开源证券

亿联网络（300628.SZ）

2020 年 10 月 29 日

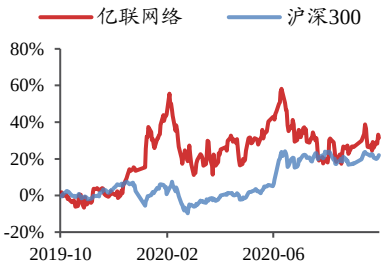
三季报业绩符合预期，高研发投入保障高收入质量

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/29
当前股价(元)	62.73
一年最高最低(元)	116.59/55.41
总市值(亿元)	566.13
流通市值(亿元)	300.03
总股本(亿股)	9.02
流通股本(亿股)	4.78
近 3 个月换手率(%)	52.17

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-SIP 王者稳地位，VCS 强者期归来》-2020.5.8

赵良毕（分析师）
zhaoliangbi@kysec.cn
证书编号：S0790520030005

● 三季报业绩符合预期，研发费用增长构建高竞争力，维持“买入”评级

公司公告 2020 年三季度业绩，前三季度实现营收 19.61 亿元，同比上升 5.66%；实现归母净利润 10.88 亿元，同比上升 2.53%；扣非后实现归母净利润为 8.82 亿元，同比下跌 1.03%。2020Q3 单三季度公司实现营收 7.60 亿元，同比增长 11.52%；实现归母净利润 3.62 亿元，同比下跌 3.64%。公司毛利率持续走高，2020 年前三季度毛利率同增 1.08pct 至 66.77%，销售净利率同降 1.57pct 至 51.39%。报告期内公司为增强核心竞争力及薪酬、土地摊销费用增长，研发费用及管理费用分别同增 61.91%及 48.53%，其中 2020 年 1-9 月公司研发费用达 1.65 亿元，占营收比同比增长 2.91pct 达 8.41%，2020 年 1-9 月管理费用达 4594 万元，占营收比 2.35%。随着 5G 通信技术升级叠加“新冠”疫情推动企业上云的大势所趋，公司有望在 VCS 领域再造王者，经营业绩有望超预期。在此基础上我们维持预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 15.46/19.68/25.09 亿元，同比增长为 25.1%/27.3%/27.5%，EPS 为 1.71/2.18/2.78 元，当前股价对应 PE 分别为 35.8/28.1/22.0 倍，具有一定估值优势，维持“买入”评级。

● 布局海外市场收入质量较高，全球分销体系保障优质利润来源

公司营收主要来源于港澳台及海外地区，2020H1 对美洲、欧洲销售占比分别达 46.33%及 33.48%，受汇率影响较大，2020 年 1-9 月公司净利润虽受人民币对美元、欧元汇率影响有所下跌，但整体保持增长态势；同时公司以“云+端”为基础，对中小型企业依托云平台满足其定制化需求，凭借渠道分销制度拓展 VCS 业务。公司在 SIP 全球市场中具有龙头地位并的基础上持续扩展拓张，随着国外疫情不断反复的影响下美、欧等高毛利市场对于远程办公需求持续走高，公司在覆盖全球超 100 个国家的成熟分销体系下逐步布局如 AT&T、Verizon、德国电信、法国电信、英国电信等大型、高端客户铸就高护城河，形成销售渠道优势。

● 风险提示：原材料价格波动风险；汇率波动风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,815	2,489	3,210	4,173	5,425
YOY(%)	30.8	37.1	28.9	30.0	30.0
归母净利润(百万元)	851	1,235	1,546	1,968	2,509
YOY(%)	44.1	45.1	25.1	27.3	27.5
毛利率(%)	61.8	66.0	66.0	66.0	66.0
净利率(%)	46.9	49.6	48.2	47.2	46.2
ROE(%)	24.3	28.1	28.6	30.0	30.4
EPS(摊薄/元)	0.94	1.37	1.71	2.18	2.78
P/E(倍)	64.9	44.8	35.8	28.1	22.0
P/B(倍)	15.8	12.6	10.2	8.4	6.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3600	4381	5195	6264	7846
现金	372	106	803	1644	2944
应收票据及应收账款	309	399	446	560	721
其他应收款	11	11	9	22	18
预付账款	5	4	10	8	14
存货	197	267	331	446	564
其他流动资产	2705	3595	3596	3585	3585
非流动资产	150	447	595	826	1034
长期投资	1	43	64	96	123
固定资产	103	93	117	147	186
无形资产	37	267	379	547	685
其他非流动资产	9	44	35	36	41
资产总计	3750	4827	5790	7090	8880
流动负债	249	426	382	527	620
短期借款	0	50	60	70	80
应付票据及应付账款	142	199	229	290	406
其他流动负债	107	177	93	167	133
非流动负债	1	6	2	3	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	6	2	3	4
负债合计	251	431	385	530	623
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	300	599	902	902	902
资本公积	1406	1137	837	837	837
留存收益	1793	2697	3568	4676	6089
归属母公司股东权益	3499	4396	5405	6561	8257
负债和股东权益	3750	4827	5790	7090	8880

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1815	2489	3210	4173	5425
营业成本	694	846	1091	1419	1844
营业税金及附加	22	30	39	50	65
营业费用	106	164	225	305	407
管理费用	45	56	80	121	174
研发费用	137	192	163	283	354
财务费用	-17	-11	-24	-95	-113
资产减值损失	8	-2	-3	-3	-4
其他收益	8	16	11	12	13
公允价值变动收益	0	5	0	0	0
投资净收益	107	134	50	60	50
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	935	1360	1700	2166	2760
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	935	1361	1701	2166	2761
所得税	84	126	155	199	252
净利润	851	1235	1546	1968	2509
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	851	1235	1546	1968	2509
EBITDA	941	1381	1704	2153	2720
EPS(元)	0.94	1.37	1.71	2.18	2.78

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	684	1093	1321	1740	2171
净利润	851	1235	1546	1968	2509
折旧摊销	17	20	14	19	23
财务费用	-17	-11	-24	-95	-113
投资损失	-107	-134	-50	-60	-50
营运资金变动	-86	-42	-171	-93	-200
其他经营现金流	25	24	7	1	1
投资活动现金流	-189	-1064	-121	-192	-182
资本支出	20	275	140	200	181
长期投资	-276	-928	-21	-29	-27
其他投资现金流	-445	-1717	-2	-20	-28
筹资活动现金流	-212	-299	-503	-707	-689
短期借款	0	50	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	150	300	303	0	0
资本公积增加	-119	-269	-300	0	0
其他筹资现金流	-243	-380	-517	-717	-699
现金净增加额	284	-267	697	841	1300

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	30.8	37.1	28.9	30.0	30.0
营业利润(%)	44.1	45.4	24.9	27.4	27.5
归属于母公司净利润(%)	44.1	45.1	25.1	27.3	27.5
获利能力					
毛利率(%)	61.8	66.0	66.0	66.0	66.0
净利率(%)	46.9	49.6	48.2	47.2	46.2
ROE(%)	24.3	28.1	28.6	30.0	30.4
ROIC(%)	24.0	27.8	28.1	29.2	29.4
偿债能力					
资产负债率(%)	6.7	8.9	6.6	7.5	7.0
净负债比率(%)	-10.6	-1.2	-13.7	-24.0	-34.7
流动比率	14.4	10.3	13.6	11.9	12.7
速动比率	2.8	9.6	12.7	11.0	11.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	7.5	7.0	7.6	8.3	8.5
应付账款周转率	6.3	5.0	5.1	5.5	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.94	1.37	1.71	2.18	2.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.21	1.46	1.93	2.41
每股净资产(最新摊薄)	3.88	4.87	5.99	7.27	9.15
估值比率					
P/E	64.9	44.8	35.8	28.1	22.0
P/B	15.8	12.6	10.2	8.4	6.7
EV/EBITDA	58.3	37.4	29.9	23.3	18.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn