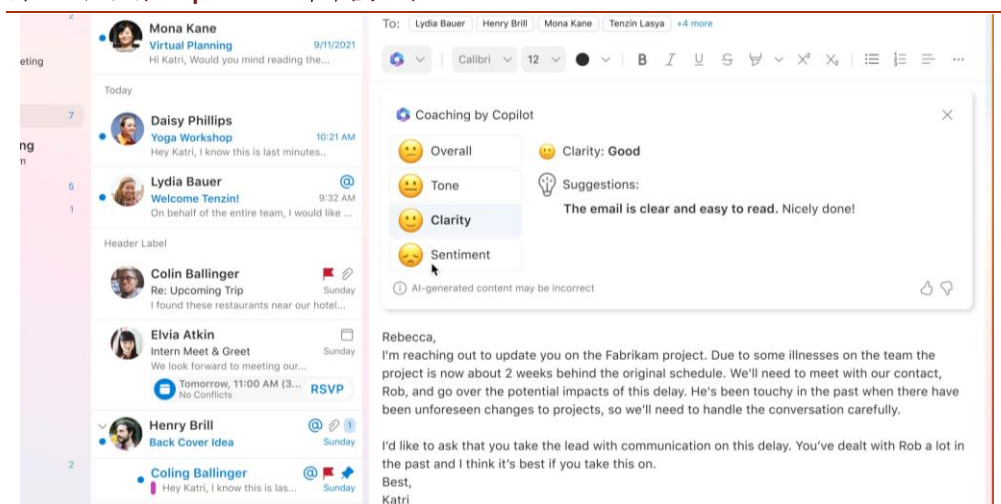
资料来源：陕西省银行业协会官网《2022 年中国境内银行业金融机构数量变化及分布简析》，国家金融监督管理总局官网，申港证券研究所

3.2 基于生成式 AI 技术打造新一代智能邮箱

邮箱作为工作、学习、生活的重要工具，是大语言模型应用的天然入口之一。

- ◆ **邮箱是内容的载体。**首先大语言模型在当前最直接的应用即辅助用户进行内容创作。因此，AI 在邮件撰写、回复中都能够提供最直接的协助。另，邮箱中沉淀了大量信息，其中并不局限于邮件正文中的文本内容，同时可能存在于文档、图片、甚至多媒体的附件中。而通过 AI 技术对其中的信息进行有效地提炼、汇总和分析，抽取归纳有价值的内容，能够有机会大幅度地提升个人效率。
- ◆ **另，邮箱天然自带云储存功能，企业内的邮件信息经过长时间的积累能够成为企业重要的数字资产，而融入 AI 技术能够真正有机会挖掘其中的数据价值。**
- ◆ **邮箱具备交互的应用属性。**而交互过程中基于 AI 的语义理解、用户行为与使用习惯的分析等功能，都能够起到重要的辅助作用，例如 AI 可以帮助邮箱根据用户的搜索历史更好地预测用户的邮件需求，推荐相关邮件。

图30：微软将 Copilot 嵌入邮件客户端 Outlook



资料来源：微软官网，申港证券研究所

彩讯基于生成式 AI 技术打造新一代智能化邮箱。

- ◆ 根据公司 2023 年 5 月 8 日的投资者调研纪要披露的信息，公司的智能邮箱 RichAIbox 未来将根据适配及需求，可能接入国内任意主流大模型，不限于百度文心一言、阿里的通义千问，以及主流的开源模型如清华的 GLM-6B。同时以大模型为基座，公司将进行进一步的研究，围绕大模型接入与精调、流程引擎、私域数据的图谱增强、插件中心等四个方面，以更好地融合和适应邮箱的应用场景。

