

Leader of domestic email services sees new opportunities in AI and IT innovation

Buy (Initiation)

27 Nov 2023

Research Analyst
Ruibo Chen
 (852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue (RMB mn)	1,195	1,506	1,894	2,368
Growth (YoY %)	35%	26%	26%	25%
Net profit (RMB mn)	225	353	408	518
Growth (YoY %)	51%	57%	15%	27%
EPS (RMB)	0.50	0.79	0.91	1.16
P/E (X)	49.17	31.32	27.13	21.37

Key words: # Second growth curve

Investment Thesis

- **As a leader in domestic email services, Richinfo continues to expand its business boundaries.** The company is primarily engaged in basic internet services. In 2005, it officially launched mobile email services, and in 2009, the mobile email products were fully upgraded to become "139 Mailbox" under China Mobile. With the development of the internet industry, the company gradually shifted its focus to being an "industrial internet technology and service provider," concentrating on helping enterprises create new products and channels for consumers. The company currently has three major product lines: collaborative office, smart channels, and **cloud & big data**.
- **Evident strength of email products demonstrates in normalization of IT innovation.** With the deepening of IT innovation and the maturity of software, email, as one of the essential collaborative office tools for enterprises, is poised to achieve domestic substitution. Richinfo's independently developed Richmail is a flagship product in the domestic email market, maintaining a leading position in IT innovation adaptability and data security. The Richinfo email system has been selected for the central procurement email project and has gained favor among many government and enterprise customers.
- **At the pivotal moment of LLMs, the AI email assistant may embark on a new growth curve.** In 2023, large language models are experiencing accelerated development. LLM technology brings significant innovations in various industries and opportunities for industrial transformation. It is also likely to evolve into a personal AI assistant for everyone, profoundly changing human production and lifestyle. Email is one of the optimal scenarios where AI can be implemented, and the company has early investments in AI technology. In May 2023, Richinfo released a demo product for the next-generation intelligent mailbox with three core capabilities: proactive service similar to a secretary, information integration and processing based on LLMs, and cross-domain information retrieval and storage. Currently, the efficiency improvement of daily email office work with AI email assistant products can reach over 20%.
- **Benefiting deeply from state-owned operator cloud services, the company's cloud business exhibits robust growth.** Data security of SOE, crucial pillar of the national economy, is fundamental and vital to people's livelihoods. Cloud transformation of SOE has become the next step in their digital reform, giving rise to the concept of "state-owned operator cloud." According to financial reports from the three major telecom operators, cloud computing has become the main driver of growth, with cloud business growth rates exceeding 100% in 2022. In the field of operator services, the company has delved deeply into China Mobile cloud services and successfully expanded horizontally to include China Unicom and China Telecom. With continuous breakthroughs in operator services, the company's market share may further increase.
- **Earnings Forecast & Rating:** We expect the revenue and net profit of the company in 2023-2025 to be Rmb1,506/1,894/2,368bn and Rmb353/408/518mn, implying P/E at 31x/27x/21x. We initiate coverage with "Buy" rating.
- **Risks:** Lower-than-expected policy progress, AI email implementation, and information technology investment by operators; intensified competition.

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	24.72
52-week Range (RMB)	14.35/33.90
P/B (X)	4.27
Market Cap (RMB mn)	11,065.99

Basic Data

BVPS (RMB)	5.79
Liabilities/assets (%)	16.48
Total Issued Shares (mn)	447.65
Shares outstanding (mn)	431.29

Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Zijing Wang (王紫敬)**.

国产邮箱领军者，AI、信创铸就新机遇

买入 (首次)

2023 年 11 月 27 日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

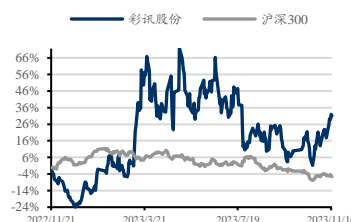
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,195	1,506	1,894	2,368
同比	35%	26%	26%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	225	353	408	518
同比	51%	57%	15%	27%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.50	0.79	0.91	1.16
P/E (现价&最新股本摊薄)	49.17	31.32	27.13	21.37

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

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢王紫敬的指导。

1. 国产邮箱领军者，重研发重技术

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。

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。

2. 协同办公：信创走向常态化，“AI”开启全新赛道

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、应用程序的成熟，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。

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。

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、智能归类和整理、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。

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。

3. 国资云：深度受益运营商国资云，云业务增长势头强劲

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%。

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。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%。

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。

4. 盈利预测与估值

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。

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					
非流动负债	49	66	61	56	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.50	0.79	0.91	1.16
长期借款	37	33	29	25					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	195	364	419	532
租赁负债	6	5	4	3	EBITDA	242	386	442	555
其他非流动负债	7	28	28	28					
负债合计	517	620	745	903	毛利率(%)	42.23	44.00	44.50	44.50
归属母公司股东权益	2,279	2,639	3,047	3,565	归母净利率(%)	18.83	23.46	21.54	21.87
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	收入增长率(%)	34.71	25.98	25.75	25.05
负债和股东权益	2,870	3,341	3,881	4,566	归母净利润增长率(%)	50.91	56.98	15.45	26.96

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(香港), 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(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

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

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

