

业务恢复加速增长，长期成长静待花开

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:	97.71/55.41
目标价格:		总市值(亿)	774.76
最新收盘价:	85.8	自由流通市值(亿)	413.76
		自由流通股数(百万)	482.23

事件概述

公司发布半年报，2021H1 实现收入 16.5 亿元，同比增长 37.42%；实现归母净利润 8.06 亿元，同比增长 24.92%，实现扣非归母净利润 7.11 亿元，同比增长 27.12%。

分析判断：

► 市场需求持续恢复，21H1 净利润较快增长

新冠疫情对经济活动的影响持续减弱，市场需求进一步恢复，同时得益于公司积极通过远程协调等方式拓展渠道业务，2021 年上半年实现营业收入 16.5 亿元，比上年同期增长 37.42%；实现净利润 8.06 亿元，比上年同期增长 24.92%。

分业务看，会议产品及云办公终端快速增长。桌面通信终端方面实现营业收入 11.43 亿元，比上年同期增长 20.02%；会议产品方面实现营业收入 4.03 亿元，比上年同期增长 98.64%；云办公终端方面实现营业收入 1.04 亿元，比上年同期增长 131.86%。

► 美元升值影响毛利率下滑显著，云办公终端毛利率预计持续降低

公司 21H1 毛利率 62.83%，同比减少 4.44pct，由于公司海外业务占比超过 90%，汇率波动对毛利率影响最大，上半年美元升值导致毛利率下滑显著，预测下半年原材料成本将成为影响毛利率的主要因素。此外我们预计在云办公终端领域，公司作为市场新进入者面临激烈竞争，毛利率短时期将保持低水平，达到 SIP 话机业务产生规模效应的理想状态仍需很长时间。

► 顶住疫情冲击，桌面会议终端业务恢复增长，会议产品发展亮眼

我们认为，（1）桌面通信终端适用于固定办公场景，短期业绩受疫情影响显著，得益于近期海外疫情对经济活动的影响逐步减弱，该产品线的业绩也逐渐呈现复苏态势，高端业务市场占比持续提升，中低端市场优势保持，行业竞争力进一步增强。（2）全球新冠疫情的影响，企业混合式办公成为新常态，个人远程移动办公终端需求快速增长，促进了会议产品业务发展，营业收入增长 98.64%，未来公司将继续加大研发和销售推广资源的投入，进一步提升相关产品竞争力。

► 备货导致经营现金流净额下降，新产品推出拉动下半年营收增长

经营活动产生的现金流量净额同比下降 15.71%，其中货币资金较期初余额减少 1443 万元，存货占资产总额的比例同比上升 1.69%，预计来自于公司备货以及部分型号产品的库存加大，我们推测是公司应对新一轮疫情影响与中美贸易战可能带来的原材料成本上升做出的战略储备。下半年公司在云办公终端领域即将发布新产品带动营收增长，未来产品线开拓仍以商务耳麦为主，移动摄像头与蓝牙音响处于辅助位置。

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，维持盈利预测不变，预计 2021-2023 年收入分别为 34.7 亿元、43.5 亿元、54.0 亿元，归母净利润分别为 16.4 亿元、20.8 亿元、26.2 亿元，对应现价 PE 分别为 47.1X/37.2X/29.6X，维持“增持”评级。

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；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	62.72	60.59	47.13	37.22	29.62

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: 柳珏廷

邮箱: liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120119060016

联系电话:

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	1	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	1	0	0
营业外收支	-1	34	32	40	现金净流量	205	1,443	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	1,763	3,656	6,052	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	6,807	8,994	11,706	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	7,535	9,823	12,641	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	5.76	7.59	9.89	12.79
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	60.59	47.13	37.22	29.62
非流动负债合计	3	3	3	3	PB	12.69	11.31	8.67	6.71
负债合计	576	686	890	1,091					
股本	902	903	903	903					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	5,203	6,849	8,932	11,550					
负债和股东权益合计	5,779	7,535	9,823	12,641					

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。