

## 亿联网络 (300628.SZ)

## 增持-A (维持)

### Q3 同比高增，三大业务线及解决方案持续完善

**事件:** 公司 10 月 13 日晚发布 2022 年三季度业绩预告，预计实现营业收入 33.63~36.16 亿元，同比增长 33%~43%；预计实现归母净利润 17.05~18.27 亿元，同比增长 40%~50%。

#### 1. 三季度报超预期，Q3 同比高增

根据公司业绩预告，公司 2022 年前三季度预计实现营业收入区间为 33.63~36.16 亿元，同比增长 33%~43%，取中值 34.90 亿元计算，同比增长 38%；22Q3 预计实现营业收入 11.68~12.56 亿元，同比增长 33%~43%，22Q3 营业收入取中值 12.12 亿元计算，同比增长 38%。美元汇率波动对汇兑收益产生积极影响。

2022 年前三季度预计实现归母净利润 17.05~18.27 亿元，同比增长 40%~50%，取中值 17.66 亿元计算，同比增长 45%；22Q3 预计实现归母净利润 6.26~6.67 亿元，同比增长 52%~62%，22Q3 归母净利润取中值 6.42 亿元计算，同比增长 57%。按照三季度业绩中枢，预计净利率为 46.62%，较上半年 48.64%，环比小幅下滑，我们预计主要系云办公终端等毛利率偏低的产品结构性变化。

报告期内，公司持续完善企业通信解决方案，提高公司核心竞争力，加大市场力度，需求持续向好，业绩实现稳步增长，报告期内非经常性损益对当期净利润的影响约为 1.15 亿元，预计主要系投资收益和政府补贴。

#### 2. 三大业务打造公司短中长期增长曲线

**SIP 话机行业市场规模稳步增长，产品高端化和市占率提升是核心增长驱动力。**自 2017 年以来，公司以销售量计的市场份额连续位居全球第一，2020 年最新出货量份额提升至 34.3%。公司产品持续推陈出新，同微软、Zoom 联合开发多款产品，助力公司市场份额持续提升；此外，公司 T4、T5 高端话机系列有效推动了公司产品销售结构与毛利水平的改善。

**风险提示:** 原材料价格波动、汇率波动、出口政策变化、技术迭代等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2754	3684	5197	6693	8489
同比增长	11%	34%	41%	29%	27%
营业利润(百万元)	1403	1770	2432	3089	3901
同比增长	3%	26%	37%	27%	26%
归母净利润(百万元)	1279	1616	2215	2809	3544
同比增长	4%	26%	37%	27%	26%
每股收益(元)	1.42	1.79	2.45	3.11	3.93
PE	45.4	35.9	26.2	20.6	16.4
PB	11.1	9.2	7.1	5.6	4.5

资料来源：公司数据、招商证券

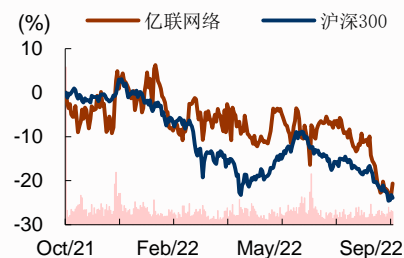
TMT 及中小盘/通信  
目标估值：NA  
当前股价：64.28 元

#### 基础数据

总股本(万股)	90231
已上市流通股(万股)	51362
总市值(亿元)	580
流通市值(亿元)	330
每股净资产(MRQ)	7.5
ROE(TTM)	29.0
资产负债率	8.8%
主要股东	陈智松
主要股东持股比例	17.29%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-18	-21
相对表现	-1	-9	3



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《亿联网络 (300628) — 22H1 业绩高增，三大业务打造短中长期增长曲线》2022-08-28
- 《亿联网络 (300628) — 半年报超预期，全球崛起的企业通信白马 Alpha 进一步加强》2022-07-12
- 《亿联网络 (300628) — 系列报告 1：产品周期与供应链优势助力，全球市场加速崛起》2022-07-09

余俊 S1090518070002

✉ yujun@cmschina.com.cn

梁程加 S1090522060001

✉ liangchengjia@cmschina.com.cn

孙嘉馨 研究助理

✉ sunjiaqing@cmschina.com.cn

加速嵌入全球云生态，享受生态红利，疫情推动视频会议行业快速增长。云视频是未来，软硬一体是趋势，公司与微软、腾讯、Zoom、钉钉等巨头加紧合作，同时发力国内企业办公数字化市场，有望维持长期快速增长态势。视频会议市场下沉，市场规模变大，亿联网络会议产品在布局、云视频部署模式、技术架构和行业解决方案等方面都具备独特优势。智慧会议室解决方案助力国内市场业务推进，此外认证也助力海外硬件业务高速发展。

商用耳机行业需求持续快速增长，公司作为新进入者和挑战者，具有较大市占率提升空间，有望维持高增态势。根据 Frost&Sullivan，截至 2020 年全球商务耳机市场规模为 19.8 亿美元（约合 132.8 亿元人民币），Jabra 和 POLY 两大龙头厂商，占据市场一半以上份额。公司商务耳机产品受益于技术和渠道复用，叠加性价比优势，有望松动行业竞争格局，打开新的市场空间。

### 3. 供应链不利因素逐步出清，市场需求持续恢复

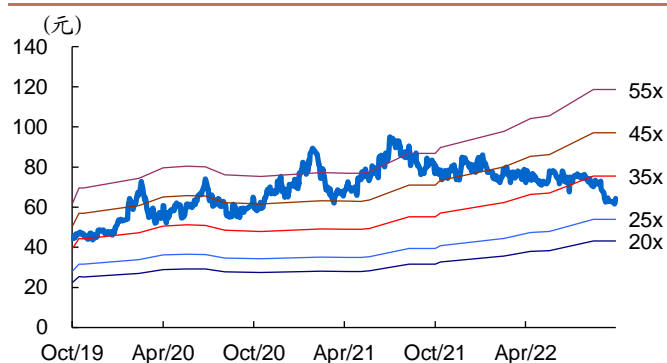
在全球供应链物流扰动情况下，公司打造了更加自主可控、高效、弹性的供应链体系，全球市占率有望加速提升。2021 年，虽然公司经营受到了原材料市场供应紧张及价格上涨、国内外疫情、汇率波动等客观不利因素的影响，但公司积极加强供应链管理，各项业务稳步推进，整体经营保持稳健增长。2022 年，原材料价格稳中有降，欧美国家疫情趋于常态化，对公司供应链及产品销售有正向提振。此外，美元汇率波动对收入、毛利率及汇兑收益带来正向影响。

### 4. 产品周期与供应链优势助力，全球市场加速崛起，维持“增持”评级

随着全球基础通信设施的完善及通信技术的发展，企业数字化转型需求持续提升，公司视频会议、云办公终端产品高速发展，SIP 话机稳步增长。短期来看，22 年以来供应链压力持续恢复；长期来看，公司融合桌面+会议室+个人办公多场景需求，构建“平台+智能硬件终端”综合通讯解决方，全面拉动 SIP+视频会议+云办公终端的需求。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 22.15 亿元、28.09 亿元和 35.44 亿元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 26.2X、20.6X 和 16.4X，历史估值中枢在 40X 左右，维持“增持”评级

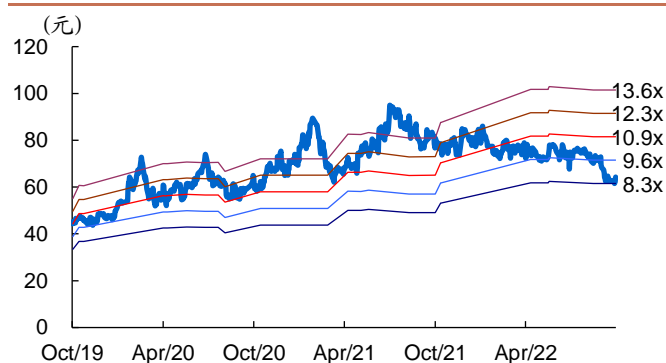
风险提示：原材料价格波动、汇率波动、出口政策变化、技术迭代等

图 1：亿联网络历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：亿联网络历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	5169	6120	7817	9858	12527
现金	320	172	1264	2680	4592
交易性投资	3962	4471	4471	4471	4471
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	513	684	964	1242	1575
其它应收款	7	8	11	14	17
存货	345	730	1029	1351	1744
其他	22	55	78	101	128
<b>非流动资产</b>	610	986	1326	1638	1924
长期股权投资	75	95	95	95	95
固定资产	97	488	860	1200	1512
无形资产商誉	314	309	278	250	225
其他	124	94	93	92	92
<b>资产总计</b>	<b>5779</b>	<b>7105</b>	<b>9143</b>	<b>11496</b>	<b>14451</b>
<b>流动负债</b>	573	757	941	1149	1403
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	282	439	619	812	1049
预收账款	22	31	43	57	73
其他	270	288	279	280	281
<b>长期负债</b>	3	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	16	16	16	16
<b>负债合计</b>	<b>576</b>	<b>774</b>	<b>957</b>	<b>1165</b>	<b>1419</b>
股本	902	902	902	902	902
资本公积金	864	962	962	962	962
留存收益	3437	4467	6321	8466	11167
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5203	6332	8186	10331	13032
<b>负债及权益合计</b>	<b>5779</b>	<b>7105</b>	<b>9143</b>	<b>11496</b>	<b>14451</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1128	1107	1659	2263	2926
净利润	1279	1616	2215	2809	3544
折旧摊销	29	35	73	101	126
财务费用	47	21	3	(13)	(26)
投资收益	(155)	(163)	(219)	(217)	(215)
营运资金变动	(98)	(369)	(412)	(417)	(503)
其它	26	(33)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(410)	(641)	(194)	(196)	(198)
资本支出	(148)	(297)	(413)	(413)	(413)
其他投资	(262)	(344)	219	217	215
<b>筹资活动现金流</b>	(494)	(596)	(374)	(652)	(817)
借款变动	27	(98)	(10)	0	0
普通股增加	303	0	0	0	0
资本公积增加	(235)	98	0	0	0
股利分配	(540)	(586)	(361)	(665)	(843)
其他	(50)	(10)	(3)	13	26
<b>现金净增加额</b>	<b>224</b>	<b>(130)</b>	<b>1092</b>	<b>1416</b>	<b>1912</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	2754	3684	5197	6693	8489
营业成本	936	1417	1997	2622	3384
营业税金及附加	26	27	39	50	63
营业费用	146	190	270	335	407
管理费用	75	97	140	170	170
研发费用	296	365	520	643	790
财务费用	47	21	3	(13)	(26)
资产减值损失	(8)	(19)	(15)	(15)	(15)
公允价值变动收益	(8)	22	20	18	16
其他收益	36	36	36	36	36
投资收益	155	163	163	163	163
<b>营业利润</b>	1403	1770	2432	3089	3901
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	1402	1769	2431	3088	3900
所得税	124	153	216	279	356
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	1279	1616	2215	2809	3544

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	11%	34%	41%	29%	27%
营业利润	3%	26%	37%	27%	26%
归母净利润	4%	26%	37%	27%	26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	66.0%	61.5%	61.6%	60.8%	60.1%
净利率	46.4%	43.9%	42.6%	42.0%	41.7%
ROE	26.6%	28.0%	30.5%	30.3%	30.3%
ROIC	27.1%	28.1%	30.3%	30.1%	30.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	10.0%	10.9%	10.5%	10.1%	9.8%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	9.0	8.1	8.3	8.6	8.9
速动比率	8.4	7.1	7.2	7.4	7.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	3.1	2.6	2.3	2.2	2.2
应收账款周转率	6.0	6.2	6.3	6.1	6.0
应付账款周转率	3.9	3.9	3.8	3.7	3.6
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.42	1.79	2.45	3.11	3.93
每股经营净现金	1.25	1.23	1.84	2.51	3.24
每股净资产	5.77	7.02	9.07	11.45	14.44
每股股利	0.65	0.40	0.74	0.93	1.18
<b>估值比率</b>					
PE	45.4	35.9	26.2	20.6	16.4
PB	11.1	9.2	7.1	5.6	4.5
EV/EBITDA	39.3	31.8	23.0	18.2	14.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**余俊 招商证券通信行业首席分析师** 东南大学微电子学硕士，7 年民航空管通信导航方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。曾分别获得 2020 及 2019 年 wind “金牌分析师”第一和第三名，2020 年 21 世纪“金牌分析师”第三名，2020 及 2019 年新浪金麒麟“新锐分析师”第一名和“最佳分析师”第五名；2017 年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二 重要团队成员；2016 年新财富第三，水晶球第二 重要团队成员。

**梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师** 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022 年加入招商证券。

**孙嘉擎 招商证券通信行业研究助理** 伦敦大学国王学院金融学硕士，思克莱德大学学士，21 年加入招商证券，专注于运营商、IDC、云计算及云通信等相关领域研究。

## 投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于 ± 5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。