

中小市值主题精选系列之亿联网络深度报告

——亿联网络（300628）：统一通讯行业龙头

2017年05月2日

强烈推荐/首次

亿联网络 | 深度报告

报告摘要：

统一通讯行业龙头，内生性增长稀缺标的。公司是国际领先的统一通信终端解决方案提供商，集研发、销售及服务于一体，并通过外协加工的方式，为全球企业客户提供智能、高效的企业通信终端解决方案。自2001年成立以来一直致力于为企业提供智能、高效的通信终端设备。

◆公司所在的企业统一通信行业尚处于发展初期，特别是 SIP 通信市场发展较为快速，作为企业统一通信行业的领先企业，公司充分享受行业红利，实现持续快速发展。目前，公司在电信行业的市场定位在 UC 终端解决方案，主要提供云应用服务平台和终端产品。公司在终端产品方面的主营业务又可细分为三条产品线：**SIP 桌面电话终端、DECT 无线电话终端和 VCS 高清视频会议系统。**

◆公司近三年营业收入明显提高，增幅均超过 30%，2016 年的营业收入 9.24 亿，同比增长 35.7%，净利润为 4.32 亿，同比增长 74.59%。

行业飞速发展带动公司业务快速增长。我们认为到 2019 年，全球统一通信终端市场的出货量和营收将分别达到 4930 万和 100 亿美元，全球 SIP 电话终端出货量和营收将达到 2050 万台和 14.45 亿美元。凭借公司目前行业内所处的优势地位，有望或得市场增长带来的最大红利。同时我们认为国内的 IP 通信市场的发展与国际上会有一个时间差，但是目前也已经有相当一部分用户在使用 IP 话机了。根据预测显示，2017-2019 年的中国市场规模会从 672 千件增长到 980.5 千件，庞大的用户市场优势是其它国家无法比拟的。假设公司市场占有率不变，利润率不变的情况下，产品营收和利润未来有望保持 40% 以上的增长。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 12.96 亿元、17.67 亿元和 23.21 亿元，净利润分别为 6.37 亿元、8.57 亿元和 11.19 亿元。预计公司 2017 年-2019 年每股收益分别为 8.54 元 11.47 元和 14.99 元，对应 PE 分别为 41.5 倍、30.9 倍和 23.7 倍，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

| 指标 | 15A | 16A | 17E | 18E | 19E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 661.91 | 923.74 | 1296 | 1767 | 2321 |
| 增长率(%) | 35.5% | 39.6% | 40.3% | 36.3% | 31.4% |
| 净利润(百万元) | 247.62 | 432.32 | 637.30 | 856.51 | 1119.08 |
| 增长率(%) | 64.46% | 74.59% | 47.41% | 34.40% | 30.66% |
| 净资产收益率(%) | 56% | 53.74% | 46.07% | 40.73% | 36.78% |
| 每股收益(元) | 4.42 | 7.72 | 8.53 | 11.47 | 14.99 |
| PE | 80.21 | 45.92 | 41.54 | 30.91 | 23.66 |
| PB | 44.90 | 24.68 | 19.13 | 12.59 | 8.70 |

分析师：林阳

021-65465035

liny.ang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

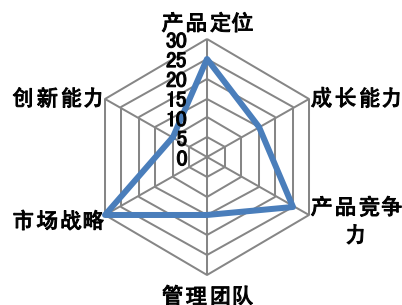
S1480510120003

联系人：杨洋

021-65465583

yang_yang@dxzq.net.cn

六位评价体系之服务业、制造业图



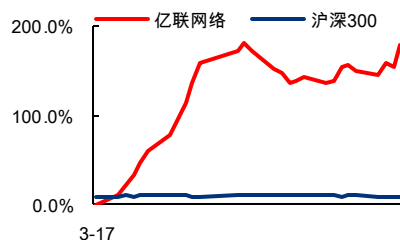
所属于概念板块

概念题材：次新股、全 A

核心护城河、商业模式概括

- 细分领域占有率高
- 先发优势明显
- 客户资源丰富

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

| | |
|---|----|
| 1. 统一通讯行业龙头，内生性增长稀缺标的 | 4 |
| 1.1 国际领先的统一通信终端解决方案提供商 | 4 |
| 1.2 三大产品线制霸国内，短期增长看 SIP，未来发展看 VCS | 5 |
| 1.3 盈利能力稳定增长，深耕海外市场 | 8 |
| 2. 国内统一通讯市场发展迅猛，国外市场亦是重中之重 | 11 |
| 2.1 成本优势和经销模式保证公司未来市场优势地位 | 11 |
| 2.2 时机到来，国内市场品牌建设号角吹响 | 13 |
| 2.3 “中国制造”价格优势助力海外市场 | 14 |
| 3. 行业进入快速发展期，公司具备行业领先优势 | 15 |
| 3.1 SIP 电话终端市场需求持续大幅增长 | 15 |
| 3.2 SIP 电话终端行业竞争激烈 | 16 |
| 3.3 公司在激烈的行业竞争中处于优势地位 | 18 |
| 3.4 募投项目围绕主营夯实基础，爆发指日可待 | 19 |
| 4. 盈利预测及投资评级 | 20 |
| 5. 风险提示 | 20 |

表格目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 表 1 SIP 桌面电话终端各产品占比情况 | 5 |
| 表 2 公司 2012 年至 2016 年收入构成情况 | 9 |
| 表 3 公司 2012 年至 2016 年综合毛利率情况 | 10 |
| 表 4 公司 2012 年至 2016 年各产品毛利率情况 | 10 |
| 表 5 公司 2012 年至 2016 年各费用占比情况 | 11 |
| 表 6 公司 2012 年至 2016 年成本情况 | 12 |
| 表 7 公司 2012 年至 2016 年客户类型占比情况 | 12 |
| 表 8 公司主要产品的同类市场竞争情况 | 14 |
| 表 9 公司 2012 年至 2016 年客户类型占比情况 | 19 |
| 表 10 公司盈利预测表 | 21 |

插图目录

| | |
|---------------------|---|
| 图 1 公司股权结构 | 4 |
| 图 2 亿联视频会议服务器 | 6 |
| 图 3 亿联视频会议终端 | 7 |

| | |
|--|----|
| 图 4 亿联个人桌面/移动视频终端..... | 7 |
| 图 5 亿联视频会议云管理服务平台..... | 8 |
| 图 6 公司 2012 年至 2016 年营收及增长率情况..... | 8 |
| 图 7 公司 2012 年至 2016 年归母净利润及增长率情况..... | 9 |
| 图 8 公司生产及销售模式示意图..... | 11 |
| 图 9 公司经销模式示意图..... | 12 |
| 图 10 2010-2019E 按销售量计中国 SIP 电话终端的市场规模..... | 13 |
| 图 11 2010-2019E 全球 UC 终端出货量及收入情况预测..... | 14 |
| 图 12 2010-2019E 全球 SIP 电话终端出货量及收入情况预测..... | 14 |
| 图 13 2010-2019E 按销售量计中国 SIP 电话终端的市场规模..... | 15 |
| 图 14 2010-2019E 按销售量计全球 SIP 电话终端的市场规模..... | 15 |
| 图 15 2015 年按销售量计全球 SIP 电话终端市场五大参与者排名..... | 16 |
| 图 16 2015 年按销售量计中国 SIP 电话终端市场五大参与者排名..... | 17 |

