

彩讯股份 (300634)

国产邮箱领军者，AI、信创铸就新机遇 买入 (首次)

2023年11月19日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005
021-60199781
wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,195	1,506	1,894	2,368
同比	35%	26%	26%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	225	353	408	518
同比	51%	57%	15%	27%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.50	0.79	0.91	1.16
P/E (现价&最新股本摊薄)	49.17	31.32	27.13	21.37

关键词: #第二曲线

投资要点

- **国产邮箱领军者，持续拓展业务边界：**公司成立初期主要从事基础互联网业务，2005年正式上线手机邮箱业务，2009年手机邮箱产品全面升级为中国移动"139邮箱"。随着互联网行业发展，公司将业务重心逐步集中到“产业互联网技术及服务提供商”，专注于帮助企业打造面向消费者的新型产品和渠道。公司目前拥有协同办公、智慧渠道、云和大数据三大产品线。
- **信创走向常态化，信创邮箱产品力强：**信创邮箱：随着行业信创的深入、应用软件的成熟，邮箱作为企业重要的协同办公软件之一，国产邮箱有望实现对国外邮件系统的替代。公司自主研发的邮箱产品 Richmail 是国内信创邮箱的主力产品，在信创适配能力与数据安全处于行业领先地位。彩讯电子邮件系统已入选中央集采邮箱项目，并获得诸多政企客户青睐。
- **大模型奇点时刻，AI邮箱助手有望开启全新成长曲线：**2023年大模型迎来加速发展期，大模型技术将给多个行业带来重大模式创新和产业变革机遇，同时也有望演进成为每个人的人工智能助手，深刻地改变人类的生产和生活方式。邮箱是 AIGC 能落地的最优质场景之一，公司较早布局 AI 技术赋能，2023年5月发布了下一代智能邮箱 demo 产品具备类秘书的主动服务能力、基于大模型的信息整合处理能力及跨域信息获取和存储能力三大核心能力。目前 AI 邮箱助手产品提升日常邮件办公的效率可达 20% 以上。
- **深度受益运营商国资云，云业务增长势头强劲：**国有企业作为国民经济的重要支柱，其数据安全关乎根基、关乎民生。推动国企上云成为国企数字化转型的下一步选择，“国资云”应运而生。据三大运营商财报显示，云计算成为拉动增长的主力，2022年云业务增速均超过 100%。在运营商业务领域，公司深耕移动云，同时成功横向拓展涵盖至中国联通及中国电信。随着运营商业务的持续突破，公司市场份额有望进一步提高。
- **盈利预测与投资评级：**国内电子邮箱领军企业，信创、AI 和国资云有望带来新成长机遇，预计 2023-2025 年营收为 15.06/18.94/23.68 亿元，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 3.53、4.08、5.18 亿元，对应 PE 分别为 31/27/21 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期；AI 邮箱推进不及预期；运营商信息化投入不及预期；市场竞争加剧风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.72
一年最低/最高价	14.35/33.90
市净率(倍)	4.27
流通 A 股市值(百万元)	10,661.45
总市值(百万元)	11,065.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.79
资产负债率(% ,LF)	16.48
总股本(百万股)	447.65
流通 A 股(百万股)	431.29

相关研究

内容目录

1. 国产邮箱领军者，重研发重技术	4
1.1. 国产邮箱领军者，积极拓展业务边界	4
1.2. 业绩稳步增长，重研发提升竞争力	6
2. 协同办公：信创走向常态化，“AI”开启全新赛道	7
2.1. 信创：走向常态化，行业正快速增长	7
2.2. AI：大模型迎奇点时刻，AI+邮箱有望打开新的商业模式.....	10
2.3. 信创邮箱产品力强，Ai赋能有望打造新成长曲线.....	12
2.3.1. 信创邮箱实现全栈适配，获重点政企客户青睐	12
2.3.2. AI邮箱打造个人数字助手，有望打造新成长曲线.....	14
3. 国资云：深度受益运营商国资云，云业务增长势头强劲	17
3.1. 国资云建设如火如荼	17
3.2. 深耕移动云，横向拓展联通与电信	20
4. 盈利预测与估值	22
4.1. 盈利预测	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司构建的“双中台”体系	5
图 3: 公司股权结构图 (截至 2023 年 9 月 30 日)	6
图 4: 2018-2022 年公司营业收入 (亿元) 及增速	6
图 5: 2018-2022 年公司归母净利润 (亿元) 及增速	6
图 6: 2019-2022 年公司分业务营业收入 (亿元)	7
图 7: 2019-2022 年公司分业务收入占比	7
图 8: 2018-2022 年公司净利率、毛利率	7
图 9: 2018-2022 年公司费用率	7
图 10: 信创定义及分类	8
图 11: 行业信创整体建设进展及未来拓展方向	9
图 12: 2021-2027 年信创产业规模及同比增速	9
图 13: 协同办公市场规模 (亿元)	10
图 14: 中国在全球大模型发展占据重要地位 (截至 2023 年 5 月 28 日)	11
图 15: 国内大模型技术路线图	11
图 16: 大模型正改变应用的交互方式	12
图 17: 与国内主流国产化软硬件环境兼容适配	13
图 18: 彩讯股份 Richmail 信创邮件系统解决方案架构图	13
图 19: 公司客户覆盖大型央企、国企及各行业头部企业	14
图 20: 微软 Copilot 接入 Outlook 邮件	15
图 21: 彩讯大模型+应用的落地模式	16
图 22: 彩讯下一代智能邮箱界面	17
图 23: AI 智能邮件助手产品功能展示	17
图 24: 国资云架构体系	18
图 25: 三大运营商云业务保持高速增长 (单位: 亿元)	19
图 26: 移动云业务情况	20
图 27: 中国移动收入占比	21
图 28: 公司云和大数据线业务受益于国资云建设实现快速增长	21
表 1: 公司产品与服务	5
表 2: 公司股权激励情况	6
表 3: 近期信创相关政策文件	8
表 4: 近期国有企业数字化转型相关政策文件	18
表 5: 公司收入拆分及预测 (单位: 亿元)	22
表 6: 可比公司估值 (截至 2023/11/19)	23

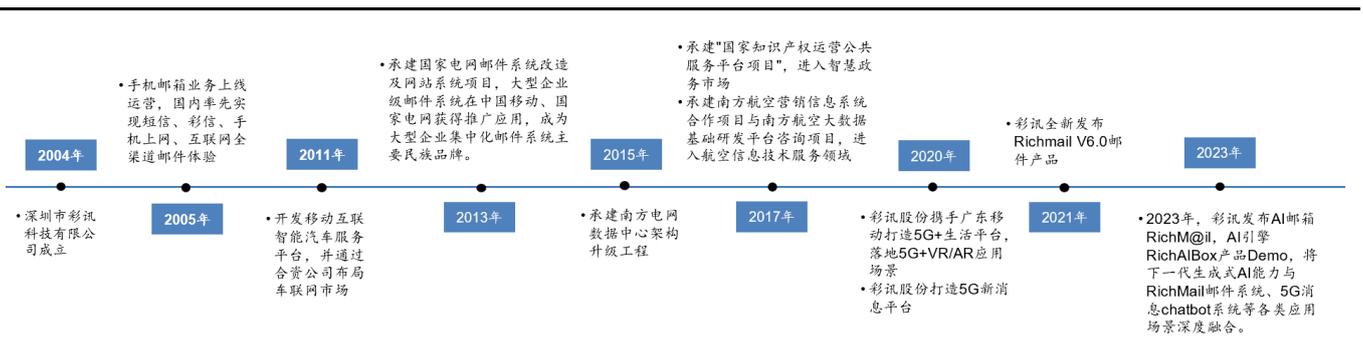
1. 国产邮箱领军者，重研发重技术

1.1. 国产邮箱领军者，积极拓展业务边界

领先的企业数字化技术和服务提供商。公司依托大数据、云计算等新一代信息技术重构电信、金融、能源、交通、物流、政务等传统产业链，促进资源要素的流通和优化配置，实现数据智能和网络协同，助力各行业的数字化转型和产业升级，形成了以客户需求为导向，覆盖信息技术服务全生命周期的多层次服务体系。

国产邮箱领军者。公司成立于 2004 年，成立初期主要从事基础互联网业务，2005 年正式上线手机邮箱业务。2009 年，公司手机邮箱产品全面升级为中国移动“139 邮箱”，用户规模达 1.5 亿，进入行业三甲。随着互联网行业的发展，公司将业务重心逐步集中到“产业互联网技术及服务提供商”的定位上来，专注于帮助企业打造面向消费者的新型产品和渠道。2023 年，彩讯发布 AI 邮箱 RichM@il, AI 引擎 RichAIBox 产品 Demo, 将下一代生成式 AI 能力与 RichMail 邮件系统、5G 消息 chatbot 系统等各类应用场景深度融合。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司目前拥有协同办公、智慧渠道、云和大数据三大产品线，可为客户提供产品销售、软件定制开发、技术服务及效果运营灵活的业务模式：

1) 协同办公产品线：以信创邮箱为核心，叠加统一办公平台，主要为电信运营商、大型企业、政府和高校等组织提供套件化的电子邮件、即时通讯工具、数字办公室和内部信息协作平台等移动端和 PC 端智慧办公协同管理软件和服务。C 端方面，彩讯持续开发、建设和运营 139 邮箱，目前存量用户 9.75 亿，月活 1.5 亿。

2) 智慧渠道产品线：智慧渠道产品线重点服务企业数据化运营和管理，为客户提供获客、活跃等效果导向的平台建设和运营服务，助力企业保障数字化转型的效果。公司参与建设和运营多个用户规模过亿的产品和互联网战略产品，服务超过 10 亿终端消费用户。

3) 云和大数据产品线：云和大数据产品线立足于“移动云”生态，贯穿云方案、

云迁移、云运维各个环节，专注于定制化的企业上云配套服务；聚焦数据中心数据安全，提供完整覆盖数据安全治理的整体解决方案。

表1: 公司产品与服务

产品线	主要产品	主要客户/项目
协同办公产品	信创邮箱 AI 智能邮件助手 移动办公平台	中国银行、上海银行、江苏银行、南方航空、澳门航空、英大人寿、中银证券、中国五矿等
智慧渠道产品线	5G 消息 CSP 平台 智能外呼系统 移动应用云开发平台 数智人平台 统一搜索平台 权益中心平台 私域流量运营平台 手机营业厅	5G 消息 CSP 管理平台项目、联通上海权益项目、中移互联网和留言视频秘书能力合作项目、工行牡丹卡中心 e 生活平台、平安银行微信立减金项目、浦发银行借记卡信用卡营销项目、深智城 APP 开发项目、广州唯品会网络推广服务项目等
云和大数据产品线	智能云盘 一键式上云迁移工具 多云管理平台 大数据平台 终端管理平台	中移互联网和彩云项目、中移互联网移动云盘平台维护项目、云能力中心移动云系统迁移技术服务项目、苏州研发中心开发研发项目、咪咕动漫 AR 新技术支撑服务项目等、中国人寿保险（海外）云计算技术服务项目、惠州供电局智能数据分析应用开发项目、北京移动大数据产品技术支撑等

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

构建“双中台体系”。公司将多年研发形成的核心产品和服务标准化，构建了高度模块化和组件化的 IT 中台和运营中台（“双中台体系”），可根据客户需求进行深度定制化开发和运营，形成了“组件式”开发体系和“积木式”组装能力，从而保障行业应用平台开发的多、快、好、省。

图2: 公司构建的“双中台”体系

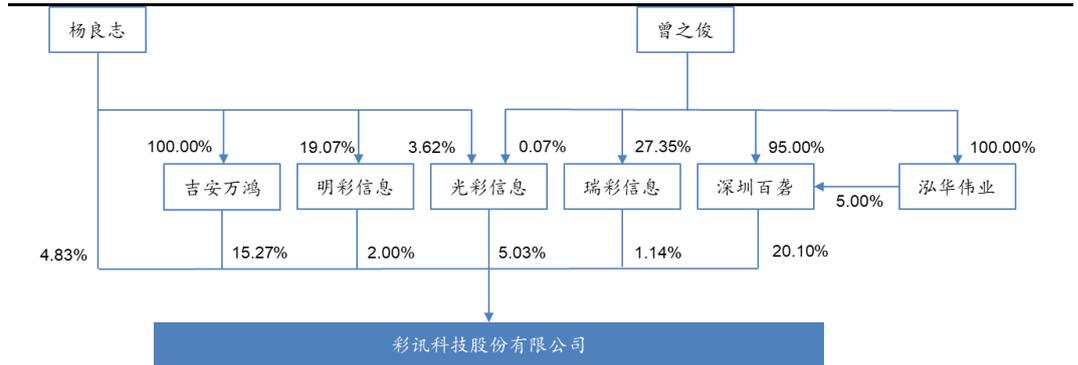


数据来源：公司 2022 年半年度报告，东吴证券研究所

公司股权集中，董事长为实控人。公司实际控制人为董事长杨良志、董事曾之俊

为一致行动人，截至 2023 年 9 月 30 日两人合计持有超过 40% 公司股份。

图3：公司股权结构图（截至 2023 年 9 月 30 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权激励促进公司持续发展。公司在 2021 年向主要核心技术、业务人员推出限制性股票激励计划，占当时股本比例 1.69%，根据营业收入设置公司层面行权条件，2022 年营业收入较 2020 年增长 61.73%，高于股权激励的目标。

表2：公司股权激励情况

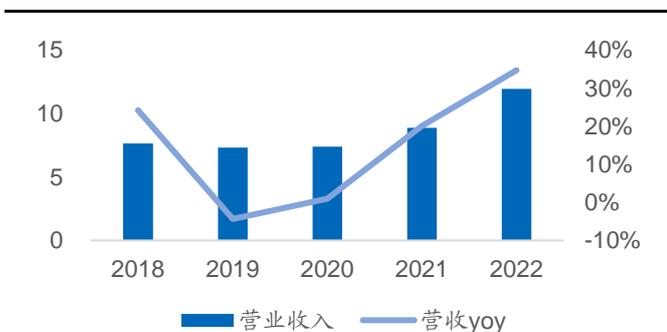
时间	激励方式	股本占比	激励对象	公司层面行权条件	进度
2021 年	上市公司定向发行股票	1.69%	共 178 人，核心技术、业务人员+其他	以公司 2020 年营业收入为基数，2022 年增长率不低于 50%，年度现金分红比例目标值 20%，触发值 18%，一期解锁比例 50%。 以公司 2020 年营业收入为基数，2023 年增长率不低于 80%，年度现金分红比例目标值 20%，触发值 18%，二期解锁比例 50%。	实施

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 业绩稳步增长，重研发提升竞争力

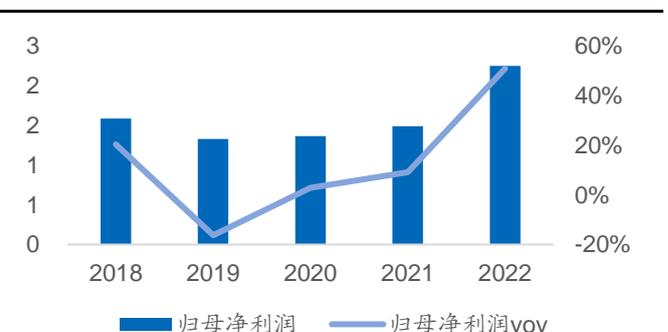
营收和净利润稳步增长。公司把握了数字经济发展机遇，重点布局信创邮箱和国资云等核心领域，公司营收和归母净利润实现了稳步增长。2018-2022 年公司分别实现营收 7.65、7.32、7.39、8.87、11.95 亿元，增速分别为 24.18%、-4.34%、0.96%、20.06%、34.71%；分别实现归母净利润 1.59、1.33、1.37、1.49、2.25 亿元，增速分别为 20.42%、-16.25%、2.87%、9.17%、50.91%。

图4：2018-2022 年公司营业收入（亿元）及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

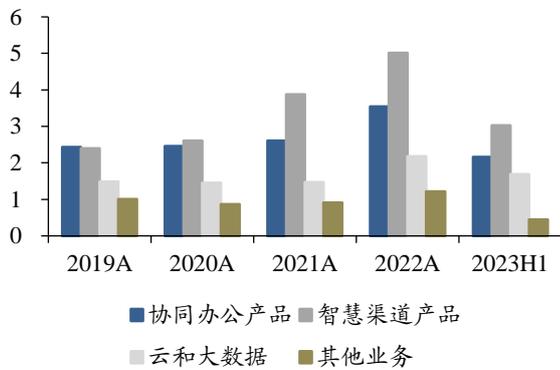
图5：2018-2022 年公司归母净利润（亿元）及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

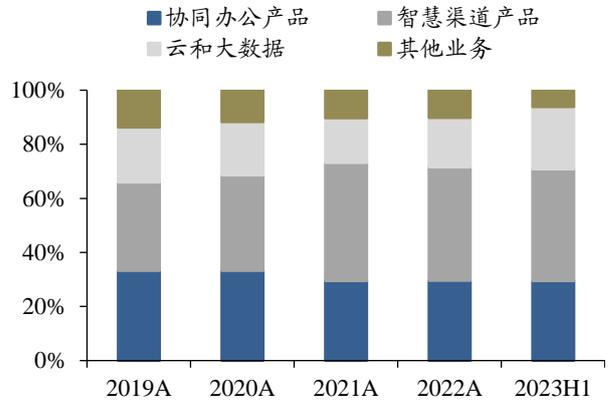
三大主业共同支撑公司业绩增长，营收占比较稳定。分业务来看，协同办公产品、智慧渠道产品、云和大数据三块业务共同支撑公司的业绩增长，同时各业务的营收占比也较为稳定。

图6：2019-2022年公司分业务营业收入（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图7：2019-2022年公司分业务收入占比



数据来源：wind，东吴证券研究所

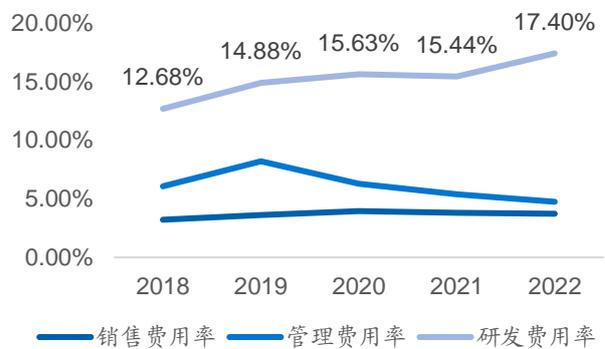
毛利率较为稳定，重视研发投入。近几年公司毛利率维持在40%以上，整体较为稳定。同时，公司注重研发投入，2018年以来研发费用率持续提升，公司持续加大在三大块主业的技术投入，持续提升公司在行业内的竞争力。

图8：2018-2022年公司净利率、毛利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

图9：2018-2022年公司费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 协同办公：信创走向常态化，“AI”开启全新赛道

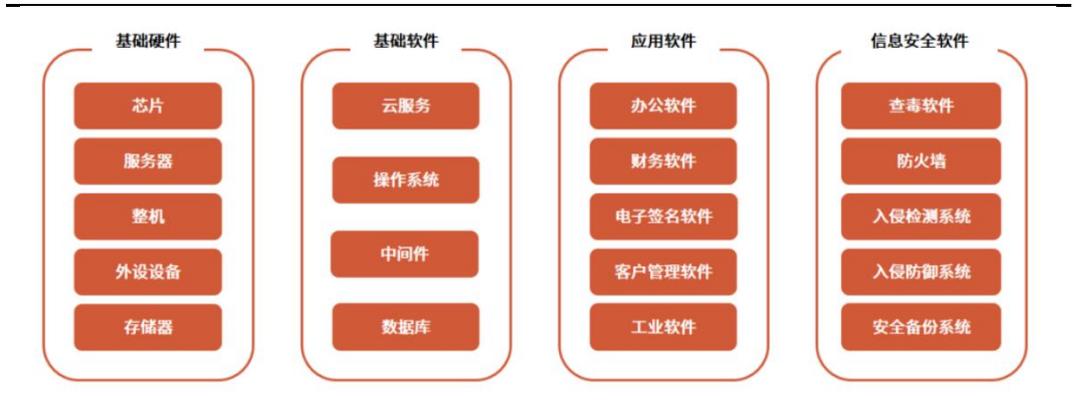
2.1. 信创：走向常态化，行业正快速增长

信创产业的规模庞大、体系完整，是数字经济的重要抓手之一。信创产业包括：

- 基础硬件：芯片、服务器、整机、外设设备、存储器；
- 基础软件：云服务、操作系统、中间件、数据库；

- 应用软件：办公软件、财务软件、电子签名软件、客户管理软件、工业软件；
- 信息安全：查毒软件、防火墙、入侵检测系统、入侵防御系统、安全备份系统）四大领域。

图10: 信创定义及分类



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

政策驱动信创发展。2022 年随着信创产业持续深化，信创服务采购量显著提升，并推动了中间件、数据库、操作系统等信创产品需求量的持续上升。2022 年信创行业政策法规相继出台，各大领域相继推进 IT 国产化和迭代更新。

表3: 近期信创相关政策文件

发布时间	文件名称	发布部门	相关内容
2021 年 12 月	《“十四五”大数据产业发展规划》	工信部	到 2025 年底大数据产业测算规模突破 3 万亿的增长目标，以及数据要素价值体系、现代化大数据产业体系建设等方面的新目标
2022 年 1 月	《“十四五”推进国家政务信息化规划》	国家发改委	基本实现政务信息化自主可控应用
2022 年 3 月	《中央企业加快建设世界一流财务管理体系》	国务院	建立基于自主可控体系的数字化、智能化财务
2022 年 9 月	《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》	中央深改委	将有力推动我国新型举国体制进一步完善，为形成关键核心技术攻关强大合力，发挥我国制度优势、市场优势和人才优势，为加快实现高水平科技自立自强奠定基础
2022 年 11 月	《关于加强产融合作推动工业绿色发展的指导意见》	工信部等	做强做优现有绿色产业发展基金，鼓励国家集成电路产业投资基金、国家制造业转型升级基金、国家中小企业发展基金等国家级基金加大对工业绿色发展重点领域的投资力度

数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

《数字中国建设整体布局规划》明确指出要强化数字中国关键能力。信息系统的国产化是国家建设数字中国的底座，也是先行条件。信创产业作为数据安全、数字安全的重要基础，是数字新基建的重要组成部分，也是推动我国经济数字化转型、提升产业链发展的关键。近期《全国一体化政务大数据体系建设指南》与国资委相关文件相继推动行业信创建设，要求党政与八大重点行业实现相应产品的国产替代，基础软件占最重要产业环节的 60%，并位列紧迫度最高的全面替换层级，其中 OA、门户、邮

箱等办公软件全面替代。

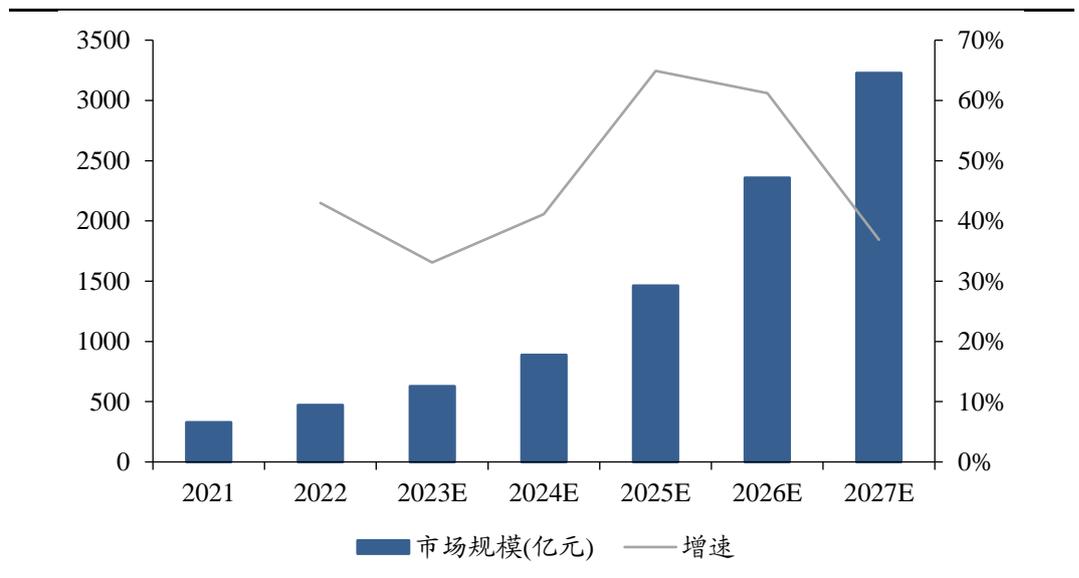
图11: 行业信创整体建设进展及未来拓展方向



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

信创市场规模仍将保持快速增长，2026年有望超2000亿元。得益于数字中国关键能力建设、各行业自主可控建设需求，预期中国信创市场整体规模仍将保持30%以上的年增长。未来，随着行业信创的深入、应用软件的成熟，信创产品将渗透至更多核心业务场景，根据艾瑞咨询预计，2026年信创市场规模突破2000亿。

图12: 2021-2027年信创产业规模及同比增速

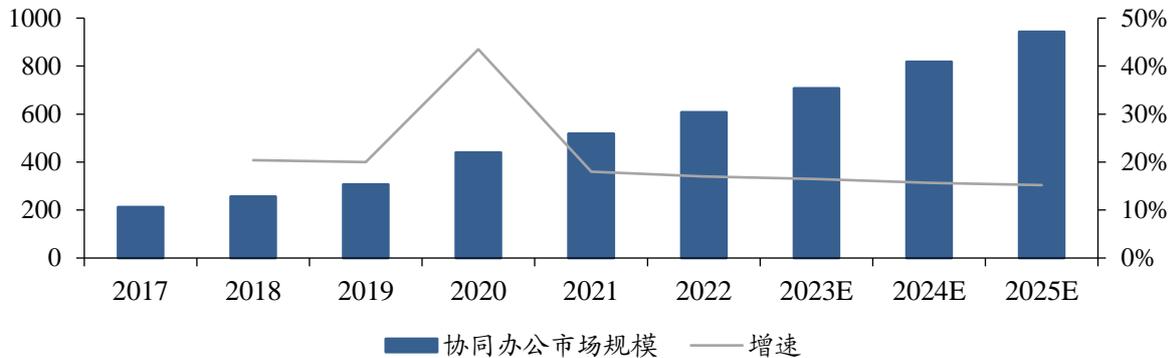


数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

信创+产品力驱动下，协同办公集中度有望持续提升。作为优先升级的应用软件品类，自主创新的协同办公产品已经受益于党政信创的政策红利，预期未来将伴随党领

信创的深化下沉和行业信创的扩散拓展，协同办公产品仍将保持稳步增长。同时，随着客户需求的复杂度不断提升，头部厂商凭借在研发、产品、交付等各维度的综合优势，有望拿下更多订单，提升行业集中度。

图13: 协同办公市场规模 (亿元)



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

邮箱作为企业重要的协同办公软件之一，随着企业对于数据信息安全的重视，本地自建邮箱也成为了企业的不二选择。本地自建邮箱又分为国外品牌和国内品牌：

1) 国外品牌：微软 Exchange、IMB Louts、MD 等；

2) 国内品牌：Richmail、Coremail、MailData、Umail、Winmail、Turbomail、亿邮、佑友等。

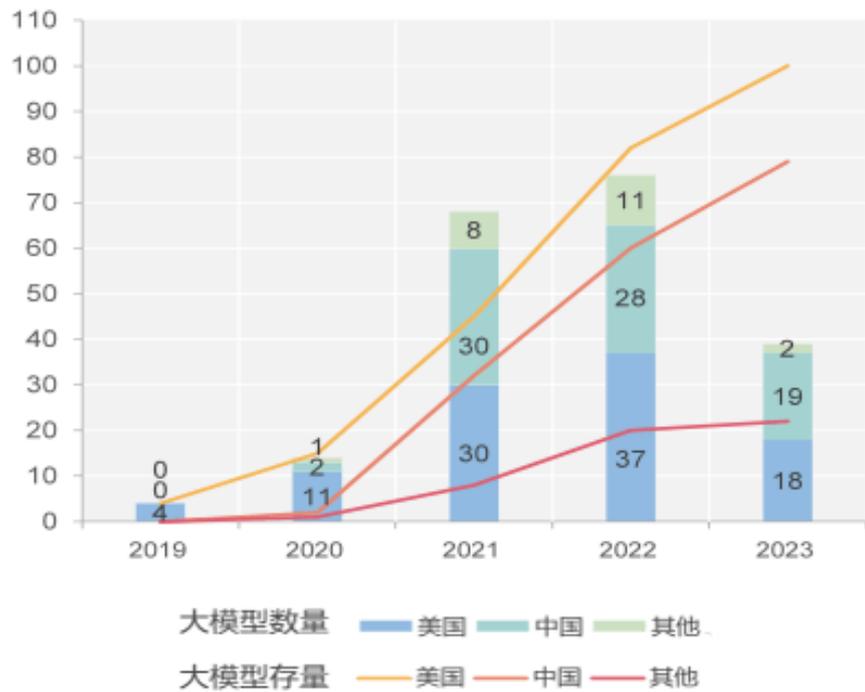
信创正加速邮箱国产替代节奏。国内的邮件系统在产品的功能、系统的架构、产品系列体系各有特点。随着“信创国产化替代”逐步加速，国内邮箱有望实现对国外的邮件系统品牌的替代。

2.2. AI: 大模型迎奇点时刻，AI+邮箱有望打开新的商业模式

OpenAI 于 2022 年 11 月 30 日发布 ChatGPT，给 AI 带来新的技术突破，科技巨头纷纷布局类 GPT 产品，进而拉开了国内外的 AI 大模型军备竞赛的序幕，市场上涌现出一批各具特色的通用大模型+行业大模型。

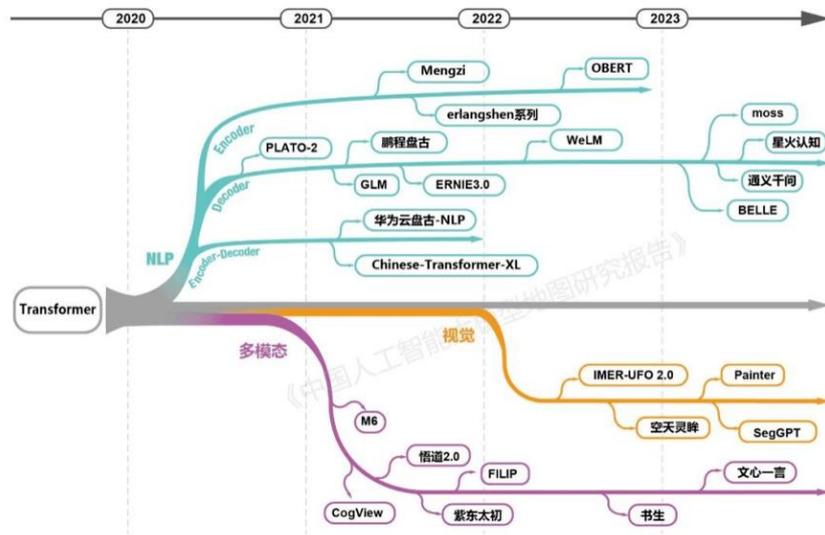
中国大模型呈现蓬勃发展态势。中国自 2020 年进入大模型加速发展期，在自然语言处理、机器视觉和多模态等各技术分支上呈现快速发展的态势，已经涌现出盘古、悟道、文心一言、通义千问、星火等一批具有行业影响力的预训练大模型。《中国人工智能大模型地图研究报告》显示，截至 2023 年 5 月 28 日，中国 10 亿参数规模以上的大模型已发布 79 个，美国、中国占全球已发布大模型总量的 80% 以上。

图14: 中国在全球大模型发展占据重要地位 (截至 2023 年 5 月 28 日)



数据来源:《中国人工智能大模型地图研究报告》, 东吴证券研究所

图15: 国内大模型技术路线图



数据来源:《中国人工智能大模型地图研究报告》, 东吴证券研究所

国内大模型正在快速迭代。今年以来, 国内科技巨头紧跟行业发展动态, 加快大模型的研发节奏, 并积极探索落地应用场景。从今年 3 月以来, 百度、智源、阿里、科大讯飞等国内的科技企业和科研院所已陆续完成多个大模型版本的迭代, 并在后续

的几个月也将持续对现有版本进行升级迭代，进一步推动大模型的生态发展，探索各行各业的应用落地。

AI+应用持续涌现。伴随着人工智能技术的持续突破，人工智能的规模化产业应用打开了全新的空间，基于大模型的人工智能技术将给多个行业带来重大模式创新和产业变革机遇，同时也有望演进成为每个人的的人工智能助手，提升每个人的工作效率和生活质量，深刻地改变人类的生产和生活方式。OpenAI 在 2023 年 3 月宣布引入第三方插件后，开启 AI+应用时代。海外科技公司在不断迭代大模型的同时也将大模型积极地融入自家产品生态和商业化应用中，目前，微软、谷歌等大厂以及 Adobe、Palantir、Duolingo、Character.ai 等垂类企业也在持续加大 AI 投入，AI+应用的落地正持续涌现，大模型驱动的 AI 新时代正在来临。

图16：大模型正改变应用的交互方式



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

2.3. 信创邮箱产品力强，Ai 赋能有望打造新成长曲线

2.3.1. 信创邮箱实现全栈适配，获重点政企客户青睐

Richmail 完成全栈适配。邮箱作为使用频率较高的日常办公软件，其国产化也备受关注。相关政策文件推动下，数据安全与信创适配能力将成为办公产品的基本要求。国产化替代进程中因基础设施和底层软件的种类繁多，相关信创应用的适配磨合需要耗费大量时间。彩讯 Richmail 是公司自主研发的邮箱产品，是国内信创邮箱的主力产品。RichMail 邮箱系统已完成全栈信创认证，彩讯 RichMail 信创邮件系统，全面适配

兼容了飞腾、鲲鹏、海光、兆芯、麒麟、UOS、人大金仓、达梦、东方通、宝兰德等国内主流信创环境，产品具有分布式、高并发、支持亿级用户规模的特点，拥有邮件收发、网盘、日历、邮件归档、邮件安全网关等众多功能。

图17：与国内主流国产化软硬件环境兼容适配



数据来源：彩讯股份公众号，东吴证券研究所

安全能力突出，成政企客户首选产品。 Richmail 的多重认证加密技术、高效的防攻击防泄漏技术、完善的涉密审核机制等多层次立体化安全架构为大型企业提供银行级的安全保障，创新推出加密邮件、敏感字过滤、邮件召回、公共邮箱、邮件授权等中国特色功能，是政企客户替换国外同类邮件系统的首选产品。

图18：彩讯股份 Richmail 信创邮件系统解决方案架构图



数据来源：彩讯股份公众号，东吴证券研究所

率先实现国产替代，获得重点政企客户青睐。Richmail 已经率先实现对微软

Exchange 和原 IBM Domino 邮件系统的替代，能够满足大中型企业快速搭建数字化办公系统的要求及国产替代需求。目前，彩讯电子邮件系统已入选中央集采邮箱项目，已服务于国家电网、中国移动、中国建筑、国家减灾中心、深圳电子政务等重点客户，同时，彩讯信创邮件产品在中国人寿、中国银行等客户中实现成功应用。目前，RichMail 服务海内外数百家大型企业客户，1.5 亿月活用户，已成为亚太地区使用最广泛的电子邮件系统。

图19：公司客户覆盖大型央企、国企及各行业头部企业

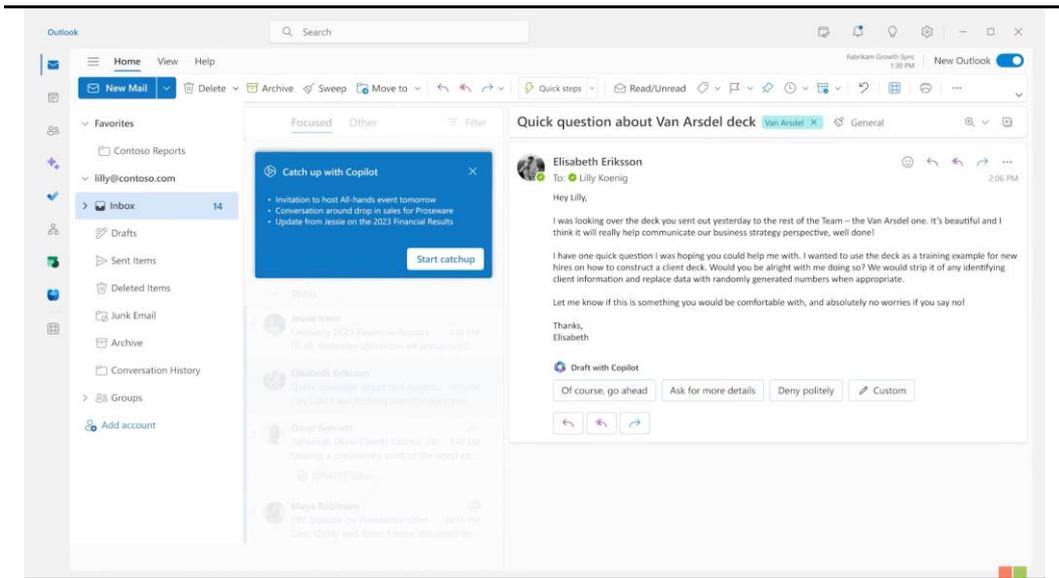


数据来源：彩讯股份公众号，东吴证券研究所

2.3.2. AI 邮箱打造个人数字助手，有望打造新成长曲线

邮箱是 AIGC 能落地的最优质场景之一。2023 年，AI 大模型的出现催生了新一轮人工智能技术革命，利用 AI 大模型进行下游应用商业化落地需求不断增长，而办公软件成为率先商业化落地的场景之一，赋能系统办公，提高办公交互效率，电子邮箱作为办公软件中的重要部分，也已经出现被 AI 覆盖的案例。海外方面，微软利用 OpenAI 的 GPT-4 提供支持，发布 Microsoft 365 Copilot，将 GPT-4 的功能与 Microsoft Graph 中的数据以及 Microsoft 365 应用程序相结合，实现了 AI 大模型对办公场景的强大赋能。其中在 Outlook 邮件场景下，Copilot 可以帮助标记重要内容、总结邮件要点、根据要点起草邮件初稿等。除了微软以外，“AI+邮件”在海外的实例还有谷歌 Gmail 的“Help Me Write”智能撰写功能、由 Readdle 开发的电子邮件客户端 Spark Mail 以及 Canary 等。

图20: 微软 Copilot 接入 Outlook 邮件



数据来源：微软官网，东吴证券研究所

彩讯于 2023 年 5 月份发布了下一代智能邮箱 demo。公司积极投入 AI 技术研发及 AI+应用创新，较早布局 AI 技术赋能。2023 年 5 月，公司发布了下一代智能邮箱 demo。产品迎来了突破性的革新，升级后的下一代智能邮箱将发展三大核心产品能力：类秘书的主动服务能力、基于大模型的信息整合处理能力及跨域信息获取和存储能力，类秘书的智能服务可实现对邮件数据的智能整合、分析和反馈，如智能邮件摘要、邮件润色/改写、智能归类 and 整理、日程智能调整、个性化推荐等功能，让邮件应用更智能与便捷。

公司在在大模型基础上对 AI 智能邮件助手从 4 个方面进行研发和加强：

- (1) **流程引擎**：负责用户需求的调度、任务规划和执行，在大模型加持下获得更高的任务完成率和更强的复杂任务识别、执行能力；
- (2) **BMO**：负责大模型能力的接入和精调；
- (3) **Atlas(星图)**：私域数据的图谱增强，在邮箱邮件、组织关系等个人数据等数据基础上，利用大模型能力，加速了图谱特征在深度、广度方面的拓展，同时未来公司也会结合场景引入企业端的数据；
- (4) **插件中心**：将邮箱内部所有的能力解耦调用。

AI 智能邮件助手部署简单，客户覆盖能力强。同时，AI 智能邮件助手兼容主流邮箱品牌产品，客户无需更换原有邮箱，可快速搭载 AI 智能邮件助手。在商业模式方面，彩讯智能邮箱“既是商务的，也是个人的”，RichMail 信创邮箱的企业端客户及 139 邮箱的个人端客户都是 AI 智能邮件助手产品的目标客户。

AI 中台+大模型的模式，充分发挥大模型潜力。彩讯的 AI 中台基于开源大模型，

并借鉴微软的 copilot graph 架构，推出了适用于企业办公和个人助理等场景的 AI 大模型解决方案，该方案可充分满足各行业相关企业部署大型生成式语言模型时的需求，实现“融合行业 knowhow+内容可信+数据安全+成本可控”。

图21: 彩讯大模型+应用的落地模式



数据来源：彩讯股份公众号，东吴证券研究所

新版 139 邮箱 AI 功能升级。新版 139 邮箱支持“AI 总结”，可以一键提取邮件内容，帮助用户把握重要信息和待办事项。它还具备“AI 回复”功能，避免码字忙中出错，免去研究用词是否恰当的困扰。AI 智能回复邮件内容可对回复的长度、风格、语言进行设置，帮助用户解放大脑。同时，还支持智能写作，借助小邮助手可以探索更多 AI 应用，与 AI 对话并让它为用户答疑解惑，帮用户自动生成所需内容。此外，在新版 139 邮箱，还可以通过快捷指令迅速找到会议邀请、工作计划、工作通知等部分，支持各类工作文档一键快捷生成，还可通过语法校对和内容润色，对现有内容进行优化。

目前 AI 助手产品已实现落地的成功案例。根据公司官网的信息，某大型企业客户先前使用 RichMail 邮件系统，通过整合 AI 邮箱助手产品，打造了新一代智能邮箱系统，这一系统显著提高了日常邮件办公的效率，提升了至少 20% 以上。此外，5 月发布 AI

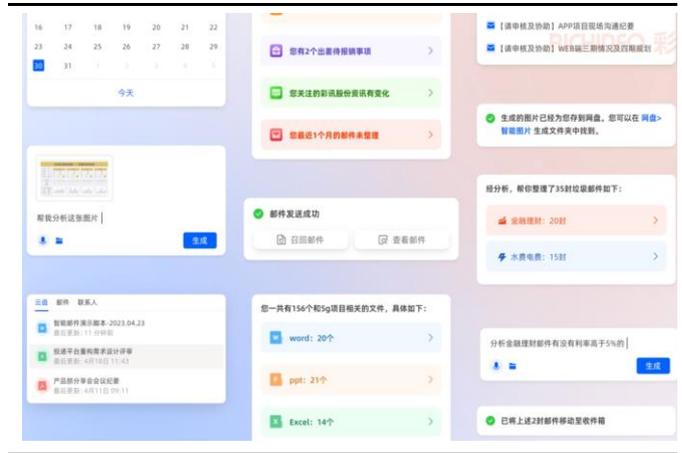
智能邮件助手的 Demo 以来，公司内部每个月都在进行内测，并进行新版本的迭代，预计今年第四季度将进行 AI 邮箱的部分邀测，届时整理邮箱发票、智能整理等之前用户痛点的场景会得到良好改善，用户体验将得到进一步提高。

图22: 彩讯下一代智能邮箱界面



数据来源: 彩讯股份视频号, 东吴证券研究所

图23: AI 智能邮件助手产品功能展示



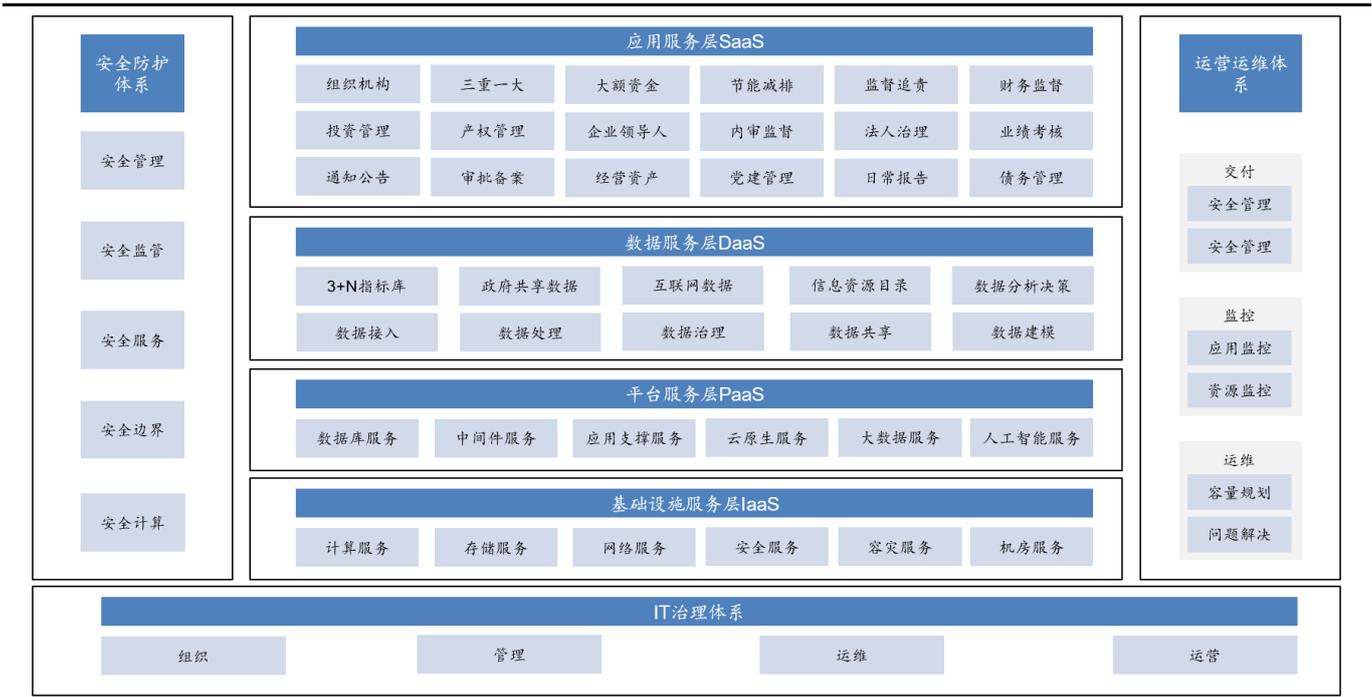
数据来源: 彩讯股份视频号, 东吴证券研究所

3. 国资云: 深度受益运营商国资云, 云业务增长势头强劲

3.1. 国资云建设如火如荼

国有企业作为国民经济的重要支柱，其数据安全关乎根基、关乎民生。推动国企上云成为国企数字化转型的下一步选择，“国资云”应运而生。国资云是由国有企业建设和运营，为了保障国有数据资产安全和推进国有企业数字化转型，专门服务于国有企业的云平台。可提供国资监管、国企管理和数字化运营等服务，覆盖包括 IaaS（基础设施即服务）、PaaS（平台即服务）、DaaS（数据即服务）和 SaaS（应用即服务）在内的综合云服务，一般由两种类型的云平台组成：一类是由地方国资委牵头投资、设立、运营的综合性国资云平台，另一类是由国企自行建设或改造、满足一定安全条件且与综合性国资云平台实现信息互联互通的私有云平台。

图24: 国资云架构体系



数据来源：赛迪顾问，东吴证券研究所

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

表4: 近期国有企业数字化转型相关政策文件

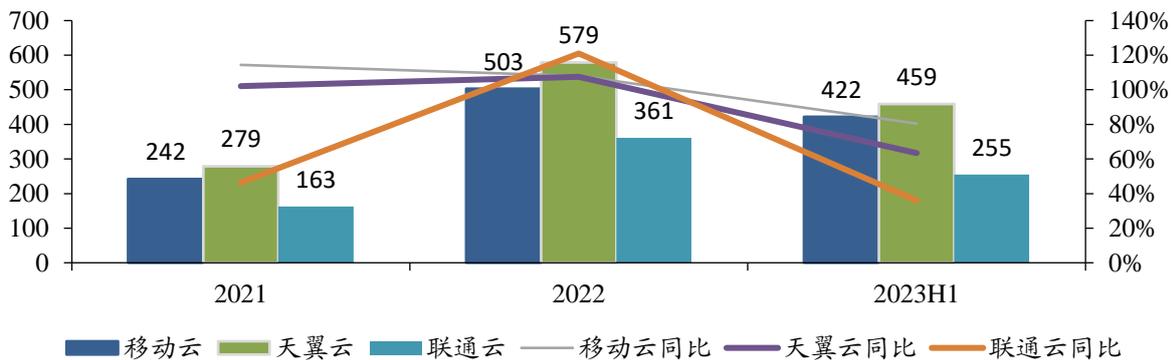
发布时间	文件名称	发布部门	相关内容
2020.6	《关于开展对标世界一流管理提升行动的通知》	国务院国资委	指出要以企业数字化智能化升级转型为主线，进一步强化顶层设计和统筹规划，充分发挥信息化驱动引领作用。
2020.9	《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》	国务院国资委	要求夯实四个数字化转型基础：技术基础、管理基础、数据基础、安全基础，这四个转型具体包含探索构建适应企业业务特点和发展需求的“数据中台”“业务中台”等新型 IT 架构模式，加快建立数字化转型闭环管理机制，加快集团数据治理体系建设，使用安全的设备设施、工具软件、信息系统和服务平台。
2021.11	《关于进一步深化法治央企建设的意见》	国务院国资委	提出“着力提升数字化管理能力。运用区块链、大数据、云计算、人工智能等新一代信息技术，推动法务管理从信息化向数字化升级，探索智能化应用场景，有效提高管理效能”。
2021.8	《深圳市国资国企数字化转型实施方案》	深圳市国资委	提出提升国资监管智慧化和国企发展数字化水平，助力深圳打造全球数字先锋城市。
2021.9	《关于市管企业加快数字	北京市国	提出推动企业数字化转型，要立足于“四个突出”，即突

	化转型的实施意见》	资委	出服务首都、突出战略引领、突出“一企一策”、突出开放创新。
2022.4	《河南省国资国企数智赋能三年行动计划（2022—2024年）》	河南省政府	为提高企业数字化转型意识，省政府国资委着力打造“两个大脑”，率先推动企业构建数据驱动的管理体系和决策模式，推行省管企业首席信息官制度，建立核心数字化高层人才队伍。
2023.3	《国有企业数字化转型工作指南》	山东省国资委	根据转型内容，国有企业数字化转型分为单场景数字化、业务线系统化、全业务融合化、产业链协同化四个阶段，本标准给出了各转型阶段数字化转型的关键点。平台建设一章以资料性附录的形式给出了国有企业在落地实施的过程中平台建设的相关建议，明确平台的建设内容、建设原则及技术应用。

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

运营商云实现高速增长。国资云市场最主要的参与方为 IT 基础设施厂商、公有云 IaaS 厂商、电信运营商、私/专有云厂商四类，四类厂商基于自身优势提供相应的产品服务。在信创背景和各类政策催化下国资云进入高速增长期，三大运营商共同发力推动国资云快速发展，渗透率持续提升，据三大运营商财报显示，云计算成为拉动增长的主力，2022 年云业务增速均超过 100%。

图25：三大运营商云业务保持高速增长（单位：亿元）



数据来源：各公司年报和半年报，东吴证券研究所

移动云跻身行业前三。2022 年，移动云收入达到人民币 503 亿元，同比增长 108.1%，签约云大单超 6200 个，央企国企上云项目超 3700 个，综合实力迈入国内业界第一阵营。2023 年 H1，移动云收入达到人民币 422 亿元，同比增长 80.5%，其中 IaaS 收入份额排名 top3，自有 IaaS+PaaS 收入增速超 100%。

图26: 移动云业务情况



数据来源: 中国移动公众号, 东吴证券研究所

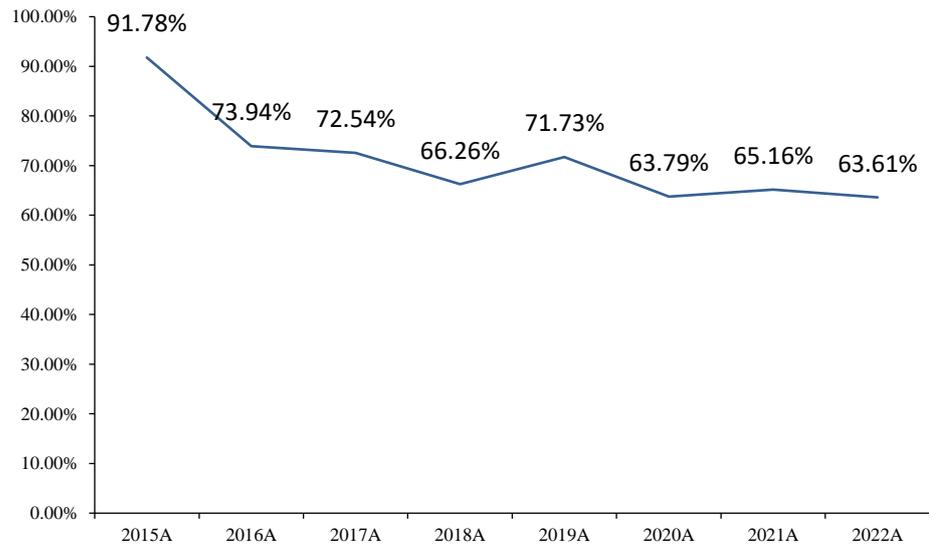
3.2. 深耕移动云，横向拓展联通与电信

目前公司是移动云的核心供应商，为其提供满足一定安全条件且与综合性国资云平台实现信息互联互通的私有云平台，助力三大运营商推动国资云快速发展，运营商作为国资云建设的主力军，渗透率持续提升，公司作为其国资云的核心供应商也将持续受益。

- ✓ 公司在国资云 PaaS 端建设运营运维方面提供开发支撑：包括企业上云配套服务、云平台建设、云迁移、云运维等，在云业务的市场推广层级提供云售前和行业上云解决方案，包括渠道建设和推广等。
- ✓ 公司在国资云 SaaS 端与运营商一起面向千行百业提供云盘、邮箱、数据安全等 SaaS 应用和服务。代表客户和项目包括中移云能力中心移动云咨询\研发\测试\运维支撑项目、中移互联网移动云盘开发与运营项目、中移互联网超级 SIM 项目、中移云能力中心移动云云数融通支撑项目等。

截至 22 年底，中国移动依旧是彩讯的最大客户，来自中国移动的营收占比高达 63.61%。

图27: 中国移动收入占比

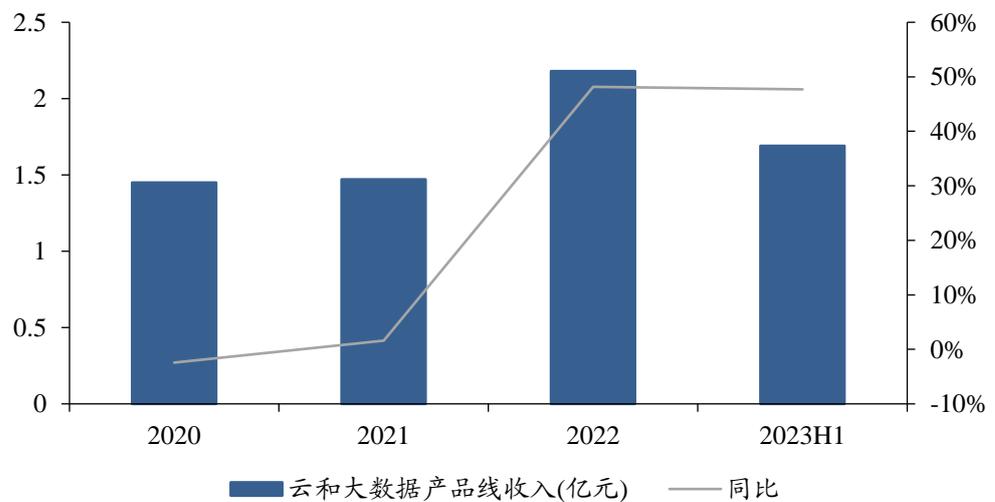


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

积极拓展联通和电信, 有望实现突破。在运营商业务领域, 目前公司不仅仅继续深耕中国移动, 也已经成功横向拓展涵盖至中国联通及中国电信。随着运营商业务持续推进和不断增长的业务类型和规模, 结合公司在中国联通和中国电信业务的进一步深入参与, 公司在运营商业务的市场份额有望进一步提高, 预计将会实现更大的突破。

云和大数据线实现快速发展。公司与“移动云”等国资云紧密合作, 2022年云和大数据产品线实现收入 2.18 亿元, 同比增长 48.16%, 未来将乘运营商国资云发展快车道持续快速发展。

图28: 公司云和大数据线业务受益于国资云建设实现快速增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

前提假设:

1) 协同办公产品: 随着行业信创进入落地阶段, 公司信创有望加速放量; 同时随着 AI+邮箱也有望持续获客, 预计 2023-2025 年增速为 32%、25%、25%。

2) 智慧渠道产品: 公司参与建设和运营多个用户规模过亿的产品和互联网战略产品, 未来有望受益于新产品线的发展带来的新机会, 预计 2023-2025 年增速为 15%、20%、20%。

3) 云和大数据: 运营商国资云仍保持较快发展, 公司深耕移动云, 并积极开拓中国联通和中国电信, 有望继续受益于国资云建设, 预计 2023-2025 年的增速为 45%、40%、35%。

毛利率: 预计 2023 年公司毛利率会有所恢复, 后续总体保持平稳提升。

费用率: 预计随着公司组织架构的调整和优化完成, 销售费用、研发费用、管理费用等期间费用增幅变缓, 费用率有望呈现下降的趋势。

表5: 公司收入拆分及预测 (单位: 亿元)

		2022A	2023E	2024E	2025E
总计	总营收 (亿元)	11.95	15.06	18.94	23.68
	YOY	34.71%	26.02%	25.75%	25.05%
	毛利率	42.23%	44.00%	44.50%	44.50%
协同办公产品	销售收入	3.54	4.67	5.84	7.30
	收入占比	29.62%	31.03%	30.84%	30.83%
	yoy	35.63%	32.00%	25.00%	25.00%
智慧渠道产品	销售收入	5.01	5.76	6.91	8.30
	收入占比	41.92%	38.26%	36.51%	35.04%
	yoy	29.23%	15.00%	20.00%	20.00%
云和大数据	销售收入	2.18	3.16	4.43	5.97
	收入占比	18.24%	20.99%	23.37%	25.23%
	yoy	48.16%	45.00%	40.00%	35.00%
其他业务	销售收入	1.22	1.46	1.76	2.11
	收入占比	10.21%	9.72%	9.28%	8.90%
	yoy	34.07%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

基于上述预测, 我们预计公司 2023 年-2025 年营业收入分别为 15.06/18.94/23.68 亿元, 归母净利润为 3.53、4.08、5.18 亿元, 对应 EPS 分别为 0.79、0.91、1.16 元。

可比公司估值与投资建议：根据业务相似性原理，我们选取致远互联、泛微网络、金山办公等应用软件公司作为可比公司。可比公司 2023 年 PE 平均值为 75 倍。考虑公司是国内电子邮箱领先企业，有望受益信创、AI 和国资云带来的成长机遇，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 3.53、4.08、5.18 亿元，对应 PE 分别为 31/27/21 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值 (截至 2023/11/19)

代码	股票简称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688369.SH	致远互联	46	1.17	1.83	2.51	39	25	18
603039.SH	泛微网络	140	1.81	2.99	4.56	77	47	31
688111.SH	金山办公	1,512	13.88	18.72	25.18	109	81	60
						75	51	36
300634.SZ	彩讯股份	111	3.53	4.08	5.18	31	27	21

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：可比公司估值取自 Wind 一致预期）

5. 风险提示

- 1. 政策推进不及预期：**党政信创主要靠国家财政拨款，如果预算投入不及预期，可能会一定程度上影响信创推进进度。
- 2. AI 邮箱推进不及预期：**如果公司的产品研发进度不及预期，可能会影响公司产品的市场竞争力和销量，从而影响公司业绩增长。
- 3. 运营商信息化投入不及预期：**公司主要客户以移动等运营商为主，如果运营商信息化投入不及预期，可能会给公司业务增长带来影响。
- 4. 市场竞争加剧风险：**邮箱竞争公司较多，竞争对手如果加大研发和销售投入，可能会使得行业竞争加剧，从而影响公司业绩增长。

彩讯股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,108	2,455	3,010	3,710	营业总收入	1,195	1,506	1,894	2,368
货币资金及交易性金融资产	1,188	1,360	1,639	1,998	营业成本(含金融类)	691	843	1,051	1,314
经营性应收款项	395	440	552	690	税金及附加	12	15	19	24
存货	158	187	234	292	销售费用	44	56	68	84
合同资产	342	437	549	687	管理费用	57	68	74	90
其他流动资产	25	30	35	42	研发费用	208	264	316	391
非流动资产	763	886	872	857	财务费用	(10)	(11)	(13)	(17)
长期股权投资	52	55	58	61	加:其他收益	17	20	25	31
固定资产及使用权资产	90	92	94	96	投资净收益	13	83	28	36
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	22	0	0	0
无形资产	3	2	1	0	减值损失	(8)	0	0	0
商誉	41	41	41	41	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	238	374	432	548
其他非流动资产	573	692	673	654	营业外净收支	1	1	1	1
资产总计	2,870	3,341	3,881	4,566	利润总额	239	375	433	549
流动负债	467	554	684	846	减:所得税	9	15	17	22
短期借款及一年内到期的非流动负债	38	31	30	29	净利润	229	360	415	527
经营性应付款项	136	156	194	243	减:少数股东损益	4	6	7	9
合同负债	135	173	218	272	归属母公司净利润	225	353	408	518
其他流动负债	158	193	241	301	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.50	0.79	0.91	1.16
非流动负债	49	66	61	56	EBIT	195	364	419	532
长期借款	37	33	29	25	EBITDA	242	386	442	555
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.23	44.00	44.50	44.50
租赁负债	6	5	4	3	归母净利率(%)	18.83	23.46	21.54	21.87
其他非流动负债	7	28	28	28	收入增长率(%)	34.71	25.98	25.75	25.05
负债合计	517	620	745	903	归母净利润增长率(%)	50.91	56.98	15.45	26.96
归属母公司股东权益	2,279	2,639	3,047	3,565					
少数股东权益	75	82	89	98					
所有者权益合计	2,354	2,721	3,136	3,664					
负债和股东权益	2,870	3,341	3,881	4,566					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	124	238	265	337	每股净资产(元)	5.13	5.90	6.81	7.96
投资活动现金流	(280)	(55)	21	28	最新发行在外股份(百万股)	448	448	448	448
筹资活动现金流	(36)	(7)	(7)	(7)	ROIC(%)	8.03	13.37	13.44	14.77
现金净增加额	(191)	177	279	359	ROE-摊薄(%)	9.88	13.38	13.38	14.52
折旧和摊销	47	23	23	23	资产负债率(%)	17.99	18.56	19.20	19.77
资本开支	(32)	5	(4)	(4)	P/E(现价&最新股本摊薄)	49.17	31.32	27.13	21.37
营运资本变动	(129)	(81)	(145)	(178)	P/B(现价)	4.82	4.19	3.63	3.10

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>