

亿联网络 (300628)

利润高速增长，双轮驱动业绩持续向上

——2019 年半年度业绩预告点评

	黄子健 (分析师)	马天诣 (分析师)
	010-59312736	010-59312799
	huangzjian@gtjas.com	matianyi@gtjas.com
证书编号	S0880518100002	S0880518120002

本报告导读:

公司 2019 年 H1 业绩符合预期，营收与利润高速增长；公司 SIP 业务稳定上升，VCS 业务高速增长态势延续，海外市场积淀深厚，盈利能力稳健，精确对接全球市场。

投资要点:

- **维持“增持”评级。**公司发布 2019 年半年度业绩预告，2019 年上半年实现营收 11-12 亿元，同比增长 31%-43%；实现归母净利润 5.9-6.4 亿元，同比增长 44%-56%。业绩增长主要源于公司 SIP 业务稳健增长和 VCS 业务高速增长。预测公司 2019-2021 年 EPS(摊薄)至 1.82、2.36、3.05 元，考虑公司 SIP 业务增速有望持续且毛利率保持较高水平，VCS 业务持续拓展，空间广阔，给予亿联网络 2019 年 34.77 倍 PE，维持目标价为 63.29 元，维持“增持”评级。
- **公司 2019 年 H1 业绩符合预期，产品结构持续优化，基本面保持稳定。**公司 2019 年 H1 年营收、净利润增速进一步提高，主要业务 SIP 业务市场竞争力较强，T5 系列话机销量超预期，毛利率稳定，营收不断增长；VCS 业务持续扩张，公司布局云产品把握市场下沉机遇，同时提供传统设备与基于云的 VCS 服务精准匹配全球市场。
- **利率下降利好公司业绩。**H1 人民币贬值对收入增长带来有利影响，以及中美贸易战征税预期下美国经销商提前备货提前释放需求。
- **海外 SIP 市场拓展顺利，VCS 业务高增态势延续，双轮驱动加速公司快车道发展。**2018 年海外 SIP 市场需求旺盛，北美、欧洲各市场拓展顺利，VCS 业务处蓝海市场，垂直行业应用不断拓宽，延续 2018 年高速增长趋势，SIP 与 VCS 双轮驱动公司整体业绩持续向上。
- **风险提示：**人民币升值风险；SIP 电话增速不达预期的风险；VCS 业务增长放缓。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,388	1,815	2,360	3,077	4,001
(+/-)%	50%	31%	30%	30%	30%
经营利润 (EBIT)	634	812	1,216	1,539	2,001
(+/-)%	53%	28%	50%	27%	30%
净利润 (归母)	591	851	1,091	1,412	1,828
(+/-)%	37%	44%	28%	29%	29%
每股净收益 (元)	0.99	1.42	1.82	2.36	3.05
每股股利 (元)	0.00	1.60	1.00	1.20	1.20

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	45.7%	44.7%	51.5%	50.0%	50.0%
净资产收益率 (%)	20.6%	24.3%	25.6%	28.5%	30.1%
投入资本回报率 (%)	20.6%	23.6%	34.1%	43.2%	54.2%
EV/EBITDA	30.95	27.61	25.76	19.98	14.89
市盈率	55.52	38.52	30.06	23.23	17.94
股息率 (%)	0.0%	2.9%	1.8%	2.2%	2.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **63.29**

上次预测: 63.29

当前价格: 54.57

2019.07.19

交易数据

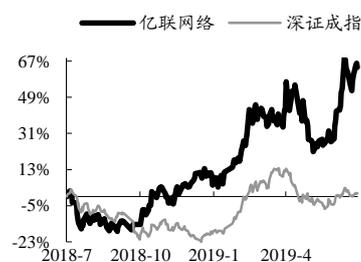
52 周内股价区间 (元)	52.40-119.35
总市值 (百万元)	32,691
总股本/流通 A 股 (百万股)	599/149
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	1.81
日均成交值 (百万元)	160.81

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,732
每股净资产	6.23
市净率	8.8
净负债率	-86.49%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.33	0.42
Q2	0.36	0.45
Q3	0.42	0.55
Q4	0.31	0.41
全年	1.42	1.82

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	17%	1%	56%
相对指数	14%	12%	56%

相关报告

《业绩符合预期，双轮驱动业绩持续向上》
2019.04.25

《业绩符合预期，VCS 高增态势延续》
2019.04.11

《2018 年业绩符合预期，基本面整体稳定，看好公司 VCS 业务高增长发展前景》2019.01.18

《营业收入增速提高，利润水平稳中向好——2018 年三季度报点评》2018.10.29

模型更新时间: 2019.07.19

股票研究

信息技术
电信运营

亿联网络 (300628)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **63.29**

上次预测: 63.29

当前价格: 54.57

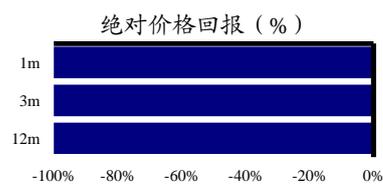
公司网址

www.yealink.com

公司简介

公司是专业的企业通信与协作解决方案提供商,集研发、销售及服务于一体,并通过外协加工的方式,为全球企业客户提供智能、高效的企业通信终端设备。

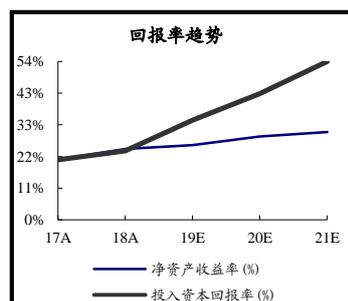
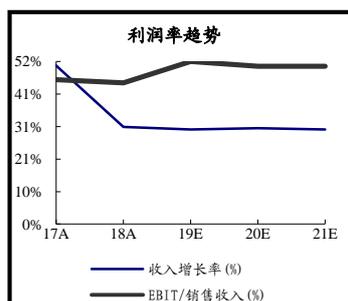
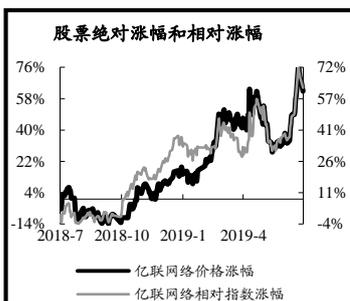
公司生产的终端产品销售量及销售收入均居行业前列,并保持快速增长。



52 周价格范围 52.40-119.35
市值 (百万) 32,691

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	1,388	1,815	2,360	3,077	4,001
营业成本	526	694	823	1,092	1,420
税金及附加	14	22	24	31	40
销售费用	79	106	106	154	200
管理费用	35	45	73	108	140
EBIT	634	812	1,216	1,539	2,001
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	34	107	80	30	30
财务费用	25	-17	0	0	0
营业利润	649	935	1,296	1,569	2,031
所得税	61	84	154	157	203
少数股东损益	0	0	51	0	0
归母净利润	591	851	1,091	1,412	1,828
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	89	372	1,168	1,798	2,794
其他流动资产	2,786	3,228	3,235	3,379	3,584
长期投资	0	1	1	1	1
固定资产合计	110	103	102	99	96
无形及其他资产	39	46	45	44	43
资产合计	3,023	3,750	4,551	5,321	6,518
流动负债	149	249	237	313	402
非流动负债	0	1	1	1	1
股东权益	2,874	3,499	4,314	5,006	6,115
投入资本(IC)	2,785	3,127	3,145	3,209	3,321
现金流量表					
NOPLAT	575	739	1072	1385	1801
折旧与摊销	7	17	12	13	14
流动资金增量	90	55	21	67	117
资本支出	-52	-20	-10	-10	-10
自由现金流	620	791	1,095	1,455	1,922
经营现金流	516	684	1,054	1,328	1,695
投资现金流	-2,407	-189	70	20	20
融资现金流	1,457	-212	-328	-719	-719
现金流净增加额	-435	282	796	629	996
财务指标					
成长性					
收入增长率	50.2%	30.8%	30.0%	30.4%	30.0%
EBIT 增长率	53.2%	28.1%	49.8%	26.5%	30.1%
净利润增长率	36.7%	44.1%	28.1%	29.4%	29.5%
利润率					
毛利率	62.1%	61.8%	65.1%	64.5%	64.5%
EBIT 率	45.7%	44.7%	51.5%	50.0%	50.0%
归母净利润率	42.6%	46.9%	46.2%	45.9%	45.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	20.6%	24.3%	25.6%	28.5%	30.1%
总资产收益率(ROA)	19.5%	22.7%	24.0%	26.5%	28.0%
投入资本回报率(ROIC)	20.6%	23.6%	34.1%	43.2%	54.2%
运营能力					
存货周转天数	94	100	100	93	93
应收账款周转天数	41	49	45	45	45
总资产周转天数	517	681	642	586	540
净利润现金含量	87.3%	80.3%	96.6%	94.1%	92.8%
资本支出/收入	3.7%	1.1%	0.4%	0.3%	0.2%
偿债能力					
资产负债率	4.9%	6.7%	5.2%	5.9%	6.2%
净负债率	-3.1%	-10.6%	-27.4%	-36.3%	-46.1%
估值比率					
PE(现价)	55.52	38.52	30.06	23.23	17.94
PB	27.79	13.29	7.69	6.62	5.41
EV/EBITDA	30.95	27.61	25.76	19.98	14.89
P/S	5.89	9.03	13.90	10.66	8.20
股息率	0.0%	2.9%	1.8%	2.2%	2.2%



目 录

1. 产品结构持续优化，营收利润稳健增长.....	4
1.1. 2019H1 年公司收入和利润均实现稳定增长.....	4
1.2. SIP 业务稳健增长，VCS 业务助力毛利提升.....	4
1.3. 新权益分配方案转增股.....	5
2. 赋能代理海外积淀深厚，同步推进把握过渡时期.....	5
2.1. T5 系列超预期放量，毛利率合理且海外渠道稳健.....	5
2.2. VCS 市场下沉传统设备与云长期并存，精准匹配全球市场.....	5
2.3. 卖硬件送服务，以轻度定制化加强用户粘性与盈利水平.....	6
3. 盈利预测与估值.....	6
3.1. 盈利预测.....	6
3.2. PE 估值.....	6
4. 风险提示.....	7

1. 产品结构持续优化, 营收利润稳健增长

1.1. 2019H1 年公司收入和利润均实现稳定增长

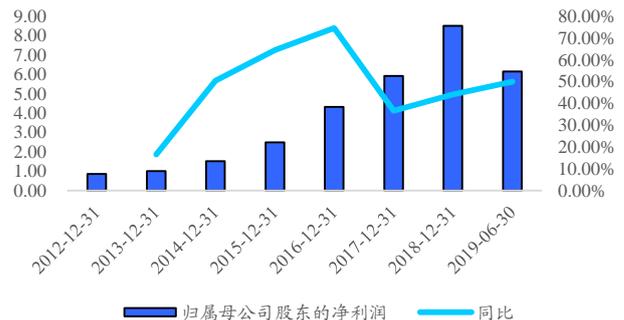
根据公司 2019 年 7 月 10 日发布的 2019 年半年度业绩预告, 公司 2019 年上半年实现营收 11-12 亿元, 同比增长 31%-43%; 实现归母净利润 5.9-6.4 亿元, 同比增长 44%-56%; 公司 Q2 单季度实现营收 5.67-6.67 亿元, 同比增长 32%-56%, 单季度实现归母净利润 3.29-3.79 亿元, 同比增长 54%-77%; 预计报告期内非经常性损益对当期净利润的影响约为 0.7 亿元。

图 1: 2019 年 H1 营业收入保持稳定增长 (亿元)



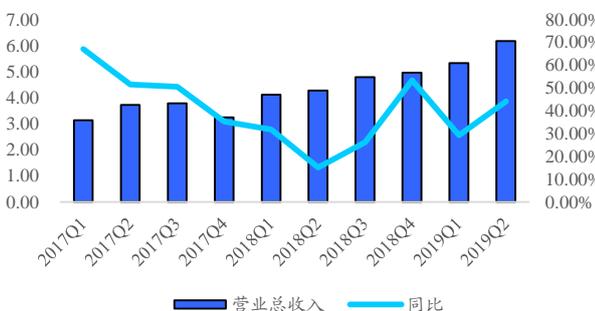
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 2: 2019 年 H1 净利润同比保持稳定增长 (亿元)



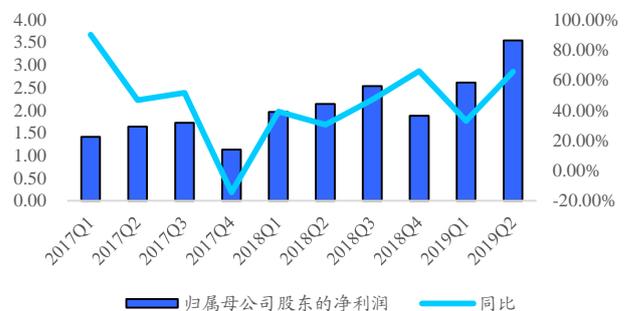
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 3: 单季度营业收入增速上升 (亿元)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4: 单季度归母净利润增速上升 (亿元)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

1.2. SIP 业务稳健增长, VCS 业务助力毛利提升

公司业务结构持续优化, VCS 业务高增长延续。公司 SIP 业务持续稳定增长, 叠加 VCS 业务量持续强势上涨为公司业绩保驾护航。目前我国 VCS 市场广阔, 公司 VCS 产品聚焦于中大型企业, 产品性价比高, 具有一定的竞争优势。公司近几年不断优化业务结构, 加大在 VCS 方面的研发投入, VCS 业务始终保持高速增长。

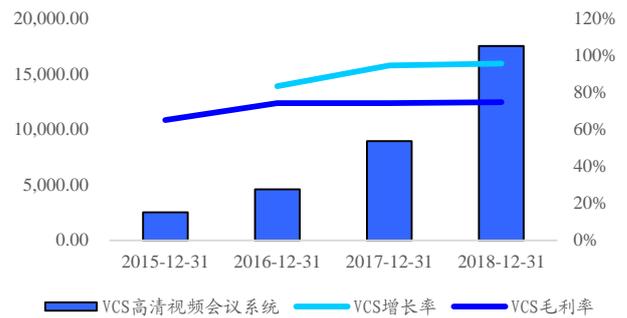
公司产品竞争力凸显, 净利率保持稳定。公司主要产品在市场上有较强的竞争优势, 公司具有一定的议价能力, 成本控制得当, 公司净利率较为稳定, 公司过去三年净利率始终保持较高的水平。

图 5: 公司 VCS 业务占比提升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 公司 VCS 业务增速快, 毛利高 (万元)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1.3. 新权益分配方案转增股

2018 年公司通过派发现金股利与转增股对全体股东进行权益分配。公司以现有总股本剔除已回购股份后 29953.6 万股为基数, 向全体股东每 10 股派 12.00 元人民币现金, 每股派息 1.2 元人民币; 同时, 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股, 分红后总股本扩大一倍至 59907.2 万股。

2. 赋能代理海外积淀深厚, 同步推进把握过渡时期

2.1. T5 系列超预期放量, 毛利率合理且海外渠道稳健

长期看, SIP 业务仍将保持稳健增长。动态看企业固定电话系统向 IP 电话转换是大势所趋, 静态看当前全球 IP 电话的渗透率仍然处于低位, 北美、欧洲渗透率分居第一、第二梯队, 这两大海外市场对公司营业收入的贡献也最大。结构上看公司面向中端企业的 SIP 业务持续渗透, 同时不断打开高端市场, T5 系列上半年销售情况超出预期, 已成为 SIP 业务产品的主要构成, T4 产品占比约 50%。T5 系列话机售价比 T4 系列化机高约 15%, 毛利率差距不大。公司与微软合作顺利进行, 目前提供的产品主要为中性版本 T5 (不搭配微软产品的终端) 与定制的 T5 微软版产品, T5 系列销量超预期主要系中性版本销量大幅提升, 预期与微软合作进一步推进和定制版 T5 微软版产品 Q2 上市逐渐放量后, T5 系列销量持续提升, 产品结构进一步改善, 为公司业绩持续增长带来保障。

公司主要通过代理商和运营商销售产品, 海外渠道稳健, 亿联当前的毛利率虽然较高但处于合理区间。公司多年来海外市场积淀深厚, 经销商渠道成熟且稳定, 公司与经销商形成了携手共进、利益共享的良性合作机制。数量上, 公司近年不大幅扩增经销商渠道, 坚持“赋能代理”, 抓住核心价值。公司成熟的渠道销售模式且稳定的合作关系保证了公司销售费用率相比直销模式 (科达等) 更低, 而产品价格端相比于科达、宝利通等国外竞争对手价格优势明显, 暂不面临价格压力, 公司较高的毛利率水平合理且有望持续保持。

2.2. VCS 市场下沉传统设备与云长期并存, 精准匹配全球市场

公司战略加快云平台部署, 把握短期 VCS 市场下沉与长期大规模上云市场机遇。视频会议领域“云化”为行业带来了明显的市场下沉趋势,

加之网络带宽与基础设施的发展，政府引进力度更强，B 端中小企业需求快速成长，为公司打开区别于主要面向高端客户且客户资源优势明显的头部厂商的新的巨大客户市场。

公司同时提供传统设备与基于云平台的 VCS 服务，精准匹配全球市场，满足不同地区用户的差异化需求。考虑到企业上云与 OA 系统的高度协同，当前云技术处于发展期，传统设备和云技术还将共存较长时间。公司一方面推出传统模式的产品，满足系统化在多数地区今后一段时间还是会占据一定的市场份额并拥比较大的接受度带来的需求；此外，会同步地推出云产品，保持合理的节奏。在过渡过程中，以两个产品共存为基本战略，以适应国际市场中每个国家的发展程度以及接受度的差别，以一个市场一个策略的方式去做，精准匹配全球市场，发挥出亿联在海外多年积累的优势。

2.3. 卖硬件送服务，以轻度定制化加强用户粘性与盈利水平

公司目前采用云软件与硬件搭配获得收入的方案，通过卖硬件赠送云服务，加强用户粘性。对企业级用户来讲，部署整套硬件后转换成本显著高于卖软件送硬件和按时间收取云服务费用的模式；亿联走轻度定制化路线而非深度定制，对准效率最高的市场，成本控制效果显著，在收入高速增长的同时保持高毛利率，更快扩张的同时有利于增强盈利水平。

3. 盈利预测与估值

3.1. 盈利预测

预计公司 2019-2021 年营业收入分别是 2.36 亿元, 3.08 亿元和 4.00 亿元。同比增长 30%, 30%, 30%。随着视频会议行业渗透率的不断提升，VCS 业务继续保持高速增长态势。2019-2021 年净利润调整为 1.09 亿元、1.41 亿元 (+1.07%) 和 1.83 亿元，2020 年净利润上调是考虑 ZOOM 上市对公司利好，毛利率有望提高。净利润分别增长 28%、29%、29%。每股收益分别为 1.82、2.36 和 3.05 元。

3.2. PE 估值

PE 估值法：

可比公司选取行业内同为视频会议和监控领域的 A 股公司苏州科达 (603660.SH)、会畅通讯 (300578.SZ)、海康威视 (002415.SZ)，行业平均可比估值为 19.58 倍，考虑到亿联网络净利润增速较快，SIP 业务增速有望持续且毛利率保持较高水平，VCS 业务持续拓展，空间广阔，给予亿联网络一定的估值溢价，2019 年 34.77 倍 PE，对应目标价为 63.29 元。

表 1: 可比公司估值情况

代码	公司名称	当前股价 (07 月 19 日)	EPS (元)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
603660.SH	苏州科达	13.66	0.89	0.83	1.06	18.64	16.4	12.93
300578.SZ	会畅通讯	24.68	0.12	1.04	1.35	139.96	23.79	18.32
002415.SZ	海康威视	26.48	1.23	1.43	1.75	20.94	18.56	15.16
	平均值		0.75	1.1	1.39	59.85	19.58	15.47

数据来源: Wind 一致预期, 国泰君安证券研究

4. 风险提示

人民币升值风险: 人民币持续升值将冲减公司汇兑收入。

SIP 电话增速不达预期的风险: 公司主要收入由 SIP 和 VCS 贡献, SIP 业务增速不及预期将为业绩带来更多不确定性。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		