

关税政策带来的影响逐步稳定

华泰研究

2026年4月23日 | 中国内地

年报点评

通信设备制造

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

47.35

2025年1/Q26公司实现营业收入60.33/14.32亿元,同比增长7.33%/18.83%,实现归母净利润26/6.56亿元,同比变动-1.78%/16.68%,符合业绩预告。尽管国际贸易政策的扰动给市场环境带来了一定的不确定性,但公司在核心业务领域仍然保持了稳定的市场竞争力,营业收入稳定增长。展望2026年,随着关税政策逐步稳定,海外产能构建基本完成,关税因素带来的影响基本稳定,公司业绩景气度有望呈现出逐季度复苏态势。我们依然看好公司依靠在产品、渠道方面建立的竞争优势实现会议产品及商务耳麦业务的持续拓展,构筑第二增长曲线,维持“买入”评级。

各业务线稳步推进,新品竞争力进一步增强

分业务而言,2025年桌面通信终端业务收入同比下降3.59%至29.71亿元,公司持续打造功能拓展性强,形态多样的桌面通信终端产品矩阵,T7、T8系列的成功上市以及WiFi无线话机的发布,标志着公司桌面终端迈入了智能化、时尚化、高端化、高安全性的新阶段;会议产品收入同比增长21.95%至24.35亿元,公司持续强化产品创新与市场响应能力,推出MeetingBoard Pro、MeetingBar A25/A50等多款新品,产品融合了最新的AI技术,为用户打造智能化办公及会议体验;云办公终端业务收入同比增长15.99%至6.11亿元,公司推出新品UH4x、WH6x DECT系列展示出良好的市场潜力。

关税变动带来的影响趋于稳定,以高分红率积极回馈投资者

2025年1/Q26公司毛利率分别为63.32%/65.24%,分别同比变动-2.13/0.7pct;净利率为43.11%/45.79%,同比下降3.99/0.85pct,主要系关税波动及海外产能转移适度增加了公司的成本费用。2026年以来,关税政策基本稳定,公司的海外产能构建逐步完成,采用“国内外产能联动调配”机制,根据市场订单情况和交付周期,动态调整生产及出货布局,国际贸易环境波动和海外产能转移节奏所带来的影响已经有所改善。2025年度公司累计派发现金股利约22.8亿元,分红比例达到87.68%,公司现金流充裕,持续以高分红率积极回馈投资者。

维持“买入”评级

我们看好公司会议产品及云办公终端等新产品线持续增长,有望复制公司在SIP话机领域的成功之路,打开第二成长曲线。考虑到存储芯片等上游元器件涨价的影响,我们预计公司26~28年归母净利润为29.99/34.45/39.44亿元(前值:30.84/34.72/-)亿元,分别下调3%/1%/(-)。可比公司2026年Wind一致预期PE为17.35倍,考虑到公司在会议产品/云办公终端领域相继推出有竞争力的新品,会议产品及云办公终端有望展现出较强增长动能,给予公司2026年20x PE,目标价47.35元/股(前值:51.69元/股,基于24倍2025年PE),维持“买入”评级。

风险提示:海外需求景气度下滑风险;云办公/会议产品推广不及预期;贸易政策变化风险。

王兴

SAC No. S0570523070003
SFC No. BUC499

研究员

wangxing@htsc.com
+(86) 21 3847 6737

王珂

SAC No. S0570524080005
SFC No. BWA966

研究员

wangke020520@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

高名彦

SAC No. S0570523080006
SFC No. BUP971

研究员

gaomingyao@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

唐攀尧*

SAC No. S0570526040003

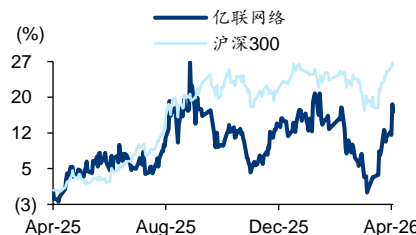
研究员

tangpanyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

收盘价(人民币 截至4月23日)	37.28
市值(人民币百万)	47,226
6个月平均日均成交额(人民币百万)	307.26
52周价格范围(人民币)	31.86-41.16

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	6,033	7,157	8,353	9,662
+/-%	7.33	18.63	16.71	15.67
归属母公司净利润(百万)	2,601	2,999	3,445	3,944
+/-%	(1.78)	15.33	14.86	14.49
EPS(最新摊薄)	2.05	2.37	2.72	3.11
ROE(%)	27.88	25.65	25.47	24.87
PE(倍)	18.16	15.75	13.71	11.97
PB(倍)	5.06	4.04	3.49	2.98
EV EBITDA(倍)	14.21	11.80	10.09	8.34
股息率(%)	1.34	3.42	3.40	3.32

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

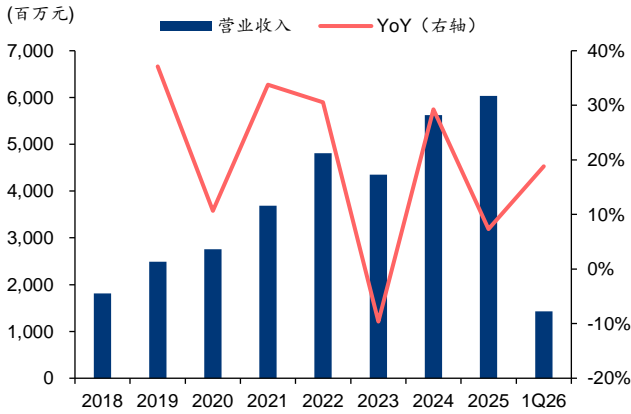
图表1: 可比公司 PE 估值表 (截至 2026 年 4 月 23 日)

证券代码	证券名称	股价 (元)	总市值 (百万元)	归母净利润 (百万元)				P/E (X)			
				2024A	2025A	2026E	2027E	2024A	2025A	2026E	2027E
002396 CH	星网锐捷	27.02	15825	404.62	408.86	886.60	1233.00	39.11	38.71	17.85	12.83
002415 CH	海康威视	33.49	306932	11977.33	14195.37	16241.31	18480.06	25.63	21.62	18.90	16.61
002236 CH	大华股份	18.32	60213	2905.73	3857.92	3936.19	4434.87	20.72	15.61	15.30	13.58
	平均值							28.49	25.31	17.35	14.34

注: 可比公司预测来自 Wind 一致预期。

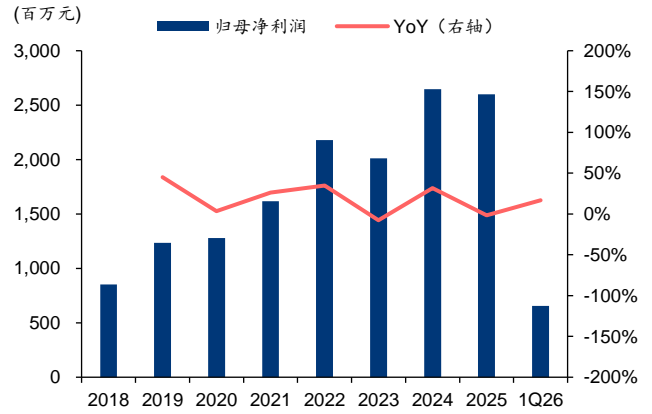
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 亿联网络营业收入及同比增速



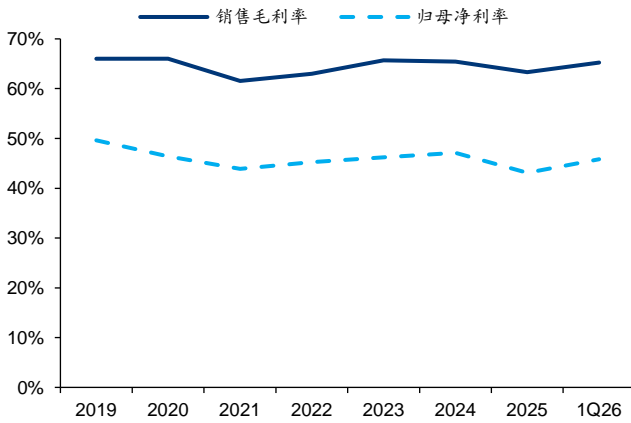
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表3: 亿联网络归母净利润及同比增速



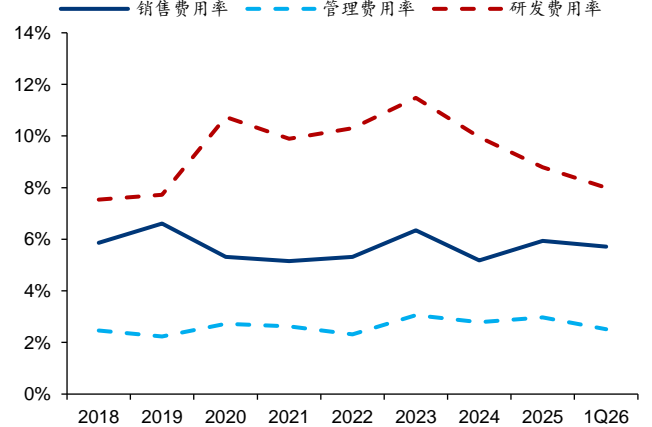
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表4: 亿联网络毛利率及归母净利率



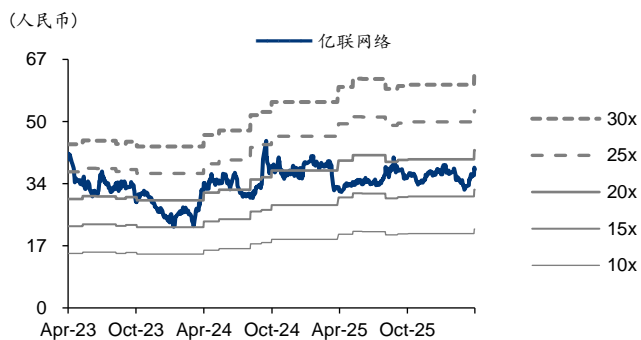
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表5: 亿联网络期间费用率



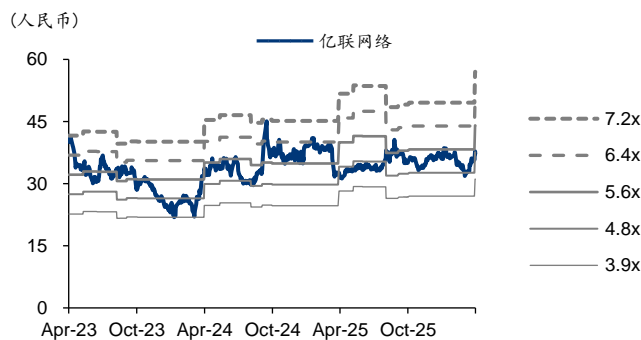
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表6: 亿联网络 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 亿联网络 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	8,037	8,890	11,042	13,233	15,357
现金	500.98	887.13	3,299	4,227	6,508
应收账款	921.66	1,547	1,381	2,036	1,917
其他应收账款	9.86	9.08	13.39	12.84	17.50
预付账款	3.14	6.89	5.01	8.88	7.19
存货	813.19	1,463	1,366	1,971	1,931
其他流动资产	5,788	4,977	4,977	4,977	4,977
非流动资产	1,738	1,806	1,906	2,012	2,155
长期投资	181.73	179.47	177.91	175.85	173.94
固定投资	1,077	1,054	1,178	1,309	1,474
无形资产	258.26	250.75	228.71	205.91	187.49
其他非流动资产	221.27	321.79	321.19	320.34	319.79
资产总计	9,775	10,695	12,948	15,245	17,512
流动负债	796.37	1,351	1,238	1,705	1,636
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	469.70	955.34	815.84	1,274	1,169
其他流动负债	326.67	396.08	422.32	430.96	466.31
非流动负债	30.47	16.29	16.67	17.14	16.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	30.47	16.29	16.67	17.14	16.70
负债合计	826.84	1,368	1,255	1,722	1,652
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,264	1,267	1,267	1,267	1,267
资本公积	921.99	974.27	974.27	974.27	974.27
留存公积	6,886	7,212	8,348	9,947	12,099
归属母公司股东权益	8,948	9,328	11,694	13,523	15,860
负债和股东权益	9,775	10,695	12,948	15,245	17,512

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	2,509	1,832	3,041	2,519	3,879
净利润	2,648	2,601	2,999	3,445	3,944
折旧摊销	86.85	88.92	74.93	88.13	96.27
财务费用	(67.24)	(8.16)	(41.73)	(75.19)	(107.27)
投资损失	(155.08)	(155.59)	(150.70)	(150.20)	(150.35)
营运资金变动	(45.21)	(724.81)	151.11	(796.63)	87.77
其他经营现金	41.76	31.42	8.39	8.37	8.37
投资活动现金	(623.51)	771.16	(33.15)	(51.65)	(98.00)
资本支出	(140.12)	(52.96)	(175.92)	(194.45)	(242.01)
长期投资	(639.00)	667.60	1.56	2.06	1.91
其他投资现金	155.61	156.52	141.21	140.74	142.10
筹资活动现金	(1,899)	(2,218)	(595.99)	(1,539)	(1,500)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	67.64	52.28	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,966)	(2,271)	(595.99)	(1,539)	(1,500)
现金净增加额	50.78	384.27	2,412	928.24	2,280

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,621	6,033	7,157	8,353	9,662
营业成本	1,942	2,213	2,751	3,245	3,794
营业税金及附加	66.70	88.40	104.87	122.40	141.58
营业费用	291.40	358.08	415.11	476.13	541.07
管理费用	156.29	179.50	214.71	250.59	289.86
财务费用	(67.24)	(8.16)	(41.73)	(75.19)	(107.27)
资产减值损失	(12.51)	(22.89)	(12.76)	(17.42)	(23.88)
公允价值变动收益	41.67	(8.36)	(8.36)	(8.36)	(8.36)
投资净收益	155.08	155.59	150.70	150.20	150.35
营业利润	2,894	2,838	3,273	3,759	4,304
营业外收入	1.58	1.07	1.33	1.20	1.26
营业外支出	0.18	1.13	0.65	0.89	0.77
利润总额	2,895	2,838	3,273	3,760	4,305
所得税	247.27	237.69	274.12	314.85	360.47
净利润	2,648	2,601	2,999	3,445	3,944
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	2,648	2,601	2,999	3,445	3,944
EBITDA	2,974	2,915	3,307	3,773	4,294
EPS (人民币, 基本)	2.10	2.06	2.37	2.72	3.11

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	29.28	7.33	18.63	16.71	15.67
营业利润	32.88	(1.91)	15.30	14.87	14.49
归属母公司净利润	31.72	(1.78)	15.33	14.86	14.49
获利能力 (%)					
毛利率	65.45	63.32	61.57	61.16	60.74
净利率	47.10	43.11	41.91	41.24	40.82
ROE	29.59	27.88	25.65	25.47	24.87
ROIC	110.18	81.69	94.90	83.90	94.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	8.46	12.79	9.69	11.29	9.43
净负债比率 (%)	(5.28)	(9.33)	(28.11)	(31.17)	(40.96)
流动比率	10.09	6.58	8.92	7.76	9.39
速动比率	8.96	5.46	7.77	6.57	8.18
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.59	0.61	0.59	0.59
应收账款周转率	6.44	4.89	4.89	4.89	4.89
应付账款周转率	3.93	3.11	3.11	3.11	3.11
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.09	2.05	2.37	2.72	3.11
每股经营现金流(最新摊薄)	1.98	1.45	2.40	1.99	3.06
每股净资产(最新摊薄)	7.06	7.36	9.23	10.68	12.52
估值比率					
PE (倍)	17.84	18.16	15.75	13.71	11.97
PB (倍)	5.28	5.06	4.04	3.49	2.98
EV EBITDA (倍)	13.80	14.21	11.80	10.09	8.34

免责声明

分析师声明

本人, 王兴、王珂、高名焱、唐攀尧, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王兴、王珂、高名焱、唐攀尧本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司