

会畅通讯 (300578)

优质云视频标的定增获批，并购后协同效应显著，扬帆远航

事件：

公司定增获得证监会注册批复，募集资金投资总额为 9.2 亿元，本次发行股票拟使用募集资金金额不超过 5.99 亿元，主要投向：**1）超视云平台研发及产业化项目；2）云视频终端扩产项目；3）总部运营管理中心建设项目；4）补充流动资金。**

公司定增获得证监会注册批复，为公司中期发展注入强活力

本次募集资金主要用于提升公司产品综合竞争力以及公司全资子公司明日实业在自身产能饱和的前提下进行产能扩充。公司 2019 年、2020 年 1-9 月云视频终端销售业务主要产品的产量分别为 14.83 万台、19.93 万台，产能利用率分别为 95.67%、97.23%。公司本次“云视频终端技术升级及扩产项目”建设期 3 年，运营期 10 年，预计将于项目建设期第二年开始产生收入，未来募投项目云视频终端综合年产能可达 60 万台，有望为公司中期发展注入强活力。

云视频相关业务发展趋势提速，并购明日实业和数智源后协同效应显著

截至 20 年全年，公司实现营业收入 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%。截至 21 年第一季度，公司实现收入 1.63 亿元，同比增长 31%；实现归母净利润 0.27 亿元，同比增长 103.60%

公司作为国内音视频行业的知名品牌和领先企业，其全资子公司明日实业作为国内出货量最大的云视频终端研发制造商之一，拥有规模效应带来的供应链成本优势；同时全资子公司数智源作为公司政府垂直行业的重要抓手，也凭借深刻的行业理解和渠道能力，牵头了垂直行业应用业务的拓展。

2020 年，公司按产品分类来看：**1）云视频业务：**实现收入 6.94 亿元，同比增长 78.7%；**2）语音业务：**实现收入 0.47 亿元，同比下滑 42.1%；**3）技术开发业务：**实现收入 0.44 亿元，同比下滑 30.0%。

具体来看：

2020 全年，公司云视频软件 SaaS 业务收入约 2.83 亿，同比增长超过 64%；云视频软件 SaaS 收入每季度环比持续增长，其中，四季度云视频软件 SaaS 业务收入环比约 95%。同时，公司云视频软件 SaaS 收入占比也进一步提升，超过 37%，达到国内一线软件 SaaS 上市企业云收入占比平均水平；而云视频软件 SaaS 收入已逐步成长为公司的关键增长因素之一。

同期，公司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，海外云视频硬件收入 1.47 亿，占整体营业收入比例达约 19%，成为公司云视频终端业务新的增长动能。

公司收入呈现持续增长趋势，并购明日实业和数智源后协同效应显现，营业收入保持良好发展态势，盈利能力不断提升。

投资建议与盈利预测：

我们认为，中长期来看，企业混合式办公将会形成新常态，对云视频服务的需求提升，将为公司业务发展提供支撑。看好公司“云+端”产品布局，充分享受云视频、信创以及教育信息化市场的大发展。考虑到公司海外渠道扩张以及研发持续投入，我们将公司 2021 年、2022 年归母净利润由前期的 2.46 亿元、3.46 亿元下调至 1.52 亿元、1.90 亿元，预计 2023 年归母净利润为 2.26 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：传统业务行业竞争格局加剧、新业务发展不及预期、募投项目对应行业的发展趋势不及预期的风险、募投项目客户拓展效果不及预期的风险、募投项目相关产能无法及时消化

投资评级

行业	通信/通信运营
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	26.20 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	173.88
流通 A 股股本(百万股)	138.76
A 股总市值(百万元)	4,336.53
流通 A 股市值(百万元)	3,635.44
每股净资产(元)	7.60
资产负债率(%)	21.03
一年内最高/最低(元)	54.05/23.06

作者

林屹皓 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520040001
linhonghao@tfzq.com

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

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

姜佳讯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050001
jiangjiaxun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《会畅通讯-季报点评:业绩超预期，云视频 SaaS 及硬件业务环比加速》 2020-10-28
- 2 《会畅通讯-半年报点评:云视频 SaaS 及硬件大幅增长，“超视云”发力信创大赛道》 2020-08-30
- 3 《会畅通讯-公司点评:费用影响单季度利润，云视频收入及订单大幅增长》 2020-04-14

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	534.65	788.01	1,000.77	1,250.96	1,501.16
增长率(%)	139.21	47.39	27.00	25.00	20.00
EBITDA(百万元)	140.16	234.23	210.46	260.50	306.65
净利润(百万元)	90.20	120.37	152.07	189.74	225.94
增长率(%)	459.16	33.45	26.33	24.77	19.08
EPS(元/股)	0.52	0.69	0.87	1.09	1.30
市盈率(P/E)	50.51	37.85	29.96	24.01	20.16
市净率(P/B)	4.12	3.53	3.22	2.93	2.66
市销率(P/S)	8.52	5.78	4.55	3.64	3.03
EV/EBITDA	30.77	28.42	20.37	15.58	13.28

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	140.93	286.98	168.84	403.68	412.39
应收票据及应收账款	239.06	227.33	356.11	293.45	486.02
预付账款	10.17	13.92	31.64	16.29	41.38
存货	65.60	138.03	125.67	82.04	120.80
其他	21.36	123.55	126.33	117.06	129.76
流动资产合计	477.13	789.81	808.60	912.51	1,190.36
长期股权投资	1.51	1.51	1.51	1.51	1.51
固定资产	38.44	38.73	60.20	101.49	141.66
在建工程	0.85	1.58	36.95	70.17	72.10
无形资产	45.09	59.11	45.03	30.96	16.88
其他	827.82	848.54	815.35	828.28	826.45
非流动资产合计	913.72	949.46	959.04	1,032.40	1,058.60
资产总计	1,390.85	1,739.27	1,767.64	1,944.91	2,248.96
短期借款	69.70	10.01	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	51.75	87.54	44.96	132.42	94.51
其他	145.80	246.19	269.81	212.51	386.32
流动负债合计	267.26	343.74	314.77	344.93	480.83
长期借款	0.00	68.65	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.48	12.27	9.62	11.12	11.01
非流动负债合计	11.48	80.92	9.62	11.12	11.01
负债合计	278.73	424.66	324.39	356.06	491.84
少数股东权益	6.95	22.59	27.08	34.91	43.73
股本	174.20	174.12	173.88	173.88	173.88
资本公积	851.80	899.54	899.54	899.54	899.54
留存收益	1,011.90	1,160.86	1,242.28	1,380.07	1,539.52
其他	(932.73)	(942.51)	(899.54)	(899.54)	(899.54)
股东权益合计	1,112.12	1,314.61	1,443.25	1,588.86	1,757.12
负债和股东权益总计	1,390.85	1,739.27	1,767.64	1,944.91	2,248.96

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	94.53	126.01	152.07	189.74	225.94
折旧摊销	11.16	21.45	17.23	19.57	21.97
财务费用	(0.11)	8.42	9.00	8.50	8.50
投资损失	(5.34)	(1.50)	(1.91)	(1.70)	(1.70)
营运资金变动	(53.74)	125.84	(97.60)	139.10	(143.94)
其它	59.30	(24.71)	(0.89)	2.96	4.02
经营活动现金流	105.81	255.51	77.89	358.15	114.78
资本支出	758.50	34.13	62.65	78.50	50.12
长期投资	(67.49)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,009.05)	(170.57)	(109.49)	(146.79)	(88.41)
投资活动现金流	(318.04)	(136.44)	(46.84)	(68.30)	(38.30)
债权融资	69.70	128.73	16.69	22.25	29.67
股权融资	718.76	76.01	33.72	(8.50)	(8.50)
其他	(629.82)	(175.45)	(199.61)	(68.78)	(88.94)
筹资活动现金流	158.65	29.28	(149.20)	(55.02)	(67.77)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(53.59)	148.36	(118.14)	234.84	8.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	534.65	788.01	1,000.77	1,250.96	1,501.16
营业成本	257.97	367.28	460.35	575.44	698.04
营业税金及附加	2.71	4.24	4.23	6.12	7.25
营业费用	64.89	90.66	115.19	143.99	172.63
管理费用	88.81	125.79	155.12	193.90	225.17
研发费用	33.80	69.79	72.23	90.29	112.59
财务费用	(2.60)	9.63	9.00	8.50	8.50
资产减值损失	(0.96)	(3.35)	(3.30)	(3.00)	(2.50)
公允价值变动收益	4.17	9.44	(5.63)	(5.00)	(5.00)
投资净收益	5.34	1.50	1.91	1.70	1.70
其他	(26.69)	(36.64)	7.44	6.59	6.59
营业利润	107.21	149.66	184.23	232.43	276.18
营业外收入	0.01	0.75	0.43	0.40	0.53
营业外支出	0.15	0.40	0.19	0.25	0.28
利润总额	107.07	150.01	184.47	232.58	276.42
所得税	12.54	24.01	27.67	34.89	41.46
净利润	94.53	126.01	156.80	197.69	234.96
少数股东损益	4.33	5.63	4.73	7.96	9.02
归属于母公司净利润	90.20	120.37	152.07	189.74	225.94
每股收益（元）	0.52	0.69	0.87	1.09	1.30

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	139.21%	47.39%	27.00%	25.00%	20.00%
营业利润	558.45%	39.60%	23.09%	26.16%	18.82%
归属于母公司净利润	459.16%	33.45%	26.33%	24.77%	19.08%
获利能力					
毛利率	51.75%	53.39%	54.00%	54.00%	53.50%
净利率	16.87%	15.28%	15.19%	15.17%	15.05%
ROE	8.16%	9.32%	10.74%	12.21%	13.19%
ROIC	85.15%	13.73%	16.87%	17.85%	22.92%
偿债能力					
资产负债率	20.04%	24.42%	18.35%	18.31%	21.87%
净负债率	-6.41%	-12.04%	-10.54%	-24.01%	-21.78%
流动比率	1.79	2.30	2.57	2.65	2.48
速动比率	1.54	1.90	2.17	2.41	2.22
营运能力					
应收账款周转率	3.64	3.38	3.43	3.85	3.85
存货周转率	16.23	7.74	7.59	12.05	14.80
总资产周转率	0.61	0.50	0.57	0.67	0.72
每股指标（元）					
每股收益	0.52	0.69	0.87	1.09	1.30
每股经营现金流	0.61	1.47	0.45	2.06	0.66
每股净资产	6.36	7.43	8.14	8.94	9.85
估值比率					
市盈率	50.51	37.85	29.96	24.01	20.16
市净率	4.12	3.53	3.22	2.93	2.66
EV/EBITDA	30.77	28.42	20.37	15.58	13.28
EV/EBIT	32.99	31.06	22.19	16.84	14.30

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com