

亿联网络 (300628.SZ)

收入和利润持续高增长印证市场景气

公司公布一季报, 实现营业收入 3.13 亿元, 同比增长 67%; 实现归母净利润 1.41 亿元, 同比增长 90%; 实现扣非净利润 1.41 亿元, 同比增长 95%。

2017 年报告期内, 公司所得税暂按 10% 计提, 但存在不确定性, 而 2016 年同期为 15%。我们假设 2016 年一季度按 10% 税率计算所得税, 那么同口径下归母净利润为 0.78 亿元, 2017 年第一季度较 2016 年同比增长 81%。

● 公司 17Q1 收入增速达到 67%, 印证海外中小企业 SIP 市场高增速

公司较高的收入增速 (67%) 印证了我们团队之前在 3 月 11 日发布的覆盖报告以及在 4 月 14 日发布的深度报告《短期 SIP 终端支撑高增长, 长期看 VCS》的论述-海外中小企业 SIP 话机市场在 UCaaS 快速渗透带动下依然会保持较高的增速。我们认为公司收入增速将会继续保持较高水平。

● 公司 17Q1 现金流有一定波动, 可能系偶发因素

公司现金流入同比增长 39.8%, 现金流出同比增长 41.2%, 考虑到公司货物主要通过海运完成, 中间流程较长, 大批货物的到港节奏变化可能影响现金流。采购活动也受公司存货管理和支付周期的影响。

17Q1 支付职工及为职工支付的现金额 4636 万与去年同期 1795 万的差额为 2841 万元, 差额较大。而公司的管理费用/销售费用并未大幅增加, 我们认为这可能和工资和奖金的支付政策有关, 也可能属于偶发因素。

● 17-19 年业绩分别为 8.76 元/股、12.4 元/股、16.8 元/股

预测公司 17~19 年营收分别为 13.4/18.5/25.2 亿元, 增速分别为 44.9%、38.0%、36.5%, 净利润为 6.54/9.24/12.6 亿元, 净利润增长率分别为 51.3%、41.3%、36.1%。对应 PE 分别为 37/26/19 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示

公司绝大部分收入来源于海外, 超过 75% 来自于欧美, 有较大的税率和汇率风险; 技术和市场竞争风险; 募投项目进展不及预期风险。

盈利预测:

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 661.91 | 923.74 | 1,338.56 | 1,847.23 | 2,521.76 |
| 增长率 (%) | 35.54% | 39.56% | 44.91% | 38.00% | 36.52% |
| EBITDA (百万元) | 263.90 | 418.83 | 670.68 | 936.65 | 1,307.33 |
| 净利润 (百万元) | 247.62 | 432.32 | 653.92 | 923.88 | 1,257.64 |
| 增长率 (%) | 64.46% | 74.59% | 51.26% | 41.28% | 36.13% |
| EPS (元/股) | 4.422 | 7.720 | 8.758 | 12.373 | 16.843 |
| 市盈率 (P/E) | - | - | 37.00 | 26.19 | 19.24 |
| 市净率 (P/B) | - | - | 7.94 | 6.09 | 4.63 |
| EV/EBITDA | - | - | 32.86 | 23.66 | 16.82 |

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 | 324.00 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2017-04-27 |

分析师: 刘雪峰 S0260514030002
 02160750605
 gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究:

亿联网络 (300628.SZ): 短 2017-04-14
 期 SIP 终端支撑高增长, 长期看 VCS
 亿联网络 (300628.SZ): 细 2017-03-11
 分科技行业的高成长龙头企业

联系人: 张璋 021-60759787
 zhangzhang@gf.com.cn

公司发布 2017 年 Q1 业绩，接近预告上限

公司发布2017年一季度报告：

- 实现营业总收入3.13亿元，同比增长67%；
- 实现归母净利润为1.41亿元，同比增长90%；
- 实现扣非净利润为1.41亿元，同比增长95%，其中非经常性损益为31万元；

公司认为业绩变动原因为：1. 收入方面：市场前端销售持续增长；且第一季度有农历春节假期，海外渠道均适度增加了库存量以保障前端销售。2. 毛利率方面：毛利率相对较高的高端产品的销售占比持续提升（从16Q1的61%提升到17Q1的64%）；人民币汇率也有影响。

