


2023 年 11 月 02 日
 彩讯股份 (300634.SZ)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

行业应用软件

投资评级 **买入-A**
维持评级

12 个月目标价 **28.70 元**
 股价 (2023-11-01) **21.96 元**

交易数据

总市值(百万元)	9,830.47
流通市值(百万元)	9,471.09
总股本(百万股)	447.65
流通股本(百万股)	431.29
12 个月价格区间	14.39/32.47 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	9.2	11.5	10.7
绝对收益	6.0	0.8	8.9

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

杨楠 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522060001

yangnan2@essence.com.cn

马诗文 联系人

SAC 执业证书编号: S14501220500037

masw2@essence.com.cn

相关报告

三大产品线铸基,数据要素、 2023-09-11
 AI 与信创多维共振

Q3 现金流改善明显, 开创 AI 邮箱新范式

事件概述:

近日,彩讯股份发布《2023 年第三季度报告》。2023 年前三季度,公司实现营业收入 10.93 亿元,同比增长 24.62%;实现归母净利润为 3.07 亿元,同比增长 91.72%;实现扣非归母净利润 1.83 亿元,同比增长 29.39%。

Q3 现金流明显改善, 邮箱实现全栈信创适配

单 Q3 来看,公司实现营业收入 3.60 亿元,同比增长 23.73%;实现归母净利润 5,607.61 万元,同比下降 7.46%;扣非归母净利润为 6,784.20 万元,同比增长 25.14%;经营活动现金流量净额 6,979.85 万元,同比增长约 70%,现金流改善显著。

随着信创产品日益成熟,信创的建设将逐步在更多关键基础设施行业展开。彩讯凭借国产邮件全系核心技术,研发在全栈国产环境下运行的大容量高并发安全可控的邮件系统。公司目前已完成华为鲲鹏、飞腾等国产化芯片服务器,银河麒麟、统信 UOS 等国产操作系统,东方通、金蝶天燕、宝兰德等国产化中间件,达梦、人大金仓、巨杉等国产化数据库以及华为昇腾 AI 服务器等软硬件兼容性认证。此外,针对华为产品线,获得了泰山服务器、鲲鹏私有云、公有云三个认证,成为华为智能计算邮件系统解决方案合作伙伴及政务云合作伙伴。

携手中国移动, AI 新品引领科技创新新纪元

今年 10 月,在以“算启新程智享未来”为主题的 2023 中国移动全球合作伙伴大会上,中国移动重磅发布 AI 云盘、移动认证、AI 邮箱等多款 AI 应用产品,并正式开启内测。彩讯股份作为中国移动的重要合作伙伴,深度参与了 AI 云盘、AI 邮箱等产品的打造。其中,新版 139 邮箱支持“AI 总结”、“AI 回复”、“智能写作”等功能,还可通过快捷指令迅速找到会议邀请、工作计划、工作通知等,各类工作文档一键快捷生成,并对现有内容进行优化。我们认为,彩讯有望重新定义 AI 时代的邮箱范式,打造生成式 AI 在 B 端应用的典型场景,为公司邮箱业务带来增长新动能。

随着 AIGC 浪潮的掀起,彩讯股份率先成为百度“文心一言”的首批生态合作伙伴,陆续与智谱 AI、360 等大模型厂商达成框架合作,共同致力于推广基于大语言模型的行业应用。彩讯基于大模型,通过 1+N+X 模式构建数字助理产品——AIbox,即通过一套工程框架实现端到端工程落地,通过 N 个构建范式,实现应用的统一构建体验和构建中间件,在安全、成本条件下,为 X 个应用进行分层分级分批升级。

目 把握通话流量场景，布局 5G 视频秘书应用

今年 10 月，由中国移动和彩讯股份联合推出一款基于人工智能技术的 5G 视频秘书服务产品在中国移动全球合作伙伴大会星动馆会场正式亮相。“5G 视频秘书”是一款融合了 5G 通信、AI 智能语音、元宇宙等新兴技术，提供更高清、更智能、更炫酷的电话代接服务的新型通信产品。与传统的留言产品不同，5G 视频秘书能够以虚拟人的形式，与来电方进行自然语言交互，像真人一样代为询问来电者意图，并以短信+微信小程序的形式转告机主本人，让每个人都可以拥有一个随身智能秘书。根据官方公众号披露，5G 视频秘书现已能实现通知、邀约、快递外卖等数百个常用电话场景；同时面对当下防不胜防的骚扰、诈骗电话，5G 视频秘书也为用户带来了快速标记、智能拒接的能力，为用户提供防骚扰防诈骗安全保障。目前，视频秘书已有超过 30 个上线运营的虚拟人产品，同时支持虚拟人 DIY 技术，并联合旗下公司与知名 IP 共同打造“数智人”，利用 IP 本身的流量，开展 IP 运营。公司将在通信运营商数智化转型中，挖掘更多的元宇宙产业场景和发展机遇。

