

亿联网络 (300628.SZ)

业绩增长喜人，下游库存及汇率值得关注

公司发布 19H1 业绩预告：预计 19H1 营收 11.00 亿至 12.00 亿，中值 11.50 亿；上年同期 8.40 亿，同比增长 31%至 43%，中值 37%；归母净利润 5.90 亿至 6.40 亿，中值为 6.15 亿；上年同期 4.10 亿，同比增长 44%至 56%，中值 50%；预计非经常性损益对净利润的影响约为 7000 万元。

● 19Q2 业绩同环比增长较快

推算 19Q2 营收预告中值 6.17 亿，同比增长 44%，环比增长约 16%；19Q2 归母净利润预告中值 3.54 亿，同比增长 66%，环比增长约 36%；19Q2 扣非归母净利润预告中值 3.14 亿，同比增长约 66%，环比增长约 36%。

● 下半年需考虑美国客户库存去化影响及汇率贡献的减弱

19 年 2 季度美国市场客户为规避公司产品可能被加征加税，进行了适当程度的提前备货，下半年需适当考虑美国客户消化库存的影响。

另一方面，由于 18H1 汇率处于较低水平，19H1 汇率对收入的贡献大约在 4%-8%之间波动。若汇率下半年维持在现有水平附近，预计 19 下半年汇率对收入及毛利的贡献可能相比 19H1 有所减弱。

● 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.91 元/股、2.45 元/股及 3.05 元/股

预测公司 19~21 年营收分别为 23.7 亿、30.5 亿、38.2 亿，19~21 年归母净利润分别为 11.5 亿、14.7 亿、18.3 亿，增长率分别为 35%，28%，25%。按最新收盘价对应 PE 分别为 28、22、17 倍。

考虑公司是全球 SIP 出货量份额第一厂商，且未来几年有望受益于 VCS 视频会议新产品线、微软 Teams 合产品线上量，我们认为可以给予公司 19 年 30 倍 PE 估值，对应合理价值为 57.38 元/股，给予“买入”评级。

● 风险提示

公司大部分收入来自于欧美且以美元结算，存在一定的汇兑波动影响；公司有一定比例收入来源于美国，中美贸易摩擦虽然重启谈判，但最终结果仍然有一定的不确定性；VCS 新产品推广初期增速还具有一定不确定性。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,388	1,815	2,372	3,050	3,823
增长率(%)	50.2	30.8	30.6	28.6	25.3
EBITDA(百万元)	640	829	1,127	1,452	1,809
净利润(百万元)	591	851	1,146	1,467	1,829
增长率(%)	36.7	44.1	34.6	28.0	24.7
EPS (元/股)	3.96	2.84	1.91	2.45	3.05
市盈率 (P/E)	33.70	27.32	27.81	21.73	17.43
市净率 (P/B)	6.93	6.65	7.46	5.55	4.21
EV/EBITDA	30.95	27.61	27.74	21.13	16.53

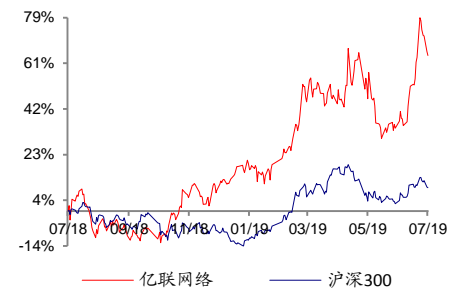
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	53.2 元
合理价值	57.38 元
前次评级	买入
报告日期	2019-07-10

相对市场表现



分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-60750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究：

亿联网络 (300628.SZ) : 利润增速略快于收入，或产品结构变化导致	2019-04-11
亿联网络 (300628.SZ) : 季报接近预告上限，各项业务稳步推进	2018-10-28
亿联网络 (300628.SZ) : Q3 预喜，和微软在 VCS 达成战略合作	2018-10-12

联系人：

钱砾 021-60750604

qianli@gf.com.cn

公司发布 19H1 业绩预告

公司发布2019H1业绩预告:

- 预计19H1营收11.00亿至12.00亿,中值11.50亿;上年同期8.40亿,同比增长31%至43%,中值37%;
- 预计19H1归母净利润5.90亿至6.40亿,中值为6.15亿;上年同期4.10亿,同比增长44%至56%,中值50%;
- 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。

据此推算:

