

**投资评级：增持(首次)**
**亿联网络(300628)**
**目标价:87.0元**
**业绩持续高增长，高端产品占比提升**
**市场数据 2019-10-30**

收盘价(元)	73.56
一年内最低/最高(元)	52.40/119.35
市盈率	41.1
市净率	11.51

**基础数据**

净资产收益率(%)	26.90
资产负债率(%)	6.7
总股本(亿股)	5.99

**最近12月股价走势**

**联系信息**

<b>李宏涛</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160518080001	
liht@ctsec.com	
<b>赵晖</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160519070001	
zhaohui@ctsec.com	

**相关报告**

- 《亿联网络(300628):中报业绩符合预期, VCS 产品加速增长》 2018-08-12

- **事件:** 公司发布 2019 年前三季度报告, 报告期内共实现营收 18.56 亿元, 同比增长 40.7%; 实现归母净利润 9.83 亿元, 同比增长 48.1%; 扣非净利润 8.91 亿元, 同比增长 54.9%。
- **高增长符合预期, 外部环境变化带来积极影响。** 单季度数据来看, Q3 营收和利润同比增速分别为 42.4% 和 48.4%, 继续保持高速增长。为应对“英国脱欧”事件影响, 欧洲部分区域经销商适当提高了库存备货规模, 可见公司产品的市场需求非常旺盛, 并且在技术、价格等方面较同类型产品有较强的竞争力, 客户粘性高。公司海外业务占比超过 90%, 2019 年初以来, 人民币持续贬值也为公司带来汇兑收益。
- **SIP 话机业务基本盘稳定增长, 行业龙头地位持续巩固。** 在全球 SIP 市场公司已经牢牢把握市场份额第一的龙头地位, 并且产品还在不断升级。SIP 话机市场仍有较大的成长空间, 除传统经销商渠道外, 公司和全球 Top 运营商建立紧密合作关系, 同时成为微软 Teams 第一合作伙伴, 销售拓展势头强劲, 未来有望继续支撑公司发展。
- **VCS 与云视讯产品为公司进一步打开成长空间。** VCS 业务在 2019H1 实现 94.67% 的高速增长, 占营收比提升至 12%, 公司对 VCS 高清视频会议系统的布局具有远见, 近年来持续加大在销售和研发端的投入, 同步提升系统及终端整体性能, 带来 VCS 业务持续高增长。我们认为, 5G 时代, 云视频会议将成为一个重点应用场景, 未来市场前景广阔。9 月 19 日亿联网络与中国电信集团正式签署合作协议, 亿联网络将凭借领先的云视频会议技术, 携手中国电信共同开拓 5G 时代云视频会议的核心应用, 帮助客户实现智能办公与高效会议。
- **投资建议:** 我们预计公司 2019-2021 年将实现净利润分别为 11.86 亿、14.83 亿、18.45 亿元, 对应 EPS 分别为 1.98/2.48/3.08 元。考虑到公司稳固的行业地位以及技术、渠道、成本构筑的独特竞争壁垒, 给予“增持”评级, 目标价 87 元。

**风险提示:** 中美贸易摩擦恶化; 公司 VCS 产品投放市场不及预期;

**表 1: 公司财务及预测数据摘要**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	1,388	1,815	2,534	3,152	3,916
增长率	50.2%	30.8%	39.6%	24.4%	24.2%
归属母公司股东净利润(百万)	591	851	1,186	1,483	1,845
增长率	36.7%	44.1%	39.3%	25.0%	24.4%
每股收益(元)	0.99	1.42	1.98	2.48	3.08
市盈率(倍)	74.6	51.8	37.2	29.7	23.9

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,388</b>	<b>1,815</b>	<b>2,534</b>	<b>3,152</b>	<b>3,916</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	526	694	940	1,162	1,424	营业收入增长率	50.2%	30.8%	39.6%	24.4%	24.2%
营业税费	14	22	19	24	35	营业利润增长率	44.8%	44.1%	38.2%	25.0%	24.4%
销售费用	79	106	149	185	229	净利润增长率	36.7%	44.1%	39.3%	25.0%	24.4%
管理费用	135	45	232	288	358	EBITDA 增长率	61.5%	58.6%	25.5%	26.3%	25.3%
财务费用	25	-17	-9	-15	-18	EBIT 增长率	61.7%	57.5%	22.6%	24.7%	24.5%
资产减值损失	3	8	21	22	26	NOPLAT 增长率	59.1%	36.6%	39.9%	24.7%	24.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	981.3%	12.0%	-5.7%	20.3%	24.5%
投资和汇兑收益	34	107	110	130	150	净资产增长率	257.2%	21.8%	30.4%	19.7%	20.6%
<b>营业利润</b>	<b>649</b>	<b>935</b>	<b>1,293</b>	<b>1,616</b>	<b>2,011</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	2	0	9	12	14	毛利率	62.1%	61.8%	62.9%	63.1%	63.6%
<b>利润总额</b>	<b>651</b>	<b>935</b>	<b>1,302</b>	<b>1,628</b>	<b>2,025</b>	营业利润率	46.8%	51.5%	51.0%	51.3%	51.4%
减: 所得税	61	84	116	145	180	净利润率	42.6%	46.9%	46.8%	47.0%	47.1%
<b>净利润</b>	<b>591</b>	<b>851</b>	<b>1,186</b>	<b>1,483</b>	<b>1,845</b>	EBITDA/营业收入	48.4%	58.6%	52.7%	53.5%	54.0%
						EBIT/营业收入	47.9%	57.7%	50.7%	50.8%	50.9%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	89	372	1,585	1,860	2,091	固定资产周转天数	16	21	24	33	34
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	363	557	387	299	280
应收帐款	180	309	381	478	588	流动资产周转天数	478	642	578	550	514
应收票据	-	-	522	143	683	应收帐款周转天数	41	49	49	49	49
预付帐款	4	5	7	8	10	存货周转天数	35	38	37	37	36
存货	182	197	320	320	463	总资产周转天数	510	672	625	628	606
其他流动资产	2,418	2,716	1,723	2,286	2,241	投资资本周转天数	394	585	430	370	365
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	20.6%	24.3%	26.0%	27.1%	28.0%
长期股权投资	-	1	75	157	253	ROA	19.5%	22.7%	23.5%	24.9%	25.5%
投资性房地产	-	4	34	64	94	ROIC	237.8%	30.0%	37.5%	49.6%	51.4%
固定资产	110	103	235	337	405	<b>费用率</b>					
在建工程	-	-	55	123	206	销售费用率	5.7%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
无形资产	36	37	181	322	458	管理费用率	9.7%	2.5%	9.1%	9.1%	9.1%
其他非流动资产	3	5	-69	-152	-247	财务费用率	1.8%	-0.9%	-0.3%	-0.5%	-0.5%
<b>资产总额</b>	<b>3,023</b>	<b>3,750</b>	<b>5,049</b>	<b>5,945</b>	<b>7,245</b>	三费/营业收入	17.2%	7.4%	14.7%	14.5%	14.5%
短期债务	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	80	142	163	215	248	资产负债率	4.9%	6.7%	9.6%	8.1%	9.0%
应付票据	-	-	209	115	243	负债权益比	5.2%	7.2%	10.6%	8.8%	9.9%
其他流动负债	69	107	108	146	160	流动比率	19.31	14.43	9.45	10.71	9.34
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	18.08	13.64	8.78	10.04	8.63
其他非流动负债	-	1	5	5	5	利息保障倍数	26.07	-61.23	-146.91	-104.06	-112.99
<b>负债总额</b>	<b>149</b>	<b>251</b>	<b>485</b>	<b>481</b>	<b>655</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.40	0.60	0.70	0.97	1.20
股本	149	300	599	599	599	分红比率	40.4%	42.2%	35.3%	39.3%	39.0%
留存收益	2,705	3,198	3,965	4,865	5,991	股息收益率	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%	1.6%
<b>股东权益</b>	<b>2,874</b>	<b>3,499</b>	<b>4,564</b>	<b>5,464</b>	<b>6,590</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EPS(元)	0.99	1.42	1.98	2.48	3.08
净利润	591	851	1,186	1,483	1,845	BVPS(元)	4.80	5.84	7.62	9.12	11.00
加: 折旧和摊销	7	17	52	86	120	PE(X)	74.6	51.8	37.2	29.7	23.9
资产减值准备	3	8	21	22	26	PB(X)	15.3	12.6	9.7	8.1	6.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-22.8	85.3	32.3	49.7	45.0
财务费用	22	-2	-9	-15	-18	P/S	31.8	24.3	17.4	14.0	11.3
投资收益	-34	-107	-110	-130	-150	EV/EBITDA	16.2	20.3	31.8	25.0	19.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	35.9%	29.4%	40.0%	35.9%	29.4%
营运资金的变动	-2,431	-347	510	-286	-578	PEG	2.1	1.8	0.9	0.8	0.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>516</b>	<b>684</b>	<b>1,650</b>	<b>1,160</b>	<b>1,245</b>	ROIC/WACC	22.7	2.9	3.6	4.7	4.9
投资活动产生现金流量	-2,407	-189	-325	-317	-313	REP	0.2	2.4	4.0	2.5	1.9
融资活动产生现金流量	1,457	-212	-112	-568	-701						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。