

会畅通讯 (300578)

稳定推进“云+端+行业”战略，云视频造就持续增长空间

——2019年半年度业绩预告点评

	黄子健 (分析师)	马天诣 (分析师)
	010-59312736	010-59312799
	huangzjian@gtjas.com	matianyi@gtjas.com
证书编号	S0880518100002	S0880518120002

本报告导读:

公司积极推进“云+端+行业”战略，云视频业务占比提升；公司完善产业链，具备技术优势和核心竞争力，考虑收入的季节性，下半年公司营收和净利润有望大幅度增长。
投资要点:

- **维持“增持”评级。**公司发布2019年半年度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润5060万元-5500万元，比上年同期上升211.85%-238.97%，符合预期。公司推进实施“云+端+行业”战略，打通视频会议产业链，发挥协同效应。我们维持2019-2021年预测，公司实现净利润分别为1.88亿元、2.56亿元、3.41亿元，同比增长1068%、36%、33%；每股收益分别为1.13元、1.53元、2.04元。维持目标价31.98元。
- **稳定推进“云+端+行业”战略，布局双师教育蓝海市场，公司营收和净利润将持续增长。**公司并购数智源和明日实业，成立会畅教育子公司，打通视频会议产业链，迎接垂直应用场景，随着“云+端+行业”的战略不断稳步推进。公司营业收入和净利润将持续增长。
- **云视频主流趋势显著，公司具备技术优势和核心竞争力，云视频业务增长空间大。**国内云视频放量高速增长，2018年市场规模超过100亿，贡献视频会议市场规模的70.3%，云视频的会议系统逐渐成为市场主流。公司具备技术优势和核心竞争力，云视频业务增长空间辽阔。
- **催化剂。**云视频会议业务发展良好，Zoom上市促进云视频市场成长；我国政府加大教育均衡化和教育信息化支持力度。
- **风险因素。**中国视频会议市场需求和公司云视频业务发展不及预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	267	224	812	1,091	1,436
(+/-)%	6%	-16%	263%	34%	32%
经营利润 (EBIT)	34	3	200	267	351
(+/-)%	19%	-93%	7882%	33%	32%
净利润 (归母)	34	16	188	256	341
(+/-)%	9%	-53%	1068%	36%	33%
每股净收益 (元)	0.21	0.10	1.13	1.53	2.04
每股股利 (元)	0.10	0.13	0.08	0.09	0.13

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	12.7%	1.1%	24.6%	24.4%	24.4%
净资产收益率 (%)	11.9%	5.1%	38.4%	35.0%	32.4%
投入资本回报率 (%)	25.2%	2.1%	190.1%	255.9%	338.0%
EV/EBITDA	63.78	275.94	15.13	10.43	7.02
市盈率	125.18	265.80	22.75	16.75	12.60
股息率 (%)	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.5%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 31.98

上次预测: 31.98

当前价格: 25.77

2019.07.14

交易数据

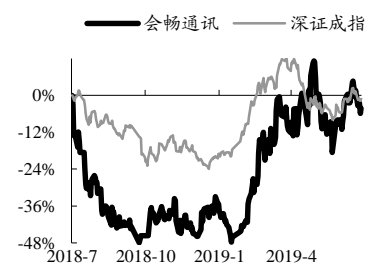
52周内股价区间 (元)	13.22-30.98
总市值 (百万元)	4,287
总股本/流通 A 股 (百万股)	166/61
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	36%
日均成交量 (百万股)	5.85
日均成交值 (百万元)	152.80

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	983
每股净资产	5.91
市净率	4.4
净负债率	-23.01%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.04	0.20
Q2	0.06	0.16
Q3	0.08	0.37
Q4	-0.08	0.40
全年	0.10	1.13

