

亿联网络 (300628.SZ)

公司研究/点评报告

SIP 话机稳发展，商务耳麦路漫漫

点评报告/通信行业

2021年7月16日

一、事件概述

7月14日，公司发布2021年半年度业绩预告，报告期内，公司实现营收15.61-16.81亿元，同比增长30%-40%；归母净利润7.74-8.26亿元，同比增长90%-110%；扣非归母净利润3.07-3.34亿元，同比增长130%-150%。

二、分析与判断

业务多点开花超预期，Q2利润同环比双增创新高

预告业绩取中值，则21H1实现营收16.21亿元，同增35%；归母净利润8.00亿元，同增100%。同时根据业绩预告可得21Q2将实现归母净利润4.00-4.52亿元，同比+42.86%至+61.43%，环比+6.95%至+20.86%，同环比双增，并创单季度历史新高。报告期内，公司会议产品和云办公终端业务延续快增，叠加海外sip话机市场需求回暖，桌面终端业务稳增，业务多点开花，驱动公司上半年业绩高增，超出我们的预期。

上游供应影响有限，汇率波动难扰增长

一方面，上游原材料短缺、价格上涨影响的主要是SIP中个别高端型号，对公司业绩整体影响有限；另一方面，公司加强供应链管理，提前备货（20年初原材料金额为0.63亿元，20年末为1.43亿元），积极应对上游不利影响，同时公司sip话机毛利率较高，对下游议价能力强，成本向下游转嫁，降低了上游涨价、缺货对经营利润的冲击。公司约80%的收入来自海外，21H1人民币升值（20H1美元/人民币中位数为7.06，21H1中位数为6.47）通过影响毛利进而影响到公司净利，在汇率扰动下，公司Q2利润仍创单季度历史新高，若剔除这一影响，公司利润表现将更优。同时，非经常性损益进一步增厚公司利润，预计上半年非经常性损益对中报净利润的影响约为9500万元。

成长三主线，扬帆新征程

公司业绩增长源自三大产品线：桌面通信终端、会议产品和云办公终端，桌面通信终端是基本盘，会议产品和云办公终端是边际量。（1）作为公司业绩“压舱石”，桌面通信终端业务毛利率长期维持在60%以上，其主要组成部分SIP话机业务2019年的市场份额为29.5%，位居全球第一，预计未来市场份额将升至45%左右。SIP话机技术壁垒和客户壁垒高，下游需求与竞争格局稳定，公司不断推出高端产品进而优化产品结构，纵深发展，保持长期竞争力。下半年随着海外疫情的缓和，海外需求回暖，叠加上游原材料边际影响减弱、汇率回落，公司SIP话机业绩将维持高位增长。（2）公司以“云+端”的模式发展会议产品业务，在国际市场与微软、ZOOM等公司深度绑定，构筑品牌优势，在国内市场定位产品供应商瞄准细分垂直行业，短期来看疫情催化下云办公市场景气度上行，中长期来看，企业混合式办公将会形成新常态，云办公产品需求旺盛，预计会议产品业务未来3年内将延续快增表现。（3）云办公终端方面，公司商务耳麦产品与在话机上运用的音频技术复用度高，并与传统SIP业务的渠道复用程度超70%，渠道基础良好，后发优势明显，盈利能力提升空间较大，未来收入业绩具备超预期潜力。近期，公司设立产业投资基金，营业收入同比增长率不低于30%的考核目标也体现了公司对经营持续性成长的信心。

三、投资建议

我们维持对公司的盈利预测，预计公司21-23年归母净利润为16.94/22.14/28.75亿元，对应PE为51X/39X/30X，公司上市以来的PE中枢为38X，高估值可由业绩增长所消化，维持“推荐”评级。

推荐 维持评级

当前价格：96.01

交易数据 2021-07-15

| | |
|---------------|--------------|
| 近12个月最高/最低(元) | 112.46/55.98 |
| 总股本(百万股) | 902.99 |
| 流通股本(百万股) | 482.23 |
| 流通股比例(%) | 53.40 |
| 总市值(亿元) | 866.96 |
| 流通市值(亿元) | 462.99 |

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

研究助理：方继书

执业证：S0100121050046
电话：021-80508468
邮箱：fangjishu@mszq.com

相关研究

1. 亿联网络(300628.SZ)：设立产业投资基金，高考核目标体现对经营持续性成长的信心

四、风险提示:

行业竞争加剧;上游原材料涨价;汇率波动。

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 | 3,704 | 4,889 | 6,405 |
| 增长率(%) | 10.6% | 34.5% | 32.0% | 31.0% |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 1,279 | 1,694 | 2,214 | 2,875 |
| 增长率(%) | 3.5% | 32.5% | 30.7% | 29.8% |
| 每股收益(元) | 1.43 | 1.88 | 2.45 | 3.18 |
| PE(现价) | 67.3 | 51.2 | 39.2 | 30.2 |
| PB | 16.6 | 14.1 | 11.2 | 8.6 |

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 | 3,704 | 4,889 | 6,405 |
| 营业成本 | 936 | 1,263 | 1,702 | 2,271 |
| 营业税金及附加 | 26 | 36 | 49 | 66 |
| 销售费用 | 146 | 210 | 244 | 307 |
| 管理费用 | 75 | 100 | 117 | 154 |
| 研发费用 | 296 | 441 | 597 | 769 |
| EBIT | 1,275 | 1,653 | 2,180 | 2,839 |
| 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 | 1,861 | 2,434 | 3,153 |
| 营业外收支 | (1) | (0) | (0) | (0) |
| 利润总额 | 1,402 | 1,861 | 2,434 | 3,152 |
| 所得税 | 124 | 167 | 220 | 277 |
| 净利润 | 1,279 | 1,694 | 2,214 | 2,875 |
| 归属于母公司净利润 | 1,279 | 1,694 | 2,214 | 2,875 |
| EBITDA | 1,304 | 1,685 | 2,216 | 2,879 |
| 资产负债表 (百万元) | | | | |
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 320 | 858 | 2269 | 4524 |
| 应收账款及票据 | 513 | 519 | 538 | 512 |
| 预付款项 | 3 | 4 | 5 | 5 |
| 存货 | 345 | 462 | 626 | 621 |
| 其他流动资产 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 流动资产合计 | 5169 | 5837 | 7435 | 9657 |
| 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 | 6676 | 8518 | 11056 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 282 | 268 | 349 | 454 |
| 其他流动负债 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 流动负债合计 | 573 | 543 | 758 | 1007 |
| 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 | 545 | 760 | 1010 |
| 股本 | 902 | 903 | 903 | 903 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 5203 | 6130 | 7758 | 10046 |
| 负债和股东权益合计 | 5779 | 6676 | 8518 | 11056 |

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% | 34.5% | 32.0% | 31.0% |
| EBIT 增长率 | 6.2% | 29.7% | 31.9% | 30.2% |
| 净利润增长率 | 3.5% | 32.5% | 30.7% | 29.8% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 66.0% | 65.9% | 65.2% | 64.6% |
| 净利率 | 46.4% | 45.7% | 45.3% | 44.9% |
| 总资产收益率 ROA | 22.1% | 25.4% | 26.0% | 26.0% |
| 净资产收益率 ROE | 24.6% | 27.6% | 28.5% | 28.6% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 9.0 | 10.8 | 9.8 | 9.6 |
| 速动比率 | 8.4 | 9.9 | 9.0 | 9.0 |
| 现金比率 | 7.5 | 8.9 | 8.2 | 8.4 |
| 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 | 0.7 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.4 | 1.9 | 2.5 | 3.2 |
| 每股净资产 | 5.8 | 6.8 | 8.6 | 11.1 |
| 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 | 67.3 | 51.2 | 39.2 | 30.2 |
| PB | 16.6 | 14.1 | 11.2 | 8.6 |
| EV/EBITDA | 54.0 | 40.4 | 30.0 | 22.5 |
| 股息收益率 | 0.7% | 0.9% | 0.7% | 0.7% |
| 现金流量表 (百万元) | | | | |
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 净利润 | 1,279 | 1,694 | 2,214 | 2,875 |
| 折旧和摊销 | 32 | 32 | 36 | 40 |
| 营运资金变动 | (133) | (162) | 29 | 283 |
| 经营活动现金流 | 1,071 | 1,385 | 2,073 | 2,929 |
| 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) | (768) | (587) | (587) |
| 现金净流量 | 167 | 538 | 1,411 | 2,255 |

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。

方继书，通信行业研究员，上海外国语大学金融硕士，2021年加入民生证券。

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。