

会畅通讯 (300578.SZ) 视频“会”议风口已至，行业领军顺势“畅”游

2020年06月18日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）
赵良毕（分析师）
戴晶晶（联系人）

zhaoliangbi@kysec.cn

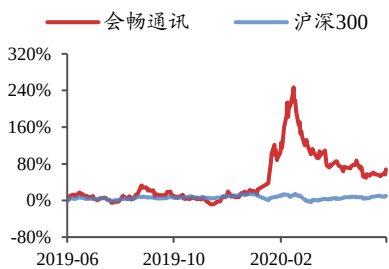
daijingjing@kysec.cn

证书编号：S0790520030005

证书编号：S0790120040005

日期	2020/6/17
当前股价(元)	39.95
一年最高最低(元)	86.35/21.50
总市值(亿元)	69.59
流通市值(亿元)	48.42
总股本(亿股)	1.74
流通股本(亿股)	1.21
近3个月换手率(%)	366.6

股价走势图



数据来源：贝格数据

● **拥抱云视频风口，“云+端+应用”全产业链布局，首次覆盖给予“增持”评级**

会畅通讯长期专注于云视频领域，在云视频领域占据领先地位。近年来公司通过系列资本运作实现“云+端+行业应用”的全产业链布局，协同效应明显，并提前布局双师教育市场，市场前景广阔。随着新冠疫情催生企业客户云视频会议的需求及客户使用习惯普及，以及5G网络带来的超低时延及视频编解码技术的突破，云视频产业有望适用于更多应用场景，公司有望抢占更多市场份额，经营业绩有望保持快速增长。我们预测公司2020/2021/2022年可实现归母净利润为1.46/2.08/2.68亿元，同增62.3%/42.1%/28.6%，EPS为0.84/1.19/1.54元，当前股价对应PE分别为47.6/33.5/26.0倍，考虑公司作为云视频龙头之一，技术领先，全产业链布局，给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 多项利好共推视频会议行业进入发展黄金期

云视频凭借其自身的便捷性和低成本优势，带动视频会议行业发展。同时基础设施逐步成熟、政府推动力度加强、垂直行业需求认知提升等共同推动我国云视频市场进入黄金成长期。基础设施方面，5G网络建设为越来越多的云视频应用场景提供了基础设施支持；政策方面，国家持续推进平安城市、智慧城市，加快高清视频监控的普及，此外教育信息化推广也将促进云视频的进一步应用；在行业应用进展方面，多项优质高效的应用方案已经落地且效果喜人，叠加新冠疫情带来线上会议等应用的爆发，视频会议行业快速发展顺势而为，未来市场空间大增。

● 公司战略布局不断完善，布局双师教育全面开花，业绩有望保持高增长态势

公司收购数智源和明日实业，完成了产业链上下游的整合。在深耕云视频行业的同时着眼于教育行业，设立会畅教育，依托公司云视频的技术与收购的子公司的终端设备与视频技术，发展与完善“双师课堂”模式课堂解决方案，推出公司“智享云课堂”产品。公司已在云视频行业站稳脚跟，同时利用行业优势进军下游应用细分市场，公司有望步入快速发展新阶段，带来经营业绩有望超预期。

● **风险提示：**云视频推广不及预期；双师课堂发展不及预期；5G商用不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	224	535	840	1,180	1,448
YOY(%)	-16.3	139.2	57.2	40.4	22.7
归母净利润(百万元)	16	90	146	208	268
YOY(%)	-52.9	459.2	62.3	42.1	28.6
毛利率(%)	47.1	51.7	51.9	52.2	52.4
净利率(%)	7.2	16.9	17.4	17.6	18.5
ROE(%)	5.1	8.5	12.0	14.8	16.3
EPS(摊薄/元)	0.09	0.52	0.84	1.19	1.54
P/E(倍)	431.4	77.2	47.6	33.5	26.0
P/B(倍)	22.1	6.3	5.6	4.9	4.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 会畅通讯：多方电信服务优势企业，云视频技术领先.....	4
1.1、 公司经多年耕耘，已成细分行业国内龙头	4
1.2、 公司财务状况良好，2020 年有望维持高增长	5
1.3、 公司积极转变业务结构，收效明显	7
2、 视频会议行业迎来新一轮增长，云视频技术快速发展.....	8
2.1、 行业历经蜕变，迎来窗口期	8
2.1.1、 视频会议行业进入成熟期	8
2.1.2、 我国视频会议行业发展呈现软件化和竞争差异化.....	10
2.2、 技术革新带飞云视频行业	12
2.3、 疫情催生，中国市场大有可为	13
3、 战略布局成型，鲲鹏展翅在即	14
3.1、 并购明日实业与数智源，获“云+端+应用”完整解决方案	14
3.2、 设立子公司会畅教育，深化“一体两翼”布局.....	16
4、 盈利预测与投资建议	17
4.1、 核心假设	17
4.2、 盈利预测与估值	17
5、 风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1： 公司发展多年，成就夺目	4
图 2： 公司股权结构稳定，黄元元为实际控制人	5
图 3： 公司 2019 年营收激增、业绩喜人	5
图 4： 公司 2019 年实现净利润、归母净利润超高速增长.....	6
图 5： 2019 年公司销售毛利率、净利率实现突破性提高.....	6
图 6： 公司加权 ROE 在 2019 年实现触底回升	6
图 7： 公司三费随公司扩张合理增长	7
图 8： 公司研发支出不断提高，布局未来科技	7
图 9： 云视频服务成为营业收入主要来源（单位：亿元）	8
图 10： 云视频服务、服务和技术开发毛利率均超 50%	8
图 11： 公司立足国内，积极拓展海外市场（单位：亿元）	8
图 12： 行业目前处于成熟阶段	9
图 13： 视频会议产业链整体发展成熟	10
图 14： 2019 年政府市场是视频会议的主要应用市场	10
图 15： 中国硬件视频会议市场规模增速下降	11
图 16： 中国软件视频会议市场规模保持高速增长	11
图 17： 国内硬件视频会议市场竞争格局较为稳定	11
图 18： 欧美地区是目前全球视频会议最大的市场	13
图 19： 2015-2023E 国内视频会议市场规模有望持续增长.....	13
图 20： 我国在线教育市场需求旺盛	14
图 21： 我国远程医疗市场不断扩容	14
图 22： “大会畅”实现良好的协同效应	16

图 23: 双师模式比线下模式和线上模式都更具优势	16
图 24: 双师课堂未来前景广阔, 提前布局有利于抢占市场 (单位: 亿元)	17
表 1: 公司与多家大型企业建立优质合作伙伴关系	4
表 2: 视频会议分为硬件和软件两类	9
表 3: 软件视频厂商差异化竞争	12
表 4: SVC 为 AVC 编码的加强改进版	12
表 5: 疫情催生多项视频会议服务	13
表 6: 通过并购, 公司获“云+端+应用”完整解决方案	14
表 7: 数智源产品种类丰富	15
表 8: 明日实业硬件产品出众	15
表 9: 可比公司估值: 会畅通讯存在一定估值溢价	18

1、会畅通讯：多方电信服务优势企业，云视频技术领先

1.1、公司经多年耕耘，已成细分行业国内龙头

会畅通讯经过多年发展，成果丰硕。公司成立于 2006 年，2017 年在深圳创业板上市，是国内首批获多方通信服务业务的企业之一。公司发展初期以语音会议服务为主，自 2018 年开始逐步迈进网络会议行业，开始着力于视频业务；目前公司以云视频平台为主要产品，辅以云视频垂直行业的主要应用——智慧教育产品及双师课堂产品。

