

强烈推荐-A (维持)

亿联网络 300628.SZ

当前股价: 68.7 元  
2019 年 10 月 13 日

业绩超预期, SIP 与 VCS 业务持续成长

基础数据

上证综指	2974
总股本 (万股)	59907
已上市流通股 (万股)	14936
总市值 (亿元)	412
流通市值 (亿元)	103
每股净资产 (MRQ)	6.3
ROE (TTM)	28.0
资产负债率	13.8%
主要股东	吴仲毅
主要股东持股比例	21.37%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《亿联网络 (300628) — 业绩超预期, VCS 业务增长亮眼》2019-08-15
- 2、《亿联网络 (300628) — 业绩符合预期, SIP 话机业务稳定增长, VCS 业务高增长》2019-04-24
- 3、《亿联网络 (300628) — 全新远程协作解决方案亮相商展, 持续构建业务升级》2018-12-26

余俊

021-33938892  
yujun@cmschina.com.cn  
S1090518070002

蒋颖

jiangying2@cmschina.com.cn  
S1090519070005

**事件:** 公司 10 月 11 日发布 2019 年前三季度业绩预告, 公司预计实现营业收入 17.80-19.10 亿元, 同比上升 35.0%-45.0%; 归属上市公司股东的净利润 9.30-9.95 亿元, 同比上升 40.0-50.0%, 预计非经常性损益约为 0.92 亿元, 业绩超预期。

评论:

1、业绩超预期, SIP 与 VCS 业务发展良好

根据公司公告, 公司 2019 年前三季度实现营业收入中值为 18.45 亿元, 同比增长 39.9%, 实现归母净利润中值为 9.63 亿元, 同比增长 45.2%, 其中, 三季度单季度实现营业收入预计为 6.06-7.36 亿元, 同比增长 26.5%-53.7%, 中值为 6.71 亿元, 同比增长 40.1%, 实现归母净利润预计为 3.23-3.88 亿元, 同比增长 27.7%-53.5%, 中值为 3.56 亿元, 同比增长 40.6%, 业绩超预期。

公司收入增长动力主要源于三方面: 1) 公司 SIP 与 VCS 业务发展良好; 2) 美元汇率波动对收入同比增长带来了有利影响; 3) 三季度末, 欧洲部分经销商为应对“英国脱欧”事件影响, 提前储备库存。公司利润增长较快主要是由于: 1) 公司业务发展良好, 营收保持较快增长; 2) 公司产品具备较强竞争力, 售价稳定, 同时受汇率利好及产品结构优化等因素影响, 毛利率有一定提升; 3) 公司加强资金管理, 维持稳定投资收益水平。

2、SIP 话机市场占有率全球第一, 销量稳步增长

根据美国知名权威市场咨询机构 Frost & Sullivan 的数据, 2018 年按销售量计算, 公司在 IP 话机终端市场的市占率为全球第二, 为 14.5%, 在 SIP 话机市场的市占率为全球第一, 为 27.3%。公司在 SIP 话机市场保持较强竞争力, 与客户长期保持良好的沟通与合作关系, 拥有以渠道代理为基础, 业务覆盖全球超 100 个国家的销售网络, 销量稳步增长。2018 公司在 SIP 话机加大研发投入, 新产品定位高端市场, 有望受益于大客户的逐步放量。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万)	1388	1815	2608	3366	4287
同比增长	50%	31%	44%	29%	27%
营业利润 (百万)	649	935	1321	1648	2073
同比增长	45%	44%	41%	25%	26%
净利润 (百万元)	591	851	1185	1473	1851
同比增长	37%	44%	39%	24%	26%
每股收益 (元)	3.96	2.84	1.98	2.46	3.09
PE	17.4	24.2	34.7	27.9	22.2
PB	3.6	5.9	9.5	8.4	6.8

资料来源: 公司数据、招商证券

营销方面，公司持续落实渠道下沉深耕策略，渠道数据的获取与管控进一步向前延伸。根据 Frost & Sullivan 的研究报告，全球 SIP 电话终端渗透率由 2015 年的 33.1% 上升到 2018 年的 46.5%，且预计于 2025 年达到 77.6%。截至 2018 年，全球 SIP 话机出货量为 1260 万台，预计未来 5 年以 9% 的年复合增长率增长。作为全球 SIP 话机龙头企业，有望受益于渗透率的提升。

### 3、VCS 业务收入高增长，销售占比进一步提升，实现区域行业双突破

2019 年上半年 VCS 业务实现了 94.7% 的高速增长，实现营业收入 1.41 亿元，营收占比从 2018 年上半年的 8.6% 提升至 12.0%。2018 年开始，公司同时开拓国内、海外渠道建设，海外市场在部分国家取得明显突破，国内渠道实现了区域上的全覆盖。VCS 业务是近几年公司战略投入重点，也是在统一通信行业内业务范围的进一步延伸。根据 Frost & Sullivan 的报告显示，预计全球视频会议市场总量将于 2023 年达到 138.2 亿美元，2018-2023 年保持 12.1% 的年复合增长率，截至 2018 年底，全球视频会议终端行业规模为 17.5 亿美元，预计未来 5 年以 4.1% 的年复合增长率增长；全球云视频会议及统一通信服务（UCaaS）行业规模为 32.1 亿美元，预计未来 5 年以 18% 的年复合增长率增长。

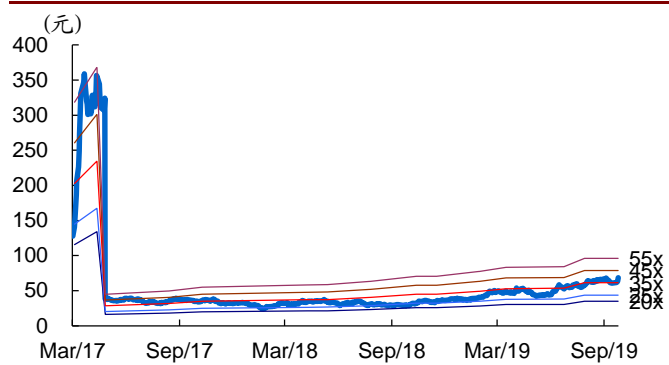
我国目前 VCS 主要用于政府、央企、教育等机构和单位中，随着政企教育市场信息化建设加速，视频会议的政府市场需求将会持续扩展，一方面继续提高信息化覆盖率，另一方面实现应用领域的扩张。云视讯产品为公司进一步打开成长空间，带动终端销售增长。公司推出云+端产品，除了能够为用户带来就近接入、弹性部署、初始投入减少等云计算产品共有的特点以外，还具备以下优势：1) 短期带动硬件销售、加速拓展中小企业用户；2) 云视频帮助用户节省带宽成本；3) 满足政企客户视频会议需求。

### 4、全球统一通信龙头，维持“强烈推荐-A”评级

公司 SIP 话机市场占有率位居全球第一，通过深化核心竞争力，公司 SIP 话机从定位于中小企业逐步延伸到高端市场，短期公司 SIP 业务有望受益于大客户逐步放量及 SIP 话机行业渗透率的提升。公司 VCS 业务进入快速发展时期，随着渠道建设的推进和竞争力的提升，有望打开中长期成长空间。我们预计 2019-2021 年净利润分别为 11.85 亿元、14.73 亿元、18.51 亿元，对应 EPS 分别 1.98 元、2.46 元、3.09 元，当前股价对应 PE 分别为 34.7X、27.9X、22.2X。维持“强烈推荐-A”评级。

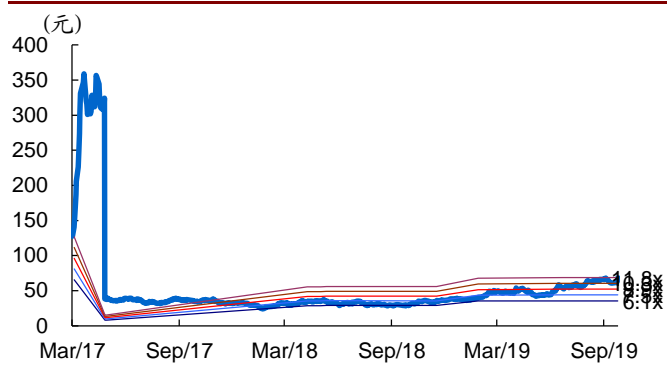
**风险提示：中美贸易摩擦，SIP 产品价格大幅下降，VCS 产品拓展不及预期**

