

疫情加速 UC 市场扩容, SIP 龙头乘风起航

投资要点

- **推荐逻辑:** 1、企业 IP 通信趋势明确, SIP 话机渗透率持续提升, 2023 年市场规模将达百亿元人民币, 5 年 CAGR 达 7%。公司 SIP 话机市占率稳居全球第 1, 随着公司在高端市场渗透率提升、产品结构不断优化, 话机产品将实现量价齐升。2、多因素共振加速 UC 市场扩容, 未来 8 年 CAGR 达 15%。公司国内政企业务发展态势良好, 同时与全球平台巨头深度绑定, 会议产品营收 3 年 CAGR 达 80%, 将充分受益行业红利。3、公司紧抓市场机遇推出个人办公终端产线, 复用话机音视频技术和全球渠道优势, 有望在短期内迅速放量, 保持翻倍增速。
- **SIP 话机连续四年全球市占率第一, 渗透高端市场实现量价齐升。**自 2017 年起公司 SIP 话机全球市占率连续 4 年稳居第一, 2020 年全球市占率达 34.3%, 预计未来将继续提升。同时, 公司高端市场渗透成效显著, T5 系列高端话机销售占比持续提升, 该系列较入门级话机提价 254.3%, 有效改善毛利水平。公司在运营商及北美 ITSP 等大客户市场开拓取得突破, 销售份额显著提升。此外, 与微软、Zoom 合作推出的高端智能话机持续获得平台推荐, 成长空间广阔。
- **“云+端”全套解决方案打开全球市场, 绑定平台巨头享受行业爆发红利。**疫情催化叠加技术赋能, UC 从通讯工具向管理工具演化, 市场加速扩容, 预计 2028 年全球 UC 市场规模将达 1138.1 亿美元, CAGR 达 14.5%。公司拥有“云+端”全套 UC 解决方案, 在国内市场提供党建、抗疫、教育等多套行业方案, 在政企客户中取得良好进展, 或成为公司新增长点。在国际市场, 公司与微软、Zoom 和腾讯会议等云平台厂商深度绑定, 能够最大化享受行业爆发红利。经测算, 公司从三大平台销售硬件的长期空间可达 23.4 亿美元, 会议产品放量可期。
- **混合办公催化办公终端需求, 技术+渠道复用推动业务高速增长。**混合办公和统一通信刺激办公终端需求扩大, 全球商务耳麦出货量将在 2027 年达到 7153 万台, 市场规模将达 44.4 亿美元, CAGR 达 12.2%。公司定位全球中小企业市场, 复用音视频技术优势与渠道优势, 计划通过快速推出耳麦新品覆盖市场需求。公司凭借深厚技术积累与强大品牌力, 2020 年办公终端业务增速达 247.9%, 预计未来五年将保持高速增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2021-2023 年归母净利润将保持 29.8% 的复合增长率。参考行业可比公司, 给予公司 2022 年 38 倍估值, 对应目标价 90.6 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2754.29	3773.09	5040.51	6673.13
增长率	10.64%	36.99%	33.59%	32.39%
归属母公司净利润(百万元)	1278.72	1601.63	2150.96	2795.25
增长率	3.52%	25.25%	34.30%	29.95%
每股收益 EPS(元)	1.42	1.78	2.38	3.10
净资产收益率 ROE	24.57%	25.59%	27.85%	29.13%
PE	53	42	31	24
PB	13.00	10.81	8.76	7.05

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高宇洋
执业证号: S1250520110001
电话: 021-58351839
邮箱: gyy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.02
流通 A 股(亿股)	4.82
52 周内股价区间(元)	67.2-96.01
总市值(亿元)	676.64
总资产(亿元)	63.81
每股净资产(元)	6.51

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1: SIP 话机市场增速稳定, 公司市占率持续提升, 预计 2021-2023 年 SIP 话机销量增速分别为 13%、10%和 8.5%。

假设 2: 假设公司高端话机销售占比持续提升, 未来芯片等原材料供应紧张情况改善, 且人民币兑美元汇率基本保持稳定, 预计 2021-2023 年桌面通信终端业务毛利率分别为 63.3%、63.8%和 64.2%。

假设 3: 受疫情催化, 全球视频会议市场快速增长, 公司国内外大客户拓展良好, 会议产品将迎量价齐升, 预计 2021-2023 年会议产品销量增速分别为 80%、75%和 70%, 对应毛利率分别为 63.7%、68%、68%。

假设 4: 公司复用音视频技术和全球渠道, 云办公终端业务有望快速扩大, 预计 2021-2023 年销量增速分别为 131.9%、100%和 70%, 对应毛利率分别为 52%、52%和 52%。

我们区别于市场的观点

我们认为市场对于公司在统一通信市场的业务认知不完善, 市场认为公司主要销售企业通信硬件产品, 未来成长性有限。我们认为, 公司作为统一通信“云+端”整体解决方案的提出者, 产品均为包含了嵌入式软件的软硬件综合产品, 兼具软件公司特征, 随着国内外统一通信发展进程推进, 我们认为公司作为统一通信全球龙头, 视频会议业务能够在软硬两端同时放量, 具备较高成长性。

股价上涨的催化因素

1) 公司高端机型销售占比提升; 2) 全球统一通信市场景气度提升; 3) 云办公终端业务增长超预期。

估值和目标价格

我们选取行业内面向企业提供云平台、软件及硬件解决方案的四家上市公司作为可比公司, 分别是星网锐捷、科大讯飞、深信服和金山办公。公司在优化话机产品结构的同时, 积极布局云服务、人工智能、大数据等领域, 赋能会议产品, 我们认为公司会议产品和办公终端将保持高速增长。结合四家可比公司 2022 年 37.5 倍的平均 PE, 我们给予公司 2022 年 38 倍 PE, 对应目标价 90.59 元, 对应市值 817.36 亿元, 给予“买入”评级。

投资风险

1) 海外疫情反复导致产品销售受阻; 2) 汇率波动导致公司以美元计价的产品业绩波动; 3) 高端机型推广不及预期; 4) 云办公终端产品推广不及预期; 5) 创投基金投资失败的风险等。

目 录

1 深耕企业通信二十载，前瞻布局保持高成长	1
1.1 SIP 话机市占率连续四年夺魁，全球龙头稳健发展	1
1.2 构建统一通信全场景产品矩阵，庞大经销网络覆盖全球	2
1.3 疫情缓和业绩恢复高增长，把握市场机遇扩大研发投入	5
1.4 多层次股权激励秣马厉兵，前瞻性产投基金决胜千里	6
2 SIP 话机市场龙头地位稳固，产品结构优化提供长期增长动能	9
2.1 企业 IP 通信趋势确定性高，SIP 话机成为 IP 话机首选类别	9
2.2 三大优势卡位全球 TOP1，产品+渠道双管齐下推动量价齐升	11
3 UC 设备已成企业必需品，“云+端”会议产品矩阵覆盖 UC 全场景	15
3.1 统一通信是企业通信大势所趋，多重因素驱动市场扩容	15
3.2 “云+端”全产线提供一站式服务，绑定巨头吸纳国内外增量	19
4 混合办公提振办公终端需求，技术&渠道复用加速份额扩张	25
4.1 商用终端区别于消费级终端，统一通信爆发带来市场新机会	25
4.2 技术优势叠加渠道能力，加速产品迭代扩大市场份额	28
5 盈利预测与估值	30
5.1 盈利预测	30
5.2 绝对估值	31
5.3 相对估值	32
6 风险提示	33

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	2
图 2: 公司所处行业位置.....	2
图 3: 公司 2016-2020 主营业务占比变化情况.....	3
图 4: 2021 年 H1 公司主营业务占比情况.....	3
图 5: 2019 年公司采购原材料占比情况.....	4
图 6: 2018 年公司对主要外协加工厂采购金额占比情况.....	4
图 7: 公司通过多级经销商销售产品.....	4
图 8: 2020 年公司分地区收入占比.....	4
图 9: 公司全球经销商分布数量 (家)	5
图 10: 公司和全球知名运营商建立合作.....	5
图 11: 公司营业收入保持高增长.....	5
图 12: 公司归母净利润保持高增长.....	5
图 13: 公司毛利率和净利率维持在较高水平.....	6
图 14: 公司三费稳中有降.....	6
图 15: 公司研发费用及费用率情况.....	6
图 16: 公司研发人数快速上升.....	6
图 17: 企业通信演化示意图.....	9
图 18: 全球 SIP 电话终端渗透率扩大.....	10
图 19: 全球 SIP 话机终端出货量稳定增长.....	10
图 20: 全球 SIP 话机终端市场规模增速稳定.....	10
图 21: 2015 年全球 SIP 话机市场份额占比情况.....	11
图 22: 2019 年 SIP 全球 SIP 话机市场份额占比情况.....	11
图 23: 公司稳居全球 SIP 话机市占率第一.....	12
图 24: 公司销售模式示意图.....	13
图 25: 公司部分技术及平台合作伙伴.....	13
图 26: 公司音频实验室.....	13
图 27: 公司产品获得多项产品认证.....	13
图 28: 2020 年公司员工构成.....	14
图 29: 公司专注于高附加值环节.....	14
图 30: 公司各系列话机产品销量情况 (万台)	14
图 31: 公司 SIP 话机产品毛利率情况 (20 年后含 DECT 话机)	14
图 32: 公司 SIP 话机营收保持增长 (20 年后含 DECT 话机)	15
图 33: 私有化部署和云端部署示意图.....	15
图 34: 统一通信及协作 (UC&C) 市场规模.....	16
图 35: UC&C 细分市场规模 (亿美元)	16
图 36: 全球移动网络平均传输速度 (左) 及延时 (右)	16
图 37: 全球固定宽带平均传输速度 (左) 及延时 (右)	16
图 38: 全球及中国企业商旅支出情况.....	17
图 39: 全球企业商旅支出总支出比重情况.....	17

图 40: 疫情使 70% 的企业管理者更乐于接受远程办公模式	17
图 41: 全球所有知识工作者中有 51% 将施行远程工作	17
图 42: 会议系统逐渐跳出原有通信工具范畴	18
图 43: Meta 推出的元宇宙办公程序 Horizon Workrooms	18
图 44: 统一通信产业链示意图	18
图 45: 2020 年全球 UC&C 市场份额占比	19
图 46: 2020 年全球视频会议终端市场份额占比	19
图 47: 公司各产品线有优秀的业务协同性	21
图 48: 公司提出公有云、私有部署及混合云等灵活部署方式	21
图 49: 全球视频会议硬件市场规模	22
图 50: 国内视频会议软硬件市场规模	22
图 51: 公司国内外官网产品排序	22
图 52: 公司国内部分政企合作客户	22
图 53: 公司针对我国政务系统推出的智慧党建解决方案	23
图 54: 公司与全球领军会议平台厂商合作历程	23
图 55: 公司与微软 Teams、Zoom 和腾讯会议联合推出多项会议室硬件解决方案	24
图 56: 公司会议产品营收爆发增长	25
图 57: 公司会议产品毛利率稳定	25
图 58: To B 与 To C 产品设计思路与需求特点存在差异	26
图 59: 全球混合办公员工比例快速提升	26
图 60: 个人办公设备适用于多种办公场景	26
图 61: 全球专用办公耳机市场规模	27
图 62: 全球网络摄像头 (Webcam) 市场规模	27
图 63: Poly 耳机业务收入情况 (百万美元)	27
图 64: 商务耳麦具有顶尖的音频技术	28
图 65: 公司耳麦具备广泛的兼容性	28
图 66: 公司 2021 年全新推出的个人办公终端	29
图 67: 公司云办公终端营收情况	29
图 68: 公司云办公终端毛利率情况	29

表 目 录

表 1: 公司发展历程.....	1
表 2: 公司产品类别.....	3
表 3: 2018 年激励计划公司业绩考核目标完成情况 (第二期、第三期业绩目标调整后)	7
表 4: 2020 年激励计划公司业绩考核目标完成情况 (第一期、第二期业绩目标调整后)	7
表 5: 事业合伙人激励基金计划	7
表 6: 公司创投基金投资对象 (截至到 2022 年 2 月 24 日)	8
表 7: SIP 是易拓展的文本协议.....	10
表 8: 公司桌面通信终端产品.....	11
表 9: 公司 UC 会议产品涵盖了云平台、软端和硬端.....	19
表 10: 公司会议硬件在三大平台渠道长期营收空间测算.....	24
表 11: 公司商用办公终端产品矩阵.....	28
表 12: 分业务收入及毛利率	30
表 13: 绝对估值假设条件.....	31
表 14: FCFF 估值结果.....	31
表 15: FCFF 估值敏感性分析	32
表 16: 可比公司估值	32
附表: 财务预测与估值	34

1 深耕企业通信二十载，前瞻布局保持高成长

1.1 SIP 话机市占率连续四年夺魁，全球龙头稳健发展

SIP 话机连续四年全球市占第一，已是企业通信行业龙头。公司于 2001 年在厦门市成立，2017 年在深交所上市。公司从 USB Skype 话机起家，逐步推出 SIP 话机、DECT 话机、VCS 产品和通信云平台产品，现已形成桌面通信终端、会议产品和云办公终端三大产品类别，其中 SIP 话机自 2017 年开始已连续四年市占率全球第一，会议产品也获微软、Zoom 和腾讯会议等头部平台认证，企业统一通信版图持续扩张。

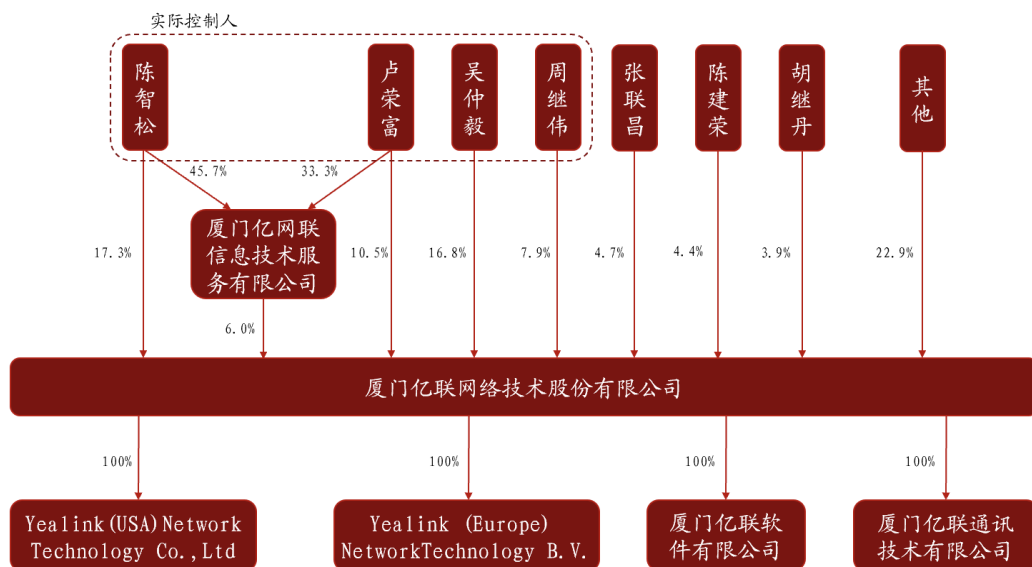
表 1：公司发展历程

时间	发展历程
2001	亿联公司成立
2004	成功研发基于 USB 的 Skype 电话终端并成功进入国际市场
2005	亿联成为全球 TOP1 的 USB 话机供应商
2008	推出 T2 系列 SIP 话机
2010	亿联成为中国 TOP1 SIP 话机提供商
2011	推出 T3、VP 系列 SIP 话机
2013	杭州研发中心成立；推出 T4 系列 SIP 话机和 DECT 话机
2014	亿联成为全球 TOP2 SIP 话机提供商
2015	亿联视频会议系统（VCS）上市；亿联成为微软全球战略合作伙伴
2016	亿联与全球 TOP 运营商 Verizon、AT&T、英国电信、荷兰电信、比利时电信、沃达丰达成战略合作
2017	亿联网络（300628）在深交所创业板成功上市；SIP 话机市场占有率全球第一
2019	亿联与腾讯云、索尼（中国）、中国电信集团达成战略合作
2020	发布融合通信方案 UME、第三代智能视讯终端 MeetingEye 系列和云办公终端产品线
2021	获得中国信创产业供应商 60 强；持续推出商务耳麦新品

数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构分散，管理层稳定。截至 2020 三季报，公司实控人陈智松、吴仲毅、卢荣富、周继伟四人分别直接持有公司 17.3%、16.8%、10.5%和 7.9%的股份，陈智松和卢荣富同时持有亿网联 45.7%和 33.3%的股份，公司无单一控股股东。上市以来，公司实控人未发生过变更，管理层稳定，利于公司长期发展。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 构建统一通信全场景产品矩阵，庞大经销网络覆盖全球

深耕企业通信市场，向全球企业提供统一通信（UC）解决方案。公司处于通信行业下游，向企业用户提供办公桌面、会议室、远程办公和移动办公等全场景的通信解决方案，具备从云到端的服务提供能力。

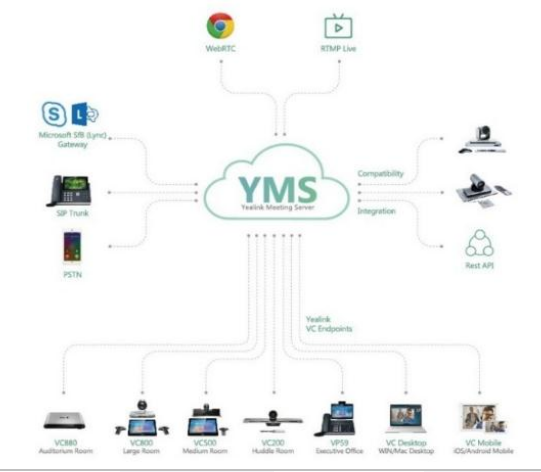
图 2：公司所处行业位置



数据来源：招股说明书，西南证券整理

实现办公场景产品全覆盖，打造完整统一通信体验。公司主要产品包括桌面通信终端、会议产品和云办公终端，满足了固定桌面办公、会议室办公、远程办公和移动办公等不同场景的办公设备需求。其中，IP 话机和视频会议产品获得了微软 Teams、Zoom 和腾讯会议认证，是全球知名云会议平台的指定硬件设备。

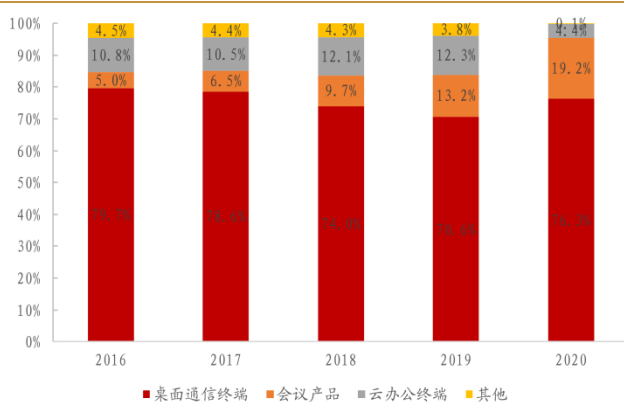
表 2：公司产品类别

产品大类	细分类别	产品	示意图
桌面通信终端	IP 话机	SIP 话机	
		DECT 话机	
		Microsoft/Zoom 话机	
		会议话机	
会议产品	云平台	亿联多媒体视频会议服务器 (Yealink Meeting Server)	
		亿联云视讯 (Yealink Meeting)	
		融合通信平台 UME	
	硬件终端	MeetingEye 系列	
		VC 系列	
		Microsoft/Zoom/腾讯会议硬件	
		电子门牌	
		投屏协作设备	
云办公终端		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	

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

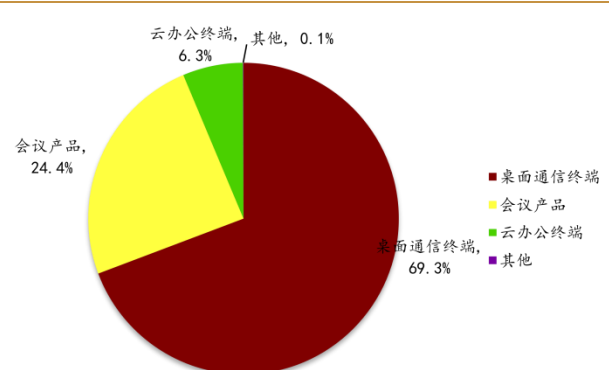
桌面通信终端是公司营收的主要来源，会议产品和云办公终端占比快速增长。过去五年，公司桌面通信终端在总营收中的占比均保持 70% 以上，SIP 话机贡献了绝大部分收入。另外，公司重点布局的会议产品和云办公终端也取得了良好增长，在 2021 上半年占比分别提升到了 24.4% 和 6.3%。

图 3：公司 2016-2020 主营业务占比变化情况



数据来源：Wind，西南证券整理

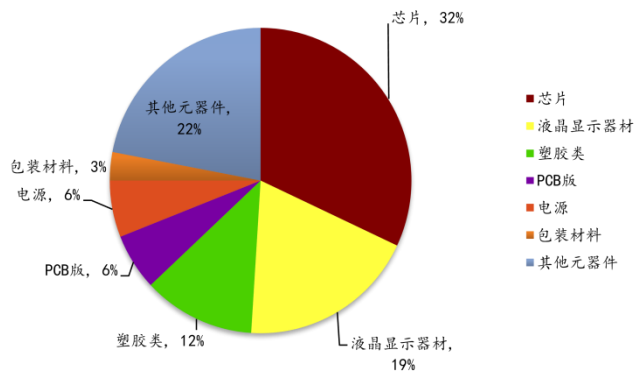
图 4：2021 年 H1 公司主营业务占比情况



数据来源：Wind，西南证券整理

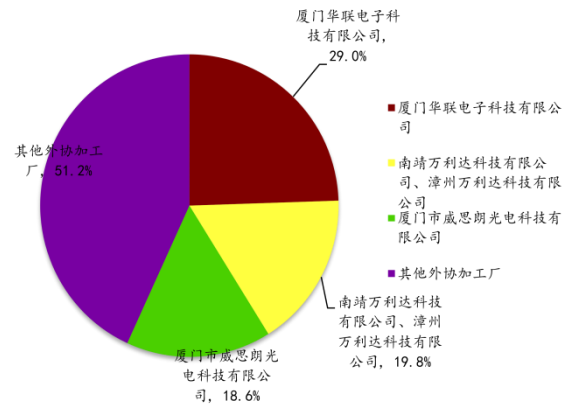
采用轻资产模式，委托外协加工厂进行来料加工。公司将劳动密集型生产环节外包，通过来料加工模式委托给外协加工厂，从而在保证产品质量的情况下降低生产成本。来料加工的主要流程为：公司首先负责采购产品生产所需的主要原材料，包括芯片、液晶显示器材、塑胶外壳、PCB 板、电源、包材和其他元器件，其中除部分芯片采购自 TI 和 Broadcom 等国外厂商以外，大部分材料均采购自国内供应商；再委托华联电子、万利达科技等外协厂商按照公司的技术标准和质量要求进行生产加工；最后，公司进行成品检验测试。

图 5：2019 年公司采购原材料占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

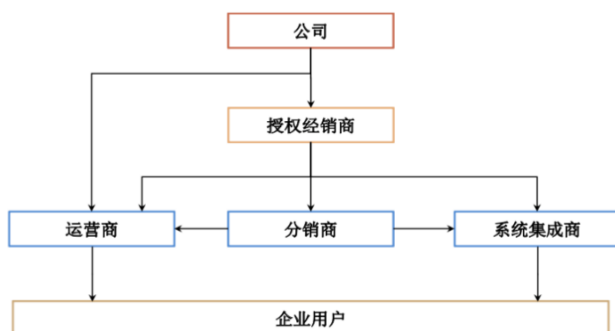
图 6：2018 年公司对主要外协加工厂采购金额占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

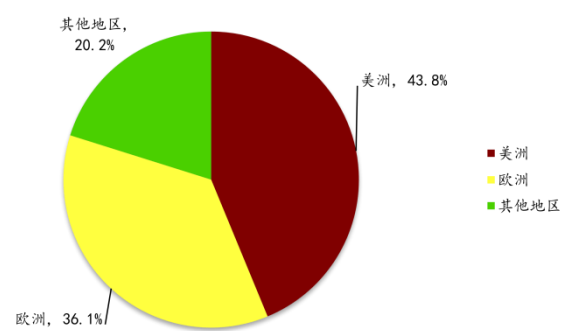
经销商多级代理，产品主要销往海外。相较于欧美地区，国内对 IP 通信运营资质把控严格，因此公司产品主要销往海外，2020 年公司在欧美地区营收占比达 80%。公司通过 150 多家经销商和运营商建立起覆盖全球 100 多个国家的分销网络，公司销售人员和当地经销商密切配合，开拓全球市场。

图 7：公司通过多级经销商销售产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

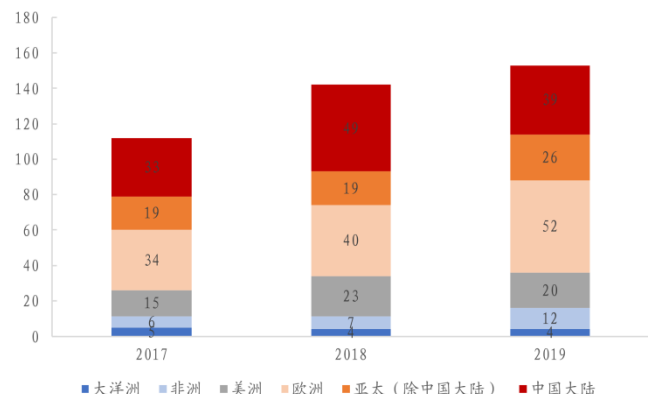
图 8：2020 年公司分地区收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

稳固的经销体系是公司核心竞争力之一，终端客户群由低端向高端渗透。截至 2019 年底，公司在全球范围内拥有 153 家经销商，其中核心经销商与公司已合作十年以上。遍布全球的分销体系叠加极高的渠道效率，使公司在快速匹配用户需求的同时降低销售费用，公司多年积累的品牌认知度和忠诚度已成为牢固护城河。同时，公司前期通过中小企业切入 IP 通信市场，现在已开始向高端市场发力，与全球知名运营商和会议平台建立合作，打开新的增长空间。

图 9：公司全球经销商分布数量（家）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司和全球知名运营商建立合作

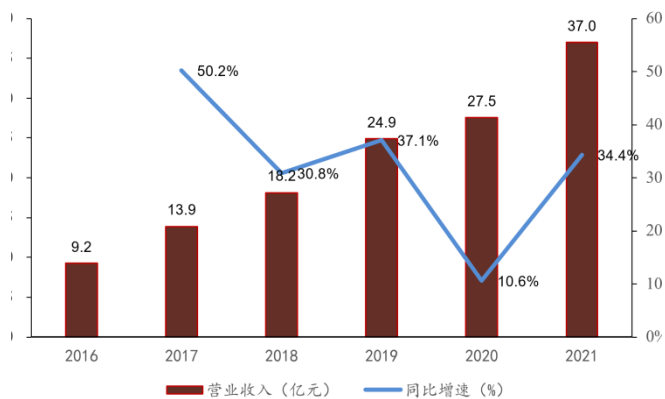


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.3 疫情缓和和业绩恢复高增长，把握市场机遇扩大研发投入

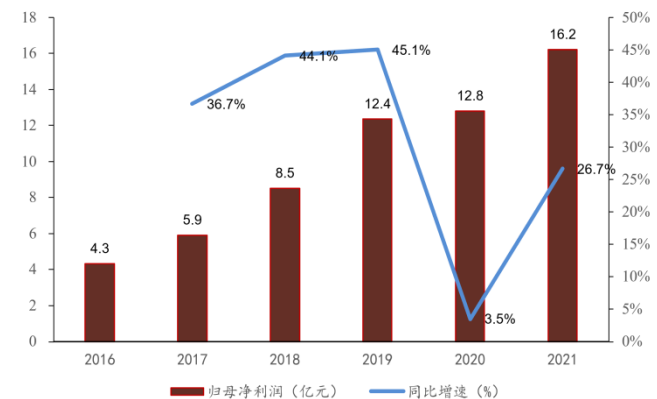
疫情影响缓和，业绩恢复高增速。公司 SIP 话机高端市场开拓和会议产品“云+端”战略持续推动业绩增长，增速均保持在较高水平，2017-2020 营收和归母净利润 CAGR 分别为 25.7%和 29.4%，仅 2020 年增速短暂下滑，原因是疫情影响公司海外营销活动，导致桌面话机销售受阻，但随着疫情缓和，公司业绩增速回复高位，根据公司 2021 年业绩快报，预计 2021 年全年营收 37 亿元，同比增长 34.4%，预计同期归母净利润 16.2 亿元，同比增长 26.7%。

图 11：公司营业收入保持高增长



数据来源：Wind，西南证券整理

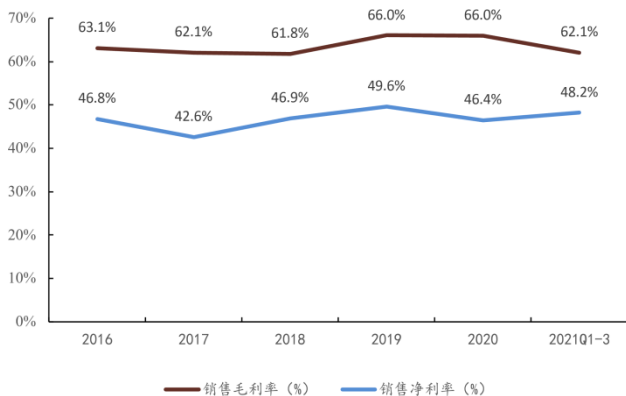
图 12：公司归母净利润保持高增长



数据来源：Wind，西南证券整理

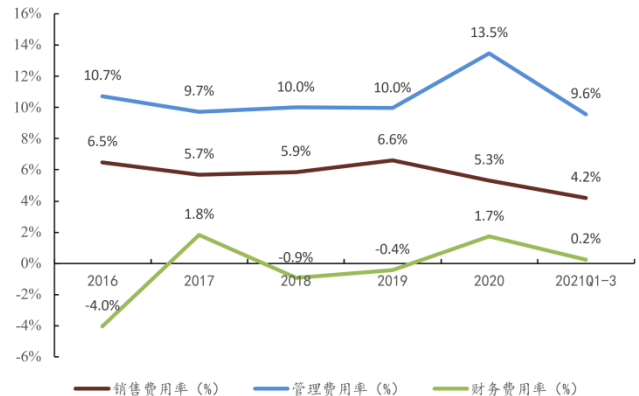
产品结构优化与费用控制并行，造就公司高毛利水平。在美元汇率大幅下跌、原材料价格上涨等多重不利因素的影响的背景下，公司不断优化产品结构，提高高附加值产品销售占比，同时控费调价并举，使公司毛利水平维持在较高位置。2021 年前三季度，公司毛利率和净利率分别为 62.1%和 48.2%。费用方面，公司海外营销活动受疫情影响较大，截至到 21 年三季报，公司销售费用率继续下滑到 4.2%，管理费用率和财务费用率分别为 9.6%和 0.2%。

图 13：公司毛利率和净利率维持在较高水平



数据来源：Wind，西南证券整理

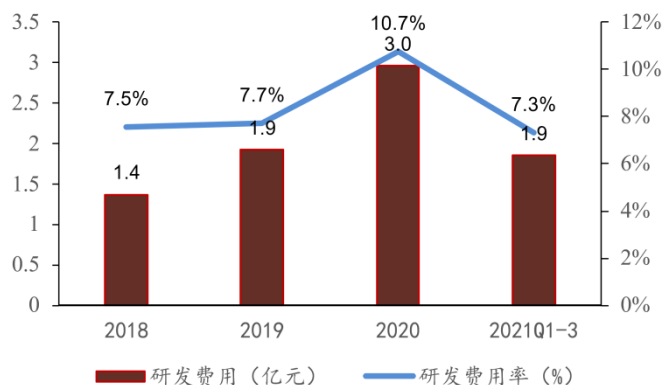
图 14：公司三费稳中有降



数据来源：Wind，西南证券整理

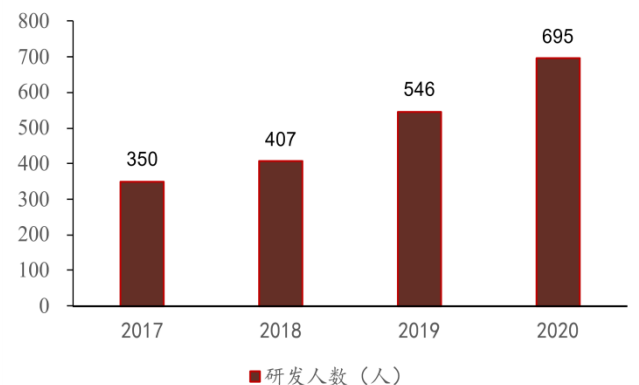
把握远程办公机遇，加大研发投入。在混合办公成为新常态的背景下，市场对云办公服务的需求将持续提升，公司加大对三条业务线的研发投入，加快新机型和新功能的推出速度，快速响应市场需求。2020 年公司研发费用同比增长 53.9%，达到 3 亿元，研发费用率达 10.7%，研发人数也达到 695 人，占员工总数的 49.9%。

图 15：公司研发费用及费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：公司研发人数快速上升



数据来源：Wind，西南证券整理

1.4 多层次股权激励秣马厉兵，前瞻性产投基金决胜千里

秣马厉兵，多层次激励机制绑定优秀人才。公司分别在 2018 年和 2020 年实施了两次股权激励计划，激励对象覆盖了公司高管、核心管理人员和核心技术人员等。同时，公司在 2021 年设立了事业合伙人激励基金，覆盖公司核心骨干。公司完善的多层次激励机制能够有效结合各方利益，共同推动公司长远发展，维持公司长期竞争力。

2018 年股权激励计划：本计划首次授予的激励对象共计 86 人，包括公司部分高级管理人员共 2 人和核心技术（业务）人员及其他员工共 84 人。目前，第一期和第二期业绩考核目标均超额完成，据 21 年业绩快报推算，第三期考核目标也能够顺利完成。

表 3：2018 年激励计划公司业绩考核目标完成情况（第二期、第三期业绩目标调整后）

解除限售期	公司业绩考核目标	达成情况
首次授予的限制性股票 第一个解除限售期	以 2018 年营业收入及净利润为基数，2019 年营业收入及净利润增长率不低于 20%	2019 年营业收入较 2018 年增长 37.1%，净利润（剔除股权激励计划股份支付费用影响）增长 46.3%，达到设定目标
首次授予的限制性股票 第二个解除限售期	以 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	2020 年营业收入较 2019 年增长 10.6%，净利润（剔除股权激励计划股份支付费用影响）增长 6.5%，达到设定目标
首次授予的限制性股票 第三个解除限售期	以 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%	据 21 年业绩快报，21 年营收较 20 年增长 34.4%，归母净利润同比增长 26.7%，将达到设定目标。

数据来源：公司公告，西南证券整理

2020 年股权激励计划：本计划首次授予的激励对象共计 113 人，包括公司部分高级管理人员共 2 人和核心技术（业务）人员及其他员工共 111 人。目前，第一期业绩考核目标已经达成，第二期业绩考核目标预计也能够顺利完成。

表 4：2020 年激励计划公司业绩考核目标完成情况（第一期、第二期业绩目标调整后）

解除限售期	公司业绩考核目标	达成情况
首次授予的限制性股票 第一个解除限售期	以 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	2020 年营业收入较 2019 年增长 10.6%，净利润（剔除股权激励计划股份支付费用影响）增长 6.5%，达到设定目标。
首次授予的限制性股票 第二个解除限售期	以 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%	据 21 年业绩快报，21 年营收较 20 年增长 34.4%，归母净利润同比增长 26.7%，将达到设定目标。
首次授予的限制性股票 第三个解除限售期	以 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%	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

事业合伙人激励基金计划：公司实施多层次激励机制，于 2021 年设立激励基金，旨在激发公司高层人员“二次创业”的激情，引导高层人员长期关注公司收入增长及盈利能力，提升高层人员的稳定性和凝聚力，确保公司长期、健康的可持续发展。

表 5：事业合伙人激励基金计划

计划有效期	激励对象	基金提取条件	基金提取方式
本激励计划的第一个运作周期为 2021 年至 2025 年五个会计年度	与公司或下属子公司建立正式劳动关系的公司总监或高级工程师及以上人员，具体对象由公司董事会及董事会薪酬与考核委员会认定	(1)最近一个会计年度注册会计师出具标准无保留意见的审计报告 (2)最近一年没有因重大违法违规行为被中国证监会予以行政处罚 (3)最近一个会计年度经审计的公司合并报表营业收入同比增长率不低于 30%(含本数) (4)最近一个会计年度已实施的限制性股票激励计划公司业绩目标达成	有效期内每年度提取条件达成后，均按不超过当年度净利润净增加额的 10%提取激励基金，具体提取比例由公司董事会确认

数据来源：公司公告，西南证券整理

决胜千里，设立产投基金布局发展赛道。公司参与设立亿联凯泰人工智能创业投资基金（认缴 1.1 亿元）和亿联凯泰数字创业投资基金（认缴 1.3 亿元）两大产业投资基金，向具有高成长性的全球通讯、云服务、大数据、人工智能、企业安全、智慧办公等重点领域的创新项目进行投资。前瞻性的投资布局有助于提升公司产业协同能力，向未来高成长性赛道延伸触角。

表 6：公司创投基金投资对象（截至到 2022 年 2 月 24 日）

投资时间	被投资公司	被投资公司简介	备注
2020.7	Worktile	Worktile 作为国内知名 SaaS 软件公司，始终以打造世界级的办公软件作为公司发展的核心目标。成立 6 年来，自主品牌涵盖“通用协作+软件开发”两条产品线，服务了来自互联网、电商、游戏、教育、外贸、零售、金融、地产在内的 30 多个行业，收获了数千家中大型付费企业，用户超 50 万。	该轮融资将助力 Worktile 打造以产研团队为核心、面向企业研发场景的全流程协作 SaaS 工具矩阵和生态，通过高度配置化的方式支持研发和其他团队的协作、沟通和数字化，让产研群体的工作更加高效。
2020.9	视诚科技	视诚科技主要研发和提供 专业视音频处理全方位解决方案 ，是视听及显示领域最专业的设备供应商之一。视诚科技自 2009 年创立以来，产品远销海内外 100 多个国家和地区。	这一战略投资将助力视诚科技打造国际领先的超高清视频显示管理系统，对产品的性能、可靠性和易用性进行全方位整合，为客户提供最优质的音视频处理设备。
2020.10	容智信息	容智信息（Infodator）聚焦 RPA 赛道，在人工智能和自动化领域有深厚的技术积累，面向世界 500 强企业、央企及政府、金融等大型企事业单位， 提供具有国际标准的企业级数字化生产力解决方案。	此次亿联凯泰对容智信息的战略投资是公司积极布局数字化生态的重要一步，双方将会携手在数字化领域共同实现新的突破。
2021.3	有信科技	有信云成立于 2018 年，致力于以技术推动产业互联，以 BBC 商业逻辑为基础， 为客户提供全渠道数字化解决方案 ，帮助企业完成产业互联网升级目标。	本轮融资由亿联凯泰基金和金沙江创投联合投资，将用于有信云在 APaaS 平台的研发投入和 SaaS 生态的构建上，以满足更多企业客制化 SaaS 需求。
2021.7	望繁信科技	望繁信科技 致力于让流程赋能企业 ，打造流程智能新生态，产品提供流程可视化、流程指标分析、自定义 Dashboard、异常流程监测等多功能，并适配多个 OA、ERP 系统及主流数据库，已经为国内多家行业标杆企业提供流程智能服务。	这一战略投资将加速望繁信科技在产品研发、市场推广、生态构建方向的推进，加速推动企业数字化运营领域的发展。
2021.8	虎符网络	虎符网络成立于 2019 年底，总部位于杭州。虎符网络在零信任架构的基础上 打造新一代企业 Web 应用安全和远程访问安全解决方案 ，在互联网上构建安全可信的虚拟身份网络。	这一战略投资将加速虎符网络的团队扩展和产品的研发，推进零信任安全产品打磨和新产品的拓展开发，为企业数字化经济保驾护航。
2021.9	摹客科技	摹客设计云是“ 设计+协作 ”的一站式平台，产品包括摹客协作平台、摹客 RP（原型设计工具）+摹客 DT（矢量设计工具）、摹客设计系统。	本轮投资由沣扬资本和亿联凯泰共同投资。该轮融资将用于加速推进公司产品研发、市场推广、生态构建和国际化扩张。
2021.9	玳数科技	袋鼠云成立于 2015 年 11 月，总部位于杭州，是国内领先的 数字化基础设施服务商 。公司自主研发推出了一站式大数据开发平台“数栈 DTinsight”、数字孪生可视化搭建平台 EasyV、以及数据化运维等产品。	这一战略投资将加速袋鼠云的团队扩展和产品的研发，推进数栈 DTinsight 产品和数字孪生可视化 EasyV 产品的打磨和拓展开发，为企业数字化经济保驾护航。
2021.11	阅流	阅流是 国内音视频资产管理与协同交付平台 ，致力于为音视频制作的创作者和协同方打造一种全新基于云的音视频资产管理与协同交付模式，创造性地开发智能影像数据自动上云，媒介管理与存储备份，基于云的生产协同系统三大服务模块。	这一战略投资将用于阅流团队优化与产品系统的迭代升级，开发更多创新功能，助力用户实现视频工作流的数字化、智能化以及可视化的管理升级。
2021.12	智史科技	智史科技成立于 2016 年，其产品为新一代 数据库 DolphinDB ，集高性能时序数据库（time-series database）与全面的分析功能为一体，可用于海量结构化数据的存储、查询、分析、实时计算，实现 PB 级数据查询毫秒级响应以及复杂分析任务秒级响应，为用户的实时商业决策赋能。	这一战略投资将用于智史科技团队加速扩展、产品研发发展和国际化扩张方向的推进，未来智史科技将持续深耕金融、物联网领域提供一站式大数据解决方案，助力企业实时商业决策。

投资时间	被投资公司	被投资公司简介	备注
2022.2	TaoCloud	TaoCloud 成立于 2014 年，是北京大道云行科技有限公司品牌。 TaoCloud 一直聚焦专注于 SDS 存储 ，坚定长期自主研发投入和产品创新驱动，厚积薄发夯实了新一代 SDS 创新领导者和国产化信创存储第一梯队的初步地位。	本轮融资将持续加码全闪 SDS 2.0 技术研发、市场开拓、生态构建和信创市场布局。

数据来源：公司公众号，公司公告，西南证券整理

2 SIP 话机市场龙头地位稳固，产品结构优化提供长期增长动能

2.1 企业 IP 通信趋势确定性高，SIP 话机成为 IP 话机首选类别

IP 通信取代模拟通信是企业通信的必然趋势。企业内部通信具备多使用者、多角色差异和多区域通信等特点，传统模拟和数字电话系统技术的 PBX 交换机能够满足本地内部免费通话，但在企业规模不断扩大、跨国通信需求增多的背景下，本地 PBX 难以满足多分支公司的需求，基于互联网的 IP 通信系统应运而生。IP 通信系统将传统 PBX 升级为 IP-PBX，并将数据接入互联网，实现了通过网络传输音视频的目的，即 VoIP。低成本、功能丰富、高音频质量 IP 通信逐渐成为主流，并在 2005 年销量超过模拟电话系统。IP 通信取代模拟通信，并进一步发展成为多终端统一通信是企业间通信发展的必然趋势。

图 17：企业通信演化示意图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

相较于 H.323 协议，SIP 协议更加轻便灵活，逐渐成为未来发展方向。IP 通信协议主要分为两大阵营：H.323 协议阵营和 SIP 协议阵营。H.323 标准由国际电信联盟制定，沿用了传统 PSTN 的电话信令模式，定义严谨但结构复杂且拓展性差。SIP 是由因特网工程任务组（IETF）制定的多媒体通信协议，是一种结构比较简单的轻量级纯文本协议，实现了信令和媒体分开表述，可以方便添加定制的媒体和数据，拓展性强。因此，SIP 协议的拓展性和灵活性使得 SIP 终端成为实施网际协议通话技术（VoIP）的首选类别，全球 SIP 电话终端在 IP 电话中的渗透率从 2015 年的 27.5% 提升到 2018 年的 46.5%，未来保持进一步扩大趋势。

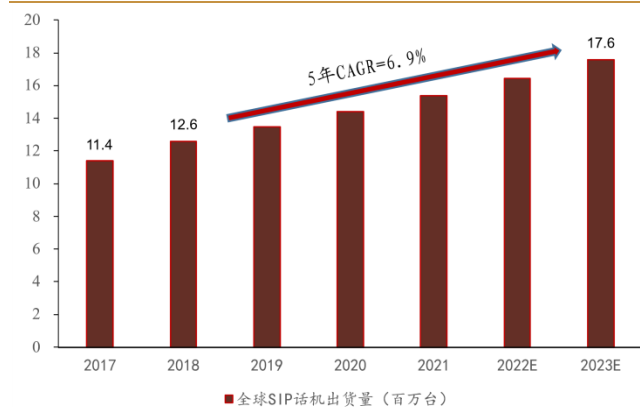
表 7: SIP 是易拓展的文本协议

信令	H.323	SIP
主要服务器	GateKeeper, MCU, Gateway	Proxy Sever, Registrar, Conference Server
会议控制	H.225, H.245, H.450.x	CCP, BFCP
媒体	RTP	RTP
媒体数据控制	T.12x 系列	SDP
传输层支持	TCP, UDP	TCP, UDP
复杂性	复杂, 庞大	简单文本协议
扩展性	需要添加新协议	SDP 拓展描述

数据来源:《面向服务的云会议系统架构及其关键技术研究》, 西南证券整理

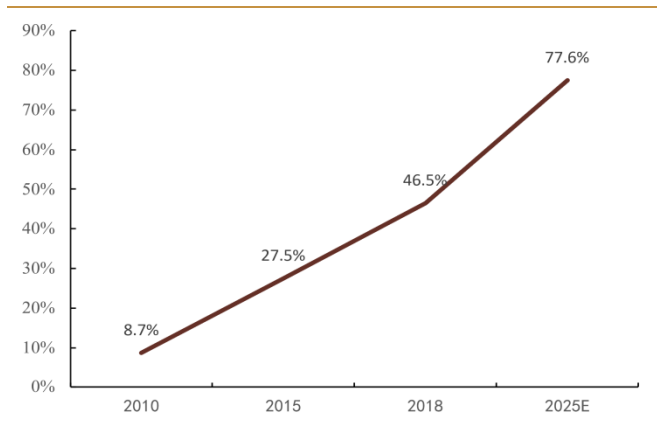
企业统一通信发展趋势下, SIP 话机需求将持续增长。SIP 话机是基于 SIP 协议的 VoIP 话机, 是统一通信系统 (UC) 中的桌面通信终端。企业通信从模拟电话系统到 IP 电话系统的转换过程创造了大量的 IP 话机需求, 未来企业 UC 系统的普及也将进一步扩大这些需求, 而 SIP 话机得益于对 UC 系统的广泛兼容已成为 IP 话机的首选类别。据 Frost & Sullivan, 预计到 2023 年全球 SIP 话机终端出货量将达到 1760 万台, 5 年复合增速达 6.9%, 根据亿联网络披露的 SIP 话机平均销售价格计算, 全球 SIP 话机终端市场规模将在 2023 年达到 95.4 亿元。

图 19: 全球 SIP 话机终端出货量稳定增长



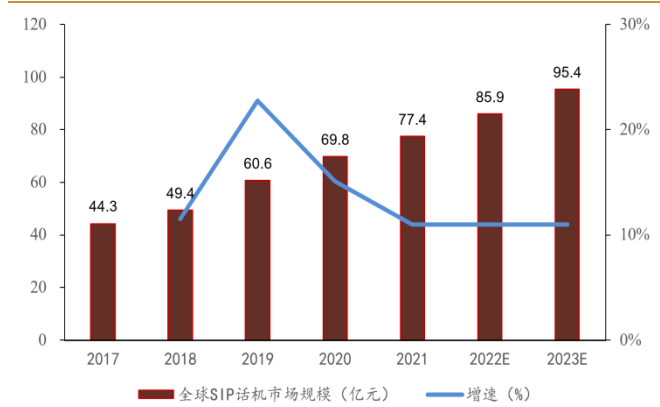
数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

图 18: 全球 SIP 电话终端渗透率扩大



数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

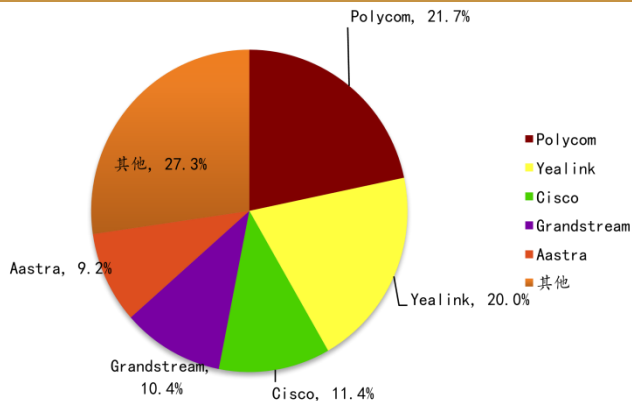
图 20: 全球 SIP 话机终端市场规模增速稳定



数据来源: Frost & Sullivan, 公司公告, 西南证券测算

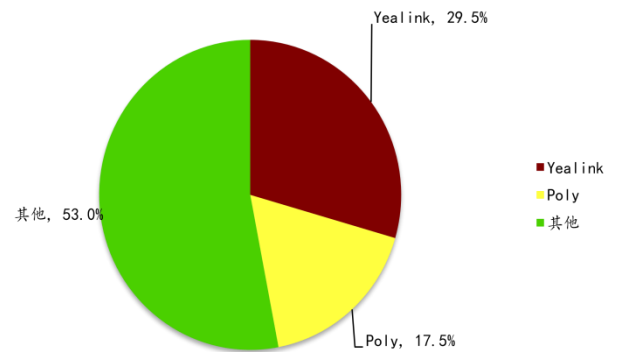
全球 SIP 话机市场由少数企业主导, 寡头竞争激烈。全球 SIP 话机市场的前五大参与者为亿联网络、思科、Polycom (现为 Poly)、Grandstream 和 Aastra, 共占据了 2015 年全球 72.7% 的市场份额。由于 Polycom 在 2018 年被 Plantronics 收购后整合进展不佳, 亿联网络市场份额迅速扩大, 2019 年其市占率提升至 29.5%, 并在 2020 年进一步攀升到 34.3%。

图 21：2015 年全球 SIP 话机市场份额占比情况



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

图 22：2019 年 SIP 全球 SIP 话机市场份额占比情况



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

2.2 三大优势卡位全球 TOP1，产品+渠道双管齐下推动量价齐升

公司桌面通信终端包括 SIP 话机、DECT 话机，其中 SIP 话机是公司的现金牛产品。公司对下游市场精确切分，通过硬件和软件的差异来满足不同层次的需求。公司针对中低端话机市场推出 T2 和 T3 系列话机，主打超高性价比，针对高端市场推出了多功能彩屏 T4 和 T5 系列话机，以满足更丰富的商务功能需求。同时，公司与微软、Zoom 等平台合作推出认证话机，进一步提升在高端话机市场的竞争力。

表 8：公司桌面通信终端产品

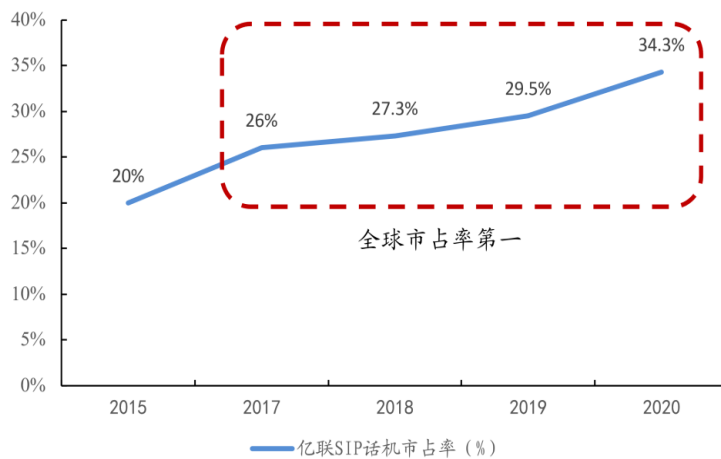
产品大类	二级分类	产品定位	产品图示
SIP 话机	T2	高性价比 SIP 话机，定位中低端市场	
	T3	2020 年新推出，替换 T2 系列话机，具备彩屏千兆技术，进一步巩固中低端市场竞争力	
	T4	更强性能的多功能中高端 SIP 话机，具备蓝牙和 WiFi 连接功能	
	T5	高端 SIP 话机，具备彩屏和视频会议能力	
	Teams 话机	具备 Teams 认证的高端智能话机，搭载安卓系统	
	Zoom 话机	内置原生 Zoom 应用的高端智能话机，搭载安卓系统	

产品大类	二级分类	产品定位	产品图示
DECT 话机		增强型数字无绳电话系统，满足固定场所特定范围内的无线通信需求	

数据来源：公司公告，西南证券整理

早期凭借超高性价比话机切入中小企业市场，现已稳居全球 SIP 话机销量第一。Cisco 等国外公司主要聚焦于高端市场，为大型企业提供通信终端。而公司将目标对准中低端市场，利用中小企业较高的价格敏感性，提供超高性价比产品切入话机市场，再逐渐向高端市场渗透。公司凭借正确的市场研判和优异的产品性能，自 2017 年以来连续四年蝉联全球 SIP 话机销量第一，已成为全球 SIP 话机龙头企业。

图 23：公司稳居全球 SIP 话机市占率第一

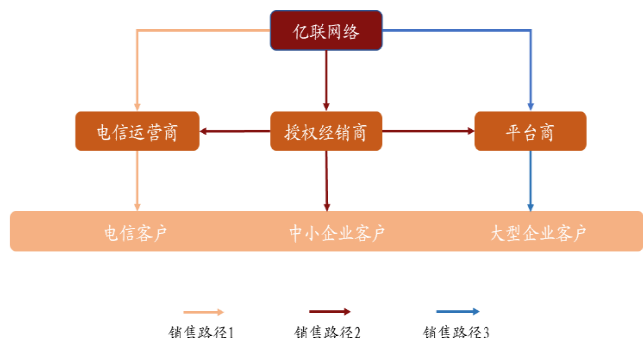


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

三大优势铸就中长期护城河，市场份额将继续稳健提升。有别于普通消费者市场，企业客户粘性更高，同时也更看重产品的稳定性和一致性，更希望能够得到供应商良好的售后服务。而公司所具备的渠道优势、研发认证优势和成本优势能够抓住企业客户痛点、满足客户需求，形成进入壁垒。

渠道优势：全球性多层次分销网络形成公司竞争壁垒，优秀渠道管理保证服务质量。公司建立了三层产品销售体系：(1) 针对全球中小企业市场，通过分销模式铺设成熟的销售网络，目前公司拥有的 153 个经销商覆盖了全球 106 个国家和地区，能够迅捷地为客户提供高质量服务；(2) 针对电信运营商市场，公司积极与全球知名运营商展开合作，通过运营商直接部署产品；(3) 针对大型企业客户，与微软、腾讯、Zoom、Broadsoft、Avaya 等平台商合作，将产品打包成综合解决方案推荐给企业客户。

图 24：公司销售模式示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：公司部分技术及平台合作伙伴



数据来源：公司官网，西南证券整理

研发认证优势：以音视频技术研发为核心、全球认证为背书，形成行业进入门槛。技术研发方面，公司在掌握了音视频编解码、回音消除、噪声消除、视频引擎、图像降噪等基础音视频处理技术的同时，还掌握了底层音视频基础算法，无需主芯片厂商提供配套处理方案即可实现音视频处理，避免了对主芯片厂商的依赖，实现与竞品的差异化竞争。

认证方面，音视频产品在全球销售需要经过不同国家繁复的准入认证，难度较高且认证周期较长，公司产品已获得欧盟 CE、美国 FCC、澳洲 RCM、巴西 Anatel 以及埃及 NTRA 认证等 200 多项产品准入认证和安全认证。此外，SIP 话机作为 IP 通信终端产品，需要与企业通信系统厂商匹配对接才能满足用户需求，平台认证兼容也成为了行业主要壁垒，而公司已经形成了较为优质的生态关系，取得了大量系统平台商的认证，具备先发优势。

图 26：公司音频实验室



数据来源：公司公众号，西南证券整理

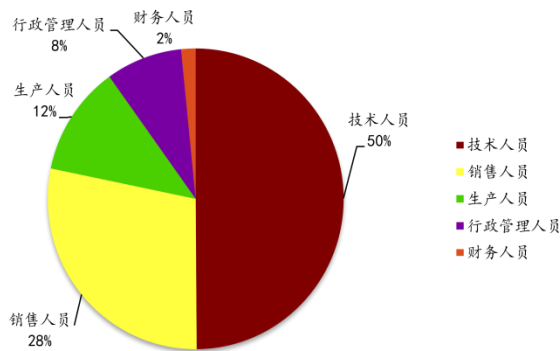
图 27：公司产品获得多项产品认证



数据来源：公司官网，西南证券整理

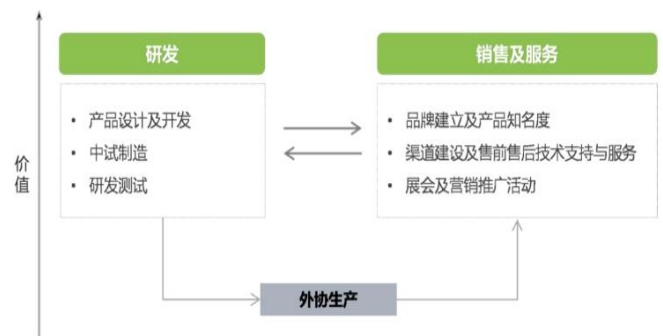
成本优势：外协加工模式带来成本优势，公司专注研发销售保持产品竞争力。公司将生产制造环节外包给外协加工厂，并通过来料加工等方式在降低生产成本的同时保证产品质量。2020 年，公司仅有 12% 的员工负责生产环节，近八成员工专注于能产生较高收益的研发和销售环节，带来了较高的人均产出。

图 28：2020 年公司员工构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

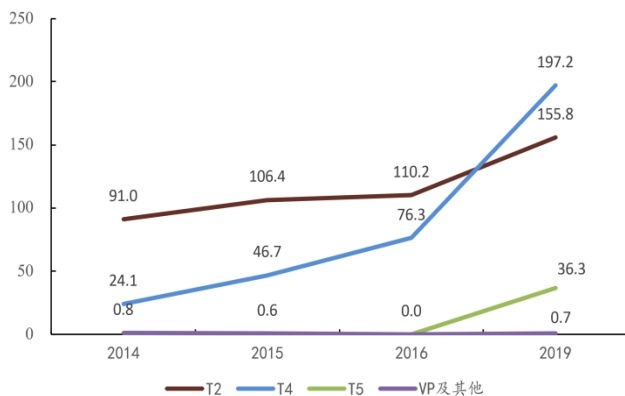
图 29：公司专注于高附加值环节



数据来源：招股说明书，西南证券整理

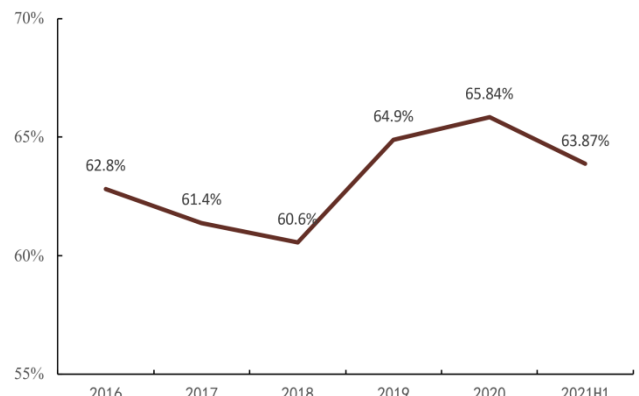
长期来看，持续的产品结构和渠道优化为公司桌面话机业务提供量价增长动能。产品方面，公司推出 T5 系列话机加速渗透欧美厂商占据的高端市场，由于 T5 系列的产品竞争力以及公司积累的品牌知名度，高端市场的开拓顺利。自 2018 年上市以来，其销售占比持续提升，相较于单价 230 元左右的 T2 系列话机，T5 系列话机的单价提高到了 818 元，有效改善了公司的毛利水平。同时，公司推出 T3 系列千兆彩屏话机，替换原有的百兆黑白屏 T2 话机，进一步巩固中低端市场的产品竞争力。

图 30：公司各系列话机产品销量情况（万台）



数据来源：公司公告，西南证券整理

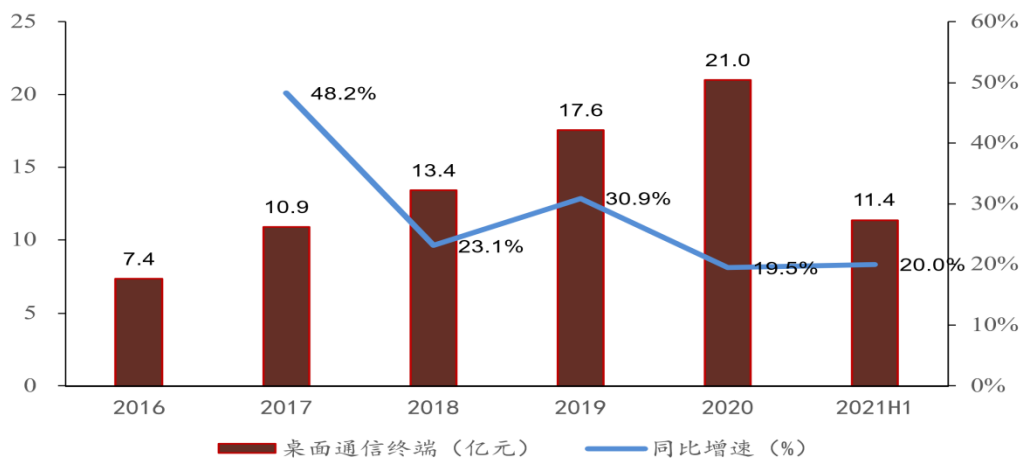
图 31：公司 SIP 话机产品毛利率情况（20 年后含 DECT 话机）



数据来源：Wind，西南证券整理

渠道方面，公司运营商及北美 ITSP 等大客户市场开拓取得明显突破，与德国电信、法国电信、英国电信等大运营商达成合作关系，在部分客户处的销售份额有明显提升，甚至超过行业龙头厂商 Poly。同时，公司与领先平台商微软、Zoom 达成战略合作，捆绑销售高端智能话机，长期增长空间广阔。2021 年上半年公司桌面通信终端（包含 DECT 话机）实现营收 11.4 亿元，依然保持了 20% 的同比增长，成长动能强劲。

图 32：公司 SIP 话机营收保持增长（20 年后含 DECT 话机）



数据来源：Wind，西南证券整理

3 UC 设备已成企业必需品，“云+端”会议产品矩阵覆盖 UC 全场景

3.1 统一通信是企业通信大势所趋，多重因素驱动市场扩容

企业统一通信系统可以分为私有化部署和云端部署。私有化部署是指企业自行搭建通信系统，企业需要承担服务器和系统的购买及维护费用，而云端部署是指企业向 UC 平台运营商购买统一通信服务（UCaaS），定期付费即可使用。私有化部署是早期企业通信系统的部署方式，较高的成本限制了企业统一通信市场的下沉，仅有大企业才有实力使用。随着“云计算”行业的飞速发展，平台商通过云服务器提供企业统一通信服务成为可能。云端部署降低了企业部署成本，同时具备更高的可拓展性，因此越来越多的企业，尤其是中小企业，选择使用基于云端的统一通信服务。

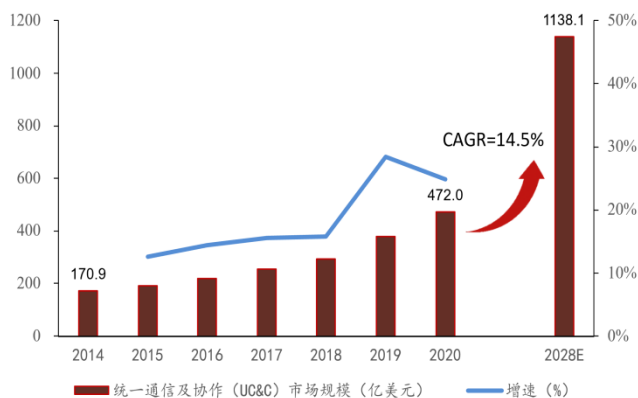
图 33：私有化部署和云端部署示意图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

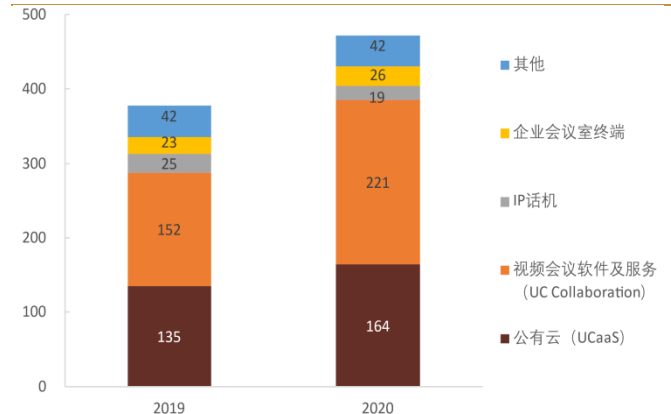
统一通信尚处在快速发展期，多因素共振加速市场扩容。完善的网络基础设施建设为 UC 普及打下了前提条件，企业内部降本增效意愿是切换 UC 的内在驱动，新冠疫情是 UC 爆发的外部催化，UC 已经成为企业日常工作流程中的必需工具。据 Fortune，2028 年全球统一通信及协作 (UC&C) 市场规模将达到 1138.1 亿美元，8 年 CAGR 达 14.5%。细分市场中，据 IDC，2020 年全球视频会议软件及服务 (UC Collaboration) 市场规模达 221 亿美元，同比增长 45%；企业会议终端市场规模达 26 亿美元，同比增长 12.4%；IP 话机市场规模为 19 亿美元，同比下滑 22.8%；公有云 (UCaaS) 市场规模达 164 亿美元，同比增长 21%。

图 34：统一通信及协作 (UC&C) 市场规模



数据来源：IDC, Fortune, 西南证券整理

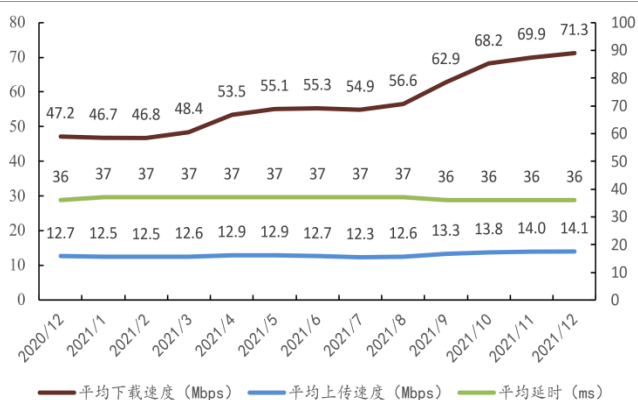
图 35：UC&C 细分市场规模 (亿美元)



数据来源：IDC, 西南证券整理

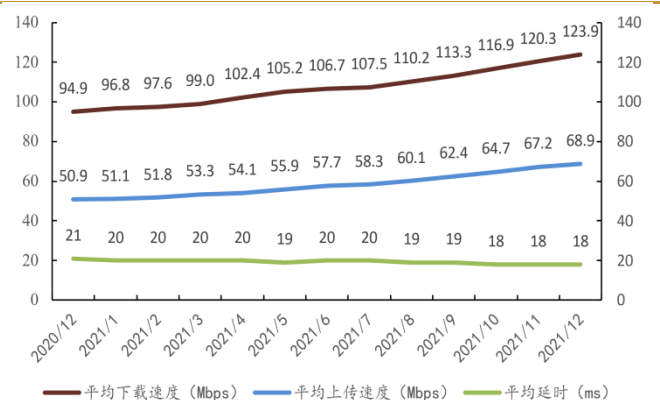
网络基础设施建设加速，促进统一通信系统推广。统一通信系统需要同时满足多终端（手机、平板、PC 等）以多种形式（App、浏览器、IP 电话等）接入，网络连接的稳定性成为 UC 推广的前提条件。据 Speedtest，全球网络传输速度整体递增，2021 年底全球移动网络平均下载速度已达 71.3Mbps，固定宽带平均下载速度达 123.9Mbps，同时全球网络覆盖也快速扩大，全球 4G 蜂窝网络覆盖率已达 80% 以上，全球 5G 连接设备已超过 5 亿台。网络建设快速推进将促使传统语音通信向互联网通信迁移，加速统一通信系统渗透。

图 36：全球移动网络平均传输速度 (左) 及延时 (右)



数据来源：Speedtest Global Index, 西南证券整理

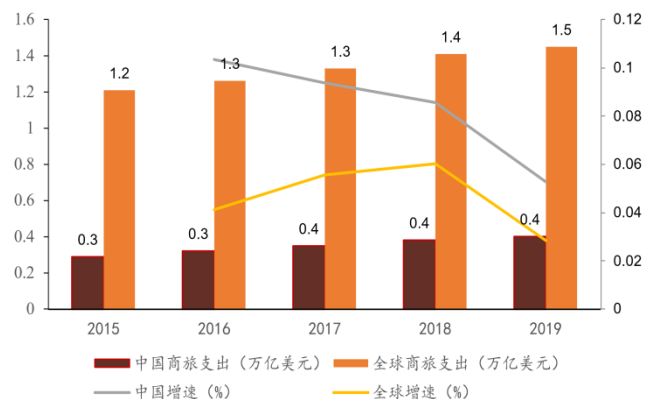
图 37：全球固定宽带平均传输速度 (左) 及延时 (右)



数据来源：Speedtest Global Index, 西南证券整理

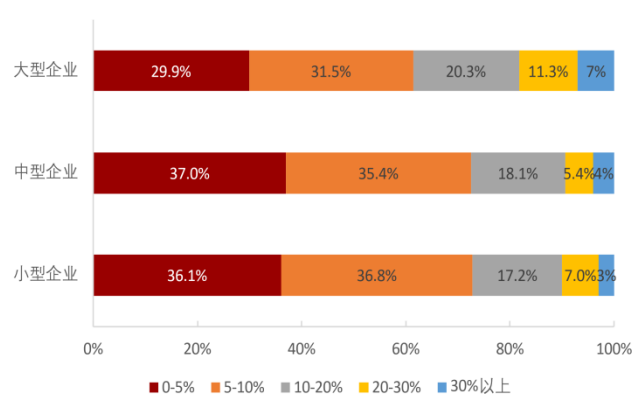
企业降本增效需求是统一通信发展的内在驱动力，使其成为企业通信发展的必然趋势。据艾瑞咨询，2019 年全球企业商旅支出超 1.5 万亿美元，其中六成以上的企业差旅成本占总支出比例在 5% 以上。企业通过 UC 系统进行的远程办公能够有效优化企业运营成本、减少非必要差旅支出、提高与异地伙伴沟通效率，进而达到降本增效的目的。

图 38：全球及中国企业商旅支出情况



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

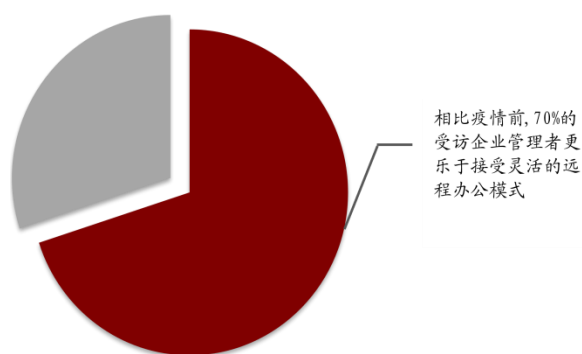
图 39：全球企业商旅支出占总支出比重情况



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

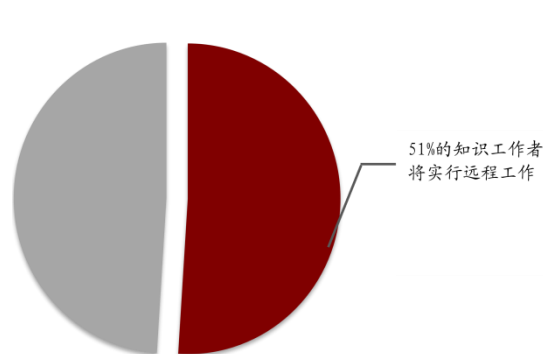
疫情引爆远程办公需求，UC 会议平台已成为企业办公必需品。新冠疫情对企业办公习惯产生了巨大外部冲击，促使各种规模的公司考虑和采用可扩展、灵活、基于云的数字技术解决方案（如 UCaaS）作为其企业通信方案的一部分。随着疫情的持续，从管理层到普通员工的办公习惯已经被深刻改变，混合办公已经被大部分企业所接受，据 BCG，疫情使 70% 的企业管理者更乐于接受远程办公模式，超过三分之一的员工即使在疫情结束后也将继续远程办公模式，此外，据 Gartner，预计到 2021 年年底全球所有知识工作者中有 51% 将施行远程工作，包括谷歌、苹果、微软、戴尔、Facebook 等科技公司均推行了混合办公模式，企业统一通信平台已成为现代企业的必需设施之一。

图 40：疫情使 70% 的企业管理者更乐于接受远程办公模式



数据来源：BCG，西南证券整理

图 41：全球所有知识工作者中有 51% 将施行远程工作



数据来源：Gartner，西南证券整理

人工智能、大数据等技术使会议系统跳出通信工具范畴，向企业管理工具演化。在 AI 等技术的加持下，企业 UC 系统已从原有的基础通信功能拓展成为集通信、协作、管理等多种功能为一体的企业综合管理工具，能够实现员工工作时长记录、工作文件共享协作、人脸识别打卡等多种功能，企业 UC 系统还能够将移动办公、居家办公、办公室桌面办公和会议

室办公统筹在同一系统下,逐渐成为现代企业所必需的的综合管理工具。此外,元宇宙会议、物联网办公设备等全新办公形态也延展了统一通信的边界,催化 UC 市场进一步扩大。

图 42: 会议系统逐渐跳出原有通信工具范畴



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

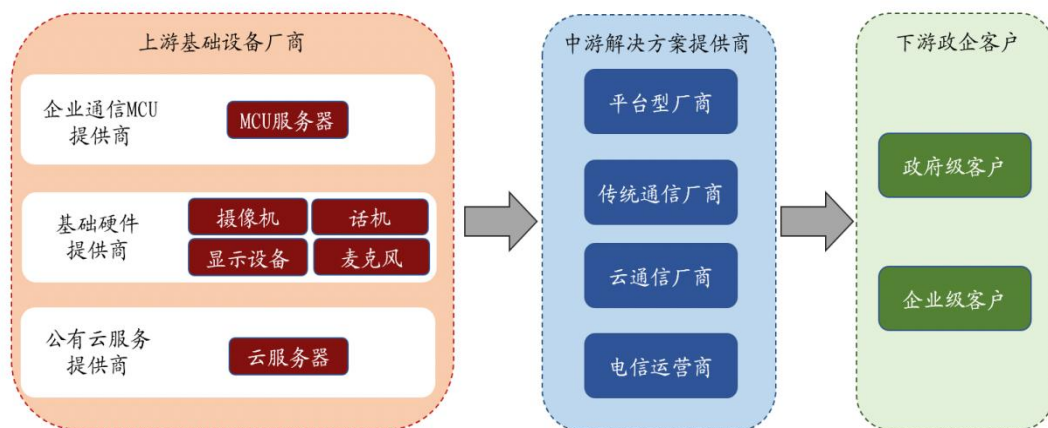
图 43: Meta 推出的元宇宙办公程序 Horizon Workrooms



数据来源: Meta, 西南证券整理

随着 UC 市场的不断扩大,从云到端涌现出大量厂商参与竞争。统一通信产业链上游为 MCU 服务器提供商、基础通信硬件提供商和云服务提供商,主要包括亿联网络、Poly、Cisco、Grandstream、Aastra 等;产业链中游主要为各类解决方案提供商,如平台型厂商(微软、腾讯会议等)、传统通信厂商(亿联网络、Cisco、Poly 等)、云通信服务商(Zoom、会畅通讯、华为等)和各国电信运营商等;下游客户主要为政府客户和企业客户。

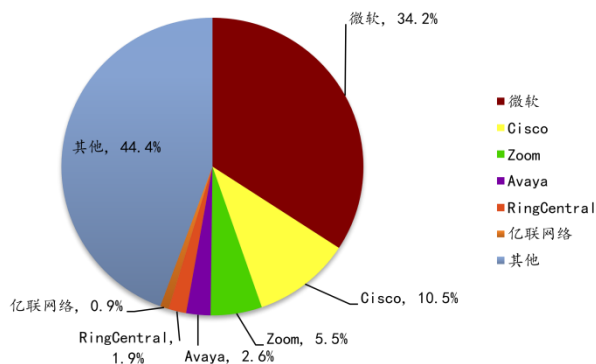
图 44: 统一通信产业链示意图



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

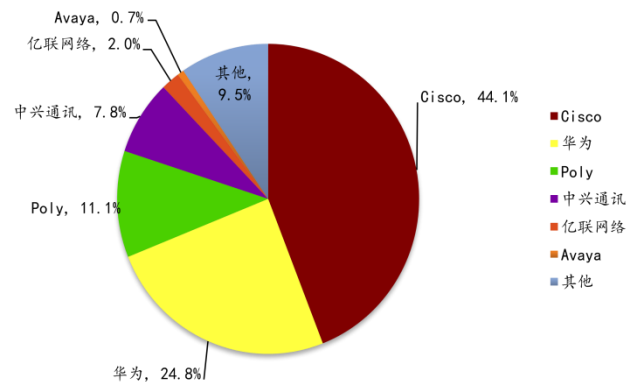
UC&C 市场竞争分散,视频会议终端市场呈寡头格局。据 IDC, 2020 年 UC&C 市场前三大厂商微软、Cisco 和 Zoom 合计占比达 50.2%, Avaya、RingCentral 和亿联分别占比 2.6%、1.9%和 0.9%, 竞争格局较为分散。细分市场中,据 Omdia, 全球视频会议终端市场 Cisco 一家独占 44.1%的份额, 前三大厂商合计占比达 80%, 市场被老牌通讯厂商垄断。

图 45：2020 年全球 UC&C 市场份额占比



数据来源：IDC，西南证券整理

图 46：2020 年全球视频会议终端市场份额占比



数据来源：Omdia，西南证券整理

3.2 “云+端”全产线提供一站式服务，绑定巨头吸纳国内外增量

公司 UC 会议产品包括了云平台、软件端和硬件端，“云+端”协同提供整体解决方案。公司于 2015 年推出 VCS 视频会议系统，经过历年的产品迭代，现在公司 UC 会议产品线可以分为统一通信平台、视频会议平台、视频会议硬件和智慧会议室设备四大类别，涵盖了 UCaaS 公有云服务、视频会议服务器、会议室视讯终端等从云端到终端、从软件到硬件的全产品类别，能够一站式提供整体统一通信解决方案。

表 9：公司 UC 会议产品涵盖了云平台、软端和硬端

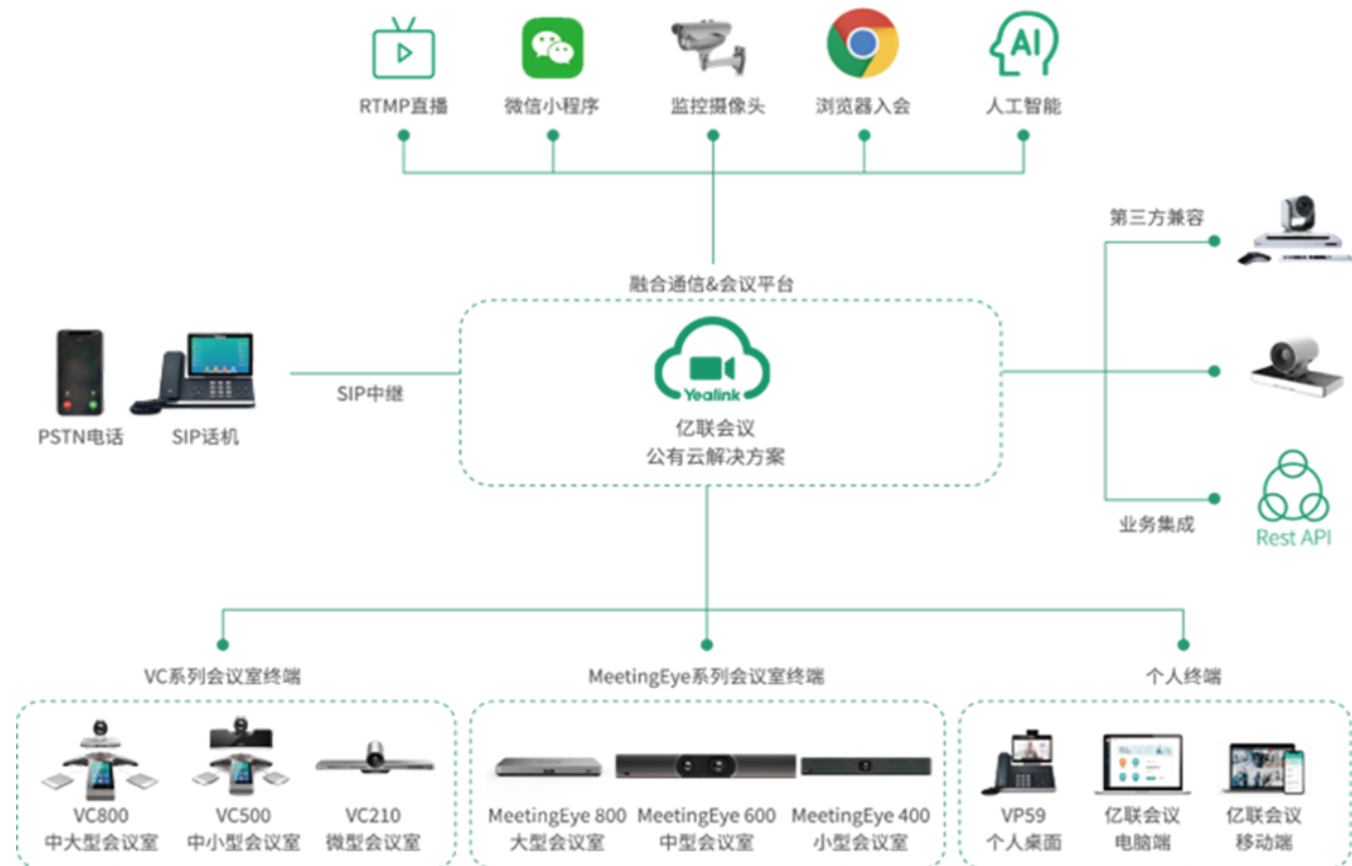
产品大类	二级分类	产品系列名称	示意图
UC 会议产品	统一通信	UME 融合通信平台	
	视频会议平台	亿联云视讯	
		YMS 视频会议服务器	
		设备管理平台	
		设备管理云服务	
	视频会议硬件	VC 系列会议终端	

产品大类	二级分类	产品系列名称	示意图
		MeetingEye 系列 4K 会议终端	
		USB-BYOD 套件	
		微软 Teams 硬件	
		Zoom Rooms 硬件	
		腾讯会议硬件	
	智慧会议室设备	无线投屏系统	
		电子门牌 (微软/Zoom 认证)	
		传感器	

数据来源：公司公告，西南证券整理

“云+端”方案解决视频会议市场痛点，实现全业务协同。“云+端”即云平台负责数据传输及管理、硬件负责数据采集，有效避免了只有软端而引起的视讯质量不佳及场景覆盖不足，以及只有硬件带来的方案不灵活、性价比不高等问题，直击市场痛点。公司推出的 UME 平台和 YMS 服务器能够搭配公司桌面话机、会议设备、USB 产品等多终端使用，同时各类终端均可以通过统一通信平台实现互联互通，使客户在采购软端时搭配公司硬件，实现良好的业务协同性。

图 47：公司各产品线有优秀的业务协同性



数据来源：公司官网，西南证券整理

统一通信市场下沉至中小企业，复用渠道优势吸纳增量需求。UCaaS 降低了企业建立统一通信系统的成本，使 UC 市场下沉至中小企业，公司复用成熟的全球分销渠道网络，节约了大量渠道开拓成本。同时，针对中小企业需求，公司秉承精准产品定位传统，提出公有云、私有部署及混合云等灵活部署方式，并且自 2018 年以来相继推出 YMS 视频会议服务器、亿联云视讯以及融合通信平台 UME，形成灵活多元的视讯方案，满足不同群体需求。

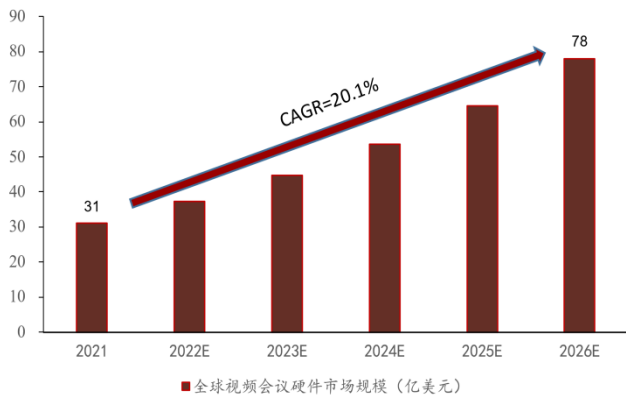
图 48：公司提出公有云、私有部署及混合云等灵活部署方式



数据来源：公司公告，西南证券整理

视频会议迎来新一轮增长周期，国内市场将成为公司重要增长点。国内视频会议市场受疫情催化整体发展节奏提前，IDC 预计到 2024 年我国视频会议市场规模将超过 100 亿元，其中，视频会议硬件市场 20-24 年 CAGR 为 8%，基于云的软件会议市场 CAGR 达 24.5%。随着市场对于云服务的付费意愿不断增强和非接触式商业的兴起，我国视频会议市场将迎来新一轮强劲增长周期。

图 49：全球视频会议硬件市场规模



数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

图 50：国内视频会议软硬件市场规模



数据来源：IDC，西南证券整理

公司敏锐抓住国内视频会议市场机遇，对比公司新版官网的国内外版本，我们发现公司国外产品页面中的“头牌”为 SIP 话机，而在国内产品页面中则为视频会议平台及硬件，公司在国内战略重心发生偏移。此外，公司会议产品的国内经销商已覆盖了全国各个省份，按行业定制软硬件打包的整体解决方案在政企客户中取得了良好进展，公司已为陕西省卫健委、河南省委、中国科学院、国家疾控中心等政企客户提供了视频会议服务，助力我国医疗、教育、党建等。因此，我们认为公司在我国政企客户中已具有较高知名度和品牌力，将优先享受行业增长红利，国内市场有望为公司带来新增量。

图 51: 公司国内外官网产品排序



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 52: 公司国内部分政企合作客户



数据来源：公司公众号，西南证券整理

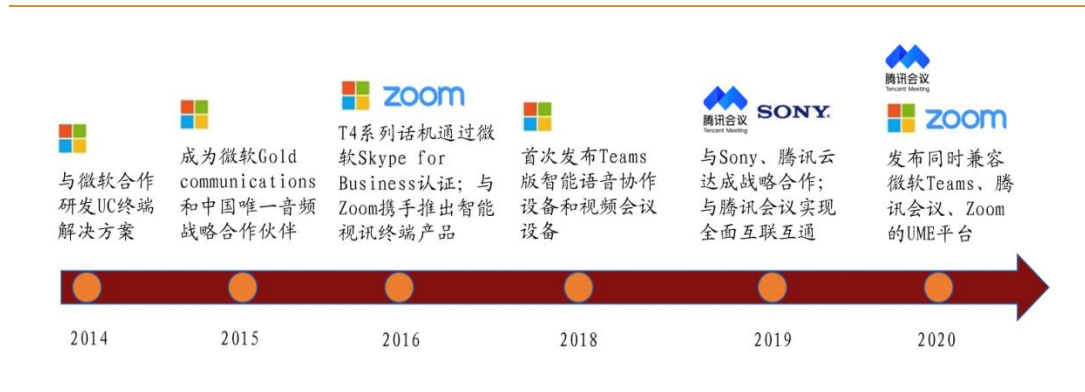
图 53：公司针对我国政务系统推出的智慧党建解决方案



数据来源：公司官网，西南证券整理

绑定会议平台巨头捆绑销售硬件，最大化享受行业爆发红利。公司于 2015 年成为微软战略合作伙伴，并通过微软 Skype for Business 认证，于 2016 年推出 Zoom 认证智能视讯终端产品，于 2019 年与 Sony、腾讯达成战略合作。由于云平台厂商往往缺乏硬件技术积累，因此需要与传统硬件厂商合作以快速推出软硬件兼容的解决方案，而亿联以过硬的产品质量成为了唯一一家同时获得微软、Zoom 和腾讯认证的民族品牌，公司认证视讯硬件同时在上列三家平台官网产品页获得推荐，最大化享受行业景气上升带来的市场增量。

图 54：公司与全球领军会议平台厂商合作历程



数据来源：公司公众号，西南证券整理

公司凭借产品的优异性能, 获得了三大平台的首位推荐。在 Teams 认证的 183 件话机、会议和个人办公产品中, 有 26 件来自亿联, 同时多件产品在首页强烈推荐; 在 Zoom 推出的 HaaS (硬件即服务) 中共认证了四家供应商, 亿联是其中之一; 在腾讯会议 Rooms 优选会议室硬件的四大品牌中, 亿联是其中之一, 获得首页推荐。

图 55: 公司与微软 Teams、Zoom 和腾讯会议联合推出多项会议室硬件解决方案



数据来源: 公司公众号, 西南证券整理

以 IDC 统计的 2020 年 UC&C 全球市占率和会议终端市场规模计算, 微软和 Zoom 共占据了 39.7% 的市场空间, 假设亿联 IP 话机和会议室终端占两大平台设备销售份额的 30%, 则亿联在 Teams 和 Zoom 平台捆绑销售硬件的市场空间达 5.4 亿美元。此外, 据腾讯会议披露的数据, 2021 年腾讯会议用户数量接近 2 亿, 假设到 2025 年 2 亿用户中每 100 名用户共享一间会议室, 每间会议室配置一台均价为 2000 美元的 Rooms 终端, 亿联产品销售份额为 25%, 则存在的市场空间为 10 亿美元。因此, 亿联与三大平台深度绑定, 以会议终端行业复合增速 20.1% 计算, 预计 2025 年公司从三大平台渠道销售硬件的营收空间将达 23.4 亿美元。

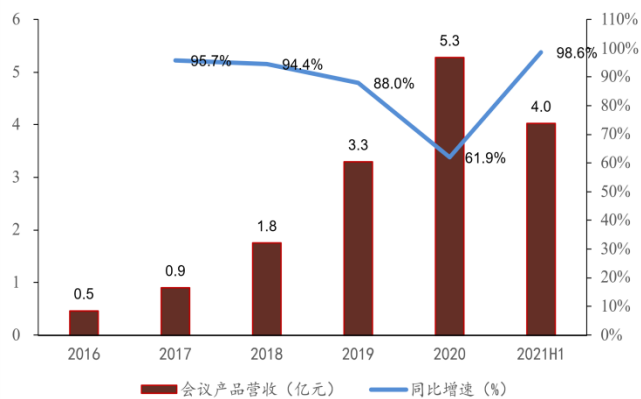
表 10: 公司会议硬件在三大平台渠道长期营收空间测算

	微软	Zoom		腾讯会议
市占率	34.2%	5.5%	用户数量 (百万人)	200
硬件市场份额 (亿美元)	15.4	2.5	会议室数量 (百万间)	2
亿联硬件占有率	30%	30%	亿联硬件占有率	25%
亿联营收空间 (亿美元)	4.6	0.7	会议产品单价 (美元)	2000
亿联 2025E 营收空间 (亿美元)	11.5	1.9	亿联 2025E 营收空间 (亿美元)	10
三大平台渠道亿联会议硬件长期营收空间总计 (亿美元)				23.4

数据来源: 西南证券测算

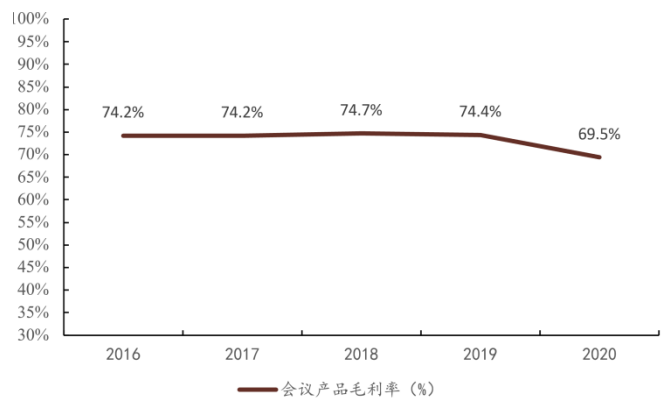
以领先的音视频技术为基，多方利好因素共振，公司视频会议硬件业务爆发增长。公司产品具备人脸识别与追踪、智能图像优化、多麦克风阵列技术、智能降噪技术、自适应均衡器技术、多阵列麦克风级联技术等多项核心音视频技术，音视频技术行业领先。同时，在视频会议市场下沉、国内市场扩大、与平台商合作加深等多方利好因素共同催化下，公司 2021 年 H1 会议产品营收同比增长 99%，达到 4 亿元，预计未来增速将维持高位。

图 56：公司会议产品营收爆发增长



数据来源：Wind，西南证券整理

图 57：公司会议产品毛利率稳定



数据来源：Wind，西南证券整理

4 混合办公提振办公终端需求，技术&渠道复用加速份额扩张

4.1 商用终端区别于消费级终端，统一通信爆发带来市场新机会

商用级个人终端与消费级终端需求特点存在差异，存在市场壁垒。从产品设计角度，商用级产品需要满足长时间高频通话的音视频质量和佩戴舒适度，需要针对不同场景需求做出对应设计。因此，相较于消费级耳麦以宽频音质和听筒降噪为卖点，商用耳麦则更加注重拾音性能、话筒降噪和长时间佩戴舒适度；相较于消费级摄像头在设计时需要考虑美颜等额外功能，商用摄像头在设计时则更加注重“即插即用”的兼容性以及视频解析力。

从需求角度，商用级终端更加强调产品间的兼容性，其作为企业通信的组成方案之一，通常将搭配统一通信平台共同使用，以取得更好的交互体验，因此，企业会配套采购与平台认证对接的产品，实现硬件终端直接调取软终端的相关功能。其次，企业对采购的终端后续服务有较高的要求，因此需要设备厂商具有较高的 To B 渠道力。商用终端的专业化设计理念需要满足使用者对商务沟通的特有需求，这也构建了消费级终端与商用终端市场间的壁垒。

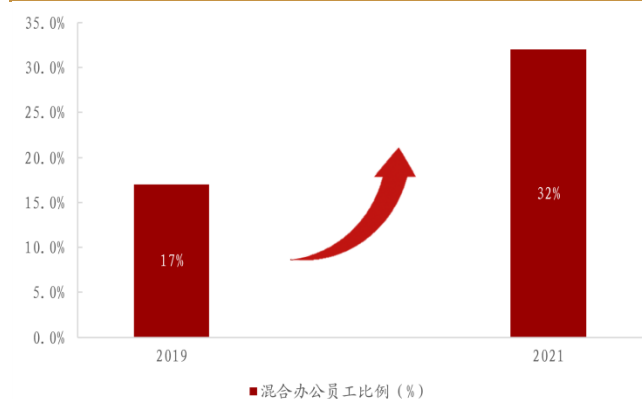
图 58: ToB 与 ToC 产品设计思路与需求特点存在差异



数据来源: 公司官网, 淘宝产品页, 西南证券整理

疫情促使企业采取混合办公模式, 短期内形成对办公终端需求催化。混合办公指员工将居家办公、移动办公和公司办公相结合的办公模式, 包括谷歌、苹果、携程等国内外企业已经采取了混合办公以应对疫情常态化对企业运作带来的影响, Gartner 预计到 2021 年底全球将有 32% 的员工以混合办公模式工作。随着远程办公规模的扩大, 员工开始寻求增强远程场景办公体验的办法, 专业办公耳机、个人 USB 摄像头和会议扬声器等个人办公终端市场将迎来需求爆发。

图 59: 全球混合办公员工比例快速提升



数据来源: Gartner, 西南证券整理

图 60: 个人办公设备适用于多种办公场景

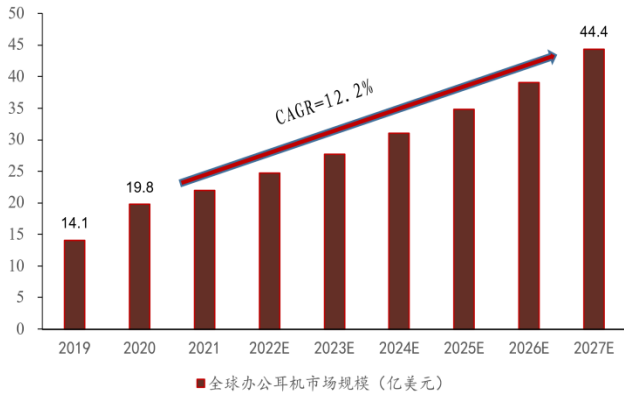


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

统一通信是办公终端需求增长的长期驱动, 全球办公耳机市场复合增速达 12.2%。统一通信中远程办公和移动办公场景为商务耳机和会议摄像头带来了大量需求, 同时 UC 系统要求员工在 PC、手机和桌面话机等通讯设备间灵活切换, 因此与 UC 系统深度兼容的商务耳机成为个人办公刚需。据 Frost & Sullivan, 随着 UC 市场的不断扩大, 全球专用办公耳机出货量将从 2019 年的 2290 万台增长到 2027 年的 7153 万台, 市场规模也将从 2020 年的 19.8

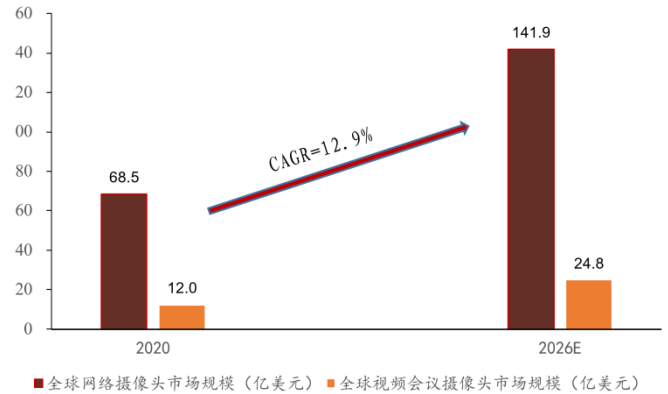
亿美元增长到 44.4 亿美元，CAGR 达 12.2%。此外，据 GVC，全球网络摄像头 (Webcam) 市场规模在 2020 年达 68.5 亿美元，未来将以 12.9% 的复合增速继续增长。

图 61：全球专用办公耳机市场规模



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

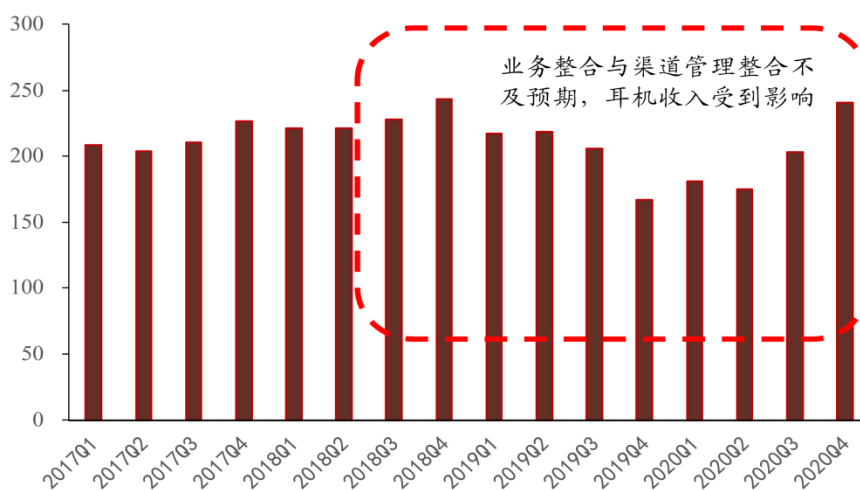
图 62：全球网络摄像头 (Webcam) 市场规模



数据来源：GVR，西南证券整理

市场龙头 Poly 被收购后整合进展不畅，寡头市场格局松动。商务耳机市场主要被双寡头 Poly 和 GN 集团垄断，两大集团占据了商用耳麦 80% 以上的市场份额。Poly 前身为缤特力 (Plantronics)，耳机产品曾被用于阿波罗 11 号的登月任务中，主要客户包含了众多跨国集团及美国政府，具有强大的品牌力。GN 集团是全球著名的助听和耳机解决方案提供商，旗下耳机产品旗舰品牌捷波朗 (Jabra) 主营商务耳机、免提电话等。缤特力 2018 年 3 月收购全球知名 UC 视频平台宝利通 (Polycom) 后更名为 Poly，但在随后整合渠道体系时进展不佳，耳机业务受到较大影响。2019 年，GN 集团旗下捷波朗的耳机业务收入超过 Poly，成为全球第一的耳机供应商。

图 63：Poly 耳机业务收入情况 (百万美元)

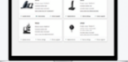


数据来源：Poly 财报，西南证券整理

4.2 技术优势叠加渠道能力，加速产品迭代扩大市场份额

设立云办公终端产品线，打造 UC 全场景办公产品矩阵。公司于 2020 年设立云办公终端产品线，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，主要应用于企业通信中的个人办公场景，尤其是移动办公、远程办公等场景。公司把握远程办公设备需求增长的新机遇，设立新产线确保资源投入，同时耳麦等产品的推出也打通了通讯产品连接用户的最后一步，完善了公司 UC 全产品矩阵。

表 11：公司商用办公终端产品矩阵

产品大类	二级分类	产品示意图
个人协作设备	USB 摄像机	
	蓝牙耳机	
	USB 耳机	
	呼叫中心耳机	
	免提会议电话	
	USB 设备管理平台	

数据来源：公司公告，西南证券整理

二十载音视频技术深厚积淀，复用至商用耳麦形成强大技术优势。商务耳麦能够复用 SIP 话机音频技术，在更小体积的耳麦上实现同等优质的通话性能，采用的终端内置六麦克风风环形阵列可实现 360° 全向拾音，复用公司高清音频技术和尖端声学技术，能够提供优质的全双工体验和智能降噪、回声消除等功能。同时，公司完善的认证体系保证了商务耳麦产品具有优秀的兼容性，能够与市面上的主流平台实现深度兼容，并且在与公司 IP 话机连接后可以实现音频优化和功能强化，打造完整产品闭环。

图 64：商务耳麦具有顶尖的音频技术



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 65：公司耳麦具备广泛的兼容性

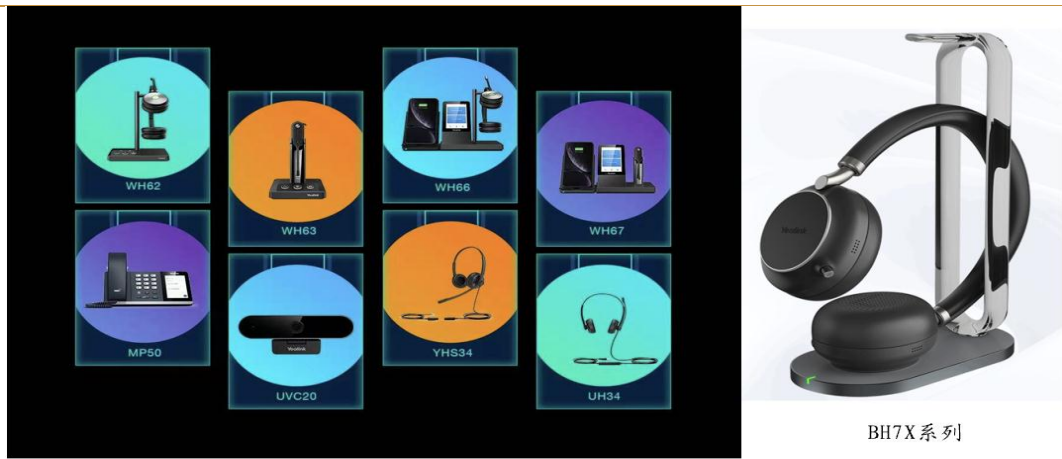


数据来源：公司官网，西南证券整理

定位全球中小企业市场，复用全球渠道优势，具备较强品牌力。商务耳麦与早期 SIP 话机市场高度相似，都属于寡头垄断市场，公司采取用户细分与差异化设计战略，从中小企业市场切入。同时，由于公司商用耳麦产品在音频技术和销售渠道上与话机复用度高、目标用户群体类似、公司品牌在渠道内认可度高，因此在商务耳麦的销售方面能够较好利用已有的全球分销渠道，实现产品快速推广。

抓住市场机遇，加速推出新产品抢占市场份额。疫情常态化叠加行业寡头 Poly 整合受阻，商务耳麦市场机遇显现，公司加速推出新产品覆盖市场需求，计划在未来推出 20-30 个耳机品类，并逐步向高端市场渗透。

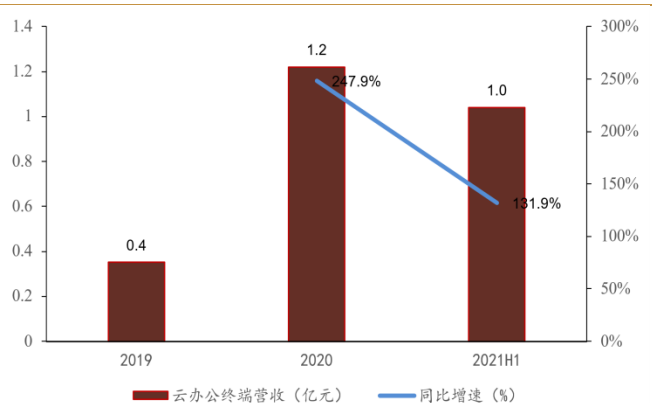
图 66：公司 2021 年全新推出的个人办公终端



数据来源：公司官网，西南证券整理

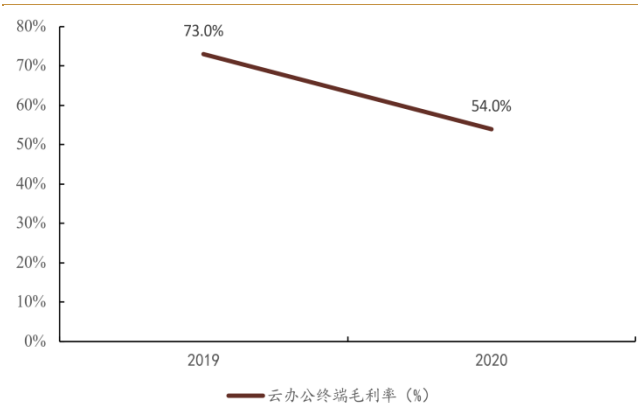
采取高性价比战略牺牲短期毛利打开市场，云办公终端营收快速翻番。受全球新冠疫情影响，企业混合式办公成为新常态，个人远程移动办公终端得到了更加广泛的市场认知，需求快速增长，且公司推出的无线耳机等新品也得到了较好的市场反馈，带动公司云办公终端营收显著增长，2021 年上半年实现营业收入 1 亿元，比上年同期增长 131.9%。毛利方面，由于公司需要采用高性价比战略从中小企业切入市场，短期毛利率会受到影响，2020 年公司该业务毛利率下降到 54%，但未来随着规模效应的显现和产品结构优化，毛利水平将获得改善。

图 67：公司云办公终端营收情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 68：公司云办公终端毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：全球企业通信整体由模拟通信向 IP 通信迁移，SIP 话机渗透率逐步提升，且公司连续四年 SIP 话机出货量全球第一，假设 SIP 话机市场增速稳定，公司市占率持续提升，预计 2021-2023 年公司 SIP 话机销量增速分别为 13%、10%和 8.5%。

假设 2：公司不断优化产品结构，带动桌面话机业务平均单价和毛利率上升，假设公司 T5 系列高端话机销售占比持续提升，T3 话机逐步替代 T2 话机，未来芯片等原材料供应紧张情况改善，且人民币兑美元汇率基本保持稳定，预计 2021-2023 年桌面通信终端业务毛利率分别为 63.3%、63.8%和 64.2%。

假设 3：受疫情催化，全球视频会议市场快速增长，公司国内政企客户拓展良好，同时与全球运营商和云会议平台建立紧密合作，有望实现量价齐升，假设公司会议产品价格 2021 年提升后保持稳定，同时 2021-2023 年销量保持较高增速，分别为 80%、75%和 70%，对应毛利率分别为 63.7%、68%、68%。

假设 4：随着统一通信和远程办公不断普及，个人办公终端需求提升，公司复用音视频技术优势和全球渠道优势，营收有望快速扩大，预计 2021-2023 年云办公终端价格保持稳定，销量增速分别为 131.9%、100%和 70%，对应毛利率分别为 52%、52%和 52%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
桌面通信终端	收入	2101.5	2507.6	2859.4	3131.2
	增速	-1.1%	19.3%	14.0%	9.5%
	成本	717.9	919.3	1035.2	1120.0
	毛利率	65.8%	63.3%	63.8%	64.2%
会议产品	收入	528.4	979.6	1611.5	2575.2
	增速	61.9%	85.4%	64.5%	59.8%
	成本	161.3	355.6	515.7	824.1
	毛利率	69.5%	63.7%	68.0%	68.0%
云办公终端	收入	122.3	283.7	567.3	964.5
	增速	247.9%	131.9%	100.0%	70.0%
	成本	56.3	136.2	272.3	462.9
	毛利率	54.0%	52.0%	52.0%	52.0%
其他	收入	2.1	2.2	2.3	2.3
	增速	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本	0.5	0.5	0.6	0.6
	毛利率	76.0%	75.0%	75.0%	75.0%

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
合计	收入	2754.3	3773.1	5040.5	6673.1
	增速	10.6%	37.0%	33.6%	32.4%
	成本	936.0	1411.6	1823.8	2407.6
	毛利率	66.0%	62.6%	63.8%	63.9%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 37.7、50.4 和 66.7 亿元，归母净利润分别为 16.0、21.5 和 28 亿元，EPS 分别为 1.78、2.38 和 3.10 元，对应 PE 分别为 42、31 和 24 倍。

5.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 2.5%；
- 2) 无杠杆 β 系数为 1.07；
- 3) 税率：保持 15% 稳定税率。

表 13：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	2.50%
无风险利率 R_f	2.75%
市场组合报酬率 R_m	7.56%
有效税率 T_x	15.00%
过渡期增长率	15.00%
β 系数	1.07
债务资本成本 K_d	0.00%
债务资本比重 W_d	0.00%
股权资本成本 K_e	7.90%
WACC	7.90%

数据来源：西南证券

表 14：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
核心企业价值	69282.64
净债务价值	-5930.16
股票价值	75212.80
每股价值	83.36

数据来源：西南证券

表 15: FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	6.4%	6.9%	7.4%	7.9%	8.4%	8.9%	9.4%
1.0%	90.64	82.61	75.86	70.11	65.15	60.84	57.06
1.5%	97.50	88.12	80.36	73.83	68.27	63.48	59.31
2.0%	105.92	94.76	85.70	78.19	71.88	66.50	61.86
2.5%	116.50	102.91	92.12	83.36	76.10	69.99	64.79
3.0%	130.20	113.15	100.01	89.58	81.10	74.08	68.17
3.5%	148.63	126.41	109.92	97.21	87.12	78.92	72.13
4.0%	174.74	144.24	122.75	106.80	94.51	84.75	76.81

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 83.36 元。

5.3 相对估值

我们选取行业内面向企业提供云平台、软件及硬件解决方案的四家上市公司作为可比公司, 分别是星网锐捷、科大讯飞、深信服和金山办公。公司三大产品线未来分别有以下核心看点: 1) 公司推出 T3、T5 及云平台定制话机, 持续优化 SIP 话机产品结构, 高端产品销售占比提升将改善公司毛利水平; 2) 公司会议产品针对国内党建、医疗、教育等分别推出行业解决方案, 提供“云+端”一站式服务, 未来国内政企市场有望放量。同时公司与全球运营商和云平台等大客户合作稳定, 与之捆绑销售会议终端, 受益全球 UC 市场爆发, 会议产品将成为公司保持高成长的关键驱动; 3) 远程办公普及持续催化个人办公终端市场扩容, 公司复用技术及销售渠道, 加速推出新产品覆盖市场增量需求, 预计将保持 70% 以上增速。

结合可比公司的估值和亿联网络未来的成长空间, 给予公司 2022 年 38 倍 PE, 对应市值 817.36 亿元, 对应目标价 90.59 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 16: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002396.SZ	星网锐捷	20.24	0.74	0.94	1.41	1.84	31.18	21.45	14.33	10.98
002230.SZ	科大讯飞	41.67	0.61	0.75	1.02	1.37	66.67	55.51	40.72	30.45
300454.SZ	深信服	94.94	1.96	1.89	2.76	3.90	126.80	50.17	34.43	24.33
688111.SH	金山办公	184.10	1.90	2.26	3.05	4.13	215.76	81.51	60.38	44.59
平均值							110.10	52.16	37.47	27.59
300628.SZ	亿联网络	74.99	1.42	1.78	2.38	3.10	52.92	42.25	31.46	24.21

数据来源: Wind, 西南证券整理 (截至 2022 年 4 月 14 日)

6 风险提示

1) **海外疫情反复导致产品销售受阻的风险。**由于疫情反复，海外部分地区可能会采取暂停大型集会、封城等方式阻断疫情传播，公司部分产品采取参加通信展会、线下部署等方式进行产品营销，若受疫情影响经济活动暂停，公司产品销售可能会出现暂时性下滑。

2) **汇率波动导致公司以美元计价的产品业绩波动的风险。**受到地缘政治和海外经济政策影响，人民币面临较大升值压力，由于公司部分产品采用美元计价，若人民币大幅升值，可能使公司营收出现下滑。

3) **高端机型推广不及预期的风险。**若公司高端机型销售占比提升低于预期，将对公司未来毛利率造成不利影响。

4) **云办公终端产品推广不及预期的风险。**若公司云办公终端产品营收增速低于预期，将对公司未来业绩造成不利影响。

5) **创投基金投资失败的风险。**若公司参与的创投基金投资项目失败，可能会使公司业绩产生波动。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2754.29	3773.09	5040.51	6673.13	净利润	1278.72	1601.63	2150.96	2795.25
营业成本	936.03	1411.63	1823.76	2407.57	折旧与摊销	29.21	27.78	27.78	27.78
营业税金及附加	26.13	36.58	53.04	76.91	财务费用	47.41	6.57	2.87	-1.87
销售费用	146.31	190.20	275.80	399.90	资产减值损失	-2.36	2.00	2.00	2.00
管理费用	370.76	467.20	620.91	819.23	经营营运资本变动	-0.37	-208.31	-323.84	-310.93
财务费用	47.41	6.57	2.87	-1.87	其他	-224.73	-100.16	-99.32	-98.35
资产减值损失	-2.36	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	1127.88	1329.51	1760.45	2413.88
投资收益	154.66	100.00	100.00	100.00	资本支出	-303.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-7.67	-2.25	-2.89	-3.47	其他	-107.40	214.93	46.71	101.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-410.44	214.93	46.71	101.99
营业利润	1403.19	1756.66	2359.23	3065.91	短期借款	-50.03	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.78	-0.10	-0.20	-0.26	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1402.42	1756.56	2359.03	3065.65	股权融资	153.79	0.00	0.00	0.00
所得税	123.70	154.93	208.07	270.39	支付股利	-539.45	-545.34	-687.35	-923.88
净利润	1278.72	1601.63	2150.96	2795.25	其他	-58.11	-5.78	-2.07	2.67
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-493.80	-551.12	-689.43	-921.21
归属母公司股东净利润	1278.72	1601.63	2150.96	2795.25	现金流量净额	205.23	993.32	1117.74	1594.66
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	319.92	1313.24	2430.98	4025.64	成长能力				
应收和预付款项	522.79	678.82	911.53	1214.78	销售收入增长率	10.64%	36.99%	33.59%	32.39%
存货	345.41	522.66	676.11	893.01	营业利润增长率	3.15%	25.19%	34.30%	29.95%
其他流动资产	3981.35	3862.95	3913.91	3911.62	净利润增长率	3.52%	25.25%	34.30%	29.95%
长期股权投资	74.95	74.95	74.95	74.95	EBITDA 增长率	8.08%	21.03%	33.44%	29.37%
投资性房地产	3.34	3.34	3.34	3.34	获利能力				
固定资产和在建工程	185.49	166.20	146.90	127.61	毛利率	66.02%	62.59%	63.82%	63.92%
无形资产和开发支出	314.07	305.78	297.49	289.20	三费率	9.75%	17.60%	17.85%	18.24%
其他非流动资产	32.04	40.34	48.64	56.95	净利率	46.43%	42.45%	42.67%	41.89%
资产总计	5779.36	6968.28	8503.86	10597.10	ROE	24.57%	25.59%	27.85%	29.13%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	22.13%	22.98%	25.29%	26.38%
应付和预收款项	405.97	557.85	740.70	980.66	ROIC	130.33%	130.71%	136.12%	138.56%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	53.73%	47.47%	47.41%	46.33%
其他负债	170.02	150.78	39.90	21.81	营运能力				
负债合计	575.99	708.63	780.60	1002.47	总资产周转率	0.52	0.59	0.65	0.70
股本	902.31	902.31	902.31	902.31	固定资产周转率	29.06	43.43	74.59	138.21
资本公积	987.73	987.73	987.73	987.73	应收账款周转率	6.04	6.44	6.51	6.44
留存收益	3437.00	4493.29	5956.90	7828.27	存货周转率	3.03	3.23	3.03	3.06
归属母公司股东权益	5203.37	6259.65	7723.26	9594.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.58%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	5203.37	6259.65	7723.26	9594.63	资产负债率	9.97%	10.17%	9.18%	9.46%
负债和股东权益合计	5779.36	6968.28	8503.86	10597.10	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.01	9.04	10.22	10.07
					速动比率	8.41	8.30	9.35	9.17
					股利支付率	42.19%	34.05%	31.96%	33.05%
					每股指标				
					每股收益	1.42	1.78	2.38	3.10
					每股净资产	5.77	6.94	8.56	10.63
					每股经营现金	1.25	1.47	1.95	2.68
					每股股利	0.60	0.60	0.76	1.02
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1479.82	1791.01	2389.89	3091.82					
PE	52.92	42.25	31.46	24.21					
PB	13.00	10.81	8.76	7.05					
PS	24.57	17.93	13.42	10.14					
EV/EBITDA	42.80	34.88	25.65	19.31					
股息率	0.80%	0.81%	1.02%	1.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 与 -10% 之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn