

## 彩讯股份 (300634)

证券研究报告

2024年04月19日

## 营收净利润双增长，三大产品线持续发力

**事件：**公司发布 2023 年年报，实现营收 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%。

我们的点评如下：

**AI 浪潮及数字经济发展背景下，三大产品线持续稳定增长**

2023 年以大模型为代表的生成式 AI 技术掀起了全球 AI 技术发展的新浪潮。在国家推动数字经济健康发展的各项政策推动下，公司实现营收净利润的双增长，**三大产品线继续保持稳定增长：**

**信创持续利好，智能邮箱产品落地，协同办公产品线增长稳健，23 年收入 4.62 亿元，同比增长 30.48%。**核心信创产品 RichMail 信创安全邮箱系统，继续受到广泛市场认可，重点客户签约达成效果显著，客户粘性持续提升。协同办公主要客户涵盖：中国移动、中国联通、中国银行、中国人寿、郑州银行、上海银行、江苏银行、天津银行、南方航空、澳门航空、英大人寿、中银证券、中国五矿等。23 年内公司发布了下一代智能邮箱产品 Demo，接入文心一言、百川智能、智谱 ChatGLM、Kimi 等基础大模型，实现智能写信、智能回信、智能摘要、邮件归类整理、专属邮件秘书的能力，解决传统电子邮件需要花费大量时间和精力、邮件太多难以分类和管理、容易错过重要邮件等难题，帮助用户更高效地处理和管理电子邮件。

**元宇宙数字人贡献新动能，智慧渠道产品线创新升级，23 年收入 6.16 亿元，同比增长 23.00%。**2023 年公司成功续签中国移动手机营业厅、中国移动统一认证、中移统一门户、中移在线电渠技术支撑、工行牡丹卡中心 e 生活平台、广东移动粤享 5G 等重点项目，为智慧渠道产品线提供稳固的业务基础，充分证明了公司在该产品线中长期积累的专业运营实力和服务优势。随着 AI 技术的不断进步，元宇宙和数字人的应用场景和功能也在不断扩展。彩讯将人工智能技术应用于元宇宙的场景构建、内容生成等方面，实现元宇宙互动体验、信息智慧管理、构建数字孪生全域产品力。公司已孵化 5G 视频秘书、数字人外呼、数字人资产管理等众多商用数字人产品。

**运营商国资云合作深化，带动云和大数据产品线高质量增长，23 年收入 3.35 亿元，同比增长 53.23%。**云业务方面在 2023 年取得了显著进展，公司作为移动云认证的核心供应商，通过提供专业的咨询服务和解决方案，高质量的交付和超预期的服务，与客户通力合作，协助客户在全国范围内进行业务拓展和交付实施，并连续获得客户侧的一致首肯。在 C 端，协助客户研发智能云盘助手，实现图生文、文生图、活照片、AI 漫画、智能抠图、老照片修复等智能化功能，大幅提升 C 端用户活跃度。算力领域，伴随人工智能的发展和算力需求的旺盛，搭载昇腾芯片的服务器市场规模预期也将呈现增长态势；公司与百信信息技术有限公司合作，共同推广销售昇腾服务器产品。大数据业务也取得重要进展，新拓中移集成公司城市大数据智慧运营项目，帮助客户更好的利用海量数据资源，实现数据的深度挖掘和价值释放。

**持续投入研发，打造 AI 技术能力，重点投入数字人、AI+应用创新领域**

公司在 AI 能力建设方面持续投入研发，打造彩讯 RichAI，推出彩讯人工智能引擎 AIBox。通过引入通用大模型的能力，将原有多领域的技术组件进行升级和整合。彩讯 AIBox 将成为连接通用人工智能与私域应用场景的桥梁，支撑未来企业客户多个智能化场景的实现，全面高效的提升企业智能化水平。此外，公司在 AI 中台能力建设之上，积极投入数字人、AI+应用创新，重点研发下一代智能邮箱、智能云盘、虚拟数字人等产品。23 年公司研发人员占比较高，达到 69.86%，研发投入 3.0 亿元，同比增长 26.97%，研发投入占收比达 20.02%。

**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。考虑公司布局创新领域或产生较大投入及盈利能力存在不确定性，预计 24-26 年归母净利润为 3.40/4.32/5.41 亿元（24-25 年原值为 3.95/5.06 亿元），对应 PE 为 23/18/14X，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、人工智能发展不及预期、信创发展不及预期、国资云发展不及预期、劳动力成本上升及人才流失风险等

## 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	17.18 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	447.65
流通 A 股股本(百万股)	431.29
A 股总市值(百万元)	7,690.68
流通 A 股市值(百万元)	7,409.53
每股净资产(元)	5.82
资产负债率(%)	17.43
一年内最高/最低(元)	33.90/12.70

## 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

- 《彩讯股份-季报点评:营收净利润快速增长，数字经济浪潮下三大产品线未来可期》 2023-10-27
- 《彩讯股份-半年报点评:营收净利润双增长，三大产品线持续发力》 2023-08-09
- 《彩讯股份-年报点评报告:业绩快速增长超预期，信创与国资云叠加 AI 成长动力强劲》 2023-04-22

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,195.42	1,496.41	1,897.67	2,392.83	2,980.79
增长率(%)	34.71	25.18	26.81	26.09	24.57
EBITDA(百万元)	451.22	666.25	372.79	465.69	557.81
归属母公司净利润(百万元)	225.04	324.63	339.70	432.37	541.33
增长率(%)	50.91	44.25	4.64	27.28	25.20
EPS(元/股)	0.50	0.73	0.76	0.97	1.21
市盈率(P/E)	34.17	23.69	22.64	17.79	14.21
市净率(P/B)	3.38	2.95	2.65	2.35	2.06
市销率(P/S)	6.43	5.14	4.05	3.21	2.58
EV/EBITDA	11.45	10.98	13.77	11.58	8.20

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,033.62	1,204.52	1,925.74	1,663.69	2,471.05	营业收入	1,195.42	1,496.41	1,897.67	2,392.83	2,980.79
应收票据及应收账款	269.73	332.26	287.20	493.90	479.12	营业成本	690.60	917.84	1,160.29	1,464.09	1,824.77
预付账款	124.98	192.46	37.18	252.59	108.56	营业税金及附加	11.89	14.85	14.75	18.60	23.17
存货	158.21	121.16	297.83	206.46	391.66	销售费用	44.39	57.50	69.26	83.75	101.35
其他	179.64	116.23	156.33	628.20	331.17	管理费用	56.70	58.45	72.11	89.73	110.29
<b>流动资产合计</b>	<b>1,766.18</b>	<b>1,966.63</b>	<b>2,704.27</b>	<b>3,244.84</b>	<b>3,781.56</b>	研发费用	208.03	261.62	284.65	346.96	417.31
长期股权投资	52.18	68.73	68.73	68.73	68.73	财务费用	(10.39)	(19.48)	(28.72)	(32.89)	(38.46)
固定资产	70.69	63.91	48.53	32.55	32.40	资产/信用减值损失	(8.48)	(29.41)	(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	21.51	150.54	30.00	26.00	22.00
无形资产	32.77	62.69	51.91	39.03	26.15	投资净收益	13.37	3.06	3.43	6.62	4.37
其他	607.03	695.74	694.17	693.52	693.52	其他	(69.95)	(263.09)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>762.66</b>	<b>891.06</b>	<b>863.34</b>	<b>833.84</b>	<b>820.80</b>	<b>营业利润</b>	<b>237.74</b>	<b>344.53</b>	<b>354.25</b>	<b>450.71</b>	<b>564.23</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,870.45</b>	<b>3,229.22</b>	<b>3,567.62</b>	<b>4,078.68</b>	<b>4,602.37</b>	营业外收入	1.03	0.10	0.11	0.12	0.13
短期借款	11.34	16.22	11.82	11.82	11.82	营业外支出	0.14	0.53	0.58	0.64	0.70
应付票据及应付账款	132.90	199.89	114.59	282.23	212.34	<b>利润总额</b>	<b>238.62</b>	<b>344.10</b>	<b>353.78</b>	<b>450.20</b>	<b>563.66</b>
其他	188.24	217.17	426.11	404.44	540.17	所得税	9.49	23.04	19.10	24.22	30.32
<b>流动负债合计</b>	<b>332.49</b>	<b>433.28</b>	<b>552.52</b>	<b>698.49</b>	<b>764.33</b>	<b>净利润</b>	<b>229.13</b>	<b>321.05</b>	<b>334.68</b>	<b>425.98</b>	<b>533.33</b>
长期借款	36.59	18.03	35.62	35.62	35.62	少数股东损益	4.09	(3.58)	(5.02)	(6.39)	(8.00)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>225.04</b>	<b>324.63</b>	<b>339.70</b>	<b>432.37</b>	<b>541.33</b>
其他	12.76	20.29	20.29	20.29	20.29	每股收益(元)	0.50	0.73	0.76	0.97	1.21
<b>非流动负债合计</b>	<b>49.35</b>	<b>38.32</b>	<b>55.91</b>	<b>55.91</b>	<b>55.91</b>						
<b>负债合计</b>	<b>516.50</b>	<b>562.81</b>	<b>608.43</b>	<b>754.40</b>	<b>820.24</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	75.30	61.46	57.14	51.65	44.77	<b>成长能力</b>					
股本	444.01	447.65	447.65	447.65	447.65	营业收入	34.71%	25.18%	26.81%	26.09%	24.57%
资本公积	932.12	981.69	981.69	981.69	981.69	营业利润	43.32%	44.92%	2.82%	27.23%	25.19%
留存收益	887.38	1,166.65	1,458.79	1,830.62	2,296.17	归属于母公司净利润	50.91%	44.25%	4.64%	27.28%	25.20%
其他	15.13	8.96	13.91	12.67	11.85	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,353.95</b>	<b>2,666.41</b>	<b>2,959.19</b>	<b>3,324.28</b>	<b>3,782.13</b>	毛利率	42.23%	38.66%	38.86%	38.81%	38.78%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,870.45</b>	<b>3,229.22</b>	<b>3,567.62</b>	<b>4,078.68</b>	<b>4,602.37</b>	净利率	18.83%	21.69%	17.90%	18.07%	18.16%
						ROE	9.88%	12.46%	11.71%	13.21%	14.48%
						ROIC	41.16%	44.94%	40.59%	114.60%	51.14%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	17.99%	17.43%	17.05%	18.50%	17.82%
净利润	229.13	321.05	339.70	432.37	541.33	净负债率	-40.73%	-43.03%	-62.70%	-47.93%	-63.48%
折旧摊销	24.47	39.96	40.26	40.86	25.03	流动比率	4.51	4.46	4.89	4.65	4.95
财务费用	3.83	3.27	(28.72)	(32.89)	(38.46)	速动比率	4.17	4.23	4.36	4.35	4.44
投资损失	(13.37)	(3.06)	(3.43)	(6.62)	(4.37)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(131.46)	(231.99)	389.10	(656.00)	336.48	应收账款周转率	5.41	4.97	6.13	6.13	6.13
其它	11.86	48.13	24.98	19.61	14.00	存货周转率	8.75	10.71	9.06	9.49	9.97
<b>经营活动现金流</b>	<b>124.46</b>	<b>177.36</b>	<b>761.89</b>	<b>(202.67)</b>	<b>874.02</b>	总资产周转率	0.44	0.49	0.56	0.63	0.69
资本支出	48.07	45.02	14.11	12.00	12.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	4.70	16.55	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.50	0.73	0.76	0.97	1.21
其他	(332.86)	(246.86)	(54.79)	(43.38)	(41.63)	每股经营现金流	0.28	0.40	1.70	-0.45	1.95
<b>投资活动现金流</b>	<b>(280.09)</b>	<b>(185.30)</b>	<b>(40.68)</b>	<b>(31.38)</b>	<b>(29.63)</b>	每股净资产	5.09	5.82	6.48	7.31	8.35
债权融资	15.27	1.75	41.92	32.89	38.46	<b>估值比率</b>					
股权融资	(35.58)	47.04	(41.90)	(60.88)	(75.49)	市盈率	34.17	23.69	22.64	17.79	14.21
其他	(15.97)	(81.08)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	3.38	2.95	2.65	2.35	2.06
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(36.28)</b>	<b>(32.29)</b>	<b>0.01</b>	<b>(27.99)</b>	<b>(37.03)</b>	EV/EBITDA	11.45	10.98	13.77	11.58	8.20
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	12.04	11.64	15.44	12.69	8.59
<b>现金净增加额</b>	<b>(191.91)</b>	<b>(40.23)</b>	<b>721.22</b>	<b>(262.05)</b>	<b>807.36</b>						

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com