

会畅通讯 (300578.SZ) 2020 年报及 2021Q1 业绩高增，持续发力云视频优质赛道

2021 年 04 月 28 日

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2021/4/28
当前股价(元)	26.95
一年最高最低(元)	54.05/26.74
总市值(亿元)	47.49
流通市值(亿元)	35.42
总股本(亿股)	1.74
流通股本(亿股)	1.30
近 3 个月换手率(%)	109.67

赵良毕（分析师）

zhaoliangbi@kysec.cn

证书编号：S0790520030005

● “云+端+行业”全产业链布局，业绩持续高增，维持对公司“买入”评级

4 月 26 日，公司发布 2020 年报及 2021Q1 季报，报告期内实现营收 7.9 亿元（+47.4%），归母净利润 1.2 亿元（+33.5%），实现毛利率 53.4%（+1.8ppt），净利率 16.0%（-1.7ppt）。2021Q1 公司实现营收 1.6 亿元（+31.0%），实现归母净利润 0.3 亿元（+103.6%）。公司坚定推进“云+端+行业”长期战略，在公司产品对大 G、大 B 导入确定性不改，云视频硬件使用习惯逐步普及的趋势下，公司营收向上趋势不改，具备长期投资价值。由于公司客群可能更倾向于逐步导入而非一次性集采，故我们认为公司营收及归母净利润增长曲线将相对较为平滑，据此我们下调预测公司 2021/2022 年可实现归母净利润增速，调整后我们预测公司 2021/2022/2023 年可实现归母净利润 1.64/2.26/3.14（此前 2021/2022 年原值 2.55/3.68）亿元，同增 36.4%/37.6%/38.8%（此前 2021/2022 年原值 50.3%/44.2%），EPS 为 0.94/1.30/1.80（此前 2021/2022 年原值 1.47/2.11）元，当前股价对应 PE 为 28.5/20.7/14.9 倍，相对可比公司具备估值优势，维持对公司“买入”评级。

● 产品与市场拓展双轮驱动，发力云视频优质赛道

公司 2020 年云视频服务业务营收毛利率双增长。报告期内，公司基于 5G 超高清的国产化云视频 55 平台“超视云”政企用户数突破 100 万，此外，公司经过遴选，成为国家信创园的首批 34 家入驻企业之一，也是业内唯一一家入驻国家信创园的云视频公司。2020 年，云视频硬件海外订单和收入同比均大幅增长，海外业务布局有效推进。公司云视频平台打造的“国产化，高安全，高可靠，全兼容”的一站式完整解决方案得到了高端政企市场的逐步认可，软件 SaaS 收入取得较大突破。同时，公司行业应用于业务在市场拓展上也按计划推进，覆盖了双师教育和海关等垂直行业在全国各地业务的项目落地。

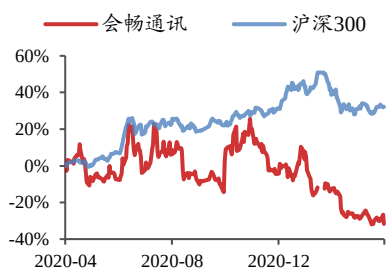
● 风险提示：市场竞争加剧风险；云视频推广不及预期风险

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	535	788	1,051	1,412	1,904
YOY(%)	139.2	47.4	33.4	34.3	34.9
归母净利润(百万元)	90	120	164	226	314
YOY(%)	459.2	33.5	36.4	37.6	38.8
毛利率(%)	51.7	53.4	52.6	52.8	53.0
净利率(%)	16.9	15.3	15.6	16.0	16.5
ROE(%)	8.5	9.6	11.7	14.0	16.4
EPS(摊薄/元)	0.52	0.69	0.94	1.30	1.80
P/E(倍)	52.0	38.9	28.5	20.7	14.9
P/B(倍)	4.2	3.6	3.3	2.8	2.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-企业数字化转型新基础设施者，云视频全场景覆盖拉动营收高增长可期》-2020.10.28

《公司信息更新报告-视频会议拉动营收高增长，优质赛道长期动力强劲》-2020.8.31

《公司首次覆盖报告-视频“会”议风口已至，行业领军顺势“畅”游》-2020.6.18

目 录

1、公司经营良好，2020 年业绩继续保持高增长	3
2、盈利预测与投资建议	5
2.1、关键假设	5
2.2、盈利预测	5
3、风险提示	6
附：财务预测摘要	7