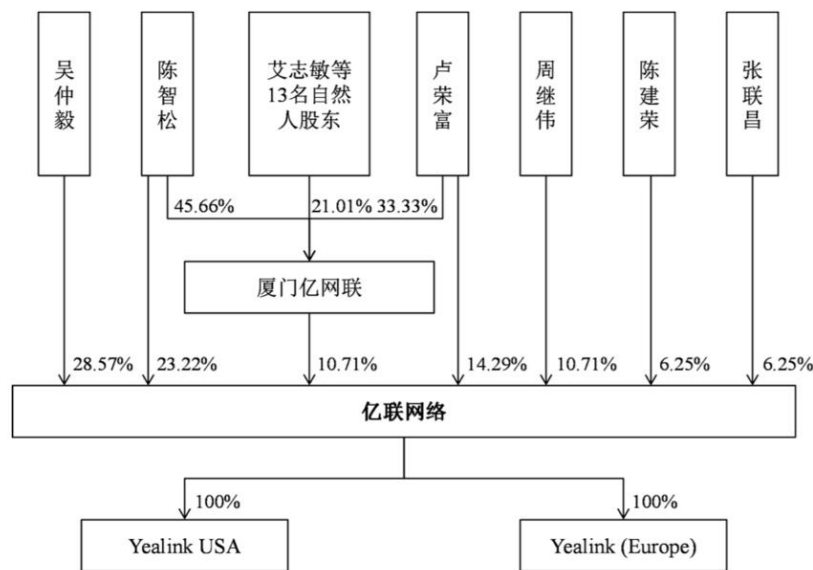
1. 统一通讯行业龙头，内生性增长稀缺标的

1.1 国际领先的统一通信终端解决方案提供商

公司是国际领先的统一通信终端解决方案提供商，集研发、销售及服务于一体，并通过外协加工的方式，为全球企业客户提供智能、高效的企业通信终端解决方案。自2001年成立以来一直致力于为企业客户提供智能、高效的通信终端设备。长期以来，公司一直专注于向中小型企业提供产品和服务，客户包括香港电讯盈科、英国电信、西班牙电信、花旗银行、卡塔尔航空、京东、搜狐等国际知名公司。近年来，公司凭借强大的研发实力、集研发、销售及服务于一体的经营结构、覆盖全球的渠道体系和与BroadSoft、微软、华为等国际知名企业良好的合作关系，产品远销欧洲、北美、亚洲、南美、非洲、大洋洲等106个国家和地区。统一通信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。

公司发行人是由亿联有限整体变更设立的股份有限公司。2001年11月5日，吴仲毅、陈智松、周继伟、卢荣富共同出资设立亿联有限，注册资本为180万元，当时的持股比例分别为55.56%、22.22%、13.89%、8.33%。截止至招股说明书签署日，吴仲毅、陈智松、周继伟、卢荣富持股比例为28.57%、23.22%、14.29%、10.71%，分列公司前四大股东。公司自然人股东均任董事、管理层等重要职务，其中四位公司创始人长期担任公司要职。十六年来，除去吴仲毅的股份从55.56%减持至28.57%变化较大外，其余三位创始人的持股比例并未发生明显变化，显示出公司管理层人员的流动性小，稳定性好，加上丰富的管理经验以及四位创始人默契的配合，公司发展十分值得期待。

图1 公司股权结构



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

值得注意的是，公司前六大自然人股东均承诺：自公司股票上市之日起 36 个月内，不转让或者委托他人管理本人所直接或间接持有的公司股份，也不要求公司回购该部分股份，说明公司的大股东们对于公司长期发展的态度十分乐观，同时也向资本市场释放出积极的信号。

1.2 三大产品线制霸国内，短期增长看 SIP，未来发展看 VCS

公司所在的企业统一通信行业尚处于发展初期，特别是 SIP 通信市场发展较为快速，作为企业统一通信行业的领先企业，公司充分享受行业红利，实现持续快速发展。目前，公司在电信行业的市场定位在 UC 终端解决方案，主要提供云应用服务平台和终端产品。公司在终端产品方面的主营业务又可细分为三条产品线：**SIP 桌面电话终端**、**DECT 无线电话终端**和 **VCS 高清视频会议系统**。

◆ SIP 桌面电话终端：

基于 SIP 协议，通过互联网方式建立两个或以上终端之间的通讯终端。尽管 SIP 桌面电话终端并非市场上首个推出的 IP 电话终端类别，但是由于 SIP 协议的开放性和兼容性使得其具备了超越传统封闭式 IP 终端的规模性及灵活性。同时，因为易部署及使用成本低等优势，SIP 桌面电话终端已成功晋升为基于互联网协议通话技术 (VoIP) 的最优 IP 电话终端类别。报告期内，公司收入的 80% 来自与销售 SIP 电话有关的主营业务收入，可见 SIP 桌面终端业务对公司发展（营收和净利）的影响重大。公司对 SIP 桌面终端业务也很重视，一直致力于研发 SIP 终端新品，产品种类丰富，基本可以满足从中低端到高端企业的各种需求，其业务可细分为 T2 系列、T3 系列、T4 系列、T6 系列和 VP 系列。其中 T2 系列和 T4 系列是 SIP 桌面终端业务中市场表现最好的产品系列，去年占比分别为 29.25% 和 47.46%。

表 1 SIP 桌面电话终端各产品占比情况

| 产品大类 | 二级分类 | 2016 年度 | | 2015 年度 | | 2014 年度 | |
|----------|------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| | | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| SIP 桌面终端 | T2 | 27,023.99 | 29.25% | 26,080.84 | 39.40% | 23,315.52 | 47.74% |
| | T3 | 169.87 | 0.18% | 633.59 | 0.96% | 2,199.94 | 4.50% |
| | T4 | 43,844.99 | 47.46% | 24,587.44 | 37.15% | 13,217.56 | 27.07% |
| | T6 | 2,582.49 | 2.80% | 2,574.37 | 3.89% | 2,581.49 | 5.29% |
| | VP | 15.79 | 0.02% | 578.17 | 0.87% | 800.53 | 1.64% |
| | 小计 | 73,637.15 | 79.72% | 54,454.40 | 82.27% | 42,115.04 | 86.24% |

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

- T2 系列：主要定位中小企业市场，为用户提供高清语音质量。此系列产品可帮助企业自建通讯录服务器并且拥有丰富的可编程按键，帮助客户提高办公效率。
- T3 系列：T3 系列终端定位中小企业市场，主要为彩屏市场。同时，高端商务人士也可以进行个性化的页面定制，符合欧美企业的使用习惯。

- T4 系列：主要定位大型企业、集团的高端需求。在话机语音通信方面达到行业顶级水准，在安全性设计方面理念先进，在欧美市场获得巨大成功。
- T6 系列：主要为大客户提供 ODM 产品。公司凭借国际首屈一指的技术实力和领先业界的工业设计以及卓越的话机品质成为 PCCW、Zultys 等国际知名企业的合作伙伴。
- VP 系列：定位于有多媒体沟通需求的高端及行业客户。

T2 系列和 T4 系列分别服务于中低端市场和中高端市场，目前市场表现良好。T3 系列由于与 T4 系列同样主打彩屏市场、千兆级网络，但是 T4 系列在安全性、外观和性能上更具备竞争力，导致 T3 系列逐步退出历史舞台，去年营收占比仅为 0.18%。VP 系列由于和 VCS 高清视频会议系统产品的定位有重叠，使得营收占比仅为 0.02%。

◆ VCS 高清视频会议系统：

VCS 高清视频会议系统是公司 2015 年推出的新产品系列，旨在为带有分支机构的中小企业用户提供涵盖会议室（主、分会场），个人桌面的视频会议与协作的产品组合，帮助用户随时随地都可加入视频会议。由于 VCS 高清视频会议系统的产品具有易部署、网络适应性强、兼容性广泛、维护简单的特点，以及其终端产品设有智能穿透、支持远程维护的设备接口的创新性，能够有效的满足中小企业对于网络多样化和节约成本的需求，加上公司在中小企业市场的客户积累，尽管产品目前尚处于渠道建设和机型完善期，市场反应仍然强烈，需求十分广阔。

