

彩讯股份 (300634)

证券研究报告

2023 年 01 月 19 日

深耕数字化技术，信创产业与国资云双轮驱动未来可期

一、公司依靠“双中台”体系，形成技术壁垒具备竞争力

专注互联网领域软件开发和业务运营，公司致力于为电信、金融、能源、交通等行业的大中型企业及政府部门等客户提供基于统一办公平台、企业邮件系统、大数据智能分析平台、一体化营销资源管理平台、终端管理平台、统一认证平台等产品的互联网应用平台的产品开发、系统建设、运维及运营支撑服务，业务发展紧跟信息技术产业发展变革，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。随着客户对线上协同和组织的要求越来越高，增加对数字化转型带来效率提升和业务升级等效果的重视，促使公司营业收入增长。

二、国产替代浪潮兴起，公司信创产业相关产品伺机发展

RichMail V6.0 信创安全邮箱系统，功能和体验进一步优化，并实现安全闭环，通过了国家保密局、公安部等权威机构信息安全认证，公司以“信创邮箱+统一办公平台”为核心，为大中型企业创建全新的高效协同办公环境，快速打造企业专属的新一代数字化办公平台，保障信息安全及业务生态之间的完美融合，满足集成化、个性化需求及业务发展需要。2019 年国内品牌前五大邮件系统厂商市场份额达到 80.5%，其他厂商只有 19.5%，其中 Coremail、RichMail 两大国产软件品牌位列第一和第二。我们认为未来随着企业信息化进一步深化拓展，国产化和去 IOE 进程加速，公司 RichMail 系统有持续增长潜力。

三、云计算产业结构变化，国资云份额增长使公司充分获利

三大运营商云业务 2022 年上半年同比增速均超过 100%。公司是移动云的核心供应商，能伴随移动云的高速增长而增长。公司与中国移动多个省份及多家专业公司建立了直接合作关系，与中国电信、中国联通也在互联网业务运营、收入拓展等展开合作，而彩讯拥有领先的在线办公产品及一套完整的私有云解决方案，可助力运营商在政企市场的业务拓展，同时反哺自身拉动业务收入增长。

盈利预测与投资建议：

公司深耕数字经济领域，研发能力强，伴随信创产业以及国资云发展趋势，未来订单量有望快速增长，预计 2022 至 2024 年归母净利润为 2.16、2.89、3.79 亿元，行业内可比公司 2023 年平均估值水平为 39.03 倍，我们认为公司 2023 年合理估值水平为 38 倍，对应股价 24.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险、技术路线变革的风险、软件产品质量风险、劳动力成本上升及人才流失风险、知识产权受侵害风险、应收账款余额较大风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	739.12	887.37	1,265.99	1,777.58	2,411.10
增长率(%)	0.96	20.06	42.67	40.41	35.64
EBITDA(百万元)	295.26	327.25	240.18	313.43	406.07
归属母公司净利润(百万元)	136.60	149.13	215.76	288.75	379.25
增长率(%)	2.87	9.17	44.68	33.83	31.34
EPS(元/股)	0.31	0.34	0.49	0.65	0.85
市盈率(P/E)	55.91	51.21	35.40	26.45	20.14
市净率(P/B)	5.23	3.69	3.37	3.04	2.69
市销率(P/S)	10.33	8.61	6.03	4.30	3.17
EV/EBITDA	21.62	18.81	24.66	18.19	13.99

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/IT 服务 II
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	17.2 元
目标价格	24.7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	444.01
流通 A 股股本(百万股)	419.92
A 股总市值(百万元)	7,636.99
流通 A 股市值(百万元)	7,222.55
每股净资产(元)	4.98
资产负债率(%)	16.93
一年内最高/最低(元)	20.76/9.66

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

陈汇丰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522070001
chenhuifeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《彩讯股份-季报点评:产业互联网快速落地，5G 消息打开更大成长空间》 2021-05-10
- 《彩讯股份-半年报点评:业绩持续增长，新兴行业项目持续落地，国产替代空间广阔》 2020-08-09
- 《彩讯股份-首次覆盖报告:运营商软件龙头，产业互联网时代再出发》 2019-11-01

内容目录

1. 深耕企业数字化技术，三大产品线助力业绩稳增长	4
1.1. 依托“双中台”体系，技术沉淀与迭代形成竞争力	4
1.2. 经营业绩表现良好，期间费用控制得当	6
2. 数字经济领域掀起国产替代浪潮，公司信创邮箱发展动力强劲	8
2.1. 产业数字化为数字经济发展主引擎，带动软件业务收入增长	8
2.2. 国产替代浪潮兴起，信创产业前景乐观	9
2.3. 公司信创邮箱受广泛认可，竞争优势显著	11
3. 国资云快速增长带动公司获益，拓展电信相关业务未来可期	14
3.1. 我国云计算市场持续高速增长，运营商云崭露头角	14
3.2. 三大运营商打造云网融合产业生态，合作业绩突出拉动公司增长	16
3.3. 积极布局 5G 消息和 AR/VR 应用领域，深挖行业价值	17
3.3.1. 公司积极参与 5G 消息商业应用深化	17
3.3.2. 充分利用 XR 技术沉淀，促进虚拟应用场景解决方案落地	18
4. 盈利预测	20
4.1. 盈利预测假设与业务拆分	20
4.2. 估值分析	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：三大产品线收入（单位：亿元）	5
图 3：“双中台”体系示意图	5
图 4：公司股权架构（截至 22 年三季报）	6
图 5：营业总收入、营收同比增速及营业总成本	7
图 6：归属母公司股东的净利润及其同比增速	7
图 7：期间费用率	8
图 8：中国数字经济规模及其 GDP 比重	8
图 9：数字产业化、产业数字化规模	8
图 10：软件业务收入及其增速	9
图 11：2018 年 8 月-2021 年 4 月被美国商务部列入实体清单的中国企业所处行业数量分布	9
图 12：中国软件业务收入增长情况	10
图 13：信创产业链	11
图 14：Richmail 信创安全邮件系统介绍	12
图 15：公司所获荣誉资质	12
图 16：Richmail 邮件系统安全性体现	13

图 17: 中国云计算市场规模及其增速	14
图 18: 中国公有云市场细分规模及其增速	15
图 19: 中国公有云 IaaS 市场份额变化	15
图 20: 三大运营商云和阿里云 2022 上半年收入状况	16
图 21: 移动短信业务量及业务收入同比增长	17
图 22: 深圳新一代产业园消息平台示意图	18
图 23: 元宇宙于世界杯当中的应用	19
表 1: Coremail、Richmail 和微软 Exchange 邮件系统对比	13
表 2: 三大运营商云网融合相关表述	17
表 3: 公司细分业务收入预测	21
表 4: 公司和可比公司估值对比	21

1. 深耕企业数字化技术，三大产品线助力业绩稳增长

公司是一家产业互联网解决方案和技术服务提供商，依托大数据、云计算等新一代信息技术重构传统产业链，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，推动传统产业链的降本增效，为行业搭建生态价值网络。

1.1. 依托“双中台”体系，技术沉淀与迭代形成竞争力

专注互联网领域软件开发和业务运营，公司致力于为电信、金融、能源、交通等行业的大中型企业及政府部门等客户提供基于统一办公平台、企业邮件系统、大数据智能分析平台、一体化营销资源管理平台、终端管理平台、统一认证平台等产品的互联网应用平台的产品开发、系统建设、运维及运营支撑服务，业务发展紧跟信息技术产业发展变革，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。经过近二十年发展，公司坚持创新，不断突破，所生产提供的软件与服务产品得到了广大客户认可。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

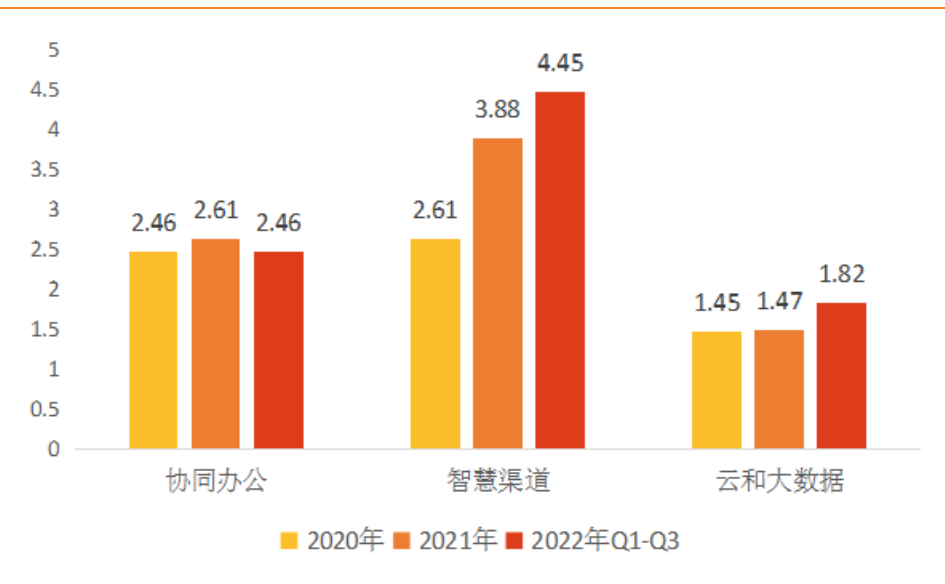
背靠“双中台”体系支撑，三大产品线齐发力。公司经过多年运营沉淀了海量数据处理技术、虚拟化技术、云存储技术、安全技术、高并发技术等，并逐步形成了协同办公产品线、智慧渠道产品线、云和大数据产品线。

协同办公产品方面：以“信创邮箱+统一办公平台”为核心，为大中型企业创建全新的高效协同办公环境，快速打造企业专属的新一代数字化办公平台，保障信息安全及业务生态之间的完美融合，满足集成化、个性化需求及业务发展需要。2021 年公司根据市场需求发布了 RichMail V6.0 信创安全邮箱系统，实现安全闭环，通过了权威机构的信息安全认证；公司 RichOffice 平台则为各行业企业客户提供多功能全面的在线办公服务，融合中国移动云视讯能力，形成远程办公解决方案。2022 年前三季度协同办公产品线收入 2.46 亿元，较上一年同期增长 40.17%。

智慧渠道产品方面：公司运用从策略到实施的数智化平台和运营体系，开发建设 IT 项目的同时，为客户开展产品及平台生命周期各阶段获客、活跃、留存、变现、传播等数据化运营和管理，助力客户实现业务全链路增长；2022 年前三季度智慧渠道产品线收入 4.45 亿元，较上一年同期增长 86.08%。

云和大数据产品方面：公司与“移动云”等国资云紧密合作，帮助众多企业实现安全可靠的数字化转型，提供定制化的企业上云配套服务和完整覆盖数据安全治理的整体解决方案，而大数据平台则为客户提供大数据产品和服务能力。2022 年前三季度云和大数据产品线收入 1.82 亿元，较上一年同期增长 63.6%。

图 2：三大产品线收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，称为“双中台体系”。该体系根据客户需求定制，其中 IT 中台形成“组件式”开发体系和“积木式”组装能力，截至 2022 年上半年公司的高复用组件和模块达到 480 多个，支撑起数百个并行项目实施，形成精细化的项目管理能力；运营中台则形成高复用模板和标签 510 多个，可高效支持每月近 400 次营销活动。

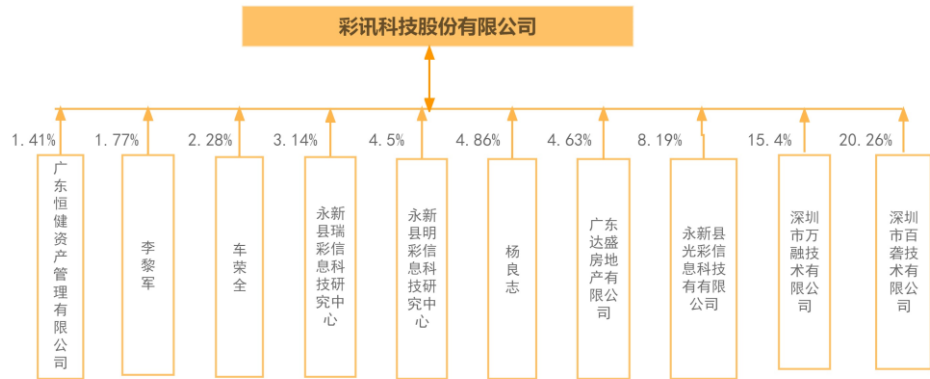
图 3：“双中台”体系示意图



资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司股权架构清晰，管理层具有行业相关经验。董事长杨良志为公司实际控制人与最终受益人，截至 2022 年 11 月 14 日直接持有公司 4.86% 的股份，且通过其控股公司深圳市万融技术有限公司间接持有 15.4% 的公司股份。杨良志于 1991 年至 1995 年担任北京电信规划设计院工程师，1996 年至 1998 年于北卡罗来纳州立大学攻读计算机科学硕士学位，后陆续担任科技、信息技术相关公司高管，兼具管理经验与专业技术。

图 4：公司股权结构（截至 22 年三季报）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 经营业绩表现良好，期间费用控制得当

公司营收近年增长态势良好，充分体现公司强劲业绩驱动因素。在数字经济高速发展背景之下，不断提高创新能力，形成了一批如 RichMail 邮件系统、和彩云等优质产品；同时通过快速复制过往服务中沉淀下来的技术能力和经验，响应电信、金融、能源、交通、政府等行业客户需求，依托信息系统建设和服务能力优秀级（CS4）、CMMI5、ISO9001、ISO27001、ISO20000 以及 ISO14001 认证等资质保证项目有序运作及产品质量，从而扩大市场份额，实现快速成长。

公司于 2018 年实现营业收入 7.65 亿元，同比增长 24.18%，归母净利润 1.59 亿元，同比增长 20.42%。主要基于公司在交通行业方面达成与中国南方航空公司深度合作，另外承接了香港政府 CMMP 项目，收入增速突出。

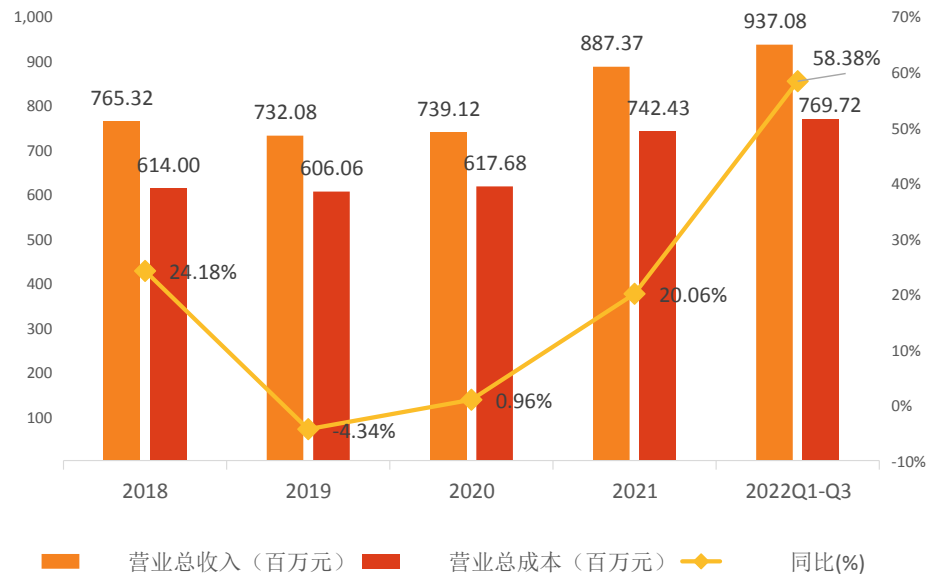
公司 2019 年业绩稍下滑，营业收入同比下降 4.34%，实现归母净利润 1.33 亿元，同比下降 16.25%。原因是（1）部分系统集成业务收入确认延迟（2）主动缩减了部分低毛利营销业务（3）进一步加大了研发投入，对净利润造成影响。

公司 2020 年营业收入和归母净利润基本与上年持平，分别增长 0.96%和 2.87%。来自软件和信息技术、政府、能源行业的收入稳步提升。

公司 2021 年三大产品线持续发力增长，营业收入实现 8.87 亿元，同比增长 20.06%，归母净利润 1.49 亿元，同比增长 9.17%。

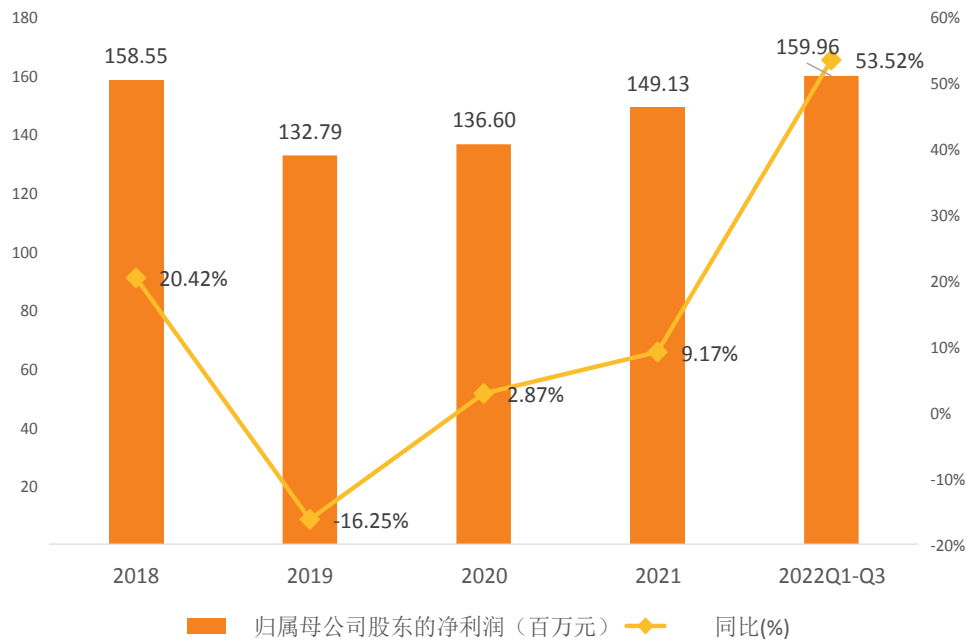
公司 2022 年前三季度经营业绩保持稳定增长，公司实现营业收入 9.37 亿元，同比增长 58.38%，归母净利润 1.60 亿元，同比增长 53.52%。当前公司现金储备充足，未来随着客户对线上协同和组织的要求越来越高，再加上产业发展方面增加对数字化转型带来效率提升和业务升级等效果的重视，将为公司带来需求；同时公司有望受益行业信创加速推进，以及国资云建设高景气，公司抓住机遇保持研发投入，我们认为公司将实现业务进一步拓展和收入增长。

图 5：营业总收入、营收同比增速及营业总成本



资料来源：Wind，天风证券研究所

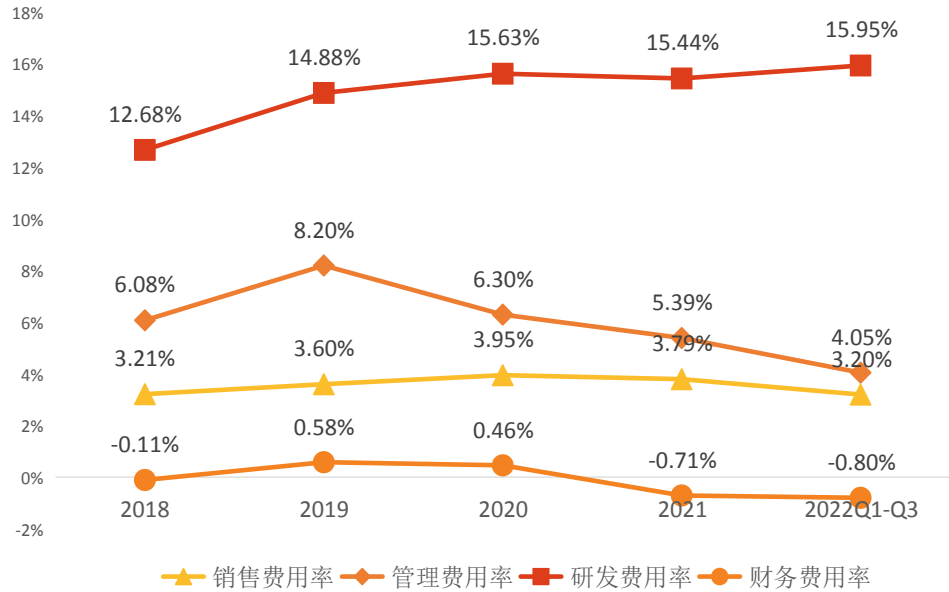
图 6：归属母公司股东的净利润及其同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司期间费用率近年控制较为稳定。管理费用率逐步降低，销售费用率和财务费用率波动小且维持在较低水平。公司保持较高的研发投入，研发费用率基本持平，将有望助力强化创新能力，提升产品竞争力。

图 7：期间费用率



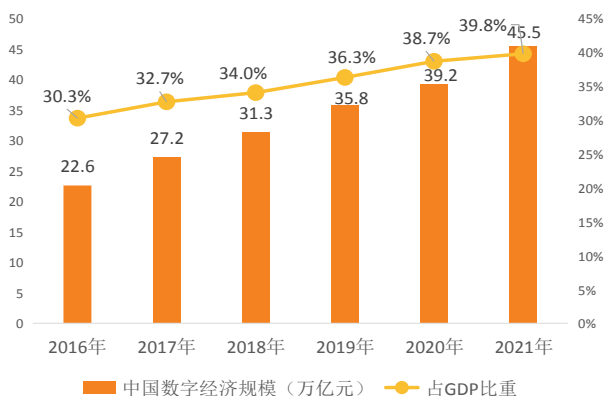
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 数字经济领域掀起国产替代浪潮，公司信创邮箱发展动力强劲

2.1. 产业数字化为数字经济发展主引擎，带动软件业务收入增长

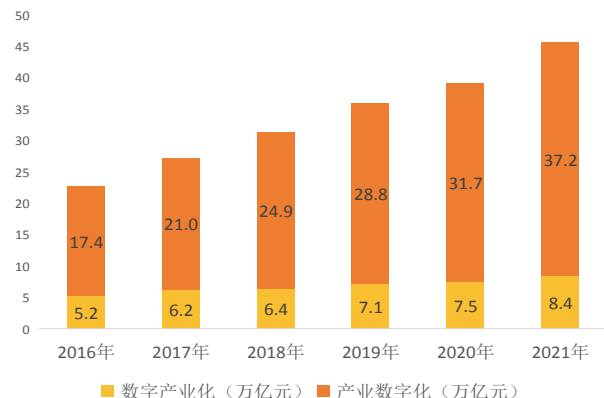
根据中国信息通信研究院，2021 年，我国数字经济发展实现“十四五”良好开局，总规模从 2016 年的 22.6 万亿元达到 45.5 万亿元，CAGR 为 15.02%；占我国 GDP 的比重也不断增长，2021 年达到 39.8%，较 2016 年提升约 9.5pct。从内部结构上看，产业数字化占据主导地位，伴随数字技术的创新演进，互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合，产业数字化对数字经济增长主引擎作用更加凸显。2021 年我国数字化产业规模约为 8.4 万亿元，占数字经济比重 18.3%，产业数字化规模达到 37.18 万亿元，占数字经济比重 81.7%，产业数字化转型持续向纵深发展。

图 8：中国数字经济规模及其 GDP 比重



资料来源：中国信息通信研究院，天风证券研究所

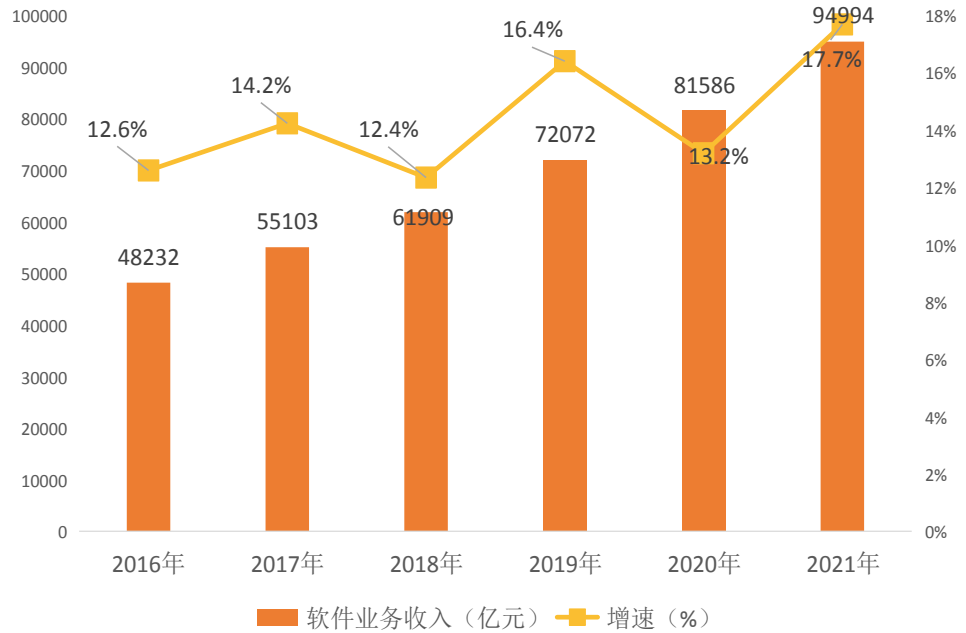
图 9：数字产业化、产业数字化规模



资料来源：中国信息通信研究院，天风证券研究所

软件和信息技术服务业是数字经济核心产业，在数字经济发展、社会运行保障方面的作用将愈发显著，对“新基建”发展的支撑作用将进一步加强。企业信息化建设和数字化转型需求促进软件业务收入的增长，2021 年，全国软件和信息技术服务业规模以上企业超 4 万家，累计完成软件业务收入 94994 亿元，同比增长 17.7%，两年复合增长率为 15.5%。

图 10：软件业务收入及其增速

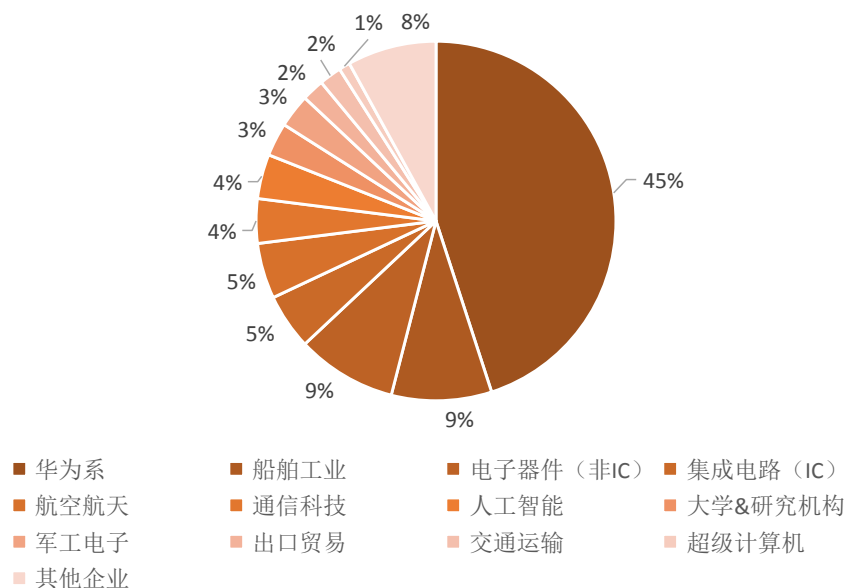


资料来源：工信部，天风证券研究所

2.2. 国产替代浪潮兴起，信创产业前景乐观

信息技术应用创新与“863 计划”“核高基”等国家高新技术研究发展专项计划一脉相承，是我国 IT 产业发展升级采取的长久之计。从需求侧看，（1）我国 IT 产业链核心环节技术缺失，遭遇“卡脖子”，亟需突破技术制约。美国自 2018 年贸易战以来针对中国企业开设实体清单，其中电子器件（除国防电子）和集成电路、通信科技、人工智能、云计算、超级计算机等 ICT 企业占清单近 7 成，体现关键技术国产化的紧迫和必要。（2）国际上如“微软黑屏事件”，“棱镜门事件”等信息泄漏事件引起社会重视，需要进行数字基础设施国产化以保证信息安全（3）我国 IT 产业呈现出“应用强、技术弱、市场厚、利润薄”的倒三角式产业结构，有待优化升级。

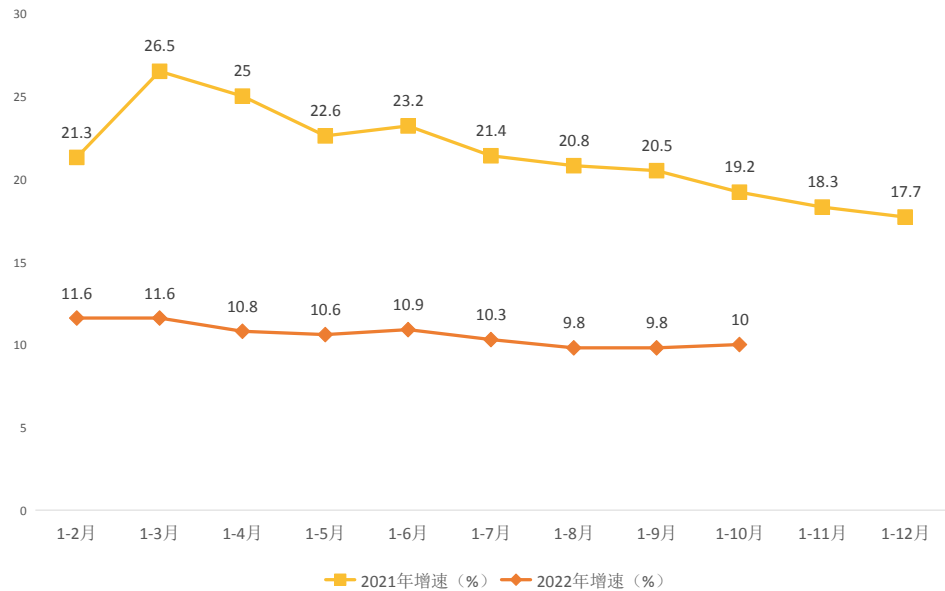
图 11：2018 年 8 月-2021 年 4 月被美国商务部列入实体清单的中国企业所处行业数量分布



资料来源：艾瑞网公众号，天风证券研究所

从供给侧看，我国 IT 产业发展迅速，已初步具备“信创”推广基础。在基础软硬件领域，国内生产厂商经历了从无到有，从可用到好用的发展，与国际水平差距逐渐缩小；在应用软件领域，各大供应商结合 SaaS 模式和我国市场特点不断推出优秀产品，推动产业链发展。2022 年 1-10 月份，我国软件业务收入增速小幅回升，实现 84214 亿元，同比增长 10%。

图 12：中国软件业务收入增长情况



资料来源：工信部，天风证券研究所

信创产业链致力于打造“2+8+N”行业体系，获得地方政策支持。产业链所涉及领域包括硬件方面，如 CPU 芯片、服务器等；软件方面，如操作系统、数据库、中间件等；上层应用方面，如办公软件、ERP 等；信息安全方面，如边界安全产品、终端安全产品等。为摆脱信息技术产业链中上游核心技术受制于人的现状，国家提出打造“2+8+N”体系，其中“2”指党、政府两大体系；“8”指关系国计民生的八大行业，包括金融、石油、电力、电信、交通、航空航天、医疗和教育等；“N”则指其他行业，最终信创产品扩展到全行业。

地方政府围绕产业扶持和关键技术攻关，自 2018 年起密集出台了涵盖芯片、整机、集成电路、数据库，云以及信息安全等领域的相关政策。如广州市黄浦区、广州开发区设立全国首个区县级信创专项扶持项目，提出 10 条信创相关奖励与补贴政策；浙江省金华打造全国信创产业示范基地，打造“电子信息关键材料-芯片设计和封测-系统整机集成-智能终端应用”产业体系；武汉市建设武汉云信创资源池，使用国产芯片、服务器和密码保护系统等构建软硬件信创体系等等，不一而足。

如今信创产业正向行业端不断推进，逐步建立国产化技术生态，未来随着信创渗透率提高，或将推动赋能千行百业。

图 13：信创产业链



资料来源：艾瑞网公众号，天风证券研究所

2.3. 公司信创邮箱受广泛认可，竞争优势显著

公司 2021 年最新发布了 RichMail V6.0 信创安全邮箱系统，功能和体验进一步优化，并实现安全闭环，通过了国家保密局、公安部等权威机构信息安全认证，公司以“信创邮箱 + 统一办公平台”为核心，为大中型企业创建全新的高效协同办公环境，快速打造企业专属的新一代数字化办公平台，保障信息安全及业务生态之间的完美融合，满足集成化、个性化需求及业务发展需要。公司该产品深度参与国产化软硬件生态体系建设，成为首百家鲲鹏+昇腾 ISV 合作伙伴，获得了泰山服务器、鲲鹏私有云、公有云三个认证，成为华为智能计算邮件系统解决方案合作伙伴以及政务云合作伙伴，同时也已经适配鸿蒙系统，体现出较高的市场认可度。

公司始终坚持以客户为优先，仅仅围绕客户和市场需求，把握行业技术发展趋势，用成熟高效的产品设计和创新体系，追随国家推动信创产业发展的步伐。作为信创工委会员单位的彩讯股份历经多年技术积累，已经具备了领先于业界的政企数字化转型前沿技术支撑与应用能力，其中 Richmail 信创安全邮件系统具有安全、可靠和可定制的特性，获得过多个如由中国电子信息产业发展研究院颁发的“中国软件行业最佳邮件系统奖”、中国软件行业协会颁发的“2014 年度中国安全邮箱首选产品奖”等荣誉资质，具有多方面技术实力。

图 14: Richmail 信创安全邮件系统介绍

Richmail 信创安全邮件系统

安全·可靠·可定制



资料来源：彩讯股份 300634 公众号，天风证券研究所

图 15: 公司所获荣誉资质

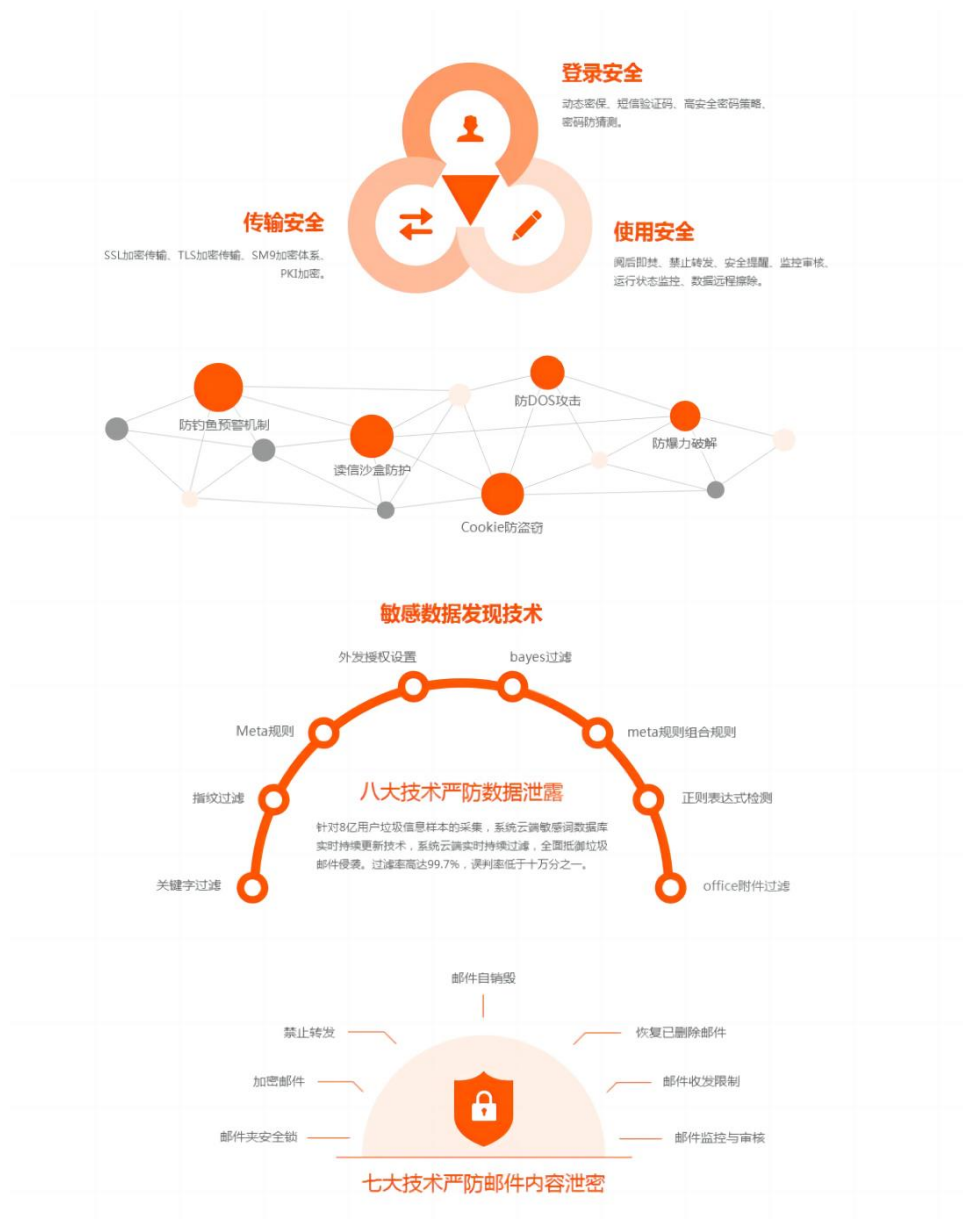


资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司的邮件系统产品自主可控、功能完备、架构先进，且拥有完全自主知识产权，拥有如邮件安全网关技术等多项国家专利技术。其优势体现在（1）银行级安全保障，确保系统

数据安全（2）电信级稳定可靠，支持超大规模高效并发（3）提供高级定制，多系统集成
高效办公（4）集中化，支持各种异构邮件数据平滑迁移（5）支持多终端访问和移动办公
（6）具有人性化功能设计。将国产品牌 Coremail、RichMail 和微软 Exchange 进行对比，
从安全性、功能性等方面可见国产化产品推广的竞争优势。

图 16: Richmail 邮件系统安全性体现



资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 1: Coremail、Richmail 和微软 Exchange 邮件系统对比

	Coremail	Richmail	Exchange
安全性	邮件系统内可投递控制，审核与监控，归档审计，反垃圾等安全功能，Coremail 团队拥有一套完整的快速响应机制，针对安全风险方面能及时进行告知和修复，并且不需要进行重新购买新版本	在链路层、网络层、应用层等多个层面，采用多重认证加密技术、完善审核机制、智能冗余技术保证数据传输，数据存储等各个环节邮件数据的机密性、完整性和可用性	自身不支持安全功能，需采购第三方软件，才能满足邮件系统的安全性功能

扩展性	架构灵活,能满足各种企业发展带来的变化,有多种的扩展方案,比如扩充存储,扩充用户,增加节点等,可根据客户自身需求选择不同的扩展方案	基于各行业客户对邮件系统的不同需求,可提供全面的邮件系统定制开发、集成服务,为企业量身定制一套私有邮件系统,帮助客户完成多业务系统融合集成,实现企业信息化系统的一体化应用	扩展方案较为单一且费用较为昂贵
实用性	提供 7*24 的本地原厂服务,支持跨组织邮件监控、邮件审核、高级可见性控制等产品功能	7*24 小时高效响应,可按需购买大文件中转站、邮件审核等增值模块	仅提供线上紧急故障修复指引,不提供技术人员紧急故障应急响应,部分审核控制功能不支持

资料来源:禾众科技官网,彩讯股份公司官网,天风证券研究所

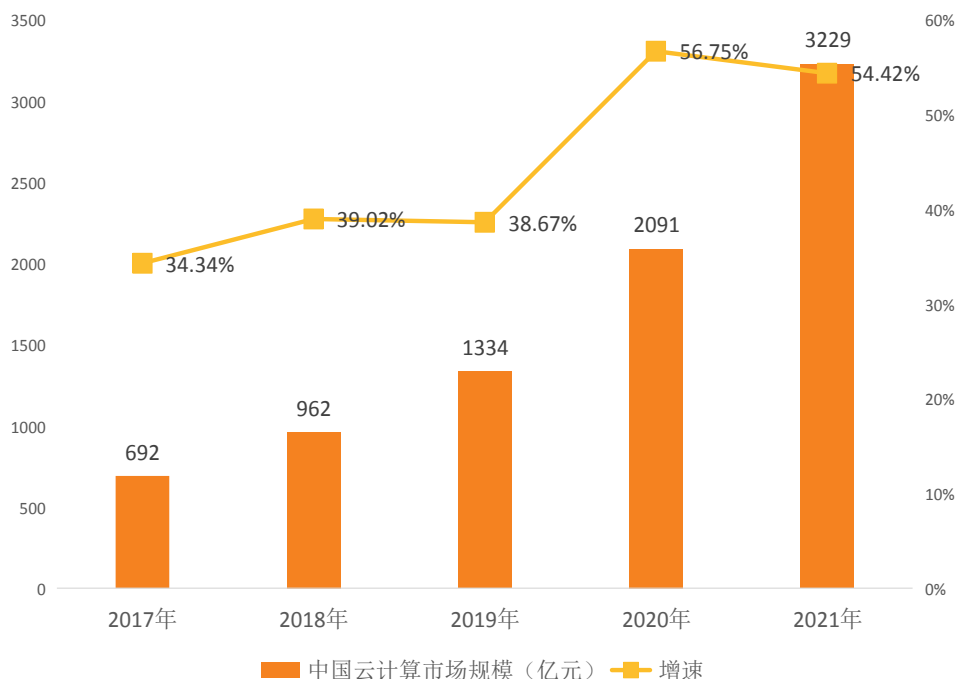
3. 国资云快速增长带动公司获益,拓展电信相关业务未来可期

3.1. 我国云计算市场持续高速增长,运营商云崭露头角

云计算是通过网络将庞大的计算机处理程序,自动拆分成无数个较小的子程序,再由多部服务器所组成的庞大系统,经搜寻、计算分析后将处理结果回传给用户。云计算按照服务类型可分为 SaaS、PaaS 和 IaaS 三种,按照部署模式则可分为:公有云、私有云、社区云和混合云。

我国云计算市场持续高速增长,根据中国信息通信研究院数据,2021 年市场规模达到 3229 亿元,较 2020 年增长 54.4%。未来,在“新基建”政策影响和数字化转型需求的拉动下,我国云计算仍将处于快速增长阶段。立足良好的政策与环境基础,云计算产业有望迎来黄金发展期。

图 17: 中国云计算市场规模及其增速

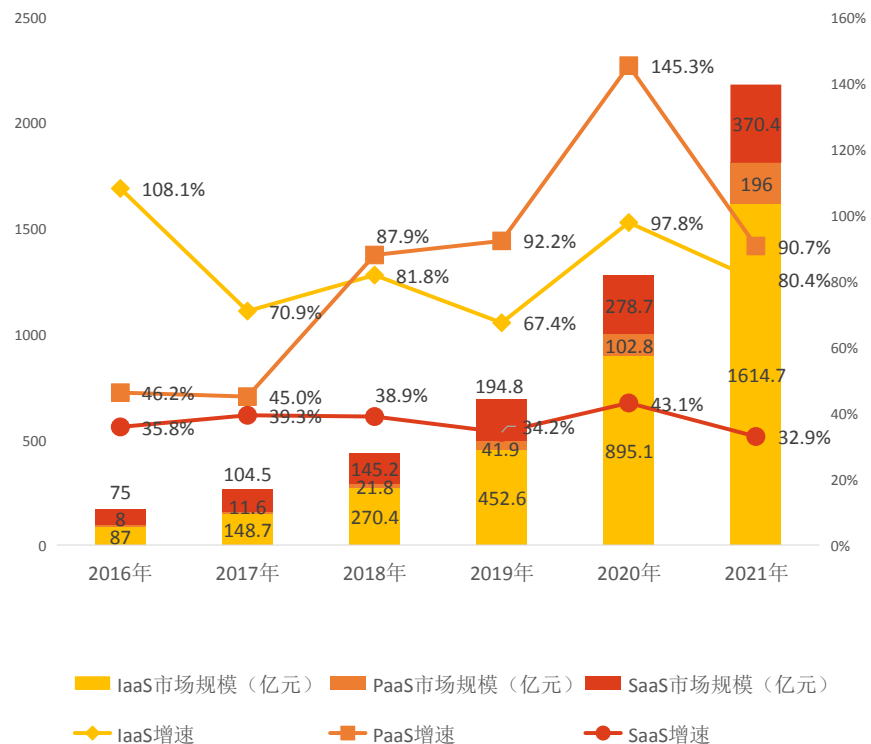


资料来源:中国信息通信研究院,天风证券研究所

从内部结构来看,我国公有云 IaaS 层规模最大,IaaS 层是存储数据的核心,2021 年达到 1614.7 亿元,占总体规模约 74%,其次是 SaaS 和 PaaS 层。PaaS 层保持最高增速,较 2020

年增长 90.7%，其次是 IaaS 层和 SaaS 层，分别增长 80.4%和 32.9%。

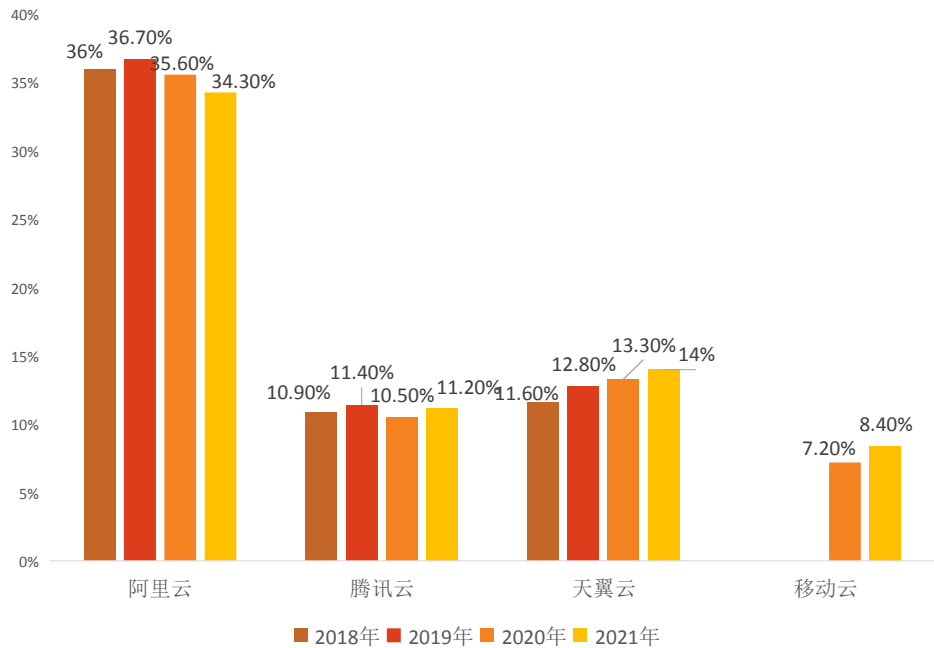
图 18：中国公有云市场细分规模及其增速



资料来源：中国信息通信研究院，天风证券研究所

国资云市场份额逐渐扩大，运营商云业务转为扩张状态。2018 年以来，阿里云市场份额有所收缩，2021 年占公有云 IaaS 市场 34.3%，腾讯云在 11%左右波动，而运营商云业务市场份额显著扩张，2021 年电信天翼云占公有云 IaaS 市场 14%份额，而 2018 年仅为 11.6%，同时移动云份额也提升至 8.4%。

图 19：中国公有云 IaaS 市场份额变化

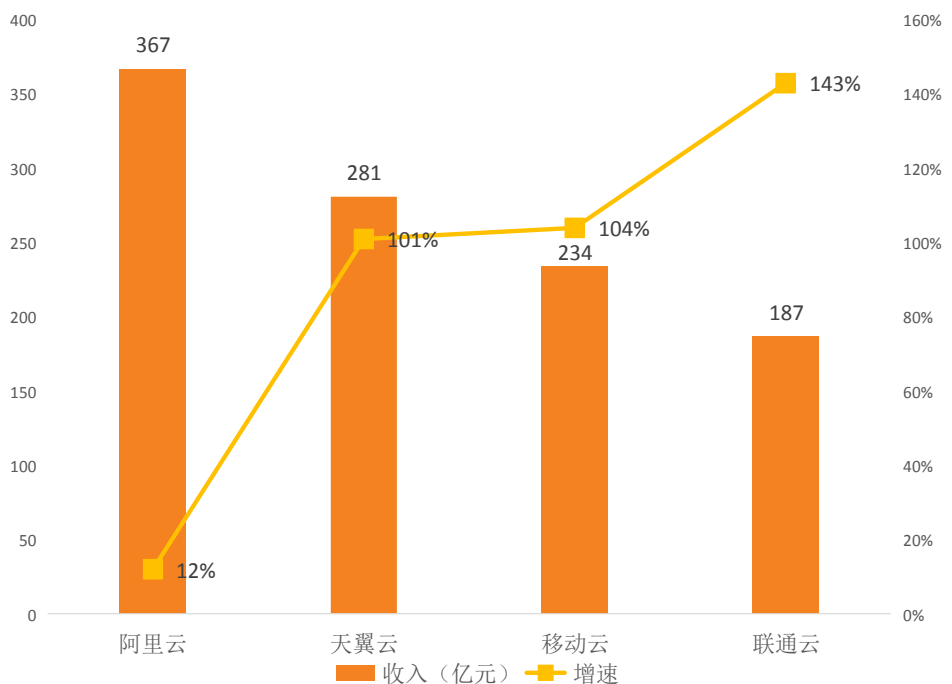


资料来源：中国信息通信研究院，天风证券研究所

3.2. 三大运营商打造云网融合产业生态，合作业绩突出拉动公司增长

中国移动、中国联通、中国电信三大运营商云业务 2022 年上半年同比增速均超过 100%。根据 2022 年上半年公司财报，中国电信旗下天翼云收入 281 亿元，同比增长 101%；移动云收入 234 亿元，同比增长 104%；联通云收入 187 亿元，同比增长 143%。三大运营商的云业务收入增速远超阿里等厂商增速，2022 年上半年阿里云收入 367 亿元，同比仅增长 12%。

图 20：三大运营商云和阿里云 2022 上半年收入状况



资料来源：零壹财经公众号，天风证券研究所

运营商从资源提供方转换成云计算产业链的整合者，加速“云网融合”，促进“东数西

算”的落地，走向行业前台。另外，随着信创产业的不断推进，政府、国企等涉及国计民生的重要部门数据将存放在运营商提供的云资源上，需要强化发展并构建自主可控的云原创技术生态，建立健全云网一体化运营体系。在中国云市场中运营商云成为越来越多政府数字化项目的总包商，截至 2022 年 8 月，在已公开政府采购项目中，中国电信获得政企数字化订单 104 个，中国移动 68 个，中国联通 34 个，超过了阿里、腾讯云所承接数量。

表 2：三大运营商云网融合相关表述

	运营商	云网融合相关表述
移动云	中国移动	实现云网一体，依托广泛分布云资源、丰富网络接入资源和高品质云专网，构建云网融合支撑体系；云数融通，具备强大数据库，为 8 大垂直行业提供解决方案；云边协同，拥有含 5G 在内边缘云节点超 500 个，支持统一调度；云智融合，拥有全栈 AI 产品 50+，提供一体化智能场景解决方案
联通云	中国联通	基于虚拟化+云原生双引擎基座，以云为基础，实现物、云、数、智、链、安等 PaaS 层能力的高效聚合和集约运营，具备云网一体的优势；基于云计算双引擎核心基座，能力融合场景创新，打造了一体式的、具有数字化竞争力的场景云产品。形成物联感知云、数海存储云、智能视频云、智链协同云、5G 边缘云、自主可控云、混合云七大场景云产品，为客户提供安全可信，云网一体，多云协同，专属定制的数字化基座及新运营服务
天翼云	中国电信	“云网融合、安全可信、专享定制”三大优势向客户提供公有云、私有云、专属云、混合云、边缘云、全栈云服务，满足政府机构、大中小企业数字化转型需求。有效结合电信基础资源、网络能力优势，全面形成 2+4+31+X 的全国云网资源布局，发挥云网差异化优势，打造 5G+云+AI 新动能。

资料来源：移动云官网，联通云官网，天翼云官网，天风证券研究所

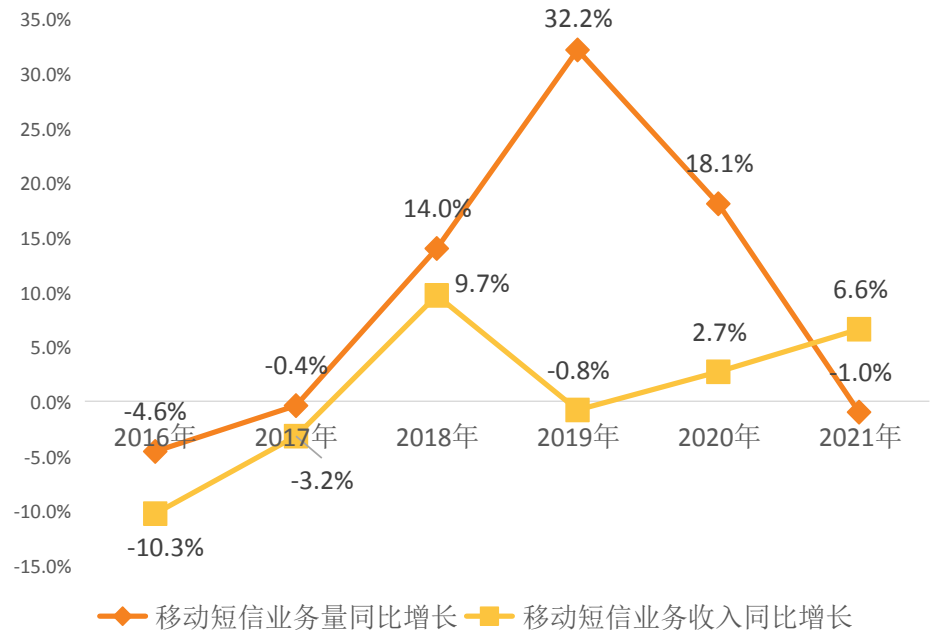
公司目前已经与中国移动多个省份及多家专业公司建立了直接合作关系，公司是移动云的核心供应商，能伴随移动云的高速增长而增长，与中国电信、中国联通也在多方面展开了合作。公司是运营商云业务核心生态合作伙伴，与“移动云”等“国资云”紧密合作，围绕其市场端建设端和运营端提供定制化的企业上云配套服务。公司帮助各行业企业实现安全可靠的数字化转型，提供定制化的企业上云配套服务，包括上云咨询、私有云规划与建设、混合云管理、云应用开发、上云迁移、云运维在内的全生命周期产品与服务，面向多个行业提供解决方案。当前，通信行业技术升级迭代快、产业深度融合将是运营商未来增量发展的关键战略，运营商需要“懂产业+懂平台建设+能规模运营”的合作伙伴。运营商面对的 B 端客户出于数据安全等考虑，对公有云有一定顾虑，这些客户更倾向私有云部署，而彩讯拥有领先的在线办公产品及一套完整的私有云解决方案，可助力运营商在政企市场的业务拓展，同时反哺自身拉动业务收入增长。

3.3. 积极布局 5G 消息和 AR/VR 应用领域，深挖行业价值

3.3.1. 公司积极参与 5G 消息商业应用深化

5G 消息作为传统短信的升级版本，一直是中国 5G 战略以及数字经济重要组成部分，2021 年全国短信业务量 17619 亿条，移动短信业务量虽然近年增速放缓，但在全面升级 5G 消息解决方案后，有望构建全新的流量分发和服务分发模式。公司深入参与 5G 消息方面的行业布局和客户拓展，上榜 2021 年度 5G 消息十大企业清单；除继续保持三大运营商 CSP 资格外，凭借平台能力、行业应用开发能力、客户拓展能力等优势成功入围中国移动首批 5G 消息（阅信）代理商，中标多个 5G 消息关联项目。

图 21：移动短信业务量及业务收入同比增长



资料来源：工信部，天风证券研究所

彩讯股份 5G 消息应用持续开花落地，充分发挥了 5G 消息在促进产业升级及社会服务中的连接作用。2022 年 11 月彩讯中标深圳新一代智慧产业园 5G 消息业务合作项目，该产业园目标是在发展管理中加入智能化元素，构建以感知、互联、智能为主要特征的服务管理架构，促进产业集聚和城市生活的融合。彩讯深度参与了产业园规划建设，利用 5G 消息帮助园区实现产业、企业、园区服务信息的高效触达，打造了深圳新一代产业园 5G 消息平台，进一步提升园区管理效率，降低成本，促进智慧数字化服务能力建设。未来公司还将继续探索 5G 消息赋能“新生态”的合作共赢模式，我们认为随着新技术演进叠加客户需求激发，5G 消息商用深化，将促进公司业务进一步增长。

图 22：深圳新一代产业园消息平台示意图



资料来源：彩讯股份 300634 公众号，天风证券研究所

3.3.2. 充分利用 XR 技术沉淀，促进虚拟应用场景解决方案落地

随着 AR、VR、SG、云计算等技术成熟度提升，元宇宙有望逐步从概念走向现实，预计各大互联网巨头企业和专注游戏、社交的头部企业将发展出一系列独立的虚拟平台，根据头豹研究院预测，未来在中国、美国等主要经济体当中的渗透率将有望突破 30%。由于元宇

宙是未来科技发展的一大方向，作为元宇宙的入场券，XR 技术的应用让人印象深刻，通过硬件设备与软件技术手段结合，XR 技术将虚拟与现实融合，为体验者带来无缝转换、实时交互的沉浸感。虚拟现实技术收到国家重视，我国《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划(2022-2026 年)》提出，到 2026 年，我国虚拟现实产业总体规模超过 3500 亿元，虚拟现实终端销量超过 2500 万台，产业潜力较大。

公司在 AR/VR 应用领域有长期技术沉淀，通过相关前沿高科技手段与彩讯双中台能力的结合，积极推进“虚拟现实+”应用的探索。当前公司积极推进相关 AR/VR 领域的应用场景探索，在立足主业的前提下，目前公司已经参与了“中国移动广东公司 2020 年广东 5G+ 生活运营支撑项目”及“2021 年粤享 5GAPP 应用研发项目”等项目，多项技术融合，赋能客户虚拟应用场景建设、toB 行业销售和应用创新。

公司作为中国移动咪咕核心合作伙伴，其元宇宙相关技术在世界杯中有所应用，积极助力世界杯专项硬件保障、内容宣传等工作；并为各大车企品牌提供具备元宇宙技术的车机适配，科技上实现车内空间观看世界杯赛事畅通无阻。公司积极融合新技术与成熟应用，未来会为客户提供更多从元宇宙创新角度出发且兼具落地实现价值的解决方案，公司在该领域发展未来可期。

图 23：元宇宙于世界杯当中的应用



资料来源：彩讯股份 300634 公众号，天风证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 盈利预测假设与业务拆分

公司未来有望进入高成长期，从行业看，公司将继续加大电信行业的互联网渠道建设，同时积极拓展金融、能源等新领域。整体看，随着下游需求的持续释放以及客户粘性的增强，公司收入有望快速增长。

技术服务与软件产品的开发和销售业务相配套，假设毛利率稳定，与公司产品开发和销售的增速相当。

软件产品开发与销售部分业务随着公司智慧渠道业务中平台建设和运营持续发力，疫情催化与线上会议普及，邮箱等公司数字化产品认可度提高，公司紧抓信创趋势，相关需求有望持续释放，公司云业务随着政务云等趋势发展而增长。整体而言该部分业务 2022-2024 年平均预计增长 41%，38%，38%。

系统集成业务包括外购软硬件产品和公司软件产品的销售及安装，与主营产品配套，短期需求波动和项目验收延迟导致 2021 年收入下降，未来有望回暖，假设商业模式保持不变，毛利率稳定。

表 3：公司细分业务收入预测

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
技术服务	收入	680.61	1,014.11	1,470.45	2,029.23
	同比增长率	38.50%	49.00%	45.00%	38.00%
	毛利率	39.85%	40.00%	40.00%	40.00%
软件产品开发与销售	收入	96.63	136.25	188.03	259.48
	同比增长率	-21.41%	41.00%	38.00%	38.00%
	毛利率	44.97%	40.00%	40.00%	40.00%
系统集成设备	收入	25.67	26.95	27.76	28.32
	同比增长率	-51.49%	5.00%	3.00%	2.00%
	毛利率	8.54%	8.00%	8.00%	7.00%
其他业务	收入	84.46	88.68	91.34	94.08
	同比增长率	17.61%	5.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	53.91%	55.00%	55.00%	50.00%
合计	收入	887.37	1,265.99	1,777.58	2,411.10
	同比增长率	20.06%	42.67%	40.41%	35.64%
	毛利率	40.84%	40.37%	40.27%	40.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 估值分析

从公司主要的三大业务条线出发，分别选取专注协同办公业务的金山办公；作为行业信创核心厂商的致远互联、恒生电子、顶点软件；从事运营商业务的东方国信、梦网科技和从事政务云业务的电科数字进行相对估值，上述公司与彩讯股份在业务和商业模式上互有重合。公司深耕数字经济领域，研发能力强，伴随信创产业以及国资云发展趋势，未来订单量有望快速增长，预计 2022 至 2024 年归母净利润为 2.16、2.89、3.79 亿元，行业内可比公司 2023 年平均估值水平为 39.03 倍，我们认为公司 2023 年合理估值水平为 38 倍，对应股价 24.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：公司和可比公司估值对比

股票代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688111.SH	金山办公	1,304.10	12.13	16.80	22.61	107.55	77.63	57.69
688369.SH	致远互联	60.89	1.56	2.11	2.81	39.08	28.91	21.65
600570.SH	恒生电子	874.00	13.18	18.17	22.87	66.29	48.11	38.22
603383.SH	顶点软件	90.01	1.76	2.41	3.18	51.19	37.28	28.30
300166.SZ	东方国信	96.92	3.14	4.23	4.74	30.89	22.93	20.45
002123.SZ	梦网科技	99.15	1.61	2.85	4.16	61.62	34.78	23.86
600850.SH	电科数字	147.50	5.47	6.26	7.02	26.96	23.56	21.01
	平均					54.80	39.03	30.17
300634.SZ	彩讯股份	76.37	2.16	2.89	3.79	35.40	26.45	20.14

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：可比公司净利润采用 Wind 一致预期，截至 2023 年 1 月 18 日收盘价

5. 风险提示

1、市场竞争加剧的风险。国内软件市场如今快速发展，市场空间广阔，而公司三大核心业务所属领域均存在竞争者，如果公司不能在技术水平、成本控制、市场拓展等方面继续保持自身优势，行业竞争加剧可能给公司带来业务上的波动，包括需求端景气度的波动，以及利润率的波动。

2、技术路线变革的风险。云、协同办公等行业属于高技术密集度行业，由于此类技术能力普遍具有技术更新快的特点，一旦公司对相关技术、产品及市场发展趋势把握不当，在关键技术、新产品研发等方面出现失误，将会导致技术发展方向的错误和新产品开发的失败，进而导致公司竞争力下降，经营业绩下降。

3、软件产品质量风险。金融、电信、能源、交通和政府部门客户对与软件性能等要求较高，产品质量出现问题将对客户运营产生影响，进而影响公司经营。

4、劳动力成本上升及人才流失风险。公司是知识密集型企业，劳动力成本是成本的重要组成部分，相关领域人员劳动力成本的上升，规模扩大同时对高级专业人才吸引力不够，或者优秀人才的流失都会对公司经营发展造成不利影响。

5、知识产权受侵害风险。公司知识产权为核心资产，以提升市场竞争力，如无法保护知识产权，则会对公司盈利水平产生不利影响。

6、应收账款余额较大风险。公司主要面向国有大中型企业、政府部门等开展业务，产生应收账款和合同资产净额占总资产比例较大，如无法回收，将对公司财务状况产生不良影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	358.52	914.30	1,091.04	1,309.20	1,329.33
应收票据及应收账款	137.24	171.87	539.72	459.42	895.80
预付账款	4.84	72.79	22.17	40.20	44.78
存货	60.16	115.07	157.54	208.17	265.99
其他	318.92	233.61	368.56	511.90	557.06
流动资产合计	879.69	1,507.64	2,179.03	2,528.89	3,092.97
长期股权投资	66.71	47.48	47.48	47.48	47.48
固定资产	120.14	76.40	55.70	34.17	12.65
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	9.36	5.27	5.60	3.83	2.05
其他	533.39	607.94	606.42	604.89	603.36
非流动资产合计	729.60	737.09	715.20	690.37	665.54
资产总计	1,793.28	2,540.52	2,894.23	3,219.26	3,758.51
短期借款	0.00	3.00	11.82	11.82	11.82
应付票据及应付账款	64.72	74.98	270.76	215.50	447.03
其他	120.21	151.67	229.12	363.19	350.78
流动负债合计	184.93	229.65	511.70	590.51	809.63
长期借款	56.62	40.41	35.62	35.62	35.62
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.89	12.36	12.36	12.36	12.36
非流动负债合计	60.51	52.77	47.98	47.98	47.98
负债合计	281.82	395.97	559.69	638.49	857.61
少数股东权益	52.32	74.03	71.29	67.62	62.80
股本	400.01	444.01	444.01	444.01	444.01
资本公积	469.34	919.89	926.61	926.61	926.61
留存收益	566.49	688.98	874.53	1,122.86	1,449.01
其他	23.29	17.65	18.10	19.68	18.48
股东权益合计	1,511.46	2,144.56	2,334.54	2,580.77	2,900.90
负债和股东权益总计	1,793.28	2,540.52	2,894.23	3,219.26	3,758.51

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	141.74	153.78	215.76	288.75	379.25
折旧摊销	29.18	30.73	23.30	23.30	23.30
财务费用	4.17	4.46	(13.09)	(16.29)	(18.32)
投资损失	(21.54)	(12.44)	(14.30)	(16.45)	(18.92)
营运资金变动	(141.86)	(137.56)	(37.64)	(51.37)	(323.30)
其它	90.69	(5.27)	(3.19)	(4.27)	(5.60)
经营活动现金流	102.37	33.71	170.84	223.68	36.40
资本支出	10.61	(46.02)	2.93	0.00	0.00
长期投资	6.06	(19.22)	0.00	0.00	0.00
其他	(257.11)	155.18	8.44	16.45	18.92
投资活动现金流	(240.44)	89.93	11.37	16.45	18.92
债权融资	(21.12)	(0.39)	17.12	16.29	18.32
股权融资	9.73	435.62	(22.59)	(38.25)	(53.51)
其他	(35.82)	(1.88)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(47.21)	433.34	(5.46)	(21.96)	(35.19)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(185.28)	556.98	176.75	218.16	20.12

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	739.12	887.37	1,265.99	1,777.58	2,411.10
营业成本	419.15	524.95	754.92	1,061.73	1,446.60
营业税金及附加	3.92	5.24	7.16	10.05	13.63
销售费用	29.19	33.67	44.31	62.22	84.39
管理费用	46.53	47.83	63.30	88.88	120.56
研发费用	115.51	137.05	196.23	283.52	384.57
财务费用	3.38	(6.32)	(13.09)	(16.29)	(18.32)
资产/信用减值损失	(6.37)	(4.80)	(0.45)	(0.15)	0.32
公允价值变动收益	3.91	3.06	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.54	12.44	14.30	16.45	18.92
其他	(48.20)	(31.63)	0.00	0.00	0.00
营业利润	150.56	165.88	227.02	303.77	398.92
营业外收入	0.05	0.02	0.02	0.02	0.03
营业外支出	1.46	0.22	0.24	0.26	0.29
利润总额	149.16	165.68	226.80	303.53	398.66
所得税	7.41	11.90	14.23	19.04	25.01
净利润	141.74	153.78	212.57	284.48	373.64
少数股东损益	5.15	4.65	(3.19)	(4.27)	(5.60)
归属于母公司净利润	136.60	149.13	215.76	288.75	379.25
每股收益（元）	0.31	0.34	0.49	0.65	0.85

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	0.96%	20.06%	42.67%	40.41%	35.64%
营业利润	1.75%	10.17%	36.86%	33.81%	31.32%
归属于母公司净利润	2.87%	9.17%	44.68%	33.83%	31.34%
获利能力					
毛利率	43.29%	40.84%	40.37%	40.27%	40.00%
净利率	18.48%	16.81%	17.04%	16.24%	15.73%
ROE	9.36%	7.20%	9.53%	11.49%	13.36%
ROIC	40.36%	34.06%	37.80%	49.06%	61.63%
偿债能力					
资产负债率	15.72%	15.59%	19.34%	19.83%	22.82%
净负债率	-18.65%	-39.38%	-43.57%	-47.87%	-43.28%
流动比率	4.81	5.25	4.26	4.28	3.82
速动比率	4.53	4.92	3.95	3.93	3.49
营运能力					
应收账款周转率	3.54	5.74	3.56	3.56	3.56
存货周转率	18.20	10.13	9.29	9.72	10.17
总资产周转率	0.42	0.41	0.47	0.58	0.69
每股指标（元）					
每股收益	0.31	0.34	0.49	0.65	0.85
每股经营现金流	0.23	0.08	0.38	0.50	0.08
每股净资产	3.29	4.66	5.10	5.66	6.39
估值比率					
市盈率	55.91	51.21	35.40	26.45	20.14
市净率	5.23	3.69	3.37	3.04	2.69
EV/EBITDA	21.62	18.81	24.66	18.19	13.99
EV/EBIT	23.95	20.67	27.31	19.66	14.84

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com