

海外市场持续高景气，硬件业务高速增长

会畅通讯(300578)

评级:	增持	股票代码:	300578
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	54.05/26.74
目标价格:		总市值(亿)	51.02
最新收盘价:	29.34	自由流通市值(亿)	38.06
		自由流通股数(百万)	129.71

事件概述

公司发布2020年报和2021一季报，2020年实现收入7.9亿元，同比增长47.39%，归母净利润1.2亿元，同比增长33.45%；2021Q1实现收入1.6亿元，同比增长31.00%，归母净利润0.3亿元，同比增长103.60%。

► 疫情刺激下海外在线教育、云需求加速增长，2020年云视频硬件业务同比增长91%

分业务看海外云视频硬件收入大幅增长336%：公司云视频业务收入达到6.9亿元，同比增长78.7%。其中：

(1) 云视频硬件业务4.1亿元(YoY +91%)，主要来自于海外业务增长。海外业务达到1.5亿元(YoY +336%)，主要系报告期内公司海外客户拓展及新增长期订单，疫情催化下海外远程办公混合工作模式下硬件需求快速增长。目前海外主要客户结构以在线教育和云运营商为主，区域集中在北美及东南亚地区。

(2) 云视频软件SaaS业务2.8亿元(YoY +64%)，信创业务聚焦国内大G大B市场。2020年“会畅超视云”政企用户数突破100万，是国内最大的政企国产化云视频平台之一，已适配国家统一操作系统UOS，作为业内唯一云视频公司入驻国家信创园。未来公司有望与园区企业开展生态合作，推动云视频信创业务增长。

此外，电话会议及技术开发业务受疫情影响分别实现收入0.5亿元、0.4亿元，同比分别下滑42.1%和30.0%。

► Q1海外持续高景气度，众多海外客户三年以上长期规划，推动硬件业务高速增长

2021Q1公司实现收入1.6亿元，云视频收入超过1.5亿元。其中，

(1) 云视频硬件业务近1.1亿元，同比增长近50%。其中海外业务近0.5亿元(YoY +362%)，海外占比持续提升，拉动硬件业务整体毛利率上涨。下游客户面对疫情加大云视频支出，并作出三年以上规划保证长期增长。

(2) 云视频软件SaaS业务近0.5亿元，较去年同期增长约65%。

► 股权激励及持续研发费用摊销影响短期利润空间

受益于海外硬件业务占比提升，2020年整体毛利率53.4%(YoY +1.6pct)，但研发费用率8.9%(YoY +2.5pct)、财务费用率1.2%(YoY +1.7pct)和股权激励费用0.4亿元压缩整体利润空间。公司2021Q1股权激励产生股份支付费用约500余万元，此外整体研发投入持续增长，短期仍对公司业绩造成影响。

► 经营性现金流净额充裕，现金收入比持续改善

公司现金收入比情况自2020Q1疫情后持续改善，2021Q1达到1.2，远超疫情前水平，经营性现金流持续回正，2020年经营性净现金2.6亿元，同比大幅增长141.5%。

► 率先打通“云+端+行业”全产业链布局，“硬件+软件”双驱动战略推动公司业绩长远增长

公司自2019年收购明日实业和数智源以来，形成云+终端+海关、公安、民航等众多垂直领域覆盖的云视频业务解决方案提供商，凭借明日实业国内出货量最大的云视频终端厂商产业优势，与包括华为、微软、谷歌等国内外优质云运营商合作，在疫情催化下享受行业加速部署的高成长红利。同时公司自身不断加大研发，积极适配国产化架构，参与信创音视频标准制定，通过数智源作为国内政府垂直行业抓手，推动软件业务长期发展，实现“硬件+软件”双轮驱动。

投资建议

受益于5G、超高清、信创与国产化应用刚落地，公司聚焦大G大B市场，同时海外疫情催化下企业云办公需求长期增长，积极拓展海外与垂直市场。在“云+端+行业”的长期战略下，有望逐渐形成规模与网络效应。考虑海外疫情不确定性及上游芯片影响，保守性预计2021-2023年收入由11.3亿元、15.5亿元、N/A调整为10.1亿元、12.8亿元、16.4亿元，预计归母净利润由1.9亿元、2.6亿元、N/A调整为1.6亿元、2.1亿元、2.8亿元，对应现价PE分别为32.4X/24.3X/18.2X，维持“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧影响毛利率风险；海外订单不及预期；5G、超高清发展不及预期，国内信创业务进度不及预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	535	788	1,007	1,283	1,641
YoY (%)	139.2%	47.4%	27.8%	27.4%	28.0%
归母净利润(百万元)	90	120	157	210	280
YoY (%)	459.2%	33.5%	30.8%	33.2%	33.4%
毛利率 (%)	51.7%	53.4%	55.1%	55.9%	56.5%
每股收益 (元)	0.52	0.69	0.91	1.21	1.61
ROE	8.2%	9.3%	10.9%	12.6%	14.4%
市盈率	56.56	42.38	32.40	24.32	18.23

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 宋辉

邮箱: songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话:

分析师: 柳珺廷

邮箱: liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120119060016

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	788	1,007	1,283	1,641	净利润	126	165	220	293
YoY (%)	47.4%	27.8%	27.4%	28.0%	折旧和摊销	21	9	8	8
营业成本	367	452	566	714	营运资金变动	114	-76	-41	-77
营业税金及附加	4	5	7	9	经营活动现金流	256	93	182	218
销售费用	91	141	173	218	资本开支	-47	-47	-42	-44
管理费用	126	163	207	265	投资	-91	0	0	0
财务费用	10	-1	-2	-5	投资活动现金流	-136	-38	-33	-33
资产减值损失	-3	-1	-1	-1	股权募资	0	0	0	0
投资收益	2	9	9	11	债务募资	174	-10	0	0
营业利润	150	192	258	343	筹资活动现金流	29	-13	-3	-3
营业外收支	0	1	1	1	现金净流量	146	41	147	182
利润总额	150	193	259	344					
所得税	24	28	39	51	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	126	165	220	293	成长能力				
归属于母公司净利润	120	157	210	280	营业收入增长率	47.4%	27.8%	27.4%	28.0%
YoY (%)	33.5%	30.8%	33.2%	33.4%	净利润增长率	33.5%	30.8%	33.2%	33.4%
每股收益	0.69	0.91	1.21	1.61	盈利能力				
					毛利率	53.4%	55.1%	55.9%	56.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	16.0%	16.4%	17.1%	17.9%
货币资金	287	328	475	657	总资产收益率 ROA	6.9%	8.0%	9.3%	10.5%
预付款项	14	17	22	27	净资产收益率 ROE	9.3%	10.9%	12.6%	14.4%
存货	138	151	198	246	偿债能力				
其他流动资产	351	476	553	689	流动比率	2.30	2.44	2.57	2.71
流动资产合计	790	973	1,247	1,619	速动比率	1.85	2.01	2.11	2.24
长期股权投资	2	2	2	2	现金比率	0.83	0.82	0.98	1.10
固定资产	39	47	53	60	资产负债率	24.4%	24.5%	25.0%	25.4%
无形资产	54	79	106	132	经营效率				
非流动资产合计	949	986	1,018	1,052	总资产周转率	0.45	0.51	0.57	0.61
资产合计	1,739	1,959	2,266	2,671	每股指标 (元)				
短期借款	10	0	0	0	每股收益	0.69	0.91	1.21	1.61
应付账款及票据	88	102	130	163	每股净资产	7.43	8.33	9.54	11.15
其他流动负债	246	297	356	435	每股经营现金流	1.47	0.53	1.05	1.25
流动负债合计	344	399	486	598	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	69	69	69	69	估值分析				
其他长期负债	12	12	12	12	PE	42.38	32.40	24.32	18.23
非流动负债合计	81	81	81	81	PB	5.39	3.52	3.07	2.63
负债合计	425	480	567	679					
股本	174	174	174	174					
少数股东权益	23	30	40	53					
股东权益合计	1,315	1,479	1,699	1,992					
负债和股东权益合计	1,739	1,959	2,266	2,671					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年证券研究经验，主要关注5G和云相关产业链研究。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。