

证券研究报告—动态报告/公司快评
信息技术
通信
亿联网络 (300628)

跟踪点评

买入

(维持评级)

2019年11月18日

公司 VCS 业务现状与未来增长的探讨

证券分析师: 程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513040001
联系人: 陈彤 0755-81981372 chentong@guosen.com.cn

事项:

VCS 视频会议系统业务是亿联网络当前及未来转型的重点方向, 本文对公司视频会议是一门怎样的生意、公司 VCS 业务的经营模式特点及其优劣势、风险和机遇进行简要探讨。

评论:

■ 视频会议是一门怎样的生意?

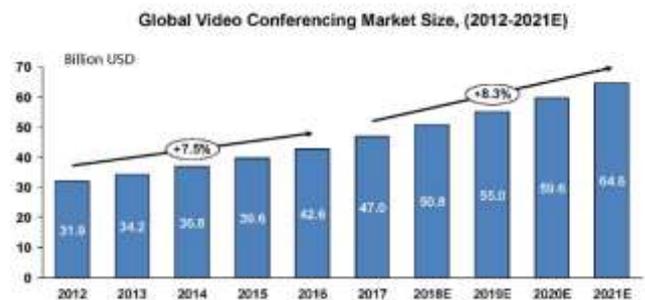
视频会议是指两方或多方, 通过通信设备和网络进行面对面的交流, 与视频直播、视频录播等其他形式最大的区别在于其**实时交互性**。日常生活中的个人, 对谈话内容的安全性、会议质量、会议规模要求不高, 像微信这样的软件便可满足需求。而商务类视频会议对视频会议的流畅度、安全性、会议环境要求更高, 因此需要保证系统服务器及客户端的带宽条件和设备的专业性。

行业进入门槛如何? 实现视频会议的基础功能并不难, 视频会议产品也已在国内面世 20 余年, 但要保障视频会议的质量、安全性以及企业客户的多样性要求, 仍需在音视频技术和对客户痛点的理解上有深度积累。换言之, 做出来容易, 做得卓越难, 做得又好又便宜难上加难。但行业的广阔应用空间和利润空间仍吸引众多新进入者跃跃欲试。

行业空间有多大? 全球视频会议市场约 509 亿美元, 中国视频会议市场约 160 亿元。根据 Frost & Sullivan, 全球视频会议市场的市场规模在 2012 年至 2016 年间以每年 7.5% 的复合增速从 319 亿美元增长至 426 亿美元, 预计 2017 年至 2021 年, 年复合增速为 8.3%, 预计 2019 年市场规模达到 550 亿美元。国内视频会议市场发展迅猛, 2018 年占整体视频通信市场份额的 23.9%, 市场规模从 2014 年的 52.3 亿元, 增长至 2018 年的 160.2 亿元, 四年间实现了 32.3% 的年均复合增长, 将于 2019 年至 2023 年实现高达 26.2% 的年均复合增速, 于 2023 年视频会议市场规模有望达到 535.3 亿元。

图 1: 中国视频会议市场规模及增长率 (亿元, %)


资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理

图 2: 全球视频会议市场规模 (亿美元)


资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理

谈到行业空间需要理解视频会议发展的两个阶段——自建专网视频会议时代和云视讯时代。

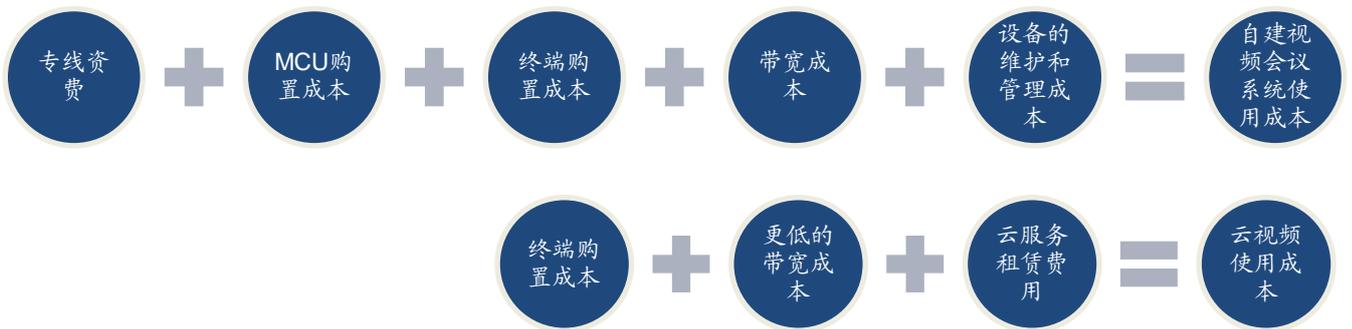
- **自建视频会议系统**需要采购 MCU、申请网络专线，存在部署困难、成本高昂、维护麻烦等痛点，**使用成本=专线资费+视频会议 MCU 购置成本+视频会议终端购置成本+带宽成本+设备的维护和管理成本**，因此昂贵的使用成本令众多企业望而止步，视频会议行业的天花板被卡在了党政军、央企国企、企事业单位、跨国企业等高端客户市场。
- **云视频**的使用者不需要采购 MCU，公有云的云平台服务器部署在互联网上，由基础运营商和服务提供商负责系统的运营和维护，用户只需按需购买服务和终端设备，借助简单的互联网环境进行传输，节省了设备费用和网络专线建设费用，**使用成本=视频会议终端购置成本+更低的带宽成本+云服务租赁费用**。

云视频的兴起在 2010 年左右，这一阶段市场关注点从技术转向服务，从硬件转向软件，解决了传统视频会议系统设备价格昂贵、配置复杂、平台与终端互不兼容等问题。**云视讯时代打开了视频会议的市场空间，增量市场主要在于：1、云视频大幅降低了视频会议的使用门槛，企业会议场景逐步向中型企业下沉；2、云视频在移动性和扩容上具备优点，促使视频会议与更多垂直行业应用场景融合。**

公有云视频会议模式打开行业空间的同时，又存在什么挑战呢？

- 1、视频会议在会议场景的应用需求主要受政府需求、公共服务和大型企业需求拉动，视频会议终端的换机周期为 5 年左右，但实际使用中企业未必会及时更换；
- 2、早期对视频会议质量和安全性要求较高的客户出于数据安全性、规模效应的考虑，在更换设备时往往更倾向于进行私有云部署或混合云部署；
- 3、在与各垂直行业应用场景融合时，存在复杂多样的问题，产品落地使用存在挑战。

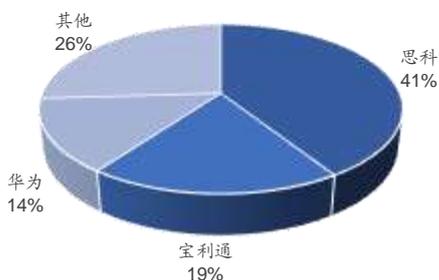
图 3：自建视频会议系统和云视频使用成本的对比



资料来源:草根调研、国信证券经济研究所整理

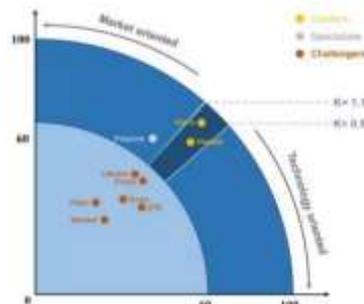
行业内的主要参与者有哪些？全球来看，视频会议系统最大的市场在欧洲和北美，其次是亚太地区，根据 Credence Research，2018 年欧洲市场占比 35%，北美市场占 30%，亚太市场占 28%。全球传统硬件视频会议厂商主要以 Cisco、宝利通、华为为首，形成寡头垄断的稳定格局，“挑战者”包括 Avaya、Lifesize、Zoom、ZTE、Vidyo 和 StarLeaf 等。国内来看，根据 2017 年牛透社对国内视频会议厂商的梳理（名单或有不全），国内视频会议业务营收过亿的厂商至少有 14 家，包括华为、中兴、苏州科达、迪威讯、华平股份、捷视飞通、全时、亿联网络、随锐科技、会畅通讯、CC、好视通、小鱼易连、展视互动等。

图 4：2018 年全球视频会议系统市场格局



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 5：全球主要的视频会议技术及解决方案提供商



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

表 1：2017 年国内视频会议厂商梳理

2017 年视频业务营收规模区间	厂商名称
营收过亿	华为、中兴、科达、迪威、华平、捷视飞通、全时、亿联、随锐、会畅、CC、好视通、小鱼易连、展视互动
营收 5000 万-1 亿元	威速 V2、红杉树
营收 3000 万-5000 万	华运通、网动
营收 500-1000 万	首云

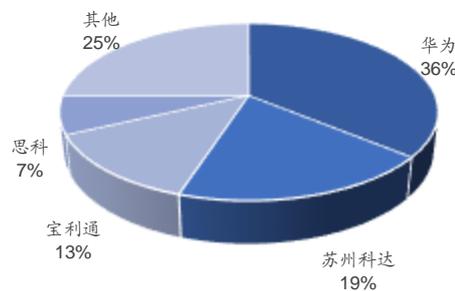
资料来源：牛透社，国信证券经济研究所整理

图 6：2018 年我国软件视频会议市场竞争格局



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 7：2018 年中国硬件视频会议市场竞争格局



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

云视讯时代发展初期想象空间充足，同时行业竞争也较为激烈，那什么是核心竞争要素呢？

多数渠道不具排他性，同时代理多家公司的产品，企业与渠道之间是双向选择的，因此决定公司 VCS 业务发展成果的因素是多样的，主要包括企业对渠道的管控、渠道利润空间、产品质量、产品价格、售后维护成本、产品口碑、需求响应速度等。

