

亿联网络 (300628.SZ)

增持 (维持)

供应链优势凸显，三大业务线长期增长动能充足

事件: 公司4月21日晚发布2022年年度报告，实现营业收入48.11亿元，同比增长30.57%，实现归母净利润21.78亿元，同比增长34.75%；2023年一季度，公司实现营业收入8.89亿元，同比降低14.67%，实现归母净利润4.23亿元，同比降低13.12%。

1. 企业通信市场竞争力凸显，各项业务经营保持良好成效

2022年公司实现营业收入和归母净利润分别为48.11亿元和21.78亿元，同比分别增长30.57%和34.75%。2022年实现扣非归母净利润20.55亿元，同比增长43.92%，2022年公司实现EPS 2.42元，同比增长34.44%。其中，公司四季度单季度分别实现营业收入与归母净利润12.50和3.97亿元，四季度营业收入同比增长8.13%，归母净利润同比降低0.25%，单季度利润基本持平，对全年收入与利润的贡献率达25.98%和18.23%。2022年公司积极发展各类新产品、持续完善企业通信方案，外部不利因素对于公司经营发展的影响可控。同时宏观经济走弱时期，海外企业采购更加关注高性价比产品，公司供应链与成本优势逐步凸显，企业通信市场的领先地位持续稳固。

分产品来看，公司各项业务保持较高增速，会议产品与云办公终端占比持续提升。

- **桌面通信终端:** 实现收入31.45亿元，同比增长23.47%，占营收比重为65.37%，同比降低3.77pct。2022年公司桌面通信终端取得超预期增长，主要由于2022年上半年经销商存在部分补库存现象，同时公司话机产品竞争力较强，预计未来将回归稳健增长水平。
- **会议产品:** 实现收入12.99亿元，同比增长42.34%，占营收比重为27.00%，同比增长2.22pct。2022年公司推出音视频会议平板MeetingBoard、智能安卓视讯一体机MeetingBar A10、桌面一体式终端DeskVision A24等多款智慧办公新产品，为客户提供更为完整、优质的会议室解决方案。
- **云办公终端:** 实现收入3.61亿元，同比增长63.44%，占营收比重为7.50%，同比增长1.51pct。2022年，公司发布BH7X系列商务蓝牙耳机，切入高端音频市场。未来公司一方面将继续巩固已有UH和WH系列耳机产品的竞争力，另一方面，公司将形成更为完整的商务耳机矩阵，争取市场份额的提升。

风险提示: 市场竞争加剧、原材料价格上涨、新产品开发的不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3684	4811	6069	7611	9517
同比增长	34%	31%	26%	25%	25%
营业利润(百万元)	1770	2377	2938	3663	4591
同比增长	26%	34%	24%	25%	25%
归母净利润(百万元)	1616	2178	2689	3350	4196
同比增长	26%	35%	23%	25%	25%
每股收益(元)	1.79	2.42	2.98	3.72	4.65
PE	37.0	27.5	22.3	17.9	14.3

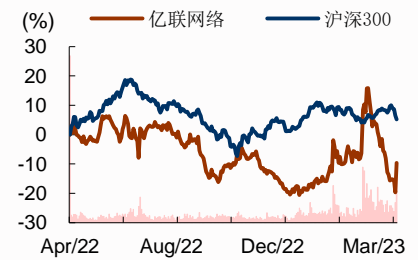
TMT及中小盘/通信
目标估值: NA
当前股价: 66.35元

基础数据

总股本(万股)	90162
已上市流通股(万)	51547
总市值(亿元)	598
流通市值(亿元)	342
每股净资产(MRQ)	9.2
ROE(TTM)	25.6
资产负债率	5.8%
主要股东	陈智松
主要股东持股比例	17.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-22	0	-11
相对表现	-21	-9	-10



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《亿联网络(300628)——核心业务稳健增长，新品拓展积极推进》2023-01-15
- 2、《亿联网络(300628)——Q3同比高增，视频会议及蓝牙耳机新品即将发布》2022-10-27
- 3、《亿联网络(300628)——Q3同比高增，三大业务线及解决方案持续完善》2022-10-14

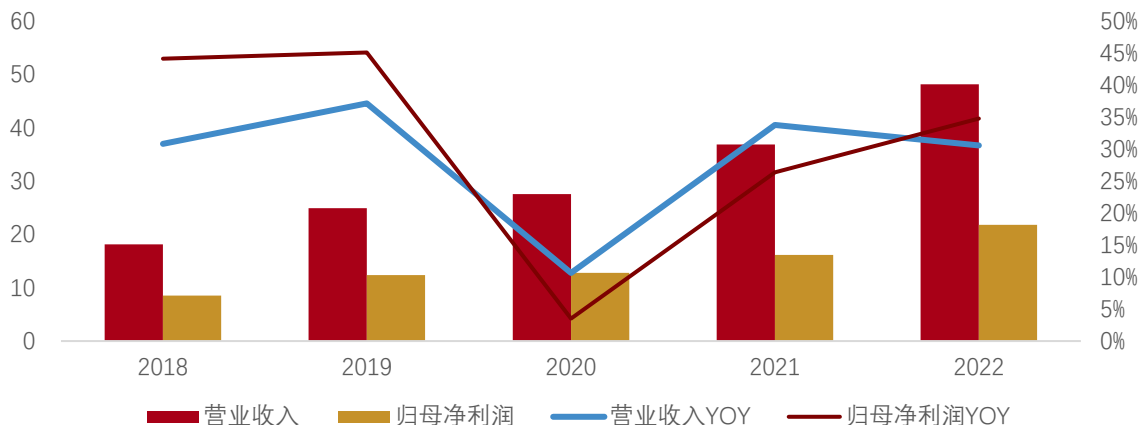
梁程加 S1090522060001
liangchengjia@cmschina.com.cn
孙嘉攀 S1090523040001
sunjiaqing@cmschina.com.cn

PB 9.4 7.6 5.7 4.6 3.7

资料来源：公司数据、招商证券

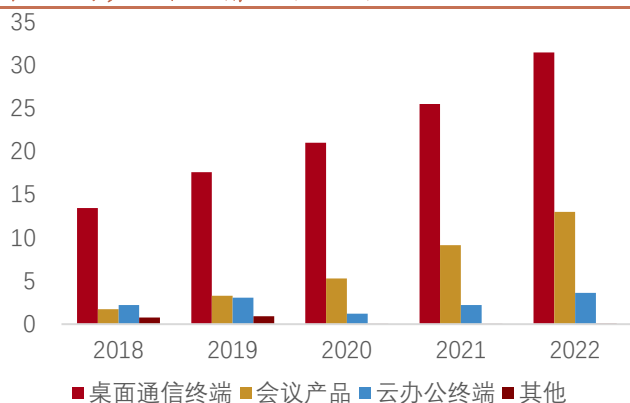
分地区来看，欧美市场仍然是公司业务核心，2022 年欧美地区收入占比达 82.38%。2022 年，欧洲地区实现营收 18.57 亿元，同比增长 35.94%，占收比达 38.59%（同比增长 1.52pct）；美洲地区实现 21.07 亿元营收，同比增长 28.48%，占收比达 43.79%（同比降低 0.72pct）；其他地区实现 8.47 亿元营收，同比增长 24.74%，占收比达 17.62%（同比降低 0.8pct）。

图 1：2018-2022 年营收、净利润情况（亿元，%）



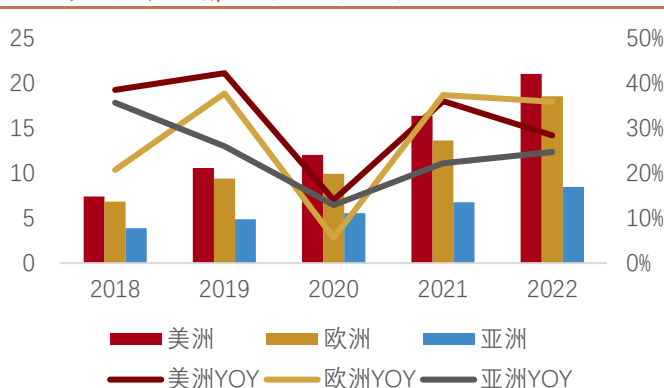
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：分产品收入情况（亿元）



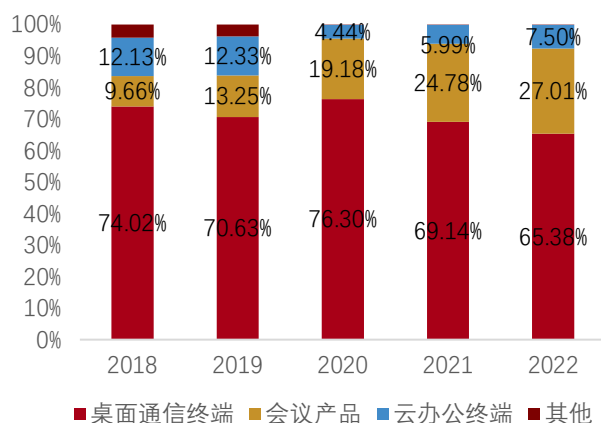
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：分地区收入情况（亿元，%）



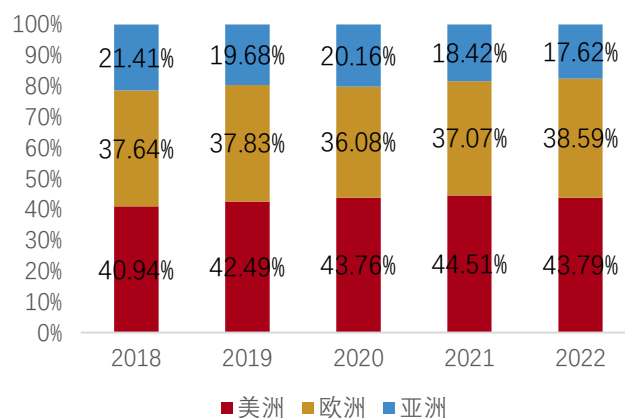
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：2018-2022 分产品收入占比情况 (%)



资料来源：公司公告、招商证券

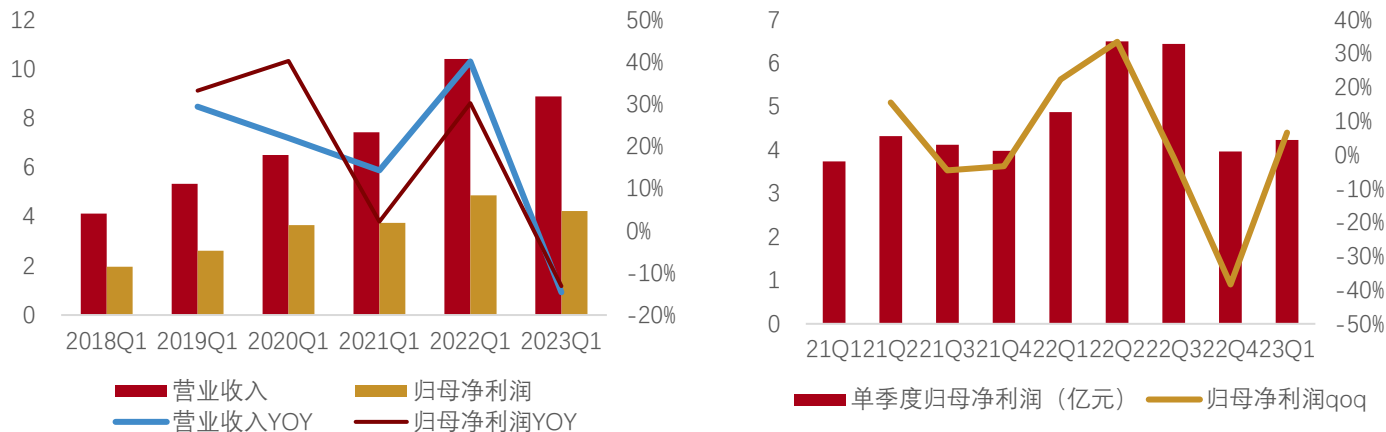
图 5：分地区收入占比情况 (%)



资料来源：公司公告、招商证券

2023Q1 海外经济的不确定性使得公司营收出现短期波动，预计 2023Q2 增速将会转正。2023Q1 公司实现营业收入 8.89 亿元，同比下降 14.67%，实现归母净利润 4.23 亿元，同比下降 13.12%，实现扣非归母净利润 3.48 亿元，同比下降 22.06%；实现 EPS 0.47 元，同比降低 12.96%。主要受海外经济不确定性的影响，经销商备货相对谨慎，但从经销商下游销售数据来看，2023 年 1-3 月呈现逐月环比增长的趋势。公司认为当前经销商库存水平已处于相对低位，进一步降低库存的可能性较低。且海外企业数字化转型的意向明显，企业对于通信设备的采购需求相对刚性，经销商备货意愿会随下游销售需求的恢复而逐渐增强，预计 2023Q2 起，公司业绩增长转正。

图 6：2018Q1-2022Q1 年营收、净利润情况（亿元，%） 图 7：单季度业绩环比增长情况（亿元，%）



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

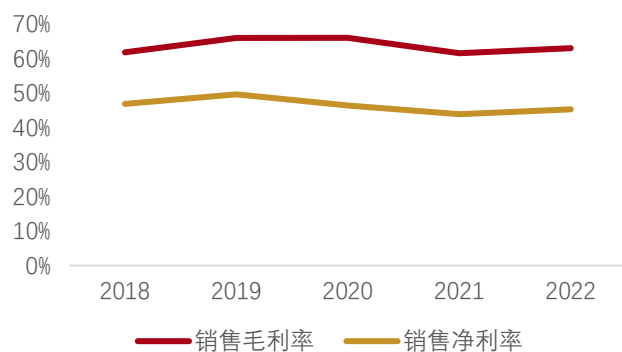
2. 毛利率受汇率影响走高，研发投入不断提升

毛利率方面，2022 年公司综合毛利率 63.01%，同比提升 1.46pct。其中，桌面通信终端毛利率为 63.76%，同比提升 1.36pct；会议产品毛利率 64.69%，同比提升 2.42pct；云办公终端毛利率 51.37%，同比提升 2.66pct。2022 年公司综合毛利率与分业务毛利率增长主要系汇率因素所致。分地区来看，美洲地区毛利率为 65.01%，同比增长 1.68pct，欧洲地区毛利率为 62.39%，同比增长 1.53pct，其他地区毛利率 59.40%，同比增长 0.77pct。

费用方面，销售费用同比增加 34.61%，销售费用率 5.31%，同比增长 0.16pct，主要系销售规模增长，销售人员薪酬以及相关费用增加所致；管理费用同比增加 15.28%，管理费用率 2.32%，同比降低 0.31pct；财务费用同比下降 677.21%，财务费用率-2.57%，同比下降 3.15pct，主要系美元汇率变动所致。

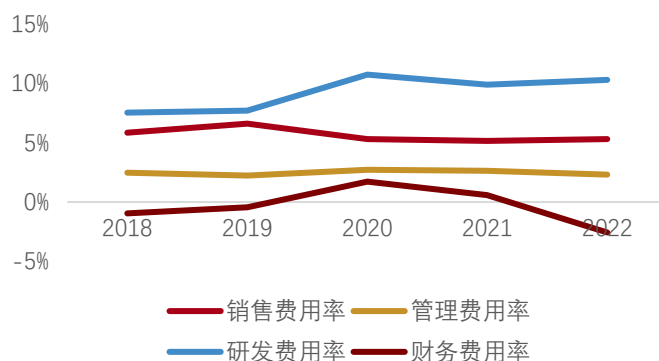
研发费用 4.96 亿元，同比增加 35.91%，研发费用率 10.30%，同比上升 0.40pct。研发人员数量同比增长 21.84%，占公司总人数的 50.38%。2022 年，公司坚持自主研发创新，不断强化专业会议、语音通信、高效协作、智慧办公四大能力矩阵，夯实公司技术、产品与解决方案的长期竞争力。

图 8：2018-2022 年毛利率、净利率情况 (%)



资料来源：公司公告、招商证券

图 9：2018-2022 年费用率情况 (%)



资料来源：公司公告、招商证券

表 1: 公司研发投入情况

	2021	2022	变动比例
研发投入金额 (亿元)	3.65	4.96	35.91%
研发投入占营收比例	9.90%	10.30%	0.40%
研发人员数量 (人)	870	1060	21.84%
研发人员数量占比	50.12%	50.38%	0.26%
研发投入资本化金额	0.00	0.00	0.00%
资本化研发投入占研发投入	0.00%	0.00%	0.00%

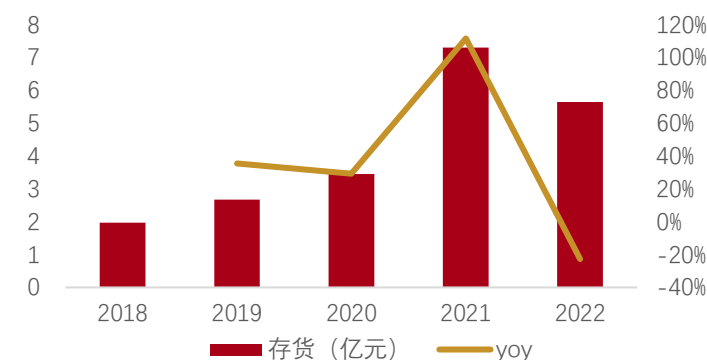
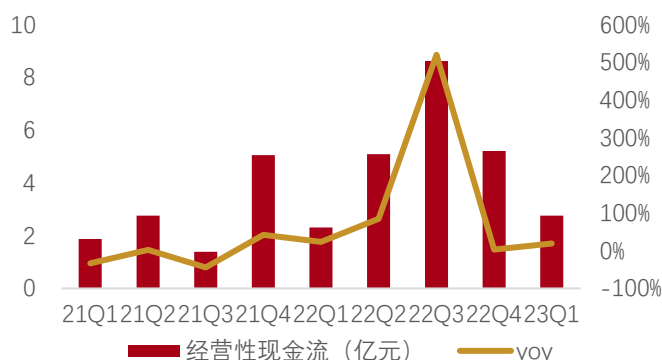
资料来源: 公司公告、招商证券

3. 经营性现金流维持健康, 持续优化库存储备

2022 年实现 21.23 亿元经营现金流, 同比增加 91.75%, 其中, 三、四季度经营现金流分别为 8.62 亿元和 5.21 亿元, 贡献率分别为 40.60%和 24.54%。其他方面, 2022 年末, 公司货币资金为 4.32 亿元, 同比增长 151.16%, 主要系资金安排及部分理财到期, 货币资金增加所致。2022 年末, 公司存货为 5.64 亿元, 同比降低 22.74%, 主要系公司产品销售增长及优化库存储备, 2022 年末合同负债 0.11 亿元, 同比降低 64.52%。2022 年, 公司 0.04 亿元, 同比增长 100.00%; 应收账款 8.34 亿元, 同比增长 21.93%; 公司应收账款周转天数为 56.79 天, 同比下降 2.84%, 应收账款周转率 6.34 次, 同比上升 2.92%, 公司供应链地位进一步提升。

图 10: 2021Q1-2023Q1 经营性净现金流情况 (亿元, %)

图 11: 2018-2022 年公司存货情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

4. 三大业务打造公司短中长期增长曲线

SIP 话机行业市场规模稳步增长, 产品高端化和市占率提升是核心增长驱动力。自 2017 年以来, 公司以销售量计的市场份额连续位居全球第一, 2020 年最新出货量份额提升至 34.3%。公司产品持续推陈出新, 同微软、Zoom 联合开发多款产品, 助力公司市场份额持续提升; 此外, 公司 T4、T5 高端话机系列有效推动了公司产品的销售结构与毛利水平的改善。

加速嵌入全球云生态, 享受生态红利, 疫情推动视频会议行业快速增长。云视频是未来, 软硬一体是趋势, 公司与微软、腾讯、Zoom、钉钉等巨头加紧合作, 同时发力国内企业办公数字化市场, 有望维持长期快速增长态势。视频会议市场下沉, 市场规模变大, 亿联网络会议产品在布局、云视频部署模式、技术架构和行业解决方案等方面都具备独特优势。智慧会议室解决方案助力国内市场业务推进, 此外认证也助力海外硬件业务高速发展。

商用耳机行业需求持续快速增长, 公司作为新进入者和挑战者, 具有较大市占率提升空间, 有望维持高增态势。根据 Frost&Sullivan, 截至 2020 年全球商务耳机市场规模为 19.8 亿美元 (约合 132.8 亿元人民币), Jabra 和 POLY 两大龙头厂商, 占据市场一半以上份额。公司商务耳机产品受益于技术和渠道复用, 叠加性价比优势, 有望松动物行

业竞争格局，打开新的市场空间。

5. 供应链不利因素逐步出清，积极拓展生态合作

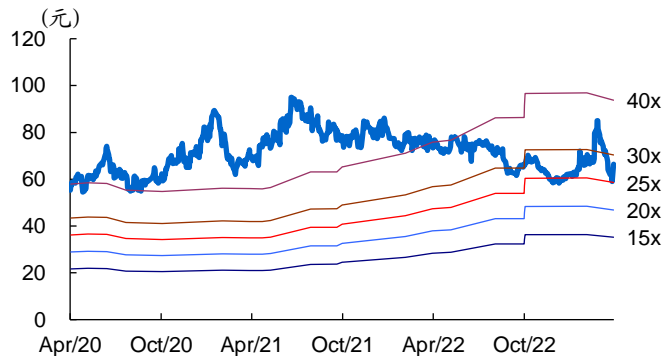
在全球供应链物流扰动情况下，公司打造了更加自主可控、高效、弹性的供应链体系，全球市占率有望加速提升。2021 年，虽然公司经营受到了原材料市场供应紧张及价格上涨、国内外疫情、汇率波动等客观不利因素的影响，但公司积极加强供应链管理，各项业务稳步推进，整体经营保持稳健增长。2022 年，原材料价格稳中有降，欧美国家疫情趋于常态化，对公司供应链及产品销售有正向提振。此外，美元汇率波动对收入、毛利率及汇兑收益带来正向影响。此外，公司和微软、ZOOM、腾讯会议、钉钉会议、飞书会议等行业伙伴加深合作，赋能各行各业实现数字化转型。

6. 产品周期与供应链优势助力，全球市场加速崛起，维持“增持”评级

随着全球基础通信设施的完善及通信技术的发展，企业数字化转型需求持续提升，公司视频会议、云办公终端产品高速发展，SIP 话机稳步增长。短期来看，22 年以来供应链压力持续恢复；长期来看，公司融合桌面+会议室+个人办公多场景需求，构建“平台+智能硬件终端”综合通讯解决方案，全面拉动 SIP+视频会议+云办公终端的需求。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 26.89 亿元、33.50 亿元和 41.96 亿元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 22.3X、17.9X 和 14.3X，历史估值中枢在 36X 左右，维持“增持”评级。

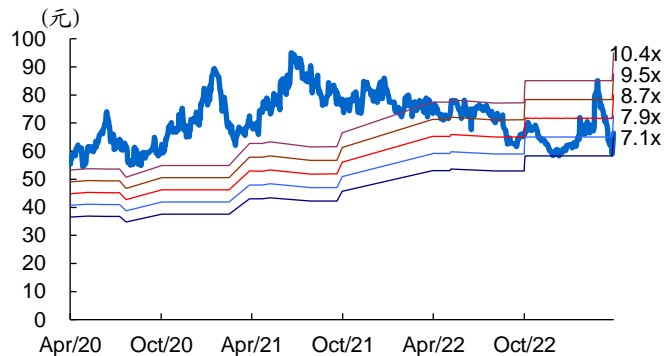
风险提示：市场竞争加剧、原材料价格上涨、新产品开发的不确定性。

图 12: 亿联网络历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 13: 亿联网络历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6120	7006	9749	12513	15952
现金	172	431	2827	5123	7983
交易性投资	4471	5105	5105	5105	5105
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	684	834	1019	1278	1598
其它应收款	8	10	13	16	20
存货	730	564	707	892	1123
其他	55	63	79	99	124
非流动资产	986	1601	1518	1444	1378
长期股权投资	95	145	145	145	145
固定资产	488	426	372	323	280
无形资产商誉	309	274	247	222	200
其他	94	755	754	754	753
资产总计	7105	8607	11267	13957	17330
流动负债	757	703	810	956	1138
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	439	431	543	686	864
预收账款	31	11	14	18	22
其他	288	261	252	252	253
长期负债	16	13	13	13	13
长期借款	0	0	0	0	0
其他	16	13	13	13	13
负债合计	774	715	823	969	1151
股本	902	902	902	902	902
资本公积金	962	1066	1066	1066	1066
留存收益	4467	5924	8477	11021	14211
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者	6332	7891	10445	12988	16179
负债及权益合计	7105	8607	11267	13957	17330

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1107	2123	2325	2879	3620
净利润	1616	2178	2689	3350	4196
折旧摊销	35	59	71	62	55
财务费用	21	(123)	(13)	(26)	(47)
投资收益	(163)	(142)	(190)	(186)	(186)
营运资金变动	(369)	121	(238)	(331)	(409)
其它	(33)	29	6	9	11
投资活动现金流	(641)	(1229)	202	198	198
资本支出	(297)	(658)	12	12	12
其他投资	(344)	(572)	190	186	186
筹资活动现金流	(596)	(766)	(131)	(780)	(958)
借款变动	(98)	(630)	(9)	0	0
普通股增加	0	(1)	0	0	0
资本公积增加	98	103	0	0	0
股利分配	(586)	(361)	(135)	(807)	(1005)
其他	(10)	123	13	26	47
现金净增加额	(130)	128	2396	2297	2860

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3684	4811	6069	7611	9517
营业成本	1417	1779	2245	2832	3567
营业税金及附加	27	51	65	81	102
营业费用	190	256	303	365	438
管理费用	97	112	121	152	190
研发费用	365	496	595	723	856
财务费用	21	(124)	(13)	(26)	(47)
资产减值损失	(19)	(4)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收	22	(29)	20	16	16
其他收益	36	28	28	28	28
投资收益	163	142	142	142	142
营业利润	1770	2377	2938	3663	4591
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	1769	2376	2936	3662	4590
所得税	153	198	248	312	394
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利	1616	2178	2689	3350	4196

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	34%	31%	26%	25%	25%
营业利润	26%	34%	24%	25%	25%
归母净利润	26%	35%	23%	25%	25%
获利能力					
毛利率	61.5%	63.0%	63.0%	62.8%	62.5%
净利率	43.9%	45.3%	44.3%	44.0%	44.1%
ROE	28.0%	30.6%	29.3%	28.6%	28.8%
ROIC	28.1%	28.8%	29.1%	28.3%	28.4%
偿债能力					
资产负债率	10.9%	8.3%	7.3%	6.9%	6.6%
净负债比率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	8.1	10.0	12.0	13.1	14.0
速动比率	7.1	9.2	11.2	12.2	13.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	2.6	2.8	3.5	3.5	3.5
应收账款周转率	6.2	6.3	6.6	6.6	6.6
应付账款周转率	3.9	4.1	4.6	4.6	4.6
每股资料(元)					
EPS	1.79	2.42	2.98	3.72	4.65
每股经营净现	1.23	2.35	2.58	3.19	4.02
每股净资产	7.02	8.75	11.58	14.41	17.94
每股股利	0.40	0.15	0.89	1.11	1.40
估值比率					
PE	37.0	27.5	22.3	17.9	14.3
PB	9.4	7.6	5.7	4.6	3.7
EV/EBITDA	29.5	23.3	17.9	14.5	11.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022年加入招商证券。。

孙嘉擎 招商证券通信行业研究分析师 伦敦大学国王学院金融学硕士，思克莱德大学学士，21年加入招商证券，专注于运营商、IDC、云计算及云通信等相关领域研究。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。