

# 亿联网络(300628.SZ)

公司研究/点评报告

## 疫情不改中长期发展逻辑，云办公业务开辟未来增长新空间

### —亿联网络 2020 年年报和 2021 年一季度报告点评

点评报告/通信行业

2021 年 4 月 23 日

#### 一、事件概述

4 月 21 日，公司发布 2020 年年度报告和 2021 年一季度报告，公司 2020 年实现营业收入 27.54 亿，同比增长 10.64%；实现归母净利润 12.79 亿，同比增长 3.52%；实现扣非归母净利润 11.15 亿元，同比增长 1.8%。2021 年一季度实现营业收入 7.43 亿元，同比增长 14.35%；实现归母净利润 3.74 亿元，同比增长 2.31%；实现扣非归母净利润 3.24 亿元，同比增长 2.35%。

#### 二、分析与判断

##### ➤ 受疫情影响整体业绩增速有所放缓，2021 年业绩有望稳健增长

2020 年，公司营收同比+10.64%，同时盈利能力稳步提升，提质增效成果显著，归母净利润同比+3.52%。分业务来看：1) 桌面通信终端方面 2020 年实现销售收入 21.01 亿元，同比下滑 1.15%。桌面通信终端有 90% 以上收入来自海外，因此受海外疫情影响较大。2) 会议产品方面 2020 年实现销售收入 5.28 亿元，同比增长 61.94%。3) 云办公终端方面，2020 年由于新冠疫情的影响，大部分企业均加速了企业内部的数字化进程，云办公业务实现了 247.92% 的增长幅度，达到了 1.22 亿元。2021Q1 实现归母净利润 3.74 亿元，同比增长 2.31%，若剔除美元汇率贬值影响，则单季净利润能够有较大增长。分地区来看，公司有 43.75% 的收入来自美洲，36.1% 的营收来自欧洲，营收占比较去年变化不大。随着全球新冠疫情的逐渐缓和，海外话机销售情况有望复苏，同时 2021Q1 上游存在的上游供应链短缺问题给产品交付带来不利影响的逐步消除，公司 2021 年业绩有望实现稳定增长。

##### ➤ 三费率和研发费用率整体有所上升，现金流状况改善明显

公司精细管控成本，不断提升经营效率。2020 年销售费用率为 5.31%，同比降低了 1.3pct，主要是由于疫情影响销售活动所致。同时根据公司年报披露，相比大规模、高成本投放推广业务的其他行业竞争者，公司严格把控宣传预算，从行业特点出发精准定位专业采购潜在买家，将进一步降低销售费用。2020 年财务费用率为 1.72%，同比提高了 2.16pct，主要是由于美元汇率波动所致；管理费用率为 2.72%，同比提高了 0.5pct，主要系薪酬费用及子公司土地摊销费用增加影响；2020 年由于公司拓展云办公终端市场，研发费用率提高了 3.02pct，升至 10.74%。公司采用轻资产运营模式，专注于统一通信终端产品的研发、销售及服务，而将所有产品外包给独立第三方进行生产，并通过授权经销商销售终端产品，有效降低成本，同时不断优化产品结构，2020 年毛利率达到 66.02%，同比提高了 0.02pct，系桌面通信终端业务毛利率提高了 1.11pct；销售净利率为 46.43%，同比降低了 3.19pct，主要是由于财务费用率和研发费用率提升所致。现金流方面，根据公司年报披露的数据，2020 年公司经营活动现金净流量同比+3.20%，整体现金净增加额同比由负转正，现金流状况改善明显。

##### ➤ 桌面终端产品“基本盘”稳固，VCS 和云办公终端业务将成未来业绩新增长点

公司是研发驱动的优质轻资产公司，现金流强劲，2012-2020 年利润含金量保持在 80%-93% 之间，毛利率领先于行业平均水平。业务方面，公司桌面终端产品结构不断优化，增长仍有空间，2020 年，公司 SIP 话机新推出了 T3 系列，切换原有的 T2 系列，在发展高端业务的同时，进一步稳固中低端市场的竞争力，根据 Frost&Sullivan 的报告显示，亿联网络 SIP 话机业务 2019 年的市场份额为 29.5%，位居全球第一；VCS 业务聚焦广阔会议室场景，在国际市场与微软、ZOOM 等公司深度绑定，构筑品牌优势，在国内市场定

**推荐**

首次评级

当前价格： 73.99

#### 交易数据 2021-4-22

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 95.99/55.98 |
| 总股本(百万股)        | 902.28      |
| 流通股本(百万股)       | 480.54      |
| 流通股比例(%)        | 53.26       |
| 总市值(亿元)         | 667.60      |
| 流通市值(亿元)        | 355.55      |

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

#### 分析师：王芳

执业证 S0100519090004  
 电话： 021-60876730  
 邮箱： wangfang@mszq.com

#### 研究助理：傅鸣非

执业证 S0100120080041  
 电话： 021-60876726  
 邮箱： fumingfei@mszq.com

#### 相关研究

位产品供应商瞄准垂直行业；公司云办公终端业务与传统 SIP 业务的渠道复用程度超 70%，渠道基础良好。中长期来看，企业混合式办公将会形成新常态，对云办公终端及云视频服务的需求提升，给公司带来新的业务机会，VCS 和云办公终端业务将成为公司未来业绩的新增长点。

### 三、投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 16.70/21.82/28.13 亿元，对应 PE 分别为 40X/31X/24X，公司上市以来的 PE 估值中枢为 37X，考虑到公司业务发展的稳健性和海外疫情恢复带来的长期确定性，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

### 四、风险提示：

美元汇率波动影响；市场竞争加剧；原材料价格上涨

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）       | 2,754 | 3,604 | 4,678 | 6,036 |
| 增长率（%）          | 10.6% | 30.9% | 29.8% | 29.0% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 1,279 | 1,670 | 2,182 | 2,813 |
| 增长率（%）          | 3.5%  | 30.6% | 30.7% | 28.9% |
| 每股收益（元）         | 1.43  | 1.85  | 2.42  | 3.12  |
| PE（现价）          | 51.8  | 40.0  | 30.6  | 23.7  |
| PB              | 12.8  | 10.9  | 8.7   | 6.7   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元)   | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 2,754 | 3,604 | 4,678 | 6,036 |
| 营业成本        | 936   | 1,225 | 1,588 | 2,050 |
| 营业税金及附加     | 26    | 35    | 47    | 62    |
| 销售费用        | 146   | 205   | 234   | 314   |
| 管理费用        | 75    | 97    | 112   | 163   |
| 研发费用        | 296   | 414   | 552   | 676   |
| EBIT        | 1,275 | 1,627 | 2,145 | 2,771 |
| 财务费用        | 47    | 12    | (3)   | (8)   |
| 资产减值损失      | (2)   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益        | 155   | 180   | 206   | 270   |
| 营业利润        | 1,403 | 1,835 | 2,399 | 3,085 |
| 营业外收支       | (1)   | (0)   | (0)   | (0)   |
| 利润总额        | 1,402 | 1,835 | 2,398 | 3,085 |
| 所得税         | 124   | 165   | 216   | 271   |
| 净利润         | 1,279 | 1,670 | 2,182 | 2,813 |
| 归属于母公司净利润   | 1,279 | 1,670 | 2,182 | 2,813 |
| EBITDA      | 1,304 | 1,659 | 2,181 | 2,811 |
| 资产负债表 (百万元) | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金        | 320   | 858   | 2240  | 4425  |
| 应收账款及票据     | 513   | 505   | 515   | 483   |
| 预付款项        | 3     | 4     | 5     | 4     |
| 存货          | 345   | 437   | 577   | 548   |
| 其他流动资产      | 20    | 20    | 20    | 20    |
| 流动资产合计      | 5169  | 5798  | 7332  | 9452  |
| 长期股权投资      | 75    | 255   | 461   | 731   |
| 固定资产        | 97    | 102   | 99    | 103   |
| 无形资产        | 314   | 355   | 395   | 434   |
| 非流动资产合计     | 610   | 838   | 1083  | 1399  |
| 资产合计        | 5779  | 6636  | 8416  | 10851 |
| 短期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款及票据     | 282   | 260   | 326   | 410   |
| 其他流动负债      | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 流动负债合计      | 573   | 527   | 711   | 921   |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 非流动负债合计     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 负债合计        | 576   | 530   | 714   | 923   |
| 股本          | 902   | 902   | 902   | 902   |
| 少数股东权益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益合计      | 5203  | 6106  | 7702  | 9928  |
| 负债和股东权益合计   | 5779  | 6636  | 8416  | 10851 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标      | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力        |       |       |       |       |
| 营业收入增长率     | 10.6% | 30.9% | 29.8% | 29.0% |
| EBIT 增长率    | 6.2%  | 27.6% | 31.8% | 29.2% |
| 净利润增长率      | 3.5%  | 30.6% | 30.7% | 28.9% |
| 盈利能力        |       |       |       |       |
| 毛利率         | 66.0% | 66.0% | 66.1% | 66.0% |
| 净利率         | 46.4% | 46.3% | 46.6% | 46.6% |
| 总资产收益率 ROA  | 22.1% | 25.2% | 25.9% | 25.9% |
| 净资产收益率 ROE  | 24.6% | 27.3% | 28.3% | 28.3% |
| 偿债能力        |       |       |       |       |
| 流动比率        | 9.0   | 11.0  | 10.3  | 10.3  |
| 速动比率        | 8.4   | 10.2  | 9.5   | 9.7   |
| 现金比率        | 7.5   | 9.1   | 8.7   | 9.1   |
| 资产负债率       | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| 经营效率        |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数    | 59.6  | 56.8  | 56.2  | 56.0  |
| 存货周转天数      | 117.7 | 115.0 | 115.0 | 98.8  |
| 总资产周转率      | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| 每股指标 (元)    |       |       |       |       |
| 每股收益        | 1.4   | 1.9   | 2.4   | 3.1   |
| 每股净资产       | 5.8   | 6.8   | 8.5   | 11.0  |
| 每股经营现金流     | 1.2   | 1.5   | 2.3   | 3.2   |
| 每股股利        | 0.7   | 0.9   | 0.7   | 0.7   |
| 估值分析        |       |       |       |       |
| PE          | 51.8  | 40.0  | 30.6  | 23.7  |
| PB          | 12.8  | 10.9  | 8.7   | 6.7   |
| EV/EBITDA   | 41.5  | 31.8  | 23.6  | 17.9  |
| 股息收益率       | 0.9%  | 1.1%  | 0.9%  | 0.9%  |
| 现金流量表 (百万元) | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
| 净利润         | 1,279 | 1,670 | 2,182 | 2,813 |
| 折旧和摊销       | 32    | 32    | 36    | 40    |
| 营运资金变动      | (133) | (138) | 31    | 274   |
| 经营活动现金流     | 1,071 | 1,384 | 2,043 | 2,858 |
| 资本开支        | 148   | 78    | 75    | 87    |
| 投资          | (416) | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | (410) | (78)  | (75)  | (87)  |
| 股权募资        | 103   | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | (50)  | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | (494) | (767) | (586) | (586) |
| 现金净流量       | 167   | 538   | 1,381 | 2,185 |

## 分析师与研究助理简介

王芳，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

傅鸣非，通信行业首席，上海交通大学工学硕士，深耕通信行业12年，曾供职于华为技术有限公司，历任无线通信研发工程师，无线解决方案销售经理，云计算解决方案高级拓展经理，2020年加盟民生证券

## 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12个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅15%以上      |
|                           | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间   |
|                           | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间   |
|                           | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅5%以上       |
| 行业评级标准                    |      |                       |
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅5%以上     |
|                           | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
|                           | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅5%以上     |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。