

公司研究

深耕统一通信，云办公提供增量

——亿联网络（300628.SZ）跟踪报告

要点

亿联网络：深耕统一通信，业绩持续增长：亿联网络成立于2001年，目前形成桌面通信终端、会议产品、云办公终端三大产品线，2015年起公司进入业务转型期，以SIP终端为基础，在视频会议终端和云办公终端持续发力，构建统一通信生态链。我们认为，公司是财务能力优质的轻资产高科技公司，现金流强劲。持续的现金流能力有望伴随公司长期成长。根据公司公告的业绩快报，2020年公司全年收入27.54亿元，同比增长10.65%；归属于上市公司股东的净利润12.92亿元，同比增长4.58%。我们估算单季净利润有较大增长，公司收入及盈利水平增长显著。

SIP龙头地位稳固，增长仍有空间：根据Frost&Sullivan的统计，2019年亿联网络SIP话机的市场份额为29.5%，市占率持续增长，位居全球第一。在渠道方面，公司已建立起覆盖100多个国家的分销体系，稳定的经销商数量超过80家，且与大部分经销商合作关系达10年以上。在产品方面，公司在2017年推出T5系列产品，展现出公司目标市场向中高端转移的调整趋势。我们认为，产品和渠道优势致使公司SIP产品均价提升，推动了公司盈利结构的改善。

云视讯空间广阔，驱动增长：根据Frost&Sullivan预测，2021年全球视频会议市场规模有望达到646亿美元，同比增长8%，在国内市场方面，我们认为国产化的趋势愈发明显。国内厂商有挤占polycom，思科的趋势，同时在公有云模式下，行业自上而下渗透带动市场规模进一步提升。我们认为，亿联在销售合作方面，已和微软Teams以及Zoom软件巨头建立合作。亿联网络有望凭借产品+性价比双重优势持续拓展份额。

云办公终端提供业绩增量：对比海外企业，回溯Ploy、罗技耳机业务的市场表现，我们发现，疫情对商务耳机市场起到需求修复的作用。同时我们认为，该业务将随着移动办公生态成为长期的趋势。我们判断，随着行业渗透不断加速，云办公终端行业放量初现，云办公终端的需求也将持续提升。亿联从2019年开始布局云办公终端产品，公司配件业务过去几年均呈现两位数增长。我们认为公司通过研发投入以及现有渠道优势，有望打开新的增长级。

盈利预测、估值与评级：我们认为SIP业务恢复带动公司2020年业绩回升，云办公终端产品以及云视讯产品有望受益于远程办公趋势，为公司带来2021-2022年的业绩增长，因此上调2020~2022年净利润至12.92/16.68/21.58亿元，对应PE50X/38X/29X。我们持续看好公司作为企业会议市场引领者的发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：SIP话机市场增速放缓，汇率波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,815.36	2,489.35	2,754.17	3,521.56	4,446.79
营业收入增长率	30.81%	37.13%	10.64%	27.86%	26.27%
净利润（百万元）	851.48	1,235.29	1,292.01	1,668.13	2,158.26
净利润增长率	44.13%	45.08%	4.23%	29.56%	29.38%
EPS（元）	2.84	2.06	1.43	1.85	2.39
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.33%	28.10%	25.03%	26.22%	27.49%
P/E	26	35	50	38	29
P/B	6	10	13	10	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-10

买入（维持）

当前价：70.47元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

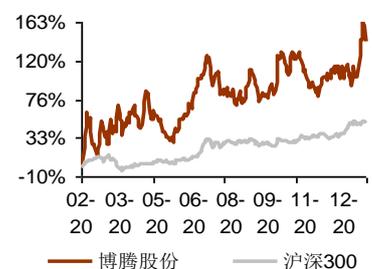
021-52523856

shiqil@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.02
总市值(亿元)	640
一年最低/最高(元)	53.05/90.90
近3月换手率	64.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.09	-2.80	99.15
绝对	13.69	10.56	144.26

资料来源：Wind

目 录

1、 亿联网络：深耕统一通信，业绩持续增长	5
1.1、 深耕统一通信，产品维度持续拓展	5
1.2、 治理结构合理，股权激励落地	5
1.3、 业绩维持增长，现金流表现优异	6
1.4、 注重研发，效控费用	8
2、 SIP 龙头地位稳固，增长仍有空间	10
2.1、 多重认证，分销体系健全	10
2.2、 市占率第一，结构持续优化	12
3、 云视讯空间广阔，驱动增长	13
3.1、 行业空间广阔	13
3.2、 纵向云端结合，横向行业拓展	13
3.3、 行业格局分散，有望突围而出	15
4、 云办公终端提供业绩增量	16
4.1、 生态拓展，亿联捕捉机遇	16
4.2、 疫情修复需求，行业放量拐点初现	17
4.3、 依赖经销商优势，打开增长级	19
5、 盈利预测	20
5.1、 关键假设及盈利预测	20
5.2、 盈利预测	20
6、 估值分析	21
6.1、 相对估值	21
6.2、 估值结论与投资评级	22
7、 风险分析	22

图表目录

图表 1: 亿联网络发展历程	5
图表 2: 亿联网络股权结构 (截止至 2020 年 9 月 30 日)	6
图表 3: 公司股权激励业绩考核目标	6
图表 4: 亿联网络收入情况 (单位: 亿元)	7
图表 5: 亿联网络净利润情况 (单位: 亿元)	7
图表 6: 亿联网络毛利率及净利率水平	7
图表 7: 亿联网络分产品毛利率	7
图表 8: 亿联网络经营性净现金流及期末现金余额 (亿元)	8
图表 9: 亿联网络研发费用及费用率 (亿元)	8
图表 10: 亿联网络主要研发项目的研发目的及技术应用领域	9
图表 11: 亿联网络销售费用 (单位: 亿元)	9
图表 12: 亿联网络管理费用 (单位: 亿元)	9
图表 13: 亿联网络 ROE 及 ROA	9
图表 14: 亿联网络运营商认证	10
图表 15: 2019 年亿联网络前十大客户 (单位: 万元)	10
图表 16: 亿联网络分销体系	11
图表 17: 亿联网络各区域经销商数量 (单位: 个)	11
图表 18: 亿联网络 T5 系列话机	12
图表 19: 2019 年亿联网络 SIP 产品销售额分布	12
图表 20: 亿联网络 SIP 产品销售单价 (元)	12
图表 21: 全球视频会议市场规模 (单位: 亿美元)	13
图表 22: 2018 中国视频会议场景分布	13
图表 23: 中国硬件视频会议市场规模 (单位: 亿美元)	13
图表 24: 视频会议市场参与者特点	14
图表 25: 亿联网络云视讯产品简介	14
图表 26: 亿联网络云视讯产品特点	14
图表 27: 亿联网络双师课堂	14
图表 28: 亿联网络教学互动解决方案	14
图表 29: 2019 中国软件视频会议市场份额	15
图表 30: 亿联云视讯海外版	15
图表 31: 亿联云视讯海外版兼容性能	15
图表 32: 销售价格对比	16
图表 33: 亿联网络 VCS 收入及占比	16
图表 34: 亿联网络云办公终端产品	17
图表 35: 亿联网络一站式语音工作站优势	17
图表 36: Poly 营业收入 (单位: 百万美元)	18
图表 37: Poly 净利润 (单位: 百万美元)	18
图表 38: 2019 财年 Poly 收入分布	18
图表 39: Poly 单季营业收入 (单位: 百万美元)	18

图表 40: Poly 耳机业务单季收入 (单位: 百万美元)	18
图表 41: 罗技耳机业务收入 (单位: 亿美元)	19
图表 42: 公司配件业务收入情况 (单位: 亿元)	19
图表 43: 亿联网络收入拆分	20
图表 44: 亿联网络盈利预测	21
图表 45: 可比公司估值-PE 估值.....	22

1、亿联网络：深耕统一通信，业绩持续增长

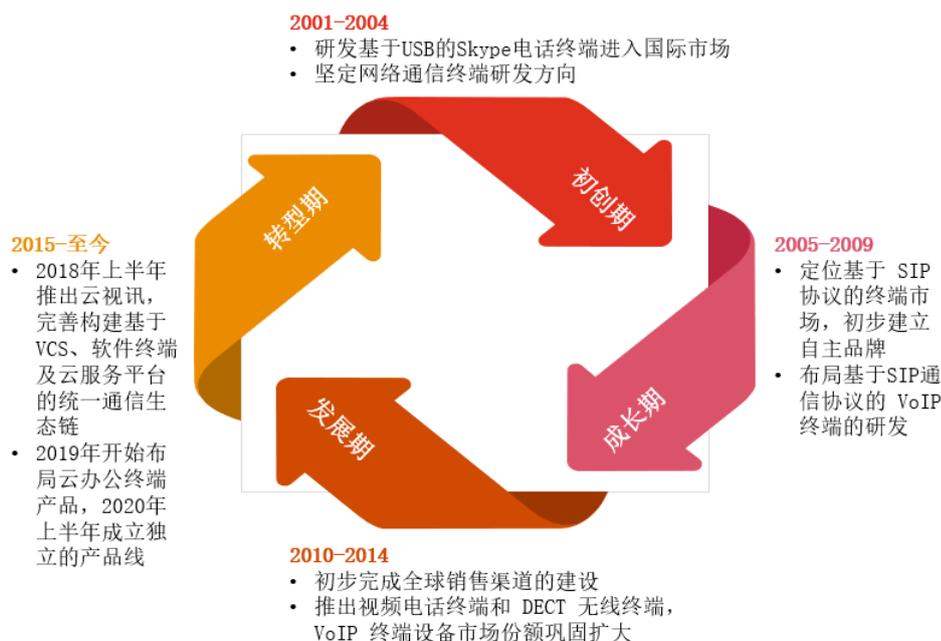
1.1、深耕统一通信，产品维度持续拓展

亿联网络成立于 2001 年，目前形成桌面通信终端、会议产品、云办公终端三大产品线，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。在桌面、会议室、移动办公三类场景的产品矩阵完善，覆盖全球企业用户统一通信需求。

随着企业通信需求的广度和深度不断延伸，亿联网络融合通信成为后疫情时代的重要趋势，顺势发力推出融合通信解决方案 UME，为企业建立完善的全场景沟通机制。

公司业务发展历程历经多重阶段，2015 年起公司进入业务转型期，以 SIP 终端为基础，在视频会议终端和云办公终端持续发力，构建统一通信生态链。

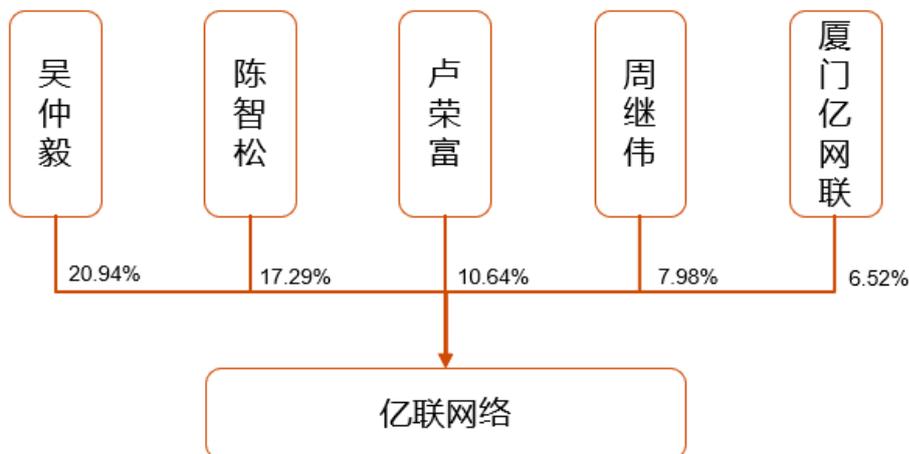
图表 1：亿联网络发展历程



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

1.2、治理结构合理，股权激励落地

公司创始团队在行业拥有多年的专业技术知识和丰富的行业经验，均具备较深的专业背景，治理结构合理。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：20.94%、17.29%、10.64%、7.98%。

图表 2: 亿联网络股权结构 (截止至 2020 年 9 月 30 日)


资料来源: wind, 公司招股说明书, 光大证券研究所

2020 年 4 月公司公告拟面向核心管理人员和核心技术人员授予限制性股票, 依旧延续了三年营收利润双 20% 增速的高标准, 我们认为行业景气度的提升和产品的销售情况, 给公司增强了较大的业绩信心。由于新冠疫情的影响, 公司在 2020 年 8 月调整业绩考核要求, 2020 年考核目标由营业收入及净利润增长率不低于 20% 为实现同比增长; 2021 年考核目标由营业收入及净利润增长率不低于 20% 调整为不低于 25%。我们认为公司在减轻短期经营压力的同时, 依然看好长期发展。

图表 3: 公司股权激励业绩考核目标

限制性股票第一个解除限售期	2019 年营业收入及净利润为基数, 2020 年营业收入及净利润均实现同比增长
首次授予限制性股票第二个解除限售期	2020 年营业收入及净利润为基数, 2021 年营业收入及净利润增长率不低于 25%
首次授予限制性股票第三个解除限售期	2021 年营业收入及净利润为基数, 2022 年营业收入及净利润增长率不低于 20%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

1.3、 业绩维持增长, 现金流表现优异

2020 年前三季度, 由于疫情影响公司海外业务拓展, 公司营业收入 19.61 亿元, 同比增长 5.6%; 实现净利润 10.08 亿元, 同比增长 2.53%。根据公司公告的业绩快报, 2020 年公司全年收入 27.54 亿元, 同比增长 10.65%; 归属于上市公司股东的净利润 12.92 亿元, 同比增长 4.58%。剔除美元汇率贬值影响, 我们估算 2020 年第四季度的单季净利润有较大增长, 公司收入及盈利水平增长显著。

图表 4: 亿联网络收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 5: 亿联网络净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

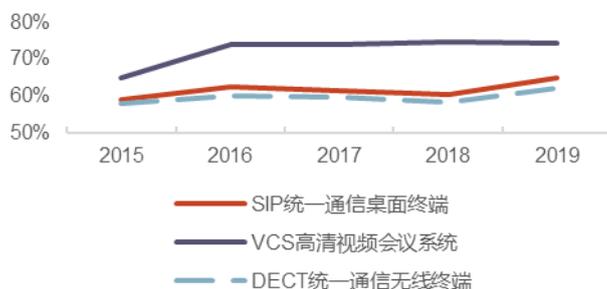
2020 年三季度, 公司毛利率为 66.77%, 净利率为 51.39%, 近年来均实现稳步上涨。分产品看, 2019 年公司 SIP 统一通信桌面终端、VCS 高清视频会议系统、DECT 统一通信无线终端毛利率分别为 64.89%、74.35%、62.32%。目前公司 SIP 话机业务发展较为成熟, VCS 业务处于市场开拓初期, 我们认为未来随着云视频会议市场的下沉及公司渠道的不断开拓, 拥有广阔的市场发展空间。同时公司的云办公终端产品线, 我们认为有望打开新的成长空间。

图表 6: 亿联网络毛利率及净利率水平



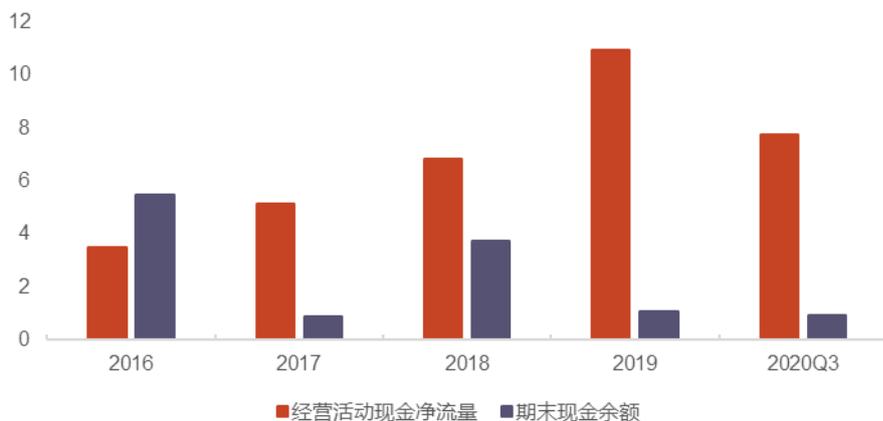
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 7: 亿联网络分产品毛利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2020 年三季度, 公司经营现金净流量 7.73 亿元, 公司历年经营现金净流量均维持较高增长。我们认为, 公司是财务能力优质的轻资产高科技公司, 现金流强劲。持续的现金流能力有望伴随公司长期成长。

图表 8：亿联网络经营性净现金流及期末现金余额（亿元）


资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.4、 注重研发， 效控费用

公司以研发驱动成长，长期维持较高研发投入。2020 年三季度，公司研发投入 1.65 亿元，研发费用率达 8.41%。根据公司年报显示，公司研发团队人员数量逐年扩张，2019 年研发人员数量达到 546 人，占公司员工总数的 48.02%。我们认为，公司围绕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，为公司业绩增长提供驱动力。我们判断，随着公司产品维度持续拓展，2020 年公司研发费用有所增长。

图表 9：亿联网络研发费用及费用率（亿元）


资料来源：公司公告，光大证券研究所

在 SIP 终端方面，公司专注现有产品的研发及改进，加快新系列、新机型及新功能迭代，完善细分市场解决方案；在会议产品方面，加强音视频编解码及音视频底层技术的处理及平台的架构、业务流程的改善与功能的实现等。公司逐渐形成较为完善的研发项目管理机制，保障项目的完成率及效率。结合研发项目管理机制，形成员工的评价及激励体系，推动研发能力的提升。

图表 10: 亿联网络主要研发项目的研发目的及技术应用领域

产品	研发目的	应用领域
SIP 话机	完善细分市场解决方案, 满足运营商的功能需求	进一步提升音频算法/消噪性能
会议终端与系统	新外观, 型号覆盖高中低端; 方案覆盖大中小会议室、音频算法自研应用以提升性能	全双工、远距离拾音, 自适应空间大小、指向拾音、图像引擎、音频引擎
VCS 云平台	提升平台的核心性能, 稳定性, 安全性	分布式组网, 智能路由, 视频编码、图像识别
DECT	更多机型以满足不同市场需求	低功耗, 漫游, 蓝牙, 协议升级

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

目前公司专注于统一通信终端产品的研发、销售及服务, 产品外包给第三方生产, 拥有成熟的渠道分销体系, 因此历年来公司的销售费用率和管理费用率有效维持在较低水平。

图表 11: 亿联网络销售费用 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

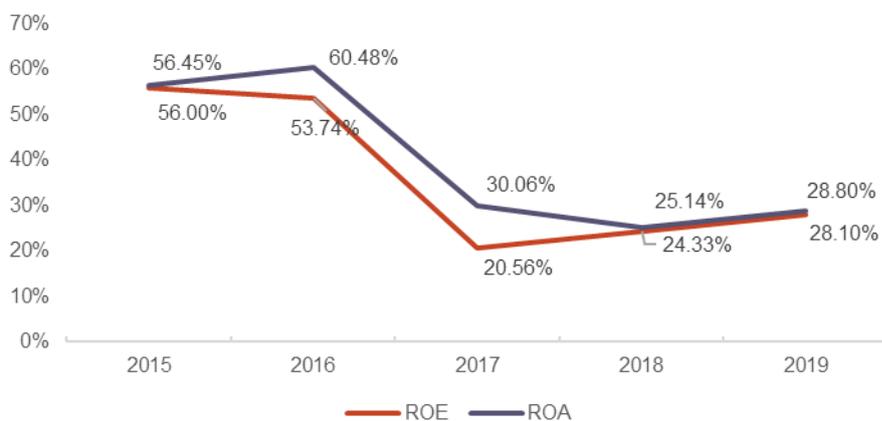
图表 12: 亿联网络管理费用 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

公司产品结构持续优化, 盈利能力持续提升。2017 年公司 ROE 下滑, 主要原因是公司上市导致的股本大量增加, 2019 年公司 ROE 达 28.10%, ROA 达 28.80%。

图表 13: 亿联网络 ROE 及 ROA



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

2、SIP 龙头地位稳固，增长仍有空间

2.1、多重认证，分销体系健全

在认证方面，亿联已实现与常见的 SIP 服务器、IP PBX 和统一通信平台的无缝兼容。在平台认证方面，亿联先后获得 Avaya、BroadSoft、3CX 等多家全球知名系统平台商的认证。在市场准入方面，亿联目前已获得欧盟、美国等多达 200 项的产品准入和环保认证。在运营商方面，公司与全球多家运营商建立了战略合作，提升了通信标准和用户体验。我们认为，亿联网络的产品认证为其业绩增长奠定长期基础。

