

亿联网络 (300628)

证券研究报告

2019年09月20日

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

事件:

在 9 月 19 日广州召开的天翼智能生态博览会上,公司与中国电信集团正式签署合作协议,公司将凭借领先的云视频会议技术,携手电信共同开拓 5G 时代云视频会议的核心应用。

我们观点如下:

首先,我们认为,中国电信与公司在 VCS 业务上的用户重合度高,本次合作有利于公司借助电信渠道对视频会议产品进行推广。**相较于海外市场,国内三大运营商把握关键网络基础资源。**中国电信 18 年, DICT 收入同比增长 21.4%,其中,云业务收入同比增长 85.9%。截至今年上半年,电信 DICT 业务同比增长 19.3%,其中云业务收入同比增长 93.2%。**云业务的增长主要源自于政务、企业、金融、教育、医疗、中小企业一站式解决方案为核心的云网络集成产品推动。**

一方面,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,得到运营商的认可,与中国电信共同制定并发布企业级云视频会议平台,将为客户提供更加优质的企业通信与协作方案。另一方面,中国电信亦将充挥自身渠道和市场优势,与亿联网络一起为客户提供量身定制的云视频会议解决方案,进一步扩大云视频会议的市场规模。同时,在**技术合作方面**,公司将与电信 DICT 部门签署合作协议,共同探索“5G+云视频会议”的技术迭代和升级。

从公司自身业务来看,截至今年上半年,VCS 高清会议视频业务实现收入 1.41 亿元,同比增速 95%,毛利率为 75.1%,较去年同期提升了 1.7 个百分点。**VCS 高清会议视频系统业务收入占比在逐年提升,由 15 年的 3.8% 提升至 18 年底的 9.7%,19H1 占比进一步提升至 12%。**我们认为,随着 5G 对现有网络架构、性能的提升和三大基础电信运营商的提速降费大环境下,国内工商业企业以及下游应用场景需求有望得到进一步释放。随着公司销售渠道稳步推进以及公司产品研发的持续投入,VCS 业务短期有望维持持续高速增长态势,为公司短期业绩提供活力,以及中长期发展提供逻辑。

投资建议与盈利预测:

短期来看,公司 SIP 终端产品在全球市场保持良好的竞争力。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。我们预计,19、20、21 年净利润分别为:11.38 亿元、14.66 亿元、18.32 亿元,维持“买入”评级,持续推荐!

风险提示: SIP 业务竞争格局加剧、VCS 业务发展不及预期、汇率波动导致收入放缓等

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	2,359.97	3,020.76	3,836.36
增长率(%)	50.23	30.81	30.00	28.00	27.00
EBITDA(百万元)	771.34	1,064.23	1,240.66	1,598.69	1,993.31
净利润(百万元)	590.79	851.48	1,137.76	1,465.59	1,832.11
增长率(%)	36.65	44.13	33.62	28.81	25.01
EPS(元/股)	0.99	1.42	1.90	2.45	3.06
市盈率(P/E)	67.05	46.52	34.81	27.03	21.62
市净率(P/B)	13.78	11.32	9.42	7.80	6.41
市销率(P/S)	28.54	21.82	16.78	13.11	10.33
EV/EBITDA	25.69	21.50	30.35	23.41	18.30

资料来源:wind, 天风证券研究所

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	66.12 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)	39,610.64
流通 A 股市值(百万元)	9,875.68
每股净资产(元)	6.25
资产负债率(%)	13.85
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-半年报点评:VCS 业务占比持续提升,全年有望维持高速增长态势》 2019-08-15
- 2 《亿联网络-公司点评:1H19 业绩强劲依旧,持续看好天风通信新牛股——亿联网络》 2019-07-10
- 3 《亿联网络-年报点评报告:VCS 业务占比持续提升,Q1 业绩夯实全年增长基础》 2019-04-25

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	1,944.03	2,175.06	3,122.04
应收票据及应收账款	176.53	309.38	277.33	301.81	433.69
预付账款	4.48	5.06	6.73	8.08	11.05
存货	182.33	197.39	247.87	334.76	392.49
其他	2,422.27	2,715.79	1,723.38	2,295.27	2,246.94
流动资产合计	2,874.21	3,600.11	4,199.33	5,114.98	6,206.21
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	4,399.44	5,385.45	6,514.51
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	104.94	209.63	206.07
其他	72.33	107.08	90.09	94.75	129.91
流动负债合计	148.86	249.49	195.03	304.38	335.98
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	195.39	304.86	336.62
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	3,604.97	4,481.52	5,578.82
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	4,204.05	5,080.59	6,177.89
负债和股东权益总	3,022.91	3,749.99	4,399.44	5,385.45	6,514.51

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	590.79	851.48	1,137.76	1,465.59	1,832.11
折旧摊销	6.68	17.12	7.76	10.08	12.48
财务费用	22.25	(1.88)	(17.10)	(18.39)	(23.65)
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)	919.15	(575.60)	(112.79)
其它	2,361.62	291.18	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	515.56	683.55	1,919.33	714.98	1,541.43
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	15.36	18.39	23.65
其他	(130.61)	(242.08)	(431.39)	(589.04)	(734.81)
筹资活动现金流	1,457.06	(212.14)	(416.03)	(570.65)	(711.16)
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	1,581.54	235.47	950.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,387.76	1,815.36	2,359.97	3,020.76	3,836.36
营业成本	526.23	693.68	867.29	1,108.62	1,409.86
营业税金及附加	14.07	22.03	24.76	31.69	40.25
营业费用	78.80	106.31	136.88	172.18	214.84
管理费用	34.80	44.73	56.64	66.46	80.56
研发费用	100.25	136.80	177.00	220.52	276.22
财务费用	25.50	(17.10)	(17.10)	(18.39)	(23.65)
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	1,250.00	1,607.00	2,004.49
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	1,250.01	1,607.00	2,004.49
所得税	60.57	83.96	112.25	141.42	172.39
净利润	590.79	851.48	1,137.76	1,465.59	1,832.11
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	1,137.76	1,465.59	1,832.11
每股收益(元)	0.99	1.42	1.90	2.45	3.06

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	50.23%	30.81%	30.00%	28.00%	27.00%
营业利润	44.81%	44.06%	33.63%	28.56%	24.73%
归属于母公司净利润	36.65%	44.13%	33.62%	28.81%	25.01%
获利能力					
毛利率	62.08%	61.79%	63.25%	63.30%	63.25%
净利率	42.57%	46.90%	48.21%	48.52%	47.76%
ROE	20.56%	24.33%	27.06%	28.85%	29.66%
ROIC	237.84%	30.04%	35.99%	64.31%	62.48%
偿债能力					
资产负债率	4.92%	6.68%	4.44%	5.66%	5.17%
净负债率	-3.08%	-10.64%	-46.24%	-42.81%	-50.54%
流动比率	19.31	14.43	21.53	16.80	18.47
速动比率	18.08	13.64	20.26	15.70	17.30
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	10.60	10.37	10.55
总资产周转率	0.71	0.54	0.58	0.62	0.64
每股指标(元)					
每股收益	0.99	1.42	1.90	2.45	3.06
每股经营现金流	0.86	1.14	3.20	1.19	2.57
每股净资产	4.80	5.84	7.02	8.48	10.31
估值比率					
市盈率	67.05	46.52	34.81	27.03	21.62
市净率	13.78	11.32	9.42	7.80	6.41
EV/EBITDA	25.69	21.50	30.35	23.41	18.30
EV/EBIT	25.90	21.85	30.55	23.56	18.42

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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