- 预计19H1扣非归母净利润约5.2亿至5.7亿,中值约5.45亿元;上年同期盈利3.55亿元,同比增长约46%-61%,增长中值约53%。
- 预计19Q2营收5.67亿至6.67亿,中值6.17亿;上年同期4.28亿,同比增长32%至56%,中值44%。
- 预计19Q2归母净利润3.29亿至3.79亿,中值3.54亿;上年同期2.14亿,同比增长54%至77%,中值66%。
- 预计19Q2扣非归母净利润约为2.89亿至3.39亿,中值约3.14亿;上年同期1.89亿,同比增长约53%至80%,中值约66%。

收入方面: (1)在中美“贸易战”的征税预期下,美国经销商存在提前适当备货的情形(2)海外市场以美元报价为主,汇率波动对收入同比增长带来有利影响(3)各业务块增长符合预期;

利润方面: (1)受汇率及产品结构优化等因素影响,毛利率有较大提升;(2)公司加强资金管理,维持稳定的投资收益水平。

1、和19Q1相比:

据2019一季报: 19Q1营收5.33亿,归母净利润2.61亿,扣非归母净利润2.31亿。

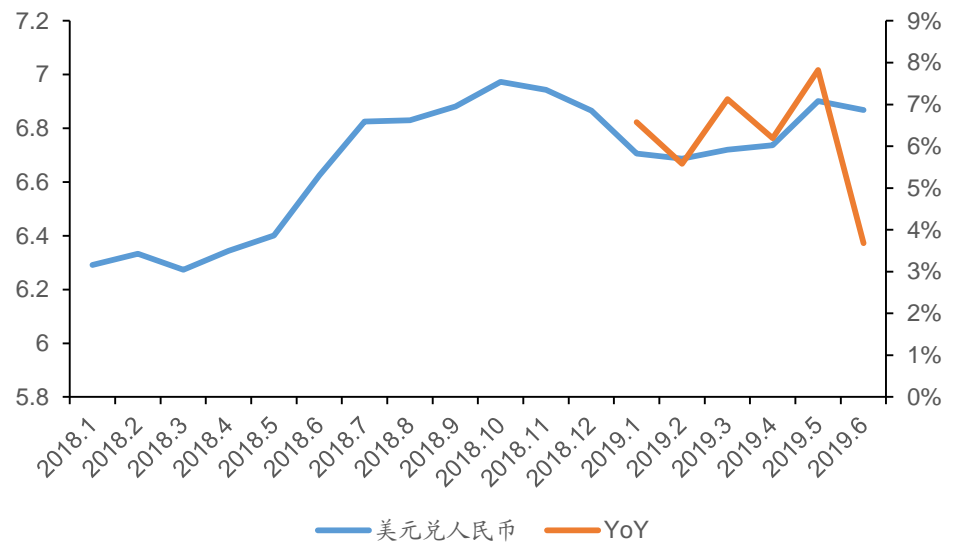
- 19Q2营收预告中值6.17亿,环比增长约16%;
- 19Q2归母净利润预告中值3.54亿,环比增长约36%;
- 19Q2扣非归母净利润预告中值3.14亿,环比增长约36%。

2、Q2业绩喜人,但下半年需考虑美国客户库存去化影响及汇率贡献的减弱

19年2季度以来,由于美方拟加征关税清单范围的扩大,美国市场客户为规避公司产品可能被加征加税,进行了提前备货,对公司业绩有一定程度上的正贡献。下半年需适当考虑美国客户消化库存的影响。

另一方面,由于18H1汇率处于较低水平,而18H2及19H1汇率水平较高,19H1汇率对收入的贡献大约在4%-8%之间波动。若汇率下半年维持在现有水平附近,预计19下半年汇率对收入及毛利的贡献可能相比19H1有所减弱。

图1: 美元兑人民币汇率 (左轴) 及同比值 (右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3、预计2019-2021年EPS分别为1.91元/股、2.45元/股及3.05元/股

预测公司19~21年营收分别为23.7亿、30.5亿、38.2亿, 预测19~21年归母净利润分别为11.5亿、14.7亿、18.3亿, 增长率分别为35%, 28%, 25%。按最新收盘价对应PE分别为28、22、17倍。

考虑公司是全球SIP出货量份额第一厂商, 且未来几年有望受益于VCS视频会议新产品线、微软Teams合作产品线逐步上量, 业绩有望稳定较快增长, 我们认为可以给予公司19年30倍PE估值, 对应合理价值为57.38元/股, 给予“买入”评级。

风险提示:

