

亿联网络 (300628.SZ)

细分科技行业的高成长龙头公司

注意：本报告仅供参考，请投资者自助决策并自行承担投资风险

● 公司在 SIP 电话等海外细分市场处于行业前列

公司主营 SIP 电话, DETC 电话, 视频会议系统等企业级通讯设备市场, Frost & Sullivan 统计, 公司以销售量计是全球第二大及中国最大的 SIP 电话终端供应商。

● 公司收入和利润持续高增长, 毛利率比肩 Cisco 等国际同行

2016 年公司营业收入达 9.24 亿元, 同比增长 40%; 净利润达 4.32 亿元, 同比增长 75%; 2012-2016 年净利润复合增长率达 38%。公司最新披露 2017 年一季度收入增速区间中间值 60%, 净利润 1.2~1.45 亿, 同比增速区间中间值 80%。公司收入和利润均保持了持续的高成长。

公司超 75% 的收入来自于欧美, 超 95% 收入来自于海外, 毛利率比肩 Cisco 等国际同行, 依靠技术实力与欧美领先厂商在国际市场竞争。

● 拟募集 15.89 亿用于统一通信终端的升级和产业化等 5 项目

本次 IPO 公司拟发行 1867 万股, 发行价 88.67 元, 扣除发行成本后募集 15.89 亿用于统一通信终端的升级和产业化项目等 5 个项目。

● 17-19 年业绩分别为 8.28 元/股、11.2 元/股、14.4 元/股

考虑公司 14~16 年及 17Q1 收入/利润持续高增长, 假设公司未来收入增长和毛利基本保持当前态势并因体量较大有小幅下降, 预测公司 17 至 19 年营业收入分别为 12.7/17.1/22.7 亿元, 净利润分别为 6.18/8.39/10.8 亿元, 净利润增长率分别为 43.0%、35.8%、28.5%。考虑 IPO 增加股本稀释后的 EPS 分别为 8.28、11.2、14.4 元/股。

● 风险提示

公司绝大部分收入来源于海外, 超过 75% 来自于欧美, 有较大的税率和汇率风险; 技术和市场竞争风险; 募投项目风险。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	661.91	923.74	1,265.18	1,707.93	2,266.09
增长率(%)	35.54%	39.56%	36.96%	34.99%	32.68%
EBITDA(百万元)	263.90	418.83	625.45	844.62	1,105.93
净利润(百万元)	247.62	432.32	618.11	839.11	1,078.47
增长率(%)	64.46%	74.59%	42.97%	35.76%	28.53%
EPS(元/股)	4.422	7.720	8.278	11.238	14.443
市盈率(P/E)	-	-	-	-	-
市净率(P/B)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

报告日期

2017-03-11

发行前财务数据

每股净资产(元)	14.37
资产负债率(%)	11.34
ROE(%)	53.74
ROA(%)	60.48

发行资料

发行股数(万股)	1867
发行前股本(万股)	5600

主承销商

中国国际金融股份有
限公司

主要股东

吴仲毅

分析师:

刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

联系人:

张璋 021-60759787

zhangzhang@gf.com.cn

目录索引

投资要点	4
一、公司概况	5
1.1、公司主要产品和服务简介	5
1.2、公司股权结构	6
1.3、公司财务情况	6
1.3.1) 公司收入和利润持续快速上升	6
1.3.2) 公司各项财务指标优于 A 股同类公司	8
二、主营业务详细介绍	11
2.1、主营业务	11
2.1.1) SIP 通信协议原理	12
2.1.2) SIP 桌面电话终端	13
2.1.3) VCS 高清视频会议系统	14
2.1.4) 一站式终端解决方案	15
2.2、持续研发投入提升公司技术竞争力	17
2.3、商业模式清晰，业务表现佳	18
三、行业现状和竞争格局	20
3.1、统一通信行业发展迅速，市场需求较大	20
3.2、SIP 电话终端市场	21
3.3、行业竞争格局	23
3.4、公司核心优势	26
四、募集资金建设行业领先项目	28
盈利预测	30
风险提示	30

图表索引

图 1: 公司行业定位.....	5
图 2: 公司股权结构图.....	6
图 3: 2012-2016 年营业收入 (亿元) 及同比增幅.....	7
图 4: 2012-2016 年公司分地区营业收入占比.....	7
图 5: 2012-2016 年归母净利润 (亿元) 及同比增幅.....	8
图 6: 2012-2016 年公司销售毛利率和销售净利率.....	9
图 7: 2013-2016 年 H1 同类型公司销售毛利率对比.....	9
图 8: 2012-2016 年公司期间费用率.....	9
图 9: 2013-2016 年 H1 资产负债率与同行对比.....	10
图 10: 2013-2016 年 H1 流动比率与同行对比.....	10
图 11: 2012-2016 年公司应收账款周转率和存货周转率.....	10
图 12: 2012-2016 年公司业务分类收入占比.....	11
图 13: 2012-2016 年公司各业务毛利率变化.....	11
图 14: SIP 协议示意图.....	13
图 15: 2014-2016 年公司 SIP 终端销售量 (万件) 变化.....	14
图 16: 2014-2016 年公司 SIP 终端销售价格 (元) 变化.....	14
图 17: 公司视频会议系统产品图.....	15
图 18: 公司一站式终端解决方案.....	16
图 19: 2012-2016 年公司研发投入 (万元) 及其占营收比重.....	17
图 20: 2012-2016 年公司授权经销商数量变化.....	19
图 21: 2016 年公司分地区授权经销商数量.....	19
图 22: 公司视频会议系统客户列表.....	19
图 23: 2010-2019 年统一通信市场规模及增长率.....	20
图 24: 2010-2019 年统一通信终端市场规模及增长率.....	21
图 25: 2010-2015 年 SIP 电话市场规模 (按销售量).....	21
图 26: 2016-2019 年预测 SIP 电话市场规模 (按销售量).....	21
图 27: 2010-2019 年 SIP 电话市场规模 (按销售收入).....	22
图 28: 2015 年 SIP 电话分地区市场份额 (按销售收入).....	22
图 29: 2015 年全球 SIP 市场份额 (按销售量).....	23
图 30: 2015 年中国 SIP 市场份额 (按销售量).....	23
图 31: 公司产品销售额市场份额/销售量市场份额.....	26
表 1: 公司产品和业务演变过程.....	12
表 2: 自建式和托管式统一通信系统对比.....	17
表 3: 公司主要核心技术与产品对应关系.....	18
表 4: 行业主要竞争者介绍.....	25
表 5: 公司募集资金运用情况.....	28
表 6: 募投项目主要内容.....	29

投资要点

- 公司主营SIP电话、DECT无线电话、VCS视频会议系统等企业级通讯设备市场，根据Frost & Sullivan统计，公司以销售量计是全球第二大及中国最大的SIP电话终端供应商，是的分科技行业龙头公司。
- 2016年公司营业收入达9.24亿元，同比增长40%；净利润达4.32亿元，同比增长75%；2012-2016年净利润复合增长率达38%。公司最新披露2017年一季度收入增速区间中间值60%，净利润1.2~1.45亿，同比增速区间中间值80%。公司收入和利润均保持了持续的高成长。
- 公司超75%的收入来自于欧美，超95%收入来自于海外，公司2016年毛利率63%，比肩Cisco、Polycom等国际同行。公司依靠纯技术实力与欧美领先厂商在国际市场竞争，Frost & Sullivan综合排名认为公司在EMEA（欧洲、中东及非洲）市场排第一，北美市场第三、亚太市场第二。
- 公司依靠较强的议价能力对授权经销商的管理能力较强，公司通常要求客户在收货前基本付清全部货款，平均应收账款账期为50天，并通过出口信用保险降低坏账风险。因此公司近年现金结余较多，14年起财务费用为负。
- 本次IPO公司拟发行1867万股，发行价88.67元，扣除发行成本后募集15.89亿用于统一通信终端的升级和产业化项目、高清视频会议系统的研发及产业化项目、研发及云计算中心建设项目、云通信运营平台建设项目和补充流动资金5个项目。
- 考虑公司14~16年及17Q1收入/利润持续高增长，假设公司未来收入增长和毛利基本保持当前态势并因体量较大有小幅下降，预测公司2017~2019年营业收入分别为12.7、17.1、22.7亿元，净利润分别为6.18、8.39、10.8亿元，净利润增长率分别为43.0%、35.8%、28.5%。考虑IPO增加股本稀释后的EPS分别为8.28、11.2、14.4元/股。
- 风险提示：
海外销售的税率和汇率风险；技术和市场风险；募投项目风险。

一、公司概况

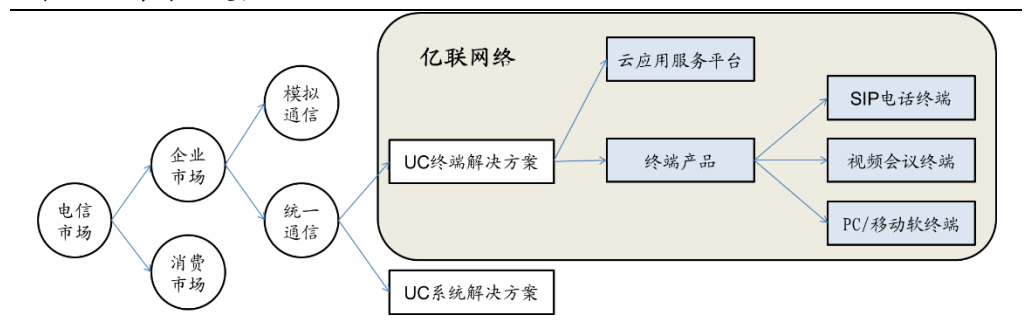
公司是领先的以互联网为基础的统一通信终端解决方案提供商，自2001年成立以来专注于向中小型企业提供统一通信终端产品和服务。公司产品涵盖桌面、无线、移动、语音会议、视频会议等各种企业统一通信应用场景的全系列音频、视频与协作终端产品。

凭借自主研发、自主销售以及外协加工模式，公司产品分销至欧洲、北美、亚洲、南美、非洲、大洋洲等全球市场，市场份额全球领先。同时，公司与BroadSoft、微软、华为等国际知名的通信系统提供商建立了良好的合作关系，服务于香港电讯盈科、英国电信、西班牙电信、花旗银行、卡塔尔航空、京东、搜狐等全球知名企业。

1.1、公司主要产品和服务简介

公司是领先的统一通信终端解决方案提供商，属于企业统一通信行业。统一通信是指把互联网技术与传统通信技术融为一体的新通信模式，使企业用户无论何时何地都能以任何设备进行音频、视频及数据通讯，并通过桌面电话、视频会议系统和手机通讯软件等统一通信技术设备及软件，达到互联互通的通信目的。

图1：公司行业定位



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

公司将产品差异化定位于统一通信终端解决方案市场，设计、研发并在全世界范围内以自主品牌“Yealink”销售SIP电话终端和VCS产品，提供相关的统一通信解决方案及服务。公司主要通过全球授权经销商网络分销模式将产品销售至全球六大洲106个国家及地区，同时公司亦向运营商及平台商客户直销产品。

在产品结构方面，SIP(Session Initiation Protocol, 会话发起协议)桌面终端是公司核心产品，2016年该产品销售收入占营业收入比为80%，DECT无线终端产品销售收入占比逐年上升，2016年达11%，另外，公司从2015年起推出VCS高清视频会议系统，同时也是公司未来重点推进产品，2016年销售收入占比达5%。

- SIP(Session Initiation Protocol, 会话发起协议)桌面电话终端: 支持高清语音以及为中小企业专门设计的自动配置、升级以及交互功能，具有高兼容性、方便使用及易部署的特点。
- DECT(Digital Enhanced Cordless Telecommunications, 数字增强无线通信)无线电话终端: 主要满足固定场所特定范围内的无线通信需求。公司的DECT无线电话终端支持高清语音、PoE、企业通讯录、会议及企业的其他

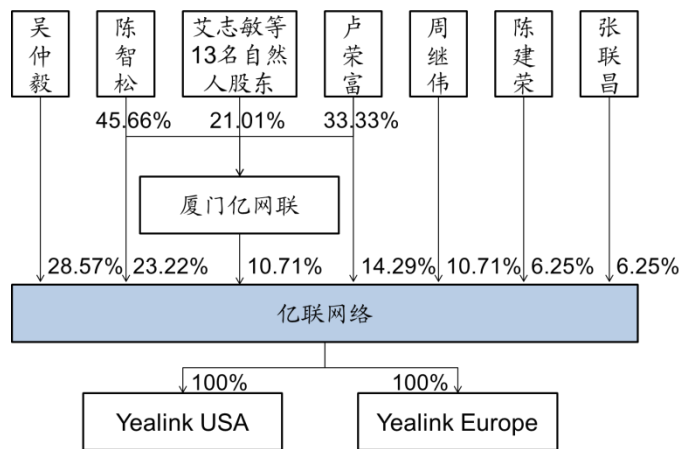
特定需求，且易于部署。

- VCS (Video Conferencing System, 视频会议系统)：具有高清视听、网络适用性强、易部署、维护简单及兼容性强的特点。此外，该产品亦具备以下关键功能：（1）在8%的网络丢包率情况下，产品仍可进行优质视频通信；（2）产品可支持前向纠错及智能带宽调整的功能，可在微弱的网络连接环境下快速作出调整，确保正常通信；（3）产品支持1080P全高清视频。
- 其他相关配件：包括转接盒、无线网络适配器、扩展麦克风、蓝牙适配器、呼叫中心耳机等配件。

1.2、公司股权结构

公司是由亿联有限整体变更设立的股份有限公司。亿联有限成立于2001年11月5日，由吴仲毅、陈智松、周继伟、卢荣富共同出资设立。截止公司招股说明书签署之日，吴仲毅、陈智松、卢荣富及周继伟为本公司的实际控制人，该四人各持有公司28.57%、23.22%、14.29%、10.71%的股份，分列公司第一、二、三、四大股东，合计持有公司76.78%的股份。该四人为公司创始人，一直担任公司董事、管理层重要职务，对公司经营决策具有重大影响，且四人已于2015年7月10日签订《一致行动人协议》，为公司的实际控制人。

图2：公司股权结构图



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

值得注意的是，陈智松、吴仲毅、卢荣富、周继伟、厦门亿网联、张联昌、陈建荣等持有较大份额原始股股东以及叶文辉、张惠荣、赖志豪、艾志敏等高管均承诺锁定36个月，并在锁定期后的两年内累计减持不超过10%~25%不等，减持力度小于证监会要求。这表明公司的原始股股东和高管均对公司长期发展有较强信心。

1.3、公司财务情况

1.3.1) 公司收入和利润持续快速上升

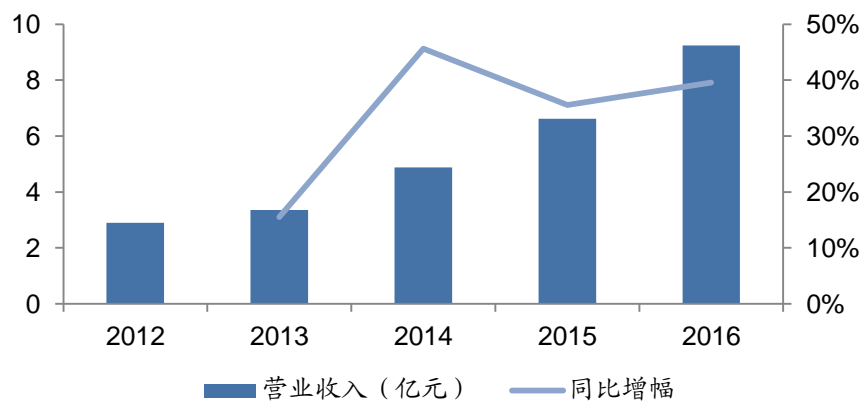
2016年公司营业收入规模达到9.24亿元，较2015年营业收入6.62亿元同比上升

40%，2012-2016年CAGR为26%。公司营业收入持续快速上涨的主要原因有：

- 企业统一通信行业尚处于发展初期，SIP通信市场发展迅速，公司作为龙头企业收入随之增长；
- 公司致力于拓展全球销售渠道，授权经销商由2013年的67家发展至91家，产品销售至106个国家及地区，同时公司与各国电信运营商实现战略合作，大大促进产品销售；
- 公司产品体系及研发能力进一步增强，公司深入渗透统一通信终端解决方案，产品组合多样化并畅销全球。

公司在最新的招股书中披露，2017年1~3月营业收入为2.71~3.28亿，同比去年增长45~75%，中间值60%，单季度收入增速继续提升。

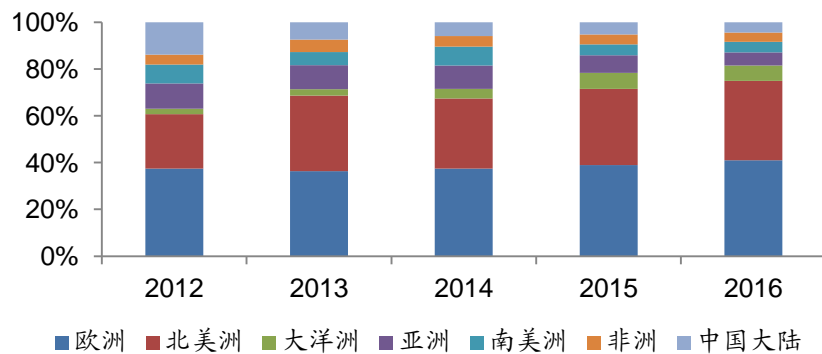
图3：2012-2016年营业收入（亿元）及同比增幅



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

从收入的全球地区分布来看，由于国内通信行业相关政策限制，公司一直致力于拓展全球市场，尤其是欧洲、北美市场，**欧美合计占比近年已经攀升超过75%，海外收入超过95%**。中国大陆销售整体占比逐年减少，2016年缩水至4%，**主要系中国目前暂没有社会性的IP运营网络，IP通信市场还处于起步阶段。**

图4：2012-2016年公司分地区营业收入占比

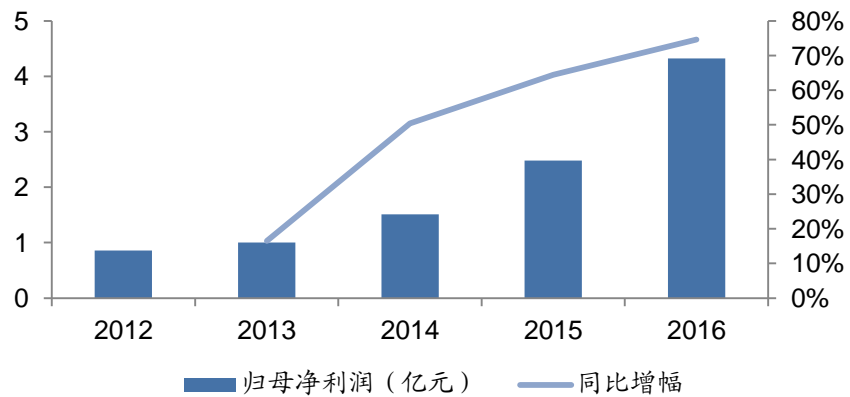


数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

在净利润方面，公司近五年归母净利润同样呈持续上升趋势，2014、2015、2016年归母净利润分别为1.51亿元、2.48亿元和4.32亿元，2016年较2015年同比增长75%，2012-2016年复合增长率达38%。净利润高速增长主要原因系公司销售收入及毛利率持续上升，同时公司加强运营管理、提高运营效率，有效利用规模效应降低各项费率占比所致。

公司在最新的招股书中披露，2017年1~3月净利润为1.2~1.45亿，同比去年增长65~95%，中间值80%，单季度净利润增速也继续提升，展示了强劲盈利能力。

图5：2012-2016年归母净利润（亿元）及同比增幅



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

1.3.2) 公司各项财务指标优于 A 股同类公司

从销售毛利率看，公司毛利率呈逐渐上升趋势。2013年度、2014年度、2015年度以及2016年，公司综合毛利率分别为54%、55%、59%以及63%

- 公司品牌在全球市场逐步得以建立，并有效地为客户提供技术服务，品牌价值 and 附加价值在产品上开始显现；
- 随着T4系列、DECT终端和VCS系统等高端产品的推出及销售量的增加，公司产品销售结构持续优化，高毛利率的高端产品销售占比逐年提升，相对高端的T4系列的销售占比从2013年的12%提升至2016年的50%，相对低端的T2系列的销售占比则有所下降；
- 由于规模效应，原材料单位成本持续小幅下降，成本控制效果明显。从销售净利率看，2016年公司净利率提升到47%，主要系毛利率提升，期间费用率有所下降，以及汇兑损益导致。

公司在国内市场没有完全可比的同行业公司，所选的四家可比公司从产品类型和业务模式都与公司存在一定差异，因此毛利率与公司并不完全可比。但相对于同行业上市公司，公司毛利率始终高出较多程度。主要原因系：

- 公司产品所在的统一通信行业，进入门槛较高，市场参与者相对较少，该细分行业的毛利率整体处于相对较高的水平；
- 公司产品和技术处于行业领先水平，高端产品拥有较高的市场份额，因此公司毛利率在细分行业亦处于较好水平；

- 公司的产品销售以自有品牌为主，产品具有较高的品牌溢价；
- 公司始终致力于优化内部管理，更专注于研发和销售能力的提升，通过外协加工的方式提高了公司的运营效率。

相对于国外同行业可比公司，如Polycom、Cisco等，公司毛利率基本处于同等水平，这证明了公司具备接近国外同行的议价水平，在SIP电话这一细分市场充分享受了行业的红利。

图6: 2012-2016年公司销售毛利率和销售净利率

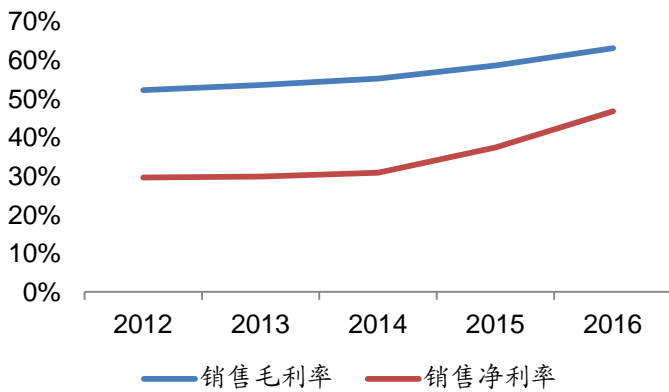
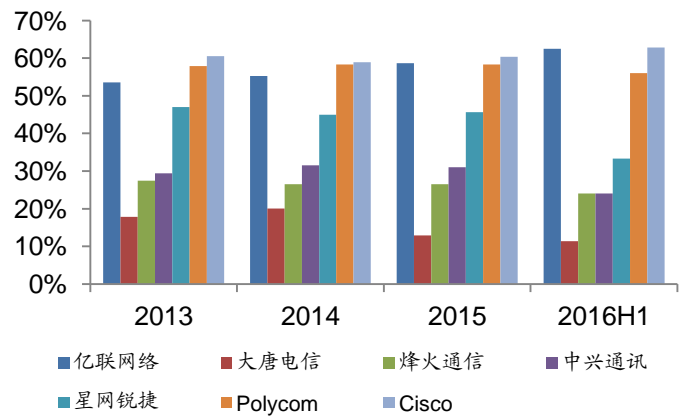


图7: 2013-2016年H1同类型公司销售毛利率对比



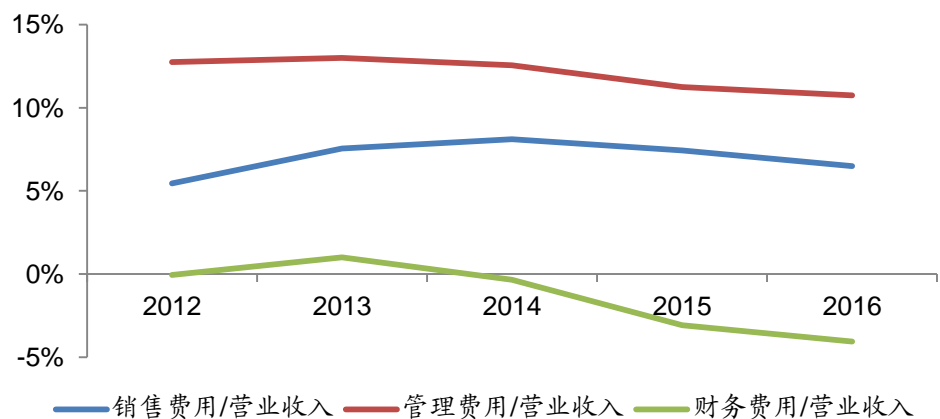
数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

数据来源: 各家公司财报、广发证券发展研究中心

在期间费用方面，由于公司出色的运营能力，期间费用率呈下降态势。2016年，公司销售费用率下降至6%，并整体低于同行业10%左右平均销售费用率水平，公司主要依靠海外授权经销商拓展市场，除人员薪酬及差旅费用外，其余销售支出较少，同时公司在销售方面严格管理开支，有针对性有目的的开展销售活动，销售支出控制在较低水平。公司管理费用率基本保持稳定，2016年为11%，与同行业公司情况基本持平，其中70%用于研发支出。

由于公司现金结余较多，从14年起利息收入增长较快使得财务费用为负。

图8: 2012-2016年公司期间费用率



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

公司资产负债率保持在较低水平，远低于同行业可比公司的平均水平。2016年资产负债率为11%。公司采用轻资产的运营模式，报告期内业务稳步增长，回款情况良好，经营活动现金流充裕，因此未发生银行借款或其他形式的有利息债务。另外，由于公司资产结构以及销售回款及时，营运现金流情况良好，公司流动比率高于同行业可比公司。2016年流动比率达8。

图9：2013-2016年H1资产负债率与同行对比

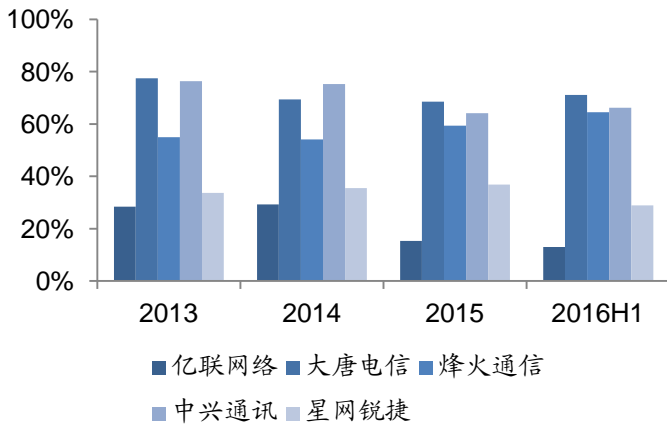
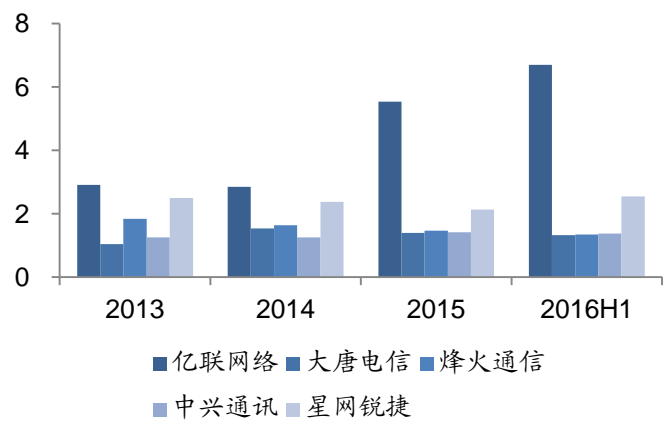


图10：2013-2016年H1流动比率与同行对比

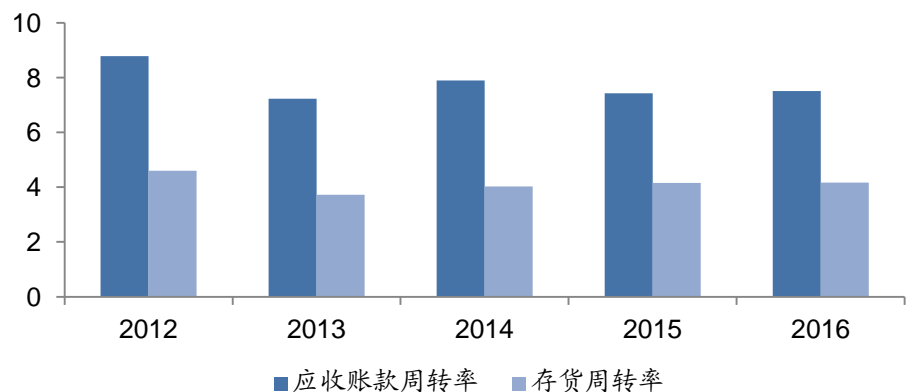


数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

数据来源：各家公司财报、广发证券发展研究中心

另外，公司在应收账款周转率较高。公司对授权经销商的管理能力较强，公司通常要求客户在收货前基本付清全部货款，平均应收账款账期为50天，并通过出口信用保险降低坏账风险。存货周转率保持较高水平，与行业整体差异不大。主要系公司销售持续增长，存货快速周转，以及公司供应链管理能力强。

图11：2012-2016年公司应收账款周转率和存货周转率



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

二、主营业务详细介绍

2.1、主营业务

公司专注于统一通信行业终端产品提供，主要细分三条产品线：SIP桌面电话终端、DECT无线电话终端，VCS高清视频会议系统。从收入结构来看，桌面电话终端是公司主要业务收入来源，随着无线电话终端和2015年推出的高清视频会议系统受到市场认可，桌面电话终端业务占营业收入比由2012年的94%下降至2016年的80%，而无线电话终端占比上升至11%。视频会议系统2015年收入占比为3.8%，2016年提升至5%，尽管目前体量依然很小，但增长迅速，是未来公司拓展业务类型、提升营业收入的关键因素。

从三项业务毛利率看，公司各条产品线持续保持毛利率上升态势，主打产品SIP桌面终端由于公司不断推出高端产品，带动产品整体毛利率提高；视频会议终端毛利率显著高于其他产品，2016年毛利率达到74%，主要系成本下降，产品体系持续丰富，提升整体毛利率。

图12：2012-2016年公司业务分类收入占比

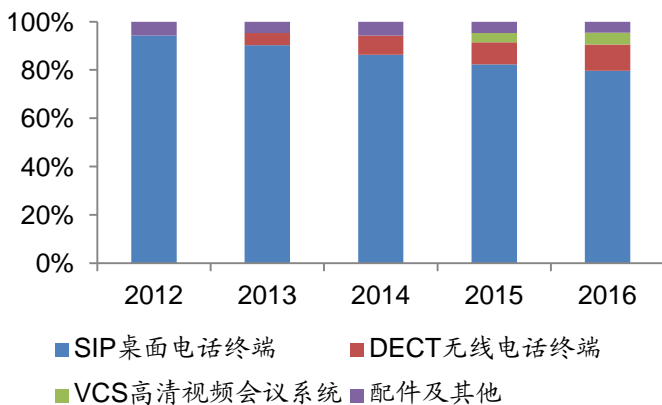
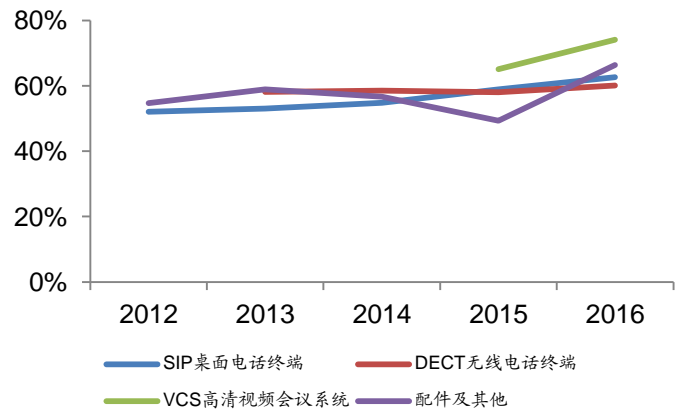