图1：公司发展多年，成就夺目

2016	- Wainhouse发布《电话会议和网络会议市场研究》，公司进入中国多方通信市场三强 - 与思科深度合作，推进WebEx和会场通讯语音电话会议产品在中国市场的拓展 - 最佳云通信服务提供商
2017	- 助力“一带一路”，帮助中国企业扩宽海外之路 - 发布BizConf Event Call V2.0，打造高端定制电话会议 - 中国云视频行业领军企业奖
2018	- 荣获“2017年企业家协会智能制造联盟优秀合作伙伴” - 云视频2.0发布 - 与中智商展、科大讯飞讯飞听见、艾比森、阿里云联合推出的MICE+AI解决方案宣布正式启动
2019-2020	- 打造“互联网+教育”大平台，智享云课堂 - 参与2020统信UOS线上新品发布会 - 打通“云+端+行业”全产业链

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司凭借其优质的服务和理念，积累了众多客户。公司自成立以来，一直坚持“沟通创造价值”的服务理念，为客户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。公司业务已经遍及全球 150 个国家与地区，客户覆盖世界 400 强中 70%的企业；公司在国内多个一线城市设有分支机构与服务团队。

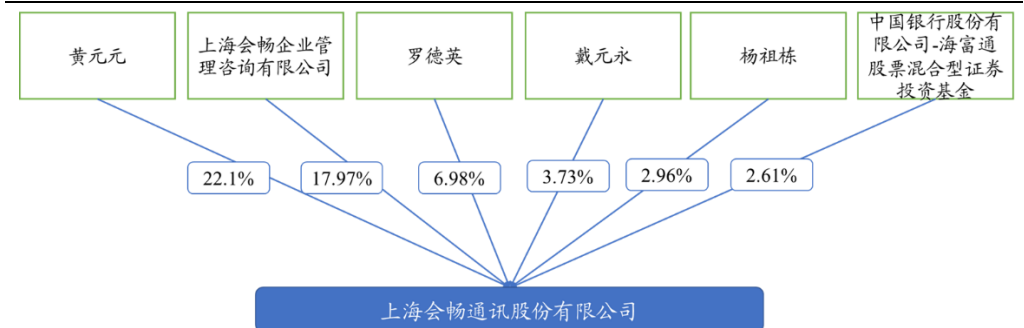
表1：公司与多家大型企业建立优质合作伙伴关系

合作伙伴	合作伙伴
	
	
	
	

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司股权结构稳定。公司控股股东与实际控制人为公司创始人黄元元女士；公司于2017年进行核心管理层更替，现任董事长为黄元庚先生，系黄元元女士的弟弟。公司一直位于行业领先地位，获多项奖项与荣誉。

图2：公司股权结构稳定，黄元元为实际控制人

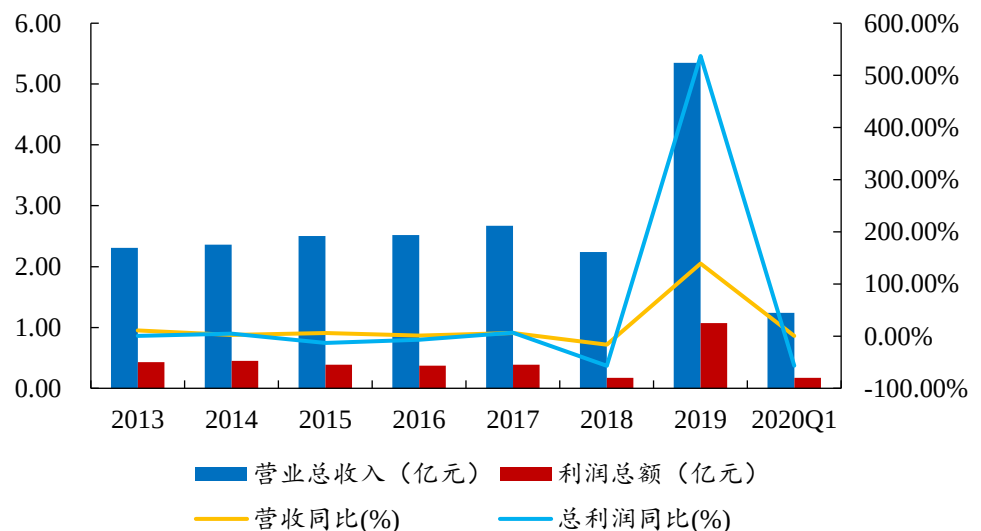


资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、公司财务状况良好，2020 年有望维持高增长

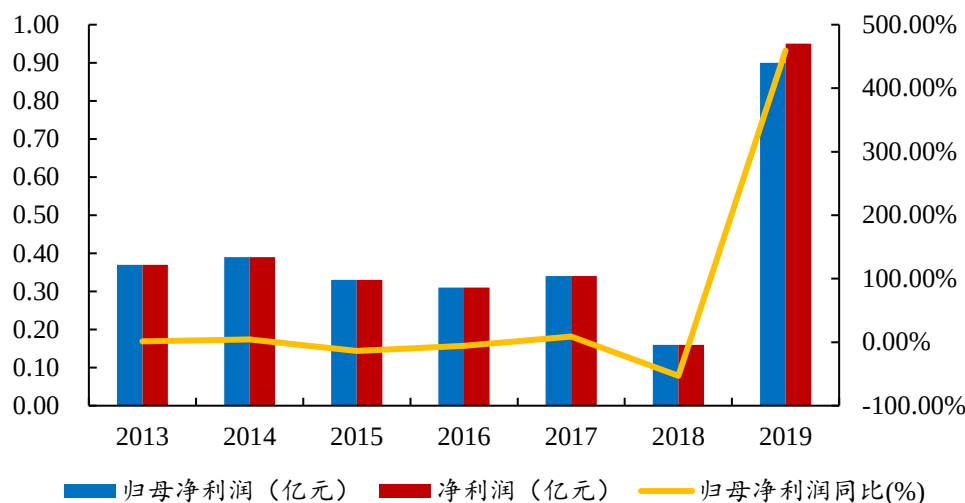
公司近年来总体保持稳定增长，2019 年实现超速增长。2013 至 2018 年营业收入较为平稳，2018 年略有下降，2019 年实现增长。2019 年公司实现营业收入 5.35 亿元，同比增长 139.21%；利润总额达 1.07 亿元，同比增长 537.07%。公司 2020 年一季度营业收入 1.24 亿元，同比增长 0.47%；利润总额与归母净利润有所下降，主要系管理费用（期权鼓励费用）与财务费用（贷款利息支出）增加。公司营收主要来源于公司云视频软硬件产品，受疫情影响，行业发展加速。

图3：公司 2019 年营收激增、业绩喜人



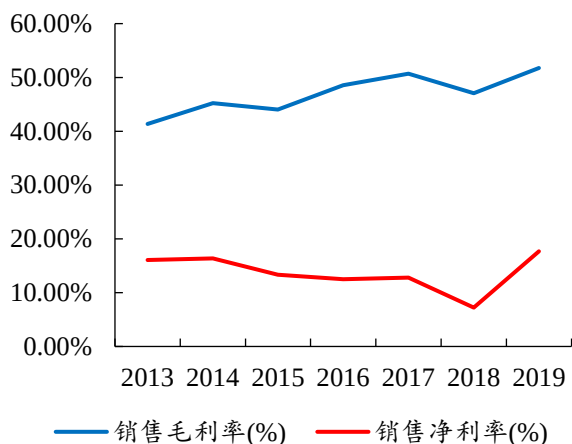
数据来源：Wind、开源证券研究所

2019 年公司实现净利润超速增长。公司 2019 年净利润 0.95 亿元；实现归母净利润 0.9 亿元，同比增长 459.16%。公司较 2018 年实现较大幅度增长，主要有以下原因：1) 2018 年公司进行并购重组，产生相关费用较多，影响收入；2019 年实现报表合并，业绩增长明显；2) 公司主营产品云视频业务增幅明显，品牌与规模效应同步提升；3) 云视频行业发展迅速，公司收益明显。

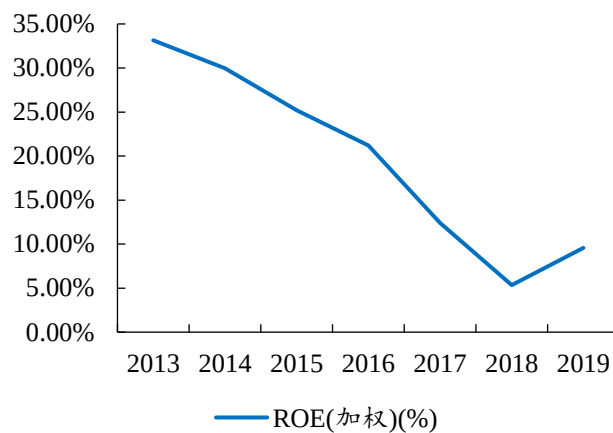
图4：公司 2019 年实现净利润、归母净利润超高速增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司毛利率总体维持在较高水平，2019 年毛利率、净利率实现突破。公司 2019 年销售毛利率为 51.75%，销售净利率为 17.68%。公司毛、净利率总体来看较为稳定，毛利率一直维持在高位，净利率 2018 年有所下降，主要系营业收入降低。公司加权 ROE 自 2013 年开始持续下降，2019 年略有上升，为 9.55%。

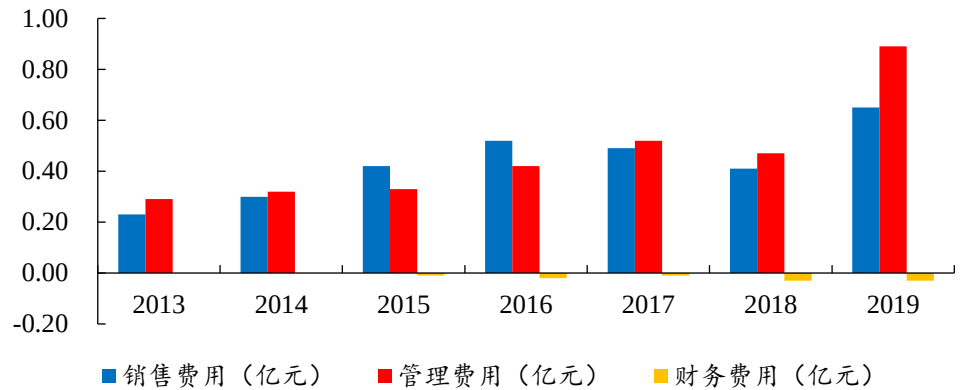
图5：2019 年公司销售毛利率、净利率实现突破性提高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司加权 ROE 在 2019 年实现触底回升


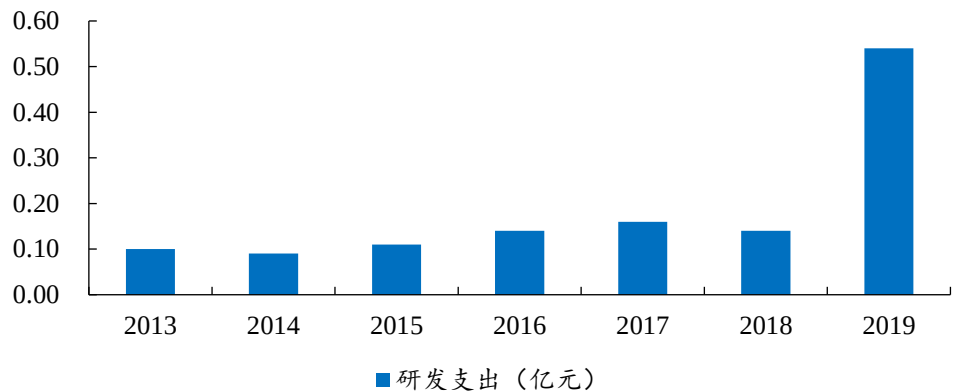
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司费用控制得当，三费费用较为稳定。公司的费用主要是销售费用和管理费用，财务费用的占比非常小。近年来，管理费用主要随着网络通信会议服务逐渐增加而带来的持续的研发支出。销售费用的增加主要是由于公司大规模市场扩张，销售人员数量增加所引起的。2019 年管理费用增长较大，主要系公司重组后合并财务报表所致。从长期来看，公司的财务费用仍将保持较低的水平，销售费用和管理费用将随着公司进行业务扩张的步伐合理增长，总的来看，公司保持较好的费用管理水平。

图7：公司三费随公司扩张合理增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司专注技术开发，不断增加研发投入。2019 年公司研发支出 0.54 亿元，继续保持创新力，维持市场地位；公司将继续专注于云视讯、芯片设计等技术领域的研究与开发，应对未来更多发展的可能。

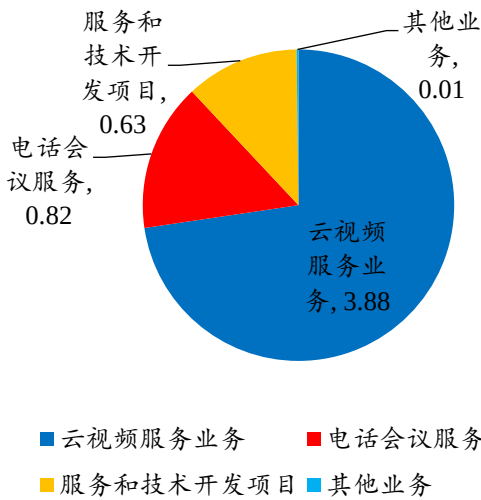
图8：公司研发支出不断提高，布局未来科技


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、公司积极转变业务结构，收效明显

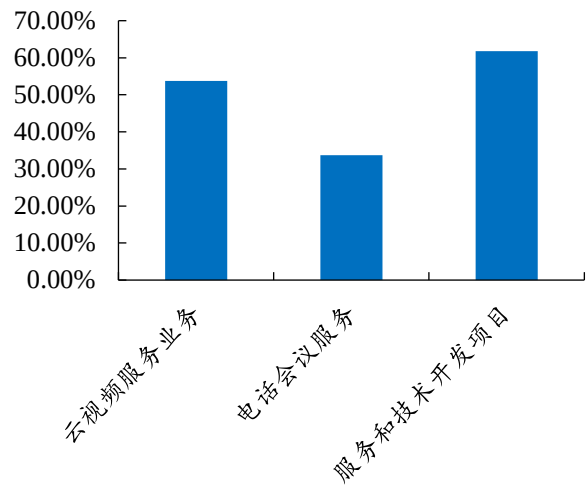
公司积极向云视频服务布局，收入实现高速增长。2011-2018 年，公司的收入主要来源于电话会议服务和网络会议服务，两者合计占主营收入的比重在 95%以上，电话会议服务占主导，但网络服务业务比重一直在上升。2019 年，公司主营业务调整为云视频服务、语音服务以及服务和技术开发项目，其中云视频服务业务为公司主要营业收入来源。2019 年云视频服务业务实现营业收入 3.88 亿元，毛利率达 53.75%，占主营 72.62%；电话会议服务占主营构成 15.26%；服务和技术开发项目占主营构成 11.87%。