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	8%	-2%
相对指数	1%	17%	-1%

相关报告

《战略重组成果显现，协同创新增长可期》
2019.04.29

《一季报业绩超预期，看好后续增长潜力》
2019.03.28

《乘双师课堂东风，千亿级蓝海赛道有望拔得头筹》
2019.03.11

《打通上下游产业链，拥抱云视频新拐点》
2019.02.28

模型更新时间: 2019.07.14

股票研究

信息技术
电信运营

会畅通讯 (300578)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **31.98**

上次预测: 31.98

当前价格: 25.77

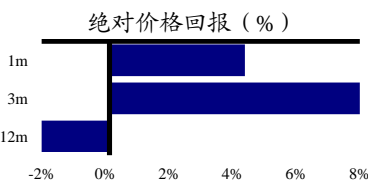
公司网址

www.bizconf.cn

公司简介

公司成立于2006年,是云视频会议领导者,秉承“沟通创造价值”的服务理念,专注于为企业提供高品质的视频会议、网络直播、电话会议和网络会议等云视频会议服务,并在全球范围内与国际运营商开展战略合作,服务网络遍布全球150多个国家和地区,向用户提供7*24小时的中英双语优质服务,真正实现“为客户全球服务,服务于全球客户”。

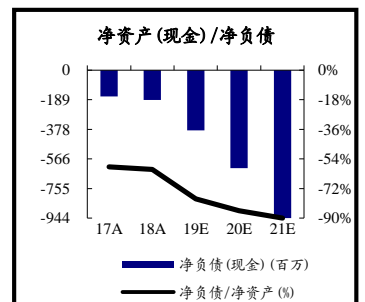
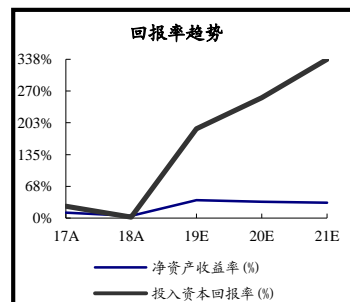
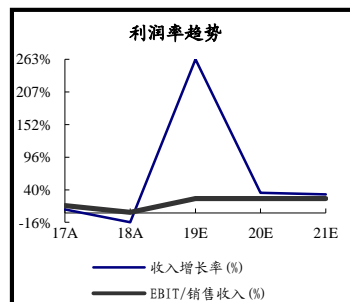
会畅通讯的客户群体遍布各个行业及领域,70%的世界500强在华企业都选用会畅通讯的云视频平台作为日常工作沟通工具。



52周价格范围 13.22-30.98
市值 (百万) 4,287

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	267	224	812	1,091	1,436
营业成本	132	118	413	546	710
税金及附加	0	0	2	2	3
销售费用	49	41	80	106	137
管理费用	37	47	75	108	153
EBIT	34	3	200	267	351
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	7	0	0	0
财务费用	-1	-3	-6	-10	-16
营业利润	38	16	206	277	367
所得税	5	1	17	21	26
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	34	16	188	256	341
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	169	191	385	626	944
其他流动资产	93	75	3	3	3
长期投资	68	69	69	69	69
固定资产合计	21	21	21	21	21
无形及其他资产	7	19	19	19	19
资产合计	359	374	496	737	1,055
流动负债	65	54	0	0	0
非流动负债	6	5	5	5	5
股东权益	288	316	491	732	1,050
投入资本(IC)	119	115	96	96	96
现金流量表					
NOPLAT	30	2	183	247	326
折旧与摊销	5	5	0	0	0
流动资金增量	-13	-10	-19	0	0
资本支出	-5	-2	0	0	0
自由现金流	17	-4	165	247	326
经营现金流	22	40	207	256	340
投资现金流	-69	-7	0	0	0
融资现金流	155	-13	-13	-15	-22
现金流净增加额	108	20	194	241	318
财务指标					
成长性					
收入增长率	5.9%	-16.3%	263.4%	34.4%	31.6%
EBIT 增长率	18.8%	-92.6%	7881.5%	33.4%	31.6%
净利润增长率	8.8%	-52.9%	1068.2%	35.8%	32.9%
利润率					
毛利率	50.7%	47.1%	49.1%	50.0%	50.5%
EBIT 率	12.7%	1.1%	24.6%	24.4%	24.4%
归母净利润率	12.8%	7.2%	23.2%	23.5%	23.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.9%	5.1%	38.4%	35.0%	32.4%
总资产收益率(ROA)	9.5%	4.3%	38.0%	34.7%	32.2%
投入资本回报率(ROIC)	25.2%	2.1%	190.1%	255.9%	338.0%
运营能力					
存货周转天数	2	2	0	0	0
应收账款周转天数	102	111	0	0	0
总资产周转天数	362	599	196	206	228
净利润现金含量	65.5%	247.4%	109.8%	100.0%	100.0%
资本支出/收入	2.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
偿债能力					
资产负债率	19.7%	15.7%	1.0%	0.7%	0.5%
净负债率	-58.8%	-60.4%	-78.3%	-85.5%	-89.9%
估值比率					
PE(现价)	125.18	265.80	22.75	16.75	12.60
PB	20.71	8.99	8.73	5.86	4.08
EV/EBITDA	63.78	275.94	15.13	10.43	7.02
P/S	7.12	15.25	4.20	3.12	2.37
股息率	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.5%



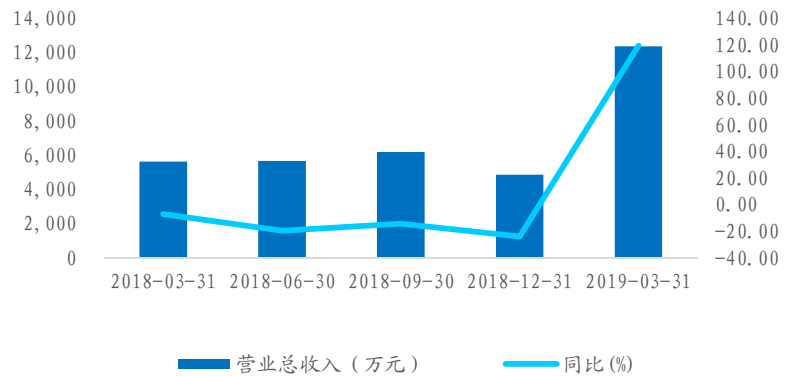
目 录

1. 公司业绩符合预期，稳定推进“云+端+行业”战略，净利润更上一层楼.....	4
2. 云视频流行趋势显著，公司云视频业务增长空间辽阔.....	5
2.1. 国内云视频放量迅猛增长，流行趋势显著.....	5
2.2. 公司云视频技术占优，具备核心竞争力，带动业绩增长空间广阔.....	6
3. 会议产业链+协同效应，收入季节性造就公司下半年业绩将进一步提升.....	7
4. 盈利预测与估值.....	7
4.1. 盈利预测.....	7
4.2. PE 估值.....	7
5. 催化剂和风险因素.....	8
5.1. 催化剂.....	8
5.2. 风险因素.....	8

1. 公司业绩符合预期, 稳定推进“云+端+行业”战略, 净利润更上一层楼

公司发布 2019 年半年度业绩预告, 归属于上市公司股东的净利润为 5060 万元- 5500 万元, 比上年同期上升 211.85%- 238.97%。一方面, 云视频行业保持了稳定快速的增长, 另一方面, 公司“云+端+行业”的战略稳定推进, 并购后协同效应良好, 云视频业务保持良好发展态势, 且收入增长明显。从 2019 年第一季度来看, 公司实现营业收入 1.24 亿元, 比去年同期增长 119.26%; 归属于母公司所有者的净利润 3,292.87 万元, 比去年同期增长 455.85%。其中: 语音服务收入 2,363 万元, 比去年同期减少 27%, 视频会议收入 2,385 万元, 比去年同期减少 1%, 语音服务和视频会议收入合计占营业收入的比重为 38%。公司并购数智源和明日实业, 协同效应符合预期, 未来收入有望明显增长。

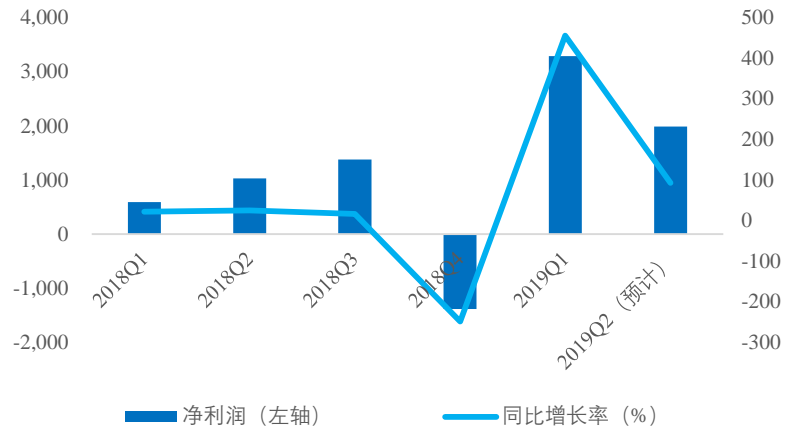
图 1: 2019 年以来营业收入增长迅猛



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

净利润更上一层楼。2019 年半年度业绩预告归属于上市公司股东的净利润中位数为 5280 万元, 比上年同期上升两倍以上。相比于 2018 年第二季度净利润, 2019 年第二季度的净利润同比增长 93% 左右。公司业绩大幅增长受益于宏观层面国家持续推进行业信息化基建, 云视频行业保持了稳定快速的增长和云视频业务的良好发展。公司并购数智源和明日实业, 打通视频会议产业链, 随着“云+端+行业”的战略不断稳步推进, 公司的业绩将会有更大的提升空间。公司净利润将更上一层楼。

图 2: 2019 年二季度净利润同比增长 93% 左右



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

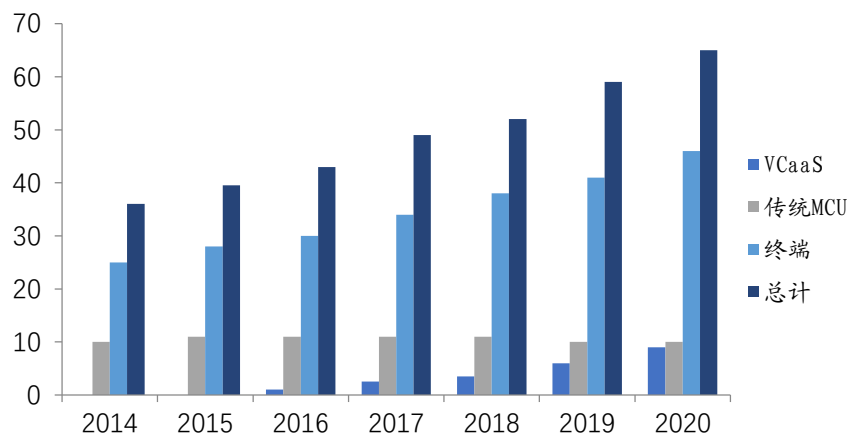
单位: 万元

2. 云视频流行趋势显著, 公司云视频业务增长空间辽阔

2.1. 国内云视频放量迅猛增长, 流行趋势显著

国内云视频的增长点: 快速增长的垂直行业。我国企业云视频市场处于成长初期, 云视频应用场景拓宽, 垂直深入各行业拉升需求。云视频技术使视频通信能够从会议室扩展到个人, 成本降低至原来的 1/10, 容量增加 100 倍, 覆盖更广, 可用性更强, 成为视频通信业务拓广的强劲助推力。目前, 云视频可应用领域包括教育、医疗、内部培训、门店管理、智慧党建、海关、公司例会、金融、海关税务等相对分散的需求的多个行业。

图 3: 我国视频会议市场未来将迎来爆发式增长



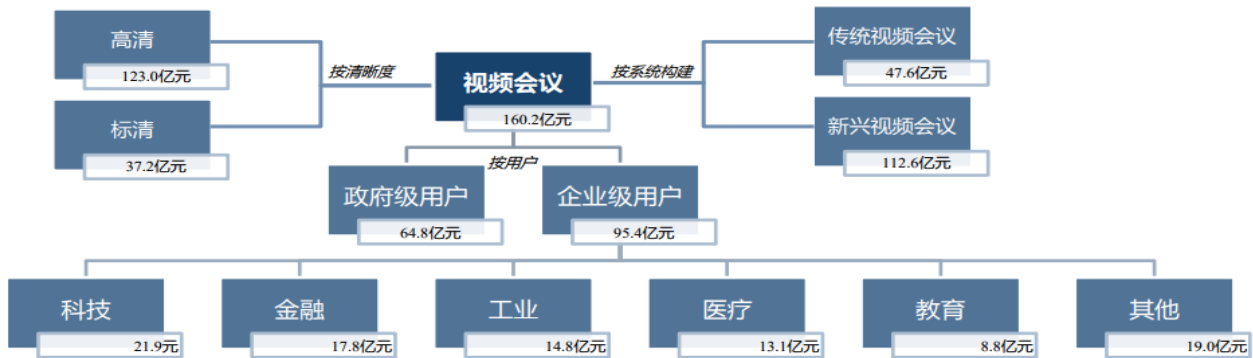
数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

单位: 亿元

云视频的会议系统逐渐成为市场主流。中国视频会议市场于 2018 年达到 160.2 亿元, 传统视频会议达到 47.6 亿元, 目前贡献了整体视频会议市场规模的 29.7%; 新兴视频会议达到 112.6 亿元, 整体贡献视频会议市场规模的 70.3%。新兴视频会议如基于软件和云视频的会议系统逐渐

成为市场主流。

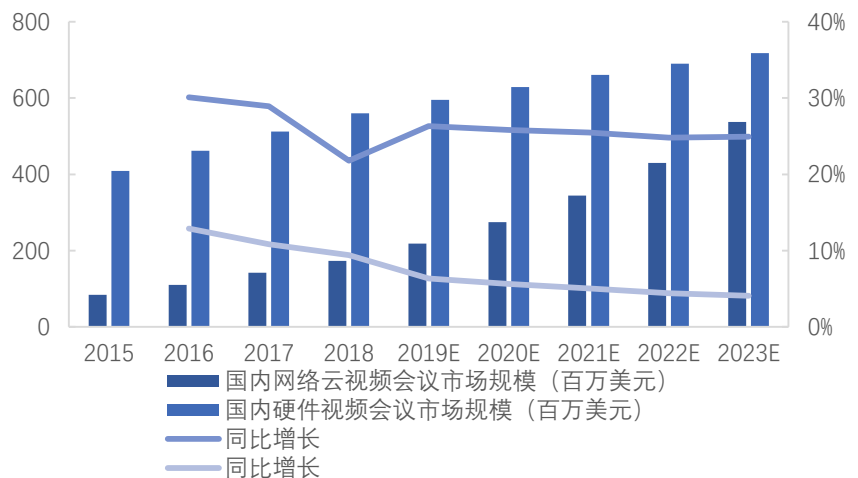
图 4: 新兴视频会议逐渐成为主流



数据来源: 弗若斯特沙利文

云视频市场规模迅猛快速。据 IDC 统计,当前国内以网络视频会议、云视频会议为代表的软件会议市场规模为 1.7 亿美元,远低于硬件视频会议的市场规模 5.6 亿美元,但视频会议所代表的软件会议市场规模增速快,未来五年的增速都超过 20%。预计到 2023 年软件会议市场规模达 5.4 亿美元。

图 5: 国内网络云视频会议迅猛增长



数据来源: IDC, 国泰君安证券研究

2.2. 公司云视频技术占优,具备核心竞争力,带动业绩增长空间广阔

会畅通讯以高质量的服务稳居企业多方通信市场,合作中软国际+中创视讯+zoom。与其他视频会议领域厂商相比,会畅的主要竞争优势在于产品稳定性好、可靠性强、平台容量大且价格相对较低。云端技术上与小鱼一样过硬,音视频处理技术上不逊于国际大厂商,目标客户群体定位于大中企业与垂直领域。服务好、覆盖广、渠道建设是公司的核心竞争力。会畅通讯比传统厂商具备更强大的扩容能力、更优的互联网视频效果及更低的价格,比云厂商具备更好的兼容性、更先进的编码技术和更高的用户友好度。更先进的云视频通信技术让会畅通讯具备核心竞争力。

云视频通信融合教育形成蓝海市场，享千亿级蓝海盛宴。。2019年4月以自有资金出资5000万元成立全资子公司会畅教育。该子公司作为会畅通讯在教育行业提供云视频通信应用解决方案业务的平台。结合收购的数智源和明日实业，形成在教育行业解决方案的利器。借助教育行业的双师课堂东风，公司可享双师课堂千亿级蓝海盛宴。

公司技术占优，形成核心竞争力，保障公司云视频业务持续增长有动力；伴随公司深耕教育，云视频业务融合教育形成千亿级蓝海，将带动公司业绩增长空间广阔。

3. 会议产业链+协同效应，收入季节性造就公司下半年业绩将进一步提升

通过收购数智源和明日实业，公司“软硬兼施”，打通视频会议产业链，形成协同效应。数智源在原有视频综合管理平台、结构化主题视频、视频大数据产品的基础上，深入挖掘市场需求，整合开发出视频大数据分析平台，视频大数据可视化管控平台。运用于海关、国检、教育、公安行业。明日实业成立以来一直致力于视频会议摄像机研究、开发与制造，公司在视频会议的终端——摄像机领域有了更强的话语权。并购以来，明日实业和数智源的营业收入均保持高速增长。明日实业、数智源与公司的技术、产品、客户互补性突出，协同性明显。并购以来，明日实业和数智源的营业收入均保持高速增长。通过收购明日实业、数智源，公司视频会议业务迅速发展的局面逐渐打开，预计2019年视频会议业务营业收入将超过电话会议。

考虑对应客户的投资节奏，明日实业和数智源两家公司收入有一定的季节性，数智源确认一般收入是在下半年，所以公司下半年收入有望进一步增长。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

随着公司“云+端+行业”战略积极稳定的推进，核心业务优势进一步显现；收购明日实业和数智源，打通视频会议产业链，发挥协同效应；云视频解决方案在双师课堂蓝海市场渗透率进一步提高，公司未来营收和利润增长空间大。

我们维持2019年-2021年会畅通讯分别实现营业收入8.12亿元、10.91亿元、14.36亿元，同比增长263%、34%、32%，实现净利润分别为1.88亿元、2.56亿元、3.41亿元，同比增长1068%、36%、33%；每股收益1.13元、1.53元、2.04元。

4.2. PE估值

可比公司选取同为视频会议服务行业的A股上市公司苏州科达(603660.SH)、亿联网络(300628.SZ)、齐心集团(002301.SZ)。苏州

科达 2019 年的 PE (7 月 14 日 TTM) 为 21.4 倍, 亿联网络为 36.1 倍, 齐心集团为 37.9 倍, 平均值为 31.8 倍。根据行业可比估值, 我们给予会畅通讯 2019 年 28.3 倍估值, 维持目标价为 31.98 元。

表 1: 可比公司估值情况

代码	公司名称	当前股价 (07 月 14 日)	EPS (元)			PE			PETTM
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	07 月 14 日
603660.SH	苏州科达	14.14	0.83	1.06	1.35	16.98	13.38	10.51	21.4
300628.SZ	亿联网络	55.25	1.83	2.34	3.01	30.16	23.65	18.36	36.1
002301.SZ	齐心集团	11.88	0.44	0.60	0.79	16.81	19.93	15.08	37.9
	平均值	27.09	1.03	1.33	1.72	21.32	18.99	14.65	31.8

资料来源: Wind 一致预期, 国泰君安证券研究

5. 催化剂和风险因素

5.1. 催化剂

云视频会议业务发展良好, Zoom 上市促进云视频市场成长; 我国政府加大教育均衡化和教育信息化支持力度。

5.2. 风险因素

中国视频会议市场需求不及预期, 行业市场空间扩展受阻将对公司业务发展带来不利影响。

公司云视频业务发展不及预期。将较大幅度影响营收同比增速, 进而影响利润。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		