目前，VCS 高清视频会议系统的构建主要源自四大板块：

- 视频会议服务器：公司推出的视频会议服务器是集成类服务器，其在功能上不仅支持 1080P30 全编全解，而且尝试采用 TLS/SRTP/HTTPS/动态密码等多种加密方式，以保障会议安全。公司共推出过 YMS1000 和 YMS2000 两款视频会议服务器，为企业级用户带来了更好、更高效的远程会议体验。

图 2 亿联视频会议服务器

YMS2000 视频会议服务器



YMS1000 视频会议服务器



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

- 全高清视频会议系统：VC 系列是亿联公司于 2015 年初推出的新一代全高清视频会议系统终端，定位于满足中小企业应用于各种设备、各种场景的视频会议需求。

由于其具备了高倍数光学变焦摄像头、在 8% 的抗丢包性、前向纠错及智能带宽调整以及在 1Mbps 低带宽环境下支持 1080P 全高清视频等关键功能，因此系统的整体价值很高，在 2016 年其销售收入占比达到 4.98%，平均产品毛利率达到 74.08%。

图 3 亿联视频会议终端



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

- 个人桌面/移动视频：移动视频主要指高清视频会议移动端，公司通过发布在苹果和安卓应用平台发布高清视频会议 APP，极具创新性的将视频体验成功的扩展到了平板电脑、智能手机等移动端平台上。同时，公司在个人桌面上推出了为商务精英打造的高端旗舰 T49G 视频协作话机和支支持微软 XP、Win7 及以上系统的视频会议 PC 端（Yealink VC Desktop Software），进一步完善了客户的需求，丰富了公司的产品线。

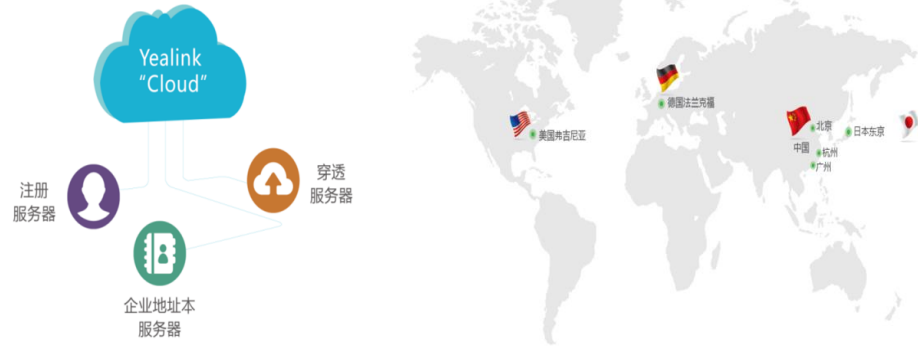
图 4 亿联个人桌面/移动视频终端



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

- 视频会议云管理服务平台：亿联推出的视频会议云管理服务平台是一个基于云架构的管理应用服务，其服务节点遍布全球部中国、北美、欧洲、亚太等多个区域，具有易部署、公共 IP 和不同终端互通等功能，帮助企业打造简单、高效、易用的视频沟通平台。

图 5 亿联视频会议云管理服务平台



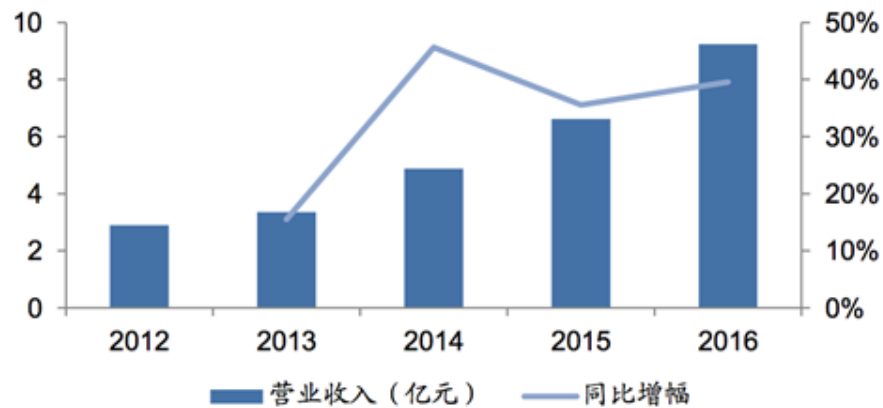
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.3 盈利能力稳定增长，深耕海外市场

自公司成立以来，主营业务一直围绕基于 SIP 协议的统一通信终端，未发生重大变化，但 2010 年公司开始布局全球市场，逐步在国际上得到认可，目前海外收入占总收入比重超过 95%，其中欧美等发达国家占海外收入的比例达 75%，并且 62.47% 的毛利率水平也基本和 Polycom、Cisco 等国外领先公司同期处于同等水平。

公司近三年营业收入明显提高，增幅均超过 30%，2016 年的营业收入 9.24 亿，同比增长 35.7%，净利润为 4.32 亿，同比增长 74.59%。推动营收持续增长的主要原因是 T4 系列产品销售增长迅速，其销售金额从 2014 年的 1.32 亿元增加到 2016 年的 4.38 亿元，占公司收入总额的 47.46%。究其原因，一方面是 T4 系列产品定位在高端市场，所以价格一般较高，另一方面是公司近年在全球的销售渠道拓展相对顺利，对 T4 系列这样的高端产品的销量会有一定的促进作用。

图 6 公司 2012 年至 2016 年营收及增长率情况



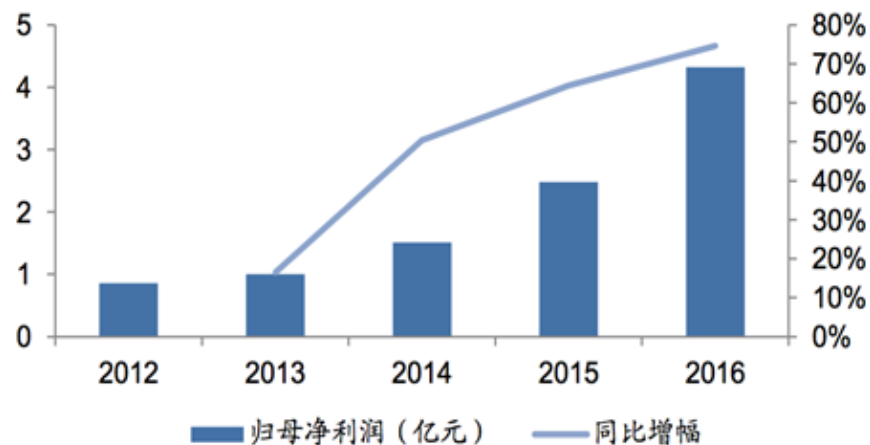
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 2 公司 2012 年至 2016 年收入构成情况

| 产品大类 | 二级分类 | 2016 年度 | | 2015 年度 | | 2014 年度 | |
|--------------------|------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| | | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| SIP 桌面终端 | T2 | 27,023.99 | 29.25% | 26,080.84 | 39.40% | 23,315.52 | 47.74% |
| | T3 | 169.87 | 0.18% | 633.59 | 0.96% | 2,199.94 | 4.50% |
| | T4 | 43,844.99 | 47.46% | 24,587.44 | 37.15% | 13,217.56 | 27.07% |
| | T6 | 2,582.49 | 2.80% | 2,574.37 | 3.89% | 2,581.49 | 5.29% |
| | VP | 15.79 | 0.02% | 578.17 | 0.87% | 800.53 | 1.64% |
| | 小计 | 73,637.15 | 79.72% | 54,454.40 | 82.27% | 42,115.04 | 86.24% |
| DECT 无线终端 | | 9,936.39 | 10.76% | 6,096.36 | 9.21% | 3,902.24 | 7.99% |
| VCS 高清视频会议系统 | | 4,604.09 | 4.98% | 2,509.85 | 3.79% | - | - |
| 配件及其他 ⁿ | 扩展台 | 1,443.66 | 1.56% | 1,016.85 | 1.54% | 740.35 | 1.52% |
| | 耳机 | 601.26 | 0.65% | 575.21 | 0.87% | 535.78 | 1.10% |
| | 其他配件 | 1,035.02 | 1.12% | 660.87 | 1.00% | 453.17 | 0.93% |
| | 小计 | 3,079.94 | 3.33% | 3,114.97 | 4.71% | 2,783.25 | 5.70% |
| 主营业务收入小计 | | 92,368.09 | 99.99% | 66,175.58 | 99.98% | 48,800.53 | 99.93% |
| 其他业务收入 | | 5.98 | 0.01% | 15.68 | 0.02% | 35.58 | 0.07% |
| 合计 | | 92,374.07 | 100.00% | 66,191.26 | 100.00% | 48,836.11 | 100.00% |

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

公司近年净利润增长也很显著, 2014、2015、2016 年的净利润分别为 1.51 亿元、2.48 亿元和 4.32 亿元。2015 年净利润率为 37.41%, 增长幅度较 2014 年同期达 64.24%, 2016 年净利润率为 46.80%, 增长幅度较 2015 年同期达 74.59%。从外部因素看, 公司所在的统一通信终端行业总体上并不存在明显的季节性特征, 这使公司整年业绩可以保持连续且稳定的增长。其次, 从公司所在行业的上下游产业链情况看, 上游的基础原材料行业都已经是充分竞争的成熟行业, 价格持续走低, 因此降低了公司的采购成本, 下游统一行业的市场需求巨大, 提高公司产品销量。从内部因素看, 公司利润率的增长主要应归功于公司在费用管控和企业运营方面能力的不断提升。

图 7 公司 2012 年至 2016 年归母净利润及增长率情况


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司 2014 至 2016 年的毛利率分别为 55.26%、58.63%和 63.13%。其中 SIP 统一通信桌面终端、DECT 统一通信无线终端、VCS 高清视频会议系统以及相应配件毛利率也都在稳步上升。主营业务毛利率的上升主要因为公司产品结构的优化使得高端产品销售占比逐年上升，三大主营业务毛利率去年攀升至 62.67%、60.11%和 74.08%，相应配件的毛利率增长来自主营业务产品销量的提升，毛利率达到 66.37%。

表 3 公司 2012 年至 2016 年综合毛利率情况

| 项目 | 2016 年度 | 2015 年度 | 2014 年度 |
|-------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 92,374.07 | 66,191.26 | 48,836.11 |
| 营业成本 | 34,057.41 | 27,381.48 | 21,849.71 |
| 综合毛利 | 58,316.67 | 38,809.78 | 26,986.40 |
| 综合毛利率 | 63.13% | 58.63% | 55.26% |

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 4 公司 2012 年至 2016 年各产品毛利率情况

| 项目 | 2016 年度 | | 2015 年度 | | 2014 年度 | |
|---------------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| | 毛利 | 毛利率 | 毛利 | 毛利率 | 毛利 | 毛利率 |
| SIP 统一通信桌面终端 | 46,147.13 | 62.67% | 32,085.54 | 58.92% | 23,092.57 | 54.83% |
| DECT 统一通信无线终端 | 5,972.11 | 60.11% | 3,540.16 | 58.07% | 2,282.94 | 58.50% |
| VCS 高清视频会议系统 | 3,410.04 | 74.08% | 1,633.05 | 65.07% | - | - |
| 配件及其他 | 2,781.40 | 66.37% | 1,344.61 | 49.27% | 1,087.62 | 56.65% |
| 合计 | 58,310.68 | 63.13% | 38,603.35 | 58.63% | 26,463.12 | 55.26% |

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司非常重视研发投入，研究开发费用是公司管理费用中最重要的构成之一。2014 年、2015 年和 2016 年，研究开发费用分别为 3,439.55 万元、3,875.27 万元和 6,905.80 万元，占各期管理费用的比例分比为 56.12%、52.08%和 69.60%。近年公司对中高端产品线的研发投入力度加大并且对研发相关的场地租赁增多，促进公司研发费用的绝对投资金额进一步上升。2015 年，公司研发费用较 2014 年增加 435.72 万元，增幅 12.67%；2016 年，公司研发费用较 2015 年增加 3,030.54 万元，增幅 78.20%。

表 5 公司 2012 年至 2016 年各费用占比情况

| 序号 | 管理费用项目 | 2016 年度 | | 2015 年度 | | 2014 年度 | |
|----|--------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
| | | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 |
| 1 | 研究开发费 | 6,905.80 | 69.60% | 3,875.27 | 52.08% | 3,439.55 | 56.12% |
| 2 | 职工薪酬 | 1,989.00 | 20.04% | 1,691.51 | 22.73% | 1,434.35 | 23.40% |
| 3 | 中介机构费 | 177.94 | 1.79% | 996.47 | 13.39% | 501.87 | 8.19% |
| 4 | 折旧及摊销费 | 222.87 | 2.25% | 234.43 | 3.15% | 214.96 | 3.51% |
| 5 | 租赁费 | 214.21 | 2.16% | 131.67 | 1.77% | 140.72 | 2.30% |
| 6 | 办公费 | 103.14 | 1.04% | 89.64 | 1.20% | 83.24 | 1.36% |
| 7 | 差旅、交通费 | 40.04 | 0.40% | 76.77 | 1.03% | 89.83 | 1.47% |
| 8 | 水电费 | 64.34 | 0.65% | 73.20 | 0.98% | 56.97 | 0.93% |
| 9 | 税费 | 14.53 | 0.15% | 46.61 | 0.63% | 47.71 | 0.78% |
| 10 | 其他费用 | 190.82 | 1.92% | 225.83 | 3.03% | 119.62 | 1.95% |
| | 合计 | 9,922.70 | 100.00% | 7,441.40 | 100.00% | 6,128.82 | 100.00% |

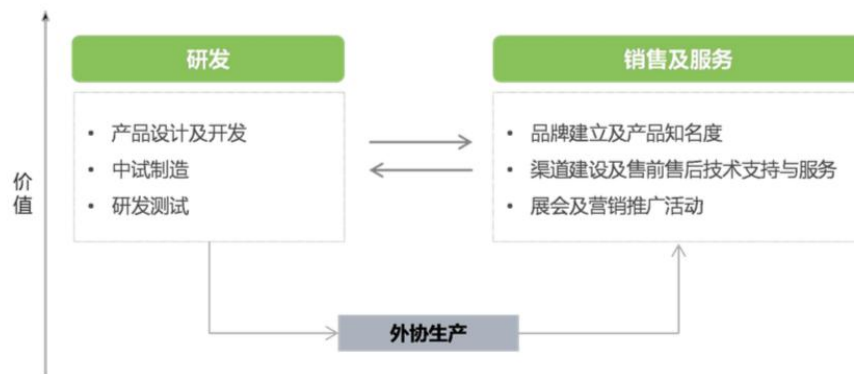
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2. 国内统一通讯市场发展迅猛，国外市场亦是重中之重

2.1 成本优势和经销模式保证公司未来市场优势地位

公司近年的营业收入和利润增长非常快，一方面是因为公司采用的轻资产生产模式降低了生产加工成本，即由公司负责产品设计、软件开发及产品检验，自行采购所有原材料，提供生产工艺流程和生产工艺文件，委托第三方外协厂商按照公司要求生产。公司将主要资源投入到技术研发、产品销售、客户服务、品牌建设等核心业务环节。这使得生产加工成本可以只占用公司营业成本的 15.39%，增加产品价格优势。

图 8 公司生产及销售模式示意图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

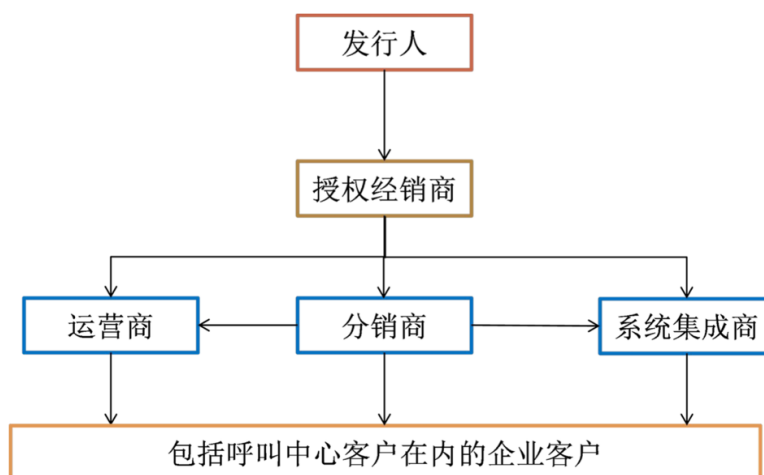
表 6 公司 2012 年至 2016 年成本情况

| 项目 | 2016 年度 | | 2015 年度 | | 2014 年度 | |
|-------------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 材料费 | 28,348.99 | 83.24% | 22,806.03 | 83.29% | 18,351.15 | 83.99% |
| 加工费 | 5,241.27 | 15.39% | 4,176.94 | 15.25% | 3,310.23 | 15.15% |
| 制造管理费 | 467.15 | 1.37% | 398.51 | 1.46% | 188.33 | 0.86% |
| 营业成本 | 34,057.41 | 100.00% | 27,381.48 | 100.00% | 21,849.71 | 100.00% |

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

另一方面是由于公司的经销模式。公司主要通过授权经销商渠道销售终端产品，通过持续的业务发展及市场营销工作，与授权经销商建立并维持着长期稳定的业务关系，这不仅帮助公司节约人员成本费用，也有利于公司在全球高效建立销售渠道，扩展市场份额。目前，分销模式是发行人最为核心的渠道销售模式。在该模式下，授权经销商从发行人处直接采购产品，授权经销商付款给发行人，由授权经销商通过下游分销渠道分销，最终将产品销售给企业用户。

图 9 公司经销模式示意图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 7 公司 2012 年至 2016 年客户类型占比情况

| 客户类型 | 2016 年度 | | | 2015 年度 | | | 2014 年度 | | |
|-----------|------------------|----------------|---------------|------------------|----------------|---------------|------------------|----------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 经销商 | 84,610.19 | 91.60% | 63.18% | 61,666.40 | 93.19% | 58.68% | 43,818.14 | 89.79% | 55.72% |
| 平台商 | 3,403.51 | 3.68% | 61.07% | 3,453.60 | 5.22% | 56.40% | 4,680.45 | 9.59% | 51.20% |
| 运营商 | 4,354.39 | 4.71% | 63.72% | 1,055.58 | 1.60% | 62.73% | 301.94 | 0.62% | 46.02% |
| 合计 | 92,368.09 | 100.00% | 63.13% | 66,175.58 | 100.00% | 58.62% | 48,800.53 | 100.00% | 55.23% |

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

目前公司成本费用已经压缩到了很低的水平，未来没有更多的下降空间，如果想继续保持利润率的增长，就要销售量持续增长。

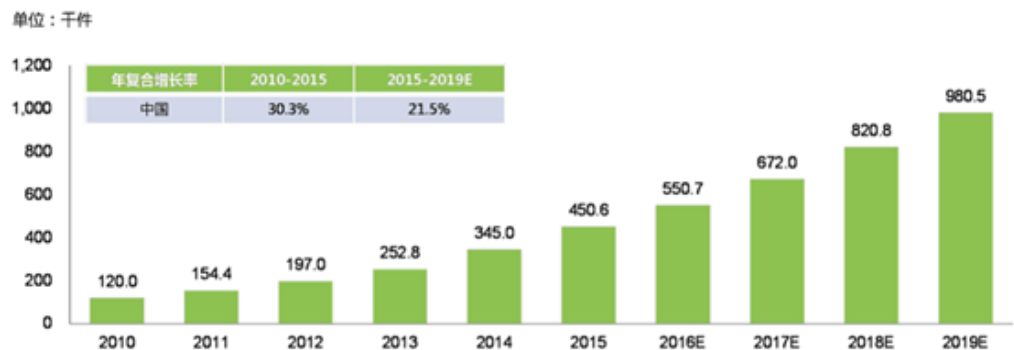
2.2 时机到来，国内市场品牌建设号角吹响

国内 VoIP 市场越来越成熟，IP 话机的应用也越来越广泛，许多企业已经在意识上接受了 VoIP 的理念。在呼叫中心，企业组网，应急调度等方案中，已经有很大一部分人开始使用 IP 话机。其次，国家的政策开始放宽，三网融合试点工作已经开启，运营商同时也在做 VoIP 网络的改造。目前中国三大运营商的部分语音业务已经转向 IP 网络并逐渐向覆盖全网过渡，同时 NGN、IMS 核心网的建设也在紧锣密鼓地进行中。由此看来，中国市场潜力巨大，亿联选择这个时候面向国内市场进行品牌建设正是抓住这么一个好时机。

在 IP 话机市场，以大致相当的成本，思科的 IP 话机能够在定价上远高于同行，消费者愿意付出更高的价格购买知名品牌的产 品，是出于对信任的投资。公司本次在 A 股上市，其实也是在增加自身品牌的知名度，是品牌建设的一部分。公司未来将在中国市场树立起亿联良好的品牌形象，品牌意味着产品品质的保证，无数的事例说明，产品形象的树立会在未来带给公司丰厚的利润。

一直以来，国内的 IP 通信市场的发展与国际上会有一个时间差，但是目前也已经有相当一部分用户在使用 IP 话机了。根据 Frost & Sullivan 的预测显示，2017-2019 年的中国市场规模会从 672 千件增长到 980.5 千件，庞大的用户市场优势是其它国家无法比拟的。假设公司市场占有率不变，利润率不变的情况下，产品营收和利润未来有望保持 20% 以上的增长。

图 10 2010-2019E 按销售量计中国 SIP 电话终端的市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，东兴证券研究所

从产品需求角度分析，公司未来在国内的销售增长也会持续增加。公司国内市场的需 求增长主要来自两部分：一类客户是单纯追求低价格，公司的 T2 系列低端产品可以满足这类用户的需求；另一类客户希望追求良好的性价比—良好的品质及良好的服务是基础，在此基础上才尽量去追求好的价格，这类潜在客户在国内也有非常庞大的消费群体，是 T4 系列产品的主要客户群体。

2.3 “中国制造”价格优势助力海外市场

2016年，全球SIP电话终端全球平均零售价在90-100美元/件，亿联网络的SIP终端平均售价在245元至1052元人民币不等，远远低于国际平均水平。亿联网络的主要收入来源于处于最低端的SIP产品系列，2016年销量194万台，占其所有终端产品销量的80%以上。公司得益于外协加工模式和经销模式，成本控制能力很强。在国外低端市场，主要竞争对手如思科和宝利通等大公司的低端产品如Cisco 7800系列、polycom 200, 300系列，由于产品售价过于高昂、产品易部署性差的劣势，无法与亿联网络竞争低端市场。

表 8 公司主要产品的同类市场竞争情况

| | yealink | Cisco | polycom |
|-------|----------------------|----------|---------------------------|
| 低端市场 | T2 系列 | 7800系列 | 200、300 系列 |
| 中端市场 | 8800 8861 | T46、T48G | VVX 400、600 系列 |
| 中高端市场 | 8941 8945 8865 DX650 | T49、T51V | Polycom VVX1500、VVX 1500D |

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

从未来全球SIP市场需求来看，根据Frost&Sullivan数据显示，到2019年，全球统一通信终端市场的出货量和营收将分别达到4930万和100亿美元，全球SIP电话终端出货量和营收将达到2050万台和14.45亿美元。我们认为凭借公司目前行业内所处的优势地位，有望或得市场增长带来的最大红利。

图 11 2010-2019E 全球 UC 终端出货量及收入情况预测

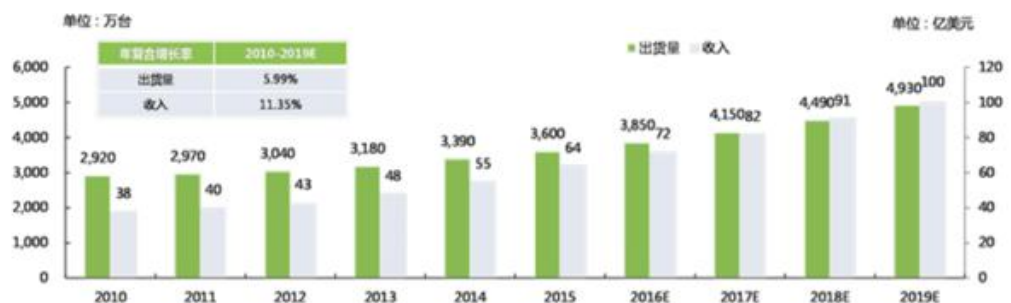


图 12 2010-2019E 全球 SIP 电话终端出货量及收入情况预测



资料来源：Frost & Sullivan，东兴证券研究所

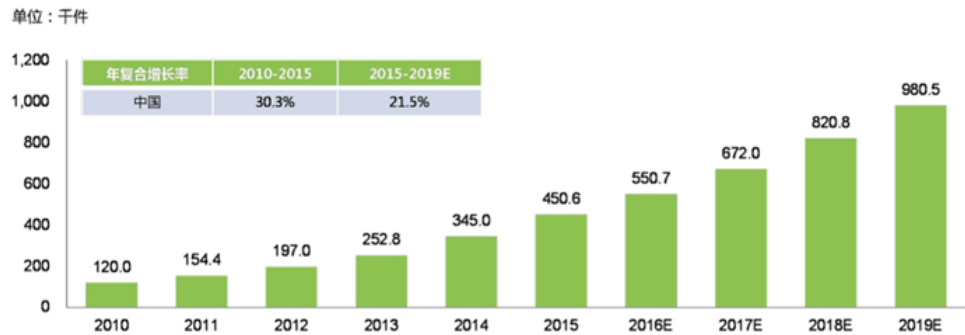
3. 行业进入快速发展期，公司具备行业领先优势

3.1 SIP 电话终端市场需求持续大幅增长

目前 SIP 凭借其规模性及灵活性已经成为实施网际协议通话技术 (VoIP) 的首选类别。SIP 自身的诸多特点以及快速发展的托管电话服务市场,成功吸引了各地企业的关注,全球 SIP 电话终端市场增长强劲。

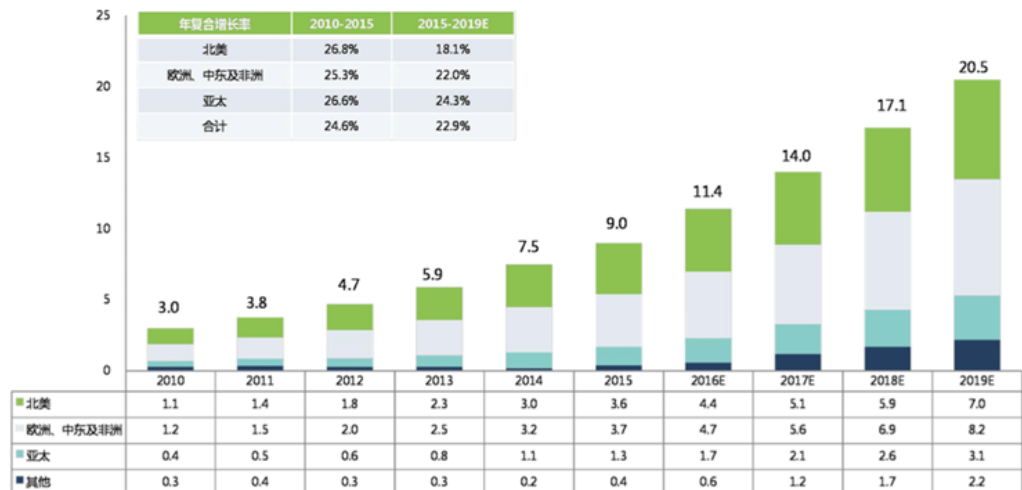
根据 Frost & Sullivan 的统计,按销售量计算,全球 SIP 电话终端市场规模从 2010 年的 300 万件增长到 2015 年的 900 万件,其中中国 SIP 电话终端市场规模从 2010 年的 12 万件上升至 2015 年的 45.1 万件,预测 2019 年销售量将进一步增至 98.1 万件,达到 2015-2019 年复合增长率为 21.5%。其中中小型企业贡献预计会增加,中小型企业已迅速成为 SIP 电话终端的主要消费群体。2015 年中小型企业占全球 SIP 电话终端市场用户份额的 47.2%,同时其销售收入贡献为 43.4%。

图 13 2010-2019E 按销售量计中国 SIP 电话终端的市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，东兴证券研究所

图 14 2010-2019E 按销售量计全球 SIP 电话终端的市场规模

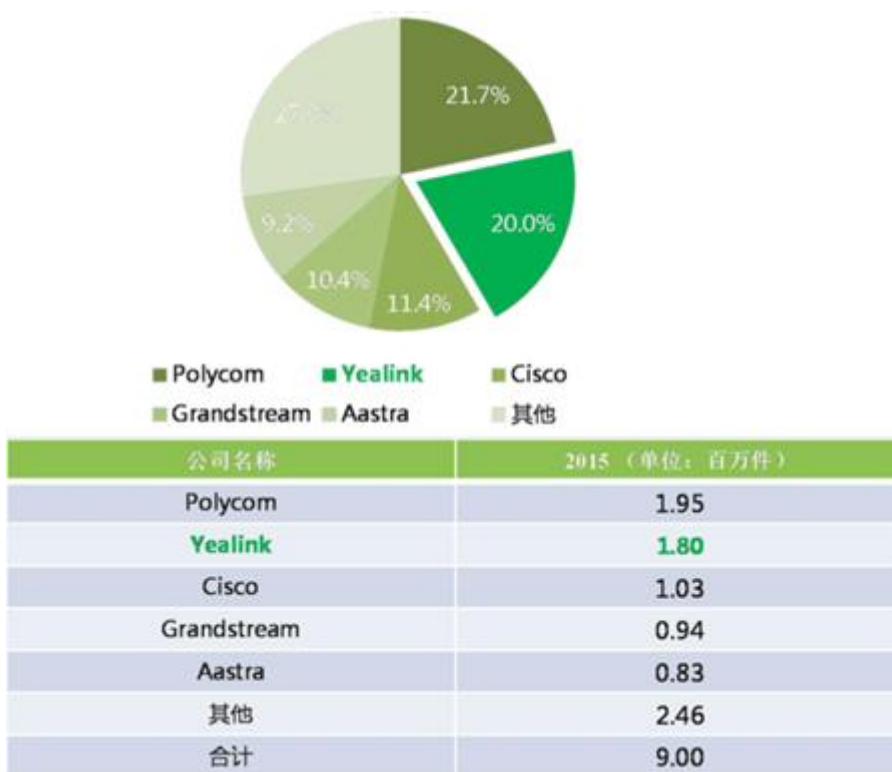


资料来源：Frost & Sullivan，东兴证券研究所

3.2 SIP 电话终端行业竞争激烈

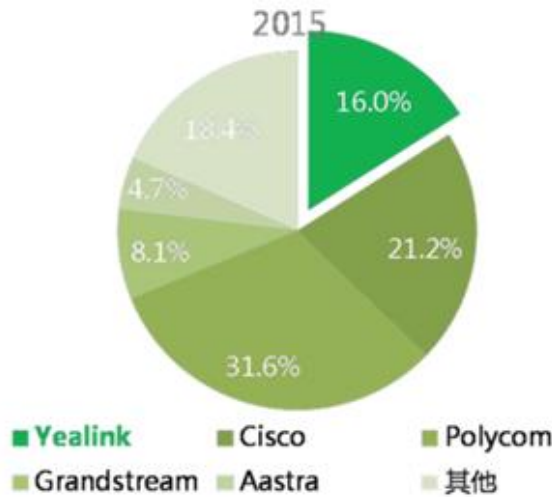
SIP 电话终端的全球市场由数名主要参与者主导。通过品牌知名度、销售渠道及覆盖、产品质量、客户服务及价格等方面的考量，2015 年全球 SIP 电话终端市场的五大参与者为 Polycom、Yealink、Cisco、Grandstream 及 Aastra，其销售量合计占总市场份额约 72.7%。从产品定位上，主要参与者又可以分成两类：一类是定位于大集团市场的国际一线品牌，如 Cisco、Avaya、Polycom，以销售定位高端、品质优良、价格高昂的统一行业终端产品为目标；另一类是定位于中小企业市场的统一通信终端厂商，其典型代表为亿联、Snom、Aastra chansh 等。这些厂商品牌一般具有一定的知名度，通常在价格方面具有较明显的优势，并且产品品质已逐步接近 Polycom、Cisco 等一线品牌的水平，目前正在不断蚕食 Polycom、Cisco 等公司的市场份额。由于技术水平、渠道和价格的差距逐渐缩小，各大厂商在全球市场展开激烈竞争。

图 15 2015 年按销售量计全球 SIP 电话终端市场五大参与者排名



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 16 2015 年按销售量计中国 SIP 电话终端市场五大参与者排名



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

SIP 终端全球市场有五家主要参与者分别来自美国、加拿大、德国在内的五家参与者公司，在全球市场与公司竞争。

- Polycom:** Polycom(宝利通)成立于1990年，为美国纳斯达克上市公司，是一家提供端到端语音、视频、数据和多媒体协作应用的跨国企业。公司业务重心在视频会议系统，在全球SIP电话终端市场销售量份额21.7%，销售收入份额30.6%，位列全球第一。近年来，统一通信个人设备业务收入不断提升，中小企业桌面通讯产品市场正逐步成为公司业务拓展方向。
- Cisco:** Cisco(思科)为美国纳斯达克上市公司，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CiscoS PA系列，目前在SIP市场占有较大的市场份额。
- Grandstream:** Grandstream(潮流网络)于2002年创立于美国，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，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:** Aastra于1983年成立于加拿大。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。
- Snom:** Snom成立于1996年，总部位于德国，是一家主营IP桌面终端的企业。Snom产品包括IP桌面电话、DECT移动电话、会议电话和语音控制系统。Snom的市场主要集中在德国、英国、意大利等少数国家。

SIP 终端市场国内有三家主要参与者：方位通讯、亿景通信以及大唐高鸿与公司竞争。

- **方位通讯**：深圳方位通讯科技有限公司成立于 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。
- **亿景通信**：广州市亿景通信技术有限公司创于 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。
- **大唐高鸿**：大唐高鸿数据网络技术股份有限公司于 2003 年上市，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。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。

3.3 公司在激烈的行业竞争中处于优势地位

来自国内外的主要竞争对手实力强劲，但公司仍拥有明显的竞争优势。按销售量计算，2015 年公司全球排名第二，市场份额约为 20.0%。按照销售金额计，2015 年公司 SIP 电话终端收入占全球市场份额 12.0%，排名全球第三。

◆ 公司的品牌认可度高：

公司将品牌建设视为企业的核心竞争力，努力为中小企业客户提供高质量的产品和优质的服务，目前产品质量已达到了低至 1% 的返修率、拥有 7*24 小时的服务团队为用户提供全方位的诊断及维修服务。优秀的产品质量和高效的技术服务为公司建立了强大的品牌认可度。报告期内，使用公司优质创新产品的客户不乏全球知名企业，包括 British Telecom、Telefonica、KPN、PCCW 和 Telstra 等在内的大型电信运营商以及包括花旗银行、卡塔尔航空、京东、搜狐等在内的知名企业，进一步提升了公司的品牌知名度及声誉，有效帮助公司拓展市场份额。

◆ 产品的研发实力强：

公司在研发领域持续进行大量的投入，拥有多项涉及 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的关键技术。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 74 项专利以及在中国拥有 31 项软件著作权，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，在专业领域获得肯定增加了公司在业内的竞争力。

◆ 遍布全球的分销网络成熟：

公司在全球拥有 97 个授权经销商，与主要合作的经销商关系稳定。公司拥有三层产品销售体系：（1）针对全球中小企业市场，通过分销模式铺设较为成熟的销售网络（2）针对电信运营商市场，公司已与英国电信、意大利电信、荷兰皇家电信、西班牙电信等建立合作（3）针对大型企业客户，与 Broadsoft、Avaya、Genband、Microsoft、Metaswitch 等平台商合作，将公司产品打包进其综合解决方案并推荐给企业客户。分销模式是公司成功的关键因素，是公司的核心竞争优势之一。

3.4 募投项目围绕主营夯实基础，爆发指日可待

公司本次拟向社会募集资金总额为 165,546.89 万元,公开发行不超过人民币普通股 (A) 1,867 万股 (占本次发行后公司总股本的比例为 25%)。募集资金前,公司已经对本次募集资金投资项目进行了审慎的可行性论证和充分的市场调查,认为本次募集资金主要围绕公司主营业务展开投资,理论上投资项目能取得较好的经济效益。发行募集资金扣除发行费用后,将投资于以下项目:

表 9 公司 2012 年至 2016 年客户类型占比情况

| 序号 | 项目名称 | 预计投资总额 | 拟投入募集资金金额 | 占比 | 备案情况 | 环评情况 |
|----|-------------------|------------|------------|-------|-------------------|------|
| 1 | 统一通信终端的升级和产业化项目 | 42,883.28 | 42,883.28 | 27.0% | 厦湖发改产备【2015】函 2 号 | 获豁免 |
| 2 | 高清视频会议系统的研发及产业化项目 | 37,355.80 | 37,355.80 | 23.5% | 厦湖发改产备【2015】函 3 号 | 获豁免 |
| 3 | 研发及云计算中心建设项目 | 24,826.31 | 24,826.31 | 15.6% | 厦湖发改产备【2015】函 1 号 | 获豁免 |
| 4 | 云通信运营平台建设项目 | 43,908.00 | 43,908.00 | 27.6% | 厦湖发改产备【2016】函 8 号 | 获豁免 |
| 5 | 补充流动资金 | 10,000.00 | 9,981.33 | 6.3% | 不适用 | 不适用 |
| 合计 | | 158,973.39 | 158,954.72 | 100% | - | - |

资料来源:招股说明书,东兴证券研究所

在统一通信终端的升级和产业化项目中,募集资金主要用于对百兆系列终端的升级换代、千兆系列终端的研发和无线视频系列终端的研发,从而完善和优化公司终端产品的产品体系以及扩大公司的市场份额,达到提高产品在高端市场的占有率和销售收入的目的。其中,销售收入的提高有利于使销售收入增长率未来继续跑赢主营业务收入增长率,高端市场占有率的提高有利于增强产品议价能力,提高产品价格,在销售成本不变的前提下,进一步实现公司净利润的增长,保持公司未来的成长性。

(1) 统一通信终端的升级和产业化项目: 募集资金主要用于对百兆系列终端的升级换代、千兆系列终端的研发和无线视频系列终端的研发,从而完善和优化公司终端产品的产品体系以及扩大公司的市场份额,达到提高产品在高端市场的占有率和销售收入的目的。

(2) 高清视频会议系统的研发及产业化项目: 募集资金主要用于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,完成包括集成多点控制单元功能的系统终端一体机 VC400 多项高清视频会议系统终端产品,形成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,构造完整的统一协同通讯系统。

(3) 研发及云计算中心建设项目: 募集资金主要用于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。

（4）云通信运营平台建设项目：募集资金主要用于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。

随着募集资金项目的有效实施，公司统一通信终端产品的竞争力将进一步得到提升。项目建成投产后，将对公司经营规模的扩大、技术水平的提升、盈利能力的增强以及发展战略的实现产生积极影响。

4. 盈利预测及投资评级

公司是国际领先的统一通信终端解决方案提供商，集研发、销售及服务于一体，并通过外协加工的方式，为全球企业客户提供智能、高效的企业通信终端解决方案。自2001年成立以来一直致力于为企业提供更智能、更高效的通信终端设备。长期以来，公司一直专注于向中小型企业提供产品和服务，客户包括香港电讯盈科、英国电信、西班牙电信、花旗银行、卡塔尔航空、京东、搜狐等国际知名公司。近年来，公司凭借强大的研发实力、集研发、销售及服务于一体的经营结构、覆盖全球的渠道体系和与BroadSoft、微软、华为等国际知名企业良好的合作关系，产品远销欧洲、北美、亚洲、南美、非洲、大洋洲等106个国家和地区。

从未来全球SIP市场需求来看，根据数据显示，到2019年，全球统一通信终端市场的出货量和营收将分别达到4930万台和100亿美元，全球SIP电话终端出货量和营收将达到2050万台和14.45亿美元。我们认为凭借公司目前行业内所处的优势地位，有望或得市场增长带来的最大红利。同时我们认为国内的IP通信市场的发展与国际上会有一个时间差，但是目前也已经有相当一部分用户在使用IP话机了。根据预测显示，2017-2019年的中国市场规模会从672千件增长到980.5千件，庞大的用户市场优势是其它国家无法比拟的。假设公司市场占有率不变，利润率不变的情况下，产品营收和利润未来有望保持40%以上的增长。

我们预计公司2017年-2019年营业收入分别为12.96亿元、17.67亿元和23.21亿元，净利润分别为6.37亿元、8.57亿元和11.19亿元。预计公司2017年-2019年每股收益分别为8.54元、11.47元和14.99元，对应PE分别为41.5倍、30.9倍和23.7倍，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

1. 市场空间快速增长不达预期
2. 公司业务推进速度较慢，不达预期
3. 行业其他竞争对手改变行业格局

表 10 公司盈利预测表

| 利润表 (百万元) | 2015A | 2016A | 2017E | 增长 率% | 2018E | 增长 率% | 2019E | 增长 率% |
|--------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 661.91 | 923.74 | 1,295.73 | 40.27% | 1,766.55 | 36.34% | 2,321.05 | 31.39% |
| 营业成本 | 273.81 | 340.57 | 490.37 | 43.98% | 667.38 | 36.10% | 876.59 | 31.35% |
| 营业费用 | 49.17 | 59.93 | 71.27 | 18.92% | 79.49 | 11.55% | 104.45 | 31.39% |
| 管理费用 | 74.41 | 99.23 | 110.14 | 10.99% | 132.49 | 20.30% | 174.08 | 31.39% |
| 财务费用 | (20.37) | (37.39) | (8.03) | N/A | (13.76) | N/A | (21.13) | N/A |
| 投资收益 | 0.95 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 营业利润 | 278.54 | 448.41 | 617.03 | 37.60% | 881.28 | 42.83% | 1,161.85 | 31.84% |
| 利润总额 | 288.33 | 462.00 | 681.03 | 47.41% | 915.28 | 34.40% | 1,195.85 | 30.66% |
| 所得税 | 40.71 | 29.68 | 43.72 | 47.32% | 58.76 | 34.40% | 76.77 | 30.66% |
| 净利润 | 247.62 | 432.32 | 637.30 | 47.41% | 856.51 | 34.40% | 1,119.08 | 30.66% |
| 归属母公司所有者的净利润 | 247.62 | 432.32 | 637.30 | 47.41% | 856.51 | 34.40% | 1,119.08 | 30.66% |
| NOPLAT | 221.72 | 384.62 | 569.90 | 48.17% | 811.82 | 42.45% | 1,067.49 | 31.49% |

| 资产负债表 (百万元) | 2015A | 2016A | 2017E | 增长 率% | 2018E | 增长 率% | 2019E | 增长 率% |
|-------------|--------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 货币资金 | 261.73 | 545.51 | 1,060.55 | 94.41% | 1,690.67 | 59.41% | 2,535.65 | 49.98% |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 应收帐款 | 96.86 | 136.48 | 191.70 | 40.46% | 261.35 | 36.34% | 343.39 | 31.39% |
| 预付款项 | 2.65 | 2.22 | 2.22 | 0.00% | 2.22 | 0.00% | 2.22 | 0.00% |
| 存货 | 73.33 | 89.11 | 128.30 | 43.98% | 174.61 | 36.10% | 229.36 | 31.35% |
| 流动资产合计 | 443.27 | 809.02 | 1,419.27 | 75.43% | 2,166.37 | 52.64% | 3,149.32 | 45.37% |
| 非流动资产 | 79.06 | 98.40 | 50.00 | -49.18% | 51.47 | 2.93% | 42.94 | -16.58% |
| 资产总计 | 522.32 | 907.42 | 1,469.27 | 61.92% | 2,217.84 | 50.95% | 3,192.26 | 43.94% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 应付帐款 | 43.35 | 55.27 | 80.61 | 45.86% | 109.71 | 36.10% | 144.10 | 31.35% |
| 预收款项 | 5.12 | 13.51 | 13.51 | 0.00% | 13.51 | 0.00% | 13.51 | 0.00% |
| 流动负债合计 | 80.16 | 102.92 | 131.12 | 27.41% | 160.22 | 22.19% | 194.61 | 21.47% |
| 非流动负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 母公司股东权益 | 442.16 | 804.51 | 1,383.45 | 71.96% | 2,102.92 | 52.01% | 3,042.95 | 44.70% |
| 净营运资本 | 363.10 | 706.11 | 1,288.15 | 82.43% | 2,006.15 | 55.74% | 2,954.71 | 47.28% |
| 投入资本 IC | 180.43 | 259.00 | 322.90 | 24.67% | 412.25 | 27.67% | 507.29 | 23.05% |

| 现金流量表 (百万元) | 2015A | 2016A | 2017E | 增长率% | 2018E | 增长 率% | 2019E | 增长 率% |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 净利润 | 247.62 | 432.32 | 637.30 | 47.41% | 856.51 | 34.40% | 1,119.08 | 30.66% |
| 折旧摊销 | 4.17 | 4.50 | 0.00 | N/A | 8.53 | N/A | 8.53 | 0.00% |

| | | | | | | | | |
|-----------|----------|---------|---------|---------|----------|--------|----------|--------|
| 净营运资金增加 | 171.24 | 343.00 | 582.04 | 69.69% | 718.00 | 23.36% | 948.56 | 32.11% |
| 经营活动产生现金流 | 230.15 | 350.24 | 571.80 | 63.26% | 765.41 | 33.86% | 1,004.91 | 31.29% |
| 投资活动产生现金流 | (18.13) | (21.59) | (6.49) | N/A | (12.00) | N/A | (2.00) | N/A |
| 融资活动产生现金流 | (119.91) | (71.94) | (50.27) | N/A | (123.29) | N/A | (157.92) | N/A |
| 现金净增(减) | 92.10 | 256.72 | 515.04 | 100.63% | 630.12 | 22.34% | 844.98 | 34.10% |

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

林阳

中国社科院经济学硕士，中小市值行业首席研究员，研究所上海团队负责人。

联系人简介

杨洋

纽约大学计算机专业硕士，曾任职于华为技术有限公司云平台研发工程师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。