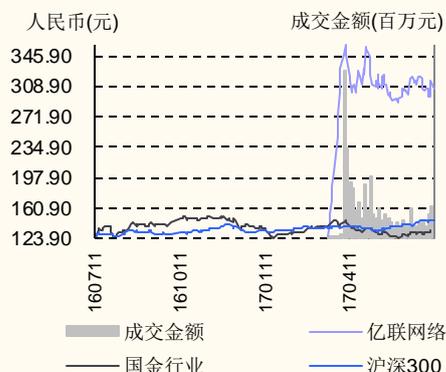


市场价格(人民币): 305.95元
 目标价格(人民币): 367.00-367.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	18.67
总市值(百万元)	22,845.29
年内股价最高最低(元)	359.01/127.68
沪深300指数	3653.69



统一通信巨头，内生增长突出

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	4.422	7.720	8.293	11.402	15.505
每股净资产(元)	7.90	14.37	24.92	40.13	60.80
每股经营性现金流(元)	4.09	6.24	10.80	13.83	20.26
市盈率(倍)	0.00	0.00	36.89	26.83	19.73
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	68.32	68.32	68.32
净利润增长率(%)	64.46%	74.59%	43.24%	37.48%	35.99%
净资产收益率(%)	56.00%	53.74%	44.37%	37.89%	34.00%
总股本(百万股)	56.00	56.00	74.67	74.67	74.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **统一通信成为趋势，市场空间广阔：**统一通信是指把互联网技术与传统通信技术融为一体的通信方式，将语音、传真等信息类型合为一体，从而方便人们可以通过任何设备获得数据、图像和声音的自由通信。近年来，通信系统转移到互联网协议中已经成为不可逆转的趋势，传统电话终端正在逐步退出市场。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%。
- **SIP 终端份额全球第二，中国第一：**根据 Frost & Sullivan 预测，2015 年按销售量计算，亿联网络全球排名第二，市场份额约为 20%，于中国排名第一，市场份额约为 29%。按照销售金额计，2015 年亿联网络 SIP 电话终端收入占全球市场份额 12%，排名全球第三，于中国排名第三，占中国市场份额 16%。
- **立足于 SIP 终端，布局统一通信全产业链：**在研发和品牌方面，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的高端 SIP 电话终端投入。公司通过募投布局 VCS 高清视频会议系统和云通信平台，业务范围包括终端产品、系统集成以及整体方案服务，利于加速公司主业的全产业链建设、生态竞合从而拓宽企业的销售范围。在营销方面，公司借助成熟的营销网络和营销模式，巩固其行业领先地位。

投资建议

- 我们认为，公司为统一通信终端龙头标的，内生增长性强，我们预测，公司未来两年净利润复合增速接近 40%，给予公司“增持”评级。

估值

- 预期公司 2017-2019 年净利润 6.2 亿，8.5 亿，11.6 亿，对应 EPS 为 8.3，11.4，15.5 元，对应 37，27，20 倍 PE。

风险提示

- 毛利率下降的风险；
- 高端系列产品推广不及预期。

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
 (8621)60230230
 zhangbin@gjzq.com.cn

林仕霄 联系人
 linsx@gjzq.com.cn

内容目录

统一通信行业内生增长稀缺标的	4
统一通信行业领先	4
公司业绩增长迅速	4
统一通信发展迅速，SIP 终端受益良多	7
统一通信发展迅速	7
SIP 终端后来者居上	10
监管趋松，对比优势明显	11
行业差异化竞争，分销定位成为看点	12
SIP 终端份额全球第二，中国第一	12
深耕中小企业，分销凸显优势	14
募投增强研发，云服务成为看点	15
盈利预测与投资建议	17
风险提示	17

图表目录

图表 1：公司股权结构	4
图表 2：公司营业收入及增速	5
图表 3：公司归母净利润及增速	5
图表 4：公司整体毛利率和净利率情况	5
图表 5：主要产品及应用领域	5
图表 6：公司分产品收入情况（万元）	6
图表 7：公司分产品毛利率情况（%）	6
图表 8：公司海外收入占比	7
图表 9：企业通信发展历史	7
图表 10：统一通信简介	8
图表 11：统一通信的模式分类	8
图表 12：终端产品分类	9
图表 13：终端产品分类	9
图表 14：UC 解决方案市场规模预测	10
图表 15：2010-2019E 按销售量计全球 SIP 电话终端市场规模（百万件）	10
图表 16：2010-2019E 按销售额计全球 SIP 电话终端市场规模（百万美元）	11
图表 17：IP 电话与传统电话对比	12
图表 18：行业竞争格局	13
图表 19：全球 SIP 终端市场份额（销量计）	13
图表 20：全球 SIP 终端市场份额（销售额计）	13
图表 21：中国 SIP 终端市场份额（销量计）	14
图表 22：中国 SIP 终端市场份额（销售额计）	14

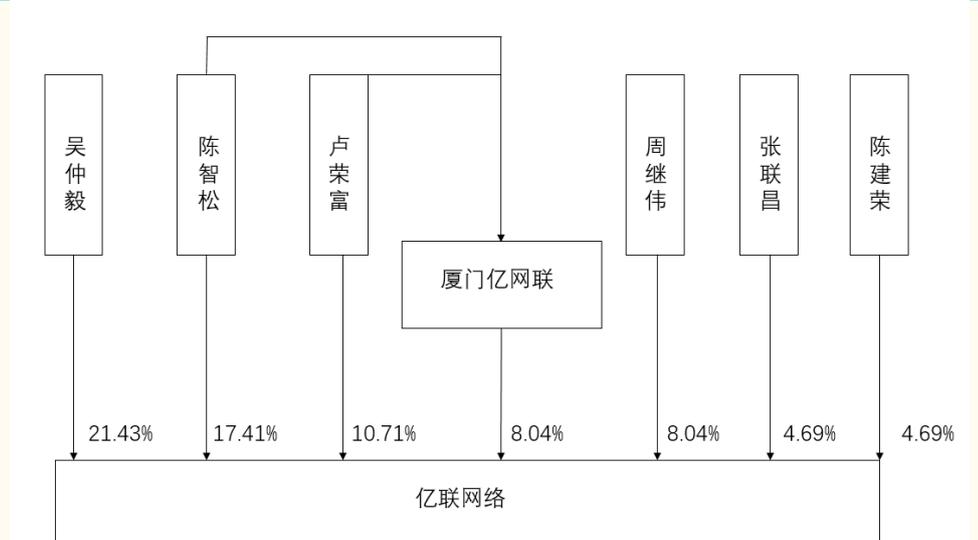
图表 23: 三层产品销售体系.....	14
图表 24: 自建式系统网络架构.....	15
图表 25: 云服务式网络架构.....	15
图表 26: 公司募投项目.....	15
图表 27: 公司募资项目建设内容.....	16
图表 28: 盈利预测.....	17

统一通信行业内生增长稀缺标的

统一通信行业领先

- 亿联网络是专业的企业统一通信终端提供商，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设备。亿联在全球 100 多个国家提供音视频与协作等高品质网络通信产品，协助用户提升办公效率和竞争力。亿联网络 SIP 话机市场占有率为中国第一、全球第二。
- 公司的实际控制人为吴仲毅、陈智松、卢荣富、周继伟，分别持有厦门亿联网络技术股份有限公司股份比例：21.43%、21.08%、13.39%、8.04%。

图表 1：公司股权结构



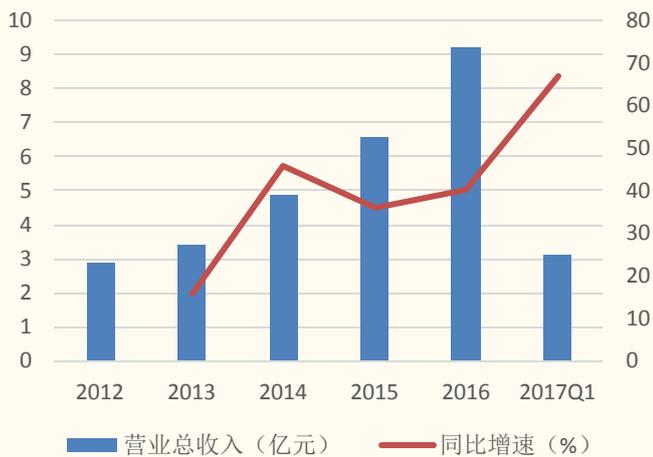
来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司通过分销模式和直销模式进行产品销售，其直接客户为诸如 American Technologies, LLC、ALLNET 等授权经销商，Zultys、INTELBRAS S/A 等平台商，Telstra、Verizon 等运营商；最终用户为诸如平安保险、汇丰银行、卡塔尔航空等企业用户。

公司业绩增长迅速

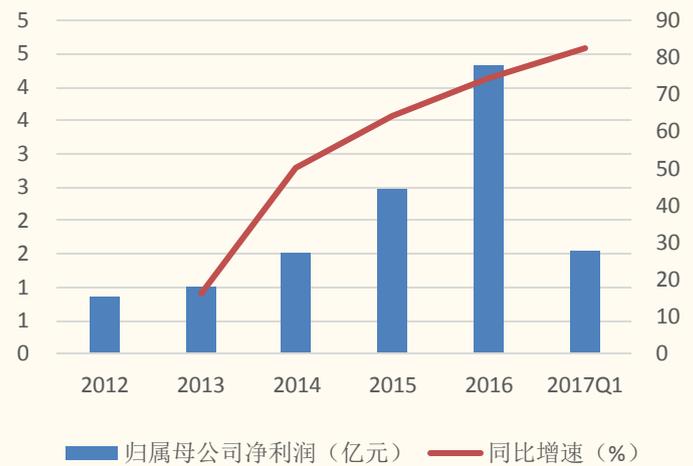
- 公司近年来业绩增长迅速，营业收入和归属母公司净利润均有较大地提升。
 - 2016 年，公司主营业务收入 9.24 亿元，同比增长 39.56%。主要是由于公司所处的统一通信行业尚处于发展初期，特别是 SIP 通信市场发展较为快速，公司作为行业中的领先企业。
 - 2016 年，公司归母净利润达 4.32 亿元，较 2015 年增加 1.85 亿元，同比增长 74.59%。公司净利润的增长速度高于销售收入的增长，主要是由于公司毛利率持续上升的同时，公司加强运营管理、提高运营效率，有效利用规模效应降低各项费率占比。
 - 2016 年，公司销售毛利率为 49.75%，销售净利率为 46.80%，近年来均实现稳步上涨。

图表 2：公司营业收入及增速



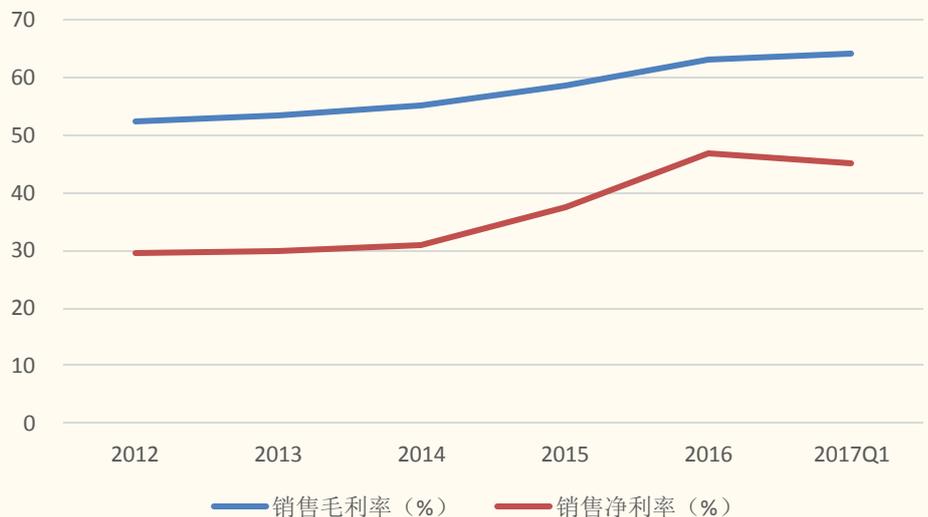
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：公司归母净利润及增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：公司整体毛利率和净利率情况



来源：wind，国金证券研究所

- 公司净利润率高于同行业可比公司的平均水平，且持续提升，主要是由于：
 - (1) 公司所处的统一通信行业是通信行业中相对细分的子行业，市场参与者较少，因此该细分行业的整体毛利率较高；
 - (2) 公司在该细分行业内具有明显的领先优势，市场占有率较高；
 - (3) 公司采取严格有效的成本费用控制政策以及高效的运营管理，费用率持续下降。
- 公司主要为中小型企业用户提供多款先进的统一通信终端，包括 SIP 桌面电话终端、DECT 无线电话终端、VCS 高清视频会议系统以及其他相关配件。

图表 5：主要产品及应用领域

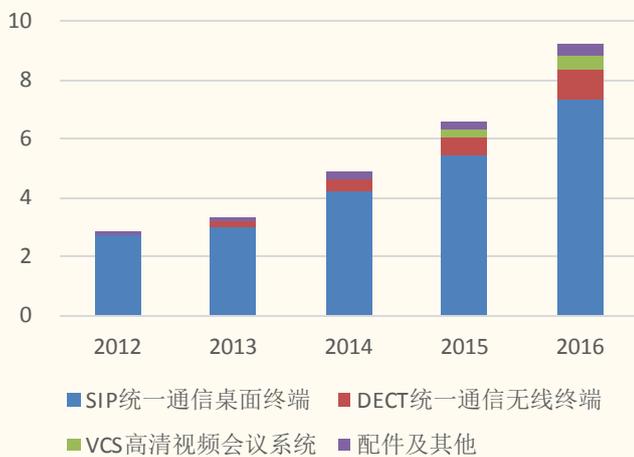
产品	示意图	应用领域

SIP 桌面电话终端		公司的 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		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		公司 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。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；（3）产品支持每秒一兆比特（Mbps）的 1080P 全高清视频。

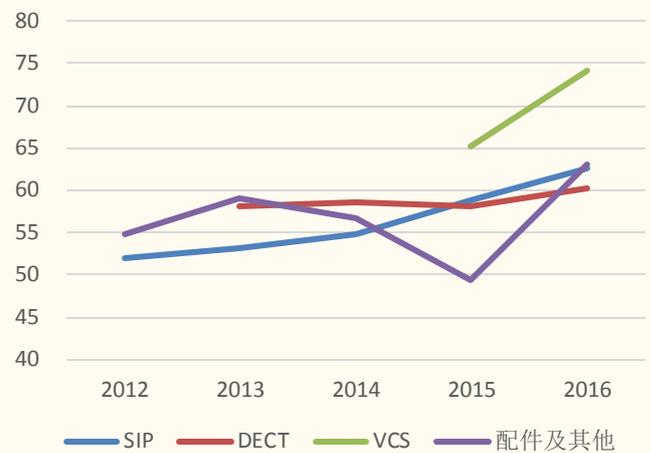
来源：公司公告，国金证券研究所

- 从分产品看，公司的业务收入主要来自于基于 SIP 协议的统一通信终端产品。2016 年 SIP 统一通信桌面终端收入为 7.36 亿元，占营业收入的 79.7%。同时，DECT 无线电话终端与 VCS 高清视频会议系统收入也持续增加，分别收入 0.99 亿元和 0.46 亿元。
- 从毛利率来看，2016 年公司 SIP 统一通信桌面终端的毛利率为 62.67%，DECT 统一通信无线终端与 VCS 高清视频会议系统的毛利率分别为 60.11%和 74.08%，毛利率逐年提升。

图表 6：公司分产品收入情况（万元）



图表 7：公司分产品毛利率情况（%）

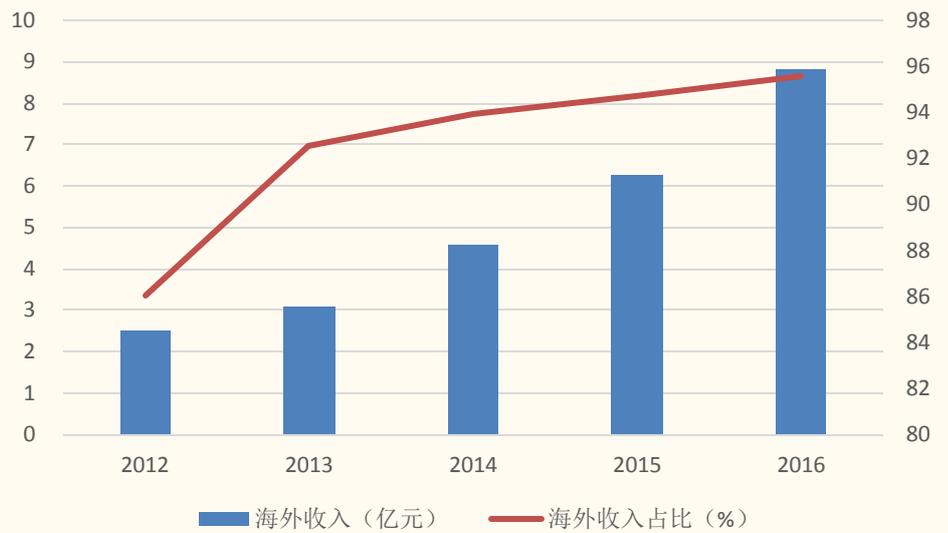


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- 近年来公司海外销售占比逐渐提升，2016 年海外的销售收入占公司营业收入的比例达到 95.6%。