图表 14：亿联网络运营商认证



资料来源：公司官网，光大证券研究所

在渠道方面，公司已建立起覆盖 100 多个国家的分销体系，稳定的经销商数量超过 80 家，且与大部分经销商合作关系达 10 年以上。

根据公司公告，近三年经销商数量稳中略增，前十大经销商在公司营业收入中占比均不超过 7%。

图表 15：2019 年亿联网络前十大客户（单位：万元）

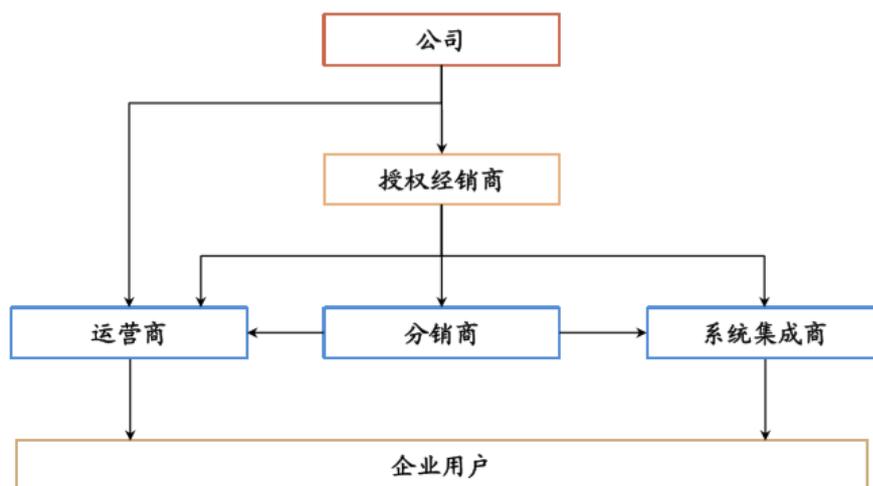
	2019 销售收入	占比	2018 销售收入	占比
Nycomm Limited	16,659.73	6.70%	10,170.34	5.60%
NETXUSA Inc.	16,436.70	6.61%	11,971.76	6.59%
American Technologies, LLC	16,406.34	6.60%	13,137.91	7.24%
TeleDynamics	14,481.19	5.82%	13,389.58	7.38%
Jenne, Inc.	14,247.82	5.73%	10,304.76	5.68%
ALLNET GMBH Computersysteme	11,806.21	4.75%	9,299.95	5.12%
ScanSource Inc.	10,900.71	4.38%		
Lydis B.V.	9,132.15	3.67%	8,148.15	4.49%
IPMATIKA, LLC	7,809.52	3.14%	5,847.82	3.22%
Verizon Communications Inc.	7,640.05	3.07%	7,552.03	4.16%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司作为统一通信设备厂商，产品主要通过渠道分销体系销售至最终企业用户。渠道分销体系由授权经销商、运营商、分销商、系统集成商等主体构成，其相互

之间又可能存在着紧密的业务关系。根据公司对下游渠道分销体系的情况掌握，公司产品最终销售至企业用户所经历的环节。

图表 16: 亿联网络分销体系



资料来源：公司公告，光大证券研究所

以典型的公司向授权经销商销售产品为例，授权经销商将产品进一步销售给下游的分销商、电信运营商或系统集成商。而分销商作为渠道链条的一环，将产品销售给运营商或系统集成商，最终由运营商或系统集成商将产品销售给企业用户。

如上图箭头所示，由于公司的主要目标用户群体为中小企业，数量众多，货物流向最终用户的路径存在多种可能。公司销售部门虽然已经在日常工作过程中尽可能地通过与授权经销商沟通以掌握更多关于下游客户、货物流向等信息，但由于实际情况过于复杂，公司无法统计各个可能路径的流通比例。

运营商客户有两类采购模式，分别为直接向公司采购或向授权经销商采购，以向授权经销商采购为主，其中直接向公司采购的份额在 2019 年公司销售业绩中的占比为 7.5%。为在区域市场建立稳定的销售渠道，公司会基于一系列评估标准谨慎选择开展合作的经销商，具体包括其行业经验、企业声誉、资金实力、合作意愿、市场推广能力和服务能力等，并定期评估授权经销商的表现。

同时，公司利用全球授权经销商网络销售产品，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。我们认为，对授权经销商的有效管理可以使公司有效控制、拓展及巩固全球销售渠道，为公司的业务发展及销售收入的提升做出贡献。

图表 17: 亿联网络各区域经销商数量 (单位: 个)

区域	2017	2018	2019
大洋洲	5	4	4
非洲	6	7	12
美洲	15	23	20
欧洲	34	40	52
亚太	19	19	26
中国大陆	33	49	39
小计	112	142	153

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.2、市占率第一，结构持续优化

根据 Frost&Sullivan 的统计，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 年亿联网络 SIP 话机的市场份额为 29.5%，市占率持续增长。2015 年前亿联网络 SIP 话机以 T2 系列为主，2015 年后 T4 系列占比不断扩大，在 2017 年高端 T5 系列产品发布后，展现出公司目标市场向中高端转移的调整趋势。

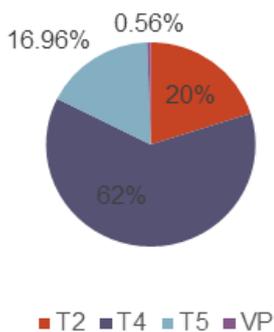
图表 18：亿联网络 T5 系列话机



资料来源：公司公告，光大证券研究所

我们认为，2019 年公司高端产品 T5 销售占比提升较大，致使公司 SIP 产品均价提升，推动了公司盈利结构的改善。

图表 19：2019 年亿联网络 SIP 产品销售额分布



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 20：亿联网络 SIP 产品销售单价（元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3、云视讯空间广阔，驱动增长

3.1、行业空间广阔

我们认为，企业对于通信系统的投入更多的服务于远程办公环境下的团队协作沟通，视频会议可满足远程场景下企业业务协作及管理的需求，降低企业运营成本。同时，疫情后催化远程办公、远程教育等多个场景的需求。我们判断，企业对远程办公的潜在需求有望被激发。

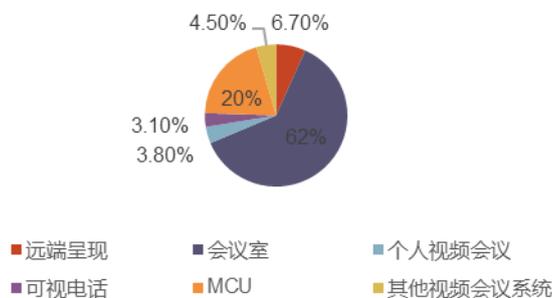
根据 Frost&Sullivan 预测，2021 年全球视频会议市场规模有望达到 646 亿美元，同比增长 8%，从 2015 至 2021 年行业增速均超过 8%。同时根据智研咨询发布的《2016-2022 年中国视频会议市场深度调查及未来前景预测报告》显示，2018 年视频会议市场中会议室场景占比 62%。

图表 21：全球视频会议市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，光大证券研究所

图表 22：2018 中国视频会议场景分布



资料来源：智研咨询，光大证券研究所

国内市场方面，我们认为国产化的趋势愈发明显。国内厂商有挤占 polycom、思科的趋势，同时在公有云模式下，行业自上而下渗透带动市场规模进一步提升。

图表 23：中国硬件视频会议市场规模（单位：亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，光大证券研究所

3.2、纵向云端结合，横向行业拓展

目前视频会议市场上的主要厂商包括传统通信厂商、云通信厂商以及平台型厂商。

图表 24: 视频会议市场参与者特点

传统通信厂商	深耕音视频技术多年，在硬件终端集成，私有化部署，行业落地经验上极具优势
云通信厂商	最大化地提炼行业需求满足中小企业市场的同时，又能整合资源，针对大型企业及行业级客户的个性需求做定制化开发
平台型厂商	厂商具备云资源，可完成高效部署与调度。平台型 厂商依托天然具备的社交属性，可实现 C 端用户的快速裂变

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

我们认为, SaaS 模式及平台型模式高速发展, 但是软件服务模式存在一定短板, 无法支撑起办公新常态下的需求, 因此“云+端”模式是未来发展的主流趋势, 视频会议终端也将日趋场景化。

图表 25: 亿联网络云视讯产品简介



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图表 26: 亿联网络云视讯产品特点

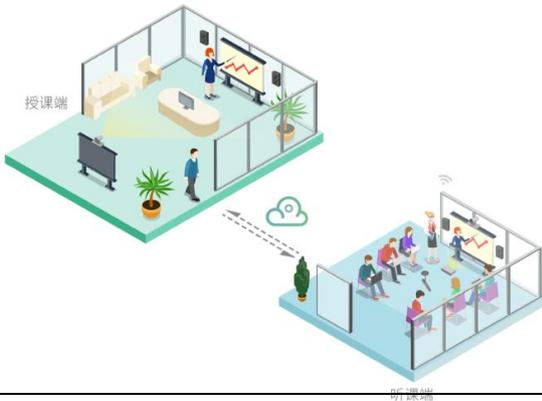


资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

对于行业应用来看, 最直接的应用场景就是企业视频会议。我们认为, 随着中小企业业务不断发展, 中小企业对于能够进行高质量、高安全性、高稳定性、低成本的视频会议系统的需求有望持续提升。

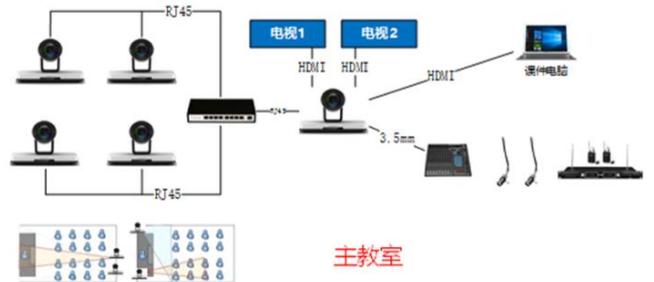
同时我们认为, 云视讯平台应用空间广泛, 在行业广度方面各有侧重。行业内的公司包括苏州科达、会畅通讯, 均有各自侧重点。特定场景包括教育、医疗、金融等其他行业。亿联在教育、政府等行业已拥有一定优势。例如在教育行业, 在教育信息化 2.0 背景下, 公司与视频会议结合陆续出现了双师学堂、教学互动直播录播等, 有效提高课堂效率及教学质量, 使不同地域的学生能够享受同等的优质教育资源。

图表 27: 亿联网络双师课堂



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图表 28: 亿联网络教学互动解决方案

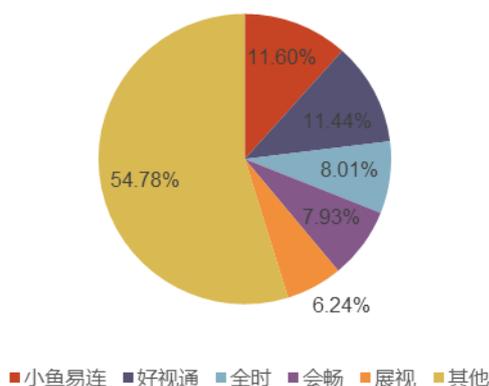


资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

3.3、行业格局分散，有望突围而出

国内以云视频会议为代表的会议市场竞争格局分散，2018 年国内软件视频会议 CR6 不到 50%，以好视通、小鱼易连、会畅通讯等为代表的云视频会议厂商以及华为等厂商正在加大力度扩大市占率，以求在市场高速增长初期建立领先优势。

图表 29：2019 中国软件视频会议市场份额



资料来源：IDC，光大证券研究所

亿联云视讯平台采用的 SVC/AVC 混合模式，并搭载智能路由技术，可同时支持全球千万用户百万并发，同时具备开放兼容、易用易部署等优点。2020 年 5 月，亿联云视讯海外版成功上线，公司实现平台业务全球化布局。我们认为，亿联云视讯以其安全可靠、全球服务、广泛兼容的特性，吸引了众多海外集成商、用户的关注，后续有望带动案例落地，从而助推公司云视讯业务。

除了服务能力，平台的广泛兼容也是海外用户选择的重要考量指标。我们认为，亿联云视讯海外版拥有强大的开放兼容特性，兼容市面主流第三方厂商的终端设备，可无缝连接微软 Teams 平台。

图表 30：亿联云视讯海外版



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图表 31：亿联云视讯海外版兼容性能



资料来源：公司官网，光大证券研究所

在销售合作方面，亿联已和微软 Teams 以及 Zoom 软件巨头建立合作。根据公司的相关合作，我们认为亿联网络所提供的视频会议终端已经具备较高的高性价比优势，有望通过产品+性价比双重优势持续拓展份额。

我们以中型会议室场景为例，通过微软 TEAMS 终端的销售价格对比，我们认为亿联网络的产品具有较大的性价比优势。

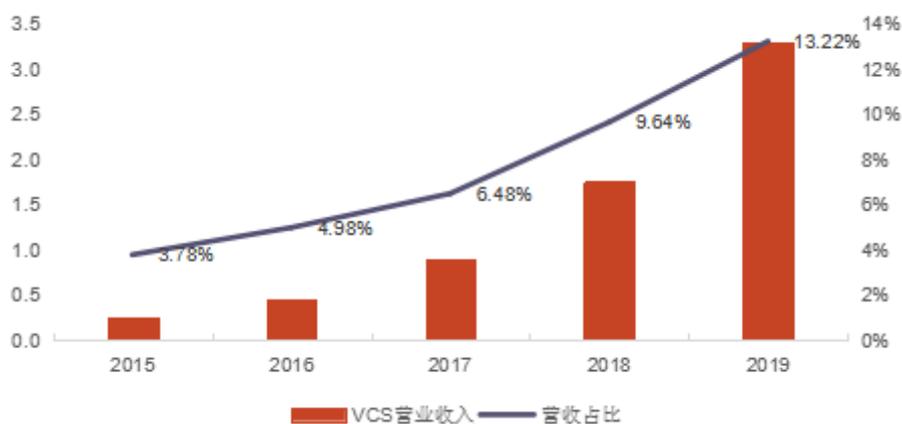
图表 32：销售价格对比

厂商	型号	价格
Yealink	MVC500	\$2,999
Poly	G40-T	\$3,699
Crestron	UC C160-T	\$6,232

资料来源：亿联网络，光大证券研究所

随着公司逐步进入转型阶段，并持续构建基于 VCS、软件终端及云服务平台的统一通信生态链，视频会议系统应收逐步上升，占总营收比重提升较快。2019 年公司 VCS 收入 3.29 亿元，占营收比重达 13%。

图表 33：亿联网络 VCS 收入及占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

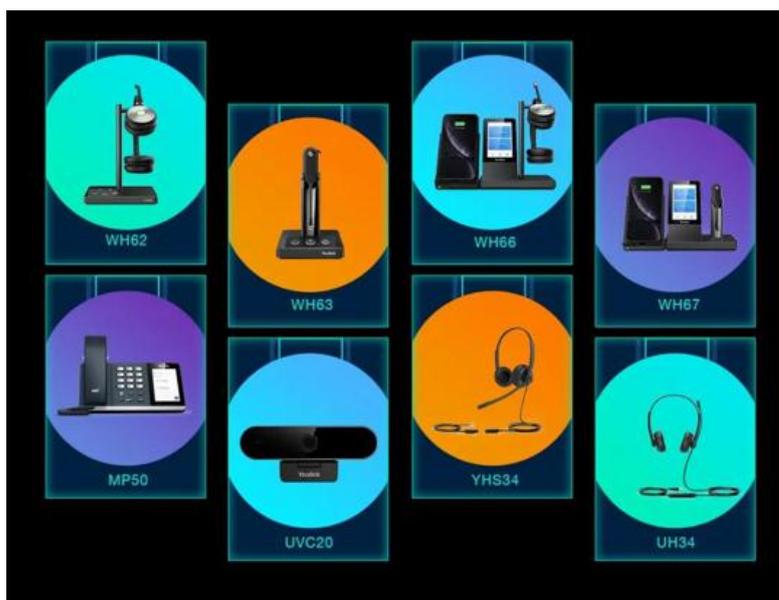
4、云办公终端提供业绩增量

4.1、生态拓展，亿联捕捉机遇

随着企业通信方式逐步趋于灵活，办公场景的边界不断拓宽，所需平台和设备的相关系统不断扩展。在此趋势下我们认为，移动办公终端的需求有望快速增长。

公司在 2019 年开始布局相关终端产品，2020 年上半年成立了独立的云办公终端产品线，抓住新机遇积极扩张耳麦、USB Speaker 等新品。我们认为，云办公终端受益于个人远程办公需求的增长，行业空间广阔，对公司原来渠道能力和技术优势有较强的复用性，带来新增量市场。

图表 34：亿联网络云办公终端产品



资料来源：公司官网，光大证券研究所

公司的一站式语音工作站 UC Workstation，提供全集成、全连接、全控制的现代办公模式。我们认为，亿联作为专注于企业通信领域，持续投入并研发出各类满足用户全场景沟通需求的平台和终端，有望打开业绩增量。

图表 35：亿联网络一站式语音工作站优势

全集成	UC Workstation 是高度集成的办公外设方案，集无线耳机、麦克风、软电话、USB 扩展器于一体，还可拓展模块实现手机无线充电、忙闲状态指示等实用功能。用户只需连接一款配件即可实现多种功能，办公桌面从此整洁有序。
全连接	UC Workstation 能够通过 USB 连接线或蓝牙功能，与电脑、平板、手机等设备进行连接，各个设备上的语音流在工作站上实现汇集，用户可获得高度协同的通话体验。
全控制	通过 UC Workstation 上的 4 英寸的触控屏幕，用户可实现对手机电话、视频会议、语音会议等通话的接听/挂断，控制静音/放音及音量控制，还可在不同设备间切换。在连接设备的情况下，能够通过屏幕直接呼出电话，实现通话过程的全流程控制。

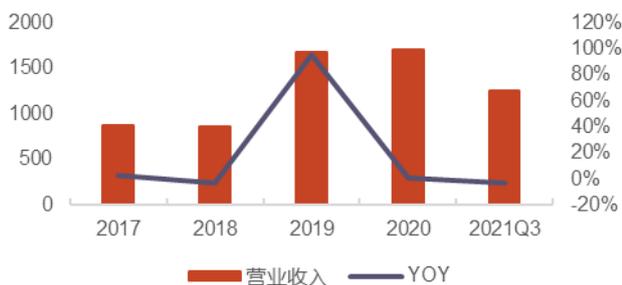
资料来源：公司官网，光大证券研究所

4.2、疫情修复需求，行业放量拐点初现

Plantronics 成立于 1962 年，总部位于美国加利福尼亚州圣克鲁斯市，是一家专业类和消费类个人音频通信的一家上市公司，分支机构遍布 20 个国家或地区。Plantronics 提供移动的话务耳机，以满足以下各种需要：无绳和移动电话市场、计算机应用的下一代计算机音频话务耳机产品、用于办公室、小型办公室/家庭办公室及呼叫中心的有绳和无绳话务耳机及系统。

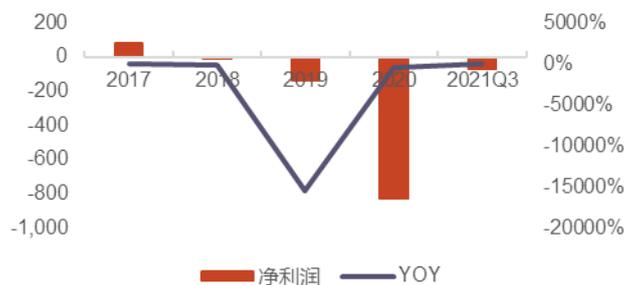
2021 财年（2020 年 7 月至 2021 年 6 月）三季度，Poly 实现营业收入 12.51 亿元，同比减少 3.29%；净亏损 0.68 亿元，同比增长 54.24%。

图表 36: Poly 营业收入 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

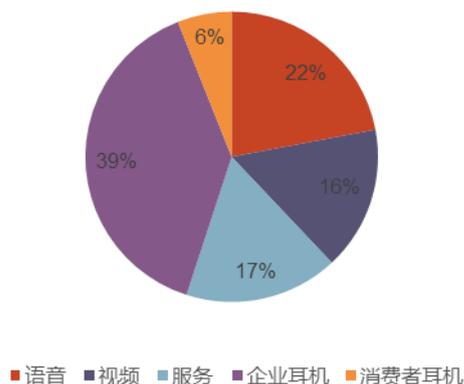
图表 37: Poly 净利润 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

截至 2020 财年的财报数据, Poly 的语音、视频、服务、企业耳机及消费者耳机业务占比分别为 22%、16%、17%、39%及 6%, 其中企业耳机业务是公司营收最主要的来源。

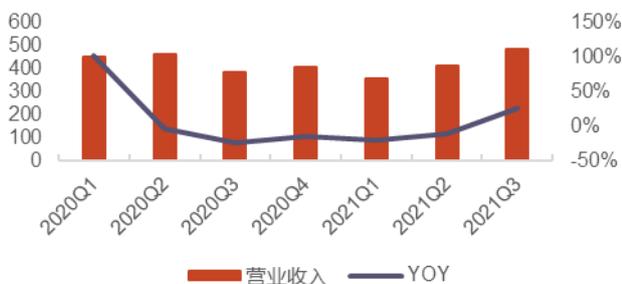
图表 38: 2019 财年 Poly 收入分布



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

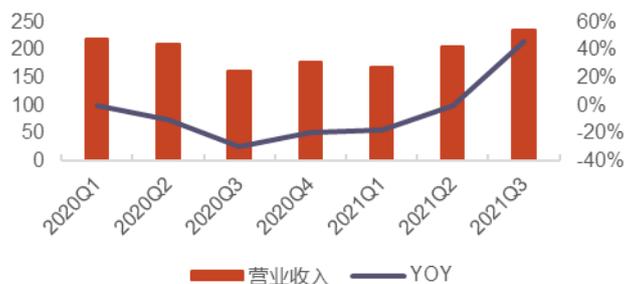
单季度来看, 疫情后在 2021 财年第二季度, 公司营业收入 4.11 亿美元, 同比减少 10.99%; 2021 年第三季度, 公司营业收入 4.85 亿美元, 同比增长 26.07%。

图表 39: Poly 单季营业收入 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图表 40: Poly 耳机业务单季收入 (单位: 百万美元)

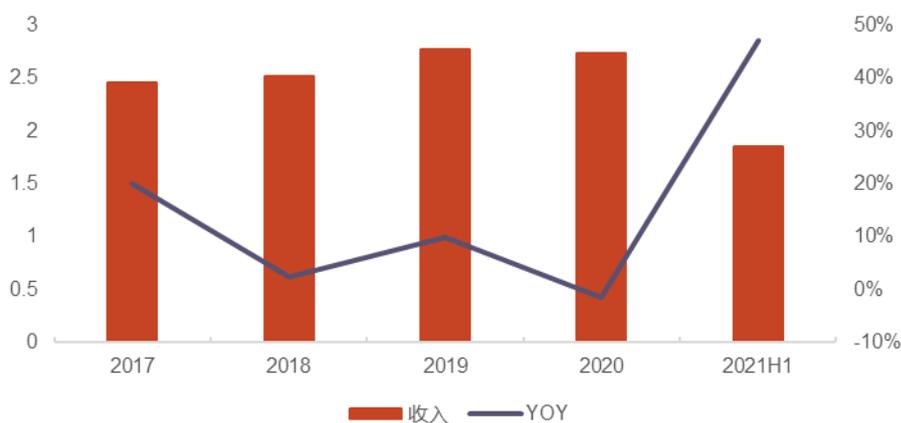


资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

我们看到，受益于远程办公的持续性、Poly 商用耳机营收录得较快增长。因此我们认为，云办公终端作为统一通信市场不断演进的结果，其需求将持续提升。

以罗技为例，罗技成立于 1981 年，是一家起源于瑞士的全球著名云周边设备供应商，现如今已在全球 140 多个国家和地区展开业务。罗技公司旗下拥有罗技、罗技 G、Jaybird 及 Ultimate Ears 多个品牌，业务涉及生产力及创造力、电竞游戏、视频协作、音乐和智能家居多个领域。从罗技财报来看，公司在 2021 财年（2020 年 7 月至 2021 年 6 月）上半年，耳机业务收入增长明显。

图表 41：罗技耳机业务收入（单位：亿美元）



资料来源：公司财报，光大证券研究所

回溯 Ploy、罗技耳机业务的市场表现，我们发现，疫情对商务耳机市场起到需求修复的作用。同时我们认为，该业务将随着移动办公生态成为长期的趋势。我们判断，随着行业渗透不断加速，云办公终端行业放量初现，云办公终端的需求也将持续提升。

4.3、 依赖经销商优势，打开增长级

受益于行业需求提升，公司云办公终端产品需求快速增长。亿联从 2019 年开始布局云办公终端产品，公司配件业务过去几年均呈现两位数增长。2019 年公司配件业务收入 0.95 亿元，同比增长 22%。2020 年公司尚未披露配件业务相关收入情况。

图表 42：公司配件业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

截至 2019 年 12 月 31 日，公司在全球共有授权经销商 153 个。公司发展了许多行业内有实力的授权经销商，如：ScanSource Inc.，Poly 的核心经销商之一；Jenne, Inc.，大型通信设备分销商，是 Avaya、Mitel 以及缤特力的核心代理；ALLNET GMBH Computersysteme，具备多国市场覆盖能力的德国分销商，代理 Poly、SNOM、Jabra 等多个品牌；Nycomm Limited，英国最大的 VOIP 分销商，代理 11 CISCO、POLY、Jabra 等品牌。

目前云办公终端市场由海外供应商把控，我们认为公司通过研发投入以及现有渠道优势，有望打开新的增长级。

5、盈利预测

5.1、关键假设及盈利预测

SIP 统一通信桌面终端：我们认为 SIP 话机行业整体仍有渗透空间，公司凭借 T5 系列高端产品拓宽市场。2020 年该业务受到疫情影响，我们预计同比持平，2021-2022 年恢复增长，预计 2020-2022 年收入分别为 18.70/21.60/25.00 亿元，同比增速为 6.25%/15.51%/15.74%。

VCS 视频会议系统：我们预计该业务以较强的产品力推进国内外的云平台布局，预计 2020-2022 年收入分别为 5.27/8.42/13.48 亿元，同比增速分别为 60%/60%/60%。

云办公终端：我们认为商用耳机是云办公终端市场主要部分，公司成立云办公终端产品线后有望快速获得一定的市场份额，预计该业务 2020 年收入 1.5 亿元，2021-2022 年收入分别为 2.5/3.5 亿元，对应增速分别为 67%/40%。

5.2、盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 27.54/35.21/44.47 亿元，同比增速分别为 10.64%/27.86%/26.67%；我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 12.92/16.68/21.58 亿元，同比增速分别为 4.23%/29.56%/29.38%，对应 EPS 分别为 1.43、1.85、2.39 元。

图表 43：亿联网络收入拆分

单位：亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
SIP 统一通信桌面终端	13.4	17.6	18.7	21.60	25.00
同比增速	22.94%	31.34%	6.25%	15.51%	15.74%
毛利率	61%	65%	65%	66%	67%
其中：					
T2	3.55	3.59	3.60	3.70	3.80
同比增速	-6.33%	1.13%	0.28%	2.78%	2.70%
毛利率	53%	54%	54%	53%	53%
T4	8.65	10.92	11.00	12.00	13.50
同比增速	21.66%	26.24%	0.73%	9.09%	12.50%
毛利率	63%	67%	65%	64%	64%
T5	1.18	2.97	4	5.8	7.6

同比增速		51.70%	34.68%	45.00%	31.03%
毛利率		67%	68%	69%	69%
其他	0.05	0.1	0.1	0.1	0.1
同比增速	150%	100%	0%	0%	0%
毛利率	60%	60%	60%	65%	65%
DECT 统一通信终端	2.20	3.07	2.00	2.00	2.00
同比增速	51.72%	39.55%	-34.85%	0%	0%
毛利率	58%	62%	62%	62%	62%
VCS 视频会议系统	1.75	3.29	5.27	8.42	13.48
同比增速	20.69%	88%	60%	60%	60%
毛利率	75%	74%	72%	70%	69%
云办公终端			1.5	2.5	3.5
同比增速				67%	40%
毛利率			65%	65%	63%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

图44：亿联网络盈利预测

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,815.36	2,489.35	2,754.17	3,521.56	4,446.79
营业收入增长率	30.81%	37.13%	10.64%	27.86%	26.27%
净利润 (百万元)	851.48	1,235.29	1,292.01	1,668.13	2,158.26
净利润增长率	44.13%	45.08%	4.23%	29.56%	29.38%
EPS (元)	2.84	2.06	1.43	1.85	2.39
ROE (归属母公司) (摊薄)	24.33%	28.10%	25.03%	26.22%	27.49%
P/E	26	35	50	38	29
P/B	6	10	13	10	8
EV/EBITDA	26	32	46	35	26

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

6、估值分析

6.1、相对估值

我们预计亿联网络 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.43、1.85、2.39 元，对应 PE 分别为 50、38、29 倍。亿联网络的主营业务是 SIP 话机、视频会议系统、云办公终端等统一通信终端类业务，在渠道端具有优势，因此我们选取信息技术渠道类公司深信服作为对标企业；云终端行业我们选取视源股份作为对标企业；云通讯行业我们选取会畅通讯作为对标企业。可比公司 2021/2022 平均 PE 为 47x/36x。

图表 45: 可比公司估值-PE 估值

公司	2021EPS	2022EPS	2021PE	2022PE
深信服	2.71	3.64	83	62
视源股份	3.39	3.99	36	31
会畅通讯	1.38	1.95	22	15
平均			47	36
亿联网络	1.85	2.39	38	29

资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 股价时间为 2021 年 3 月 10 日, 可比公司盈利预测为 WIND 市场一致预期

6.2、 估值结论与投资评级

我们认为亿联网络为行业内龙头企业, 云办公终端产品有望带动公司业绩增长。同时公司研发投入以及现有渠道优势在行业内具有优势。我们看好公司的发展前景, 维持“买入”评级。

7、 风险分析

市场风险

SIP 话机市场增速放缓: 因为市场竞争激烈, 公司在高端产品市场的拓展以及渗透存在不确定性, 同时可能带来高端产品毛利率下滑的风险。

其他风险

汇率波动风险: 汇兑损益对公司利润造成一定程度影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,815	2,489	2,754	3,522	4,447
营业成本	694	846	888	1,143	1,435
折旧和摊销	17	20	21	24	28
税金及附加	22	30	33	42	53
销售费用	106	164	182	211	267
管理费用	45	56	78	85	84
研发费用	(17)	(11)	34	12	(3)
财务费用	137	192	303	345	391
投资收益	8	(2)	(1)	0	0
营业利润	8	16	41	18	22
利润总额	107	134	138	138	138
所得税	935	1,360	1,415	1,833	2,372
净利润	935	1,361	1,415	1,833	2,372
少数股东损益	84	126	127	165	213
归属母公司净利润	851	1,235	1,292	1,668	2,158
EPS(按最新股本计)	2.84	2.06	1.43	1.85	2.39

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	684	1,093	1,185	1,468	1,919
净利润	851	1,235	1,327	1,688	2,178
折旧摊销	17	20	21	24	28
净营运资金增加	358	(2,637)	46	126	160
其他	(543)	2,474	(208)	(370)	(446)
投资活动产生现金流	(189)	(1,064)	(658)	(800)	(972)
净资本支出	(20)	(270)	(50)	(50)	(50)
长期投资变化	1	43	0	0	0
其他资产变化	(170)	(836)	(608)	(750)	(922)
融资活动现金流	(212)	(299)	(523)	(573)	(670)
股本变化	150	300	303	0	0
债务净变化	0	50	49	(99)	0
无息负债变化	102	131	(1)	108	117
净现金流	284	(267)	4	95	277

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	61.8%	66.0%	67.8%	67.5%	67.7%
EBITDA 率	45.6%	49.8%	49.2%	49.3%	51.0%
EBIT 率	44.7%	49.0%	48.4%	48.6%	50.3%
税前净利润率	51.5%	54.7%	53.0%	52.7%	53.8%
归母净利润率	46.9%	49.6%	48.2%	48.0%	49.0%
ROA	22.7%	25.6%	23.4%	24.5%	25.6%
ROE (摊薄)	24.3%	28.1%	25.6%	26.3%	27.5%
经营性 ROIC	23.1%	136.8%	129.9%	137.4%	149.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	7%	9%	8%	7%	7%
流动比率	14.43	10.29	10.84	13.07	13.13
速动比率	13.64	9.66	10.26	12.32	12.37
归母权益/有息债务		87.87	52.26	NA	NA
有形资产/有息债务		90.87	53.82	NA	NA

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	3,750	4,827	5,663	6,854	8,462
货币资金	372	106	110	205	482
交易性金融资产	0	3,585	4,302	5,162	6,194
应收帐款	309	399	419	535	676
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	11	11	12	15	19
存货	197	267	279	360	452
其他流动资产	2,705	10	10	10	10
流动资产合计	3,600	4,381	5,136	6,293	7,841
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1	43	43	43	43
固定资产	103	93	85	75	63
在建工程	0	21	16	12	9
无形资产	37	267	311	354	396
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	4	6	6	6
非流动资产合计	150	447	527	603	675
总负债	251	431	480	489	606
短期借款	0	50	99	0	0
应付账款	142	199	208	268	336
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	9	21	24	30	38
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	249	426	474	482	597
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	2	3	4	6
非流动负债合计	1	6	6	7	9
股东权益	3,499	4,396	5,183	6,407	7,909
股本	300	599	902	902	902
公积金	1,555	1,410	1,240	1,285	1,285
未分配利润	1,643	2,424	3,079	4,257	5,760
归属母公司权益	3,499	4,396	5,183	6,407	7,909
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	6%	7%	6%	6%	6%
管理费用率	2%	2%	3%	2%	2%
财务费用率	-1%	0%	1%	0%	0%
研发费用率	8%	8%	11%	10%	9%
所得税率	9%	9%	9%	9%	9%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	1.20	0.90	0.51	0.75	0.97
每股经营现金流	2.28	1.82	1.31	1.63	2.13
每股净资产	11.68	7.33	5.74	7.10	8.76
每股销售收入	6.06	4.15	3.05	3.90	4.92

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	26	35	50	38	29
PB	6.2	9.9	12.7	10.2	8.3
EV/EBITDA	26	32	45	35	26
股息率	2%	1%	1%	1%	1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------