

# 会畅通讯 (300578)

证券研究报告  
2018年08月05日

## 畅享云视频会议大趋势，打造软硬一体化产品布局

### 一、1. 国内企业视频及语音会议龙头，服务高端客户品牌效应好

公司是目前国内企业语音及视频会议龙头服务商，市场占有率均在前二。其主要客户包括世界 500 强企业的境内机构和国内大中型企事业单位。2017 年，公司实现营业收入和净利润分别为 2.67 和 0.34 亿元，同比分别增长 5.93%和 8.79%。分项业务来看，语音业务相对稳定，网络会议业务处于高速增长态势。2016 年-2017 年增速达到 35%以上，2017 年收入占比已经达到 30%以上。

### 二、云视频市场空间巨大，行业仍处发展初期，孕育 SaaS 独角兽 Zoom

视频会议分为硬件和软件服务部分。我们预计随着企业 SaaS 趋势加速发展，未来国内单个企业用户的云成本将较传统企业会议成本降低，而上云的企业用户数量将显著扩大，国内云视频会议市场潜在发展空间巨大。

ZOOM 是全球领先云会议的服务商，受益美国成熟的 SaaS 发展取得巨大成功。2017 年初，Zoom 获得红杉资本领投 1 亿美元，估值 10 亿美金，成为云视频会议领域首个独角兽。随着国内 SaaS 发展逐渐成熟，会畅等其他云视频会议服务商也有望取得大发展。

### 三、收购数智源、明日实业，打造软硬一体化的云视频会议解决方案商

公司拟以发行股份及支付现金的方式购买视频融合应用解决方案商数智源 85.0006%股权，交易价格为 3.92 亿元。数智源承诺 2018、2019 及 2020 年度的承诺净利润分别不低于 3250 万元、4000 万元及 5000 万元。

公司拟以发行股份及支付现金的方式购买明日实业 100%的股权。交易价格为 6.5 亿元。明日实业承诺 2018、2019 及 2020 年的承诺净利润分别不低于 5000 万元、6000 万元及 7200 万元。

数智源和明日实业是公司在云视频硬件端及垂直行业开拓上面的的核心布局。公司的优势在云视频会议软件部分和商业企业的高端客户，数智源的优势在于深耕政府、教育等垂直行业，明日实业的优势在于视频会议硬件，公司收购后在业务布局上将成为跨行业、云视频领域软硬一体化的整体解决方案提供商。

### 四、盈利预测

我们看好云视频会议的行业大趋势以及公司已有的产品布局，此次收购将进一步深化公司在行业客户拓展和硬件产品领域的优势。由于收购处于预案阶段，暂不考虑收购业绩，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.34、0.45 和 0.61 元。首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧、国内企业 SaaS 进程低于预期、收购失败；

#### 投资评级

行业	通信/通信运营
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	18.85 元
目标价格	元

#### 基本数据

A 股总股本(百万股)	132.41
流通 A 股股本(百万股)	59.79
A 股总市值(百万元)	2,495.92
流通 A 股市值(百万元)	1,127.06
每股净资产(元)	3.99
资产负债率(%)	19.10
一年内最高/最低(元)	51.25/18.66

#### 作者

王俊贤	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080002	
wangjunxian@tfzq.com	
唐海清	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030002	
tanghaiqing@tfzq.com	

#### 股价走势



资料来源：贝格数据

#### 相关报告

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	252.18	267.15	294.26	339.27	409.47
增长率(%)	0.79	5.93	10.15	15.30	20.69
EBITDA(百万元)	32.46	40.82	52.33	71.34	97.30
净利润(百万元)	31.48	34.25	44.91	59.99	81.10
增长率(%)	(5.69)	8.79	31.13	33.57	35.19
EPS(元/股)	0.24	0.26	0.34	0.45	0.61
市盈率(P/E)	79.28	72.87	55.57	41.61	30.77
市净率(P/B)	19.10	8.66	5.86	5.14	4.40
市销率(P/S)	9.90	9.34	8.48	7.36	6.10
EV/EBITDA	0.00	60.53	48.73	36.50	26.27

资料来源：wind，天风证券研究所



## 内容目录

<b>1. 国内企业视频及语音会议龙头，服务高端客户品牌效应好</b>	<b>4</b>
1.1. 国内企业多方通信服务商龙头	4
1.2. 业绩稳定增长，视频云会议将成为未来最大亮点	4
1.2.1. 网络会议高速增长，成为公司主要增长点	4
1.2.2. 网络会议毛利呈现上升趋势，费用控制良好	5
1.3. 与高端客户保持长期合作，会畅品牌效应强	6
<b>2. 云视频市场空间巨大，行业仍处发展初期</b>	<b>6</b>
2.1. 通信会议市场处于发展初期，未来潜力巨大	6
2.2. 云视频会议仍处发展初期空间巨大	8
2.2.1. 技术进步推动第三方服务将成为多方通信服务主流	8
2.2.2. 行业仍处发展初期	9
2.3. ZOOM：全球云视频会议标杆，硅谷 SaaS 明星独角兽	9
2.3.1. 全球领先的网络云会议服务商	9
2.3.2. 领先行业的 SaaS 产品体验	10
<b>3. 收购数智源、明日实业，打造软硬一体化云视频解决方案商</b>	<b>11</b>
3.1. 发行股份及现金方式收购数智源、明日实业	11
3.2. 数智源：深耕海关、教育等垂直行业的优秀视频应用解决方案提供商	11
3.2.1. 领先的视频整体方案提供商	11
3.2.2. 自主研发软件业务大幅增长，毛利率提升	12
3.2.3. 竞争优势：深耕海关、教育领域，垂直化程度高	13
3.3. 明日实业：优秀的视频会议硬件终端企业	13
3.3.1. 明日实业业务：摄像机、视频会议一体化终端	13
3.3.2. 业绩：视频会议一体机开始放量，仍处发展阶段	14
3.3.3. 竞争优势：	15
3.4. 收购的协同作用：打造一体化的云+视频会议应用解决方案提供商	16
<b>4. 盈利预测及估值</b>	<b>16</b>

## 图表目录

图 1：2011-2017 年会畅通讯营收和净利润（百万）	5
图 2：2011-2017 年会畅通讯营收结构（百万）	5
图 3：2011-2017 年会畅通讯各项业务毛利率	5
图 4：2011-2017 年会畅通讯三项费用率	5
图 5：全球通信会议市场分布情况	7
图 6：亚太地区通信会议市场分布情况	7
图 7：中国企业语音会议市场规模和增速（百万美元）	7

图 8: 中国语音会议市场分布情况 .....	8
图 9: 中国网络会议市场分布情况 .....	8
图 10: 多方通信市场向 SaaS 模式转变 .....	8
图 11: ZOOM 商业客户增长数 .....	9
图 12: ZOOM 融资情况 .....	9
图 13: ZOOM 获得 gartner 奖项 .....	10
图 14: ZOOM 产品性能 .....	10
图 15: 数智源的海关/国检展示 .....	12
图 16: 数智源 2016-2017 年营业收入 (万元) .....	12
图 17: 数智源 2016-2017 年收入结构 (万元) .....	12
图 18: 数智源 2017 年营业收入构成比例 .....	13
图 19: 数智源 2016-2017 年营业收入构成毛利率 .....	13
图 20: 明日实业 2016-2017 年营业收入和净利润 (万元) .....	14
图 21: 明日实业 2016-2017 年营业收入结构 (万元) .....	14
图 22: 明日实业-2017 年营业收入结构占比 .....	15
图 23: 明日实业毛利率情况 .....	15
表 1: 公司主营业务构成 .....	4
表 2: 公司主要客户行业分布 .....	6
表 3: 数智源产品技术优势 .....	13
表 4: 明日实业主要产品 .....	14
表 5: 明日实业部分技术 .....	15
表 6: 公司业务拆分预测 (亿元) .....	16

## 1. 国内企业视频及语音会议龙头，服务高端客户品牌效应好

### 1.1. 国内企业多方通信服务商龙头

公司是目前国内企业语音及视频会议龙头服务商，其主要客户包括世界 500 强企业的境内机构和国内大中型企事业单位。

公司大股东黄元元直接或通过其控制的会畅企业管理间接持有公司 54.32% 股份，为公司控股股东。股权集中度高，拥有对公司重大决策的绝对控制权有利公司稳定发展。

公司主营业务是语音会议服务和网络会议服务。其中语音业务稳定，由于网络会议服务拥有面对面交流和文件传输的优势，行业高速发展，公司近年来积极推进公司网络会议服务，是公司近两年增长主要来源。

语音会议服务主要是指通过公用电话交换网（PSTN 网）和会议桥系统把两点以上的多点电话终端连接起来，实现多点间实时双向语音通话的服务，经济有效的满足客户会议需求。公司向企业客户提供的普通语音会议服务主要包括普通语音会议服务和向 Intercall 提供跨境桥接服务两种。

公司的网络会议服务融合数据、语音、视频技术，支持任意种网络接入方式（PSTN 网络、因特网、移动通信网络等），使不同地点的多个用户只需有通信网络即可直观地进行共享协作，突破时间地域的限制实现面对面般的交流效果。

表 1：公司主营业务构成

类别	具体服务	简介	应用
语音会议服务	普通语音会议服务	主要侧重于快速沟通 普通语音会议的发起人在公司拥有及管理的会议桥上召集会议，客户为会议的使用方；	语音电话会议为用户提供了可以承载多方（3 方以上）电话接入的“虚拟会议室”。
	向 intercall 提供跨境桥接服务	跨境桥接服务是指公司为境外运营商 Intercall 在境外会议桥上召开的语音会议提供中国区域参会者的跨境桥接，客户为 Intercall，相当于分包 Intercall 的中国境内话务	
网络会议服务	网络直播会议	主要运用流媒体技术对会议现场进行推送，在网络直播会议中参会者可以实时了解会议现场信息，并通过文字进行简单互动，支持大规模传播	满足客户日常会议和临时会议、远程培训、大型会议和新闻发布、远程 IT 支持等需求
	商务云会议	为参会者提供了全面视频互动的会议服务，在低带宽、高丢包率的情况下，依然能够实现流畅的会议体验 主要侧重于为参会者提供文档（数据）共享，	
	Webex 会议	仅支持简单图像视频传输。 与商会云会议相比 Webex 会议对带宽等基础通讯资源要求较低，价格也较低	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 业绩稳定增长，视频云会议将成为未来最大亮点

#### 1.2.1. 网络会议高速增长，成为公司主要增长点

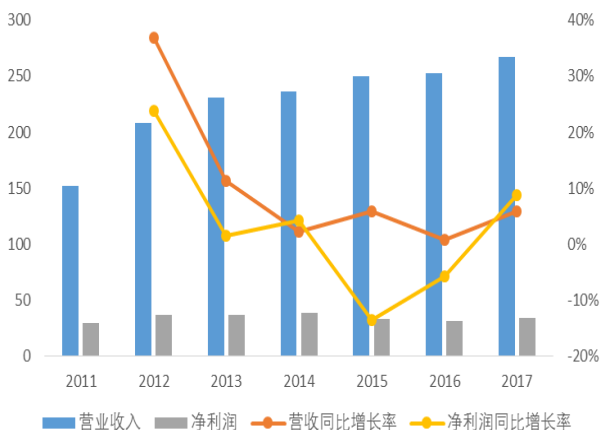
公司业务扎根国内经济较发达一线城市，依托公司领先行业的一体化业务平台，形成面向全国的服务营销网络，驱动收入稳步增长。2017 年，公司实现营业收入和净利润分别为

2.67 和 0.34 亿元，同比分别增长 5.93%和 8.79%。

公司业务有两大驱动力，一是现代的商业企业内部结构扁平化，异地办公频率增加带动企业多方通信市场需求增长和公司业绩增长。另一方面公司优化网络会议服务，积极开发网络会议服务市场，进一步扩展业务区域，将业务从一线经济发达城市延伸至二线城市，带动公司业绩增长。

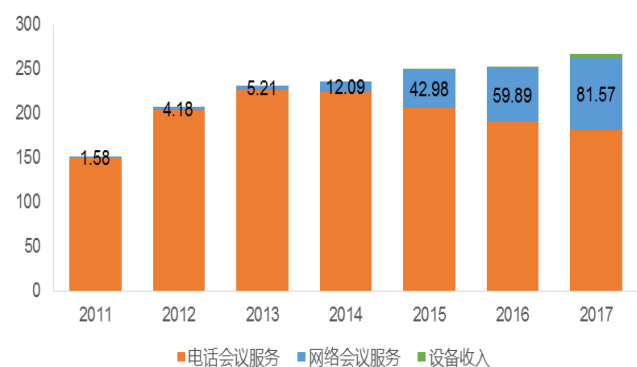
分项业务来看，语音业务相对稳定，网络会议业务长期来看处于高速增长态势。公司深耕多方会议领域多年，积累大量优质客户资源，树立良好的品牌形象，驱动网络会议收入高速增长。公司网络会议业务 2013 年-2017 年复合增速达到 100%以上。未来将是公司重要的增长点。2017 年，公司的网络视频会议业务收入占比已经达到 30%以上，随着网络会议规模持续扩大，未来业务占比有望进一步提升。

图 1：2011-2017 年会畅通讯营收和净利润（百万）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 2：2011-2017 年会畅通讯营收结构（百万）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 1.2.2. 网络会议毛利呈现上升趋势，费用控制良好

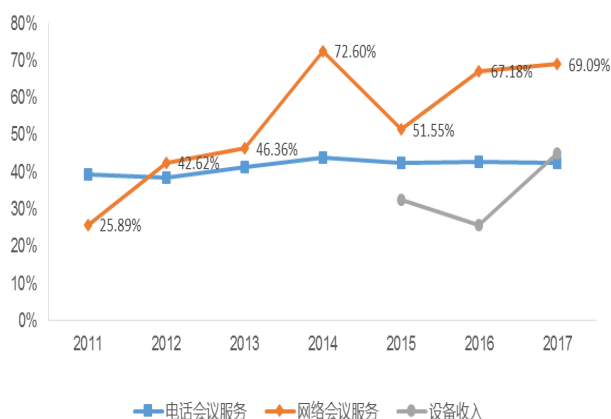
公司业务毛利率相对稳定。其中电话会议毛利率维持在 43%左右。2016 年电话会议毛利率 42.86%，2017 年为 42.58%。网络会议近两年毛利率呈现上升趋势，2016 年网络会议毛利率 67.18%，2017 年上升到 69.09%。网络会议毛利率大幅高于电话会议毛利率。未来随着网络会议业务占比不断提升，公司整体毛利率有望呈现上升趋势。

公司费用控制较为得当，期间费用主要为销售费用和管理费用，财务费占比较小。随着网络通信会议服务逐渐成为行业新趋势，公司为满足客户对于网络会议服务的需求，持续增加研发支出，管理费用随之大幅上升。同时，销售费用大幅上升是由于公司进行市场扩张，销售人员数量增加导致职工薪酬增加。长期看，公司财务费用较为平稳，销售管理费用增长合理。

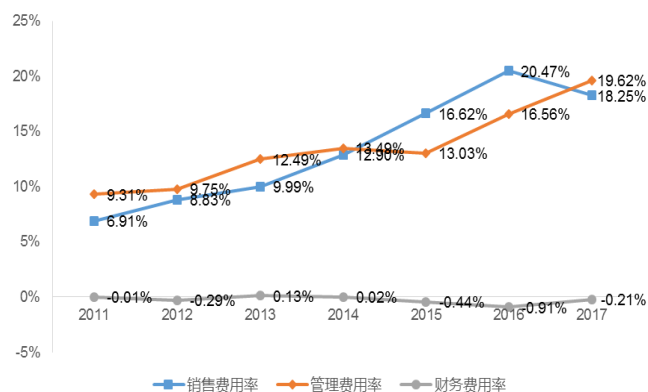
图 3：2011-2017 年会畅通讯各项业务毛利率

图 4：2011-2017 年会畅通讯三项费用率





资料来源：公司年报，天风证券研究所



资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 1.3. 与高端客户保持长期合作，会畅品牌效应强

公司目前在与世界 500 强保持长期稳定的合作关系的基础上，同时积极开发国内大中型国际化企业。同时，国内大中型企业也是公司的主要客户。

由于大型企业经常召开产品发布会、经销商大会、路演及业绩说明会等大型通信会议的高科技、医药、金融行业的大型企业，会议服务质量对其业务开展、运营效率乃至品牌形象等方面都有重要影响。因此，这些企业更倾向于选择具有较高品牌信任度的运营商。公司在品牌与及市场影响力方面的优势使得公司具备较强市场定价能力，支撑公司的服务价格处于市场较高水准。

**世界 500 强客户拓展：**公司始终以高端客户群为目标群体，深入挖掘客户需求，通过专业化的嵌入式服务抢占市场份额。公司客户横跨 IT、金融、能源化工、耐用品消费、生物医药、食品饮料、商贸服务等领域。语音会议服务高端市场需要深入根据客户公司架构和业务内容进行定制化服务。公司在各个行业均积累丰富的服务经验，保证公司在跨区域扩张时能够运用原有成熟的解决方案在新区域进行复制、升级，保持业务收入的快速发展的，和行业内的领先地位。

表 2：公司主要客户行业分布

行业	名称
IT	联想、华硕、安捷伦、东芝、华为、三星、惠普、IBM、ORACLE
金融	渣打银行、德意志银行、苏格兰皇家银行、澳新银行、花旗银行、中国工商银行、中国银行、中国平安
能源化工	中石化、美国贝克休斯、阿克苏·诺贝尔、德国巴斯夫、中国化工
耐用品消费	天合汽车、通用汽车、德尔福、菲亚特、固特异、法雷奥、美的
生物医药	强生、诺华、辉瑞、赛诺菲、罗氏、默克、美敦力、中国医药、拜耳
食品饮料	雅培、卡夫食品、可口可乐、统一食品、雀巢、中粮、华润

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 云视频市场空间巨大，行业仍处发展初期

语音市场相对稳定，公司大力拓展的云视频会议行业空间巨大，行业仍处发展初期。全球云视频会议领导企业 ZOOM 是硅谷独角兽，拥有超过 75 万名用户。公司的云视频会议平台处于高速发展期，未来将分享国内企业云视频市场的巨大空间。

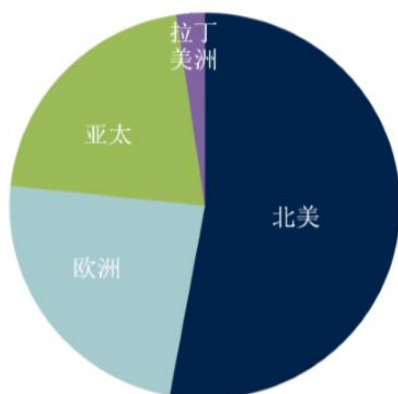
### 2.1. 通信会议市场处于发展初期，未来潜力巨大

我国通信会议市场正处于发展初期，市场规模快速增长。从政策上来看，2013 年工信部发布《工业和信息化部关于国内多方通信服务业务商用试验转为正式商用的通告》，国内

多方通信服务业务由商用试验转为正式商用。另一方面，从市场规模来看，我国是全球第二大经济体，据 Wainhouse Research 统计，我国通信会议市场规模仅占全球的 6.93%，渗透率仍然较低，未来空间较大。

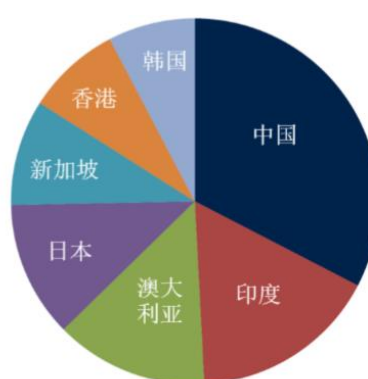
通信会议在发达国家应用非常广泛，已经成为各企业重要的会议实施方式之一。北美市场占据全球企业通信会议超过一半的市场。根据 Wainhouse research，2015 年，全球语音会议市场规模达 37.7 亿美元。自 2008 年以来总体呈现平稳态势。

图 5：全球通信会议市场分布情况



资料来源：Wainhouse Research，天风证券研究所

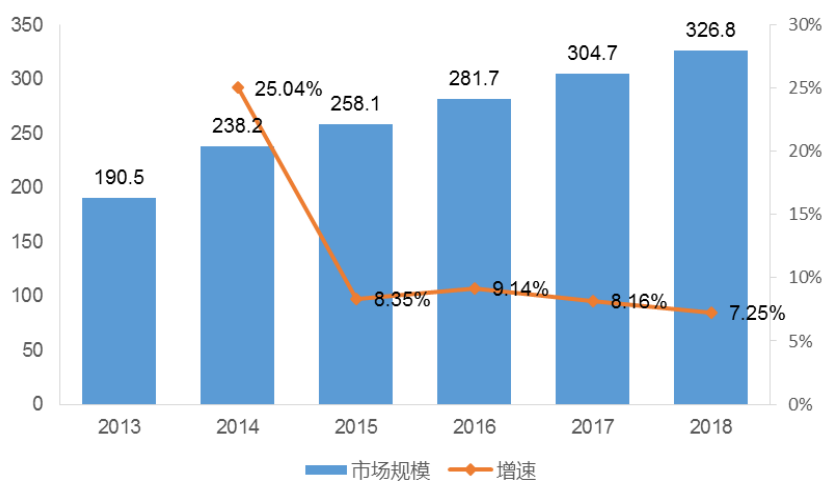
图 6：亚太地区通信会议市场分布情况



资料来源：Wainhouse Research，天风证券研究所

根据 Wainhouse Research 预测，我国 2013 年至 2018 年，企业语音会议市场复合增速将达到 11%，2018 年达到 3.27 亿美元。我国企业扁平化管理普及拉动多方通信服务用户数量，异地办公频率增加拉动多方通信服务的时间和频度。中国企业此前常用多层级管理模式，随着科学企业管理模式开始普及，越来越多企业开始进行扁平化管理。同时，企业受高效沟通，减少差旅、交通支出的目的驱使，远程办公，移动办公等更人性化的办公方式被广为认可，通信会议成为远程办公和移动办公的重要沟通媒介，驱动多方通信服务市场需求持续增长。

图 7：中国企业语音会议市场规模和增速（百万美元）

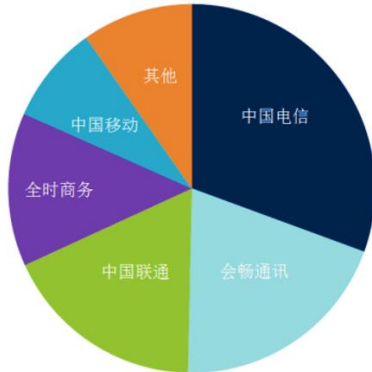


资料来源：Wainhouse Research，天风证券研究所

根据 Wainhouse Research，截至 2016 年 6 月，公司目前国内语音会议市占率第二，网络会议市占率第一，市占率都在 20% 以上。市场主要被中国电信、会畅通讯、中国移动、中

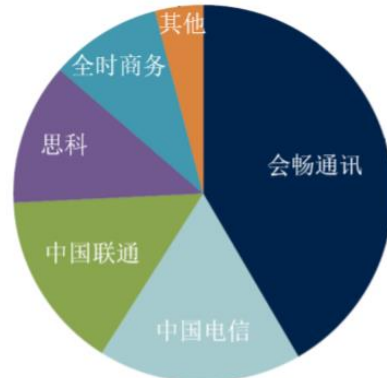
国联通、全时商务占据。公司主要的竞争对手包括国内基础电信运营商（中国电信、中国移动和中国联通）、其他专业运营商（二六三、全时商务）以及潜在运营商（Arkadin、PGi、InterCall、Verizon、AT&T、BT）。

图 8：中国语音会议市场分布情况



资料来源：Wainhouse Research, 天风证券研究所

图 9：中国网络会议市场分布情况



资料来源：Wainhouse Research, 天风证券研究所

## 2.2. 云视频会议仍处发展初期空间巨大

### 2.2.1. 技术进步推动第三方服务将成为多方通信服务主流

技术进步带动多方通信服务在频度、广度、深度等多方面介入企业与个人的业务和生活。受益于 4G 网络技术的更新和光宽带的普及，我国通信基础设施共建共享进一步加快，网络终端用户的用户体验得到提升。高质量的音频、视频和图像等要求得到进一步满足。同时，云计算技术的发展大幅提升数据传输的能力，降低了成本，使高品质、大容量的会议数据传输不再困难。流媒体等图像技术应用将改善视频沟通效果，增强用户的现场感与互动体验。

基于“云”的 SaaS 服务模式成为行业新的发展趋势。目前，企业多方通信服务已经过三个阶段，多方通信服务进入专业化服务阶段，SaaS 云平台以其满足客户轻资产化需求的优势逐渐成为行业主流。

图 10：多方通信市场向 SaaS 模式转变



资料来源：招股说明书, 天风证券研究所



### 2.2.2. 行业仍处发展初期

视频会议分为软件和硬件部分，公司目前主要是软件服务。从行业竞争来看，国内主要是会畅、小鱼、好视通等。目前各家公司云视频会议收入规模仍然较小。行业仍然处于发展初期。

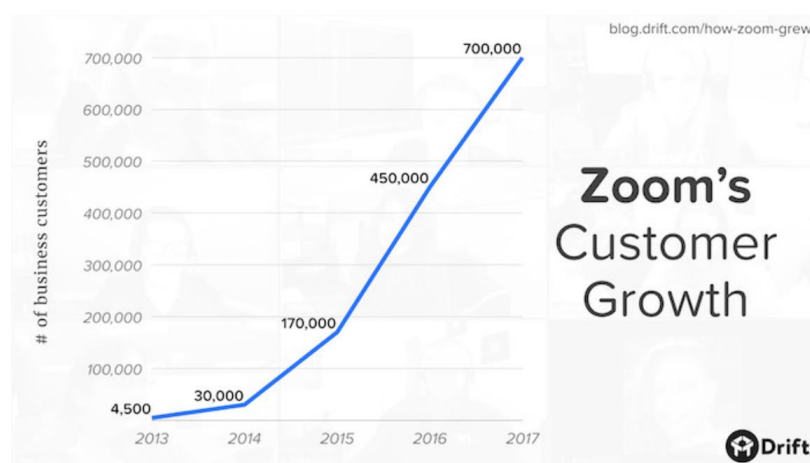
### 2.3. ZOOM：全球云视频会议标杆，硅谷 SaaS 明星独角兽

美国的企业 SaaS 环境发展成熟，中小企业已经形成了良好的 SaaS 付费意愿，所以诞生了独角兽 ZOOM。作为纯线上付费的云视频厂商，ZOOM 的模式取得巨大成功。目前国内的企业 SaaS 付费意愿仍然在培养中，会畅的产品形态和 ZOOM 类似，作为云视频会议软件服务商，有望受益国内 SaaS 行业的发展。

#### 2.3.1. 全球领先的网络云会议服务商

ZOOM 是全球领先的网络云会议的服务商。ZOOM 提供出色的云产品，用户只需要通过一个 ZOOM 账号，就可以在所有网络终端实现多方视频会议。目前 ZOOM 已经覆盖超过 75 万名客户。其中包括财富 50 公司中的一半公司都在使用 Zoom。Zoom 的不仅有企业客户，有 6900 家教育机构也都在使用 Zoom 的产品，其中包括美国 Top 200 大学中的 90% 的大学。为了业务持续拓展，Zoom 已经在圣荷西、圣巴巴拉、丹佛、堪萨斯城、悉尼和伦敦设立了办事处。

图 11：ZOOM 商业客户增长数



资料来源：36 氪，Drift，天风证券研究所

Zoom 在 2017 年初获得了由红杉资本领投资 1 亿美元的 D 轮融资之后，Zoom 已经成功跻身“独角兽”俱乐部，估值已经超过了 10 亿美元。

图 12：ZOOM 融资情况

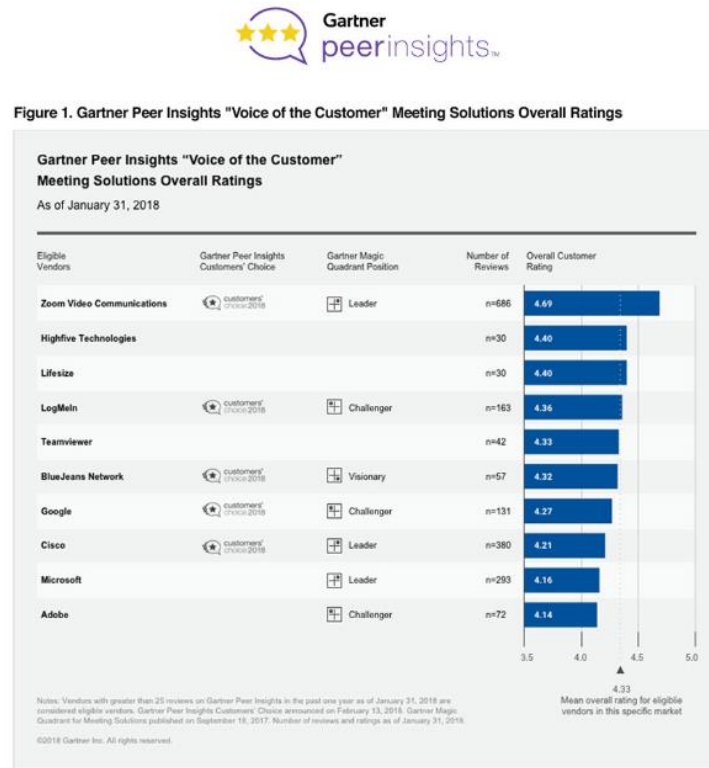


资料来源：36 氪，Drift，天风证券研究所

### 2.3.2. 领先行业的 SaaS 产品体验

Zoom 之所以取得巨大的成功，主要原因在于其 SaaS 会议视频体验的优越性。其视频通讯产品被评为 2018 年 Gartner Peer Insights “客户最喜爱的会议解决方案”。

图 13: ZOOM 获得 gartner 奖项



Source: Gartner Peer Insights (January 31, 2018)

资料来源: ZOOM 官网, 天风证券研究所

从产品性能上看, Zoom 将自身的产品和其他视频会议提供方进行了比较。各方面的指标均显示, Zoom 的优势明显。其中最关键性能指标质量上, 公司的视频、音频和屏幕分享质量、连接可靠性上都是行业最佳的。

图 14: ZOOM 产品性能

	Zoom	其他网络会议提供商	其他视频会议提供商
<b>质量</b>			
视频、音频、屏幕分享质量	最佳		
连接可靠性	最佳		
<b>简单实用</b>			
在各种设备实现同等功能	是	无	无
通过单触即可开始或加入	是	无	无
<b>革命性的功能</b>			
共享任何 iPhone/iPad 应用的屏幕	是	无	无
Zoom Rooms	是	无	无
<b>其他理想功能</b>			

资料来源: Zoom 官网, 天风证券研究所

### 3. 收购数智源、明日实业，打造软硬一体化云视频解决方案商

公司公告收购数智源 85%和明日实业 100%股权，收购后将为公司全资子公司。数智源和明日实业是公司在云视频硬件端及垂直行业开拓上面的核心布局。公司的优势在视频会议软件部分和商业企业的高端客户，数智源的优势在于深耕政府、教育等垂直行业，明日实业的优势在于视频会议硬件，公司收购后在业务布局上将成为跨行业、云视频领域软硬一体化的整体解决方案提供商。

#### 3.1. 发行股份及现金方式收购数智源、明日实业

公司拟以发行股份及支付现金的方式购买戴元永、邵卫等 5 名自然人及东方网力等 7 家机构合计持有的数智源 85.0006%股权，交易价格为 3.92 亿元。数智源承诺在业绩承诺期内 2018 年度、2019 年度及 2020 年度的承诺净利润分别不低于 3250 万元、4,000 万元及 5000 万元。

公司拟以发行股份及支付现金的方式购买罗德英、杨祖栋等 5 名自然人及明日欣创 1 家机构合计持有的明日实业 100%的股权。交易价格为 6.5 亿元。明日实业承诺在业绩承诺期内 2018 年、2019 年及 2020 年的承诺净利润分别不低于 5000 万元、6000 万元及 7200 万元。

另外，公司拟向不超过 5 名其他特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金金额预计不超过 4.36 亿元。

本次交易后，黄元元仍然为公司实际控制人。本次交易前，黄元元直接持有上市公司 29.0771%股权，通过会畅企业管理间接持有上市公司 23.6449%，合计持有上市公司 52.7220%股权，为上市公司的控股股东及实际控制人。本次交易完成后，在不考虑募集配套资金的情况下，黄元元合计持有上市公司的股权比例变为 41.7192%，仍然为上市公司控股股东及实际控制人。

本次交易前上市公司总股本为 1.324 亿股，本次交易完成后，不考虑募集配套资金对上市公司股本的影响，上市公司总股本将增加 1.67 亿股。

#### 3.2. 数智源：深耕海关、教育等垂直行业的优秀视频应用解决方案提供商

##### 3.2.1. 领先的视频整体方案提供商

数智源产品主要以视频融合应用为主，同时围绕自身的软件产品优势开展“视频大数据”应用等产品的销售、集成建设和相关技术服务。目前数智源基于视频融合应用的战略规划，衍生出视频融合应用产品体系、智慧教育产品体系等针对不同需求、不同行业及视频应用方式的产品体系。报告期内，数智源视频融合应用解决方案主要产品包括综合视频管理平台、视频质量诊断系统、视频结构化处理平台、智能视频分析系统、大屏数据可视化系统、视频会商系统等。

查验与抽检监管作为海关/国检行政管理的重要组成部分。在我国经济快速增长，对外贸易发展迅猛的形势下，海关/国检如何做出应对简化进出口货物通关手续，提高海关/国检查验监管的运行效率。数智源智慧监管解决方案以视频为核心，通过视频数据与业务数据的融合应用，促进查验与抽检监管作业的高效运作。

从数智源的产品系统功能拉看，主要有几点：

- 1、**视频设备联网**：建设海关/国检视频监控硬件网络，通过网络连接监控摄像头，实现从中心能够实时调用特定视频信息；
- 2、**视频结构化存储**：视频内容集中化存储，结构化摘录视频内容的信息，可包含如时间、地点等信息，结构化摘录信息统一存储；
- 3、**视频数据与业务数据管理**：非结构化信息（视频数据）和结构化业务信息（摘录信息）

和相应文档、单据)建立联系,可形成对相应视频信息及相关文件的迅速调用;

4、**全景数据展示:**实现利用视频图像,对业务现场的分析研判;实现业务数据的全面汇集与分析展示。

图 15: 数智源的海关/国检展示

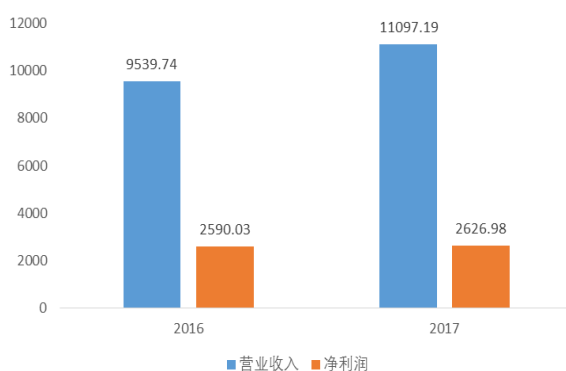


资料来源: 数智源官网, 天风证券研究所

### 3.2.2. 自主研发软件业务大幅增长, 毛利率提升

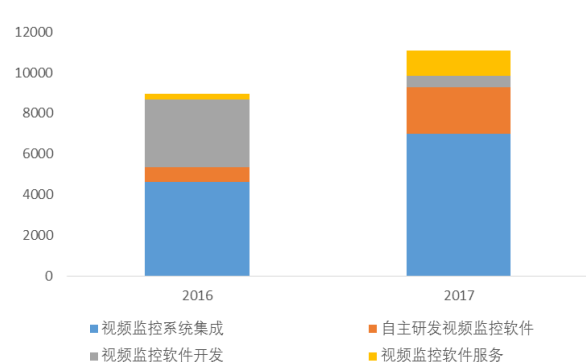
数智源 2016、2017 年营业收入分别为 0.95 和 1.11 亿元, 净利润分别为 2590.03 万和 2626.98 万元。从收入结构来看, 数智源 2017 年自主研发视频监控软件收入大幅增长。主要是自 2015 年起数智源主营业务由销售视频监控设备逐步转变为提供视频软件应用开发服务。通过为客户提供技术开发服务, 逐步完成了自主研发软件产品的积累。2017 年, 数智源承接了多地政府、教育部门的视频监控系统的集成销售业务, 此类业务为客户提供视频监控系统的软硬件整合, 涉及软硬件销售、技术开发、集成等工作, 因此 2017 年视频监控系统的集成销售的收入呈上升趋势。

图 16: 数智源 2016-2017 年营业收入 (万元)



资料来源: Wainhouse Research, 天风证券研究所

图 17: 数智源 2016-2017 年收入结构 (万元)

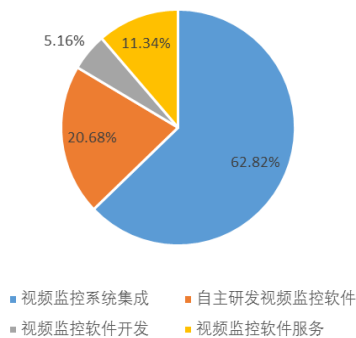


资料来源: Wainhouse Research, 天风证券研究所

数智源 2017 年各项业务收入占比中, 视频监控系统集成、自主研发视频监控软件、视频监控软件开发、视频监控软件服务收入占比分别为 62.82%、20.68%、5.16%和 11.34%。

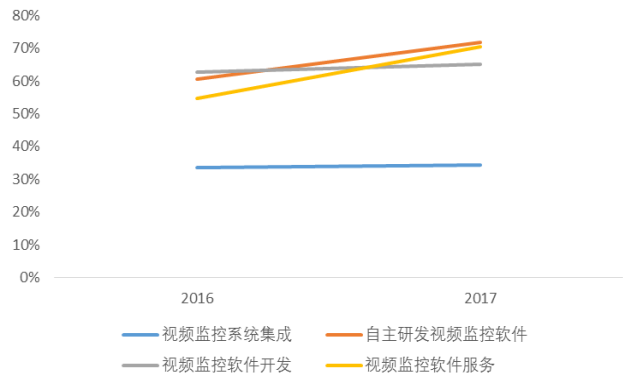
从毛利率来看, 整体呈现上升趋势。其中软件及服务毛利率相对较高, 基本在 60%以上。系统集成毛利率相对较低, 稳定在 35%左右。

图 18：数智源 2017 年营业收入构成比例



资料来源：Wainhouse Research, 天风证券研究所

图 19：数智源 2016-2017 年营业收入构成毛利率



资料来源：Wainhouse Research, 天风证券研究所

### 3.2.3. 竞争优势：深耕海关、教育领域，垂直化程度高

#### 1、行业经验优势

数智源在海关、教育等领域实现深度覆盖，积累了较为深厚的行业经验积淀。公司管理层深耕于视频监控行业，对相关行业具有较为深刻的理解和洞察力，能够为行业客户提供能够为行业客户提供更加有效刻画实际需要的解决方案服务。

#### 2、细分领域技术开发优势

数智源推出了以视频互联平台为基础、视频云计算平台和视频结构化平台为支撑，视频大数据平台为保障，在海关、教育领域逐步建立了较为成熟的产品体系。数智源的技术优势主要体现在以下几个方面：

表 3：数智源产品技术优势

技术名称	主要内容
视频融合	数智源在原有综合视频管理平台的基础上，开发出新一代的视频互联平台 软件，通过多媒体指挥调度台软件实现了视频监控、远程教研、视频会议、 视频录播等多种音视频软件的统一接入、管理、存储和转发，搭建起统一 的视频资源池，实现统一管理和统一调度，极大地优化的用户体验和工作 效率
视频大数据	数智源围绕视频数据的非结构化特点，开发出结构化视频管理系统。该系 统可对视频画面进行结构化语言描述，为视频大数据应用提供数据 数据来源。
数据可视化	针对多源数据关联显示困难、数据利用率低的困境，数智源开发的一 体化 展示与决策系统软件将业务监测、全景展示、多媒体应用、GIS、 大数据分 析等系统数据显示融为一体，满足用户的可视化监控管理需 要，更好地将 跨地区、跨部门的资源组织协调，形成统一高效的指挥 能力，提高对突发 事件的应急处理能力

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3. 明日实业：优秀的视频会议硬件终端企业

#### 3.3.1. 明日实业业务：摄像机、视频会议一体化终端

明日实业主要从事信息通信类摄像机、视频会议一体化终端的研究、开发、生产和销售。产品广泛应用于政务系统、网络教育、远程医疗以及会议办公等领域。



表 4：明日实业主要产品

技术名称	主要内容	
信息通信类摄像机	<p>MG101：产品性能：宽视野；全高清；低噪声高信噪比；多种视频编码（支持 H.264、MJPEG、YUV 视频编码，使得视频播放更加流畅）；立体声音效；广角无畸变镜头；</p>	
	<p>MG200：产品性能：全高清；广角无畸变镜头；低噪声高信噪比；多种视频输出接口（支持 HDMI、USB3.0、LAN 等多种方式输出视频）；多种音视频压缩标准；</p>	
	<p>UV510A：采用先进的 ISP 处理技术和算法；支持 H.265/H.264 编码；全高清（最大分辨率 1920x1080）；低噪声高信噪比；</p>	
视频会议一体化终端	<p>MR1060：产品性能：摄像机、网络协议、通讯终端平台的一体化全融合集成设计；支持一路 HDMI 输入，一路 HDMI 输出；支持 LAN、2 路 USB2.0 接口、5GWiFi 接口；</p>	
	<p>MR1070：产品性能：高清多流传输技术—保障音视频流稳定传输；多项 QoS 技术—保障音视频流的高品质；卓越的多讲效果和强大的抗噪能力；一体化平台集成设计；无线 WiFi；本地存储；</p>	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3.2. 业绩：视频会议一体机开始放量，仍处发展阶段

明日实业 2016 年、2017 年营业收入分别为 12609.82 万元、16143.88 万元，净利润分别为 3427.66 万元和 3859.15 万元。明日实业营业收入的增长主要来源于信息通讯类摄像机及视频会议一体化终端产品的增长。信息通讯类摄像机产品的销售增长主要来自于明日实业持续推出满足市场需求的细分产品。视频会议一体化终端为明日实业于 2017 年推出的新产品，一体化功能的简便性与易用性受到市场认可，取得 2627.5 万元收入。

图 20：明日实业 2016-2017 年营业收入和净利润（万元）

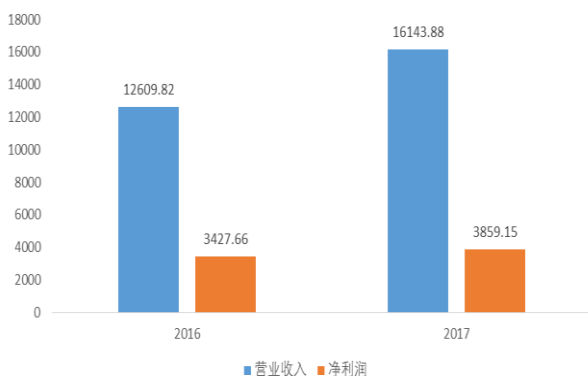
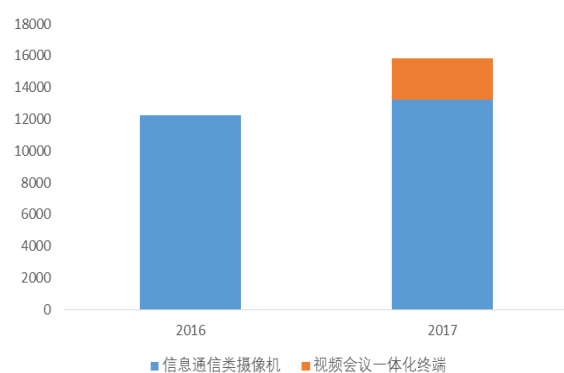


图 21：明日实业 2016-2017 年营业收入结构（万元）

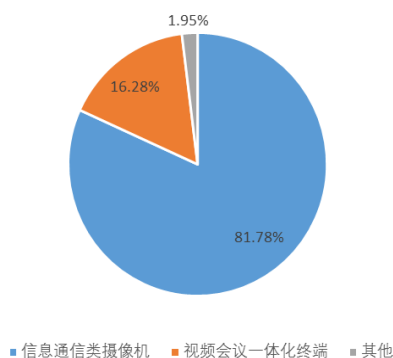


资料来源：Wainhouse Research, 天风证券研究所

资料来源：Wainhouse Research, 天风证券研究所

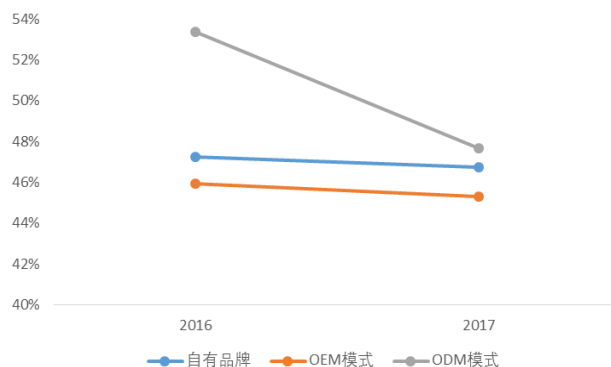
从收入结构来看，视频会议一体化终端是 2017 年新增业务，收入占比达到 16.28%。信息通信类摄像机收入占比达到 81.78%。从毛利率上来看，公司业务分为自有品牌、OEM 和 ODM 三类，2017 年三类业务毛利率在 45%-47%之间，差别不大。

图 22：明日实业-2017 年营业收入结构占比



资料来源：Wainhouse Research, 天风证券研究所

图 23：明日实业毛利率情况



资料来源：Wainhouse Research, 天风证券研究所

### 3.3.3. 竞争优势：

#### 1、长期积累的行业经验优势，快速响应客户需求

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，经过十几年的发展，明日实业的产品门类齐全，品类丰富，同时企业深谙行业的发展特征和规律，能够及时的掌握行业与用户的需求变化，适时推出适合客户的产品。

明日实业目前与供应商和销售商形成了稳固的合作伙伴关系，优质客户资源包括中兴通讯、华为、视联动力等。除境内市场外，明日实业积极拓展境外市场，境外市场涵盖北美洲、南美洲、欧洲、非洲、亚洲、大洋洲。

#### 2、技术优势

表 5：明日实业部分技术

技术名称	主要内容
曝光动态控制算法	基于人眼模型的曝光动态控制改进算法，使画面曝光均匀，层次感强。采用业界最先进的支持 WDR（宽动态范围）的 CMOS 传感器，配合曝光动态控制算法处理，在有强烈明暗反差的环境（如逆光等），能够清晰的捕捉成
ISP 算法	先进的 ISP 算法，确保图像光色层次感强、色彩还原性好、画面亮度均匀。
图像处理技术	新一代的智能摄像机图像处理技术，支持各种控制协议和音视频编码压缩算法。支持 H.264、H.265 音视频编码压缩算法，支持 RTSP、RTMP 及 ONVIF 协议。支持基于深度学习的物体识别技术，在人脸识别、行人检测、行人跟踪、人数清点等方面具有较好的应用前景。
聚焦技术	先进的极速、大倍率聚焦技术：光学聚焦过程能对目标进行准确抓取，速度快且图像清晰

资料来源：公司公告, 天风证券研究所

### 3.4. 收购的协同作用：打造一体化的云+视频会议应用解决方案提供商

公司收购数智源、明日实业后，将依靠数智源在政府、教育行业的视频会议整体解决方案和明日实业的视频硬件终端，来打造一体化的云+视频会议应用解决方案提供商。从各自产品来看，三者的产品互补性高；会畅提供的是大型商业企业的云视频账号，数智源提供政府、教育等垂直行业的视频会议及应用解决方案，明日实业提供视频硬件终端。三个产品结合后，横向来看，将从已有的商业企业客户拓展到政府相关客户；纵向来看，原有的云视频账号单价值相对较低，依靠数智源的解决方案和明日的视频终端，将显著提升公司单客户价值。

## 4. 盈利预测及估值

盈利预测的基本假设：

表 6：公司业务拆分预测（亿元）

业务		2017	2018E	2019E	2020E
电话会议服务	业务收入	1.81	1.74	1.68	1.63
	同比增长率	-5.24%	-4%	-3.5%	-3%
	业务成本	1.04	1.00	0.96	0.94
	毛利率	42.58%	42.50%	42.45%	42.40%
网络会议服务	业务收入	0.82	1.16	1.68	2.43
	同比增长率	36.67%	42.00%	44.00%	45.00%
	业务成本	0.25	0.36	0.53	0.78
	毛利率	69.09%	69.00%	68.50%	68.00%
设备收入	业务收入	0.05	0.05	0.05	0.05
	同比增长率	400%	0.00%	0.00%	0.00%
	业务成本	0.03	0.03	0.03	0.03
	毛利率	44.99%	45.00%	43.50%	42.50%
主营业务收入合计	业务收入	2.68	2.95	3.40	4.11

资料来源：wind，天风证券研究所

我们看好云视频会议的行业大趋势以及公司已有的产品布局，此次收购将进一步深化公司在行业客户拓展和硬件产品领域的优势。由于收购处于预案阶段，暂不考虑收购业绩，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.34、0.45 和 0.61 元。对应估值分别为 73、54 和 40 倍。

我们认为：

- 1、目前可比的云通信上市公司二六三估值对应 2018 年预计为 140 倍，并且二六三业绩波动较大，历史上出现过大幅亏损；
- 2、公司此前语音会议拖累公司整体增速，随着视频会议占比提升，公司未来三年整体增速开始提升，复合增速有望达到 30%以上，可享受更高估值。目前市值较小，股价短期回调也较大。
- 3、若收购成功过会，则不考虑配套资金情况下，按照数智源和明日实业业绩对赌，公司整体备考业绩 2018-2019 年为 1.3 和 1.6 亿元，对应摊薄市值 2018-2019 年估值分别约为 32 倍和 26 倍，估值在相对合理区间。

综上，我们认为若收购成功过会，按照业绩对赌预计收购后整体备考业绩 2018、2019 年分别为 1.3 亿、1.6 亿元和 2.03 亿元，复合增速为 25%。不考虑配套资金，摊薄后市值对

应公司 2018、2019 年净利润，估值分别为 24、20 倍，估值处于合理偏低区间；若没有过会，考虑公司主营业务未来三年复合增速有望超过 33%，对应 19 年估值 42 倍，而对标公司二六三业绩不稳定曾出现过亏损，并且估值对应 17 年超过 130 倍，公司股价仍然具有安全边际；综上，首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险提示：云视频市场竞争加剧风险、国内企业 SaaS 进程低于预期、收购失败；

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	62.20	169.49	23.54	27.14	32.76
应收账款	73.79	86.89	76.59	111.90	115.58
预付账款	2.28	5.43	6.10	6.54	7.94
存货	0.48	0.78	37.64	4.49	43.79
其他	3.73	0.05	300.80	300.80	300.80
<b>流动资产合计</b>	<b>142.49</b>	<b>262.65</b>	<b>444.66</b>	<b>450.87</b>	<b>500.87</b>
长期股权投资	0.00	68.12	68.12	68.12	68.12
固定资产	21.54	20.80	42.52	84.32	125.18
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	2.32	2.00	1.66	1.32	0.99
其他	5.25	5.35	3.06	1.79	1.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>29.11</b>	<b>96.26</b>	<b>151.36</b>	<b>225.15</b>	<b>267.04</b>
<b>资产总计</b>	<b>171.60</b>	<b>358.91</b>	<b>596.02</b>	<b>676.02</b>	<b>767.91</b>
短期借款	0.00	0.00	46.38	90.94	89.44
应付账款	21.99	48.79	27.89	17.60	34.54
其他	13.95	16.25	56.76	31.11	67.49
<b>流动负债合计</b>	<b>35.94</b>	<b>65.04</b>	<b>131.03</b>	<b>139.65</b>	<b>191.47</b>
长期借款	0.00	0.00	34.97	46.36	5.33
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.96	5.78	4.00	4.00	4.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>4.96</b>	<b>5.78</b>	<b>38.97</b>	<b>50.36</b>	<b>9.33</b>
<b>负债合计</b>	<b>40.91</b>	<b>70.81</b>	<b>170.00</b>	<b>190.02</b>	<b>200.81</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	54.00	73.76	132.41	132.41	132.41
资本公积	4.29	170.84	170.84	170.84	170.84
留存收益	76.69	248.69	293.61	353.60	434.70
其他	(4.29)	(205.19)	(170.84)	(170.84)	(170.84)
<b>股东权益合计</b>	<b>130.69</b>	<b>288.10</b>	<b>426.02</b>	<b>486.01</b>	<b>567.11</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>171.60</b>	<b>358.91</b>	<b>596.02</b>	<b>676.02</b>	<b>767.91</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	31.48	34.25	44.91	59.99	81.10
折旧摊销	5.03	4.89	2.61	4.93	7.33
财务费用	0.00	0.98	(0.50)	(1.00)	(1.50)
投资损失	(0.77)	(4.55)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(15.00)	(12.48)	(307.04)	(37.28)	9.71
其它	2.88	(0.66)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>23.62</b>	<b>22.43</b>	<b>(265.01)</b>	<b>21.65</b>	<b>91.64</b>
资本支出	2.46	69.74	61.78	80.00	50.00
长期投资	0.00	68.12	0.00	0.00	0.00
其他	(5.78)	(206.74)	(117.58)	(155.00)	(95.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3.32)</b>	<b>(68.89)</b>	<b>(55.80)</b>	<b>(75.00)</b>	<b>(45.00)</b>
债权融资	0.00	0.00	81.36	137.31	94.78
股权融资	2.29	152.50	93.51	1.00	1.50
其他	(44.24)	2.22	0.00	(81.36)	(137.31)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(41.95)</b>	<b>154.73</b>	<b>174.86</b>	<b>56.95</b>	<b>(41.03)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(21.64)</b>	<b>108.27</b>	<b>(145.95)</b>	<b>3.60</b>	<b>5.62</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>252.18</b>	<b>267.15</b>	<b>294.26</b>	<b>339.27</b>	<b>409.47</b>
营业成本	129.77	131.66	138.32	151.66	173.81
营业税金及附加	0.46	0.38	0.88	1.02	1.23
营业费用	51.62	48.75	52.97	59.71	70.84
管理费用	41.76	52.41	57.38	65.48	78.62
财务费用	(2.29)	(0.55)	(0.50)	(1.00)	(1.50)
资产减值损失	0.29	1.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.77	4.55	5.00	5.00	5.00
其他	(1.54)	(9.09)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
<b>营业利润</b>	<b>31.34</b>	<b>37.87</b>	<b>50.21</b>	<b>67.40</b>	<b>91.48</b>
营业外收入	5.20	1.13	1.00	1.00	1.00
营业外支出	0.02	0.04	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>36.52</b>	<b>38.96</b>	<b>51.21</b>	<b>68.40</b>	<b>92.48</b>
所得税	5.04	4.71	6.30	8.41	11.37
<b>净利润</b>	<b>31.48</b>	<b>34.25</b>	<b>44.91</b>	<b>59.99</b>	<b>81.10</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>31.48</b>	<b>34.25</b>	<b>44.91</b>	<b>59.99</b>	<b>81.10</b>
每股收益(元)	0.24	0.26	0.34	0.45	0.61

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.79%	5.93%	10.15%	15.30%	20.69%
营业利润	-14.94%	20.82%	32.60%	34.24%	35.72%
归属于母公司净利润	-5.69%	8.79%	31.13%	33.57%	35.19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	48.54%	50.72%	53.00%	55.30%	57.55%
净利率	12.48%	12.82%	15.26%	17.68%	19.81%
ROE	24.09%	11.89%	10.54%	12.34%	14.30%
ROIC	47.94%	51.88%	38.50%	12.13%	13.29%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.84%	19.73%	28.52%	28.11%	26.15%
净负债率	-31.86%	-7.39%	-23.16%	13.40%	4.51%
流动比率	3.96	4.04	3.39	3.23	2.62
速动比率	3.95	4.03	3.11	3.20	2.39
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.62	3.33	3.60	3.60	3.60
存货周转率	1,039.95	421.07	15.32	16.11	16.96
总资产周转率	1.44	1.01	0.62	0.53	0.57
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.24	0.26	0.34	0.45	0.61
每股经营现金流	0.18	0.17	-2.00	0.16	0.69
每股净资产	0.99	2.18	3.22	3.67	4.28
<b>估值比率</b>					
市盈率	79.28	72.87	55.57	41.61	30.77
市净率	19.10	8.66	5.86	5.14	4.40
EV/EBITDA	0.00	60.53	48.73	36.50	26.27
EV/EBIT	0.00	66.21	51.29	39.21	28.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所



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