

彩讯股份 (300634.SZ)

信创邮箱快速增长，全年业绩可期

买入

核心观点

各条业务线齐头并进，利润率环比提升。公司前三季度营收 9.4 亿元，同比增长 58.4%，归母净利润 1.6 亿元，同比增长 53.5%，扣非归母净利润 1.4 亿元，同比增长 57.8%。其中，单三季度营收 3 亿元，同比增长 61.8%，归母净利润为 0.6 亿元，同比增长 43%，扣非归母 0.54 亿元，同比增长 46%。从收入端来看，包括信创邮箱在内的协同办公业务线、智慧渠道业务线、云和大数据业务线 22H1 分别增长 40.7%、77.5%、66%，总体三季度延续高增长态势。从利润端来看，前三季度毛利率下滑 4 个百分点，环比 22H1 提升了 1 个百分点，销售、管理、研发费用率分别下滑 0.6、1.9、0.7 个百分点，费用率的下降主要得益于收入的快速增长。公司毛利率下滑主要系随着业务增长员工和外采成本有所上涨（22H1 的营业成本中，人员和外采成本分别上涨 75.7%、67.4%）。22Q3 的净利率为 17.5%，环比 22H1 提升 1.3 个百分点。

受益于国产替代，信创邮箱有望持续增长。公司的协同办公业务以“信创邮箱+统一办公平台”为核心，为大型国企央企提供一站式安全办公环境。公司于 2021 年发布了 RichMail V6.0 信创安全邮箱系统，并实现了安全闭环，获得了保密局、公安部等权威认证，同时具备中国移动 139 邮箱这种亿级月活用户的开发及运营经验。在国产化的大浪潮下，信创邮箱的发展将持续拓展客户，目前已经积累了包括中国银行、山西银行、银联、太平洋保险、太平洋人寿等标杆客户。

智慧运营和云与大数据业务持续发力。公司的智慧运营业务受益于下游客户对于用户的精耕细作需求增长，业务呈现快速增长趋势，公司凭借数智化平台和完善运营体系的构建，报告期内已经获得的标杆项目有中国移动信息统一门户运营项目、浙江移动手机营业厅项目、咪咕动漫彩印运营项目、咪咕音乐用户精细化运营项目等。公司的云与大数据业务充分受益于中国移动云业务的快速发展，目前运营商云业务在国资企业中的份额逐步提升，中国移动的云业务 22H1 收入同比增长 100%以上，公司与移动国资云紧密合作，帮助提供定制化的上云服务。

风险提示：下游客户需求不及预期；信创邮箱竞争加剧；疫情影响项目进展；单一客户收入比重过高风险。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。

预计 2022-2024 年归母净利润 2.06/2.76/3.66 亿元，同比增速 38%/34.1%/32.7%；摊薄 EPS=0.46/0.62/0.83 元，当前股价对应 PE=35.2/26.2/19.8x。公司为信创邮箱领军企业，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	739	887	1,259	1,760	2,442
(+/-%)	1.0%	20.1%	41.9%	39.7%	38.8%
净利润(百万元)	137	149	206	276	366
(+/-%)	2.9%	9.2%	38.0%	34.1%	32.7%
每股收益(元)	0.34	0.34	0.46	0.62	0.83
EBIT Margin	16.9%	15.6%	15.9%	15.8%	15.3%
净资产收益率 (ROE)	9.4%	7.2%	9.2%	11.2%	13.3%
市盈率 (PE)	47.8	48.6	35.2	26.2	19.8
EV/EBITDA	44.3	45.4	36.9	27.5	21.1
市净率 (PB)	4.47	3.50	3.24	2.95	2.64

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

计算机·IT 服务 II

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：朱松

021-60875155

zhusong@guosen.com.cn

S0980520070001

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	16.31 元
总市值/流通市值	7242/6785 百万元
52 周最高价/最低价	21.17/9.66 元
近 3 个月日均成交额	114.85 百万元

市场走势



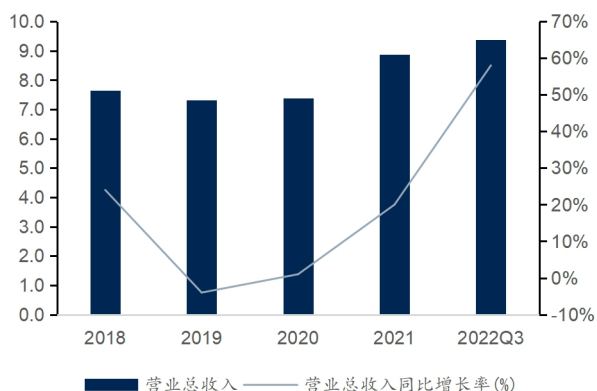
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《彩讯股份-300634-公司动态点评：知识产权行业变革，全流程服务商快速崛起》——2019-04-17

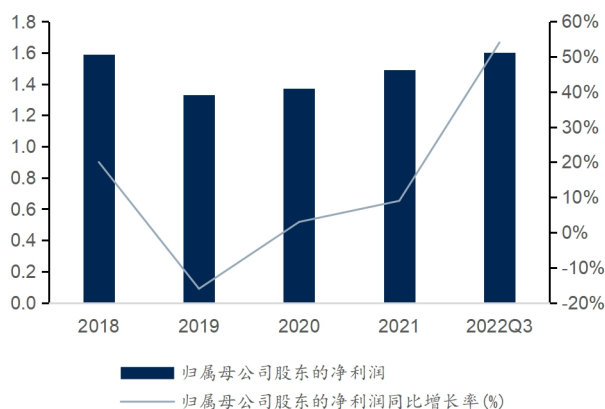
各业务齐头并进，盈利能力环比提升。公司发布三季报，前三季度营收实现 9.4 亿元，同比增长 58.4%，归母净利润实现 1.6 亿元，同比增长 53.5%，扣非归母净利润 1.4 亿元，同比增长 57.8%。其中，单三季度营收 3 亿元，同比增长 61.8%，归母净利润为 0.6 亿元，同比增长 43%，扣非归母 0.54 亿元，同比增长 46%。从收入端来看，公司包括信创邮箱在内的协同办公业务线收入 2.4 亿，同比增长 40%+，其中信创邮箱收入接近 50% 增速，高于协同产品线总体增速。智慧渠道收入约 4.4 亿，同比增长 86%，云与大数据业务收入 1.8 亿，同比增长 63%。从利润端来看，前三季度毛利率下滑 4 个百分点，环比 22H1 提升了 1 个百分点，销售、管理、研发费用率分别下滑 0.6、1.9、0.7 个百分点，费用率的下降主要得益于收入的快速增长。公司毛利率下滑主要系随着业务增长员工和外采成本有所上涨（22H1 的营业成本中，人员和外采成本分别上涨 75.7%、67.4%）。22Q3 的净利率为 17.5%，环比 22H1 提升 1.3 个百分点。

图1：彩讯股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



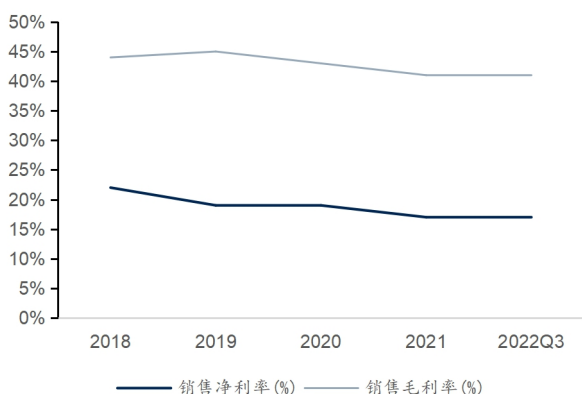
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：彩讯股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