图9：云视频服务成为营业收入主要来源（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

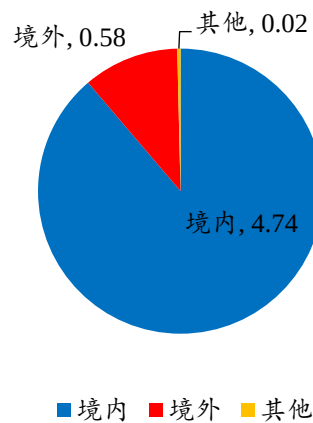
图10：云视频服务、服务和技术开发毛利率均超 50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司海内外市场兼顾，不断开拓海外市场，提高全球服务的能力。2019 年公司在国内实现营业收入 4.74 亿元，占比 89.1%。海外地区实现营业收入 0.58 亿元，占比 10.9%。从国内业务来看，公司与越来越多的头部品牌和厂商建立合作关系，并且发布了 4K 超高清新产品，国内市场地位稳固。从海外业务来看，公司开始与美国杜比公司等多家大型音频、视频厂商进行合作，形成了“5G+AI+4K 超高清”的下一代云视讯终端的大规模出货，有望持续开拓海外市场。

图11：公司立足国内，积极拓展海外市场（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、视频会议行业迎来新一轮增长，云视频技术快速发展

2.1、行业历经蜕变，迎来窗口期

2.1.1、视频会议行业进入成熟期

视频会议系统是指利用网络等通信技术进行媒体（声音、影像、文字等）传输，实现即时沟通的系统设备。1964 年，世界上最早的可视电话诞生于美国贝尔实验室，为

视频会议奠定了技术基础。在 20 世纪 70 年代后期，AT&T 开始提供 Picturephone 服务。但由于成本高、操作复杂、设备庞大等原因，视频会议仅限于商业用途。

1980-1999 年为视频会议发展阶段。主要采用数字图像压缩技术，通过提高传输来提高图像传输质量和速度。行业出现一系列竞争者，如 PictureTel、三菱、微软、IBM、康奈尔等。

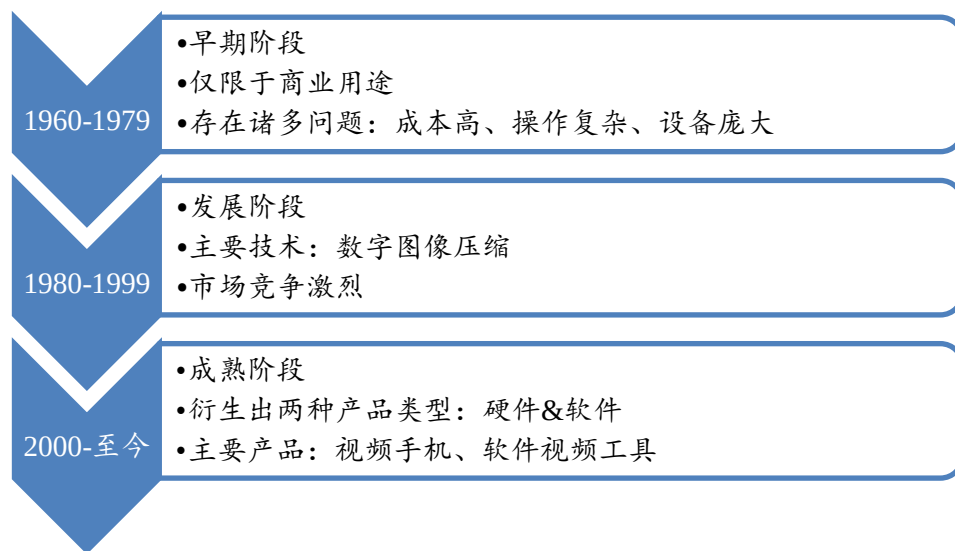
2000 年至今为视频会议成熟阶段，衍生出硬件和软件两种类型。三星推出了第一款视频手机，Skype 和 iChat 作为软件视频工具向公众推出。硬件视频基于嵌入式架构，主要用于中高端视讯应用中，其性能强大、稳定可靠、安全，但缺点在于其部署成本高、易用性较差、维护成本高。软件视频以 SaaS 为核心，按月租用，费用投入小不到硬件视频会议的 1/10，而且支持绝大多数智能设备，接入会议简单快捷，还无需专人维护，优势明显。

表2: 视频会议分为硬件和软件两类

视频会议种类	特点	主要客户
硬件视频会议	基于嵌入式结构，需搭建 MCU 优点：稳定安全 缺点：成本高、不易操作	安全性要求高的政府部门和大型企业
软件视频会议	以 SaaS 模式为企业提供服务 优点：费用低、智能互联、便携	追求性价比的中小型企业 and 用户

资料来源：IDC、开源证券研究所

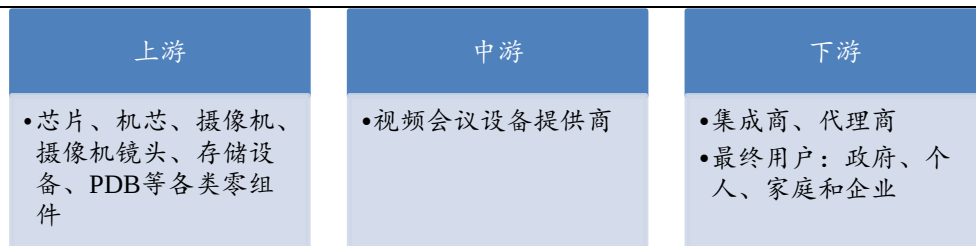
图12: 行业目前处于成熟阶段



资料来源：中国产业信息网、开源证券研究所

视频会议产业链整体发展成熟。产业链上游包括芯片、机芯、摄像机、摄像机镜头、存储设备、PDB 等各类零组件。下游的集成商与渠道代理商主要负责产品的集成服务、销售和维护，最终客户涵盖各类行业机构如教育、医疗、金融、政府等，以及个人、家庭与企业。

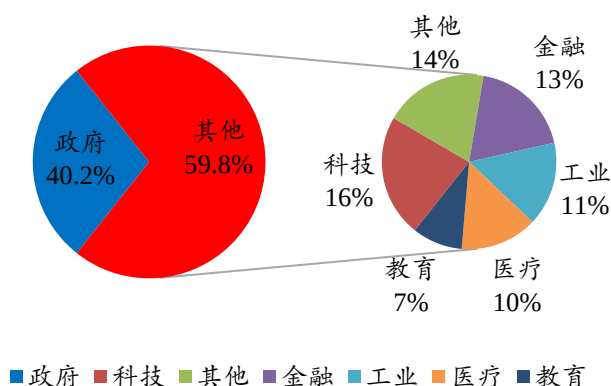
图13: 视频会议产业链整体发展成熟



资料来源：中国产业信息网、开源证券研究所

目前政府市场是视频会议的主要应用市场。数据显示，2019 年政府级客户市场占比达到 40.2%，企业级用户中科技、金融、工业、医疗、教育等领域对于视频会议需求更高。其中，科技行业占 22.7%，金融再次，约 18.8%。但受疫情影响，在线教育行业的需求将大幅提升，此外其他领域的应用也将会得到大幅的扩展，2020 年视频会议有望在更多领域展开应用。