在所得税方面则有较大影响：2017年度税收优惠尚未备案，预期仍适用重点软件企业10%的所得税优惠政策，故2017年报告期内，公司所得税暂按10%计提，但存在不确定性，而2016年同期为15%。我们假设2016年一季度按10%税率计算所得税，那么同口径下归母净利润为0.78亿元，2017年第一季度较2016年同比增长81%。

公司毛利率提升，而规模效应显现，费用率持续下降

公司17年毛利率相比2016年有较大幅度提升，从61%提升至64%，我们认为原因可能包括公司产品档次持续提升。而公司由于产品化程度较高，规模效应持续体现，管理费用和销售费用增速低于收入增速，因此管理费用率/销售费用率均有下滑1%左右。综合作用导致公司净利润率进一步提升，从16Q1的40%提升至17Q1的45%左右。

值得注意的是，公司IPO募集资金闲置款项将在17年产生较大的利息收入，而这一项尚未体现在17Q1的财务费用中，我们预计17Q2可能观察到这一影响。

表 1：2012 年-2017 年第一季度销售毛利率/销售净利率/三项费用率情况

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015Q1 | 2015 | 2016Q1 | 2016H1 | 2016 | 2017Q1 |
|-------|------|------|------|--------|------|--------|--------|------|--------|
| 销售毛利率 | 52% | 54% | 55% | 58% | 59% | 61% | 62% | 63% | 64% |
| 销售净利率 | 30% | 30% | 31% | 36% | 37% | 40% | 43% | 47% | 45% |
| 销售费用率 | 5% | 8% | 8% | 6% | 7% | 6% | 6% | 6% | 5% |
| 管理费用率 | 13% | 13% | 13% | 11% | 11% | 8% | 8% | 11% | 7% |
| 财务费用率 | 0% | 1% | 0% | -2% | -3% | 1% | -2% | -4% | 1% |

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

公司 17Q1 现金流有一定波动，可能系偶发因素

- 公司经营活动现金流入2.79亿元，较去年同期增长39.8%；其中报告期内公司销售商品、提供劳务收到的现金2.61亿元，同比增长40.4%；收到出口退税款1376万同比增长37.6%；
- 公司经营活动现金流出为1.78亿元，较去年同期增长41.2%，其中报告期公司购买商品、接受劳务支付的现金为1.09亿元，同比增长35%，

对于以上两项较大的变化，我们认为可能系一些偶发因素影响：公司货物主要通过海运完成，中间流程时间较长，大批货物的到港节奏变化可能影响现金流入。采购活动也受公司存货管理和支付周期的影响，季度偶发波动需等待后续财报补充比对。

我们特别注意到公司在支付职工现金方面波动较大：

- 17Q1支付职工及为职工支付的现金4636万，同比增长158%；与去年同期1795万的差额为2841万元，差额较大。
- 而公司的管理费用仅从16Q1的1576万提升至17Q1的2304万，销售费用也并未大幅增加，销售费用率和管理费用率均有下降。

对于以上变化的原因，公司财报并未有详细披露。我们认为这可能和公司职工工资和奖金的支付政策有关，也可能属于偶发因素，需观察再做判断。

表 2：2017 年第一季度公司管理费用变化情况

| | 2015Q1 | 2016Q1 | 2017Q1 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 管理费用（百万元） | 15.68 | 15.76 | 23.04 |
| 同比增长率（%） | | 1% | 46% |
| 管理费用/营业收入 | 11% | 8% | 7% |

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2017 年一季报主要财务指标一览

表 3: 2017 年一季度财报数据对比 (单位: 百万元)

| | 2015Q1 | 2016Q1 | 2017Q1 | 2016 年 |
|--------------|--------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 140 | 187 | 313 | 924 |
| 营业毛利 | 81 | 114 | 201 | 583 |
| 销售费用 | 9 | 10 | 15 | 60 |
| 管理费用 | 16 | 16 | 23 | 99 |
| 财务费用 | -3 | 1 | 2 | -37 |
| 投资收益 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 57 | 85 | 155 | 448 |
| 归母净利润 | 50 | 74 | 141 | 432 |
| 扣非净利润 | 49 | - | 141 | 420 |
| 同比增长率 | | 2016Q1 | 2017Q1 | 2016 年 |
| 营业收入 | | 34% | 67% | 40% |
| 归母净利润 | | 47% | 90% | 75% |
| 主要比率 | | 2016Q1 | 2017Q1 | 2016 年 |
| 毛利率 | | 61% | 64% | 63% |
| 销售费用率 | | 6% | 5% | 6% |
| 管理费用率 | | 8% | 7% | 11% |
| 净利率 | | 40% | 45% | 47% |

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 4: 2017 年一季度非经常性收入与利润总额对比 (单位: 百万元)

| | 2015Q1 | 2016Q1 | 2017Q1 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 非经常性损益/利润总额 | 2% | - | 0% |
| 营业外收入/利润总额 | 1% | 0% | 0% |

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 5: 2017 年一季度经营性现金流对比 (单位: 百万元)

| | 2015Q1 | 2016Q1 | 2017Q1 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 经营性现金流净额 | 64 | 74 | 101 |
| 经营性现金流净额同比增速 | | 16% | 36% |
| 经营性现金流/营业总收入 | 46% | 39% | 32% |

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 6: 2017 年一季度现金及现金等价物对比 (单位: 百万元)

| | 2015Q1 | 2016Q1 | 2017Q1 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物净增加额 | 2 | -2 | 1682 |
| 现金及现金等价物/营业收入 | 113% | 139% | 712% |
| 期末现金及现金等价物余额 | 158 | 259 | 2228 |

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

盈利预测

预测公司17~19年营收分别为13.4/18.5/25.2亿元，增速分别为44.9%、38.0%、36.5%，净利润为6.54/9.24/12.6亿元，净利润增长率分别为51.3%、41.3%、36.1%。对应PE分别为37/26/19倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 公司绝大部分收入来源于海外，超过75%来自于欧美，有较大的税率和汇率风险；
- 技术和市场竞争风险；
- 募投项目进展不及预期风险。

资产负债表

单位: 百万元

| 至12月31日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 443 | 809 | 2487 | 2465 | 2792 |
| 货币资金 | 262 | 546 | 2158 | 2032 | 2205 |
| 应收及预付 | 104 | 141 | 180 | 247 | 337 |
| 存货 | 73 | 89 | 111 | 152 | 208 |
| 其他流动资产 | 4 | 34 | 38 | 34 | 42 |
| 非流动资产 | 79 | 98 | 693 | 1689 | 2684 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 14 | 14 | 12 | 9 | 7 |
| 在建工程 | 24 | 45 | 645 | 1645 | 2645 |
| 无形资产 | 39 | 37 | 35 | 33 | 31 |
| 其他长期资产 | 2 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| 资产总计 | 522 | 907 | 3180 | 4154 | 5476 |
| 流动负债 | 80 | 103 | 131 | 181 | 246 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付及预收 | 80 | 102 | 130 | 180 | 244 |
| 其他流动负债 | 0 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 非流动负债 | 0 | 0 | 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 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 80 | 103 | 131 | 181 | 246 |
| 股本 | 56 | 56 | 75 | 75 | 75 |
| 资本公积 | 25 | 25 | 1596 | 1596 | 1596 |
| 留存收益 | 361 | 724 | 1378 | 2301 | 3559 |
| 归属母公司股东权 | 442 | 804 | 3049 | 3973 | 5230 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债和股东权益 | 522 | 907 | 3180 | 4154 | 5476 |

现金流量表

单位: 百万元

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 230 | 350 | 609 | 861 | 1160 |
| 净利润 | 248 | 432 | 654 | 924 | 1258 |
| 折旧摊销 | 5 | 5 | 4 | 4 | 4 |
| 营运资金变动 | -10 | -62 | -43 | -57 | -92 |
| 其它 | -13 | -25 | -6 | -10 | -9 |
| 投资活动现金流 | -18 | -22 | -587 | -987 | -987 |
| 资本支出 | -20 | -22 | -587 | -987 | -987 |
| 投资变动 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -107 | -44 | 1590 | 0 | 0 |
| 银行借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 1590 | 0 | 0 |
| 其他 | -107 | -44 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 105 | 284 | 1612 | -126 | 174 |
| 期初现金余额 | 157 | 262 | 546 | 2158 | 2032 |
| 期末现金余额 | 262 | 546 | 2158 | 2032 | 2205 |

