

彩讯股份 (300634)

证券研究报告

2023 年 04 月 22 日

业绩快速增长超预期，信创与国资云叠加 AI 成长动力强劲

事件：公司发布 2022 年报及 2023 年一季报。22 年实现营收 11.95 亿元，同比增长 34.71%，实现归母净利润 2.25 亿元，同比增长 50.91%，扣非归母净利润 1.84 亿元，同比增长 41.90%。23Q1 实现营收 3.83 亿元，同比增长 42.58%，归母净利润 6064 万元，同比增长 45.52%，扣非归母净利润 5629 万元，同比增长 51.41%，业绩超预期。

我们的点评如下：

把握数字经济发展机遇，三大产品线持续快速增长

2022 年，随着 5G 高速发展、信创产业全面加速和 AIGC 催生的新一轮人工智能技术革命，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，敏锐地抓住电信、金融、能源、交通、政府等行业数字化转型的机会，在国家政策的推动下，2022 年公司实现了营业收入和净利润的双增长。公司主营业务三大产品线继续保持大幅增长：1) **信创提速背景下，基于标杆客户的复制+产品交叉销售，带动协同办公产品线快速增长。**22 年协同办公产品线收入 3.54 亿元，同比增长 35.63%。2) **智慧渠道产品保障亿级用户运营效果，营收利润稳步增长。**22 年智慧渠道产品线收入 5.01 亿元，同比增长 29.23%。3) **乘势运营商国资云发展快车道，云和大数据产品线营收首次破 2 亿。**22 年云和大数据产品线收入 2.18 亿元，同比增长 48.16%。

国资云快速发展，公司作为核心供应商有望持续受益

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 2022 年财报显示，云计算成为拉动增长的主力，云业务增速均超过 100%**。其中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。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。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。**目前公司也是移动云等电信运营商国资云的核心供应商，未来有望持续受益。**

积极拥抱 AIGC 技术，探索多场景应用升级

在人工智能领域，公司积极拥抱 AIGC 技术，高度重视 AI 技术的研发和应用，深度融合下一代 AI 与现有产品矩阵。在三大产品线中积极探索多场景应用，在国内与百度积极合作，成为“文心一言”的首批生态合作伙伴。公司 RichMail 邮件系统、5G 消息 Chatbot 系统、数字虚拟人智能助理、智能外呼及涉及到客服模块的产品均已探索结合生成式 AI 的相关能力，如借助 AI 自然语言处理工具，彩讯 RichMail 邮件系统可以实现邮件的智能生成和智能摘要，智能处理，智能翻译等功能，助力广大客户实现智能化升级。在智能外呼领域，公司长期沉淀了语音识别、语音合成等关键 AI 技术，同时积累了丰富的运营经验，从而显著提升了服务质量和用户体验，公司也是中国移动智能外呼产品的核心供应商。

盈利预测与投资建议：公司深耕数字经济领域，积极拥抱 AIGC 技术，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。考虑公司积极拥抱新技术未来三大产品线有望持续受益，调整 23-25 年预计归母净利润为 3.01/3.93/5.02 亿元（23-24 年原值为 2.89/3.79 亿元），对应 PE 为 42/32/25X，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、信创发展不及预期、国资云发展不及预期等

投资评级

行业	计算机/IT 服务 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	28.23 元
目标价格	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)	12,534.43
流通 A 股市值(百万元)	11,854.22
每股净资产(元)	5.27
资产负债率(%)	17.82
一年内最高/最低(元)	33.66/9.66

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

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《彩讯股份-首次覆盖报告:深耕数字化技术，信创产业与国资云双轮驱动未来可期》2023-01-19
- 2 《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
- 3 《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

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	887.37	1,195.42	1,618.28	2,150.68	2,773.76
增长率(%)	20.06	34.71	35.37	32.90	28.97
EBITDA(百万元)	327.25	451.22	326.96	420.06	529.64
归属母公司净利润(百万元)	149.13	225.04	300.58	393.02	501.55
增长率(%)	9.17	50.91	33.57	30.75	27.61
EPS(元/股)	0.34	0.51	0.68	0.89	1.13
市盈率(P/E)	84.05	55.70	41.70	31.89	24.99
市净率(P/B)	6.05	5.50	4.93	4.36	3.79
市销率(P/S)	14.13	10.49	7.75	5.83	4.52
EV/EBITDA	18.81	11.45	31.80	25.05	18.76

