

公司研究/公告点评

2019年07月10日

通信/通信设备制造 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 53.20
合理价格区间(元): 56.25~61.52

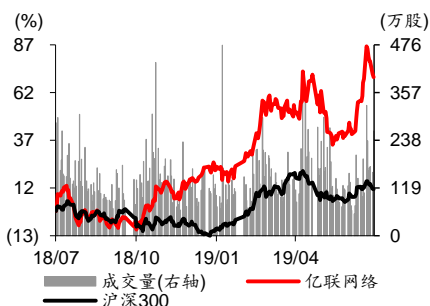
王林 执业证书编号: S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com

陈歆伟 执业证书编号: S0570518080003
研究员 021-28972061
chenxinwei@htsc.com

相关研究

- 1《亿联网络(300628,增持): 业绩稳定增长, “云+端”持续发力》2019.04
- 2《亿联网络(300628,增持): 业绩持续增长, 看好长期发展》2018.10
- 3《亿联网络(300628,增持): 视频会议系统打开成长空间》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

不惧贸易摩擦影响, 好赛道好公司

亿联网络(300628)

业绩预告超预期, 不惧贸易摩擦影响

7月9日晚公司发布2019年半年度业绩预告, 公司预计2019年上半年实现营业收入约11.0~12.0亿元(YoY +31~43%), 归母净利润约5.9~6.4亿元(YoY +44~56%), 整体看收入及归母净利润超出预期。受益于人民币升值以及美国经销商提前备货, 公司各业务块保持较好的增长态势; 同时受益高毛利业务占比提升以及理财产品收益助力公司19H1归母净利润同比增速中值达到50%。我们看好公司在视频会议赛道布局, 结合“云+端”的优势不断拓展下游客户, 预计公司19~21年EPS分别为1.76/2.29/3.15元, 目标价56.25~61.52元, 维持“增持”评级。

19Q2单季度业绩表现亮眼, 19H1扣非归母净利润同比增速仍较高

单季度数据来看, 公司19Q1营收和归母净利润同比增速分别为29%、33%, 19Q2营收同比增长32~56%, 同比增速环比提升3~27pct, Q2归母净利润同比增长54~77%, 同比增速环比提升21~44pct, 我们认为Q2业绩较好的原因除了营收增速较高外, 产品结构和汇率对毛利率的提升可能是主要原因之一。公司预计报告期内非经常性损益对当期净利润的影响约为7000万元, 公司非经常性损益主要来自银行理财产品收益, 我们预计19H1扣非归母净利润约5.2~5.7亿元, YoY+46.5~60.6%。

公司业绩短期未受贸易摩擦影响, 中长期趋势向好

美国对中国已经加征关税的2500亿美元的货物名单中并无公司对应产品HTS代码, 从公司半年报预告来看, 公司业绩短期并未受到贸易摩擦影响, 下游经销商为了预防贸易摩擦的不确定性进行了积极的备货。长期来看, 根据G20中美两国领导人会谈结果来看, 美国未来继续对剩余的中国产品加征关税的可能性在不断减小, 利好公司海外业务的扩展, 我们认为公司凭借产品和技术优势, VCS产品营收占比将不断提升。

持续研发投入, “云+端”战略助力视频会议业务续写SIP成功篇章

公司在SIP业务的成功源于对核心音频处理能力上长期的研究和积累, 自15年推出VCS产品, 公司坚持VCS的各个部分自主研发, 构筑了全场景、云端融合的音视频会议与协作解决方案, 18年首次推出“云视讯”服务。当前企业会议室部署VCS比例仍很小, 我们认为VCS有望复制SIP成功之路, 凭借优质产品、快速部署体验及云视讯服务不断挖掘下游客户需求, 业务收入有望继续维持高增速, 2017-2018两年业务平均增速在94%以上。

业绩稳定增长, 持续看好视频会议业务, 维持“增持”评级

我们认为上半年公司业绩受供应商短期备货影响呈现较高增速, 随着贸易摩擦缓和, 整体收入将维持稳定增速, 我们预计2019~2021年净利润分别为10.53/13.69/18.85亿元, 对应EPS分别为1.76/2.29/3.15元。维持公司2019年PE 32-35倍, 考虑除权除息影响, 修改目标价为56.25~61.52元, 维持“增持”评级。

风险提示: 中美贸易摩擦加剧, SIP及VCS市场推广不及预期, 汇率波动风险。

公司基本资料

| | |
|-------------|--------------|
| 总股本(百万股) | 599.07 |
| 流通A股(百万股) | 149.36 |
| 52周内股价区间(元) | 53.20-117.78 |
| 总市值(百万元) | 31,871 |
| 总资产(百万元) | 3,930 |
| 每股净资产(元) | 6.23 |

资料来源: 公司公告

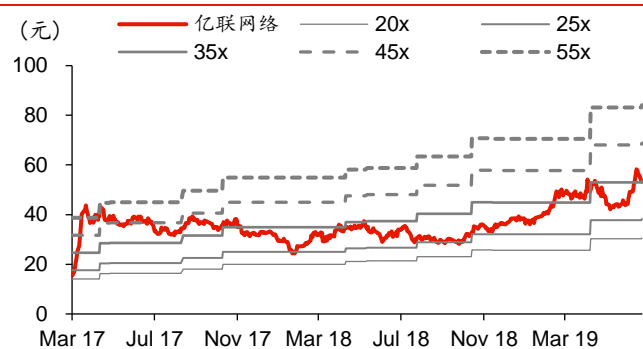
经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,388 | 1,815 | 2,396 | 3,180 | 4,361 |
| +/-% | 50.23 | 30.81 | 32.00 | 32.71 | 37.13 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 590.79 | 851.48 | 1,053 | 1,369 | 1,885 |
| +/-% | 36.65 | 44.13 | 23.65 | 30.03 | 37.66 |
| EPS(元, 最新摊薄) | 0.99 | 1.42 | 1.76 | 2.29 | 3.15 |
| PE(倍) | 53.95 | 37.43 | 30.27 | 23.28 | 16.91 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

