

## 业绩持续高增长，云视讯产品落地

10.28日，公司发布三季报，前三季度营收 18.56 亿，同比增长 40.69%；实现归母净利润 9.83 亿元，同比增长 48.11%，位于此前预告区间中值偏上；扣非净利润 8.91 亿，同比增长 54.85%。

### 核心观点

- **业务持续保持高增长，产品结构变化改善毛利率。**分季度看，公司 Q3 单季度实现收入 6.81 亿，同比增长 42.35%；归母净利润 3.76 亿，同比增长 48.39%。公司前三季度营收和利润保持高速增长，我们认为主要源自于三个方面：1) 公司各项业务增长符合预期，SIP 话机业务不断向运营商高端市场渗透，VCS 业务渠道更进一步；2) 受到“英国脱欧”事件影响，欧洲地区经销商加快备库存；3) 美元汇率波动对收入端和利润端均产生了积极影响。与此同时，公司产品结构高端化以及汇率波动对公司毛利率也产生了积极影响。2019Q3 单季度毛利率高达 66.56%，较 2018 年底提升近 3.14 个百分点。
- **云视讯产品落地，与腾讯云、索尼战略合作。**近日，公司在北京召开新品发布会暨战略签约合作仪式。公司在此次发布会上宣布与腾讯云、索尼(中国)进行战略合作，并发布了全新分布式架构的云视讯产品(云平台+客户端)。我们认为此次发布会具有以下三点意义：
  - 1) 继与微软合作之后，公司再次与云计算巨头联手。腾讯云是国内领先的云计算厂商，借助其技术优势和品牌效应，公司 VCS 业务在国内的市场影响力有望快速提升，同时腾讯的认可也是对公司品牌的强力背书。根据报道，公司 VCS 业务与信通院、中国电信、国家电网等国内优质客户均有合作。
  - 2) 公司与索尼合作，主要聚焦于视频显示硬件。在索尼优秀的显示技术的支持下，对于提升公司产品竞争力具有极大的帮助。
  - 3) 此次云视讯产品发布标志着公司前期高研发投入即将步入收获期，该项业务未来业绩贡献可期。

### 财务预测与投资建议

- 考虑公司 SIP 产品切入高端市场成效开始显现，盈利能力持续出现较为积极变化，我们略微上调盈利预测，预测 2019-2020 归母净利润分别为 12.32/15.77/20.13 亿(前次 11.79/15.41/20.29 亿)，对应 EPS 分别为 2.06/2.63/3.36 元。采用相对估值法，参考可比公司当前调整后 2020 年平均市盈率均值 26 倍，由于公司预测年度净利润增速较竞争对手高，给予 15% 估值溢价，给予 30 倍市盈率估值，对应目标价 78.90，维持“增持”评级。

### 风险提示

新业务进展不及预期、传统业务市场竞争风险、汇率波动影响

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,388	1,815	2,569	3,329	4,297
同比增长(%)	50.2%	30.8%	41.5%	29.6%	29.1%
营业利润(百万元)	649	935	1,368	1,752	2,237
同比增长(%)	44.8%	44.1%	46.3%	28.0%	27.7%
归属母公司净利润(百万元)	591	851	1,232	1,577	2,013
同比增长(%)	36.7%	44.1%	44.6%	28.0%	27.7%
每股收益(元)	0.99	1.42	2.06	2.63	3.36
毛利率(%)	62.1%	61.8%	65.4%	65.7%	65.8%
净利率(%)	42.6%	46.9%	47.9%	47.4%	46.8%
净资产收益率(%)	32.1%	26.7%	31.2%	31.5%	31.6%
市盈率	73.3	50.9	35.2	27.5	21.5
市净率	15.1	12.4	9.8	7.7	6.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

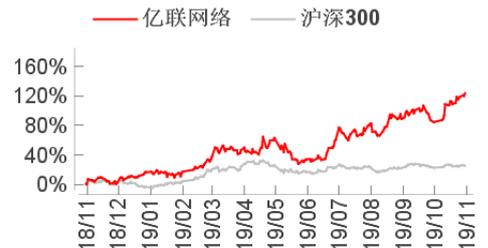


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月30日)	73.56 元
目标价格	78.90 元
52周最高价/最低价	117.78/52.61 元
总股本/流通A股(万股)	59,907/14,936
A股市值(百万元)	44,068
国家/地区	中国
行业	通信
报告发布日期	2019年10月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.9	21.21	24.09	10.45
相对表现	-3.38	-19.2	-23.55	14.66
沪深300	0.52	2.01	0.54	25.11



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 张颖  
021-63325888\*6085  
zhangying1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514090001

联系人 蔡超逸  
021-63325888-3136  
caichaoyi@orientsec.com.cn

### 相关报告

成长之势依旧，看好 VCS 发展潜力：	2019-08-15
业绩亮眼，VCS 成长可期：	2019-04-24
年报预告业绩增长无虞，坚定看好公司长期成长能力：	2019-01-17

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：可比公司估值表（数据截止到 2019.10.29 收盘价）**

可比公司	一致预期净利润（百万元）				市盈率（倍）				YOY (2021)
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
视源股份	1004.27	1621.50	2029.47	2505.40	57.06	35.36	28.24	22.89	23.45%
二六三	86.04	167.67	216.57	257.97	91.35	47.16	36.31	30.51	19.12%
海康威视	11352.87	12898.77	15611.23	19189.31	26.78	23.58	19.47	15.84	22.92%
烽火通信	843.86	996.81	1238.95	1535.31	37.00	31.35	25.21	20.36	23.92%
淳中科技	84.95	128.61	177.98	230.62	55.13	36.42	26.32	20.33	29.58%
调整后均值						34	26	20	23.43%
亿联网络	851.48	1,231.52	1,598.04	2,099.38					27.69%

数据来源：Wind 一致预期，东方证券研究所



## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

