

亿联网络 (300628.SZ)

营业收入环比持续改善

买入

核心观点

2023 年连续三个季度营收收入持续改善。公司发布 2023 年三季报，2023 年前三季度公司实现营业收入 32.24 亿元，同比下降 9.46%；实现归母净利润 16.14 亿元，同比下降 9.37%。第三季度，公司实现营业收入 11.80 亿元，同比下降 3.49%，实现归母净利润 5.85 亿元，同比下降 9.24%。季度角度来看，2023 年前三季度公司收入绝对值环比持续改善，同比降幅缩窄。

2023 年第三季度会议产品和云办公终端呈现明显向好趋势。会议产品和云办公终端作为公司第二成长曲线，虽因为海外宏观经济波动需求有所干扰，但已经进入改善阶段。2023 年第三季度，公司会议产品和云办公终端实现了同比和环比双增长，回升向好势头不断增强。

新品反馈良好，有望带来长期增长点，四季度进行全新方案升级。三季度公司超清视讯终端 MeetingEye500 等终端面向市场，在会议场景上做了延伸和补足；AI 视频会议设备得到市场热烈反响；商务耳麦 BH 系列进行了迭代更新，目前已经投放市场。四季度，公司将发布全新的 UME 软端解决方案，并升级智慧大楼解决方案，提升全平台解决方案能力。

控股股东增持，体现长期发展信心。7 月 14 日公司发布公告，基于对行业及公司未来发展前景的高度认可、对公司业务发展和持续稳健增长的坚定信心以及对公司长期投资价值的充分肯定，公司两位控股股东、实际控制人陈智松先生及吴仲毅先生拟使用自有资金，通过集中竞价交易增持公司股份，合计拟增持金额不低于人民币 1 亿元，不超过人民币 2 亿元。目前该增持计划已经在 7 月 26 日公告完成。

风险提示：新产品拓展不达预期；市场竞争恶化；下游需求不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到海外宏观环境仍具有不确定性和前三季度经营表现，我们下调 2023-2025 公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 20.6/23.9/28.3 亿元（下调前为 22.7/27.4/33.7 亿元），对应 PE 分别为 19/17/14 倍。看好长期行业需求恢复以及公司产品和解决方案的市场竞争力持续提升，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,684	4,811	4,583	5,331	6,323
(+/-%)	33.8%	30.6%	-4.7%	16.3%	18.6%
净利润(百万元)	1616	2178	2064	2394	2833
(+/-%)	26.4%	34.7%	-5.2%	16.0%	18.3%
每股收益(元)	1.79	2.42	1.63	1.89	2.24
EBIT Margin	43.1%	44.0%	44.8%	44.6%	44.6%
净资产收益率 (ROE)	25.5%	27.6%	22.4%	22.2%	22.4%
市盈率 (PE)	17.5	13.0	19.2	16.5	14.0
EV/EBITDA	17.9	13.3	18.8	16.0	13.6
市净率 (PB)	4.46	3.58	4.28	3.67	3.13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

通信 · 通信设备

证券分析师：马成龙
 021-60933150
 machengl@guosen.com.cn
 S0980518100002

证券分析师：朱锟旭
 021-60375456
 zhukunxu@guosen.com.cn
 S0980523060003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	31.83 元
总市值/流通市值	40227/23014 百万元
52 周最高价/最低价	90.81/31.00 元
近 3 个月日均成交额	148.25 百万元

市场走势

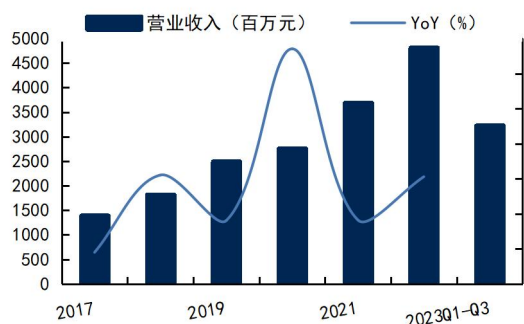


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《亿联网络 (300628.SZ) - 经营环比改善，关注新品放量 and 行业需求变化》——2023-07-24
- 《亿联网络 (300628.SZ) - 经营稳健，持续加码研发投入》——2023-04-24
- 《亿联网络 (300628.SZ) - 盈利能力环比改善，下游需求持续旺盛》——2022-08-29
- 《亿联网络 (300628.SZ) - 新业务接力驱动成长，多层次长效激励机制激发活力》——2022-04-25
- 《亿联网络 (300628.SZ) - 经营持续稳健，产品矩阵不断扩充》——2022-04-13

图1: 亿联网络营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



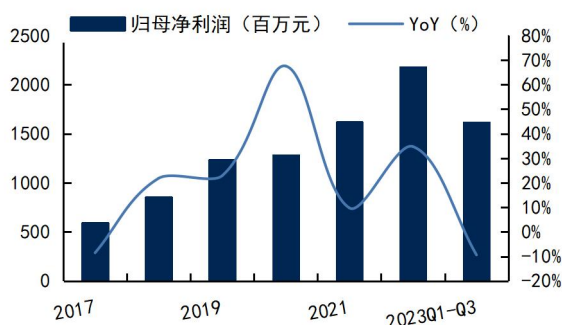
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 亿联网络单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 亿联网络归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



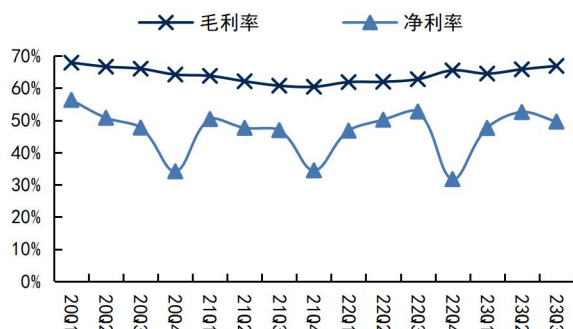
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 亿联网络单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



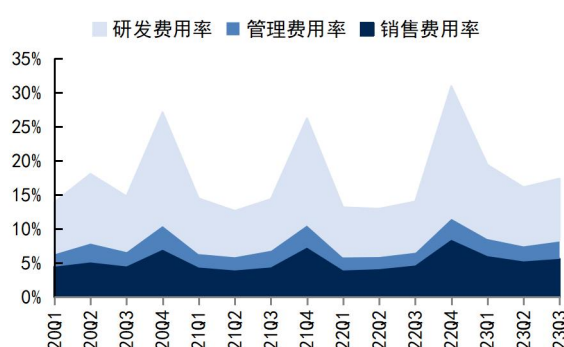
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 亿联网络单季度毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 亿联网络单季度三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 亿联网络现金流量情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 亿联网络存货及季度变动情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测拆分

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

1. 桌面通信终端

此前预测为:

公司在桌面通信终端 SIP 话机领域保持全球领先地位, SIP 话机是个较为成熟行业, 公司已经取得较高份额, 因此预测公司桌面终端业务保持小幅增长。预计 2023-2025 年收入增速分别为 0.1%/4%/3%, 毛利率为 63.4%/62.6%/62.2%。

调整预测:

2023 年因为海外宏观需求波动和混合办公模式影响, 导致行业需求出现下降, 并影响未来行业下调, 下调公司在桌面通信终端增速, 预计 2023-2025 年收入增速分别为-11%/2%/0.2% (调整前为 0.1%/4%/3%)。

毛利率: 公司桌面通信终端主要销往海外, 2023 年美元兑换人民币汇率处在相对高位, 利好公司桌面通信终端毛利率, 考虑到公司产品结构优化和代工厂搬入公司智慧园区后带来的成本端管控, 对毛利率进行小幅上调。预计 2023-2025 年毛利率分别为 64.2%/62.9%/62.4% (调整前为 63.4%/62.6%/62.2%)。

2. 会议产品:

此前预测:

公司的会议产品业务经过多年发展, 已经在行业内具备一定的竞争优势, 行业上全球部署会议设备的会议室渗透率仍处在低位, 预计行业有望保持快速发展, 公司凭借和微软、腾讯等软件厂商达成合作, 有望取得更高增长, 预计 2023-2025 年业务增速分别为 21%/48%/45%, 毛利率为 64.3%/64.0%/63.5%。

调整预测:

因为 2023 年海外宏观经济波动影响行业需求正常释放, 存在一定不确定性, 出于谨慎原则, 下调 2023-2025 年会议产品收入增速, 预计 2023-2025 年收入增速为

10%/37%/38% (调整前为 21%/48%/45%)。

毛利率：维持此前预测。

3. 云办公终端：

此前预测：

因为云办公终端是公司新产品线，营收规模较小，考虑 2023 年公司面临产品策略调整的规划，预计营收增速较慢，此后 2024-2025 年恢复快速增长。预计 2023-2025 年收入增速分别为 0.5%/49%/50%，毛利率分别为 51%/50%/50%。

调整预测：

面对当前不确定的海外宏观需求环境，出于谨慎原则，小幅下修 2024-2025 年云办公终端增速。预计 2023-2025 年收入增速分别为 0.5%/49%/46%。

毛利率：维持此前预测。

费用预测：

研发费用：维持此前预测，并预计 2023-2025 年研发费用率略有降低。

管理费用：维持此前预测，并预计 2023-2025 年研发费用率略有降低

销售费用：维持此前预测，并预计 2023-2025 年销售费用率略有降低。

表1：亿联网络营收拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
桌面通信终端				
收入（百万元）	3145	2788	2836	2843
增速	23%	-11%	2%	0.2%
毛利率	63.8%	64.2%	62.9%	62.5%
会议产品				
收入（百万元）	1299	1433	1955	2695
增速	42%	10%	37%	38%
毛利率	64.7%	64.3%	64.0%	63.5%
云办公终端				
收入（百万元）	361	362	539	785
增速	63%	0.5%	49%	46%
毛利率	51.4%	51.0%	50.0%	50.0%
其他				
收入（百万元）	5.52	0.00	0.00	0.00
增速	68.29%	-	-	-
毛利率	2.94%	-	-	-
合计				
总营收（百万元）	4811	4583	5331	6323
增速	31%	-5%	16%	19%
毛利率	63.0%	63.2%	62.0%	61.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2023-2025 年营收分别为 45.8/53.3/63.3 亿元，同比增长 -4.7%/16.3%/18.6%；预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 20.6/23.9/28.3

亿元，同比增长-5.2%/16.0%/18.3%。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到海外宏观环境仍具有较大不确定性和前三季度经营表现，我们下调 2023-2025 公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 20.6/23.9/28.3 亿元（下调前为 22.7/27.4/33.7 亿元），对应 PE 分别为 19/17/14 倍。看好长期行业需求恢复以及公司产品和解决方案的市场竞争力持续提升，维持“买入”评级。

表2: 同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (10月25日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
300628.SZ	亿联网络	买入	31.30	1.63	1.89	2.24	19.2	16.5	14.0	5.1	396
300578.SZ	会畅通讯	无评级	18.98	0.17	0.26	0.34	110.3	73.2	55.8	2.3	38
002841.SZ	视源股份	无评级	42.64	2.79	3.47	4.29	15.3	12.3	9.9	2.4	299
	平均						62.8	42.7	32.9	2.4	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测，其中会畅通讯、视源股份采用 Wind 一致预期数据

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	172	431	2200	3412	5039	营业收入	3684	4811	4583	5331	6323
应收款项	691	844	854	993	1178	营业成本	1417	1779	1687	2026	2444
存货净额	730	564	497	586	709	营业税金及附加	27	51	46	53	63
其他流动资产	55	63	55	64	76	销售费用	190	256	238	272	316
流动资产合计	6120	7006	8118	9752	11772	管理费用	97	112	96	101	114
固定资产	527	1057	1268	1332	1277	研发费用	365	496	463	501	569
无形资产及其他	309	274	263	252	241	财务费用	21	(124)	(43)	(80)	(116)
投资性房地产	56	124	124	124	124	投资收益	163	142	150	150	150
长期股权投资	95	145	175	205	235	资产减值及公允价值变动	32	(26)	0	0	0
资产总计	7105	8607	9949	11665	13650	其他收入	(357)	(474)	(463)	(501)	(569)
短期借款及交易性金融负债	10	9	0	0	0	营业利润	1770	2377	2246	2607	3083
应付款项	439	431	407	517	591	营业外净收支	(1)	(1)	15	15	20
其他流动负债	308	263	296	346	416	利润总额	1769	2376	2261	2622	3103
流动负债合计	757	703	703	863	1006	所得税费用	153	198	197	228	270
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	13	13	13	13	归属于母公司净利润	1616	2178	2064	2394	2833
长期负债合计	16	13	13	13	13	现金流量表（百万元）					
负债合计	774	715	716	876	1019	净利润	1616	2178	2064	2394	2833
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	11	(15)	7	1	(0)
股东权益	6332	7891	9233	10789	12630	折旧摊销	34	56	94	146	166
负债和股东权益总计	7105	8607	9949	11665	13650	公允价值变动损失	(32)	26	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	21	(124)	(43)	(80)	(116)
每股收益	1.79	2.42	1.63	1.89	2.24	营运资本变动	(411)	(134)	80	(76)	(176)
每股红利	0.65	0.80	0.57	0.66	0.78	其它	(11)	15	(7)	(1)	0
每股净资产	7.02	8.75	7.31	8.54	9.99	经营活动现金流	1207	2126	2237	2464	2823
ROIC	99%	88%	71%	82%	93%	资本开支	0	(535)	(300)	(200)	(100)
ROE	26%	28%	22%	22%	22%	其它投资现金流	(510)	(633)	592	(184)	(75)
毛利率	62%	63%	63%	62%	61%	投资活动现金流	(529)	(1218)	262	(414)	(205)
EBIT Margin	43%	44%	45%	45%	45%	权益性融资	(10)	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	45%	47%	47%	47%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	34%	31%	-5%	16%	19%	支付股利、利息	(587)	(722)	(722)	(838)	(991)
净利润增长率	26%	35%	-5%	16%	18%	其它融资现金流	359	796	(9)	0	0
资产负债率	11%	8%	7%	8%	7%	融资活动现金流	(826)	(648)	(731)	(838)	(991)
息率	2.1%	2.6%	2.6%	3.0%	3.5%	现金净变动	(148)	259	1768	1212	1627
P/E	17.5	13.0	19.2	16.5	14.0	货币资金的期初余额	320	172	431	2200	3412
P/B	4.5	3.6	4.3	3.7	3.1	货币资金的期末余额	172	431	2200	3412	5039
EV/EBITDA	17.9	13.3	18.8	16.0	13.6	企业自由现金流	0	1328	1748	2040	2462
						权益自由现金流	0	2124	1769	2104	2559

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032