图 1: 亿联网络历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 亿联网络历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2874	3600	5113	6181	7766
现金	89	372	901	740	821
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	309	0	0	0
应收款项	177	309	413	533	679
其它应收款	4	11	16	20	26
存货	182	197	334	437	570
其他	2423	2401	3448	4451	5669
<b>非流动资产</b>	149	150	140	132	125
长期股权投资	0	1	1	1	1
固定资产	110	103	97	92	88
无形资产	36	37	33	30	27
其他	3	9	9	9	9
<b>资产总计</b>	<b>3023</b>	<b>3750</b>	<b>5253</b>	<b>6313</b>	<b>7891</b>
<b>流动负债</b>	149	249	928	1413	1858
短期借款	0	0	600	1018	1377
应付账款	77	142	197	258	336
预收账款	9	9	19	25	33
其他	64	98	112	112	112
<b>长期负债</b>	0	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	<b>149</b>	<b>251</b>	<b>929</b>	<b>1414</b>	<b>1859</b>
股本	149	300	599	599	599
资本公积金	1545	1407	1107	1107	1107
留存收益	1180	1793	2618	3193	4325
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2874	3499	4324	4899	6031
<b>负债及权益合计</b>	<b>3023</b>	<b>3750</b>	<b>5253</b>	<b>6313</b>	<b>7891</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	516	684	316	371	506
净利润	591	851	1185	1473	1851
折旧摊销	7	17	19	18	17
财务费用	22	(2)	33	62	67
投资收益	(34)	(107)	(15)	(18)	(10)
营运资金变动	(77)	(80)	(913)	(1173)	(1429)
其它	7	4	8	9	11
<b>投资活动现金流</b>	(2407)	(189)	6	9	1
资本支出	(52)	(20)	(9)	(9)	(9)
其他投资	(2356)	(169)	15	18	10
<b>筹资活动现金流</b>	1457	(212)	207	(542)	(426)
借款变动	108	116	600	418	359
普通股增加	93	150	299	0	0
资本公积增加	1520	(137)	(300)	0	0
股利分配	(239)	(359)	(359)	(898)	(718)
其他	(26)	18	(33)	(62)	(67)
<b>现金净增加额</b>	<b>(435)</b>	<b>282</b>	<b>529</b>	<b>(162)</b>	<b>82</b>

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1388	1815	2608	3366	4287
营业成本	526	694	960	1254	1639
营业税金及附加	14	22	18	24	30
营业费用	79	106	104	135	171
管理费用	135	182	192	268	323
财务费用	26	(17)	33	62	67
资产减值损失	3	8	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	34	115	15	18	10
<b>营业利润</b>	649	935	1321	1648	2073
营业外收入	2	0	4	5	5
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	651	935	1325	1653	2078
所得税	61	84	140	180	227
<b>净利润</b>	591	851	1185	1473	1851
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	591	851	1185	1473	1851
<b>EPS (元)</b>	3.96	2.84	1.98	2.46	3.09

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	50%	31%	44%	29%	27%
营业利润	45%	44%	41%	25%	26%
净利润	37%	44%	39%	24%	26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	62.1%	61.8%	63.2%	62.7%	61.8%
净利率	42.6%	46.9%	45.4%	43.8%	43.2%
ROE	20.6%	24.3%	27.4%	30.1%	30.7%
ROIC	21.2%	23.6%	24.6%	25.7%	25.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	4.9%	6.7%	17.7%	22.4%	23.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	11.4%	16.1%	17.5%
流动比率	19.3	14.4	5.5	4.4	4.2
速动比率	18.1	13.6	5.1	4.1	3.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	3.9	3.7	3.6	3.3	3.3
应收帐款周转率	8.9	7.5	7.2	7.1	7.1
应付帐款周转率	8.0	6.3	5.7	5.5	5.5
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	3.96	2.84	1.98	2.46	3.09
每股经营现金	3.45	2.28	0.53	0.62	0.85
每股净资产	19.25	11.68	7.22	8.18	10.08
每股股利	1.60	1.20	1.50	1.20	1.80
<b>估值比率</b>					
PE	17.4	24.2	34.7	27.9	22.2
PB	3.6	5.9	9.5	8.4	6.8
EV/EBITDA	18.7	13.6	9.3	7.4	5.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 工学硕士，7年民航空管通信方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。2017年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。