

亿联网络 (300628)

证券研究报告

2019年07月10日

1H19 业绩强劲依旧，持续看好天风通信新牛股——亿联网络

事件：

公司发布 19 年上半年业绩预告，预计营收为 11.00 亿元~12.00 亿元，同比增长 31%~43%，中位值为：11.51 亿元；预计归母净利润为：5.9 亿元~6.4 亿元，同比增长：44%~56%，中位值为：6.15 亿元。

Q2 单季度营收同比增速约为 32.71%~56.27%，各业务发展符合预期

公司是国际领先的企业通信与协作解决方案提供商，面向全球提供“云+端”视频会议服务。截至 2019 上半年，公司业务持续增长，产品结构持续优化，研发项目稳步推进，整体呈现持续稳健发展态势。单季度来看，预计 Q2 整体营收同比增速为 32.71%~56.27%。主要由于：1) 公司海外市场以美元报价为主，汇率波动对收入同比增长带来有利影响；2) 公司各业务块增长符合预期，营业收入保持较好的增长态势；3) 在中美“贸易战”的征税预期下，美国经销商存在提前适当备货的情形。

产品结构优化，毛利率提升以及人民币贬值，1H19 归母净利润同比增速高

公司预计报告期内非经常性损益对 19 上半年净利润的影响约为 7 千万元，去年同期非经常性损益为 5.5 千万元。扣非后，19 上半年归母净利润增速约为 46.61%~60.47%。主要由于：1) 公司产品在市场上仍然保持较强的竞争力，产品售价保持稳定，受汇率及产品结构优化等因素影响，毛利率有较大提升；2) 公司加强资金管理，维持稳定的投资收益水平。同时，我们认为，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 年的 9.7%，VCS 高清会议视频系统业务在持续高速增长的情况下，相较于 SIP 统一通信桌面终端业务具备更高的毛利率。

SIP 业务是业绩坚实的基础，VCS 业务有望持续注入活力

根据 Frost & Sullivan 的数据，SIP 终端细分领域 17-21 年全球整体规模有望从 11 亿美元增长至 20 亿美元左右，行业保持复合增速 16% 左右。我们认为，受益于全球云化趋势，尤其是以中小型企业客户在选择“按需收费”的“云”模式下，公司作为全球 SIP 终端行业龙头有望持续受益，为公司增长提供强而有力的业绩支撑。

根据 Frost & Sullivan 的数据，17 年中国视频会议市场规模为 110.4 亿元，未来 5 年将维持 30% 以上的复合增速，22 年达 445.7 亿元。公司 VCS 业务面向全球客户，且根据客户需求提供“软硬兼备”的解决方案，新业务占整体收入比不断提升。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，国内工商业企业需求有望得到进一步释放。同时，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：

综上所述，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。基于上半年公司各业务稳步发展、新业务占比持续提升、人民币贬值因素影响，我们将 19、20、21 年盈利预测由 10.82 亿元、13.67 亿元和 17.17 亿元上调至 11.38 亿元、14.66 亿元和 18.32 亿元，我们预计，19、20 年 EPS 分别为：1.90 元、2.45 元，维持“买入”评级，持续推荐！

风险提示：SIP 业务行业竞争格局加剧、VCS 业务发展不及预期、汇率波动导致收入增速放缓、中美贸易摩擦等

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	53.2 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)	31,870.63
流通 A 股市值(百万元)	7,945.95
每股净资产(元)	12.46
资产负债率(%)	5.04
一年内最高/最低(元)	119.35/52.51

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
王俊贤	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080002	wangjunxian@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

- 《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
- 《亿联网络-公司点评:19Q1 符合预期，持续坚定推荐全球 UC 解决方案龙头》 2019-04-10
- 《亿联网络-公司点评:SIP 业务稳健发展，VCS 业务快速推进，持续看好!》 2019-02-27

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)	53.95	37.43	28.01	21.75	17.40
市净率(P/B)	11.09	9.11	7.58	6.27	5.16
市销率(P/S)	22.97	17.56	13.50	10.55	8.31
EV/EBITDA	25.69	21.50	24.12	18.57	14.42

资料来源: wind, 天风证券研究所

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	53.95	37.43	28.01	21.75	17.40
市净率	11.09	9.11	7.58	6.27	5.16
EV/EBITDA	25.69	21.50	24.12	18.57	14.42
EV/EBIT	25.90	21.85	24.27	18.69	14.51

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