

投资评级 优于大市 维持

VCS 保持高增长态势，SIP 龙头地位凸显

股票数据

10月14日收盘价(元)	68.20
52周股价波动(元)	52.40-119.35
总股本/流通A股(百万股)	599/149
总市值/流通市值(百万元)	40857/10186

相关研究

《上半年增长强劲，VCS 发展迎来良机》
2019.07.15

《SIP 稳定增长，VCS 迎来机遇》2019.04.25

《全年业绩延续增长，自有现金充足》
2019.01.20

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	3.4	16.8	23.4
相对涨幅 (%)	3.9	9.4	19.6

资料来源：海通证券研究所

投资要点:

- **事件:** 亿联网络发布 2019 年三季度业绩预告。本期营业收入预计 17.8-19.1 亿元，同比增长 35%~45%；归属于上市公司股东的净利润预计为 9.3-10.0 亿元，同比增长 40%~50%。
- **经销商提前备货及汇率波动有利，带动公司营收业绩强劲。** 2019Q3 营收预计 6.06-7.36 亿元，同比+27%~+54%；归母净利润预计 3.23-3.89 亿元，同比+28%~+53%。公司海外市场以美元报价为主，美元升值对收入同比增长带来有利影响；另外，“贸易摩擦”征税和“英国脱欧”事件预期影响下，美国和欧洲经销商提前适当备货，公司业绩高企。
- **VCS 业务保持高增长态势。** 截至 Q3 季度，我们预计 VCS 业务营收 1.78-1.91 亿元，营收占比约 10%（2018 年 9.66%；2017 年 6.46%），保持良好态势，预计今年全年有望保持高增速。
- **SIP 龙头地位凸显，与微软的战略合作持续深化。** 公司 SIP 终端及 DECT 营收占比约 90%，其中，大客户（运营商）的营收占比在 30%左右，保证了公司在 SIP 终端业务稳定增长。根据 Frost & Sullivan 的报告，2018 年按销售量计算，公司在 IP 话机终端市场的市占率为全球第二，为 14.5%，在 SIP 话机市场的市占率为全球第一，为 27.3%。同时公司与微软战略合作持续深化，在产品研发方面将致力于利用 AI 技术打造现代智能办公的创新产品。我们预计，未来公司将进一步以 SIP 统一通信桌面终端为核心，通过差异化的销售体系与微软合作开拓高端市场、逐渐实现目标市场的向上渗透，同时推动渠道下沉和大客户拓展，支撑公司未来业绩发展。
- **“云-端”模式助力云视讯企业发展。** “云-端”模式让用户使用成本大幅下降，越来越多的中小企业开始采用云视讯系统，参考北美上市云视讯公司 Zoom 的快速发展，在视频会议系统快速向中小企业渗透的背景下，云视讯企业迎来发展良机！
- **盈利预测。** 公司作为中国统一通信细分领域龙头，全球第一的 SIP 话机供应商，海外蚕食 Polycom、思科等传统巨头市场份额，并发力 VCS 视频系统业务，构建持续快速的成长能力。我们预测 2019-2021 年度营业总收入为 23.98（+32.1%）、31.89（+33.0%）和 42.29（+32.6%）亿元，净利润为 11.06（+29.9%）、14.23（+28.6%）和 18.24（+28.1%）亿元。给予 2019 年 PE 区间 36-42x，对应合理价值区间 66.6-77.7 元，“优于大市”评级。
- **风险提示。** SIP 统一通信桌面终端增长放缓，VCS 市场发展不及预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1388	1815	2398	3189	4229
(+/-)YoY(%)	50.2%	30.8%	32.1%	33.0%	32.6%
净利润(百万元)	591	851	1106	1423	1824
(+/-)YoY(%)	36.7%	44.1%	29.9%	28.6%	28.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.99	1.42	1.85	2.38	3.04
毛利率(%)	62.1%	61.8%	62.4%	63.1%	63.9%
净资产收益率(%)	20.6%	24.3%	24.2%	23.7%	23.3%

资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师:朱劲松

Tel:(010)50949926

Email:zjs10213@htsec.com

证书:S0850515060002

分析师:张峰青

Tel:(021)23219383

Email:zzq11650@htsec.com

证书:S0850518090002

表 1 亿联网络可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
603660.SH	苏州科达	11.91	60	0.89	0.83	1.06	13	14	11
002467.SZ	二六三	6.09	82	0.11	0.12	0.16	55	51	38
300609.SZ	汇纳科技	39.82	40	0.65	0.90	1.23	61	44	32
						平均	43	36	27
300628.SZ	亿联网络	68.20	409	1.42	1.85	2.38	55	37	29

备注：收盘价日期为 2019 年 10 月 14 日；可比公司 EPS 采用 wind 一致预期
 因 Wind 不再提供真视通与星网宇达的一致预测数据，二六三与公司业务重合程度较高，故调整可比公司。
 资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 分项盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
1、SIP 统一通信桌面终端				
主营业务收入 (百万元)	1342.63	1638.01	1990.18	2388.21
增长率 (%)	23.01%	22.00%	21.50%	20.00%
2、DECT 统一通信无线终端				
销售总收入 (百万元)	220.09	330.13	478.69	670.16
增长率 (%)	51.45%	50.00%	45.00%	40.00%
3、VCS 高清视频会议系统				
销售总收入 (百万元)	175.31	333.09	599.57	1019.27
增长率 (%)	95.68%	90.00%	80.00%	70.00%
主营业务收入合计 (百万元)	1815.36	2397.90	3189.27	4228.68
综合增长率 (%)	30.81%	32.09%	33.00%	32.59%
综合毛利率 (%)	61.79%	62.39%	63.10%	63.88%

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	1815	2398	3189	4229
每股收益	1.42	1.85	2.38	3.04	营业成本	694	902	1177	1528
每股净资产	5.84	7.64	10.02	13.06	毛利率%	61.8%	62.4%	63.1%	63.9%
每股经营现金流	1.14	1.62	2.01	2.63	营业税金及附加	22	29	39	51
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	106	116	165	215
P/E	54.64	36.93	28.70	22.40	营业费用率%	5.9%	4.9%	5.2%	5.1%
P/B	13.29	8.93	6.81	5.22	管理费用	45	62	96	148
P/S	11.25	17.04	12.81	9.66	管理费用率%	2.5%	2.6%	3.0%	3.5%
EV/EBITDA	27.61	35.96	26.49	19.44	EBIT	812	1097	1438	1873
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-17	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	61.8%	62.4%	63.1%	63.9%	资产减值损失	8	0	0	0
净利润率	46.9%	46.1%	44.6%	43.1%	投资收益	107	112	118	124
净资产收益率	24.3%	24.2%	23.7%	23.3%	营业利润	935	1217	1565	2006
资产回报率	22.7%	22.8%	22.4%	22.0%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	23.6%	31.7%	40.3%	50.5%	利润总额	935	1217	1565	2006
盈利增长 (%)					EBITDA	829	1097	1438	1873
营业收入增长率	30.8%	32.1%	33.0%	32.6%	所得税	84	111	142	182
EBIT 增长率	28.1%	35.1%	31.2%	30.2%	有效所得税率%	9.0%	9.1%	9.0%	9.1%
净利润增长率	44.1%	29.9%	28.6%	28.1%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	851	1106	1423	1824
资产负债率	6.7%	5.5%	5.6%	5.6%					
流动比率	14.4	17.6	17.4	17.7	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	13.6	16.6	16.5	16.7	货币资金	372	1429	2753	4450
现金比率	1.5	5.4	7.7	9.7	应收账款及应收票据	309	304	412	543
经营效率指标					存货	197	242	318	412
应收账款周转天数	48.8	46.3	47.1	46.9	其它流动资产	2721	2720	2725	2732
存货周转天数	99.9	98.0	98.6	98.4	流动资产合计	3600	4696	6208	8136
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	长期股权投资	1	1	1	1
固定资产周转率	17.0	23.3	31.0	41.1	固定资产	103	103	103	103
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	37	37	37	37
					非流动资产合计	150	150	150	150
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	3750	4845	6358	8286
净利润	851	1106	1423	1824	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	142	133	177	228
非现金支出	25	0	0	0	预收账款	9	13	17	23
非经营收益	-112	-112	-118	-124	其它流动负债	98	121	162	210
营运资金变动	-81	-21	-100	-126	流动负债合计	249	267	356	461
经营活动现金流	684	973	1205	1574	长期借款	0	0	0	0
资产	-20	0	0	0	其它长期负债	1	1	1	1
投资	-276	0	0	0	非流动负债合计	1	1	1	1
其他	107	112	118	124	负债总计	251	268	357	462
投资活动现金流	-189	112	118	124	实收资本	300	599	599	599
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	3499	4577	6001	7825
股权募资	27	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-239	-29	0	0	负债和所有者权益合计	3750	4845	6358	8286
融资活动现金流	-212	-29	0	0					
现金净流量	282	1057	1323	1698					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 14 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

朱劲松 通信行业
张峥青 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国联通, 通宇通讯, 深南电路, 光迅科技, 世嘉科技, 高新兴, 中新赛克, 烽火通信, 海能达, 光环新网, 亨通光电, 博创科技, 迪普科技, 硕贝德, 中国铁塔, 锐科激光, 中兴通讯, 日海智能, 星网锐捷, 亿联网络, 紫光股份, 网宿科技, 深信服, 麦捷科技, 数据港, 华工科技, 中际旭创, 中天科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。