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	914.30	1,033.62	1,564.03	1,437.36	2,014.88	营业收入	887.37	1,195.42	1,618.28	2,150.68	2,773.76
应收票据及应收账款	171.87	269.73	404.70	491.61	664.38	营业成本	524.95	690.60	934.80	1,242.97	1,605.35
预付账款	72.79	124.98	56.93	94.46	101.06	营业税金及附加	5.24	11.89	11.06	14.69	18.95
存货	115.07	158.21	179.35	248.78	277.42	销售费用	33.67	44.39	59.07	78.07	100.13
其他	233.61	179.64	196.87	673.61	384.95	管理费用	47.83	56.70	76.06	100.65	129.26
流动资产合计	1,507.64	1,766.18	2,401.88	2,945.83	3,442.69	研发费用	137.05	208.03	250.83	333.36	429.93
长期股权投资	47.48	52.18	52.18	52.18	52.18	财务费用	(6.32)	(10.39)	(15.12)	(18.11)	(21.43)
固定资产	76.40	70.69	52.14	32.76	13.39	资产/信用减值损失	(4.80)	(8.48)	(4.50)	(4.50)	(4.50)
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	3.06	21.51	0.00	0.00	0.00
无形资产	5.27	32.77	31.23	27.58	23.93	投资净收益	12.44	13.37	14.98	13.60	13.98
其他	607.94	607.03	604.82	602.83	602.83	其他	(31.63)	(69.95)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	737.09	762.66	740.36	715.36	692.34	营业利润	165.88	237.74	312.07	408.16	521.06
资产总计	2,540.52	2,870.45	3,142.24	3,661.18	4,135.03	营业外收入	0.02	1.03	1.14	1.25	1.38
短期借款	3.00	11.34	11.82	11.82	11.82	营业外支出	0.22	0.14	0.16	0.17	0.19
应付票据及应付账款	74.98	132.90	165.78	231.36	281.56	利润总额	165.68	238.62	313.04	409.23	522.24
其他	151.67	188.24	304.08	425.96	424.81	所得税	11.90	9.49	16.90	22.02	28.10
流动负债合计	229.65	332.49	481.67	669.15	718.19	净利润	153.78	229.13	296.14	387.21	494.14
长期借款	40.41	36.59	35.62	35.62	35.62	少数股东损益	4.65	4.09	(4.44)	(5.81)	(7.41)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	149.13	225.04	300.58	393.02	501.55
其他	12.36	12.76	12.76	12.76	12.76	每股收益（元）	0.34	0.51	0.68	0.89	1.13
非流动负债合计	52.77	49.35	48.38	48.38	48.38						
负债合计	395.97	516.50	530.05	717.53	766.57						
少数股东权益	74.03	75.30	71.48	66.49	60.11	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	444.01	444.01	444.01	444.01	444.01	成长能力					
资本公积	919.89	932.12	932.12	932.12	932.12	营业收入	20.06%	34.71%	35.37%	32.90%	28.97%
留存收益	688.98	887.38	1,145.88	1,483.88	1,915.22	营业利润	10.17%	43.32%	31.27%	30.79%	27.66%
其他	17.65	15.13	18.69	17.16	16.99	归属于母公司净利润	9.17%	50.91%	33.57%	30.75%	27.61%
股东权益合计	2,144.56	2,353.95	2,612.19	2,943.66	3,368.46	获利能力					
负债和股东权益总计	2,540.52	2,870.45	3,142.24	3,661.18	4,135.03	毛利率	40.84%	42.23%	42.24%	42.21%	42.12%
						净利率	16.81%	18.83%	18.57%	18.27%	18.08%
						ROE	7.20%	9.88%	11.83%	13.66%	15.16%
						ROIC	34.06%	41.16%	41.62%	91.25%	54.68%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	15.59%	17.99%	16.87%	19.60%	18.54%
净利润	153.78	229.13	300.58	393.02	501.55	净负债率	-39.38%	-40.73%	-57.03%	-46.31%	-57.61%
折旧摊销	30.73	24.47	23.02	23.02	23.02	流动比率	5.25	4.51	4.99	4.40	4.79
财务费用	4.46	3.83	(15.12)	(18.11)	(21.43)	速动比率	4.92	4.17	4.61	4.03	4.41
投资损失	(12.44)	(13.37)	(14.98)	(13.60)	(13.98)	营运能力					
营运资金变动	(137.56)	(131.46)	252.57	(481.16)	129.70	应收账款周转率	5.74	5.41	4.80	4.80	4.80
其它	(5.27)	11.86	(4.44)	(5.81)	(7.41)	存货周转率	10.13	8.75	9.59	10.05	10.54
经营活动现金流	33.71	124.46	541.63	(102.64)	611.45	总资产周转率	0.41	0.44	0.54	0.63	0.71
资本支出	(46.02)	48.07	2.93	0.00	0.00	每股指标（元）					
长期投资	(19.22)	4.70	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.34	0.51	0.68	0.89	1.13
其他	155.18	(332.86)	9.12	13.60	13.98	每股经营现金流	0.08	0.28	1.22	-0.23	1.38
投资活动现金流	89.93	(280.09)	12.05	13.60	13.98	每股净资产	4.66	5.13	5.72	6.48	7.45
债权融资	(0.39)	15.27	14.62	18.11	21.43	估值比率					
股权融资	435.62	9.71	(37.90)	(55.74)	(69.34)	市盈率	84.05	55.70	41.70	31.89	24.99
其他	(1.88)	(61.26)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	6.05	5.50	4.93	4.36	3.79
筹资活动现金流	433.34	(36.28)	(23.27)	(37.63)	(47.91)	EV/EBITDA	18.81	11.45	31.80	25.05	18.76
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	20.67	12.04	34.21	26.50	19.62
现金净增加额	556.98	(191.91)	530.41	(126.67)	577.52						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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