



2020年4月28日

随锐科技 (835990.OC): 国内领先视频云通信企业

当前股价: 95元

互联网

审慎推荐 (首次)

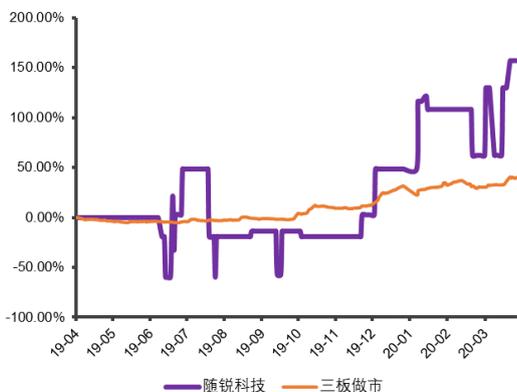
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	484	986	1,241	1,463
(+/-)	50.6%	103.8%	25.9%	17.9%
营业利润	33	48	64	78
(+/-)	67.2%	48.0%	32.2%	21.7%
归属母公	32	47	56	69
司净利润				
(+/-)	36.8%	45.0%	19.8%	21.7%
EPS (元)	0.18	0.27	0.32	0.39
市盈率	514.0	354.6	295.9	243.2

公司基本情况 (最新)

总股本/流通股 (亿股)	1.89/ 1.30
流通市值 (亿元)	124
每股净资产 (元)	5.39
资产负债率 (%)	21.5

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 姚嘉杰  
执业证书编号: S1050520020002  
电话: (86 21) 64967860  
邮箱: yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司  
地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编: 200030  
电话: (86 21) 64339000  
网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● 公司是国内领先云视频服务商, 基于企业互联网平台, 为国内外政企客户群和商业客户群提供高品质视频通信云产品与服务。随锐科技是目前国内云视频行业领先的产品与服务提供商之一, 公司客户主要是商业级的客户群体, 主要包括政府部门、事业单位、公共机构、跨国公司、各大企业等客户类别。

● 六大优势提升公司竞争力。公司在技术、产品、人才、渠道、运营商和所处行业方面都有一定竞争优势, 技术方面坚持自主研发、自主品牌、产品驱动, 产品研发投入持续不断, 在通信云产品与服务技术方面, 不断完善和提升自主知识产权和综合技术体系, 在把握客户需求和行业发展趋势的基础上, 覆盖更全面的通信云市场。我们认为技术优势是公司的核心竞争能力, 是形成产品差异化的本质。

● 业绩增速快, 盈利能力稳定。2015-2018年期间, 公司营业收入从 1.74 亿元增长至 4.84 亿元, 年均复合增长率高达 40.5%。2019 年前三季度, 多个集成类项目达到完工交付阶段, 对公司上半年的收入增长贡献较大, 营业收入较上年同期增长 103.8% 至 985.27 亿元。同时, 为了抢占云通信产品市场份额、快速扩大客户群体规模, 公司毛利率近年来略有下降, 稳定在 30% 左右。

● 行业集中度低, 规模不断扩大。从 2018 年中国视频会议市场份额来看, 整体行业竞争激烈, CR4=38.1%, 集中度不高。其中市场份额第一的华为市占率遥遥领先, 而处于份额第二梯队的苏州科达、视联动力、宝利通、思科都不到 10% 的市占率。2017 年中国视频会议市场规模约为 110.4 亿元, 预计 2023 年达到 535.3 亿元, 年均复合增速在 30% 左右, 规模正不断扩大。

● 盈利预测: 我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 9.86 亿元、12.41 亿元和 14.63 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 0.47 亿元、0.56 亿元和 0.69 亿元。按照公司最新收盘价测算, 对应的市盈率分别为 354.6 倍、295.9 倍和 243.2 倍。考虑到估值仍处于行业内相对较高水平, 上升空间不大。首次覆盖, 给予“审慎推荐”的投资评级。

● 风险提示: 市场竞争加剧的风险; 应收账款坏账的风险; 市场系统性风险等。

## 正文目录

<b>1. 公司业务分析</b> .....	<b>4</b>
1.1 公司是国内领先云视频服务商.....	4
1.2 六大优势提升公司竞争力.....	5
1.3 公司业绩高速增长.....	6
1.4 盈利能力趋稳，费用率小幅增长.....	6
1.5 短期偿债能力较强，资产负债率低.....	7
<b>2. 行业高速发展，催生趋势变化</b> .....	<b>7</b>
2.1 行业集中度不高，竞争较为激烈.....	7
2.2 视频会议市场规模不断扩大.....	8
<b>3. 公司盈利预测与估值</b> .....	<b>9</b>
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 图表目录

图表 1 公司发展历程.....	4
图表 2 公司股权结构图.....	4
图表 3 公司业务应用广泛.....	5
图表 4 公司营业收入（百万元）及增速（%）.....	6
图表 5 公司归母净利润（百万元）及增速（%）.....	6
图表 6 公司近期毛利率净利率表现（%）.....	7
图表 7 公司近期费用率表现（%）.....	7
图表 8 公司流动比率与速动比率（%）.....	7
图表 9 公司资产负债率与已获利息倍数.....	7
图表 10 2018 年中国视频会议行业市场份额.....	8
图表 11 2015-2023 视频会议市场规模.....	8
图表 12 公司营业收入假设.....	9

## 1. 公司业务分析

### 1.1 公司是国内领先云视频服务商

公司基于企业互联网平台，为国内外政企客户群和商业客户群提供高品质视频通信云产品与服务。随锐科技是目前国内云视频行业领先的产品与服务提供商之一，公司客户主要是商业级的客户群体，主要包括政府部门、事业单位、公共机构、跨国公司、各大企业等客户类别。公司通过发展具有自主知识产权和自主品牌的视频通信云产品，为政府、企业、事业单位等提供可靠、安全、易用的视频通信云服务。

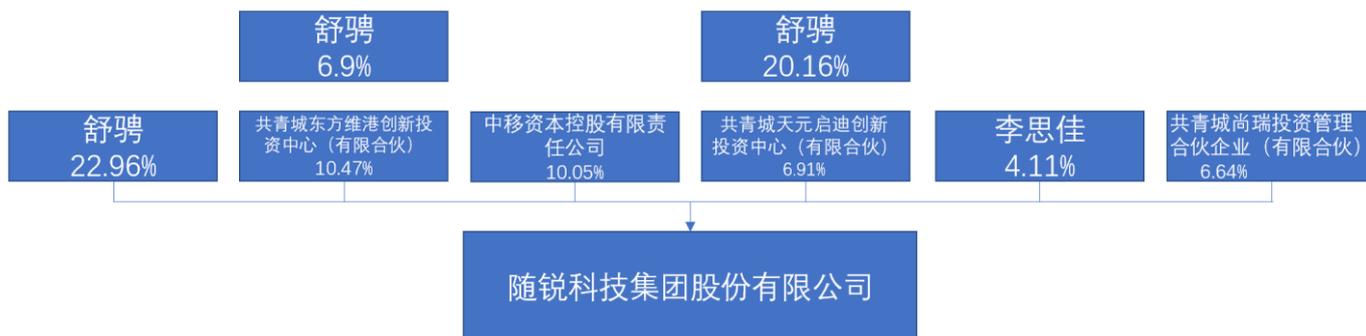
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

公司第一大股东、实际控制人为舒骋，直接持有公司 22.96%的股份，2006 年 01 月至今，创办并就职于随锐科技股份有限公司（前身为北京随锐科技有限公司）任总裁；现任公司董事长兼总经理。

图表 2 公司股权结构图



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

**通信云服务模式：**提供基于通信云技术的高性能、高品质、高并发的视频通信云服务和数据协同云服务，也可为企业和政府海量客户群提供基于私有云、混合云的一

体化视频通信解决方案和运维服务。运维模式有两种，1)通过通信云项目收费的形式，提供远程协助或到现场提供服务保障，保证用户服务的稳定性。2)为通过收取通信云服务费的方式，对所实施的项目进行远程监控及运营，保证用户服务的稳定性，并在发现问题时及时处理解决。