目 投资建议：

公司作为国内邮箱产品领军者，有望受益于数据要素、AI、信创等多维共振实现快速发展。我们预计公司 2023 年-2025 年的收入分别为 15.60/20.35/26.19 亿元，归母净利润分别为 3.69/4.28/5.13 亿元。维持买入-A 的投资评级，12 个月目标价为 28.70 元，相当于 2024 年 30 倍的动态市盈率。

目 风险提示：

行业信创落地不及预期，AI 产品落地不及预期，运营商信息化支出下滑的风险，假设不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	887.4	1,195.4	1,559.8	2,034.9	2,619.3
净利润	149.1	225.0	368.7	428.2	513.4
每股收益(元)	0.34	0.51	0.82	0.96	1.15
每股净资产(元)	4.83	5.30	5.91	6.59	7.42

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	51.60	30.09	26.69	22.98	19.16
市净率(倍)	3.72	2.97	3.83	3.44	3.05
净利率	16.8%	18.8%	23.6%	21.0%	19.6%
净资产收益率	8.4%	10.3%	15.2%	15.8%	16.9%
股息收益率	0.0%	0.5%	0.8%	1.3%	1.6%
ROIC	8.8%	9.2%	16.9%	21.3%	22.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	887.4	1,195.4	1,559.8	2,034.9	2,619.3	成长性					
减:营业成本	524.9	690.6	886.7	1,154.1	1,480.5	营业收入增长率	20.1%	34.7%	30.5%	30.5%	28.7%
营业税费	5.2	11.9	15.5	20.2	26.1	营业利润增长率	10.2%	43.3%	64.4%	16.1%	19.9%
销售费用	33.7	44.4	50.1	81.8	107.9	净利润增长率	9.2%	50.9%	63.8%	16.1%	19.9%
管理费用	184.9	264.7	329.8	440.5	574.8	EBITDA增长率	4.7%	32.9%	60.6%	15.0%	19.0%
财务费用	-6.3	-10.4	-63.5	-66.0	-67.7	EBIT增长率	4.6%	43.2%	65.4%	16.1%	20.2%
资产减值损失	-4.8	8.5	10.9	14.4	18.1	NOPLAT增长率	2.2%	36.1%	70.9%	17.3%	21.5%
加:公允价值变动收益	3.1	21.5	25.8	25.8	25.8	投资资本增长率	56.5%	13.1%	-24.3%	15.8%	19.4%
投资和汇兑收益	12.4	13.4	14.7	14.7	14.7	净资产增长率	41.9%	9.8%	12.5%	11.5%	12.5%
营业利润	165.9	237.7	390.9	454.0	544.4	利润率					
加:营业外净收支	-0.2	0.9	0.0	0.0	0.0	毛利率	40.8%	42.2%	43.2%	43.3%	43.5%
利润总额	165.7	238.6	390.9	454.0	544.4	营业利润率	18.7%	19.9%	25.1%	22.3%	20.8%
减:所得税	11.9	9.5	15.6	18.1	21.7	净利润率	16.8%	18.8%	23.6%	21.0%	19.6%
净利润	149.1	225.0	368.7	428.2	513.4	EBITDA/营业收入	21.4%	21.1%	26.0%	22.9%	21.2%
						EBIT/营业收入	17.9%	19.1%	24.2%	21.5%	20.1%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	40	22	16	11	8
货币资金	914.3	1,033.6	1,122.3	1,250.5	1,350.6	流动营业资本周转天数	282	281	277	280	275
交易性金融资产	203.2	154.6	154.6	154.6	154.6	流动资产周转天数	742	644	576	532	485
应收账款	467.7	611.3	796.6	1,040.1	1,324.1	应收账款周转天数	162	165	165	165	165
应收票据	20.3	15.8	20.6	26.9	34.6	存货周转天数	61	72	72	72	72
预付账款	72.8	125.0	163.1	212.7	273.8	总资产周转天数	891	826	710	617	547
存货	115.1	158.2	192.7	264.0	321.8	投资资本周转天数	827	694	403	357	331
其他流动资产	10.2	9.2	12.0	15.7	20.2	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	8.4%	10.3%	15.2%	15.8%	16.9%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	5.9%	7.8%	11.5%	11.6%	12.3%
长期股权投资	47.5	52.2	52.2	52.2	52.2	ROIC	8.8%	9.2%	16.9%	21.3%	22.0%
投资性房地产						费用率					
固定资产	76.4	70.7	65.1	59.5	53.9	销售费用率	3.8%	3.7%	3.2%	4.0%	4.1%
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	20.8%	22.1%	21.1%	21.6%	21.9%
无形资产	3.2	2.7	5.3	8.7	13.1	财务费用率	-0.7%	-0.9%	-4.1%	-3.2%	-2.6%
其他非流动资产	610.1	637.1	614.8	592.6	570.4	三费/营业收入	23.9%	25.0%	20.3%	22.4%	23.5%
资产总额	2,540.5	2,870.5	3,199.3	3,677.6	4,169.3	偿债能力					
短期债务	29.5	38.2	0.0	0.0	0.0	资产负债率	15.6%	18.0%	17.2%	19.7%	20.3%
应付账款	188.5	267.6	293.8	405.2	450.9	负债权益比	18.5%	21.9%	20.8%	24.5%	25.5%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	5.25	4.51	4.91	4.39	4.37
其他流动负债	125.2	161.4	207.3	269.9	346.2	速动比率	4.92	4.17	4.53	4.00	3.96
长期借款	40.4	36.6	36.6	36.6	36.6	利息保障倍数	35.71	59.57	141.89	239.41	287.86
其他非流动负债	12.4	12.8	12.8	12.8	12.8	分红指标					
负债总额	396.0	516.5	550.4	724.5	846.4	DPS(元)	0.00	0.12	0.18	0.29	0.34
少数股东权益	74.0	75.3	82.0	89.8	99.1	分红比率	0.0%	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%
股本	444.0	444.0	448.0	448.0	448.0	股息收益率	0.0%	0.5%	0.8%	1.3%	1.5%
留存收益	1,626.5	1,834.6	2,118.9	2,415.4	2,775.8	现金流量表					
股东权益	2,144.6	2,353.9	2,648.9	2,953.1	3,322.9	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
						净利润	153.8	229.1	375.3	436.0	522.7
现金流量表						加:折旧和摊销	23.6	28.0	28.3	28.4	28.5
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产减值准备	-4.8	8.5	10.9	14.4	18.1
净利润	153.8	229.1	375.3	436.0	522.7	公允价值变动损失	-3.1	-21.5	-25.8	-25.8	-25.8
加:折旧和摊销	23.6	28.0	28.3	28.4	28.5	财务费用	-6.3	-10.4	-63.5	-66.0	-67.7
资产减值准备	-4.8	8.5	10.9	14.4	18.1	投资损失	-12.4	-13.4	-14.7	-14.7	-14.7
公允价值变动损失	-3.1	-21.5	-25.8	-25.8	-25.8	少数股东损益	4.7	4.1	6.7	7.8	9.3
财务费用	-6.3	-10.4	-63.5	-66.0	-67.7	营运资金的变动	-121.8	-100.0	-185.1	-196.8	-294.7
投资损失	-12.4	-13.4	-14.7	-14.7	-14.7	经营活动产生现金流量	33.7	124.5	132.1	183.2	175.8
少数股东损益	4.7	4.1	6.7	7.8	9.3	投资活动产生现金流量	89.9	-280.1	11.6	10.8	9.6
营运资金的变动	-121.8	-100.0	-185.1	-196.8	-294.7	融资活动产生现金流量	433.3	-36.3	-55.1	-65.7	-85.3
经营活动产生现金流量	33.7	124.5	132.1	183.2	175.8	业绩和估值指标					
投资活动产生现金流量	89.9	-280.1	11.6	10.8	9.6	EPS(元)	0.34	0.51	0.82	0.96	1.15
融资活动产生现金流量	433.3	-36.3	-55.1	-65.7	-85.3	BVPS(元)	4.83	5.30	5.91	6.59	7.42
						PE(X)	51.60	30.09	27.20	23.42	19.53
						PB(X)	3.72	2.97	3.91	3.50	3.11
						P/FCF	160.91	83.80	69.50	42.64	43.91
						P/S	8.67	5.66	6.43	4.93	3.83
						EV/EBITDA	40.87	27.10	22.81	19.76	16.63
						CAGR(%)	6.0%	28.4%	57.2%	37.9%	18.0%
						PEG	5.63	0.59	0.43	1.45	0.98
						ROIC/WACC	1.50	1.57	2.89	3.64	3.76
						REP	2.57	1.91	1.86	1.27	1.03

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034