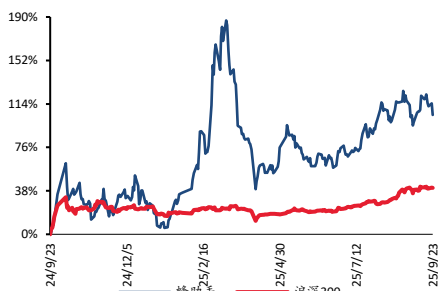


## 身处智能化蓝海，不断打开成长空间

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 2.86/1.77  
总市值/流通(亿元) 100.59/62.31  
12 个月内最高/最低价 67.65/21.15 (元)

### 相关研究报告

<<收入高速增长，云终端表现亮眼>>—2025-05-06

<<数字虚拟商品综合服务商，发力云终端打造第二成长曲线>>—2025-03-10

### 证券分析师：曹佩

电话：

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520080001

## 报告摘要

**国内知名的数字虚拟商品运营服务商，拓展物联网+云终端领域。**蜂助手成立于 2012 年，是一家互联网数字化虚拟商品综合服务提供商，主要为移动互联网相关场景客户提供移动互联网数字化虚拟商品综合运营服务。公司以数字虚拟商品业务为基石，拓展物联网应用解决方案和云终端技术及云服务两大业务板块，打造第二成长曲线。2022-2024 年，公司营收 CAGR 为 32.32%，归母净利润 CAGR 为 3.13%。根据公司 2025 年股权激励计划制订的公司层面考核目标，以 2024 年为基准，2025 年营业收入增长率不低于 30.30%且研发支出增长率不低于 18.00%，显示公司对未来发展的信心以及对研发投入的坚定决心。

**公司凭借多年经验积累了大量的头部客户资源，建立了较高的核心客户壁垒。**公司管理层成员多为通信互联网行业老兵，积累了丰富的产业经验和资源。目前，公司已与三大运营商、三家头部网络视频商（爱奇艺、优酷、芒果 TV）建立合作关系，并为中国建设银行、中国银行、招商银行、中石化、碧桂园、OPPO 手机、VIVO 手机等众多大型企业的营销、兑换、运营活动直接提供数字化虚拟商品交易及服务解决方案。物联网领域，公司与腾讯联合推出基于物联网技术的智能 CPE 机顶盒产品。云终端领域，公司是华为云云终端的核心服务提供商，并向中国移动终端公司提供云终端相关服务。

**物联网+云终端业务发展势头良好，第二成长曲线可期。**1) **物联网业务板块**，公司基于自主研发的多网融合调度管理系统，创新推出多网融合模组与方案板、蜂助手 5G 盒子、随身 WiFi 等系列硬件产品。以蜂助手盒子为载体，实现基础权益和分类权益的自由组合，获取硬件收入的同时与数字商品运营业务产生良好的协同效应。2) **云终端业务板块**，公司与华为云共同打造云手机产品，服务中国移动。公开数据显示该产品 2024 年用户规模破千万，月活用户超 260 万。公司与运营商还基于云手机基础产品，推出算力套餐服务产品。2024 年，公司云终端业务收入超 4946 万元，同比增长 102%。

**投资建议：**预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 20.11/25.64/31.88 亿元，归母净利润分别为 2.02/2.74/3.44 亿元。维持“买入”评级。

**风险提示：**新业务拓展不及预期，技术研发不及预期，行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,539	2,011	2,564	3,188
营业收入增长率(%)	30.50%	30.69%	27.51%	24.34%
归母净利（百万元）	134	202	274	344
净利润增长率(%)	-5.86%	51.25%	35.20%	25.61%
摊薄每股收益（元）	0.61	0.71	0.96	1.20
市盈率（PE）	43.48	52.13	38.56	30.70

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、国内知名的数字虚拟商品运营服务商.....	5
（一）数字虚拟商品运营服务商，拓展物联网+云终端领域.....	5
（二）股权结构稳定，管理层具备深厚的通信产业背景.....	6
（三）高毛利业务快速增长，股权激励彰显发展信心.....	7
二、数字商品综合运营业务基本盘稳固.....	8
（一）虚拟数字商品市场规模持续增长，高质量运营需求旺盛.....	8
（二）公司在数字商品领域具备渠道和资源优势.....	9
三、物联网业务：流量运营与物联网硬件协同发展.....	12
四、云终端业务：云手机布局成效初显.....	15
（一）5G+算力时代来临，“云终端”发展正当其时.....	15
（二）顺应运营商战略布局，携手华为云推出云手机产品.....	17
五、投资建议.....	19
六、风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1: 公司三大主营业务 .....	5
图表 2: 公司部分行业合作伙伴 .....	6
图表 3: 公司股权结构 (截至 2025 年半年报) .....	7
图表 4: 公司 2020-2025H1 营业收入及同比增速 .....	7
图表 5: 公司 2020-2025H1 归母净利润及同比增速 .....	7
图表 6: 公司 2020-2024 年分业务收入占比 .....	8
图表 7: 公司 2020-2024 年毛利率及净利率 .....	8
图表 8: 2015 年-2024 年我国非实物商品网上零售额 (万亿元) .....	9
图表 9: 公司数字化虚拟商品运营提供的主要服务 .....	10
图表 10: 数字化虚拟产品综合运营服务收入结构 .....	11
图表 11: 数字化虚拟产品综合运营服务盈利模式 .....	11
图表 12: 公司具备丰富的数字化产品推广渠道 .....	12
图表 13: 2019-2025 年中国物联网连接数预测情况 (单位: 十亿个) .....	13
图表 14: 公司物联网应用解决方案提供的主要产品及服务 .....	13
图表 15: 公司物联网硬件主要产品 .....	14
图表 16: 公司智能家居生态应用解决方案 .....	15
图表 17: 云终端示意图 .....	16
图表 18: 2025-2029 年中国云终端市场预测 .....	17
图表 19: 公司云终端技术架构 .....	17
图表 20: 公司云手机 2C 行业应用 .....	18
图表 21: 公司云手机 2B 行业应用 .....	19

