

彩讯股份 (300634)

证券研究报告

2021年05月10日

产业互联网快速落地，5G 消息打开更大成长空间

事件：

公司发布 20 年报和 21 年一季报。2020 年公司实现收入 7.39 亿元，同比增长 0.96%；归母净利润 1.37 亿元，同比增长 2.87%。2021 年一季度公司实现收入 1.52 亿元，同比增长 2.81%；归母净利润 2122 万元，同比增长 21.29%。

我们点评如下：

电信行业收入略有波动，产业互联网应用高歌猛进。

按行业来看 2020 年，1) 电信行业收入 5.07 亿元，同比下降 9.5%，由于疫情等影响，部分项目建设、验收进度推迟，公司电信行业深耕多年，深挖电信产业需求，亮点项目众多，随着疫情等影响恢复、新应用/新项目持续落地，电信板块有望恢复增长；2) 产业互联网领域，能源行业收入 1690 万元，同比增长 191.4%，政府行业收入 3090 万元，同比增长 3363.1%，软件和信息服务收入 1.12 亿元，同比增长 47.8%。公司行业经验丰富，具备丰富的大中型企业服务经验，依托“双中台”核心技术，以及“懂产业+懂平台建设+能规模运营”的复合型人才团队，公司一方面巩固运营商市场优势，一方面成功抓住智慧渠道、协同办公、云和大数据业务发展趋势，助力行业客户数字化转型和产业升级，众多重点项目快速落地，产业互联网应用高歌猛进。

持续的研发投入不断提升产业互联网平台开发和运营服务能力，产品自主可控、功能完备、成熟的支持亿级活跃用户的运营能力，竞争力凸显。

公司整体毛利率基本稳定，电信板块毛利率 46.86%，同比小幅下降 2.2 个百分点；软件及信息服务毛利率 39.70%，同比提升 5.8 个百分点。费用端公司销售和研发费用率有所增长，公司在产业互联网市场积极拓展，同时持续投入研发强化核心技术实力。目前公司在线办公产品实现自主可控、功能完备、支持亿级活跃用户，邮件系统拥有完全自主知识产权，可对微软 Exchange 和 IBM Domino 邮件系统全面替代，同时公司深度参与国产化软硬件生态体系建设，成为首家鲲鹏+昇腾 ISV 合作伙伴，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以及政务云合作伙伴。公司先进的技术能力为其市场份额提升、实现国产化替代提供了底层逻辑支撑，长期受益信创产业的发展。

新业务布局上，公司深度参与运营商 5G RCS 生态建设，重点推动 5G 新消息平台产品，有望在 5G RCS 领域拓展新市场空间。

公司深度参与中国移动 RCS 平台的相关研发、运营和维护工作，在 CSP 平台也取得进展。在 5G 消息领域，由于公司长期负责运营的 139 邮箱、10086 电子渠道等，承接了中国移动主要跟 C 端客户的服务连接，在 5G 消息升级改造过程中公司占据先发优势。彩讯 5G 新消息平台已面向各垂直行业客户提供业务场景化服务，2020 年成为广东、福建、上海等多省移动公司 5G 行业消息第三方 CSP 平台合作商，目前已与银行类，电商类等多个行业头部客户达成 5G 新消息方面的创新合作，打造行业标杆示范应用。未来有望重点受益 5G 消息生态发展、企业数字化转型升级大趋势。

盈利预测与投资建议

公司收入和利润稳步成长，深挖电信产业需求，拓展垂直行业产业互联网应用，随着企业数字化转型升级、线下渠道向线上转移、云和大数据创新赋能等产业趋势的不断发展，公司立足双中台核心技术，在电信、金融、政企等行业客户，持续落地协同办公、智慧渠道、云和大数据等主要产品，推动公司长期持续成长。由于疫情影响对部分项目验收交付有所影响，以及短期费用继续投入，预计公司 21-23 年归母净利润分别为 1.5、1.9、2.4 亿元（21-22 年前值分别为 1.8、2.4 亿元），对应 21 年 35 倍、22 年 28 倍市盈率，重申“增持”评级。

风险提示：产品研发风险，行业竞争超预期，项目落地进度慢于预期

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	13.33 元
目标价格	20.75 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	400.01
流通 A 股股本(百万股)	391.82
A 股总市值(百万元)	5,332.13
流通 A 股市值(百万元)	5,223.01
每股净资产(元)	3.70
资产负债率(%)	14.66
一年内最高/最低(元)	32.31/13.20

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

姜佳汛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050001
jiangjiaxun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《彩讯股份-半年报点评:业绩持续增长，新兴行业项目持续落地，国产替代空间广阔》 2020-08-09
- 2 《彩讯股份-首次覆盖报告:运营商软件龙头，产业互联网时代再出发》 2019-11-01

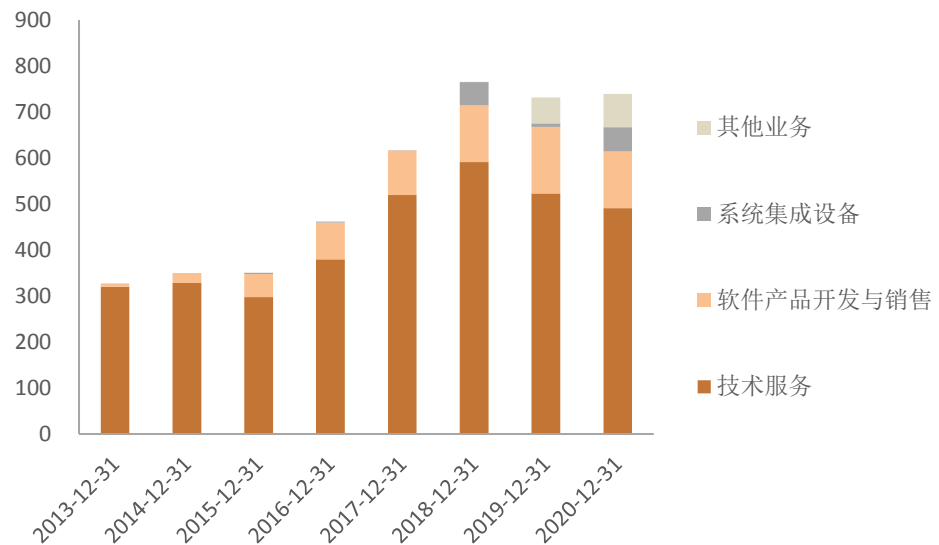
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	732.08	739.12	848.26	1,001.05	1,186.10
增长率(%)	(4.34)	0.96	14.77	18.01	18.49
EBITDA(百万元)	292.75	295.26	175.69	215.59	266.31
净利润(百万元)	132.79	136.60	150.63	188.38	236.15
增长率(%)	(16.25)	2.87	10.27	25.06	25.36
EPS(元/股)	0.33	0.34	0.38	0.47	0.59
市盈率(P/E)	40.15	39.04	35.40	28.31	22.58
市净率(P/B)	3.92	3.65	3.42	3.11	2.80
市销率(P/S)	7.28	7.21	6.29	5.33	4.50
EV/EBITDA	21.27	21.62	24.43	19.05	15.04

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 主要业务收入稳步成长，销售/研发费用持续投入

公司围绕 IT 中台和运营中台的双中台核心架构，在深挖电信产业需求、服务垂直行业数字化转型升级的过程中，积累和沉淀了大量中间件、开发模块和组件，形成了支撑亿级用户的全生命周期运营能力，培养了懂 IT+懂产业+懂运营的人才团队，为电信、金融、政府、能源、交通等众多行业客户提供高效、专业的产业互联网解决方案。公司作为产业互联网专业企业，协同办公、智慧渠道、云和大数据三大产品线布局完善，满足各行各业数字化转型升级的需求。近年来公司主要业务板块收入呈现稳步成长态势，占比较低的系统集成业务部分年份有所波动，20 年技术服务（电信运营商业务为主）受疫情等影响，部分建设类项目实施、验收和收入确认进度有所推迟，造成短期一定的波动。