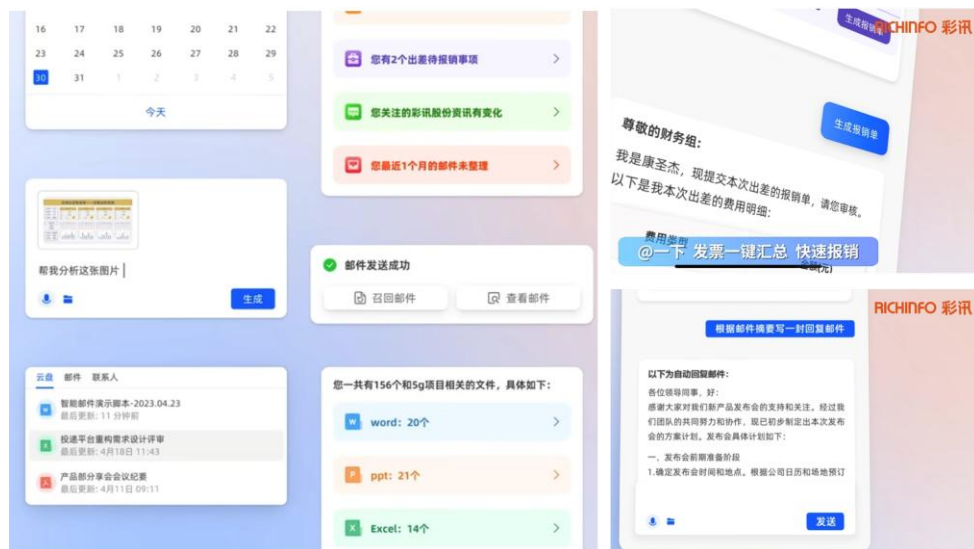
图31：彩讯智能邮箱将以国内主流大模型为基座进行进一步的研究



资料来源：Wind，彩讯股份 2023 年 5 月 8 日的投资者调研纪要，申港证券研究所

- ◆ 另，根据公司视频公众号发出的演示视频，彩讯智能邮箱将覆盖的场景应用包括生成邮件摘要、根据摘要自动回复邮件、处理会议邀请、生成报销单、自主收集和消化重要资讯以及进行邮件内容的智能整理与分析等。彩讯以期通过人工智能的加成，将邮箱赋予类秘书的主动服务、信息整合处理以及跨域的信息获取和存储等三大核心能力。

图32：AI 加成的彩讯智能邮箱将具备主动服务和信息整合能力



资料来源：彩讯股份视频公众号 2023 年 5 月 8 日发布的智能邮箱 Demo 视频，申港证券研究所

信创的企业端客户及 139 邮箱的个人端客户为彩讯智能邮箱未来商业价值的创造提供了可能性。

- ◆ 信创为彩讯智能邮箱提供了企业端的应用入口。而基于 AI 邮箱更加强大的功能属性，一方面有望增强企业的付费意愿，抬升邮箱客户端的价格水平。另一方面，有可能加速企业从租用第三方的邮箱转向自建邮件系统，或海外邮箱系统的替代，反向促进信创的渗透，进而从渗透和价格两个维度的提升共同创造商业增值。
- ◆ 而针对个人端智能邮箱，由于客户的功能需求可能差异性较大，其商业化模式可能会呈现多样性，但当前海量的客户规模给未来提供了丰富的想象空间。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

4.1.1 关键假设

基于前述各章节的分析，我们首先针对公司的各产品线进行营收预测：

- ◆ **协同办公产品线：**伴随金融信创进入规模化启动期，我们认为以邮箱为核心的协同办公业务有望迎来持续的拓展，叠加公司将继续为移动提供基于 139 邮箱的运营支撑，我们假定该业务未来 3 年的营收增速分别为 35%、30%及 25%。
- ◆ **智慧渠道产品线：**我们认为未来电信运营商围绕精细化运营以及数字内容领域将持续进行投入，从而亦将带动彩讯的智慧渠道产品线保持增长，我们假定该业务未来 3 年的营收增速分别为 25%、22%及 20%。
- ◆ **云和大数据产品线：**我们认为云和大数据产品线将继续直接受益于移动云在 B 端和 C 端的快速成长释放的开发迭代和运营需求，我们假定该业务未来 3 年的营收增速分别为 50%、45%及 40%。
- ◆ **其他：**根据彩讯 22 年年度报告中披露的数据，公司当年通过彩讯科技大厦的经

营租赁，取得租赁收入 7,906.6 万元，约占其他主营收入部分的 65%。因此，我们判断公司其他营收的主要来源即房屋租赁，我们假定该部分未来 3 年保持约 10% 的增长。

彩讯的年度报告主要以业务开展模式（即软件产品开发与销售、技术服务、系统集成与其他）作为业绩的统计和披露口径，而针对各产品线仅公布了对应的营收数据。因此，我们在上述基于产品线的营收预测的基础上，将其映射至各业务模式中：

- ◆ 我们认为软件产品开发与销售业务模式主要对应信创邮箱系统的部署和实施，考虑信创邮箱是未来协同办公产线的重要增长因素，我们假定其未来 3 年增速分别为 45%、40% 及 35%。另，随着实施案例的不断积累，邮箱的部署可能也将形成一定的产品化，其毛利率有一定上升的可能性，因此假定对应 23-25 年的毛利率分别为 42%、43%、44%。
- ◆ 系统集成部分过往占总营收的比例较小，我们参考 23 年半年度及过往的水平，假定其 23-25 年占总营收的比例分别为 7%、4.2%、4.2%，毛利率分别为 15%、10%、10%。
- ◆ 其他营收与上述按产线划分的其他部分基本对应，我们假定 23-25 年的毛利率水平维持在 49%。
- ◆ 最后，技术服务的营收根据预测的总营收扣除上述三项得到，参考其过往毛利率水平（近似在 40%-45% 区间波动），假定其未来毛利率水平分别为 44%、43%、43%。

表5：彩讯股份营收及毛利率预测

业务	业绩指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
整体业务	营收（万元）	88,737	119,542	156,581	200,757	252,016
	同比增长	20.1%	34.7%	31.0%	28.2%	25.5%
	毛利率	40.8%	42.2%	42.1%	42.0%	42.2%
技术服务	营收（万元）	68,061	88,419	109,364	145,523	181,960
	同比增长	38.5%	29.9%	23.7%	33.1%	25.0%
	毛利率	39.9%	42.8%	44.0%	43.0%	43.0%
	业务占比	76.7%	74.0%	69.8%	72.5%	72.2%
软件产品开发与销售	营收（万元）	9,663	15,718	22,791	31,907	43,075
	同比增长	-21.4%	62.7%	45.0%	40.0%	35.0%
	毛利率	45.0%	41.6%	42.0%	43.0%	44.0%
	业务占比	10.9%	13.1%	14.6%	15.9%	17.1%
系统集成	营收（万元）	2,567	3,383	10,961	8,514	10,688
	同比增长	-52%	31.8%	224.0%	-22.3%	25.5%
	毛利率	8.5%	4.6%	15.0%	10.0%	10.0%
	业务占比	2.9%	2.8%	7.0%	4.2%	4.2%
其他	营收（万元）	8,446	12,021	13,466	14,812	16,293
	同比增长	18%	42.3%	12.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	53.9%	49.4%	49.0%	49.0%	49.0%
	业务占比	9.5%	10.1%	8.6%	7.4%	6.5%

资料来源：Wind，申港证券研究所

费用端：结合前述章节对费用率的分析，我们判断彩讯销售费用率和管理费用率在未来 2-3 年将保持整体向下的趋势，而研发费率则研发阶段性高峰期后可能会有一定回落。假定 23-25 年销售费用率为 3.5%、3.5%及 3.4%。针对管理费用率，考虑公司员工股权激励计划实施产生的股份支付，假定 23-25 年管理费用率 3.7%、3.2%及 3%。最后，假定公司 23-25 年的研发费用率分别为 17.6%、17.2%及 16.4%。

4.1.2 业绩预测

根据相关假设，综合各项业务，我们预计彩讯股份 2023-2025 年营业收入分别为 15.66 亿元、20.08 亿元、25.2 亿元，归母公司净利润分别为 4.14 亿元、3.9 亿元、4.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.92 元、0.87 元、1.12 元，同比增加 83.9%、-5.9%、28.2%。

4.2 估值与评级

针对彩讯股份的估值，我们横向选取 A 股市场中从事运营商业务的东方国信、梦网科技，协同办公领域的泛微网络作为可比公司，根据 Wind 一致预测，三家公司 2023 年平均 PE 水平为 49.3。另，根据彩讯的 PE-Band，公司当前的估值处于历史中位值以下的位置，而我们认为，公司的股价具备一定的业绩支撑，同时有机会能够享受信创及 AI 概念催化的估值抬升，因此仍然具备一定的向上空间。

表6：可比公司估值情况

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	归母公司净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
梦网科技	002123.SZ	129.39	2.60	4.07	5.55	49.7	31.8	23.3
东方国信	300166.SZ	118.23	2.91	3.82	4.43	40.6	30.9	26.7
泛微网络	603039.SH	194.64	3.38	4.52	6.14	57.7	43.1	31.7
平均	-	-	-	-	-	49.3	35.3	27.2
彩讯股份	300634.SZ	102.74	4.14	3.90	4.99	24.8	26.4	20.6

资料来源：Wind，申港证券研究所，除彩讯股份外其余公司盈利数据为 Wind 一致性预测值（截至 2023 年 8 月 8 日）

图33：PE-Band 显示彩讯股份当前估值位于历史中位值以下的位置



资料来源：Wind，申港证券研究所

彩讯背靠中国移动，伴随移动的战略转型，在移动云业务、数字内容等领域的持续

性投入，公司基本盘稳固。同时，公司在电信行业外能源领域的业务拓展呈现出积极的边际变化，叠加金融信创带来邮箱业务的催化，公司经营业绩有望持续增长且营收结构将更加趋于均衡。而融合 AI 技术的智能邮箱给公司未来的发展带来更大的想象空间。我们看好公司的成长，给予公司 2023 年 50 倍 PE 的估值。另，我们认为今年的利润中，公司投资的航天软件上市计提的大额公允价值变动收益不具备可持续性。因此，在估值中适当剔除该部分因素的影响，按一般口径，我们预计公司归母净利润约 2.92 亿元，测算 2023 年目标市值 146 亿元，对应目标价格 32.61 元，给与“买入”评级。

5. 风险提示

运营商营运支出下滑的风险：彩讯的经营业绩与中国移动的营运成本具备一定的相关性。若移动的经营业绩不及预期，或因战略的改变而对部分业务进行调整，有可能直接导致公司对应产品线需求的减弱，公司主营将受到不利影响，经营业绩存在波动风险。

行业外拓不及预期的风险：当前公司主营对于单一客户即运营商中国移动仍然具有较大的依赖性。公司正积极在电信行业外的能源、金融等领域进行业务拓展。若外拓不及预期，公司长期的成长性则可能受到影响。

金融信创落地不及预期：以邮箱为核心的协同办公产线未来 2-3 年的催化即来自于金融信创带来的国产替换或新增建设的需求。若金融信创的推动与实现不及预期，公司邮箱类产品的营收增长将有所放缓，进而影响整体经营业绩。

技术革新的风险：如前文所述，生成式人工智能技术与邮箱的融合，有望开启新的智能邮箱时代。若公司不能持续保持技术创新，实现技术和产品升级，将削弱已有的竞争优势，对公司的经济效益及发展前景造成不利影响。

业绩敏感性分析：

- ◆ 若公司营收增速较预计值每下降 1pct，保持各项费用值不变，则 2023 年归母净利润减少约 464 万元 (-1.2%)。
- ◆ 若公司综合毛利率每下降 1pct，则 2023 年归母净利润减少约 1,478 万元 (-3.8%)。

