

亿联网络 (300628.SZ)

经营稳健，持续加码研发投入

买入

核心观点

2022 年公司营收和利润稳健增长，桌面终端占比稳步下降。公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 48.1 亿元，同比+30.6%；实现归母净利润 21.8 亿元，同比+34.8%。2023 年一季度，公司实现收入 8.9 亿元，同比-14.7%，实现归母净利润 4.2 亿元，同比-13.1%。2022 年公司桌面终端营收占比为 65.4% (2019 年为 85.4%)，会议产品占比为 27.0% (2019 年为 13.1%)，云办公终端营收占比为 7.5% (2019 年为 1.41%)。

2022 年桌面通信终端收入继续实现快速增长，行业领军地位稳固。2022 年公司桌面通信终端实现营收 31.5 亿元，同比增长 23.5%，毛利率为 63.76%，同比+1.36%。2022 年上半年经销商部分补库存以及公司话机较强的竞争力推动公司在这部分业务实现快速增长。根据 Frost&Sullivan 数据，公司从 2017 年起在 SIP 话机市场一直保持市占率第一的位置，2021 年市占率为 38.2%。考虑到公司在高端品类的扩充，市占率仍有提升空间，预计未来以 SIP 话机为代表的桌面通信终端有望继续保持稳健增长。

会议产品、商用耳机品类不断扩充，推动公司长期稳定增长。话机市场之外，公司较早布局新成长曲线，会议产品和云办公终端。2022 年公司在这两个市场均推出较多新品，如在会议产品公司 2022 年推出搭载 AI 功能的协作会议平板 MeetingBoard、智能会议一体机 A10 等多个新品，不断优化和增强用户体验。2022 年公司会议产品实现营收 13.0 亿元，同比+42.3%；云办公终端业务线布局于 2019 年，2022 年公司进一步推出 BH7X 系列商务蓝牙耳机，发力高端音频市场，大类上已经形成完整的商务耳麦产品线。2022 年公司在云办公终端实现收入 3.6 亿元，同比增长 63.4%。

长期高研发投入，构筑产品竞争力。2022 年，公司研发费用同比增长 35.9%，营收占比为 10.3%；研发人员数量同比增长 21.8%，在公司总人数的占比为 50.4%。在每个领域，公司都通过自主研发形成相关技术的积累，从研发的角度为公司创造比较竞争优势，构筑公司的技术护城河。

风险提示：新产品拓展不达预期；市场竞争恶化；下游需求不及预期。

投资建议：下调 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，维持“买入”评级。考虑到海外宏观环境仍具有较大不确定性，我们下调 2023-2024 年公司盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 25.9/31.7/39.2 亿元（下调前 2023-2024 年为 27.6/35.8 亿元），对应 PE 分别为 21/17/14 倍。看好公司产品 and 解决方案的市场竞争力持续提升，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,684	4,811	5,774	7,108	8,871
(+/-%)	33.8%	30.6%	20.0%	23.1%	24.8%
净利润(百万元)	1616	2178	2589	3166	3923
(+/-%)	26.4%	34.7%	18.9%	22.3%	23.9%
每股收益(元)	1.79	2.42	2.87	3.51	4.35
EBIT Margin	43.1%	44.0%	44.2%	44.5%	44.4%
净资产收益率 (ROE)	25.5%	27.6%	27.0%	27.2%	27.7%
市盈率 (PE)	33.0	24.4	20.6	16.8	13.6
EV/EBITDA	33.3	24.8	20.5	16.4	13.3
市净率 (PB)	8.41	6.74	5.56	4.57	3.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信设备

证券分析师：马成龙

021-60933150

machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	59.02 元
总市值/流通市值	53214/30423 百万元
52 周最高价/最低价	90.81/57.27 元
近 3 个月日均成交额	408.53 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《亿联网络 (300628.SZ) - 盈利能力环比改善，下游需求持续旺盛》——2022-08-29
- 《亿联网络 (300628.SZ) - 新业务接力驱动成长，多层次长效激励机制激发活力》——2022-04-25
- 《亿联网络 (300628.SZ) - 经营持续稳健，产品矩阵不断扩充》——2022-04-13
- 《业绩符合预期，市场竞争力持续提升》——2022-03-02
- 《亿联网络-300628-2021 年度业绩预告点评：Q4 业绩高增长，持续受益于市场复苏和产品扩充升级双驱动》——2022-01-17

图1: 亿联网络营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



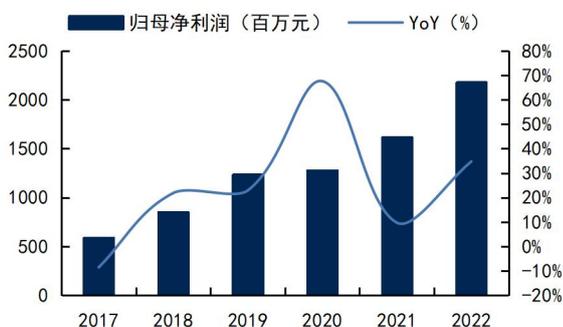
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 亿联网络单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 亿联网络归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



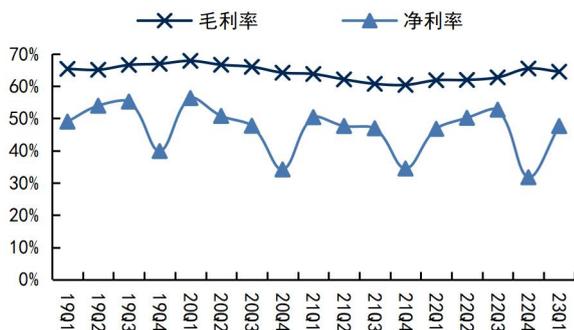
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 亿联网络单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



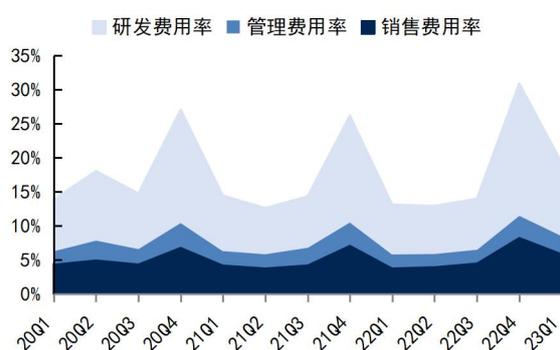
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 亿联网络单季度毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 天孚通信单季度三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图7：亿联网络现金流量情况（百万元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：亿联网络存货及季度变动情况（百万元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：下调 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，维持“买入”评级。考虑到海外宏观环境仍具有较大不确定性，我们下调 2023-2024 公司盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 25.9/31.7/39.2 亿元（下调前 2023-2024 年为 27.6/35.8 亿元），对应 PE 分别为 21/17/14 倍。看好公司产品和解决方案的市场竞争力持续提升，维持“买入”评级。

表1：同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (4月21日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
300628.SZ	亿联网络	买入	59.02	2.42	2.87	3.51	24.4	20.6	16.8	7.2	532
300578.SZ	会畅通讯	无评级	19.69	0.09	0.34	0.47	218.8	58.0	42.0	2.3	39
002841.SZ	视源股份	无评级	68.33	3.04	3.67	4.41	22.5	18.6	15.5	4.2	479
	平均						120.6	38.3	28.7	3.3	

资料来源：光库科技、太辰光、腾景科技、博创科技采用 Wind 一致预期数据，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测拆分

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

桌面通信终端：以 SIP 话机为代表的桌面通信终端是公司当前营收占比最高的业务，公司在 SIP 话机行业龙头位置稳固，高端市场渗透和市占率提升仍有一定空间，考虑到 2022 年高速增长有渠道商回补库存的因素，我们预计未来三年公司在该业务上回落到稳健增长，对应增速分别为 6%/5%/3%，由于这部分业务是公司成熟产品线，预计毛利率有望维持稳定。

会议产品：在企业数字化转型的大背景下，结合员工办公习惯的改变（线上协作增加），会议产品行业在会议室的渗透率持续提升。在行业发展持续的背景下，公司会议产品全套的解决方案以及不断新增的以协作平板为代表的新品类，有望推动业务继续保持快速增长。预计未来三年收入增速分别为 45%/46%/44%，毛利率保持稳中略降趋势。

云办公终端：2022 年公司完成了蓝牙耳机产品的发布，使得云办公终端的产品矩阵基本完善，叠加后续公司对于渠道侧的持续优化，预计云办公终端未来三年收入增速分别为 54%/52%/50%，毛利率基本维持稳定。

表2：亿联网络营收拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
桌面通信终端				
收入（百万元）	3145.07	3330.94	3501.24	3623.06
增速	23.46%	5.91%	5.11%	3.48%
毛利率	63.76%	63.19%	62.34%	62.00%
会议产品				
收入（百万元）	1299.40	1888.29	2762.19	3981.97
增速	42.34%	45.32%	46.28%	44.16%
毛利率	64.69%	64.30%	64.00%	63.50%
云办公终端				
收入（百万元）	360.57	554.29	844.23	1266.35
增速	63.44%	53.73%	52.31%	50.00%
毛利率	51.37%	51.00%	50.00%	50.00%
其他				
收入（百万元）	5.52	0	0	0
毛利率	2.94%	-	-	-
合计				
总营收（百万元）	4810.55	5773.53	7107.66	8871.38
增速	30.57%	20.02%	23.11%	24.81%
毛利率	63.01%	62.38%	61.52%	60.96%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	172	431	2334	3955	6146	营业收入	3684	4811	5774	7108	8871
应收款项	691	844	1076	1324	1653	营业成本	1417	1779	2172	2735	3463
存货净额	730	564	647	805	1024	营业税金及附加	27	51	58	71	89
其他流动资产	55	63	69	85	106	销售费用	190	256	300	362	444
流动资产合计	6120	7006	8639	10865	13700	管理费用	97	112	115	135	160
固定资产	527	1057	1298	1381	1346	研发费用	365	496	577	640	781
无形资产及其他	309	274	263	252	241	财务费用	21	(124)	(44)	(89)	(136)
投资性房地产	56	124	124	124	124	投资收益	163	142	180	180	185
长期股权投资	95	145	175	205	235	资产减值及公允价值变动	32	(26)	30	20	20
资产总计	7105	8607	10499	12828	15646	其他收入	(357)	(474)	(577)	(640)	(781)
短期借款及交易性金融负债	10	9	0	0	0	营业利润	1770	2377	2805	3453	4277
应付款项	439	431	529	710	853	营业外净收支	(1)	(1)	30	15	20
其他流动负债	308	263	383	474	598	利润总额	1769	2376	2835	3468	4297
流动负债合计	757	703	912	1183	1452	所得税费用	153	198	247	302	374
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	13	13	13	13	归属于母公司净利润	1616	2178	2589	3166	3923
长期负债合计	16	13	13	13	13	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	774	715	925	1196	1465	净利润	1616	2178	2589	3166	3923
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	11	(15)	7	1	0
股东权益	6332	7891	9574	11632	14182	折旧摊销	34	56	94	146	166
负债和股东权益总计	7105	8607	10499	12828	15646	公允价值变动损失	(32)	26	(30)	(20)	(20)
						财务费用	21	(124)	(44)	(89)	(136)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(411)	(134)	(97)	(150)	(300)
每股收益	1.79	2.42	2.87	3.51	4.35	其它	(11)	15	(7)	(1)	(0)
每股红利	0.65	0.80	1.00	1.23	1.52	经营活动现金流	1207	2126	2556	3142	3769
每股净资产	7.02	8.75	10.62	12.90	15.73	资本开支	0	(535)	(300)	(200)	(100)
ROIC	99%	88%	85%	99%	114%	其它投资现金流	(510)	(633)	592	(184)	(75)
ROE	26%	28%	27%	27%	28%	投资活动现金流	(529)	(1218)	262	(414)	(205)
毛利率	62%	63%	62%	62%	61%	权益性融资	(10)	0	0	0	0
EBIT Margin	43%	44%	44%	45%	44%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	45%	46%	47%	46%	支付股利、利息	(587)	(722)	(906)	(1108)	(1373)
收入增长	34%	31%	20%	23%	25%	其它融资现金流	359	796	(9)	0	0
净利润增长率	26%	35%	19%	22%	24%	融资活动现金流	(826)	(648)	(915)	(1108)	(1373)
资产负债率	11%	8%	9%	9%	9%	现金净变动	(148)	259	1903	1621	2191
息率	1.1%	1.4%	1.7%	2.1%	2.6%	货币资金的期初余额	320	172	431	2334	3955
P/E	33.0	24.4	20.6	16.8	13.6	货币资金的期末余额	172	431	2334	3955	6146
P/B	8.4	6.7	5.6	4.6	3.8	企业自由现金流	0	1328	2026	2685	3359
EV/EBITDA	33.3	24.8	20.5	16.4	13.3	权益自由现金流	0	2124	2049	2757	3474

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032