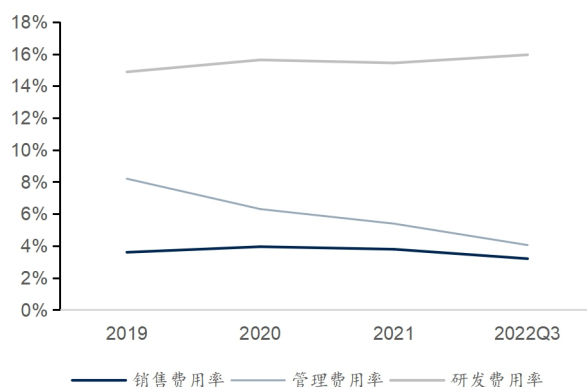
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：彩讯股份盈利能力分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：彩讯股份期间费用分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 智慧渠道产品线：**公司的智慧渠道产品线主要为大型企业提供从获客、留存、变现、传播等一整套数据化运营和管理，核心客户主要是中国移动，目前此块业务由于中国移动的较高投入呈现出快速发展态势，标杆的中标项目有中移动门户运营、中移互联网用管中心运营、咪咕动漫运营等。因此，给予此块业务 22-24 年增速分别为 50%、45%、43%，毛利率总体和此前保持一致；
- 协同办公产品线：**此块业务主要为大型企事业单位提供以“信创邮箱+统一办公平台”为核心的数字化办公平台，目前信创邮箱业务细分产品线由于国产化的推进而逐步开始推广加速，公司在信创邮箱领域处于行业领军地位，所以此块业务的增长 22-24 年分别给予 40%、38%、36%，毛利率基本维持在 45%左右；
- 云和大数据产品线：**此块业务主要是跟随移动国资云战略而政企事业单位的客户做相关的配套业务，目前以中国移动为代表的运营商云业务在国资企业中市场份额逐年提升，22H1 中国移动的云业务更是增长 100%以上，所以预计 22-24 年此块业务增速分别为 50%、45%、43%，毛利率与历史水平相近。

表1：彩讯股份业务盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
智慧渠道产品线					
营业收入	261.00	388.00	582.00	843.90	1,206.78
yoy	8.85%	48.7%	50.0%	45.0%	43.0%
毛利率(%)			35.0%	35.0%	35.0%
协同办公产品线					
营业收入	246.00	261.00	365.40	504.25	685.78
yoy	1.14%	6.2%	40.0%	38.0%	36.0%
毛利率(%)			45.0%	45.0%	45.0%
云和大数据产品线					
营业收入	145.00	147.00	220.50	319.73	457.21
yoy	-2.3%	1.60%	50.0%	45.0%	43.0%
毛利率(%)			38.0%	38.0%	38.0%
其他业务					
营业收入	71.82	91.00	91.00	91.00	91.00
毛利率(%)	61.0%	54.0%	50.0%	50.0%	50.0%
合计					
收入	723.82	887.00	1,258.90	1,758.88	2,440.77
yoy		22.5%	41.9%	39.7%	38.8%
毛利率	43.3%	40.8%	39.4%	39.3%	38.8%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。预计 2022-2024 年归母净利润 2.06/2.76/3.66 亿元，同比增速 38%/34.1%/32.7%；摊薄 EPS=0.46/0.62/0.83 元，当前股价对应 PE=35.2/26.2/19.8x。公司主要大型企事业单位提供包括信创邮箱在内的协同办公产品，同时为客户提供云和大数据以及智慧运营类业务，属于基础软件服务领域，从业

务上可以对标中国软件、海量数据以及金山办公等。考虑到公司近两年业务的成长性，给予 2023 年 30x 到 35x PE，对应市值 82.8 亿到 96.6 亿市值。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(22E)	
600536.SH	中国软件	60.90	401.94	0.15	0.43	0.74	1.16	406.0	141.6	82.3	52.5	8.2%	0.6	无评级
603138.SH	海量数据	24.60	69.66	0.04	0.03	0.06	0.27	615.0	820.0	410.0	91.1	0.6%	-	无评级
688111.SH	金山办公	277.08	1,277.95	2.26	2.74	3.70	4.91	122.6	101.1	74.9	56.4	14.8%	4.8	买入
300634.SZ	彩讯股份	16.31	72.42	0.34	0.46	0.62	0.83	48.6	35.2	26.2	19.8	9.2%	0.9	买入

资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理 其中: 中国软件和海量数据盈利预测来自于 iFind 一致预期

风险提示

下游客户需求不及预期; 信创邮箱竞争加剧; 疫情影响项目进展; 单一客户收入比重过高风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	359	914	1049	1115	1197	营业收入	739	887	1259	1760	2442
应收款项	146	192	276	386	535	营业成本	419	525	763	1069	1494
存货净额	60	115	156	217	299	营业税金及附加	4	5	6	9	12
其他流动资产	196	379	378	528	733	销售费用	29	34	42	58	81
流动资产合计	1064	1803	2062	2449	2968	管理费用	47	48	57	79	110
固定资产	120	76	66	54	42	研发费用	116	137	191	267	371
无形资产及其他	9	3	3	3	3	财务费用	3	(6)	(11)	(12)	(13)
投资性房地产	533	610	610	610	610	投资收益	22	12	0	0	0
长期股权投资	67	47	47	47	47	资产减值及公允价值变动	3	(4)	(3)	(4)	(5)
资产总计	1793	2541	2789	3164	3670	其他收入	(111)	(125)	(176)	(253)	(356)
短期借款及交易性金融负债	20	29	50	48	45	营业利润	151	166	223	299	397
应付款项	65	75	115	161	226	营业外净收支	(1)	(0)	0	0	0
其他流动负债	137	239	258	362	506	利润总额	149	166	223	299	397
流动负债合计	221	343	422	571	777	所得税费用	7	12	11	15	20
长期借款及应付债券	57	40	40	40	40	少数股东损益	5	5	6	8	11
其他长期负债	4	12	12	12	12	归属于母公司净利润	137	149	206	276	366
长期负债合计	61	53	53	53	53	现金流量表（百万元）					
负债合计	282	396	475	624	830	净利润	137	149	206	276	366
少数股东权益	52	74	79	86	95	资产减值准备	(7)	6	(1)	(1)	(1)
股东权益	1459	2071	2234	2454	2746	折旧摊销	29	30	8	8	9
负债和股东权益总计	1793	2541	2789	3164	3670	公允价值变动损失	(3)	4	3	4	5
关键财务与估值指标						财务费用	3	(6)	(11)	(12)	(13)
每股收益	0.34	0.34	0.46	0.62	0.83	营运资本变动	(183)	(234)	(66)	(170)	(229)
每股红利	0.07	0.07	0.09	0.13	0.17	其它	11	(2)	6	8	10
每股净资产	3.65	4.66	5.03	5.53	6.18	经营活动现金流	(17)	(48)	156	125	160
ROIC	9.50%	8.56%	10%	13%	16%	资本开支	0	14	0	0	0
ROE	9.36%	7.20%	9%	11%	13%	其它投资现金流	(114)	99	0	0	0
毛利率	43%	41%	39%	39%	39%	投资活动现金流	(120)	133	0	0	0
EBIT Margin	17%	16%	16%	16%	15%	权益性融资	(0)	493	0	0	0
EBITDA Margin	21%	19%	17%	16%	16%	负债净变化	(20)	(16)	0	0	0
收入增长	1%	20%	42%	40%	39%	支付股利、利息	(29)	(30)	(42)	(56)	(75)
净利润增长率	3%	9%	38%	34%	33%	其它融资现金流	50	71	21	(2)	(3)
资产负债率	19%	18%	20%	22%	25%	融资活动现金流	(49)	471	(21)	(58)	(78)
股息率	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	现金净变动	(186)	556	134	66	82
P/E	47.8	48.6	35.2	26.2	19.8	货币资金的期初余额	545	359	914	1049	1115
P/B	4.5	3.5	3.2	3.0	2.6	货币资金的期末余额	359	914	1049	1115	1197
EV/EBITDA	44.3	45.4	36.9	27.5	21.1	企业自由现金流	0	(61)	132	102	135
						权益自由现金流	0	(7)	163	111	145

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032