

亿联网络（300628）

证券研究报告

2025 年 04 月 21 日

增量突破+存量优化，短期国际贸易环境波动影响公司订单节奏

事件：

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年，公司实现收入 56.21 亿元，同比增长 29.28%；归母净利润 26.48 亿元，同比增长 31.72%。公司桌面通信终端、会议产品、云办公终端三大业务形成“增量突破+存量优化”的发展格局，公司业务呈现多元化协同发展。

2024 年，公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 13.00 元(含税)，共计派发现金股利人民币 16.41 亿元，加之 24 年中期分红所派发的现金股利 7.57 亿元，全年分红比例近 91%。

2025 年一季度，公司实现收入 12.05 亿元，同比增长 3.57%；归母净利润 5.62 亿元，同比下滑 1.15%，扣非后，归母净利润同比增长 2.17%，国际贸易环境波动短期内对公司订单节奏造成一定影响。值得关注的是，公司 2025 年一季度期末存货较 24 年同期同比增长 30%，达 8.95 亿元。

桌面通信终端存量优化，视频会议及云办公增量突破

桌面通信终端：2024 年实现营业收入 30.82 亿元，同比增长 21.13%，毛利率较 23 年略升，达 67.55%。2024 年，桌面通信终端增长超预期，一方面得益于混合办公常态化，话机市场进入存量优化的稳态阶段，另一方面主要由于经历 23 年去库存周期后，24 年经销商存在一定程度的补库需求。2025 年，公司计划推出 T7、T8 系列话机。

会议产品：2024 年实现营业收入 19.97 亿元，同比增长 36.21%，毛利率较 23 年略降，达 65.67%，对营业收入的占比同比提高 1.81pct，达 35.52%。公司会议平板 MeetingBoard 持续在市场收获良好反响，公司计划在 25 年推出具有业内唯一影像级智能四摄、第二代自研聆听音频算法及极致全能 AI 体验的新一代音视频会议平板系列产品；同时，计划推出 AV-ONE 融合解决方案，并推出基于 AI 技术的智能设计工具 Room Designer 及智能空间管理平台 Smart Space。

云办公终端：2024 年实现营业收入 5.27 亿元，同比增长 62.98%，对营业收入的占比同比提高 1.94 pct，达 9.37%。2024 年，公司持续完善商务耳麦产品系列，同时持续推进商务耳麦市场推广与渠道开拓，蓝牙耳机迭代升级及市场推进取得阶段性成效，为后续市场逐渐放量奠定了基础。公司计划 2025 年推出一系列新品，进而使得公司入门、低端、中端至高端产品系列完整。

2024 年，公司销售费用达 2.91 亿元，同比增长 5.66%；管理费用达 1.56 亿元，同比增长 17.57%；研发费用达 5.59 亿元，同比增长 12.08%；财务费用方面受美元汇率变动，达-0.67 亿元。

公司通过境外仓部署保障美国市场订单交付能力，同步推进东南亚等海外地区的产能建设以分散区域政策风险，与核心客户建立动态定价机制传导成本压力，并加大非美市场开拓力度，以应对国际贸易政策及关税风险。

投资建议与盈利预测：

公司保持较高的研发投入，以及持续新品推出是保证公司市场竞争力的核心因素。短期来看，国际贸易环境波动影响公司订单节奏，但公司持续强化市场竞争力为中长期发展提供有力支撑。同时，公司维持较高的分红比例。我们预计，公司 2025~2027 年归母净利润分别为：30.71 亿元、35.28 亿元、40.51 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：国际贸易环境恶化、话机行业规模萎缩、视频会议全球行业竞争格局加剧、云办公终端业务发展不及预期、美元汇率波动等

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	34.12 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,263.82
流通 A 股股本(百万股)	723.06
A 股总市值(百万元)	43,121.37
流通 A 股市值(百万元)	24,670.93
每股净资产(元)	7.52
资产负债率(%)	6.48
一年内最高/最低(元)	50.71/31.43

作者

林屹皓	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520040001	linhonghao@tfzq.com
王奕红	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004	wangyihong@tfzq.com
唐海清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002	tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《亿联网络-公司点评:业务恢复趋势向好，需求修复+分红，建议持续关注》 2024-09-18
- 2 《亿联网络-年报点评报告:24Q1 三条产品线均得到较好恢复，低估值+高分红》 2024-04-23
- 3 《亿联网络-半年报点评:Q2 环比增速呈现向好趋势，多维度增强竞争力着眼中长期高质量发展》 2023-09-01

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,348.04	5,621.34	6,661.28	7,793.70	9,001.73
增长率(%)	(9.61)	29.28	18.50	17.00	15.50
EBITDA(百万元)	2,672.56	3,453.66	3,385.67	3,922.31	4,490.50
归属母公司净利润(百万元)	2,010.22	2,647.86	3,071.03	3,527.94	4,050.67
增长率(%)	(7.69)	31.72	15.98	14.88	14.82
EPS(元/股)	1.59	2.10	2.43	2.79	3.21
市盈率(P/E)	21.45	16.29	14.04	12.22	10.65
市净率(P/B)	5.31	4.82	4.65	4.49	4.30
市销率(P/S)	9.92	7.67	6.47	5.53	4.79
EV/EBITDA	11.83	12.26	10.79	9.26	8.04

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	403.27	500.98	666.13	779.37	906.66
应收票据及应收账款	824.23	921.66	1,150.74	1,273.97	1,526.57
预付账款	2.15	3.14	3.26	4.24	4.44
存货	726.66	813.19	1,017.85	1,127.56	1,353.96
其他	5,138.45	5,797.78	5,862.94	5,917.26	5,983.83
流动资产合计	7,094.77	8,036.75	8,700.92	9,102.40	9,775.46
长期股权投资	144.47	181.73	181.73	181.73	181.73
固定资产	1,109.93	1,076.50	1,008.24	939.98	871.71
在建工程	8.19	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	274.75	258.26	248.08	237.89	227.70
其他	253.10	221.27	223.01	224.84	226.76
非流动资产合计	1,790.45	1,737.76	1,661.06	1,584.44	1,507.91
资产总计	8,885.23	9,774.51	10,361.98	10,686.84	11,283.38
短期借款	0.00	0.00	66.63	38.60	0.00
应付票据及应付账款	519.24	469.70	708.31	671.95	924.55
其他	190.45	288.07	280.74	330.93	306.08
流动负债合计	709.69	757.77	1,055.68	1,041.48	1,230.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.15	30.47	31.00	31.00	31.00
非流动负债合计	25.15	30.47	31.00	31.00	31.00
负债合计	759.49	826.84	1,086.68	1,072.48	1,261.64
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,263.82	1,263.82	1,263.82	1,263.82	1,263.82
资本公积	854.34	921.99	921.99	921.99	921.99
留存收益	6,131.39	6,885.56	7,192.66	7,545.45	7,950.52
其他	(123.82)	(123.69)	(103.17)	(116.89)	(114.58)
股东权益合计	8,125.73	8,947.67	9,275.29	9,614.36	10,021.74
负债和股东权益总计	8,885.23	9,774.51	10,361.98	10,686.84	11,283.38

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,010.22	2,647.86	3,071.03	3,527.94	4,050.67
折旧摊销	66.74	81.01	78.45	78.45	78.45
财务费用	(32.97)	(63.52)	(35.00)	5.00	5.00
投资损失	(159.15)	(155.08)	(147.33)	(154.70)	(162.43)
营运资金变动	(140.47)	65.45	(250.49)	(218.60)	(261.72)
其它	57.53	(66.78)	57.07	57.64	58.22
经营活动现金流	1,801.90	2,508.93	2,773.72	3,295.73	3,768.19
资本支出	112.50	53.67	(0.53)	0.00	0.00
长期投资	(0.41)	37.26	0.00	0.00	0.00
其他	(104.23)	(714.44)	33.72	39.41	46.00
投资活动现金流	7.87	(623.51)	33.19	39.41	46.00
债权融资	30.24	68.73	101.64	(33.04)	(43.60)
股权融资	(1,740.56)	(1,699.67)	(2,743.41)	(3,188.86)	(3,643.29)
其他	(155.98)	(267.72)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,866.29)	(1,898.66)	(2,641.77)	(3,221.90)	(3,686.89)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(56.53)	(13.24)	165.14	113.24	127.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,348.04	5,621.34	6,661.28	7,793.70	9,001.73
营业成本	1,490.49	1,942.39	2,304.80	2,700.52	3,123.60
营业税金及附加	47.47	66.70	66.61	77.94	90.02
销售费用	275.80	291.40	343.06	397.48	459.09
管理费用	132.93	156.29	183.19	212.77	243.95
研发费用	499.07	559.35	662.80	775.47	895.67
财务费用	(35.81)	(67.24)	(35.00)	5.00	5.00
资产/信用减值损失	(4.90)	(12.44)	(4.00)	(4.00)	(4.00)
公允价值变动收益	45.98	41.67	57.07	57.64	58.22
投资净收益	159.15	155.08	147.33	154.70	162.43
其他	(439.79)	(405.60)	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,177.63	2,893.73	3,336.23	3,832.86	4,401.05
营业外收入	2.88	1.58	2.00	2.00	2.00
营业外支出	0.22	0.18	0.15	0.15	0.15
利润总额	2,180.29	2,895.13	3,338.08	3,834.71	4,402.90
所得税	170.06	247.27	267.05	306.78	352.23
净利润	2,010.22	2,647.86	3,071.03	3,527.94	4,050.67
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	2,010.22	2,647.86	3,071.03	3,527.94	4,050.67
每股收益（元）	1.59	2.10	2.43	2.79	3.21

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-9.61%	29.28%	18.50%	17.00%	15.50%
营业利润	-8.39%	32.88%	15.29%	14.89%	14.82%
归属于母公司净利润	-7.69%	31.72%	15.98%	14.88%	14.82%
获利能力					
毛利率	65.72%	65.45%	65.40%	65.35%	65.30%
净利率	46.23%	47.10%	46.10%	45.27%	45.00%
ROE	24.74%	29.59%	33.11%	36.69%	40.42%
ROIC	88.16%	107.29%	120.38%	131.09%	143.15%
偿债能力					
资产负债率	8.55%	8.46%	10.49%	10.04%	11.18%
净负债率	-4.92%	-5.55%	-6.41%	-7.66%	-9.00%
流动比率	9.66	10.09	8.24	8.74	7.94
速动比率	8.67	9.07	7.28	7.66	6.84
营运能力					
应收账款周转率	5.24	6.44	6.43	6.43	6.43
存货周转率	6.74	7.30	7.28	7.27	7.25
总资产周转率	0.50	0.60	0.66	0.74	0.82
每股指标（元）					
每股收益	1.59	2.10	2.43	2.79	3.21
每股经营现金流	1.43	1.99	2.19	2.61	2.98
每股净资产	6.43	7.08	7.34	7.61	7.93
估值比率					
市盈率	21.45	16.29	14.04	12.22	10.65
市净率	5.31	4.82	4.65	4.49	4.30
EV/EBITDA	11.83	12.26	10.79	9.26	8.04
EV/EBIT	12.12	12.56	11.05	9.45	8.19

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com