

彩讯股份 (300634.SZ)

信创及数字中国驱动业绩高增，AIGC 打开新成长空间

公司三大产品线受益于行业信创及数字中国政策推进，具有高需求景气度，预计收入及利润成长持续性强。我们预计 2023-2025 年公司净利润 3.08/4.11/5.24 亿元，对应 2023-2025 年 PE 37/27/22 倍。维持“强烈推荐”投资评级。

- **事件：**公司发布 2022 年度报告，2022 年全年实现营收 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%，实现扣非净利润 1.84 亿元，同比增长 41.90%。其中 22Q4 单季度实现营收 2.58 亿元，同比下降 12.63%，实现归母净利润 0.65 亿元，同比增长 44.84%，实现扣非净利润 0.42 亿元，同比增长 6.18%。
- **三大产品线齐头并进高速增长。**22 年公司协同办公/智慧渠道/云和大数据产品线分别实现收入 3.54/5.01/2.18 亿元，同比增长 35.63%/29.23%/48.16%，三大产品线收入均实现大幅增长。信创需求驱动以邮箱为核心的协同办公业务增长。公司 RichMail 信创邮箱产品在中国人寿、中国银行等客户已有广泛应用，且公司在维持存量重点客户签约金额稳中有增的情况下，进一步拓展新行业客户，22 年新增客户数量占比达到 27%，保障协同办公产品线收入增长的持续性。数字中国建设驱动运营商业务高速发展。在数字经济时代，国资云为重要的数字中国底座，上层的运营商 C 端用户数据为优质数据资产，彩讯作为运营商渠道及云业务合作伙伴，深度受益于数字中国建设。2022 年公司智慧渠道业务在中标中移动多个项目之外，还将上海联通收入提升至亿元级，且将业务拓展至工商银行、平安银行等金融业客户，带来收入规模较高速提升。云和大数据产品线方面，2022 年国资云高速增长，移动云收入增速 108%，联通云收入增速 121%，公司作为国资云的密切合作伙伴，收入随着国资云收入高增有大幅提升。预计未来随着行业信创持续推进，以及数字中国相关政策进一步落地，公司三条产品线仍将有较高的需求景气度，带来收入持续高速增长。
- **公司产品为 AIGC 优质落地场景，预计与 AIGC 技术的结合将为公司打开新的成长空间。**公司积极拥抱 AIGC 技术，已在三大产品线中积极探索多场景应用。2023 年 2 月，公司成为百度“文心一言”的首批生态合作伙伴。公司在 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 AIGC 相关能力。与 AIGC 结合一方面帮助公司内部降本增效，更重要的是，公司的邮箱等产品为可以直接被 AIGC 赋能的 C 端优质场景，AIGC 实现的功能拓展及价值量提升将带来 ARPU 的提高，为公司打开新的成长空间。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司三大产品线深度受益于行业信创及数字中国政策推进，具有高需求景气度，预计收入及利润成长持续性强。我们预计 2023-2025 年公司净利润 3.08/4.11/5.24 亿元，对应 2023-2025 年 PE 37/27/22 倍。维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、新领域拓展不及预期、新技术和新产品开发不及预期。

强烈推荐 (维持)

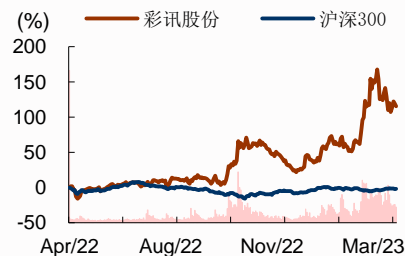
TMT 及中小盘/计算机
目标估值: NA
当前股价: 25.42 元

基础数据

总股本 (万股)	44401
已上市流通股 (万股)	41992
总市值 (亿元)	113
流通市值 (亿元)	107
每股净资产 (MRQ)	5.1
ROE (TTM)	9.9
资产负债率	18.0%
主要股东	深圳市百睿技术有限公司
主要股东持股比例	20.26%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	65	105
相对表现	-6	59	107



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《彩讯股份 (300634) 一乘信创与国资云东风，全面受益数字经济》
2023-03-12

刘玉萍 S1090518120002

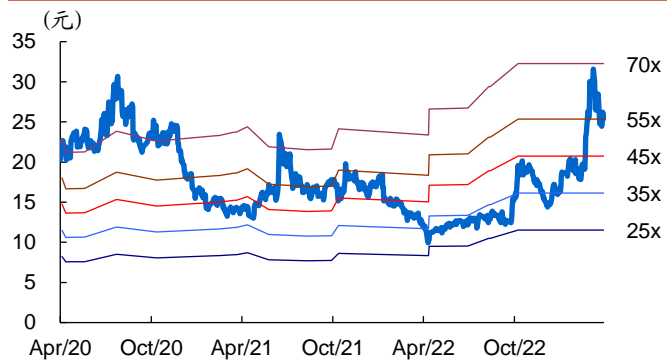
liuyuping@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	887	1195	1620	2142	2693
同比增长	20%	35%	36%	32%	26%
营业利润(百万元)	166	238	326	436	555
同比增长	10%	43%	37%	34%	27%
归母净利润(百万元)	149	225	308	411	524
同比增长	9%	51%	37%	34%	27%
每股收益(元)	0.34	0.51	0.69	0.93	1.18
PE	75.7	50.2	36.7	27.4	21.5
PB	5.5	5.0	4.4	3.9	3.5

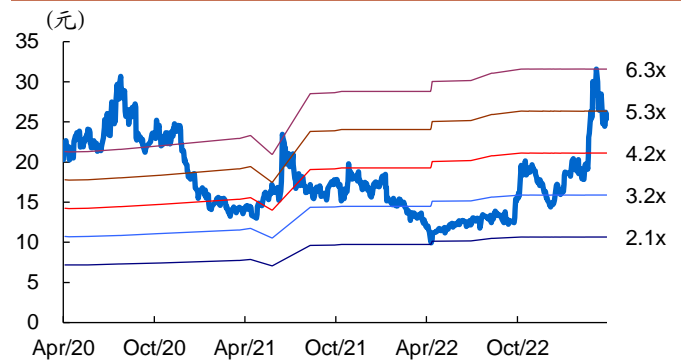
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 彩讯股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 彩讯股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1803	2108	2446	2899	3440
现金	914	1034	1081	1147	1279
交易性投资	203	155	155	155	155
应收票据	20	47	63	83	105
应收款项	152	223	278	367	462
其它应收款	20	16	21	28	36
存货	115	158	204	268	335
其他	379	476	644	851	1069
非流动资产	737	763	750	740	731
长期股权投资	47	52	52	52	52
固定资产	76	71	67	63	61
无形资产商誉	47	74	67	60	54
其他	566	566	565	564	564
资产总计	2541	2870	3196	3639	4171
流动负债	343	467	525	641	763
短期借款	3	11	0	0	0
应付账款	75	133	180	236	296
预收账款	117	138	186	245	307
其他	149	185	159	160	160
长期负债	53	49	49	49	49
长期借款	40	37	37	37	37
其他	12	13	13	13	13
负债合计	396	517	574	690	812
股本	444	444	444	444	444
资本公积金	920	932	932	932	932
留存收益	707	903	1165	1484	1884
少数股东权益	74	75	81	88	98
归属于母公司所有者权益	2071	2279	2541	2860	3261
负债及权益合计	2541	2870	3196	3639	4171

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	34	124	90	115	211
净利润	154	229	313	419	533
折旧摊销	31	24	28	26	24
财务费用	4	4	(18)	(20)	(22)
投资收益	(12)	(13)	(38)	(38)	(38)
营运资金变动	(140)	(120)	(202)	(282)	(298)
其它	(3)	0	6	10	11
投资活动现金流	90	(280)	23	23	23
资本支出	(43)	(32)	(14)	(14)	(14)
其他投资	133	(248)	38	38	38
筹资活动现金流	433	(36)	(65)	(72)	(101)
借款变动	(48)	(4)	(38)	0	0
普通股增加	44	0	0	0	0
资本公积增加	451	12	0	0	0
股利分配	(27)	(53)	(45)	(92)	(123)
其他	14	9	18	20	22
现金净增加额	557	(192)	48	66	133

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	887	1195	1620	2142	2693
营业成本	525	691	934	1229	1538
营业税金及附加	5	12	16	21	27
营业费用	34	44	60	75	94
管理费用	48	57	73	96	121
研发费用	137	208	267	343	417
财务费用	(6)	(10)	(18)	(20)	(22)
资产减值损失	(5)	(8)	0	0	0
公允价值变动收益	3	22	9	9	9
其他收益	10	17	12	12	12
投资收益	12	13	16	16	16
营业利润	166	238	326	436	555
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	166	239	326	436	556
所得税	12	9	13	18	23
少数股东损益	5	4	6	7	10
归属于母公司净利润	149	225	308	411	524

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	20%	35%	36%	32%	26%
营业利润	10%	43%	37%	34%	27%
归母净利润	9%	51%	37%	34%	27%
获利能力					
毛利率	40.8%	42.2%	42.4%	42.6%	42.9%
净利率	16.8%	18.8%	19.0%	19.2%	19.5%
ROE	8.4%	10.3%	12.8%	15.2%	17.1%
ROIC	7.7%	9.4%	11.6%	14.1%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	15.6%	18.0%	18.0%	19.0%	19.5%
净负债比率	2.8%	2.6%	1.1%	1.0%	0.9%
流动比率	5.3	4.5	4.7	4.5	4.5
速动比率	4.9	4.2	4.3	4.1	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
存货周转率	6.0	5.1	5.2	5.2	5.1
应收账款周转率	5.7	5.4	5.3	5.4	5.3
应付账款周转率	7.5	6.6	6.0	5.9	5.8
每股资料(元)					
EPS	0.34	0.51	0.69	0.93	1.18
每股经营净现金	0.08	0.28	0.20	0.26	0.47
每股净资产	4.66	5.13	5.72	6.44	7.34
每股股利	0.12	0.10	0.21	0.28	0.35
估值比率					
PE	75.7	50.2	36.7	27.4	21.5
PB	5.5	5.0	4.4	3.9	3.5
EV/EBITDA	58.0	43.9	32.4	24.6	19.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘玉萍：计算机行业首席分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士。优势领域云计算，2022 年水晶球最佳分析师第一名。

周翔宇：计算机行业分析师，三年中小盘研究经历，获得 2016/17 年新财富中小市值团队第五、第二名。

孟林：计算机行业分析师，中科院信息工程研究所硕士，两年四大行技术部工作经验，两年一级市场投资经验，2020 年加入招商证券。

石恺：计算机行业研究助理，康奈尔大学电子与计算机工程、香港科技大学金融数学双硕士，华盛顿大学电子工程学士，2021 年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。