图14: 2019 年政府市场是视频会议的主要应用市场



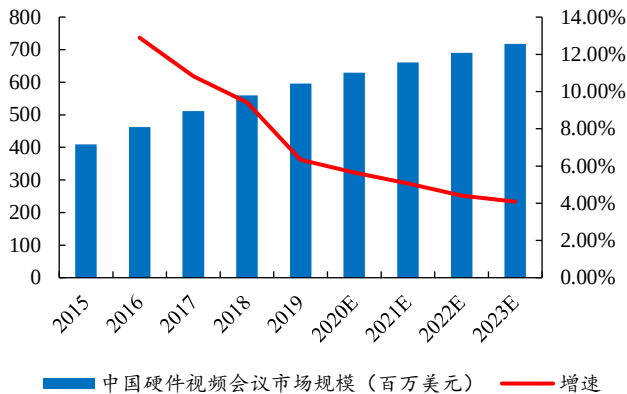
数据来源：智研咨询、开源证券研究所

2.1.2、我国视频会议行业发展呈现软件化和竞争差异化

以云视频为代表的软件视频更具有便捷性，客户更加广泛。视频会议可以分为以专网视频为代表的硬件视频会议与以云视频为代表的软件视频会议。其中，专网视频需要搭建专门系统，系统基于专线网络，需要多种外围设备以及专门维护，但其性能强大、稳定可靠、保密性强，因此主要面向部分政府部门以及大型企业。而云视频则基于云计算技术，使用通用网络，在中心点部署 MCU、多画面处理和流媒体服务器，移动端配置摄像头、耳麦、会议终端软件，会议室配置高性能 PC、视频采集卡、摄像头、终端软件。因此云视频部署简单，扩容方便，目前云视频类产品价格仅约为 VCS 产品价格的 1/10，是中小企业等用户的首要选择。

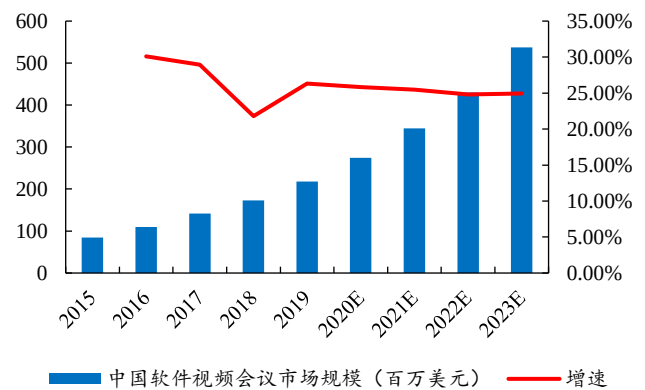
多项利好助力我国云视频市场规模迅速扩张。除了其自身的优势外，基础设施逐步成熟、政府推动力度加强、垂直行业需求认知提升等共同推动我国云视频市场进入告诉成长期。其中，5G 网络大规模建设，为越来越多的云视频应用场景提供了基础设施支持；政策方面，国家持续推进平安城市、智慧城市，加快高清视频监控的普及，此外教育信息化推广也将促进云视频的进一步应用；从行业应用来看，多项优质高效的应用方案已经落地且效果喜人，未来将有更多应用落地。

图15: 中国硬件视频会议市场规模增速下降



数据来源: 智研咨询、开源证券研究所

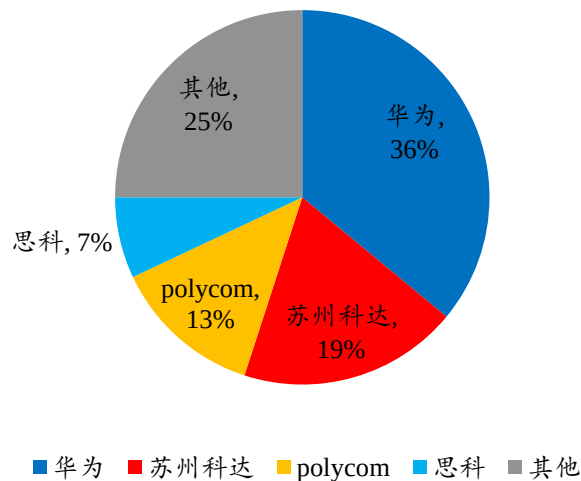
图16: 中国软件视频会议市场规模保持高速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

云视频行业的红利促使各大企业进入市场，这将加快行业内部竞争。目前我国硬件视频会议竞争格局较为稳定，软件视频会议竞争格局仍较为分散。目前国内云视频会议行业的参与者可以分为传统硬件视频会议厂商、新进入者（多分布于软件视频会议厂商）和构建云办公生态的行业巨头，如阿里巴巴的钉钉办公软件、腾讯会议、字节跳动飞书等。新厂商的加入有望进一步整合现有资源，助力市场进一步走向成熟。

图17: 国内硬件视频会议市场竞争格局较为稳定



数据来源: IDC 图、开源证券研究所

行业实现差异化竞争。各厂商依托自己原有的产品优势从不同的角度切入云视频领域。专注于软件的厂商例如国外的龙头厂商 ZOOM，此外，会畅通讯以 SaaS 为主，收购完成后同时具备硬件及解决方案能力。而从硬件切入云视频市场的厂商有亿联网络、苏州科达等。

表3: 软件视频厂商差异化竞争

厂商	重点
二六三	面向中小企业和商务人士的综合通信服务, 包括企业邮箱、网盘、会议等
会畅通讯	为企业提供高清网络视频会议、网络直播等云视频
苏州科达	主营视频会议、视频监控、以及视频应用解决方案, 涵盖前段摄像机、接入网卡、监控平台、视频会议等
视联动力	专注高清视频通信协议及技术研发
亿联网络	以研发为核心, 构筑全场景、云端融合的音视频会议与协作解决方案

资料来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

2.2、技术革新带飞云视频行业

视频编码技术是视频会议方案技术先进性的主要指标。2010 年以来云计算的广泛应用促进了视频会议行业进入了全新的发展阶段。目前广泛采用的视频编解码标准是 H.264 标准, 是国际电信联盟 ITU 在 H.263 后与 ISO 合作制定的新一代视频编码标准。高效编解码技术的运用使得高清的视频会议得以运行在普通网络环境中, 从而为用户节省网络带宽成本, 提高视频会议的用户体验。目前国内的云视频会议方案可分为 AVC 框架云与 SVC 框架云, 同属 H.264 视频编码标准。AVC 实际上是 H.264 协议的别名, SVC 为 AVC 编码的加强改进版。

表4: SVC 为 AVC 编码的加强改进版

技术性能	AVC 云	SVC 云
视频编码	H.264/AVC 单层编码	H.264/SVC 分层柔性编码
MCU 资源	使用同样硬件配置,SVC_MCU 最大会议资源为 AVC_MCU 的 8-10 倍	
网络带宽	实现一样的视频质量效果, 使用 SVC 协议的网络带宽为 AVC 协议的 1.2-1.5 倍	
媒体处理架构	MCU 全编码全解, 单端口成本高	多层码流智能路由, 单端口成本低
运营方式	需要专人维护或弹性扩展自动化弱	SaaS 级自动运营, 高度自主弹性自动化扩展
可容忍网络丢包率	<2-3%	<20%
网络要求	专线	共享线路
视频迟延	<400ms	<200ms
会议效果	非实时交互	实时交互
HD 会议室终端开销	较贵	普及

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

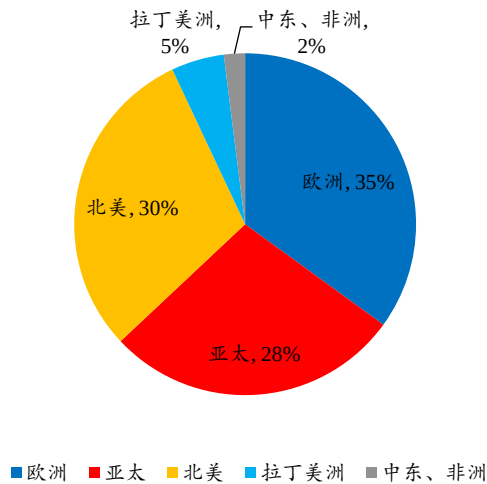
下一代编解码标准如 H.265 甚至 H.266 或 AV1 比 H.264 有 50%-100%的效率提升。H.265 是 H.264 的改进型, 算法的压缩率将得到极大的提高, 在同等画质下将具有存储体积仅为一半、带宽占用省一半、更低的传输码率的特征。H.266 的制定是针对 4K 及以上的高清视频, 目前 H.266 标准还在发起和制定过程中。