图表 8：公司海外收入占比



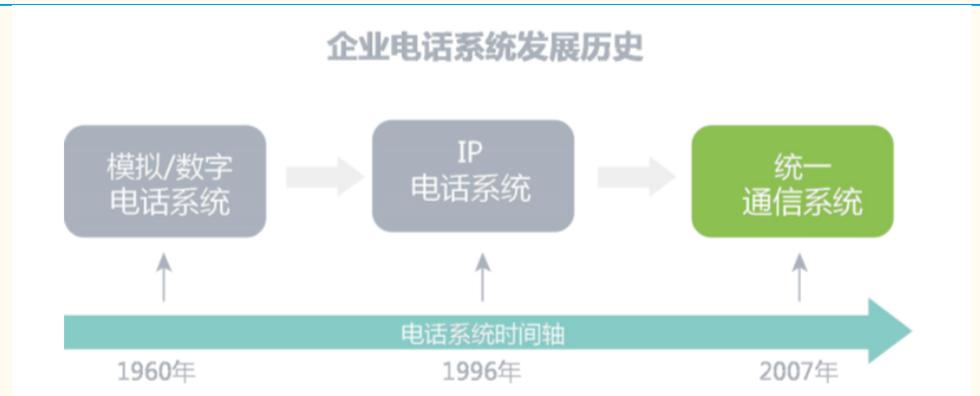
来源：公司公告，国金证券研究所

统一通信发展迅速，SIP 终端受益良多

统一通信发展迅速

- 按照技术实现方式的演进进行划分，企业电话系统大致经过了三个发展阶段：从模拟电话系统到 IP 电话系统再到统一通信。

图表 9：企业通信发展历史



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 统一通信 (Unified Communications) 的定义是把互联网技术与传统通信技术融为一体的新通信模式，在互联网与传统通信网络相融合的基础上实现电话、传真、音视频会议、呼叫中心、实时通信等众多应用服务。

图表 10：统一通信简介



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 统一通信通常包含以下几个显著特征：1，主要针对的是企业用户；2，必须要具备所传输的数据在电信网和互联网两个网络转换的过程；3，实现同步沟通方式和异步沟通方式的融合；4，具有状态感知的功能。

图表 11：统一通信的模式分类

“管一端”模式

- 该模式需要企业一次性投入购买统一通信系统，成本较高，而且维护成本也高。
- 该模式主要面向大企业市场。

“云一端”模式

- 由统一通信运营商在云端搭建统一通信系统，企业购买统一通信服务。该模式下，企业不需要一次性投入购买统一通信系统，而只需要跟统一通信运营商签订合约，按月支付费用
- 该模式主要用于中小企业。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为，不管是“云一端”模式还是“管一端”模式，端（即通信终端）都是统一通信系统中不可或缺的。

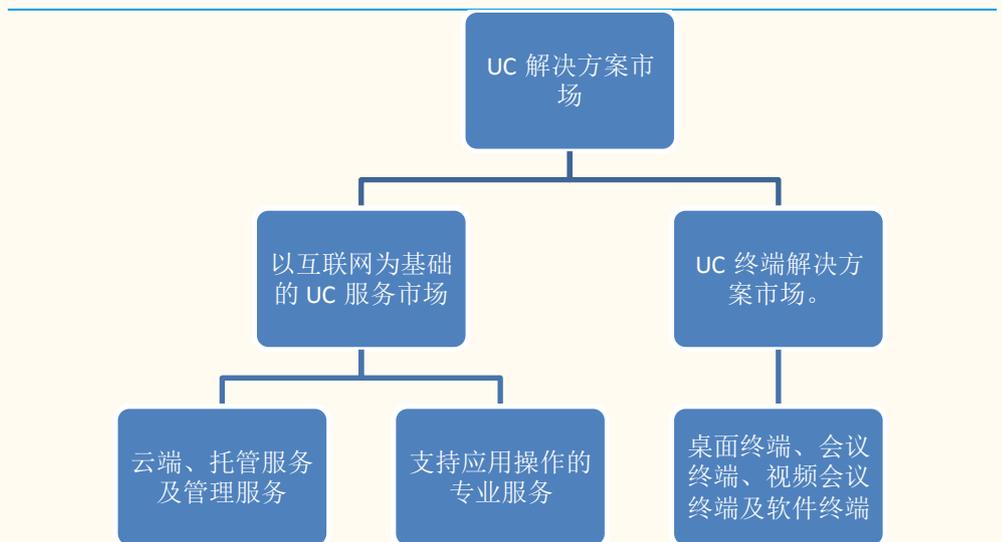
图表 12：终端产品分类

终端名称	适用场景
IP/SIP 桌面终端	桌面场景
视频会议终端	会议场景
移动终端（基于平板或智能手机平台）	移动场景
基于 PC 的统一通信软件终端	移动场景
基于 Web 的客户端	非常用设备

来源：公司公告，国金证券研究所

- 统一通信终端行业目前处于成长期，在国外企业需求日趋稳定、国内企业需求初步显现的背景下，中小企业对企业运营效率提升的需求不断增加，市场规模持续增长。
- 我们认为，统一通信所带来的整体效益、生产力及竞争力的提升，将带动企业对先进 UC 终端解决方案的需求。因此，得益于 UC 解决方案市场的发展及降低通信成本的需求日益增加，预计 UC 终端解决方案市场的销售收入将会进一步增长。

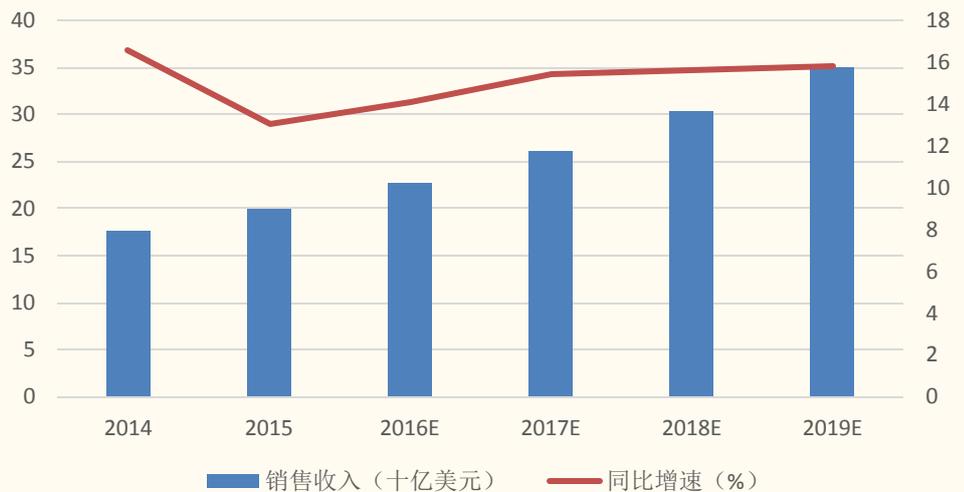
图表 13：终端产品分类



来源：Unify，国金证券研究所

- 2010 年，全球 UC 解决方案市场规模达到 122 亿美元，2015 年达到 199 亿美元，年复合增长率为 10.3%。根据 Frost & Sullivan 预测，UC 解决方案市场规模将于 2019 年达到 351 亿美元，2015-2019 年复合增长率将达到 15.2%。2015 年，中国 UC 解决方案市场规模达到 12 亿美元，2010-2015 年复合增长率达到 16.6%，预计将于 2019 年达到 25 亿美元，2015-2019 年复合增长率预计将达到 20.1%。

图表 14: UC 解决方案市场规模预测

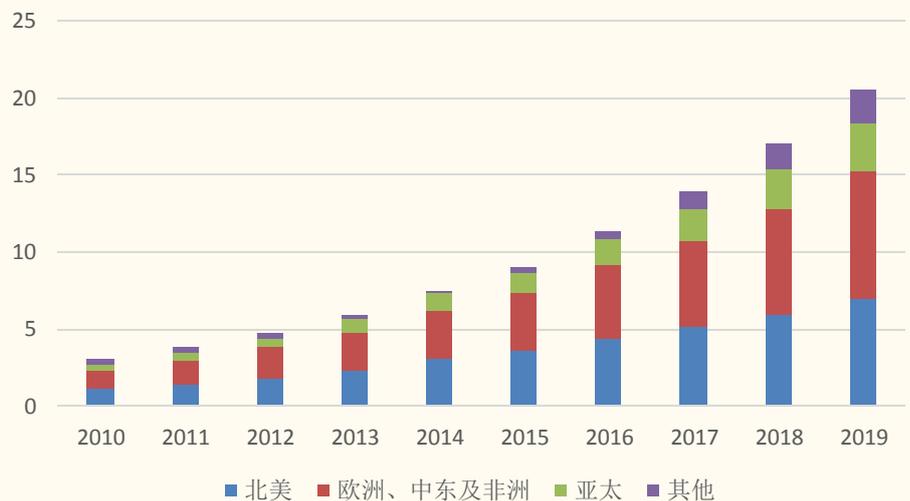


来源: Frost &Sullivan, , 国金证券研究所

SIP 终端后来者居上

- 根据 Frost & Sullivan 的统计, 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 24.6%, 2019 年预计进一步增至 2050 万件, 2015-2019 年复合增长率为 22.9%。其中中小型企业的贡献预计会增加, 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 47.2%, 同时其销售收入贡献为 43.4%。

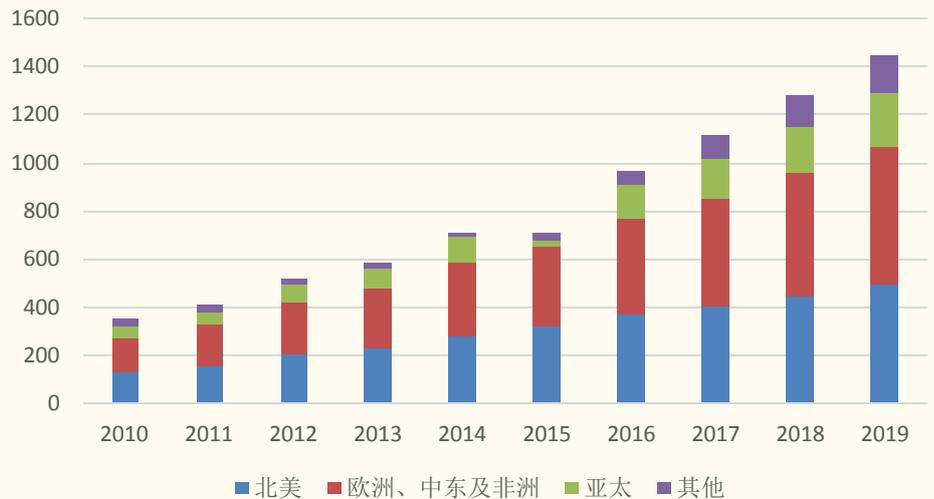
图表 15: 2010-2019E 按销售量计全球 SIP 电话终端市场规模 (百万件)



来源: Frost &Sullivan, , 国金证券研究所

- 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 18.3%。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 15.6%。

图表 16: 2010-2019E 按销售额计全球 SIP 电话终端市场规模 (百万美元)



来源: Frost &Sullivan, 国金证券研究所

- 得益于 SIP 的规模性及灵活性, 及将 UC 特征及功能集于一身的 SIP 电话终端及快速发展的托管电话服务市场, 预计越来越多的企业会采用 SIP 电话终端作为提升成本效益的业务通信方式。专有 IP 电话终端于过去几年呈下降趋势, SIP 电话终端的使用率一直上升。SIP 电话终端市场持续快速发展, 不断地吸引新客户, 为各行各业不同客户的业务提供更多的功能。预计未来, 随着传统通信方式向统一通信的转型、采用托管电话平台数目的上升以及市场对多媒体 SIP 电话终端与日俱增的需求, SIP 电话终端市场将迎来更好的发展前景。
- 我们认为全球及中国 SIP 电话终端市场预计将在未来几年稳步增长, 主要是由于: (1) 传统通信方式将持续向 IP 通信及 UC 转型; (2) 托管电话服务及云通信技术的成熟, 将带动兼容托管业务及云解决方案的 SIP 电话终端的增长; (3) 随着通信应用场景的需求升级, 对视频会议及软件终端的需求将不断上升。

监管趋松, 对比优势明显

- 统一通信的基础是 IP 通信。在中国 IP 通信系统集成及 IP 通信运营是有严格区分的。企业 IP 通信系统集成是指企业自建内部 IP 通信系统, 该行为是允许的; 而向大众提供 IP 通信运营服务, 根据《中华人民共和国电信管理条例》的规定, IP 通信运营属于基础电信业务, 目前只有少数企业如中国三大基础电信运营商拥有相关牌照, 这在一定程度上限制了统一通信的发展。
- IP 通信的基本原理为通过语音压缩算法对语音信号进行压缩编码处理, 然后把 这些语音数据按 TCP/IP 标准进行打包, 经过网络把数据包发送到接收地; 接收端把这些语音数据包串联起来, 经过解码解压缩处理后恢复成原来的语音信号, 从而达到由互联网传输语音的目的。

图表 17: IP 电话与传统电话对比

	IP 电话	传统电话
通话质量	较好	好
通话费用	低	高
带宽应用率	高	低
应用拓展	较多	无
便捷程度	便捷	繁琐

来源：百度百科，国金证券研究所

- 工信部 2012 年发布的《跨地区增值电信业务经营许可证常见问题解答》中指出，若是免费、公益或企业自用的行为无需申请电信业务经营许可证。这表明，企业可以在企业内部搭建自用的涉及到 IP 电话业务的统一通信平台，而无需获得电信业务经营许可证。对于部分企业而言，企业电话主要是为了满足内部通信的需求，对外部通信的需求较小。另一方面，营企业如会畅科技等民营企业以及阿里巴巴、腾讯、苏宁等大型互联网公司获准开展国内多方通信服务业务，通过为 IP 电话提供平台进行增值服务参与到 IP 电话业务中来。
- 政策限制主要与运营商和平台商相关，无碍终端销售。统一通信行业参与者共分为亿联、Polycom 等终端设备提供商、Cisco、Avaya 等系统设备提供商、和以运营商为主的服务提供商等三类。国内政策对 IP 电话业务的限制主要是围绕运营商网络的使用方面，其相关业务属于服务提供商的业务范围之内。所以我们认为，IP 电话业务的政策限制对终端销售的影响程度非常有限。

行业差异化竞争，分销定位成为看点

SIP 终端份额全球第二，中国第一

- 目前全球 SIP 电话终端市场由少数主要企业主导，竞争较为激烈。全球 SIP 电话终端市场 2015 年前五大参与者为 Polycom、Yealink、Cisco、Grandstream 及 Aastra。
- 统一通信终端厂商从产品定位上主要分为两大类：一类是定位于大集团及行业（Enterprise）市场的国际一线品牌，以 Cisco、Avaya、Polycom 等为代表，其产品特点为高品质、高价格。该类厂商在统一通信行业处于龙头地位，具有极高的品牌知名度，产品高端，品质优良，但其价格相比其他厂商的同类产品高出 30% 以上；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 等。这些厂商在品牌上也已经具备一定的知名度，产品品质已逐步接近 Polycom、Cisco 等一线品牌的水平，但其价格具有较明显的优势。

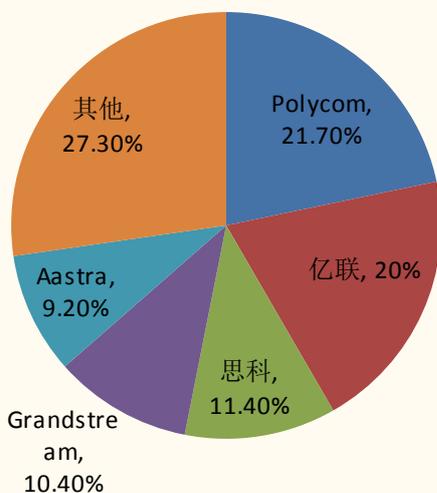
图表 18：行业竞争格局

Polycom	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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。 ➢ 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 在全球 SIP 电话终端市场销售量份额为 21.7%，销售收入份额为 30.6%，均位列全球第一。
Cisco	<ul style="list-style-type: none"> ➢ Cisco（思科）为美国纳斯达克上市公司。 ➢ 在 SIP 市场占有较大的市场份额，也是亿联网络在欧美市场的主要竞争者。
Grandstream	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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。 ➢ 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"> ➢ Aastra 于 1983 年成立于加拿大。 ➢ 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	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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。
亿景通信	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 广州亿景通信创于 2001 年，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"> ➢ 深圳方位通讯成立于 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。 ➢ 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。

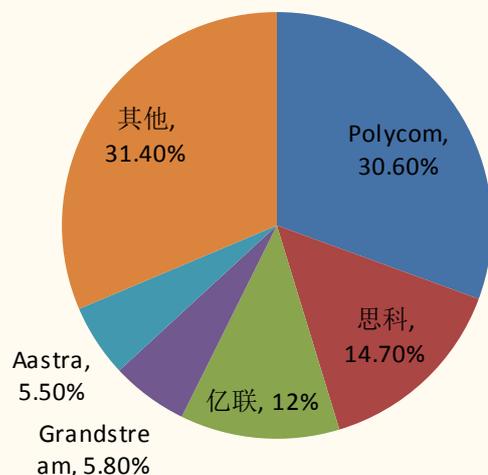
来源：公司公告，国金证券研究所

- 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%。2015 年按销售量计算，公司全球排名第二，市场份额约为 20%。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%，排名全球第三，位居前两名的分别是 Polycom 和 Cisco，市场份额分别是 30.6%和 14.7%。

