

亿联网络 (300628.SZ)

下游库存与需求修复，股权激励彰显增长信心

买入

核心观点

一季度公司下游库存与需求修复。公司发布2023年报及2024年一季度报，2023年公司实现营业收入43.5亿元，同比下降9.6%；实现归母净利润2.1亿元，同比下降7.7%。2024年一季度，公司实现营业收入11.6亿元，同比增长31.0%；实现归母净利润5.7亿元，同比增长34.5%。一季度公司增长主要受益于经销商库存回归至健康、合理水平，同时下游需求恢复增长。盈利能力整体稳中有升，2023年公司毛利率约为65.7%，同比提升2.7pct；2024年一季度毛利率约64.6%，同比略有增长。

第二、第三增长曲线逐步发力。分产品来看，2023年公司桌面通信终端、会议产品和云办公终端分别实现收入25.4/14.7/3.2亿元，同比变动-19.1%/+12.8%/-10.3%。一季度三条业务线受益于下游修复均得到较好的恢复，其中第二、第三增长曲线（会议产品、云办公终端）增长较为明显。2024年公司主力推出专业音视频会议平板、会议室系列产品等新一代智能会议终端产品，同时耳麦产品在蓝牙无线类及有线类、DECT无线类继续推出新品，完善产品矩阵。第二、第三增长曲线竞争力有望持续提升，实现逐步增长。

高比例分红注重股东回报。公司计划2023年向全体股东每10股派发现金股利人民币9.00元，共计派发现金股利人民币11.36亿元。考虑公司2023年中期派息6.31亿元，2023年全年派息17.67亿元，派息比例提升至87.9%。

发布股权激励，彰显成长信心。公司发布2024年限制性股票和股票期权激励计划。其中，限制性股票计划拟授予包括公司高管、核心管理、技术（业务）人员等在内的159人合计309.96万股限制性股票，授予价格为每股17.22元；股票期权计划拟授予270名潜力骨干员工96.243万份股票期权，行权价格为34.44元/份。公司层面业绩考核目标为以2023年营业收入及净利润为基数，2024-2025年收入及净利润增长率均不低于20%/40%。以2024年5月授予估算，公司预计2024年股份支付费用合计影响约2738万元。

风险提示：下游需求不及预期；新业务拓展不及预期；宏观经济波动风险

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级

维持2024-2025年盈利预测，新增2026年盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润为24.2/29.1/34.2亿元，对应当前PE分别为19/16/14倍。公司话机业务下游渠道库存修复，会议产品和云办公终端业务有望实现持续增长，看好公司增长潜力，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,811	4,348	5,391	6,500	7,722
(+/-%)	30.6%	-9.6%	24.0%	20.6%	18.8%
净利润(百万元)	2178	2010	2423	2910	3424
(+/-%)	34.7%	-7.7%	20.5%	20.1%	17.7%
每股收益(元)	2.42	1.59	1.92	2.30	2.71
EBIT Margin	44.0%	43.7%	44.7%	45.1%	45.5%
净资产收益率 (ROE)	27.6%	24.7%	28.5%	32.6%	36.3%
市盈率 (PE)	15.3	23.2	19.3	16.0	13.6
EV/EBITDA	15.6	24.1	18.7	15.5	13.1
市净率 (PB)	4.22	5.74	5.49	5.23	4.94

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 联系人：钱嘉隆
021-60933150 021-60375445
machenglong@guosen.com.cn qianjialong@guosen.com.cn
S0980518100002

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		36.91元
总市值/流通市值		46647/26686百万元
52周最高价/最低价		67.44/22.45元
近3个月日均成交额		262.53百万元

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) - 营业收入环比持续改善》——2023-10-27
- 《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

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、%)



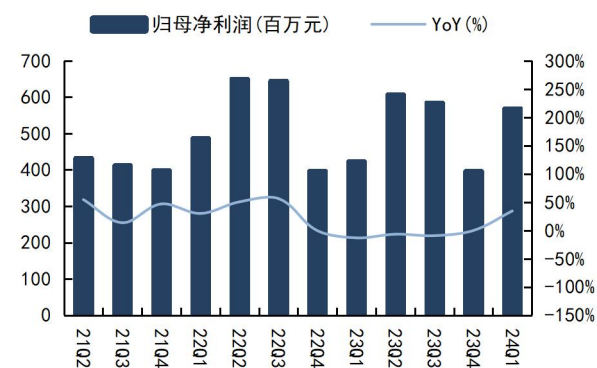
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 亿联网络归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



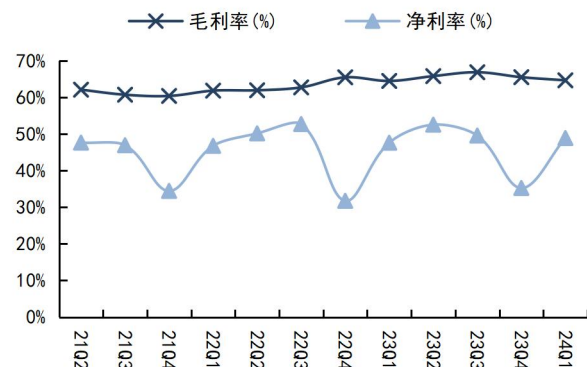
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 亿联网络单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



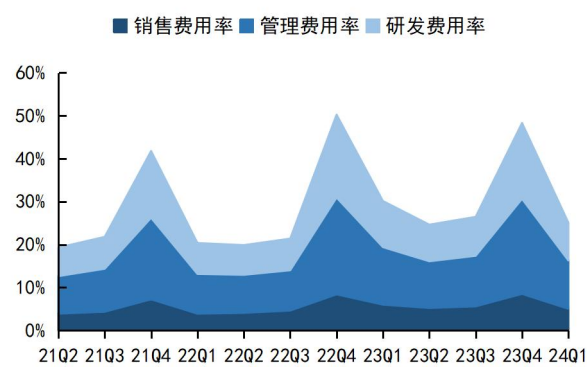
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

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

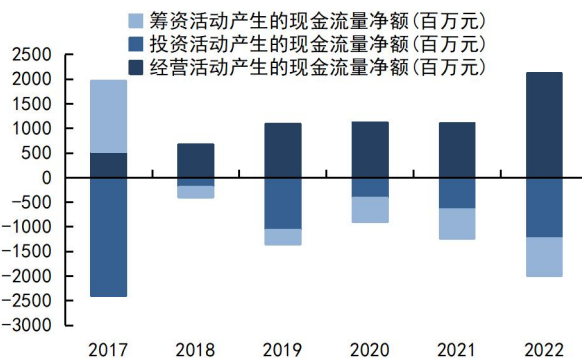
图6: 亿联网络单季度三项费用率变化情况



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

投资建议: 维持 2024-2025 年盈利预测, 新增 2026 年盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 24.2/29.1/34.2 亿元, 对应当前 PE 分别为 19/16/14 倍。公司话机业务下游渠道库存修复, 会议产品和云办公终端业务有望实现持续增长, 看好公司增长潜力, 维持“买入”评级。

表 1: 同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (4月23日)	EPS (元)			PE			PB 2024E	总市值 (亿元)
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
300628.SZ	亿联网络	买入	36.91	1.59	1.92	2.30	23.2	19.3	16.0	5.5	466
002396.SZ	星网锐捷	无评级	16.10	0.72	1.13	1.52	22.4	14.2	10.6	1.4	95
002841.SZ	视源股份	无评级	32.44	1.95	2.61	3.21	16.6	12.4	10.1	1.6	227
	平均						19.5	13.3	10.3	1.5	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测; 星网锐捷、视源股份采用 Wind 一致预期数据

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	431	403	892	1039	1478	营业收入	4811	4348	5391	6500	7722
应收款项	844	838	1004	1211	1439	营业成本	1779	1490	1952	2415	2914
存货净额	564	727	568	706	856	营业税金及附加	51	47	54	65	77
其他流动资产	63	64	65	78	93	销售费用	256	276	294	338	386
流动资产合计	7006	7095	7409	8050	8852	管理费用	112	133	119	130	139
固定资产	1057	1118	1227	1270	1220	研发费用	496	499	561	618	695
无形资产及其他	274	275	264	253	242	财务费用	(124)	(36)	(26)	(34)	(41)
投资性房地产	124	253	253	253	253	投资收益	142	159	150	150	150
长期股权投资	145	144	174	204	234	资产减值及公允价值变动	(26)	48	30	30	0
资产总计	8607	8885	9327	10030	10802	其他收入	(474)	(467)	(561)	(618)	(695)
短期借款及交易性金融负债	9	3	5	5	5	营业利润	2377	2178	2618	3148	3702
应付款项	431	519	465	654	829	营业外净收支	(1)	3	15	15	20
其他流动负债	263	212	343	420	503	利润总额	2376	2180	2633	3163	3722
流动负债合计	703	734	813	1079	1338	所得税费用	198	170	211	253	298
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	13	25	25	25	25	归属于母公司净利润	2178	2010	2423	2910	3424
长期负债合计	13	25	25	25	25	现金流量表 (百万元)					
负债合计	715	759	838	1104	1363	净利润	2178	2010	2423	2910	3424
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(15)	1	0	0	(0)
股东权益	7891	8126	8489	8926	9439	折旧摊销	56	64	132	148	161
负债和股东权益总计	8607	8885	9327	10030	10802	公允价值变动损失	26	(48)	(30)	(30)	0
关键财务与估值指标						财务费用	(124)	(36)	(26)	(34)	(41)
每股收益	2.42	1.59	1.92	2.30	2.71	营运资本变动	(134)	(236)	68	(91)	(134)
每股红利	0.80	1.43	1.63	1.96	2.30	其它	15	(1)	(0)	(0)	0
每股净资产	8.75	6.43	6.72	7.06	7.47	经营活动现金流	2126	1789	2593	2937	3450
ROIC	88%	63%	77%	94%	109%	资本开支	0	(163)	(200)	(150)	(100)
ROE	28%	25%	29%	33%	36%	其它投资现金流	(633)	41	183	(136)	30
毛利率	63%	66%	64%	63%	62%	投资活动现金流	(683)	(121)	(47)	(316)	(100)
EBIT Margin	44%	44%	45%	45%	45%	权益性融资	124	0	0	0	0
EBITDA Margin	45%	45%	47%	47%	48%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	31%	-10%	24%	21%	19%	支付股利、利息	(722)	(1802)	(2059)	(2474)	(2910)
净利润增长率	35%	-8%	21%	20%	18%	其它融资现金流	137	1909	2	0	0
资产负债率	8%	9%	9%	11%	13%	融资活动现金流	(1183)	(1696)	(2057)	(2474)	(2910)
息率	1.5%	3.9%	4.4%	5.3%	6.2%	现金净变动	259	(28)	489	147	439
P/E	15.3	23.2	19.3	16.0	13.6	货币资金的期初余额	172	431	403	892	1039
P/B	4.2	5.7	5.5	5.2	4.9	货币资金的期末余额	431	403	892	1039	1478
EV/EBITDA	15.6	24.1	18.7	15.5	13.1	企业自由现金流	0	1418	2219	2606	3156
						权益自由现金流	0	3327	2236	2628	3185

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提及的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