

业绩环比向好，新品推出关注中长期发展

投资要点

- **事件：**公司发布2023年中期报告，2023年上半年，公司实现营收20.4亿元，同比下降12.6%；实现归母净利润10.3亿元，同比下降9.4%。其中2023年Q2单季度实现营收11.6亿元，同比下降10.9%，环比上升30%；实现归母净利润6.1亿元，同比下降6.7%，环比上升43.4%。
- **经济波动短期需求承压，新品放量看好长期走势。**2023年上半年，由于宏观经济走势偏弱经销商备货谨慎，公司业绩下滑。2023年Q2业绩环比改善，随经销商拿货意愿增强、公司已上市新品进入放量阶段，全年业绩将持续修复。毛利率方面，公司不断进行产品迭代升级，毛利率稳中有升，上半年整体毛利率为65.2%，较去年同期提升3.3pp。公司看好长期发展空间，持续拓展新渠道，加大资源投入力度，上半年销售、研发、管理费用率均有所提升，分别为5.6% (yoy+1.6pp)、9.5% (yoy+2.4pp)、2.5% (yoy+0.5pp)。上半年财务费用率为-1.5%，同比提升1.4pp，主要系美元汇率波动导致。
- **会议产品、云办公终端长期发展动能充足。**(1) 桌面通信终端包含多款话机产品，去年同期存在超预期增长，今年上半年实现营业收入12.6亿元(yoy-17.3%)，公司将保持话机产品市场竞争力，把握细分市场机会，进一步获取市场份额。(2) 会议产品上半年实现营业收入6.3亿元(yoy+0.2%)。随着公司不断提高会议产品竞争力，会议产品向解决方案演进，叠加较快的行业增速，会议产品有望实现快速增长。(3) 云办公终端包含商务耳麦、便携式会议电话和个人移动办公摄像头等产品，上半年实现营业收入1.6亿元(yoy-19.3%)。商务耳麦产品线处于成长初期，上半年公司对BH系列蓝牙商务耳机进行全新升级，获市场验证后将实现快速放量。
- **把握AI趋势，自主研发提供发展源动力。**公司拥有由厦门、杭州两大研发中心组成的综合性研发平台，研发人员占比约50%，持续构筑技术护城河。公司与微软Teams紧密合作，2023年微软宣布旗下产品全线嵌入ChatGPT，公司产品将跟随微软朝智能化方向发展。公司研发的360°多合一全景智能摄像头SmartVision 60具备多种创新型音视频AI功能，与微软基于AI的生产力工具如Microsoft 365Copilot高度适配，已成为微软Teams Room的第一个中央摄像设备，目前该产品已具备上市条件。随着微软Teams在AI赋能下实现市占率提升，公司也将长期受益。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为1.90元、2.32元、2.71元，给予公司24年20倍估值，对应目标价为46.40元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、汇率波动、海外宏观经济复苏不及预期等风险。

指标\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4810.55	5559.29	6907.56	8474.96
增长率	30.57%	15.56%	24.25%	22.69%
归属母公司净利润(百万元)	2177.66	2399.00	2936.71	3426.23
增长率	34.75%	10.16%	22.41%	16.67%
每股收益EPS(元)	1.72	1.90	2.32	2.71
净资产收益率ROE	27.60%	25.76%	26.29%	25.81%
PE	22	20	16	14
PB	5.98	5.07	4.23	3.56

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 叶泽佑
执业证号: S1250522090003
电话: 13524424436
邮箱: yezy@swsc.com.cn
联系人: 曾庆亮
邮箱: zqlyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.64
流通A股(亿股)	7.25
52周内股价区间(元)	33.41-85.05
总市值(亿元)	472.12
总资产(亿元)	84.41
每股净资产(元)	6.09

相关研究

1. 亿联网络(300628): 海外经济疲软扰动业绩,混合办公长期向好 (2023-04-25)
2. 亿联网络(300628): 业绩稳健增长,全球企业通信龙头竞争力稳固 (2023-01-15)
3. 亿联网络(300628): 全场景产品矩阵不断完善,全球龙头业绩高增 (2022-10-28)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：欧美地区桌面办公电话已是标配，公司产品具备高性价比优势，市占率有望逐步提升。假设 23-25 年公司桌面通信终端中 SIP 话机销量增速分别为 5%、10%、8%，单价受产品结构变动影响，增速分别为 0.4%、-1.3%、-2%；DECT 话机销量增速分别为 10%、10%、5%，单价年降幅分别为 3%、2%、2%。话机产品规模效应突出，预计单位成本也将逐步下降，预计桌面产品总体毛利率将维持 64.3%。

假设 2：全球混合办公已成为必然趋势，会议产品渗透率持续提升。随着全球宏观经济逐步恢复，假设 23-25 年公司会议产品销量增速分别为 30%、50%、45%，单价降幅分别为 -3%、-2%、-2%，规模效应带来单位成本下降，毛利率预计将维持 65%。

假设 3：公司高端办公蓝牙耳机新品持续推出，个人办公终端有望维持高增。假设 23-25 年公司云办公终端产品销量增速分别为 65%、50%、40%，单价和毛利率保持稳定，毛利率维持为 52%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
桌面通信终端	收入	3145.4	3319.9	3599.8	3795.2
	增速	23.5%	5.5%	8.4%	5.4%
	毛利率	63.8%	64.3%	64.3%	64.3%
会议产品	收入	1299.4	1638.6	2408.7	3422.8
	增速	42.3%	26.1%	47.0%	42.1%
	毛利率	64.7%	65.0%	65.0%	65.0%
云办公终端	收入	361.4	596.2	894.4	1252.1
	增速	63.8%	65.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	51.4%	52.0%	52.0%	52.0%
其他	收入	4.3	4.5	4.6	4.7
	增速	32.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	40.0%	75.0%	75.0%	75.0%
合计	收入	4810.5	5559.2	6907.4	8474.8
	增速	30.6%	15.6%	24.3%	22.7%
	毛利率	66.0%	64.6%	62.7%	61.0%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取涉及企业音视频信息服务的三家公司作为可比公司，分别为视源股份、泛微网络和中兴通讯。2024 年三家公司的平均 PE 为 22.56 倍。参考可比公司估值，给予公司 24 年 20 倍 PE 估值，对应目标价为 46.40 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002841.SZ	视源股份	52.93	3.17	3.87	4.68	16.70	13.68	11.31
603039.SH	泛微网络	61.15	1.15	1.54	2.10	53.17	39.71	29.12
000063.SZ	中兴通讯	34.86	2.10	2.44	2.80	16.60	14.29	12.45
平均值						28.82	22.56	17.63
300628.SZ	亿联网络	37.34	1.90	2.32	2.71	19.65	16.09	13.78

数据来源：Wind，西南证券整理，截止至 2023 年 9 月 1 日

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4810.55	5559.29	6907.56	8474.96	净利润	2177.66	2399.00	2936.71	3426.23
营业成本	1779.36	1967.73	2575.51	3303.67	折旧与摊销	59.08	70.19	70.19	70.19
营业税金及附加	51.43	41.10	57.45	73.75	财务费用	-123.51	35.06	16.64	10.00
销售费用	255.58	285.25	398.70	511.80	资产减值损失	-2.75	2.00	2.00	2.00
管理费用	607.23	701.36	742.06	921.97	经营营运资本变动	-43.21	-37.17	-227.02	-239.28
财务费用	-123.51	35.06	16.64	10.00	其他	55.56	-81.76	-87.15	-74.11
资产减值损失	-2.75	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	2122.83	2387.32	2711.36	3195.02
投资收益	141.65	100.00	100.00	100.00	资本支出	-534.28	-3.00	-3.00	-3.00
公允价值变动损益	-29.13	-8.53	-10.32	-12.86	其他	-695.22	302.58	19.31	110.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1229.50	299.58	16.31	107.60
营业利润	2377.06	2618.27	3204.89	3738.93	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.47	-1.23	-1.26	-1.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2375.59	2617.04	3203.62	3737.64	股权融资	73.22	0.00	0.00	0.00
所得税	197.93	218.04	266.92	311.41	支付股利	-721.85	-978.03	-1079.43	-1318.95
净利润	2177.66	2399.00	2936.71	3426.23	其他	-117.20	-43.94	-16.64	-10.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-765.83	-1021.97	-1096.06	-1328.94
归属母公司股东净利润	2177.66	2399.00	2936.71	3426.23	现金流量净额	251.44	1664.93	1631.61	1973.68
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	431.19	2096.12	3727.73	5701.41	成长能力				
应收和预付款项	847.73	1014.29	1252.93	1533.33	销售收入增长率	30.57%	15.56%	24.25%	22.69%
存货	563.70	623.36	823.95	1054.75	营业利润增长率	34.29%	10.15%	22.40%	16.66%
其他流动资产	5163.58	4961.64	5048.54	5044.29	净利润增长率	34.75%	10.16%	22.41%	16.67%
长期股权投资	144.88	144.88	144.88	144.88	EBITDA 增长率	26.62%	17.77%	20.86%	16.02%
投资性房地产	73.64	73.64	73.64	73.64	获利能力				
固定资产和在建工程	1057.17	995.02	932.87	870.72	毛利率	63.01%	64.60%	62.71%	61.02%
无形资产和开发支出	274.30	269.68	265.06	260.44	三费率	5.07%	18.38%	16.76%	17.04%
其他非流动资产	50.67	50.26	49.84	49.43	净利率	45.27%	43.15%	42.51%	40.43%
资产总计	8606.85	10228.89	12319.44	14732.88	ROE	27.60%	25.76%	26.29%	25.81%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	25.30%	23.45%	23.84%	23.26%
应付和预收款项	614.45	761.40	975.88	1238.99	ROIC	91.77%	93.66%	107.03%	112.25%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	48.07%	48.99%	47.65%	45.06%
其他负债	101.03	155.35	174.14	217.19	营运能力				
负债合计	715.48	916.75	1150.02	1456.18	总资产周转率	0.61	0.59	0.61	0.63
股本	901.62	1264.37	1264.37	1264.37	固定资产周转率	10.52	14.07	20.75	31.30
资本公积	1127.84	765.09	765.09	765.09	应收账款周转率	6.06	5.81	5.92	5.91
留存收益	5923.91	7344.89	9202.17	11309.45	存货周转率	2.71	3.27	3.54	3.50
归属母公司股东权益	7891.37	9312.14	11169.42	13276.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.06%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	7891.37	9312.14	11169.42	13276.70	资产负债率	8.31%	8.96%	9.34%	9.88%
负债和股东权益合计	8606.85	10228.89	12319.44	14732.88	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.97	9.62	9.54	9.24
					速动比率	9.17	8.93	8.82	8.51
					股利支付率	33.15%	40.77%	36.76%	38.50%
					每股指标				
					每股收益	1.72	1.90	2.32	2.71
					每股净资产	6.24	7.37	8.83	10.50
					每股经营现金	1.68	1.89	2.14	2.53
					每股股利	0.57	0.77	0.85	1.04
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	2312.64	2723.52	3291.71	3819.11					
PE	21.68	19.68	16.08	13.78					
PB	5.98	5.07	4.23	3.56					
PS	9.81	8.49	6.83	5.57					
EV/EBITDA	12.05	14.67	11.62	9.51					
股息率	1.53%	2.07%	2.29%	2.79%					

数据来源：Wind，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn