

亿联网络 (300628)

证券研究报告

2018年07月11日

业绩略超预期，SIP 保持快速增长，VCS 持续高增长

事件:

公司公告 18 年半年度业绩预告, 预计营收 8.20 亿元~8.55 亿元, 同比增长 20%~25%; 预计净利润 4.00 亿元~4.20 亿元, 同比增速 31%~38%。

点评:

由于公司收入主要来自于海外 (均以美元报价), 因此, 汇率波动对公司上半年尚存, 剔除美元汇率波动的不利影响, 公司营业收入预计同比增长 27%~32%, 整体基本符合预期!

1. SIP 终端细分领域 17-21 年复合增速 16%, 公司短期业绩稳定增长

根据 Frost&Sullivan 的最新行业数据, 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 亿美元以上, 保持 5 年复合增速 16%。根据搜狐新闻, 行业主要竞争对手宝利通近期被美股上市公司缤特力收购, 收购过程中, 宝利通管理层变动可能影响其业务推进情况, 公司有望进一步提升市场份额, 巩固领军地位。我们认为, 公司作为全球 SIP 终端行业龙头, 受益于行业需求释放以及主要竞争对手管理波动, 有望持续提升行业份额。

2. VCS 业务为公司短期业绩带来弹性及中长期发展支撑

公司持续加大对该业务投入, 业务整体保持良好增长态势, 增速高于 2017 年同期水平, 我们预计该业务全年有望保持 80%以上增速, 为公司短期业绩提供弹性, 以及中长期发展提供支撑。同时, 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, 国内工商业企业需求有望得到进一步释放。

3. 公司整体毛利率企稳, 公司三费具备规模效应

公司主要 SIP 终端产品在市场保持良好的竞争力, 我们认为, 行业主要竞争对手宝利通短期通过降价提升市场份额驱动力不强, 整体来看, 公司 VCS 业务具备更高的毛利率, 随着 VCS 业务占比提升, 整体毛利率有望企稳。公司三费具备规模效应, 为公司整体盈利能力提供弹性。同时, 根据 Wind 咨询, 针对于本次 2000 亿美元征税清单事件, 征税清单将在 8 月 30 日最终决定, 尚未最终定论!

盈利预测:

我们认为, 1) SIP 协议作为 IP 话机主流趋势, 渗透率仍有提升空间。2) 公司持续加大新业务投入, 展望未来 2-3 年有望持续高速增长态势, 打开公司的长期成长空间。3) 公司所属 UC 行业门槛较高, 与客户认证构筑长时间周期, 客制化进一步增强粘性。4) 公司成本控制优势凸显, 三费较为刚性, 未来有望为公司盈利能力带来弹性。18~20 年 EPS 分别为 2.82 元、3.67 元、4.75 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 汇率波动导致增速放缓、VCS 发展不达预期、贸易战导致额外征收关税

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	923.74	1,387.76	1,873.48	2,435.52	3,093.12
增长率(%)	39.56	50.23	35.00	30.00	27.00
EBITDA(百万元)	415.52	671.09	948.43	1,200.93	1,530.63
净利润(百万元)	432.32	590.79	841.64	1,094.88	1,419.29
增长率(%)	74.59	36.65	42.46	30.09	29.63
EPS(元/股)	1.45	1.98	2.82	3.67	4.75
市盈率(P/E)	43.70	31.98	22.45	17.25	13.31
市净率(P/B)	23.48	6.57	5.18	4.30	3.53
市销率(P/S)	20.45	13.61	10.08	7.76	6.11
EV/EBITDA	0.00	29.53	17.46	13.55	10.32

资料来源: wind, 天风证券研究所

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	63.25 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	298.68
流通 A 股股本(百万股)	74.68
A 股总市值(百万元)	18,891.51
流通 A 股市值(百万元)	4,723.51
每股净资产(元)	20.43
资产负债率(%)	3.64
一年内最高/最低(元)	321.98/58.03

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《亿联网络-年报点评报告:音频&视频并进, 公司高增长态势 18 年有望延续》 2018-04-25
- 2 《亿联网络-公司点评:公司发布 18Q1 业绩预告, 同比持续增长, 势头强劲》 2018-04-10
- 3 《亿联网络-公司深度研究:全球 UC 终端独角兽, 立足音频放眼视频》 2018-03-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	545.51	88.60	2,332.06	2,616.12	3,100.57
应收账款	138.46	180.34	294.36	308.60	444.76
预付账款	2.22	4.48	4.87	7.84	8.15
存货	89.11	182.33	171.50	299.86	303.89
其他	33.72	2,418.46	818.80	1,090.33	1,442.53
流动资产合计	809.02	2,874.21	3,621.59	4,322.74	5,299.90
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	14.44	110.08	132.16	174.32	215.53
在建工程	45.36	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	36.94	35.94	34.96	33.98	32.99
其他	1.65	2.67	1.87	1.85	2.03
非流动资产合计	98.40	148.70	204.99	279.75	322.31
资产总计	907.42	3,022.91	3,826.58	4,602.49	5,622.21
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	56.34	80.00	119.92	145.74	188.20
其他	46.57	68.86	62.31	65.61	78.14
流动负债合计	102.92	148.86	182.23	211.35	266.34
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	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	102.92	148.86	182.23	211.35	266.34
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	56.00	149.34	298.68	298.68	298.68
资本公积	24.81	1,524.70	1,524.70	1,524.70	1,524.70
留存收益	748.44	2,704.72	3,345.68	4,092.46	5,057.19
其他	(24.75)	(1,504.71)	(1,524.70)	(1,524.70)	(1,524.70)
股东权益合计	804.51	2,874.06	3,644.36	4,391.14	5,355.87
负债和股东权益总	907.42	3,022.91	3,826.58	4,602.49	5,622.21

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	432.32	590.79	841.64	1,094.88	1,419.29
折旧摊销	5.14	6.68	2.91	5.23	7.62
财务费用	(27.64)	22.25	25.50	(1.58)	(30.93)
投资损失	0.00	(34.37)	(68.75)	(65.31)	(65.31)
营运资金变动	(87.58)	(2,431.40)	1,530.26	(387.95)	(437.90)
其它	28.00	2,361.62	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	350.24	515.56	2,331.56	645.26	892.77
资本支出	25.02	55.64	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(46.60)	(2,462.91)	(51.25)	(94.69)	(34.69)
投资活动现金流	(21.59)	(2,407.27)	8.75	(14.69)	15.31
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	37.41	1,587.67	103.85	1.58	30.93
其他	(109.35)	(130.61)	(200.69)	(348.09)	(454.56)
筹资活动现金流	(71.94)	1,457.06	(96.84)	(346.51)	(423.63)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	256.72	(434.65)	2,243.46	284.06	484.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	923.74	1,387.76	1,873.48	2,435.52	3,093.12
营业成本	340.57	526.23	722.04	953.63	1,229.92
营业税金及附加	10.32	14.07	18.99	24.69	31.36
营业费用	59.93	78.80	93.67	121.78	139.19
管理费用	99.23	135.05	159.25	202.15	231.98
财务费用	(37.39)	25.50	25.50	(1.58)	(30.93)
资产减值损失	2.68	3.24	2.74	2.89	2.96
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	34.37	68.75	65.31	65.31
其他	0.00	(78.84)	(137.49)	(130.62)	(130.62)
营业利润	448.41	649.33	920.03	1,197.29	1,553.94
营业外收入	13.92	2.18	5.66	6.79	6.79
营业外支出	0.33	0.16	0.32	0.29	0.25
利润总额	462.00	651.36	925.37	1,203.79	1,560.48
所得税	29.68	60.57	83.72	108.91	141.19
净利润	432.32	590.79	841.64	1,094.88	1,419.29
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	432.32	590.79	841.64	1,094.88	1,419.29
每股收益(元)	1.45	1.98	2.82	3.67	4.75

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	39.56%	50.23%	35.00%	30.00%	27.00%
营业利润	60.98%	44.81%	41.69%	30.14%	29.79%
归属于母公司净利润	74.59%	36.65%	42.46%	30.09%	29.63%
获利能力					
毛利率	63.13%	62.08%	61.46%	60.85%	60.24%
净利率	46.80%	42.57%	44.92%	44.95%	45.89%
ROE	53.74%	20.56%	23.09%	24.93%	26.50%
ROIC	216.56%	237.84%	30.90%	82.99%	78.12%
偿债能力					
资产负债率	11.34%	4.92%	4.76%	4.59%	4.74%
净负债率	-22.57%	-15.40%	1.65%	-48.96%	-44.90%
流动比率	7.86	19.31	19.87	20.45	19.90
速动比率	7.00	18.08	18.93	19.03	18.76
营运能力					
应收账款周转率	7.70	8.71	7.89	8.08	8.21
存货周转率	11.37	10.23	10.59	10.33	10.25
总资产周转率	1.29	0.71	0.55	0.58	0.61
每股指标(元)					
每股收益	1.45	1.98	2.82	3.67	4.75
每股经营现金流	1.17	1.73	7.81	2.16	2.99
每股净资产	2.69	9.62	12.20	14.70	17.93
估值比率					
市盈率	43.70	31.98	22.45	17.25	13.31
市净率	23.48	6.57	5.18	4.30	3.53
EV/EBITDA	0.00	29.53	17.46	13.55	10.32
EV/EBIT	0.00	29.81	17.51	13.61	10.37

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