

來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	1.25
總市值 (億港元)	12.9
52週高位	1.49
52週低位	0.79

*截至8月1日

1H19 財務資料摘要

美元(千元)	
收入	22,025
變動(%)	11.6
毛利	14,060
變動(%)	12.9
淨利潤	5,758
變動(%)	21.4

主要股東資料

	持股
陳永康	73.1

來源: 披露易

業務模式

- ▶ 珩灣科技(1523)為一間軟件定義廣域網(SD-WAN)路由器設計及開發商,以「Peplink」及「Pepwave」兩個自有品牌向客戶推廣及銷售產品及服務。銷售自主研发的SD-WAN路由器為公司主要收入來源,並細分為有線路由器和無線路由器。2019年上半年,來自有线路由器和無線路由器的收益佔整體收入比重分別為52.2%及18.0%。
- ▶ 除此之外,公司亦會銷售軟件許可授權(包括SpeedFusion及管理裝置的InControl雲端中央管理平台)及提供與SD-Wan路由器相關的保修與支援服務,今年上半年保修與支援服務貢獻約四分之一收入比重。
- ▶ 公司並無任何生產基地,旗下產品生產流程外判予台灣製造商為主。

珩灣科技路由器產品

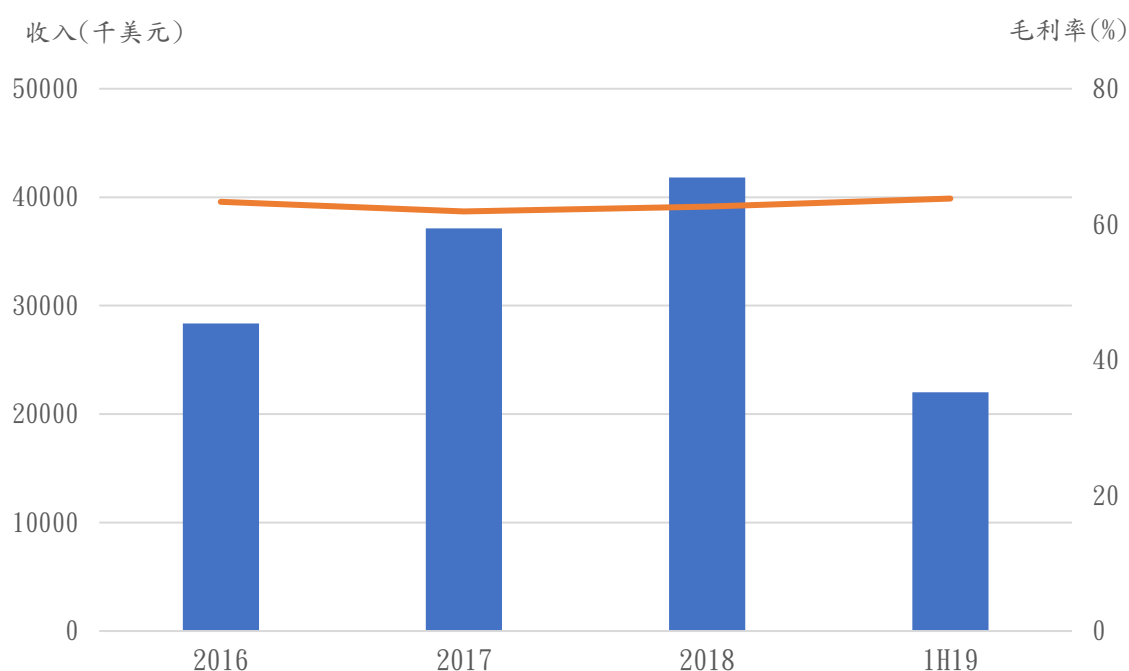


圖片來源:

http://quamedm.quamnet.com/landing/QIRA2017/zh_TW/companydetail.html?guid=12

經營業績

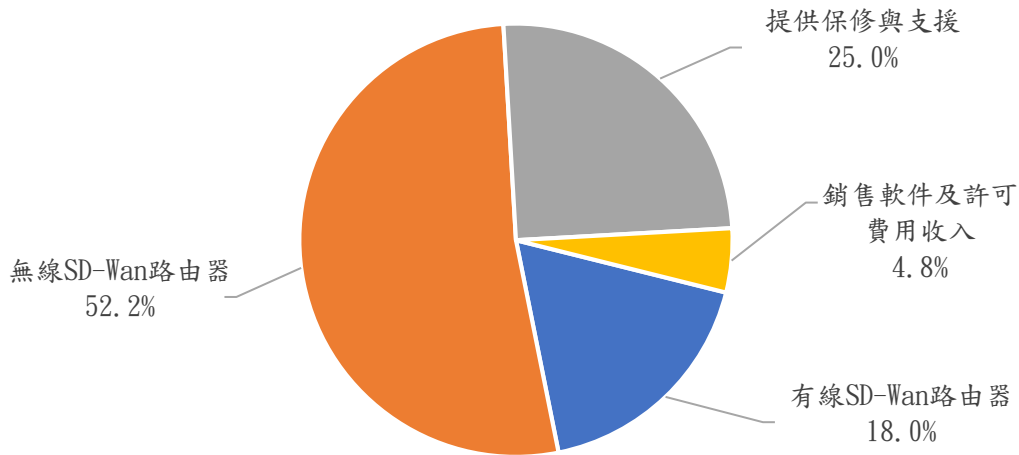
- 截至 2019 年 6 月底止之中期業績，玗灣科技收益按年上升 11.6% 至 2202.5 萬美元；公司擁有人應佔溢利則按年上升 21.4% 至 575.8 萬美元。盈利增長主要是大部分業務收入持續攀升(有線路由器除外)，加上主要經營開支(銷售及分銷開支、行政開支及研發開支)的收入佔比由 2018 上半年的 34.1%，下跌至今年上半年的 33.1%。整體毛利率按年微升 0.7 個百分點至 63.8%，受惠於無線 SD-Wan 路由器業務規模擴大以及毛利較高的保修與支援服務業務收入比重提升。



來源：公司年報，經鴻騰資本證券整理

- 按個別業務分析，基於 SD-Wan 市場迅速增長，拉動核心無線 SD-Wan 路由器收入按年上升 8.5% 至 1150.3 萬美元，惟隨著公司業務重心向無線 SD-Wan 路由器轉移，令有線路由器銷售收入錄得低單位數負增長。同時，公司銷售及安裝的 SD-Wan 路由器數量上升，刺激保修與支援服務收益顯著增長逾三成。以地域分布而言，公司在北美洲的分銷商數目增加，帶動該市場收入按年增長約兩成至 1394.1 萬美元，收入比重佔 63.3%。而 EMEA 和亞洲地區收入大致保持平穩。
- 玗灣科技財務狀況非常健康，截至今年 6 月底止，淨現金水平達到 2,601 萬美元。

1H19 收益分布



美元(千元)	2016	2017	2018	1H19
銷售 SD-Wan 路由器				
-有線	7,687	7,932	8,170	3,955
-無線	14,291	21,373	22,251	11,503
提供保修與支援	5,189	6,652	9,539	5,515
銷售軟件及許可費用收入	1,191	1,175	1,846	1,052
總數	28,358	37,132	41,806	22,025

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

成本結構

美元(千元)	2016	2017	2018	1H19
銷售及分銷開支	1,697	1,636	2,107	1,168
行政開支	3,412	3,958	4,814	2,609
研發開支	4,990	7,189	7,318	3,513
財務成本	23	26	32	54
上市開支	1,252	-	-	-

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

前景

- 隨著智能手機和平板電腦等移動式設備普及化，無線網絡應用日益重要。故此，玗灣科技近年積極將業務重心轉向無線 SD-Wan 路由器，為公司未來重

要增長動力。特別是全球即將進入 5G 時代，網絡傳送速度明顯提升，無線網絡的應用層面更為廣泛，包括物聯網、大健康產業、零售銷售等。不過 5G 網絡傳送距離較短，連接設備的覆蓋較 4G 網絡更為密集，催生對無線路由器的需求，同時帶動無線路由器和保修與支援服務的收入增長。

- 公司的 SpeedFusion 技術擁有獨家專利，帶來更多競爭優勢。該技術能夠連接多個 Wan，從 DSL 到 3G/4G，甚至到即將應用的 5G，當其中一個網絡故障，可無縫轉移到其他 Wan，確保網絡不會中斷。此外，SpeedFusion 可以根據應用分配流量，自動選取/轉換適合的網絡，並且採用集中管理方式。展望未來，公司會推出 SpeedFusion Cloud，相信會進一步降低企業客戶資本開支和使用 SpeedFusion 時的複雜性。

風險因素

- 貿易糾紛風險
- 5G 發展速度不似預期
- 匯兌風險

估值

	2019E	2020E
市盈率	12.3	9.4

來源: 彭博

投資建議

- 公司財務表現保持穩健增長，尤其是核心無線 SD-Wan 路由器業務將受益於 5G 網絡應用。按往績紀錄，管理層派息慷慨，當中 2018 年派息比率(不計特別股息)高達九成。公司目前手頭上現金充裕，憧憬可以維持理想的派息比率。策略上，現價為 2019 年預測市盈率 12.3 倍，低於過去 3 年平均市盈率，現價可考慮收集。

盈利預測

美元(千元)	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	41,806	51,600	64,250	78,950
稅前溢利	12,213	15,950	20,000	25,300
淨利潤	10,620	13,400	16,800	21,250

來源: 公司年報、彭博

免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話：(852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵：info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk