

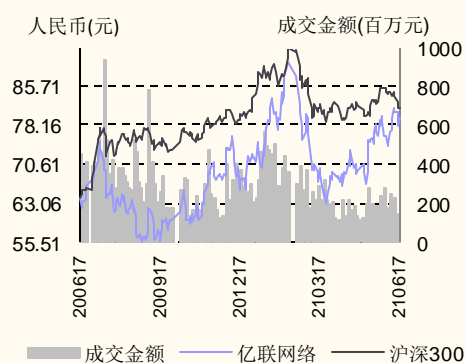
# 亿联网络(300628.SZ) 增持 (首次评级)

## 公司深度研究

市场价格(人民币): 79.39元  
 目标价格(人民币): 86.82-86.82元

### 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	9.03
已上市流通A股(亿股)	4.81
总市值(亿元)	716.88
年内股价最高最低(元)	90.36/55.51
沪深300指数	5102
创业板指	3189



## UC 行业领跑者，轻资产严管控助力优质成长

### 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,489	2,754	3,523	4,476	5,615
营业收入增长率	37.13%	10.64%	27.90%	27.06%	25.46%
归母净利润(百万元)	1,235	1,279	1,568	1,995	2,497
归母净利润增长率	45.08%	3.52%	22.63%	27.21%	25.17%
摊薄每股收益(元)	2.061	1.417	1.737	2.209	2.765
每股经营性现金流净额	1.81	1.24	1.50	1.92	2.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.10%	24.57%	25.52%	27.17%	28.25%
P/E	35.14	51.61	46.36	36.44	29.11
P/B	9.87	12.68	11.83	9.90	8.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 公司是国际领先的企业通信与协作解决方案提供商，三大业务稳中有增，云视频与云办公终端顺势启航。公司现金牛产品 SIP 话机市占率第一 (29.5%，Frost&Sullivan, 2019)，未来 5 年行业 CAGR 约 5%，稳定增长；2015 年进入转型期，VCS 产品线齐全、性能佳，成为第二增长曲线。行业未来三年 CAGR 11.4%，预计公司 VCS 收入占比将从当前 19% 提升至 2023 年 35%。2020 年设立云办公终端产品线，其中商用耳机前景广阔，市场竞争格局松动，公司有望复用 SIP 音频技术，赶超头部厂商。
- 轻资产运营模式、强大的经销网络与费用管控力提升盈利水平。公司采用外协生产，销售与研发协作紧密，对市场变化敏锐度高。自主研发能力形成差异化竞争优势，工程师红利使公司研发费用率维持 7% 左右，低于海外同行约 8 PP。各国市场准入资质、品牌认知度及稳定的渠道商构成公司的销售壁垒。截至 2019 年底，公司在全球共拥有 153 家经销商，通过严格把控渠道管理，销售及管理费用率约 8%，低于同行约 25 PP，并与微软、腾讯、Zoom 等达成战略合作，生态体系丰富，净利率 40%+，盈利能力强。
- 疫情加深行业认知，软硬一体是统一通信发展方向，公司将从中获益。近年来云计算发展迅速，疫情加速云通信等产品认可度，Teams、Zoom 等产品用户数不断增加。我们认为软硬一体是行业未来发展方向，公司兼具软硬件产品及能力。我们认为 SIP 话机作为公司现金牛业务，增速超行业总体 (约 10%，Frost&Sullivan)，预计未来三年将持续保持 15% 以上稳定收入增长；VCS、云办公终端产品成长性更强，将受益于行业景气度提升，未来三年合计收入增速超 50%。分场景测算 2025 年公司市场规模约 14-37 亿美元。

### 投资建议与估值

- 我们看好公司 SIP 话机业务领先地位及云视讯产品前景，预测 2021-2023 年公司的收入分别为 35.23/44.76/56.15 亿元，EPS 为 1.74/2.21/2.77 元。采用市盈率法对公司进行估值，参考可比公司，给予 2021 年 50 倍 PE，对应市值为 784 亿元，目标价 86.82 元，首次覆盖给予“增持”评级。

### 风险

- 海外疫情反复；汇率波动；SIP 市场需求放缓；未来股东减持；费用率远低于竞争对手，净利率呈下滑趋势，高净利率否可持续；经研究 2020 年证交所回函，经销商的可持续经营以及经销商对公司业绩贡献仍存在风险。

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003  
luolu@gjzq.com.cn

邵艺开 联系人  
shaoyikai@gjzq.com.cn

## 投资要件

### ■ 关键假设

假设公司 2021 年桌面通信终端等传统业务恢复 20%以上增长，会议产品与云办公终端产品增速超过行业平均水平，收入复合增速 50%以上。随着产品结构变化等因素，总成本率小幅下降。未来三年公司仍将大力投入研发，假设研发费用率维持 10%以上水平。

### ■ 我们区别于市场的观点

市场一致观点是公司作为优秀的统一通信硬件商，海外营收占比高，国内低制造成本、人力成本使公司可凭借性价比优势从中小企业市场率先切入，逐步渗透到高端市场。

我们的观点：公司作为统一通信硬件供应商，在音视频编解码、噪声消除、图像识别等软件和算法领域技术优势同样显著，技术和产品实力使公司市场份额不断提升。轻资产运营模式不仅将生产环节交由外协厂商完成、降低制造成本，且不同团队协同紧密，对供应商和渠道商管控力度强是公司能实现高净利率的保证。

### ■ 股价上涨的催化因素

云计算产业总体景气度提升、原材料价格下跌、公司新产品研发实现重大突破、公司宣布与其他国际领先企业达成战略合作、税收政策发生有利变化、海外贸易环境改善。

### ■ 估值和目标价格

我们预测 2021-2023 年公司的收入分别为 35.23/44.76/56.15 亿元，归母净利润为 15.68/19.95/24.97 亿元，EPS 为 1.74/2.21/2.77 元。采用市盈率法对公司进行估值，参考真视通、苏州科达、会畅通讯、视源股份等可比公司，给予 2021 年 50 倍 PE，对应市值为 784 亿元，目标价 86.82 元，首次覆盖给予“增持”评级。

### ■ 投资风险

海外疫情反复：公司大部分产品销往海外，海外疫情反复或导致硬件设备部署困难、业务拓展受阻。

汇率波动：海外收入占公司收入的比重大，虽然公司有做套期保值，但仍可能受外汇波动影响。

SIP 市场需求放缓：桌面终端业务相对成熟，且占公司收入比重大，若公司新产品迭代不及预期，或市场总体需求放缓，将导致总体营收增速低于预期。

未来股东减持：部分股权激励股份将在 2022 年 3 月 17 日解禁，或造成股价波动。

净利率与供应商收入贡献是否可持续：公司费用率远低于竞争对手，净利率呈下滑趋势，高净利率否可持续。经过深入研究交易所问询函及上市公司回复，我们认为经销商的可持续经营以及经销商对公司业绩贡献仍存在风险。

## 内容目录

投资要件 .....	2
1. 产业机会与准确市场定位成就 SIP 话机龙头 .....	6
1.1 深耕行业二十年，公司迈入转型发展期.....	6
1.2 统一通信（UC）取代传统通信，准确的市场定位奠定公司长期发展基石 .....	7
2. 产品矩阵不断完善，三大业务稳中有增.....	8
2.1 SIP 奠定业务基石，行业龙头地位稳固 .....	9
2.2 云视频行业持续高景气，公司 VCS 产品将引领未来业绩增长 .....	12
2.3 云办公终端复用 SIP 技术优势，顺势起航.....	17
3. 轻资产运营模式使公司持续获得高盈利水平.....	19
3.1 外协生产有效降低营业成本.....	21
3.2 销售渠道强管控，兼顾开源与节流.....	22
3.3 研发实力胜在软件，工程师红利降低研发费用率.....	25
4. 盈利预测与投资建议.....	27
4.1 盈利预测 .....	27
4.2 长期空间测算 .....	28
4.3 投资建议及估值.....	30
5. 风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1：公司产品定位.....	6
图表 2：公司深耕行业二十年.....	7
图表 3：企业电话系统发展历史.....	7
图表 4：公司产品布局按波士顿矩阵分类示意图.....	8
图表 5：公司分产品营收持续增长（百万元） .....	9
图表 6：公司分产品毛利额情况（百万元） .....	9
图表 7：IP 话机对比传统话机优势显著.....	9
图表 8：SIP 协议优势显著.....	10
图表 9：SIP 话机渗透率持续提升 .....	10
图表 10：全球 SIP 电话终端行业规模预测.....	10
图表 11：18 年全球 SIP 市占率 .....	11
图表 12：19 年全球 SIP 市占率 .....	11
图表 13：SIP 业务稳定增长（百万元） .....	11
图表 14：桌面通信终端贡献 70% 以上收入.....	11
图表 15：公司桌面终端产品结构持续优化.....	12
图表 16：T4、T5 系列高端产品占比逐年上升.....	12
图表 17：公司持续推进 SIP 领域战略合作.....	12

图表 18: 全球视频会议市场未来 5 年 CAGR 11.24% .....	13
图表 19: 中国视频会议市场规模 23 年将达 12.55 亿美元 .....	13
图表 20: 云视频会议具备成本优势 .....	13
图表 21: 移动互联网接入流量增长趋势不变 (万亿 GB) .....	14
图表 22: 云视频运用场景丰富 .....	14
图表 23: 云视频行业竞争格局 .....	15
图表 24: Zoom 拥有 10 人以上员工的企业客户数 (万) .....	15
图表 25: 疫情后 Zoom 收盘价显著提升 .....	15
图表 26: 公司云视频产品布局完整 .....	16
图表 27: 亿联网络毛利率高于国内其他云视频厂商 .....	16
图表 28: VCS 业务营收持续增长 (百万元) .....	17
图表 29: 商务耳机区别于消费耳机更注重专业性 .....	17
图表 30: 商务耳机应用场景多样 .....	18
图表 31: 商务耳机市场规模和增速均超过 SIP 话机市场 .....	18
图表 32: 缤特力商务耳机毛利润率高 .....	18
图表 33: 亿联产品与捷波朗产品对比 .....	19
图表 34: 公司过去五年与主要竞争对手毛利率基本持平 .....	20
图表 35: 公司净利率显著高于同行 .....	20
图表 36: 公司轻资产运营模式示意图 .....	21
图表 37: 亿联网络人均费用 (万元) .....	21
图表 38: 全球各地区语音 IP 化进程不一 .....	22
图表 39: 公司主要营业收入在海外 (百万元) .....	23
图表 40: 2020 年公司收入结构 .....	23
图表 41: 公司销售行政及一般费用率低于友商 .....	23
图表 42: 公司生态合作伙伴丰富 .....	24
图表 43: 公司不断丰富与微软合作机型 .....	24
图表 44: Teams 日活人数高速增长 .....	24
图表 45: 公司人员构成以技术和销售为主 .....	25
图表 46: 公司产品核心部分均为自研 .....	25
图表 47: 中美 IT 从业人员年薪对比 (万元) .....	26
图表 48: 2020 年公司研发费用结构 (万元) .....	26
图表 49: 公司分业务盈利预测 .....	27
图表 50: Zoom 拥有 10 人以上员工的企业客户数及环比增速 .....	28
图表 51: Zoom Rooms 分场景亿联网络可达市场空间测算 .....	28
图表 52: Teams 日活人数及环比增速 .....	29
图表 53: Teams Rooms 分场景亿联网络可达市场空间测算 .....	29
图表 54: Teams 桌面话机分场景亿联网络可达市场空间测算 .....	29
图表 55: 2025 年合计分场景亿联网络市场空间测算 (亿美元) .....	29
图表 50: 可比公司估值对照 .....	30

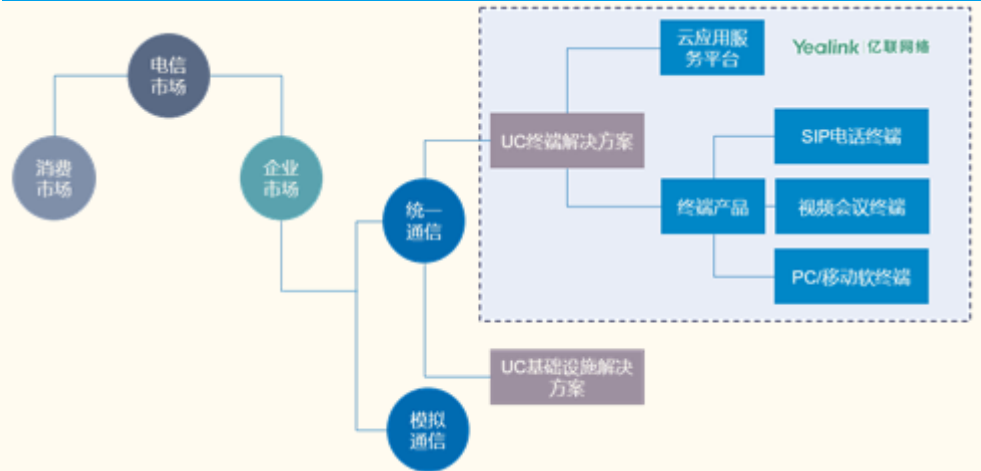
图表 51：公司销售行政及一般费用率低于友商.....	30
图表 52：公司净利率优于同行.....	30

## 1. 产业机会与准确市场定位成就 SIP 话机龙头

### 1.1 深耕行业二十年，公司迈入转型发展期

亿联网络是国际领先的企业通信与协作解决方案提供商，面向全球企业用户提供统一通信解决方案。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。经过二十多年发展，公司现已形成 SIP 话机、云视频、云办公终端三大业务主线。

图表 1：公司产品定位

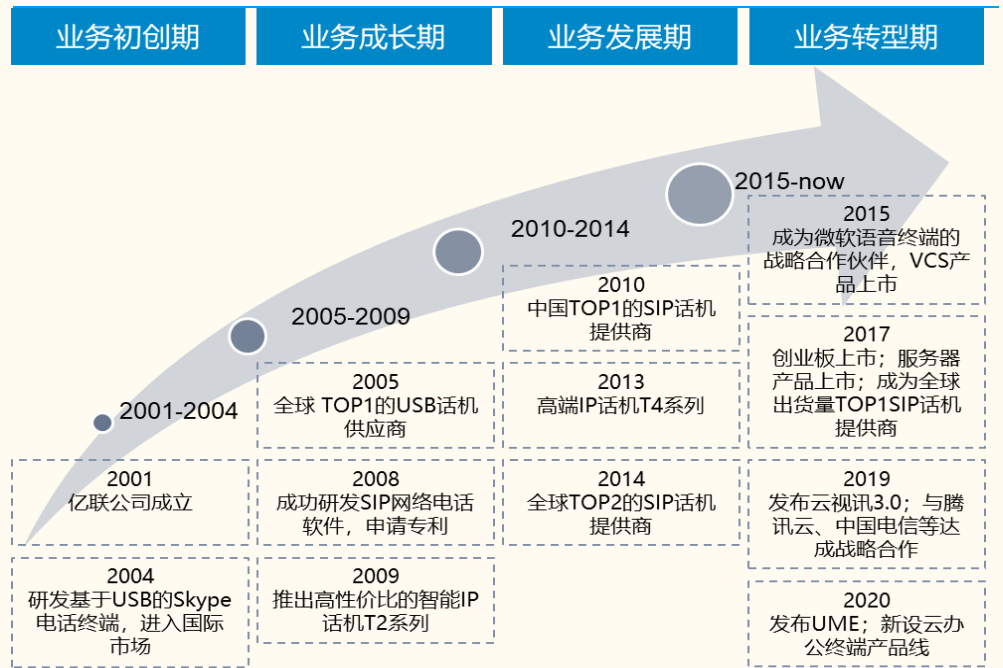


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司发展历程主要经过初创期、成长期、发展期与转型期四阶段。创立初期公司明确定位于 VoIP (Voice over Internet Protocol, 基于 IP 的语音传输) 终端市场，并借助自主研发的 Skype 电话终端成功进入国际市场。2005 年确立 USB 话机行业龙头地位，并调整定位，向 SIP (Session Initiation Protocol, 会话初始协议) 终端市场发力。2010 年确立 SIP 话机领先地位，并逐步推出 DECT (Digital Enhanced Cordless Telecommunications, 数字增强无绳通信) 话机、T4 系列等中高端产品，在 SIP 终端市场向中高端渗透。2015 年构建 VCS (Video Conferencing System, 高清视频会议系统) 产品线，并逐步与微软、运营商等达成战略合作，2017 年公司提出“云+端”概念，启动云平台的研发，从单一的终端提供商向完整的统一通信解决方案提供商转型。2020 年，借助疫情对云通信的催化作用，公司新设云办公终端产品线，完善产品矩阵。



图表 2：公司深耕行业二十年

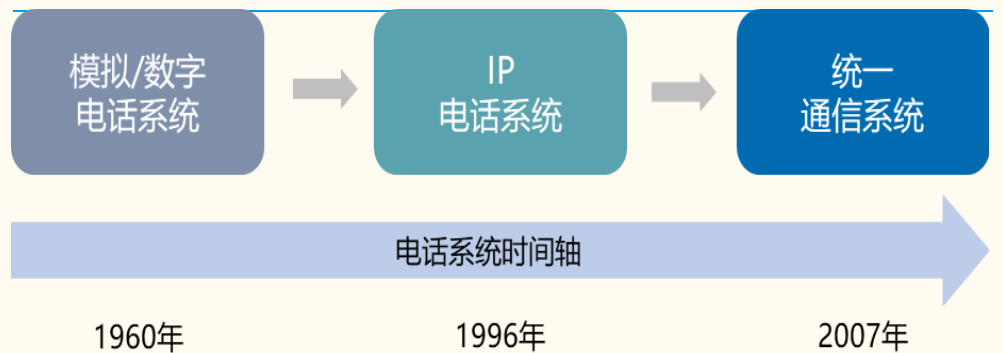


来源：公司官网，公司招股说明书，国金证券研究所

### 1.2 统一通信（UC）取代传统通信，准确的市场定位奠定公司长期发展基石

**统一通信取代传统通信是行业总体趋势。**企业通信主要经历三个阶段：从模拟电话系统到IP电话系统再到统一通信。模拟/数字电话系统以20世纪60年代PBX（Private Branch Exchange，企业级电话交换机）的出现为标志，一端链接企业外线，一端链接内部的数字电话或模拟电话，实现内部通话免费，并提供短号呼叫、呼叫转移、语音信箱、单路广播、群组广播等企业应用功能。随着全球化深入和企业规模扩大，本地PBX无法满足多分支公司的需求，IP电话系统应运而生。IP电话系统将原来的数字或模拟电话机终端升格为IP电话，并接入内部计算机网络或互联网。互联网代替传统长途电话线路大幅降低通信成本，IP电话面世，通话的语音质量提高。统一通信把互联网技术与传统通信技术相融合，将语音、传真、电子邮件、移动短消息、多媒体和数据等所有信息类型合为一体，使企业总体拥有成本低于建立多个子系统，并提高企业员工效率，改善企业业务流程，因此是技术和应用发展的必然趋势。

图表 3：企业电话系统发展历史



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

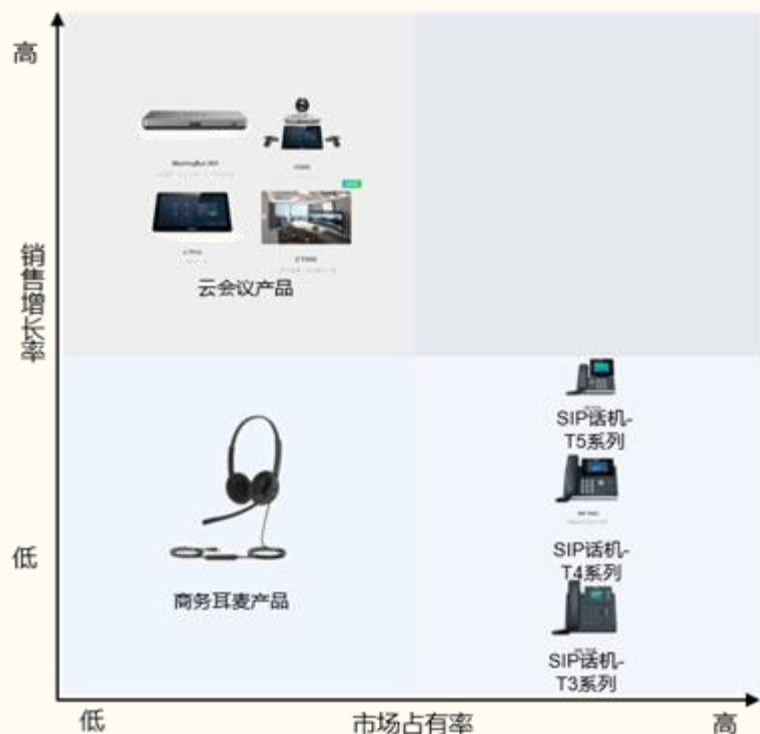
IP 技术迭代及统一通信云端模式出现降低中小企业部署成本，亿联网络通过准确的市场定位获得高速发展。当前统一通信有两种存在形式：“管-端”模式需企业自行购置统一通信系统，购买成本、维护成本高，主要面向大企业市场；另一种为“云-端”模式，由统一通信运营商在云端搭建统一通信系统，企业购买统一通信服务，按月付费，极大降低部署成本。

公司成立以来专注开发以中小型企业用户为目标的产品，凭借成本效益、易部署、低使用门槛等优势快速发展，并向大企业渗透，中高端产品的知名度日益提升，产品结构不断优化。2017 年采用上文第二种统一通信模式，以“云+端”及智能化网络为基础，提供灵活的部署模式，满足各类用户群体的需求，降低用户使用门槛与成本，业绩持续增长。

## 2. 产品矩阵不断完善，三大业务稳中有增

公司 19 年及以前共有 SIP 话机、DECT 话机、VCS 三大业务，20 年起将 SIP 及 DECT 合并为桌面通信业务，并新增云办公终端业务，主要产品为商务耳机。自此，公司产品线布局更加完整。其中，SIP 话机为现金牛业务，市占率全球 TOP1，增速小于 20%，相对稳定，主要依靠产品迭代获得增长动能，T5 等高端系列增速较快。云会议产品当前市占率较低，但年复合增速 62%，有望持续贡献高业绩增长。云办公终端业务由于发展时间较短，目前市占率及增长率均不高，但行业前景可观，未来发展有待验证。

图表 4：公司产品布局按波士顿矩阵分类示意图

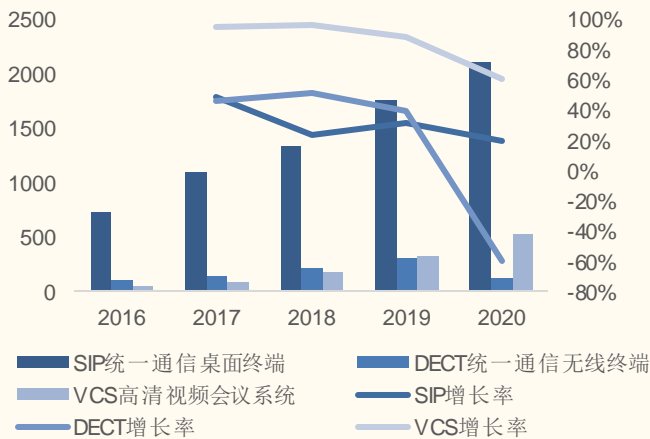


来源：公司公告，国金证券研究所

从收入情况看，桌面通信终端业务（即 SIP 话机及 DECT 话机）收入贡献最多，VCS 次之。由于桌面通信业务适用于固定办公场景，短期业绩受疫情影响明显，20 年该业务同比下滑 1.1%，其中 DECT 话机业务下滑 60%。而 VCS 业务则得益于疫情带来的远程协同办公需求，业绩增长 60.4%，实现销售收入 5.28 亿元。云办公终端业务享受疫情带来的红利，业绩大幅增长 247%，达 1.22 亿元。三者均维持高毛利率水平，毛利率超过 50%。（\*注：因云办公终端业务 2020 年首次单独披露，图表未体现单独数据。）

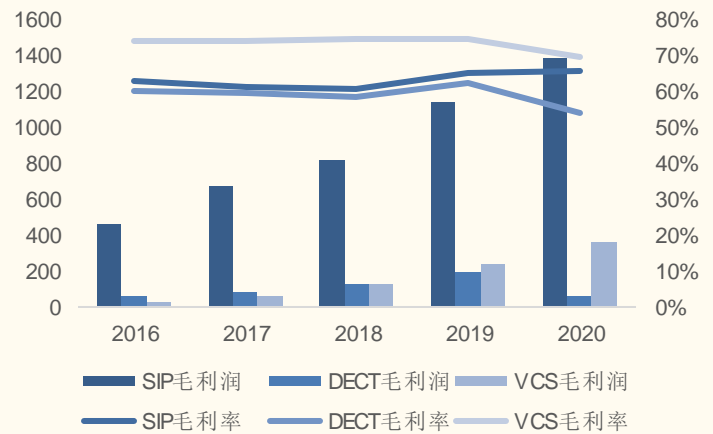


图表 5：公司分产品营收持续增长（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司分产品毛利额情况（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.1 SIP 奠定业务基石，行业龙头地位稳固

对比传统话机，IP 话机优势明显，话机 IP 化是大势所趋。IP 企业通信是传统企业通信技术与计算机网络技术的交叉应用，核心是 VoIP。对比于传统话机，IP 话机部署更加灵活、传输速度更快，同时可以大幅降低企业通信成本，如利用 IP 话机可以替代传统的长途电话线路从而实现成本的大幅降低，IP 话机可以实现企业内通信免费等。

图表 7：IP 话机对比传统话机优势显著

	IP 话机	传统话机
原理	基于分组交换	基于电路交换
标准	公共标准	专用标准
电路利用率	高，不必建立专门线路，见缝低，通话双方必须占用一条临时插针使用网络	低，通话双方必须占用一条临时专门线路
话费	低	极贵
灵活度	灵活	不灵活
传输速度	Internet 传输速度	较慢
实时会话业务	适用	适用
电话系统	IP-PBX	PBX
跨区域内部通话	免费	收费

来源：公司公告，国金证券研究所

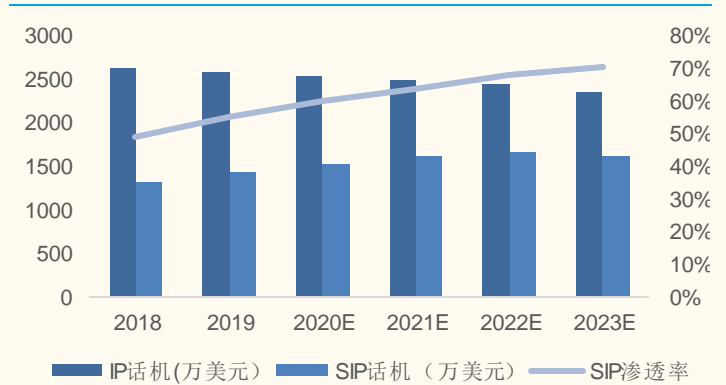
SIP 协议比专有协议更开放，SIP 话机作为 IP 话机子集，渗透率不断提升。IP 电话指的是所有采用 VoIP 技术的话机，VoIP 网络协议包括 H.323、SIP、MGCP 以及厂商私有协议，而 SIP 电话则专指采用标准 SIP 协议。相比于专有协议，SIP 具备以下特点：1) 更开放，可用于建立与任何类型的接入网络的会晤，并允许运营商使用其他协议；2) 兼容性好，能兼容行业大多数电话服务系统的 IP 话机，将多种设备组合在一起形成大规模无缝通信服务；3) 成本更低，大幅降低用户设计及部署基于 IP 的托管服务的成本，省去多种接入网络的基础设施。Cisco 采用的是私有的 SCCP 协议，Avaya 早期话机也只支持 H.323 协议，但因 SIP 协议后来居上，Cisco、Avaya 等大厂也纷纷宣告支持 SIP 协议，但仍保留了一些封闭功能。因此近年来 SIP/IP 的比率也在逐年上升，SIP 将成为未来趋势。

图表 8: SIP 协议优势显著

	公开标准协议 SIP	专有协议
成本	较低	较高
安全	更安全	安全
功能	在各项创新应用及服务上均有很大进步	有限
兼容	广泛与 UC 系统兼容	只能与相同协议操作终端解决方案兼容
时间	出现较晚	出现较早
使用	使用率一直上升	过去几年呈下降趋势

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

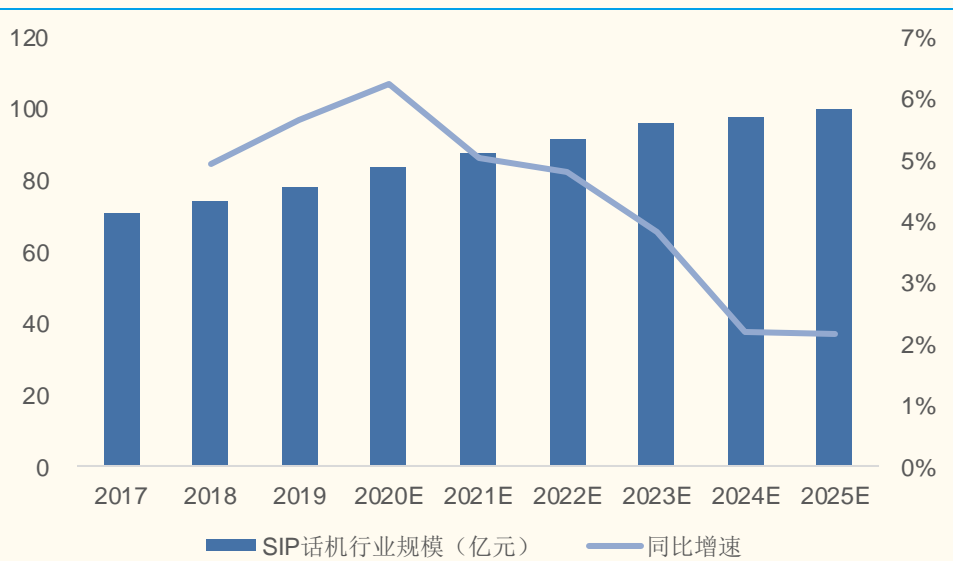
图表 9: SIP 话机渗透率持续提升



来源: Frost&Sullivan, 国金证券研究所

**SIP 市场持续稳定增长。**根据 Frost&Sullivan 数据, 按全球 SIP 电话终端规模以收入规模计, 2020 年市场规模为 83.6 亿元, 2017-2020 年复合增速为 5.7%, 预计 2025 年市场规模接近 100 亿元人民币, 未来 5 年行业复合增速为 3.6%, 保持稳定增长。

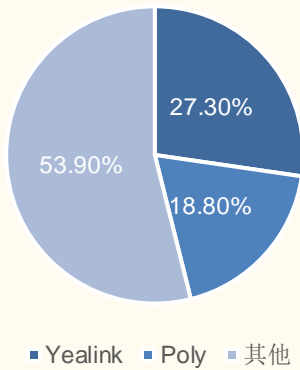
图表 10: 全球 SIP 电话终端行业规模预测



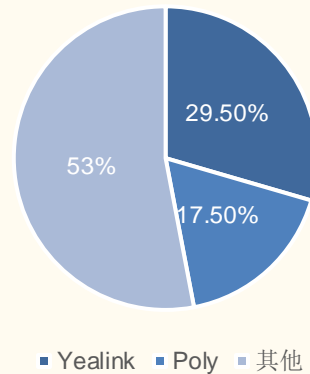
来源: Frost&Sullivan, 国金证券研究所

**SIP 话机市场格局稳定, 公司稳居龙头。**根据 Frost&Sullivan 数据, 公司 2019 年全球市占率为 29.5%, 位居第一。目前全球市场主要参与者为亿联网络、Polycom、Cisco 等, 而 Polycom 及 Cisco 均定位高端市场, 目标客户以大型客户为主, 产品性能及定价均较高, 具备极高的品牌影响力。公司的目标客户以中小型客户为主, 逐渐向高端市场渗透, 产品性能可与竞争对手相比, 但价格较低, 依靠较高的性价比顺利进入欧美市场, 在对价格相对更敏感的中小企业市场占据龙头地位, 品牌知名度高。

图表 11: 18 年全球 SIP 市占率



图表 12: 19 年全球 SIP 市占率

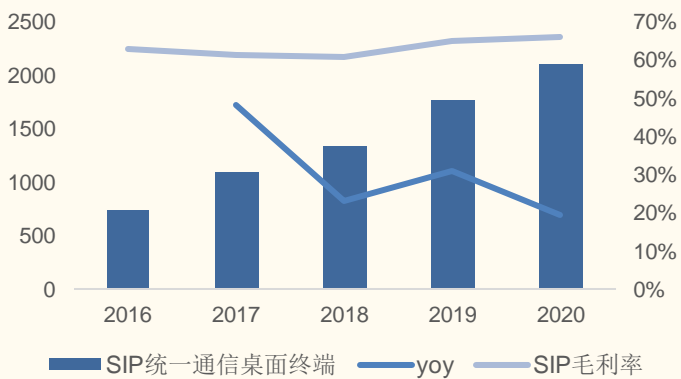


来源: Frost&Sullivan, 国金证券研究所

来源: Frost&Sullivan, 国金证券研究所

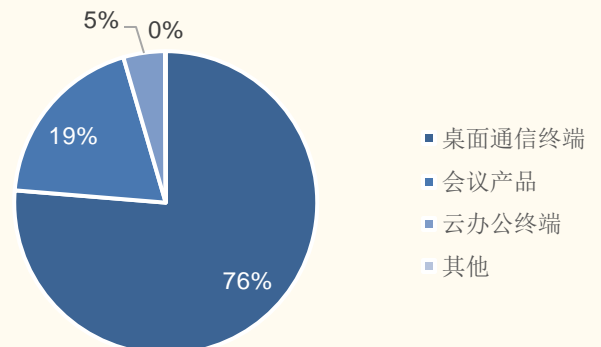
受益于市场机会与公司战略, 桌面通信终端产品稳定发力, 成为业务支柱。2020 年公司桌面通信终端 SIP 业务收入为 21 亿元, 同比增长 20%, 五年复合增速为 23%, 毛利率始终保持在 60% 以上。SIP 业务收入占公司总收入比重约七成, 为公司贡献主要收入与毛利额。我们判断未来 5 年公司仍将保持超过行业平均水平的增长率。

图表 13: SIP 业务稳定增长 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 桌面通信终端贡献 70% 以上收入



来源: 公司公告, 国金证券研究所

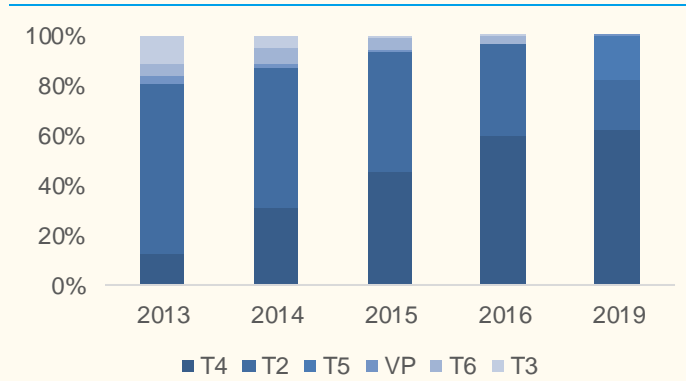
桌面终端话机作为相对成熟的现金牛业务, 公司主要通过产品更新换代、向高端市场发力获得持续增长动能。T2、T3 系列定位于中小企业市场, T2 当前已被 T3 系列替代退市。T3 系列较 T2 系列主攻彩屏市场, 能够提供千兆技术, 弥补欧美市场对彩屏认知高却缺乏千兆技术的缺口。同时支持个性化的页面定制, 符合欧美企业需求。T4 系列定位于高端市场, 目标客户为大型企业及集团。T4 系列新增了蓝牙及 Wi-Fi 适配技术, 可以使用蓝牙耳机连接到 T46、T48 等通信终端, 且达到了行业顶级音质 TIA920 标准, 同时安全性强: 通过出厂预制 SSL 证书保障终端和服务器及其他终端通信安全; 信令传输通过采用 SIPS 和基于 TLS 加密传输等技术保证客户信息的安全性; 语音处理方面支持 SRTP 语音加密技术防窃听。VP 系列定位于有多媒体沟通需求的高端客户, 新增视频技术, 能够在终端上直接发起三方视频会议, 拥有开放 XML 接口, 满足个性化应用需求。公司 T4、T5 系列产品占比逐年上升, 体现公司不断向高端市场渗透, 同时高端产品占比的提升也能够拉动公司 SIP 业务单价及毛利上升。

图表 15：公司桌面终端产品结构持续优化

时间	产品名称	业务定位	新增功能	技术
2003	USB 话机	Skype 的第一家 USB 话机合作厂商		
2008	T2	适用全球 VOIP 市场	企业通话	百兆技术
2011	T3	具备彩屏	彩屏	千兆技术
	VP	高端企业及行业	视频通话	视频技术
2013	T4	企业高端市场	有线、无线选择	蓝牙、Wi-Fi 技术
	DECT	满足移动场景	无线升级	无线通话
2018	T5	企业高端市场，与微软 Teams 系统合作	企业协作功能	免提麦克风、隔音罩等

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表 16：T4、T5 系列高端产品占比逐年上升



来源：Wind，国金证券研究所 (\*注：17、18、20 年未披露详细数据)

公司作为 SIP 行业领跑者，与全球 TOP 运营商达成战略合作伙伴，并积极举办多场峰会以进一步提升公司品牌力与市场认可度。2019 及 2020 年，公司分别参与制订了行业最高安全标准及信创音视频会议系统标准，持续推动行业发展。

图表 17：公司持续推进 SIP 领域战略合作

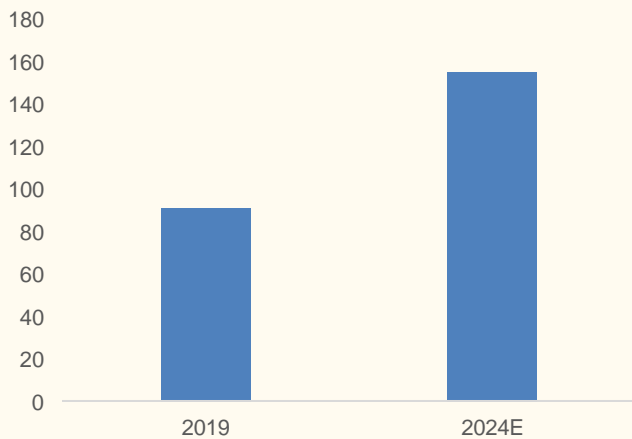
时间	事件
2014 年	成塔迪兰电信首选 IP 话机供应商
	携手国内 IP 通信行业主流企业举办“IP 通信，联动中国”峰会发布 T23G IP 话机，引领基础级 IP 话机步入千兆时代
2015 年	与迅时通信的融合通信设备实现即插即用
	携手塔迪兰、微软、Polylink、等 14 家音视频行业领军企业举办“联动新视界——Yealink UC 协作体验之旅”
2016 年	成为全球 TOP 运营商 Verizon、AT&T、英国电信、德国电信、沃达丰等公司的 hosted service 业务终端提供商
	成为 Broad Soft 最高级别赞助商
2019 年	携手国家通信权威机构中国通信院，制订行业最高安全标准
2020 年	加入信创（信息技术应用创新产业）WG18 音视频会议系统小组，参与信创音视频会议系统标准的制订

来源：公司官网，国金证券研究所

## 2.2 云视频行业持续高景气，公司 VCS 产品将引领未来业绩增长

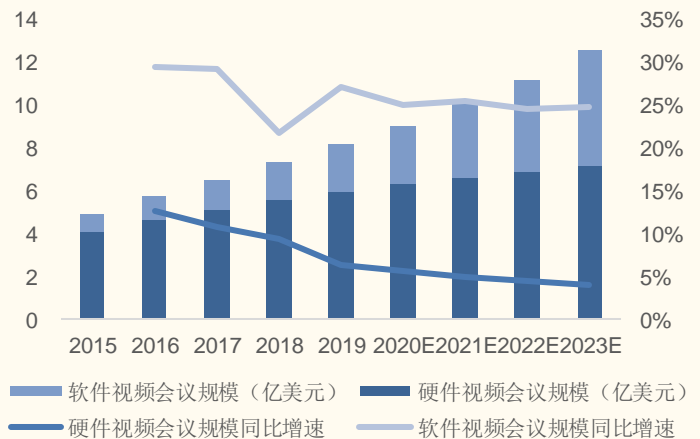
视频会议从大型企业集团向中小型企业渗透，市场规模持续增长。视频会议在欧美大型企业和大型集团已经普及率较高，但价格昂贵、部署复杂，尚未在中小企业普及。全球的视频会议市场 2019 年达 91 亿美元，未来五年复合增速预计为 11.24%。相较全球市场，中国市场仍处于初期阶段，2019 年市场规模 8.15 亿美元，预计 2023 年将超过 12.55 亿美元，复合增速约 11.4%。随着我国企业主体数量不断增加、云计算相关技术的快速普及，中国视频会议市场将持续增长。

图表 18: 全球视频会议市场未来 5 年 CAGR 11.24%



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

图表 19: 中国视频会议市场规模 23 年将达 12.55 亿美元



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

**云通信部署方式降低部署成本, 有望在中小企业市场中爆发。**自建模式下企业需自行采购服务器、终端等设备, 系统初装费昂贵。而托管模式下企业无需购买服务器与自建系统, 仅需购买终端, 与统一通信服务提供商签订服务合约, 并按月支付服务费用, 获得虚拟的“私有云”, 在云端服务器下实现高度自我管理。前期投入较低、可扩展性强等特点更易于中小企业接受, 有望迎来中小企业需求爆发。

图表 20: 云视频会议具备成本优势

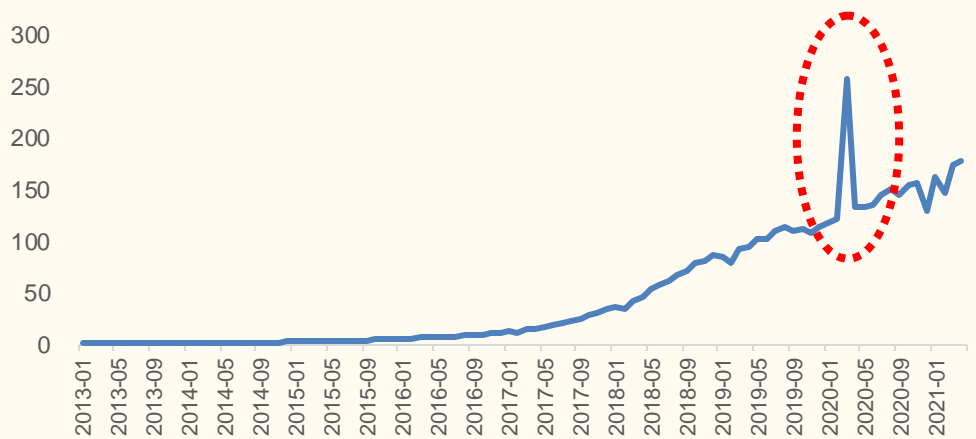


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

**受疫情催化刺激, 行业发展节奏整体提前。**疫情暴发后, 由于居家办公等刚性需求, 办公类设备 20 年 1 至 4 月复合增速近 50%, 最高月增速超过 150%; zoom、腾讯等线上会议 app 的客户活跃度及客户粘性均有大幅上升。移动互联网接入量在 20 年 3 月达到顶峰, 之后总体仍维持增长趋势, 远程协作、居家办公等趋势不可逆。近年来云计算技术发展迅速、云基础设施大规模落地, 且云视频成本低、灵活性高, 市场需求提前爆发增长。



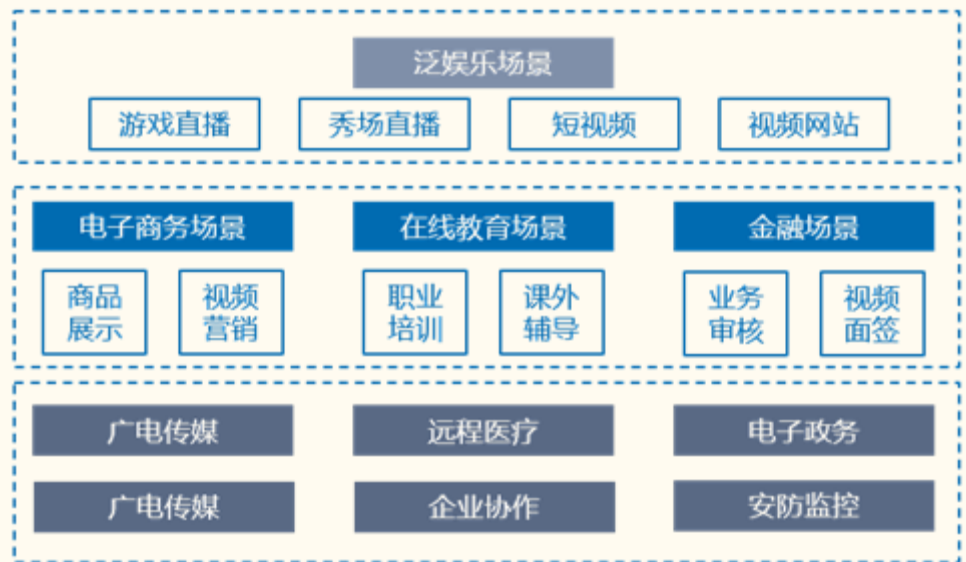
图表 21：移动互联网接入流量增长趋势不变（万亿 GB）



来源：工信部，国金证券研究所

云视频行业应用场景丰富，未来行业解决方案发展前景广阔。云视频应用场景广泛，包括电子商务、在线教育、政企、金融等多种场景。目前政府及大型企业为主要客户，但随着技术进一步普及，未来中小型企业将成为市场潜在发力点。公司将产品打造为全面的解决方案，为不同行业的客户提供服务和定制开发。如亿联双师课堂解决方案，适用于一名讲师在线授课、一名讲师线下管理的场景，通过高品质硬件实现全高清 1080P、全双工高保真、智能降噪，30%抗丢包、网络自适应；通过实时音视频互动、多方板书内容互动、电子白板专业学科工具、教学资源及板书分享增强互动教学体验；分布式架构、全网通机房降低时延。公司解决方案已涵盖政企、教育、医疗、互联网等多种行业。

图表 22：云视频运用场景丰富

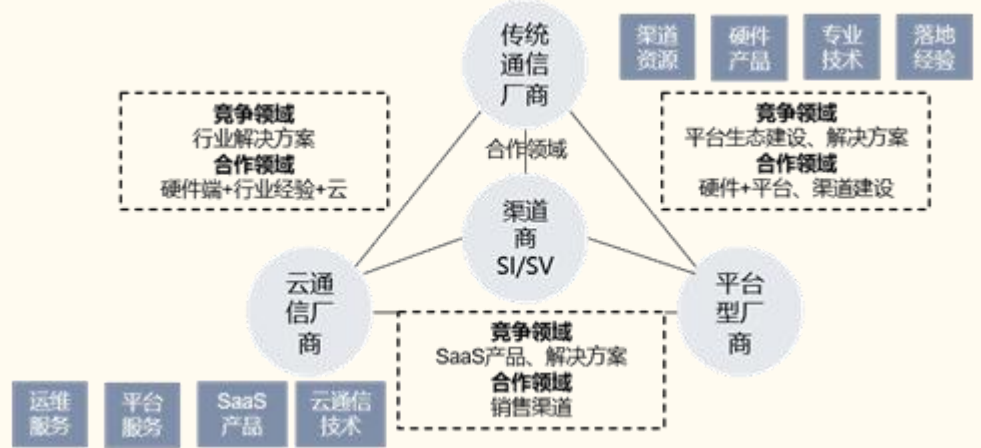


来源：沙利文研究院，国金证券研究所

目前云视频行业处于初级发展阶段，以公司为代表的传统通信厂商在安全性、企业服务能力等方面仍具备竞争力与不可替代性。云视频行业主要玩家共三类：传统通信厂商、云通信厂商及平台型厂商。传统通信厂商在硬件终端、行业落地、私有化部署等方面较有优势，如亿联网络、Poly 等均拥有完整产品线，可以覆盖云端到硬件终端，有能力为不同行业提供针对性的解决方案。由于基础设施替换成本高，此类厂商往往会建立 2B 长效合作机制。云通信厂商的核心优势为功能丰富的云视频会议产品，与行业

中其他玩家互补合作，如：与硬件终端厂商可进行平台连接，与平台型厂商可进行 API 对接，吸纳多方优势。平台型厂商具备丰富的云资源，天然具备强 2C 社交属性，如华为 WeLink、腾讯会议等拥有巨大的流量，在 2C 的基础上向 B 端进行销售转化，对接 SaaS 厂商，延展客户群体。

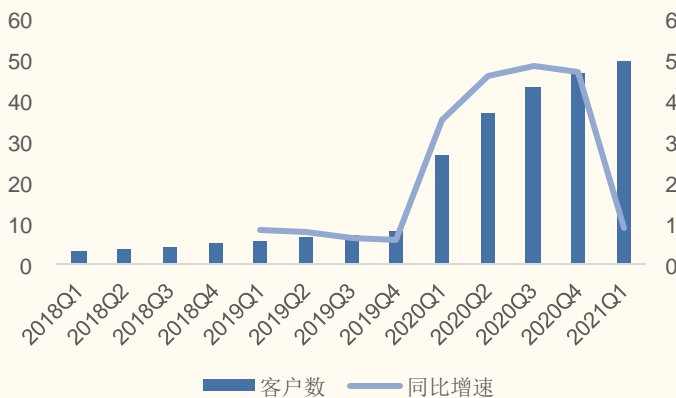
图表 23：云视频行业竞争格局



来源：iResearch，国金证券研究所

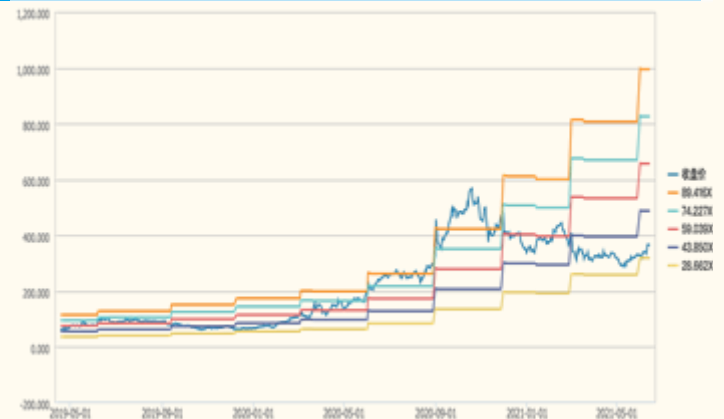
当前市场对以 Zoom 为代表的云通信厂商认知最为深刻，软硬一体是未来 UC 行业发展方向。由于疫情期间 Zoom 等云视频软件无需下载 App，转发链接即可快速加入会议，轻量化、灵活性强等特性获得“病毒式”传播，用户暴增，市场教育较充分，且净利润增速显著，连续 7 个季度净利润同比增速超 100%，目标价及估值水涨船高，PE 长期处于 100 倍以上高位。然而公司不断完善产品矩阵，向硬件领域延伸，与硬件厂商加强合作，甚至推出“HaaS”（Hardware-as-a-Service），以完善用户体验。根据 Zoom Q1 季报，公司对未来市场前景保持乐观，未来将大力发展 Zoom Phone 等产品，并拓展国际市场。我们认为软硬一体将是未来 UC 行业发展方向，随着行业总体景气度提升，软硬件厂商都将迎来行业发展机遇。

图表 24：Zoom 拥有 10 人以上员工的企业客户数（万）



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 25：疫情后 Zoom 收盘价显著提升



来源：Wind，国金证券研究所

对比云通信厂商和平台型厂商等其他行业参与者，公司软硬件产品线齐全、性能佳，且会议室场景无法被取代，竞争优势明显。公司在 18 年起积极布局“云+端”，目前产品布局已经从硬件终端延伸至服务器及云视讯平台，云平台负责数据的传输及管理、硬件负责数据采集，扩大覆盖场景，使得解决方案更加灵活。在办公环境下，特别是会议室场景，公司的统一通信终端产品的应用范围及接受度较虚拟通讯产品更广。公司产品在音频和视频的质量和信息安全保密方面有较明显的优势。公司研发掌握了支持宽频的回音消除算法、噪声消除算法、音频硬件设计等音频处理技术，支持回

音尾音长达 320ms，音质行业领先；针对视频电话、视频会议的应用，研发了支持 1080p 的高清视频引擎；采用嵌入式技术，在系统稳定性、安全性、能效比方面优势明显。

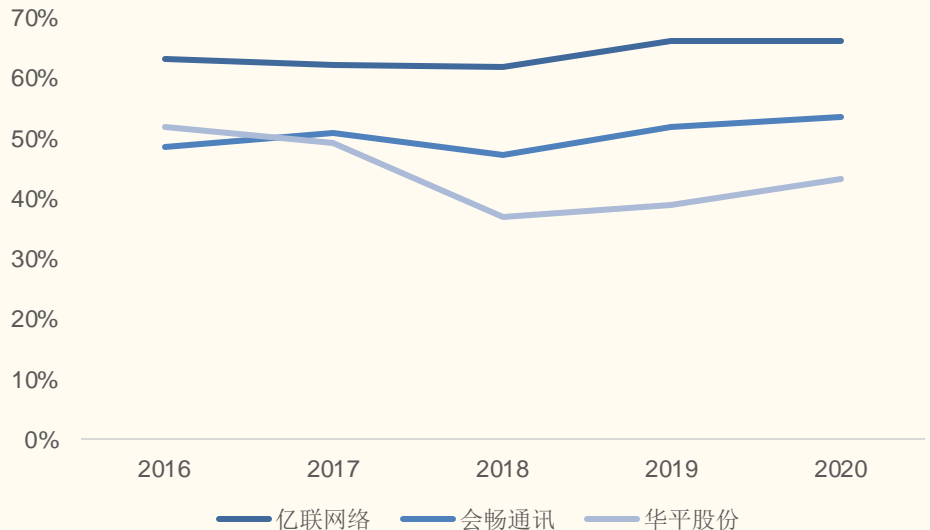
图表 26：公司云视频产品布局完整



来源：公司官网，国金证券研究所

对比会畅通讯收购的明日实业、华平股份等国内其他云视频厂商，由于客户群体不同等原因，公司盈利能力更强。明日实业 2018 年的营业收入 87.84% 来自摄像机，主要销往教育行业，行业毛利率较低，仅有 11.08% 的营业收入来自于视频会议终端，同时还有 OEM/ODM 业务，该类业务在产业链中也处于毛利率较低的位置，而亿联网络的 ODM 收入占比仅 10% 左右，大部分收入来自自主品牌；华平股份主要提供面向政府、应急、公安、金融、教育、医疗等重点行业，细分赛道不同，与公司产品在功能应用上存在较大不同，不具有完全的可比性。

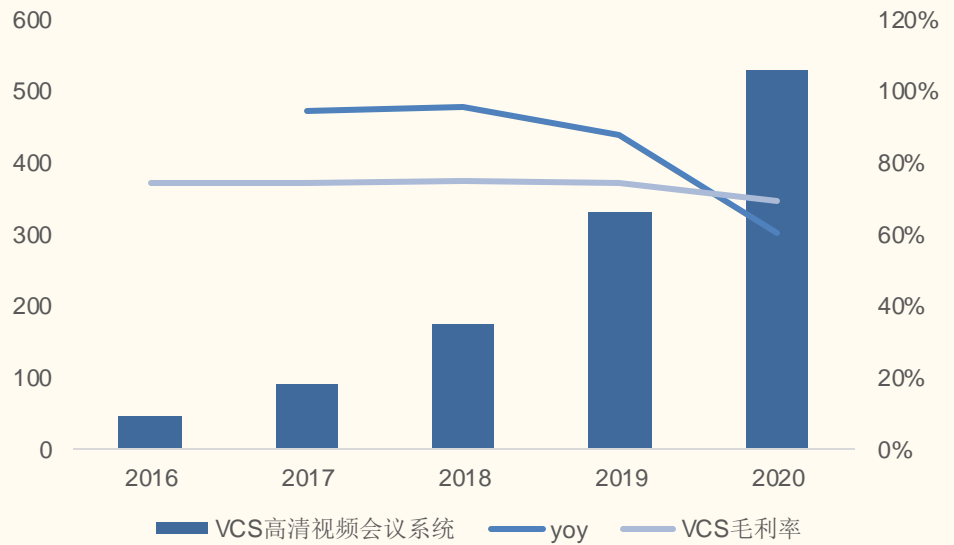
图表 27：亿联网络毛利率高于国内其他云视频厂商



来源：Wind，国金证券研究所

受益于行业趋势及产品力，公司 VCS 业务增长迅猛，成为第二增长曲线。2020 年收入 5.3 亿元，同比增长 60%，五年复合增速达 63%，处于高速增长阶段。VCS 业务毛利率超过 70%。近年云视频业务占比不断提升，从 16 年的收入占比 5% 提升至 20 年的 19%，增幅明显。我们判断公司未来五年 VCS 产品仍能保持 50% 以上增速。

图表 28: VCS 业务营收持续增长 (百万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

### 2.3 云办公终端复用 SIP 技术优势, 顺势起航

公司于 2019 年推出少量云办公终端产品, 并在 2020 年设立独立的云办公终端产品线, 主要包括便携式免提会议电话、个人移动办公摄像头、个人移动办公耳麦等产品, 以满足新冠疫情下云办公终端快速增长的市场需求, 确保从研发、制造、供应链、营销等环节全面加快对该产品线的投入。其中, 商务耳麦细分市场前景广阔, 是云办公终端业务线中的关注重点。

区别于消费耳机, 商务耳机兼具企业用户及个人用户双重属性。消费耳机更关注个人使用场景下的娱乐功能, 而商务耳机主要应用于企业办公场景下的高质量通信, 更注重“双全工”设计, 需要更高的拾音质量及降噪功能, 以及更好的兼容性, 商务耳机往往需要兼容多个通信平台, 以保障商务人员的办公用需求。

图表 29: 商务耳机区别于消费耳机更注重专业性

	商务耳机	消费耳机
适用场景	企业办公	个人娱乐
场景要求	长时间使用的可靠性, 注重听说两端质量	更注重宽频、听筒降噪等
续航能力	单次续航时间更长	单次续航时间较短, “充电盒+耳机”配置
部署方式	通常将搭配统一通信平台使用, 注重与相关平台的认证对接	通常不具备该兼容性
外观	常用贴耳式以减轻外耳道压力, 有利于长期佩戴	多用入耳式以阻隔噪音及方便易携
通话质量	通常扬声器尺寸更大、麦克风数量更多, 具备更高的拾音质量	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

商务耳机使用场景丰富, 需丰富的产品矩阵满足细分市场的需求。按场景划分, 商务耳机的应用场景大致可分为呼叫中心、办公室、移动场景三种。针对不同的场景, 客户对商务耳机的具体需求也有不同, 因此大多数商务耳机提供商均有丰富的产品矩阵。以商务耳机领先者 Poly 为例, 旗下有

Voyager（蓝牙头戴式/入耳式，适用于移动场景）、Blackwire（有线头戴式，适用于办公室）、Encorepro（呼叫中心耳机）等多种产品，能够满足企业高管、客服中心等多种行业及岗位人群所需。

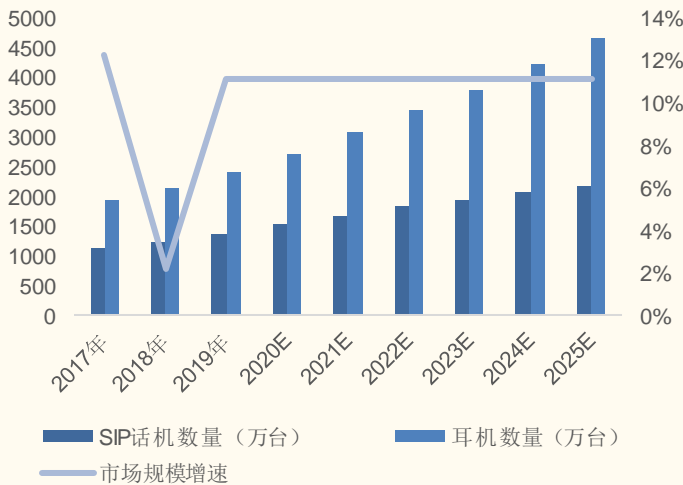
图表 30：商务耳机应用场景多样

	场景	耳机需求
Office	呼叫中心	RJ/USB、DECT
	客服中心	强调降噪及佩戴舒适
	交易员	RJ/USB、DECT/蓝牙
On the go	普通/开放办公区	强调操控性、舒适性及功能性
	出差/在家办公	USB、蓝牙
	手机/混合办公	强调操控性、舒适性及功能性

来源：IDC，国金证券研究所

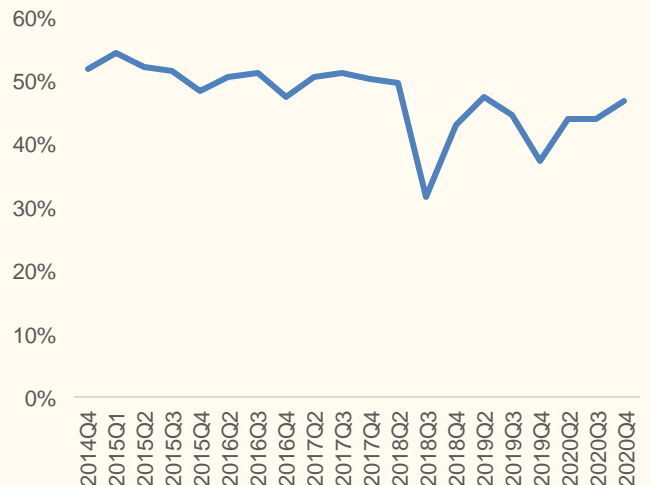
商务耳机出货量大，市场规模增速超过 SIP 话机市场、利润率高。根据 Frost&Sullivan 数据，商务耳机 2019 年市场规模以出货量计达 2408 万台，超过同年 SIP 话机出货量 1367 万台，且商务耳机预计增速将维持在约 11%，超过 SIP 话机增速（不到 10%）。目前消费耳机产品已较为普及，但随着企业通信环境的日益开放和灵活，远程移动办公需求逐渐增长，消费耳机已难以满足商务人士的办公需求，因此消费者对于高品质的办公耳机诉求强烈，预计 2025 年商务耳机出货量将超过 4500 万台，市场规模接近 30 亿美元。以行业领先者缤特力为例，商务耳机行业毛利率普遍较高，平均约 47%。切入商务耳机市场有利于提高公司收入增速及利润水平。

图表 31：商务耳机市场规模和增速均超过 SIP 话机市场



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

图表 32：缤特力商务耳机毛利润率高



来源：Wind，国金证券研究所

公司商务耳机产品较少，正处于丰富扩充阶段。公司目前仅有 5 款耳机产品，而捷波朗拥有六大系列四十余款产品可供挑选。公司产品性能基本可与捷波朗比肩，如降噪功能、麦克风及扬声器频宽等指标均可以相比，但高端系列仍有不足，如捷波朗的麦克风类型优于公司产品，且中高端系列产品扬声器频宽分扬声器及音乐两种模式，能更好地适应个人办公及娱乐两种场景。公司最新推出的 UH36 产品定位于高级商务耳麦，有意向高端市场发力，体现公司正不断完善、补充商务耳麦产品矩阵。从价格上看，公司产品价格偏低，总体性价比较高，尚未出现如捷波朗 EVOLVE2 65 等高价产品，将是公司未来完善的方向。



图表 33: 亿联产品与捷波朗产品对比

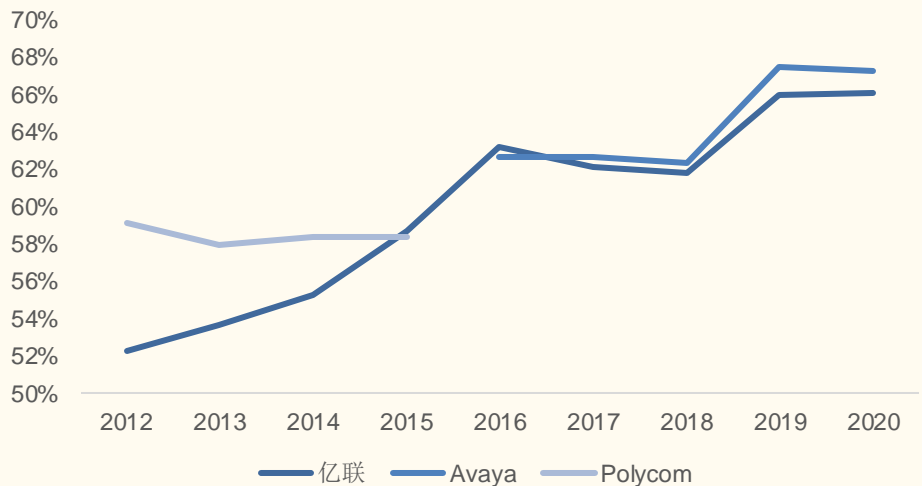
产品	亿联产品					捷波朗产品			
	UH33	UH34/Lite	YHS34/LITE	YHS36	UH36	Biz1500	EVOLVE2 30	EVOLVE2 40	EVOLVE2 65
定位	企业办公人员及呼叫中心客服	商务人士	企业办公人员及呼叫中心客服	企业办公人员及呼叫中心客服	高级商务耳麦	呼叫中心耳麦	办公耳麦	办公耳麦	办公耳麦
官方起售价						¥483	¥716	¥1038	¥1563
佩戴方式	头戴式	头戴式(单耳/双耳)	头戴式(单耳/双耳)	头戴式(单耳/双耳)	头戴式(单耳/双耳)		头戴式	头戴式(有线/无线, 立体声/单声道)	
重量		84g~118g	84g~118g	124~170g	120g~155g	48g~146g	69g~125g	88.6g~188g	99.2g/176.4g
降噪	降噪麦克风	被动降噪	被动降噪	降噪麦克风和被动降噪	被动降噪				不适用主动降噪
续航时间	连线款	连线款	连线款	连线款	连线款				35-24h
扬声器尺寸		28mm	28mm				28mm	40mm	40mm
充电方式	连线款	连线款	连线款	连线款	连线款	连线款	连线款	连线款	30min 充电 40%, 90min 充满
麦克风类型		单指向性 ECM 麦克风	单指向性 ECM 麦克风				1 个模拟 MEME 和 1 个模拟 ECM	3 颗 MEMS 麦克风	3 颗数字 MEMS 麦克风
麦克风频宽	100-8kHz	100Hz-8kHz	100-8kHz	100-7kHz	100-8kHz	20-20kHz		100-14kHz	100Hz-8kHz
扬声器频宽	112-8.5kHz	20Hz-20kHz	20Hz-20kHz	20-20kHz	20Hz-20kHz		20Hz-20kHz	扬声器: 100Hz-14kHz 音乐模式: 20Hz-20kHz	扬声器: 100Hz-8kHz 音乐: 20Hz-20kHz

来源: 公司官网, 国金证券研究所

### 3. 轻资产运营模式使公司持续获得高盈利水平

统一通信行业总体毛利率水平较高。统一通信是相对细分的行业, 虽然海内外参与者众多, 但 Cisco、IBM、Siemens、华为、中兴等厂商仅有一小部分统一通信业务, 并无单独数据披露。对比 Polycom、Avaya 等与公司业务结构相近的国际竞争对手, 总体毛利率水平基本 60%以上。经对比, 公司毛利率属于行业正常水平, 高毛利主要原因为轻资产运营模式下高毛利的高端机型销售占比提升, 同时规模效应降低原材料成本和采购单价。

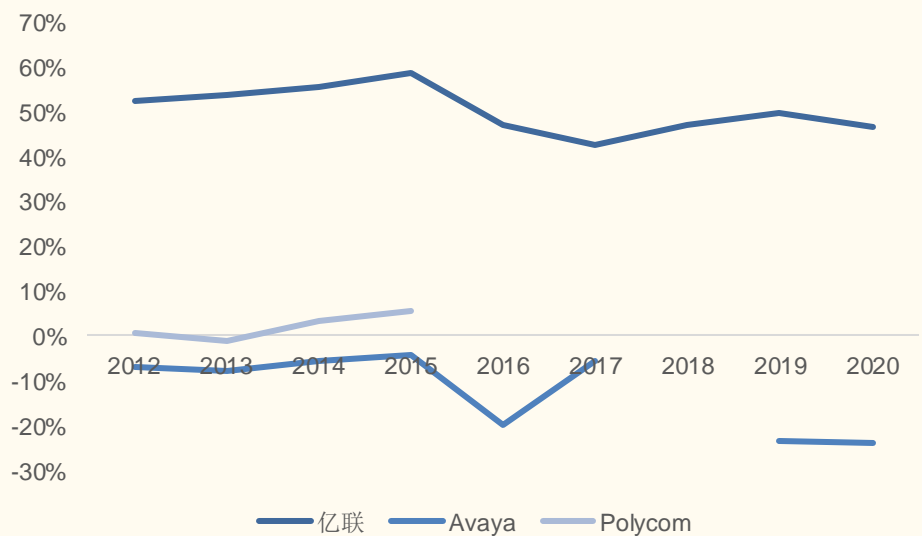
图表 34：公司过去五年与主要竞争对手毛利率基本持平



来源：公司财报，国金证券研究所（\*注：Polycom 最后公开年报为 2015 年，随后经历退市、被缤特力收购，无单独信息披露；Avaya 与公司业务结构相似，但涉及破产公允价值调整、无形资产摊销等非常规业务会计处理，因此剔除财报中“Unallocated Amounts”科目与公司对比）

虽然行业总体毛利率差距不大，但公司净利率远高于其他厂商。公司研发费用率维持在 8%-10%，与行业总体持平。主要差异在销售费用率与管理费用率。销售费用率约 5%-6%，而管理费用率较低，18-20 年仅 2%，因此公司具有较高的净利率，五年来稳定在 40% 以上，20 年净利率达到 46%，优于同行。

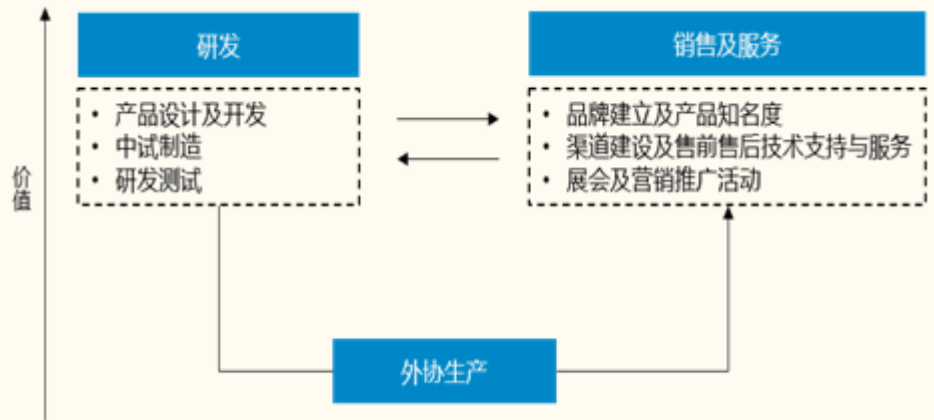
图表 35：公司净利率显著高于同行



来源：公司财报，国金证券研究所（\*注：2018 财年 Avaya 涉及资产重组，原始报表净利润率高达 114.5%，不具备参考价值，故未在图表中展示）

轻资产运营模式是公司取得高净利率的保证。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。在产品生产流程中，公司负责产品设计、软件开发、原材料采购及产品检验，并提供生产工艺流程和生产工艺文件，第三方仅负责生产加工，既减轻了公司的人力成本及生产压力，同时也能够严格把控核心业务环节。各部门之间协作密切，高效率运作降低成本和费用率。

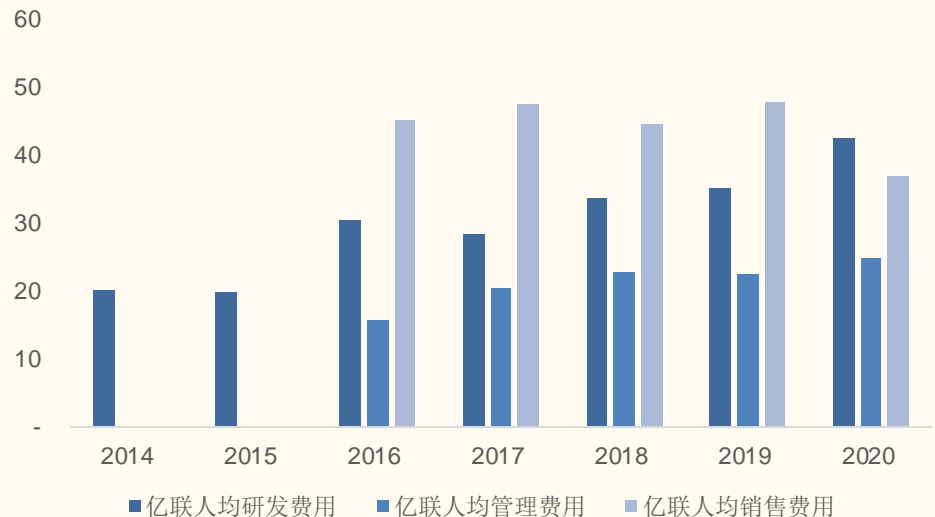
图表 36：公司轻资产运营模式示意图



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

国内较低的用人成本和费用管控也是拉开公司与国际竞争对手差距的重要原因。经测算，2014-2020 年公司人均费用投入不到 100 万元人民币，其中职工薪酬占到费用总额 60%以上。而 Polycom 披露的 2013-2015 年间人均费用投入均超过 350 万元人民币。

图表 37：亿联网络人均费用（万元）



来源：公司招股说明书，公司财报，国金证券研究所

### 3.1 外协生产有效降低营业成本

公司采用来料加工的外协生产模式，仅需支付原材料采购费用及外协加工费用，有效降低成本。虽然行业中其他公司如思科、avaya 等同样采取外包政策，通过独立的第三方公司提供组装、测试等相关服务，但亿联网络与合作方地理位置近，其中的华联电子、上进电子、威斯朗光电就在厦门本地，万利达在漳州，公司对外协厂商管控力度相对更强。公司与外协厂商每 1-2 年签订框架合同。产品订单预备时间一般为 20 天，先安排小规模试生产以发现工艺流程问题，再进行批量生产，派驻人员现场监控外协厂商的生产及质量控制，并规定外协厂商需维持 98% 以上的批次合格率。当前公司外协厂商体系稳定。

公司采用集中采购制度，加强对上游原材料把控力。公司并不像其他企业将原材料采购环节交给分包商，而是采用集中采购制度，依据原材料需求计划，结合原材料安全库存，制订采购计划。公司原材料成本占营业成本80%以上，大部分从国内采购。其中，芯片供应商选择范围较小，可能受到芯片供应短缺及价格波动的潜在风险影响。公司应对原材料波动采取的措施主要有：和主要供应商建立长期合作关系，签订长期供货协议，尽量锁定价格；尽量选择两家以上供应商，以进行比价；小批下发订单等。

### 3.2 销售渠道强管控，兼顾开源与节流

语音通信 IP 化是大势所趋，但各国的发展进程不一，中国进程相对落后。北美作为统一通信的发源地，发展水平最高，目前北美市场的 IP 通讯渗透率 2018 年约 25%-30%，处于第一梯队，荷兰、澳大利亚等国约 20%，目前中国仅处于第四梯队。由于中国的法律法规限制仅运营商可以从事 VoIP 业务，且运营商前期对该业务重视度相对偏低，因此一定程度上限制了该业务的发展。

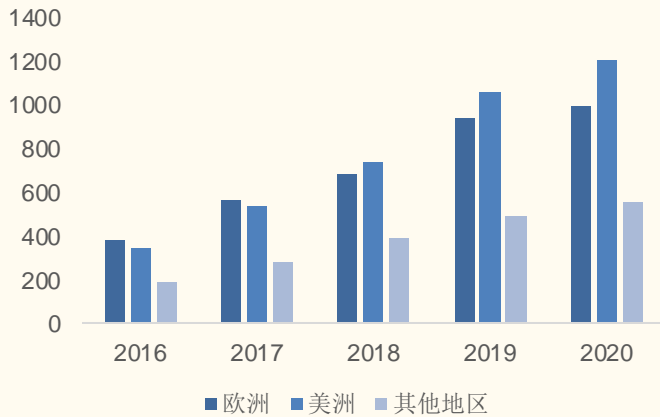
图表 38：全球各地区语音 IP 化进程不一

地区	语音通信 IP 化进程
美国	网络电话服务在 2007 年开始在美国迅速增长，14 年起草进行 IP 转换的规定，要求将通信系统转移到互联网协议中
欧洲	英国电信 18 年 4 月宣布放弃传统电话线路，并计划在 25 年前将所有客户转移至 VOIP 德国电信目标是到 18 年底将欧洲所有线路迁移至数字网络 法国电信运营商 Orange 计划 20 年实现所有 IP 网络化 瑞典在 15 年 VOIP 用户数超 50% 的情况下，增速达 7%
澳大利亚	宣布于 18 年停止传统电话网的服务
日本	正在进行停止传统电话网的服务相关计划的制订
韩国	全球网络电话发展最快的国家之一，06 年已有 2/3 的用户家中安装有网络电话设备
中国	IP 电话业务在 2003 年 2 月公布的《电信业务分类目录》中被列入基础电信业务范围，只有三大运营商有经营牌照，一定程度上限制了统一通信的发展。由于政策限制，VOIP 业务处于未得到政策允许经营的灰色地带

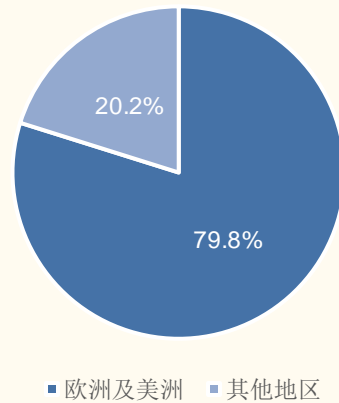
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

因此公司收入以海外为主，强大的经销网络与管理能力支撑业务增长。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。其中北美及欧洲统一通信市场最为发达，是公司的主要收入来源，20 年公司从北美及欧洲取得的收入占比近 80%。尽管 20 年公司海外营销活动因疫情受到较大影响，但得益于公司长期稳固的渠道关系，并积极通过远程协作等方式拓展渠道业务，仍实现了海外业务约 10% 的增长。

图表 39：公司主要营业收入在海外（百万元）



图表 40：2020 年公司收入结构



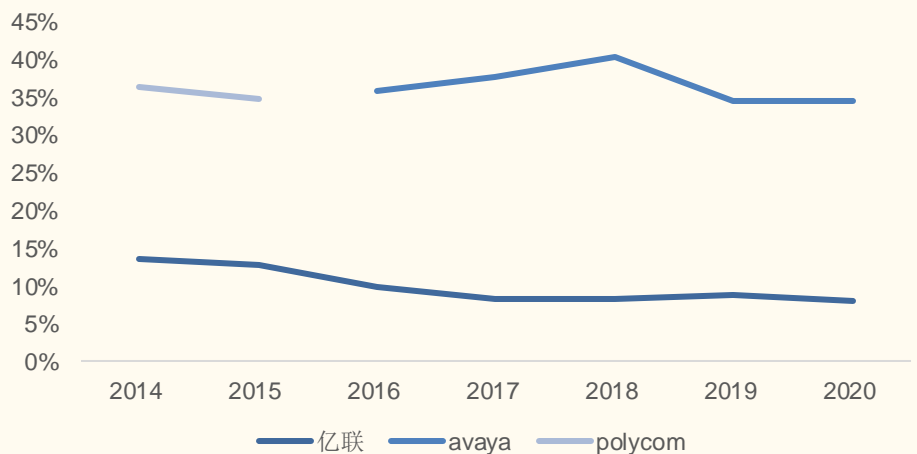
来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

各国市场准入资质、品牌认知度及稳定的渠道商构成公司的销售壁垒。不同国家准入资质和监管要求不同，准入认证流程复杂、难度大且耗时长，极大程度增加新进入者财务及时间成本投入。当前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。为建立稳定可靠的销售渠道，公司在大多数地区均有多个经销商，个别地区采用独家授权。公司经销商总体较为稳定，公司的经销商存续率超过八成，目前有 80 多家经销商均与公司合作长达 10 年以上，前十经销商中有 8 家合作超过 8 年。截至 2019 年底，公司共拥有 153 家经销商。

与其他公司直销和分销并行不同，公司以分销为主，并严格把控渠道管理。公司 90% 以上的销售额均销往授权经销商。由授权经销商直接买断产品并通过下游渠道分销。出于和平台商建立长期合作关系的考虑，公司对平台商采取直销模式，以更好地满足平台商的定制化需求及掌握其销量变化。在市场开拓过程中，公司的销售团队与授权经销商一同参加行业贸易展览会及路演，同时，公司销售人员会保持对经销商、运营商、平台商等的高频拜访。销售人员与渠道商的紧密配合在帮助打开市场的同时也是对渠道的管控。公司通过授权经销商的销售情况报告、库存报告进行分析和实时监控，以及时安排销售策略和相应的采购和生产活动，若认为授权经销商的存货超出合理水平，会建议相应调整下次采购量。得益于公司严格的渠道把控，公司的销售及管理费用均显著低于同行，且呈逐年降低趋势，20 年公司销售及管理费用率仅 8%。

图表 41：公司销售行政及一般费用率低于友商



来源：公司财报，国金证券研究所



此外，公司拥有丰富的生态体系。统一通信平台的海外销售不仅需要目标市场所在国的认证体系，还需兼容各地区不同通信系统的接口要求，与主流通信平台达成互联互通。公司在技术端与 80 多家国际主流通信平台建立了深度合作，共同推进联合方案的无缝衔接，同时与全球 TOP 运营商达成合作，提升通信标准及用户体验。

图表 42：公司生态合作伙伴丰富



来源：公司官网，国金证券研究所

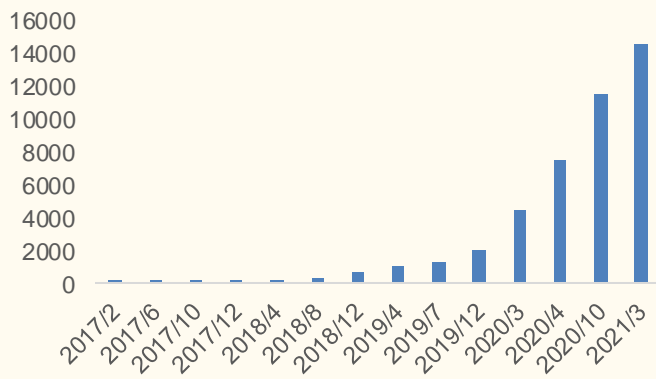
微软生态体系进入难度大，公司成为唯一全渠道进入的合作伙伴。公司与微软达成战略合作，微软负责开发平台，公司负责开发终端，两者通过通信协议达成互联互通，但仍保持独立推广和销售。双方合作紧密，自 2015 年公司跟微软宣布合作起，公司 SIP 话机业务通过了 Skype for Business 认证，并从 SIP 业务扩展至视频会议业务，与微软携手发布 Teams 版智能视频会议设备。亿联与微软高层互动频繁，多次参加 Inspire（微软合作伙伴大会）、Future Decoded、DTA(区域销售大会)、Ignite 等微软活动，共同发布多款新品，显示公司已融入微软生态圈。

图表 43：公司不断丰富与微软合作机型



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 44：Teams 日活人数高速增长



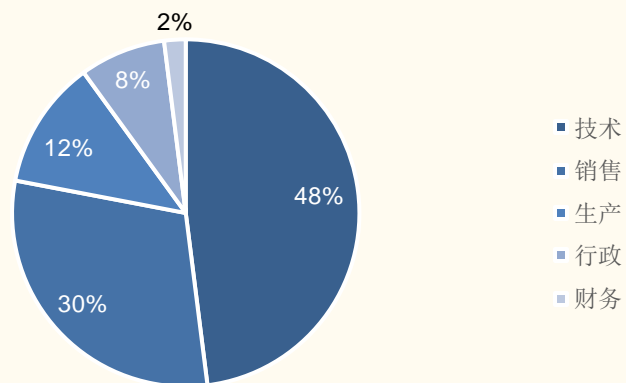
来源：公司官网，国金证券研究所

公司与 ZOOM、腾讯等软件厂商战略合作，强强联合，未来可期。公司为 ZOOM 提供硬件终端，与 ZOOM 取得战略合作后推出 ZVC 300/500/800 等产品，且新推出的云办公系列产品也能够兼容包括 ZOOM 在内的主流云视频会议平台。2019 年，公司与腾讯云签署战略合作协议，达成从智能终端到云服务的全方位合作。2020 年末，公司的会议电话 CP900 和超高清 USB 摄像机 UVC30 组成的小型会议室音视频设备方案通过了腾讯会议平台认证，安卓一体机视频会议终端 MeetingBar A20 通过了微软和 ZOOM 的产品认证，成为国内唯一一家通过三家认证的企业。

### 3.3 研发实力胜在软件，工程师红利降低研发费用率

轻资产运营模式使公司集中资源投入研发与销售，团队协作紧密，对市场需求及变化敏锐度高。当前公司有研发、营销、产品三个中心，销售在前端收集市场需求，产品中心有团队专门分析用户需求，并反馈给研发，再回到销售中心开拓销售渠道。因此公司的产品非常契合市场需求，如：T4系列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，非常符合海外市场的使用习惯。同时，公司产品研发效率高、迭代速度快，高端产品销售比重提高，提升总体毛利率。以T4系列为例，收入比重从13年12%提升到19年62%。

图表 45：公司人员构成以技术和销售为主



来源：公司财报，国金证券研究所

公司具备完善的研发机制，软件能力是制胜法宝。公司2012年开始采用IPD（Integrated Product Development，集成产品开发）的开发理念和流程，将新产品开发作为投资决策，设置开发节点和需求变动，以提升上市速度。研发模式分为自主研发及授权合作开发两种，其中自研是核心，公司目前有695名研发人员，产品核心部分均为自研。

统一通信最为核心的技术是音视频技术，公司成功研发出自己的音频引擎和视频引擎，降低授权费支出，同时形成差异化竞争优势。音频方面公司掌握了支持宽频的回音消除算法、噪声消除算法、音频硬件设计等音频处理技术，优化音频处理性能；随着视频清晰度提高，数据量成倍扩大，公司掌握的视频编解码技术、网络适应性技术、高清视频双流技术、高清视频增强处理技术保障实时可靠的传输。

图表 46：公司产品核心部分均为自研

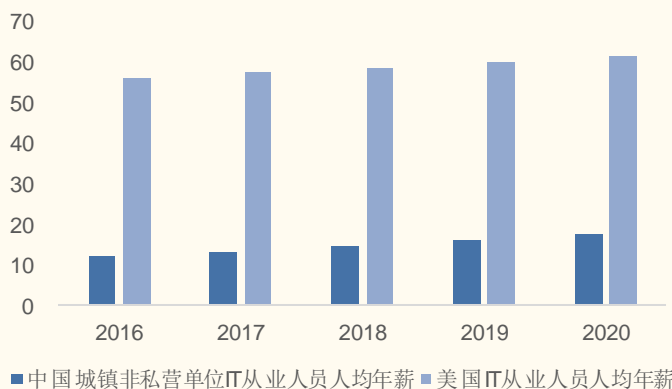
	主要的软硬件构成情况	自主研发或生产情况
SIP 桌面电话终端	硬件：ARM+DSP 的统一通信终端主控芯片 (SoC)、内存、闪存、以太网接口，液晶显示屏、输入键盘、音频输入输出：免提、手柄、耳麦、摄像头	整机自主设计，外协加工厂生产
	软件：硬件驱动程序、音视频算法，应用软件，协议	硬件驱动与音频编解码为授权使用。协议、应用、编解码以外的音频处理为自主研发
DECT 无线电话终端	硬件：基础硬件：ARM+DSP 的 SoC，内存、闪存、以太网接口、无线话机硬件：ARM、闪存、液晶显示屏、电池、无线	整机自主设计，外协加工厂生产
	软件：硬件驱动程序、音视频算法，应	硬件驱动与音频编解码为授

	用软件，协议	权使用。协议、应用、编解码以外的音频处理为自主研发
VCS 高清视频会议系统	硬件：ARM+DSP 的统一通信终端主控芯片 (SoC)、内存、闪存、以太网网络接口，视频输入输出端子、音频输入输出设备（免提拾音和播放设备、无线的拾音设备）、摄像机、遥控器	整机自主设计，外协加工生产
	软件：硬件驱动程序、音视频算法，应用软件，协议	除操作系统 Linux 以外全部自主研发，包括硬件驱动、音视频编解码、应用软件、协议

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

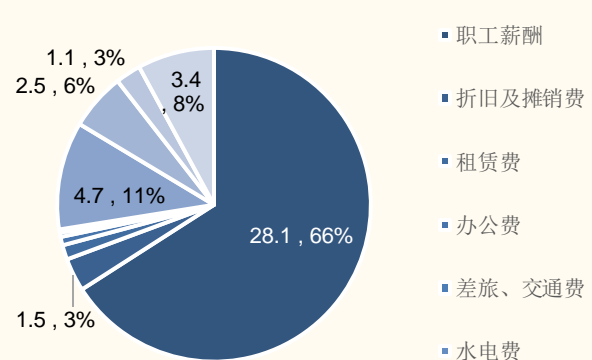
国内人力成本低，工程师红利使公司研发效率高，研发费用率低于海外同行。2014-2017 年公司平均研发费用率 7.65%，处于行业下游水平，基本与 Avaya 持平，但低于 Polycom、Cisco、IBM 等厂商。2020 年研发费用率 10.74%，同比 2019 年提升 3 Pct，研发人数从 19 年 546 人增加至 695 人，研发人员占比从 48.02% 提升至 49.89%，体现公司加大研发投入。以 2020 年为例，从研发费用结构拆分来看，六成以上为研发人员薪酬，人均薪资 28.1 万元，股权激励 4.7 万元，合计 32.8 万元，约是美国 IT 从业人员薪资的 1/2。公司受益于国内工程师红利，且日常差旅费用管控较严，降低费用率，显著提升总体净利润水平。

图表 47：中美 IT 从业人员年薪对比（万元）



来源：国家统计局，U.S. BUREAU of LABOR STATISTICS，国金证券研究所

图表 48：2020 年公司研发费用结构（万元）



来源：公司财报，国金证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

2020 年受疫情影响，公司业务涉及硬件部署，且国内员工海外出差开拓业务受限，全年营收增速放缓。假设 2021 年疫情有所缓解，桌面终端业务恢复 20% 增长；云办公终端产品线 2020 年开始独立披露，与会议产品成长性较强，假设与会议产品合计增速超 50%。预计全年总收入增速可达到 25% 的股权激励增长目标。因分产品收入披露口径有变，保守起见，单产品毛利率以 19 年与 20 年孰低作参考，随着新产品结构变化等因素，公司未来三年总体毛利率小幅提升，各项费用率不下降，未来三年盈利预测如下：

**图表 49：公司分业务盈利预测**

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
桌面通信终端	1,562.71	2,125.83	2,101.45	2,521.74	2,975.65	3,421.99
YOY	26.35%	36.03%	-1.15%	20%	18%	15%
会议产品	175.31	326.29	528.39	845.42	1,310.41	1,965.61
YOY	95.7%	86.1%	61.9%	60%	55%	50%
云办公终端及其他	77.33	37.22	124.45	155.56	189.79	227.74
YOY	26.0%	-51.9%	234.3%	25%	22%	20%
公司总体营收	1815.36	2489.35	2754.29	3,522.72	4,475.84	5,615.35
YOY	30.8%	37.1%	10.6%	27.9%	27.1%	25.5%
桌面通信终端成本	621.12	749.82	717.94	890.17	1,050.40	1,207.96
YOY	29.4%	20.7%	-4.3%	24.0%	18.0%	15.0%
桌面通信终端成本率	39.7%	35.3%	34.2%	35.3%	35.3%	35.3%
会议产品成本	44.36	86.58	161.27	253.63	393.12	589.68
YOY	91.9%	95.2%	86.3%	57.3%	55.0%	50.0%
会议产品成本率	25.3%	26.5%	30.5%	30%	30%	30%
云办公终端成本	28.20	9.97	56.83	71.56	87.30	104.76
YOY	22.1%	-64.7%	470.1%	25.9%	22.0%	20.0%
云办公终端成本率	36.5%	26.8%	45.7%	46%	46%	46%
公司总体成本	693.68	846.37	936.03	1,215.36	1,530.83	1,902.41
YOY	31.8%	22.0%	10.6%	29.8%	26.0%	24.3%
公司总体成本率	38.2%	34.0%	34.0%	34.5%	34.2%	33.9%
桌面通信终端毛利润	941.59	1,376.01	1,383.50	1,631.56	1,925.24	2,214.03
YOY	24.4%	46.1%	0.5%	17.9%	18.0%	15.0%
桌面通信终端毛利率	60.3%	64.7%	65.8%	64.7%	64.7%	64.7%
会议产品毛利润	130.95	239.72	367.12	591.80	917.28	1,375.93
YOY	97.0%	83.1%	53.1%	61.2%	55.0%	50.0%
会议产品毛利率	74.7%	73.5%	69.5%	70.0%	70.0%	70.0%
云办公终端毛利润	49.13	27.26	67.62	84.00	102.48	122.98
YOY	28.4%	-44.5%	148.1%	24.2%	22.0%	20.0%
云办公终端毛利率	63.5%	73.2%	54.3%	54.0%	54.0%	54.0%
公司总体毛利润	1,121.68	1,642.98	1,818.25	2,307.36	2,945.01	3,712.94
YOY	30.2%	46.5%	10.7%	26.9%	27.6%	26.1%
毛利率	61.8%	66.0%	66.0%	65.5%	65.8%	66.1%

来源：公司财报，国金证券研究所

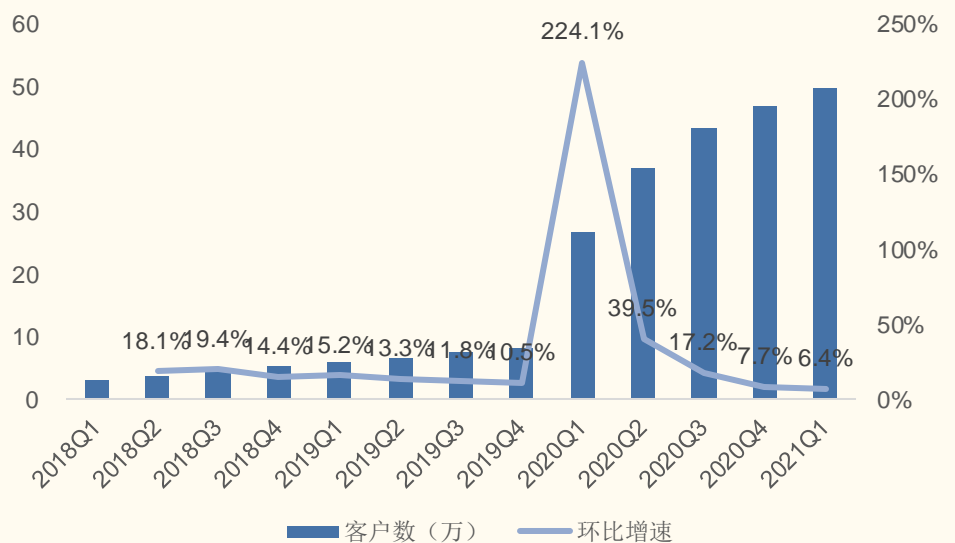
## 4.2 长期空间测算

Zoom 与微软 Teams 主要提供软件产品，搭售兼容自身软件产品的合作伙伴的硬件产品，以提升用户体验。亿联网络作为合作伙伴有望从二者付费用户增长获益。经过分析官网中合作产品类型与用户增长变化，考虑到亿联网络给渠道商让利 50%，我们认为 2025 年不同设备渗透率场景下亿联网络的市场空间可达约 14-37 亿美元。具体分析如下：

### ■ Zoom:

Zoom 财报中有披露超过 10 人员工的企业客户数量。经过 2020 年爆发式增长，当前每季度企业客户数环比增速基本稳定在 5%。假设未来季度环比增速仍为 5%，截止 2025 年 Q4，超过 10 人员工的企业客户数为 125.6 万。

图表 50: Zoom 拥有 10 人以上员工的企业客户数及环比增速



来源：公司财报，国金证券研究所

当前 Zoom 与亿联网络在会议室硬件设备有合作。官网中 Zoom Rooms Appliance 与 Zoom Rooms Systems 两栏共展示 16 款产品，亿联网络提供 3 套产品。参考其他竞品价格，假设公司每套会议产品单价 3000 美元，占 Zoom Rooms 设备份额 1/3，则在不同设备渗透率下，亿联网络的可达空间分别为：

图表 51: Zoom Rooms 分场景亿联网络可达市场空间测算

设备渗透率	10%	20%	30%	40%	50%
对应市场空间 (亿美元)	0.63	1.26	1.88	2.51	3.14

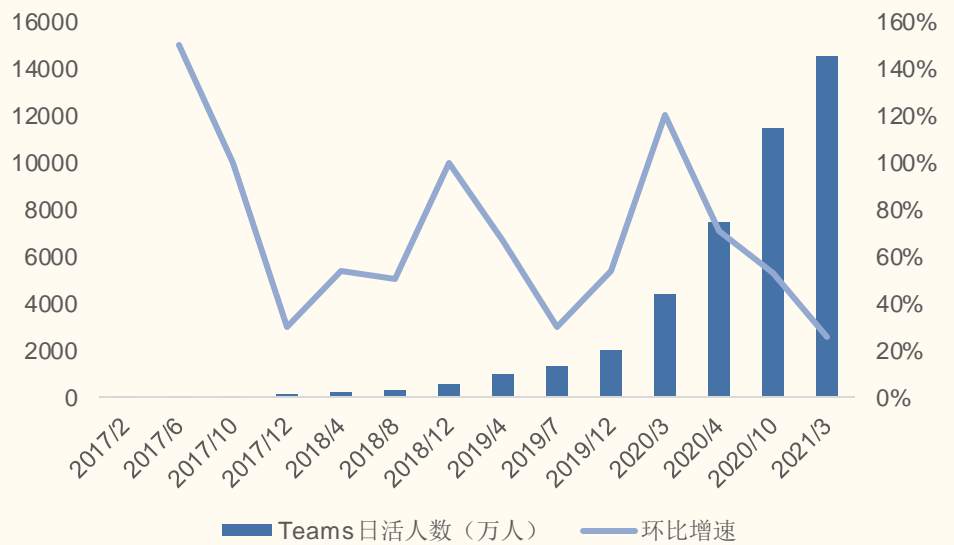
来源：公司官网，国金证券研究所

### ■ 微软 Teams:

Teams 未单独披露企业客户数。根据披露的日活用户情况，当前环比增速有所回落，假设每半年环比增速 10%，则截止 2025 年底，Teams 日活客户数规模可达 3.4 亿人。



图表 52: Teams 日活人数及环比增速



来源: 公司财报, 国金证券研究所

假设 Teams 活跃用户中每 50 人共享一个实体会议室, 则会议室需求为 0.068 亿个。Teams Rooms 官网页面根据小、中、大三种类型的会议室分别推荐 9 套不同品牌的硬件设施产品, 其中亿联网络设备被推荐的分别为 2、4、2 套。因其他竞品价格与亿联网络相比持平或偏高 1000 美金左右, 假设亿联会议产品平均单价 3000 美金, 占 Teams Rooms 设备份额 1/3, 则在不同设备渗透率下, 亿联网络的可达空间分别为:

图表 53: Teams Rooms 分场景亿联网络可达市场空间测算

设备渗透率	10%	20%	30%	40%	50%
对应市场空间 (亿美元)	3.4	6.8	10.2	13.6	17.0

来源: 公司官网, 国金证券研究所

Teams 官网桌上话机产品亿联网络与联想话机各有一台作为优选推荐, 并且具体展示的 18 款合作机型中亿联产品占 8 款。假设每台设备 200 美金, 亿联网络占 Teams 用户设备份额 1/2。考虑到以 Teams 日活用户数测算 SIP 话机渗透率确定性不如会议室设备确定性强, 将总体 SIP 设备渗透率区间调低至 12%-20%, 则在不同设备渗透率下, 亿联网络的可达空间分别为:

图表 54: Teams 桌面话机分场景亿联网络可达市场空间测算

设备渗透率	12%	14%	16%	18%	20%
对应市场空间 (亿美元)	10.20	11.90	13.60	15.30	17.00

来源: 公司官网, 国金证券研究所

■ 总结:

图表 55: 2025 年合计分场景亿联网络市场空间测算 (亿美元)

会议室设备渗透率	10%	20%	30%	40%	50%
Zoom Rooms VCS	0.63	1.26	1.88	2.51	3.14
Teams Rooms VCS	3.40	6.80	10.20	13.60	17.00
桌面话机设备渗透率	12%	14%	16%	18%	20%
Teams SIP	10.20	11.90	13.60	15.30	17.00
合计:	14.23	19.96	25.68	31.41	37.14

来源: 公司官网, 国金证券研究所

### 4.3 投资建议及估值

我们预测 2021-2023 年公司的收入分别为 35.23/44.76/56.15 亿元，归母净利润为 15.68/19.95/24.97 亿元，EPS 为 1.74/2.21/2.77 元。采用市盈率法对公司进行估值，参考真视通、苏州科达、会畅通讯、视源股份等可比公司，给予 2021 年 50 倍 PE，对应市值为 784 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 56：可比公司估值对照

公司名称	股票代码	2018A P/E	2019A P/E	2020A P/E	2021E P/E	2022E P/E	2023E P/E
真视通	002771	42.38	68.89	108.09	30.50	n.a.	n.a.
苏州科达	603660	18.64	60.83	42.89	19.06	13.84	12.99
会畅通讯	300578	139.96	49.27	57.95	26.98	19.79	18.56
视源股份	002841	37.14	34.88	40.42	37.16	30.35	24.05
华平股份	300074	140.05	130.91	99.64	n.a.	n.a.	n.a.
<b>中位数</b>		<b>88.55</b>	<b>60.83</b>	<b>57.95</b>	<b>28.74</b>	<b>19.79</b>	<b>18.56</b>
亿联网络	300628	27.32	35.14	51.61	42.96	33.26	26.28

来源：Wind，国金证券研究所

### 5. 风险提示

海外疫情反复：公司大部分产品销往海外，海外疫情反复或导致硬件设备部署困难、业务拓展受阻。

中美贸易摩擦：公司是出口型企业，中美贸易摩擦若在关税等问题无法达成一致，或降低公司收入增速和盈利能力。

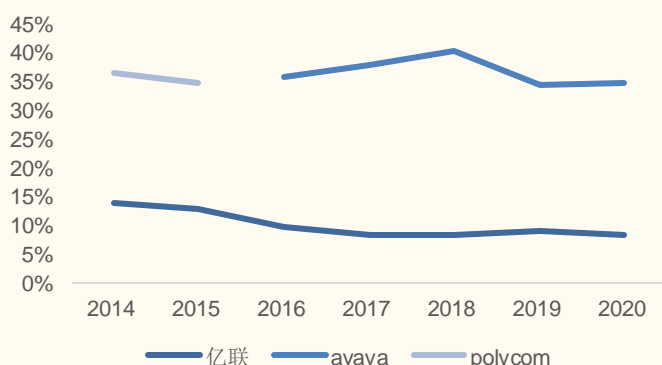
汇率波动：海外收入占公司收入的比重大，虽然公司有做套期保值，但仍可能受外汇波动影响。

SIP 市场需求放缓：桌面终端业务相对成熟，且占公司收入比重大，若公司新产品迭代不及预期，或市场总体需求放缓，将导致总体营收增速低于预期。

未来股东减持：部分股权激励股份将在 2022 年 3 月 17 日解禁，或造成股价波动。

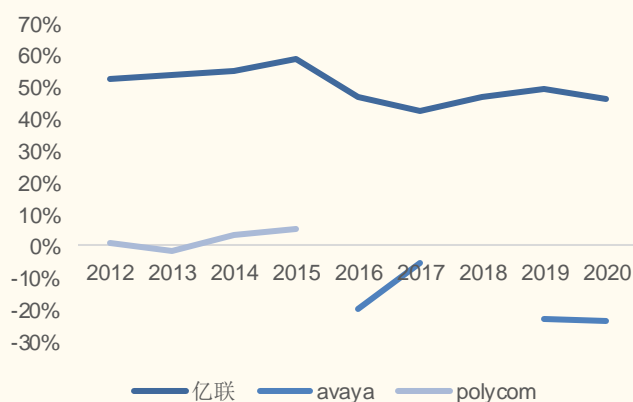
净利率与供应商收入贡献是否可持续：公司费用率远低于竞争对手，净利率呈下滑趋势，高净利率否可持续。经过深入研究交易所问询函及上市公司回复，我们认为经销商的可持续经营以及经销商对公司业绩贡献仍存在风险。

图表 57：公司销售行政及一般费用率低于友商



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 58：公司净利率优于同行



来源：公司财报，国金证券研究所（\*注：2018 财年 Avaya 涉及资产重组，原始报表净利润率高达 114.5%，不具备参考价值，故未在图表中展示）

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>主营业务收入</b>	<b>1,815</b>	<b>2,489</b>	<b>2,754</b>	<b>3,523</b>	<b>4,476</b>	<b>5,615</b>	货币资金	372	106	320	1,059	2,030	3,270	
增长率		37.1%	10.6%	27.9%	27.1%	25.5%	应收账款	320	409	520	610	812	1,065	
<b>主营业务成本</b>	<b>-694</b>	<b>-846</b>	<b>-936</b>	<b>-1,215</b>	<b>-1,531</b>	<b>-1,902</b>	存货	197	267	345	400	507	636	
%销售收入	38.2%	34.0%	34.0%	34.5%	34.2%	33.9%	其他流动资产	2,710	3,599	3,984	3,990	3,996	4,002	
<b>毛利</b>	<b>1,122</b>	<b>1,643</b>	<b>1,818</b>	<b>2,307</b>	<b>2,945</b>	<b>3,713</b>	流动资产	3,600	4,381	5,169	6,059	7,346	8,973	
%销售收入	61.8%	66.0%	66.0%	65.5%	65.8%	66.1%	%总资产	96.0%	90.7%	89.4%	89.6%	90.2%	91.0%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-22</b>	<b>-30</b>	<b>-26</b>	<b>-42</b>	<b>-54</b>	<b>-67</b>	长期投资	5	47	80	90	100	110	
%销售收入	1.2%	1.2%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	103	114	185	222	259	297	
<b>销售费用</b>	<b>-106</b>	<b>-164</b>	<b>-146</b>	<b>-232</b>	<b>-295</b>	<b>-371</b>	%总资产	2.7%	2.4%	3.2%	3.3%	3.2%	3.0%	
%销售收入	5.9%	6.6%	5.3%	6.6%	6.6%	6.6%	无形资产	37	268	316	362	407	451	
<b>管理费用</b>	<b>-45</b>	<b>-56</b>	<b>-75</b>	<b>-88</b>	<b>-112</b>	<b>-140</b>	非流动资产	150	447	610	704	796	889	
%销售收入	2.5%	2.2%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	4.0%	9.3%	10.6%	10.4%	9.8%	9.0%	
<b>研发费用</b>	<b>-137</b>	<b>-192</b>	<b>-296</b>	<b>-379</b>	<b>-481</b>	<b>-604</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,750</b>	<b>4,827</b>	<b>5,779</b>	<b>6,763</b>	<b>8,142</b>	<b>9,862</b>	
%销售收入	7.5%	7.7%	10.7%	10.8%	10.8%	10.8%	短期借款	0	50	0	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>812</b>	<b>1,201</b>	<b>1,275</b>	<b>1,566</b>	<b>2,003</b>	<b>2,531</b>	应付款项	174	247	427	443	579	746	
%销售收入	44.7%	48.2%	46.3%	44.4%	44.7%	45.1%	其他流动负债	76	129	147	173	219	274	
<b>财务费用</b>	<b>17</b>	<b>11</b>	<b>-47</b>	<b>10</b>	<b>23</b>	<b>40</b>	流动负债	249	426	573	616	798	1,020	
%销售收入	-0.9%	-0.4%	1.7%	-0.3%	-0.5%	-0.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-8</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>-8</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	其他长期负债	1	6	3	3	3	3	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	251	431	576	618	801	1,023	
<b>投资收益</b>	<b>107</b>	<b>134</b>	<b>155</b>	<b>155</b>	<b>160</b>	<b>165</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,499</b>	<b>4,396</b>	<b>5,203</b>	<b>6,144</b>	<b>7,341</b>	<b>8,839</b>	
%税前利润	11.4%	9.8%	11.0%	9.0%	7.3%	6.0%	其中：股本	300	599	902	902	902	902	
<b>营业利润</b>	<b>935</b>	<b>1,360</b>	<b>1,403</b>	<b>1,723</b>	<b>2,192</b>	<b>2,744</b>	未分配利润	1,643	2,424	3,034	3,974	5,171	6,669	
营业利润率	51.5%	54.6%	50.9%	48.9%	49.0%	48.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,750</b>	<b>4,827</b>	<b>5,779</b>	<b>6,763</b>	<b>8,142</b>	<b>9,862</b>	
<b>税前利润</b>	<b>935</b>	<b>1,361</b>	<b>1,402</b>	<b>1,723</b>	<b>2,192</b>	<b>2,744</b>	<b>比率分析</b>		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	51.5%	54.7%	50.9%	48.9%	49.0%	48.9%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-84</b>	<b>-126</b>	<b>-124</b>	<b>-155</b>	<b>-197</b>	<b>-247</b>	每股收益	2.843	2.061	1.417	1.737	2.209	2.765	
所得税率	9.0%	9.2%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%	每股净资产	11.682	7.333	5.766	6.804	8.130	9.789	
<b>净利润</b>	<b>851</b>	<b>1,235</b>	<b>1,279</b>	<b>1,568</b>	<b>1,995</b>	<b>2,497</b>	每股经营现金净流	2.282	1.808	1.239	1.502	1.919	2.433	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	1.200	0.900	0.695	0.884	1.107	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>851</b>	<b>1,235</b>	<b>1,279</b>	<b>1,568</b>	<b>1,995</b>	<b>2,497</b>	<b>回报率</b>							
净利率	46.9%	49.6%	46.4%	44.5%	44.6%	44.5%	净资产收益率	24.33%	28.10%	24.57%	25.52%	27.17%	28.25%	
							总资产收益率	22.71%	25.59%	22.13%	23.19%	24.50%	25.32%	
							投入资本收益率	21.12%	24.50%	22.33%	23.18%	24.82%	26.05%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	30.81%	37.13%	10.64%	27.90%	27.06%	25.46%	
							EBIT增长率	28.12%	47.91%	6.19%	22.81%	27.91%	26.37%	
							净利润增长率	44.13%	45.08%	3.52%	22.63%	27.21%	25.17%	
							总资产增长率	24.05%	28.73%	19.72%	17.01%	20.40%	21.12%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	48.8	51.9	60.4	62.0	65.0	68.0	
							存货周转天数	99.9	100.1	119.3	120.0	121.0	122.0	
							应付账款周转天数	57.6	73.5	93.6	95.0	100.0	105.0	
							固定资产周转天数	20.7	13.6	12.8	7.5	4.1	1.8	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-10.64%	-82.81%	-82.28%	-81.72%	-81.62%	-81.82%	
							EBIT利息保障倍数	-47.5	-109.4	26.9	-151.4	-86.4	-63.7	
							资产负债率	6.68%	8.94%	9.97%	9.15%	9.84%	10.37%	

来源：公司年报、国金证券研究所

**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	4	22	35	62
增持	1	1	10	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>2.00</b>	<b>1.20</b>	<b>1.31</b>	<b>1.26</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**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

**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,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者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: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402