- 公司大部分收入来自于欧美且以美元结算, 存在一定的汇兑波动影响;
- 公司有一定比例收入来源于美国, 中美贸易摩擦虽然重启谈判, 但最终结果仍然有一定的不确定性;
- VCS新产品推广初期增速还具有一定不确定性。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,874	3,600	4,360	5,925	7,796
货币资金	89	372	592	1,188	1,952
应收及预付	181	314	325	485	545
存货	182	197	270	322	441
其他流动资产	2,422	2,716	3,173	3,930	4,858
非流动资产	149	150	170	192	216
长期股权投资	0	1	1	1	1
固定资产	110	103	112	122	131
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	36	37	38	38	39
其他长期资产	3	9	19	31	44
资产总计	3,023	3,750	4,530	6,117	8,012
流动负债	149	249	259	378	441
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	85	152	148	226	253
其他流动负债	64	98	111	153	188
非流动负债	0	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	0	0	0
负债合计	149	251	259	378	441
股本	149	300	599	599	599
资本公积	1,525	1,406	1,106	1,106	1,106
留存收益	1,180	1,793	2,579	4,046	5,875
归属母公司股东权益	2,874	3,499	4,271	5,739	7,571
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	3,023	3,750	4,530	6,117	8,012

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,388	1,815	2,372	3,050	3,823
营业成本	526	694	850	1,109	1,412
营业税金及附加	14	22	28	37	46
销售费用	79	106	138	168	206
管理费用	35	45	59	73	88
研发费用	100.25	136.80	180.25	225.72	279.11
财务费用	25.50	-17.10	-14.47	-26.71	-47.10
资产减值损失	3.24	8.19	10.63	13.06	13.84
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	130.00	150.00	170.00
营业利润	649.33	935.43	1260.32	1613.52	2011.50
营业外收支	2.03	0.01	0.28	0.32	0.38
利润总额	651	935	1,261	1,614	2,012
所得税	61	84	115	147	183
净利润	591	851	1,146	1,467	1,829
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	591	851	1,146	1,467	1,829
EBITDA	640.29	828.93	1127.46	1451.76	1809.48
EPS (元)	3.96	2.84	1.91	2.45	3.05

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	516	684	959	1,235	1,556
净利润	591	851	1,146	1,467	1,829
折旧摊销	7	17	11	14	17
营运资金变动	-73	-81	-81	-109	-133
其它	-9	-104	-117	-137	-157
投资活动现金流	-2,407	-189	-363	-640	-796
资本支出	-52	-20	-21	-24	-27
投资变动	-2,390	-276	-3,152	-753	-923
其他	34	107	2,810	137	154
筹资活动现金流	1,457	-212	-376	1	4
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	1,593	27	0	0	0
其他	-136	-239	-376	1	4
现金净增加额	-435	282	220	596	764
期初现金余额	546	89	372	592	1,188
期末现金余额	89	372	592	1,188	1,952

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	50.2	30.8	30.6	28.6	25.3
营业利润增长	44.8	44.1	34.7	28.0	24.7
归母净利润增长	36.7	44.1	34.6	28.0	24.7
获利能力					
毛利率	62.1	61.8	64.2	63.6	63.1
净利率	42.6	46.9	48.3	48.1	47.8
ROE	20.6	24.3	26.8	25.6	24.2
ROIC	20.6	23.6	27.6	28.7	29.0
偿债能力(%)					
资产负债率	4.9	6.7	5.7	6.2	5.5
净负债比率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	19.31	14.43	16.81	15.65	17.69
速动比率	18.05	13.62	15.75	14.78	16.67
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.54	0.57	0.57	0.54
应收账款周转率	8.87	7.47	7.45	6.40	7.16
存货周转率	3.88	3.65	3.15	3.44	3.20
每股指标(元)					
每股收益	3.96	2.84	1.91	2.45	3.05
每股经营现金流	3.45	2.28	1.60	2.06	2.60
每股净资产	19.25	11.68	7.13	9.58	12.64
估值比率					
P/E	33.70	27.32	27.81	21.73	17.43
P/B	6.93	6.65	7.46	5.55	4.21
EV/EBITDA	30.95	27.61	27.74	21.13	16.53

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏：分析师，上海财经大学信息管理学士，上海财经大学资产评估硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 郑楠：分析师，北京邮电大学计算机专业学士，法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士，2010年起就职于外资企业软件公司从事研发、咨询顾问等工作，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 钱砾：研究助理，东南大学信息工程学士、生物医学工程医学电子影像方向硕士，先后在电子信息行业和医疗影像设备行业工作超过6年，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。