

证券研究报告—动态报告

信息技术

通信

亿联网络(300628)
买入
2019 年半年报点评

(维持评级)

2019 年 8 月 15 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	599/149
总市值/流通(百万元)	34,986/8,723
上证综指/深圳成指	2,809/8,966
12 个月最高/最低(元)	60.60/27.89

相关研究报告:

《亿联网络-300628-2019 年半年报预告点评: 二季度放量上半年高增长, 全年预计继续稳健》——2019-07-10
 《亿联网络-300628-深度报告: 从竞争格局看公司消费价值凸显》——2019-05-20
 《亿联网络-300628-2018 年年报点评: 业绩稳扎稳打, 静待 VCS 发力》——2019-04-25
 《亿联网络-300628-2019 年一季报预告点评: 19Q1 业绩持续高速增长, 略超预期》——2019-04-12
 《亿联网络-300628-跟踪点评: 整体稳健发展, VCS 业务未来弹性大》——2019-01-08

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

联系人: 陈彤

电话: 0755-81981372
 E-MAIL: chentong@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业务结构持续优化, 稳步前行

公司公告, 2019 上半年实现营业收入 11.74 亿元, 同比增长 39.74%(预告中值 37%); 归母净利润 6.07 亿元, 同比增长 47.94%(预告中值 50%); 扣非净利润 5.47 亿元, 同比增长 53.98%。

● 营收结构持续优化, 预计全年持续稳健增长

公司 2019Q2 的营业收入 6.41 亿元, 同比增长 49.86%(Q1 增速 29.25%); 归母净利润 3.45 亿元, 同比增长 61.72%(Q1 增速 32.92%), 业绩表现优异。

公司上半年营收高速增长的原因是在主营业务稳健增长的基础上, 上半年汇率波动对收入同比增速产生明显正向影响, 且美国经销商存在提前适当备货的情形, 全年预计稳健增长。分业务来看, SIP 话机业务营业收入 8.5 亿元, 同比增长约 34.68%, DECT 无线终端营收 1.24 亿元, 同比增长 24.60%, 高速增长的原因主要是行业渗透度较低, 仍有较大的 IP 话机长尾替换市场, 且公司加码高端新品, 行业竞争优势持续稳固, 微软相关新品预计 Q4 开始贡献收入; VCS 高清视频会议系统业务营收 1.41 亿元, 同比增长 94.67%, 营收占比提升至 12%, 公司持续加大在销售和研发端的投入, 提升系统及终端整体性能, 未来市场开拓空间仍较大。

● Q2 各项费用环比同步优化, 盈利能力同比改善明显

毛利率端, 上半年公司综合毛利率 65.19%, 同比提升 4.63pct., 同比大幅提升主要受汇率及产品结构优化等因素影响。受经销商备货影响, 2019Q2 公司的税金及附加/销售/管理/研发/财务费用在营收中的占比均相比 Q1 下降, 分别下降了 0.04pct.、0.33pct.、0.47pct.、1.09pct.、4.37pct.。其中, 财务费用率变化较大的原因来自汇兑损益端, Q1 约亏损 1000 万元, Q2 汇兑收益约 800 万元。

● 看好公司的全球布局和产品竞争力, 维持“买入”评级

我们认为, 亿联网络在 SIP 话机市场做到全球第一, 证明过自己的产品竞争力和渠道开拓能力, 转型视频会议行业具备优质基因, 开拓新业务战略思路清晰, 未来发展潜力可期。预计公司 2019-2021 年的净利润为 11.08/14.08/17.88 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 31.6/24.8/19.6 倍, 维持“买入”评级, 建议积极关注。

● 风险提示

中美贸易摩擦和汇率波动带来的不利影响; 公司业务拓展不及预期。
 aAaaa

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,388	1,815	2,383	3,102	3,948
(+/-%)	50.2%	30.8%	31.3%	30.1%	27.3%
净利润(百万元)	591	851	1108.1	1408.4	1787.5
(+/-%)	36.7%	44.1%	30.1%	27.1%	26.9%
摊薄每股收益(元)	3.96	2.84	1.85	2.35	2.98
EBIT Margin	45.7%	52.3%	44.4%	43.3%	43.5%
净资产收益率(ROE)	20.6%	24.3%	25.9%	26.8%	27.4%
市盈率(PE)	24.2	20.5	31.6	24.8	19.6
EV/EBITDA	22.6	18.4	32.8	26.0	20.4
市净率(PB)	4.98	5.00	8.18	6.65	5.37

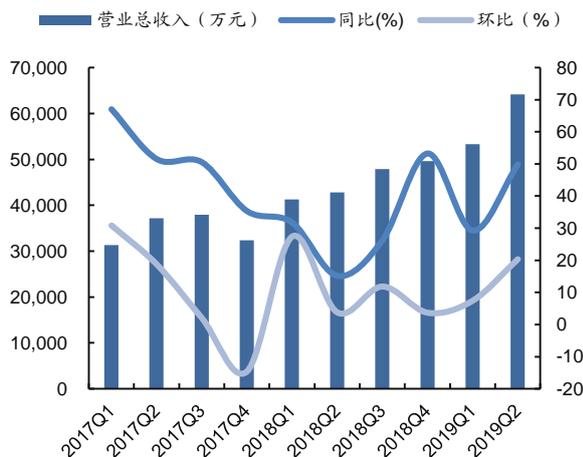
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

营收结构持续优化，预计全年持续稳健增长

公司公告，2019 上半年实现营业收入 11.74 亿元，同比增长 39.74%；归母净利润 6.07 亿元，同比增长 47.94%；扣非净利润 5.47 亿元，同比增长 53.98%。

公司 2019Q2 的营业收入 6.41 亿元，同比增长 49.86%（Q1 增速 29.25%）；归母净利润 3.45 亿元，同比增长 61.72%（Q1 增速 32.92%），业绩表现优异。

图 1：公司 2017Q1-2019Q2 营收及增速（万元、%、%）



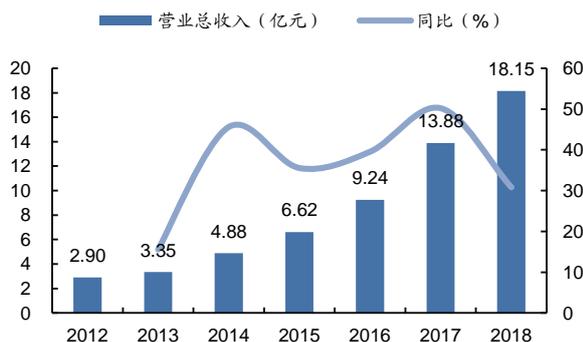
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 2：公司 2017Q1-2019Q2 净利润及增速（万元、%、%）



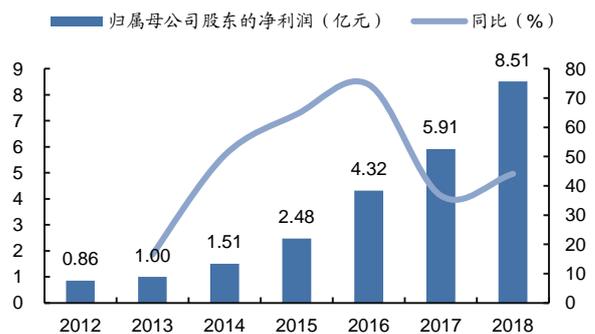
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 3：公司 2012-2018 年营收及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 4：公司 2012-2018 年归母净利润及同比增速（亿元、%）



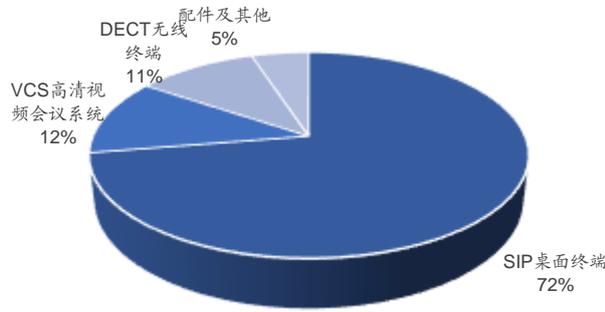
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司上半年营收高增长的原因是在主营业务稳健增长的基础上，上半年汇率波动对收入同比增速产生明显正向影响，且美国经销商存在提前适当备货的情形，全年预计稳健增长。近期，美国贸易代表办公室宣布将 3000 亿美元进口产品清单中的部分产品关税加征时间延迟至 12 月 15 日，公司的 IP 话机在延迟名单中，VCS 不在延迟名单中，下半年将进一步将部分面向美国的产能转移至海外代工厂，预计 2019 年美国关税加征对公司造成的实际影响较小。

分业务来看，SIP 话机业务营业收入 8.5 亿元，同比增长约 34.68%，DECT 无线终端营收 1.24 亿元，同比增长 24.60%，高增长的原因主要是行业渗透度较

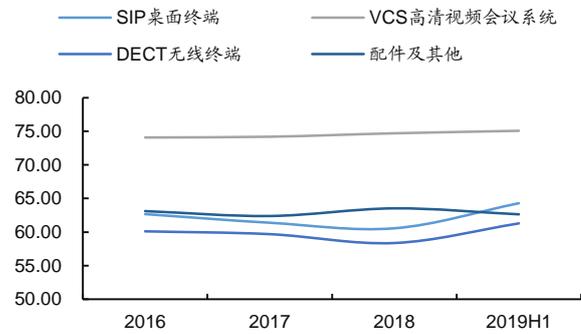
低，仍有较大的 IP 话机长尾替换市场，且公司加码高端新品，行业竞争优势持续稳固，微软相关新品预计 Q4 开始贡献收入；VCS 高清视频会议系统业务营收 1.41 亿元，同比增长 94.67%，营收占比提升至 12%，公司持续加大在销售和研发端的投入，提升系统及终端整体性能，未来市场开拓空间仍较大。

图 5：公司营收结构（分业务）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 6：分业务毛利率（%）

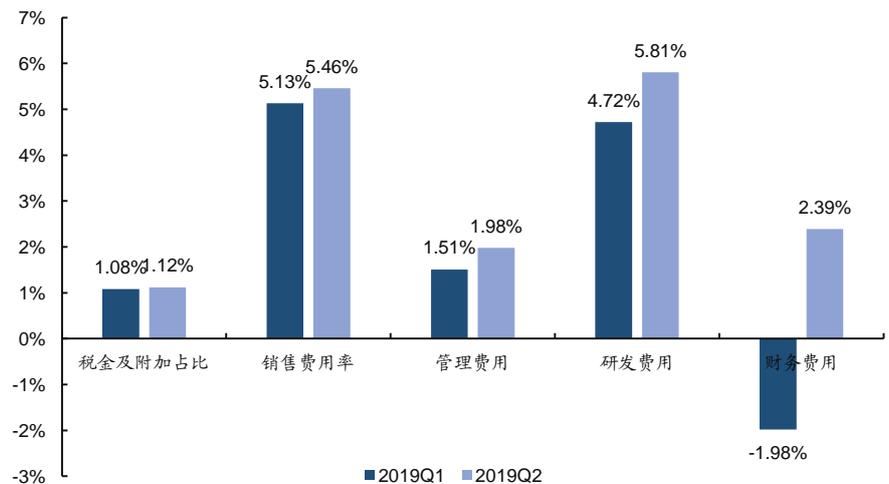


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

Q2 各项费用环比同步优化，盈利能力同比改善明显

毛利率端，上半年公司综合毛利率 65.19%，同比提升 4.63pct.，Q2 毛利率 65.06%，与 Q1 环比持平，同比大幅提升主要受汇率及产品结构优化等因素影响。上半年净利率 51.66%，加权平均 ROE 为 16.21%。受经销商备货影响，2019Q2 公司的税金及附加、销售费用、管理费用、研发费用、销售费用在营收中的占比均相比 Q1 下降，分别下降了 0.04pct.、0.33pct.、0.47pct.、1.09pct.、4.37pct.。其中，财务费用率变化较大的原因来自汇兑损益端，Q1 约亏损 1000 万元，Q2 汇兑收益约 800 万元。

图 7：公司 2019Q1 和 2019Q2 费用率对比



资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师整理

看好公司的全球布局和产品竞争力，维持“买入”评级

我们认为，亿联网络在 SIP 话机市场做到全球第一，证明过自己的产品竞争力和渠道开拓能力，转型视频会议行业具备优质基因，开拓新业务战略思路清晰，未来发展潜力可期。预计公司 2019-2021 年的净利润为 11.08/14.08/17.88 亿元，当前股价对应 PE 分别为 31.6/24.8/19.6 倍，维持“买入”评级，建议积极关注。

表 1：可比公司的估值对比（截止至 2019 年 8 月 14 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	
603660.SH	苏州科达	19.82	66.00	0.83	1.06	1.35	15.78	12.36	9.70	无评级
300578.SZ	会畅通讯	92.60	39.94	1.02	1.28	1.68	22.78	18.18	13.85	增持
002841.SZ	视源股份	43.73	465.65	2.09	2.82	3.82	33.97	25.18	18.59	无评级
	平均	52.05	190.53	1.31	1.72	2.28	24.18	18.57	14.05	
300628.SZ	亿联网络	38.19	349.86	1.85	2.35	2.98	31.57	24.84	19.57	买入

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	372	743	1600	2772	营业收入	1815	2383	3102	3948
应收款项	320	420	547	696	营业成本	694	939	1264	1611
存货净额	197	262	353	451	营业税金及附加	22	29	37	47
其他流动资产	2710	2965	2968	2906	销售费用	106	126	164	205
流动资产合计	3600	4390	5468	6825	管理费用	45	230	292	367
固定资产	103	104	105	99	财务费用	(17)	(14)	(29)	(55)
无形资产及其他	37	33	29	26	投资收益	107	150	180	197
投资性房地产	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	(8)	(7)	(7)	(7)
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	(129)	0	0	0
资产总计	3750	4538	5613	6960	营业利润	935	1216	1546	1962
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	0	2	2	2
应付款项	142	131	176	225	利润总额	935	1218	1548	1964
其他流动负债	107	131	174	221	所得税费用	84	110	139	177
流动负债合计	249	262	351	447	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	851	1108	1408	1788
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	1	1	1	1	现金流量表 (百万元)				
负债合计	251	263	352	448	净利润	851	1108	1408	1788
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	5	(0)	(0)	(0)
股东权益	3499	4275	5261	6512	折旧摊销	17	15	17	18
负债和股东权益总计	3750	4538	5613	6960	公允价值变动损失	8	7	7	7
					财务费用	(17)	(14)	(29)	(55)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(342)	(407)	(132)	(90)
每股收益	2.84	1.85	2.35	2.98	其它	(5)	0	0	0
每股红利	0.80	0.55	0.71	0.90	经营活动现金流	535	723	1300	1723
每股净资产	11.68	7.14	8.78	10.87	资本开支	(6)	(20)	(20)	(15)
ROIC	27%	26%	31%	38%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	24%	26%	27%	27%	投资活动现金流	(6)	(20)	(20)	(15)
毛利率	62%	61%	59%	59%	权益性融资	27	0	0	0
EBIT Margin	52%	44%	43%	43%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	53%	45%	44%	44%	支付股利、利息	(239)	(332)	(423)	(536)
收入增长	31%	31%	30%	27%	其它融资现金流	207	0	0	0
净利润增长率	44%	30%	27%	27%	融资活动现金流	(244)	(332)	(423)	(536)
资产负债率	7%	6%	6%	6%	现金净变动	284	371	857	1171
息率	1.4%	1.9%	2.4%	3.1%	货币资金的期初余额	89	372	743	1600
P/E	20.5	31.6	24.8	19.6	货币资金的期末余额	372	743	1600	2772
P/B	5.0	8.2	6.7	5.4	企业自由现金流	533	552	1087	1476
EV/EBITDA	18.4	32.8	26.0	20.4	权益自由现金流	740	564	1114	1526

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032