证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

亿联网络（300628）

跟踪点评

买入

（维持评级）

2020 年 05 月 13 日

从外协生产商看亿联网络生产运营

证券分析师：程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
联系人：陈彤 0755-81981372 chentong@guosen.com.cn

事项：

最近我们对公司的第一大供应商华联电子进行了调研，并访谈了相关人员，后附纪要供参考。

国信通信观点：

1、亿联网络所处行业具有一定技术壁垒。相比传统模拟话机，IP 话机除了拾音和播放的作用，还具备智能路由、音视频编解码及其他应用处理等能力，需要长时间的积累和沉淀。

2、亿联网络的外协加工厂商具备丰富的生产经验，客户涵盖国内外知名企业，对于这些外协加工厂商来说，来自亿联网络的加工费仅占其收入的一小部分。

3、近期我们拜访了亿联网络的第一大外协加工厂商华联电子，了解到华联电子有专门的制造车间和生产线用于满足亿联的需求，并根据亿联的发展规划制定相应的扩产计划，响应速度较快，不同产品的交付周期控制在 10-15 天。在疫情期间，Q1 华联电子整体保持良好的生产状态。在音视频产品方面，华联电子未给亿联之外的其他客户提供类似产品。外协加工厂商对亿联网络在生产运作效率、质量管控和生产要求上给予较高评价。文章正文附有相关纪要。

4、我们预计公司 20-22 年的净利润为 15.25/18.81/23.07 亿元，当前股价对应 PE 分别为 37/30/25 倍，维持“买入”评级。

评论：

■ 亿联网络业务简介

亿联网络（下文“公司”代指亿联网络）是以音视频通信为基础的统一通信解决方案提供商。**公司的产品从单一品类到横向多品类扩张，业务从搭配软端使用的 USB 终端到 SIP 话机终端再到视频会议系统及终端，业务处理能力从音频到视频再到数据，逐渐从终端提供商发展为自主提供涵盖终端和系统完整统一通信解决方案的提供商。**

根据公司 2019 年年报，SIP 话机业务收入占比超过 70%，DECT 统一通信无线终端占比 12%，VCS 高清视频会议系统收入占比 13%，配件及其他占比 4%。

技术层面，公司研发和掌握多项音视频处理技术，并凭借底层音视频基础算法的研究，使得产品性能有比较高的竞争力。音视频终端的关键技术是音视频处理技术，涵盖了算法、工业设计、材料等范畴，围绕音视频的压缩与还原程度、回音噪音的消除、网络时延及丢包的处理等几个方面，其核心是算法运算处理。例如，相比传统模拟话机，IP 话机除了拾音和播放的作用，还具备智能路由、音视频编解码及其他应用处理等能力，需要长时间的积累和沉淀。

图 1：模拟话机和 IP 话机在音频处理环节的差异



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

下文我们将从公司的上游外协加工商进行分析，为投资者提供更全面的研究视角。

■ 从外协生产商看亿联网络的生产运营

根据亿联网络公司招股说明书（中金公司保荐），以及近三年披露的年报及相关公告：

亿联网络的外协加工商长期稳定，主要为厦门华联电子科技有限公司、南靖万利达科技有限公司/漳州万利达科技有限公司、厦门市威思朗光电科技有限公司及厦门市上进电子科技有限公司，目前主要集中为前三家，近三年外协加工费用占公司营业成本的比重维持在 14%-15%。

表 1：亿联网络的外协加工商及加工费

加工费（单位：万元）	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
厦门华联	2235.83	3018.79	4158.79	5335.52
南靖万利达、漳州万利达	783.97	1632.87	2829.09	3634.63
威思朗	762.29	1711.51	2670.66	3528.20
上进电子	1201	1349.99	43.95	—
合计	**4983.09**	**7713.16**	**9702.49**	**12498.35**
占比	**2016 年**	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**
厦门华联	44.9%	39.1%	42.9%	42.7%
南靖万利达、漳州万利达	15.7%	21.2%	29.2%	29.1%
威思朗	15.3%	22.2%	27.5%	28.2%
上进电子	24.1%	17.5%	0.5%	—

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

亿联网络与外协加工商的合作模式是，公司的内部生产人员负责品质管理与提升、生产计划与采购、供应商寻源与绩效评价、工艺研发及测试试产等核心业务，外协加工厂商按照公司的技术标准进行生产加工，公司向其支付加工费。公司主要的外协加工厂为公司提供了合计超过 1200 人的专属生产人员，厂房面积合计约 5-6 万平方米。

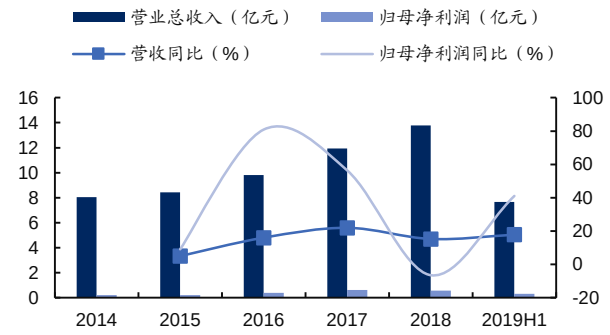
对于外协加工厂商来说，来自亿联网络的外协加工费是其收入的一小部分，部分外协加工商的客户涵盖国内外知名企业，具备丰富的生产制造经验。

厦门华联电子科技有限公司（下称“华联电子”）成立于 1989 年 6 月 17 日，是厦门华联电子股份有限公司（下称“华联股份”）的全资子公司。华联股份在新三板挂牌，主营智能控制器、智能显示组件和红外器件及其他电子元器件的研发、生产和销售，产品领域涉及家居、商用、汽车电子等，是伊莱克斯、江森自控、格力电器等国内外知名企业的制造商和服务供应商。2018 年华联股份的营收规模 13.77 亿元，净利润 5722 万元；华联电子科技 2018 年销售收入 1.32 亿元，506.95 万，根据亿联的公告，来自亿联网络的加工服务费为 4158.79 万元，在其收入中占比约 32%。

万利达科技为法国、美国、德国、英国、爱尔兰等多家国际知名家电企业和注明销售商提供 OEM、ODM 服务。

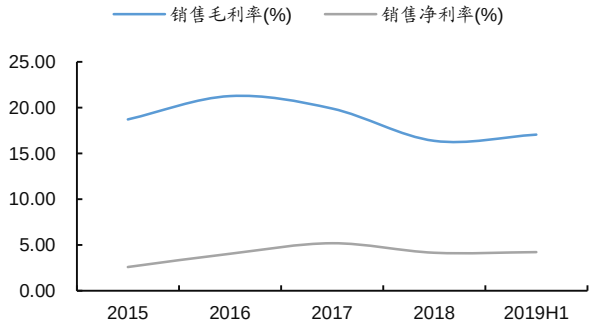
厦门威思朗光电科技有限公司主要从事 LED 灯具的研发、生产、销售以及电子部件的外协加工服务。

图 2：华联电子营收及归母净利润情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 3：华联电子毛利率及净利率情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

近期我们拜访了亿联网络的第一大外协加工厂商华联电子，了解到华联电子有专门的制造车间和生产线用于满足亿联的需求，并根据亿联的发展规划制定相应的扩产计划，响应速度较快，不同产品的交付周期控制在 10-15 天。在疫情期间，Q1 华联电子整体保持良好的生产状态。在音视频产品方面，华联电子未给亿联之外的其他客户提供类似产品。外协加工厂商对亿联网络在生产运作效率、质量管控和生产要求上给予较高评价。

以下是我们的访谈纪要原文（经审阅）

华联电子科技领导主要从 2014 年开始在华联负责亿联相关业务，此前是华联电子另一个部门负责的。亿联的产品代工是公司业务的一部分，不同产品的生产周期不一样，大概 10-15 天左右。

Q：华联电子给亿联提供的产品是专门的产线吗，有无扩产计划？

A：公司和亿联合作有专门的制造车间和生产线，现在的产能能满足亿联的需求。话机和视频会议根据不同特点都配置相应的生产单元，目前生产情况正常，根据亿联发展规划制定相应扩产计划。过去产能和节奏都是按照客户需求定制规划，根据能力评估，有序实施。

Q：华联电子加工环节毛利率如何？

A：来料加工根据自己的成本和亿联合作，毛利率属于保密内容。

Q：除了亿联之外，其他客户在华联电子收入的占比？

A：新三板上市公司华联电子的收入 15 亿，亿联的这块收入只占 3%。华联电子科技（华联电子子公司）没有给其他客户提供和亿联类似的产品。

Q：华联电子在亿联代工里的份额如何？

A：公司在亿联的份额在亿联的公告里有披露。亿联的收入在华联电子科技占比百分之二三十。华联电子科技主要代工 PCBA（电子控制板）等。

Q：亿联网络对华联电子代工的产品如何考核，有什么评价体系？良率和质量如何？

A：质量指标是最重要的指标，关系到能不能和公司合作。质量指标很多，最重要的是出货的合格率。公司的目标是零缺陷，公司制定的指标会比亿联的更高。这几年在质量上下了比较大的功夫。华联电子在电子制造有将近 40 年历史，在 PCBA 具备制造优势，生产过程中一直在推进零缺陷生产和精益生产的理念，特别是产品制造自动化程度和信息化程度。

Q：亿联对华联电子的付款周期？

A：货款有签订付款周期，亿联的付款非常良好。

Q：亿联收费模式是按成本加成吗？是每一台收固定加工费吗？

A：来料加工的模式基本上是这样。

Q：怎么看待亿联网络这样的客户，利润率如何？回款如何？

A：亿联这么多年来，从小规模发展到大规模，从单一品种到多品种，从低端到高端，公司对这家客户比较有信心。从华联科技来看，亿联这个客户从订单、管理、和我们的配合，产品的先进性，这家客户是很优质的。这么多年来合作良好。

Q：这么多年来亿联高成长，华联电子的产能也配合着成长，扩产节奏如何？

A：现在公司的生产需求是跟随客户需求制定相应的规划，会进行相应的能力评估。亿联整个扩产能节奏，从亿联的公开数据来看是准确匹配的。

Q：扩产能资本开支是不是不大，加一条产线，买设备、招人工可以就可以做出来是吗？

A：不止是调设备，还要搭系统，需要根据产品特点配置相应的能力。

Q：亿联下订单的周期如何？华联电子有没有给其他类似客户做代工？

A：亿联生产运作系统效率高，不同产品交付时间 10-15 天。华联科技没有给国内外与亿联类似的客户代工。

Q：Q1 华联电子给亿联供货有受到疫情影响吗？出货是否正常？订单能见度多高？

A：华联电子在厦门受到比较大的重视，比较早地复工复产，Q1 整体生产保持较好状态，受疫情影响较小。目前生产和订单保持比较平稳的状态。

Q：亿联的产品在迭代更新，对应华联的产线调整，较大的难点是什么？

A：亿联每一年都有新产品，亿联在整个过程有完整的开发流程和验证流程，在新品设计中充分考虑了代工厂制造的难度和现有设备能力水平，代工厂都能较快适应新产品的生产。

Q：华联电子招聘新的工人，培训上岗需要多长时间？

A：储备关键岗位的操作员工是公司常年管理面临的问题，长年来都能满足亿联生产的需要和质量管控水平的需要。

Q：华联电子和亿联的合作历史？

A：2003 年从新品小批量开始合作，过程中双方团队都能保持较好的密切合作。

Q：亿联在和其他两家代工厂的合作模式、合作品类，是否和华联差不多？

A：亿联和华联的合作模式没有改变过，各家在种类合作分布上可能有区别。

■ **看好亿联网络的行业竞争力，维持“买入”评级**

我们预计公司 20-22 年的净利润为 15.25/18.81/23.07 亿元，当前股价对应 PE 分别为 37/30/25 倍，维持“买入”评级。

表 2：可比公司的估值对比（截止至 2020 年 5 月 11 日）

股票代码	简称	PE（TTM）	总市值（亿元）	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
603660.SH	苏州科达		49.82	0.18	0.25	0.40	54.94	39.56	24.73	无评级
300578.SZ	会畅通讯	104.88	74.12	0.52	0.89	1.23	81.83	47.81	34.59	增持
002841.SZ	视源股份	31.37	496.99	2.46	2.72	3.26	30.81	27.87	23.25	增持
	平均	68.13	206.98	1.05	1.29	1.63	55.86	38.41	27.52	
300628.SZ	**亿联网络**	**40.25**	**503.49**	**2.06**	**2.54**	**3.14**	**46.10**	**37.34**	**30.28**	**买入**

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

■ **风险提示**

1、人民币升值带来毛利率的下降。公司主要收入来自国外，90%以上的海外收入以美元计价，汇率波动在收入成本端和汇兑损益上都对公司产生影响。

2、中美贸易摩擦关税加征范围扩大的风险。国际环境存在不确定性，若未来征税范围继续扩大，则公司的美国收入受影响，极端情况下公司会考虑转移产能。

3、行业竞争加剧，市场拓展不及预期。VCS 行业新增市场处于发展初期，格局尚不稳定，市场竞争不确定性较大。

4、海外疫情影响业务拓展。海外疫情对经济的影响仍有较大的不确定性。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	106	200	703	2189
应收款项	409	504	669	817
存货净额	267	357	442	579
其他流动资产	14	0	0	0
流动资产合计	**4381**	**5363**	**6761**	**8532**
固定资产	114	398	475	499
无形资产及其他	267	257	247	238
投资性房地产	23	23	23	23
长期股权投资	43	43	43	43
资产总计	**4827**	**6083**	**7549**	**9335**
短期借款及交易性金融负债	50	200	200	200
应付款项	199	221	307	397
其他流动负债	177	193	257	337
流动负债合计	**426**	**614**	**763**	**934**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6
长期负债合计	**6**	**6**	**6**	**6**
负债合计	**431**	**619**	**769**	**940**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	4396	5464	6780	8395
负债和股东权益总计	**4827**	**6083**	**7549**	**9335**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	2.06	2.54	3.14	3.85
每股红利	0.60	0.76	0.94	1.15
每股净资产	7.33	9.11	11.31	14.00
ROIC	51%	135%	131%	144%
ROE	28%	28%	28%	27%
毛利率	66%	65%	64%	63%
EBIT Margin	48%	47%	46%	46%
EBITDA Margin	49%	48%	47%	46%
收入增长	37%	29%	26%	25%
净利润增长率	45%	23%	23%	23%
资产负债率	9%	10%	10%	10%
息率	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%
P/E	46.1	37.3	30.3	24.7
P/B	13.0	10.4	8.4	6.8
EV/EBITDA	47.0	37.6	30.2	24.8

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2489**	**3210**	**4034**	**5030**
营业成本	846	1134	1458	1870
营业税金及附加	30	32	40	50
销售费用	164	215	262	327
管理费用	248	325	402	494
财务费用	(11)	2	(2)	(27)
投资收益	134	154	177	203
资产减值及公允价值变动	7	20	15	15
其他收入	8	0	0	0
营业利润	1360	1675	2065	2534
营业外净收支	1	1	1	1
利润总额	**1361**	**1676**	**2066**	**2535**
所得税费用	126	151	186	228
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**1235**	**1525**	**1881**	**2307**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	**1235**	**1525**	**1881**	**2307**
资产减值准备	(2)	18	6	3
折旧摊销	20	30	42	48
公允价值变动损失	(7)	(20)	(15)	(15)
财务费用	(11)	2	(2)	(27)
营运资本变动	2653	(115)	(95)	(111)
其它	2	(18)	(6)	(3)
经营活动现金流	**3901**	**1420**	**1813**	**2229**
资本开支	(34)	(301)	(101)	(51)
其它投资现金流	(3585)	(717)	(645)	0
投资活动现金流	**(3660)**	**(1018)**	**(746)**	**(51)**
权益性融资	11	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(361)	(458)	(564)	(692)
其它融资现金流	**203**	**150**	**0**	**0**
融资活动现金流	(507)	(308)	(564)	(692)
现金净变动	(267)	95	503	1486
货币资金的期初余额	372	106	200	703
货币资金的期末余额	106	200	703	2189
企业自由现金流	3728	982	1550	1969
权益自由现金流	3931	1130	1552	1994

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《亿联网络-300628-2019 年度业绩快报点评：Q1 业绩优异，疫情不改长期增长》 ——2020-04-12
《亿联网络-300628-2019 年度业绩快报点评：老业务高速增长，新业务更快增长》 ——2020-02-26
《亿联网络-300628-跟踪点评：公司 VCS 业务现状与未来增长的探讨》 ——2019-11-18
《亿联网络-300628-2019 年三季报点评：高增长持续，未来发展可期》 ——2019-10-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　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 楼
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