

2017年05月04日

亿联网络 (300628.SZ)

统一通信行业终端龙头，继续保持高增长

■全球统一通信市场空间广阔、SIP电话终端行业发展较快：根据 Frost & Sullivan 统计，2015年，全球统一通信市场规模达到199亿美元，2019年将达到351亿美元，2015-2019年年均复合增长率将达到15.2%。其中，SIP电话终端全球市场规模达到8.1亿美元，到2019年，预计全球市场规模将达到14.5亿美元，2015-2019年年均复合增长率为15.6%。从发展趋势来看，统一通信市场正在走向“视频化、移动化、云化”。未来，中小型客户基于对灵活性、成本效益及可扩展性等方面需求，将更希望获得统一通信的云服务。

■全球统一通信终端翘楚，全球第二、国内第一：亿联网络致力于为全球企业用户提供基于桌面、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，产品可同时兼容80多家主流通信平台，现已发展成为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。根据公司公告，2015年公司主营产品SIP电话终端全球市场占有率20%，仅次于Polycom的22%，国内市场以29.2%的市占率位列第一。

■立足SIP电话终端，加码高端产品：公司的统一通信终端产品包括SIP电话终端、视频会议终端、PC/移动软终端。公司SIP电话终端产品全面定位各种大、中、小型企业，还有面向移动通信需求的DECT系列无线电话终端产品，近年来公司不断加大对面向大型企业和集团的高端SIP电话终端投入，营业收入逐年大幅上涨，2016年高端产品占SIP电话终端业务总收入的59.51%，同比上涨31.84%。公司毛利率最高的产品，是面向中小型企业的VCS高清视频会议系统，2016年毛利率高达74.08%。此外，公司坚持“统一通信终端解决方案提供商”的企业定位，与Broadsoft、3CX等系统平台商合作，面向电信运营商、中小企业和IP联络中心提供多样化的终端解决方案，不断拓宽自身销售范围，创造高端产品销售机会。

■外包生产+成本控制打造优于行业平均水平的高盈利能力：公司营收2012-2016年年均复合增长率为26%，净利润年均复合增长率为38%，业绩保持高速增长态势。2014-2016年，公司综合毛利率分别为55.26%、58.63%和63.13%，净利润率分别为30.83%、37.41%和46.80%，受益于外包生产的经营模式以及有效的成本控制，公司各财务指标明显优于同行业可比公司。2017年1季度，公司营业收入为3.13亿元，同比增长67.07%；归母净利润为1.41亿元，同比增长89.99%，继续保持高增

公司深度分析

证券研究报告

通信终端及配件

投资评级 **买入-A**

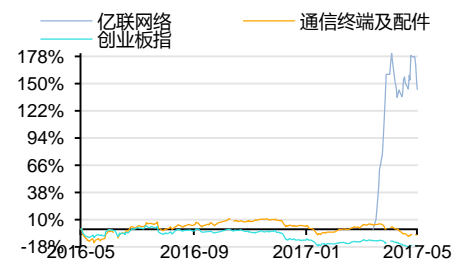
首次评级

6个月目标价：**378.45元**
股价(2017-05-04) **311.77元**

交易数据

总市值(百万元)	23,279.87
流通市值(百万元)	5,820.75
总股本(百万股)	74.67
流通股本(百万股)	18.67
12个月价格区间	127.68/359.01元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.24	2.06	17.1
绝对收益	-5.87		

夏卢生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020003
xials@essence.com.cn
021-35082732

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

相关报告

速，规模效益显著、市场竞争优势较强。

■ **市场与研发综合竞争优势明显：**市场领域，2014年-2016年，公司海外营收分别占到了公司总营收的94%、94.8%、95.6%，为此已建立起覆盖全球106个国家的销售网络，为公司未来的业务发展奠定了扎实的渠道基础。研发领域，公司于2014年与微软合作，共同开发微软UC终端解决方案，目前公司已经成为微软“Gold communications”，同时也是微软在中国的音频全球战略伙伴。公司的话机音质通过了业内最为权威和严苛的泰尔实验室认证，该认证目前除了公司只有cisco和Polycom通过，足以证明公司在技术领域上长期积累所构建的独特技术优势。

■ **募投项目助力公司紧跟未来行业发展趋势，巩固行业龙头地位：**公司IPO募集资金16.5亿元用于统一通信终端升级、高清视频会议系统的研发、云计算中心的建设以及云通信平台建设，紧跟行业未来“视频化、移动化、云化”发展趋势。伴随项目的如期推进，公司有望乘行业东风，继续保持高速发展势头。

■ **投资建议：**我们预计公司2017年-2019年的收入分别为13.38亿元(+44.87%)、19.21亿元(+43.58%)、26.05亿元(+35.61%)，净利润分别为6.28亿元(+45.22%)、8.94亿元(+42.40%)、12.33亿元(+37.80%)，对应EPS分别8.41元、11.97元、16.51元，对应PE分别为37倍、26倍、19倍。考虑到公司SIP电话终端在国际市场份额第二、国内市场份额第一的龙头地位，我们给予亿联网络2017年动态PE 45倍的合理估值，6个月目标价378.45元，首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

■ **风险提示：**海外市场竞争加剧；募投项目进展不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	661.9	923.7	1,338.2	1,921.3	2,605.5
净利润	247.6	432.3	627.8	894.0	1,232.5
每股收益(元)	3.32	5.79	8.41	11.97	16.51
每股净资产(元)	5.92	10.77	19.43	31.40	47.91

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	94.0	53.8	37.1	26.0	18.9
市净率(倍)	52.7	28.9	16.0	9.9	6.5
净利润率	37.4%	46.8%	46.9%	46.5%	47.3%
净资产收益率	56.0%	53.7%	43.3%	38.1%	34.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	242.3%	216.6%	237.4%	266.4%	293.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司概况：全球统一通信翘楚，业绩快速增长	5
1.1. 公司股权结构	5
1.2. 公司历史沿革	6
1.3. 公司财务情况	7
1.3.1. 收入、净利润齐头并进，净利率不断提升	7
1.3.2. 各项财务指标优于同行业可比公司	8
2. 统一通信市场广阔，SIP 终端细分行业发展较快	11
2.1. 统一通信市场整体保持较快发展	11
2.2. 统一通信终端市场美欧占优、亚太潜力大	11
2.3. 统一通信终端中，SIP 细分市场发展较快	13
2.4. 行业趋势：“视频化、移动化、云化”	13
3. 主营业务：立足 SIP 电话终端，加码高端产品	14
3.1. SIP 桌面终端：重点发展 T4 系列，满足中大型企业用户的高端需求	15
3.2. DECT 无线终端和 VCS 高清视频会议系统：深耕中小企业客户，营收占比逐年提升	16
3.3. 市场需求、产品毛利率驱动下，不断加码高端产品	16
3.4. 与系统平台商合作，提供多样化的终端解决方案	17
4. 竞争优势：全球市占率高、海外市场强、研发投入大、成本控制佳	17
4.1. 高市占率：SIP 终端产品市场份额中国第一、全球第二	18
4.2. 海外市场强：全球经销商网络发达、海外营收占比超九成	18
4.3. 研发投入大：微软在中国的唯一音频全球战略伙伴	19
4.4. 成本控制佳：产品外包生产促使毛利保持高位	19
4.5. 面向未来，积极布局统一通信云服务	21
5. 募投项目情况	22
6. 投资建议和盈利预测	23

图表目录

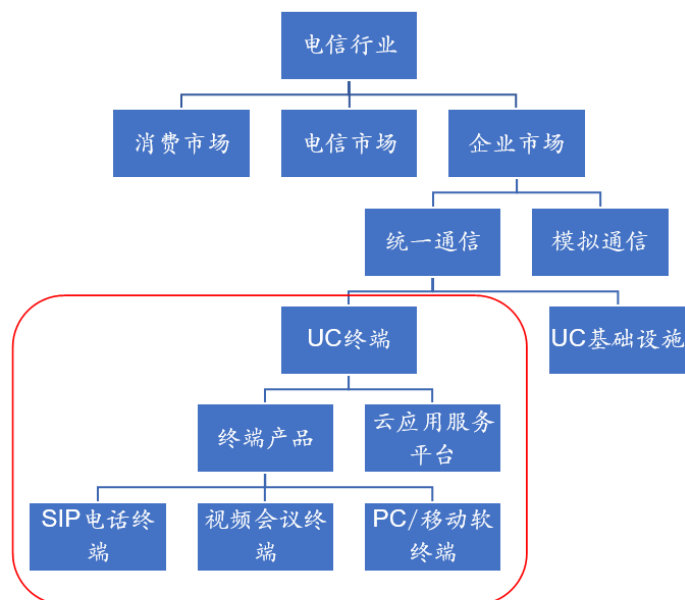
图 1：公司所处统一通信产业链位置	5
图 2：公司股权结构图	6
图 3：公司业务发展的四个重要阶段	6
图 4：公司 2012-2016 年营业收入及增速情况	7
图 5：公司 2012-2016 年净利润及增速情况	7
图 6：公司 2012-2016 年期间费用及费用率情况	8
图 7：公司 2014-2016 年销售收入占比情况（按地区分类）	8
图 8：可比公司 2013-2016H1 综合毛利率情况	9
图 9：可比公司 2013-2016 年净利润率情况	9
图 10：可比公司 2013-2016 年销售费用率情况	10
图 11：可比公司 2013-2016 年管理费用率情况	10
图 12：可比公司 2013-2016 年财务费用率情况	10
图 13：可比公司 2013-2016 年期间费用率情况	10
图 14：可比公司 2013-2016 年应收账款周转率情况	10
图 15：可比公司 2013-2016 年存货周转率情况	10

图 16: 可比公司 2013-2016 年资产负债率情况	11
图 17: 可比公司 2013-2016 年流动比率情况	11
图 18: 2010-2019 年全球统一通信市场规模	11
图 19: 2010-2019 年全球统一通信终端市场规模	12
图 20: 2010-2019 年全球统一通信终端市场规模 (亿美元)	12
图 21: 公司统一通信终端销售占比(按地区)	12
图 22: 2010-2019 年中国统一通信市场规模	13
图 23: 2010-2019 年中国统一通信终端市场规模	13
图 24: 2010-2019 年全球 SIP 电话终端市场规模 (按销量)	13
图 25: 2010-2019 年全球 SIP 电话终端市场规模 (按销售额)	13
图 26: 2012-2016 年各产品收入占比	15
图 27: 2013-2016 年 SIP 桌面终端各产品营收占比	15
图 28: 2012-2016 年 SIP 桌面终端营业收入及增速	15
图 29: 2013-2016 年 DECT 无线终端营业收入及增速	16
图 30: 2016 年亿联网络主营产品价格	17
图 31: 2015 年按销量计全球 SIP 终端市场份额排序	18
图 32: 2015 年按销售额计全球 SIP 终端市场份额排序	18
图 33: 2015 年按销售额计中国 SIP 终端市场份额排序	18
图 34: 2015 年按销售金额计中国 SIP 电话终端市场份额排序	18
图 35: 2012~2016 年亿联网络各主营业务毛利率变化趋势	20
图 36: 2014-2016 年外协厂商加工金额占比	20
图 37: 自建式和托管式统一通信的网络架构图	21
图 38: 亿联网络云通信生态系统	22
图 39: 亿联网络募投项目投资额	22
图 40: 亿联网络募投项目预计建设期	22
表 1: 亿联网络三大产品系列	14
表 2: 亿联网络统一通信解决方案	17
表 3: 统一通信行业竞争壁垒	17
表 4: 公司研发人员数量	19
表 5: 公司在研项目	19
表 6: 自建式和托管式统一通信的比较	21
表 7: 募投项目主要内容	22