**销售模式：**1) 针对为大型企业及政企事业单位实施及组建视频通信云的项目，公司将根据与客户签订的相关合同，收取项目款及相关运维服务费用。2) 购买公司视频外设产品的用户及购买公司视频会议通信云解决方案的客户。3) 公司通过视频通信云向广大政企/事业单位用户提供随锐视频通信云服务，并收取随锐软件服务商授权费用。4)：面向能源和安防行业，通过为客户定制开发工业巡检机器人，满足其工业厂区/电站/电厂/输油管道等不同场景的巡检需求，收取产品销售和服务费用。

图表 3 公司业务应用广泛



资料来源：公司公告

## 1.2 六大优势提升公司竞争力

**技术优势：**坚持自主研发、自主品牌、产品驱动，产品研发投入持续不断，在通信云产品与服务技术方面，不断完善和提升自主知识产权和综合技术体系，在把握客户需求和行业发展趋势的基础上，覆盖更全面的通信云市场。我们认为技术优势是公司的核心竞争能力，是形成产品差异化的本质。

**产品优势：**深耕于视频通信领域，通过视频通信云架构的变革和融合技术的持续

深入，可以为客户提供极低边界成本接入通信云平台及各类云终端产品。

**人才优势：**公司内部培养、锻炼和提升了一批经验丰富的骨干技术专家和运营管理人才，也同时吸引到大批国内外的行业专家和人才加入到随锐，充实了公司的技术和管理人才，为公司的快速发展奠定了良好的基础。

**渠道优势：**通过充分让利给渠道伙伴，大力发展渠道，或与一些伙伴形成战略合作，逐渐实现全方位立体的行业和客户覆盖。

**运营商优势：**公司是中国移动、中国联通、中国电信三大运营商的视频通信云战略合作伙伴，同时具有通三大电信运营商总部级通信云产品供货入围、及通信云技术方案供货入围的全国合作资质，为随锐的云硬件+云软件+云服务+云平台的四位一体模式带来了广阔的市场空间。

**行业及服务优势：**随着 5G 技术的普及，视频将成为信息传递的最重要载体，5G 技术的发展带来视频通信云的广阔前景。

### 1.3 公司业绩高速增长

近两年公司在视频通信云产品与服务、视频通信行业解决方案、智慧城市视频融合方案业务等方面的业务均稳步发展。2015-2018 年期间，公司营业收入从 1.74 亿元增长至 4.84 亿元，年均复合增长率高达 40.5%。2019 年前三季度，多个集成类项目达到完工交付阶段，对公司上半年的收入增长贡献较大，营业收入较上年同期增长 103.8% 至 985.27 亿元。2015-2018 年期间，公司归母净利润从 852 万元上升至 3247 万元，实现较大幅度增长。2019 年前三季度，公司归母净利润为 4281 万元，同比增加 31.9%。

图表 4 公司营业收入（百万元）及增速（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5 公司归母净利润（百万元）及增速（%）



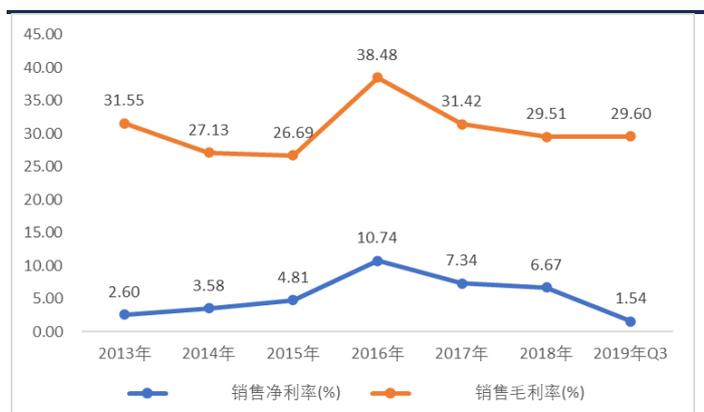
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

