

投资评级 **优于大市** 维持

无惧需求短期波动，搭载 AI 赋能创新

股票数据

04月27日收盘价(元)	63.92
52周股价波动(元)	57.27-90.81
总股本/流通A股(百万股)	902/515
总市值/流通市值(百万元)	57632/32949

相关研究

《多重外部不利因素下稳健增长》2021.10.26

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-19.1	-3.5	3.1
相对涨幅(%)	-18.5	-2.1	7.7

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

事件：亿联网络发布 2022 年年报和 2023 年一季报。公司 2022 年营收 48.11 亿元，同比增长 30.57%，归母净利润 21.78 亿元，同比增长 34.75%，扣非净利润 20.55 亿元，同比增长 43.92%，毛利率为 63.01%，同比增长 1.46pp。Q1 受海外经济的不确定性影响需求出现短期波动，营收 8.88 亿元，同比下滑 14.67%，归母净利润 4.23 亿元，同比下滑 13.12%，扣非净利润 3.48 亿元，同比下滑 22.06%。

分产品：2022 年桌面通信终端营收 31.45 亿元，同比增长 23.47%，毛利率 63.76%，同比增长 1.36pp，上半年经销商存在部分补库存的现象带来业绩增长提速，预计未来将回归稳健增长水平；会议产品营收 12.99 亿元，同比增长 42.34%，毛利率 64.69%，同比增长 2.42 pp。

分地区：2022 年美洲地区营收 21.07 亿元，同比增长 28.46%，毛利率 65.01%，同比增长 1.68pp；欧洲地区营收 18.57 亿元，同比增长 35.94%，毛利率 62.39%，同比增长 1.53pp；其他地区营收 8.47 亿元，同比增长 24.88%，毛利率 59.40%，同比增长 0.77pp

费用大力支持业务发展。2022 年销售费用 2.56 亿元，同比增长 34.61%，管理费用 1.12 亿元，同比增长 15.28%；财务费用-1.24 亿元，同比下滑 677.21%，主要系美元汇率变动所致；研发费用 4.96 亿元，同比增长 35.91%。

视频技术拟搭载 AI，产业园 23 年投入使用。公司将继续围绕音视频基础技术能力进行持续的技术创新和产品创新，以搭载人工智能等前沿技术。公司自主建设的智能制造产业园预计 2023 年可投入使用，其主要包含智能仓储和厂房。

盈利预测及投资建议。我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 60.89 亿元、77.67 亿元、99.67 亿元，归母净利润分别为 27.46 亿元、36.16 亿元和 45.98 亿元，EPS 分别为 3.05 元、4.01 元和 5.10 元。参考可比公司 PE，给予 2023 年 PE 区间 25-30 倍，对应合理价值区间 76.14 - 91.36 元，给予“优于大市”评级。

风险提示。VCS 市场发展不及预期；SIP 统一通信桌面终端增长放缓。

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@haitong.com

证书:S0850517090006

分析师:杨彤昕

Tel:010-56760095

Email:ytx12741@haitong.com

证书:S0850522030004

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3684	4811	6089	7767	9967
(+/-)YoY(%)	33.8%	30.6%	26.6%	27.6%	28.3%
净利润(百万元)	1616	2178	2746	3616	4598
(+/-)YoY(%)	26.4%	34.7%	26.1%	31.7%	27.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.79	2.42	3.05	4.01	5.10
毛利率(%)	61.5%	63.0%	63.5%	64.6%	64.1%
净资产收益率(%)	25.5%	27.6%	25.9%	25.4%	24.4%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 亿联网络可比公司估值表

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE(X)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002467.SZ	二六三	5.02	70	0.02	0.07	0.09	219	69	58
ZM.O	Zoom	425.10	1,249	2.42	8.57	8.45	176	50	50
						平均	197	59	54

注：收盘价日为 2023 年 4 月 27 日，可比公司 EPS 采用 Wind 一致预测
资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 分项业务盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
桌面通信终端				
营业收入 (百万元)	3145.38	3774.46	4529.35	5435.22
增长率 (%)	23.47%	20.00%	20.00%	20.00%
会议产品				
营业收入 (百万元)	1299.00	1805.61	2527.85	3539.00
增长率 (%)	42.34%	39.00%	40.00%	40.00%
云办公终端				
营业收入 (百万元)	360.00	504.00	705.60	987.84
增长率 (%)	63.44%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务				
营业收入 (百万元)	5.19	5.19	5.19	5.19
增长率 (%)	58.49%	0.00%	0.00%	0.00%
收入合计 (百万元)	4809.57	6089.26	7767.99	9967.24
综合增长率 (%)	30.53%	26.61%	27.57%	28.31%
综合毛利率 (%)	63.01%	63.50%	64.56%	64.13%

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	4811	6089	7767	9967
每股收益	2.42	3.05	4.01	5.10	营业成本	1779	2223	2753	3576
每股净资产	8.75	11.75	15.76	20.86	毛利率%	63.0%	63.5%	64.6%	64.1%
每股经营现金流	2.35	3.00	3.06	5.07	营业税金及附加	51	45	57	74
每股股利	1.30	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	256	314	381	488
P/E	26.46	20.99	15.93	12.53	营业费用率%	5.3%	5.2%	4.9%	4.9%
P/B	7.30	5.44	4.06	3.06	管理费用	112	140	179	229
P/S	11.98	9.46	7.42	5.78	管理费用率%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
EV/EBITDA	24.50	19.17	13.89	10.04	EBIT	2141	2776	3682	4711
股息率%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-124	-4	-27	-51
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-2.6%	-0.1%	-0.4%	-0.5%
毛利率	63.0%	63.5%	64.6%	64.1%	资产减值损失	-3	2	3	4
净利润率	45.3%	45.1%	46.6%	46.1%	投资收益	142	213	233	249
净资产收益率	27.6%	25.9%	25.4%	24.4%	营业利润	2377	2995	3945	5015
资产回报率	25.3%	23.6%	23.2%	22.5%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	24.8%	24.0%	23.7%	22.9%	利润总额	2376	2995	3945	5015
盈利增长 (%)					EBITDA	2213	2864	3780	4811
营业收入增长率	30.6%	26.6%	27.6%	28.3%	所得税	198	250	329	418
EBIT 增长率	33.3%	29.7%	32.6%	28.0%	有效所得税率%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
净利润增长率	34.7%	26.1%	31.7%	27.1%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2178	2746	3616	4598
资产负债率	8.3%	9.0%	8.6%	7.8%					
流动比率	9.97	9.20	9.74	11.00	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	9.08	8.35	8.85	10.12	货币资金	431	2729	5136	9358
现金比率	0.61	2.63	3.85	5.95	应收账款及应收票据	834	843	1528	1450
经营效率指标					存货	564	811	1121	1319
应收账款周转天数	56.79	49.58	54.94	53.77	其它流动资产	5177	5174	5190	5182
存货周转天数	130.86	111.30	126.26	122.81	流动资产合计	7006	9556	12974	17309
总资产周转率	0.61	0.60	0.57	0.55	长期股权投资	145	189	231	275
固定资产周转率	10.52	12.81	13.84	15.97	固定资产	426	524	598	650
					在建工程	631	904	1229	1581
					无形资产	274	308	312	319
					非流动资产合计	1601	2090	2582	3085
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	8607	11646	15556	20394
净利润	2178	2746	3616	4598	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	431	531	781	885
非现金支出	76	86	96	96	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-241	-213	-233	-249	其它流动负债	272	508	551	688
营运资金变动	111	84	-717	128	流动负债合计	703	1039	1332	1573
经营活动现金流	2123	2702	2762	4573	长期借款	0	0	0	0
资产	-658	-468	-473	-479	其它长期负债	13	13	13	13
投资	-712	-107	-114	-121	非流动负债合计	13	13	13	13
其他	141	213	233	249	负债总计	715	1052	1345	1586
投资活动现金流	-1229	-362	-355	-351	实收资本	902	902	902	902
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	7891	10594	14211	18808
股权募资	0	-43	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-766	0	0	0	负债和所有者权益合计	8607	11646	15556	20394
融资活动现金流	-766	-43	0	0					
现金净流量	251	2297	2408	4222					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 27 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余伟民 通信行业
杨彤昕 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光迅科技,中国联通,沪电股份,深南电路,大族激光,天孚通信,中国移动,锐捷网络,源杰科技,三环集团,烽火通信,亨通光电,博创科技,迪普科技,中瓷电子,长光华芯,星网锐捷,中兴通讯,光库科技,锐科激光,华测导航,拓邦股份,移远通信,亿联网络,浩瀚深度,紫光股份,广和通,工业富联,威胜信息,杰普特

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。