1. 公司概况：全球统一通信翘楚，业绩快速增长

亿联网络成立于 2001 年，专注于服务中小型企业客户，致力于为客户提供基于桌面、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，产品通过授权经销商远销至北美、欧盟、亚太、南美、非洲等地区近 100 个国家和地区，可兼容 80 多家国际主流通信平台，现已发展成为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。亿联网络拥有覆盖全球的渠道体系，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、西班牙电信等全球知名客户，客户结构稳定且分布广泛。凭借多年的自主研发优势，公司已在中国、欧盟和美国拥有 45 项专利及 31 项软件著作权，公司创立的“Yealink”品牌更是发展成为国际统一通信领域的知名品牌。2015 年，公司 SIP 电话终端在国内市场份额位列第一，全球市场位列第二。

图 1：公司所处统一通信产业链位置

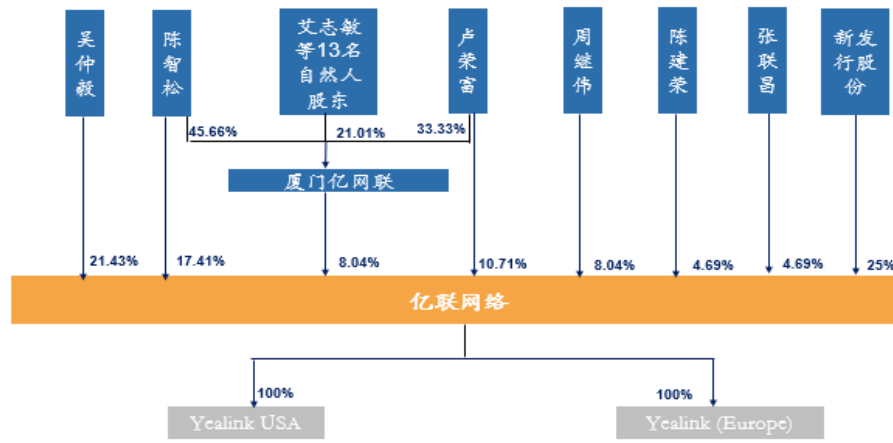


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.1. 公司股权结构

公司前身亿联有限成立于 2001 年 11 月，注册资本为 180 万元，由吴仲毅、陈智松、周继伟、卢荣富共同出资设立。2012 年 5 月，公司整体变更为股份有限公司。IPO 后总股本为 7,467 万股，吴仲毅、陈智松、卢荣富、周继伟四人合计持有公司 57.59% 股份，位列公司前四大股东，并于 2015 年 7 月签署《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



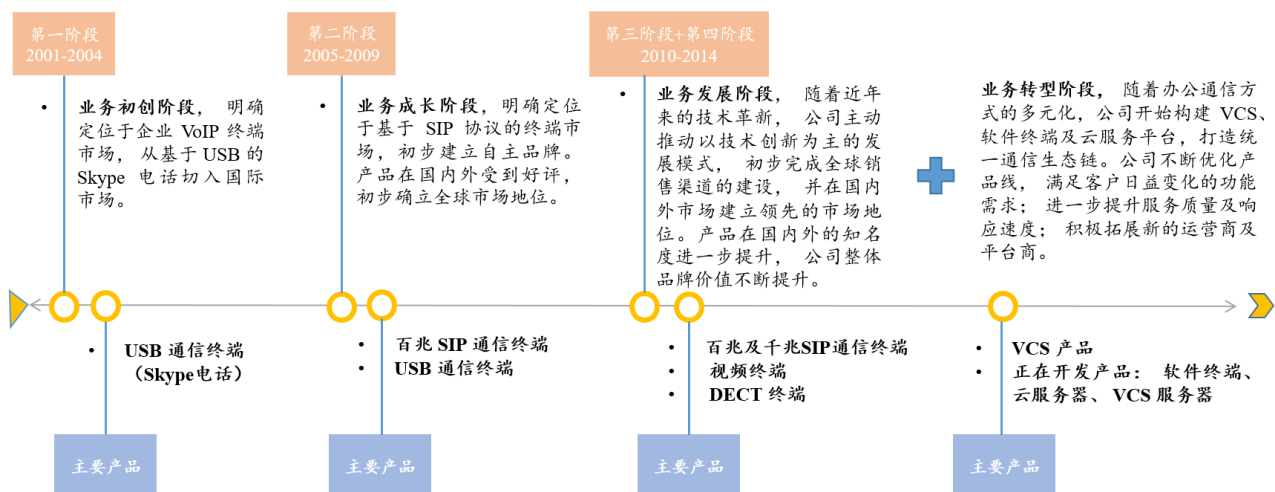
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司拥有包括 Yelink USA 和 Yelink (Europe)在内的全资子公司 2 家以及分公司 1 家。Yelink(Europe)于 2016 年 8 月在荷兰阿姆斯特丹注册成立,拟从事欧洲地区相关销售业务,公司尚未对 Yelink (Europe)注资,固其尚未展开经营活动。Yelink USA 于 2014 年 11 月在美国乔治亚州亚特兰大注册成立,拟从事美国地区相关销售业务,公司分别于 2015 年 6 月和 2016 年 11 月对 Yelink USA 注资 10 万美元,该子公司亦尚未开展经营业务。

1.2. 公司历史沿革

公司自设立以来,一直专注于企业 VoIP 终端市场,2001~2004 年以基于 USB 的 Skype 电话终端成功突破国际市场。随后公司进一步拓展至基于 SIP 协议的终端市场,业务得到快速发展,在 2009 年前初步完成了自主品牌建立,树立了国际化品牌形象。2010 年~2014 年,凭借公司自主研发及技术创新,百兆及千兆 SIP 通信终端、视频终端、DECT 终端产品逐渐发展成为公司拳头产品,依托日渐完善的全球销售渠道,公司产品知名度在国内外进一步提升,在国内市场占据领先地位。针对现代办公通信方式的多元化需求,公司目前着手构建 VCS、软件终端以及云服务平台,不断优化产品线,打造完善的统一通信产品族。

图 3：公司业务发展的四个重要阶段



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 公司财务情况

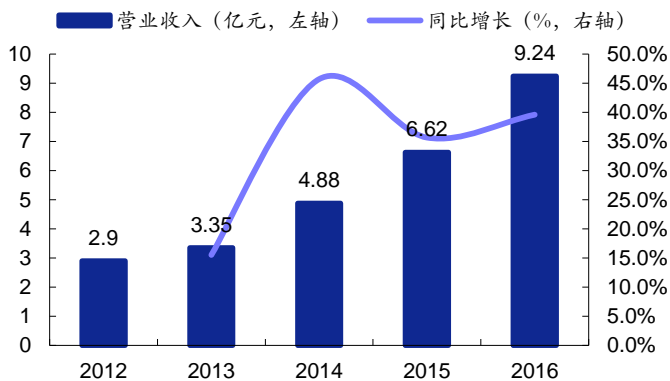
1.3.1. 收入、净利润齐头并进，净利率不断提升

2016 年公司营业收入 9.24 亿，同比增长 39.56%；实现归母净利润 4.32 亿元，同比增长 74.59%。公司营收 2012-2016 年年均复合增长率为 26%，净利润年均复合增长率为 38%，业绩保持高速增长态势。2017 年 1 季度，公司营业收入为 3.13 亿元，同比增长 67.07%；归母净利润为 1.41 亿元，同比增长 89.99%，继续保持高增速。

近年来公司收入得到快速增长，其主要原因是公司针对市场趋势，积极进行新产品新技术的研发，对现有产品不断进行优化升级，丰富产品组合。同时，开放式 SIP 解决方案逐步取代传统封闭式 IP 解决方案并成为市场主流方向，公司研发生产的终端产品能够与全球主要协议及多种主要 SIP 服务器、IP PBX 及统一通信平台兼容市场需求稳步提升。

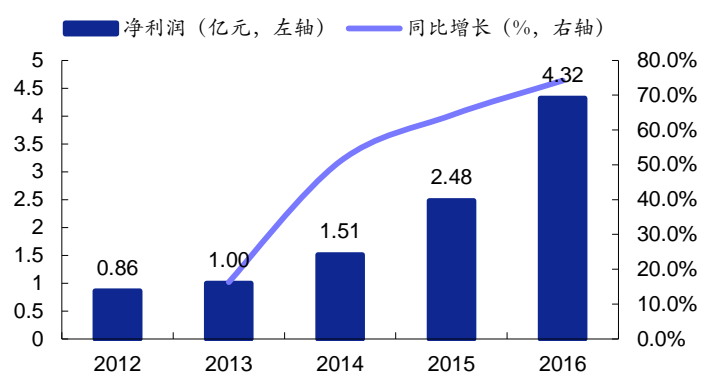
公司销售收入高速增长的同时，归母净利润同样呈快速上升态势。2014-2016 年归母净利润同比增速分别为 51.00%、64.24%、74.19%。公司净利润的高速增长主要得益于毛利率的持续增长以及在费用和企业运营方面的较强管控。2014-2016 年，公司综合毛利率分别为 55.26%、58.63%和 63.13%，净利润率分别为 30.83%、37.41%和 46.80%。公司 2014-2016 年净利润增速均高于收入增速，也是公司规模效应很好的展现。

图 4：公司 2012-2016 年营业收入及增速情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

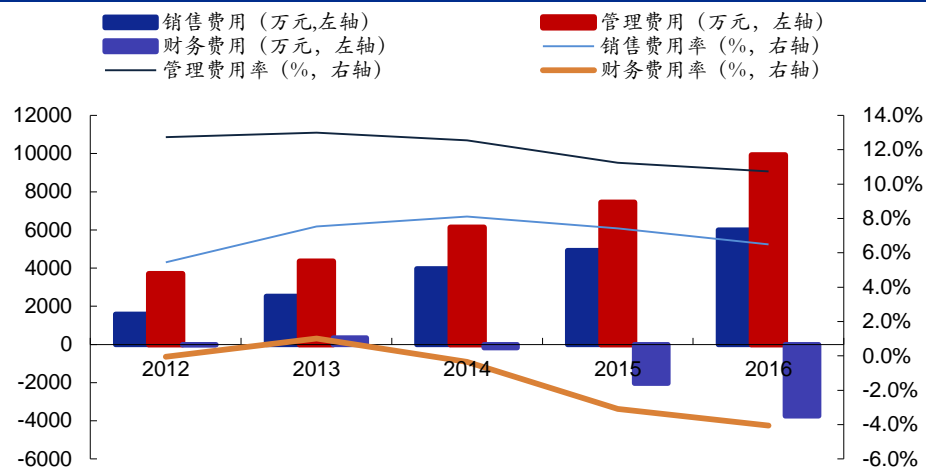
图 5：公司 2012-2016 年净利润及增速情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2014-2016 年，公司期间费用合计为分别为 9,918.90 万元、10,321.45 万元和 12,176.36 万元，占营业收入的比例分别为 20.31%、15.59%及 13.18%，各项费用率均呈下降趋势。2016 年公司销售费用较 2015 年增加 21.86%，主要系当年销售人员薪酬增加及海外市场宣传推广费用等开支增加所致。公司研发费用是其管理费用的重要构成，2014-2016 年公司研发费用占各期管理费用的比例分别为 56.12%、52.08%和 69.60%，占各期营业收入的比例分别为 7.04%、5.85%和 7.48%。2016 年公司研发费用较 2015 年增加 78.20%，主要系公司加大对高端产品线的研发，重点加强了 DECT 及 VCS 产品的技术研发投入以及相关研发人员薪酬和场租等开支增长。

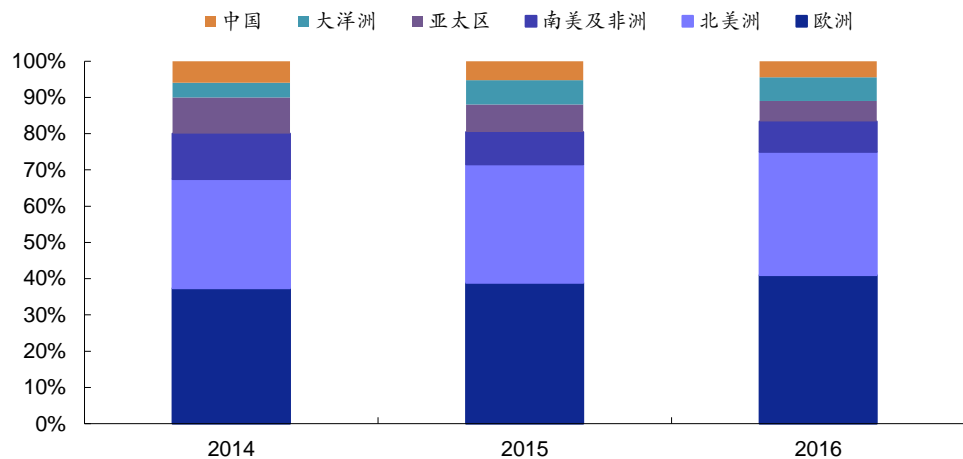
图 6：公司 2012-2016 年期间费用及费用率情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司采取授权经销商模式推进产品销售。2016 年，公司合作的 91 家授权经销商覆盖了全球 106 个国家及地区，经销商又通过下游分销渠道分销，将产品销售给企业用户。2014-2016 年，公司来自经销商的收入分别占公司销售收入的 89.79%、93.19%及 91.60%。北美和欧洲通信市场较为发达，也是公司重点销售区域，北美及欧洲的合计销售收入由 2014 年度的人民币 3.29 亿元增加到 2016 年度的人民币 6.92 亿元。2016 年，公司从北美及欧洲取得的销售收入占公司销售收入的比重超过 70%。而公司中国地区的销售收入占公司总营收的比例较小，常年在 5%左右浮动。

图 7：公司 2014-2016 年销售收入占比情况（按地区分类）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

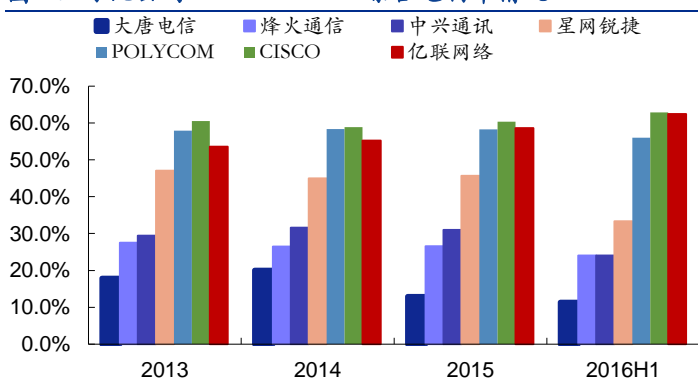
1.3.2. 各项财务指标优于同行业可比公司

与国内外可比公司比较，公司各项财务指标都表现亮眼。从综合毛利率水平来看，公司产品毛利率显著高于国内可比公司，相对于国外同行业可比公司，如 Polycom、Cisco 等，公司毛利率也基本处于同等水平，体现了对生产成本的把控能力。公司产品毛利率高于可比公司，主要得益于四个方面：

- ◇ **细分子行业毛利率整体处于较高水平：**SIP 电话终端市场是较为细分的子行业且具有一定技术含量,准入门槛较高,潜在 SIP 电话终端客户会选择富有经验及知名度的品牌商,新进入者的产品及服务质量需要长时间经历市场考验及客户认可。SIP 终端电话提供商之间存在持续的价格竞争,因此降低新进入者的进入意愿,对新进入者来说投资回报周期过长、市场份额难以增加等难度形成主要的门槛。终端提供商在给客户提供方案的同时还需要与微软、Broadsoft、3CX 等系统平台商进行战略合作,战略合作的范围和深度又形成了新进入者的另一道门槛。由于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。
- ◇ **产品结构的改善：**公司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。2013 年公司新推出两个中高端产品系列:SIP 电话终端 T4 系列以及 DECT 电话终端,产品毛利率较其他产品高,且市场认可度较高,促使公司整体毛利率有所提升。2016 年公司 SIP 电话终端 T4 系列销售占比由 2014 年的 27.07%上升到 47.46%。2015 年公司进一步推出的 VCS 视频会议系统,在价格下降的情况下毛利率仍达到 74.08%。由于终端产品原材料成本较为稳定,因此随着公司销量的不断上升,公司整体规模效应将更加显著。
- ◇ **品牌溢价：**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。公司有选择性的向平台商和运营商销售 ODM 产品,但 ODM 产品占比较小,2014-2016 年度公司 ODM 产品销售贡献占比分别为 10.21%、6.81%和 8.28%。
- ◇ **更优化的内部管理：**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。

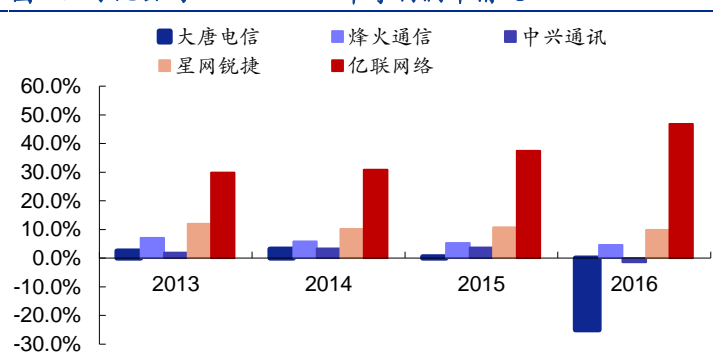
从净利润率来看,公司净利润率始终高于可比公司平均水平,且多年来稳步提升。公司较高的净利润率主要系由于 SIP 电话终端细分行业整体毛利率水平较高,且公司在细分行业内优势明显,市占率颇高。同时,公司有效的成本控制及高效的运营管理进一步降低公司各项费用率,使得公司净利润率逐年增长。

图 8: 可比公司 2013-2016H1 综合毛利率情况



资料来源: 各公司公告, 安信证券研究中心

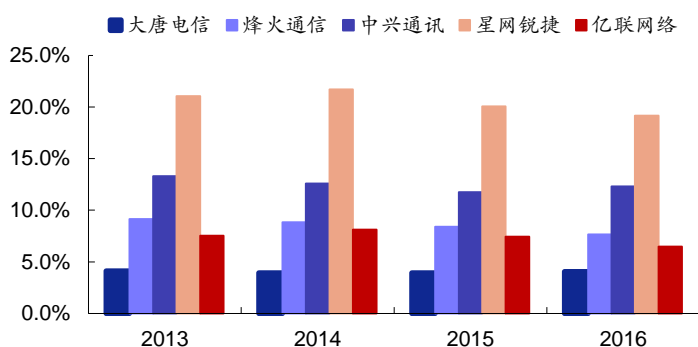
图 9: 可比公司 2013-2016 年净利润率情况



资料来源: 各公司公告, 安信证券研究中心

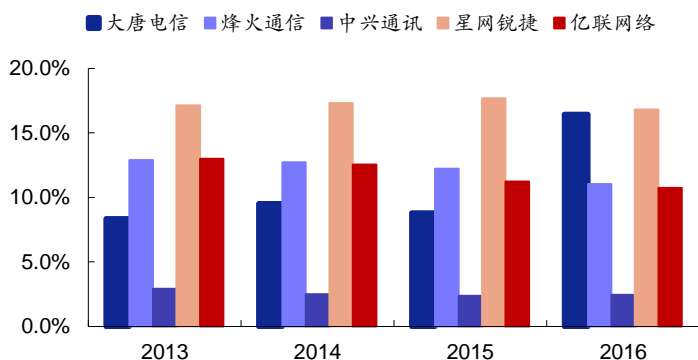
从各项费率来看,公司期间费用整体呈下降趋势,且低于同行业可比上市公司的平均费用率,其中 2015 年及 2016 年由于汇兑收益增加导致期间费用率下降。

图 10: 可比公司 2013-2016 年销售费用率情况



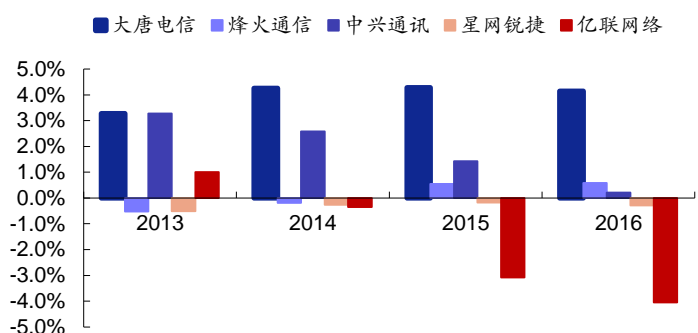
资料来源: 各公司公告, 安信证券研究中心

图 11: 可比公司 2013-2016 年管理费用率情况



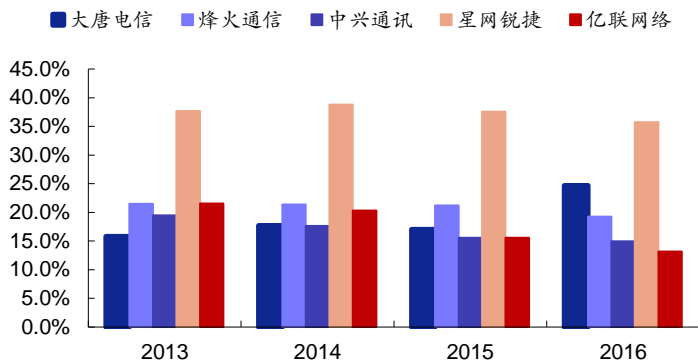
资料来源: 各公司公告, 安信证券研究中心

图 12: 可比公司 2013-2016 年财务费用率情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

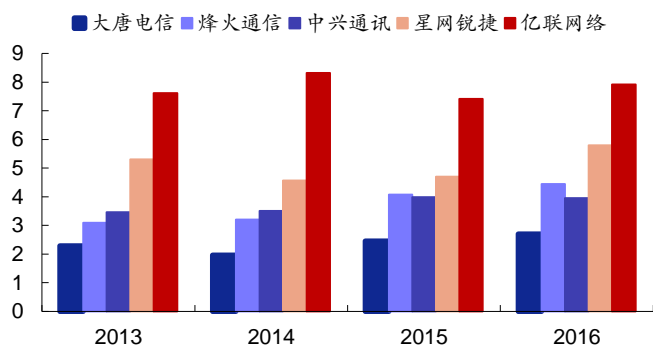
图 13: 可比公司 2013-2016 年期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

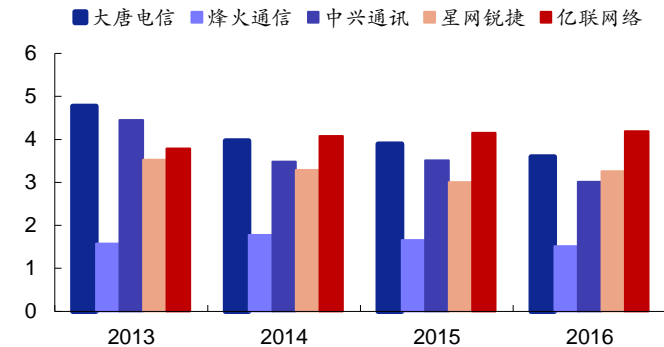
公司应收账款周转率、存货周转率都保持在较高水平, 且公司应收账款周转效率远高于同行业可比公司。基于公司严谨的应收账款管理政策, 公司平均应收账款回款期一般在 50 天左右。2014-2016 公司一年期内应收账款的比重分别达到 99.64%、98.34%和 99.98%, 账龄远低于同行业可比公司。公司存货周转率表现异优于同行业公司, 其主要原因系由于公司供应链管理能力强。

图 14: 可比公司 2013-2016 年应收账款周转率情况



资料来源: 各公司公告, 安信证券研究中心

图 15: 可比公司 2013-2016 年存货周转率情况

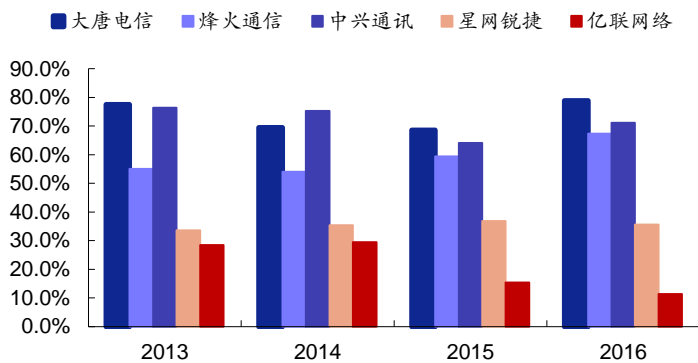


资料来源: 各公司公告, 安信证券研究中心

资本结构方面, 公司流动性好, 负债比率保持在较低的水平, 且低于同行业可比公司平均水平。公司采用轻资产的运营模式, 流动比率高于同行业可比公司平均水平, 且销售回款及时,

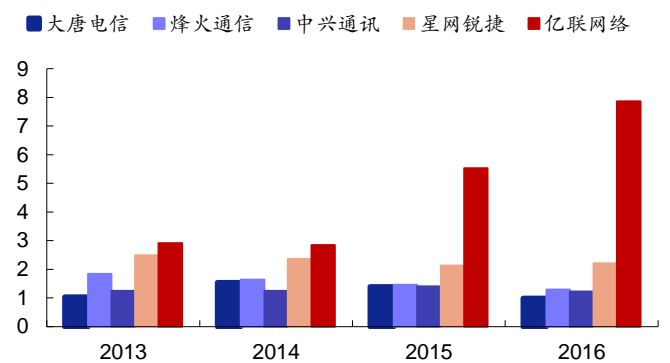
营运现金流都保持在良好的水平。

图 16: 可比公司 2013-2016 年资产负债率情况



资料来源: 各公司公告, 安信证券研究中心

图 17: 可比公司 2013-2016 年流动比率情况



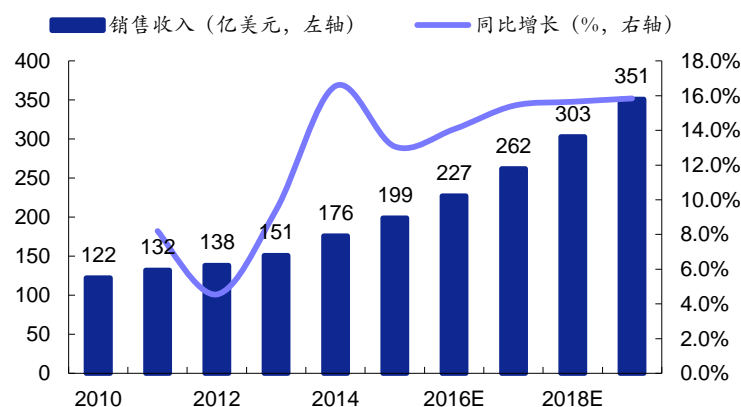
资料来源: 各公司公告, 信证券研究中心

2. 统一通信市场广阔, SIP 终端细分行业发展较快

2.1. 统一通信市场整体保持较快发展

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。统一通信的优点是其总体拥有成本低于建设多个不同的独立系统, 并且可以有效改善员工的效率和企业的业务流程。因此, 统一通信是企业通信技术和应用发展的必然趋势, 其为各行业信息化的困境带来合理、有效的解决方案。据统计, 2015 年, 全球统一通信市场规模达到 199 亿美元, 2011-2015 年平均复合增长率约为 10.3%。根据 Frost & Sullivan 预测, 统一通信市场规模将于 2019 年达到 351 亿美元, 2015-2019 年年均复合增长率将达到 15.2%。

图 18: 2010-2019 年全球统一通信市场规模

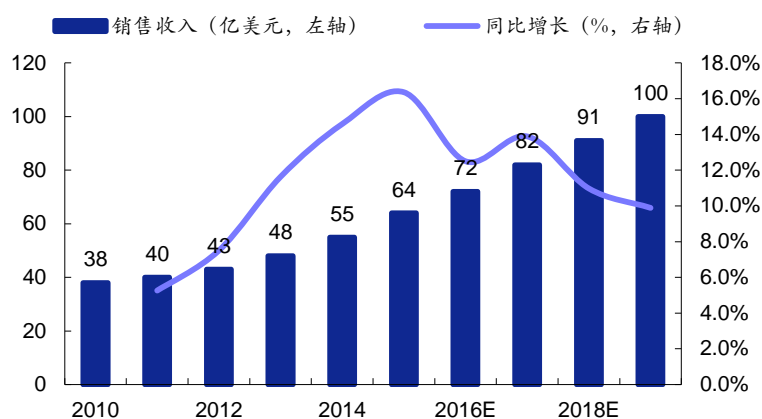


资料来源: Frost & Sullivan, 公司招股说明书, 安信证券研究中心

2.2. 统一通信终端市场美欧占优、亚太潜力大

国际统一通信市场的快速发展带动了统一通信终端市场发展。以销售收入计算, 2015 年全球统一通信终端市场规模达到 64 亿美元, 同比增长 11.0%。根据 Frost & Sullivan 预测, 统一通信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 年年均复合增长率将达到 11.8%。

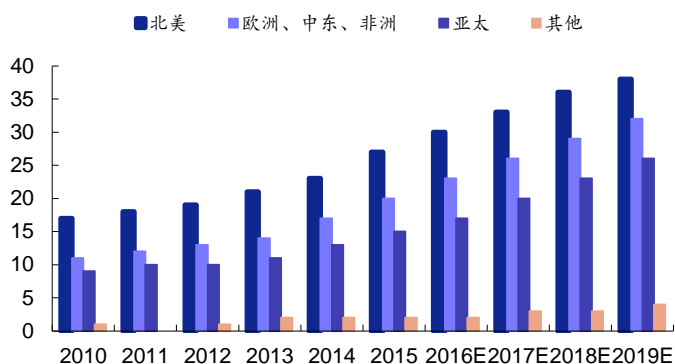
图 19: 2010-2019 年全球统一通信终端市场规模



资料来源: Frost & Sullivan, 公司招股说明书, 安信证券研究中心

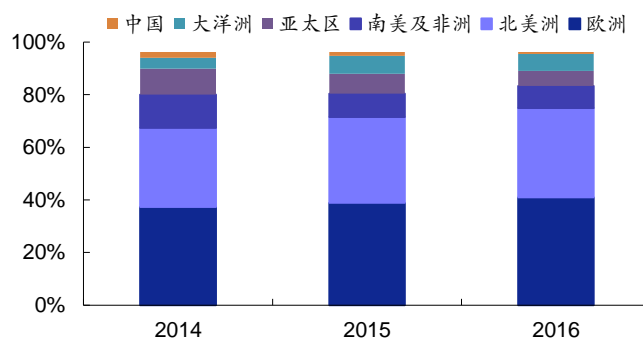
在统一通信终端市场中, 借力服务提供商提供的高速网络, 亚太地区有望成为最具发展潜力的地区。根据 Frost & Sullivan 统计, 亚太地区统一通信终端解决方案市场规模由 2010 年的 9 亿美元增加到 2015 年的 15 亿美元, 同比增长 10.8%。未来, 亚太地区统一通信终端解决方案市场将以 14.7% 的年均复合增长率快速发展, 2019 年市场规模预计将达到 26 亿美元。相比而言, 欧洲、中东及非洲及北美地区于 2015-2019 年期间增长速度稍慢, 但是在未来 2-3 年内北美和欧洲等除亚太以外的地区仍然是统一通信终端市场份额占比较大的地区。

图 20: 2010-2019 年全球统一通信终端市场规模 (亿美元)



资料来源: Frost & Sullivan, 安信证券研究中心

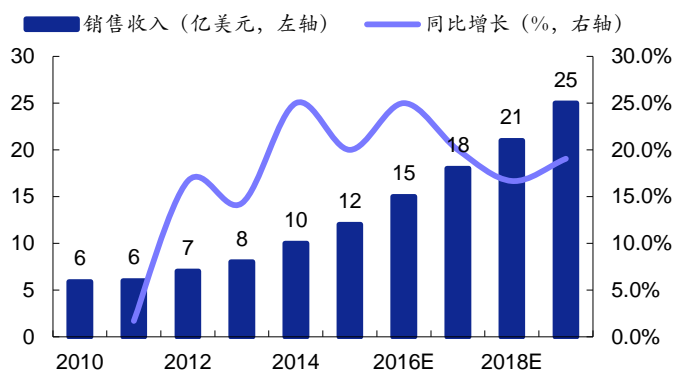
图 21: 公司统一通信终端销售占比(按地区)



资料来源: Frost & Sullivan, 安信证券研究中心

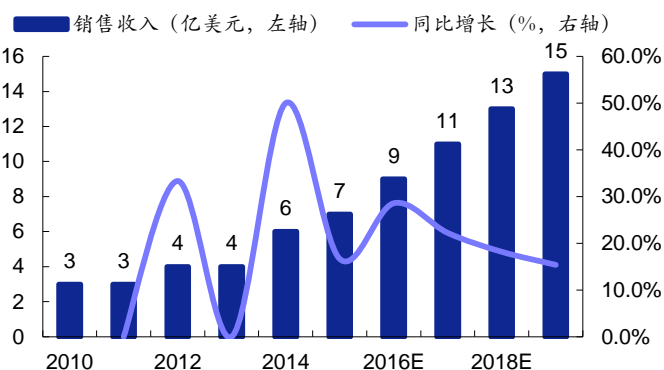
对于国内中小企业而言, 不断增长的通信需求以及通信技术革新促使通信服务成本不断下降, 统一通信终端解决方案也得到了一定程度的市场应用。根据 Frost & Sullivan 统计, 中国统一通信终端解决方案市场规模于 2015 年达到 7 亿美元, 2019 年将达到 15 亿美元, 2015-2019 年年均复合增长率约为 21.0%。

图 22: 2010-2019 年中国统一通信市场规模



资料来源: Frost & Sullivan, 公司招股说明书, 安信证券研究中心

图 23: 2010-2019 年中国统一通信终端市场规模



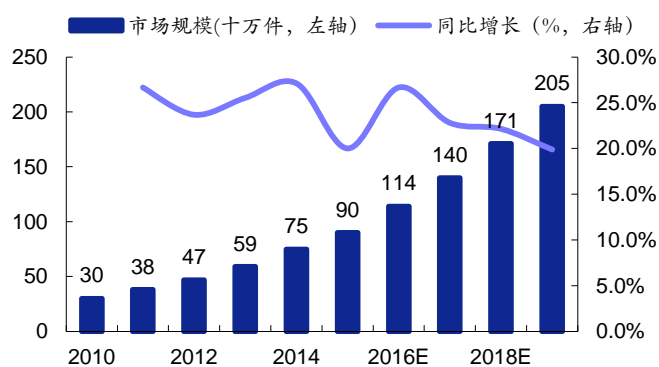
资料来源: Frost & Sullivan, 公司招股说明书, 安信证券研究中心

2.3. 统一通信终端中，SIP 细分市场发展较快

IP 电话，又被称为宽带电话或网络电话，是一种通过互联网或其他使用 IP 技术的网络，来实现电话通讯功能的新型通讯方式。IP 可以是公开标准协议，如 SIP，或者专有 IP 协议。全球 SIP 电话终端市场由少数主要企业主导，2015 年的前五大参与者为 Polycom、Yealink、Cisco、Grandstream 及 Aastra。中国 SIP 电话终端行业主要参与者为厦门亿联、广州亿景、深圳方位、大唐高鸿。

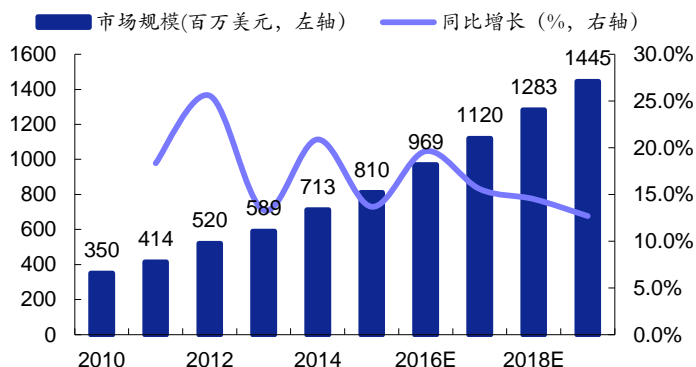
SIP 电话终端市场稳定发展。根据 Frost & Sullivan 的统计，SIP 电话终端全球市场规模达到 8.1 亿美元，2010-2015 年年均复合增长率为 18.3%，到 2019 年，预计 SIP 电话终端全球市场规模将达到 14.5 亿美元，2015-2019 年年均复合增长率为 15.6%，相较于统一通信终端市场 11.8% 的增速，SIP 细分行业增速较快。

图 24: 2010-2019 年全球 SIP 电话终端市场规模 (按销量)



资料来源: Frost & Sullivan, 公司招股说明书, 安信证券研究中心

图 25: 2010-2019 年全球 SIP 电话终端市场规模 (按销售额)



资料来源: Frost & Sullivan, 公司招股说明书, 安信证券研究中心

2.4. 行业趋势：“视频化、移动化、云化”

从发展趋势来看，统一通信市场正在走向：视频化、移动化、云化。

视频化：

全球范围内使用统一通信平台的机构数目日增，特别是对远程会议服务的需求不断提升，未来，企业采用视频协作将无处不在，从会议室走向桌面与移动终端，从企业内部走向 B2B、B2C。根据 Gartner 预测，2015 年移动视频数据流量占有所有移动数据流量的 2/3，Web/移动视频会议迅猛增长，2012~2016 年年均复合增长率高达 58%。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 16.6% 的年均复合增长率增长至 2015 年的

45.0 亿美元,同时预计到 2019 年该市场的规模有望达到 79 亿美元,2015-2019 年保持 15.1% 的年均复合增长率。

移动化:

根据 Ovum 数据,2010 年,智能手机+平板出货量就已超过 PC,而企业移动化办公需求的满足度为 57%,同时受同步与异步协作共同带动,以及持续从纯粹音频过渡至集音频、网站及视频协作于一身的市场要求驱动,基于软件终端的通信市场未来也将成为市场的主要增长点。全球基于软件终端的通信市场规模自 2010 年起以 7.5% 的年均复合增长率增长至 2015 年的 37 亿美元,预计到 2019 年该市场的规模有望达到 53 亿美元,2015-2019 年保持 9.4% 的年均复合增长率。

云化:

根据 Gartner 数据,2014 年底有 15% 的企业采用云模式 UC,到 2018 年将达到 45%。而根据艾瑞咨询数据,中国企业云服务市场规模 2016 年已超过 500 亿元,预计 2019 年前仍将保持 30% 的年复合增速。而云服务市场中,企业统一通信 PaaS 平台也将逐步获得重视和广泛应用。由于自建通信平台对企业技术人员有着严格的要求,并且建造成本非一般企业所能接受,未来,中小型客户基于对灵活性、成本效益及可扩展性等方面需求,将更希望获得统一通信的云服务(托管电话服务),而全球托管电话服务市场规模由 2010 年的 23 亿美元增至 2015 年的 46 亿美元,预计到 2019 年该市场的规模有望达到 91 亿美元,2015-2019 年保持 18.4% 的年均复合增长率。

3. 主营业务: 立足 SIP 电话终端, 加码高端产品

公司抓住统一通信终端升级的市场机会,对 SIP 桌面通信终端、DECT 无线终端和 VCS 高清视频会议系统三大产品展开布局。

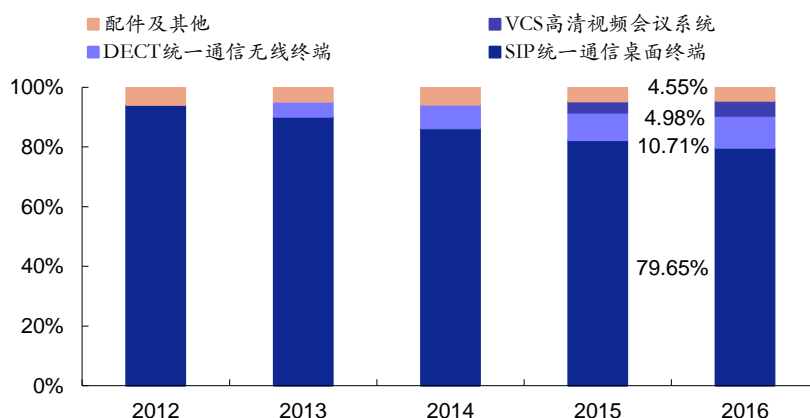
表 1: 亿联网络三大产品系列

产品类别	产品图片	产品功能
SIP 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。产品本身符合全球电信行业最高音质标准 TIA920。
DECT 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。公司的 DECT 无线电话终端可远程升级及维护手柄,从而减少设备管理及现场维护成本。
VCS 高清视频会议系统		具有网络适用性强、易部署、维护简单及兼容性强的特点。具备以下关键功能(1)在 8% 的网络丢包率情况下,仍可进行优质视频通信;(2)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)支持每秒一兆比特(Mbps)的 1080P 全高清视频。

资料来源:公司公告

SIP 桌面终端是公司的主要收入来源，一直以来占公司营业收入的 80%。2013 年公司开发了 DECT 无线终端，2015 年公司又研发了 VCS 高清视频会议系统，两项产品占营业收入的比重呈逐年上涨态势，在 2016 年分别达到 11%和 5%。

图 26：2012-2016 年各产品收入占比



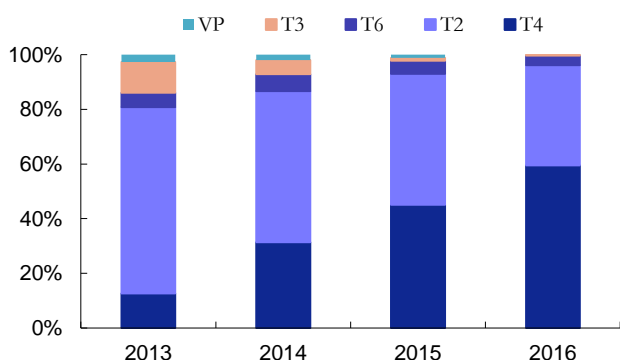
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.1. SIP 桌面终端：重点发展 T4 系列，满足中大型企业用户的高端需求

公司在 SIP 桌面通信终端下共有 5 大产品系列，即 T2、T3、T4、T6 和 VP。不同于定位中小企业市场的 T2 和 T3 系列终端，T4 系列主要定位于大型企业和集团的高端需求。在性能上，该系列终端具有三大差异化特点：支持蓝牙耳机连接，音质达到行业顶级的 TIA920 标准，采用 SIPS 和基于 TLS 的加密技术保证通话信息安全。2013 年，该系列终端获得德国 Funkschau 年度读者最受欢迎奖和美国 TMCnet 实验室创新奖。

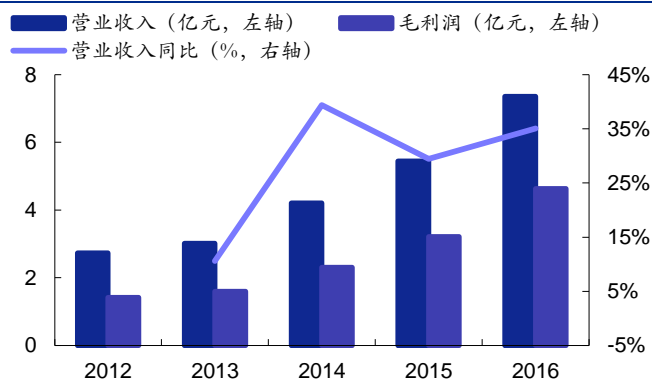
由于硬件设备是企业内部通信系统中最昂贵的开支，而大型企业在内部通信系统建设方面具有比中小企业更强大的资金实力，因此面向大型企业的统一通信终端市场空间更大。近年来，公司不断加大对 T4 系列通信终端的投入，营业收入逐年大幅上涨，2016 年达到 SIP 桌面终端业务总收入的 59.51%，同比上涨 31.84%，并取代 T2 成为该经营业务下的主打系列。而其他终端系列的收入均呈现逐年下降的趋势。其中，VP 系列在 2016 年被公司完全放弃，T6 和 T3 系列的收入占比分别下降至 3.53%和 0.27%。

图 27：2013-2016 年 SIP 桌面终端各产品营收占比



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 28：2012-2016 年 SIP 桌面终端营业收入及增速



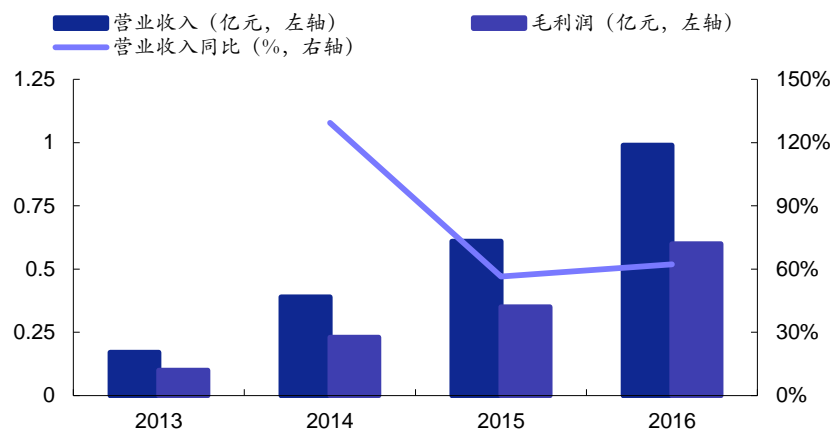
资料来源：wind，安信证券研究中心

3.2. DECT 无线终端和 VCS 高清视频会议系统：深耕中小企业客户，营收占比逐年提升

公司的 DECT 无线终端系列主要面向中小型企业、商场和仓库等客户满足其移动通信的需要。在性能上，该系列产品采用最先进的 CAT-iq2.0 技术，内置 POE、信号覆盖面积大，可以提供安全高清的无线通话解决方案，并使用强推式空中升级方法，解决了用户版本更新和配置管理的问题。

公司自 2013 年投入该系列产品以来，营业收入逐年增长，2016 年达到 0.99 亿元，同比增长 62.30%，毛利润为 0.6 亿元，同比增长 71.43%。

图 29：2013-2016 年 DECT 无线终端营业收入及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

VCS 高清视频会议系统主要面向有跨地域办公或差旅频繁的中小企业客户。2012 年，公司成立杭州研究中心、启动 VCS 产品开发。2015 年 3 月，公司凭借自主研发的高清 MCU 技术和专业语音处理技术等关键技术，推出 VCS 视频会议系统。在技术上，该系列产品做到了即插即用，无需专门的 IT 管理人员，可以极大地降低视频会议的投入成本。在性能上，该系列产品在 8% 的网络丢包率下仍可进行优质视频通信，支持前向纠错和智能带宽调整的功能，在每秒 1Mbps 低带宽下支持 1080P 全高清视频，网络适用性强且广泛兼容。目前，公司正在推进摄像头技术提升、VC Cloud 项目开发以及 VCS 服务器研发等相关工作，旨在进一步提高 VCS 产品的市场竞争力。

3.3. 市场需求、产品毛利率驱动下，不断加码高端产品

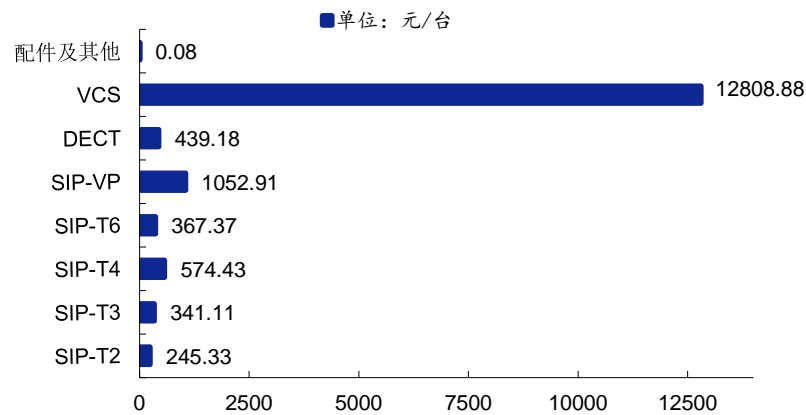
公司不断加码高端产品，以 SIP 桌面终端 T4 系列、DECT 无线终端和 VCS 高清视频会议系统为重点对象。

市场需求层面，运营商对统一通信终端的采购呈现出以 T4 系列为主、T2 系列为辅，同时伴有少量 DECT 无线终端的特征。运营商是统一通信终端市场的关键需求者，也是公司重要的收入来源。2016 年，公司与 British Telecom（英国电信）、Telefonica（西班牙电信）、KPN（荷兰电信）、PCCW（香港电讯盈科）和 Telstra（澳大利亚电信公司）等国际电信公司合作，在运营商客户领域实现的收入占总收入比重的 25%-30%。因此，从市场需求的角度出发，公司重点发力 T4 系列和 DECT 产品有助于获得更大的市场份额。

产品毛利率层面，SIP 桌面终端的毛利率中 T4 系列高于 T2、T3 和 T6 系列，价格在 2016 年达到 439.18 元/台的水平，具有明显的价格优势。VCS 高清视频会议系统的价格为

12808.88 元/台，且该产品的毛利率在所有产品中最高，2016 年达到 74.08%的水平。因此，从产品盈利的角度出发，公司大力推进 T4 系列和 VCS 系统、进一步提高整体的毛利水平。

图 30：2016 年亿联网络主营产品价格



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

3.4. 与系统平台商合作，提供多样化的终端解决方案

公司坚持“统一通信终端解决方案提供商”的企业定位，与 Broadsoft、3CX 等系统平台商合作，面向电信运营商、中小企业和 IP 联络中心提供多样化的终端解决方案。

表 2：亿联网络统一通信解决方案

解决方案	应用场景	功能
电信运营商统一通信解决方案	为企业提供通信服务的电信运营商	可实现重定向服务 (RPS) 和批量自动部署；终端产品可以自动完成与系统的无缝兼容；采用标准的 XMPP 协议，可实现状态呈现；可实现短号互拨哦、来电共振、线路共享、状态同步等功能
中小企业解决方案	中小企业内部、合作伙伴和外部客户之间的通信	利用 LDAP (轻量目录访问协议)、开放的 XML。远程地址本和智能搜索功能，方便用户查找和管理企业内部联系人；设计了共享线路，方便三方会议的发起；支持 OpenVPN，实现多地办公。
IP 联络中心解决方案	话务量强度高、处于全年无休状态、具有服务器和网络备份需要的 IP 联络中心	支持 DNS SRV 备份服务器、备份账号；集成了 AEC、PLC、AJB 和 AGC 等语音处理技术，保证超清晰的通话语音效果；支持双耳麦模式；支持多大 16 方呼叫等待、通话保留、三方会议、自动应答等；提供 Action URL 和 CTI 二次开发接口，实现 PC 端电话和 IP 电话机同步操作。

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

4. 竞争优势：全球市占率高、海外市场强、研发投入大、成本控制佳

从整体行业竞争格局来看，公司依靠多年行业内技术、品牌和产品认证上的深厚积累而获得了较为领先的竞争优势。

表 3：统一通信行业竞争壁垒

市场及品牌壁垒	基于对产品技术和可靠性的考量，客户（尤其是大客户）通常对于有一定知名度的厂商的产品拥有更高的购买意愿，因此存在一定的品牌壁垒。
产品认证和市场准入壁垒	通信行业的认证通常需要较长的时间，一方面产品性能必须要符合行业内通用的技术标准，另一方面，还必须具备客户的个性化服务能力，而销往海外市场则需要每个多家不同的认证。公司目前拥有欧盟 CE、美国 FCC、澳洲 RCM、巴西 Anatel 以及埃及 NTRA 认证等多项产品准入强制认证。对于新进入者想进军这些市场需要时间的成本。

产品技术壁垒

该行业由于需要不断的跟踪最新的通信行业发展趋势，并针对最新的趋势迅速研发出融合最新技术的产品，所以对于新进入者有着一定的技术壁垒。SIP 电话终端供货商之间持续的价格竞争会导致新加入者因为规模的差距无法与现有厂家抗衡。

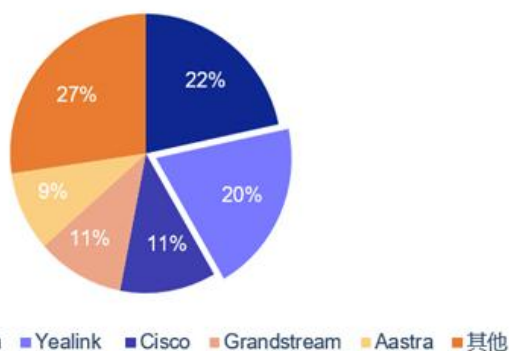
资金壁垒

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.1. 高市占率：SIP 终端产品市场份额中国第一、全球第二

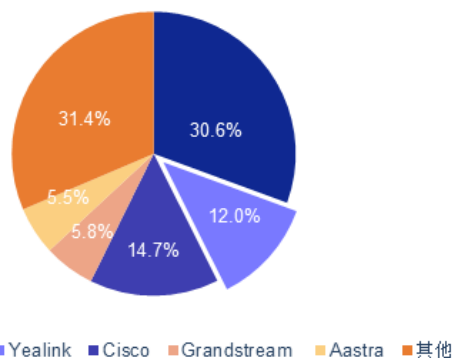
2015 年，Polycom、Yealink、Cisco、Grandstream 及 Aastra 作为全球前五名 SIP 电话终端市场参与者，销售量合计占总市场的 72.7%。根据 Frost & Sullivan 的数据，按销售量计算，2015 年亿联网络占全球及中国的 SIP 电话终端的市场份额分别为 20.0% 及 29.2%，为全球第二大及中国最大的 SIP 电话终端供应商。按销售金额计，2015 年公司 SIP 电话终端收入占全球市场份额的 12.0%，排名全球第三，位居 Polycom 和 Cisco 之后。

图 31：2015 年按销售量计全球 SIP 终端市场份额排序



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

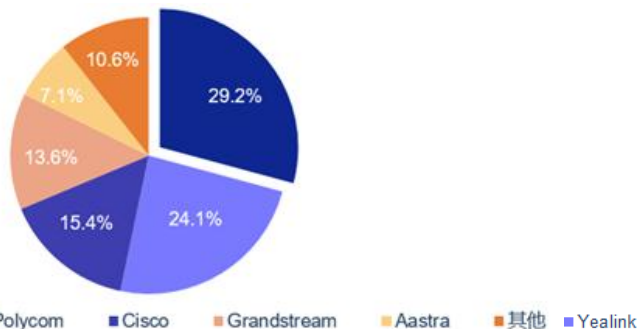
图 32：2015 年按销售额计全球 SIP 终端市场份额排序



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

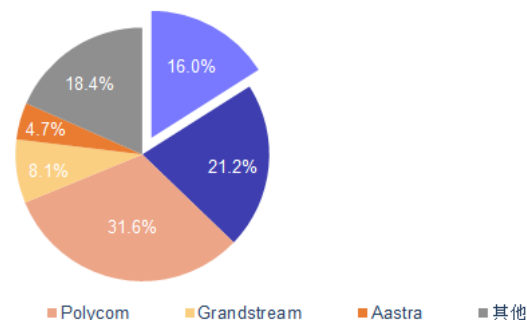
中国 SIP 终端市场份额更为集中，2015 年中国 SIP 电话终端市场前五大参与者占市场总份额的 89.4%，位居前三名的分别为亿联网络、Polycom 和 Cisco，分别占比 29.2%、24.1% 和 15.4%。按销售量计算，2015 年公司市场份额排名第一，按销售金额计算，公司 2015 年排名第三。

图 33：2015 年按销售量计中国 SIP 终端市场份额排序



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 34：2015 年按销售金额计中国 SIP 电话终端市场份额排序



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 海外市场强：全球经销商网络发达、海外营收占比超九成

目前公司主要市场仍然是海外，根据公司招股说明书中披露，2014 年-2016 年，公司海外营收分别占到了公司总营收的 94%、94.8%、95.6%。

公司常年深耕海外销售渠道，已建立起覆盖全球 106 个国家的销售网络，通过经销商把产品

转售给分销商、运营商以及终端用户,并与当地客户建立了长期且稳定的合作关系。截止2016年底,公司在全球的授权经销商稳定在90家以上,为公司未来的业务发展奠定了扎实的渠道基础。另一方面公司通过与本地运营商和云平台合作,为中小企业用户提供基于云计算和存储的语音和视频服务,即托管业务模式(Hosted),通过该项业务帮助中小企业以较低的成本来实现统一通信功能。伴随该业务的不断展开,公司在中小型企业市场中的渗透率有望进一步增高。

对于国内市场,公司依靠公司品牌在国际上的广泛知名度,进一步拓展销售渠道,将较为成熟的SIP终端产品的渠道下沉,同时针对公司新引进的VCS及配套产品采取经销商加专业代理商共同拓展销售渠道的模式,双管齐下,加速拓展国内VCS市场。同时,公司还将已在海外发展较为成熟的托管业务模式引进中国,利用在海外积累的运营经验,推动国内托管业务的加速发展。

4.3. 研发投入大: 微软在中国的唯一音频全球战略伙伴

随着通信技术的飞速发展,通信的方式也变得多样化与复杂化,统一通信系统和设备厂商必须拥有不断跟踪前沿技术并不断进行技术积累和创新的能力,以满足用户需求不断能信的需求。

公司在研发领域不断加大,并通过公司特色的IPD集成产品开发模式将最新的需求始终贯穿整体研发进程,并通过跨中心、多部门的矩阵式研发团队进行异步开发,公司的研发人数占比从2014年的39.6%上升到2016年的41.3%,人数也从172人增加到228人。

表4: 公司研发人员数量

日期	研发人员数量	研发人员占比
2014年	172	39.6%
2015年	195	39.6%
2016年	228	41.3%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

在保持高强度研发投入的同时,公司也自建了共用模块库来加快技术的产业化速度,截至目前已自主开发了视频引擎处理技术、会议音频处理技术和Venus音频处理技术。

表5: 公司在研项目

研发项目名称	项目启动时间	进展	项目概述
视频引擎处理技术	2012年	研发中	重点突破视频引擎测研技术在产品中的应用
会议音频处理技术	2013年	研发中	针对VoIP在企业应用场景进行音频引擎的针对性优化处理。
Venus音频处理技术	2014年	研发中	重点突破音频会议技术预研成果在产品中的应用

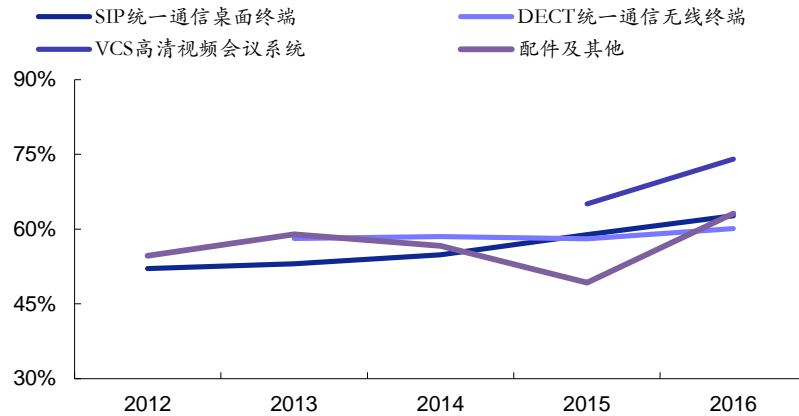
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

值得一提的是,公司于2014年与微软合作,共同开发微软UC终端解决方案,以实现亿联终端与微软UC系统的对接。目前公司已经成为微软“Gold communications”,同时也是微软在中国的音频全球战略伙伴。公司的话机音质通过了业内最为权威和严苛的泰尔实验室认证,该认证目前除了公司只有Cisco和Polycom通过,足以证明公司在技术领域上长期积累所构建的独特技术优势。

4.4. 成本控制佳: 产品外包生产促使毛利保持高位

公司各项业务的毛利率都稳定在 50% 以上，除 DECT 无线终端毛利率在 2015 年小幅下降以外，其他业务毛利率均呈现逐年上涨的趋势。在三大业务中，VCS 高清视频会议系统的毛利率最高，2016 年达到 74.08%，同比上涨 13.85%。

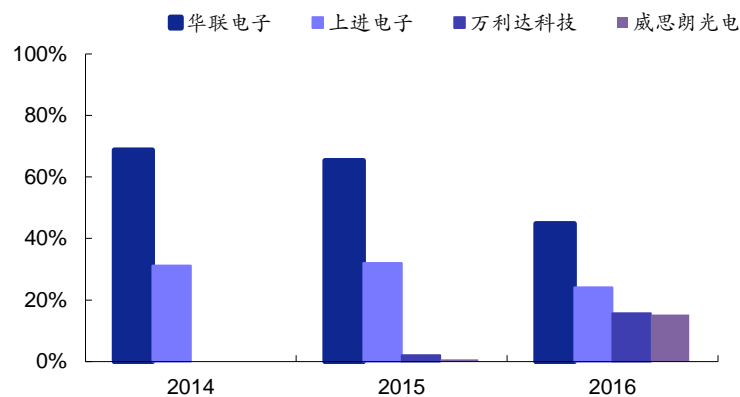
图 35：2012~2016 年亿联网络各主营业务毛利率变化趋势



资料来源：wind，安信证券研究中心

外协加工的经营模式保证了公司具备较高的经营效率和盈利能力。公司采用轻资产的发展模式，通过将所有产品外包给第三方厂商生产，使自身专注于终端产品的研发、销售和服务。近年来，公司不断从数量和规模上优化外协合作体系的结构。在数量上，公司于 2015 年新增万利达科技和威思朗广电两家合作厂商，使外协厂商的数量从 2 家增加为 4 家。在规模上，公司逐步平均与外协厂商的合作金额。2016 年，四家厂商的加工金额分别占总金额的 44.87%，24.10%，15.73% 和 15.3%。

图 36：2014-2016 年外协厂商加工金额占比



资料来源：wind，安信证券研究中心

原材料成本下降也是公司毛利率不断走高的另一个原因。在外协加工的经营模式下，公司自主进行原材料和零部件的统一采购，在保证对原材料质量控制力的同时增加了价格透明度。以 SIP 电话终端为例，其原材料主要包括芯片、液晶屏、电子元器件、PCB 和塑料材料等。其中，芯片价格受芯片技术的不断更新呈现逐步下降的趋势，液晶显示屏 (LCD) 由于行业产能过剩导致价格持续下跌，塑料材料的价格也大幅下滑，聚丙烯 (PP) 2014 年-2015 年的价格为每吨 10000-14000 元，2016 年则下降为每吨 5500-9500 元。

4.5. 面向未来，积极布局统一通信云服务

云通信即基于云端的统一通信服务。自 Google 于 2006 年提出“云计算”的概念以来，云计算发展势头迅猛，推动了通信产业的迅猛发展。基于云计算虚拟化、自动负载平衡和按需分配的技术优势，大容量的统一通信服务成为云计算重要的应用场景之一。目前，国外电信服务商 AT&T 和 Verizon 等，虚拟运营商 Broadsoft、Metaswitch 和 Genband 等已经开始云通信业务的布局。

云通信可以极大地降低企业统一通信的成本。云端模式下企业无需通过购买设备自建统一通信系统，而只需要与云通信服务商签订合同，按期支付服务费即可实现统一通信。因此，相较于传统的统一通信，云通信具有极大的成本优势、维护优势和扩展优势。显著的优势使得带动需求量的大幅提升，云通信市场发展空间巨大。