图表 19：全球 SIP 终端市场份额（销量计）



图表 20：全球 SIP 终端市场份额（销售金额计）

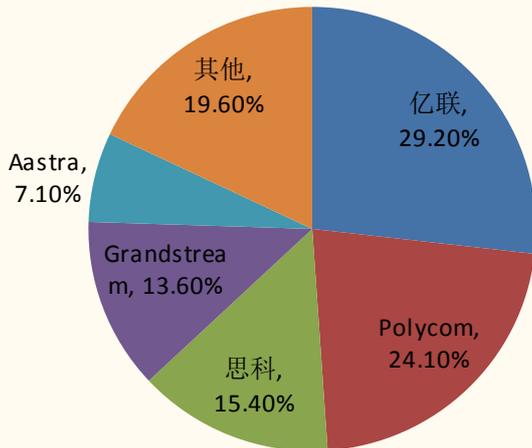


来源：Frost &Sullivan，国金证券研究所

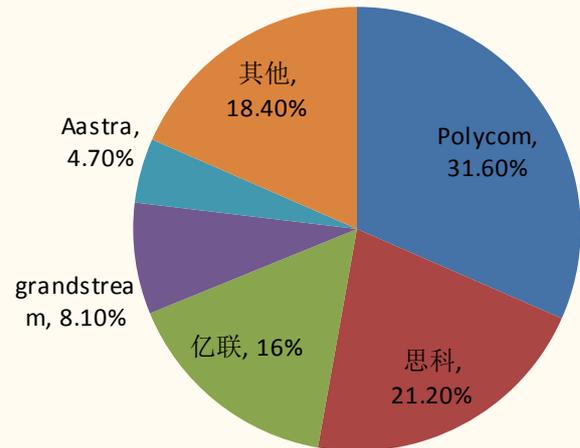
来源：Frost &Sullivan，国金证券研究所

- 中国 SIP 电话终端市场拥有国内外众多参与者，市场竞争较为激烈。按销售量计算，2015 年中国 SIP 电话终端市场的五大参与者分别为 Polycom、Yealink、Cisco、Grandstream 及 Aastra，占总市场份额约 89.4%。2015 年按销售量计算，公司于中国排名第一，市场份额约为 29.2%。按照销售金额计，2015 年公司 SIP 电话终端收入占中国市场份额 16.0%，排名中国第三，位居前两名的分别是 Polycom 和 Cisco，市场份额分别是 31.6% 和 21.2%。

图表 21：中国 SIP 终端市场份额（销量计）



图表 22：中国 SIP 终端市场份额（销售金额计）



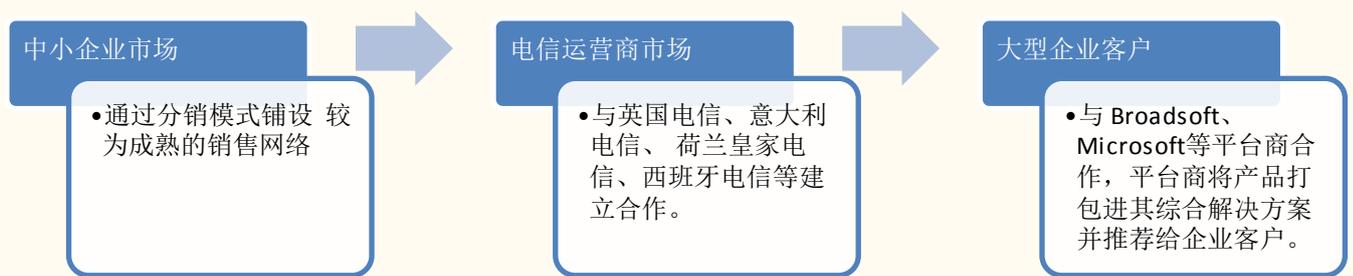
来源：Frost &Sullivan, 国金证券研究所

来源：Frost &Sullivan, 国金证券研究所

深耕中小企业，分销凸显优势

- 我们认为，公司在分销渠道的优势主要在于其拥有的分销模式以低风险及低成本的方式进入新市场，有效拓展公司业务的地理覆盖区域。公司的经销商将产品转售给各类分销商、运营商及终端用户。截至 2016 年末公司全球范围内授权经销商数目达到 97 个。

图表 23：三层产品销售体系



来源：国金证券研究所

- 公司目前计划在全球范围内推行电子商务销售策略，尤其侧重在欧洲、北美等技术先进的市场增加具备电子商务销售网络的授权经销商。我们认为通过对新渠道的布局，有助于巩固公司作为全球领先的统一通信终端解决方案提供商的地位。
- 公司深耕中小企业的云通信服务，能够为中小企业客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)，以使中小企业能够以较低的成本实现强大的统一通信功能。

图表 24：自建式系统网络架构



来源：，国金证券研究所

图表 25：云服务式网络架构



来源：Frost &Sullivan，国金证券研究所

- 亿联网络计划开发云通信平台，配合一系列正在持续开发的统一通信终端，建立一套完整的基于云计算的统一通信生态系统。我们认为，云平台的建设将极大提升现有产品的用户体验，提高整体统一通信终端解决方案的产品价值。

募投增强研发，云服务成为看点

- 公司募集资金主要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 4 个项目。

图表 26：公司募投项目

项目名称	总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）	预计建设期
统一通信终端的升级和产业化项目	42883.28	42883.28	36
高清视频会议系统的研发及产业化项目	37355.80	37355.80	36
发及云计算中心建设项目	4826.31	24826.31	24
云通信运营平台建设项目	43908.00	43908.00	48
补充流动资金	10000.00	9981.33	

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 27：公司募投项目建设内容

 <p>统一通信终端的升级和产业化项目</p> <ul style="list-style-type: none"> • 丰富公司终端产品结构，提升公司市场竞争力 • 开发无线、视频等高端设备，提升公司品牌形象 	 <p>高清视频会议系统的研发及产业化项目</p> <ul style="list-style-type: none"> • 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
 <p>研发及云计算中心建设项目</p> <ul style="list-style-type: none"> • 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 	 <p>云通信运营平台建设项目</p> <ul style="list-style-type: none"> • 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。

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 我们认为，云服务是募投项目中较为重要的看点。通信运营平台的成功实施，利于公司实现由终端产品提供商向为中小企业提供增值协同服务的云托管服务提供商的跨越，提升统一通信终端在部署、诊断、管理、维护、使用等方面的体验而反哺终端业务的销售，继而有序延伸公司统一通信服务的业务形态，协同其他募投项目而全面布局统一通信产业链。届时，公司业务范畴将囊括终端产品、系统集成以及整体方案服务，利于加速公司主业的全产业链建设、生态竞合而直接面向企业用户，并获取增量利润空间。

盈利预测与投资建议

- SIP 统一通信桌面终端的收入体量相对与整个 SIP 市场空间较小，T4/T5 系列公司增长的主要来源，并且毛利率较高，公司不断向高端产品加码，2017-2018 年的收入增速仍然能够达到 38% 以上，2019 年的收入增速达到 30%。
- DECT 产品主要为海外市场产品，预计 2017-2019 年增速保持在 60%。
- VCS 产品目前整体体量较小，待研发进一步完成后，会有较大增速，预计 2017-2018 年增速保持在 60%，2019 年达到 100% 增长。

