

短期需求波动，长期业绩稳定增长

亿联网络(300628)

评级:	增持	股票代码:	300628
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	90.81/57.27
目标价格:		总市值(亿)	532.14
最新收盘价:	59.02	自由流通市值(亿)	304.23
		自由流通股数(百万)	515.47

事件:

公司发布2022年报和2023年一季报，2022年实现营业收入48.11亿元，同比增长30.57%；实现净利润21.78亿元，同比增长34.75%；2023年Q1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%。公司第一季度营收下降主要系海外经济的不确定性使得公司需求出现短期波动。

1、保持高水准产品迭代速度，满足不同场景的企业通信需求

2022年，分产品看，桌面通信终端实现营收31.45亿元，同比增长23.47%；毛利率为63.76%，同比提高1.36pct；桌面通信终端取得超预期增长，主要由于上半年经销商存在部分补库存的现象以及公司话机产品强有力的竞争力，但我们预计未来将回归稳健增长水平，一方面公司将继续拓展高端品类，提高产品竞争力，另一方面全球市占率也还有一定的提升空间。

会议产品实现营业收入12.99亿元，同比增长42.34%；毛利率为64.69%，同比提高2.42pct。公司推出了视频会议平板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，深度挖掘会议室场景下的用户需求和痛点。公司作为微软音视频领域的战略合作伙伴，有望进一步提升视频会议行业的市场份额。

云办公终端实现营业收入3.61亿元，同比增长63.44%；毛利率为51.37%，同比提高2.66pct。公司发布了BH7X系列商务蓝牙耳机，切入高端音频市场。根据公司年报，未来公司在巩固已有UH及WH系列耳机产品竞争力的同时，也将进一步完善蓝牙耳机系列，形成更加完整的商务耳机矩阵。

2、持续与微软深度绑定，推动AI办公场景落地

公司作为微软Teams的长期金牌合作伙伴，向客户提供Teams版本的通信终端设备，因此，Teams竞争力的提升或将对公司未来开拓市场有一定的帮助。我们预计伴随微软Teams的智能化发展，公司终端产品将持续协助微软系统端功能落地，满足客户对智能会议室的需求。其近期发布Copilot有望拉动Office套件需求。未来，公司将陆续推出更多利用AI+视频会议技术来进行智能创新的产品应用，赋能更多会议场景，提升会议体验。

3、费用结构稳定，连续多年加大研发投入

2022年三费费用率17.93%，同比增加0.25pct。其中销售/管理/研发费用率分别为5.31%/2.32%/10.30%，YoY+0.16/-0.31/+0.4pct。目前公司的销售人员占比为28.37%。未来，公司将持续构建大项目和“平台+智能硬件终端”解决方案的销售能力，同时构建与完善销售通路，如逐步拓展Pro AV类、IT类渠道。此外，公司研发投入持续加大，研发费用率逐年上升。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，持续拓展并完善全行业全场景沟通与协作解决方案，打造新型混合办公模式下沟通与协作新体验。

4、投资建议:

根据公司公告，短期受海外经济不确定性影响，需求出现波动。我们认为公司主营业务逐渐回暖，第二第三曲线积极开拓，公司营收有望持续释放。调整23-24年盈利预测，新增25年盈利预测，预计2023-2025年收入分别由57.2/71.3/N/A亿元调整为60.6/76.0/95.2亿元，每股收益分别为2.85/3.54/N/A元调整为2.90/3.63/4.51元，对应2023年4月21日收盘价59.02元/股，PE分别为20.4/16.3/13.1倍，维持“增持”评级。

5、风险提示:

汇率波动风险；商用耳麦、会议平板放量不及预期风险；海外市场拓展不及预期风险；行业竞争加剧风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,684	4,811	6,060	7,602	9,521
YoY (%)	33.8%	30.6%	26.0%	25.4%	25.2%
归母净利润(百万元)	1,616	2,178	2,614	3,274	4,068
YoY (%)	26.4%	34.7%	20.0%	25.3%	24.2%
毛利率 (%)	61.5%	63.0%	61.3%	61.2%	60.7%
每股收益 (元)	1.80	2.42	2.90	3.63	4.51
ROE	25.5%	27.6%	26.7%	26.5%	25.9%
市盈率	32.81	24.40	20.36	16.25	13.08

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 宋辉

邮箱: songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话:

分析师: 柳珺廷

邮箱: liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,811	6,060	7,602	9,521	净利润	2,178	2,614	3,274	4,068
YoY (%)	30.6%	26.0%	25.4%	25.2%	折旧和摊销	72	201	233	258
营业成本	1,779	2,345	2,950	3,742	营运资金变动	111	-202	-266	-271
营业税金及附加	51	57	72	92	经营活动现金流	2,123	2,381	2,967	3,714
销售费用	256	319	400	502	资本开支	-658	-376	-370	-412
管理费用	112	161	193	242	投资	-712	-272	-280	-284
财务费用	-124	-11	-29	-55	投资活动现金流	-1,229	-413	-371	-352
研发费用	496	615	772	969	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-4	-4	-3	债务募资	0	0	0	0
投资收益	142	235	278	344	筹资活动现金流	-766	-721	-721	-721
营业利润	2,377	2,857	3,577	4,444	现金净流量	251	1,247	1,875	2,641
营业外收支	-1	0	0	0					
利润总额	2,376	2,857	3,577	4,444	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	198	243	303	376	成长能力				
净利润	2,178	2,614	3,274	4,068	营业收入增长率	30.6%	26.0%	25.4%	25.2%
归属于母公司净利润	2,178	2,614	3,274	4,068	净利润增长率	34.7%	20.0%	25.3%	24.2%
YoY (%)	34.7%	20.0%	25.3%	24.2%	盈利能力				
每股收益	2.42	2.90	3.63	4.51	毛利率	63.0%	61.3%	61.2%	60.7%
					净利率	45.3%	43.1%	43.1%	42.7%
					总资产收益率 ROA	25.3%	24.0%	23.9%	23.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	27.6%	26.7%	26.5%	25.9%
货币资金	431	1,678	3,553	6,194	偿债能力				
预付款项	4	5	6	8	流动比率	9.97	8.14	8.65	8.95
存货	564	918	1,142	1,411	速动比率	9.16	7.31	7.80	8.11
其他流动资产	6,008	6,465	6,937	7,478	现金比率	0.61	1.51	2.64	3.67
流动资产合计	7,006	9,066	11,638	15,090	资产负债率	8.3%	10.3%	9.9%	9.8%
长期股权投资	145	182	220	260	经营效率				
固定资产	426	429	363	297	总资产周转率	0.56	0.56	0.56	0.55
无形资产	274	263	245	227	每股指标 (元)				
非流动资产合计	1,601	1,844	2,057	2,291	每股收益	2.42	2.90	3.63	4.51
资产合计	8,607	10,911	13,695	17,382	每股净资产	8.75	10.85	13.68	17.39
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流	2.35	2.64	3.29	4.12
应付账款及票据	431	644	795	998	每股股利	0.65	0.80	0.80	0.80
其他流动负债	272	470	550	688	估值分析				
流动负债合计	703	1,114	1,345	1,686	PE	24.40	20.36	16.25	13.08
长期借款	0	0	0	0	PB	6.92	5.44	4.31	3.39
其他长期负债	13	13	13	13					
非流动负债合计	13	13	13	13					
负债合计	715	1,127	1,358	1,699					
股本	902	902	902	902					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	7,891	9,784	12,337	15,683					
负债和股东权益合计	8,607	10,911	13,695	17,382					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年券商研究经验，主要关注5G及云相关产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。