表 6：自建式和托管式统一通信的比较

	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，只有终端在企业内
采购方式	自己采购，自己搭建	采用合约租赁的方式
前期投入	高，需要一次性购买服务平台及终端设备	低，只需购买终端及按月付费
维护费用	高，需要有专门的机房和系统管理人员	低，整体系统由服务提供商维护
扩展性	差，企业规模扩大时要继续购买甚至替换成高容量设备	好，当企业规模扩大时，只需增加服务的购买
目标市场	大企业及行业客户	中小企业客户和部分大企业及行业客户

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 37：自建式和托管式统一通信的网络架构图



资料来源：公司招股说明书

公司计划通过开发云通信平台，配合已有的健全的统一通信终端产品体系，构建云通信生态系统。同时，公司拟建设支撑 200 万企业用户规模的云通信数据中心，加速云通信服务的云端布局。此外，公司正在开发一款可用于平板电脑和智能手机等设备的软件终端，从而通过软件终端将云服务平台与所有统一通信终端整合，共同建立云通信生态系统。云通信平台和云通信生态系统的建设战略将进一步巩固公司的行业领先，增加“Yealink”的品牌价值。

图 38: 亿联网络云通信生态系统

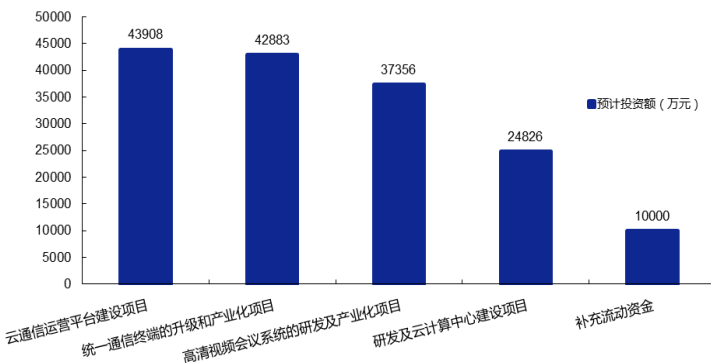


资料来源: 公司招股说明书

5. 募投项目情况

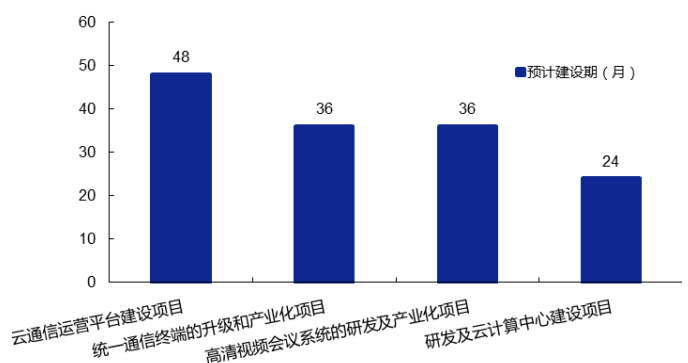
公司本次募集 16.55 亿元将主要运用于通信终端的升级和产业化项目、视频会议系统的研发及产业化项目、研发及云计算中心建设项目和云通信运营平台建设项目，以推动公司主营业务发展，提升技术研发能力，提高公司的盈利水平。

图 39: 亿联网络募投项目投资额



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 40: 亿联网络募投项目预计建设期



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

其中，统一通信终端的升级和产业化项目将进一步提升公司在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旨在提升公司利润水平，高清视频会议作为高附加值业务，将提高公司盈利水平、优化公司产品结构。云通信运营平台建设项目是面向中小企业的云通信平台增值服务，有助于公司实现全面布局统一通信产业链。

表 7: 募投项目主要内容

项目名称	项目内容
统一通信终端的升级和产业化项目	项目建设投资 30,852.44 万元，项目建设期为 36 个月。项目主要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。预计全部达产后产能 220 万套，年产平均销售收入 7 亿元，年均净利润 1.94 亿元。
高清视频会议系统的研发及产业化项目	项目建设投资 26,518.59 万元，项目建设期为 36 个月。此项目目标为完成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，构造完整的统一协同通讯系统。预计全部达产后产能 275 万套，年产平均销售收入 5.01 亿元，年均净利润 1.65 亿元。
研发及云计算中心建设项	基建工程及装修投资 9,865 万元，研发等设备投资 7,683.10 万元，基础开发费用 6,096

目	万元，基本预备费 1,182.21 万元，项目建设期为 24 个月。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，提高公司研发效率。
云通信运营平台建设项目	项目建设投资 40,815 万元，项目建设期为 48 个月。建设内容为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。预计年平均销售收入 3.97 亿，年均净利润 1.09 亿元。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

6. 投资建议和盈利预测

我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 13.38 亿元(+44.87%)、19.21 亿元(+43.58%)、26.05 亿元(+35.61%)，净利润分别为 6.28 亿元(+45.22%)、8.94 亿元(+42.40%)、12.33 亿元(+37.80%)，对应 EPS 分别 8.41 元、11.97 元、16.51 元，对应 PE 分别为 37 倍、26 倍、19 倍。考虑到公司 SIP 电话终端产品在国际市场份额第二、国内市场份额第一的龙头地位，我们给予亿联网络 2017 年动态 PE 45 倍的合理估值，6 个月目标价 378.45 元，首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	661.9	923.7	1,338.2	1,921.3	2,605.5	成长性					
减:营业成本	273.8	340.6	460.9	638.6	885.9	营业收入增长率	35.5%	39.6%	44.9%	43.6%	35.6%
营业税费	5.6	10.3	13.4	23.1	16.9	营业利润增长率	70.1%	61.0%	46.3%	44.8%	38.2%
销售费用	49.2	59.9	77.6	115.3	143.3	净利润增长率	64.5%	74.6%	45.2%	42.4%	37.9%
管理费用	74.4	99.2	133.8	201.7	260.5	EBITDA 增长率	58.4%	58.4%	57.8%	44.2%	37.8%
财务费用	-20.4	-37.4	-5.0	-9.2	-15.0	EBIT 增长率	59.3%	59.2%	58.4%	44.5%	38.0%
资产减值损失	2.3	2.7	2.5	2.7	2.5	NOPLAT 增长率	50.4%	73.5%	58.8%	42.9%	38.3%
加:公允价值变动收益	0.7	-	0.2	-0.1	0.0	投资资本增长率	94.1%	44.9%	27.4%	25.4%	31.9%
投资和汇兑收益	1.0	-	1.0	1.0	1.5	净资产增长率	76.5%	81.9%	80.6%	61.6%	52.6%
营业利润	278.5	448.4	656.2	950.0	1,312.8	利润率					
加:营业外净收支	9.8	13.6	15.7	14.6	14.7	毛利率	58.6%	63.1%	65.6%	66.8%	66.0%
利润总额	288.3	462.0	671.9	964.6	1,327.5	营业利润率	42.1%	48.5%	49.0%	49.4%	50.4%
减:所得税	40.7	29.7	41.7	69.5	92.9	净利润率	37.4%	46.8%	46.9%	46.5%	47.3%
净利润	247.6	432.3	627.8	894.0	1,232.5	EBITDA/营业收入	39.6%	45.0%	49.0%	49.2%	50.0%
						EBIT/营业收入	39.0%	44.5%	48.7%	49.0%	49.8%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	7	6	3	2	1
货币资金	261.7	545.5	1,124.2	1,935.7	3,039.0	流动营业资本周转天数	37	51	53	52	54
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	201	244	309	367	424
应收账款	101.3	138.5	213.8	294.5	389.4	应收账款周转天数	49	47	47	48	47
应收票据	-	-	0.0	0.0	0.0	存货周转天数	36	32	30	29	29
预付账款	2.6	2.2	3.8	4.5	7.5	总资产周转天数	239	279	335	384	436
存货	73.3	89.1	132.9	172.8	251.6	投资资本周转天数	73	85	79	69	66
其他流动资产	4.2	33.7	13.5	17.2	21.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	56.0%	53.7%	43.3%	38.1%	34.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	47.4%	47.6%	39.8%	35.6%	32.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	242.3%	216.6%	237.4%	266.4%	293.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	13.8	14.4	11.1	7.7	4.3	销售费用率	7.4%	6.5%	5.8%	6.0%	5.5%
在建工程	24.4	45.4	45.4	45.4	45.4	管理费用率	11.2%	10.7%	10.0%	10.5%	10.0%
无形资产	38.0	36.9	35.9	34.9	33.9	财务费用率	-3.1%	-4.0%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
其他非流动资产	2.8	1.7	1.3	1.5	1.4	三费/营业收入	15.6%	13.2%	15.4%	16.0%	14.9%
资产总额	522.3	907.4	1,581.9	2,514.1	3,793.9	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	15.3%	11.3%	8.1%	6.6%	5.6%
应付账款	45.7	56.3	75.7	107.0	150.6	负债权益比	18.1%	12.8%	8.9%	7.1%	5.9%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	5.53	7.86	11.59	14.64	17.59
其他流动负债	34.4	46.6	52.7	58.6	60.3	速动比率	4.61	7.00	10.56	13.60	16.40
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-12.67	-10.99	-129.68	-102.23	-86.74
其他非流动负债	-	-	0.3	0.1	0.1	分红指标					
负债总额	80.2	102.9	128.7	165.7	211.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	2.3	3.4	5.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	56.0	56.0	74.7	74.7	74.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	386.1	748.4	1,376.3	2,270.2	3,502.7						
股东权益	442.2	804.5	1,453.2	2,348.3	3,582.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	247.6	432.3	627.8	894.0	1,232.5	EPS(元)	3.32	5.79	8.41	11.97	16.51
加:折旧和摊销	5.0	5.1	4.4	4.4	4.4	BVPS(元)	5.92	10.77	19.43	31.40	47.91
资产减值准备	2.3	2.7	-	-	-	PE(X)	94.0	53.8	37.1	26.0	18.9
公允价值变动损失	-0.7	-	0.2	-0.1	0.0	PB(X)	52.7	28.9	16.0	9.9	6.5
财务费用	-13.2	-27.6	-5.0	-9.2	-15.0	P/FCF	144.1	66.0	41.8	28.7	21.1
投资损失	-1.0	-	-1.0	-1.0	-1.5	P/S	35.2	25.2	17.4	12.1	8.9
少数股东损益	-	-	2.4	1.2	2.1	EV/EBITDA	-	-	33.8	22.6	15.5
营运资金的变动	-0.7	-87.6	-93.0	-75.7	-137.7	CAGR(%)	53.5%	41.9%	61.2%	53.5%	41.9%
经营活动产生现金流量	230.1	350.2	535.9	813.6	1,084.9	PEG	1.8	1.3	0.6	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-18.1	-21.6	1.0	1.0	1.5	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-119.9	-71.9	41.8	-3.0	16.9	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

夏庐生、胡又文声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034