

2018年10月28日

亿联网络 (300628.SZ)

公司快报

业绩保持高增长，VCS 业务成长性可期

【事件】2018年10月26日，公司发布2018年三季报。2018年前三季度，公司实现：主营业务收入131909.31万元，同比增长23.98%；归母净利润66360.57万元，同比增长38.96%。

◆ **SIP 业务增长稳健、VCS 业务快速成长，第三季度营收增速回升：**公司营收保持良好增长，第三季度营收同比增长26.21%，相比Q2增速有所回升。一方面是全球SIP PHONE市场持续增长，公司在各细分领域的销售开拓有效，SIP业务保持稳定增长；另一方面是公司VCS产品竞争力进一步提升，渠道建设稳步推进，VCS业务保持快速增长。

◆ **毛利率保持平稳，投资收益、汇兑收益对业绩亦有贡献：**2018年前三季度毛利率为61.17%，公司主要产品在市场上保持较强的竞争力，产品美元售价保持稳定，毛利率整体保持稳定；此外，公司加强资金管理，取得了投资收益，前三季度投资收益9531.05万元，同比增长355%；第三季度美元升值，使得公司汇兑收益增加，亦对业绩有所贡献。

◆ **全球 SIP 话机龙头，新业务高成长性可期：**根据美国知名的研究和咨询公司东方管理集团调研报告，公司SIP话机用户满意度位居全球第一位，且公司话机出货量已在今年位居全球第一。VCS业务方面，2018年公司进一步推出“云视讯”服务，更好的满足市场下沉的趋势，产品覆盖面扩大，并且销售渠道建设步入收获期，2018年H1公司VCS业务增速129%。我们认为，基于公司优异的产品技术实力，及视频会议市场的快速增长，VCS业务的高成长性可期。

◆ **投资建议：**我们预测公司2018-2020年净利润为8.15、10.86、13.92亿元，每股收益分别为2.73、3.63和4.66元，对应23、17、14倍PE，维持买入-A评级。

◆ **风险提示：**SIP话机需求不及预期；视频会议市场增长不及预期；公司VCS业务拓展不及预期；中美贸易摩擦可能带来的关税风险。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	923.7	1,387.8	1,812.4	2,401.5	3,162.2
同比增长(%)	39.6%	50.2%	30.6%	32.5%	31.7%
营业利润(百万元)	448.4	649.3	906.6	1,208.2	1,552.3
同比增长(%)	61.0%	44.8%	39.6%	33.3%	28.5%
净利润(百万元)	432.3	590.8	815.4	1,085.5	1,391.7
同比增长(%)	74.6%	36.7%	38.0%	33.1%	28.2%
每股收益(元)	1.45	1.98	2.73	3.63	4.66
PE	43.7	32.0	23.2	17.4	13.6
PB	23.5	6.6	5.2	4.3	3.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

通信 | 通信终端及配件 III

投资评级 买入-A(维持)

股价(2018-10-26) 63.30 元

交易数据

总市值(百万元) 18,906.44

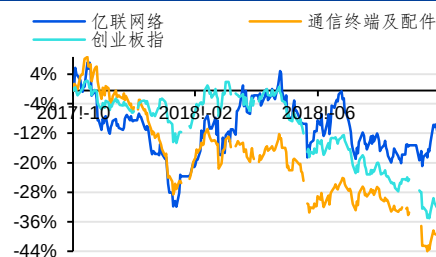
流通市值(百万元) 4,727.24

总股本(百万股) 298.68

流通股本(百万股) 74.68

12个月价格区间 56.40/158.60 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.47	12.63	19.28
绝对收益	3.35	-6.21	-12.47

分析师

蔡景彦
SAC 执业证书编号：S0910516110001
caijingyan@huajinsc.cn
021-20377068

报告联系人

胡朗
hulang@huajinsc.cn
021-20377062

相关报告

亿联网络：经营业绩高质高量增长，彰显 SIP 行业龙头本色 2017-10-27

亿联网络：统一通信终端国产龙头，期待 VCS 产品放量出货 2017-05-26

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	923.7	1,387.8	1,812.4	2,401.5	3,162.2
减:营业成本	340.6	526.2	702.0	926.0	1,226.7
营业税费	10.3	14.1	22.1	28.3	37.1
销售费用	59.9	78.8	88.3	91.6	103.3
管理费用	99.2	135.1	174.9	210.1	279.9
财务费用	-37.4	25.5	-3.5	-9.2	-16.9
资产减值损失	2.7	3.2	8.0	6.5	9.9
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	34.4	86.0	60.0	30.0
营业利润	448.4	649.3	906.6	1,208.2	1,552.3
加:营业外净收支	13.6	2.0	9.6	11.5	11.5
利润总额	462.0	651.4	916.2	1,219.7	1,563.7
减:所得税	29.7	60.6	100.8	134.2	172.0
净利润	432.3	590.8	815.4	1,085.5	1,391.7

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	545.5	88.6	379.1	849.6	1,397.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	138.5	180.3	222.4	297.9	369.7
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	2.2	4.5	7.7	13.0	14.8
存货	89.1	182.3	183.1	308.4	339.0
其他流动资产	33.7	2,418.5	2,300.0	2,400.0	2,800.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	466.1	466.1	466.1
固定资产	14.4	110.1	159.9	204.4	240.8
在建工程	45.4	-	21.0	49.7	48.8
无形资产	36.9	35.9	35.9	35.9	35.8
其他非流动资产	1.7	2.7	1.7	1.8	2.1
资产总额	907.4	3,022.9	3,776.9	4,626.8	5,714.8
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	56.3	80.0	99.3	137.0	141.9
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	46.6	68.9	54.5	41.7	67.2
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	102.9	148.9	153.8	178.7	209.1
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	56.0	149.3	298.7	298.7	298.7
留存收益	748.4	2,704.7	3,324.4	4,149.4	5,207.1
股东权益	804.5	2,874.1	3,623.1	4,448.1	5,505.8

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	432.3	590.8	815.4	1,085.5	1,391.7
加:折旧和摊销	5.1	6.7	10.2	17.9	25.5
资产减值准备	2.7	3.2	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-27.6	22.3	-3.5	-9.2	-16.9
投资损失	-	-34.4	-86.0	-60.0	-30.0
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-87.6	-2,431.4	78.3	-281.3	-474.1
经营活动产生现金流量	350.2	515.6	814.4	752.9	896.3
投资活动产生现金流量	-21.6	-2,407.3	-461.1	-31.0	-31.0
融资活动产生现金流量	-71.9	1,457.1	-62.8	-251.3	-317.2

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年增长率					
营业收入增长率	39.6%	50.2%	30.6%	32.5%	31.7%
营业利润增长率	61.0%	44.8%	39.6%	33.3%	28.5%
净利润增长率	74.6%	36.7%	38.0%	33.1%	28.2%
EBITDA 增长率	58.4%	61.5%	36.1%	33.2%	28.3%
EBIT 增长率	59.2%	61.7%	35.9%	32.8%	28.1%
NOPLAT 增长率	73.5%	59.1%	31.3%	32.8%	28.1%
投资资本增长率	44.9%	981.3%	-0.2%	12.8%	16.3%
净资产增长率	81.9%	257.2%	26.1%	22.8%	23.8%
盈利能力					
毛利率	63.1%	62.1%	61.3%	61.4%	61.2%
营业利润率	48.5%	46.8%	50.0%	50.3%	49.1%
净利润率	46.8%	42.6%	45.0%	45.2%	44.0%
EBITDA/营业收入	45.0%	48.4%	50.4%	50.7%	49.4%
EBIT/营业收入	44.5%	47.9%	49.8%	49.9%	48.6%
偿债能力					
资产负债率	11.3%	4.9%	4.1%	3.9%	3.7%
负债权益比	12.8%	5.2%	4.2%	4.0%	3.8%
流动比率	7.86	19.31	20.10	21.65	23.54
速动比率	7.00	18.08	18.91	19.92	21.92
利息保障倍数	-10.99	26.07	-257.48	-130.11	-91.10
营运能力					
固定资产周转天数	6	16	27	27	25
流动营业资本周转天数	51	363	516	405	350
流动资产周转天数	244	478	593	522	500
应收帐款周转天数	47	41	40	39	38
存货周转天数	32	35	36	37	37
总资产周转天数	279	510	675	630	589
投资资本周转天数	85	394	552	443	385
费用率					
销售费用率	6.5%	5.7%	4.9%	3.8%	3.3%
管理费用率	10.7%	9.7%	9.7%	8.8%	8.9%
财务费用率	-4.0%	1.8%	-0.2%	-0.4%	-0.5%
三费/营业收入	13.2%	17.2%	14.3%	12.2%	11.6%
投资回报率					
ROE	53.7%	20.6%	22.5%	24.4%	25.3%
ROA	47.6%	19.5%	21.6%	23.5%	24.4%
ROIC	216.6%	237.8%	28.9%	38.4%	43.7%
分红指标					
DPS(元)	0.34	0.80	0.66	0.87	1.12
分红比率	23.3%	40.4%	24.0%	24.0%	24.0%
股息收益率	0.5%	1.3%	1.0%	1.4%	1.8%

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	1.45	1.98	2.73	3.63	4.66
BVPS(元)	2.69	9.62	12.13	14.89	18.43
PE(X)	43.7	32.0	23.2	17.4	13.6
PB(X)	23.5	6.6	5.2	4.3	3.4
P/FCF	53.6	-9.8	23.0	25.9	21.4
P/S	20.5	13.6	10.4	7.9	6.0
EV/EBITDA	7.2	14.0	19.8	14.5	10.9
CAGR(%)	35.9%	33.1%	48.8%	35.9%	33.1%
PEG	1.2	1.0	0.5	0.5	0.4
ROIC/WACC	20.6	22.7	2.8	3.7	4.2

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn