

业绩环比有望逐步改善，云办公终端加速发展

亿联网络(300628)

事件概述

公司发布 2020 年报和 2021 一季报，2020 年实现营收 27.5 亿元，同比增长 10.64%，实现归母净利润 12.8 亿元，同比增长 3.52%；2021Q1 实现营收 7.4 亿元，同比增长 14.35%，实现归母净利润 3.7 亿元，同比增长 2.31%。

► 2020 疫情冲击快速恢复，2021 上游影响下半年有望改善

在疫情冲击下，公司 2020 年业务保持稳健，下半年起业务逐渐恢复。公司 2020 年收入与利润的增速差异主要来自于：(1) 美元汇率波动带来的汇兑净损失约 4559 万元，去年同期产生汇兑净收益约 1038 万元；(2) 研发投入增速远高于收入增速；(3) 2020 年股权激励费用较去年同期上涨，约 5114 万元。

受上游原材料紧缺以及海外疫情反复影响，Q1 增速放缓，目前紧缺问题已消除，预计 Q2 起业务逐渐恢复正常增速。

公司整体毛利率水平略有下滑，一部分原因是阶段性产品销售结构变化，另一部分原因是上游原材料紧缺及涨价带来的产品成本上升和交付延期影响。

分产品来看，疫情造成的海外经济活动暂停对桌面通信终端业务影响较大，云平台等会议产品和云办公终端业务快速发展，云终端业务板块有望成为未来新增长点。

► 加大新产品研发，完善产品矩阵，补充增长动能

公司长期坚持前端研发+产品设计不断提高自身产品质量。逐渐加大对新产品矩阵的研发投入：(1) 会议产品中面对中高端市场用户的一站式整体解决方案的自主研发；(2) 2020 年设立独立的云办公中高端产品线，加大相关研发，扩充产品矩阵，满足疫情下快速增长的市场需求。

► 持续推进渠道建设，有望加速新产品推广

2020 年公司海外市场营销活动因疫情受到较大影响，销售费用率 5.31% (YoY -1.30pct)，财务费用率因美元汇率波动影响汇兑净损失同比上升 2.16pct 达到 1.72%。整体期间费用 9.75% (YoY +1.35pct)。

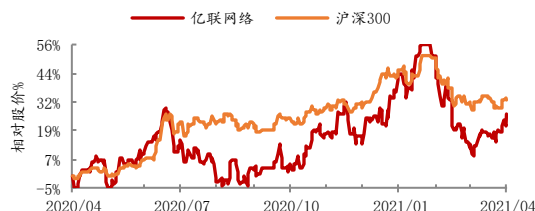
同时，伴随新业务快速增长，预计在 2021 年公司将持续推进渠道建设，同时对新业务提供充足资源支撑，预计整体期间费用预计将保持稳定，同时营销和渠道发力有望加速产品推广。

投资建议

公司 SIP 话机业务逐渐拓展高端市场，VCS 会议产品有望重回高速增长，同时不断完善办公产品梯次和矩阵，预计云办公终端有望成为公司未来业绩新增长点，预计 2021-2023 年收入由 35.0 亿元、43.8 亿元、N/A 调整为 34.7 亿元、43.5 亿元、54.0 亿元，归母净利润由 16.7 亿元、21.0 亿元、N/A 调整为 16.4 亿元、20.8 亿元、26.2 亿元，维持“增持”评级。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	73.99
股票代码：	300628
52 周最高价/最低价：	96.5/55.41
总市值(亿)	667.60
自由流通市值(亿)	355.55
自由流通股数(百万)	480.54



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080003
联系电话：

分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn
SAC NO: S1120119060016
联系电话：

相关研究

1. 亿联网络 (300628.SZ)：全年业绩符合预期，云办公终端加速发展
2021.01.14
2. 亿联网络 (300628.SZ)：Q3 业绩复苏，云办公终端加速发展
2020.10.29
3. 亿联网络 (300628.SZ)：调整股票激励业绩目标，加速拓展云办公终端
2020.09.08

风险提示

海外疫情反复带来的不确定性影响；汇率波动的影响；上游原材料供应紧缺和涨价风险；新产品推广不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,489	2,754	3,468	4,353	5,396
YoY (%)	37.1%	10.6%	25.9%	25.5%	24.0%
归母净利润(百万元)	1,235	1,279	1,644	2,082	2,616
YoY (%)	45.1%	3.5%	28.5%	26.6%	25.7%
毛利率 (%)	66.0%	66.0%	64.5%	64.4%	64.4%
每股收益 (元)	1.37	1.42	1.82	2.31	2.90
ROE	28.1%	24.6%	24.0%	23.3%	22.6%
市盈率	54.04	52.21	40.61	32.07	25.52

