

➤ **蜂助手：代理运营商虚拟商品起家，拓展至云终端基座搭建者。**公司传统主业为运营商代理流量等虚拟商品，发力合作云厂商如华为、字节等，帮助运营商搭建云终端、云平台。公司2020-2024年营收CAGR达32%，稳健增长；25Q1公司收入实现45%的增速，随着云终端、物联网场景运营等业务曲线发力，公司有望加速成长。

➤ **【基本盘】数字商品运营：运营商虚拟商品中间商，整合多元数字商品和碎片化渠道资源。**公司顺应移动互联网多次变革，推出满足运营商需求的创新数字商品，与运营商及网络视频商建立了良好稳定的合作关系，且在数字商品供应链侧拿下多个独家代理权，享受更低的采购成本。业务成长性：数字商品业务模式具备较高的可复制性，体现在地区上和客群上，同时在行业客户垂直化挖掘服务深度。与生活相关的各种服务将全面线上化、权益化，为业务带来广阔的发展空间。基于客户+规模优势，数字商品运营作为现金流型业务稳健增长。

➤ **【第二曲线】云终端运营：和华为及移动合作云手机，切入算力运营星辰大海。**公司2019年开始华为云合作进行上层开发，基于华为云算力+自研虚拟化技术，提供“云端运行、本地交互”的轻终端体验。使“低配”终端得以享受“高配”场景，如**C端**：游戏云化（突破硬件限制）、办公云化（跨端无缝衔接）；**B端**：政企安全办公（数据不落地）。云手机用户持续快速增长，从百万级-千万级-亿级体量不断突破，中国移动目标3年内云手机用户破亿，伴随着用户数不断突破，公司分成收入也将快速增长；且公司与鸿蒙生态协同，未来可延伸至车机、智能家居等“泛终端”场景。

➤ **【生态布局】物联网场景运营：AI端侧流量运营，助力互联网抢占AIoT红利。**2016年发力物联网流量运营和解决方案板块，公司针对2C/2B/2H，开发不同端侧通信设备，以物联网通信连接为基础，以流量运营为核心商业模式。公司与腾讯、字节等大厂生态互补，共同抢占AIoT和边缘算网红利。大厂需要突破2C流量天花板，推动（游戏/视频/音乐/模型等）产品通过机顶盒等形式渗透2H市场；与火山引擎合作设计推出P8-SDWAN设备，助力云厂商IaaS变现，拉动蜂助手硬件销售收入和流量收入增长。看好短期硬件连接数增加带来的设备增收，规模效应扩大后看好流量收入放量。

➤ **投资建议：**公司从数字商品服务拓展华为云终端平台搭建、物联网流量运营，第二三曲线有望快速发展。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为1.9/2.8/4.1亿元，当前市值对应的PE倍数为47x/33x/23x。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争/技术与产品更新换代/客户集中等风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,539	2,015	2,631	3,422
增长率（%）	30.5	30.9	30.6	30.1
归属母公司股东净利润（百万元）	134	193	280	406
增长率（%）	-5.9	44.6	44.8	44.9
每股收益（元）	0.61	0.88	1.27	1.84
PE	69	47	33	23
PB	5.2	4.8	4.2	3.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2025年5月14日收盘价）

推荐
首次评级
当前价格：
41.66元

分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

邮箱：matianyi@mszq.com

分析师 范宇

执业证书：S0100525030002

邮箱：fanyu@mszq.com

目录

1 蜂助手：从数字商品服务拓展至云终端基座搭建者	3
1.1 公司概览：从流量运营扩展至算力运营	3
1.2 股权结构：股权结构稳定，回购用于激励彰显发展信心	6
2 数字商品运营：客户+规模优势，作为现金流型基本盘业务稳健增长	7
3 云终端运营：和华为及移动合作云手机，切入算力服务星辰大海	11
3.1 运营商 ARPU 承压，发力流量/算力增值服务	11
3.2 公司壁垒：技术嵌入+生态卡位，助力华为云和运营商构建云终端	13
4 物联网场景运营：AI 端侧流量运营，助力大厂构建 AIoT 生态	17
4.1 以物联网通信连接为基础，以流量运营为核心商业模式	17
4.2 与大厂生态互补，抢占 AIoT 和边缘算网红利	20
5 盈利预测与投资建议	21
5.1 盈利预测假设与业务拆分	21
5.2 估值分析与投资建议	22
6 风险提示	24
插图目录	26
表格目录	26

1 蜂助手：从数字商品服务拓展至云终端基座搭建者

1.1 公司概览：从流量运营扩展至算力运营

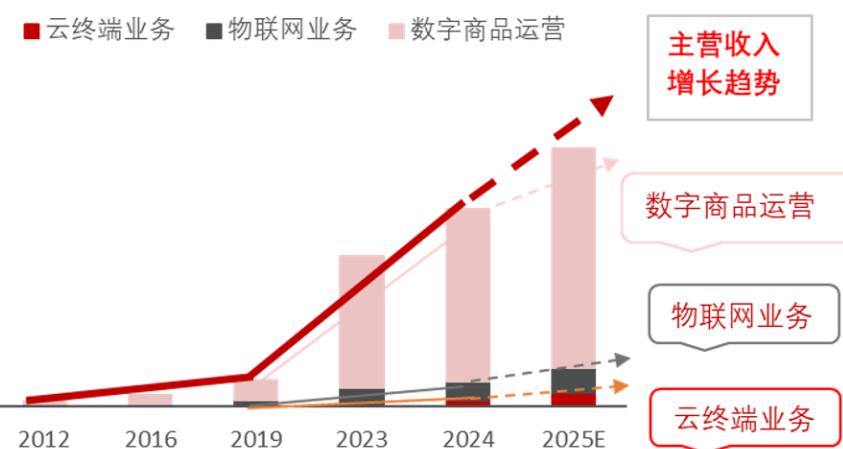
蜂助手是国内互联网数字化虚拟商品综合服务提供商，成立于 2012 年，位于广州天河。多年发展，公司业务从数字商品运营，拓展至物联网流量运营，再到 AI+ 算力运营：

- 1) 2012 年以来，公司从事多品类数字化虚拟商品的聚合运营，是以渠道运营为基础的现金流型业务，多年以来已发展成为公司基本盘业务。
- 2) 2016 年以来，公司从移动互联网向物联网延伸，提供物联网场景运营服务，第二曲线逐步发力。顺应运营商启动物联网网络建设和商用的趋势，公司积极拓展物联网 IOT 业务，以物联网通信连接为基础，以流量运营为核心商业模式。
- 3) 2019 年以来，公司布局云终端运营，拓展至 AI+ 算力运营服务。公司是华为云云终端核心技术服务提供商。公司于 2023 年上市。

图1：公司发展历程



三大业务增长曲线

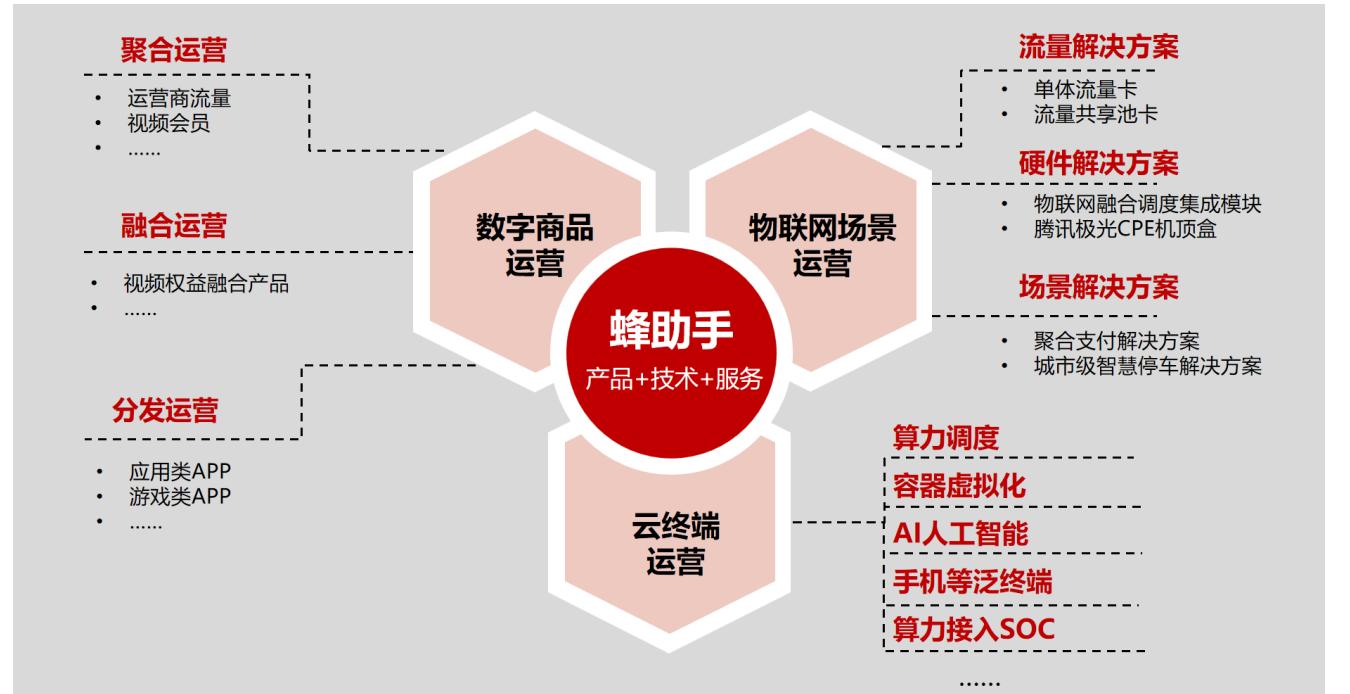


资料来源：公司公告，民生证券研究院

数字商品服务收入占八成，但物联网场景运营、云终端运营业务作为第二三曲线即将发力。（1）数字商品综合运营服务：24 年收入占比为 86.6%，包括互联网数字商品聚合运营、融合运营、分发运营、连续包月的联合产品等综合运营服务。（2）物联网流量运营和解决方案业务：是近三年公司规模增收和盈利的抓手型业务，24 年收入占比不到 10%，为物联网相关场景（家庭、行业等）提供物联网无线接入、无线宽带组网、硬件方案、场景解决方案等综合服务。（3）云终端产品研

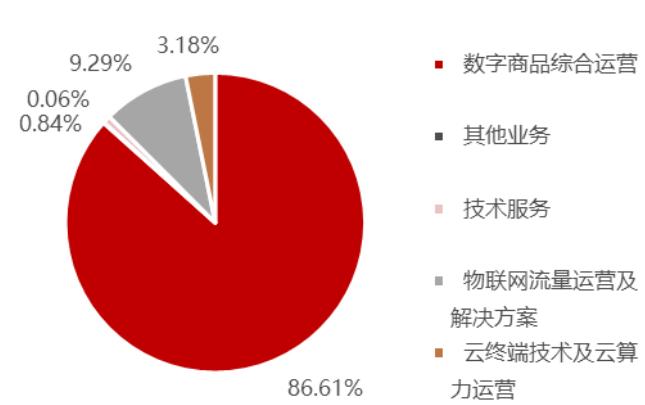
发和算力运营业务：与华为云合作，经过多年的研发投入，积累了“终端虚拟化、云原生 OS、端云协同引擎、算力资源智慧调度引擎”等云终端算力调度及 5G 核心应用技术，并基于技术研发了“工作云手机、云柜台、云应用”三大面向垂直领域的行业应用，在 2024 年度取得了一定的成绩，收入显著增长，全年收入达 0.5 亿元，收入占比约 3%。

图2：公司三大业务



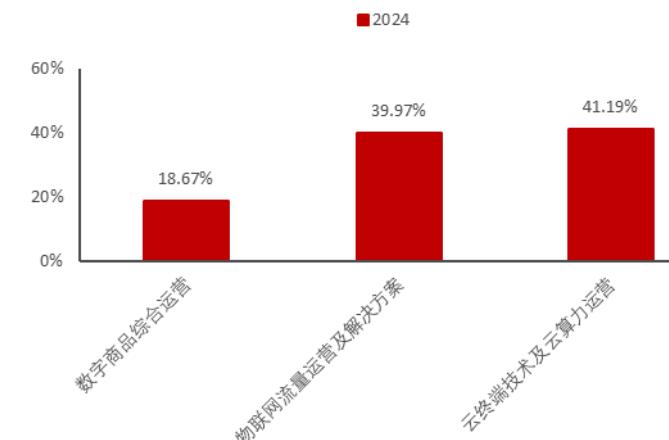
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：公司各业务收入占比（2024年）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：公司各业务毛利率



资料来源：ifind，民生证券研究院

客户结构：1) 运营商合作长期稳定。公司主要业务为数字化虚拟商品综合运营服务，主要面向的场景之一为运营商流量运营。公司董事长、总经理罗洪鹏曾任中国移动核心网维护工程师、广东省市场部经营分析师、电子渠道经理等，董事、

副总经理丁惊雷曾任中国移动 G3 产品区域总监。公司自 2012 年设立起便与中国移动及其子公司提供服务，曾先后获得“中国移动集团全业务代理商”、“中国移动物联网优秀合作伙伴”、“中国移动最佳生态合作伙伴”等奖项，2020-2021 年中国移动均为公司第一大客户。长期以来，公司已与中国移动达成较为稳定的合作。

2) 发力合作云厂商、物联网、互联网、金融等多下游领域。除三大运营商“中国移动、中国电信、中国联通”外，公司合作方包含：**头部互联网企业及品牌“微信、支付宝、腾讯视频、爱奇艺、优酷、芒果 TV、字节跳动、美团、金山办公、网易、火山引擎”等**，银行客户“中国银行、中国建设银行、工商银行、招商银行、中信银行”等数十家银行，手机厂商“**华为、OPPO、VIVO**”等，物联网 500 多家行业客户，包括“萤石、证通电子、友宝、新奥燃气、赵一鸣食品、深圳拓邦、上海鸽雀、湖南兴元、湖南中吉”等。**云终端技术的合作企业“中国移动、华为云、南方航空、中国银行”等。**

图5：公司客户结构

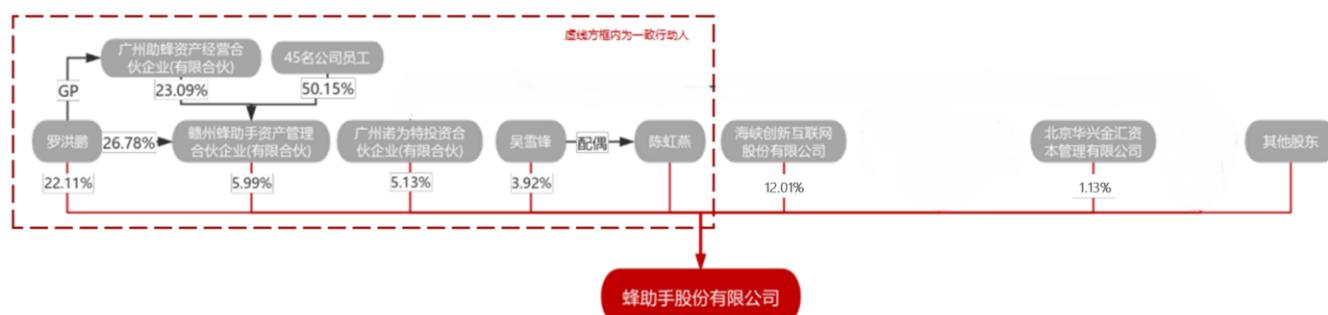


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 股权结构：股权结构稳定，回购用于激励彰显发展信心

股权结构相对集中。罗洪鹏作为公司实际控制人及第一大股东，直接持股22.11%，并通过其一致行动人赣州蜂助手资产管理合伙企业(有限合伙)(5.99%)、广州诺为特投资合伙企业(有限合伙)(5.13%)及吴雪锋(3.92%)合计控制公司37.15%的股份。

图6：公司股权结构（截至2025Q1）



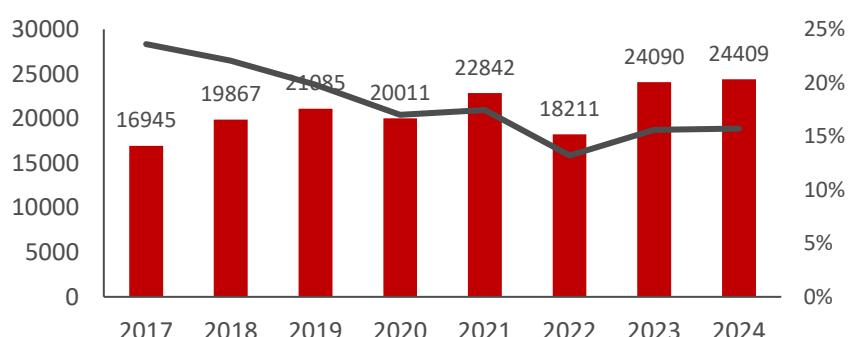
资料来源：wind，民生证券研究院

公司实施回购用于员工激励，彰显发展信心。2024年6月公司推出限制性股票激励计划，拟授予220万股（占总股本1%），激励对象包括核心员工。据2025年1月20日回购公告，公司拟以银行专项贷款资金、自有资金和/或自筹资金共2500-5000万元回购公司股票，全部用于实施股权激励计划或员工持股计划。回购的价格不超过42元/股，回购数量为59万-119万股，占总股本0.27%-0.54%。2024年限制性股票激励计划首次授予部分各年度的业绩考核指标为：2025年营收及净利润对比2023年增长不低于70%/60%，体现管理层对公司未来发展前景的信心，充分调动优秀员工的积极性。

2 数字商品运营：客户+规模优势，作为现金流型基本盘业务稳健增长

数字商品属于虚拟商品，市场规模总体稳健增长。公司主要运营的数字商品涵盖话费、流量、各类会员权益（如视频平台的爱奇艺、优酷、腾讯会员，音乐平台的喜马拉雅、QQ 音乐、网易云会员等）、办公软件（如金山的 WPS）、衣食住行相关的体验券（如餐饮优惠券、酒店预订折扣券）、购物卡，以及各种卡券等，具有高频刚需的特点。

图7：2017-2024年我国非实物商品网上零售额（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

商业模式：公司积累数字商品供应链资源，完善蜂助手云平台，建立自主运营的渠道体系，主要的业务环节：1) 打造供应链：公司积累丰富生活服务相关的数字商品，囊括音乐、视频、出行、电商、教育等环节；2) 搭建云平台系统：对数字商品进行二次开发或聚合，以 SaaS 模式服务于下游 B 端客户；3) 渠道运营：提供联合产品和个性化解决方案，助力下游行业客户实现经营目标，促进销售利润每月拉新促活，提供 GMV。公司提供的数字化虚拟商品综合运营服务划分为聚合运营、融合运营及分发运营服务三个类别。

表1：公司数字商品服务内容

服务类别	服务内容	对应数字化虚拟商品
聚合运营服务	公司平台聚合多行业数百种数字化虚拟商品的实时交易服务，包括运营商产品、互联网视频平台会员、电商礼品卡、线下连锁电子卡券等，向客户提供一站式数字化虚拟商品交易解决方案，并提供运营平台服务、营销方案等运营支撑服务。	①运营商通用流量②网络视频会员③其他虚拟商品
融合运营服务	公司选择云平台中与运营商主营业务强相关的视频会员权益资源，与运营商流量、无线宽带家庭套餐、5G 会员、个人邮箱、移动流媒体、私人云服务等产品服务进行融合，为终端用户提供视频权益融合产品，并向合作方提供平台接口技术对接，融合产品设计、营销方案设计、省市运营商落地推广、交易平台服务、结算分析、客户服务等运营支撑服务。	视频权益融合产品
分发运营服务	为电信运营商、应用类及游戏类 APP 的开发者、软件生产企业及其发行商提供分发运营服务，针对不同手机应用产品特点制定分发运营方案，通过手机厂商应用商店、第三方应用商店及其他互联网渠道进行运营推广、应用商店优化及外部投放，供用户下载安装使用。亦根据合作方需求提供市场巡检、版本更新、标签设定、应用商店活动运营、广告位运营、排行榜运营、用户数据跟踪管理、用户行为分析、投放模式转换等运营支撑服务。	①应用类 APP②游戏类 APP③运营商手机营业厅 APP

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

顺应移动互联网多次变革，推出满足运营商需求的创新产品。1) 公司 2012 年成立之初，移动互联网快速发展，APP 数迅速提升，公司以移动应用程序产品的分发运营服务为起点，提供自主下载平台、门店助手、批量装机系统等平台及工具，为电信运营商营业厅/手机连锁店/手机卖场等合作渠道提供一键换机、一键升级及手机移动应用 APP 的快速安装等配套软硬件技术服务，帮助互联网公司等移动应用开发者推广 APP、把控移动互联网入口，提升流量消耗。2) 随 4G 普及，手机流量激增，移动支付普及，推动 APP 开始向权益化、会员化经营模式转变，并催生线上会员卡、礼品卡、优惠券、折扣券等数字化虚拟商品。2018 年，公司融合运营商及网络视频商资源，推出视频权益融合运营服务业务（运营商流量+视频权益，运营商宽带+视频权益），公司聚合服务的数字化虚拟商品品类大幅扩充、业务量快速增长，形成了丰富的产品及渠道体系。

公司在数字商品“供应链整合、渠道拓展和联合产品及模式创新”等方面具有先发优势、规模优势，以及品牌效应。

公司是行业内较早推出运营商产品与网络视频会员融合业务的服务商，**与运营商及网络视频商建立了良好稳定的合作关系。且公司在数字商品供应链侧拿下多个独家代理权。**公司在数字商品上游采购方面逐渐建立起优势，已拿下了众多数字产品的独家代理权，例如在运营商、金融行业，爱奇艺会员的分销公司具有独家优势；在阿里的支付宝会员积分兑换业务中，公司也是爱奇艺、芒果会员的独家合作伙伴；在运营商渠道和银行渠道，金山的 WPS 产品分销同样由公司独家负责。成熟的供应商管理体系下，公司得以享受更低的采购成本，且能有效缩短订单发货、订单售后等周期。在大渠道签订更多的独家代理产品资源，保障业务规模和毛利率，积累了公司自主运营的渠道体系和渠道规模。

图8：公司为有关大型企业集团提供服务的界面截图



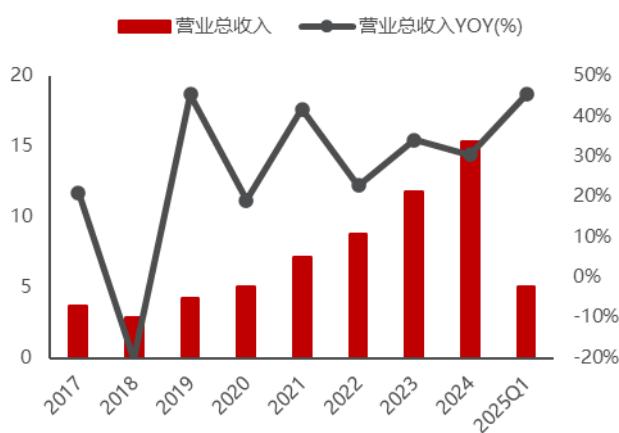
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图9：视频权益融合产品在运营商渠道的推广展示图

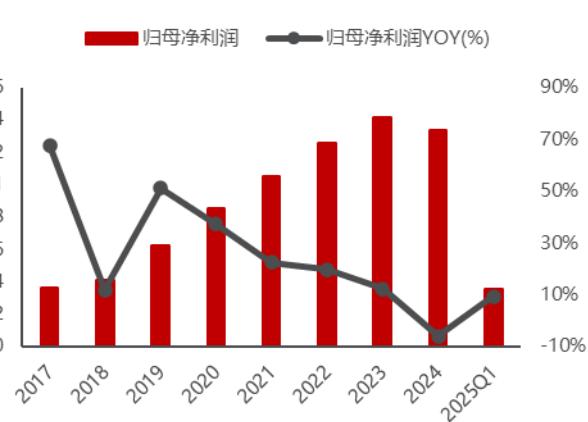


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司 2020-2024 年营业收入持续增长，营业收入 CAGR 为 32%，归母净利润 CAGR 为 12%。2024 年，公司实现营收 15.39 亿元，同比增长 30.50%，其中数据商品综合运营、物联网流量运营及解决方案、云终端技术及云服务收入分别增长 30.0%、23.4%、102.0%。24 年数字商品运营业务收入占比在八成以上，数字商品运营业务奠定公司营收和盈利的基本盘，在主业稳健增长前提下，25Q1 公司收入实现 45.46% 的增速。

图10：公司营业收入（亿元）及增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

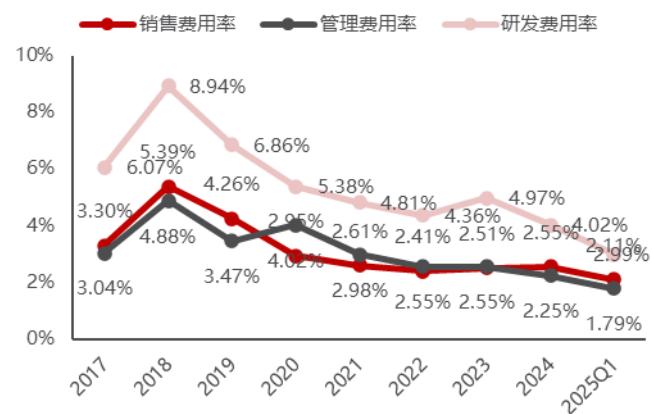
图11：公司归母净利润（亿元）及增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

流量价格+业务结构变化致毛利率下滑，规模效应下费用率有所下降。 2024 年公司净利润同比下降 5.86%，2018 年-2025Q1，公司主营业务毛利率从 37.74% 降至 18.06%，主要原因为聚合运营服务营收占比快速提升导致数字化虚拟商品综合运营服务毛利率降低，进而影响整体毛利率；此外，“提速降费”背景下导致流量单价下降也是一个重要原因。

图12：公司毛利率及净利率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图13：公司期间费用率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

数字商品业务模式具备较高的可拓展性。 地区上，可从广东辐射全国；客群上，从行业内一家客户拓展到多家同类客户，可较好复用供应链资源和服务能力；产品上，可以设计多款联合产品方案。公司基于完善的数字商品交易和营销一体化的蜂

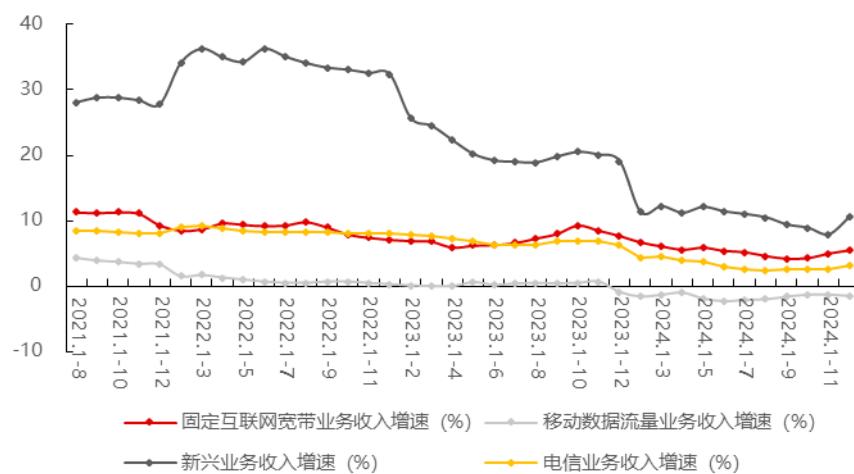
助手云平台，通过 SaaS 和 PaaS 模式，API 对接+代码私有化部署等策略，加快针对 5 大类目标行业渠道的拓展，包括“运营商、银行、手机厂商、物业应用、超级 APP”等渠道的拓展速度，在行业 APP 上建立规模的“渠道入口、服务专区、联合产品”等，助力支付类、生活类的行业应用的用户运营、收入增长。

3 云终端运营：和华为及移动合作云手机，切入算力服务星辰大海

3.1 运营商 ARPU 承压，发力流量/算力增值服务

运营商移动数据流量业务收入放缓，移动 ARPU 承压。2024 年运营商电信业务收入 17,364 亿元 (yoY+3.2%)，移动数据流量业务、家宽及增值业务、新兴业务收入分别为 6,289 亿元 (yoY-1.5%)、2,763 亿元 (yoY+5.5%) 和 4,348 亿元 (yoY+10.6%)，三大业务占比分别为 36.2%、15.9% 与 25.0%。2015 年两会首次提及“提速降费”，2017 年政府工作报告再次聚焦该问题。2017 年 9 月 1 日起，三大运营商取消漫游费，竞争转向以价换量。2024 年中国移动的移动业务 ARPU 值承压，为 48.5 元 (yoY-1.6%)，主因流量资费下降。运营商资费套餐同质化严重，用户对价格敏感，价格竞争激烈，因此急需寻求新的业务增量。

图14：通信行业各项业务收入增速



资料来源：工信部，民生证券研究院

大模型为继视频后的重要 C 端流量增量。4G 时代，三大电信运营商在面对手机上网收入增长疲软的情形下，采取“流量+”模式来提升流量经营的价值，为视频权益融合运营服务带来较大市场空间。AI 生成内容 (AIGC)、实时翻译、智能穿戴设备等，增加个人用户流量消耗，手机端轻量化模型 + 云端复杂计算的模式持续产生流量。

方向一：开发云终端。比如，中国移动与华为联手打造的云手机，自 2023 年 5 月 17 日商用以来，已经发展超过 1500 万用户。移动云电脑依托多样化算力资源打造，以≤0.01ms 的响应时间领先业界，为企业、行业用户开启算网应用新业态。2024 年 5 月，中兴通讯联合中国电信展出首款二合一 5G 云电脑 W201DS，满足移动办公、在线教育、家庭娱乐等场景需求，为用户带来更美好的电脑上云体验，引领云电脑产业变革。此外，中国联通云电脑提供一站式运行远端服务器电脑

的云上解决方案，为用户提供灵活、简便、快捷的虚拟化电脑使用体验。

除了运营商，其他包括华为云、阿里云、百度云、华科和信创天、联想等头部云厂商也都推出了自己的云终端产品。

方向二：商业模式创新。分层收费：基础通信+AI 增值服务套餐（如安全监控、数据洞察）。B 端订阅制：企业按需购买 AI 模型训练、云存储资源。云终端是算力运营的载体，算力将成为新的基础设施，算力套餐（硬件数字化）将成为 5G 的核心应用及算力运营的标准产品。

北京联通推出的“算力卡”包含青春版、商务版、云加速版、算力宽带 1000M 提速包等多档 5G-A 算力卡套餐，支持高速稳定网络、海量超算服务、云创工作站、数字人等多个场景下的算力应用，最高下载峰值可达 3Gbps，能够为用户提供流量、语音、5G 网速等通信内容，以及超算服务、联通云盘尊享版、数字人主播、云创会员等算力会员权益，满足个人家庭用户群对超算算力、算力网络等服务的需求。中国联通广东分公司率先推出了面向普通消费者的算力服务——联通算卡。联通算卡在 5G 实体卡的基础上，将通信权益和算力权益组合“打包”，涵盖人工智能画画、云盘、云游戏、超算服务等算力服务。

图15：联通算卡



资料来源：中国联通公众号，民生证券研究院

综合上文，AI 平权背景下，云厂商和运营商云服务及算力运营需求凸显。算力资源普惠化，会推动 AI 在各个行业领域探索商业模式和产品设计，云服务厂商和算力运营商是推动最终落地的必备支持，补齐云厂商不擅长的行业 Know-How，提供面向行业解决方案的 SaaS 服务。

3.2 公司壁垒：技术嵌入+生态卡位，助力华为云和运营商

构建云终端

蜂助手协助中国移动与 H 云构建云手机基座。公司与华为云深度绑定，公司以华为云 IaaS 为底座，与华为云 ARM 鲲鹏服务联合运营，将云手机系统和底层服务计算能力提供给移动，华为提供服务器硬件和基础软件，公司负责设计操作系统，移动负责拓展 C 端云手机客户。

云手机定位为提供“云端运行、本地交互”的轻终端体验。云手机即为装在云端的虚拟手机，实体手机只是充当遥控器，所有复杂操作都交由云端服务器处理。依托于更平价的设备硬件，使“低配”手机得以享受“高配”场景，如游戏云化（突破硬件限制）、办公云化（跨端无缝衔接）。

图16：云手机案例



资料来源：公司官网，民生证券研究院

云手机将由移动自上而下推广。移动在 5G/AI 时代将算力上云作为套餐增量的重要手段，推动云手机用户数量持续快速增长，从百万级逐步迈向千万级，乃至亿级体量。产品从 C 端市场出发设计，运营商将自上而下推广。运营商向 C 端客户提供算力套餐和瘦终端，通过营销补贴大量发展 C 端用户，让 C 端客户习惯使用云手机，培养云手机生态，最终运营商通过收取云手机客户的算力套餐费用，叠加到其原有通信服务费用中，从而实现 5G 投入的回报。

移动积极探索 AI 智能助理应用。10 月 12 日，2024 中国移动全球合作伙伴大会上，中国移动推出了 AI 智能助理“灵犀”。中国移动 APP 内，仅需用“你好，灵犀”作为关键词唤起大模型并简单口述自己的需求，用户可查账单充话费或办业务买手机，“灵犀”在接收到用户的语音后，即可分析需求并自动跳转到 APP 内对应的业务功能页面，这种交互逻辑让大模型扮演了用户使用 APP 的“导航员”角色，既充分利用了 APP 现有的业务功能页面，降低了用户使用大模型的门槛，也改变了 APP 原有的流量分发模式，整体使用体验简洁高效，做到了“智能搜索，一句直达”。未来，AI 也有望优化重塑云手机交互体验。

图17：中国移动 APP AI 智能助理“灵犀”可精确理解用户需求



资料来源：中国移动在线营销服务中心，民生证券研究院

公司核心壁垒集中体现在技术深度嵌入、生态位卡位，成为连接“华为硬件底座-运营商网络-终端用户”的隐形管道。

公司 2019 年合作 H 云，负责云终端产品的核心功能模块。2021 年 H 公司与公司达成合作，云终端技术应用在 H 云的 ARM 架构的鲲鹏服务器中，由 H 云统一为运营商、政府等提供云终端产品服务。底层虚拟化技术嵌入鲲鹏服务器；蜂助手自研的云终端系统级软件（含终端虚拟化、云原生 OS、算力调度引擎）直接部署于华为鲲鹏 ARM 服务器，类似“Windows 预装模式”——华为提供硬件基础设施，蜂助手提供操作系统级能力。这种深度耦合使华为无需自行开发虚拟化层，蜂助手则通过技术授权费（每台搭载其技术的服务器收取固定费用）实现收益。

分成模式：类似电脑安装 Windows 系统，公司云终端技术以服务模式打包在硬件中，公司收益与硬件应用规模挂钩，即客户使用搭载公司云终端技术的服务器越多，公司的收益就越大。目前，公司研发的云终端系统级软件技术应用于鲲鹏服务器，该服务器提供给运营商用于发展 2C 的云手机业务。运营商云手机的客户规模越大，云手机的应用场景越多，运营商使用搭载公司技术的服务器就越多，公司每月通过服务器获得的收益就越大。

图18：公司云终端产品的核心功能模块


资料来源：公司官网，民生证券研究院

此外，针对 B 端市场，公司提供云游戏能力支撑、社媒运营，工作云手机等产品。2B 的行业应用产品还包括“工作云手机、云柜台、云应用”。

1) 云手机：针对信息安全管理要求高的企业，面向政府、房地产经纪、金融保险、私域运营、海外直播等领域，利用云手机的云端运行、全程可管可控的产品能力，为企业提供定制版的“工作云手机”。企业员工在个人手机上安装“工作云手机 APP”即可使用，使用体验与真机贴近，工作过程中云手机终端操作“全程管控，企业数据不落地，手机本地 0 留存”，可应用于政企办公、私域运营、海外直播等。

2) 云柜台：针对复杂的线上服务或业务流程，面向政府、金融保险、航空等领域，利用云终端的同屏互动产品能力，以语音传递信息，视频可视化方式双向实时操作屏幕，建立远程“面对面”互动式服务方式，同时提供“画笔工具圈定重点、协助填写信息、隐私自动屏蔽、服务流程全程引导”等服务功能。提升客服人员的服务和营销效率，营造有温度的客户体验。

3) 云应用：针对线下“扫码服务、线上广告推广等”服务销售模式，目前是无法实现跨端打开 APP 的，导致营销效率低客户很难回流到官方的 APP，从而导致客户流量浪费，营销效率低。面向金融保险、运营商以及长视频平台等领域，通过应用云端预装，本机无需下载 APP，只需通过 H5 链接或扫描二维码的方式就可进入云化 APP，实现快速体验、跨端调用，从而推动应用侧客户拉新促活，提升推广和运营效率。通过“云应用技术方案”能实现线上线下推广入口，直接回流到官方 APP 客户端。可应用于 APP 营销推广、云游戏等。

表2：B 端市场场景

服务类别	服务内容
游戏场景：	对于游戏玩家来说，云手机可以让他们无需购买昂贵的高性能手机，就能流畅运行各种大型游戏。因此，公司将与游戏厂家合作，将云端的 SaaS 及 PaaS 能力赋能游戏厂家，让游戏厂家的游戏上云，提升游戏厂家的客户规模和运营效益，在此基础上公司向游戏厂家获取收益。
社媒运营：	对于从事电商、社交媒体运营等工作的人员，需要运营多个帐号。使用公司的云终端的技术和能力，电商及社交媒体企业可以轻松实现多账号隔离运行，每个云手机可以独立配置不同的账号环境，避免账号之间的干扰和风险，提高运营效率。
移动办公：	如公司推出的工作云手机，主要面向政府、房地产经纪、金融保险、提供行业级应用解决方案，利用云手机的云端运行和统一管控产品能力，实现“数据不落地、行为可追溯、过程可审计”的管理目标，满足行业内对信息安全要求严、统一管理要求高、使用体验要好的业务需求。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司加入鸿蒙生态，未来可延伸至车机、智能家居等“泛终端”场景。2024

年 4 月，蜂助手等 10 家伙伴与华为签约达成鸿蒙合作，11 家伙伴宣布启动鸿蒙原生应用开发。进入鸿蒙生态，蜂助手将充分利用 HarmonyOS NEXT 的原生互联等能力，丰富 5G 盒子系列产品、云终端系列产品能力，触达更多用户群体，提升用户体验，着力发展蜂助手云网一体化、算网一体化生态体系。

在 HUAWEI 鸿蒙生态应用中，公司与 HUAWEI 钱包合作，向其终端用户提供数字化虚拟商品一站式交易服务，供用户购买使用。同时，公司作为 HUAWEI 生态合作伙伴，是 HUAWEI 视频代理商，负责金融等渠道的产品推广。

图19：蜂助手参与鸿蒙签约


资料来源：蜂助手公众号，民生证券研究院

4 物联网场景运营：AI 端侧流量运营，助力大厂构建 AIoT 生态

4.1 以物联网通信连接为基础，以流量运营为核心商业模式

2016 年，随着运营商先后启动物联网网络建设和全面商用，蜂助手开启了物联网流量运营和解决方案板块，为物联网相关场景（家庭、行业等）提供无线接入、无线宽带组网、硬件方案、场景解决方案等综合服务。作为运营商的代理商，蜂助手为各行业设备提供上网套餐服务，以流量月套餐为主，同时为行业客户提供系统支撑和服务费。经过多年积累，蜂助手在六大行业拥有超过 500 家行业客户，连接数已超过千万，与海康、萤石、友宝等企业合作。

公司针对 2C/2B/2H，开发不同产品及解决方案的研发及市场化。核心产品系列包括：物联网流量卡套餐产品、多功能模组和主板产品、多功能模组和主板产品、物联网 IOT 解决方案。以通信硬件销售发展连接规模，核心商业模式为流量运营，长期收入来源于月租流量。公司多元渠道布局：自营渠道（京东、天猫、抖音）、运营商渠道（移动、联通、广电）和连锁门店代理商。

1) 物联网流量卡套餐产品：面向中小流量需求场景，提供 IOT 连接服务，解决无线连接上网问题。商业模式：每月收取流量套餐费用，通过流量池的运营盈利。

图20：物联网流量卡



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图21：物联网流量卡客户案例



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2) 多功能模组和主板产品：面向大流量需求场景，销售产品硬件和无线上网套餐。面向大流量消耗的智能设备市场，通过多网融合模组以 PaaS 方式对接，实现流量的低成本调度和灵活运营。每月收取或分成流量套餐费用，通过流量池的运营盈利，以硬件载体为抓手，通过场景融合产品模式，提供“硬件模组+系统方案+流量套餐服务”，发展月租型套餐业务，带动物联网流量的持续规模销售。多网融合 4G/5G 模组：实现多运营商（移动/联通/电信）网络的融合调度。跨运营商、跨套餐流量共享调度，实现最低流量成本。多网融合 4G/5G 方案板：为自助售卖机、智能机器人、取号机、自助换电柜、快递柜、人脸识别、商显终端等行业设备

生产厂家，提供主控板解决方案。

图22：多功能模组和主板系列产品、应用场景



资料来源：公司官网，民生证券研究院

3) 蜂助手盒子系列产品：免拉光纤，插电即享 5G 无线宽带；已陆续推出 5G 版系列产品，分为家庭版和行业版。家庭版包含 3 款家庭无线宽带产品“蜂助手 CPE 路由器 P2(5G 家庭版)、蜂助手 5G 盒子 P3(极光 TV 家庭版)、蜂助手 5G 盒子 P3(奇异果 TV 家庭版)”。这些产品目前在蜂助手 APP、京东、天猫、微信的手机充值入口等渠道可以直接购买。行业版包含 4 款行业无线宽带产品“蜂助手 CPE 路由器 P5 (5G 门店版)、蜂助手 5G 盒子 P6 (极光 TV 行业版)、蜂助手 CPE 路由器 P7 (5G 企业版)、蜂助手企业级融合网关 P8-OE (5G+交换机版)、蜂助手企业级融合网关 P8-SDWAN (5G SD-WAN 版)”。行业版销售模式主要依托线下渠道代理商，行业客户为主，以直接销售或者返佣模式与客户合作。上述盒子系列产品，可覆盖家庭及行业应用，满足家庭、中小企业、连锁门店等不同场景的上网、组网服务。

图23：盒子系列产品（家庭版）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

此外，公司 2023 年 10 月推出随身 WiFi 产品，面向 C 端，4G 无线上网，使用 TYPE-C 接口直连手机上网。

图24：盒子系列产品（行业版）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图25：个人随身 WiFi


资料来源：京东，民生证券研究院

图26：个人随身 WiFi 参数

产品形态	UF1
是否需插卡	无需插卡
是否内置防火墙	有内置防火墙
有线传输率	无
网络支持	4G
无线协议	Wi-Fi 6
无线速率	150M 以下
运营商	三网通

资料来源：京东，民生证券研究院

4) 物联网 IOT 解决方案：在特定市场提供定制化的 IoT 解决方案，形成项目化收入，针对大流量消耗设备提供网络连接和调度服务，已在多场景落地。

公司物联网硬件解决方案成功被腾讯公司采用，应用于腾讯极光 CPE 机顶盒产品，同时该产品于 2020 年 10 月作为无线宽带产品进入腾讯与中国联通联合推出王卡智家无线宽带家庭融合套餐，公司承担腾讯极光 CPE 机顶盒的产品研发、生产、流量提供和运营工作，目前公司 CPE 机顶盒已在湖南广电、湖北广电等广电传媒渠道及广东移动等运营商渠道。

图27：物联网 IOT 解决方案


资料来源：公司官网，民生证券研究院

核心技术优势：自主研发的三网通及流量动态调度技术，使智能设备能自动选择最优网络接入，解决单一运营商网络覆盖不足问题。公司将加大研发力度，研发家庭融合终端系列产品、面向连锁门店上网和组网融合网关系列产品、面向中小企业无线上网和组网系列产品等。

4.2 与大厂生态互补，抢占 AIoT 和边缘算网红利

公司与“字节跳动”旗下云服务的火山引擎平台合作，开发 5G 专网融合产品。

共同推出 P8-SDWAN 设备。该设备整合了火山引擎 SD-WAN 技术，支持专线、ADSL、5G 无线宽带等，8LAN 口交换机、全球骨干网资源，同时进一步完善了公司的物联网流量运营及解决方案的产品线。火山引擎飞连联合蜂助手等合作伙伴共同发布了“AI 点亮 IT 计划”。该计划涵盖了智能体、5G+SD-WAN、办公连接等企业 IT 管理的各个方面，旨在为企业提供全方位 IT 管理解决方案。

字节输入技术工具及线上销售流量扶持。1) 火山引擎提供 SD-WAN 技术栈与全球骨干网资源，优化网络连接的灵活性与稳定性。例如，SD-WAN 技术支持动态路径选择，可根据网络质量自动切换最优链路，降低延迟并提升带宽利用率。2) 公司在抖音平台开设店铺，即抖店，承接公司虚拟数字化产品和硬件产品销售，虚拟数字化产品店铺名称：助蜂数娱优选店；同时在抖音平台开设直播账号，承接平台流量，结合公司 5G 盒子等产品进行直播销售，现有直播间账号：会员特惠、网易云黑胶会员、哔哩哔哩会员、全国电影票等直播账号。公司目前是哔哩哔哩会员权益、文心一言会员权益抖音平台服务商，负责其在抖音平台的营销推广。

蜂助手研发硬件并完成场景落地。1) 负责 P8-SDWAN 设备的硬件设计、生产及行业适配。例如，该设备的 8LAN 口交换机支持多终端接入，可满足企业级组网需求；结合蜂助手自研的多网融合模组，适配智能停车、远程办公等场景；2) 推出定制化解决方案，基于流量运营业务完成行业解决方案整合。如，为运营商提供“5G 专网+云手机”套餐，或为智慧城市项目提供高精度定位与窄带通信融合方案。

大厂合作展现了二者在生态上的强互补性，具有较强的可复制性。火山引擎作为字节跳动的企业级技术服务平台，需通过行业化解决方案渗透 B 端市场，AI 服务生态也需通过硬件与网络基建增强端到端服务能力。蜂助手得以推动技术向实际场景渗透，有望拓展类似合作方，多样化合作形式，拉动硬件销售收入和流量收入增长。看好短期硬件连接数增加带来的设备增收，规模效应扩大后看好流量收入放量。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主营业务分为数字商品综合运营、物联网应用解决方案、云终端技术及云算力服务、技术服务四大类，我们核心假设如下：

1) 数字商品综合运营：公司在数字商品综合运营领域积累了丰富的渠道资源和运营经验，能够与众多数字商品供应商保持稳定合作，为用户提供一站式数字商品购买及充值服务。随着数字消费市场的持续扩大以及用户对数字商品需求的不断增长，公司该业务有望实现稳定增长。**预计 2025-2027 年业务营收增速分别为 28.0%、27.0%、26.0%。预计 2025-2027 年业务毛利率分别为 17.9%、17.4%、16.9%。**

2) 物联网应用解决方案：公司提供的物联网应用解决方案广泛应用于交通、能源、工业等多个行业，助力行业客户实现设备智能化管理与数据价值挖掘。考虑到各行业数字化转型加速推进，对物联网应用解决方案的需求将逐步释放，蜂助手针对不同场景和客户需求，开发出多样化产品及解决方案，满足中小流量和大流量需求场景，覆盖家庭、企业、行业等不同客户群体，同时公司在技术研发和项目实施方面的优势将进一步凸显，有望提升市场份额。看好硬件连接数增加带来的设备增收，规模效应扩大后看好流量收入放量。流量收入占比提升有望带动毛利率提升。**预计 2025-2027 年业务营收增速分别为 28.8%、28.2%、27.4%。预计 2025-2027 年业务毛利率分别为 41.0%、42.0%、43.0%。**

3) 云终端技术及云算力服务：公司积极布局云终端技术和云算力服务领域。移动在 AI 时代将算力上云作为套餐增量的重要手段，推动云手机用户数量持续快速增长，从百万级逐步迈向千万级乃至亿级体量。运营商通过营销补贴大量发展 C 端用户培养云手机生态，公司该业务有望迎来快速发展期，且由于该业务投入相对刚性，盈利能力有望随规模效应释放，毛利率有望快速增长。**预计 2025-2027 年业务营收增速分别为 122.4%、91.8%、75.7%。预计 2025-2027 年业务毛利率分别为 45.0%、50.0%、54.0%。**

4) 技术服务：公司凭借专业的技术团队和深厚的技术积累，为客户提供包括系统集成、软件开发、运维支持等技术服务。随着公司业务规模的扩大以及客户对技术服务要求的不断提高，公司技术服务业务将保持稳定增长态势，毛利率相对稳定。**预计 2025-2027 年业务营收增速分别为 20.0%、20.0%、20.0%。预计 2025-2027 年业务毛利率分别为 40.5%、40.0%、40.0%。**

综上，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 20.2 亿元、26.3 亿元、34.2 亿元，同比分别增长 31.0%、30.6%、30.1%，公司 2025-2027 年毛利率分别为 21.7%、22.4%、23.4%。

表3：营业收入拆分及预测

收入 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
数字商品综合运营	10.26	13.33	17.06	21.66	27.30
YoY	29.59%	29.95%	28.00%	27.00%	26.00%
毛利率	21.17%	18.67%	17.90%	17.40%	16.90%
物联网应用解决方案	1.16	1.43	1.84	2.35	3.00
YoY	61.34%	23.37%	28.79%	28.16%	27.37%
毛利率	37.39%	39.97%	41.00%	42.00%	43.00%
云终端技术及云算力服务	0.24	0.49	1.10	2.11	3.71
YoY	684.13%	101.97%	122.38%	91.82%	75.69%
毛利率	74.76%	41.19%	45.00%	50.00%	54.00%
技术服务	0.07	0.13	0.15	0.19	0.22
YoY	-26.98%	76.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	42.07%	41.71%	40.50%	40.00%	40.00%
总收入	11.79	15.39	20.15	26.31	34.22
YoY	34.20%	30.50%	30.95%	30.59%	30.06%
毛利率	21.17%	21.58%	21.66%	22.37%	23.35%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

公司积极促进降本增效。预计公司 2025-2027 年销售费用率为 2.5%/2.4%/2.4%；管理费用率为 2.3%/2.3%/2.3%；研发费用率为 3.8%/3.6%/3.4%。

表4：费用率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.5%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%
管理费用率	2.5%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
研发费用率	5.0%	4.0%	3.8%	3.6%	3.4%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析与投资建议

我们采用 PE 可比公司估值法，选择梦网科技（002123.SZ）、彩讯股份（300634.SZ）、顺网科技（300113.SZ）作为可比公司：1) 梦网科技在通信服务、流量运营、人工智能与大数据等布局。作为国内最大规模之一的企业云通信平台，依托与运营商、手机厂商的深度合作，建立了领先的消息服务能力，并持续深耕企业云通信服务领域，其业务布局与蜂助手的数字化服务业务也存在一定的相似性。2) 彩讯股份的业务涵盖移动互联网服务及技术支撑，与蜂助手的聚合运营、融合运营服务模式相近。其作为企业数字化服务提供商，在智能渠道产品（如邮件系统、CRM）中探索 AI 应用，业务合作对象包括移动、联通，各大银行，电网，交通，华为、智谱，字节火山引擎、新兴消费和电商平台等。3) 顺网科技以网吧管理软件为基础，拓展至云游戏、云手机等业务，均通过云技术布局消费场景，依赖头部

企业合作通过流量分发实现变现，和蜂助手业务具有较高相似性。截至 2025 年 5 月 14 日，可比公司对应 PE 均值为 54/36/27 倍，高于蜂助手 2025-2027 年 PE 47/33/23x。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表5：可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002123.SZ	梦网科技	14.36	0.17	0.33	0.47	84	44	31
300634.SZ	彩讯股份	25.09	0.69	0.85	1.01	36	30	25
300113.SZ	顺网科技	19.04	0.45	0.54	0.72	42	35	26
均值						54	36	27
301382.SZ	蜂助手	41.66	0.88	1.27	1.84	47	33	23

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；注：未覆盖公司采用 ifind 一致预测，收盘价日期为 2025 年 5 月 14 日

6 风险提示

1)市场竞争风险。蜂助手在数字化商品运营、物联网和云计算等领域面临激烈的市场竞争。若未能持续保持技术优势或有效应对市场竞争，可能导致市场份额下降及盈利能力受限。

2)技术与产品更新换代风险。蜂助手依赖技术创新推动业务增长，技术快速迭代可能导致现有产品失去市场竞争力。未能及时跟进行业发展或研发投入不足，将影响产品适应性和客户需求。

3)客户集中风险。蜂助手部分收入依赖于特定客户。若主要客户需求变化或合作中断，将对公司营收产生较大影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,539	2,015	2,631	3,422
营业成本	1,207	1,578	2,042	2,623
营业税金及附加	4	4	5	7
销售费用	39	50	63	82
管理费用	35	46	61	79
研发费用	62	77	95	116
EBIT	163	243	346	492
财务费用	16	27	33	38
资产减值损失	-10	-1	-1	-1
投资收益	1	0	0	0
营业利润	147	216	312	452
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	148	216	312	452
所得税	15	22	31	45
净利润	133	194	281	407
归属于母公司净利润	134	193	280	406
EBITDA	176	269	372	519

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	286	372	490	642
应收账款及票据	775	935	1,157	1,440
预付款项	850	1,026	1,225	1,469
存货	27	30	39	50
其他流动资产	22	28	35	43
流动资产合计	1,960	2,391	2,946	3,644
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	199	210	217	222
无形资产	688	688	688	688
非流动资产合计	988	1,007	1,007	1,007
资产合计	2,948	3,398	3,953	4,650
短期借款	673	873	1,073	1,273
应付账款及票据	123	171	238	328
其他流动负债	84	131	169	215
流动负债合计	880	1,175	1,480	1,816
长期借款	80	80	80	80
其他长期负债	98	97	97	97
非流动负债合计	178	177	177	177
负债合计	1,058	1,352	1,658	1,993
股本	220	220	220	220
少数股东权益	128	129	130	132
股东权益合计	1,890	2,046	2,296	2,657
负债和股东权益合计	2,948	3,398	3,953	4,650

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	30.50	30.95	30.59	30.06
EBIT 增长率	-1.70	49.44	42.21	42.20
净利润增长率	-5.86	44.56	44.76	44.89
盈利能力 (%)				
毛利率	21.58	21.66	22.37	23.35
净利润率	8.69	9.60	10.64	11.85
总资产收益率 ROA	4.54	5.69	7.08	8.72
净资产收益率 ROE	7.59	10.09	12.93	16.06
偿债能力				
流动比率	2.23	2.04	1.99	2.01
速动比率	1.22	1.13	1.13	1.17
现金比率	0.33	0.32	0.33	0.35
资产负债率 (%)	35.90	39.79	41.93	42.86
经营效率				
应收账款周转天数	155.33	152.69	143.10	136.56
存货周转天数	7.91	6.53	6.08	6.10
总资产周转率	0.62	0.63	0.72	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.88	1.27	1.84
每股净资产	7.99	8.70	9.83	11.46
每股经营现金流	-0.62	-0.04	0.06	0.31
每股股利	0.10	0.14	0.21	0.30
估值分析				
PE	69	48	33	23
PB	5.2	4.8	4.3	3.7
EV/EBITDA	56.82	37.14	26.83	19.25
股息收益率 (%)	0.24	0.34	0.49	0.72
现金流量表 (百万元)				
净利润	133	194	281	407
折旧和摊销	13	26	26	27
营运资金变动	-327	-273	-360	-444
经营活动现金流	-137	-8	12	69
资本开支	-722	-24	-24	-25
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-721	-36	-24	-25
股权募资	119	0	0	0
债务募资	645	200	200	200
筹资活动现金流	682	130	130	109
现金净流量	-176	86	118	152

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司三大业务	4
图 3: 公司各业务收入占比 (2024 年)	4
图 4: 公司各业务毛利率	4
图 5: 公司客户结构	5
图 6: 公司股权结构 (截至 2025Q1)	6
图 7: 2017-2024 年我国非实物商品网上零售额 (亿元)	7
图 8: 公司为有关大型企业集团提供服务的界面截图	8
图 9: 视频权益融合产品在运营商渠道的推广展示图	8
图 10: 公司营业收入 (亿元) 及增速	9
图 11: 公司归母净利润 (亿元) 及增速	9
图 12: 公司毛利率及净利率	9
图 13: 公司期间费用率	9
图 14: 通信行业各项业务收入增速	11
图 15: 联通算卡	12
图 16: 云手机案例	13
图 17: 中国移动 APP AI 智能助理 “灵犀” 可精确理解用户需求	14
图 18: 公司云终端产品的核心功能模块	15
图 19: 蜂助手参与鸿蒙签约	16
图 20: 物联网流量卡	17
图 21: 物联网流量卡客户案例	17
图 22: 多功能模组和主板系列产品、应用场景	18
图 23: 盒子系列产品 (家庭版)	18
图 24: 盒子系列产品 (行业版)	18
图 25: 个人随身 WiFi	19
图 26: 个人随身 WiFi 参数	19
图 27: 物联网 IOT 解决方案	19

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司数字商品服务内容	7
表 2: B 端市场场景	16
表 3: 营业收入拆分及预测	22
表 4: 费用率预测	22
表 5: 可比公司估值	23
公司财务报表数据预测汇总	25

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048