

强烈推荐-A (首次)

亿联网络 300628.SZ

目标估值: - 元  
当前股价: 281.6 元  
2017年08月27日

业绩符合预期, 全年高成长确定, 产业趋势和核心优势确保未来成长

基础数据

上证综指	3332
总股本(万股)	7467
已上市流通股(万股)	1867
总市值(亿元)	210
流通市值(亿元)	53
每股净资产(MRQ)	34.4
ROE(TTM)	21.5
资产负债率	5.1%
主要股东	吴仲毅
主要股东持股比例	21.43%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

王林

010-57601716  
wanglin10@cmschina.com.cn  
S1090514080005

周炎

0755-82853775  
zhouyan3@cmschina.com.cn  
S1090513070008

研究助理

冯骋

fengcheng@cmschina.com.cn

事件:

2017年上半年公司实现营业收入6.84亿元, 较上年同期增长58.27%, 归属于上市公司股东的净利润3.05亿元, 较上年同期增长63.97%, 同时公司拟以资本公积金向全体股东每10股转增10股。

评论:

1、业绩符合预期, 二季度高成长, 前三季度40-60%增长, 全年高成长确定

2017年上半年公司实现营业收入6.84亿元, 较上年同期增长58.27%, 归属于上市公司股东的净利润3.05亿元, 较上年同期增长64%, 业绩符合预期。其中第二季度收入达到3.72亿元, 净利润1.64亿元, 同比分别增长51.5%和46.66%, 均为历史最佳, 此外, 预计前三季度净利润为4.2-4.8亿元, 同比增长40%-60%, 全年高成长确定。

分业务看, 一方面主营业务稳健增长, 大客户销售提升明显。公司通过满足客户业务深度需求, 从而进一步提升现有客户的销售量及粘性, 并进一步开拓新客户。SIP 统一通信桌面终端实现收入5.45亿元, 同比增长57.3%, 公司DECT统一通信无线终端实现收入7493万元, 同比增长58.3%。另一方面, 推出VCS新产品和业务模式获得市场认可, VCS 高清视频会议系统实现收入3172万元, 同比增长57.45%。

分区域看, 欧美传统优势市场继续维持快速增长, 其中美洲市场同比增长接近85%, 欧洲市场也保持43%的增长。同时值得注意的是, 过去相对薄弱地区大陆和非洲市场提速明显, 中国大陆增长超过55% (去年增长18%), 非洲增长超过60% (去年增长47%)。

2、毛利率持续提升, 收入增长快于费用增长带来费用率下降

综合毛利率63.1%, 同比提升0.6个百分点。在与大客户取得深入合作的同时, 公司各项业务毛利率均取得不同程度的提升, SIP终端毛利率提升0.56个百分点, 达到62.6%; DECT终端提升了0.72个百分点, 达到61%, VCS提升了0.64个百分点, 达到74.58%。

费用方面, 一方面, 由于公司规模快速扩张, 费用开支绝对值也有较快增长。公司员工增加到693人, 研发人员占比进一步提升到50%以上, 研发投入超过3650万元, 同比增长超过50%。服务团队人员进一步扩充, 但还无法满足需求。另一方面, 受益于收入规模增长效应, 费用率却又不同程度下降, 销售费用率达到5.07%, 同比下降了1.13个百分点; 管理费用率为7.08%, 同比下降了1.39个百分点。

3、SIP 业务深入大客户, VCS 新产品和业务获得市场认可

SIP 话机业务大客户销售明显增长。公司在 SIP 统一通信终端市场保持较强竞争力, 与客户长期保持良好的沟通与合作关系, 拥有以渠道代理为基础, 业务覆盖全球 106 个国家的销售网络, 销量稳步增长。2016 年大客户业务取得了关键性的突破, 但占有率仍然较低, 还有很大提升空间。2017 年, 公司在大客户业务上的策略是, 提升与现有客户的合作深度,

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	662	924	1460	2116	2963
同比增长	36%	40%	58%	45%	40%
营业利润(百万元)	279	448	686	955	1348
同比增长	70%	61%	53%	39%	41%
净利润(百万元)	248	432	655	906	1274
同比增长	65%	74%	51%	38%	41%
每股收益(元)	4.43	7.72	8.8	12.1	17.1
PE	63.6	36.5	32.1	23.2	16.5
PB	35.7	19.6	14.3	9.4	6.3

资料来源: 公司数据, 招商证券

通过满足客户业务深度需求来帮助客户成功，从而进一步提升现有客户的销售量及粘性；进一步开拓新客户。报告期内，公司进一步加大服务投入，在人员数量、组织结构、组织级别上均进行了调整，设置了一名服务总监。通过这样的调整为将来进一步提升服务能力、创造服务价值做好准备。

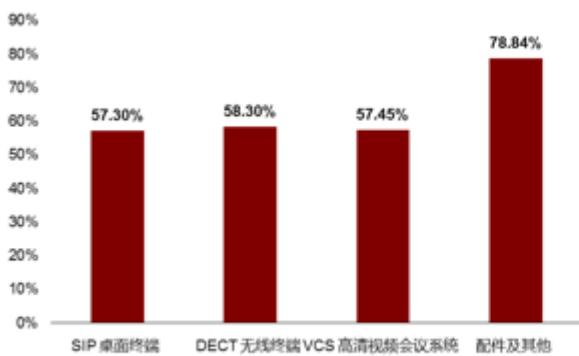
**VCS 业务新产品和业务模式取得市场初步认可。**报告期内，公司继续践行终端精品战略，推出了 VCS 新终端系列的旗舰机型 VC800。作为 VCS 视讯终端的高端产品，VC800 的推出意味着公司拥有了能够覆盖小、中、大型会议室的全系列 VCS 终端；终端产品的音视频性能、视频处理能力、网络抗丢包能力进一步提升，奠定了公司在 VCS 终端的领先地位。此外，公司还推出了 YMS1000/2000 一体机两个型号的 VCS 服务器产品，从原来只能覆盖 8 个点的中小企业解决方案，提升到能覆盖到上千点的行业用户、政府和中大型企业，进一步提升了公司目标用户的覆盖面。2017 年，随着成熟产品的陆续推出，公司开始投入大量资源建设销售网络，策略是：立足国内，面向全球。公司在组织结构上进行了调整，组建了两个独立的 VCS 销售团队，分别负责国内、国外 VCS 销售，并抽调资深技术服务人员组建独立的技术服务团队

#### 4、产业趋势和核心优势确保未来成长，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级

从产业转移的角度，在产业发展相对成熟阶段，具备成本和工程师红利的中国企业从低端产品向中高端产品延伸趋势明显，其中亿联的 T4 系列高端产品获得海外运营商、微软等大客户的认可，就是一个力证。在未来全球语音 IP 化，以及统一通信快速发展的大背景下，公司在核心技术专利布局、全球销售渠道等方面已经取得坚实核心优势，未来随着设计终端产品升级、高清视频、云通信及云计算等高端产品研发，产品结构持续优化和新产品推广带来持续增长动力。我们预计 2017-2019 年公司实现净利润为 6.5 亿元、9 亿元和 12.7 亿元，当前股价对应 PE 分别为 32.3X、23X 和 16X，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

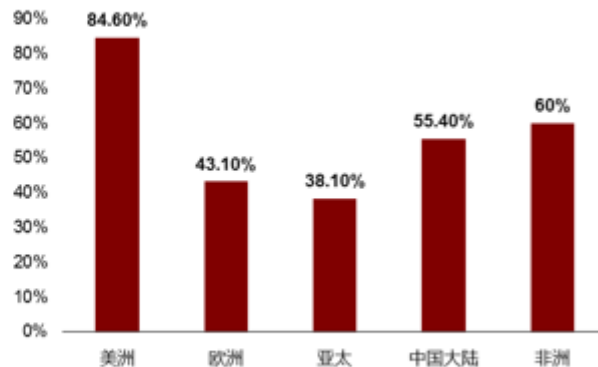
**风险提示：市场竞争加剧、海外业务拓展不及预期、新产品推广不及预期**

图 1：分业务增长情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：分地区增长情况



资料来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	443	809	3023	4356	5521
现金	262	546	2645	3804	4746
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	97	136	188	273	382
其它应收款	5	2	3	5	6
存货	73	89	130	191	272
其他	7	36	57	82	116
<b>非流动资产</b>	79	98	93	88	84
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	14	14	13	11	10
无形资产	38	37	33	30	27
其他	27	47	47	47	47
<b>资产总计</b>	<b>522</b>	<b>907</b>	<b>3116</b>	<b>4444</b>	<b>5605</b>
<b>流动负债</b>	80	103	1644	2197	2265
短期借款	0	0	1500	2000	2000
应付账款	43	55	88	129	184
预收账款	5	14	22	32	45
其他	32	34	35	36	37
<b>长期负债</b>	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>80</b>	<b>103</b>	<b>1644</b>	<b>2197</b>	<b>2265</b>
股本	56	56	75	75	75
资本公积金	25	25	25	25	25
留存收益	361	724	1372	2147	3240
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	442	804	1472	2247	3340
<b>负债及权益合计</b>	<b>522</b>	<b>907</b>	<b>3116</b>	<b>4444</b>	<b>5605</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	230	350	619	870	1209
净利润	248	432	655	906	1274
折旧摊销	5	5	7	6	6
财务费用	(13)	(28)	32	79	86
投资收益	(1)	0	0	0	0
营运资金变动	(8)	(60)	(85)	(138)	(179)
其它	(0)	0	9	16	22
<b>投资活动现金流</b>	(18)	(22)	0	0	0
资本支出	(20)	(22)	0	0	0
其他投资	2	1	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(120)	(72)	1480	290	(267)
借款变动	(141)	(103)	1500	500	0
普通股增加	0	0	19	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	(6)	(6)	(131)	(181)
其他	21	37	(32)	(79)	(86)
<b>现金净增加额</b>	<b>92</b>	<b>257</b>	<b>2099</b>	<b>1159</b>	<b>942</b>

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	662	924	1460	2116	2963
营业成本	274	341	543	798	1132
营业税金及附加	6	10	16	24	33
营业费用	49	60	74	108	151
管理费用	74	99	105	150	210
财务费用	(20)	(37)	32	79	86
资产减值损失	2	3	3	3	3
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	279	448	686	955	1348
营业外收入	10	14	14	14	14
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	289	462	700	968	1362
所得税	41	30	45	62	87
<b>净利润</b>	248	432	655	906	1274
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	248	432	655	906	1274
<b>EPS (元)</b>	4.43	7.72	8.77	12.14	17.06

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	36%	40%	58%	45%	40%
营业利润	70%	61%	53%	39%	41%
净利润	65%	74%	51%	38%	41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	58.6%	63.1%	62.8%	62.3%	61.8%
净利率	37.4%	46.8%	44.9%	42.8%	43.0%
ROE	56.1%	53.7%	44.5%	40.3%	38.1%
ROIC	50.2%	47.8%	22.6%	22.8%	25.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.4%	11.3%	52.8%	49.4%	40.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	48.1%	45.0%	35.7%
流动比率	5.5	7.9	1.8	2.0	2.4
速动比率	4.6	7.0	1.8	1.9	2.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.3	1.0	0.5	0.5	0.5
存货周转率	4.2	4.2	4.9	5.0	4.9
应收帐款周转率	7.8	7.9	9.0	9.2	9.0
应付帐款周转率	7.9	6.9	7.6	7.3	7.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	4.43	7.72	8.77	12.14	17.06
每股经营现金	4.11	6.25	8.29	11.65	16.19
每股净资产	7.89	14.37	19.71	30.09	44.73
每股股利	0.11	0.11	1.75	2.43	3.41
<b>估值比率</b>					
PE	63.6	36.5	32.1	23.2	16.5
PB	35.7	19.6	14.3	9.4	6.3
EV/EBITDA	119.1	75.1	42.9	29.9	21.6

资料来源: 公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。