亿联网络（300628）

证券研究报告
2019 年 10 月 28 日

业绩高增长，SIP 业务稳健发展，VCS 业务持续突破

事件：

公司发布 19Q3 业绩，前三季度公司实现营收 18.56 亿元，同比增长 40.69%；归母净利润 9.83 亿元，同比增长 48.11%，扣非后实现同比增长 54.85%，业绩位于早期预告中值以上！

我们观点如下：

前三季度高增长强化全年业绩信心，单季度归母净利润同比增长 48.4%

单季度来看，公司 Q3 单季度实现营收 6.81 亿元，同比增长 42.4%；归母净利润实现 3.76 亿元，同比增长 48.4%。公司前三季度营收持续高速增长主要由于：1）各业务增长符合预期，销售收入保持较好的增长态势；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，为应对“英国脱欧”事件影响，欧洲部分区域经销商适当提高了库存备货规模。

SIP 业务稳健发展，关注 T5 系列放量，为公司提供业绩弹性

从行业情况来看，根据 Frost & Sullivan 的报告显示，18 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%。同期，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。同时，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。

根据公司近期对问询函的回复中，披露了 17 年至 19 年上半年的产品销售数量及产品均价，**值得关注的是 SIP 统一通信桌面终端业务产品平均单价稳中有升**，17 年至 19 年上半年，均价分别为：388.29 元、391.76 元、448.3 元。**我们认为，产品均价上涨主要由于：1）公司 SIP 话机产品主要销往海外，汇率波动影响大；2）T5 高端系列产品为公司短期业绩提供弹性。**

VCS 业务持续突破，云视讯平台发布，继电信合作后，近日与腾讯云、索尼（中国）达成战略合作

新业务方面（即 VCS 高清视频会议系统）持续突破。一方面，**公司近日发布了基于全新架构升级的全球企业通信平台亿联云视讯**，并获得国家权威机构中国信息通信研究院颁发的业内首张泰尔安全 5 星证书。另一方面，继公司与电信集团正式签署合作协议后，**公司公布了与腾讯云、索尼（中国）达成的战略合作**，共同拓展“互联网+云视频会议”新模式，打造“云+端+网+屏”的端到端视讯生态。公司在企业通信领域深耕多年，具备多年积累的方案和产品优势，得到运营商、互联网企业等的认可。同时，**5G 的正式商用给视频会议市场打开前所未有的发展空间，云视频会议将带来更好的用户体验和更加丰富的服务形态。**

重申核心逻辑：

短期来看，公司 SIP 终端产品在全球市场保持良好的竞争力，T5 高端系列有望对该业务产生拉动。**中长期来看**，公司持续加大对 VCS 业务投入，产品竞争力持续提升，渠道稳步推进，预计该业务未来 2-3 年仍将保持高速增长态势，并为公司短期业绩提供弹性及打开中长期发展空间。

基于公司前三季度高增长以及人民币贬值对公司盈利能力产生的拉动，我们将公司盈利预测由 19~21 年的 11.38 亿元、14.66 亿元、18.32 亿元上调至 12.31 亿元、15.87 亿元、19.99 亿元，维持“买入”评级，持续推荐！

风险提示：SIP 行业竞争格局加剧、VCS 业务发展不及预期、汇率波动导致收入和利润增长放缓等

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	71.92 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	599.07
流通 A 股股本(百万股)	149.36
A 股总市值(百万元)	43,085.26
流通 A 股市值(百万元)	10,741.97
每股净资产(元)	6.88
资产负债率(%)	7.55
一年内最高/最低(元)	119.35/52.40

作者

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
姜佳汛 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 《亿联网络-公司点评:Q3 业绩持续超预期，强化全年业绩增长信心》 2019-10-11
2 《亿联网络-公司点评:携手电信开拓 5G 时代云视频会议的核心应用，持续推荐天风通信新牛股》 2019-09-20
3 《亿联网络-半年报点评:VCS 业务占比持续提升，全年有望维持高增长态势》 2019-08-15

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,387.76	1,815.36	2,450.74	3,185.96	4,109.88
增长率(%)	50.23	30.81	35.00	30.00	29.00
EBITDA(百万元)	771.34	1,064.23	1,340.46	1,730.58	2,174.06
净利润(百万元)	590.79	851.48	1,231.23	1,586.51	1,998.54
增长率(%)	36.65	44.13	44.60	28.86	25.97
EPS(元/股)	0.99	1.42	2.06	2.65	3.34
市盈率(P/E)	72.93	50.60	34.99	27.16	21.56
市净率(P/B)	14.99	12.31	10.11	8.27	6.72
市销率(P/S)	31.05	23.73	17.58	13.52	10.48
EV/EBITDA	25.69	21.50	30.66	23.57	18.29

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	88.60	372.49	1,985.32	2,290.24	3,307.14
应收票据及应收账款	176.53	309.38	299.89	310.91	477.03
预付账款	4.48	5.06	6.43	8.46	11.33
存货	182.33	197.39	236.68	349.34	403.25
其他	2,422.27	2,715.79	1,723.96	2,295.72	2,248.38
流动资产合计	**2,874.21**	**3,600.11**	**4,252.28**	**5,254.68**	**6,447.14**
长期股权投资	0.00	0.90	0.90	0.90	0.90
固定资产	110.08	102.94	120.24	157.61	194.04
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	35.94	36.83	35.77	34.72	33.66
其他	2.67	9.20	7.20	7.65	7.95
非流动资产合计	**148.70**	**149.88**	**200.11**	**270.48**	**308.30**
资产总计	**3,022.91**	**3,749.99**	**4,452.39**	**5,525.15**	**6,755.44**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	76.52	142.41	98.73	217.68	212.52
其他	72.33	107.08	91.23	96.05	134.36
流动负债合计	**148.86**	**249.49**	**189.95**	**313.73**	**346.88**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	1.08	0.36	0.48	0.64
非流动负债合计	**0.00**	**1.08**	**0.36**	**0.48**	**0.64**
负债合计	**148.86**	**250.57**	**190.31**	**314.21**	**347.52**
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	149.34	299.55	599.07	599.07	599.07
资本公积	1,524.70	1,405.58	1,106.06	1,106.06	1,106.06
留存收益	2,704.72	3,198.13	3,663.01	4,611.87	5,808.85
其他	(1,504.71)	(1,403.84)	(1,106.06)	(1,106.06)	(1,106.06)
股东权益合计	**2,874.06**	**3,499.42**	**4,262.08**	**5,210.94**	**6,407.92**
负债和股东权益总	**3,022.91**	**3,749.99**	**4,452.39**	**5,525.15**	**6,755.44**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**1,387.76**	**1,815.36**	**2,450.74**	**3,185.96**	**4,109.88**
营业成本	526.23	693.68	845.50	1,115.08	1,459.01
营业税金及附加	14.07	22.03	25.71	33.43	43.12
营业费用	78.80	106.31	142.14	181.60	230.15
管理费用	34.80	44.73	56.37	66.91	82.20
研发费用	100.25	136.80	183.81	235.76	300.02
财务费用	25.50	(17.10)	(20.00)	(19.09)	(24.99)
资产减值损失	3.24	8.19	2.74	3.83	3.83
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	34.37	106.86	138.24	171.15	170.04
其他	(78.84)	(221.57)	(276.47)	(342.29)	(340.07)
营业利润	**649.33**	**935.43**	**1,352.70**	**1,739.58**	**2,186.58**
营业外收入	2.18	0.43	0.43	0.43	0.43
营业外支出	0.16	0.42	0.42	0.42	0.42
利润总额	**651.36**	**935.44**	**1,352.71**	**1,739.59**	**2,186.58**
所得税	60.57	83.96	121.47	153.08	188.05
净利润	**590.79**	**851.48**	**1,231.23**	**1,586.51**	**1,998.54**
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**590.79**	**851.48**	**1,231.23**	**1,586.51**	**1,998.54**
每股收益（元）	0.99	1.42	2.06	2.65	3.34

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	590.79	851.48	1,231.23	1,586.51	1,998.54
折旧摊销	6.68	17.12	7.76	10.08	12.48
财务费用	22.25	(1.88)	(20.00)	(19.09)	(24.99)
投资损失	(34.37)	(106.86)	(128.24)	(166.71)	(166.71)
营运资金变动	(2,431.40)	(367.50)	902.40	(574.02)	(142.56)
其它	2,361.62	291.18	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	**515.56**	**683.55**	**1,993.16**	**836.77**	**1,676.76**
资本支出	55.64	10.52	60.72	79.88	49.84
长期投资	0.00	0.90	0.00	0.00	0.00
其他	(2,462.91)	(200.80)	7.52	6.83	66.87
投资活动现金流	**(2,407.27)**	**(189.39)**	**68.24**	**86.71**	**116.71**
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1,587.67	29.93	18.26	19.09	24.99
其他	(130.61)	(242.08)	(466.83)	(637.64)	(801.56)
筹资活动现金流	**1,457.06**	**(212.14)**	**(448.57)**	**(618.55)**	**(776.57)**
汇率变动影响	0.00	0.00	10.00	4.44	3.33
现金净增加额	**(434.65)**	**282.01**	**1,622.83**	**309.36**	**1,020.23**

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	50.23%	30.81%	35.00%	30.00%	29.00%
营业利润	44.81%	44.06%	44.61%	28.60%	25.70%
归属于母公司净利润	36.65%	44.13%	44.60%	28.86%	25.97%
获利能力					
毛利率	62.08%	61.79%	65.50%	65.00%	64.50%
净利率	42.57%	46.90%	50.24%	49.80%	48.63%
ROE	20.56%	24.33%	28.89%	30.45%	31.19%
ROIC	237.84%	30.04%	38.91%	69.14%	67.82%
偿债能力					
资产负债率	4.92%	6.68%	4.27%	5.69%	5.14%
净负债率	-3.08%	-10.64%	-46.58%	-43.95%	-51.61%
流动比率	19.31	14.43	22.39	16.75	18.59
速动比率	18.08	13.64	21.14	15.64	17.42
营运能力					
应收账款周转率	8.87	7.47	8.04	10.43	10.43
存货周转率	10.23	9.56	11.29	10.87	10.92
总资产周转率	0.71	0.54	0.60	0.64	0.67
每股指标（元）					
每股收益	0.99	1.42	2.06	2.65	3.34
每股经营现金流	0.86	1.14	3.33	1.40	2.80
每股净资产	4.80	5.84	7.11	8.70	10.70
估值比率					
市盈率	72.93	50.60	34.99	27.16	21.56
市净率	14.99	12.31	10.11	8.27	6.72
EV/EBITDA	25.69	21.50	30.66	23.57	18.29
EV/EBIT	25.90	21.85	30.83	23.71	18.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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