

强烈推荐-A (维持)

会畅通讯 300578.SZ

当前股价: 43.38 元  
2020年07月15日

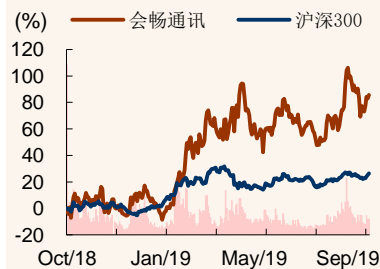
业绩符合预期, Q2环比和同比均大幅提升

基础数据

上证综指	3361
总股本(万股)	17420
已上市流通股(万股)	11752
总市值(亿元)	76
流通市值(亿元)	51
每股净资产(MRQ)	6.5
ROE(TTM)	6.2
资产负债率	22.2%
主要股东	黄元元
主要股东持股比例	22.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	27	58	83
相对表现	7	43	57



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《会畅通讯(300578)一订单大幅增长, 国产化和超高清推进, 业绩将逐季度体现》2020-04-28
- 2、《会畅通讯(300578)一订单大幅增长, 费用提升影响业绩, 业绩有望逐季度体现》2020-04-10
- 3、《会畅通讯(300578)一业绩符合预期, “一体两翼” 打造云视频龙头》2020-02-28

余俊

021-33938892  
yujun@cmschina.com.cn  
S1090518070002

蒋颖

jiangying2@cmschina.com.cn  
S1090519070005

事件:

公司7月15日发布2020年半年度业绩预告, 预计2020年上半年实现归母净利润0.48-0.58亿元, 同比增长-5.19%-14.56%, 股权激励费用约为0.28亿元, 非经常性损益约为-70万元。

评论:

1、二季度业绩增速大幅提升, 云视频 SAAS 和硬件业务均实现高速发展

根据公司公告, 2020年上半年公司实现归母净利润中值为0.53亿元, 同比增长3.92%, 若剔除股权激励费用摊销的影响, 实现归母净利润中值为0.81亿元, 同比增长58.8%。二季度单季度业绩实现大幅提升, 2020年Q2实现归母净利润0.35-0.45亿元, 同比增长94.4%-150.0%, 环比增长169.2%-246.2%, 中值为0.4亿元, 同比增长122.2%, 环比增长207.7%, 若剔除股权激励费用摊销的影响, 2020年Q2实现归母净利润0.47-0.57亿元, 同比增长161.1%-216.7%, 环比增长62.1%-96.6%, 中值为0.52亿元, 同比增长188.9%, 环比增长79.3%。

在疫情的催化下, 云视频行业渗透率逐步提升, 公司持续深化“云+端+行业”的全产业链布局, 各项业务取得了快速成长: 1) 云视频 SAAS: 云视频 SaaS 用户数和订单均实现高速增长, 持续落地多个政府和大型企事业单位客户订单, 付费转化率和续费率持续提升; 2) 云视频硬件: 后疫情复工时期, 远程办公、在线教育、智慧党建、新零售直播和 MCN 直播带货等诸多垂直场景需求大幅提升, 公司云视频硬件业务受益于云视频 SaaS 业务协同带动以及下游需求放量, 云视频硬件订单量实现大幅增长, 产能也获得相应提升。

2、投资设立会畅超视和会畅云视, 深耕云视频底层技术, 赋能国产化和垂直应用

会畅超视和会畅云视未来将主要负责超高清、国产化平台的技术研发、业务落地和对外技术合作, 有助于加快公司新技术、新产品的研发及产业化, 推进云视频

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	224	535	707	928	1224
同比增长	-16%	139%	32%	31%	32%
营业利润(百万元)	16	107	159	210	279
同比增长	-57%	565%	49%	32%	33%
净利润(百万元)	16	90	133	176	232
同比增长	-53%	465%	48%	32%	32%
每股收益(元)	0.12	0.52	0.77	1.01	1.33
PE	359.1	83.8	56.7	42.9	32.6
PB	18.2	6.8	6.2	5.6	4.9

