

## 三大产品线协同发展，拥抱 AI 打造成长新动能

2024 年 04 月 18 日

► **事件概述：**2024 年 4 月 15 日公司发布 2023 年度报告，2023 年公司实现营业收入 14.96 亿元，同比增长 25.18%；归母净利润 3.25 亿元，同比增长 44.31%；扣非归母净利润 1.87 亿元，同比增长 1.57%。

► **推动 AI 与多技术环节融合，赋能三大产品线打造第二增长曲线。** 1) **新一代智能邮箱 Demo：**23 年 5 月发布，有望发展三大核心产品能力，分别是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，并接入了文心一言、百川智能、智谱 ChatGLM、Kimi 等基础大模型。2) **一站式集成开发平台 RichAI：**在多模型接入管理方面，公司开发的模型管理组件，能够灵活地管理和调度不同的 AI 模型；在检索增强生成 (RAG) 技术方面，支撑在庞大的数据集中快速检索相关信息，并结合上下文生成连贯、自然的回答；在 Agent 技术方面，实现了对 AI 任务的高效管理和执行，为客户提供更加灵活和智能化的服务体验。3) **人工智能引擎 AIBox：**旨在打造企业级大模型应用平台，构建完善的行业 AI 应用流程，实现在云端及 AIPC、AIPhone 等多端灵活部署及使用，为企业提供易于使用、成本效益高的数字营销工具 AgentCopilot 产品，为企业提供全面、个性化的智慧办公解决方案。4) **数字人领域：**由“数字人”向“数智人”升级，通过合作自研的 AIMotion 动作随动系统、“点云-拓扑-模型技术栈”探索 AIGC-3D 建模技术路线、RTI (Real-TimeInteractive) 场景与角色实时互动等多项核心技术能力重构应用场景。5) **算力领域：**公司与百信信息技术有限公司达成合作，共同推广销售昇腾服务器产品。

► **聚焦办公场景紧抓信创市场机遇，持续打造公司核心竞争力。**“十四五”规划中明确指出到 2025 年行政办公及电子政务系统要全部完成国产化替代。公司以“信创邮箱+统一办公平台”为核心，成为信创应用软件市场的主要参与者，RichMail 邮箱系统已完成了全栈信创认证，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。在存量客户信创改造方面，中国银行、中国人寿、南方航空等大型头部客户开启了新一期的信创改造建设；在优势行业领域拓展方面，公司在交通领域与中国国际货运航空等达成合作，在金融领域与英大人寿、中银证券等成功签约。

► **投资建议：**公司是国内邮箱领域龙头，并形成了协同办公、智慧渠道、云和大数据三大产品线。在 AI 驱动的新技术革命背景下，公司持续加大研发投入，重点投入数字人以及 AI+ 应用创新，有望打开新的增长空间。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 3.98/4.84/5.81 元，对应 PE 分别为 19X、16X、13X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**AI 技术落地进程不及预期；下游需求恢复不及预期；同业竞争加剧的风险。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 1,496 | 1,874 | 2,309 | 2,799 |
| 增长率 (%)          | 25.2  | 25.2  | 23.3  | 21.2  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 325   | 398   | 484   | 581   |
| 增长率 (%)          | 44.3  | 22.6  | 21.5  | 20.1  |
| 每股收益 (元)         | 0.73  | 0.89  | 1.08  | 1.30  |
| PE               | 24    | 19    | 16    | 13    |
| PB               | 3.0   | 2.7   | 2.3   | 2.0   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.18 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

邮箱：lvwei\_yj@mszq.com

分析师 郭新宇

执业证书：S0100518120001

邮箱：guoxinyu@mszq.com

## 相关研究

1.彩讯股份 (300634.SZ) 2023 年三季度报点评：业绩稳步提升，AI 前瞻性布局提升长期发展动能-2023/10/25

2.彩讯股份 (300634.SZ) 2023 半年报点评：2023H1 扣非增速超三成，多轮驱动龙头长期成长-2023/08/09

3.彩讯股份 (300634.SZ) 2023 年一季报点评：收入利润实现双高增，AI 应用长期潜力可期-2023/04/22

4.彩讯股份 (300634.SZ) 2022 年年报点评：紧抓信创、国资云趋势助力成长，AI 应用潜力可期-2023/04/15

5.彩讯股份 (300634.SZ) 2022 年三季度报点评：业绩持续高增，“信创+云”双轮驱动前景可期-2022/10/22

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 1,496 | 1,874 | 2,309 | 2,799 |
| 营业成本      | 918   | 1,112 | 1,369 | 1,659 |
| 营业税金及附加   | 15    | 17    | 21    | 25    |
| 销售费用      | 57    | 60    | 74    | 90    |
| 管理费用      | 58    | 60    | 74    | 90    |
| 研发费用      | 262   | 262   | 323   | 392   |
| EBIT      | 199   | 384   | 475   | 576   |
| 财务费用      | -19   | -10   | -8    | -7    |
| 资产减值损失    | -27   | -3    | -3    | -4    |
| 投资收益      | 3     | 24    | 30    | 36    |
| 营业利润      | 345   | 436   | 529   | 636   |
| 营业外收支     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额      | 344   | 436   | 530   | 636   |
| 所得税       | 23    | 31    | 37    | 45    |
| 净利润       | 321   | 405   | 492   | 592   |
| 归属于母公司净利润 | 325   | 398   | 484   | 581   |
| EBITDA    | 254   | 461   | 572   | 680   |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 1,205 | 1,165 | 1,346 | 1,579 |
| 应收账款及票据     | 332   | 418   | 515   | 625   |
| 预付款项        | 192   | 233   | 287   | 348   |
| 存货          | 121   | 241   | 297   | 360   |
| 其他流动资产      | 488   | 605   | 737   | 883   |
| 流动资产合计      | 2,338 | 2,662 | 3,183 | 3,795 |
| 长期股权投资      | 69    | 93    | 123   | 159   |
| 固定资产        | 64    | 75    | 85    | 106   |
| 无形资产        | 31    | 62    | 76    | 88    |
| 非流动资产合计     | 891   | 984   | 1,068 | 1,163 |
| 资产合计        | 3,229 | 3,646 | 4,251 | 4,959 |
| 短期借款        | 16    | 16    | 16    | 16    |
| 应付账款及票据     | 200   | 235   | 289   | 345   |
| 其他流动负债      | 308   | 390   | 467   | 567   |
| 流动负债合计      | 524   | 640   | 772   | 929   |
| 长期借款        | 18    | 18    | 68    | 118   |
| 其他长期负债      | 20    | 28    | 38    | 45    |
| 非流动负债合计     | 38    | 46    | 107   | 163   |
| 负债合计        | 563   | 686   | 879   | 1,092 |
| 股本          | 448   | 448   | 448   | 448   |
| 少数股东权益      | 61    | 69    | 78    | 88    |
| 股东权益合计      | 2,666 | 2,960 | 3,372 | 3,867 |
| 负债和股东权益合计   | 3,229 | 3,646 | 4,251 | 4,959 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 25.18 | 25.20 | 23.25 | 21.23 |
| EBIT 增长率        | 2.12  | 93.25 | 23.49 | 21.47 |
| 净利润增长率          | 44.31 | 22.63 | 21.48 | 20.13 |
| <b>盈利能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率             | 38.66 | 40.66 | 40.70 | 40.74 |
| 净利润率            | 21.69 | 21.25 | 20.94 | 20.75 |
| 总资产收益率 ROA      | 10.05 | 10.92 | 11.38 | 11.72 |
| 净资产收益率 ROE      | 12.46 | 13.77 | 14.68 | 15.38 |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 4.46  | 4.16  | 4.12  | 4.09  |
| 速动比率            | 3.11  | 2.66  | 2.60  | 2.55  |
| 现金比率            | 2.30  | 1.82  | 1.74  | 1.70  |
| 资产负债率 (%)       | 17.43 | 18.82 | 20.67 | 22.02 |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 67.44 | 68.00 | 68.00 | 68.00 |
| 存货周转天数          | 48.18 | 80.00 | 80.00 | 80.00 |
| 总资产周转率          | 0.49  | 0.54  | 0.58  | 0.61  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.73  | 0.89  | 1.08  | 1.30  |
| 每股净资产           | 5.82  | 6.46  | 7.36  | 8.44  |
| 每股经营现金流         | 0.40  | 0.47  | 0.85  | 0.99  |
| 每股股利            | 0.17  | 0.18  | 0.22  | 0.26  |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 24    | 19    | 16    | 13    |
| PB              | 3.0   | 2.7   | 2.3   | 2.0   |
| EV/EBITDA       | 25.79 | 14.23 | 11.46 | 9.64  |
| 股息收益率 (%)       | 0.98  | 1.04  | 1.27  | 1.52  |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 321   | 405   | 492   | 592   |
| 折旧和摊销       | 55    | 77    | 98    | 104   |
| 营运资金变动      | -101  | -233  | -171  | -210  |
| 经营活动现金流     | 177   | 212   | 379   | 443   |
| 资本开支        | -39   | -120  | -129  | -135  |
| 投资          | 61    | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | -185  | -120  | -129  | -135  |
| 股权募资        | 46    | -46   | 0     | 0     |
| 债务募资        | -14   | 0     | 27    | 50    |
| 筹资活动现金流     | -32   | -132  | -69   | -75   |
| 现金净流量       | -40   | -39   | 181   | 233   |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准  | 评级   | 说明                  |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|   | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 行业评级  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026