

亿联网络 (300628.SZ)

出口边际改善，云办公产品线梯次布局

出口边际改善明显。公司对出口依存度较大，受到疫情影响，今年二季度收入有一定波动，市场担心其增长受阻。但三季度以来出口回暖明显，Q3单季度收入创历史新高，达到7.2-7.8亿元，归母净利润3.4-3.8亿元，收入利润环比二季度有大幅改善，市场预期有修复空间。

疫情影响下云视讯大势所趋，成立云办公产品线布局未来。在今年疫情影响下，很多企业选择了线上办公和远程会议，加速了视频会议从专线视讯向云视讯发展的进度。此前市场担心 ZOOM、腾讯会议等 SaaS 产品会对公司产生冲击，但恰恰相反，在云产品提供连接的同时，亿联的产品增强了用户体验，这在收入端已经得到佐证。公司去年推出了自己的云视讯产品亿联会议，并在近年推出了企业协同软件 UME，完善了整体企业系统办公产品梯次。同时公司上半年云办公终端产品线实现 4474 万元营收，同比增长 180%。此前市场看到公司从 SIP 话机向 VCS 的布局已有成效，我们判断未来其在耳机、拾音设备等领域将持续加大研发力度，不断扩充品类，云办公终端产品线有望持续实现高速增长，前景值得期待。

同时，公司考量疫情的影响，对股权激励的业绩考核标准进行了一定修正，有望在疫情影响逐步淡化后业务重新回到成长轨道。

利润率略有波动，加大研发投入布局未来。三季度人民币兑美元汇率不断下降，从 7.1 下降到 6.8 左右，由于公司海外业务基本以美元结算，汇率下降对于公司收入、毛利率产生一定影响，同时汇兑损失造成财务费用略有提升。但我们看到公司整体经营效率仍保持优良，同时不断加大研发投入，为未来发展做更多储备。

盈利预测与估值：之前公司股价的超额收益主要来自于业绩增长的持续稳定性，而基于未来行业的空间假设以及商业模式对于估值的抬升预期较少。在二季度业绩出现波动后，随着三季度业绩回暖，当前估值仍然具有吸引力。公司经营稳健，各业务线发展状况良好。预计 2020-2022 年归母净利润为 13.1、18.1、23.3 亿元，对应当前股价 PE 分别为 46/33/26 倍，维持“买入”评级。

风险提示：贸易摩擦加剧波及公司主营业务；疫情影响行业需求；市场开拓不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,815	2,489	2,733	3,753	4,860
增长率 yoy (%)	30.8	37.1	9.8	37.3	29.5
归母净利润(百万元)	851	1,235	1,311	1,806	2,327
增长率 yoy (%)	44.1	45.1	6.1	37.8	28.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.94	1.37	1.45	2.00	2.58
净资产收益率(%)	24.3	28.1	25.4	29.8	30.9
P/E(倍)	70.2	48.4	45.6	33.1	25.7
P/B(倍)	17.1	13.6	11.6	9.8	7.9

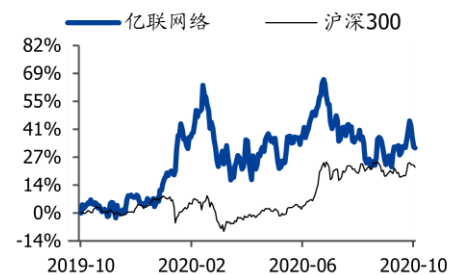
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	通信设备
前次评级	买入
最新收盘价	60.20
总市值(百万元)	54,329.75
总股本(百万股)	902.49
其中自由流通股(%)	53.00
30日日均成交量(百万股)	1.56

股价走势



作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号: S0680519010002

邮箱: songjiaji@gszq.com

分析师 黄瀚

执业证书编号: S0680519050002

邮箱: huanghan@gszq.com

相关研究

- 《亿联网络(300628.SZ): 三季度业绩复苏, 未来发展空间仍然巨大》2020-10-15
- 《亿联网络(300628.SZ): 会议产品线的扩展或成公司未来发展主旋律》2020-08-16
- 《亿联网络(300628.SZ): 扛住疫情压力, 有望借力视频会议开启新增长》2020-07-12



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3600	4381	5054	6027	7347
现金	372	106	793	1253	2532
应收票据及应收账款	309	399	379	689	693
其他应收款	11	11	13	20	22
预付账款	5	4	6	7	10
存货	197	267	268	463	494
其他流动资产	2705	3595	3595	3595	3595
非流动资产	150	447	532	669	816
长期投资	1	43	85	127	169
固定资产	103	93	98	138	183
无形资产	37	267	306	354	412
其他非流动资产	9	44	43	50	52
资产总计	3750	4827	5585	6696	8163
流动负债	249	426	410	617	629
短期借款	0	50	50	50	50
应付票据及应付账款	142	199	194	343	360
其他流动负债	107	177	165	224	219
非流动负债	1	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	6	6	6	6
负债合计	251	431	415	622	635
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	300	599	902	902	902
资本公积	1406	1137	837	837	837
留存收益	1793	2697	3442	4465	5784
归属母公司股东权益	3499	4396	5170	6074	7528
负债和股东权益	3750	4827	5585	6696	8163

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	684	1093	1177	1342	2118
净利润	851	1235	1311	1806	2327
折旧摊销	17	20	17	22	29
财务费用	-17	-11	17	2	-15
投资损失	-107	-134	-165	-180	-192
营运资金变动	-86	-42	-2	-307	-28
其他经营现金流	25	24	-1	-1	-2
投资活动现金流	-189	-1064	64	22	19
资本支出	20	275	43	96	105
长期投资	-276	-928	-42	-42	-42
其他投资现金流	-445	-1717	65	76	81
筹资活动现金流	-212	-299	-553	-905	-858
短期借款	0	50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	150	300	303	0	0
资本公积增加	-119	-269	-300	0	0
其他筹资现金流	-243	-380	-556	-905	-858
现金净增加额	284	-267	688	460	1279

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1815	2489	2733	3753	4860
营业成本	694	846	975	1333	1745
营业税金及附加	22	30	33	45	59
营业费用	106	164	174	244	316
管理费用	45	56	68	90	107
研发费用	137	192	219	270	326
财务费用	-17	-11	17	2	-15
资产减值损失	8	-2	3	1	3
其他收益	8	16	13	14	14
公允价值变动收益	0	5	1	1	2
投资净收益	107	134	165	180	192
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	935	1360	1424	1963	2528
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	935	1361	1424	1963	2529
所得税	84	126	114	157	202
净利润	851	1235	1311	1806	2327
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	851	1235	1311	1806	2327
EBITDA	941	1381	1431	1958	2504
EPS (元)	0.94	1.37	1.45	2.00	2.58

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	30.8	37.1	9.8	37.3	29.5
营业利润(%)	44.1	45.4	4.7	37.8	28.8
归属于母公司净利润(%)	44.1	45.1	6.1	37.8	28.8
获利能力					
毛利率(%)	61.8	66.0	64.3	64.5	64.1
净利率(%)	46.9	49.6	48.0	48.1	47.9
ROE(%)	24.3	28.1	25.4	29.8	30.9
ROIC(%)	24.0	27.8	24.9	29.1	30.1
偿债能力					
资产负债率(%)	6.7	8.9	7.4	9.3	7.8
净负债比率(%)	-10.6	-1.2	-14.3	-19.8	-33.0
流动比率	14.4	10.3	12.3	9.8	11.7
速动比率	2.8	9.6	11.6	9.0	10.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	7.5	7.0	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	6.3	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.94	1.37	1.45	2.00	2.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.21	1.30	1.49	2.35
每股净资产(最新摊薄)	3.88	4.87	5.73	6.73	8.34
估值比率					
P/E	70.2	48.4	45.6	33.1	25.7
P/B	17.1	13.6	11.6	9.8	7.9
EV/EBITDA	63.1	40.7	38.7	28.1	21.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 投资要点.....	4
2. 抗住疫情压力，基本面依旧稳固.....	6
3. SIP 话机龙头地位稳固，VCS 营收持续高增.....	9
4. 云办公前景光明，产品线扩张打开成长天花板.....	11
5. 投资建议.....	13
6. 风险提示.....	13

图表目录

图表 1: 公司季度收入 (2020Q3 取业绩预告中值) (单位: 亿元)	4
图表 2: 公司产业链格局尚佳.....	4
图表 3: 亿联网络 ROE 与行业对比 (加权)	5
图表 4: 通信行业 2019 年 ROIC 前 9 家公司.....	5
图表 5: 亿联网络股价与季度业绩.....	6
图表 6: GN 股价及估值.....	6
图表 7: 公司近五年营收及其同比增速 (单位: 亿元)	7
图表 8: 公司近五年净利润及其同比增速 (单位: 亿元)	7
图表 9: 公司近五年毛利率及净利率.....	8
图表 10: 公司近五年研发投入及占营收比 (单位: 亿元)	8
图表 11: 美元兑人民币汇率 (灰色部分为去年和今年三季度)	8
图表 12: 国内出口金额 (亿美元)	9
图表 13: 公司 SIP 话机展示.....	9
图表 14: 公司近五年 SIP 话机业务营收及其同比增速 (单位: 亿元)	10
图表 15: VCS 会议业务近五年营收及其同比增速 (单位: 亿元)	10
图表 16: 公司部分会议产品展示	11
图表 17: 谷歌热门免费 app 前 5 有三款为云办公 app, zoom 持续维持第一 (2020.9.12)	11
图表 18: 公司云办公产品线.....	12
图表 19: Jabra 耳麦&免提电话产品.....	12

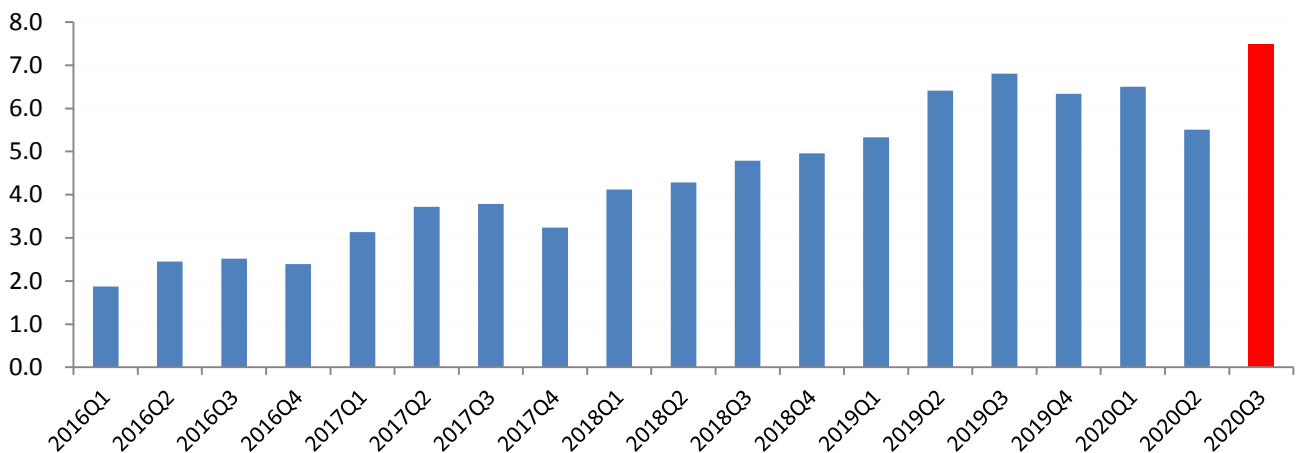
1. 投资要点

自2020年二季度以来，受疫情影响，公司的业绩有一定波动，市场对于公司未来的发展方向有一定模糊。我们从近期的边际变化、公司的核心竞争力、产业链格局、估值水平来对公司进行分析。

边际变化:

公司的经销商体系遍布全球，业务大部分在海外，整个二季度由于海外的疫情原因，很多业务的开展受到了一定的影响。公司二季度的业绩也跟随宏观环境出现了一定的波动，但今年三季度公司业绩出现了明显的回暖，三季度单季度收入创历史新高。

图表1: 公司季度收入(2020Q3取业绩预告中值)(单位:亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

核心竞争力突出: 公司在行业积累大约20年，在技术/渠道/品牌等多方面构建了较高的竞争壁垒。同时，不断完善产品线，形成了 SIP 话机/VCS 终端/云办公终端/云视讯/协同办公产品等整套产品解决方案。

产业链格局较好，公司产品力强，整体经营效率稳步提升。

图表2: 公司产业链格局尚佳



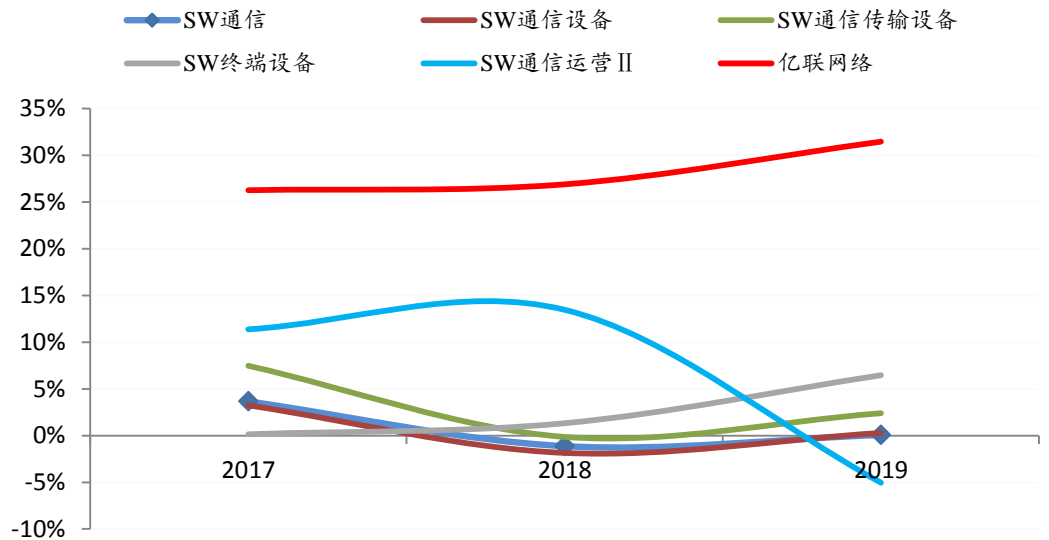
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

同时，公司在云办公产品线等方向的扩张也逐步打消了市场对于公司产品市场空间不足够大的担忧。

之前市场担忧公司的 SIP 话机增长天花板有限，而目前公司在产品和资本端双轮扩张，持续良性发展。

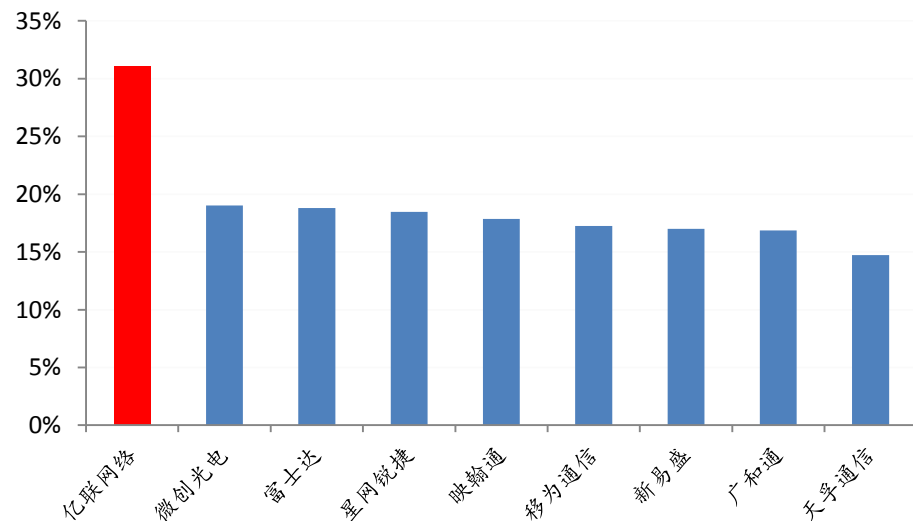
盈利能力突出：公司的 ROE 以及 ROIC 水平在行业内首屈一指。这与整个产业链格局息息相关，同时也归功于公司优秀的产品力以及良好的经营效率和供应链管理能力。

图表 3: 亿联网络 ROE 与行业对比 (加权)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 通信行业 2019 年 ROIC 前 9 名公司

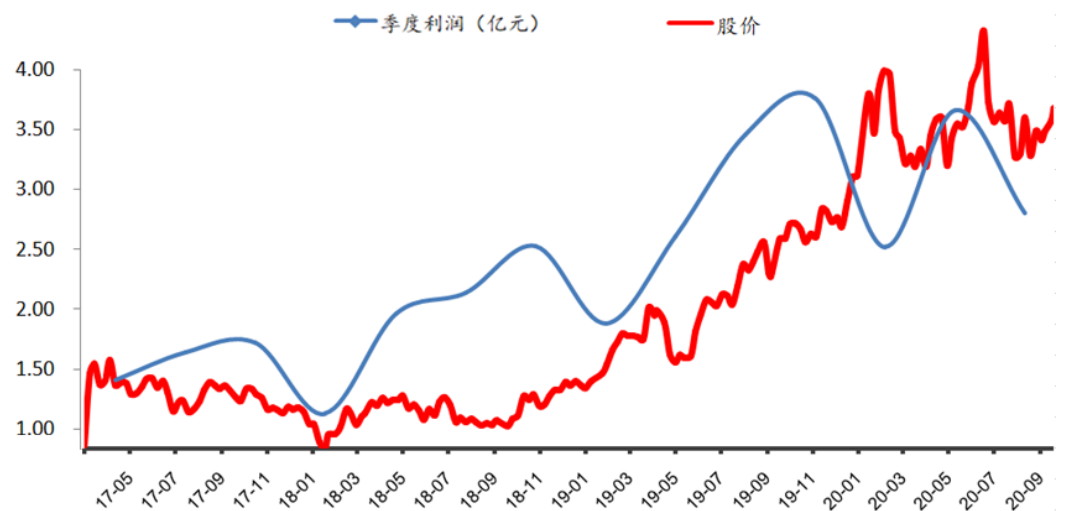


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

低估值:

公司股价的超额收益主要来自于业绩增长的持续稳定性，基于未来行业的空间假设以及商业模式对于估值的抬升预期较少。从 2018-2019 年，公司股价的超额收益更多来自于业绩的不断超预期，以及所推动的估值修复。在今年二季度由于疫情影响业绩的增长稳定性，股价有一定波动，随着三季度业绩逐步回暖，整体估值有望再上一个台阶。

图表 5: 亿联网络股价与季度业绩



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

因为公司目前的产品以硬件产品为主, 软件为辅, 同时大部分的收入也来自于硬件端。所以我们对比下 GN (Jabra 母公司) 的估值。(Plantronics、Zoom 等估值较高, 不做对比) 相比而言, 目前亿联网络的估值仍然是处于较低位置。

图表 6: GN 股价及估值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所整理

总体来说, 公司是一家轻资产运营, 在 B 端市场拥有充分产品竞争力/品牌辨识度/完善销售渠道的优质公司, 在行业不断向云视讯以及协同办公统一通信发展的趋势下。公司不断扩张产品线, 未来发展潜力巨大。

而从近期的变化来看, 由于受疫情影响的出口业务在三季度出现明显回暖, 新产品中云办公终端产品增长迅速, 有望逐步壮大。回落的估值提供了较高的安全边际。

区别于市场的观点:

市场对公司的成长空间认识不足。市场认为公司的发展空间局限于 SIP 话机, 天花板有限。但是近年来公司在 VCS 终端、云视讯、云办公终端等多个产品的突破和发展已经在收入端得到了佐证。公司不仅仅是一家优秀的 SIP 话机厂商, 而是一家扎根协同办公和统一通信的核心公司。

市场对云视讯以及视讯硬件的行业趋势理解有一定偏差。我们之前一直强调视频会议行业的“三重门”——传统视频会议/云+端/云视讯。在疫情催化之后，类似于 Zoom 这类云视讯的企业用户数/收入暴增，给予了市场对于云视讯发展趋势的信心。但是云视讯行业的发展并不意味着硬件终端的减少和消失。硬件是载体，企业/学校/个人等等的云视讯/移动办公解决方案需要硬件终端的支撑来提供更好的体验，这里的终端包括：手机、电脑、视频会议终端、摄像头、扬声器、麦克风、耳机、电子白板、语音识别等等。所以云视讯的行业大趋势并不会与行业里的硬件终端的增长相背离，反而是会进一步促进硬件行业的发展。

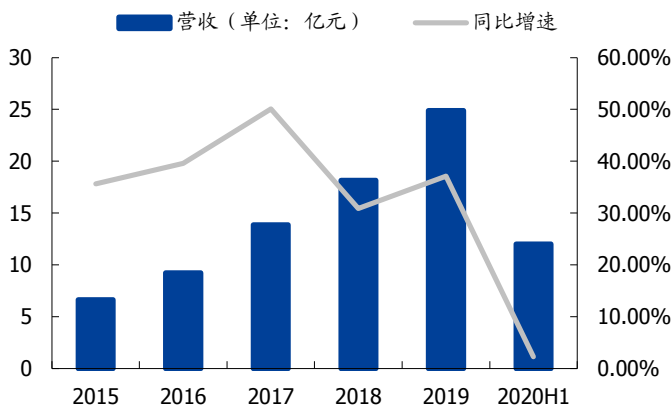
投资风险：

- (1) 贸易摩擦加剧波及公司主营业务。
- (2) 疫情影响行业需求。
- (3) 市场开拓不及预期。

2. 抗住疫情压力，基本面依旧稳固

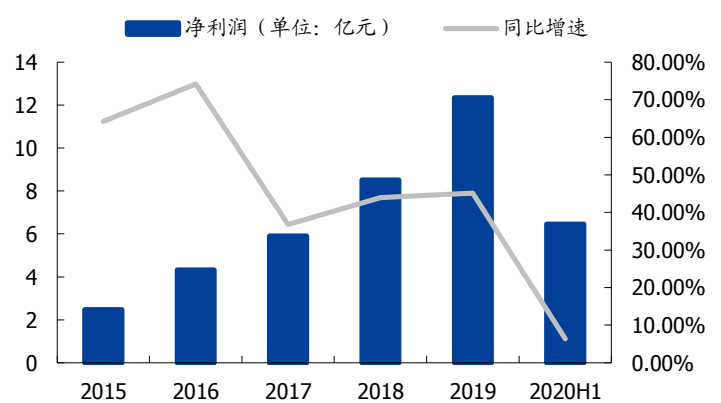
受疫情影响，公司 2020 上半年实现营业收入 12.01 亿元，同比增长 2.26%，归属上市公司股东的净利润 6.45 亿元，同比增长 6.36%。扣非后归属上市公司股东的净利润为 5.59 亿元，同比增长 2.28%。从整体业绩看，上半年公司生产经营活动受到疫情的影响，营收增速相较往年有所放缓，但依然保持了同比正增长，净利润依旧保持正增长，体现出公司强大的韧性。

图表 7：公司近五年营收及其同比增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

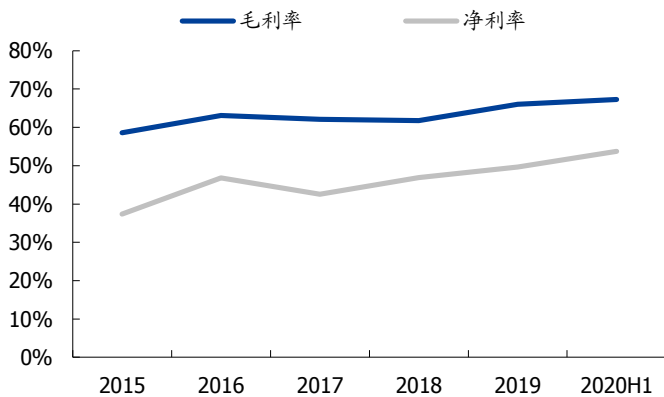
图表 8：公司近五年净利润及其同比增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

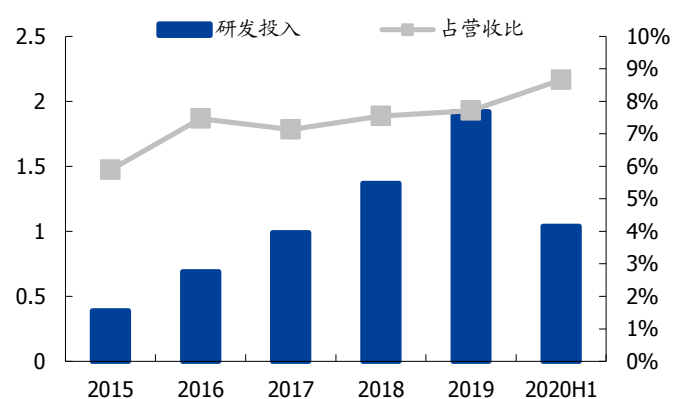
公司 2020 年上半年毛利率为 67.27%，同比提升 2.08 个百分点，净利率为 53.74%，同比提升 2.08 个百分点，经营性现金流净额为 5.49 亿，同比增长 30.46%，研发费用 1.04 亿，占营收比达到 8.66%。公司凭借强劲的产品和出色的管理能力，拥有极深的护城河，并持续加码研发，盈利能力并未受到疫情冲击且继续有所提升，经营活动现金流净额的增长体现出公司良好的业务运转。整体上看，公司上半年仅营收增速有所放缓，预计在下半年实现增速的触底反弹。

图表 9: 公司近五年毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 公司近五年研发投入及占营收比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

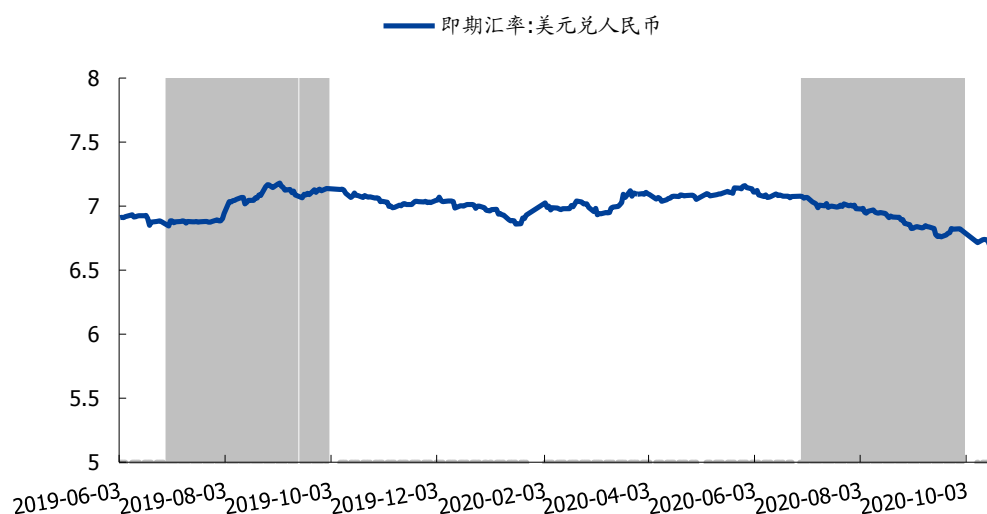
产品线进一步升级, 会议及云办公终端将成未来增长核心驱动。公司 2020 年上半年实现营收 12.01 亿元, 其中桌面通信终端产品线实现营收 9.52 亿元, 占总营收 79%, 同比下降 6.09%。VCS 会议产品线实现营收 2.03 亿元, 占总营收 16.88%, 同比增长 41.51%。今年新成立的云办公终端产品线实现营收 4400 万元, 同比增长 181.09%。随着 VCS 会议及云办公的不断普及, 市场规模不断扩大, 公司基于桌面终端的技术积累, 拓展产品线顺利, 有望成为公司未来成长新动力。

三季度业绩回暖, 收入创历史新高

公司 2020 年前三季度业绩预告实现收入 18.6-20.4 亿元, 同比增长 0-10%。归母净利润 9.3-10.3 亿元, 与去年同期基本持平。三季度单季度收入 7.2-7.8 亿元, 归母净利润 3.4-3.8 亿元。

但去年三季度美元汇率持续上行, 从 6.8 提升到 7.1; 而今年三季度美元汇率从 7.1 持续下滑到 6.8。汇率的波动对于公司的收入、毛利率以及汇兑损益产生了明显影响。扣除汇率的影响, 公司 2020 年第三季度的经营业绩出现了明显的复苏, 单季度收入创出历史新高, 未来有望持续回暖。

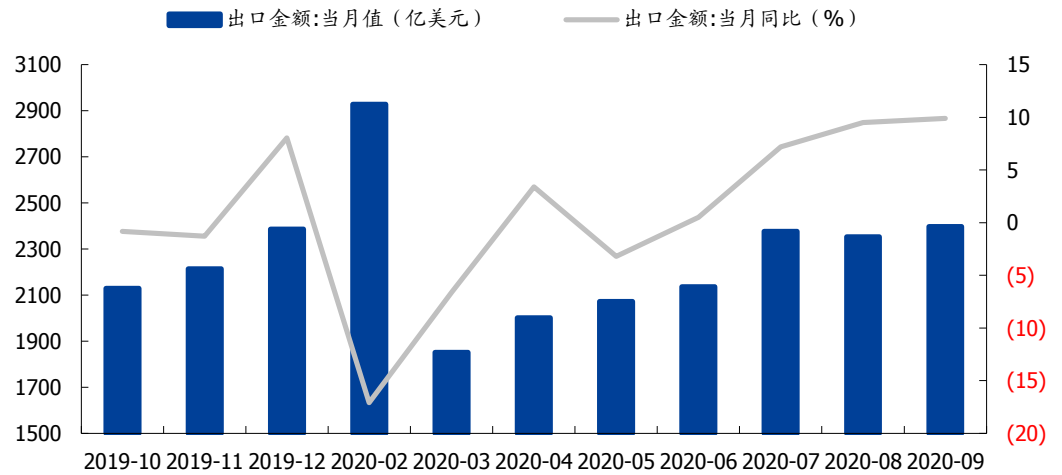
图表 11: 美元兑人民币汇率 (灰色部分为去年和今年三季度)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2020年8月中国出口同比9.5%，9月中国出口同比9.9%，都略超预期，连续第四个月抬升。出口回暖的大背景下，公司的整体销量有望进一步复苏。

图表 12: 国内出口金额 (亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. SIP 话机龙头地位稳固，VCS 营收持续高增

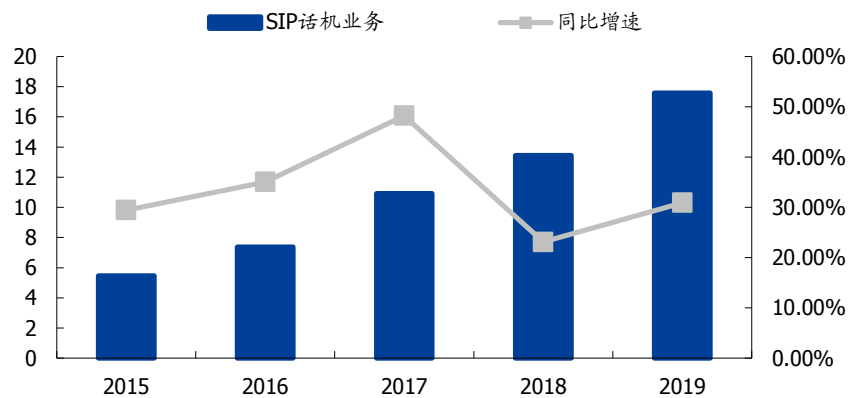
公司 2020 年上半年桌面通信终端营业收入为 9.5 亿元，同比下滑 6.09%，考虑到疫情影响生产及交付，下滑幅度整体可控，根据公司中报披露，其 SIP 话机高端机型的销售占比持续提升，业务发展整体稳健，继续保持行业领先地位。SIP 话机业务是公司过去依赖持续增长的关键业务，也是公司最主要的收入和利润来源，近三年营收占比超过 70%。根据 Frost&Sullivan 提供的数据报告显示，2019 年公司在 SIP 话机全球市场占有率为 29.5%，市占率持续增长，继续保持全球第一。

图表 13: 公司 SIP 话机展示



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

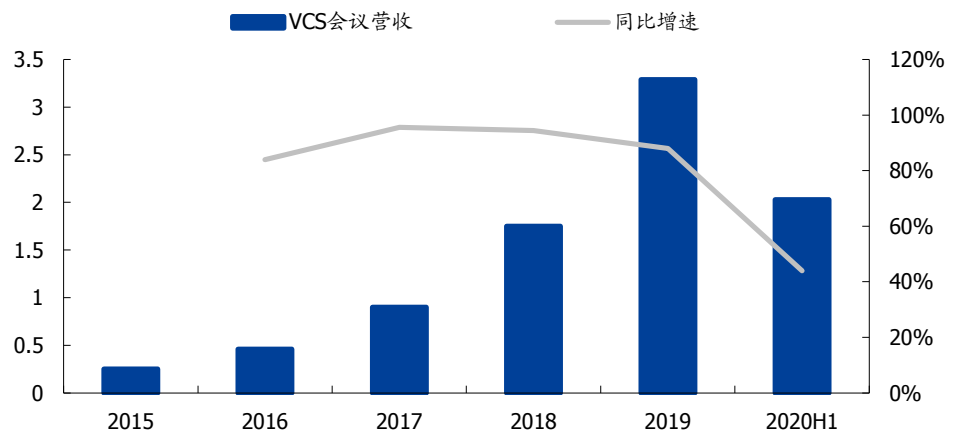
图表 14: 公司近五年 SIP 话机业务营收及其同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

VCS 业务体量持续扩大, 占比达到 17%。公司 2020 年半年 VCS 业务营收 2.03 亿元, 同比增长 41.51%, 公司基于 SIP 话机领域积累的大量技术与经验, 于 2015 年正式推出 VCS 会议产品线, 并于近三年取得年均复合增速 92.86% 的出色成绩, 营收占比从 2017 年中报的 4.63% 提高到 2020 年中报的 16.88%。伴随远程办公及视频会议的大趋势, 公司 VCS 业务在未来有望取得持续增长突破, 成为公司新的成长动力。

图表 15: VCS 会议业务近五年营收及其同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

与产业巨头深度合作, 共同享受大赛道的高增长。近年来, 视频会议产业发展迅速, 科技巨头的持续加码, 培养了用户习惯, 孕育了产业生态, 整个市场欣欣向荣保持着健康高速发展。公司在音频、视频会议系统领域积累的大量技术专利和丰富的经验, 已逐渐形成较高技术壁垒, 公司在 2019 年获得行业首张、最高级别《泰尔实验室系统五星安全认证》、三级等保认证, 其视频会议系统安全性得到国际权威机构认证, 凭借出色的产品实力和技术水平成功打入了产业巨头生态链。公司通过与微软、Zoom、腾讯云、中国电信等巨头建立战略合作伙伴关系, 共同享受视频会议大赛道的成长红利, 未来成长空间依旧巨大。

图表 16: 公司部分会议产品展示

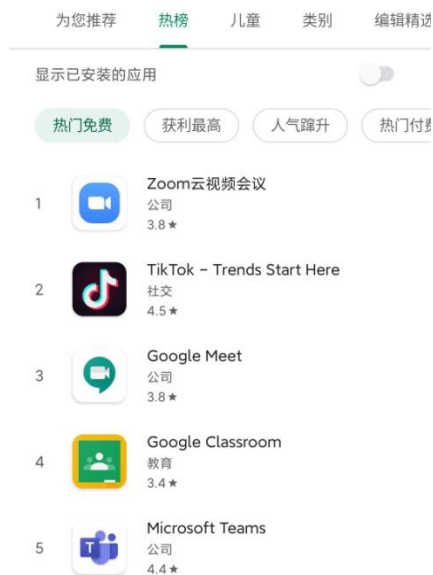


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

4. 云办公前景光明, 产品线扩张打开成长天花板

新冠疫情爆红的远程办公正深远的改变了生产生活方式。因为新冠疫情, 人们居家隔离, 在线办公成为新的生活方式, 我们在远程办公爆发初期就敏锐的捕捉到了这一变化, 在此前的报告里多次对远程办公赛道的发展和投资机会进行了深度分析。仅从3月下旬海外疫情大爆发的数周看, 微软 Teams 用户 7 日暴增 1200 万, Zoom 服务器不堪重负紧急购买云服务招聘新员工。而随着疫情的逐渐好转, 远程办公并没有消失, 龙头 Zoom 的付费率和用户增长大超市场预期, 其背后的原因正是远程办公在降低办公成本的同时往往还能提高员工效率, 越来越多的企业接受认可远程办公, 疫情意外的让人们体会到远程办公的优势, 生产生活方式在潜移默化中发生了深远的改变。

图表 17: 谷歌热门免费 app 前 5 有三款为云办公 app, zoom 持续维持第一 (2020.9.12)



资料来源: googleplay 商店, 国盛证券研究所

公司成立云办公终端产品线, 战略布局云办公加码未来。公司在 2020 年上半年发布了新一代音视频融合通信解决方案 UME、第三代视讯终端 MeetingEye 系列等通信产品,

打造一站式视频会议解决方案，并成立了云办公终端产品线，为用户提供高品质云办公终端。公司推出了超高清摄像头、高清便携会议电话、便携商务耳机等多款云办公终端，兼容包括亿联云视讯、腾讯会议、微软 Teams、Zoom 等在内的主流云视频会议平台。2020 年上半年远程办公得到了广泛的认可，市场规模快速扩大，公司上半年云办公终端产品线实现 4474 万元营收，同比增长 180%。后续公司还将持续加大研发力度，不断扩充品类，云办公终端产品线有望持续实现高速增长，前景值得期待。

图表 18: 公司云办公产品线



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

云办公终端产品线因其体积小便于携带，同时又能在复杂的使用场景（如移动中使用、环境嘈杂等）中确保高品质的音视频通讯功能，成为了移动办公用户的理想选择。类比于 Jabra 产品线，公司的云办公产品线逐步完善，而且相较于 Jabra，公司在 IP 话机、视频会议等方向的积累有助于产品线的进一步扩张。

图表 19: Jabra 耳麦&免提电话产品

<p>办公耳麦 有线和无线通话、音乐和集中注意力</p>	<p>真无线耳塞式耳机 100% 无线通话、音乐和运动</p>	<p>无线立体声耳机 用于无线个人用途的所有耳机</p>	<p>办公室免提电话 专为会议打造的有线和无线免提电话</p>
<p>呼叫中心耳麦 降噪麦克风和一整天的舒适佩戴</p>	<p>运动耳机 防汗防尘，稳稳留在您的耳朵内</p>	<p>蓝牙单声道耳机 适用于通话的单耳样式</p>	<p>车载免提电话 安装在您的车上，可以在驾驶途中通话和播放音乐</p>

资料来源：Jabra 官网，国盛证券研究所

市场之前担心公司的 SIP 话机业务成长空间有限，VCS 终端业务成长需要时日，整体天花板明显。公司布局云办公产品线打开了统一通信硬件终端的破局之路，在协同办公的

大空间内，公司可以渗透的产品和方向仍然很多，在多个产品线的渗透率仍有很大提升空间。

据 Frost & Sullivan，公司在 2019 年 SIP 话机出货量市场份额全球第一，证明在产品、渠道、品牌、销售等多个维度，公司有充分的竞争力。在公司深耕的统一通信领域内，诸如免提电话、耳机等产品线的扩张有望继承 SIP 话机的衣钵，持续发展壮大。

5. 投资建议

2020 年新冠疫情在全球大肆蔓延，公司重点海外市场的经济活动受到显著冲击，海外部分业务受疫情影响较明显，加之国内外宏观经济环境不确定性，公司各业务增速较之前均有所放缓，但公司积极推进复工复产，并实施股票激励计划充分调动员工积极性，加之本身所处赛道景气度均较高，受疫情影响延缓的需求有望逐季释放，带动公司业绩恢复高速增长。

分业务线层面来看，公司积极推进整体 SIP 端产品结构的升级以及高端产品/大客户的覆盖，主力业务 SIP 话机预计将恢复良好的增长速度，而公司的新兴业务 VCS 视频会议系统预计将重回较高的增速，该业务毛利率基本保持稳定，公司在视频会议的产品系列也日益完善，产品覆盖群体也逐步扩大。云办公终端产品线有望跟随整个云办公市场的不断增长而受益，当前营收规模较小，仍在高速增长期，前景值得期待。

三季度业绩复苏明显，长期发展仍然稳健。公司 2020 年前三季度业绩预告实现收入 18.6-20.4 亿元，同比增长 0-10%。归母净利润 9.3-10.3 亿元，与去年同期基本持平。三季度单季度收入 7.2-7.8 亿元，归母净利润 3.4-3.8 亿元，上半年公司海外业开拓受到疫情等影响，三季度有一定复苏，收入利润环比二季度有大幅改善。

公司 2020 年业绩暂受疫情影响，但公司积极推进各业务线复工复产，淡化疫情影响，目前公司发展状况良好，三季度业绩复苏明显，加之公司产品市场竞争力强、经营管理优异，业绩恢复高增长可期。预计 2020-2022 年归母净利润为 13.1、18.1、23.3 亿元，对应当前股价 PE 分别为 46/33/26 倍，维持“买入”评级。

6. 风险提示

- (1) 贸易摩擦加剧波及公司主营业务。
- (2) 疫情影响行业需求。
- (3) 市场开拓不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com