表7: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	887	1195	1566	2008	2520	流动资产合计	1803	2108	2452	2842	3329
营业成本	525	691	906	1164	1458	货币资金	914	1034	1176	1291	1448
营业税金及附加	5	12	16	20	25	应收账款	152	223	280	359	451
营业费用	34	44	55	69	87	其他应收款	20	16	21	27	33
管理费用	48	57	59	64	77	预付款项	73	125	218	337	487
研发费用	137	208	276	345	414	存货	115	158	203	261	327
财务费用	-6	-10	-16	-20	-25	其他流动资产	10	9	9	9	9
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	737	763	754	739	725
信用减值损失	2	-6	-6	-8	-9	长期股权投资	47	52	52	52	52
公允价值变动收益	3	22	150	32	32	固定资产	76	71	57	44	30
投资净收益	12	13	13	13	13	无形资产	3	3	2	2	1
营业利润	166	238	444	420	538	商誉	41	41	41	41	41
营业外收入	0	1	0	0	0	其他非流动资产	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0	资产总计	2541	2870	3205	3581	4054
利润总额	166	239	444	420	538	流动负债合计	343	467	460	517	582
所得税	12	9	25	23	30	短期借款	3	11	0	0	0
净利润	154	229	419	396	508	应付账款	75	119	141	180	226
少数股东损益	5	4	5	7	9	预收款项	3	3	3	3	3
归属母公司净利润	149	225	414	390	499	一年内到期的非流动负债	26	27	0	0	0
EBITDA	190	250	442	414	527	非流动负债合计	53	49	52	52	52
EPS (元)	0.33	0.50	0.92	0.87	1.12	长期借款	40	37	37	37	37
主要财务比率						应付债券	0	0	0	0	0
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	负债合计	396	517	511	569	634
成长能力						少数股东权益	74	75	81	88	96
营业收入增长	20.06%	34.71%	30.98%	28.21%	25.53%	实收资本 (或股本)	444	444	448	448	448
营业利润增长	10.17%	43.32%	86.73%	-5.43%	28.15%	资本公积	920	932	932	932	932
归属于母公司净利润增长	9.17%	50.91%	83.88%	-5.87%	28.20%	未分配利润	618	794	1085	1359	1710
获利能力						归属母公司股东权益合计	2071	2279	2613	2925	3324
毛利率(%)	40.84%	42.23%	42.11%	42.04%	42.16%	负债和所有者权益	2541	2870	3205	3581	4054
净利率(%)	17.33%	19.17%	26.77%	19.74%	20.16%						
总资产净利润(%)	5.87%	7.84%	12.91%	10.88%	12.32%	现金流量表	单位:百万元				
ROE(%)	7.20%	9.88%	15.83%	13.32%	15.02%		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
偿债能力						经营活动现金流	34	124	77	127	187
资产负债率(%)	16%	18%	16%	16%	16%	净利润	154	229	419	396	508
流动比率	5.25	4.51	5.33	5.50	5.72	折旧摊销	30.79	22.82	14.39	14.24	14.12
速动比率	4.92	4.17	4.89	4.99	5.16	财务费用	-6	-10	-16	-20	-25
营运能力						应收账款减少	0	0	-57	-79	-92
总资产周转率	0.41	0.44	0.52	0.59	0.66	合同负债增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	6	6	6	6	6	投资活动现金流	90	-280	158	45	45
应付账款周转率	12.73	12.35	12.09	12.51	12.40	公允价值变动收益	3	22	150	32	32
每股指标 (元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.50	0.92	0.87	1.12	投资收益	12	13	13	13	13
每股净现金流(最新摊薄)	1.25	-0.43	0.32	0.26	0.35	筹资活动现金流	433	-36	-93	-58	-75
每股净资产(最新摊薄)	4.66	5.13	5.84	6.53	7.43	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	68.89	45.65	24.83	26.37	20.57	普通股增加	44	0	4	0	0
P/B	4.96	4.51	3.93	3.51	3.09	资本公积增加	451	12	0	0	0
EV/EBITDA	70.51	53.19	20.65	21.81	16.83	现金净增加额	557	-192	142	115	158

资料来源: Wind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上