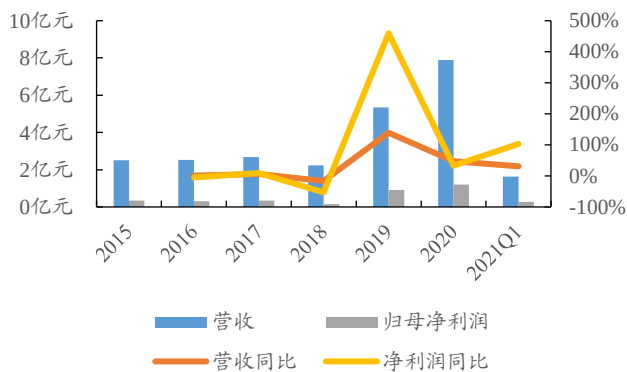
图表目录

图 1： 公司 2018 年以来营收保持高速增长	3
图 2： 公司 2018 年以来利润率稳步上升	3
图 3： 2019 年后公司管理费用率逐步下降	4
图 4： 2018 年后公司研发支出持续走高	4
图 5： 云视频服务业务营收规模与占比进一步提升	4
图 6： 云视频服务业务毛利率较高	4
图 7： 国内业务稳步扩大，海外业务推进加快	5
表 1： 可比公司估值：会畅通讯存在一定估值优势	5

1、公司经营良好，2020 年业绩继续保持高增长

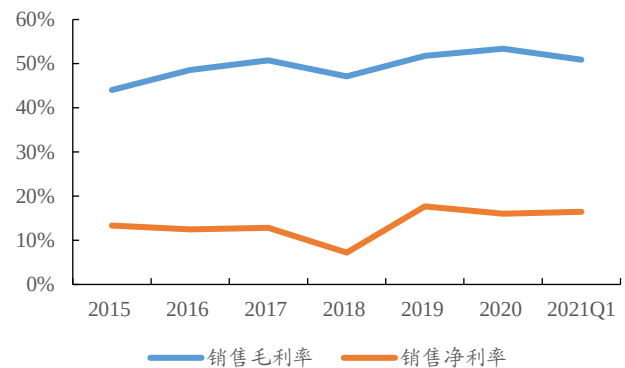
公司 2020 年实现营业收入 7.88 亿元，同比增长 47.39%，实现归母净利润 1.20 亿元，同比增长 33.45%。公司 2020 年实现毛利率 53.39% (+1.76ppt)，实现净利率 15.99% (-1.69ppt)。基于国内第一梯队的音视频团队和底层算法，公司在国内音视频行业率先打通了“云+端+行业”的全产业链布局，并已形成云视频业务、语音业务和技术开发业务的三大主要业务板块，报告期内，公司顺应中国数字化转型及企业线上办公的发展趋势，准确把握公司下游行业在疫情突发时对云视频会议服务需求增加的机遇，通过加速新产品开发及升级、持续优化供应链能力、增强大客户拓展和服务能力，营业收入保持良好发展态势，盈利能力不断提升。

图1：公司 2018 年以来营收保持高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：公司 2018 年以来利润率稳步上升

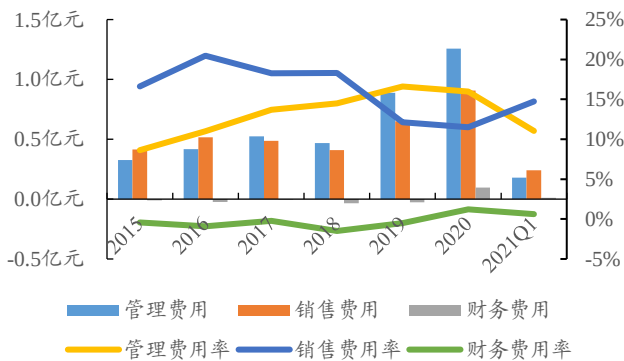


数据来源：Wind、开源证券研究所

2020 年费用支出随营收规模增加而提升，费用率缓慢下降，公司经营效率提升。随着公司 2018-2020 年营收高速增长，公司销售费用与管理费用持续增长，但在公司降费增效的努力下，管理费用率与销售费用率稳步下降。2020 年实现销售费用 0.91 亿元 (+39.71%)，销售费用率为 11.51%。2020 年实现管理费用 1.26 亿元 (+41.63%)，管理费用率为 15.96%，管理费用的增加主要系 2019 年重大资产重组标的公司超额完成业绩承诺的超额业绩奖励、股权激励费所致。公司高速发展同时带来融资费用增长，2020 年实现财务费用 0.10 亿元，财务费用率为 1.22%。

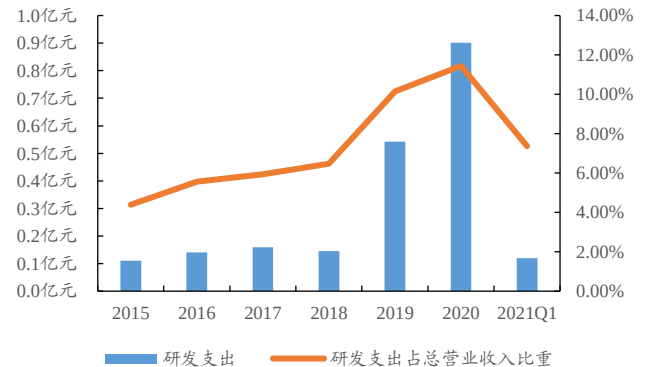
公司 2020 年加大研发投入，强化公司在核心领域的技术积累。2020 年公司研发支出为 0.90 亿元，较 2019 年同比增长 61.21%，2020 年研发投入占总营业收入比例进一步提升为 11.44%。公司不断增强研发实力和技术创新能力，持续进行新产品的研发，使公司的产品始终保持突出的市场竞争力。2020 年公司及全资子公司累计新增专利 11 项，累计新增软件著作权 46 项。

图3：2019年后公司管理费用率逐步下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2018年后公司研发支出持续走高

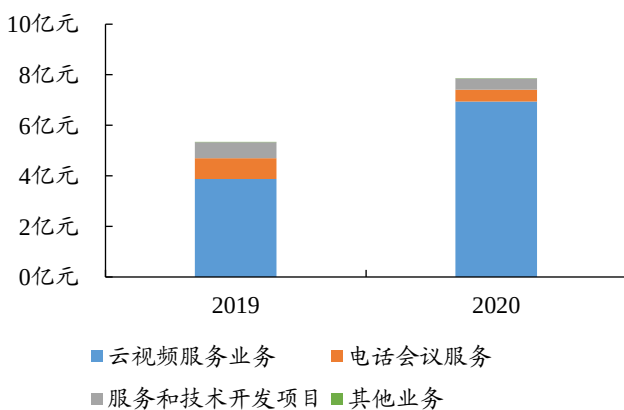


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司稳步推进云转型，云视频业务营收毛利率双增长。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。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。云视频服务业务已逐步成长为公司重要增长引擎，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。公司报告期内不仅获得工信部可信云SaaS认证和等保三级认证，同时云服务收入同比及环比高增长，云服务收入占比已达国内一线软件SaaS公司水平。2020年公司云视频服务实现营收6.94亿元，同比增长78.87%，占营收比重从2019年的72.64%进一步提升至2020年的88.07%。

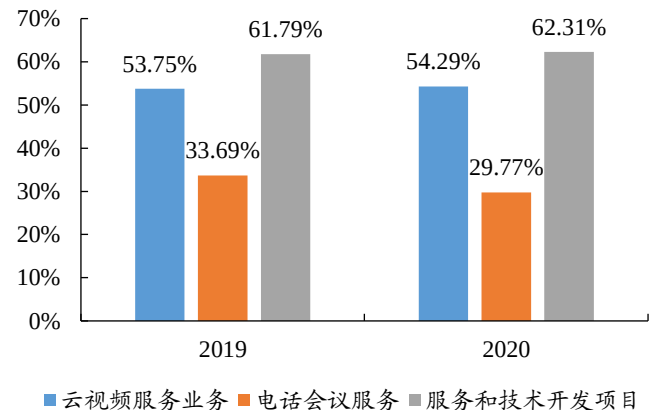
毛利率方面，2020年云视频服务业务毛利率在总体保持高水平的时候，进一步提升至54.29%，电话会议服务毛利率略有下滑，为29.77%，服务和技术开发项目毛利率小幅上升至62.31%。

图5：云视频服务业务营收规模与占比进一步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：云视频服务业务毛利率较高

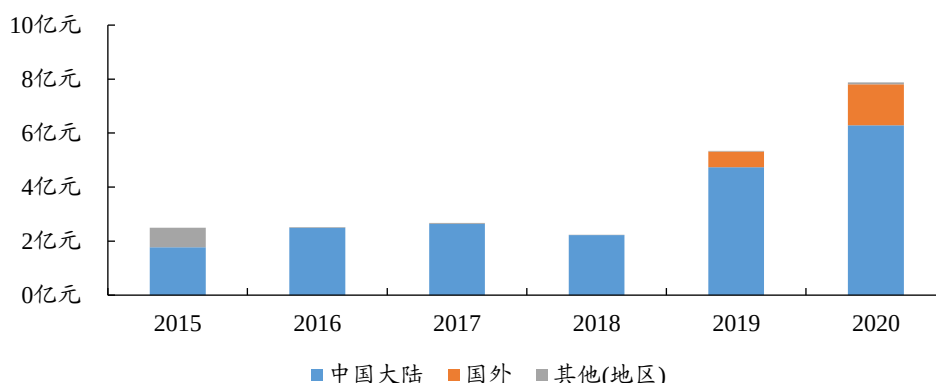


数据来源：Wind、开源证券研究所

国内外市场兼顾，2020年海外业务布局有效推进。国内业务方面，公司与越来越多的下游头部音视频品牌和互联网巨头建立合作，在面向5G超高清和国产化的研发上，也进一步加大了投入和布局。2020年国内业务实现营收6.36亿元，同比提升33.61%，占总营收比重为80.68%。海外业务方面，2020年海外实现营收1.52亿元，占总营收比重显著增长至19.32%。具体来说，在降低疫情对公司经营业绩的影响的同时，公司抓住行业战略发展窗口期，积极加大拓展海外渠道建设和品牌建设，海外云视频硬件业务收入同比增长达到336%，甚至超过了国内硬件业务增长速度，成为

公司云视频终端业务新的增长动能。

图7：国内业务稳步扩大，海外业务推进加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、盈利预测与投资建议

2.1、关键假设

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。新冠疫情的高速增长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。

2.2、盈利预测

公司坚定推进“云+端+行业”长期战略，在公司产品对大 G、大 B 导入确定性不改，云视频硬件使用习惯逐步普及的趋势下，公司营收向上趋势不改，具备长期投资价值。由于公司客群可能更倾向于逐步导入而非一次性集采，故我们认为公司营收及归母净利润增长曲线将相对较为平滑，据此我们下调预测公司 2021/2022 年可实现归母净利润增速，调整后我们预测公司 2021/2022/2023 年可实现归母净利润 1.64/2.26/3.14(此前 2021/2022 年原值 2.55/3.68)亿元，同增 36.4%/37.6%/38.8%(此前 2021/2022 年原值 50.3%/44.2%)，EPS 为 0.94/1.30/1.80(此前 2021/2022 年原值 1.47/2.11)元，当前股价对应 PE 为 28.5/20.7/14.9 倍，相对可比公司具备估值优势，维持对公司“买入”评级。

表1：可比公司估值：会畅通讯存在一定估值优势

公司代码	公司名称	市值(亿元) (2021/4/28)	收盘价(元) (2021/4/28)	EPS(元)		PE(倍)	
				2021E	2022E	2021E	2022E
002467.SZ	二六三	63.06	4.58	0.18	0.20	25.84	23.27
300628.SZ	亿联网络	641.52	69.71	1.45	1.97	48.08	35.39
002301.SZ	齐心集团	89.04	12.56	0.54	0.73	22.4	16.65
平均值				0.72	0.97	32.1	25.1
300578.SZ	会畅通讯	47.49	26.95	0.94	1.30	28.5	20.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（除会畅通讯及亿联网络外，其它公司均使用 Wind 一致预期预测数据）

3、风险提示

市场竞争加剧风险：公司目前已经是细分行业龙头企业，但随着 5G 逐步普及，相关竞争者预计将持续增多，公司开发客户节奏压力较大，增加公司整体竞争压力。

云视频推广不及预期风险：虽然疫情带来了云视频行业的高速增长，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。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	477	790	955	989	1174
现金	141	287	299	313	187
应收票据及应收账款	239	227	473	333	619
其他应收款	18	15	32	29	53
预付账款	10	14	31	22	47
存货	66	138	65	212	198
其他流动资产	3	108	54	79	69
非流动资产	914	949	930	1072	1454
长期投资	2	2	15	17	23
固定资产	38	39	58	115	233
无形资产	45	59	64	115	232
其他非流动资产	829	850	793	825	967
资产总计	1391	1739	1885	2061	2628
流动负债	267	344	351	320	590
短期借款	70	10	10	10	10
应付票据及应付账款	52	88	55	123	133
其他流动负债	146	246	286	188	447
非流动负债	11	81	65	52	38
长期借款	0	69	55	41	27
其他非流动负债	11	12	10	11	11
负债合计	279	425	416	373	629
少数股东权益	7	23	30	41	56
股本	174	174	174	174	174
资本公积	852	900	900	900	900
留存收益	160	261	366	543	785
归属母公司股东权益	1105	1292	1439	1647	1943
负债和股东权益	1391	1739	1885	2061	2628

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	106	256	17	224	320
净利润	95	126	172	237	328
折旧摊销	11	21	19	35	66
财务费用	-3	10	-4	-5	-5
投资损失	-5	-2	-7	-7	-9
营运资金变动	-21	51	-157	-26	-53
其他经营现金流	29	49	-5	-8	-8
投资活动现金流	-318	-136	58	-185	-419
资本支出	44	47	-35	116	317
长期投资	13	-95	-13	-3	-6
其他投资现金流	-261	-184	10	-71	-108
筹资活动现金流	159	29	-64	-25	-27
短期借款	70	-60	0	0	0
长期借款	0	69	-14	-14	-14
普通股增加	42	-0	0	0	0
资本公积增加	735	48	0	0	0
其他筹资现金流	-688	-27	-50	-12	-13
现金净增加额	-53	146	12	14	-126

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	535	788	1051	1412	1904
营业成本	258	367	499	666	896
营业税金及附加	3	4	6	8	10
营业费用	65	91	131	172	226
管理费用	89	126	159	213	285
研发费用	34	70	89	113	147
财务费用	-3	10	-4	-5	-5
资产减值损失	-1	-3	-2	-4	-6
其他收益	14	21	12	11	13
公允价值变动收益	4	9	7	8	10
投资净收益	5	2	7	7	9
资产处置收益	-0	-2	-0	-1	-1
营业利润	107	150	200	275	382
营业外收入	0	1	0	0	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	107	150	200	275	382
所得税	13	24	28	39	53
净利润	95	126	172	237	328
少数股东损益	4	6	8	11	15
归母净利润	90	120	164	226	314
EBITDA	118	168	215	304	443
EPS(元)	0.52	0.69	0.94	1.30	1.80

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	139.2	47.4	33.4	34.3	34.9
营业利润(%)	558.4	39.6	33.4	37.6	38.9
归属于母公司净利润(%)	459.2	33.5	36.4	37.6	38.8
获利能力					
毛利率(%)	51.7	53.4	52.6	52.8	53.0
净利率(%)	16.9	15.3	15.6	16.0	16.5
ROE(%)	8.5	9.6	11.7	14.0	16.4
ROIC(%)	8.0	8.6	11.1	13.5	16.2
偿债能力					
资产负债率(%)	20.0	24.4	22.1	18.1	23.9
净负债比率(%)	-5.8	-11.6	-14.6	-14.3	-6.5
流动比率	1.8	2.3	2.7	3.1	2.0
速动比率	1.5	1.8	2.4	2.3	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	3.6	3.4	3.0	3.5	4.0
应付账款周转率	7.8	5.3	7.0	7.5	7.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.69	0.94	1.30	1.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.47	0.10	1.29	1.84
每股净资产(最新摊薄)	6.36	7.43	8.27	9.47	11.18
估值比率					
P/E	52.0	38.9	28.5	20.7	14.9
P/B	4.2	3.6	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	39.2	26.6	20.8	14.5	10.3

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R4（中高风险），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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn