

# 把握未来 VCS 新趋势，稳健发展 SIP 市场

公司深度

## ● 国际领先的企业通信与协作解决方案提供商

亿联网络是以音视频通信为基础的统一通信解决方案提供商，自成立以来，一直聚焦深耕企业通信领域，主要业务从搭配软端使用的 USB 终端，到 SIP 终端，再到视频会议系统及终端；从 2016 年起推出私有部署形态的 VCS 产品，2017 年不断完善私有部署系统及终端，同时启动公有云平台的研发，并提出了“云+端、混合云”的理念；业务处理能力从音频到视频再到数据，同时不断将人工智能等新技术应用到产品中，逐渐发展成为有能力自主提供涵盖终端和系统的完整的统一通信解决方案的提供商。

## ● SIP 话机业务引领行业，即将迈入高端市场

亿联网络 SIP 话机业务 2018 年的市场份额为 27.3%，位居全球第一，2019 年预计进一步提升。2019 年公司 SIP 话机业务被 Frost&Sullivan 评为市场领先奖，公司在 SIP PHONE 业务上持续投入大量的研发力量，包括已有产品线的持续升级完善，以及新产品系列的开发，满足更深层次的用户需求。新品则定位高端市场，引入了一系列创新技术，将成为公司跨入高端企业市场的工具，为公司带来新的增长机会。

## ● VCS 业务持续高速增长，“新冠”疫情催化行业发展

VCS 是公司的战略方向，公司将坚定不移地持续投入产品的研发及市场开拓。2018 年 VCS 业务实现了 95.68% 的高速增长，销售占比从 6.46% 提升到了 9.66%，2019 年同样实现了 87.93% 的高速增长，此外，2020 年初爆发的“新冠”疫情也加快了行业发展的节奏，对远程办公、远程教育及远程医疗的普及起到了巨大的推动作用，使得原本不习惯远程办公模式的年龄群体、不使用视频会议系统的企业群体及行业领域都开始被动地广泛学习并使用视频会议系统，这也将促使公司加快、加大在该领域的投入，积累经验，不断完善产品的用户体验。

## ● 盈利预测与评级

我们认为公司未来高成长性可期，预计公司 2020-2022 年的净利润分别 33.03、44.10 和 58.59 亿元，EPS 分别为 2.56、3.43 和 4.49 元，维持“推荐”评级。

## ● 风险提示：疫情导致海外业务发展不达预期风险，汇率风险。

### 财务摘要和估值指标

| 指标        | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,815 | 2,489 | 3,303 | 4,410 | 5,859 |
| 增长率(%)    | 30.8  | 37.1  | 32.7  | 33.5  | 32.9  |
| 净利润(百万元)  | 851   | 1,235 | 1,533 | 2,054 | 2,692 |
| 增长率(%)    | 44.1  | 45.1  | 24.1  | 34.0  | 31.0  |
| 毛利率(%)    | 61.8  | 66.0  | 63.9  | 64.3  | 64.4  |
| 净利率(%)    | 46.9  | 49.6  | 46.4  | 46.6  | 45.9  |
| ROE(%)    | 24.3  | 28.1  | 28.4  | 33.1  | 34.7  |
| EPS(摊薄/元) | 1.42  | 2.06  | 2.56  | 3.43  | 4.49  |
| P/E(倍)    | 62.6  | 43.2  | 34.8  | 26.0  | 19.8  |
| P/B(倍)    | 15.2  | 12.1  | 9.9   | 8.6   | 6.9   |

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 28 日

## 推荐 (维持评级)

### 胡皓 (分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号：S0280518020001

### 张真桢 (联系人)

zhangzhenzhen@xsdzq.cn

证书编号：S0280120030004

### 马长欣 (联系人)

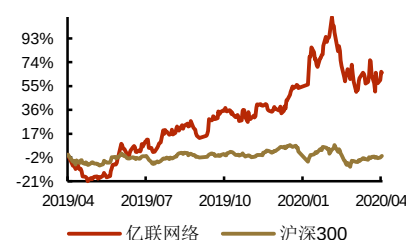
machangxin@xsdzq.cn

证书编号：S0280119040011

## 市场数据 时间 2020.04.29

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元):     | 88.53       |
| 一年最低/最高(元): | 52.4/119.35 |
| 总股本(亿股):    | 5.99        |
| 总市值(亿元):    | 530.64      |
| 流通股本(亿股):   | 3.18        |
| 流通市值(亿元):   | 281.84      |
| 近 3 月换手率:   | 110.53%     |

## 股价一年走势



## 收益涨幅 (%)

| 类型 | 一个月   | 三个月  | 十二个月  |
|----|-------|------|-------|
| 相对 | -3.74 | 10.0 | 69.42 |
| 绝对 | 0.49  | 6.59 | 68.57 |

## 相关报告

《半年报业绩符合预期，SIP 和 VCS 产品快速增长》2018-08-09

《统一通信龙头稳步发展，营收同比增 58.27%》2017-08-28

## 投资要件

### 关键假设

- 1、假设 SIP 话机产品（包含 DECT 无线终端）单价未大幅波动，整体增速维持 25%左右的稳步增长。
- 2、VCS 高清视频会议系统业务处于业务拓展初期，2018 年同比增速 96%。2019 年 87.93%，增速相对较高。假设未来三年的营收增速分别为 80%、70%和 60%。
- 3、配件及其他业务的营收增速保持稳定。

### 我们区别于市场的观点

- 1、市场普遍认为 SIP 话机增长空间有限，产品毛利率会下降，行业格局相对稳定。我们认为网络 IP 化进程加速，SIP 话机的渗透率将持续提高，公司多年积累的音视频技术和运营商渠道，短时间内难以被复制，且高毛利率是行业普遍现象，公司依靠优质的产品将逐步提升市占率；
- 2、市场普遍认为 VCS 的市场竞争激烈，很难持续维持较高速的增长。我们认为疫情期间加速云视讯行业发展，云视讯时代传统巨头优势弱化，行业面临洗牌，公司凭借强有力的产品和服务优势有望快速打开市场。

### 股价上涨的催化因素

全球疫情蔓延，远程办公带动视频会议行业加速发展，办公方式趋于多样化，将进一步提升视频类的协作工具需求。亿联所属的终端/软件附加值高，公司业务有望高速增长。

### 盈利预测与评级

我们认为基于公司所在的行业分析，公司未来高成长性可期，预计公司 2020-2022 年的净利润分别 33.03、44.10 和 58.59 亿元，EPS 分别为 2.56、3.43 和 4.49 元，维持“推荐”评级。

### 投资风险

疫情导致海外业务发展不达预期风险，汇率风险。

## 目 录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 1、 国际领先的企业通信与协作解决方案提供商 .....             | 5  |
| 1.1、 发展历程: 目前 SIP 话机市场占有率全球第一 .....      | 5  |
| 1.2、 主要营收来自海外市场, 毛利润保持在 60% .....        | 6  |
| 1.3、 持续研发投入推动业务稳定增长 .....                | 7  |
| 2、 话机业务引领行业, 即将迈入高端市场 .....              | 8  |
| 2.1、 固话 IP 大势所趋, 公司与微软达成全面战略合作伙伴关系 ..... | 8  |
| 2.2、 公司产品多样, 深入满足不同行业的特殊需求 .....         | 12 |
| 2.3、 公司核心竞争力突出, 拥有较强技术壁垒 .....           | 14 |
| 3、 视频会议业务市场前景广阔, 云视讯时代大有可为 .....         | 15 |
| 3.1、 VCS 市场发展迅猛, 平均年增长在 20% 以上 .....     | 16 |
| 3.2、 VCS 行业需求强劲, 产品赋能各行各业 .....          | 16 |
| 3.3、 VCS 销售收入高速增长, 产品竞争力强 .....          | 19 |
| 4、 盈利预测 .....                            | 20 |
| 5、 估值及投资建议 .....                         | 20 |
| 5.1、 绝对估值 .....                          | 20 |
| 5.2、 相对估值 .....                          | 21 |
| 5.3、 结论与投资评级 .....                       | 22 |
| 6、 风险提示 .....                            | 22 |
| 附: 财务预测摘要 .....                          | 23 |

## 图表目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图 1: 公司历史沿革 .....                          | 5  |
| 图 2: 公司产品定位 .....                          | 6  |
| 图 3: 主要经营模式 .....                          | 6  |
| 图 4: 2018 年分地区营收占比 (海外收入占比 90% 以上) .....   | 7  |
| 图 5: 2018 年分产品营收占比 (SIP 话机贡献 74% 营收) ..... | 7  |
| 图 6: 历年营收及增速 (增速保持 30% 以上) .....           | 7  |
| 图 7: 毛利率 60%, 净利率 40% .....                | 7  |
| 图 8: 2019 年研发投入同比增长 40.5% .....            | 8  |
| 图 9: 研发人员数量及占比接近 50% .....                 | 8  |
| 图 10: 企业电话系统发展历史 .....                     | 9  |
| 图 11: 2010-2019 年全球 SIP 电话终端的市场规模 .....    | 10 |
| 图 12: 2010-2019 年中国 SIP 电话终端的市场规模 .....    | 10 |
| 图 13: 与微软的合作历程 .....                       | 11 |
| 图 14: T2 系列产品 .....                        | 12 |
| 图 15: T4 系列产品 .....                        | 13 |
| 图 16: T5 系列产品 .....                        | 13 |
| 图 17: DECT 系列产品 .....                      | 14 |
| 图 18: SIP 电话终端市场的主要准入门槛 .....              | 15 |
| 图 19: 2011-2018 年中国视频会议市场规模 .....          | 16 |
| 图 20: 我国视频会议市场应用场景分布 .....                 | 17 |
| 图 21: 教育行业应用 .....                         | 17 |
| 图 22: 医疗行业应用 .....                         | 18 |
| 图 23: 政府行业应用 .....                         | 18 |

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 图 24: 亿联网络视频会议解决方案 ..... | 19 |
| 图 25: 亿联“云视讯”增值服务 .....  | 20 |
| 图 26: FCFF 估值敏感性分析.....  | 21 |
| 图 27: 亿联网络历史 PE .....    | 22 |
| 表 1: 盈利预测.....           | 20 |
| 表 2: FCFF 估值关键假设 .....   | 21 |
| 表 3: FCFF 估值结果 .....     | 21 |
| 表 4: PE 估值法 .....        | 22 |

## 1、国际领先的企业通信与协作解决方案提供商

### 1.1、发展历程：目前 SIP 话机市场占有率全球第一

面向全球提供“云+端”视频会议服务，SIP 话机市场占有率为全球第一。厦门亿联网络技术股份有限公司（股票代码：300628）是国际领先的企业通信与协作解决方案提供商，面向全球提供“云+端”视频会议服务。亿联网络以研发为核心，坚持自主创新，拥有世界领先的云计算、音视频及图像处理等核心技术专利，构筑了全场景、云端融合的音视频会议与协作解决方案。亿联网络致力于让沟通更简单、更高效，帮助企业提高效率和竞争力。其自主品牌 Yealink 畅销美国、英国、澳大利亚等 140 多个国家和地区，SIP 话机市场占有率为全球第一（数据来源：2017 年，Frost & Sullivan）。

图1： 公司历史沿革



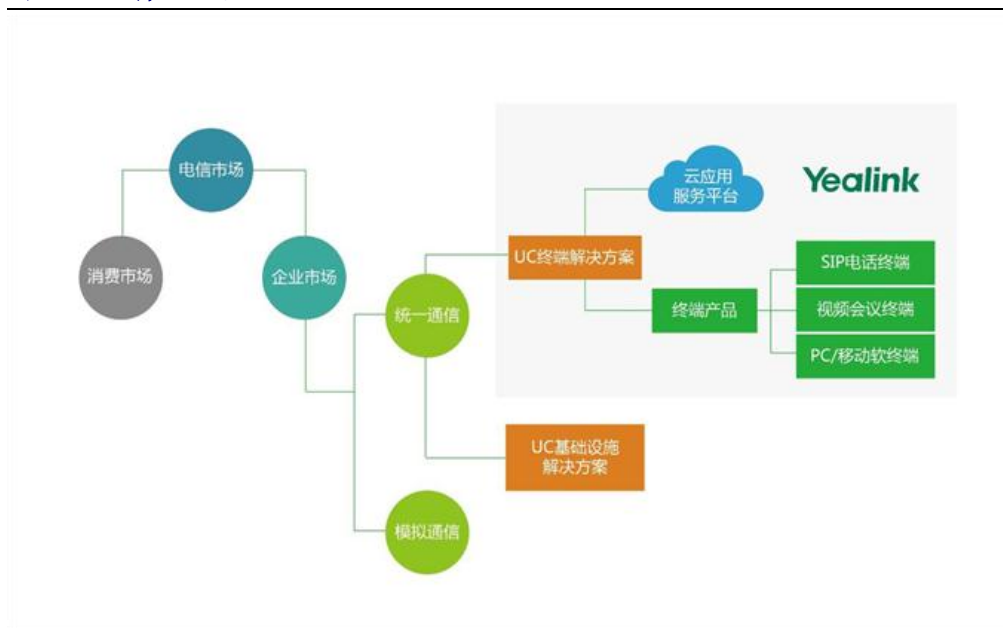
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

亿联网络是以音视频通信为基础的统一通信解决方案提供商，面向全球企业用户提供统一通信解决方案。主要产品包括一站式个人桌面终端、视频会议解决方案。根据 Frost & Sullivan 的报告显示，2017 年，亿联网络在 SIP 话机领域的市场份额上升至 26%，位居世界第一，成为统一通信个人桌面终端业务的行业领导者。亿联网络自成立以来，一直聚焦深耕企业通信领域，主要业务从搭配软端使用的 USB 终端，到 SIP 终端，再到视频会议系统及终端；从 2016 年起推出私有部署形态的 VCS 产品，2017 年不断完善私有部署系统及终端，同时启动公有云平台的研发，并提出了“云+端、混合云”的先进理念；业务处理能力从音频到视频再到数据，同时不断将人工智能等新技术应用到产品中，逐渐发展成为有能力提供完整的统一通信解决方案的提供商以及终端领域的领导者。

公司设计、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，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。公司自成立以来，一直专注于向中小型企业提供产品和服务。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。

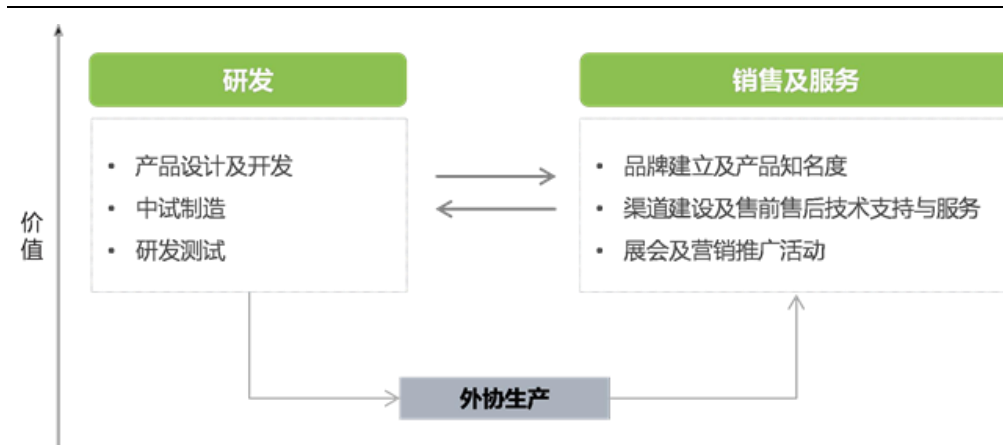
**图2：公司产品定位**



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

公司主要从事统一通信终端产品的研发、销售及**服务**。公司将所有产品外包给独立第三方外协厂商进行生产，并主要通过授权经销商渠道销售终端产品。该等轻资产业务模式有助于公司专注发展其产品及技术、有效建立公司品牌和产品知名度、提升公司运营效率及盈利能力。

**图3：主要经营模式**



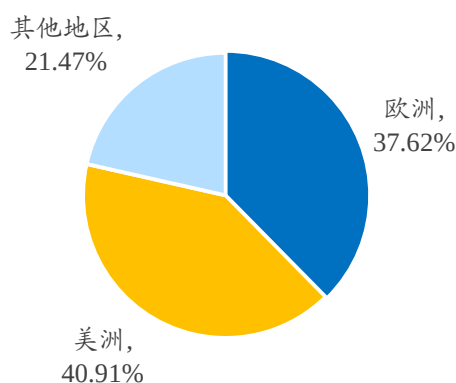
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

## 1.2、主要营收来自海外市场，毛利润保持在 60%

公司产品主要销往海外。公司在国际市场拥有较多优质稳定的客户，具备较强的**市场竞争力**。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，公司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。对授权经销商的有效管理使公司可以有效控制、拓展及巩固公司的全球销售渠道，为公司的业务发展及销售收入的提升做出贡献。北美和欧洲是全球最为发达的通信市场，市场需求旺盛，过去几年公司持续加大这两个区域的销售

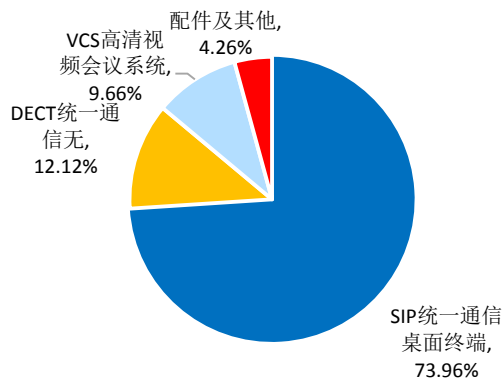
力度，北美及欧洲的合计销售收入由 2014 年度的人民币 3.29 亿元增加到 2016 年度的人民币 6.92 亿元。2016 年，公司从北美及欧洲取得的销售收入占公司销售收入的比例超过 70%。2018 年度公司的通信终端产品销售收入 181,397.44 万元，其中海外市场的收入占比 90%以上。随着业务的增长，公司致力于与知名的授权经销商保持长期的合作关系，同时扩展更多不同细分市场领域的授权经销商，以扩大公司全球销售网络，争取更大的市场机遇。

**图4： 2018 年分地区营收占比（海外收入占比 90%以上）**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

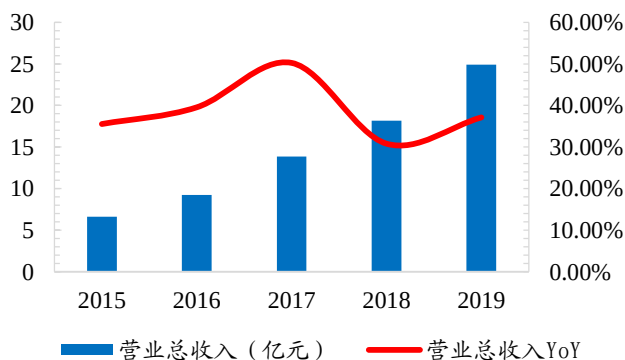
**图5： 2018 年分产品营收占比(SIP 话机贡献 74%营收)**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

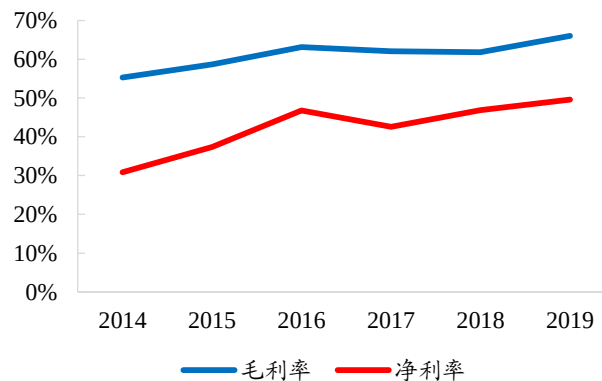
公司营收持续增长，毛利率保持在 60%。2018 年，公司实现销售收入 18.15 亿，增幅 30.81%，达到了预定的经营目标，但距离优秀的标准还有一定差距。净利润 8.51 亿，增幅 44.13%，高于销售收入的增长幅度。其中经营性利润率保持稳定，经营性利润的增幅与销售增幅保持一致；现金理财收入产生了较多的利润，从而使得总体利润增幅高于销售收入增幅。

**图6： 历年营收及增速（增速保持 30%以上）**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图7： 毛利率 60%，净利率 40%**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

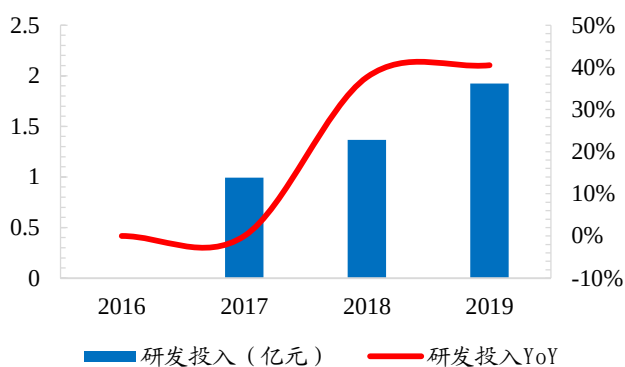
### 1.3、持续研发投入推动业务稳定增长

长期坚持高研发投入，不断完善研发管理体系，提升研发效率。公司自成立以来坚持以研发为核心竞争力，长期坚持研发的高投入、长期坚持研发能力的建设，保持技术的前瞻性，从研发的角度为公司创造比较竞争优势。研发管理方面，经过长期积累，亿联网络逐步形成一套较为完善的研发项目管理机制及方法论，使得研发项目计划的可实现性、按时完成率、效率均大大提升，有效保障了客户需求的及

时满足及市场机会的把握。研发能力方面，亿联网络的产品涉及许多学科，云、交互、AI 技术及应用、音视频编解码、处理算法、通信协议、人机交互、工业设计、硬件设计等等，在每个领域，亿联网络都成立了自己的团队，形成相关技术的积累。研发团队的管理方面，结合研发项目的管理机制，形成了一套以价值为导向的评价与激励体系，有效地推动了研发能力的进步与积累

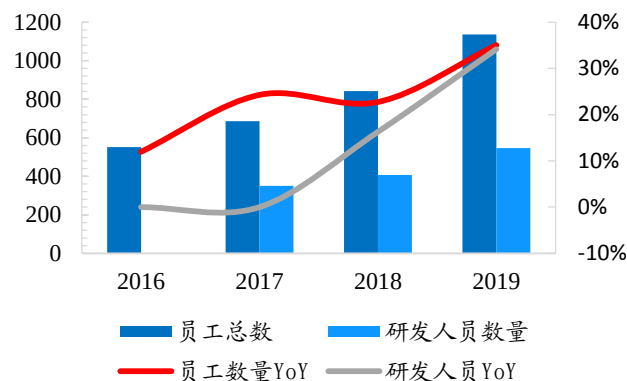
**2019 年加大研发，同比增长 40.5%。**2019 年，公司研发投入占公司销售收入的比例为 7.7%。公司研发和技术服务人员占比近 50%，继续保持较大规模的研发投入。公司在语音业务相关的技术和产品方面继续保持投入，加快新系列、新机型及新功能的推出，确保软件版本的升级迭代速度能够最大可能地满足用户需求。视频会议业务的投入持续高速上升，分别从基础研发、产品研发、市场支持这三个不同的层面入手，确保技术与产品的改进、市场开拓目标均有资源保障。基础研发着重于音视频编解码及音视频底层技术的处理，不断提升算法的效率与性能，为产品研发提供基础性能保障。产品研发专注于平台的架构、业务流程的改善及功能的实现等，确保市场需求及用户体验得到满足。

图8： 2019 年研发投入同比增长 40.5%



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 研发人员数量及占比接近 50%



资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、 话机业务引领行业，即将迈入高端市场

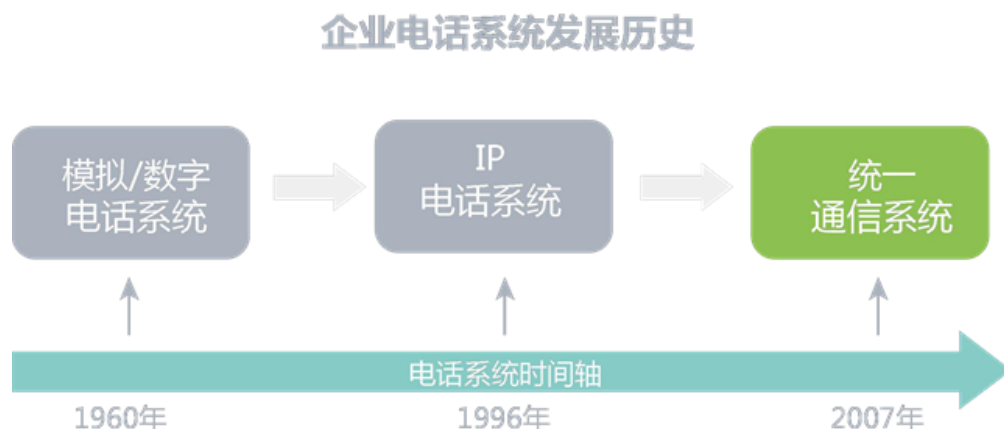
**产品设计和技术引领行业，成为真正的行业引领者。**根据 Frost & Sullivan 的报告显示，2017 年，亿联网络 SIP PHONE 业务市场份额 26%，全球第一；2018 年市场份额进一步提升，公司在 SIP PHONE 业务上持续投入大量的研发力量，包括已有产品线的持续升级完善，以及新产品系列的开发，力求覆盖更多用户群体，满足更深层次的用户需求。现有产品线通过软件升级及机型扩充等方式满足更多细分群体的深度需求。新品则定位高端市场，引入了一系列创新技术，如独有的隔音罩技术、创新的免提麦克风设计以及企业协作功能等，是业内领先的设计。新产品将成为公司跨入高端企业市场的工具，为公司带来新的增长机会。

### 2.1、 固话 IP 大势所趋，公司与微软达成全面战略合作伙伴关系

从社会资源分配及技术发展的角度而言，IP 通信取代模拟通信是必然的趋势。SIP 话机，即个人桌面通信终端。与传统模拟话机不同，传统模拟话机主要充当扬声器的作用，音频传输功能等的实现均由 PBX 支撑；但 SIP 话机需具备智能路由、音视频编解码及其他应用处理等能力，相当于兼具了路由器、声音处理及智能平板

等功能。

**图10： 企业电话系统发展历史**

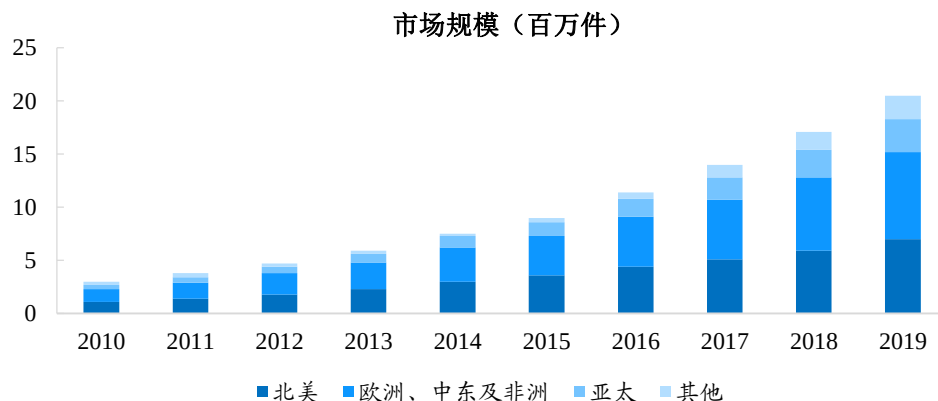


资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

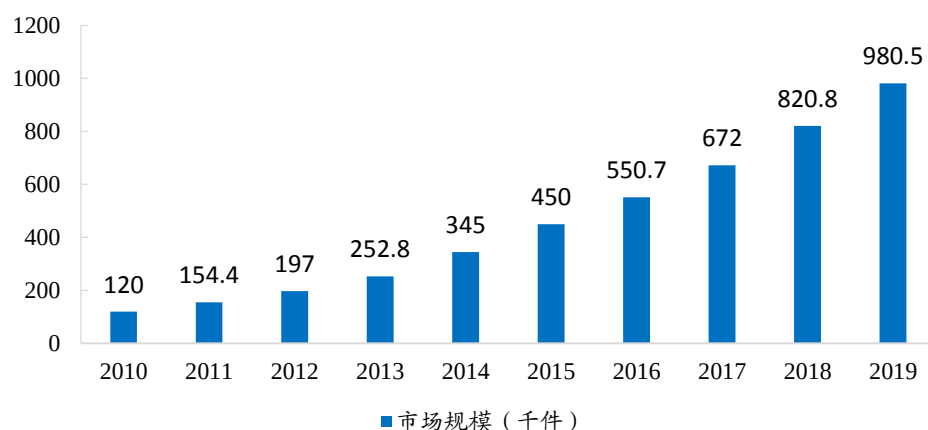
**SIP 的规模性及灵活性已经使 SIP 电话终端成为实施网际协议通话技术(VoIP)的首选类别。**UC 应用最终通过 UC 终端解决方案交付，而 UC 终端解决方案或与其他服务相捆绑，用户可向多个服务提供商采购。UC 终端解决方案经互联网协议(IP)运营，IP 可以是公开标准协议(如 SIP)，或者专有 IP 协议。较早以前在市场推出的专有 IP 终端解决方案一般成本较高且功能有限。而基于 SIP 协议的终端解决方案在各项创新应用及服务上均有相当大的进步。SIP 电话终端与广泛的 UC 系统兼容，但以专有 IP 操作的终端解决方案则只能与相同协议操作终端解决方案兼容。

**SIP 电话终端市场将迎来更好的发展前景，全球及中国 SIP 电话终端渗透率预计于 2019 年分别达到 66.3%及 64.5%。**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，不断的吸引新客户，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。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%。

**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 2,050 万件，2015-2019 年复合增长率为 22.9%；按销售量计算，中国 SIP 电话终端市场规模于 2015 年增长到 45.1 万件，2010-2015 年复合增长率为 20.3%，2019 年预计进一步增至 98.1 万件，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，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11: 2010-2019 年全球 SIP 电话终端的市场规模**

资料来源: Frost&amp;Sullivan, 新时代证券研究所

**图12: 2010-2019 年中国 SIP 电话终端的市场规模**

资料来源: Frost&amp;Sullivan, 新时代证券研究所

**2018 年，亿联网络与微软达成全面战略合作伙伴关系。**双方明确在音视频一站式解决方案的合作意向，并完成了相关产品的大部分开发工作。微软作为全球顶级的系统软件提供商，近十年来大力布局企业通信领域，并在全球首次提出统一通信的概念，先后推出了 Lync、skype for business 及 teams 系统，代表了未来的企业通信发展趋势；其作为传统软件提供商，在终端领域采取与优质厂商合作的模式，亿联网络也成为其合作的主要厂商，在音视频领域展开深度全面的战略合作关系。与微软的携手合作，有助于公司目标市场逐渐向上渗透，支撑公司未来业绩发展。

未来，双方将继续发挥在各自领域的影响力，让更多企业有机会体验全新现代协作与办公模式带来的高效和便捷，双方在战略上不谋而合，未来将有更加紧密的合作，让更多企业有机会体验协作办公带来的高效和便捷。

图13: 与微软的合作历程



资料来源: CTI 论坛, 新时代证券研究所

## 2.2、公司产品多样，深入满足不同行业的特殊需求

亿联网络的个人桌面终端在硬件形态上包括 T2、T4、T5 及 DECT 等系列；在软件上又分为几大行业解决方案，如：运营商解决方案、呼叫中心解决方案、中小企业解决方案、教育行业解决方案等。即：标准的硬件平台，搭载不同的软件，形成了针对不同行业的产品解决方案。在这种先进的产品模式下，公司以最高的效率，灵活、深入地满足了不同行业的特殊需求，构建了在不同行业的竞争力。根据 Frost&Sullivan 的报告显示，2017 年，亿联网络 SIP 话机业务市场份额为 26%，位居全球第一。

**T2 系列终端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。**T2 系列采用强大的网络语音处理算法，能够提供 150~7KHZ 超宽音质频带，为用户提供如真实人声体验的高清语音质量。使用 RISC/DSP 处理器支持语音处理和网络协议，综合集成了先进的宽带语音编解码 G.722、QoS、AEC（回声消除）、PLC（丢包补偿）、AJB（自适应抖动缓冲器）、AGC（自动增益控制）等语音处理技术，保证超清晰的通话语音效果，结合 VAD（语音活动检测）、CNG（舒适背景音生成）等关键技术，在网络丢包率高达 30% 的情况下，仍然能够为用户提供几乎无损的音质体验。此系列产品为方便中小企业用户，可帮助企业自建通讯录服务器，通过 LDAP、XML 远程地址本等功能快速查找联系人并进行通信，提高办公效率。此外，还提供了丰富的可编程按键，用户可以根据自己的实际需求自定义为一键速拨、一键转接、话机状态呈现等功能，方便使用者提高办公效率。

图 14: T2 系列产品



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

**T4 系列终端主要定位大型企业、集团的高端需求。**通过连接 BT40 USB 蓝牙适配器，可以方便的使用蓝牙耳机连接到 T46、T48 等通信终端，享受畅通无阻的移动通话体验。T4 系列可以通过远程配置，在话机液晶屏幕上即可直接显示可编程按键对应的人员，不再需要用纸质标签标识，节约纸张，低碳环保，提升效率。同时，T4 系列话机达到行业顶级音质 TIA920 标准，拥有超高清、完美的音质体验。企业用户对安全性更为敏感，T4 系列通过出厂预制 SSL 证书，在认证方面，保障了终端与服务器或其他终端通信的安全。在信令传输方面，采用了 SIPS 和基于 TLS 加密传输等技术，保证了用户的通信信息，如来去电的记录，通话时长等信息的安全。在语音处理方面，支持 SRTP 语音加密技术，防止非法窃听。在数据传输方面，将 OpenVPN 引入到 VoIP 产品里面，从第三层直接就实现了对用户数据的保护；同时，由于 OpenVPN 是纯粹基于软件的 VPN 系统，大大降低了用户部署的成本。在一些关键数据操作，如配置传递等方面，加入了 HTTPS 的加密传输方式，保证了数据传递中的安全性。

先进的设计理念和创新外观设计，使 T4 系列通信终端成为广受高端市场欢迎

的产品，在欧美市场获得巨大成功。并获得 2013 年度德国 Funkschau 年度读者最欢迎奖以及美国 2013 年 TMCnet 实验室创新奖。

**图15: T4 系列产品**



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

**T5 系列**定位于有多媒体沟通需求的高端及行业客户。该系列可选择加装可旋转摄像头，可提供 4CIF (480i) 的画面，在 7 寸彩色屏幕上完全能够满足面对面视频沟通的需求。另外，还可以在终端上直接发起三方视频会议，不需要额外的 MCU 服务器支持；同时拥有开放的 XML 接口，可以满足用户个性化应用需求，通过灵活的设计 XML 服务，可以随时查看天气预报、股票信息、行业资讯等。此外，还具有虚拟按键、用户习惯记忆、远程地址本、智能搜索等丰富的功能特性，帮助企业用户提升工作效率和通信体验。

**图16: T5 系列产品**



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

**DECT 系列**主要定位中小型企业、商场、仓库等特定场所对移动通信需求较高的应用场景。DECT 系列每个端可支持多达 5 个手柄，5 个账号并支持 4 路并发，可自由分配接收权限，用户扩容更简单，成本更低。在欧美市场，这类小型用户大多由运营商提供服务，并由运营商管理设备，如账号注册、配置变更、固件升级等将比有线设备更为困难。公司则巧妙使用强推式空中升级方法，完美的解决了这一问题，用户无需任何操作即可实现版本更新、配置管理等动作，提升用户体验。DECT 系列还配备了全双工高清音质、1.8 寸彩屏、内置 POE、具备节能环保模式，信号覆盖面积大，室内信号最大可覆盖半径 50M 区域、室外信号最大可覆盖半径

达 300M 区域，让用户充分享受自由移动的通信体验。

**图17: DECT 系列产品**



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

## 2.3、公司核心竞争力突出，拥有较强技术壁垒

公司围绕用户需求，精准定位产品。产品符合客户需求，服务满足渠道需求，营销能够帮助渠道，亿联网络始终坚持用组合拳来保持渠道忠诚度，最大可能性地获得渠道资源，推动公司业务发展，公司拥有较强的技术壁垒

### （1）产品技术壁垒

统一通信是计算机技术和通信技术融合，实现互联互通并协同应用，将语音、视频、电子邮件、传真、短消息、多媒体和数据等所有信息类型合为一体，让人们无论任何时间、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。随着通信技术的飞速发展，各种新的通信应用不断发展和创新，人们的通信方式越来越丰富，统一通信系统和设备因此面临着越来越复杂的通信环境，以及越来越多的用户需求，这就要求统一通信系统和设备厂商要站在通信行业市场发展潮流的前端，不断地进行技术积累和创新，不断优化互联互通和协同应用的解决方案，才能满足用户更高效更便捷的通信需求。

公司在研发领域进行了大量投入，构建起在统一通信设备领域的技术壁垒，并成为公司重要的竞争优势。

### （2）资金壁垒

SIP 电话终端提供商之间持续的价格竞争会降低新加入竞争者的利润率，因此对新进入者回收初始成本、获取利润及抢占市场份额而言有巨大的挑战。再者，由于缺乏资金，新加入者进行规模生产时会遇到困难，使其增加市场份额的能力受到限制。

### （3）市场及品牌壁垒

现有及潜在的 SIP 电话终端客户对选择富有经验及知名度的制造商拥有更高意愿，而非新进入者，主要由于新进入者的产品及服务质量尚待市场检验。此外，用户由于对产品牌照业务的熟悉程度导致其对品牌产品附有一定的忠诚度，且用户已经熟识各现有厂商适合他们的产品规格，因此品牌认知度及忠诚度将成为新进入者的固有门槛。

发行人主要以自主品牌方式开拓海外市场，经过 10 余年的品牌建设，在行业

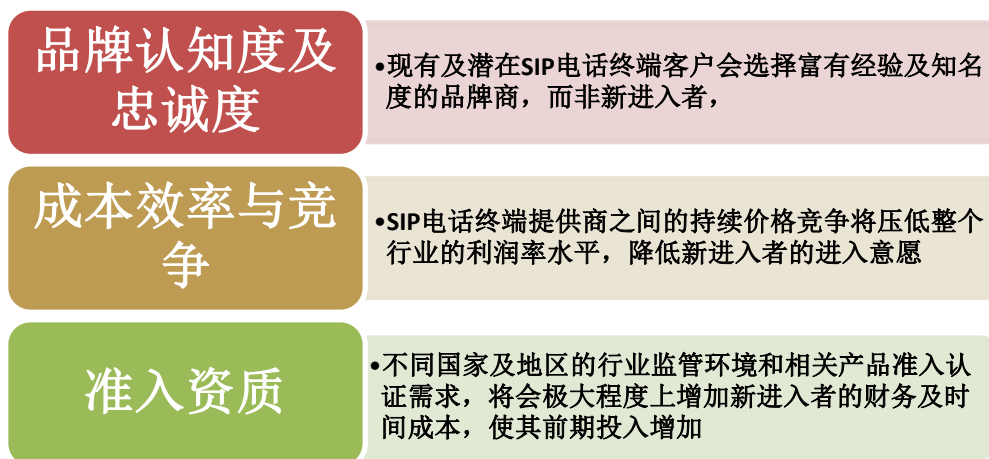
内及企业消费群体中已形成较好的品牌知名度。越来越多的电信运营商如英国电信、德国电信、意大利电信等，以及统一通信 ITSP 如 Avaya、Broadsoft、Lync 等均认可公司品牌并提供合作机会。在国际通信市场，如果没有较好的品牌知名度，很难与服务要求较高的电信运营商合作。

#### (4) 产品认证和市场进入壁垒

通信产品认证需要较长的时间，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，还必须要具备客户的个性化服务能力，供应商需要深入用户现场掌握第一手资料，并经过较强的管理经验积累才能准确把握客户的个性化需求，获得客户的供应权。当产品销往至相关国家或地区，都需要经过繁复的准入认证，难度较高且认证周期较长。截至本招股书签署日，公司各系列产品已获得欧盟 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，其中拥有欧盟 CE 认证 38 项、美国 FCC 认证 38 项、澳洲 RCM 认证 35 项、巴西 Anatel 认证 12 项、埃及 NTRA 认证 9 项、加拿大 IC/ICES 认证 33 项、香港 OFCA 认证 1 项、中国 CCC 认证 2 项、中国入网认证 2 项。

针对通信设备行业而言，运营商和行业用户采购定制产品需要经过层层选型，最终确定几家相对固定的供应商。产品能够进入选型的企业多限于一些有一定销售规模、质量稳定、品牌知名度高的企业，不能入围的企业的产品就无法销售，因而实力不强的企业无法轻易进入本行业。

**图18: SIP 电话终端市场的主要准入门槛**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 3、视频会议业务市场前景广阔，云视讯时代大有可为

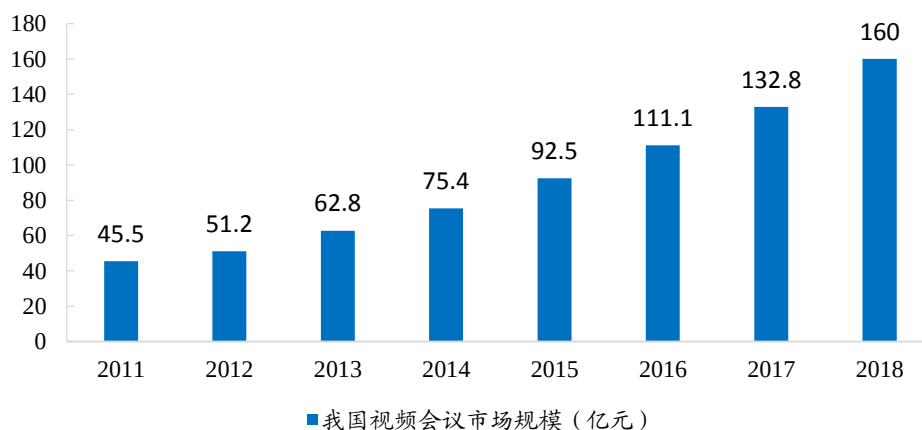
VCS 是公司的战略方向，公司将坚定不移地持续投入产品的研发及市场开拓。2018 年 VCS 产品在系统容量、稳定性、网络环境适应性、功能丰富性等方面均有了显著提升，达到了行业先进水平。为最大限度地满足不同的部署需求，公司在产品架构设计层面进行创新，能够高效地为用户提供灵活的部署选择。同时 VCS 终端产品机型不断扩充、配件不断丰富、性能不断提升，达到了业界领先的水平。随着系统及终端整体性能的不不断提升，“云+端”的产品理念得到践行，“云+端”将带给用户极致会议体验。

### 3.1、VCS 市场发展迅猛，平均年增长在 20%以上

中国视频会议系统市场正处于市场发展的成长期，未来几年国内视频会议系统还将呈现快速发展的势头。近年来市场发展较快，竞争激烈，随着成本不断降低，商用、民用视频系统将会出现迅速发展普及的一个过程，市场容量将呈现大幅度增长态势。预计未来几年国内视频会议系统还将呈现快速发展的势头，一批国内民营企业将会迅速发展壮大，抢占不断增长的这块视频会议蛋糕。据前瞻产业研究院发布的《视频会议系统行业发展前景与投资战略规划分析报告》预计“十三五”期间，中国视频会议市场增速将超过 30%，至 2020 年国内视频会议系统市场规模将超过 590 亿元，市场呈现增长态势。

我国视频会议市场规模呈稳定较快增长。视频会议系统自 90 年代进入中国以来，一路向前发展，尤其是 2003 年的非典，创造了视频会议进入市场的机遇，创造了国内视频会议发展的热潮。2008 年奥运会以及 2010 年世博会的举办，加上三网融合，高清技术的进一步发展，推动视频会议迎来了又一个高调发展期，目前在政府机关，医疗、教育、金融等领域的公共事业机构及企业需求的共同带动下，我国的视频会议市场呈现稳定的增长趋势，平均年增长在 20%以上，据前瞻研究院测算规模已从 2011 年的 45.5 亿元增长到了 2017 年的 132.8 亿元。

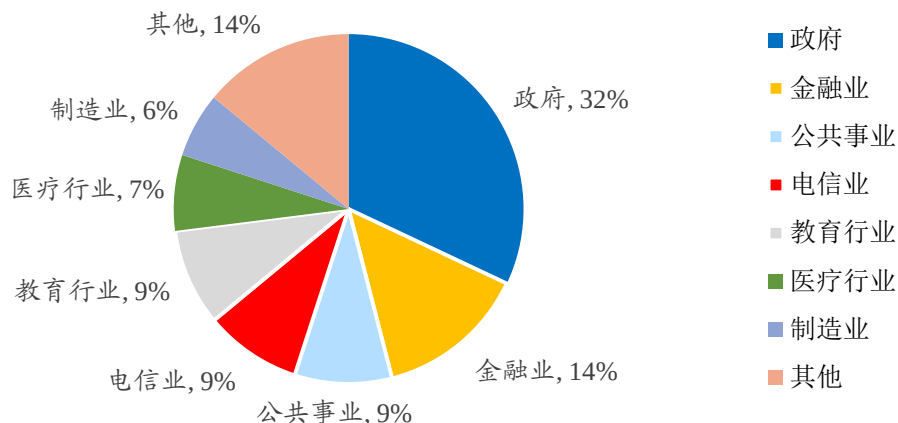
图19： 2011-2018 年中国视频会议市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

### 3.2、VCS 行业需求强劲，产品赋能各行各业

国内视频会议市场目前主要以政府需求为主导，未来行业应用领域有可观发展空间。据前瞻测算 2017 年国内视频会议市场中政府需求所占市场份额高达 32%，此外金融、电信和教育等行业占比也相对较高，国内不同于全球市场各个行业需求相对均衡，因此，未来我国行业应用领域仍然具有较大成长空间，尤其是高科技行业、制造业、医疗等行业。

**图20： 我国视频会议市场应用场景分布**

资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

**云视频会议最大的商业价值是多行业、多场景落地。**云视频会议在解决企业通信需求之后，其市场扩展与其应用场景丰富化有关。早期云视频会议主要服务企业通信，为企业提供会议室服务，随着移动互联网发展，云视频会议支持 APP、平板、笔记本电脑等终端接入，开始从会议室扩展到个人，云视频会议开始结合企业需求，开展定制化云视频通信方案提供，使得云视频会议进入医疗、教育、金融等垂直场景。

**教育行业应用。**由于东西部发展不均衡导致的教育资源不均衡，在国内教育行业是明显存在的问题，许多西部的学生无法像东部沿海城市的学生一样接受良好的教育资源，甚至无法接受教育，是明显制约西部发展的一大因素。因此，亿联网络大力推广视频会议系统应用于教育行业，推广“双师课堂”的教学模式，使得西部地区的孩子们也能远程接受到东部地区的教育资源，使得多地教室同步接受授课，优质课堂内容实时共享，操作便捷，声画稳定传输，开启教学新模式。

**图21： 教育行业应用**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

除了可以满足双师课堂的需求之外，亿联网络视频会议系统还可支持多种教学

扩展场景，如公开课直播、远程学习、在线家访、教学监督等，一方面使得西部地区的孩子们能充分享受东部优质的教育资源，另一方面也使得家校之间连接更紧密、更高校。

医疗行业对于视频会议系统的应用主要在于远程医疗及实时监护等方面。在重症监护室里，时刻都有医护人员监测患者的病情变化，并进行相应的治疗。为了避免感染，重症监护室的进出需要进行严格控制，亲属也无法待在患者身边悉心陪护。正因为这样的特殊客观条件限制，医护资源少、管理效率低、家属看护难等问题日渐突出。亿联网络凭借自身强大的技术优势和稳定的产品质量，为医院部署亿联远程视讯系统，不仅优化了医院看护资源的配置，还解决了患者看护难的问题。

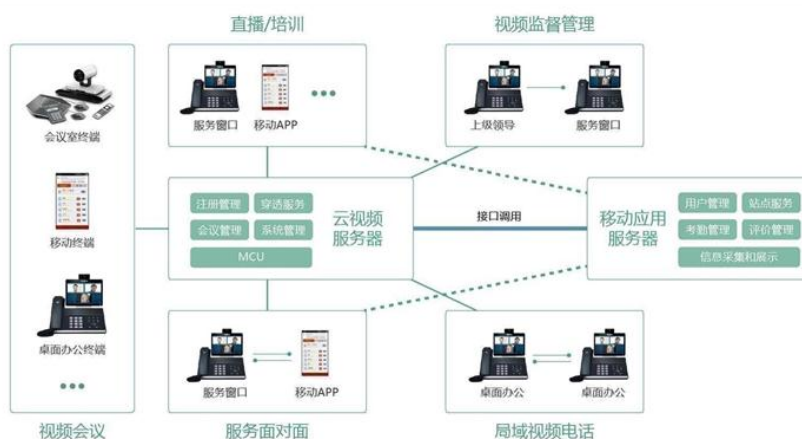
**图22： 医疗行业应用**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

政府行业应用，有效地提升了政府办公质量和效率。在视频会议领域，国内以政府和公检法为主导的行业市场对产品安全性的要求越来越高，呈现出明显的国产化替代趋势。亿联网络在协助进行政府服务信息化平台的建设时，可为平台集成农技咨询、医疗咨询、法律援助、党群综合服务等一系列惠民服务；通过该平台可横向连接市直各窗口单位，纵向连接市、县、乡、村四级服务中心，形成“横向到边、纵向到底”的信息化系统。同时，通过软终端，可实现群众服务面对面，并支持上级领导对服务窗口的远程视频监督，还可以支持党员群众进行远程教育培训，有效地提升了政府办公质量和效率。

**图23： 政府行业应用**



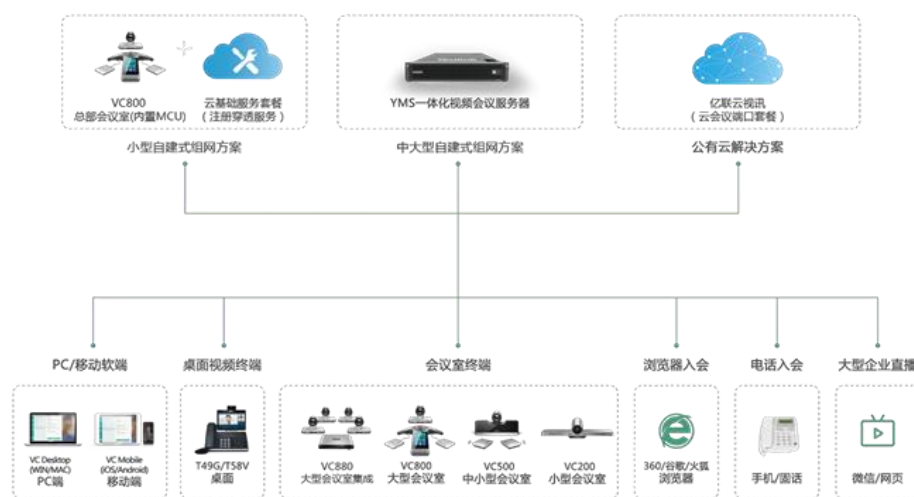
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 3.3、VCS 销售收入高速增长，产品竞争力强

2019 年 VCS 业务实现了 87.93% 的高速增长，同时“新冠”疫情加快了行业发展的节奏。公司长期以来以海外销售为主，具有很好的全球市场经验，视频会议产品线的发展战略同样要开拓全球市场。2018 年，国内、海外渠道建设齐头并进，海外市场在部分国家取得明显突破；国内渠道实现了区域上的全覆盖。虽然取得了较高速度的增长，但仍然处在投入期，在公司的销售收入中占比较小，暂未能对公司的销售收入产生足够多的影响力。此外，2020 年初爆发的“新冠”疫情也加快了行业发展的节奏，对远程办公、远程教育及远程医疗的普及起到了巨大的推动作用，使得原本不习惯远程办公模式的年龄群体、不使用视频会议系统的企业群体及行业领域都开始被动地广泛学习并使用视频会议系统。这也将促使公司加快、加大在该领域的投入，积累经验，不断完善产品的用户体验。

**亿联网络视频会议解决方案想：“云+端”、混合云、易用易部署。**即以“云+端”及智能化网络为基础，提供极致的音视频性能体验；多种“云”方案提供灵活的部署模式，满足各类用户群体的需求；极致性能基础上的易用易部署，降低用户使用门槛与成本。

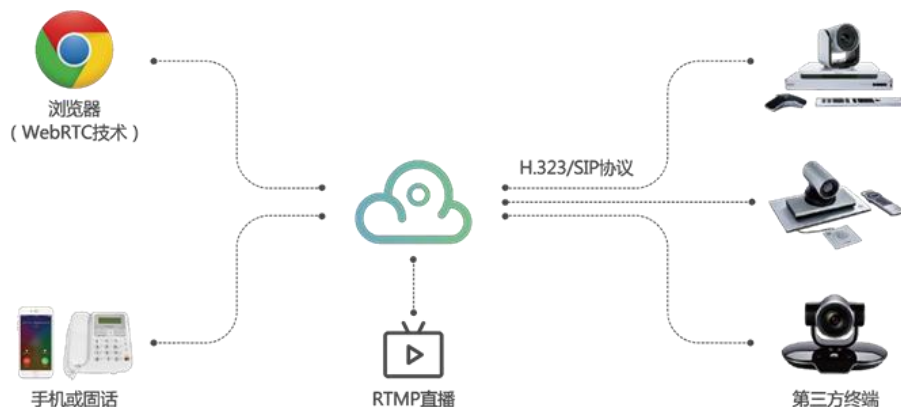
图24： 亿联网络视频会议解决方案



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

亿联网络使云平台与各场景视讯终端深度融合、整体调优，实现极致的用户体验。亿联网络同时要保持平台的开放特性：支持多协议、多品牌互通、多种形态的终端接入、支持全场景，真正实现随时、随地、以任何方式接入。开放可以使用户的业务开展不因为设备而受限于组织内部，使得任何形式的业务都可以落地，最大程度的保障用户的利益。

图25: 亿联“云视讯”增值服务



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

## 4、盈利预测

### 核心假设:

- 1、假设 SIP 话机产品 (包含 DECT 无线终端) 单价未大幅波动, 整体增速维持 25%左右的稳步增长。
- 2、VCS 高清视频会议系统业务处于业务拓展初期, 2018 年同比增速 96%。2019 年 87.93%, 增速相对较高。假设未来三年的营收增速分别为 80%、70%和 60%。
- 3、配件及其他业务的营收增速保持稳定。

表1: 盈利预测

|               | 2018A      | 2019A      | 2020E      | 2021E      | 2022E      |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| SIP 统一通信桌面终端  | 134262.76  | 175819.07  | 219773.84  | 274717.30  | 343396.62  |
| YoY           |            | 30.95%     | 25.00%     | 25.00%     | 25.00%     |
| VCS 高清视频会议系统  | 17531.29   | 32947.34   | 59305.21   | 100818.86  | 161310.18  |
| YoY           |            | 87.93%     | 80.00%     | 70.00%     | 60.00%     |
| DECT 统一通信无线终端 | 22008.54   | 30671.06   | 39872.38   | 51834.09   | 64792.61   |
| YoY           |            | 39.36%     | 30.00%     | 30.00%     | 25.00%     |
| 配件及其他         | 7733.35    | 9497.20    | 11396.64   | 13675.97   | 16411.16   |
| YoY           |            | 22.81%     | 20.00%     | 20.00%     | 20.00%     |
| 总收入           | 181,535.94 | 248,934.67 | 330,348.07 | 441,046.22 | 585,910.57 |
| YoY           |            | 37.13%     | 32.70%     | 33.51%     | 32.85%     |

资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 5、估值及投资建议

### 5.1、绝对估值

采用 FCFF 绝对估值法, 假设如表 2, 得到公司目标价为 111.49 元。

**表2: FCFF 估值关键假设**

| 关键假设            | 数值     |
|-----------------|--------|
| 债务资本成本 Kd       | 5.57%  |
| 有效税率 Tx (%)     | 8.48%  |
| 无风险利率 Rf (%)    | 3.60%  |
| 市场的预期收益率 Rm (%) | 10.00% |
| BETA 系数         | 0.93   |
| 债务资本比重 Wd       | 0.49%  |
| 股权资本成本 Ke       | 9.55%  |
| 加权平均资本成本 WACC   | 9.53%  |

资料来源: wind, 新时代证券研究所

**表3: FCFF 估值结果**

| FCFF 估值 | 数值 (百万)    |
|---------|------------|
| 企业价值    | 62555.25   |
| 股权价值    | 66829.21   |
| 每股价值(元) | 111.49 (元) |

资料来源: wind, 新时代证券研究所

**图26: FCFF 估值敏感性分析**

| 永续增长率g<br>WACC | 3.10%  | 3.42%  | 3.76%  | 4.13%  | 4.55%  | 5.00%  | 5.50%   | 6.05%    | 6.66%    | 7.32%    | 8.05%    |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 5.92%          | 209.40 | 229.85 | 259.13 | 304.26 | 382.42 | 549.57 | 1152.38 | -3497.78 | -586.17  | -286.72  | -173.09  |
| 6.51%          | 172.22 | 185.14 | 202.73 | 227.90 | 266.70 | 333.91 | 477.63  | 995.93   | -3002.35 | -498.90  | -241.43  |
| 7.16%          | 143.95 | 152.38 | 163.44 | 178.48 | 200.01 | 233.20 | 290.68  | 413.62   | 856.94   | -2562.96 | -421.65  |
| 7.88%          | 121.86 | 127.49 | 134.66 | 144.06 | 156.86 | 175.17 | 203.40  | 252.29   | 356.84   | 733.90   | -2174.77 |
| 8.67%          | 104.22 | 108.04 | 112.80 | 118.86 | 126.81 | 137.62 | 153.10  | 176.97   | 218.29   | 306.67   | 625.39   |
| 9.53%          | 89.90  | 92.52  | 95.73  | 99.73  | 104.82 | 111.49 | 120.57  | 133.57   | 153.61   | 188.31   | 262.52   |
| 10.49%         | 78.13  | 79.94  | 82.12  | 84.80  | 88.13  | 92.37  | 97.94   | 105.51   | 116.34   | 133.05   | 161.97   |
| 11.53%         | 68.34  | 69.60  | 71.09  | 72.90  | 75.11  | 77.87  | 81.38   | 85.98    | 92.24    | 101.20   | 115.02   |
| 12.69%         | 60.13  | 61.00  | 62.03  | 63.26  | 64.74  | 66.56  | 68.82   | 71.70    | 75.47    | 80.61    | 87.96    |
| 13.96%         | 53.20  | 53.80  | 54.51  | 55.35  | 56.35  | 57.55  | 59.03   | 60.86    | 63.20    | 66.27    | 70.45    |
| 15.35%         | 47.31  | 47.73  | 48.21  | 48.79  | 49.46  | 50.26  | 51.23   | 52.42    | 53.90    | 55.78    | 58.25    |

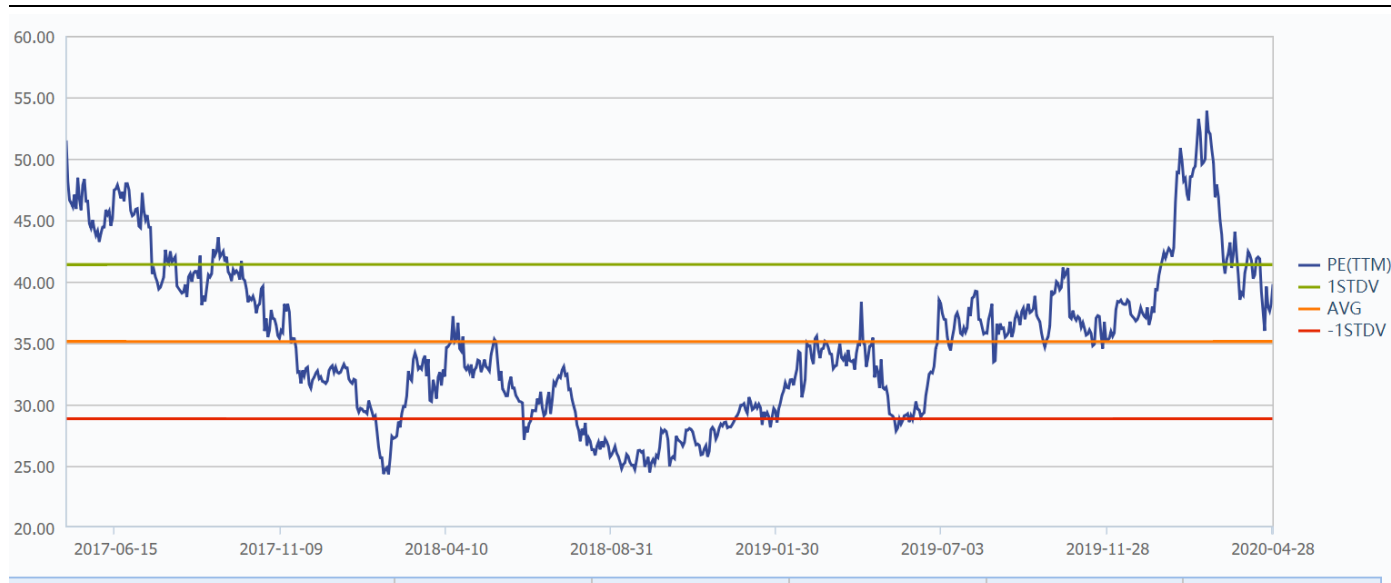
资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 5.2、相对估值

国内统一通信的上市企业中主要业务属于会议视频领域,与亿联网络业务结构上有一定的差异,我们选取了真视通、苏州科达和会畅通讯作为可比公司。

公司历史平均 PE 处于 35.12 倍,目前公司 PE 略高于历史平均值。

图27: 亿联网络历史 PE



资料来源: wind, 新时代证券研究所

表4: PE 估值法

| 公司   | A 股市价<br>(元/股) | 20200428 | 正常化的每股收益 (元/股) |       |       |       | P/E   |       |       |  |
|------|----------------|----------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
|      |                | 2018A    | 2019A          | 2020E | 2021E | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E |  |
| 真视通  | 13.37          | 0.26     | 0.16           | 0.31  | 0.44  | 42.38 | 68.89 | 43.17 | 30.50 |  |
| 苏州科达 | 9.38           | 0.18     | 0.50           | 0.72  | 0.89  | 18.64 | 60.83 | 18.78 | 13.13 |  |
| 会畅通讯 | 40.11          | 0.12     | 0.52           | 0.92  | 1.24  | 39.96 | 49.27 | 43.83 | 32.24 |  |
| 亿联网络 | 88.99          | 1.42     | 2.06           | 2.56  | 3.43  | 62.60 | 43.20 | 34.80 | 26.00 |  |

资料来源: 新时代证券研究所, 比值股价日期为 2020 年 4 月 28 日收盘价

### 5.3、结论与投资评级

我们认为基于公司所在的行业分析、市场空间测算、公司各业务增长情况及估值得出的结论, 公司未来高成长性可期, 预计公司 2020-2022 年的净利润分别 33.03、44.10 和 58.59 亿元, EPS 分别为 2.56、3.43 和 4.49 元, 维持“推荐”评级。

## 6、风险提示

疫情导致海外业务发展不达预期风险, 汇率风险。

## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)     | 2018A       | 2019A       | 2020E       | 2021E       | 2022E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>3600</b> | <b>4381</b> | <b>5107</b> | <b>5917</b> | <b>7218</b> |
| 现金             | 372         | 106         | 2417        | 1990        | 3394        |
| 应收票据及应收账款合计    | 309         | 399         | 484         | 719         | 879         |
| 其他应收款          | 11          | 11          | 13          | 21          | 24          |
| 预付账款           | 5           | 4           | 10          | 8           | 16          |
| 存货             | 197         | 267         | 379         | 480         | 655         |
| 其他流动资产         | 2705        | 3595        | 1803        | 2699        | 2251        |
| <b>非流动资产</b>   | <b>150</b>  | <b>447</b>  | <b>618</b>  | <b>868</b>  | <b>1107</b> |
| 长期投资           | 1           | 43          | 85          | 127         | 169         |
| 固定资产           | 103         | 93          | 120         | 160         | 218         |
| 无形资产           | 37          | 267         | 378         | 544         | 680         |
| 其他非流动资产        | 9           | 44          | 35          | 37          | 40          |
| <b>资产总计</b>    | <b>3750</b> | <b>4827</b> | <b>5724</b> | <b>6785</b> | <b>8325</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>249</b>  | <b>426</b>  | <b>332</b>  | <b>575</b>  | <b>564</b>  |
| 短期借款           | 0           | 50          | 25          | 29          | 31          |
| 应付票据及应付账款合计    | 142         | 199         | 203         | 352         | 387         |
| 其他流动负债         | 107         | 177         | 103         | 194         | 146         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>1</b>    | <b>6</b>    | <b>3</b>    | <b>4</b>    | <b>4</b>    |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他非流动负债        | 1           | 6           | 3           | 4           | 4           |
| <b>负债合计</b>    | <b>251</b>  | <b>431</b>  | <b>335</b>  | <b>578</b>  | <b>567</b>  |
| 少数股东权益         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 股本             | 300         | 599         | 899         | 899         | 899         |
| 资本公积           | 1406        | 1137        | 837         | 837         | 837         |
| 留存收益           | 1793        | 2697        | 3657        | 4870        | 6456        |
| 归属母公司股东权益      | 3499        | 4396        | 5389        | 6207        | 7758        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>3750</b> | <b>4827</b> | <b>5724</b> | <b>6785</b> | <b>8325</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2018A       | 2019A        | 2020E       | 2021E        | 2022E        |
|----------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>684</b>  | <b>1093</b>  | <b>1145</b> | <b>1785</b>  | <b>2163</b>  |
| 净利润            | 851         | 1235         | 1533        | 2054         | 2692         |
| 折旧摊销           | 17          | 20           | 17          | 24           | 32           |
| 财务费用           | -17         | -11          | -22         | -69          | -81          |
| 投资损失           | -107        | -134         | -108        | -116         | -117         |
| 营运资金变动         | -86         | -42          | -275        | -103         | -359         |
| 其他经营现金流        | 25          | 24           | 1           | -4           | -3           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-189</b> | <b>-1064</b> | <b>1710</b> | <b>-1049</b> | <b>298</b>   |
| 资本支出           | 20          | 275          | 138         | 207          | 196          |
| 长期投资           | -276        | -928         | -42         | -42          | -42          |
| 其他投资现金流        | -445        | -1717        | 1806        | -884         | 452          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-212</b> | <b>-299</b>  | <b>-544</b> | <b>-1163</b> | <b>-1057</b> |
| 短期借款           | 0           | 50           | -25         | 4            | 2            |
| 长期借款           | 0           | 0            | 0           | 0            | 0            |
| 普通股增加          | 150         | 300          | 300         | 0            | 0            |
| 资本公积增加         | -119        | -269         | -300        | 0            | 0            |
| 其他筹资现金流        | -243        | -380         | -519        | -1167        | -1059        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>284</b>  | <b>-267</b>  | <b>2312</b> | <b>-427</b>  | <b>1404</b>  |

| 利润表(百万元)        | 2018A       | 2019A       | 2020E       | 2021E       | 2022E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>1815</b> | <b>2489</b> | <b>3303</b> | <b>4410</b> | <b>5859</b> |
| 营业成本            | 694         | 846         | 1191        | 1576        | 2083        |
| 营业税金及附加         | 22          | 30          | 38          | 50          | 69          |
| 营业费用            | 106         | 164         | 210         | 284         | 376         |
| 管理费用            | 45          | 56          | 78          | 101         | 136         |
| 研发费用            | 137         | 192         | 252         | 338         | 448         |
| 财务费用            | -17         | -11         | -22         | -69         | -81         |
| 资产减值损失          | 8           | -2          | 5           | 5           | 6           |
| 公允价值变动收益        | 0           | 5           | 2           | 4           | 3           |
| 其他收益            | 8           | 16          | 8           | 11          | 11          |
| 投资净收益           | 107         | 134         | 108         | 116         | 117         |
| <b>营业利润</b>     | <b>935</b>  | <b>1360</b> | <b>1671</b> | <b>2255</b> | <b>2954</b> |
| 营业外收入           | 0           | 1           | 4           | 2           | 2           |
| 营业外支出           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>     | <b>935</b>  | <b>1361</b> | <b>1675</b> | <b>2257</b> | <b>2955</b> |
| 所得税             | 84          | 126         | 142         | 203         | 264         |
| <b>净利润</b>      | <b>851</b>  | <b>1235</b> | <b>1533</b> | <b>2054</b> | <b>2692</b> |
| 少数股东损益          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>851</b>  | <b>1235</b> | <b>1533</b> | <b>2054</b> | <b>2692</b> |
| EBITDA          | 941         | 1381        | 1656        | 2216        | 2908        |
| EPS(元)          | 1.42        | 2.06        | 2.56        | 3.43        | 4.49        |

| 主要财务比率         | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 30.8  | 37.1  | 32.7  | 33.5  | 32.9  |
| 营业利润(%)        | 44.1  | 45.4  | 22.8  | 35.0  | 31.0  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 44.1  | 45.1  | 24.1  | 34.0  | 31.0  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 61.8  | 66.0  | 63.9  | 64.3  | 64.4  |
| 净利率(%)         | 46.9  | 49.6  | 46.4  | 46.6  | 45.9  |
| ROE(%)         | 24.3  | 28.1  | 28.4  | 33.1  | 34.7  |
| ROIC(%)        | 26.9  | 174.7 | 134.5 | 139.9 | 132.2 |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 6.7   | 8.9   | 5.9   | 8.5   | 6.8   |
| 净负债比率(%)       | -10.6 | -1.2  | -44.4 | -31.6 | -43.3 |
| 流动比率           | 14.4  | 10.3  | 15.4  | 10.3  | 12.8  |
| 速动比率           | 2.8   | 9.6   | 14.2  | 9.4   | 11.6  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.8   |
| 应收账款周转率        | 7.5   | 7.0   | 7.5   | 7.3   | 7.3   |
| 应付账款周转率        | 6.3   | 5.0   | 5.9   | 5.7   | 5.6   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.42  | 2.06  | 2.56  | 3.43  | 4.49  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.67  | 6.28  | 1.91  | 2.98  | 3.61  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 5.84  | 7.33  | 8.99  | 10.36 | 12.94 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 62.6  | 43.2  | 34.8  | 26.0  | 19.8  |
| P/B            | 15.2  | 12.1  | 9.9   | 8.6   | 6.9   |
| EV/EBITDA      | 84.6  | 55.3  | 45.8  | 34.0  | 25.6  |

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**胡皓**，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

|    |                       |
|----|-----------------------|
| 北京 | <b>郝颖 销售总监</b>        |
|    | 固话：010-69004649       |
|    | 邮箱：haoying1@xsdzq.cn  |
| 上海 | <b>吕筱琪 销售总监</b>       |
|    | 固话：021-68865595 转 258 |
|    | 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn   |
| 广深 | <b>吴林蔓 销售总监</b>       |
|    | 固话：0755-82291898      |
|    | 邮箱：wulinman@xsdzq.cn  |

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>