### 1.4 盈利能力趋稳，费用率小幅增长

公司近年来为了抢占云通信产品市场份额、快速扩大客户群体规模以及增加客户粘度，向市场推出了软硬一体的视频通信云产品及相关云服务，同时公司投入大量资源进行前期的平台建设等，2016 年开始毛利率逐渐下降，稳定在 30% 左右。公司销售费用率和管理费用率在 2018 年以后也有所提升，财务费用率近年来持续下降，稳定在

1%左右，费用率的小幅提升使公司净利率在 2018 年后有所下降。

图表 6 公司近期毛利率净利率表现 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 7 公司近期费用率表现 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

## 1.5 短期偿债能力较强，资产负债率低

近年来公司流动比率和速动比率有所提升，主要因为 1) 短期借款一直保持较低水平，应付账款和应交税费保持稳定，2) 货币资金相对充裕，应收账款与存货增长幅度较快，拉高了公司的短期偿债能力。另一方面公司资产负债率自 2013 年以来一直处于下行通道，至 2019 年第三季度已经不足 16.18，同时已获利息倍数在 2014 年以来一直维持在 3 倍以上，长期偿债能力也有保证，公司财务状况良好。

图表 8 公司流动比率与速动比率 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 9 公司资产负债率与已获利息倍数



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

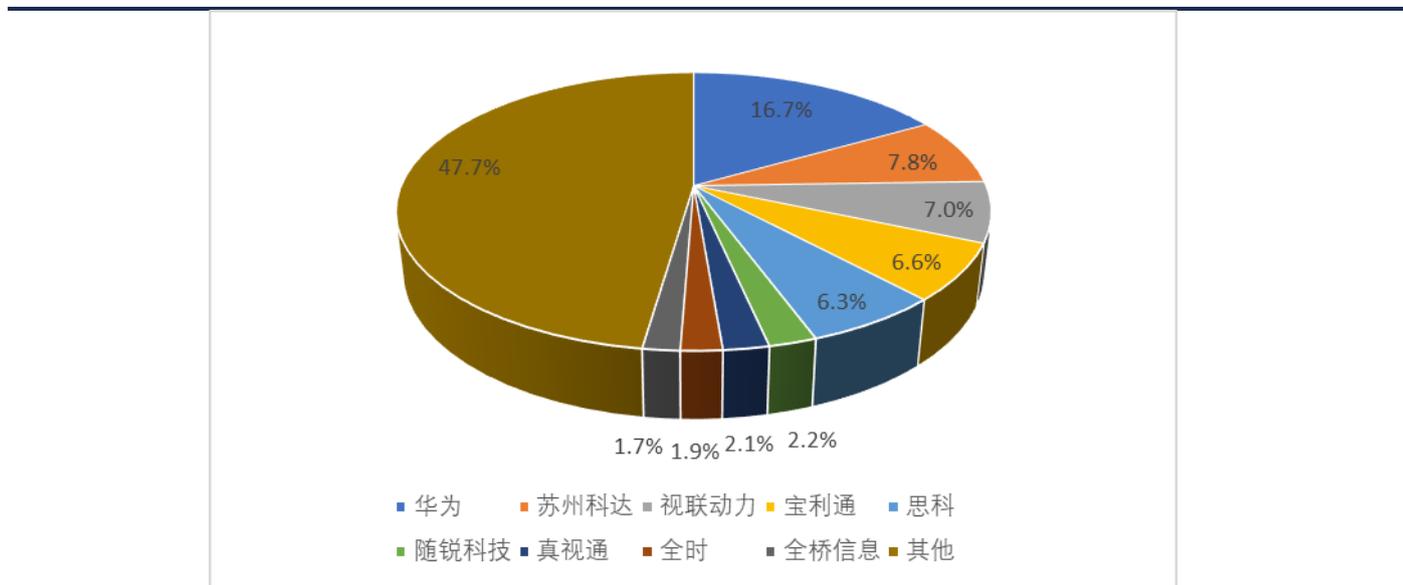
## 2. 行业高速发展，催生趋势变化

### 2.1 行业集中度不高，竞争较为激烈

从 2018 年中国视频会议市场份额来看，整体行业竞争激烈，CR4=38.1%，集中度

不高。其中市场份额第一的华为市占率遥遥领先，而处于份额第二梯队的苏州科达、视联动力、宝利通、思科都不到 10% 的市占率，这也体现出中国视频会议行业企业多，且竞争较为激烈，并没有任何一家企业占领主导地位。从另一方面来讲，像随锐科技这样的小企业一样有机会在未来的激烈的竞争中脱颖而出。

图表 10 2018 年中国视频会议行业市场份额



资料来源：中国产业信息网，华鑫证券研发部

## 2.2 视频会议市场规模不断扩大

图表 11 2015-2023 视频会议市场规模



资料来源：中国产业信息网，华鑫证券研究所

随着 5G 的大力发展，云视频产业正处于高速发展阶段，叠加新冠疫情对远程办公

的大量需求，软件视频会议将逐渐代替硬件视频会议，成为当下各大企业提高办公效率、各地政府加快智慧城市运行的重要组成部分。

根据中国产业信息网数据显示，2017年中国视频会议市场规模约为110.4亿元，预计2023年达到535.3亿元，年均复合增速在30%左右，我们认为下游需求日益增长是行业规模扩大的驱动力，加之行业竞争格局的变化，未来下游对云视频产品的质量和差异化、个性化也会有更高的要求。

### 3. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

- (1) 公司2019年视频云通信服务和视频通信行业解决方案保持30%增长，2020年-2021年保持20%增长，综合毛利率维持27%左右。