AOM 联盟 (Alliance for Open Media) 推出的 AV1 编码技术免费开源, 提供了更加开放的生态。通过整合 Google (VP10), Mozilla (Daala) 和思科 (Thor) 的开源编解码器开发工作, 以及微软和英特尔等其他创始成员的压缩专业技术, 将有望成为未来主流标准之一。

2.3、疫情催生，中国市场大有可为

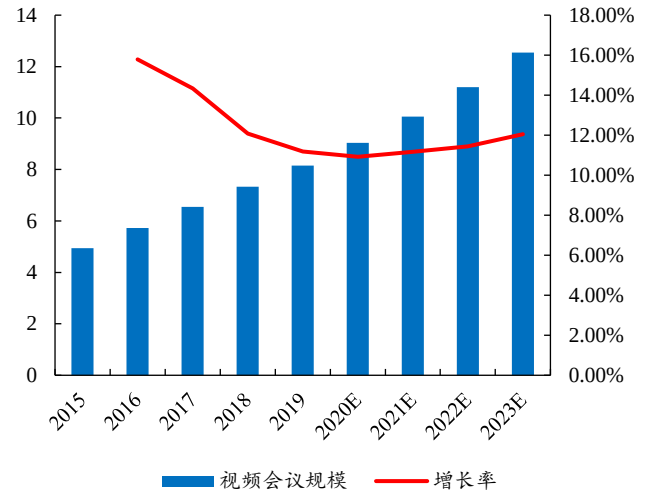
欧美地区是目前全球视频会议最大的市场，共占全球市场的 65%左右，亚太地区约占全球视频会议市场的 28%。中国市场起步较晚，但发展迅猛，有望后来居上。

图18：欧美地区是目前全球视频会议最大的市场



数据来源：IDC 图、开源证券研究所

图19：2015-2023E 国内视频会议市场规模有望持续增长



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

我国视频会议行业近年来呈现快速增长状态，市场规模不断增长。海外软件视频会议市场起步较早，发展较为稳定；国内市场相对发展较晚，但成长速度高于世界平均水平。2003 年的“非典”推动视频会议进入大众视线。2008 年奥运会的举办加速高清技术的应用，视频会议行业又有了新的发展，2014 年高清市场规模超过标清市场，2019 年我国高清视频市场规模约占 87.4%，预计 2022 年可达到 95.11%。我国视频会议市场规模已从 2011 年 45.5 亿元增长到 2018 年的 160.2 亿元。智研咨询预测 2018-2022 年中国视频通信市场将以年均复合增长率 20%左右的速度持续增长，到 2022 年市场规模可以达到 445 亿元。

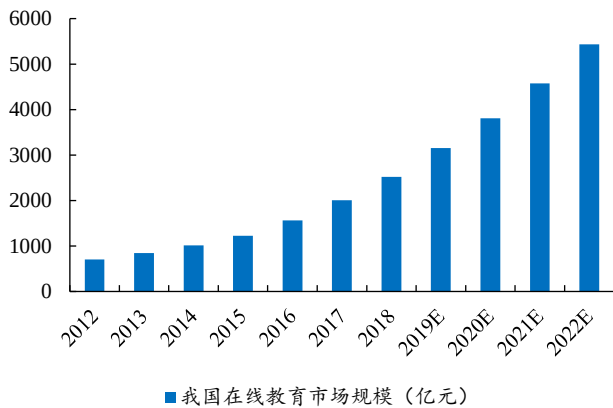
5G 的快速发展加之疫情的影响，视频会议需求井喷式增长，云视频时代正式来临。由于新冠肺炎的爆发，众多企业和学校纷纷采取远程办公和线上教学，疫情期间我国远程办公和视频会议的需求量持续攀升，需求量相对较高，各大科技公司纷纷推出免费的远程办公、视频会议服务。

表5：疫情催生多项视频会议服务

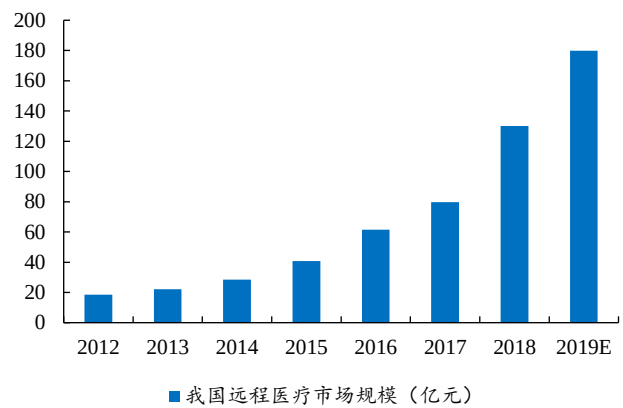
产品	服务	免费时间及内容
云视讯	视频会议	疫情期间。最大 300 户，不限会议数量和时长的会议服务
和商务	实时高清疫情直播	疫情期间。免费为政府、医疗、教育行业提供 PC 直播账户
腾讯会议	视频会议	疫情期间
云视频	视频会议	疫情期间
钉钉	远程办公、视频会议、在线课堂	疫情期间。免费开放在家办公系统、在线课堂
飞书	视频会议、协同文档、远程办公	2020 年 1 月 28 日-2020 年 5 月 1 日。武汉相关公益组织，此期间注册提供三年免费服务。

资料来源：各公司官网、前瞻产业研究院、开源证券研究所

纵向来看，视频会议有望进一步下沉到基层机关政府、中小企业；横向来看，视频会议将赋能更多行业发展。包括在线视频、远程医疗等。在线教育行业近年来持续发展，在线授课需求持续提升，对实时互动类型的授课形式有硬性需求。在医疗行业，云视频将为实现远程医疗，改善我国依赖资源分布不平等等问题提供突破口，此外，此次“疫情”加快了我国医疗行业升级改革的步伐，行业政策红利频现。2018 年我国远程医疗市场规模为 130 亿元，预计未来五年年均复合增长率约为 27.63%。

图20：我国在线教育市场需求旺盛


数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图21：我国远程医疗市场不断扩容


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

3、战略布局成型，鲲鹏展翅在即

3.1、并购明日实业与数智源，获“云+端+应用”完整解决方案

公司收购明日实业与数智源为全资子公司，整合上下游形成完整闭环。2018 年 4 月，公司发布公告，拟发行股份及支付现金购买数智源剩余 85% 股权和明日实业 100% 股权，交易价格分别为 3.92 亿元、6.5 亿元。收购完成后，公司现持有数智源及明日实业 100% 的股权。

表6：通过并购，公司获“云+端+应用”完整解决方案

被收购公司	介绍
数智源	数智源是为用户提供智能视频融合应用产品与解决方案的高新技术企业，在高清视频系列产品、视频管理平台、智能视频分析、视频大数据、图像识别 AI 应用等领域具有领先的产品和解决方案，经过长期的技术积累，数智源实现了多领域的技术突破，在大规模视频联网、智能视频核心算法、视频云计算、视频结构化等方面具备核心技术。公司研发的视频大数据平台应用覆盖政府、教育、电力、水利、连锁等行业，可用性、可靠性、安全性均得到用户的高度认可。
明日实业	明日实业是一家信息通讯类摄像机研发商，集研究、开发、生产、销售于一体，是国际知名的信息通讯类摄像机、一体化视讯终端、“云+端”模式行业应用软硬件产品及解决方案的提供商，公司客户包括华为、中兴、视联动力等业内多家知名企业。公司产品广泛应用于各种电视会议系统；云会议系统；协同办公系统；远程教育、在线教育、精品课堂系统；远程医疗、远程会诊、远程手术系统；广播演播室系统等。

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

数智源为视频融合应用解决方案提供商，同时布局教育行业。数智源在高清视频系列产品、视频管理平台、智能视频分析、视频大数据、图像识别 AI 应用等领域具有领先的产品和解决方案，其研发的视频大数据平台应用覆盖了政府、教育、电力、水利、连锁等行业，尤其在政府、教育行业积累了深厚的行业经验。

表7：数智源产品种类丰富

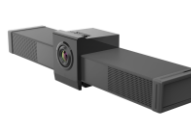
分类	内容
智享	教育资源公共服务平台、智慧教育视讯云应用平台、互动课堂系统、同步评录课堂平台、E 学院教学系统、云课堂平台
智行	人脸识别系统、集装箱识别系统、运维管理系统、多媒体指挥调度系统、安全管理指挥中心平台、数据管理平台系统、电子数据安全围栏系统
智云	融合会商云平台、WebEx 网络视频会议系统

硬件产品				
	半球形网络摄像机	高速球形网络摄像机	枪型网络摄像机	数字矩阵
				
	嵌入式NVR	扩展存储	磁盘阵列NVR	高清解码器

资料来源：数智源官网、开源证券研究所

明日实业是定位高端产品的全球知名视频会议硬件终端提供商。公司为视频会议摄像机等云视频设备制造商，拥有多项 ISP 核心算法、图像聚焦算法、图像智能分析算法、图像编解码技术、人工智能等方面的知识产权。主要产品包括视频会议摄像机、教育跟踪摄像机、一体化终端摄像机 4KEPTZ 电子云台、4K 云台摄像机、高清枪机、视频会议摄像机、线传输摄像机等。具备较强的研发和市场能力。

表8：明日实业硬件产品出众

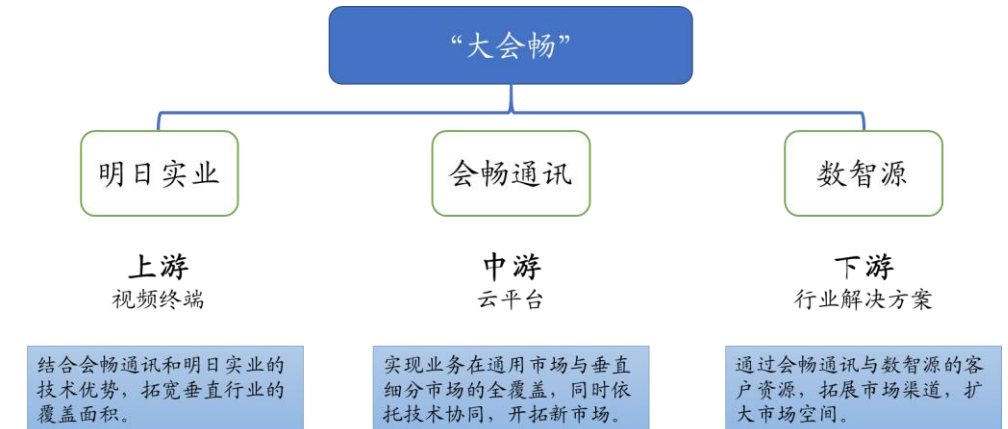
主要产品		
		
一体化终端摄像机 4KEPTZ	一体化跟踪摄像机 4KEPTZ	高清枪机 4KEPTZ
		
教育跟踪摄像机 4KEPTZ	4K 云台摄像机 4KEPTZ	视频会议摄像机 4KEPTZ

资料来源：明日实业官网、开源证券研究所

收购后形成良好的协同效应。公司收购数智源与明日实业，更好利用数智源在教育

行业的经验于视频应用能力，配以明日实业云视频终端设备，将有利于公司进一步整合云视频产业上下游，布局视频会议全行业产业链，获益于协同效应的同时进一步开拓海外市场，巩固公司在云视频行业的地位。

图22: “大会畅” 实现良好的协同效应



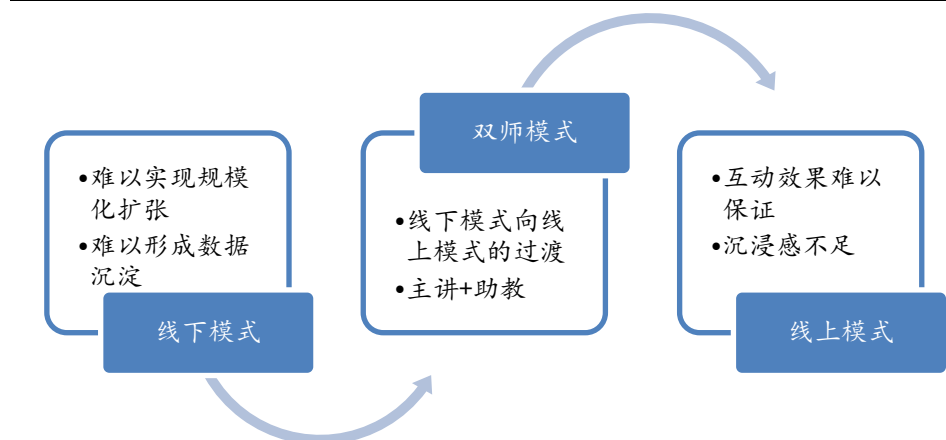
资料来源: Wind、开源证券研究所

3.2、设立子公司会畅教育，深化“一体两翼”布局

公司在发展云视频业务的同时加快布局教育子业务，发力教育市场，逐步形成“云视频+教育”的双业务线。2019年公司全资子公司会畅教育完成注册，发展“双师课堂”，加快推动公司双师教育产品“智享云课堂”的发展。

双师课堂实现名师资源共享，在线教育潜力大。双师课堂指主讲与助教相互配合、线上与线下相结合的教育模式。一位名师进行线上远程教学，另一名助教负责线下辅助教学，两名老师协作混合以实现资源共享。作为未来的主要教育模式，公司将双师课堂作为主要发展方向符合未来需求，同时满足我国由于地域差异引起的教育资源分配不均的问题，未来发展前景好。

图23: 双师模式比线下模式和线上模式都更具优势



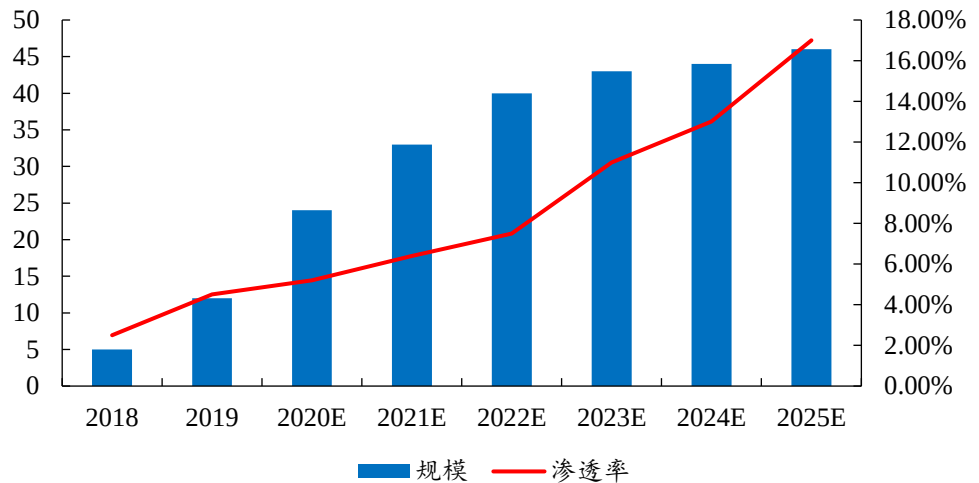
资料来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