图13：2012-2016年公司各业务毛利率变化



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

公司自成立以来紧跟统一通信行业技术革新趋势，不断加强产品和技术实力。近年来，主要演变过程为：

- 从百兆向千兆发展，公司发展出满足欧美市场网络要求的千兆产品系列；
- 从有线向无线发展，公司贴合欧美市场对无绳电话的需求，设计结合无绳电话和VoIP；
- 从语音想视频协作发展，公司在占据语音通话市场领先定位后，开发视频会议系统，并致力于打造办公场景解决方案和生态圈解放方案。

表 1: 公司产品和业务演变过程

时间	第一阶段 (2001-2004 年)	第二阶段 (2005-2009 年)	第三阶段 (2010-2014 年)	第四阶段 (2015 年至今)
阶段描述	业务初创阶段, 明确定位于企业 VoIP 终端市场, 从基于 USB 的 Skype 电话切入国际市场	业务成长阶段, 明确定位于基于 SIP 协议的终端市场, 初步建立自主品牌	业务发展阶段, 随着近年来的技术革新, 公司主动推动以技术创新为主的发展模式, 初步完成全球销售渠道的建设, 并在国内外市场建立领先的市場地位	业务转型阶段, 随着办公通信方式的多元化, 公司开始构建 VCS、软件终端及云服务平台, 打造统一通信生态链
主要产品	USB 通信终端 (Skype 电话)	千兆 SIP 通信终端、USB 通信终端	千兆及千兆 SIP 通信终端、视频终端、DECT 终端	VCS 产品; 正在开发产品: 软件终端、云服务器、VCS 服务器
市场开拓	产品成功进入国际市场	产品在国内外受到好评, 初步确立全球市场地位	产品在国内外知名度进一步提升, 公司整体品牌价值不断提升	不断优化产品线, 满足客户日益变化的功能需求; 进一步提升服务质量及响应速度; 积极拓展新的运营商及平台商

数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

2.1.1) SIP 通信协议原理

SIP是由IETF (Internet工程任务组)于1999年正式发布,用于初始、管理和终止分组网络中的语音和视频会话,具体地说就是用来生成、修改和终结1个或多个参与者之间的会话。构成SIP系统的四种元素如下:

- SIP用户终端 (SIP UA): SIP的网络电话设备,可以是硬件设备或者软件。UA通过交换请求和响应初始、终止会话。根据UA在会话中扮演角色的不同,又可分为UAC (用户代理客户机)和UAS (用户代理服务器)。
- SIP代理服务器 (Proxy Server): 服务器和客户机的中间实体,其目的是代表其他客户机生成请求。其最主要的功能就是路由,能够代理前面的用户向下一跳服务器发出呼叫请求。如果需要,Proxy Server在转发之前可解释和重写原请求消息。
- SIP重定向服务器 (Redirector Server): 对接受的SIP请求产生3xx的应答,将被呼叫方的SIP UA映射成0个 (如果没有可知地址)或更多的新地址。在获得了下一跳的地址后,立刻告诉前面的用户,让该用户直接向下一跳地址发出请求而自己则退出对这个呼叫的控制。
- SIP注册服务器 (Registrar Server): 接受REGISTER请求的服务器,并根据用户在请求中规定的联系信息更新位置数据库。在SIP系统中,所有UA都要在某个Registrar Server中登录,以便其他的UA能找到它们。

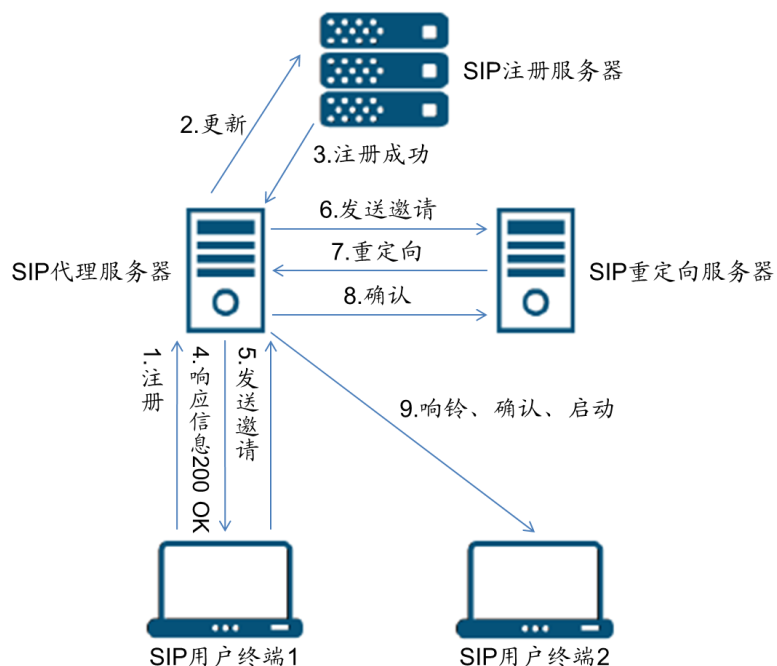
SIP协议以及网络电话的示意图如下,具体步骤为:

- 网络电话的注册:

- 1、注册：SIP用户终端1向注册服务器申请注册目前的地址；
 - 2、更新：注册服务器更新用户终端1的实际地址；
 - 3、注册成功：注册服务器成功完成目前该用户终端1的地址的注册；
 - 4、响应信息：注册服务器响应信息200 OK，返回Contract项带有用户终端1注册地址；
- 通话过程：
- 5、发送邀请至代理服务器：用户终端1拨号后，发送通话邀请至代理服务器；
 - 6、发送邀请至重定向服务器：将通话邀请传送至重定向服务器；
 - 7、重定向：找到被邀请的用户终端2的地址；
 - 8、确认：转发被邀请方的地址给用户终端2；
 - 9、响铃、确认、启动：等待用户终端2响应期间，暂时发送100 Trying信息给用户终端1；用户终端2收到邀请信息后开始响铃，回复一个铃声给用户终端1，表示用户终端2已经开始响铃；用户终端2接起电话，发送200 OK信息给用户终端1，用户终端1回复ACK确认信息；启动语音连线。

假设SIP用户终端2的使用者挂断电话，此时用户终端2会发送一个再见（BYE）信息给用户终端1以通知结束。用户终端1会回应200 OK表示已挂断。

图14：SIP协议示意图



数据来源：《SIP协议及网络电话原理应用》、广发证券发展研究中心

2.1.2) SIP 桌面电话终端

公司桌面电话终端产品基于SIP协议，使公司的产品能够与目前市场上绝大部分的主流通讯协议兼容。SIP的高效性及灵活性使SIP桌面电话终端成为基于互联网协

议通话技术（VoIP）的最优IP电话终端类别。同时，因为易部署及使用成本低等优势，开放式SIP解决方案正逐步取代传统的封闭式IP解决方案。公司的产品是全球除了思科、Polycom外，通过业内最为权威和严苛的泰尔实验室认证标准。公司根据客户需求将桌面电话终端细分为：T2系列、T3系列、T4系列、T6系列、VP系列。

- T2系列主要定位中小企业市场，针对公司内部不同职责人员需求专门设计解决方案，报告期内T2产品销量稳步提升，平均销售单价小幅下降；
- T3系列终端定位中高端市场，主要为彩屏市场、千兆网络，符合欧美市场对彩屏的认知，随着T4系列的崛起T3已逐步退出市场；
- T4系列终端主要定位大型企业、集团的高端需求，千兆网络同时更注重安全性，外观、性能均做了全面升级，性价比更高，更符合中高端客户的需求，报告期内销售收入提升较快；T6系列主要为大客户提供ODM产品；
- VP系列为视频电话终端，随着VCS高清视频会议系统的出现，该款产品被升级换代。

2016年12月1日，公司正式发布全新千兆IP话机T27G，作为T2系列基础级桌面重点，T27G在原有产品基础上进行了多重升级，集千兆网络，USB2.0接口、Opus音频编码、超高清音质、无纸化设计于一身，全面提升用户沟通体验。表明公司将逐步升级所有系列桌面终端话机，为各类客户带去千兆网络、高质量体验。

图15: 2014-2016年公司SIP终端销售量（万件）变化

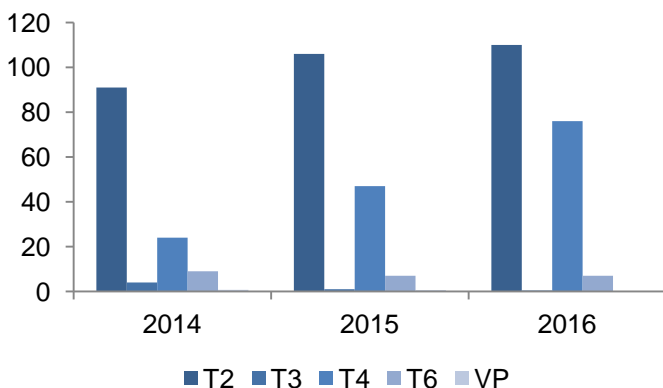
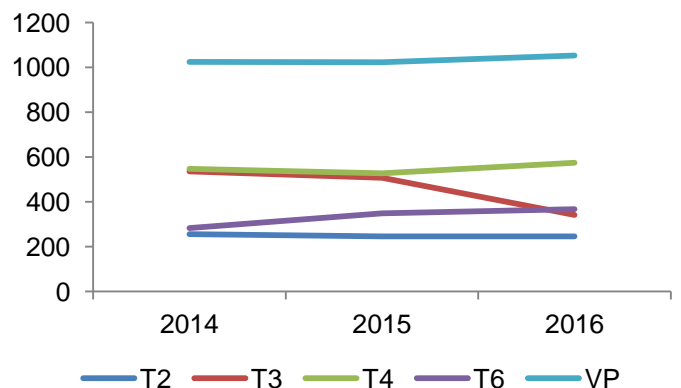


图16: 2014-2016年公司SIP终端销售价格（元）变化



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

2.1.3) VCS 高清视频会议系统

公司视频会议与协作系统为带有分支机构的中小企业用户提供了涵盖会议室（主/分会场）、个人桌面的视频会议与协作产品组合，帮助用户随时随地都可加入视频会议，并确保高质量、高安全性、高稳定性的视频通话，同时网络适用性强、部署及维护简单、广泛兼容。普通人员可以做到开箱即插即用，无需雇佣特别专业的IT人员专门维护视频会议设备。既能适应中小企业网络多样化，又能降低中小企业投入成本。目前，公司已上线三条视频会议完整产品线：

- 全高清视频会议系统：即会场视频会议终端系统，包括主机、视频会议话机、全高清摄像机、遥控器等设备。2017年2月，亿联在荷兰ISE (Integrated Systems Europe) 展会上，发布基于云分布式架构的视频会议服务器和最

新一代视频会议一体机。进一步集成视频会议系统中心控制设备、注册服务器、穿透服务器、会议管理服务器等多种服务模块于全新产品中，支持无限虚拟会议室，单个虚拟会议室最多可支持100方视频会议，为企业用户提供真正all-in-one解决方案。

- 个人桌面/移动视频：包括专门设计的视频协作话机，以及PC端和移动端高清视频会议软件。公司于2016年发布移动端APP，基于视频会议云管理服务，用户可以通过手机、Pad等移动设备随时随地进行视频沟通。2017年2月美国ITEXPO展会上，公司发布最新安卓视频话机T58V，进一步发展产品智能化，提升用户体验。
- 视频会议云管理服务平台：基于云架构的管理应用服务，集注册服务器、穿透服务器、企业地址本服务器于一身，帮助企业破解视频会议部署成本高、没有公网IP地址、专线网络和分会场无法互通等难题，进一步节省视频会议部署成本。同时，可以实现不同设备终端的互联互通。公司已在全球部署多个服务节点，涵盖中国、北美、欧洲、亚太等区域，为全球客户提供就近、快捷、稳定、可靠的视频会议云管理服务。另外，用户购买公司视频会议终端，目前可以享受免费使用云管理服务平台5年。

图17：公司视频会议系统产品图



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

2.1.4) 一站式终端解决方案

丰富的产品体系推动公司提供基于标准的、一站式统一通信终端解决方案。通过提供涵盖视频、语音、会议、无线等全系列终端产品，满足移动应用、桌面应用、会议室应用等不同场景的统一通信需求，并根据企业高管、经理主管、普通员工、前台秘书、甚至需要无线通信的如仓库管理员等角色设计需求产品。

同时，公司终端方案与Asterisk、3CX、Freeswitch等主流统一通信平台实现了无缝兼容，能够轻松实现多媒体集成、多设备融合。客户可以选择托管式和自建式两种统一通信系统部署形式。自建式是指企业自己采购平台及终端设备，并由自己搭建及维护的方式；托管式将统一通信服务系统放置于云端，终端通过互联网与亿联云端相连，公司已与Broadsoft、Metaswitch、Genband等平台商深度合作。

图18：公司一站式终端解决方案



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

表 2: 自建式和托管式统一通信系统对比

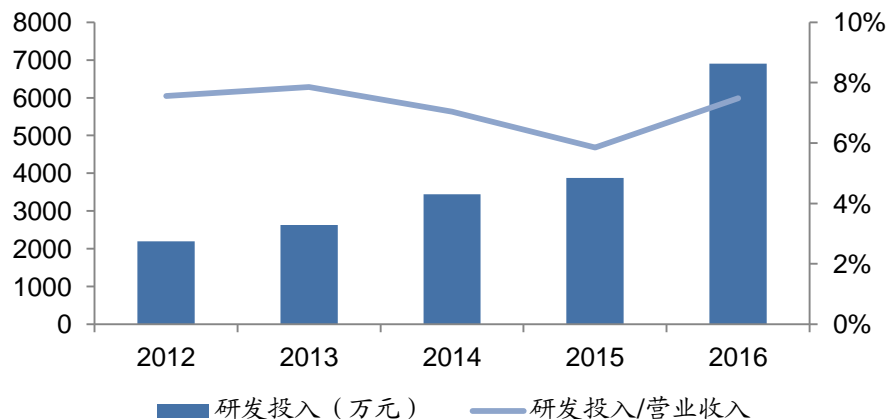
	自建式	托管式
系统模式	管-端模式 服务平台及终端都在企业内部	云-端模式 服务平台在云端,终端在企业内
采购模式	自己采购,自己搭建	采用合约租赁的方式
前期投入	大,需要一次性购买服务平台及终端设备	少,只需按月付费
维保费用	高,不仅需要专门的机房,还需要有专门的系统管理人员	少,整体系统由服务提供商维护
扩展性	差,当企业规模扩大时,得再购买甚至替换成高容量设备	好,当企业规模扩大时,只需要再增加购买服务即可
安全性	高,服务器在公司内部,由自己维护,信息传递形成闭合	有一定隐患,服务器放在云端,有可能被攻击或泄密

数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

2.2、持续研发投入提升公司技术竞争力

公司持续在研发领域进行大量投入,研发工作主要专注于开发及推出专有创新产品及技术,同时将现有产品及技术升级。2016年公司研发支出为6905万元,占营业收入比重为7.48%。公司还建立了由厦门研究中心和杭州研究中心组成的综合性研发平台,研发团队由副总经理张联昌带领。截至2016年年底,公司的两个研究中心的研发团队技术人员由2013年的152人增加至228人,占员工总人数的41%。

图 19: 2012-2016年公司研发投入(万元)及其占营收比重



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

公司目前在VoIP网络通信、音频及视频处理、硬件可靠性及用户交互体验设计等高新技术领域,拥有多项关键技术、自主知识产权和核心源代码。从而使得公司的产品能够在与全球各种主协议和多类主要SIP服务器、IPPBX和UC平台的兼容性上做到业界领先,并通过各企业安装的各类防火墙和防御的验证,确保安全性。截至本招股书签署日,公司在技术和产品方面已拥有多项知识产权组合,包括在中国、欧盟和美国拥有71项专利以及在中国拥有31项软件著作权。

公司强大的研发实力助力产品先后获得Avaya、BroadSoft、Asterisk、Genesys、3CX等80多家全球知名系统平台商的认证和深度合作，公司产品与其系统平台实现了技术对接，并共同形成整体的统一通信解决方案推向市场。截至本招股书签署日，发行人产品已获得欧盟、美国、巴西、澳洲等多达200项的产品准入和环保认证。

表 3: 公司主要核心技术与产品对应关系

产品领域	核心技术	技术来源	成熟程度	主要优势
SIP 桌面终端	SIP 协议栈	自主研发	大规模量产	软件上支持各大运营商进行深度定制，结合自动部署解决方案，保证易用性 可提升免提发送音质的 IP 电话专利申请已获得证书
	固件压缩加密算法	自主研发		
	Enhanced HD 音质	自主研发		
DECT 无线终端	DECT 语音和数据通信技术	采用 DSPG 平台，其他自主研发	已上市	支持 CAT-IQ 2.0 的 SIP DECTPHONE，硬件上与 DSPG 合作，在软件上支持无线通讯，无线升级，并能结合服务器环境，保证兼容性
	支持 repeater 扩展无线覆盖区域	自主研发		
	无线升级技术	自主研发		
	降低主机与无线终端同步数据量技术	自主研发		
VCS 高清视频会议系统	多路高清视频处理技术	自主研发	已上市	满足中小企业快速部署 VCS 的需求，网络适应性强，兼容性好，简单易用
	多方视频会议技术	自主研发		

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

2.3、商业模式清晰，业务表现佳

公司目前已形成“自主采购，自主研发，自主销售，外协生产”的清晰商业模式。从采购模式来看，公司高度重视产品质量及客户服务，故对原材料及零部件实施源头控制，所有原材料及零部件均由公司统一采购，此举一方面保障了产品性能，另一方面保证了产品的质量稳定性，报告期内公司原材料未发生重大供应中断或任何大幅价格波动情况；从生产模式来看，外协生产有效降低了企业的经营风险及成本，使公司可以在研发、销售及客户服务方面投入更多的资源，强化公司的核心竞争力，报告期内公司主要外协厂商为华联电子，但依赖性已由2014年的69%降低至2016年的45%。

在销售模式上，采用分销模式为统一通信终端行业的惯常做法，有助于企业更有效率的进行业务扩张和区域覆盖，风险及成本相对较低。2016年经销商销售金额占公司营收比重为92%。在授权经销商选择上，公司严格筛选并每年评估经销商业绩表现，包括其技术知识水平、销售表现及增长、合作意愿、市场推广能力和服务能力等。目前，公司利用全球授权经销商网络在全球六大洲106个国家及地区销售产品，重点拓展北美和欧洲发展渠道。同时，公司于美国、欧洲成立子公司，以增加与区域运营商及平台商的直接沟通，使其国际销售管理更加有效。

除此之外，公司亦向运营商及平台商客户直接销售ODM产品和定制产品，客户

包括英国电信、西班牙电信等。公司的最终用户除了中小企业，还包括花旗银行、58同城、平安保险、汇丰银行、卡塔尔航空等。

图20: 2012-2016年公司授权经销商数量变化

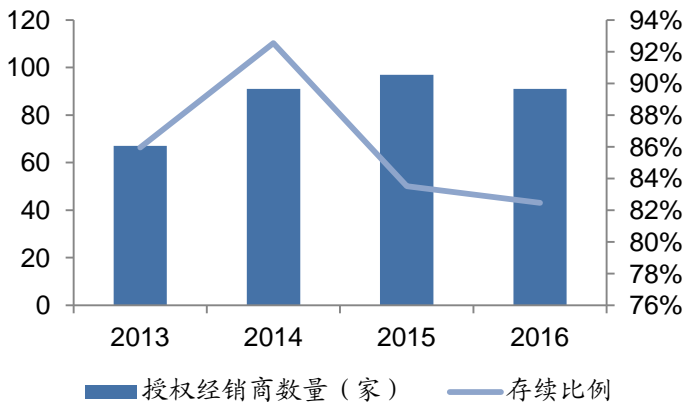
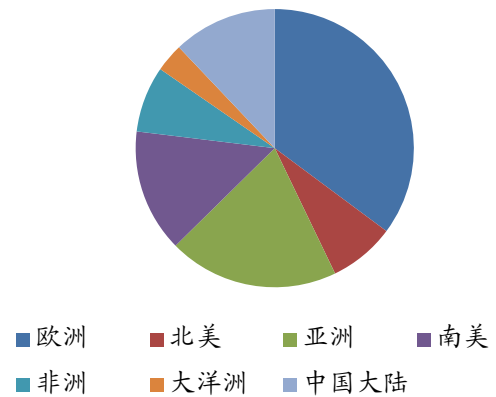


图21: 2016年公司分地区授权经销商数量



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

公司视频会议系统上线两年，已经服务于包括G20杭州峰会、南京青奥会等大型赛事，以及中国建筑技术集团、银河珠宝等大型企业。在由中国数字视听工程网、《数字视听工程》杂志主办的“2016年度数字视听行业十大品牌”评选活动，该产品荣获“2016年度视频会议十大品牌奖”。

图22: 公司视频会议系统客户列表



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

三、行业现状和竞争格局

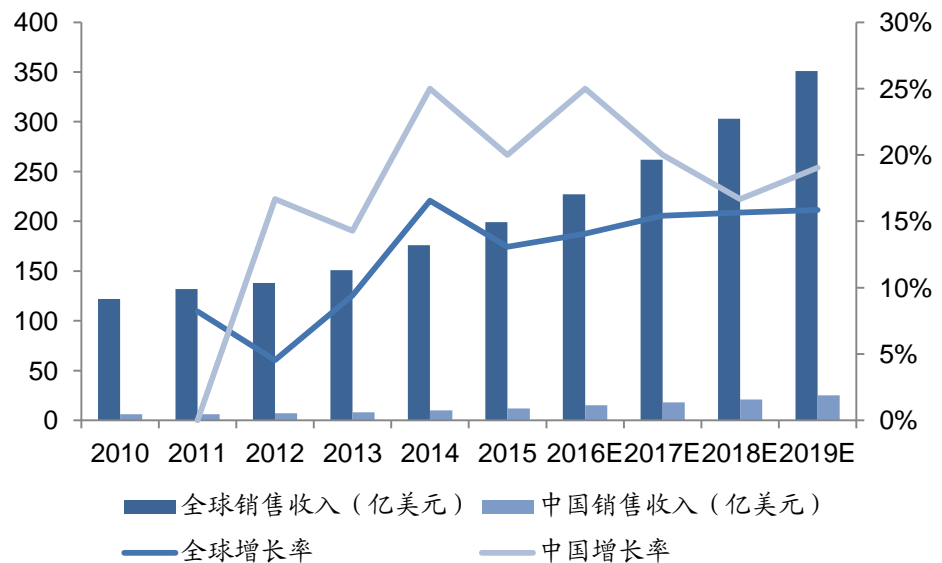
3.1、统一通信行业发展迅速，市场需求较大

统一通信是指把互联网技术与传统通信技术融为一体的新通信模式，即在互联网与传统通信网络相融合的基础上实现电话、传真、数据传输、音视频会议、呼叫中心、即时通信等众多应用服务，其核心内容是：让人们在任何时间、任何地点，都可以通过任何设备、任何网络，获得数据、图像和声音的自由通信方式。

统一通信行业包括以互联网为基础的UC服务市场及UC终端解决方案市场。UC服务市场包括就UC应用而提供的所有形式服务，例如云端、托管服务及管理服务等以及包括支持应用操作的专业服务。UC终端解决方案市场包括桌面终端、会议终端、视频会议终端及软件终端等。

据Frost & Sullivan调研数据，2015年全球统一通信市场规模达到199亿美元，预计2019年将达到351亿美元，年均复合增长率为15.2%。受益于中国企业通信的私人及公共开支增加，中国统一通信行业同样发展迅速，2015年市场规模达12亿美元，预计2019年将达到25亿美元。其中以银行、金融机构、电信业、政府部门消费最高。

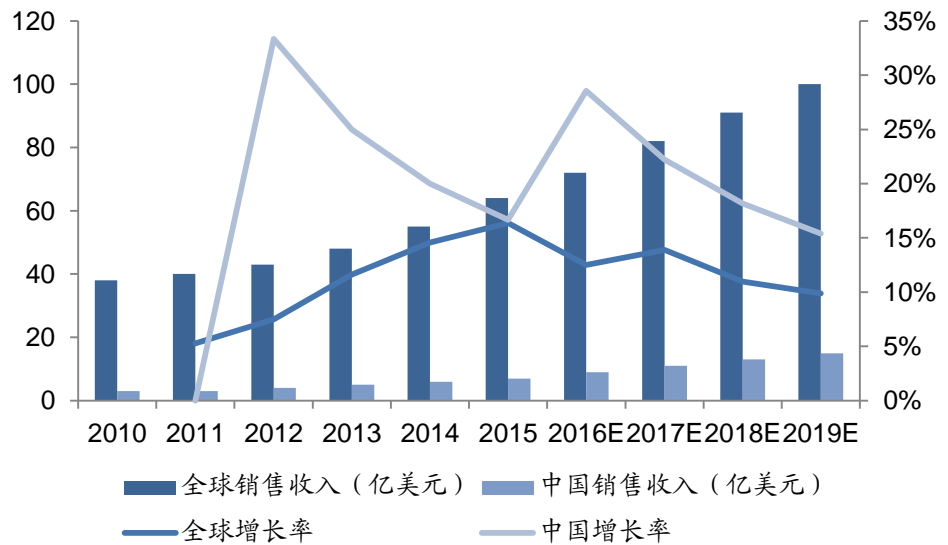
图23：2010-2019年统一通信市场规模及增长率



数据来源：Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

而在公司目前主要所处的统一通信终端解决方案市场，全球UC终端解决方案市场规模2010年为38亿美元，2015年达到64亿美元，年复合增长率为11%。UC终端解决方案的市场规模预计将于2019年达到100亿美元，2015-2019年复合增长率为11.8%。中国UC终端解决方案市场一直保持高速增长，市场规模于2015年达到7亿美元，2010-2015年复合增长率为19%，并预计于2019年达到15亿美元，2015-2019年复合增长率为21%。除国内经济持续增长外，中国UC终端解决方案市场快速增长的主要推动因素来自于中小企业不断增长的通信需求、更多行业参与者的加入、技术革新、终端及服务成本的下降。

图24: 2010-2019年统一通信终端市场规模及增长率



数据来源: Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

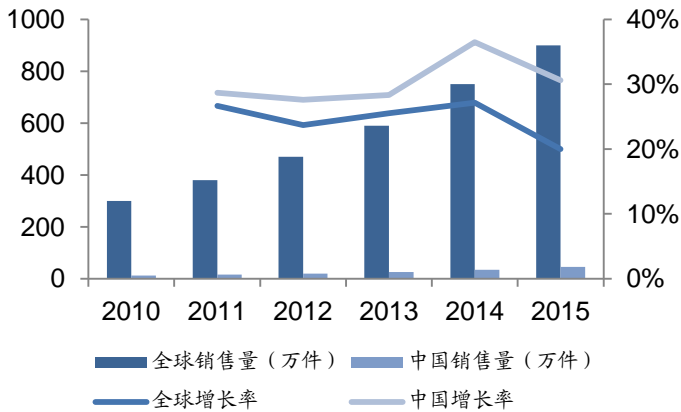
3.2、SIP 电话终端市场

公司目前核心产品SIP桌面电话终端所属细分行业，由于SIP协议的规模性和灵活性以及将统一通信特征及功能结合的特性，已经使SIP电话终端成为实施网际协议通话技术（VoIP）的首选类别。根据Frost & Sullivan，全球及中国SIP电话终端渗透率分别由2010年的8.7%及6.7%上升到2015年的27.5%及29.8%，且预计于2019年分别达到66.3%及64.5%。

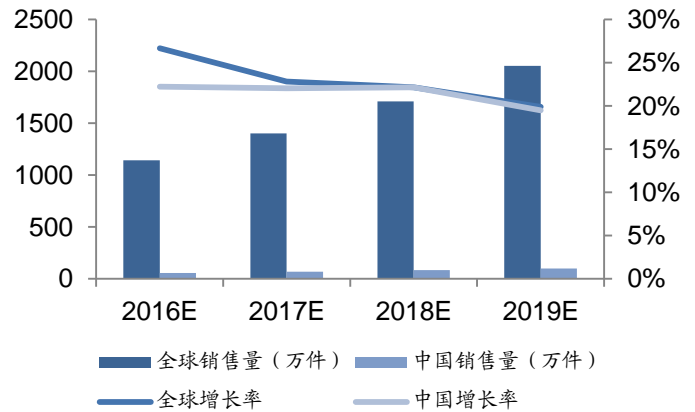
在市场规模上，按销售量计算，全球SIP电话终端市场规模于2015年达到900万件，2010-2015年复合增长率为25%，2019年预计进一步增至2050万件，2015-2019年复合增长率为23%；中国SIP电话终端市场规模于2015年增长到45万件，2010-2015年复合增长率为20%，2019年预计进一步增至98万件，2015-2019年复合增长率为22%。其中中小型企业贡献预计会增加，中小企业已迅速成为SIP电话终端的主要消费群体，尤其是中东及非洲（EMEA）及亚太地区市场。2015年按销售量计算，中小企业占全球SIP电话终端市场用户份额的47%，同时其销售收入贡献为43%。

图25: 2010-2015年SIP电话市场规模（按销售量）

图26: 2016-2019年预测SIP电话市场规模（按销售量）



数据来源: Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心



数据来源: Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

2015年按销售收入计算，SIP电话终端全球市场规模达到8.1亿美元，2010-2015年复合增长率为18%。2019年按销售收入计算，预计SIP电话终端全球市场规模达到14.5亿美元，2015-2019年复合增长率为16%。中国SIP电话终端市场于2015年销售收入为0.4亿美元，2019年的总销售收入预计将达到0.7亿美元，2015-2019年复合增长率为14%。

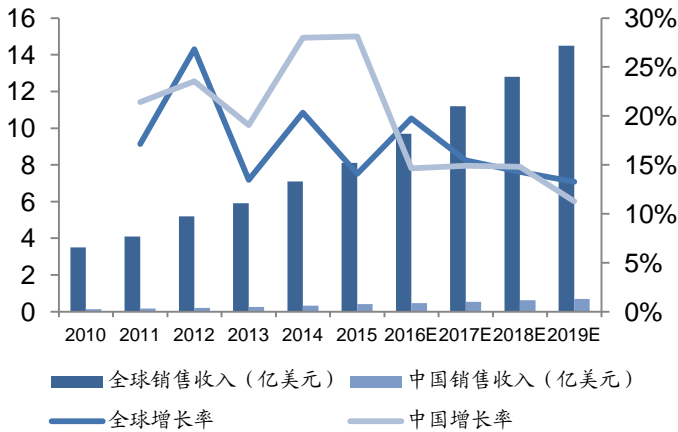
其中，欧洲、中东及非洲（EMEA）为占有量最大的地区，2015年SIP电话终端销售量达370万件，年销售收入为3.3亿美元。由于托管电话平台持续健康发展、未开发地区（例如东欧及中东地区）带来的新的市场机遇，以及越来越多不同类型的SIP电话终端的出现，预计均会刺激该地区的SIP终端电话销售。在欧洲，中小型企业占欧洲企业电话用户相当大的份额，企业通信系统的更新换代，亦会刺激潜在SIP电话终端采购额。EMEA（欧洲、中东及非洲）的市场领导者为Yealink及Aastra。

按SIP电话终端销售量及销售收入计，北美为SIP电话终端第二大市场，2015年SIP电话终端的销售量为360万件，销售收入为3.2亿美元。托管电话平台的高增长率、媒体电话的需求增长，以及Microsoft Lync（已改名为Skype for Business）的应用日益增加，推动了北美地区SIP电话终端的增长。软件终端正在逐步渗透至托管电话平台，但大部分企业终端机仍为桌面电话。北美的市场领先企业为Polycom、Cisco及Yealink。

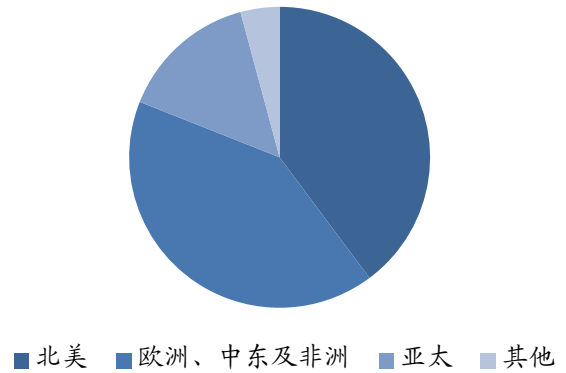
亚太地区2015年SIP电话终端销售量为130万件，销售收入为1.2亿美元。SIP电话终端在中国等发展中国家及地区存在日益增长的业务机会，主要使因为地区需求及提供商推广能力提升。同时，快速发展的云服务及托管电话平台服务市场将驱使越来越多的中小型企业采用SIP电话终端，作为更具成本效益的企业通讯方式。亚太的市场领先企业为Polycom及Yealink。

图27: 2010-2019年SIP电话市场规模（按销售收入）

图28: 2015年SIP电话分地区市场份额（按销售收入）



数据来源: Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心



数据来源: Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

另外,公司目前大力发展细分行业“视频会议”行业,远程会议正逐渐成为企业跨区域交流首选。根据Frost & Sullivan的数据,全球视频会议市场由2010年的20.9亿美元以17%的年复合增长率增长至2015年的45亿美元。新兴的云服务(尤其在成熟市场)刺激客户对将各种通信解决方案整合至云平台的需求,因此作为云产品组合的一部分,客户对视频会议服务的需求将会日益增加。预计全球视频会议市场将于2019年达到79亿美元,2015-2019年保持15%的年复合增长率。

在中国,视频会议在提升生产力及改善跨地域通信方面担当越来越重要的角色。2010-2015年间,中国的视频会议市场稳步增长,从2010年的2.1亿美元上升至2015年的5.0亿美元,年复合增长率达到19%。同时,受快速增长的经济所带动,中国与世界各地维持紧密联系的需求显著增加。因此,视频会议的应用将会更加频繁,其2019年预计市场将达到10.0亿美元,2015-2019年保持19%的年复合增长率。

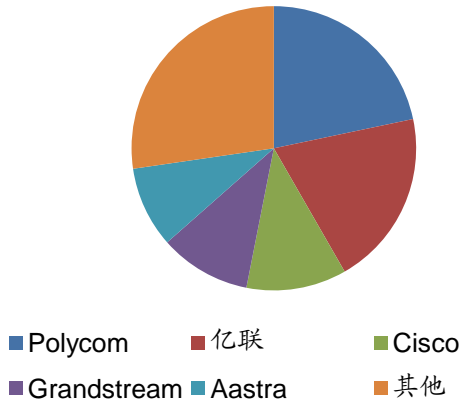
3.3、行业竞争格局

统一通信行业产品主要包括系统级产品及终端级产品。公司定位于终端产品的研发及销售。由于系统产品需要大量的资源及前期投入,国内外系统级产品主要被进入行业较早的Cisco、Avaya等大型企业所垄断。随着统一通信行业的发展,对行业整合能力的要求越来越高,对终端产品提供商的专业化能力要求也越来越高,系统厂商自行生产所有的终端产品已无法与其自身的成本效益相匹配;另一方面,技术创新和改革已迫使终端产品提供商不断升级产品线及研发创新产品,以满足新的技术和市场需求。公司始终明确“统一通信终端解决方案提供商”这一企业定位,且目标市场客户主要定位于中小企业,帮助企业实现互联互通,提高办公沟通效率。

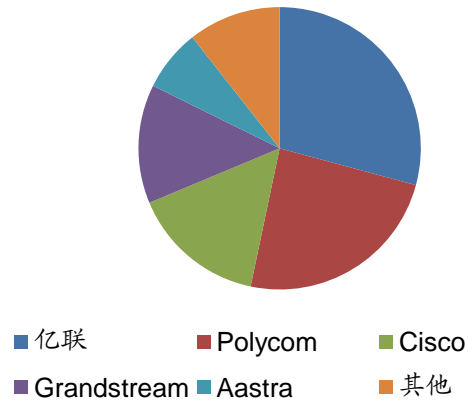
目前全球统一通信终端主要有少数企业主导,竞争较为激烈2015年前五大参与者为Polycom、亿联、Cisco、Grandstream及Aastra(已被Mitel收购)。而在中国,由于政策限制,公司国内竞争对手较少,主要为广州亿景通信技术有限公司、深圳方位通讯科技有限公司,该两家均非上市公司。**根据Frost & Sullivan的数据,以销售量计算,公司于2015年全球及中国的SIP电话终端的市场份额分别为20%及29%,为全球第二大及中国最大的SIP电话终端供应商。**最新产品视频会议系统目前在全球市场表现也较为良好。

图29: 2015年全球SIP市场份额(按销售量)

图30: 2015年中国SIP市场份额(按销售量)



数据来源: Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心



数据来源: Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

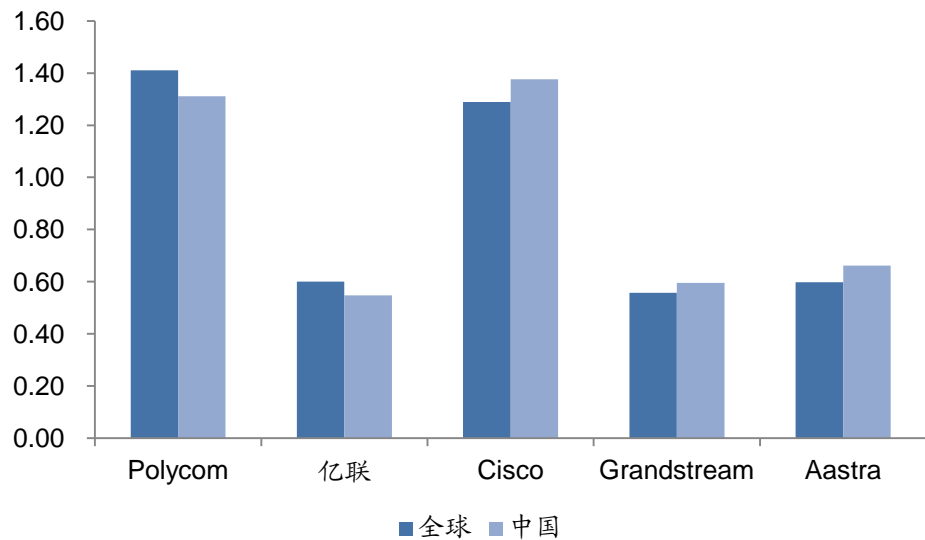
表 4: 行业主要竞争者介绍

公司名称	公司介绍
Polycom	<ul style="list-style-type: none"> ■ 美国纳斯达克上市公司，提供端到端语音、视频、数据和多媒体协作应用的跨国企业 ■ 产品线丰富，主要包括：远真视讯系统和视频会议系统、会议室电话、IP 语音桌面终端等。Polycom 的业务重心在视频会议系统，IP 电话占其销售收入的比例约为 20%。 ■ 业务发展趋势：统一通信个人设备产品提升、继续加强增值服务、挖掘个性化解决方案服务、
Cisco	<ul style="list-style-type: none"> ■ 美国纳斯达克上市公司。其经营路由器、防火墙、交换机、IOS 软件、宽带有线产品、网络管理、光纤平台、网络安全产品与 VPN 设备、网络存储产品、视频系统、IP 通信系统、无线产品等各类通讯产品，为全球领先的通信设备制造及服务商。 ■ 2003 年收购 Linksys 后，整合 Linksys 原有的 SIP 电话终端产品线，重新命名为 Cisco SPA 系列，其在 SIP 市场占有率较大的市场份额，也是亿联网络在欧美市场的主要竞争者。
GrandStream	<ul style="list-style-type: none"> ■ 创立于美国，是 IP 音视频通信和数字监控产品的设计和制造商。Grandstream 总部为美国波士顿，分别在美国达拉斯、美国洛杉矶、中国深圳、中国杭州、中国香港、委内瑞拉、印度、摩洛哥设立分部。Grandstream 产品包括 IP 语音电话、IP 多媒体电话、IP 语音网关、IP 视频监控、IPPBX 等产品。
Aastra	<ul style="list-style-type: none"> ■ 成立于加拿大。最初为航空及防务市场提供工程技术服务，从 1992 年开始，Aastra 开始专注于通信领域，研发和销售可接入到公众电话通信网络和企业专业通信网络的产品和系统。Aastra 产品包括大中小型 IP 通信平台、视频会议平台、IP 桌面电话、融合应用以及无线电话（DECT 及 WiFi）等产品。
亿景通信	<ul style="list-style-type: none"> ■ 成立于 2001 年，致力于 IP 语音、3G-IMS、NGN 的接入层面及融合通信领域，现已经成为国内领先的具备一体化 IPPBX、模拟数字网关、IP 话机全系列 IP 语音产品的生产商
方位通讯	<ul style="list-style-type: none"> ■ 成立于 2002 年，一直致力于 IP 通信产品的开发与升级，产品涵盖 IP 语音电话、多媒体视频电话以及网关等。
大唐高鸿	<ul style="list-style-type: none"> ■ 由大唐电信科技产业集团整合了集团内多年积累的数据产业技术、产品和资源组建的高新技术企业。大唐高鸿于 2003 年成功上市，在通信产业领域主要从事数据通信领域产品、业务和整体解决方案的提供、行业信息化客户信息系统解决方案的提供。 ■ 公司主要的产品体系包括 VoIP 平台系列、VoIP 中继网关、VoIP 终端产品、3G 产品系列、IP 呼叫中心、IP 调度系统、RFID 产品系列。IP 电话终端产品主要有 EP300-H IP 电话、EP300-ST 软电话、EP300-V IP 可视电话等。

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

根据 Frost & Sullivan 提供的 SIP 电话终端行业按销售额和按销售量计市场份额，我们可以算出公司产品在行业中处于的档次。可以看到，公司该数值略微小于 **Polycom 和 Cisco**，与 **Grandstream 及 Aastra** 相近，印证了公司定位为中小企业市场。

图31: 公司产品销售额市场份额/销售量市场份额



数据来源: Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

3.4、公司核心优势

公司是全球领先的以互联网为基础的统一通信终端解决方案提供商，通过差异化定位于中小企业用户，已在全球市场已确立明显竞争优势。公司的竞争优势主要体现在以下五个方面：

- **公司享有高度认可的品牌和良好声誉：**公司致力于为中小企业客户提供高质量、高性价比的产品和高效、优质的服务；始终将品牌建设视为企业的核心竞争力和最重要的资产；公司获行业组织及具影响力的刊物颁发多个奖项及殊荣，提升了公司的品牌知名度及声誉
- **公司研发实力强大：**公司在研发领域持续进行大量的投入，并将其视为公司重要的竞争优势；通过在通信行业多年的钻研和积累，公司拥有多项关键技术及自主知识产权和核心源代码；公司强大的研发实力助力产品先后获得Avaya、BroadSoft、Asterisk、Genesys、3CX等80多家全球知名系统平台商的认证和深度合作。
- **产品定位清晰，极具成本效益：**公司一方面满足中小型企业的基础通信需求，另一方面积极推动中高端UC终端解决方案在中小企业的推广。由于中高端产品的知名度日益提升，产品结构不断优化，公司业绩持续增长。公司策略性将公司产品外包给可靠的外协厂商进行生产，从而可让公司专注发展产品、技术以及销售渠道建设。
- **公司在全球拥有成熟且广泛的分销网络：**公司凭借其拥有的分销模式以低风险及低成本的方式进入新市场，有效拓展公司业务地理覆盖区域。随着业务增长，公司致力于与知名经销商发展长期业务合作关系，以拓展公司全球销售网络。
- **公司高管团队经验丰富：**公司的高管团队由富有经验的专业人士组成，他

们具备深厚的技术和行业经验，使公司能够成为行业中的全球领军者。其中总经理陈智松是电信高级工程师，于2013年获得厦门市拔尖人才称号，负责本公司的业务和策略发展；卢荣富负责监督公司业务销售与市场营销；周继伟负责监督公司业务的营运与生产。副总经理张联昌于2002年加入本公司，主管公司的研发团队。

四、募集资金建设行业领先项目

公司本次拟向社会公众公开发行不超过人民币普通股（A股）1867万股（占本次发行后公司总股本的比例为25%）。本次募集资金投资项目围绕公司主营业务展开，募集资金项目的有效实施将进一步提高公司的技术研发水平，并提高公司的盈利水平。发行募集资金扣除发行费用后，将投资于以下项目：

表 5：公司募集资金运用情况

项目名称	预计投资总额 (万元)	占比	建设期
统一通信终端的升级和产业化项目	42883	27%	36 个月
高清视频会议系统的研发及产业化项目	37356	24%	36 个月
研发及云计算中心建设项目	24826	16%	24 个月
云通信运营平台建设项目	43908	28%	48 个月
补充流动资金	10000	6%	-
合计	158973	100%	-

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

随着本次募集资金投资项目的顺利实施，统一通信终端的升级和产业化项目将进一步提升公司统一通信领域产品竞争力和服务能力，提升公司品牌知名度，扩大经营规模和盈利能力；高清视频会议系统的研发及产业化项目的实施将进一步优化公司产品结构，增加高附加值产品比重，提高盈利水平，有利于进一步增强公司的核心竞争力；研发及云计算中心建设项目将为企业建立起完善的基础性、前瞻性产品和技术研究、开发和创新体系，进一步增强企业产品和技术持续的自主研发创新能力；云通信运营平台建设项目为中小企业提供基于云通信平台的增值服务，有助于公司实现全面布局统一通信产业链。综上，本次募集资金投资项目将明显提高公司的核心竞争能力，有利于公司参与市场的竞争，为公司的可持续发展和战略目标的实现提供可靠的保证。

表 6: 募投项目主要内容

项目名称	项目建设内容
统一通信终端的升级和产业化项目	本项目是通过公司多年研发经验积累以及对统一通信相关高新技术的掌握,进行对百兆系列终端的升级换代、千兆系列终端的研发和无线及视频系列终端的研发,并逐步投入实行产业化。
高清视频会议系统的研发及产业化项目	本项目是在公司现有掌握的通信技术基础上,对高清视频会议系统的软硬件系统进行创新构建和开发实现,按照现代企业协同办公、统一协同通讯的要求进行丰富、完善的新产品。通过本项目,公司将完成包括集成多点控制单元功能的系统终端一体机 VC400、单路终端 VC120、高清摄像机 VCC18、会议电话 VCP40、全向拾音器 VCM30、扩展麦克风 CPE80、遥控器 VCR10 等多项高清视频会议系统终端产品,形成了面向不同应用场景的产品组合,提供给与会者高效、高质量的视频体验,提高协同办公效率,构造了完整的统一协同通讯系统。
研发及云计算中心建设项目	本项目计划建设研发及云计算中心,内置办公区、音视频实验室、云通信数据中心、中试生产线以及技术支持中心等区域,通过项目的实施,可改善公司研发环境,吸引高素质人才,同时有效整合公司现有的研发资源,改变现有研发区域分散的局面,利于共享公司的研发资源,促进部门沟通和协调,提高公司研发效率。
云通信运营平台建设项目	本项目的建设内容是研发一套基于云平台的统一通信平台,即“云通信运营平台”系统产品,并运营该云通信平台。

数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

盈利预测

- 收入假设：公司最近三年收入增速持续提升，2015/16年收入增速为35.54%、39.56%，考虑到公司目前收入体量相对于整个SIP市场的广阔空间相对较小，公司市占率依然有提升空间，同时公司的产品也有升级提升的空间，因此我们假设公司未来3年的收入增速仍将继续高于行业平均增速（约20%）的增长，同时考虑到公司收入体量较高，增速在17，18，19年分别为36.96%、34.99%、32.68%。
- 毛利率假设：考虑到公司最近3年毛利率持续提升，16年毛利率已经超过63%，假设未来公司毛利率平稳并可能因体量较大而有微幅下降。
- 费用率假设：假设公司随着收入规模的扩大，边际效应体现，但上市后项目扩张也会带来额外成本，两者基本抵消，假设公司未来3年的费用率基本稳定。
- 考虑公司14~16年及17Q1收入/利润持续高增长，假设公司未来收入增长和毛利基本保持当前态势并因体量较大有小幅下降，预测公司2017~2019年营业收入分别为12.7、17.1、22.7亿元，净利润分别为6.18、8.39、10.8亿元，净利润增长率分别为43.0%、35.8%、28.5%。考虑IPO增加股本稀释后的EPS分别为8.28、11.2、14.4元/股。

风险提示

- 海外销售占比较大，存在税务和汇率风险：发行人绝大部分收入来自欧美等海外市场，若未来全球贸易战加剧。特别是特朗普上台后推行了“美国制造”政策，鼓吹对中国制造施以重税，若该方针政策落地，预计将对公司美国收入（约40%）有重大影响。公司绝大部分收入由美元结算，汇率波动将显著影响公司的产品竞争力和汇兑损益。
- 新品开发的技术和市场竞争风险：如果公司不能正确判断和把握市场动态及行业发展趋势，不能根据技术发展、行业标准和客户需求及时进行技术创新和业务模式创新，则存在因市场竞争相对于对手优势减弱而导致经营业绩不能达到预期目标的风险。
- 募投项目风险：虽然本公司对本次募集资金投资项目均进行了审慎的可行性论证和充分的市场调查，认为项目能取得较好的经济效益，但在项目实施过程中仍然存在因工程进度放缓、投资成本上升、市场环境变化等各种不确定因素对项目实际收益产生不利影响的风险。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	443	809	1840	1727	1867
货币资金	262	546	1568	1360	1376
应收及预付	104	141	170	228	303
存货	73	89	102	138	187
其他流动资产	4	34	0	0	0
非流动资产	79	98	1293	2289	3284
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	14	14	12	9	7
在建工程	24	45	1245	2245	3245
无形资产	39	37	35	33	31
其他长期资产	2	1	1	1	0
资产总计	522	907	3134	4016	5151
流动负债	80	103	121	164	220
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	80	102	121	164	220
其他流动负债	0	1	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	80	103	121	164	220
股本	56	56	75	75	75
资本公积	25	25	1596	1596	1596
留存收益	361	724	1342	2181	3259
归属母公司股东权	442	804	3013	3852	4930
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	522	907	3133	4016	5151

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	230	350	619	780	1003
净利润	248	432	618	839	1078
折旧摊销	5	5	4	4	4
营运资金变动	-10	-62	3	-53	-70
其它	-13	-25	-6	-11	-10
投资活动现金流	-18	-22	-1187	-987	-987
资本支出	-20	-22	-1187	-987	-987
投资变动	1	0	0	0	0
其他	0	1	0	0	0
筹资活动现金流	-107	-44	1590	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	1590	0	0
其他	-107	-44	0	0	0
现金净增加额	105	284	1022	-207	16
期初现金余额	157	262	546	1568	1360
期末现金余额	262	546	1568	1360	1376

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	35.5	39.6	37.0	35.0	32.7
营业利润增长	70.1	61.0	45.5	36.4	28.9
归属母公司净利润增长	64.5	74.6	43.0	35.8	28.5
获利能力(%)					
毛利率	58.6	63.1	66.0	66.0	65.4
净利率	37.4	46.8	48.9	49.1	47.6
ROE	56.0	53.7	20.5	21.8	21.9
ROIC	123.2	149.5	40.0	31.4	28.8
偿债能力					
资产负债率(%)	15.3	11.3	3.9	4.1	4.3
净负债比率	-0.6	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3
流动比率	5.53	7.86	15.25	10.55	8.47
速动比率	4.58	6.97	14.38	9.68	7.60
营运能力					
总资产周转率	1.51	1.29	0.63	0.48	0.49
应收账款周转率	7.83	7.92	7.89	7.90	7.90
存货周转率	4.19	4.19	4.19	4.19	4.19
每股指标(元)					
每股收益	4.42	7.72	8.28	11.24	14.44
每股经营现金流	4.11	6.25	8.29	10.44	13.43
每股净资产	7.90	14.37	40.35	51.59	66.03
估值比率					
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	662	924	1265	1708	2266
营业成本	274	341	430	580	785
营业税金及附加	6	10	13	18	23
销售费用	49	60	81	108	140
管理费用	74	99	120	162	215
财务费用	-20	-37	-37	-51	-48
资产减值损失	2	3	6	3	3
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
营业利润	279	448	652	890	1147
营业外收入	10	14	13	13	13
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	288	462	665	902	1160
所得税	41	30	47	63	81
净利润	248	432	618	839	1078
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	248	432	618	839	1078
EBITDA	264	419	625	845	1106
EPS(元)	4.42	7.72	8.28	11.24	14.44

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理
工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作, 2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王文龙: 研究助理, 东南大学信息工程学士, 香港城市大学金融与精算数学硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 研究助理, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 张 璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015年加入
广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9 号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号 太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。