



中信证券研究部



梁程加
首席通信分析师
S1010520020001

核心观点

6月22日晚，公司公告将设立事业合伙人激励基金计划，进一步健全完善公司多层次激励体系。此次激励基金将以营业收入增速为考核目标，解锁条件为2021-2025年每年营收增速不低于30%，且完成公司限制性股权激励设立的当期目标。激励基金将自净利润净增加值中提取，并设立“事业合伙人持股计划”，以持股形式购入公司股票并锁定。

解锁条件高标准彰显公司发展信心。我们认为，2021-2025年连续五年考核营收增速不低于30%是一个具有挑战性的目标，时间越靠后、难度越大。五年考核周期对三大业务增长的持续性（尤其是视频会议和云办公终端业务）提出更高的要求和挑战。过去五年，公司收入复合增速达到33%，净利润复合增速高达38.9%。展望未来，30%+收入增速的解锁条件预示着公司已经准备好进入新一轮增长周期。

持股形式购入公司股票将对未来股价形成较强支撑。激励基金设立的“事业合伙人持股计划”将以持股形式购入公司股票并锁定。这意味着每年业绩考核目标达成后，公司都会以净利润一定比例（不超过10%）回购股票，预计将对未来公司股价形成支撑。公司管理层目前持股比例超70%，其中：有限售条件股份占比约46%，无限售条件股份占比约26%，有一定解禁压力。公司通过设立激励基金方式不仅调动核心员工的工作积极性，还能对未来公司股价形成支撑。

公司中长期成长逻辑：短期波动不改长期成长逻辑，优质白马龙头持续向好。2021年一季度，汇率波动和供应链冲击压制公司业绩释放。但公司三条增长曲线中长期成长逻辑确定性依然较高：（1）SIP话机渗透率提升驱动行业稳定增长，公司作为全球龙头料将率先受益。其次市场竞争格局明朗，宝利通被收购后业务整合受阻，公司市场份额提升确定性较强；（2）视频会议市场空间巨大，公司作为“基础架构+云平台+会议终端”整套视频会议解决方案厂商，产品竞争力强、性价比高。且公司深度融入微软Teams/Zoom生态，推出定制会议室终端系列产品，有望显著受益于云视频会议厂商需求的爆发式增长；（3）云办公终端业务以商用耳麦为核心，“音频技术+销售渠道”复用料将大大缩短耳机放量所需时间。

风险因素：海外二次疫情影响短期业绩的风险；云视频用户付费意愿不及预期；视频会议行业竞争加剧；云视讯技术发展不及预期；与微软和ZOOM合作不及预期；商用耳麦产品研发不及预期；汇率波动风险；供应链冲击风险。

投资建议：我们坚定看好公司未来成长前景，上调2021-2023年归母净利润预测分别至15.99/20.67/26.84亿元（前值15.9/19.93/25.22亿元），对应EPS预测1.77/2.29/2.97元（前值1.76/2.21/2.79元）。我们认为亿联网络SIP桌面终端业务有望维持全球龙头地位，VCS业务与云办公终端将成为公司强劲增长的驱动，未来增长潜力巨大，参考国内外可比公司，给予亿联网络2022年40x PE估值，上调第一阶段目标价至91.60元，维持“买入”评级。

亿联网络	300628
评级	买入 (维持)
当前价	84.59 元
目标价	91.60 元
总股本	903 百万股
流通股本	481 百万股
总市值	764 亿元
近三月日均成交额	173 百万元
52 周最高/最低价	91.13/55.98 元
近 1 月绝对涨幅	9.88%
近 6 月绝对涨幅	23.64%
近 12 月绝对涨幅	29.30%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,489	2,754	3,777	5,019	6,651
营业收入增长率 YoY	37.1%	10.6%	37.1%	32.9%	32.5%
净利润(百万元)	1,235	1,279	1,599	2,067	2,684
净利润增长率 YoY	45.1%	3.5%	25.0%	29.3%	29.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.37	1.42	1.77	2.29	2.97
毛利率	66.0%	66.0%	63.0%	63.0%	62.9%
净资产收益率 ROE	28.1%	24.6%	25.7%	27.3%	28.7%
每股净资产 (元)	4.87	5.76	6.88	8.40	10.35
PE	55.2	53.3	42.6	33.0	25.4
PB	15.5	13.1	11.0	9.0	7.3
PS	27.4	24.8	18.0	13.6	10.3
EV/EBITDA	49.8	46.1	38.1	29.7	23.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2021年6月23日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,489	2,754	3,777	5,019	6,651
营业成本	846	936	1,397	1,859	2,466
毛利率	66.0%	66.0%	63.0%	63.0%	62.9%
税金及附加	30	26	42	55	70
销售费用	164	146	185	245	324
销售费用率	6.6%	5.3%	4.9%	4.9%	4.9%
管理费用	56	75	95	115	139
管理费用率	2.2%	2.7%	2.5%	2.3%	2.1%
财务费用	(11)	47	8	(4)	(13)
研发费用	192	296	444	639	882
研发费用率	7.7%	10.7%	11.7%	12.7%	13.3%
财务费用率	-0.4%	1.7%	0.2%	-0.1%	-0.2%
投资收益	134	155	132	140	142
EBITDA	1,370	1,479	1,788	2,293	2,960
营业利润率	54.64%	50.95%	46.51%	45.27%	44.33%
营业利润	1,360	1,403	1,757	2,272	2,948
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	1,361	1,402	1,757	2,272	2,948
所得税	126	124	158	205	264
所得税率	9.2%	8.8%	9.0%	9.0%	8.9%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	1,235	1,279	1,599	2,067	2,684
净利率	49.6%	46.4%	42.3%	41.2%	40.4%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	106	320	714	1,414	2,405
存货	267	345	451	624	845
应收账款	399	513	651	868	1,178
其他流动资产	3,610	3,991	4,381	4,762	5,146
流动资产	4,381	5,169	6,198	7,668	9,574
固定资产	93	97	78	59	40
长期股权投资	43	75	100	133	163
无形资产	267	314	315	315	314
其他长期资产	44	124	191	257	323
非流动资产	447	610	683	764	841
资产总计	4,827	5,779	6,881	8,432	10,415
短期借款	50	0	0	0	0
应付账款	199	282	345	485	665
其他流动负债	177	292	318	364	402
流动负债	426	573	663	849	1,067
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	3	3	3	3
非流动性负债	6	3	3	3	3
负债合计	431	576	666	851	1,070
股本	599	902	903	903	903
资本公积	1,137	988	987	987	987
归属于母公司所有者权益合计	4,396	5,203	6,215	7,581	9,345
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	4,396	5,203	6,215	7,581	9,345
负债股东权益总计	4,827	5,779	6,881	8,432	10,415

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	1,235	1,279	1,599	2,067	2,684
折旧和摊销	20	29	23	24	25
营运资金的变化	-42	-133	-168	-209	-320
其他经营现金流	-121	-47	-122	-141	-151
经营现金流合计	1,093	1,128	1,332	1,741	2,238
资本支出	-275	-148	-71	-71	-71
投资收益	134	155	132	140	142
其他投资现金流	-922	-417	-404	-412	-412
投资现金流合计	-1,064	-410	-343	-344	-341
权益变化	11	103	0	0	0
负债变化	51	-50	0	0	0
股利支出	-359	-540	-586	-702	-920
其他融资现金流	-1	-7	-8	4	13
融资现金流合计	-299	-494	-594	-698	-906
现金及现金等价物净增加额	-270	224	395	699	992

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	37.1%	10.6%	37.1%	32.9%	32.5%
营业利润	45.4%	3.2%	25.2%	29.3%	29.7%
净利润	45.1%	3.5%	25.0%	29.3%	29.8%
利润率 (%)					
毛利率	66.0%	66.0%	63.0%	63.0%	62.9%
EBITDA Margin	55.0%	53.7%	47.3%	45.7%	44.5%
净利率	49.6%	46.4%	42.3%	41.2%	40.4%
回报率 (%)					
净资产收益率	28.1%	24.6%	25.7%	27.3%	28.7%
总资产收益率	25.6%	22.1%	23.2%	24.5%	25.8%
其他 (%)					
资产负债率	8.9%	10.0%	9.7%	10.1%	10.3%
所得税率	9.2%	8.8%	9.0%	9.0%	8.9%
股利支付率	43.7%	45.9%	43.9%	44.5%	44.8%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH00001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。