资料来源: 公司数据、招商证券

服务解决方案的加速落地，进一步提升公司在 5G 和超高清时代的核心竞争力。公司目前正在进行超视云项目的研发，从 2019 年 8 月份开始进入开发阶段，计划分三个阶段进行，目前已完成一阶段的适配和交付。通过超视云项目的研发适配国产操作系统和芯片，满足政府和企业日常远程办公对于信息安全和自主可控的需求，以公有云或私有化部署的形式提供客户对于自主可控办公、协作系统的应用需求。超视云项目研发作为国产化操作系统 UOS 的标准组件内置在国产整机中提供客户使用。

公司注重云视频底层技术的投入，在云视频终端上，公司已逐步实现芯片和核心元器件的国产化，在核心音视频技术上均采用自有研发的专利算法。公司国产化云视讯平台在 2019 年积极与统信软件展开合作，积极完成了适配国家统一操作系统 UOS 的第一个版本：**会畅超视云**。会畅超视云完成了基于国密的双重加密研发，能提供通道加密以及端到端双重加密；同时公司自主云视频平台也在 2019 年内通过了国家公安部等级保护 3.0 认证；另外公司也完成了传统语音业务（电话会议）与国产化云视频平台融合，语音业务已作为云视频平台的重要功能模块。2019 年是国产化和超高清元年，公司未来将致力于将“云视频底层技术赋能国产化和垂直应用”，打开成长新空间。

### 3、云视频硬件为华为云视频硬件核心合作方，大力推进国产化，同时与国外多家知名品牌建立合作关系

子公司明日实业主要生产智能云视频硬件产品，出货量在国内排第一。公司在云视频平台服务上已是多年向华为提供网络直播服务的合格供应商，子公司明日实业在 2019 年通过华为合格供应商资格认证，再次证明公司在信息通信类 4K 超高清摄像机和云视频终端研发制造领域中的技术实力和产品市场竞争能力。

2019 年，子公司明日实业完成领先业界的云视频终端的自动化生产线改造和升级，产能实现跃升。在国内业务方面，与越来越多的下游头部品牌和厂商建立合作，也在 2019 年 10 月发布了 4K 超高清新品，进一步巩固了规模优势；同时在海外业务方面，与美国杜比公司等国外多家知名品牌和音视频厂商建立了合作关系，形成了“5G+AI+4K 超高清”的下一代云视讯终端的大规模出货，进一步巩固了规模优势。

此外，配合公司云视频国产化战略，明日实业也推出了全国产化的云视讯终端，从芯片到核心元器件和底层算法都实现了国产化，在核心音视频技术上均采用自主研发的专利算法，并针对国产统一操作系统 UOS 进行了优化，能基于国产架构提供优质的音视频一体化体验。

### 4、重点发力教育行业，未来有望进一步向大企业客户渗透

2018 年教育部下发《教育信息化 2.0 行动计划》，落实推进以双师课堂为核心远程教学场景，教育信息化由 1.0 向 2.0 推进，目前常态化互动录播（双师课堂）已成为体制内 K12 教育均衡化的主要运用手段和技术路线。2019 年，国家教育部、财政部和发改委三部委联合发布“薄改 2.0 专项资金计划”，进一步落实了体制内双师课堂的支持经费，**2019 年也成为了体制内双师课堂元年。**

公司于 2019 年 5 月成立全资子公司“会畅教育”，专注于将面向 5G 和 4K 超清的云视频技术赋能于体制内中小学双师课堂。10 月，会畅教育参加青岛全国教育装备展，首

次展出了与合作伙伴中国联通一同搭建的山东的中小学 5G+4K 的双师教育方案。2019 年教育子业务在市场拓展上也按计划推进，覆盖了全国超过 20 个地市县的中小学“双师课堂”试点，同时加强与运营商的合作，加快推动公司双师教育产品“智享云课堂”的区域级落地。

新冠疫情期间，公司双师教育产品“智享云课堂”和中国联通合作，是首批通过云计算开源产业联盟授予的“可信云”（企业级 SaaS 服务评估）认证的几个产品之一；同时覆盖了 26 个省超过 1600 所学校和机构的师生员工，也成为部分地区推荐的“中小学十大网课平台”之一。

### 5、云视频应用领先企业，维持“强烈推荐-A”评级

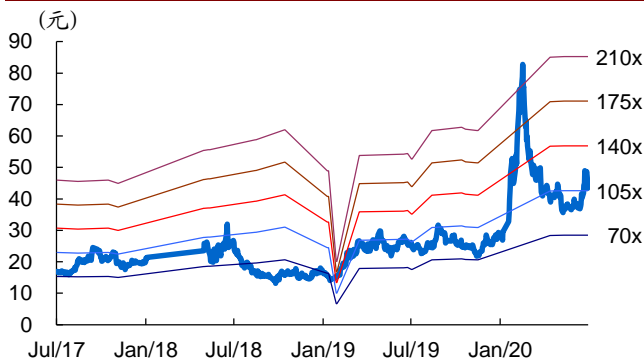
公司拥有“云+端+行业”的完整云产业链布局，同时不断注重云视频底层技术的研发投入，具备核心技术+全产业链布局的竞争优势，5G 时代，云视频+垂直行业应用的市场规模有望扩展到千亿级别，我们看好公司在 5G 时代的成长空间。

从估值来看，目前会畅通讯 PS 估值为 11 倍左右，ZOOM 目前在美股享有较高估值溢价，PE 达数千倍，PS 74 倍左右。我们认为整个云视频行业还处于大拐点加速发展的初期，同时公司有成长为中国云视频应用龙头企业的潜力，公司估值提升空间较大。

预计 2020-2022 年净利润分别为 1.33 亿元、1.76 亿元和 2.32 亿元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 56.7X、42.9X 和 32.6X，对应 PS 分别为 10.7X、8.1X、6.2X。维持“强烈推荐-A”评级。

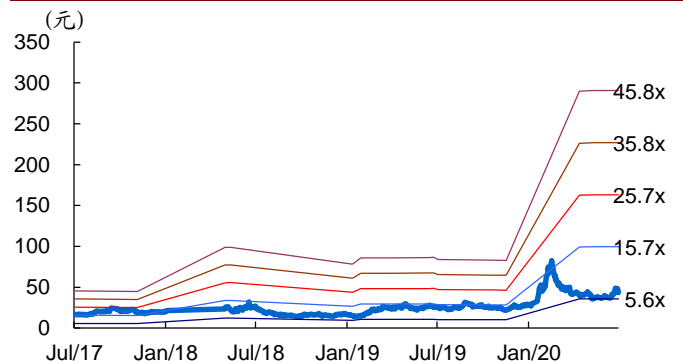
**风险提示：5G 发展不及预期；云视频发展不及预期；短期市场流动性风险；市场竞争加剧**

图 1：会畅通讯历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：会畅通讯历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	266	477	565	751	990
现金	191	141	123	170	225
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	16	21	27	36
应收款项	55	223	290	380	502
其它应收款	5	18	24	31	41
存货	0	66	89	118	155
其他	15	14	18	24	32
<b>非流动资产</b>	108	914	903	894	887
长期股权投资	69	2	2	2	2
固定资产	21	38	31	26	22
无形资产	2	30	27	25	22
其他	16	843	843	842	842
<b>资产总计</b>	<b>374</b>	<b>1391</b>	<b>1468</b>	<b>1645</b>	<b>1877</b>
<b>流动负债</b>	54	267	224	256	298
短期借款	0	70	0	0	0
应付账款	15	52	70	93	122
预收账款	8	18	24	32	42
其他	31	128	129	131	134
<b>长期负债</b>	5	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他	5	11	11	11	11
<b>负债合计</b>	<b>59</b>	<b>279</b>	<b>235</b>	<b>268</b>	<b>309</b>
股本	132	174	174	174	174
资本公积金	97	771	771	771	771
留存收益	87	160	274	410	589
少数股东权益	0	7	13	22	33
归属于母公司所有者权益	316	1105	1219	1355	1534
<b>负债及权益合计</b>	<b>374</b>	<b>1391</b>	<b>1468</b>	<b>1645</b>	<b>1877</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	40	106	60	76	96
净利润	16	90	133	176	232
折旧摊销	5	11	12	10	8
财务费用	(1)	(0)	(3)	(3)	(3)
投资收益	(7)	(5)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	28	10	(80)	(108)	(145)
其它	(1)	(0)	8	10	13
<b>投资活动现金流</b>	(7)	(318)	8	8	8
资本支出	(2)	(44)	(1)	(1)	(1)
其他投资	(4)	(274)	9	9	9
<b>筹资活动现金流</b>	(13)	159	(86)	(37)	(50)
借款变动	(27)	(549)	(70)	0	0
普通股增加	58	42	0	0	0
资本公积增加	(40)	674	0	0	0
股利分配	(7)	(13)	(19)	(40)	(53)
其他	3	4	3	3	3
<b>现金净增加额</b>	<b>20</b>	<b>(54)</b>	<b>(17)</b>	<b>47</b>	<b>54</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	224	535	707	928	1224
营业成本	118	258	349	463	608
营业税金及附加	0	3	4	5	6
营业费用	41	65	85	102	135
管理费用	47	89	78	101	131
研发费用	14	34	45	58	77
财务费用	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
资产减值损失	(0)	(6)	(1)	(2)	(3)
公允价值变动收益	0	4	4	4	4
其他收益	4	14	5	5	5
投资收益	10	19	5	5	5
<b>营业利润</b>	16	107	159	210	279
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	17	107	160	210	279
所得税	1	13	20	26	36
少数股东损益	0	4	6	8	11
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>16</b>	<b>90</b>	<b>133</b>	<b>176</b>	<b>232</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-16%	139%	32%	31%	32%
营业利润	-57%	565%	49%	32%	33%
净利润	-53%	465%	48%	32%	32%
<b>获利能力</b>					
毛利率	47.1%	51.7%	50.6%	50.0%	50.3%
净利率	7.1%	16.9%	18.9%	19.0%	18.9%
ROE	5.1%	8.2%	10.9%	13.0%	15.1%
ROIC	3.6%	7.6%	11.0%	13.1%	15.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.7%	20.0%	16.0%	16.3%	16.5%
净负债比率	0.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.9	1.8	2.5	2.9	3.3
速动比率	4.9	1.5	2.1	2.5	2.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7
存货周转率	219.8	7.8	4.5	4.5	4.5
应收帐款周转率	3.3	3.6	2.6	2.6	2.6
应付帐款周转率	8.8	7.8	5.7	5.7	5.7
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.12	0.52	0.77	1.01	1.33
每股经营现金	0.30	0.61	0.35	0.43	0.55
每股净资产	2.39	6.34	7.00	7.78	8.81
每股股利	0.10	0.11	0.23	0.30	0.40
<b>估值比率</b>					
PE	359.1	83.8	56.7	42.9	32.6
PB	18.2	6.8	6.2	5.6	4.9
EV/EBITDA	457.0	66.1	43.6	33.8	25.8

## 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。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 东南大学微电子学硕士，7年民航空管通信方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。2017年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

蒋颖 招商证券通信行业分析师 中国人民大学经济学硕士、理学学士，3年通信行业研究经验，专注于云计算及数据中心产业链（IDC、交换机、光模块与光器件、服务器、云视频等）、超高清、运营商等相关领域研究。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 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。