

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 72.60  
合理价格区间(元): 76.50~89.25

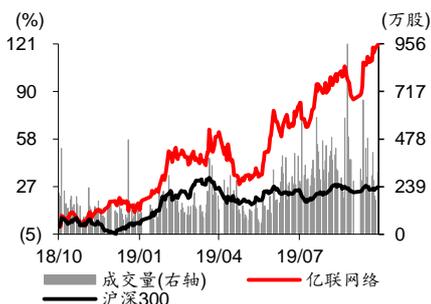
**王林** 执业证书编号: S0570518120002  
研究员 wanglin014712@htsc.com

**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): 业绩超预期, 持续看好 VCS 发展》2019.08
- 2《亿联网络(300628,增持): 不惧贸易摩擦影响, 好赛道好公司》2019.07
- 3《亿联网络(300628,增持): 业绩稳定增长, “云+端”持续发力》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 业绩维持高增速, 加码云视讯生态

### 亿联网络(300628)

#### 业绩略超预期, 战略联合打造云视讯生态

27日晚公司发布2019年三季报, 2019年前三季度实现营业收入约18.56亿元(YoY+40.7%), 归母净利润约9.83亿元(YoY+48.11%), 整体看收入及归母净利润增速水平落在预告区间中位值以上, 略超预期。受益于公司各业务收入稳步增长、人民币贬值以及欧洲经销商三季度提前备货, 公司前三季度业绩继续高增长。我们长期看好公司在视频会议赛道布局, 战略联合行业龙头公司打造云视讯生态, 预计公司19~21年EPS分别为2.02/2.55/3.43元, 给予20年目标价76.50~89.25元, 维持“增持”评级。

#### 19Q3 单季度收入及业绩维持较高增速, 毛利率环比持续提升

单季度数据来看, 公司19Q3营收和归母净利润同比增速分别为42.4%、48.4%。从汇率影响来看, 人民币兑美元中间价同比从18Q3的6.65下跌到19Q3的6.87, 扣除汇率贬值影响, 19Q3收入同比增长约37%左右。对比Q2数据, 由于19Q2美国地区经销商提前备货及人民币汇率贬值幅度较大, 19Q3的营收及业绩同比增速小幅下滑但仍维持较高增速。19Q3的综合毛利率为66.6%, 环比提升1.5pct, 同比提升4.32pct, 我们认为可能是受益于高毛利率产品收入占比稳步提升以及人民币贬值等因素影响。

#### SIP 话机市占率蝉联第一, 技术领先产品持续满足客户需求

根据Frost&Sullivan提供的数据, 2018年公司在SIP话机全球市场占有率为27.3%, 蝉联全球第一。公司持续加大研发投入, 推动技术和产品升级, SIP话机方面开发了新T5系列商务话机, 较好地提升了客户体验; VCS业务自15年推出, 到18年云视讯发布, 再到近期获得来自泰尔实验室的全国首张“泰尔安全5星”认证证书, 均体现了公司借助一流产品技术持续深耕市场的核心竞争力。

#### 联合行业龙头公司, 共图云视讯大业

24日, 公司在北京召开“视在云端, 沟通无限”云视频会议新品发布会, 会上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。根据Frost&Sullivan的报告显示, 2018年全球视频会议市场容量为78亿美元, 预计至2023年, 行业将保持年复合增长率12.1%的速度持续增长, 我们认为公司VCS业务续写SIP成功篇章。

#### 好赛道龙头公司, 维持“增持”评级

结合三季报及半年报, 我们上调各业务线收入及毛利率预测, 预计19~21年净利润分别为12.09/15.26/20.54亿(前值11.55/14.17/18.77亿), 对应EPS分别为2.02/2.55/3.43元, 对应PE为36/28/21x。2020年同行业可比公司平均PE为23.9x, 考虑到公司SIP话机领域份额全球第一, 战略合作推动云视讯生态落地以及业绩超预期, 给予一定估值溢价, 给予公司2020年PE 30-35倍, 对应目标价76.50~89.25元, 维持“增持”评级。

风险提示: 中美贸易战加剧, 云视讯市场推广不及预期, 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)	52.61-117.78
总市值(百万元)	43,493
总资产(百万元)	4,459
每股净资产(元)	6.88

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	2,457	3,239	4,455
+/-%	50.23	30.81	35.36	31.83	37.52
归属母公司净利润(百万元)	590.79	851.48	1,209	1,526	2,054
+/-%	36.65	44.13	42.05	26.20	34.60
EPS(元, 最新摊薄)	0.99	1.42	2.02	2.55	3.43
PE(倍)	73.62	51.08	35.96	28.49	21.17

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值表 (截至10月28号收盘)

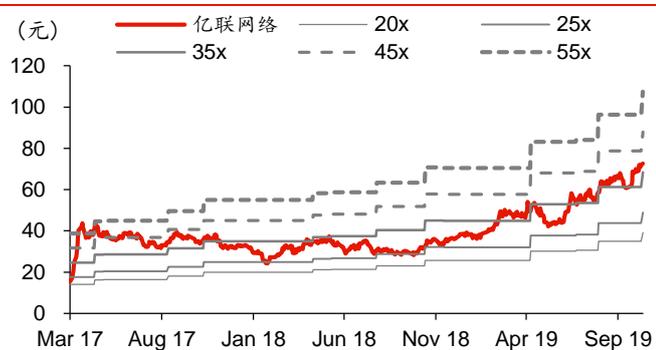
证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (x)		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
苏州科达	11.23	0.91	0.69	0.92	12.31	16.35	12.14
视源股份	94.69	1.55	2.44	3.00	61.09	38.73	31.59
海能达	9.61	0.26	0.38	0.50	36.96	25.16	19.16
会畅通讯	25.88	0.18	0.99	1.30	143.78	26.13	19.98
二六三	5.61	0.11	0.12	0.16	51.00	45.46	35.15
烽火通信	26.93	0.76	0.86	1.05	35.43	31.27	25.61
平均值					56.76	30.52	23.94

注: 盈利预测数据均来自 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

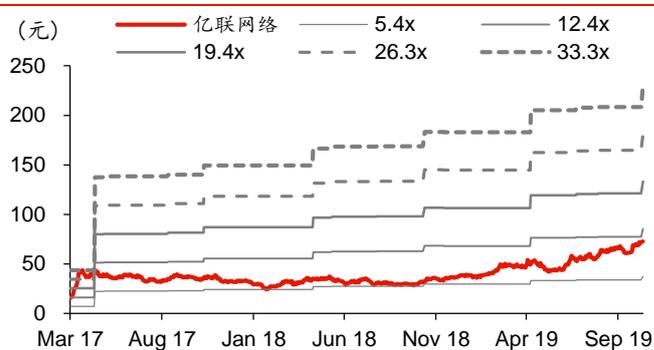
## PE/PB - Bands

图表2: 亿联网络历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 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	4,490	5,977	8,027
现金	88.60	372.49	1,665	2,705	4,441
应收账款	176.53	309.38	400.29	525.40	723.04
其他应收账款	3.81	10.80	11.16	14.83	20.34
预付账款	4.48	5.06	6.12	8.48	11.71
存货	182.33	197.39	243.30	336.95	465.19
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	4,652	6,158	8,219
流动负债	148.86	249.49	275.58	345.22	441.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	76.52	142.41	167.80	232.38	320.82
其他流动负债	72.33	107.08	107.78	112.83	120.21
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	275.94	345.70	441.67
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	1,525	1,406	1,106	1,106	1,106
留存公积	1,180	1,793	2,671	4,108	6,072
归属母公司股东权益	2,874	3,499	4,376	5,813	7,777
负债和股东权益	3,023	3,750	4,652	6,158	8,219

### 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	1,517	1,005	1,681
净利润	590.79	851.48	1,209	1,526	2,054
折旧摊销	6.68	17.12	11.77	13.81	16.41
财务费用	25.50	(17.10)	(3.57)	(7.65)	(12.51)
投资损失	(34.37)	(106.86)	(130.00)	(150.00)	(160.00)
营运资金变动	(72.82)	(85.74)	428.51	(385.51)	(226.79)
其他经营现金	(0.21)	24.65	0.47	7.96	9.77
投资活动现金	(2,407)	(189.39)	105.20	116.69	132.61
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	129.84	149.69	159.61
筹资活动现金	1,457	(212.14)	(329.11)	(82.21)	(77.35)
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	299.52	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)	(329.09)	(82.21)	(77.35)
现金净增加额	(456.91)	283.89	1,293	1,039	1,737

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,388	1,815	2,457	3,239	4,455
营业成本	526.23	693.68	838.98	1,162	1,604
营业税金及附加	14.07	22.03	29.82	39.32	54.07
营业费用	78.80	106.31	140.07	184.65	253.92
管理费用	135.05	181.53	245.73	323.94	445.47
财务费用	25.50	(17.10)	(3.57)	(7.65)	(12.51)
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	130.00	150.00	160.00
营业利润	649.33	935.43	1,331	1,681	2,263
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	1,334	1,683	2,265
所得税	60.57	83.96	124.09	156.60	210.78
净利润	590.79	851.48	1,209	1,526	2,054
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	1,209	1,526	2,054
EBITDA	681.51	935.45	1,339	1,687	2,267
EPS (元, 基本)	3.96	2.84	2.02	2.55	3.43

### 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	35.36	31.83	37.52
营业利润	44.81	44.06	42.25	26.34	34.63
归属母公司净利润	36.65	44.13	42.05	26.20	34.60
获利能力 (%)					
毛利率	62.08	61.79	65.86	64.13	63.99
净利率	42.57	46.90	49.22	47.12	46.12
ROE	20.56	24.33	27.64	26.26	26.42
ROIC	21.99	26.81	44.54	48.98	61.36
偿债能力					
资产负债率 (%)	4.92	6.68	5.93	5.61	5.37
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	19.31	14.43	16.29	17.31	18.20
速动比率	18.08	13.63	15.41	16.34	17.15
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.54	0.58	0.60	0.62
应收账款周转率	8.61	7.10	6.61	6.69	6.81
应付账款周转率	7.99	6.34	5.41	5.81	5.80
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.42	2.02	2.55	3.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	1.14	2.53	1.68	2.81
每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.84	7.31	9.70	12.98
估值比率					
PE (倍)	73.62	51.08	35.96	28.49	21.17
PB (倍)	15.13	12.43	9.94	7.48	5.59
EV_EBITDA (倍)	63.26	46.09	32.20	25.55	19.02

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