- (2) 公司销售费用率和管理费用率保持现有幅度不变，小幅上涨，整体相对稳定；
- (3) 公司其他收入保持相对稳定；
- (5) 公司总股本按照当前股本1.89亿股计算。

图表 12 公司营业收入假设

营业收入（万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
视频云通信服务	18,325.3	21,704.6	44,494.5	57,842.9	69,411.4
YOY	94.8%	18.4%	105.0%	30.0%	20.0%
视频通信行业解决方案	8,201.8	19,107.3	38,978.9	50,672.6	60,807.1
YOY		133.0%	104.0%	30.0%	20.0%
智慧城市视频融合业务	5,377.5	4,611.9	9,223.8	9,685.0	10,169.3
YOY	-3.2%	-14.2%	100.0%	5.0%	5.0%
其他业务	0.0	2,931.9	5,863.8	5,863.8	5,863.8
合计：	31,904.5	48,355.8	98,561.1	124,064.3	146,251.6
营业成本（万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
视频云通信服务			26,696.7	34,705.7	41,646.9
视频通信行业解决方案			33,132.1	43,071.7	51,686.1
智慧城市视频融合业务			7,840.2	8,232.3	8,643.9
其他业务			4,104.7	4,104.7	4,104.7
合计：			224,820.7	303,477.3	409,663.7
毛利率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
视频云通信服务			40.0%	40.0%	40.0%
视频通信行业解决方案			15.0%	15.0%	15.0%
智慧城市视频融合业务			15.0%	15.0%	15.0%
其他业务			30.0%	30.0%	30.0%
合计：	31.4%	29.5%	27.2%	27.4%	27.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们预测公司2019-2021年营业收入分别为9.86亿元、12.41亿元和14.63亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为0.47亿元、0.56亿元和0.69亿元。按照公司最

新收盘价测算，对应的市盈率分别为 354.6 倍、295.9 倍和 243.2 倍。考虑到估值仍处于行业内相对较高水平，上升空间不大。首次覆盖，给予“审慎推荐”的投资评级。

## 4. 风险提示

### （1）市场竞争加剧的风险

市场变化带来的不确定性和互联网行业出现的新媒体都影响着未来市场。公司若不能准确把握云视频行业的发展趋势，迎合客户的需求和提升抗风险能力，公司将无法继续保持领先的行业地位与竞争优势，从而对公司业绩产生一定影响。

### （2）应收账款坏账的风险。

公司应收账款余额大，占资产比例较高，若发生坏账，可能会影响公司资金周转，同时影响公司业绩。

### （3）市场系统性风险。

国内外经济形势变化带来的证券市场波动等。



图表 13 公司盈利预测 (百万元)

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>484</b>	<b>986</b>	<b>1,241</b>	<b>1,463</b>
货币资金	237	-53	-184	-282	营业成本	341	718	901	1,061
应收款	296	604	761	897	营业税金及附加	2	2	2	2
存货	72	151	190	224	销售费用	50	99	124	146
待摊费用和其他流动	9,240	9,240	9,240	9,240	管理费用	23	39	50	59
流动资产合计	697	703	767	838	财务费用	4	4	5	6
<b>非流动资产:</b>					费用合计	77	142	179	210
可供出售金融资产	5	0	0	0	资产减值损失	17	34	43	51
固定资产+在建工程	38	39	39	39	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	4,736	7,220	9,539	11,703	投资收益	-2	-2	-2	-2
其他非流动资产	32	32	32	32	<b>营业利润</b>	<b>33</b>	<b>48</b>	<b>64</b>	<b>78</b>
非流动资产合计	137	157	181	202	加: 营业外收入	4	5	3	3
资产总计	835	860	947	1,040	减: 营业外支出	0	0	3	3
<b>流动负债:</b>					<b>利润总额</b>	<b>36</b>	<b>53</b>	<b>64</b>	<b>78</b>
短期借款	70	70	70	70	所得税费用	4	6	8	9
应付账款、票据	68	144	180	212	<b>净利润</b>	<b>32</b>	<b>47</b>	<b>56</b>	<b>69</b>
其他流动负债	40	40	40	40	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	178	253	290	322	<b>归母净利润</b>	<b>32</b>	<b>47</b>	<b>56</b>	<b>69</b>
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	2	2	2	2					
非流动负债合计	2	2	2	2					
负债合计	179	255	291	323					
<b>所有者权益</b>									
股本	176	176	176	176					
资本公积金	404	404	404	404					
未分配利润	70	108	153	207					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	655	698	748	810					
负债和所有者权益	835	953	1,040	1,133					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>					
净利润	32	47	56	69					
折旧与摊销	18	10	12	13					
财务费用	4	4	5	6					
存货的减少	-43	-80	-39	-34					
营运资本变化	-134	-232	-120	-104					
其他非现金部分	14	0	0	0					
经营活动现金净流量	-108	-251	-85	-50					
投资活动现金净流量	-34	-30	-35	-35					
筹资活动现金净流量	280	-8	-11	-13					
现金流量净额	138	-289	-132	-98					

	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>主要财务指标</b>				
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	50.6%	103.8%	25.9%	17.9%
营业利润增长率	67.2%	48.0%	32.2%	21.7%
归母净利润增长率	36.8%	45.0%	19.8%	21.7%
总资产增长率	74.2%	3.1%	10.1%	9.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	29.5%	27.2%	27.4%	27.5%
营业利润率	6.8%	4.9%	5.2%	5.3%
三项费用/营收	15.9%	14.4%	14.4%	14.4%
EBIT/销售收入	10.1%	9.0%	9.2%	9.3%
净利率	6.7%	4.8%	4.5%	4.7%
ROE	4.9%	6.7%	7.5%	8.5%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	57.9%	114.6%	131.0%	140.6%
<b>资产结构</b>				
资产负债率	21.5%	29.6%	30.8%	31.1%
<b>现金流质量</b>				
经营净现金流/净	-3.34	-5.34	-1.51	-0.73
<b>每股数据 (元/股)</b>				
每股收益	0.18	0.27	0.32	0.39
每股净资产	3.73	3.97	4.26	4.61

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



## 分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士，2020年1月加盟华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+86 21) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>