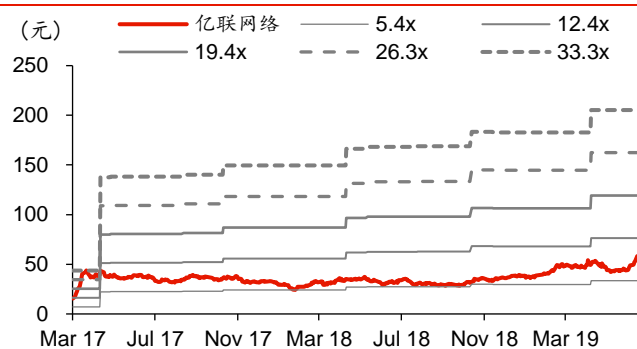
PE/PB - Bands

图表1: 亿联网络历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 亿联网络历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 2,874 | 3,600 | 4,350 | 5,676 | 7,551 |
| 现金 | 88.60 | 372.49 | 1,510 | 2,394 | 3,969 |
| 应收账款 | 176.53 | 309.38 | 390.36 | 515.78 | 707.79 |
| 其他应收账款 | 3.81 | 10.80 | 10.88 | 14.56 | 19.91 |
| 预付账款 | 4.48 | 5.06 | 6.72 | 8.95 | 11.99 |
| 存货 | 182.33 | 197.39 | 267.03 | 355.65 | 476.50 |
| 其他流动资产 | 2,418 | 2,705 | 2,164 | 2,387 | 2,366 |
| 非流动资产 | 148.70 | 149.88 | 161.76 | 181.17 | 191.72 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.90 | 0.90 | 0.90 | 0.90 |
| 固定投资 | 110.08 | 102.94 | 104.94 | 122.63 | 131.11 |
| 无形资产 | 35.95 | 36.83 | 35.73 | 34.78 | 33.91 |
| 其他非流动资产 | 2.67 | 9.20 | 20.19 | 22.86 | 25.80 |
| 资产总计 | 3,023 | 3,750 | 4,511 | 5,857 | 7,742 |
| 流动负债 | 148.86 | 249.49 | 291.51 | 357.74 | 448.24 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 76.52 | 142.41 | 184.16 | 245.28 | 328.62 |
| 其他流动负债 | 72.33 | 107.08 | 107.35 | 112.46 | 119.62 |
| 非流动负债 | 0.00 | 1.08 | 0.36 | 0.48 | 0.64 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 0.00 | 1.08 | 0.36 | 0.48 | 0.64 |
| 负债合计 | 148.86 | 250.57 | 291.87 | 358.22 | 448.88 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 149.34 | 299.55 | 599.09 | 599.09 | 599.09 |
| 资本公积 | 1,525 | 1,406 | 1,106 | 1,106 | 1,106 |
| 留存公积 | 1,180 | 1,793 | 2,514 | 3,794 | 5,588 |
| 归属母公司股东权益 | 2,874 | 3,499 | 4,220 | 5,499 | 7,293 |
| 负债和股东权益 | 3,023 | 3,750 | 4,511 | 5,857 | 7,742 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 515.56 | 683.55 | 1,402 | 908.82 | 1,590 |
| 净利润 | 590.79 | 851.48 | 1,053 | 1,369 | 1,885 |
| 折旧摊销 | 6.68 | 17.12 | 11.77 | 13.81 | 16.41 |
| 财务费用 | 25.50 | (17.10) | (3.30) | (6.83) | (11.13) |
| 投资损失 | (34.37) | (106.86) | (90.00) | (91.00) | (91.00) |
| 营运资金变动 | (72.82) | (85.74) | 430.79 | (384.06) | (218.47) |
| 其他经营现金 | (0.21) | 24.65 | 0.01 | 7.93 | 9.50 |
| 投资活动现金 | (2,407) | (189.39) | 65.20 | 57.69 | 63.61 |
| 资本支出 | 51.64 | 20.36 | 25.00 | 33.00 | 27.00 |
| 长期投资 | 2,390 | 275.90 | (0.36) | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | 34.37 | 106.87 | 89.84 | 90.69 | 90.61 |
| 筹资活动现金 | 1,457 | (212.14) | (329.36) | (83.03) | (78.73) |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 93.34 | 150.21 | 299.55 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 1,500 | (119.12) | (299.55) | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (136.17) | (243.23) | (329.36) | (83.03) | (78.73) |
| 现金净增加额 | (456.91) | 283.89 | 1,138 | 883.48 | 1,575 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 1,388 | 1,815 | 2,396 | 3,180 | 4,361 |
| 营业成本 | 526.23 | 693.68 | 920.78 | 1,226 | 1,643 |
| 营业税金及附加 | 14.07 | 22.03 | 29.08 | 38.60 | 52.93 |
| 营业费用 | 78.80 | 106.31 | 136.59 | 181.27 | 248.57 |
| 管理费用 | 135.05 | 181.53 | 239.63 | 318.01 | 436.08 |
| 财务费用 | 25.50 | (17.10) | (3.30) | (6.83) | (11.13) |
| 资产减值损失 | 3.24 | 8.19 | 5.62 | 6.08 | 6.28 |
| 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 | 90.00 | 91.00 | 91.00 |
| 营业利润 | 649.33 | 935.43 | 1,158 | 1,508 | 2,076 |
| 营业外收入 | 2.18 | 0.43 | 3.26 | 2.14 | 2.23 |
| 营业外支出 | 0.16 | 0.42 | 0.32 | 0.33 | 0.34 |
| 利润总额 | 651.36 | 935.44 | 1,161 | 1,509 | 2,078 |
| 所得税 | 60.57 | 83.96 | 108.02 | 140.45 | 193.35 |
| 净利润 | 590.79 | 851.48 | 1,053 | 1,369 | 1,885 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 590.79 | 851.48 | 1,053 | 1,369 | 1,885 |
| EBITDA | 681.51 | 935.45 | 1,166 | 1,515 | 2,081 |
| EPS (元, 基本) | 3.96 | 2.84 | 1.76 | 2.29 | 3.15 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 50.23 | 30.81 | 32.00 | 32.71 | 37.13 |
| 营业利润 | 44.81 | 44.06 | 23.78 | 30.20 | 37.70 |
| 归属母公司净利润 | 36.65 | 44.13 | 23.65 | 30.03 | 37.66 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 62.08 | 61.79 | 61.58 | 61.44 | 62.32 |
| 净利率 | 42.57 | 46.90 | 43.94 | 43.05 | 43.22 |
| ROE | 20.56 | 24.33 | 24.95 | 24.90 | 25.84 |
| ROIC | 21.99 | 26.81 | 38.78 | 43.97 | 56.48 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 4.92 | 6.68 | 6.47 | 6.12 | 5.80 |
| 净负债比率 (%) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动比率 | 19.31 | 14.43 | 14.92 | 15.87 | 16.84 |
| 速动比率 | 18.08 | 13.63 | 14.01 | 14.87 | 15.78 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.71 | 0.54 | 0.58 | 0.61 | 0.64 |
| 应收账款周转率 | 8.61 | 7.10 | 6.54 | 6.71 | 6.80 |
| 应付账款周转率 | 7.99 | 6.34 | 5.64 | 5.71 | 5.73 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.99 | 1.42 | 1.76 | 2.29 | 3.15 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.86 | 1.14 | 2.34 | 1.52 | 2.65 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.80 | 5.84 | 7.04 | 9.18 | 12.17 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 53.95 | 37.43 | 30.27 | 23.28 | 16.91 |
| PB (倍) | 11.09 | 9.11 | 7.55 | 5.80 | 4.37 |
| EV_EBITDA (倍) | 46.21 | 33.67 | 27.00 | 20.79 | 15.13 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com