资料来源：wind，华西证券研究所

1. 事件

公司发布 2020 年报和 2021 一季报，2020 年实现营收 27.5 亿元，同比增长 10.64%，实现归母净利润 12.8 亿元，同比增长 3.52%；2021Q1 实现营收 7.4 亿元，同比增长 14.35%，实现归母净利润 3.7 亿元，同比增长 2.31%。

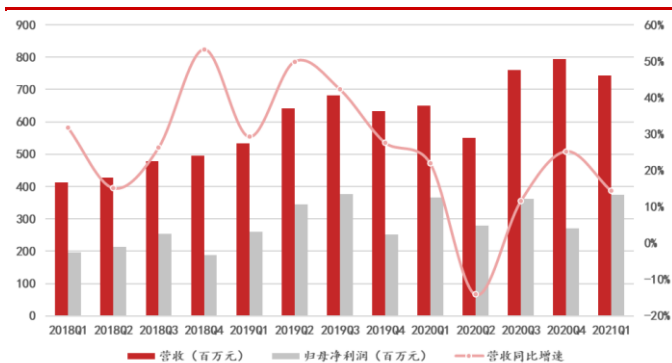
2. 2020 疫情冲击快速恢复，2021 上游影响下半年有望改善

在疫情冲击下，公司 2020 年业务保持稳健，下半年起业务逐渐恢复。公司 2020 年在疫情对经济活动冲击影响下营业收入仍实现同比 10.64% 增速，归母净利润同比增长 3.52%。收入与利润的增速差异主要来自于：（1）美元汇率波动带来的汇兑净损失约 4559 万元，去年同期产生汇兑净收益约 1038 万元；（2）研发持续加到投入，同比增长 53.93%，远高于收入增速；（3）2020 年股权激励费用较去年同期上涨，约 5114 万元。

受上游原材料紧缺以及海外疫情反复影响，Q1 增速放缓，目前紧缺问题已消除，预计 Q2 起业务逐渐恢复正常增速。

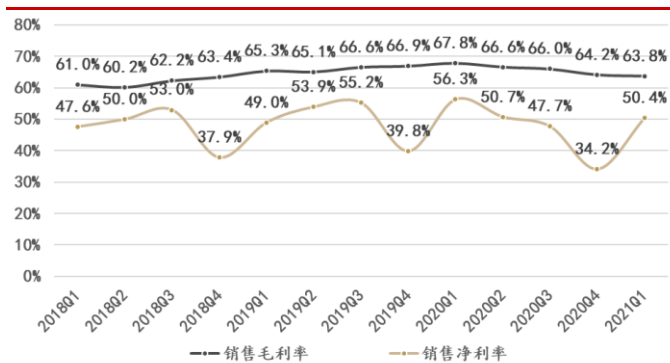
公司整体毛利率水平略有下滑，一部分原因是阶段性产品销售结构变化，另一部分原因是上游原材料紧缺及涨价带来的产品成本上升和交付延期影响。

图 1 分季度营收及归母净利润情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 分季度毛利率及净利率情况



资料来源：wind，华西证券研究所

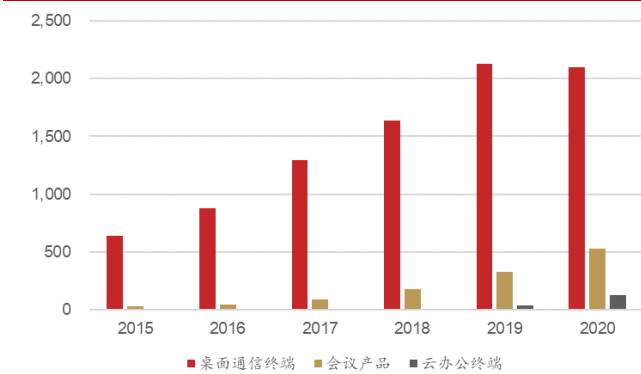
分产品来看，疫情造成的海外经济活动暂停对桌面通信终端业务影响较大，云平台等会议产品和云办公终端业务快速发展，云终端业务板块有望成为未来新增长点。

桌面通信终端全年实现收入 21.0 亿元，同比减少 1.15%，主要系海外 Q2 疫情爆发，众多产品对线下部署服务需求无法满足，同时很多经济活动暂停众多企业停工停产，对企业销售和小游需求均有短暂性影响。自 Q3 起销售活动逐渐恢复，业务发展全年整体平稳略有下滑。

会议产品全年实现收入 5.3 亿元，同比增长 61.94%。疫情短期同样影响业务推广和线下部署，但疫情逐渐控制后远程办公需求加大，叠加新产品推广，全年业务实现高速增长。

云办公终端业务实现收入 1.2 亿元，同比激增 247.92%。作为公司新增产品线，得益于过去的技术积累和渠道复用优势，在疫情爆发刺激下公司快速应变推出系列产品，整体收入体量大幅增长，短期产品品类扩充太快，伴随产品矩阵不断完善和规模效益逐步体现，整体毛利率水平有望逐步企稳回升，业务板块有望成为未来新增长点。

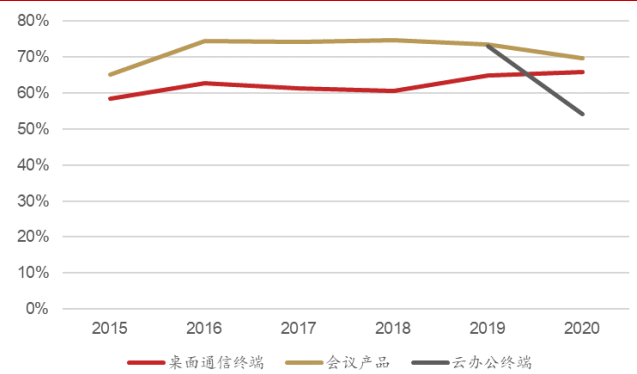
图3 分产品营收情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

*2015-2018年桌面通信终端为 SIP 和 DECT 统一通信终端合计数

图4 分产品毛利率情况

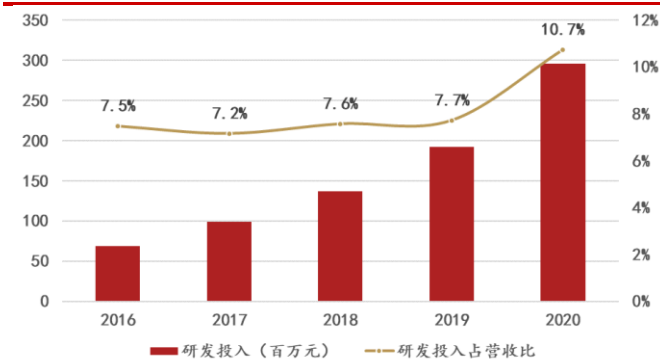


资料来源: wind, 华西证券研究所

3. 加大新产品研发, 完善产品矩阵, 补充增长动能

公司长期坚持前端研发+产品设计不断提高自身产品质量。2020 年全年研发投入近 3.0 亿元, 同比增长 53.93%, 占收比达到 10.74% (YoY +3.02pct)。截止年报, 公司研发人员 695 人, 占总人数过半, 不断加大研发投入, 完善产品矩阵。

图5 研发投入及占收比情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

*2015-2018年桌面通信终端为 SIP 和 DECT 统一通信终端合计数

图6 研发人员数及占总人数比 (人)



资料来源: wind, 华西证券研究所

伴随公司重新规划下的三大业务板块: 桌面通信终端、会议产品和云办公终端, 公司逐渐加大对新产品矩阵的研发投入: (1) 会议产品中面对中高端市场用户的一站式整体解决方案的自主研发; (2) 2020 年设立独立的云办公中高端产品线, 加大相关研发, 扩充产品矩阵, 满足疫情下快速增长的市场需求。

图 7 “云+端”的一站式整体解决方案



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 云办公终端产品矩阵



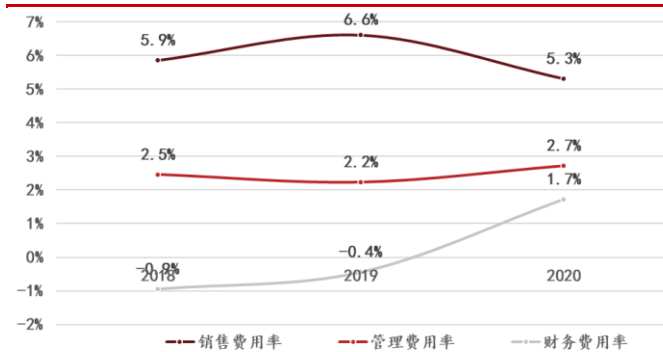
资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 持续推进渠道建设，有望加速新产品推广

2020 年公司海外市场营销活动因疫情受到较大影响，销售费用率 5.31% (YoY - 1.30pct)，财务费用率因美元汇率波动影响汇兑净损失同比上升 2.16pct 达到 1.72%。整体期间费用 9.75% (YoY +1.35pct)。

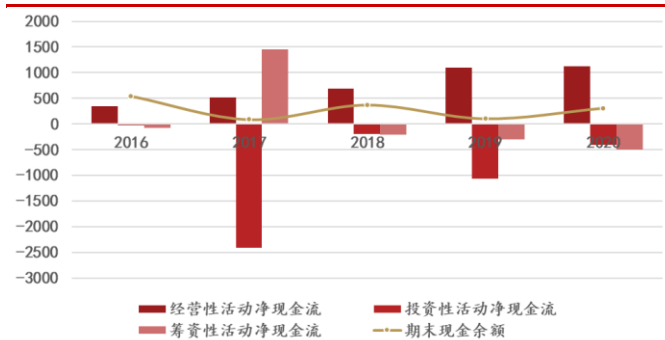
同时，公司整体经营活动稳定向好，2020 年经营性净现金流 11.28 亿元 (YoY +3.24%)，伴随新业务快速增长，预计在 2021 年公司将持续推进渠道建设，同时对新业务提供充足资源支撑，预计整体期间费用预计将保持稳定，同时营销和渠道发力有望加速产品推广。

图 9 公司三费率情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图 10 公司净现金流情况 (百万元)



资料来源：wind，华西证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

公司 SIP 话机业务逐渐拓展高端市场，VCS 会议产品有望重回高增长，同时不断完善办公产品梯次和矩阵，预计云办公终端有望成为公司未来业绩新增长点，预计 2021-2023 年收入由 35.0 亿元、43.8 亿元、N/A 调整为 34.7 亿元、43.5 亿元、54.0 亿元，归母净利润由 16.7 亿元、21.0 亿元、N/A 调整为 16.4 亿元、20.8 亿元、26.2 亿元，维持“增持”评级。

6. 风险提示

海外疫情反复带来的不确定性影响；汇率波动的影响；上游原材料供应紧缺和涨价风险；新产品推广不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,754	3,468	4,353	5,396	净利润	1,279	1,644	2,082	2,616
YoY (%)	10.6%	25.9%	25.5%	24.0%	折旧和摊销	29	17	22	20
营业成本	936	1,232	1,548	1,920	营运资金变动	-82	-85	-89	-116
营业税金及附加	26	37	46	56	经营活动现金流	1,128	1,398	1,790	2,229
销售费用	146	199	244	305	资本开支	-148	-149	-138	-135
管理费用	75	86	108	138	投资	-416	0	0	0
财务费用	47	-18	-47	-85	投资活动现金流	-410	44	103	166
资产减值损失	-2	-50	-50	-50	股权募资	103	0	0	0
投资收益	155	193	242	301	债务募资	340	0	0	0
营业利润	1,403	1,771	2,253	2,832	筹资活动现金流	-494	0	0	0
营业外收支	-1	34	32	40	现金净流量	205	1,442	1,894	2,395
利润总额	1,402	1,805	2,285	2,872	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	124	162	204	256	成长能力				
净利润	1,279	1,644	2,082	2,616	营业收入增长率	10.6%	25.9%	25.5%	24.0%
归属于母公司净利润	1,279	1,644	2,082	2,616	净利润增长率	3.5%	28.5%	26.6%	25.7%
YoY (%)	3.5%	28.5%	26.6%	25.7%	盈利能力				
每股收益	1.42	1.82	2.31	2.90	毛利率	66.0%	64.5%	64.4%	64.4%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	46.4%	47.4%	47.8%	48.5%
货币资金	320	1,762	3,656	6,051	总资产收益率 ROA	22.1%	21.8%	21.2%	20.7%
预付款项	3	4	5	6	净资产收益率 ROE	24.6%	24.0%	23.3%	22.6%
存货	345	432	553	682	偿债能力				
其他流动资产	4,502	4,608	4,780	4,966	流动比率	9.01	9.96	10.13	10.75
流动资产合计	5,169	6,806	8,993	11,705	速动比率	8.41	9.32	9.50	10.12
长期股权投资	75	75	75	75	现金比率	0.56	2.58	4.12	5.56
固定资产	97	105	110	117	资产负债率	10.0%	9.1%	9.1%	8.6%
无形资产	314	422	510	605	经营效率				
非流动资产合计	610	728	829	935	总资产周转率	0.48	0.46	0.44	0.43
资产合计	5,779	7,534	9,822	12,640	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.42	1.82	2.31	2.90
应付账款及票据	282	343	443	545	每股净资产	5.77	7.59	9.90	12.80
其他流动负债	292	340	444	544	每股经营现金流	1.25	1.55	1.98	2.47
流动负债合计	573	683	888	1,089	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	3	3	3	3	PE	52.21	40.61	32.07	25.52
非流动负债合计	3	3	3	3	PB	12.68	9.75	7.47	5.78
负债合计	576	686	890	1,091					
股本	902	902	902	902					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	5,203	6,849	8,932	11,549					
负债和股东权益合计	5,779	7,534	9,822	12,640					

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和云相关产业链研究。

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。