主要财务比率

| 至12月31日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力(%) | | | | | |
| 营业收入增长 | 35.5 | 39.6 | 44.9 | 38.0 | 36.5 |
| 营业利润增长 | 70.1 | 61.0 | 59.3 | 41.9 | 36.6 |
| 归属母公司净利润增长 | 64.5 | 74.6 | 51.3 | 41.3 | 36.1 |
| 获利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 58.6 | 63.1 | 65.3 | 65.4 | 65.5 |
| 净利率 | 37.4 | 46.8 | 48.9 | 50.0 | 49.9 |
| ROE | 56.0 | 53.7 | 21.4 | 23.3 | 24.0 |
| ROIC | 123.2 | 149.5 | 67.3 | 43.2 | 38.8 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 15.3 | 11.3 | 4.1 | 4.4 | 4.5 |
| 净负债比率 | -0.6 | -0.7 | -0.7 | -0.5 | -0.4 |
| 流动比率 | 5.53 | 7.86 | 18.95 | 13.60 | 11.35 |
| 速动比率 | 4.58 | 6.97 | 18.08 | 12.73 | 10.48 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.51 | 1.29 | 0.65 | 0.50 | 0.52 |
| 应收账款周转率 | 7.83 | 7.92 | 7.89 | 7.90 | 7.90 |
| 存货周转率 | 4.19 | 4.19 | 4.19 | 4.19 | 4.19 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 4.42 | 7.72 | 8.76 | 12.37 | 16.84 |
| 每股经营现金流 | 4.11 | 6.25 | 8.15 | 11.53 | 15.54 |
| 每股净资产 | 7.90 | 14.37 | 40.83 | 53.20 | 70.04 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | - | - | 37.0 | 26.2 | 19.2 |
| P/B | - | - | 7.9 | 6.1 | 4.6 |
| EV/EBITDA | - | - | 32.9 | 23.7 | 16.8 |

利润表

单位: 百万元

| 至12月31日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 662 | 924 | 1339 | 1847 | 2522 |
| 营业成本 | 274 | 341 | 464 | 639 | 870 |
| 营业税金及附加 | 6 | 10 | 14 | 17 | 20 |
| 销售费用 | 49 | 60 | 74 | 102 | 126 |
| 管理费用 | 74 | 99 | 120 | 157 | 202 |
| 财务费用 | -20 | -37 | -54 | -84 | -85 |
| 资产减值损失 | 2 | 3 | 7 | 3 | 4 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 279 | 448 | 714 | 1014 | 1385 |
| 营业外收入 | 10 | 14 | 13 | 13 | 13 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 288 | 462 | 727 | 1027 | 1397 |
| 所得税 | 41 | 30 | 73 | 103 | 140 |
| 净利润 | 248 | 432 | 654 | 924 | 1258 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 248 | 432 | 654 | 924 | 1258 |
| EBITDA | 264 | 419 | 671 | 937 | 1307 |
| EPS(元) | 4.42 | 7.72 | 8.76 | 12.37 | 16.84 |

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
理工作。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。
- 王文龙: 研究助理, 东南大学信息工程学士, 香港城市大学金融与精算数学硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 研究助理, 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。
- 张 璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015年加入
广发证券发展研究中心。
- 郑 楠: 研究助理, 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。

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。
- 谨慎增持: 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 |
|------|----------------------------|----------------------------|-------------------------|--------------------------|
| 地址 | 广州市天河区林和西路9 号耀中广场A座1401 | 深圳福田区益田路6001号 太平金融大厦31楼 | 北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层 | 上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼 |
| 邮政编码 | 510620 | 518000 | 100045 | 200120 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | |
| 服务热线 | | | | |

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或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。

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, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。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, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。