

亿联网络 (300628.SZ)

毛利率环比提升，云视讯新品发布

核心观点:

19 前三季度营收 18.6 亿，同比增长 41%；归母净利润为 9.8 亿，同比增长 48%；扣非归母净利润为 8.9 亿，同比增长 55%。19Q3 营收为 6.8 亿，同比增长 42%，环比增加 6%；归母净利润为 3.8 亿，同比增长 48%，环比增加 8.8%；扣非归母净利润为 3.4 亿，同比增长 56%，环比增加 9%。

● 毛利率环比提升，销售费用率略有上升，云视讯新品发布

毛利率 19Q3 为 66.6%，较去年同期上升 4.3pct，环比上升 1.5pct。在汇率贡献效应减弱的前提下毛利率继续提升。销售费用 19Q3 为 4425 万元，同比增加 84%，环比增加 35%，销售费用率 6.5%，较去年同期上升 1.5pct，环比上升 1.4pct，费用率上升或与新产品市场渠道建设和产品结构变化有关，但仍在可控范围内。10 月 24 日亿联网络发布了全新架构企业通信平台亿联云视讯，并在会上公布与腾讯云、索尼中国达成战略合作。

● 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.04 元/股、2.55 元/股及 3.20 元/股

预测公司 19~21 年营收分别为 24.6 亿、31.1 亿、39.0 亿，预测 19~21 年归母净利润分别为 12.2 亿、15.3 亿、19.2 亿，增长率分别为 44%、25%、26%。按最新收盘价对应 PE 分别为 35、28、22 倍。考虑公司未来几年有望受益于 VCS 视频会议新产品线、Zoom 及微软 Teams 合作产品线逐步上量，业绩有望较快增长，且三季报业绩预告中上区间，我们认为可以给予公司 19 年 37 倍 PE 估值，对应合理价值为 75.48 元/股，给予“买入”评级。

● 风险提示

经销商短期提高库存可能导致后续季度提货放缓。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；美国关税即将落地及公司可能因此转产带来美国市场部分产品盈利水平变化；VCS 及 Zoom、微软平台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	2,458	3,111	3,900
增长率(%)	50.2	30.8	35.4	26.6	25.4
EBITDA(百万元)	640	829	1,211	1,505	1,883
净利润(百万元)	591	851	1,222	1,527	1,918
增长率(%)	36.7	44.1	43.5	25.0	25.6
EPS(元/股)	3.96	2.84	2.04	2.55	3.20
市盈率(P/E)	33.70	27.32	35.25	28.21	22.46
市净率(P/B)	6.93	6.65	9.91	7.33	5.53
EV/EBITDA	30.95	27.61	35.04	27.75	21.74

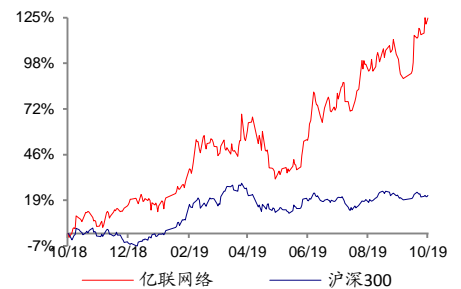
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	71.92 元
合理价值	75.48 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-28

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):考虑 2019-10-13
欧洲备货及汇率影响业绩仍超预期
- 亿联网络(300628.SZ):Zoom 2019-09-08
及微软会议设备打开增量空间
- 亿联网络(300628.SZ):北美 2019-08-15
提前备货增速突出，VCS 增长近翻倍

联系人:

钱砾 021-60750604

qianli@gf.com.cn

公司发布 19 年三季报

- 前三季度营业收入为18.6亿，同比增长41%
- 前三季度归母净利润为9.8亿，同比增长48%
- 前三季度扣非归母净利润为8.9亿，同比增长55%

根据中报、三季报推算：

- Q3营业收入为6.8亿，同比增长42%，环比增加6%；
- Q3归母净利润为3.8亿，同比增长48%，环比增加8.8%；
- Q3扣非归母净利润为3.4亿，同比增长56%，环比增加9%。

