


分析师：马天诣

执业证号：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

研究助理：于一铭

执业证号：S0100121090001

电话：021-80508468

邮箱：yuyiming@mszq.com

事件概述：2022 年 4 月 22 日，公司发布 2021 年年度报告和 2022 年一季报。1) 2021 年实现营业收入 36.81 亿元，同比增长 33.76%；实现归母净利润 16.16 亿元，同比增长 26.38%；实现扣非归母净利润 14.28 亿元，同比增长 28.09%。2) 22Q1 实现营业收入 10.41 亿元，同比增长 40.10%；实现归母净利润 4.88 亿元，同比增长 30.05%；实现扣非归母净利润 4.47 亿元，同比增长 30.93%。

剔除汇率影响后营收大超预期，毛利率环比持续改善

21 年及 22Q1 公司营收和利润端分别受人民币兑美元汇率上涨和原材料涨价因素影响严重。根据 wind，21 年美元兑人民币汇率平均值为 6.45，20 年同期为 6.90，22Q1 美元兑人民币汇率均值进一步下探至 6.35，21Q1 同期为 6.48，**剔除汇率波动影响后，公司 21 全年/22Q1 营收同口径增速分别为 43.12%/42.87%，大超市场预期。**受上游芯片等原材料供应紧张及价格上涨影响，公司 21 年毛利率有所承压，同比下滑 4.47pct (61.55%)，但我们注意到自 21Q3 起，公司毛利率已连续两季度环比改善，22Q1 毛利率为 61.81%；同时公司国内供应商、代工厂大部分位于福建，供应链受此轮上海疫情影响较为有限。费用端，公司 21 年销售/管理/研发费用率分别为 5.15%/2.63%/9.90%，同比分别下降 0.16pct/0.09pct/0.84pct，体现出规模效应下较强的费用管控能力，22Q1 这一趋势得到延续，公司销售/研发费用率同比分别下降 0.43pct/0.06pct/0.82pct。

稳增长典范，Q2 业绩有望持续超预期

通信行业厂商多位于制造业中游，我们观察到，进入 2022 年以来，许多企业由于供应链紧张和原材料涨价，盈利能力受压制的问题愈发突出，在当前市场环境下，**我们建议投资者重点关注位于微笑曲线两端（研发+销售，高附加值）、处于寡头垄断市场（高壁垒，竞争格局较好）的品牌厂，这类企业往往也有更为强大的供应链管理能力和更高的议价权，抗风险能力和盈利能力相对更强，亿联即是其中的佼佼者。**公司一如既往地用良好业绩证明了自己，在去年三季度疫情影响生产的情况下，依然完成了股权激励的增长目标，堪称稳增长典范。进入 22Q2，我们看到美元兑人民币汇率迅速升值，根据 wind，22 年 4 月 22 日最新汇率收盘价为 6.53，这对公司过去一年多饱受汇率贬值压制的营收端是最大利好，同时海外混合办公需求依然强劲，公司业绩有望持续超预期。

第二曲线初露峥嵘，长期成长路径清晰

分产品看，1) 21 年公司桌面通信终端实现营收 25.47 亿元，同比增长 21.22%，SIP 话机产品连续五年全球市占率第一（沙利文数据，20 年为 34.3%）。2) 21 年会议产品实现营收 9.13 亿元，同比增长 72.77%，公司 21 年推出了面向协同办公的多功能会议室电子门牌 RoomPanel、空间占用检测传感器 RoomSensor、多方无线投屏系统 RoomCast 等产品，携手腾讯推出腾讯会议专款安卓一体机 MeetingBarA20/A30。3) 21 年云办公终端实现营收 2.21 亿元，同比增长 80.35%，

推荐
维持评级
当前价格：
76.0 元
相关研究

1. 亿联网络 (300628.SZ) 事件点评：新品发力混合办公，成长路径愈发清晰
2. 亿联网络 (300628.SZ) 22Q1 业绩预告点评：一季报业绩高增长，混合办公龙头拐点已至
3. 亿联网络 (300628.SZ) 2021 年业绩快报点评：超额完成股权激励，第二成长曲线愈发清晰
4. 亿联网络 (300628.SZ) 公司点评报告：业绩超预期，海外需求高增，公司经营有望迎来拐点
5. 亿联网络 (300628)：业绩短期承压，持续创新打造长期竞争力

21年1月公司推出WH6X系列四款无线 DECT 耳机新品、USB 有线耳机 UH34、USB 电话 MP50、USB 网络摄像头 UVC20、专业级宽频话务耳机 YHS34 等多款新品，22 年 1 月发布全新 BH7X 系列商务蓝牙耳机，发力高端音频市场，打造了完整的耳机产品线。会议+云办公终端的业务营收占比由 20 年的 23.62% 提升至 21 年的 30.77%，第二曲线成长动能充足。

公司于 4 月 13 日发布举办智能办公新品发布会，推出多款重磅新品及解决方案，我们可以大致分析出公司的长期发展战略。**1) 海外市场，智慧办公硬件全面对标思科，单品价值显著提升。**公司推出了智能协作会议平板 MeetingBoard、桌面一体机 DeskVision A24、BH7X 商务蓝牙耳机，我们认为分别对标思科的会议平板 Webex Board、一体机 Webex Desk Pro、和 Cisco Headset，且性能接近或略有提升，如 Webex Board 内置 12 麦克风阵列，MeetingBoard 内置 16 麦克风阵列，这体现了公司的产品力向行业龙头看齐。更重要的是，公司的视频会议产品售价远高于传统 SIP 话机，ASP 成倍提升有望打开公司成长空间。另外，与思科提供软硬件一体化解决方案且生态闭环不同，公司在海外作为微软 Teams 和 Zoom 的核心供应商，以硬件配套的形式参与企业办公领域的市场竞争。**2) 国内市场，补足一体化解决方案能力。**公司推出了混合云视讯解决方案和 UME 国产语音解决方案，可实现云端融合，多场景覆盖；公有云私有云双网融合，稳定可靠，支持大并发；支持全套国产化方案，保障数据安全。公司的智慧会议室解决方案，集会议室空间管理、调度管理、日程查看、自动化运维、会议环境调节等功能于一体，使人与空间、设备与数据不再割裂，可实现数据串联，有效提升企业的管理效率。由于国内用户使用习惯与海外(云+终端)差异较大，更倾向于一体化部署，公司此举意在发力解决方案突破关键客户，随后通过渠道下沉打开长尾市场。

➤ **投资建议：**公司作为全球唯一取得微软 Teams、ZOOM、腾讯会议三大平台认证的终端厂商，具备稀缺性，有望受益于全球混合办公高景气，看好公司长期发展。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 22.21/29.14/36.52 亿元，当前市值对应 PE 倍数为 31X/24X/19X，公司近 5 年估值中枢为 41X。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**混合办公需求不及预期；原材料价格波动；汇率波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,684	4,871	6,274	7,936
增长率(%)	33.8	32.2	28.8	26.5
归属母公司股东净利润(百万元)	1,616	2,221	2,914	3,652
增长率(%)	26.4	37.5	31.2	25.3
每股收益(元)	1.79	2.46	3.23	4.05
PE	42	31	24	19
PB	10.8	9.1	7.5	6.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 04 月 22 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,684	4,871	6,274	7,936
营业成本	1,417	1,803	2,268	2,834
营业税金及附加	27	36	46	59
销售费用	190	234	295	373
管理费用	97	127	163	206
研发费用	365	480	615	770
EBIT	1,589	2,192	2,887	3,694
财务费用	21	33	22	8
资产减值损失	-10	4	4	4
投资收益	163	214	251	238
营业利润	1,770	2,431	3,188	3,997
营业外收支	-1	-0	-0	-0
利润总额	1,769	2,430	3,188	3,996
所得税	153	209	274	344
净利润	1,616	2,221	2,914	3,652
归属于母公司净利润	1,616	2,221	2,914	3,652
EBITDA	1,635	2,286	3,010	3,863

资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	172	874	1,917	2,942
应收账款及票据	684	869	1,171	1,478
预付款项	2	5	5	5
存货	730	725	1,007	1,464
其他流动资产	4,532	4,831	4,929	5,028
流动资产合计	6,120	7,304	9,029	10,916
长期股权投资	95	135	215	335
固定资产	488	556	667	917
无形资产	309	399	420	415
非流动资产合计	986	1,182	1,397	1,713
资产合计	7,105	8,486	10,426	12,629
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	439	508	693	878
其他流动负债	318	438	611	630
流动负债合计	757	946	1,303	1,508
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	16	16	16	16
非流动负债合计	16	16	16	16
负债合计	774	963	1,320	1,524
股本	902	902	902	902
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6,332	7,523	9,106	11,105
负债和股东权益合计	7,105	8,486	10,426	12,629

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	33.76	32.21	28.80	26.50
EBIT 增长率	24.62	37.93	31.73	27.95
净利润增长率	26.38	37.46	31.18	25.34
盈利能力 (%)				
毛利率	61.55	62.98	63.86	64.29
净利润率	43.86	45.61	46.45	46.02
总资产收益率 ROA	22.74	26.18	27.95	28.92
净资产收益率 ROE	25.52	29.53	32.00	32.89
偿债能力				
流动比率	8.08	7.72	6.93	7.24
速动比率	7.11	6.95	6.15	6.26
现金比率	0.23	0.92	1.47	1.95
资产负债率 (%)	10.89	11.34	12.66	12.07
经营效率				
应收账款周转天数	67.72	64.72	67.84	67.72
存货周转天数	188.06	145.91	161.37	188.06
总资产周转率	0.52	0.57	0.60	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	1.79	2.46	3.23	4.05
每股净资产	7.02	8.34	10.09	12.31
每股经营现金流	1.23	2.00	2.73	3.24
每股股利	0.80	1.11	1.45	1.82
估值分析				
PE	42	31	24	19
PB	10.8	9.1	7.5	6.2
EV/EBITDA	41.85	29.63	22.15	16.99
股息收益率 (%)	1.05	1.46	1.91	2.40

现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,616	2,221	2,914	3,652
折旧和摊销	46	94	123	169
营运资金变动	-409	-284	-316	-649
经营活动现金流	1,107	1,808	2,461	2,926
资本开支	-296	-249	-256	-366
投资	-507	-41	-80	-120
投资活动现金流	-641	-77	-86	-248
股权募资	20	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-596	-1,000	-1,311	-1,644
现金净流量	-140	702	1,044	1,025

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

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