

亿联网络 (300628.SZ)

考虑欧洲备货及汇率影响业绩仍超预期

核心观点:

公司发布 19 前三季度业绩预告: 预计 19 年前三季度营收 17.8 亿元~19.1 亿元, 同比增长 35%~45%, 增速中值 40%。归母净利润 9.3 亿元~10.0 亿元, 同比增长 40%~50%, 增速中值 45%。扣非归母净利润 8.4 亿元~9.0 亿元, 同比增长 46%~57%, 增速中值 51%。

● 汇率贡献减弱, 考虑欧洲备货影响业绩仍超预期, 新兴业务值得关注

Q3 以来, 汇率同比增长分布在 1%-5%之间, 较 19H1 有所减弱。按 18 年末汇率计算, 英国 18 年 GDP 约 2.73 万亿美元, 约为欧盟 18 年 GDP13.19 万亿美元的 21%。(数据来源: wind)。大致考虑英国在欧盟的经济地位, 即使假设经销商进行一个季度或略多的提前备货, 对 Q3 营收的影响最多也在数千万量级。同时, 考虑到 Q2 美国经销商提前备货带来的库存消化影响, 公司内生业绩增速仍超出预期。公司新兴业务进展值得关注。19 年 9 月 12 日, 亿联公众号发布其新一代 Microsoft Teams 会议室产品。

● 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.02 元/股、2.51 元/股及 3.15 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 12.1 亿、15.1 亿、18.9 亿, 增长率分别为 42%, 24%, 25%。按最新收盘价对应 PE 分别为 34、27、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, 且具有向上弹性, 我们认为可以给予公司 19 年 35 倍 PE 估值, 对应合理价值为 70.74 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。

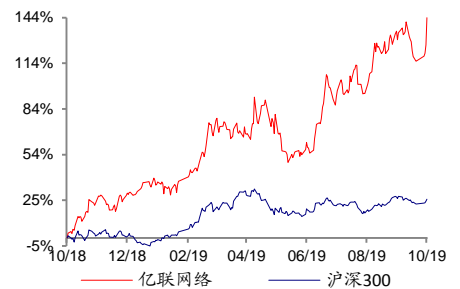
盈利预测:

	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	1,199	1,493	1,871
净利润(百万元)	591	851	1,211	1,506	1,888
增长率(%)	36.7	44.1	42.2	24.4	25.3
EPS(元/股)	3.96	2.84	2.02	2.51	3.15
市盈率(P/E)	33.70	27.32	33.99	27.33	21.80
市净率(P/B)	6.93	6.65	9.49	7.04	5.32
EV/EBITDA	30.95	27.61	33.80	26.71	20.87

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	68.7 元
合理价值	70.74 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-13

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002



SFC CE No. BNX004



021-60750605



gflinuxefeng@gf.com.cn

相关研究:

- 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
- 亿联网络(300628.SZ):业绩 2019-07-10
增长喜人, 下游库存及汇率值得关注

联系人:

钱砾 021-60750604

qianli@gf.com.cn

公司发布 19 前三季度业绩预告

公司发布2019前三季度业绩预告:

- 预计19年前三季度营收17.8亿元~19.1亿元,同比增长35%~45%,增速中值40%。
- 预计19年前三季度归母净利润9.3亿元~10.0亿元,同比增长40%~50%,增速中值45%。
- 预计19年前三季度扣非归母净利润8.4亿元~9.0亿元,同比增长46%~57%,增速中值51%。

据此推算:

- 预计19Q3单季营收6.1亿元~7.4亿元,同比增长27%~54%,增速中值40%。
- 预计19Q3单季归母净利润3.2亿元~3.9亿元,同比28%~53%,增速中值40%。
- 预计19Q3单季扣非归母净利润2.9亿元~3.6亿元,同比32%~62%,增速中值47%。

➤ 营收增长主要系:

(1) 各业务增长符合预期,销售收入保持较好的增长态势;

(2) 美元汇率波动对收入同比增长带来了有利影响;

(3) 三季度末,为应对“英国脱欧”事件影响,欧洲部分区域经销商适当提高了库存备货规模。

➤ 净利润增长主要系:

(1) 业务发展良好,营业收入保持较好增长;

(2) 主要产品在市场上仍然保持较强的竞争力,产品售价保持稳定,受汇率利好及产品结构优化等因素影响,毛利率有一定提升;

(3) 公司加强资金管理,维持稳定的投资收益水平。

1. 和19Q2相比:

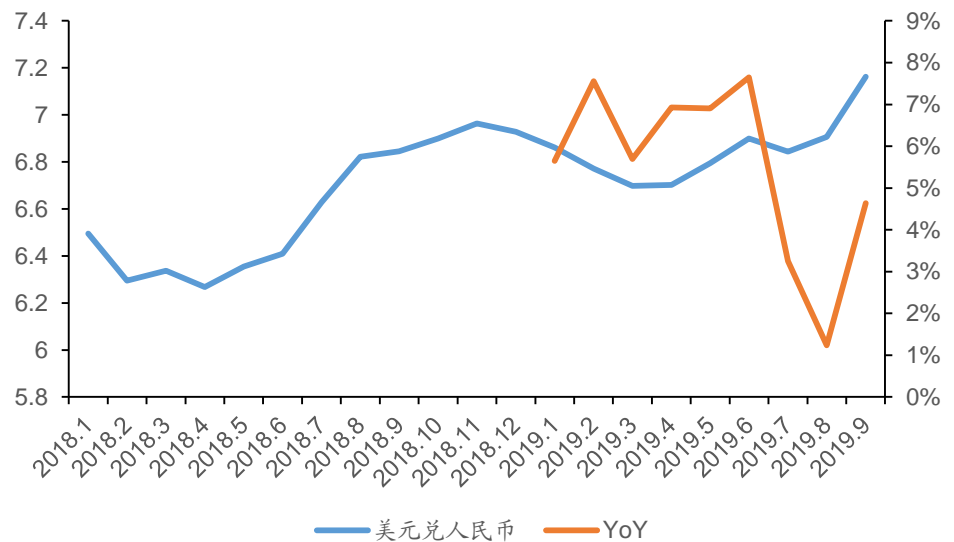
19Q2营收6.41亿,归母净利润3.46亿,扣非归母净利润3.16亿。

- 19Q3营收预告中值6.71亿,环比增长约5%;
- 19Q3归母净利润预告中值3.56亿,环比增长约3%;
- 19Q3扣非归母净利润预告中值3.24亿,环比增长约3%。

2. 汇率贡献较上半年减弱,考虑欧洲备货影响业绩仍超预期,新兴业务值得关注

19H1汇率对收入的贡献大约在4%-8%之间波动。进入Q3以来,汇率对公司收入的同比增长的贡献有所回落,分布在1%-5%之间。

图1: 美元兑人民币汇率 (左轴) 及同比值 (右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

另一方面, 考虑到英国2018年GDP约2.14万亿英镑, 欧盟GDP为11.5万亿欧元。按2018年末汇率 (欧元兑美元1.1466, 英镑兑美元1.2757) 计算, 英国2018年GDP约2.73万亿美元, 约为欧盟18年GDP13.19万亿美元的21%。(数据来源: wind)

据亿联网络中报, 2019H1欧洲区营收约4.0亿元人民币, 平均单季度营收在2亿元人民币左右。

大致考虑英国在欧盟的经济地位, 即使假设相关经销商进行一个季度或略多的提前备货, 对Q3营收的影响最多也在数千万量级。同时, 考虑到Q2美国地区经销商提前备货带来的库存消化影响, 公司内生业绩增速仍然超出预期。公司新兴业务进展值得关注。

2019年9月12日, 亿联公众号发布其新一代Microsoft Teams会议室产品, 包括MVC300、MVC500、MVC800等多款视频会议智能终端。未来, 亿联网络与微软还将围绕商务用户的各类应用场景需求, 在智能桌面终端、便携式会议电话、商务耳麦等领域持续加深合作。

3. 预计2019-2021年EPS分别为2.02元/股、2.51元/股及3.15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12.1亿、15.1亿、18.9亿, 增长率分别为42%, 24%, 25%。按最新收盘价对应PE分别为34、27、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, 且具有向上弹性, 我们认为可以给予公司19年35倍PE估值, 对应合理价值为70.74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						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,874	3,600	4,434	6,038	7,966	经营活动现金流	516	684	1,011	1,277	1,613
货币资金	89	372	645	1,283	2,104	净利润	591	851	1,211	1,506	1,888
应收及预付	181	314	337	495	556	折旧摊销	7	17	11	14	17
存货	182	197	279	330	447	营运资金变动	-73	-81	-94	-105	-135
其他流动资产	2,422	2,716	3,173	3,930	4,859	其它	-9	-104	-117	-137	-156
非流动资产	149	150	170	192	216	投资活动现金流	-2,407	-189	-363	-640	-796
长期股权投资	0	1	1	1	1	资本支出	-52	-20	-21	-24	-27
固定资产	110	103	112	122	131	投资变动	-2,390	-276	-3,152	-753	-923
在建工程	0	0	0	0	0	其他	34	107	2,810	137	154
无形资产	36	37	38	38	39	筹资活动现金流	1,457	-212	-376	1	4
其他长期资产	3	9	19	31	44	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	3,023	3,750	4,603	6,231	8,181	股权融资	1,593	27	0	0	0
流动负债	149	249	268	388	447	其他	-136	-239	-376	1	4
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	-435	282	273	638	821
应付及预收	85	152	153	232	256	期初现金余额	546	89	372	645	1,283
其他流动负债	64	98	115	156	191	期末现金余额	89	372	645	1,283	2,104
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	2,644	4,150	6,038						
归属母公司股东权益	2,874	3,499	4,335	5,843	7,735						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	3,023	3,750	4,603	6,231	8,181						

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	138	171	211
管理费用	35	45	52	65	82
研发费用	100	137	175	221	277
财务费用	25	-17	-15	-29	-51
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	150	170
营业利润	649	935	1,332	1,657	2,076
营业外收支	2	0	0	0	0
利润总额	651	935	1,332	1,657	2,077
所得税	61	84	121	151	189
净利润	591	851	1,211	1,506	1,888
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	591	851	1,211	1,506	1,888
EBITDA	640	829	1,199	1,493	1,871
EPS (元)	3.96	2.84	2.02	2.51	3.15

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	42.4	24.4	25.3
归母净利润增长	36.7	44.1	42.2	24.4	25.3
获利能力					
毛利率	62.1	61.8	64.3	63.4	63.3
净利率	42.6	46.9	49.3	48.4	48.4
ROE	20.6	24.3	27.9	25.8	24.4
ROIC	20.6	23.6	29.3	29.5	29.9
偿债能力(%)					
资产负债率	4.9	6.7	5.8	6.2	5.5
净负债比率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	19.31	14.43	16.56	15.56	17.83
速动比率	18.05	13.62	15.49	14.69	16.80
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	2.02	2.51	3.15
每股经营现金流	3.45	2.28	1.69	2.13	2.69
每股净资产	19.25	11.68	7.24	9.75	12.91
估值比率					
P/E	33.70	27.32	33.99	27.33	21.80
P/B	6.93	6.65	9.49	7.04	5.32
EV/EBITDA	30.95	27.61	33.80	26.71	20.87

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。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 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
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。