行业的盈利模式是怎样的？在云化趋势下，国内的硬件视频会议厂商和软件视频会议厂商积极部署云平台，传统硬件视频会议厂商以 AVC 架构云为转型路线，而以传统软件视频会议起家的厂商以及行业新进入者，大部分选择 SVC 架构云路线。但目前国内视频会议行业的销售模式仍以**硬件设备形式为主**，云服务的销售作为补充形式。大部分的头部付费客户，如政府、大中型企业用户仍以自建专网系统为主，小微企业付费意识薄弱，视频会议以使用阿里钉钉、企业微信等免费软件为主。

国内大部分厂商采取“云+硬件终端”并行的战略，但各家销售策略有差异：

1、通过提供行业解决方案的方式进行销售，深耕垂直行业并树立标杆案例进行推广，如华为、思科、华平股份、小鱼易连、星网智慧、苏州科达、会畅通讯等公司；2、提供标准化、通用型的视频会议产品，如亿联网络等。我们认为，行业定制化或标准化的视频会议产品策略各有优势，前者以项目为导向，能更契合应用场景的需求，后者以产品为导向，更考验产品能力，但在垂直市场难以深耕。

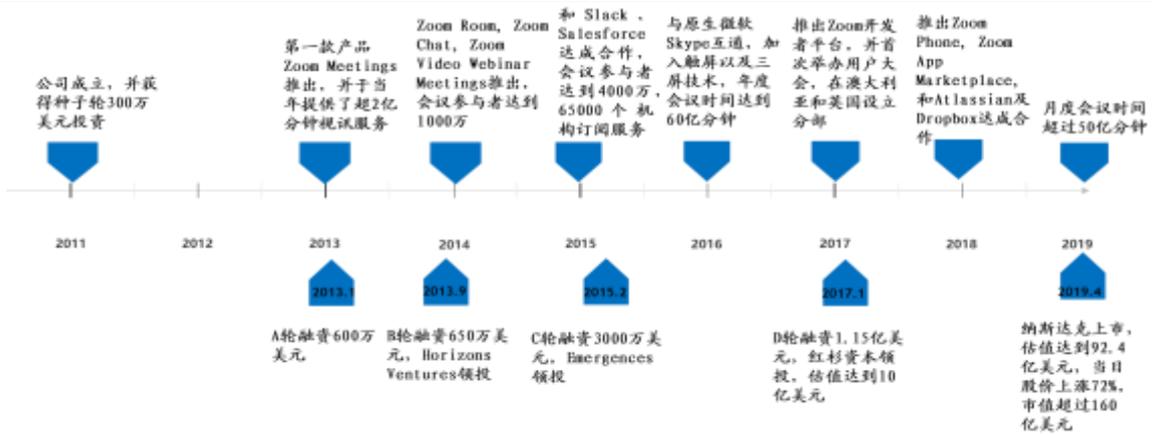
进一步分析传统硬件视频会议龙头的经营模式。

- 华为、苏州科达和中兴通讯是国内传统视频会议行业国产化浪潮下的受益者，其市场份额分别从 2007 年的 17.8%/6.4%/14.1%增长至 2015 年的 28%/8%/12%，再到 2016 年的 40%/17%/6%。华为和中兴通讯有遍布全国的成熟经销商体系，目标市场主要定位于党政军和大型央企、国企等头部客户。苏州科达将其视频会议产品与视频监控产品融合，以解决方案形式深耕于公检法司等优势领域。这三家公司属于国内第一梯队的视频会议厂商，其产品价格相对较为昂贵，相对渠道也有较强的议价权。
- 思科在 2007 年收购 WebEx 后在网络视频会议领域发展迅速。思科推出了 WebEx meeting、WebEx TelePresence、Cisco Spark 等基于云的产品，并在 2015 年斥巨资收购了云视讯提供商 Acano、云通信服务商 Tropo，在硬件/软件+云均有布局，成功保持了领先地位。根据 Synergy Research 对 2016 年第二季度的调查，思科已经拥有了全球网络会议市场 53% 的份额，是该领域的领军者。自 2016 年 9 月起，思科宣布 WebEx 中国区业务转移给 TCL 和思科合作的中国公司“科天云”运营。WebEx 定价不高，因而在各类企业中均有市场。
- 宝利通在硬件视频会议市场建立的龙头地位在云时代受到冲击。公司于 2016 年私有化退市后进一步推进云转型，其视频业务于 2018 年初被缤特力收购，现在二者已经合并为全新品牌“Poly 博诣”。

受资本市场热捧的云视讯龙头 Zoom 是如何取得成功的？

Zoom 是后来居上的“行业搅局者”。公司成立于 2011 年，由前 Cisco 公司工程副总裁 Eric.Yuan 率领近 40 位前 Cisco 工程师创立，专注于视频会议领域，为视频会议参与者提供更好的视频会议体验。公司业务主要是云视讯服务平台，包括了 Zoom Meeting, Zoom Room 等产品，ZOOM 的营收收入规模在 2017-2019 年都实现翻倍增长，公司迄今为止已经提供了超过 50 亿分钟地视讯服务，是全球视频会议行业的领先者。2019 年 4 月成功在纳斯达克上市，受到资本市场的热捧，首日即上涨 72%，市值超过了 160 亿美元。ZOOM 主要深耕于北美云视频会议市场，在国内由于没有云服务运营牌照，节点部署受限制，目前国内市场份额不大。由于国内使用习惯和付费习惯等方面因素，国内暂无一家像 ZOOM 一样纯 saas 的公司。

图 8: Zoom 发展历程



资料来源：Crunchbase、公司招股书、国信证券经济研究所整理

根据公司招股书显示，Zoom 产品有 Zoom Meetings (包括 Zoom Chat), Zoom Rooms, Zoom Conference Room Connector, Zoom Phone, Zoom Video Webinars, Zoom for Developers 和 Zoom App Marketplace。

图 9: Zoom 产品矩阵



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

其中, Zoom Meetings 是平台的基石, 它将所有其他产品和功能结合在一起。Zoom Meetings 提供高清视频, 移动设备, 台式机, 笔记本电脑, 电话和会议室系统之间的语音, 聊天和内容共享。Zoom 的架构可以支持数十个甚至数千名视频参与者参加一次会议。对话可以是一对一, 一对多, 多对多各种形式。并且 Zoom Meetings 集成了 Atlassian, Dropbox, Google, LinkedIn, Microsoft, Salesforce 和 Slack 等工具, 提高了协作办公的效率。

Zoom Rooms 是基于软件的会议室系统, 使用户能够在他们的实际会议空间中进行无摩擦的 Zoom 会议。作为第三方运行现成的硬件, Zoom Rooms 是一种经济实惠的产品, 通过视频和语音大规模装备会议空间的方法, 将无线内容共享和日历集成, 提升会议质量。这个价格实惠、使用简单、适应性强的平台为会议室和培训室带来视频, 并且扩大了企业装配视频会议的数量。

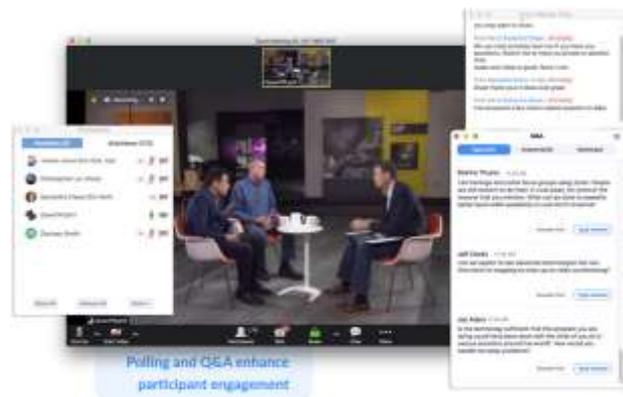
Zoom Video Webinar 允许用户进行大规模的在线活动, 如市政厅会议、研讨会和营销演示。对于至多 100 名拥有完整视频、语音、聊天和内容共享功能的小组成员, 他们能通过 10000 多个与会者进行交流, 另外还包括了问答、报告、邀请和 CRM 等功能。

图 10: Zoom Rooms



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 11: Zoom Video Webinar



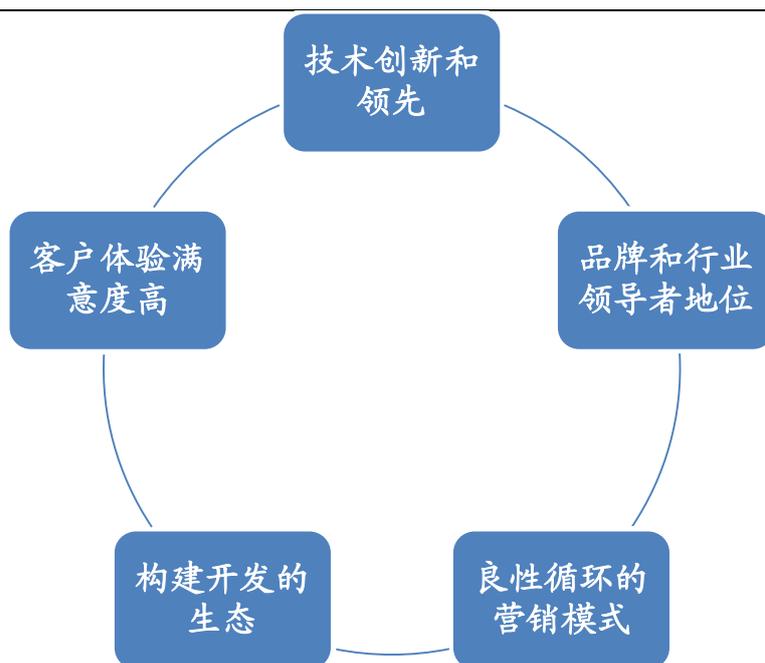
资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

Zoom for Developers and Zoom App Marketplace 允许开发者将 Zoom 的视频、语音、聊天和内容共享集成到其他应用程序中。在这个解决方案中, Zoom, 第三方开发人员和合作伙伴构建将 Zoom 的平台与其他云服务集成在一起的应用程序。Zoom 的客户也可以自行开放将 Zoom 功能集成到适应于其他系统的应用程序。截至 2019 年 1 月 31 日的 12 个月内, Zoom 丰富的可扩展 API 工具箱, 跨平台 SDKs 和 MobileRTC 使得每月有超过 1.4 亿个 API 项目诞生。

我们认为, ZOOM 取得成功的因素离不开以下几方面:

- 1、创新的云架构和出色的底层技术。**ZOOM 是云视讯领域的先驱，成立之初便建立了云视频平台，并进行大量的研发投入，使得自己的技术领先业界。出色的 SVC 视频编解码技术和智能路由技术使得他们的产品领先业界，树立竞争壁垒。此外，Zoom 通过大量资金投入建网和开放模式在全球 80 多个地区范围内广布节点确保全球服务质量。
- 2、品牌优势和公认的领导者地位。**经过了五年的发展，Zoom 已被许多行业分析师认为市场领导者，无论是从客户群体，还是从营业收入上来看，Zoom 已经成为了行业中的领跑者，具备较强的先发优势和规模优势。
- 3、独特的营销方式，由个人用户驱动的病毒式需求。**Zoom 通过“Free+Prime”的方式提供免费试用，使用门槛低，而个人通常在同事或同事邀请他们参加缩放会议时开始使用 Zoom 的平台。当与会者体验到平台和实现这些好处，他们往往成为付费客户，以解锁额外的功能，由 To C 端的出色口碑去影响 To B 端的订购决策，因此能逐步转化为基于良好用户口碑形成的良性循环。
- 4、开放的云平台生态。**Zoom 的云视频平台强大的集成和合作伙伴生态系统使企业能够将 Zoom 的平台与现有平台无缝连接。无论是现有的实体会议室还是惯用的应用程序，都可以自然流畅的与 Zoom 云平台交互使用。例如，Zoom 的平台集成了 Atlassian, Dropbox, Google, LinkedIn, Microsoft, Salesforce.com, Slack 等公司提供的云软件应用程序。
- 5、保持产品的快速迭代更新，客户体验满意度高。**Zoom 的客户 NPS (Net Promoter Score 净推荐值) 在 2018 年平均值超过 70，售后支持团队客户满意度超过了 90%。公司重视客户的反馈，了解客户痛点，每年对 200 个以上的功能进行改进和新增，并针对性进行产品的迭代更新。

图 12: Zoom 的竞争优势



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

国内的行业新进入者的竞争策略存在明显差异，如

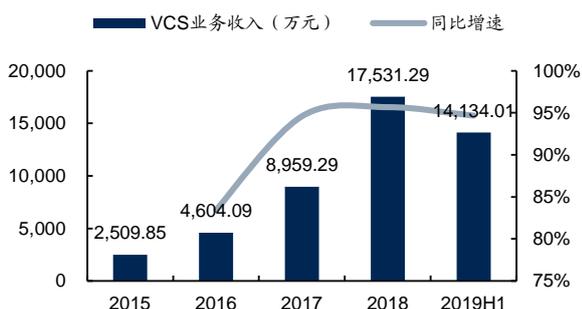
- **小鱼易连**主打云平台，SVC 编解码技术于全国领先，同时提供简易硬件终端。
- **会畅通讯**依托前期与 Webex 和 Zoom 合作时积累的经验和技術，同时自主研发云平台，并收购上游终端提供商明日实业和下游行业解决方案提供商数智源，布局全产业链发力视频会议市场，主打云平台技术。
- **亿联网络**则依托传统业务的全球市场经验，主打硬件终端技术，提供通用型产品为主，全球铺设经销商渠道的同时与全球各大云平台厂商合作销售。

分析完行业，我们再进一步分析亿联网络的 VCS 业务的经营模式和优劣势。

■ 亿联网络的 VCS 业务的经营模式有什么特点？

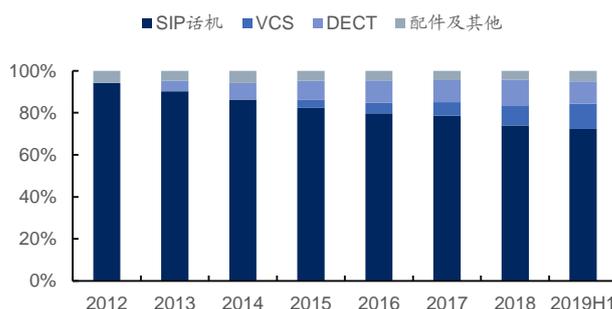
回顾亿联网络 VCS 业务的发展历程。VCS 视频会议系统业务是公司于 2012 年开始筹备并于 2015 年正式推出的新业务，也是公司未来业务转型的战略方向。近几年公司的 VCS 系列产品更新迭代快，产品布局从硬件终端延伸至服务器和云视讯平台。2019 年上半年公司 VCS 业务实现营收 1.41 亿元，同比增长 95%，约占 2018 年全年 VCS 业务收入（1.75 亿元）的 80%，营收占比也从 2018 年的 9.66% 提升至 12.03%，毛利率始终维持在 70% 以上，呈现出良好发展势头。目前，公司 VCS 业务的海外收入占比 60% 左右。

图 13: 公司 VCS 业务收入增长情况



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 14: 公司营收结构变化（按业务划分）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

分析公司在 VCS 业务相关的团队构建、渠道铺设现状及经营策略特点。

VCS 团队构建：公司在 VCS 业务的研发和销售上加强投入，其中研发人员占比最高（根据 2018 年报，公司的技术人员占比为 48.3%）。公司的销售人员包括售前团队和销售团队，不同销售对接不同的渠道，面对重点区域和重点渠道，组建专门的团队与其对接。公司的销售人员多数为中国人，依靠海外差旅进行全球业务拓展和对接。（截至 2019 年 6 月 30 日，公司的销售人员总数为 253 人，2019 年上半年，公司销售人员海外差旅人次共计 118 人，且公司设有 40 人左右的专职海外宣传、品牌建设与推广的市场团队。）

VCS 渠道铺设：近两年公司在国内外的渠道基本铺设完毕，接下来的工作重心是提高渠道的质量和数量，在已有渠道中进行优胜劣汰。公司的销售渠道以经销商渠道为主，同时与国内外平台厂商（国外如微软、ZOOM，国内如腾讯云）和行业龙头（如索尼、视源股份）合作，并开拓运营商渠道（与中国电信合作）。

VCS 经营策略：公司的产品系列包括视频会议硬件终端、服务器和云服务。公司的目标市场主要定位于中型企业市场，以销售标准化、通用型的产品为主，不针对具体行业市场进行定制化设计和开发。在海外市场，公司与微软合作开发视频会议产品，意在由此打入高端客户市场。

公司云视讯的发展现状：公司的公有云新产品目前对收入的贡献较少。2018 年 4 月公司发布云视讯 1.0 版本，2019 年 10 月发布了云视讯 3.0 版本，新产品升级的主要看点在于 1) 面向全球服务方面，采用全球多节点分布式架构+SVC/AVC 混合模式+全球智能路由技术，经过测试对比，拥塞状态下的音视频丢包率从原先的 30%-40% 降低至 0.5% 左右，实现全球视讯延时小于 200 毫秒；2) 客户体验感提升，在音视频核心技术和网络传输处理技术、互动协作体验上均有明显优化升级。

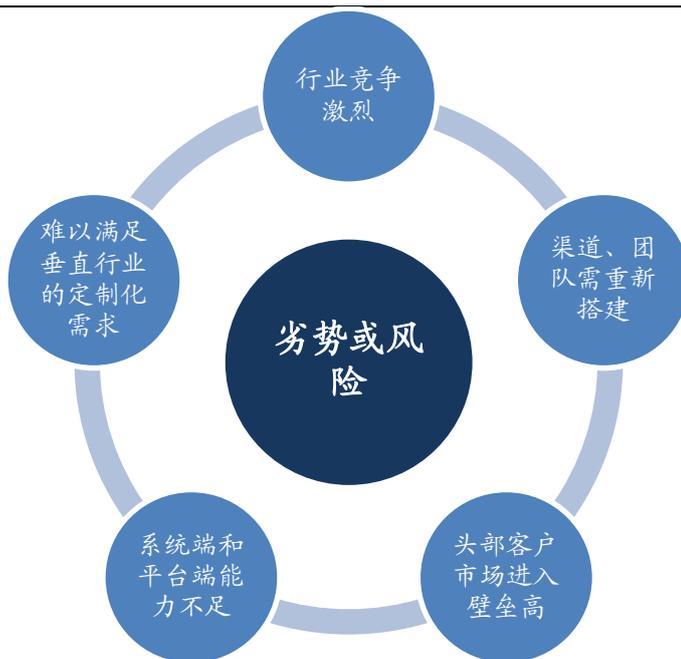
■ 亿联网络的 VCS 业务发展存在什么优劣势？

首先，我们认为亿联网络作为视频会议行业的新进入者，挑战是巨大的，劣势（或可能的风险）主要在于：

- 1、行业竞争激烈，传统硬件视频会议系统市场格局相对稳定，增量市场参与者众多。
- 2、无论是业务团队还是渠道铺设，公司都需重新搭建（除了海外原有经销商渠道有 30% 的复用率）。业务团队可以通过招聘有经验的技术人才。渠道方面，业界多数渠道不具排他性，同时代理多家公司的产品，企业与渠道之间是双向选择的，因此决定公司 VCS 业务发展成果的因素是多样的，主要包括企业对渠道的管控、渠道利润空间、产品质量、产品价格、售后维护成本、产品口碑等，因此业务拓展具备一定的不确定性。

- 3、市场方面，国内的头部客户（如党政军、央企、国企）市场进入壁垒高。这类客户对产品的品牌、系统能力有较高要求，对价格的敏感度相对较低，因此市场上新进入者推出的高性价比产品对他们来说不一定有吸引力。
- 4、产品能力方面，公司在系统端和平台端的能力不足，与传统硬件视频会议系统行业巨头（如华为、思科等）相比存在差距，云服务产品仍在打磨中，需不断完善。阿里、腾讯、百度等互联网巨头也布局了视频云业务，存在平台商向下整合的可能性，就可能对视频会议硬件终端行业造成冲击。
- 5、产品策略方面，公司以产品为导向的战略劣势在于无法深耕垂直行业、难以满足对定制化要求高的应用场景的需求。

图 15: 亿联网络 VCS 业务的劣势（或可能的风险）



资料来源:草根调研、国信证券经济研究所整理

同时，相对行业内多数新进入者，公司的优势（或可能的机遇）主要在于：

- 1、海外市场长期深耕，公司对其商业规则、文化、渠道拓展等相比国内同行更为熟悉；
- 2、音视频技术的长期积累和迁移应用，在提供高性价比的硬件终端产品能力上具备优势
- 3、与微软、中国电信、腾讯云、索尼等行业巨头的合作，侧面反映了公司在行业内的受认可度，及拓展高端客户市场的潜力。
- 4、产品策略方面，公司以产品为导向的优势在于产品运营和渠道拓展上运转效率高，这一模式在全球的可复制性强。

图 16: 亿联网络 VCS 业务的优势 (或可能的机遇)



资料来源:草根调研、国信证券经济研究所整理

5G 网络普及后网络升级会对视频会议行业带来什么机遇或挑战, 目前还不得而知, 一方面可能降低对终端性能 (如丢包算法、数据压缩等) 的依赖, 可能弱化公司在硬件终端的技术优势。另一方面, 未来 5G 普及后也可能出现强化终端处理能力, 弱化服务器能力的趋势, 这对亿联网络这样在终端产品能力较为突出的公司来说是个利好。从视频会议行业的发展历程来看, 网络升级下人们对视频会议的分辨率要求也同步提升, 呈现出网络传输、音视频技术、硬件终端产品质量同步提升的趋势, 未来会变化吗?

我们认为, 云视频会议行业仍处于发展初期, 各厂商均呈现快速成长态势, 哪种模式会最终跑赢市场仍存在不确定性, 但行业赛道宽广, 未来几年行业成长具有较强的确定性。亿联网络在传统业务运营上表现出较强的执行力和公司管理体制的高效率, 目前 VCS 也表现出良好发展势头, 或许公司成为云视讯领域行业龙头难度较大, 但未来 3-5 年内有潜力保持在硬件视频会议领域的领先地位, 充分享受行业成长的红利。

■ **看好公司的行业竞争力, 维持“买入”评级**

看好公司的行业竞争力, 我们预计公司 19-21 年的净利润为 12.43/15.33/ 18.84 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 33/27/22 倍, 维持“买入”评级。

表 2: 可比公司的估值对比 (截止至 2019 年 11 月 15 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
603660.SH	苏州科达	25.05	51.29	0.83	1.06	1.35	12.27	9.60	7.54	无评级
300578.SZ	会畅通讯	83.42	42.89	1.02	1.28	1.68	24.18	19.29	14.70	增持
002841.SZ	视源股份	35.52	556.92	2.09	2.82	3.82	40.64	30.12	22.24	增持
	平均	48.00	217.03	1.31	1.72	2.28	25.70	19.67	14.83	
300628.SZ	亿联网络	34.79	407.34	2.08	2.56	3.15	32.67	26.54	21.57	买入

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

■ **风险提示**

- 1、人民币升值带来毛利率的下降。公司 95% 以上的收入来自国外, 90% 的海外收入以美元计价, 汇率波动在收入成本和汇兑损益上都对公司产生影响。
- 2、中美贸易摩擦关税加征范围扩大的风险。国际环境存在不确定性, 若未来征税范围继续扩大, 则公司的美国收入受影响, 极端情况下公司会考虑转移产能。
- 3、行业竞争加剧, 市场拓展不及预期。VCS 行业新增市场处于发展初期, 格局尚不稳定, 市场竞争不确定性较大。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	372	754	1725	2994
应收款项	320	431	557	703
存货净额	197	234	316	417
其他流动资产	2710	3040	3021	2933
流动资产合计	3600	4459	5619	7046
固定资产	103	104	105	99
无形资产及其他	37	33	29	26
投资性房地产	9	9	9	9
长期股权投资	1	1	1	1
资产总计	3750	4607	5763	7181
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	142	117	158	208
其他流动负债	107	119	161	209
流动负债合计	249	236	319	418
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1
长期负债合计	1	1	1	1
负债合计	251	237	320	419
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	3499	4370	5443	6762
负债和股东权益总计	3750	4607	5763	7181

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	2.84	2.08	2.56	3.15
每股红利	0.80	0.62	0.77	0.94
每股净资产	11.68	7.29	9.09	11.29
ROIC	27%	30%	34%	41%
ROE	24%	28%	28%	28%
毛利率	62%	66%	64%	63%
EBIT Margin	52%	51%	48%	47%
EBITDA Margin	53%	51%	49%	47%
收入增长	31%	35%	29%	26%
净利润增长率	44%	46%	23%	23%
资产负债率	7%	5%	6%	6%
息率	1.2%	1.8%	2.3%	2.8%
P/E	23.9	32.7	26.6	21.6
P/B	5.8	9.3	7.5	6.0
EV/EBITDA	21.3	32.7	26.6	21.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1815	2444	3157	3984
营业成本	694	836	1128	1487
营业税金及附加	22	29	38	48
销售费用	106	130	167	207
管理费用	45	211	297	370
财务费用	(17)	(14)	(31)	(59)
投资收益	107	120	132	145
资产减值及公允价值变动	(8)	(7)	(7)	(7)
其他收入	(129)	0	0	0
营业利润	935	1364	1683	2069
营业外净收支	0	2	2	2
利润总额	935	1366	1685	2071
所得税费用	84	123	152	186
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	851	1243	1533	1884

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	851	1243	1533	1884
资产减值准备	5	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	17	15	17	18
公允价值变动损失	8	7	7	7
财务费用	(17)	(14)	(31)	(59)
营运资本变动	(342)	(491)	(106)	(60)
其它	(5)	0	0	0
经营活动现金流	535	775	1451	1849
资本开支	(6)	(20)	(20)	(15)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(6)	(20)	(20)	(15)
权益性融资	27	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(239)	(373)	(460)	(565)
其它融资现金流	207	0	0	0
融资活动现金流	(244)	(373)	(460)	(565)
现金净变动	284	382	971	1269
货币资金的期初余额	89	372	754	1725
货币资金的期末余额	372	754	1725	2994
企业自由现金流	533	630	1280	1646
权益自由现金流	740	643	1308	1700

相关研究报告

- 《亿联网络-300628-2019年三季度点评：高增长持续，未来发展可期》——2019-10-28
- 《亿联网络-300628-跟踪点评：全面升级，多方合作，云视讯再出发》——2019-10-25
- 《亿联网络-300628-2019年三季度预告点评：三季度持续超预期，保持稳健增长态势》——2019-10-14
- 《亿联网络-300628-2019年半年报点评：业务结构持续优化，稳步前行》——2019-08-15
- 《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

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