

业绩持续高速增长，VCS 迎发展良机

——2019 年报及 2020 一季报点评

增持|维持

事件：

2020 年 4 月 15 日，公司发布 2019 年年报和 2020 年一季报。2019 年实现收入 24.89 亿，同比增加 37.13%；实现归母净利润 12.35 亿，同比增加 45.08%。2020 年一季度实现收入 6.5 亿，同比增加 21.95%；实现归母净利润 3.66 亿，同比增加 40.18%。同时发布限制性股票激励计划。

点评：

● 业绩复合预期，增长动力强劲

2019 年，在全球经济不确定性因素加大的情况下，公司业绩保持稳健增长，主要受益于企业通信市场的持续增长以及公司富有成效的市场开拓。受汇率利好、产品结构优化以及成本下降等因素影响，全年毛利率略有提升达到 66%，较 2018 年增加 4.21pct。由于公司全年加强了新业务的市场开拓，销售费用（+35.96%，yoy）、研发费用（+40.5%，yoy）以及管理费用（+24.24%，yoy）均同比提高不少，因此净利率提高幅度小于毛利率，全年净利率 49.62%，较 2018 年增加 2.72pct。

2020Q1 收入增速略微放缓，主要受“新冠”疫情影响，业务开拓受阻。但在市场推广和销售扩展活动因全球疫情影响受到较大限制的情况下，相关费用下降，此外汇兑收益、资金管理收益、政府补助等有所提高，因此净利润增速高于收入增速。2020Q1 毛利率与净利率环比提升。

● 持续加大研发投入，打造音视频核心竞争力

作为研发驱动型企业，公司持续加大研发方面的投入。2019 年增加研发人员 139 人，达到 546 人，研发和技术服务人员占比近 50%，全年研发投入 1.92 亿，同比增加 40.5%，2020Q1 研发投入 4848.91 万元，同比增加 56.61%。得益于持续的高研发投入，公司音视频编解码及音视频底层技术不断加强，确保公司可以不断加快新系列、新机型及新功能的推出。

● SIP 话机：高端市场持续突破，市场份额不断提升

2019 年 SIP 话机业务实现收入 17.58 亿，同比增加 30.95%。近年来公司逐渐向大型、高端客户延伸，高端产品占比持续提升，带动毛利率不断攀升，2019 年 SIP 话机毛利率 64.89%，较 2018 年增加 4.33pct。得益于领先行业的市场增速，公司市场份额不断提升，2018 年全球占比 27.3%，位列全球第一，2019 年预计进一步提升。

● VCS：疫情背景下迎来推广良机

2019 年 VCS 实现收入 3.29 亿，同比增加 87.93%，毛利率 74.35%，基本与 2018 年持平，持续高速增长的原因是公司深耕渠道优化及产品的升

当前价/目标价：93.93 元/116.44 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：117.78 / 52.61

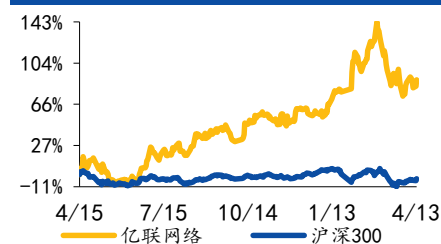
A 股流通股（百万股）：318.35

A 股总股本（百万股）：599.39

流通市值（百万元）：27824.13

总市值（百万元）：52386.86

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-亿联网络（300628）2019 年三季报点评：业绩快速增长，Q3 各项指标创历史新高》
2019.10.28

《国元证券公司研究-亿联网络（300628）2019 年半年报点评：各项业务进展顺利，持续保持高速增长》
2019.08.16

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1815.36	2489.35	3184.51	4176.63	5459.40
收入同比(%)	30.81	37.13	27.93	31.15	30.71
归母净利润(百万元)	851.48	1235.29	1550.61	1994.97	2645.70
归母净利润同比(%)	44.13	45.08	25.53	28.66	32.62
ROE(%)	24.33	28.10	25.84	25.66	25.86
每股收益(元)	1.42	2.06	2.59	3.33	4.41
市盈率(P/E)	66.13	45.58	36.31	28.22	21.28

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

级。公司不断提升系统及终端的性能，与腾讯云、索尼（中国）达成战略合作，“云视讯”产品逐渐获得市场认可，VCS 业务有望成为公司新的增长引擎。此外，“新冠”疫情持续的背景下，远程办公、远程交易等应用兴起，公司在此期间，加大了对客户的推广，长期看有利于公司 VCS 业务的发展。

● **发布股票激励计划，奠定未来长期成长人才储备。**

本次激励计划拟向公司核心管理人员和核心技术人员授予限制性股票 312.75 万股（约占当前总股本的 0.5%），其中首次授予 250.2 万股，预留 62.55 万股。首次授予的业绩考核目标要求 20/21/22 年的营收和净利润同比增速均不低于 20%，对应 20/21/22 年的营收 29.87/35.84/43.01 亿元，净利润 14.82/17.78/21.35 亿。

我们认为此次股权激励若顺利实施，有助于公司深度绑定核心管理和研发人员，激发员工积极性，确保公司发展战略和经营目标的实现。

● **投资建议与盈利预测**

公司海外业务占比较高（2019 年欧洲占比 37.8%，美洲占比 42.45%），短期受海外疫情影响，业绩增速略微放缓。长期看，SIP 话机业务渗透率尚有提升空间，VCS 业务有望借疫情快速推广。预计 2020-2022 年公司收入分别为 31.85 亿、41.77 亿、54.59 亿，净利润为 15.51 亿、19.95 亿、26.46 亿，对应当前股价的 PE 为 36.31、28.22、21.28 倍，维持“增持”评级。

● **风险提示**

海外疫情控制不佳、产品推广不及预期、VCS 行业竞争加剧

***国元持仓披露：国元持仓不超过 1%，无需披露。**

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3600.11	4380.69	5852.32	7567.97	9982.74
现金	372.49	105.69	960.20	1893.37	3451.92
应收账款	309.38	398.74	503.56	671.94	872.62
其他应收款	10.80	10.72	15.56	19.62	25.99
预付账款	5.06	3.82	6.26	7.77	10.35
存货	197.39	266.63	356.74	465.28	611.86
其他流动资产	2704.99	3595.09	4010.00	4510.00	5010.00
非流动资产	149.88	446.58	541.85	711.09	870.78
长期投资	0.90	42.85	0.90	0.90	0.90
固定资产	102.94	93.06	94.59	90.06	82.50
无形资产	36.83	266.53	418.34	595.47	764.08
其他非流动资产	9.20	44.14	28.02	24.66	23.30
资产总计	3749.99	4827.27	6394.17	8279.06	10853.52
流动负债	249.49	425.86	392.66	501.68	621.99
短期借款	0.00	50.03	0.00	0.00	0.00
应付账款	142.41	198.52	241.62	329.09	430.46
其他流动负债	107.08	177.32	151.04	172.59	191.53
非流动负债	1.08	5.54	1.10	1.46	1.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.08	5.54	1.10	1.46	1.59
负债合计	250.57	431.40	393.76	503.14	623.59
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	299.55	599.47	599.47	599.47	599.47
资本公积	1405.58	1136.75	1136.75	1136.75	1136.75
留存收益	1792.55	2697.39	4247.99	6024.77	8483.32
归属母公司股东权益	3499.42	4395.87	6000.41	7775.92	10229.93
负债和股东权益	3749.99	4827.27	6394.17	8279.06	10853.52

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	683.55	1092.51	1228.04	1632.66	2165.20
净利润	851.48	1235.29	1550.61	1994.97	2645.70
折旧摊销	17.12	19.84	10.96	11.81	12.23
财务费用	-17.10	-10.98	-20.20	-59.07	-110.65
投资损失	-106.86	-133.58	-130.00	-140.00	-145.00
营运资金变动	-85.74	-42.05	-191.82	-183.74	-248.37
其他经营现金流	24.65	23.98	8.49	8.68	11.28
投资活动现金流	-189.39	-1063.51	-397.63	-539.09	-525.61
资本支出	20.36	274.64	0.00	0.00	0.00
长期投资	275.90	928.36	-41.44	0.00	0.00
其他投资现金流	106.87	139.49	-439.07	-539.09	-525.61
筹资活动现金流	-212.14	-298.94	24.10	-160.40	-81.04
短期借款	0.00	50.03	-50.03	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	150.21	299.92	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-119.12	-268.83	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-243.23	-380.06	74.12	-160.40	-81.04
现金净增加额	283.89	-266.80	854.51	933.17	1558.55

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1815.36	2489.35	3184.51	4176.63	5459.40
营业成本	693.68	846.37	1150.88	1513.93	1976.75
营业税金及附加	22.03	29.96	37.43	49.75	64.85
营业费用	106.31	164.50	159.23	263.13	333.02
管理费用	44.73	55.58	63.69	96.06	131.03
研发费用	136.80	192.19	250.00	300.00	350.00
财务费用	-17.10	-10.98	-20.20	-59.07	-110.65
资产减值损失	-8.19	-2.02	-3.20	-3.64	-3.22
公允价值变动收益	0.00	4.74	0.00	0.00	0.00
投资净收益	106.86	133.58	130.00	140.00	145.00
营业利润	935.43	1360.28	1706.69	2196.47	2912.63
营业外收入	0.43	0.91	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.42	0.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	935.44	1360.91	1706.69	2196.47	2912.63
所得税	83.96	125.62	156.08	201.50	266.92
净利润	851.48	1235.29	1550.61	1994.97	2645.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	851.48	1235.29	1550.61	1994.97	2645.70
EBITDA	935.45	1369.14	1697.46	2149.22	2814.21
EPS (元)	2.84	2.06	2.59	3.33	4.41

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	30.81	37.13	27.93	31.15	30.71
营业利润 (%)	44.06	45.42	25.47	28.70	32.60
归属母公司净利润 (%)	44.13	45.08	25.53	28.66	32.62
获利能力					
毛利率 (%)	61.79	66.00	63.86	63.75	63.79
净利率 (%)	46.90	49.62	48.69	47.77	48.46
ROE (%)	24.33	28.10	25.84	25.66	25.86
ROIC (%)	26.81	175.14	149.04	141.67	144.10
偿债能力					
资产负债率 (%)	6.68	8.94	6.16	6.08	5.75
净负债比率 (%)	0.00	11.60	0.00	0.00	0.00
流动比率	14.43	10.29	14.90	15.09	16.05
速动比率	13.63	9.66	13.99	14.15	15.06
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.58	0.57	0.57	0.57
应收账款周转率	7.10	6.68	6.71	6.76	6.72
应付账款周转率	6.34	4.97	5.23	5.31	5.21
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.42	2.06	2.59	3.33	4.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.14	1.82	2.05	2.72	3.61
每股净资产 (最新摊薄)	5.84	7.33	10.01	12.97	17.07
估值比率					
P/E	66.13	45.58	36.31	28.22	21.28
P/B	16.09	12.81	9.38	7.24	5.50
EV/EBITDA	56.24	38.43	30.99	24.48	18.69

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