

业绩持续快速增长, VCS 打开未来成长空间

——2018 年年报及 2019 年一季报点评

事件:

近期公司发布 2018 年年报及 2019 年一季报, 2018 年公司实现营业收入 18.15 亿元, 同比去年增长 30.81%, 归母净利润为 8.51 亿元, 同比去年增长 44.13%。2019 年一季度实现营业收入 5.33 亿元, 同比增加 29.25%, 净利润 2.61 亿元, 同比增长 32.92%。

点评:

● 全年业绩基本符合预期, 各项财务指标依旧靓丽。

在核心业务的带动下, 公司继续保持快速增长, 相关财务指标继续靓丽表现。2018 年及 2019 年一季度毛利率分别为 61.79%、65.34%, 净利率分别为 46.9%、48.96%, 经营性现金流分别为 6.84 亿、1.7 亿, 同比增加 32.58%、19.72%。费用方面, 销售费用 1.06 亿, 同比增加 34.91%; 管理费用 4473.17 万, 同比增加 28.53%; 财务费用-1710.37 万, 主要是汇兑收益增长所致; 研发费用 1.37 亿, 同比增加 36.46%, 主要是加大了 VCS 产品的研发所致。

● 核心业务进展良好, 增速全部达标。

细分来看, 核心业务进展良好, 增速全部达到预定标准。SIP 话机业务实现收入 13.43 亿, yoy 23.01%, 占收入比重为 73.96%, 对应毛利率 60.56% (-0.83pct); VCS 业务实现收入 1.75 亿, yoy 95.68%, 占收入比重为 9.66%, 对应毛利率 74.70% (+0.51pct); DECT 业务实现收入 2.2 亿, yoy 51.45%, 占收入比重为 12.12%, 对应毛利率 58.37% (-1.32pct)。其中, SIP 话机业务和 VCS 业务增速均略超预期。

● Sip 业务持续扩张, 保持行业引领者地位。

全球范围内 IP 通信替代模拟通信仍在持续进行中, 同时云化部署的比例也持续升高, 二者共同带动行业需求景气。2017 年公司 SIP 话机业务市场份额达到 26%, 成为全球第一, 在此基础上公司再接再厉, 2018 年市场份额再进一步。同时继续加大 SIP 话机研发上的投入, 不断升级已有产品, 开发新产品, 来满足不同细分群体的深度需求。2018 年与微软达成全面战略合作伙伴关系, 有望借助微软提高高端市场的市场占有率。

● 用户下沉带动行业规模扩大, “云+端”产品助力公司快速发展。

技术的进步使得视频会议使用成本在下降, 越来越多中小企业开始使用视频会议系统, 市场开始下沉, 市场规模变大。2018 年公司加大了在 VCS 产品上的投入, 在系统容量、稳定性等方面, 公司产品得到巨大提升。同时, 公司产品形态丰富, 可以满足各类用户的需求, “云+端”的产品理念有望带动公司视频会议业务快速增长。

● 投资建议与盈利预测

公司作为统一通信领域的领先企业, SIP 话机业务依然保持着行业龙头的竞争力, 有望借助与微软的合作逐渐扩大高端市场份额。近两年加大了 VCS 方面的产品和渠道投入, “云+端”的产品形态逐渐深入市场, 未来将保持快速增长。预计 2019-2021 年公司实现收入 24.09 亿、32.16 亿、43.31 亿, 净利润 10.50 亿、13.58 亿、18.15 亿, 对应 EPS 3.51、4.53、6.06, 对应 PE28、22、16 倍, 维持公司“买入”评级, 目标价 122.85 元。

买入|维持

当前价/目标价: 99.56 元/122.85 元

目标期限: 6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 152.73 / 57.05

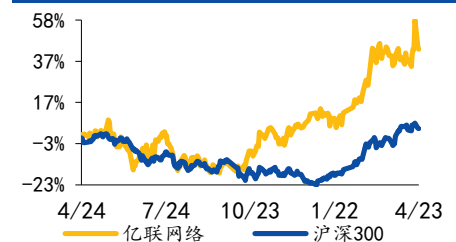
A 股流通股 (百万股): 74.68

A 股总股本 (百万股): 299.55

流通市值 (百万元): 7435.14

总市值 (百万元): 29822.80

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《公司调研报告-亿联网络(300628): SIP 话机龙头, 横向纵向寻突破》2018.08.17

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020115080058

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

● **风险提示:**

视频会议市场竞争加剧的风险、汇率波动的风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1387.76	1815.36	2409.49	3216.30	4330.97
收入同比(%)	50.2	30.8	32.7	33.5	34.7
归母净利润(百万元)	590.79	851.48	1050.12	1358.26	1815.58
归母净利润同比(%)	36.7	44.1	23.3	29.3	33.7
ROE (%)	20.6	24.3	25.2	24.6	24.8
每股收益(元)	1.97	2.84	3.51	4.53	6.06
市盈率(P/E)	67.59	27.32	28.40	21.96	16.43

资料来源：Wind,国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2874.21	3600.11	4195.79	5571.60	7435.08
现金	88.60	372.49	723.92	1697.86	3099.71
应收账款	176.53	309.38	305.56	415.40	555.98
其他应收款	3.81	10.80	6.96	10.08	13.86
预付账款	4.48	5.06	6.98	9.43	12.55
存货	182.33	197.39	247.39	333.85	447.98
其他流动资产	2418.46	2704.99	2904.99	3104.99	3304.99
非流动资产	148.70	149.88	229.37	310.90	387.31
长期投资	0.00	0.90	0.90	0.90	0.90
固定资产	110.08	102.94	179.82	257.84	329.89
无形资产	35.94	36.83	39.45	42.96	47.32
其他非流动资产	2.67	9.20	9.20	9.20	9.20
资产总计	3022.91	3749.99	4425.16	5882.50	7822.39
流动负债	148.86	249.49	263.09	362.16	486.47
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	76.52	142.41	135.43	186.04	248.18
其他流动负债	72.33	107.08	127.67	176.12	238.30
非流动负债	0.00	1.08	1.08	1.08	1.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	1.08	1.08	1.08	1.08
负债合计	148.86	250.57	264.17	363.24	487.55
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	149.34	299.55	299.55	299.55	299.55
资本公积	1524.70	1405.58	1405.58	1405.58	1405.58
留存收益	1200.01	1794.29	2455.86	3814.13	5629.70
归属母公司股东权益	2874.06	3499.42	4160.99	5519.26	7334.83
负债和股东权益	3022.91	3749.99	4425.16	5882.50	7822.39

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	515.56	683.55	830.23	1073.34	1501.90
净利润	590.79	851.48	1050.12	1358.26	1815.58
折旧摊销	6.68	17.12	20.77	27.87	33.64
财务费用	22.25	-1.88	0.00	0.00	0.00
投资损失	-34.37	-106.86	-10.00	-10.00	-10.00
营运资金变动	-72.82	-81.46	-214.12	-302.80	-337.31
其他经营现金流	3.04	5.14	-16.53	0.00	0.00
投资活动现金流	-2407.27	-189.39	-90.27	-99.40	-100.05
资本支出	-51.64	-20.36	-100.27	-109.40	-110.05
长期投资	-2390.00	-275.90	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	34.37	106.87	10.00	10.00	10.00
筹资活动现金流	1457.06	-212.14	-388.54	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	93.34	150.21	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1499.89	-119.12	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-136.17	-243.23	-388.54	0.00	0.00
现金净增加额	-434.65	282.01	351.43	973.94	1401.86

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1387.76	1815.36	2409.49	3216.30	4330.97
营业成本	526.23	693.68	921.60	1235.60	1661.60
营业税金及附加	14.07	22.03	27.25	36.63	49.75
营业费用	78.80	106.31	127.70	183.33	251.20
管理费用	34.80	44.73	59.76	90.06	151.58
财务费用	25.50	-17.10	-30.15	-66.60	-131.93
资产减值损失	3.24	8.19	-16.53	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	34.37	106.86	10.00	10.00	10.00
营业利润	649.33	935.43	1149.65	1490.48	1991.14
营业外收入	2.18	0.43	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.16	0.42	0.00	0.00	0.00
利润总额	651.36	935.44	1149.65	1490.48	1991.14
所得税	60.57	83.96	99.54	132.22	175.57
净利润	590.79	851.48	1050.12	1358.26	1815.58
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	590.79	851.48	1050.12	1358.26	1815.58
EBITDA	640.29	828.93	1113.24	1441.26	1882.35
EPS (元)	1.97	2.84	3.51	4.53	6.06

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	50.2	30.8	32.7	33.5	34.7
营业利润(%)	44.8	44.1	22.9	29.6	33.6
归属母公司净利润(%)	36.7	44.1	23.3	29.3	33.7
获利能力					
毛利率(%)	62.1	61.8	61.8	61.6	61.6
净利率(%)	42.6	46.9	43.6	42.2	41.9
ROE(%)	20.6	24.3	25.2	24.6	24.8
ROIC(%)	20.6	23.6	29.0	33.7	39.8
偿债能力					
资产负债率(%)	4.9	6.7	6.0	6.2	6.2
净负债比率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	19.31	14.43	15.95	15.38	15.28
速动比率	18.05	13.62	14.98	14.44	14.34
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.54	0.59	0.62	0.63
应收账款周转率	8.87	7.47	7.84	8.92	8.92
应付账款周转率	7.99	6.34	6.63	7.69	3.20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.97	2.84	3.51	4.53	6.06
每股经营现金流(最新摊薄)	1.72	2.28	2.77	3.58	5.01
每股净资产(最新摊薄)	9.59	11.68	13.89	18.43	24.49
估值比率					
P/E	67.59	27.32	28.40	21.96	16.43
P/B	13.89	6.65	7.17	5.40	4.07
EV/EBITDA	30.95	27.61	26.14	19.51	14.20

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188