## 一、国内知名的数字虚拟商品运营服务商

### (一) 数字虚拟商品运营服务商，拓展物联网+云终端领域

蜂助手成立于 2012 年，是一家互联网数字化虚拟商品综合服务提供商，主要为移动互联网相关场景客户提供移动互联网数字化虚拟商品聚合运营、融合运营、分发运营等综合运营服务，为物联网相关场景提供物联网流量接入、硬件方案、场景应用等综合解决方案及云终端解决方案，并提供定制化的运营支撑服务及技术服务。

2012 年创立初期，公司抓住 PC 互联网向移动互联网转型的机遇，开展 APP 分发运营服务，奠定技术和渠道基础；随后拓展流量及多品类虚拟商品运营，构建丰富商品与渠道体系。

2015-2018 年，公司联合运营商及头部网络视频商推出“通信服务+视频权益”融合产品，获得市场认可，业务规模提升。

2019 年至今，服务向融合运营深化，业务向物联网领域延伸，并积极研发云终端解决方案。当前，公司以“一个基础、两大方向”为发展战略，即以“虚拟商品的综合运营”为基础业务，持续加大“物联网 IOT 解决方案”和“云终端整体技术解决方案”两大发展方向的研发投入，打造第二成长曲线，致力成为物联网+云终端时代的领航者。

图表1：公司三大主营业务



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

公司凭借多年经验积累了大量的头部客户资源，建立了较高的核心客户壁垒。公司已与数百家多个行业的头部客户建立多年的深度合作关系，包括：三大运营商“中国移动、中国电信、中国联通”，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、通达电气、新奥燃气、赵一鸣食品、深圳拓邦、上海鹄雀、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。

公司曾先后获得“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”、“中国联通价值贡献奖”、“华为最具潜力合作伙伴”、“华为产品合作项目保障奖”、“优酷VIP会员最佳合作伙伴奖”、“优酷杰出贡献奖”、“中国移动最佳生态合作伙伴”、“中国农业银行网络科技优秀合作单位”等称号及荣誉，得到了主要客户及渠道的高度认可，在行业内建立了良好的声誉，塑造了良好的企业形象。

图表2：公司部分行业合作伙伴

运营商行业					互联网行业				
手机厂商行业					金融行业				
视频行业									

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

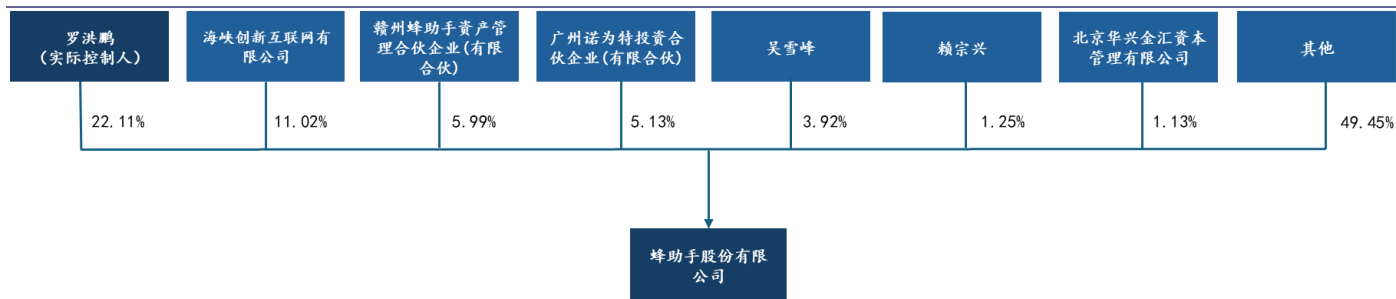
## （二）股权结构稳定，管理层具备深厚的通信产业背景

实控人持股比例较高。罗洪鹏先生为公司实际控制人，直接持有公司22.11%的股份，并通过其一致行动人赣州峰助手资产管理合伙企业（有限合伙）、广州诺为特投资合伙企业（有限合伙）及吴雪锋合计控制公司37.15%的股份。公司管理团队大部分深耕行业十余年，对移动通信及互联网行业有深刻认识和理解。董事长罗洪鹏先生曾历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；董事、