视频技术进步使得双师课堂到达应用使能点。公司将目前高速发展的以5G和4K超清为载体的云视频技术赋能于课堂，将公司在云视频行业的解决方案在教育行业进

行规模化应用和落地，最终形成“云平台+硬件+软件”的解决方案。

双师课堂未来拥有广阔市场空间，且当前渗透率较低。双师课堂是未来的发展趋势，其能高效的解决教育资源分配不均的问题，让每一个学生享受名师教育。另外，双师课堂能够保证学生学习的持续性和沉浸感，保证教育效果。因此未来将有广阔的发展空间。但当前双师课堂的渗透率不足 10%，提早布局，将有利于抢占市场，在未来的市场扩张中收益。

图24：双师课堂未来前景广阔，提前布局有利于抢占市场（单位：亿元）



数据来源：艾瑞咨询研究院、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

5G 大规模建设，超高清视频成为炙手可热的 5G 应用，其超高速率、超低时延、超大连接的优点为云视频会议的发展保驾护航。新冠疫情的爆发极大推动了远程办公、远程教育、远程医疗诊断等与云视频相关的视讯需求，云视频行业迎来快速增长的机遇。同时，公司继续完善产业链布局，进军远程教育市场，未来有望持续受益。我们预测公司 2020/2021/2022 年营业收入增速为 57.2%/40.4%/22.7%。

4.2、盈利预测与估值

会畅通讯长期专注于云视频领域，在云视频领域占据领先地位。近年来公司通过系列资本运作实现“云+端+行业应用”的全产业链布局，协同效应明显，并提前布局双师教育市场，市场前景广阔。随着新冠疫情催生企业客户云视频会议的需求及客户使用习惯普及，以及 5G 网络带来的超低时延及视频编解码技术的突破，云视频产业有望适用于更多应用场景，公司有望抢占更多市场份额，经营业绩有望保持快速增长。

我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 146/208/268 百万元，同增 62.3%/42.1%/28.6%，EPS 为 0.84/1.19/1.54 元，当前股价对应 PE 分别为 47.6/33.5/26.0 倍，考虑公司作为云视频龙头之一，技术领先，全产业链布局，给予一定估值溢价。

首次覆盖，给予“增持”评级。

表9：可比公司估值：会畅通讯存在一定估值溢价

公司代码	公司名称	市值（亿元）	收盘价（元）	EPS(元)		PE（倍）	
				2020E	2021E	2020E	2021E
002467.SZ	二六三	95.5	7.02	0.16	0.19	43.88	36.95
600804.SH	亿联网络	583	64.8	2.58	3.28	25.12	19.76
300628.SZ	苏州科达	49.2	9.85	0.36	0.52	27.36	18.94
002301.SZ	齐心集团	127	17.35	0.35	0.49	49.57	35.41
平均值				0.86	1.12	36.48	27.76
300578.SZ	会畅通讯	69.59	39.95	0.84	1.19	47.6	33.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/06/17，除亿联网络、会畅通讯外使用 Wind 一致预期预测数据）

5、风险提示

云视频推广不及预期。云视频技术作为通用技术，通过垂直行业赋能，能够解决高建网成本和后期维护费用的问题，虽然疫情带来了云视频行业的爆发，但疫情结束之后用户有可能流失，用户习惯仍需时间培养，市场推广可能存在不及预期的风险。

双师课堂发展不及预期。双师课堂兼具在线教育和线下教育的优点，能够解决三线及以下城市教育资源不足的问题，但是双师课堂的推广仍需要国家、学校、家长以及学生等多方面的共同努力。因此存在发展不及预期的风险。

5G 商用不及预期。受疫情影响，5G 商用进程可能不及预期，而云视频行业对于移动网络要求较高，因此可能影响公司业绩。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	266	477	613	738	801
现金	191	141	146	179	186
应收票据及应收账款	55	239	321	353	371
其他应收款	5	18	20	34	31
预付账款	12	10	25	33	30
存货	0	66	99	136	180
其他流动资产	3	3	2	3	3
非流动资产	108	914	912	1052	1311
长期投资	69	2	16	20	25
固定资产	21	38	62	116	173
无形资产	2	45	54	101	159
其他非流动资产	16	829	781	814	954
资产总计	374	1391	1526	1789	2111
流动负债	54	267	277	346	412
短期借款	0	70	70	70	70
应付票据及应付账款	15	52	64	87	110
其他流动负债	39	146	143	190	232
非流动负债	5	11	7	8	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	11	7	8	9
负债合计	59	279	284	354	421
少数股东权益	0	7	9	14	21
股本	132	174	174	174	174
资本公积	117	852	852	852	852
留存收益	87	160	247	356	529
归属母公司股东权益	316	1105	1232	1421	1670
负债和股东权益	374	1391	1526	1789	2111

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	40	106	38	213	327
净利润	16	95	149	212	275
折旧摊销	5	11	17	33	50
财务费用	-3	-3	-0	-1	-1
投资损失	-7	-5	-6	-6	-5
营运资金变动	18	-21	-122	-22	10
其他经营现金流	10	29	-0	-3	-1
投资活动现金流	-7	-318	-13	-161	-302
资本支出	2	44	-26	111	195
长期投资	-6	13	-14	-3	-5
其他投资现金流	-10	-261	-53	-53	-112
筹资活动现金流	-13	159	-20	-18	-18
短期借款	0	70	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	58	42	0	0	0
资本公积增加	-54	735	0	0	0
其他筹资现金流	-17	-688	-20	-18	-18
现金净增加额	21	-53	5	33	8

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	224	535	840	1180	1448
营业成本	118	258	404	565	689
营业税金及附加	0	3	4	6	7
营业费用	41	65	92	126	151
管理费用	47	89	126	173	207
研发费用	14	34	53	77	85
财务费用	-3	-3	-0	-1	-1
资产减值损失	-0	-1	1	-1	-1
其他收益	4	14	4	4	5
公允价值变动收益	0	4	1	2	2
投资净收益	7	5	6	6	5
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	16	107	171	247	323
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	17	107	171	247	324
所得税	1	13	22	35	49
净利润	16	95	149	212	275
少数股东损益	0	4	2	4	7
归母净利润	16	90	146	208	268
EBITDA	16	118	188	279	372
EPS(元)	0.09	0.52	0.84	1.19	1.54

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-16.3	139.2	57.2	40.4	22.7
营业利润(%)	-57.0	558.4	59.0	44.7	31.1
归属于母公司净利润(%)	-52.9	459.2	62.3	42.1	28.6
获利能力					
毛利率(%)	47.1	51.7	51.9	52.2	52.4
净利率(%)	7.2	16.9	17.4	17.6	18.5
ROE(%)	5.1	8.5	12.0	14.8	16.3
ROIC(%)	3.3	8.0	11.4	14.1	15.7
偿债能力					
资产负债率(%)	15.7	20.0	18.6	19.8	19.9
净负债比率(%)	-58.8	-5.8	-5.6	-7.2	-6.5
流动比率	4.9	1.8	2.2	2.1	1.9
速动比率	4.7	1.5	1.8	1.6	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	3.3	3.6	3.0	3.5	4.0
应付账款周转率	8.8	7.8	7.0	7.5	7.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.52	0.84	1.19	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.61	0.22	1.22	1.88
每股净资产(最新摊薄)	1.81	6.34	7.07	8.16	9.58
估值比率					
P/E	431.4	77.2	47.6	33.5	26.0
P/B	22.1	6.3	5.6	4.9	4.2
EV/EBITDA	421.7	58.4	36.7	24.6	18.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835