

会畅通讯 (300578)

证券研究报告

2018年12月10日

重组无条件过会，云视频软硬件布局正式完成

事件：公司近日公告，证监会对其发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项进行了审核。根据会议审核结果，公司本次重组事项获得证监会无条件通过。

点评：

重组无条件通过，云视频软硬件一体化布局正式完成

此次重组收购的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战略布局。

公司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85.006%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：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

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。报告期内，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。

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，未来有望切入更多行业。

盈利预测及估值

此次收购成功过会，按照业绩对赌预计收购后整体备考业绩2018、2019、2020年分别为1.28亿、1.6亿元和2.03亿元，不考虑配套资金，摊薄后市值对应公司2018、2019、2020年净利润，估值分别为20、16和13倍，维持公司“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；整合不及预期

投资评级

行业	通信/通信运营
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	15.45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)	60.50
A股总市值(百万元)	2,045.73
流通A股市值(百万元)	934.72
每股净资产(元)	2.35
资产负债率(%)	16.36
一年内最高/最低(元)	51.25/13.22

作者

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

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《会畅通讯-首次覆盖报告:畅享云视频会议大趋势，打造软硬一体化产品布局》2018-08-05

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)	64.89	59.65	45.49	34.06	25.19
市净率(P/B)	15.63	7.09	4.80	4.20	3.60
市销率(P/S)	8.10	7.65	6.94	6.02	4.99
EV/EBITDA	0.00	60.53	40.08	30.15	21.62

资料来源：wind，天风证券研究所



明日实业：优秀的视频会议硬件终端企业

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。

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

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，未来成为新的增长点。

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，产品门类齐全，品类丰富，同时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、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。

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。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	62.20	169.49	23.54	27.14	32.76	营业收入	252.18	267.15	294.26	339.27	409.47
应收账款	73.79	86.89	76.59	111.90	115.58	营业成本	129.77	131.66	138.32	151.66	173.81
预付账款	2.28	5.43	6.10	6.54	7.94	营业税金及附加	0.46	0.38	0.88	1.02	1.23
存货	0.48	0.78	37.64	4.49	43.79	营业费用	51.62	48.75	52.97	59.71	70.84
其他	3.73	0.05	300.80	300.80	300.80	管理费用	41.76	52.41	57.38	65.48	78.62
流动资产合计	142.49	262.65	444.66	450.87	500.87	财务费用	(2.29)	(0.55)	(0.50)	(1.00)	(1.50)
长期股权投资	0.00	68.12	68.12	68.12	68.12	资产减值损失	0.29	1.17	0.00	0.00	0.00
固定资产	21.54	20.80	42.52	84.32	125.18	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	投资净收益	0.77	4.55	5.00	5.00	5.00
无形资产	2.32	2.00	1.66	1.32	0.99	其他	(1.54)	(9.09)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
其他	5.25	5.35	3.06	1.79	1.00	营业利润	31.34	37.87	50.21	67.40	91.48
非流动资产合计	29.11	96.26	151.36	225.15	267.04	营业外收入	5.20	1.13	1.00	1.00	1.00
资产总计	171.60	358.91	596.02	676.02	767.91	营业外支出	0.02	0.04	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	46.38	90.94	89.44	利润总额	36.52	38.96	51.21	68.40	92.48
应付账款	21.99	48.79	27.89	17.60	34.54	所得税	5.04	4.71	6.30	8.41	11.37
其他	13.95	16.25	56.76	31.11	67.49	净利润	31.48	34.25	44.91	59.99	81.10
流动负债合计	35.94	65.04	131.03	139.65	191.47	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	34.97	46.36	5.33	归属于母公司净利润	31.48	34.25	44.91	59.99	81.10
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.24	0.26	0.34	0.45	0.61
其他	4.96	5.78	4.00	4.00	4.00						
非流动负债合计	4.96	5.78	38.97	50.36	9.33						
负债合计	40.91	70.81	170.00	190.02	200.81						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本	54.00	73.76	132.41	132.41	132.41	成长能力					
资本公积	4.29	170.84	170.84	170.84	170.84	营业收入	0.79%	5.93%	10.15%	15.30%	20.69%
留存收益	76.69	248.69	293.61	353.60	434.70	营业利润	-14.94%	20.82%	32.60%	34.24%	35.72%
其他	(4.29)	(205.19)	(170.84)	(170.84)	(170.84)	归属于母公司净利润	-5.69%	8.79%	31.13%	33.57%	35.19%
股东权益合计	130.69	288.10	426.02	486.01	567.11	获利能力					
负债和股东权益总	171.60	358.91	596.02	676.02	767.91	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%
						偿债能力					
						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
						营运能力					
						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
						每股指标(元)					
						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
						估值比率					
						市盈率	64.89	59.65	45.49	34.06	25.19
						市净率	15.63	7.09	4.80	4.20	3.60
						EV/EBITDA	0.00	60.53	40.08	30.15	21.62
						EV/EBIT	0.00	66.21	42.18	32.39	23.38

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