副总经理、董事会秘书韦子军先生历任广东公司佛山分公司综合部副总经理、财务部副总经理，中国铁塔股份有限公司佛山市分公司财务部总经理。

图表3：公司股权结构（截至 2025 年半年报）

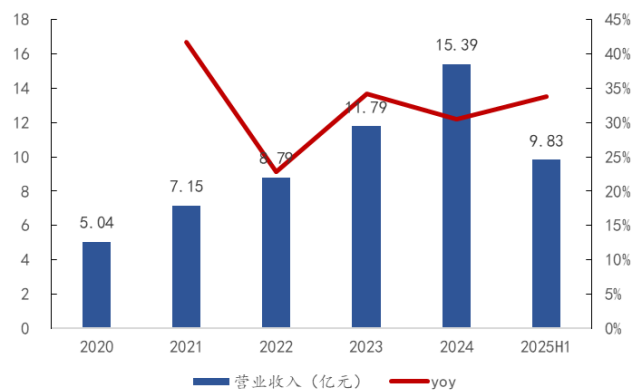


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

### (三) 高毛利业务快速增长，股权激励彰显发展信心

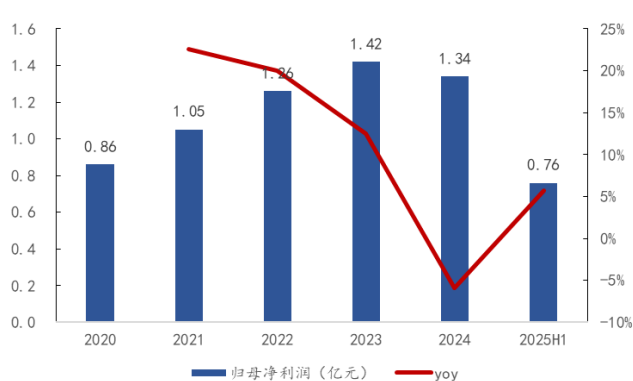
公司收入利润稳健增长，持续培育新的业绩增长点。公司 2022-2024 年分别实现营业收入 8.79、11.79/15.39 亿元，同比增速分别为 22.89%/34.20%/30.50%；实现归母净利润 1.05/1.26/1.42 亿元，同比增速分别为 19.99%/12.49%/-5.86%。其中，数字商品运营业务为公司的现金流业务，提供稳固基本盘。近年来，公司积极开拓终端行业客户及其服务商，并通过精细化运营，数字商品综合运营收入稳步提升。同时，公司大力发展物联网+云终端两大高毛利业务，打造第二成长曲线。

图表4：公司 2020-2025H1 营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表5：公司 2020-2025H1 归母净利润及同比增速

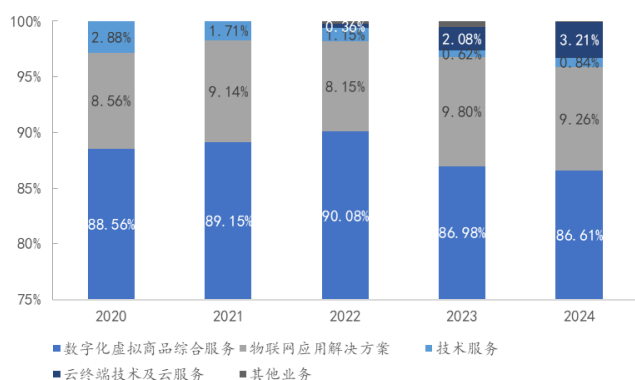


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

高毛利业务收入快速增长有望带来盈利能力提升。公司 2022-2024 年综合毛利率分别为 28.24%/24.05%/21.58%，毛利率下降主要是由于运营商“提速降费”背景下流量单价下降，同时数字商品聚合运营业务竞争较为激烈，毛利率相对较低。分业务看，2024 年公司各大板块毛利率分别为：数字化虚拟商品综合服务（18.67%），物联网应用解决方案（39.97%），云终端技术及云

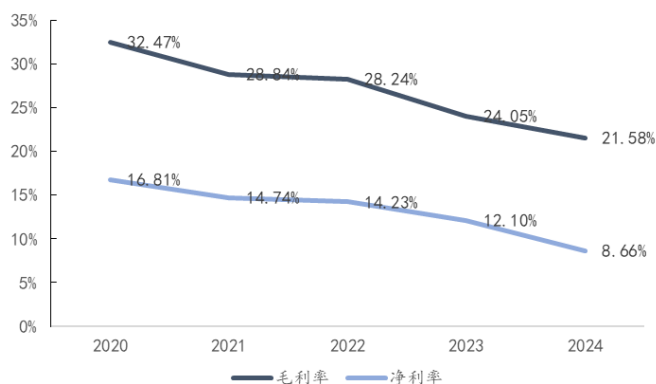
算力运营（41.19%）。2024 年物联网应用解决方案业务实现收入 1.43 亿元，同比+23%；云终端技术与云服务业务实现收入 4946 万元，同比+102%。随着这两大高毛利业务的收入高速增长，占比逐渐提升，公司整体毛利率有望企稳回升。

图表6：公司 2020-2024 年分业务收入占比



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表7：公司 2020-2024 年毛利率及净利率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

**股权激励目标彰显公司发展信心。**2025 年 9 月，公司发布股权激励计划，拟向激励对象授予权益总计 198.35 万股。激励对象包括公司董事、高级管理人员、核心技术（业务）骨干在内的共 130 人。公司层面的业绩考核目标为：以 2024 年为基准，2025 年营业收入增长率不低于 30.30% 且研发支出增长率不低于 18.00%，显示公司对未来发展的信心以及对研发投入的坚定决心。

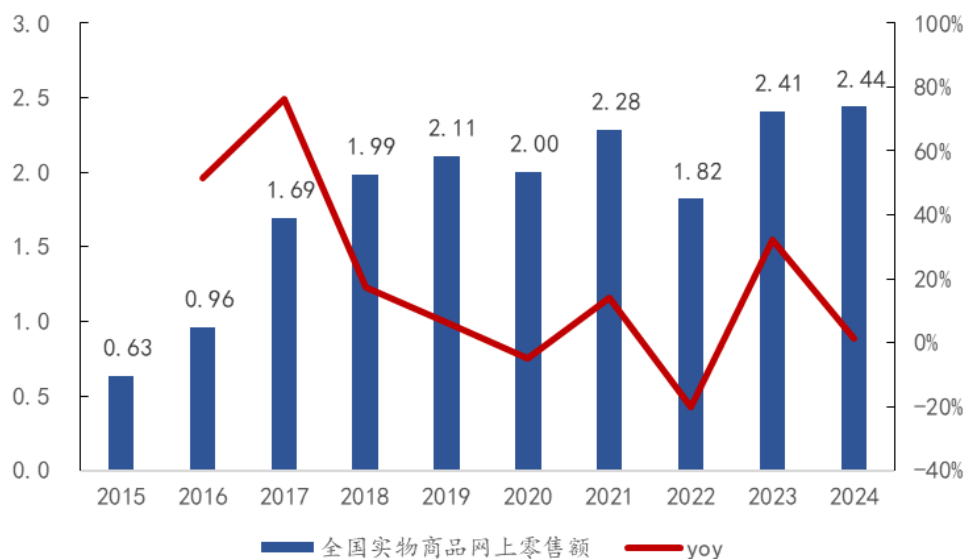
## 二、数字商品综合运营业务基本盘稳固

### （一）虚拟数字商品市场规模持续增长，高质量运营需求旺盛

**我国虚拟商品销售规模快速增长。**随着我国网络零售市场规模稳健增长和新的消费热点出现，以文化娱乐、休闲旅游、大众餐饮等为代表消费升级类商品快速增长。众多平台纷纷布局生活权益卡券业务，从电商巨头到本地生活服务平台，从出行类 APP 到娱乐内容提供商，都在通过发放各类卡券吸引用户、促进消费，这使得生活权益卡券市场规模不断扩张。未来，随着 5G 通信技术、物联网等新一代信息技术的应用，线上卡券市场将进一步拓展服务领域，如智能家居、教育、医疗等，开辟产业升级新赛道。



图表8：2015年-2024年我国非实物商品网上零售额（万亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

**数字化虚拟商品聚合运营领域市场前景广阔。**移动互联网的发展浪潮催生了越来越多的会员卡、优惠券、消费券、折扣券等数字化虚拟服务产品，也相应产生了大量数字化虚拟服务产品分销、运营的需求。单纯的分销服务由于技术门槛等要求不高，市场竞争较为激烈。而数字化虚拟商品聚合运营对市场参与者的技术能力、产品组合运营能力、渠道及资源整合能力及服务支撑能力等均提出较高的要求，多品类聚合运营市场参与者相对较少，整体渗透率较低，数字化虚拟商品聚合/融合运营领域更多需求尚待挖掘，仍具有广阔市场前景。

## （二）公司在数字商品领域具备渠道和资源优势

公司提供移动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。公司平台聚合的数字化虚拟商品资源涵盖运营商产品、视频会员权益、电商购物、生活卡券、旅游出行、车主服务、音乐会员、阅读会员、社交会员、便民服务数十个领域及行业的数百种互联网数字化虚拟商品。公司针对“长视频平台、音乐平台、WPS 办公会员、生活类平台”等行业头部产品签订更多的独家代理产品资源，保障业务的稳定性、业务的规模和毛利率。

图表9：公司数字化虚拟商品运营提供的主要服务

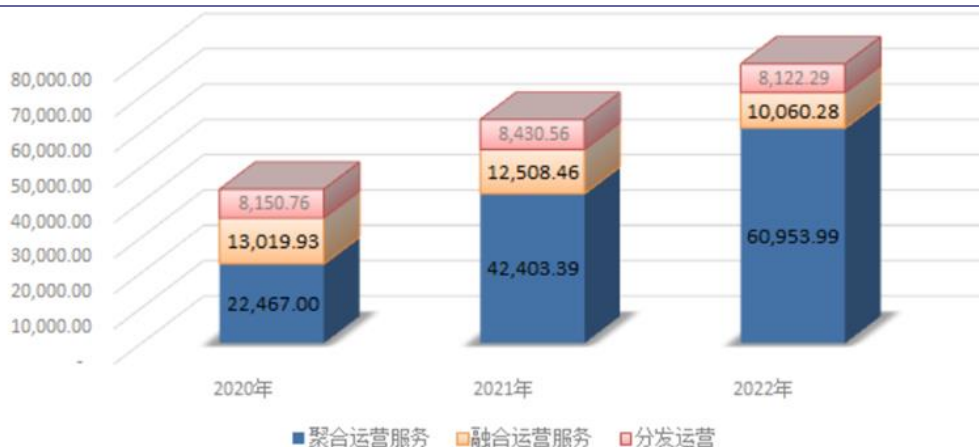


资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

公司通过给渠道客户提供一站式数字化虚拟商品交易及营销能力解决方案，并提供运营平台服务、营销方案等运营支撑服务，获取服务佣金、营销补贴或数字商品的购销差价，具体商业模式如下：

- 1) **聚合运营服务**：公司云平台整合了运营商类（通用流量、话费、短信等）、视频会员类、电商购物卡类等多种优质虚拟商品资源。以通用流量为主。
- 2) **融合运营服务**：公司与运营商、网络视频商合作，主要通过将通用流量与视频权益进行组合，用户消费时同时获得流量和视频权益两项服务，蜂助手从运营商、网络视频商取得结算收入。
- 3) **分发运营服务**：主要为将应用开发者开发的 APP 应用推广至各应用下载平台（如华为手机应用市场、OPPO 手机应用市场等）供用户下载使用，公司从应用开发者或者上游渠道取得分发运营服务收入。

图表10：数字化虚拟产品综合运营服务收入结构



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表11：数字化虚拟产品综合运营服务盈利模式

服务类别	盈利模式
聚合运营服务	公司向客户提供一站式数字化虚拟商品实时交易解决方案，获取数字化虚拟商品销售收入及服务佣金，相关成本主要为数字化虚拟商品的采购成本、运营过程中的相关人工成本及渠道费用。公司服务的价值主要通过数字化虚拟商品购销差价或服务佣金的方式来体现。
融合运营服务	公司向电信运营商及网络视频商提供视频权益融合产品运营解决方案，获取视频会员销售收入及服务佣金，相关成本主要为向网络视频商采购视频会员的采购成本、运营过程中的相关成本等。
分发运营服务	公司向电信运营商、应用类及游戏类 APP 的开发者及代理商提供分发运营服务，主要按照新增有效激活用户数量获取服务佣金收入（CPA 模式）或按照用户使用中充值或消费金额获取分成收入（CPS 模式）。相关成本主要为分发运营过程中的相关成本及渠道成本。公司主要通过上下游服务费价差的形式来获取报酬。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

公司具备稳定的数字商品推广渠道和多个独家代理资源。目前，公司已与三大运营商中国移动、中国电信、中国联通建立了直接合作关系，为其提供视频权益融合运营服务、分发运营服务及技术服务；公司是爱奇艺、优酷、芒果 TV 三家头部网络视频商在约定运营商渠道开展视频会员销售活动的授权代理商；是芒果 TV 在支付宝会员积分渠道独家授权代理商；为中国建设银行、中国银行、招商银行、中石化、OPPO 手机、VIVO 手机等众多大型企业集团的营销、兑换、运营活动直接提供数字化虚拟商品交易及服务解决方案，并通过供货合作商间接为众多银行、保险等优质

客户提供服务。

图表12：公司具备丰富的数字化产品推广渠道

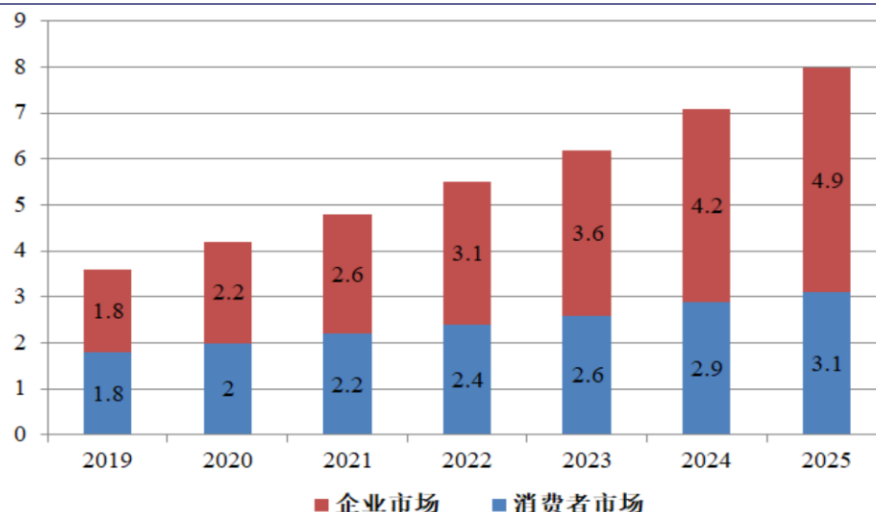
渠道类型	主要客户	活跃用户	合作商	渠道入口数	头部行业APP的渠道入口示例
运营商	China 中国联通 中国移动 China Mobile 中国电信 China Telecom	11亿+			中国移动 中国联通 王卡助手
银行	中国银行 招商银行 中国建设银行 China Construction Bank	2亿+			建设银行 招商银行 会员
超级APP	iQIYI 爱奇艺 微信 支付宝	6亿+	201家+	612个+	微信 爱奇艺 会员 攒会员 赚小钱
手机厂商	HUAWEI oppo HONOR vivo	1亿+			华为 OPPO 卡券 优惠 充值
物业应用	碧桂园 到家汇 中航物业	千万级			手机充值 凤凰会 云集市 天府市民云

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

### 三、 物联网业务：流量运营与物联网硬件协同发展

万物互联时代来临，全球物联网终端数量高速增长。根据 GSMA 的预测，2025 年全球物联网终端连接数量将达到 250 亿个，其中工业物联网终端连接数将达到 140 亿，消费物联网终端连接数量达到 110 亿个，占全球连接 50%以上。中国市场物联网终端连接情况与全球情况同步，GSMA 预测到 2025 年，企业市场将达到 49 亿个，占据物联网终端设备连接数一半以上的份额。

图表13：2019-2025 年中国物联网连接数预测情况（单位：十亿个）



资料来源：GSMA，招股说明书，太平洋证券整理

公司以物联网流量运营为核心推出多种硬件及解决方案。公司基于移动互联网数字化虚拟商品综合服务奠定的经营基础、运营经验以及平台技术优势，将业务领域逐渐从移动互联网向物联网延伸，积极布局物联网相关业务。通过构建“流量池运营、模组与多功能主板系列、蜂助手盒子系列、IoT 解决方案”四大支柱产品业态，为物联网的广泛应用场景提供包括无线接入、无线宽带组网、硬件集成及定制化场景解决方案在内的综合服务。

图表14：公司物联网应用解决方案提供的主要产品及服务

主要服务	服务类型	服务内容	对应产品及服务
物联网应用解决方案	流量解决方案	通过公司自主研发的蜂助手物联网流量运营管理平台对物联网卡进行统一管理及运营，向客户提供不同应用场景下的设备上网连接服务以及物联网流量管理软件系统解决方案。	①单体流量卡②流量共享池
	硬件解决方案	向客户提供“硬件模块+软件能力+流量服务”PaaS 赋能型无线上网的物联网大流量融合调度集成模块。该模块可直接嵌入对接到各类大流量场景所对应的物联网设备中，将多运营商网络融合调度。公司已将该模块成功应用于与腾讯合作的腾讯极光 CPE 机顶盒。	①物联网融合调度集成模块②腾讯极光 CPE 机顶盒
	场景解决方案	延伸物联网业务运营产业链，丰富物联网产品及服务体系，为城市级智慧停车、商户聚合支付等物联网场景提供全无线的物联网软硬件综合解决方案。	①聚合支付解决方案②城市级智慧停车整体解决方案

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理



**流量池运营方面**，公司整合三大运营商的物联网流量资源，覆盖 4G、5G、UNB，满足从窄带自组网、小流量、到大规模流量等多样化的场景需求，资源成本具备显著优势，政策与服务质量保持稳定。同时，公司自主研发支持千万级并发的物联网流量池调度管理平台，能灵活应对多场景客户的差异化需求。针对 AI 新零售、金融、广告传媒、共享经济设备、车联网、视频监控等中小流量需求场景，公司提供定制化的流量解决方案，积累了超过 600 家稳定合作的物联网行业客户，推动物联网智能终端连接数进入稳定增长阶段。

**物联网硬件方面**，公司针对大流量需求场景，研发了硬件解决方案（包括：模组和多功能主板系列产品、蜂助手盒子系列产品），通过“流量+硬件+应用”的融合产品方案，以硬件为抓手，规模提升物联网流量的销售。

- 1) 多功能模组和主板产品：**针对大流量需求的物联网智能设备市场，研发了多网融合模组 M2 及多功能主板 FZS3568 等产品，确保在任一运营商网络正常情况下均能稳定工作，通过流量融合共享技术降低使用成本，提升无线网络体验。这些嵌入式产品已广泛应用于智能机器人、车载终端等多种场景，大幅降低了设备厂商的生产门槛及运营成本。
- 2) 蜂助手盒子系列产品：**针对有线宽带无覆盖的场景和无线替代有线的需求，公司推出了蜂助手盒子系列产品。从 2020 年底至今，蜂助手盒子系列产品已迭代至第三代，支持 5G 网络，包含腾讯视频、爱奇艺等内容平台。
- 3) 个人随身 WiFi 产品：**针对个人用户推出的随身 WiFi 产品，支持双频 WiFi6 和国内 4G 全网通，数据传输高效稳定，搭载 TYPE-C 接口，即插即用，使用便捷。

图表15：公司物联网硬件主要产品

<p><b>多网融合4G/5G模组</b></p> <p>模 组：展锐双通道UIS8310 网 络：移动/联通/电信 接口方式：Mini-PCIE 天线接口：射频连接器</p>		<p><b>热销</b></p> <p><b>蜂助手4G盒子 S2</b></p> <p>4G 模组：移远EC200T+ 移远EC200S 路 由 器：MT7628* 视频平台：腾讯视频 分 辨 率：4K@60fps</p>	<p><b>热销</b></p> <p><b>蜂助手5G盒子 P3</b></p> <p>5G 模组：移远RM500U 路 由 器：MTK7981 AX3000 WiFi6 视频平台：腾讯视频 爱奇艺 分 辨 率：8K@60fps</p>
<p><b>随身WiFi</b></p> <p>网 络：移动/联通/电信 接口方式：Type-C WiFi协议：WiFi6 最大连接：10个 尺 寸：63mmx29mmx12.5mm 重 量：20g</p>			

资料来源：公司官网，太平洋证券整理



进军智能家居领域，打开物联网业务增长空间。公司与广州好莱客创意家居股份有限公司、广东好太太科技集团股份有限公司共同设立合资公司，达成深度战略合作。合资公司将聚焦智能家居产品生态体系，致力于打造数字化生活整体解决方案。

图表16：公司智能家居生态应用解决方案



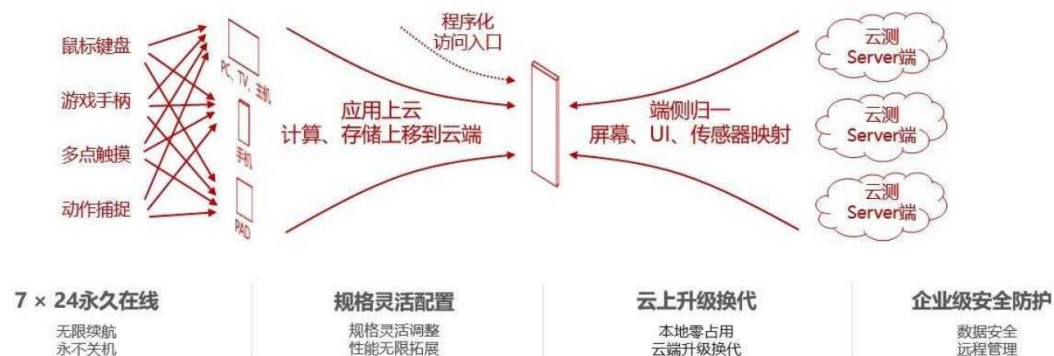
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 四、云终端业务：云手机布局成效初显

### (一) 5G+算力时代来临，“云终端”发展正当其时

根据华为云与中国科学院科技战略咨询研究院智库建设研究部联合发布的《云终端产业发展报告》，“云终端”即以云计算为核心，通过网络将计算、存储、应用、AI能力等资源从本地终端迁移到云端，并在终端设备以流式方式呈现使用体验的新型终端形态。

图表17：云终端示意图



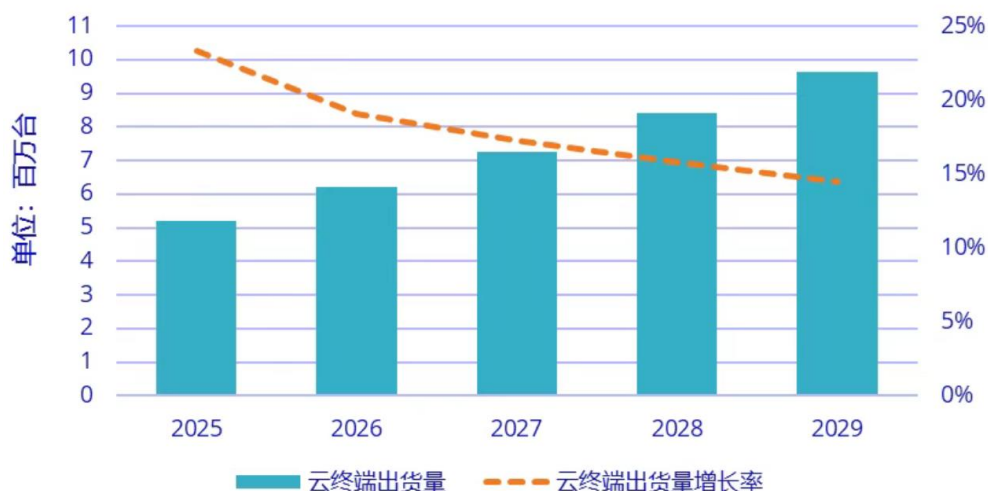
资料来源：华为云社区，太平洋证券整理

以云手机为例，用户在手机终端进行操作，指令数据通过通信网络传输至云端操作系统，云端运行实时画面并通过音/视频流传输回实体手机终端并呈现给用户。传统手机性能及价格由终端硬件配置决定，而云手机通过存储、计算上云，降低实体终端的硬件配置成本，释放本地存储空间，因此存在广阔的潜在应用场景，例如：

- 面向视频直播行业，云手机可以实现多平台直播，通过将采集到的视频流，批量复制到多个提前对接好直播平台的云手机上。一台物理手机即可完成多平台直播，帮助企业快速获客，构筑直播电商能力。
- 面向互联网企业用户，云手机可以实现 APP 自动仿真测试，大数据分析和应用数据采集，适用于企业运维私域流量。
- 面向游戏用户，云手机可以实现以较低硬件配置的实体手机运行大型游戏，提供免下载试玩、手游托管、一台手机多开等服务，提升用户游玩体验。
- 面向政企、金融等行业注重信息安全的企业用户，通过登录云手机替代原来额外携带的功能性手机，告别以往随身携带多部办公手机的旧方式，有助于企业智能群控管理，大幅降低真机采购和折旧成本，信息安全更有保障。

**中国云终端市场规模保持持续增长。**据 IDC 数据，2024 年中国云终端市场总出货量达 421.7 万台，同比增长 40.0%。预计到 2029 年，市场规模将突破 962 万台，五年复合增长率高达 16.6%。公有云部署拉动消费类云终端增长，以及新定义下云终端市场硬件设备拓展到除手机、电脑以外的平板、电视、机顶盒以及车机等，促进云终端市场积极表现。

图表18：2025-2029 年中国云终端市场预测



资料来源：IDC，太平洋证券整理

## (二) 顺应运营商战略布局，携手华为云推出云手机产品

公司在云终端领域经过多年技术积累，研发了工作云手机、云柜台、云应用三大产品。公司从 2019 年起投入云终端核心技术及产品的研发，积累了云终端算力调度及 5G 核心应用技术，主要包括“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。同时，公司基于云终端技术，公司研发了工作云手机、云柜台、云应用三大面向垂直领域的行业应用。

图表19：公司云终端技术架构



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

针对 C 端市场推出运营商面向个人用户的云手机。公司基于华为云研发的云手机产品被中国移动采用并向 2C 市场推出，面向游戏用户、隐私用户、多终端用户等运营商广大客户，是运营商 5G 方向 2C 应用战略的重要产品。公开数据显示该产品 2024 年用户规模破千万，月活用户超 260 万。公司与运营商还基于云手机基础产品，融合运营商的权益、号卡、瘦终端，推出算力套餐服务产品。

图表20：公司云手机 2C 行业应用



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

针对 B 端市场推出行业应用。公司利用云终端的“应用在云上运行和同屏互动”等技术优势，研发了三大 2B 的行业应用产品。1) 工作云手机：针对信息安全要求高的政府、房产经纪、保险经纪、公安等行业，通过企业应用上云，解决企业信息安全的可管可控，终端本地 0 留存。2) 云柜台：面向金融保险、航空等领域，支撑客服和营销两大类业务场景，建立远程“面对面”互动式服务，提升客服人员的服务和营销效率。3) 云应用：面向游戏、运营商、金融等领域，通过应用云端预装，只需通过 H5 链接或扫描二维码的方式就可进入云化 APP。

图表21：公司云手机 2B 行业应用



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 五、投资建议

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 20.11/25.64/31.88 亿元，归母净利润分别为 2.02/2.74/3.44 亿元。维持“买入”评级。

## 六、风险提示

新业务拓展不及预期，技术研发不及预期，行业竞争加剧。



#### 资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	459	286	246	240	277
应收和预付款项	1,283	1,625	1,858	2,116	2,407
存货	26	27	37	46	56
其他流动资产	15	22	25	32	38
流动资产合计	1,782	1,960	2,166	2,434	2,778
长期股权投资	13	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	193	199	200	201	200
在建工程	0	32	48	67	87
无形资产开发支出	9	688	741	815	903
长期待摊费用	5	6	6	6	6
其他非流动资产	1,829	2,022	2,255	2,525	2,869
资产总计	2,048	2,948	3,251	3,613	4,065
短期借款	103	673	753	803	853
应付和预收款项	85	123	189	222	282
长期借款	57	80	95	113	133
其他负债	105	182	183	216	251
负债合计	350	1,058	1,219	1,353	1,519
股本	170	220	286	286	286
资本公积	928	875	810	810	810
留存收益	604	711	880	1,109	1,397
归母公司股东权益	1,690	1,762	1,904	2,133	2,420
少数股东权益	8	128	128	127	126
股东权益合计	1,698	1,890	2,032	2,260	2,547
负债和股东权益	2,048	2,948	3,251	3,613	4,065

#### 现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	-229	-137	104	111	187
投资性现金流	-102	-721	-103	-109	-130
融资性现金流	777	682	-42	-8	-20
现金增加额	446	-176	-40	-6	37

#### 利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,179	1,539	2,011	2,564	3,188
营业成本	896	1,207	1,587	2,023	2,527
营业税金及附加	3	4	5	6	8
销售费用	30	39	46	56	64
管理费用	30	35	40	51	65
财务费用	6	16	26	29	31
资产减值损失	-3	-10	-3	-1	-2
投资收益	0	1	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	159	147	227	306	384
其他非经营损益	1	1	0	0	0
利润总额	161	148	227	306	384
所得税	18	15	25	33	41
净利润	143	133	202	273	343
少数股东损益	1	0	0	0	-1
归母股东净利润	142	134	202	274	344

#### 预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	24.05%	21.58%	21.08%	21.12%	20.74%
销售净利率	12.05%	8.69%	10.06%	10.67%	10.78%
销售收入增长率	34.20%	30.50%	30.69%	27.51%	24.34%
EBIT 增长率	8.32%	-1.70%	55.08%	32.70%	24.08%
净利润增长率	12.49%	-5.86%	51.25%	35.20%	25.61%
ROE	8.41%	7.59%	10.63%	12.82%	14.20%
ROA	8.99%	5.33%	6.51%	7.96%	8.93%
ROIC	7.89%	5.52%	7.67%	9.26%	10.35%
EPS (X)	0.94	0.61	0.71	0.96	1.20
PE (X)	37.89	43.48	52.13	38.56	30.70
PB (X)	3.58	3.32	5.54	4.94	4.36
PS (X)	5.12	3.80	5.25	4.11	3.31
EV/EBITDA (X)	33.06	35.94	42.46	32.09	25.82

资料来源：携宁，太平洋证券



## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。