图表 28：盈利预测

		2015	2016	2017E	2018E	2019E
SIP 统一通信桌面终端	销售收入 (亿元)	5.45	7.36	10.15	14.02	18.22
	增速	30%	35%	38%	38%	30%
	毛利率	59%	63%	63%	64%	65%
DECT 统一通信无线终端	销售收入 (亿元)	0.64	0.99	1.58	2.53	4.05
	增速	65%	63%	60%	60%	60%
	毛利率	58%	60%	60%	60%	60%
VCS 高清视频会议系统	销售收入 (亿元)	0.25	0.46	0.74	1.17	2.34
	增速		61%	60%	60%	100%
	毛利率		65%	74%	75%	75%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议

- 我们认为，公司为统一通信终端龙头标的，内生增长性强，我们预测，公司未来两年净利润复合增速接近 40%，给予公司“增持”评级。

估值

- 预期公司 2017-2019 年净利润 6.2 亿，8.5 亿，11.6 亿，对应 EPS 为 8.3，11.4，15.5 元，对应 37，27，20 倍 PE。

风险提示

- 毛利率下降的风险；
- 高端系列产品推广不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	488	662	924	1,307	1,822	2,511
增长率		35.5%	39.6%	41.5%	39.4%	37.8%
主营业务成本	-218	-274	-341	-472	-649	-915
%销售收入	44.7%	41.4%	36.9%	36.1%	35.6%	36.4%
毛利	270	388	583	835	1,173	1,596
%销售收入	55.3%	58.6%	63.1%	63.9%	64.4%	63.6%
营业税金及附加	-5	-6	-10	-14	-20	-28
%销售收入	1.1%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-40	-49	-60	-84	-117	-161
%销售收入	8.1%	7.4%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%
管理费用	-61	-74	-99	-136	-193	-266
%销售收入	12.5%	11.2%	10.7%	10.4%	10.6%	10.6%
息税前利润 (EBIT)	164	259	414	601	843	1,142
%销售收入	33.5%	39.1%	44.8%	46.0%	46.3%	45.5%
财务费用	2	20	37	45	50	72
%销售收入	-0.4%	-3.1%	-4.0%	-3.5%	-2.7%	-2.9%
资产减值损失	-2	-2	-3	0	0	0
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0	0
投资收益	2	1	0	0	0	0
%税前利润	1.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	164	279	448	647	893	1,214
营业利润率	33.5%	42.1%	48.5%	49.5%	49.0%	48.3%
营业外收支	2	10	14	15	16	18
税前利润	166	288	462	662	909	1,232
利润率	33.9%	43.6%	50.0%	50.6%	49.9%	49.1%
所得税	-15	-41	-30	-42	-57	-74
所得税率	9.0%	14.1%	6.4%	6.4%	6.3%	6.0%
净利润	151	248	432	619	851	1,158
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	151	248	432	619	851	1,158
净利率	30.8%	37.4%	46.8%	47.4%	46.7%	46.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	151	248	432	619	851	1,158
非现金支出	6	6	7	4	4	4
非经营收益	-1	-15	-27	-14	-16	-18
营运资金变动	-26	-10	-62	-4	-65	-9
经营活动现金净流	129	229	350	605	775	1,135
资本开支	-10	-20	-22	15	17	18
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	1	1	1	0	0	0
投资活动现金净流	-10	-18	-22	14	17	18
股权募资	0	0	0	-28	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-96	-107	-44	0	0	0
筹资活动现金净流	-96	-107	-44	-28	0	1
现金净流量	24	105	284	591	792	1,154

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	157	262	546	1,136	1,928	3,081
应收账款	78	101	138	172	240	330
存货	57	73	89	112	155	218
其他流动资产	3	7	36	5	6	8
流动资产	295	443	809	1,425	2,328	3,638
%总资产	83.2%	84.9%	89.2%	93.8%	96.3%	97.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	18	38	60	56	53	49
%总资产	5.2%	7.3%	6.6%	3.7%	2.2%	1.3%
无形资产	41	39	37	37	36	36
非流动资产	60	79	98	94	89	85
%总资产	16.8%	15.1%	10.8%	6.2%	3.7%	2.3%
资产总计	355	522	907	1,519	2,417	3,723
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	31	51	70	82	113	158
其他流动负债	72	29	33	42	57	159
流动负债	104	80	103	124	170	317
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	0	0	0	0	0
负债	105	80	103	124	170	318
普通股股东权益	250	442	805	1,396	2,247	3,405
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	355	522	907	1,519	2,417	3,723

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	2.689	4.422	7.720	8.293	11.402	15.505
每股净资产	4.473	7.896	14.366	24.925	40.127	60.802
每股经营现金净流	2.306	4.094	6.243	10.803	13.833	20.260
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	60.11%	56.00%	53.74%	44.37%	37.89%	34.00%
总资产收益率	42.41%	47.41%	47.64%	40.76%	35.22%	31.10%
投入资本收益率	59.44%	50.28%	48.12%	40.32%	35.15%	31.51%
增长率						
主营业务收入增长率	45.64%	35.54%	39.56%	41.49%	39.40%	37.82%
EBIT增长率	51.42%	58.12%	59.81%	45.33%	40.20%	35.47%
净利润增长率	50.43%	64.46%	74.59%	43.24%	37.48%	35.99%
总资产增长率	20.57%	47.12%	73.73%	67.43%	59.12%	54.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.9	46.6	46.1	46.0	46.0	46.0
存货周转天数	89.5	87.1	87.0	87.0	87.0	87.0
应付账款周转天数	49.0	46.2	52.8	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	10.0	7.6	5.7	3.1	1.5	0.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.61%	-59.19%	-67.81%	-81.39%	-85.78%	-90.46%
EBIT利息保障倍数	-94.8	-12.7	-11.1	-13.2	-17.0	-15.9
资产负债率	29.44%	15.35%	11.34%	8.13%	7.05%	8.55%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD