

彩讯股份 (300634)

证券研究报告

2024年08月15日

AI 助力公司产品发展，短期业绩承压全年有望改善

事件：公司发布 2024 年半年报，24H1 实现营收 7.81 亿元，同比增长 6.53%；受公司持有的河南省澜天信创产业投资基金公允价值变动收益减少影响，归母净利润 1.18 亿元，同比下降 52.92%；扣非归母净利润 1.23 亿元，同比增长 6.58%。

精准对接客户数字化智能化需求，三大产品线皆实现增长

随着 AIGC 催生的新一轮人工智能技术革命深入发展，数字经济加速产业变革，公司紧紧围绕 AI 和元宇宙双轮驱动战略，对三大产品线进行深度创新与全面升级，精准对接客户智能化与数字化需求。24H1 各核心业务稳步发展，取得良好表现。

协同办公产品线：24H1 公司原有 RichMail 信创邮箱及协同办公业务稳步增长，同时持续智能化升级产品线，实现收入 2.45 亿元，同比增长 13.22%。基于公司一站式 AI 应用开发平台 Rich AIBox 打造彩讯数字员工产品，以大模型为智能大脑，通过自研的 RAG 能力打通企业内部知识库，利用 Agent 能力整合企业内部信息系统原有能力，面向智慧办公、渠道营销、客服应用等 N 种业务场景，提供量身定制的技术解决方案；无缝集成并优化企业业务流程，打造每个人专属的数字员工，助力企业提升运营效率。支撑客户开发 139 邮箱系列智能和个性化 AI 功能，并支持邮箱产品在鸿蒙系统正常运行，以满足邮箱在鸿蒙端的覆盖。主要客户有：中国移动、中移物联网、中移信息、中移在线、华为云、南方电网、中国人保、中国银行、上海银行、中国建筑、保利集团等。

智慧渠道产品线：24H1 核心存量业务稳中有增，客户粘性强，合作紧密，实现收入 3.08 亿元，同比增长 1.46%。大力投入 AI+数字人技术融合创新产品研发，包括数字人形象定制平台、AI 在线编舞、数字人直播平台及元宇宙营业厅等，满足客户多场景业务创新需求。**公司与华为正式签约，达成鸿蒙合作。**构建了一套完善的鸿蒙 App 开发集成框架，涵盖开发、测试、运维、运营、监控等多个维度，以确保移动端技术架构的稳固。在安全方面，从应用安全、数据安全、终端安全等多个层面保障安全构建，打造完善的鸿蒙 APP 客户端技术架构体系，并支撑客户开发多款鸿蒙版手机 APP。

云和大数据产品线：24H1 持续保持稳定增长，实现收入 1.89 亿元，同比增长 11.57%。在云服务方面，协助客户在全国范围提供专业的云咨询服务和解决方案，完成高质量交付，支撑客户研发 C 端云产品 AI 功能，实现包括人像动漫化、证件分类、图片超分、人像分割、文生图、图配文、图像编辑等 20 多种 AI 算法；打造集对话助手、应用助手、搜索助手、文档助手、内容助手、撰写助手为一体的云盘智能助手。**算力领域，**联合生态伙伴共同研发新一代 AI 算力集群管理平台 Rich AIBoost；整合硬件厂商生态能力，共同推广销售昇腾服务器产品，打造软硬一体的智算中心服务能力。

AI 新技术+虚拟数字人，双轮驱动彩讯创新力

公司较早人工智能领域布局并具备深厚的技术积累和创新力，在基础模型层面沉淀了各类大模型统一接入管理、垂直领域大模型精调、NLP/CV 专属小模型构建等能力；在大模型应用层面积累了多模态检索增强生成 (RAG)、智能体 (Agent) 等核心技术能力。将技术与业务场景融合创新，推出彩讯 RichAI 超级工厂，为客户提供更加高效、智能的产品和解决方案。在数字人领域，彩讯股份是中国虚拟现实与元宇宙产业联盟的理事单位，近年来积极推进“虚拟现实+”，强化元宇宙相关技术应用内生能力，基于底层的技术架构，通过合作自研的 AI Motion 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-Time Interactive) 场景与角色实时互动等多项核心技术能力重构应用场景。

发布股权激励，业绩考核指标彰显发展信心

24 年 6 月，公司发布《2024 年限制性股票激励计划 (草案)》，目前已完成授予，公司业绩考核目标 24-26 年扣非归母净利润比 23 年扣非归母净利润增长率不低于 16.00%、34.56%、56.09%，每年同比增长达到 16%以上，彰显未来发展信心。

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，以及公司公允价值变动收益减少影响，预计 24-26 年归母净利润为 2.64/3.32/3.99 亿元 (原值为 3.40/4.32/5.41 亿元)，对应 PE 为 23/18/15X，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	13.68 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)	6,123.90
流通 A 股市值(百万元)	5,900.02
每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	19.99
一年内最高/最低(元)	25.70/12.70

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:一季度业绩快速增长，盈利能力持续提升》 2024-04-29
- 《彩讯股份-年报点评报告:营收净利润双增长，三大产品线持续发力》 2024-04-19
- 《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

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	1,654.28	1,899.02	2,166.12
增长率(%)	34.71	25.18	10.55	14.79	14.07
EBITDA(百万元)	451.22	666.25	296.30	360.75	411.05
归属母公司净利润(百万元)	225.04	324.63	263.94	331.57	399.46
增长率(%)	50.91	44.25	(18.70)	25.62	20.48
EPS(元/股)	0.50	0.73	0.59	0.74	0.89
市盈率(P/E)	27.21	18.86	23.20	18.47	15.33
市净率(P/B)	2.69	2.35	2.17	1.99	1.81
市销率(P/S)	5.12	4.09	3.70	3.22	2.83
EV/EBITDA	11.45	10.98	12.84	9.96	8.14

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,033.62	1,204.52	1,690.24	1,897.97	2,141.64
应收票据及应收账款	269.73	332.26	207.75	412.16	294.94
预付账款	124.98	192.46	95.91	122.49	124.53
存货	158.21	121.16	228.82	151.28	257.83
其他	179.64	116.23	296.14	367.08	384.59
流动资产合计	1,766.18	1,966.63	2,518.85	2,950.98	3,203.52
长期股权投资	52.18	68.73	68.73	68.73	68.73
固定资产	70.69	63.91	48.53	32.55	32.40
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	32.77	62.69	51.91	39.03	26.15
其他	607.03	695.74	694.17	693.52	693.52
非流动资产合计	762.66	891.06	863.34	833.84	820.80
资产总计	2,870.45	3,229.22	3,382.19	3,784.82	4,024.33
短期借款	11.34	16.22	11.82	11.82	11.82
应付票据及应付账款	132.90	199.89	62.79	236.29	101.98
其他	188.24	217.17	375.90	354.73	426.33
流动负债合计	332.49	433.28	450.51	602.84	540.14
长期借款	36.59	18.03	35.62	35.62	35.62
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	12.76	20.29	20.29	20.29	20.29
非流动负债合计	49.35	38.32	55.91	55.91	55.91
负债合计	516.50	562.81	506.42	658.75	596.05
少数股东权益	75.30	61.46	58.46	54.68	50.14
股本	444.01	447.65	447.65	447.65	447.65
资本公积	932.12	981.69	985.87	985.87	985.87
留存收益	887.38	1,166.65	1,369.88	1,625.19	1,932.77
其他	15.13	8.96	13.91	12.67	11.85
股东权益合计	2,353.95	2,666.41	2,875.77	3,126.06	3,428.28
负债和股东权益总计	2,870.45	3,229.22	3,382.19	3,784.82	4,024.33

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	229.13	321.05	263.94	331.57	399.46
折旧摊销	24.47	39.96	40.26	40.86	25.03
财务费用	3.83	3.27	(26.32)	(32.87)	(37.49)
投资损失	(13.37)	(3.06)	(3.43)	(6.62)	(4.37)
营运资金变动	(131.46)	(231.99)	235.88	(71.42)	(71.58)
其它	11.86	48.13	(5.04)	(4.90)	(5.90)
经营活动现金流	124.46	177.36	505.30	256.62	305.15
资本支出	48.07	45.02	14.11	12.00	12.00
长期投资	4.70	16.55	0.00	0.00	0.00
其他	(332.86)	(246.86)	(22.52)	(17.38)	(19.63)
投资活动现金流	(280.09)	(185.30)	(8.41)	(5.38)	(7.63)
债权融资	15.27	1.75	39.51	32.87	37.49
股权融资	(35.58)	(27.67)	(50.67)	(76.38)	(91.34)
其他	(15.97)	(6.37)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(36.28)	(32.29)	(11.16)	(43.50)	(53.85)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(191.91)	(40.23)	485.72	207.73	243.67

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,195.42	1,496.41	1,654.28	1,899.02	2,166.12
营业成本	690.60	917.84	969.16	1,103.49	1,248.10
营业税金及附加	11.89	14.85	12.86	14.76	16.84
销售费用	44.39	57.50	60.38	66.47	73.65
管理费用	56.70	58.45	62.86	71.21	80.15
研发费用	208.03	261.62	297.77	332.33	368.24
财务费用	(10.39)	(19.48)	(26.32)	(32.87)	(37.49)
资产/信用减值损失	(8.48)	(29.41)	(4.50)	(4.50)	(4.50)
公允价值变动收益	21.51	150.54	(1.14)	0.00	0.00
投资净收益	13.37	3.06	3.43	6.62	4.37
其他	(69.95)	(263.09)	0.00	0.00	0.00
营业利润	237.74	344.53	275.35	345.76	416.50
营业外收入	1.03	0.10	0.11	0.12	0.13
营业外支出	0.14	0.53	0.58	0.64	0.70
利润总额	238.62	344.10	274.88	345.24	415.93
所得税	9.49	23.04	14.84	18.57	22.38
净利润	229.13	321.05	260.04	326.67	393.55
少数股东损益	4.09	(3.58)	(3.90)	(4.90)	(5.90)
归属于母公司净利润	225.04	324.63	263.94	331.57	399.46
每股收益(元)	0.50	0.73	0.59	0.74	0.89

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	34.71%	25.18%	10.55%	14.79%	14.07%
营业利润	43.32%	44.92%	-20.08%	25.57%	20.46%
归属于母公司净利润	50.91%	44.25%	-18.70%	25.62%	20.48%
获利能力					
毛利率	42.23%	38.66%	41.41%	41.89%	42.38%
净利率	18.83%	21.69%	15.95%	17.46%	18.44%
ROE	9.88%	12.46%	9.37%	10.80%	11.82%
ROIC	41.16%	44.94%	31.05%	59.42%	66.24%
偿债能力					
资产负债率	17.99%	17.43%	14.97%	17.41%	14.81%
净负债率	-40.73%	-43.03%	-56.33%	-58.47%	-60.42%
流动比率	4.51	4.46	5.59	4.90	5.93
速动比率	4.17	4.23	5.08	4.64	5.45
营运能力					
应收账款周转率	5.41	4.97	6.13	6.13	6.13
存货周转率	8.75	10.71	9.45	9.99	10.59
总资产周转率	0.44	0.49	0.50	0.53	0.55
每股指标(元)					
每股收益	0.50	0.73	0.59	0.74	0.89
每股经营现金流	0.28	0.40	1.13	0.57	0.68
每股净资产	5.09	5.82	6.29	6.86	7.55
估值比率					
市盈率	27.21	18.86	23.20	18.47	15.33
市净率	2.69	2.35	2.17	1.99	1.81
EV/EBITDA	11.45	10.98	12.84	9.96	8.14
EV/EBIT	12.04	11.64	14.86	11.24	8.67

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