

亿联网络 (300628.SZ)

高增长符合预期，业务将保持稳健推进

评级：买入（维持）

市场价格：元

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

电话：021-20315728

Email: chenning@r.qlzq.com.cn

分析师：易景明

执业证书编号：S0740518050003

电话：021-20315728

Email: yijm@r.qlzq.com.cn

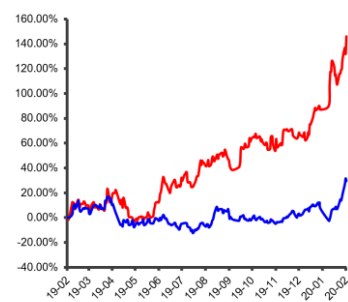
研究助理：周铃雅

Email: zhouly@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	599.47
流通股本(百万股)	149.35
市价(元)	101.8
市值(百万元)	61025.64
流通市值(百万元)	15203.72

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《业务保持高速增长，战略重心持续强化》2019.10.27

《规模业绩高速增长，业务发展持续深化》2019.8.14

《快速增长势头持续，云+端布局成效显著》2019.4.24

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,388	1,815	2,493	3,290	4,289
增长率 yoy%	50.23%	30.81%	37.31%	31.99%	30.35%
净利润	591	851	1,251	1,560	1,886
增长率 yoy%	36.65%	44.13%	46.92%	24.71%	20.90%
每股收益(元)	0.99	1.42	2.79	3.48	4.20
每股现金流量	0.86	1.14	1.96	2.24	2.64
净资产收益率	20.56%	24.33%	28.96%	29.18%	28.47%
P/E	103.30	71.67	36.53	29.29	24.23
PEG	2.70	2.36	0.86	0.77	0.80
P/B	4.79	5.84	9.62	11.91	14.76

备注：

投资要点

- 公司公布 2019 年业绩快报，全年实现营收 24.93 亿元，同比增 37.31%；实现归属上市公司股东净利润 12.51 亿元，同比增 46.92%。
- 业绩高速增长符合预期，盈利能力保持强劲。公司业绩整体保持高速增长，12.51 亿元接近此前业绩预告的上限，符合预期。营收和净利润的双双提升，得益于企业通信市场持续增长和公司市场的有效开拓：在 SIP 业务保持了较高增长的同时，VCS 业务也如预期中的实现了高速增长，公司开拓海内外市场的战略得到有效推进；同时公司通过新品持续迭代，产品结构升级保持住了价格稳定，综合毛利率季度环比也在提升，此外美元汇率上升使得公司毛利率稳中有升；同时公司整体费用率保持稳定，并加强了资金管理力度。总体上，公司在持续实现的营收业绩快速增长的同时，强劲盈利能力依然稳固。
- 外部环境或使收入波动加大，但总体上依然能保持稳健增长。自去年 5 月份美国公布 3000 亿加税清单后，公司采取应对措施，包括经销商提前增加库存等。因此美国经销商提前备库存推高了上半年，尤其是 Q2 的业绩增长；而英国脱欧计划也促使 Q3 英方经销商加大了备货。外部经营环境虽然存在不确定性，但作为企业经营必需品，SIP 和 VCS 受宏观波动冲击较小，从往期来看，海外企业市场自发选购公司产品的意愿保持稳定。虽然提前备货增大了海外销售的波动，但从全年和长远来看，我们认为市场需求稳中向上，订单和业绩预计将保持稳健增长。
- SIP 业务向高端深化，产业引领者地位持续巩固。得益于 2018 年至今公司在 SIP 业务上持续投入大量的研发力量，已有产品线持续升级完善，满足了更深层次的用户需求；系列高端新品助力公司跨入高端企业市场的，带来新的增长机会。从而使公司在 2018 年全球 SIP 市场份额第一的基础上，产品结构向升级，规模同比保持 30%以上的高增速，同时毛利率同比也出现了明显上升。原有产品线的进一步完善，叠加高端新品的上市推广，共同使得公司在 2019 进一步稳固了在 SIP 话机领域的竞争优势，产业引领者地位持续巩固。我们认为，SIP 市场整体渗透率仍在提升，竞争格局虽然逐渐进入均衡期，但公司在多个维度的竞争优势稳固，将保证其在份额上的持续提升。
- VCS 业务规模接近翻倍，仍有庞大成长空间。VCS 在 2019H1 实现 94.67% 的高速增长，销售占比提升至 12.03%，预计全年将保持 90%左右增速。作为公司远期的战略重点方向，未来将承担起对公司的全面引领，因此还具有庞大的成长空间。公司一方面着眼于系统和终端在技术性能上的不断提升，发布的新版本云视频在底层技术上脱胎换骨，强大性能将逐步显现；另一方面针对性地加大了对 VCS 业务的销售投入，旨在增强销售实力。国内渠道已实现了区域全覆盖，拓展政企客户取得重要突破，海内外市场也在同步开拓。另外也持续和内容平台巨头加强合作，除微软外，与腾讯、电信等新签订了战略合作。公司业务间的协同和资源复用效应将持续释放，未来政企市场的云+端整体解决方案将取得更大的进展。
- 盈利预测与估值：我们预计公司 2019 到 2021 年将实现净利润分别为 12.51 亿、15.6 亿和 18.86 亿元，对应 EPS 分别为 2.79、3.48 和 4.2 元，维持买入评级。
- 风险提示事件：中美贸易风险、汇率波动风险、新业务拓展不力风险、竞争风险

图表 1: 财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,388	1,815	2,493	3,290	4,289
增长率	50.2%	30.8%	37.3%	32.0%	30.4%
营业成本	-526	-694	-865	-1,169	-1,632
% 销售收入	37.9%	38.2%	34.7%	35.5%	38.1%
毛利	862	1,122	1,627	2,121	2,656
% 销售收入	62.1%	61.8%	65.3%	64.5%	61.9%
营业税金及附加	-14	-22	-25	-33	-43
% 销售收入	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-79	-106	-137	-181	-236
% 销售收入	5.7%	5.9%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用	-135	-45	-224	-296	-401
% 销售收入	9.7%	2.5%	9.0%	9.0%	9.4%
息税前利润 (EBIT)	634	949	1,241	1,611	1,976
% 销售收入	45.7%	52.3%	49.8%	49.0%	46.1%
财务费用	-25	17	22	15	10
% 销售收入	1.8%	-0.9%	-0.9%	-0.5%	-0.2%
资产减值损失	3	8	5	5	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	34	107	100	75	60
% 税前利润	5.3%	9.9%	7.3%	4.4%	2.9%
营业利润	646	1,081	1,368	1,706	2,053
营业利润率	46.5%	59.5%	54.9%	51.9%	47.9%
营业外收支	2	0	1	1	10
税前利润	648	1,081	1,368	1,707	2,062
利润率	46.7%	59.5%	54.9%	51.9%	48.1%
所得税	-61	-84	-108	-136	-164
所得税率	9.4%	7.8%	7.9%	7.9%	8.0%
净利润	591	851	1,251	1,560	1,886
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	591	851	1,251	1,560	1,886
净利率	42.6%	46.9%	50.2%	47.4%	44.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	591	851	1,251	1,560	1,886
加: 折旧和摊销	7	17	20	22	25
资产减值准备	3	8	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	22	-2	-22	-15	-10
投资收益	-34	-107	-100	-75	-60
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-2,431	-367	26	-150	-257
经营活动现金净流	516	684	1,175	1,342	1,584
固定资本投资	-50	7	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-2,407	-189	38	12	7
股利分配	-239	-239	-429	-534	-607
其他	1,696	27	20	15	10
筹资活动现金净流	1,457	-212	-408	-519	-597
现金净流量	-435	282	804	835	993

资产负债表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	372	1,177	2,012	2,012	3,005
应收款项	320	315	518	518	603
存货	197	263	359	359	517
其他流动资产	2,710	2,568	2,571	2,571	2,623
流动资产	3,600	4,323	5,460	5,460	6,748
% 总资产	96.0%	95.7%	95.9%	95.9%	96.3%
长期投资	5	7	9	9	11
固定资产	103	114	123	123	129
% 总资产	2.7%	2.5%	2.2%	2.2%	1.8%
无形资产	37	37	36	36	36
非流动资产	150	192	232	232	261
% 总资产	4.0%	4.3%	4.1%	4.1%	3.7%
资产总计	3,750	4,516	5,692	5,692	7,009
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	183	131	282	282	318
其他流动负债	66	63	63	63	64
流动负债	249	194	345	345	383
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1	1
负债	251	195	346	346	384
普通股股东权益	3,499	4,320	5,346	5,346	6,625
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,750	4,516	5,692	5,692	7,009

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	1.42	2.79	3.48	4.20	4.20
每股净资产 (元)	5.84	9.62	11.91	14.76	14.76
每股经营现金净流 (元)	1.14	1.96	2.24	2.64	2.64
每股股利 (元)	0.40	0.95	1.19	1.19	1.35
回报率					
净资产收益率	24.33%	28.96%	29.18%	29.18%	28.47%
总资产收益率	22.71%	27.70%	27.41%	27.41%	26.91%
投入资本收益率	30.04%	39.46%	49.35%	49.35%	56.23%
增长率					
营业总收入增长率	30.81%	37.31%	31.99%	31.99%	30.35%
EBIT增长率	57.55%	27.58%	25.76%	25.76%	20.83%
净利润增长率	44.13%	46.92%	24.71%	24.71%	20.90%
总资产增长率	24.05%	20.42%	26.05%	26.05%	23.13%
资产管理能力					
应收账款周转天数	49.6	45.9	45.6	45.6	47.1
存货周转天数	37.7	33.2	34.0	34.0	36.8
应付账款周转天数	56.8	51.3	51.1	51.1	53.1
固定资产周转天数	21.1	15.7	13.0	13.0	10.6
偿债能力					
净负债/股东权益	-33.63%	-46.57%	-56.21%	-56.21%	-35.95%
EBIT利息保障倍数	-61.2	-60.7	-112.0	-112.0	-203.0
资产负债率	6.68%	4.33%	6.08%	6.08%	5.47%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。