图 1：公司分业务收入情况（单位：百万元人民币）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司深耕运营商市场形成领先的技术能力和品牌形象，对进一步拓展大中型行业客户形成助力，2021 年一季度公司三大产品线继续获得众多重要客户项目订单，奠定公司长期成长动能。公司作为产业互联网专家，为电信行业客户持续稳定提供信息化产品，积累了丰富的业务设计和平台演进经验，并且长期服务三大运营商、专利局、香港政府、国航、南航、国网、南网、中国银行、广发银行、中国人寿、华为、顺丰等大中型政企客户，技术实力、团队人才储备、服务能力、品牌形象优势明显，为公司长期发展奠定坚实基础。

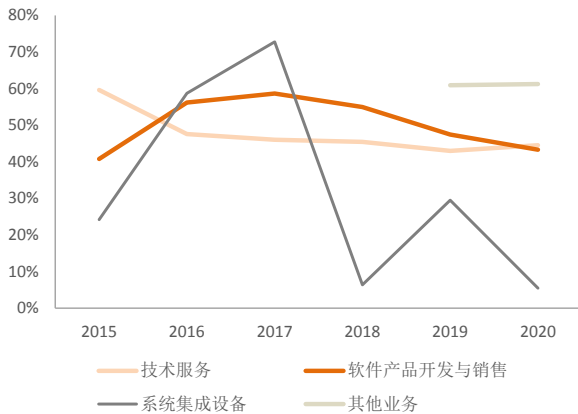
表 1：2021 年一季度主要业务板块项目情况

业务板块	重点项目情况
协同办公	中移动信息 OA 邮箱技术服务项目 中移移动办公能力支撑平台项目 中国人寿保险邮件项目
智慧渠道	中国移动集团统一门户客户端 浙江移动手机营业厅项目 咪咕音乐软件开发项目 中移金科电商业务平台研发项目 广东移动异业合作能力提升项目 广州唯品会网络推广服务项目 民生银行 5G 消息业务项目
云和大数据	中移互联网和彩云运营支撑项目 苏州研发中心移动云售前支撑项目 中移动信息统一搜索平台技术支撑服务项目

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

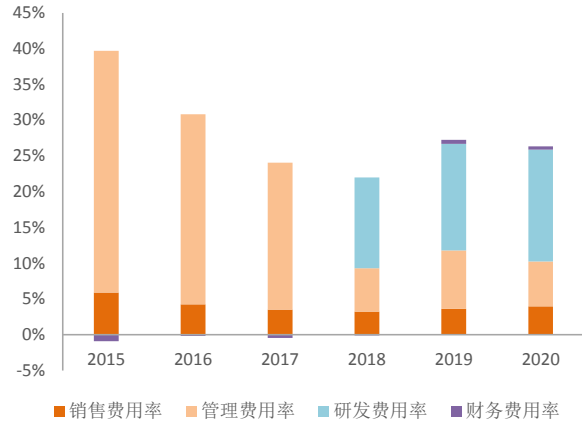
公司主要产品毛利率相对稳定，短期销售和研发费用投入持续，未来双中台模式的规模效应有望逐步显现。公司主要业务模式包含软件开发技术服务类，以及系统集成解决方案等，技术服务和软件产品毛利率相对稳定，主要是软件类定制化开发、产品化销售等，是公司的主要业务模式。系统集成类业务包含硬件等采购成本，根据项目情况不同毛利率有所波动，整体公司毛利率相对稳定。费用角度看，近年来公司大力推动产业互联网在各个垂直行业落地，销售和研发费用投入小幅增长。公司三大产品板块新项目不断落地，未来随着收入规模不断增长，规模效应有望显现，费用率未来有望逐步摊薄。

图 2：主要产品毛利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：费用率变化 (2015-2017 年管理费用率含研发费用率)



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 深度参与 5G 消息平台建设，5G 新消息平台成长潜力值得期待

公司作为运营商重要合作伙伴，负责运营的 139 邮箱、10086 电子渠道等，承接了中国移动主要跟 C 端客户的服务连接，在 5G 消息升级改造过程中公司具有一定的先发优势。公司参与了中国移动 RCS 平台的相关研发、运营和维护工作，目前在持续配合相关工作，在 CSP 方面取得了一定的进展，已经入围广东移动的 CSP 合作伙伴，同时也在积极跟进其他一些试点省份的合作机会。

表 2：公司中标的运营商 5G 相关业务情况

时间	项目简况
2021 年 2 月	中国移动广东公司 2021 年粤享 5G 小屏运营支撑项目
2020 年 11 月	中移互联网有限公司 2020-2021 年富媒体内容定制化项目
2020 年 10 月	中移互联网有限公司 2020 年 5G 消息业务转短及集约化管控平台项目
2020 年 1 月	广东移动 5G+生活运营平台

资料来源：公司官网，天风证券研究所

同时，公司发布 5G 新消息平台，凭借对行业客户核心需求的深入洞察，以及在运营商 5G 平台建设的深度参与，公司在 5G 消息商用的关键窗口期，对行业客户和 5G 消息网络进行融合场景设计和价值创新，加速布局企业级 5G 新消息平台，聚焦各行业场景应用，面向行业客户提供全新高效的 5G 消息运营服务。基于 5G 消息丰富的功能和可视化操作能力，公司为金融、消费、党政、互联网应用等众多行业客户提供大量信息应用模板，连接行业客户与底层消息中心，通过对内容、消息、任务的综合管理实现 5G 消息的场景化下发，助力行业客户实现消息场景升级与行业应用。

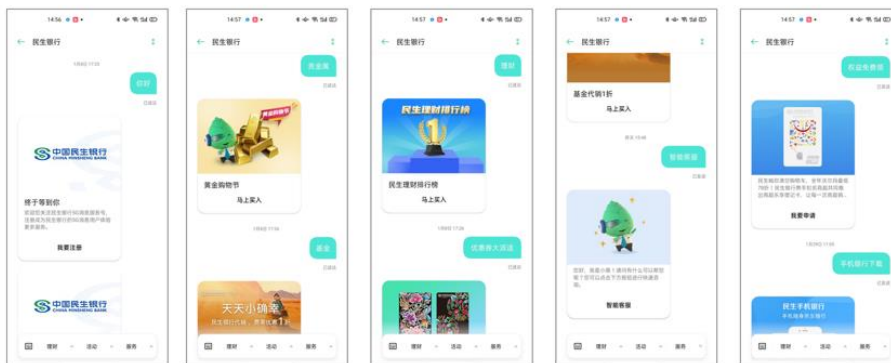
图 4：公司发布的 5G 新消息平台



资料来源：公司官网，天风证券研究所

彩讯 5G 新消息平台上游已接通中国移动全部节点，覆盖全网用户。基于多年的行业客户基础及业务理解，彩讯 5G 新消息平台已面向各垂直行业客户提供业务场景化服务，2020 年成为广东、福建、上海等多省移动公司 5G 行业消息第三方 CSP 平台合作商，目前已与银行类、电商类等多个行业头部客户达成 5G 新消息方面的创新合作，打造行业标杆示范应用，推动 5G 消息应用快速落地。以近期公司中标的中国民生银行 5G 消息业务合作项目为例：通过将 5G 消息形态特点与金融服务充分结合，实现民生银行上线 5G 消息形态的各类金融服务，包括银行业务查询、各类通知、业务预约、金融产品购买、各类业务办理等功能，以手机终端原生的方式，结合使用聊天机器人（Chatbot）、插件和 AI 实现无缝融合传统银行业务。

图 5：5G 消息在银行客户的应用效果



资料来源：公司官网，天风证券研究所

运营商 5G 消息平台建设持续推进，产业链有望快速落地，公司在 5G 消息领域深度参与运营商平台建设，技术实力领先，同时凭借与大中型企业、政府等垂直行业客户多年的深度合作，公司 5G 消息应用有望持续快速落地，打开长期成长空间。

表 3：中移动 2020-2021 年 5G 消息系统设备集采情况

标包	产品名称	需求数量
1	5G 消息中心	10000 万用户
1	MaaP 平台	8.26 万条/秒

资料来源：中国移动招标采购网，天风证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

公司收入和利润稳步成长，深挖电信产业需求，拓展垂直行业产业互联网应用，随着企业数字化转型升级、线下渠道向线上转移、云和大数据创新赋能等产业趋势的不断发展，公司立足双中台核心技术，在电信、金融、政企等行业客户，持续落地协同办公、智慧渠道、云和大数据等主要产品，推动公司长期持续成长。由于疫情影响对部分项目验收交付有所影响，以及短期费用继续投入，预计公司 21-23 年归母净利润分别为 1.5、1.9、2.4 亿元（21-22 年前值分别为 1.8、2.4 亿元），对应 21 年 35 倍、22 年 28 倍市盈率。参考同行业公司 21 年平均 59 倍计算目标价 22.09 元、22 年平均 41 倍市盈率计算目标价 19.41 元，取平均数给予目标价 20.75 元，重申“增持”评级。

表 4：可比公司估值比较

	一致预期净利润（亿元）		市盈率	
	2021E	2022E	2021E	2022E
东方国信	4.80	6.01	19	15
高伟达	2.22	3.07	28	20
用友网络	11.20	14.22	94	74
宇信科技	4.79	6.37	25	19
石基信息	2.63	4.77	117	64
泛微网络	2.47	3.05	68	55
平均值			59	41
彩讯股份	1.51	1.88	35	28

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	544.68	358.52	375.69	571.10	682.37
应收票据及应收账款	280.85	137.24	334.01	222.13	436.82
预付账款	8.49	4.84	9.89	6.18	11.88
存货	21.08	60.16	36.25	81.16	63.32
其他	202.24	502.92	505.06	505.45	508.61
流动资产合计	1,057.34	1,063.68	1,260.90	1,386.02	1,703.00
长期股权投资	60.64	66.71	66.71	66.71	66.71
固定资产	141.34	120.14	113.08	106.01	98.94
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	10.81	9.36	7.54	5.73	3.91
其他	446.15	533.39	532.49	531.60	530.71
非流动资产合计	658.94	729.60	719.82	710.05	700.27
资产总计	1,716.28	1,793.28	1,980.72	2,096.06	2,403.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	114.19	64.72	136.13	86.32	166.51
其他	116.81	156.58	173.71	178.17	204.23
流动负债合计	231.00	221.31	309.84	264.49	370.75
长期借款	76.58	56.62	50.00	50.00	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.42	3.89	3.89	3.89	3.89
非流动负债合计	79.00	60.51	53.89	53.89	53.89
负债合计	310.00	281.82	363.73	318.38	424.64
少数股东权益	47.20	52.32	57.62	63.85	71.16
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	469.54	469.34	469.34	469.34	469.34
留存收益	945.70	1,035.83	1,159.35	1,313.82	1,507.47
其他	(456.17)	(446.05)	(469.34)	(469.34)	(469.34)
股东权益合计	1,406.28	1,511.46	1,616.99	1,777.68	1,978.63
负债和股东权益总计	1,716.28	1,793.28	1,980.72	2,096.06	2,403.27

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	139.47	141.74	150.63	188.38	236.15
折旧摊销	27.60	29.18	8.88	8.88	8.88
财务费用	5.65	4.17	2.42	1.73	1.08
投资损失	(16.92)	(21.54)	(23.70)	(26.07)	(28.67)
营运资金变动	(1.08)	(289.48)	(92.61)	23.63	(100.97)
其它	63.16	238.30	5.30	6.23	7.30
经营活动现金流	217.88	102.37	50.94	202.78	123.78
资本支出	(338.25)	10.61	0.00	0.00	0.00
长期投资	3.49	6.06	0.00	0.00	0.00
其他	82.28	(257.11)	23.70	26.07	28.67
投资活动现金流	(252.48)	(240.44)	23.70	26.07	28.67
债权融资	94.33	76.58	71.95	74.15	76.56
股权融资	9.73	6.35	(25.72)	(1.73)	(1.08)
其他	(157.99)	(130.14)	(103.69)	(105.86)	(116.66)
筹资活动现金流	(53.94)	(47.21)	(57.46)	(33.44)	(41.17)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(88.53)	(185.28)	17.17	195.41	111.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	732.08	739.12	848.26	1,001.05	1,186.10
营业成本	402.00	419.15	482.06	556.13	650.14
营业税金及附加	4.51	3.92	4.24	5.01	5.93
营业费用	26.35	29.19	33.93	39.04	41.51
管理费用	60.01	46.53	50.90	58.06	65.24
研发费用	108.96	115.51	134.03	162.17	194.52
财务费用	4.23	3.38	2.42	1.73	1.08
资产减值损失	(7.74)	(0.81)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.99	3.91	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.92	21.54	23.70	26.07	28.67
其他	(33.11)	(53.77)	(47.39)	(52.13)	(57.34)
营业利润	147.97	150.56	164.38	204.98	256.35
营业外收入	0.67	0.05	0.06	0.07	0.07
营业外支出	0.51	1.46	0.30	0.20	0.15
利润总额	148.13	149.16	164.14	204.85	256.27
所得税	8.66	7.41	8.21	10.24	12.81
净利润	139.47	141.74	155.93	194.60	243.46
少数股东损益	6.68	5.15	5.30	6.23	7.30
归属于母公司净利润	132.79	136.60	150.63	188.38	236.15
每股收益(元)	0.33	0.34	0.38	0.47	0.59

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-4.34%	0.96%	14.77%	18.01%	18.49%
营业利润	-14.25%	1.75%	9.18%	24.70%	25.06%
归属于母公司净利润	-16.25%	2.87%	10.27%	25.06%	25.36%
获利能力					
毛利率	45.09%	43.29%	43.17%	44.45%	45.19%
净利率	18.14%	18.48%	17.76%	18.82%	19.91%
ROE	9.77%	9.36%	9.66%	10.99%	12.38%
ROIC	19.52%	40.36%	36.44%	37.80%	50.12%
偿债能力					
资产负债率	18.06%	15.72%	18.36%	15.19%	17.67%
净负债率	-32.02%	-18.65%	-18.78%	-27.96%	-30.62%
流动比率	4.58	4.81	4.07	5.24	4.59
速动比率	4.49	4.53	3.95	4.93	4.42
营运能力					
应收账款周转率	2.30	3.54	3.60	3.60	3.60
存货周转率	31.87	18.20	17.60	17.05	16.42
总资产周转率	0.43	0.42	0.45	0.49	0.53
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.34	0.38	0.47	0.59
每股经营现金流	0.54	0.26	0.13	0.51	0.31
每股净资产	3.40	3.65	3.90	4.28	4.77
估值比率					
市盈率	40.15	39.04	35.40	28.31	22.58
市净率	3.92	3.65	3.42	3.11	2.80
EV/EBITDA	21.27	21.62	24.43	19.05	15.04
EV/EBIT	23.42	23.95	25.73	19.86	15.56

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com