公司主要经营数据

表 1：单季度各项经营数据对比

单位：百万元	18Q1	18Q2	18Q3	18Q3 环比	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3 环比	19Q3 同比
营业收入	412	428	479	12%	533	641	681	6%	42%
营业毛利	251	258	298	16%	348	417	453	9%	52%
销售费用	17	24	24	-2%	29	33	44	35%	84%
管理费用	32	37	10	-73%	11	10	11	10%	7%
研发费用	-	-	30	-	31	30	41	34%	33%
财务费用	10	-15	0	100%	13	-13	-3	77%	-5391%
投资收益	33	30	33	10%	37	30	29	-2%	-10%
营业利润	216	235	278	18%	290	378	410	8%	48%
归母净利润	196	214	253	19%	261	346	376	9%	48%
扣非净利润	166	189	220	17%	231	316	344	9%	56%
主要比率	18Q1	18Q2	18Q3	+-%	19Q1	19Q2	19Q3	+-%	+-%
毛利率	61%	60%	62%	2pct	65%	65%	67%	1 pct	4 pct
销售费用率	4%	6%	5%	-1 pct	5%	5%	6%	1 pct	1 pct
管理费用率	8%	9%	2%	-7 pct	2%	2%	2%	0 pct	-1 pct
研发费用率	-	-	6%	-	6%	5%	6%	1pct	0 pct
营业利润率	52%	55%	58%	3 pct	54%	59%	60%	1 pct	2 pct
净利率	48%	50%	53%	3 pct	49%	54%	55%	1 pct	2 pct
YoY	18Q1	18Q2	18Q3	+-%	19Q1	19Q2	19Q3	+-%	
收入	32%	15%	26%	11 pct	29%	50%	42%	-8 pct	
归母净利润	39%	30%	47%	17 pct	33%	62%	48%	-13 pct	

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

表 2: 前三季度经营数据对比 (单位: 百万元)

(百万元)	2018Q1-Q3	2019 Q1-Q3	同比
营业收入	1,319	1,856	41%
营业毛利	807	1,219	51%
销售费用	66	106	62%
管理费用	28	31	11%
研发费用	81	102	26%
财务费用	-1	-5	-320%
投资收益	95	97	1%
营业利润	729	1,077	48%
归母净利润	664	983	48%
扣非净利润	575	891	55%
主要比率	2018Q1-Q3	2019 Q1-Q3	+-%
毛利率	61%	66%	5pct
销售费用率	5%	6%	1pct
管理费用率	2%	2%	0pct
研发费用率	6%	5%	-1pct
营业利润率	55%	58%	3pct
净利率	50%	53%	3pct
净资产收益率	20%	24%	4pct
YoY	2018Q1-Q3	2019 Q1-Q3	+-%
收入	24%	41%	17pct
归母净利润	39%	48%	9pct

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

表 3: 前三季度非经常性收入与营业外收入数据对比

百万元	15Q1-3	16Q1-3	17Q1-3	18Q1-3	19Q1-3
非经常性损益/利润总额	-	0%	5%	12%	9%
营业外收入/利润总额	-	2%	0%	0%	0%
非经常性损益	0	0	27	88	92
利润总额	0	350	528	729	1,077
营业外收入	0	8	2	0	0

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

表 4: 前三季度经常性现金流数据对比

百万元	15Q1-3	16Q1-3	17Q1-3	18Q1-3	19Q1-3
经营性现金流净额	0	267	342	473	768
经营性现金流净额同比增速	-	-	28%	38%	63%
经营性现金流净额/营业总收入	-	39%	32%	36%	41%
营业总收入	0	685	1,064	1,319	1,856

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

表 5: 前三季度现金及现金等价物数据对比

百万元	15Q1-3	16Q1-3	17Q1-3	18Q1-3	19Q1-3
现金及现金等价物净增加额	0	177	-174	161	19
现金及现金等价物净增加额/营业收入	-	26%	-16%	12%	1%
营业收入	0	685	1,064	1,319	1,856
期末现金及现金等价物余额	0	438	372	250	391

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

财务数据变化及分析:

- 其他收益19前三季度为734万元, 同比增加164%, 主要系财政补助收入增加所致; 19Q3为498万元, 同比增加116%, 环比增加143%;
- 19三季度末应收账款4.6亿元, 同比增加47.5%, 较二季度末增加3%, 较年初增加47.3%;
- 19三季度末预付账款679万元, 同比增加3.9%, 较二季度末减少9.5%, 较年初增加34%, 主要系公司采购增加所致;
- 19三季度末预收账款2225万元, 同比增加224%, 较二季度末增加23%, 较年初增加141%, 主要系公司销售预收款增加所致。
- 销售商品、提供劳务收到的现金19前三季度为17.5亿元, 同比增加45%; 19Q3为6.9亿元, 同比增加64%, 环比增加25%。
- 收到的税费返还19前三季度为8690万元, 同比增加36%; 19Q3为2752万元, 同比减少2%, 环比减少9%。
- 购买商品、接受劳务支付的现金19前三季度为7.1亿元, 同比增加40%; 19Q3为2.5亿, 同比增加19%, 环比增加14%。
- 支付给职工以及为职工支付的现金19前三季度为1.8亿元, 同比增加19%; 19Q3为5185万元, 同比增加45%, 环比增加22%
- 分配股利、利润或偿付利息支付的现金19前三季度为3.6亿元, 同比增加61%。

毛利率继续提升, 销售费用率略有上升

毛利率方面, 19前三季度为65.7%, 较去年同期上升4.5pct; 19Q3为66.6%, 较去年同期上升4.3pct, 环比上升1.5pct。在下半年汇率贡献效应减弱的前提下, 毛利率继续提升。

销售费用19前三季度为1.1亿元, 同比增加62%, 销售费用率5.7%, 较去年同期上升0.8pct; 19Q3为4425万元, 同比增加84%, 环比增加35%, 销售费用率6.5%, 较去年同期上升1.5pct, 环比上升1.4pct; 费用率均有所上升, 或许与新产品市场渠道建设和产品结构变化有关, 但仍在可控范围内。

管理费用19前三季度为3093万元, 同比增加11%, 管理费用率为1.7%, 较去年

同期下降0.5pct；19Q3为1069万元，同比增长7%，环比增长10%，管理费用率为1.6%，较去年同期下降0.5pct，环比上升0.06pct。

研发费用19前三季度为1亿元，同比增长26%，研发费用率为5.5%，较去年同期下降0.65pct；19Q3为4064万元，同比增加33%，环比增加34%，研发费用率为6%，较去年同期下降0.4pct，环比上升1.25pct；前三季度综合看，研发费用率仍然略有下降，研发效率得以保持。

云视讯新品发布，索尼腾讯达成战略合作

10月24日，亿联网络在北京召开“视在云端 沟通无限”亿联云视讯新品发布会，现场发布了基于全新架构升级的全球企业通信平台亿联云视讯。

亿联云视讯在全球范围选择多中心部署模式，全球服务节点采用分布式架构，同时满足北美、欧盟、亚洲等主要地区运营服务要求，有效覆盖全球主要国家及地区。系统采用SVC/AVC混合模式，可同时支持全球千万用户百万并发。

经过测试对比，智能路由技术有效提高了跨国视讯过程中的视讯表现。拥塞状态下的音视频丢包率，从原先的30-40%大大降低至0.5%左右，实现全球视讯延时小于200毫秒。

亿联云视讯还拥有强大的开放兼容特性，有效兼容市面主流厂商的终端设备，用户无需弃用旧有投资，就能享受最新技术。此外，亿联云视讯还可兼容微软Teams、Skype for Business应用及Zoom视频会议系统，灵活的部署方案为用户提供多样选择。

除了云视讯新品的发布外，亿联网络还在会上公布了与腾讯云、索尼（中国）达成战略合作，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。

（以上来源：亿联网络公众号）

盈利预测

预测公司19~21年营收分别为24.6亿、31.1亿、39.0亿，预测19~21年归母净利润分别为12.2亿、15.3亿、19.2亿，增长率分别为44%、25%、26%。按最新收盘价对应PE分别为35、28、22倍。

考虑公司未来几年有望受益于VCS视频会议新产品线、Zoom及微软Teams合作产品线逐步上量，业绩有望较快增长，且季报预告中上区间，我们认为可以给予公司19年37倍PE估值，对应合理价值为75.48元/股，给予“买入”评级。

风险提示：

- 经销商短期提高库存可能导致后续季度提货放缓。

- 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；
- 美国关税即将落地及公司可能因此转产带来美国市场部分产品盈利水平变化；
- VCS及Zoom、微软平台新产品推广初期增速还具有一定不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,874	3,600	4,445	6,071	8,028
货币资金	89	372	656	1,316	2,167
应收及预付	181	314	337	495	556
存货	182	197	279	330	447
其他流动资产	2,422	2,716	3,173	3,930	4,859
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	4,615	6,263	8,244
流动负债	149	249	268	388	447
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	85	152	153	232	256
其他流动负债	64	98	115	156	191
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	268	388	447
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	2,655	4,182	6,100
归属母公司股东权益	2,874	3,499	4,347	5,875	7,797
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	3,023	3,750	4,615	6,263	8,244

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,388	1,815	2,458	3,111	3,900
营业成本	526	694	877	1,138	1,430
营业税金及附加	14	22	29	37	47
销售费用	79	106	165	208	261
管理费用	35	45	44	56	70
研发费用	100	137	143	180	226
财务费用	25	-17	-15	-30	-52
资产减值损失	3	8	11	13	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	34	107	130	160	190
营业利润	649	935	1,344	1,680	2,110
营业外收支	2	0	0	0	0
利润总额	651	935	1,345	1,680	2,110
所得税	61	84	122	153	192
净利润	591	851	1,222	1,527	1,918
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	591	851	1,222	1,527	1,918
EBITDA	640	829	1,211	1,505	1,883
EPS (元)	3.96	2.84	2.04	2.55	3.20

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	516	684	1,023	1,288	1,623
净利润	591	851	1,222	1,527	1,918
折旧摊销	7	17	11	14	17
营运资金变动	-73	-81	-94	-105	-135
其它	-9	-104	-117	-147	-176
投资活动现金流	-2,407	-189	-363	-630	-776
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	147	174
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	284	659	851
期初现金余额	546	89	372	656	1,316
期末现金余额	89	372	656	1,316	2,167

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	50.2	30.8	35.4	26.6	25.4
营业利润增长	44.8	44.1	43.7	25.0	25.6
归母净利润增长	36.7	44.1	43.5	25.0	25.6
获利能力					
毛利率	62.1	61.8	64.3	63.4	63.3
净利率	42.6	46.9	49.7	49.1	49.2
ROE	20.6	24.3	28.1	26.0	24.6
ROIC	20.6	23.6	29.6	29.7	30.1
偿债能力					
资产负债率	4.9	6.7	5.8	6.2	5.4
净负债比率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	19.31	14.43	16.60	15.65	17.97
速动比率	18.05	13.62	15.53	14.77	16.94
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.54	0.59	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	2.04	2.55	3.20
每股经营现金流	3.45	2.28	1.71	2.15	2.71
每股净资产	19.25	11.68	7.26	9.81	13.02
估值比率					
P/E	33.70	27.32	35.25	28.21	22.46
P/B	6.93	6.65	9.91	7.33	5.53
EV/EBITDA	30.95	27.61	35.04	27.75	21.74

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：资深分析师，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：资深分析师，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。
- 庞倩倩：资深分析师，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。
- 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。

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	1401-1410室
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。