

混合办公风口已至，企业通信需求高企

2022 年 05 月 16 日

➤ **混合办公风口已至，巨头纷纷布局。**后疫情时代混合办公常态化趋势逐渐清晰，人们的关注点从解决基本远程通讯问题转变到如何提升用户体验感以打造更细致的会议室场景，有望推动视频会议产品和云办公终端迎来新一轮增长。作为全球视频会议领导厂商，思科凭借拥有软硬件一体化解决方案的完整生态系统连续 15 年位列 Gartner 领导者象限；微软 Teams 专注研发软件和打造标准化会议室，通过生态认证构建完整生态系统；Zoom 聚焦中小企业凭借差异化竞争和特色场景成为全球市占率第一的视频会议厂商。在三大巨头加大布局力度占据全球视频会议主要市场后，HP 收购 Poly 和巴菲特增资 HP 也侧面验证了混合办公市场空间广阔，后续发展动能充沛。

➤ **亿联网络：产品+生态+渠道优势，掘金混合办公新蓝海。**公司深耕海外市场多年，拥有完整营销渠道和市场体系，同时作为国内唯一一家拥有微软 Teams、Zoom、腾讯会议三大平台全部认证的终端厂商，与国内其他厂商相比竞争优势明显。4 月公司智慧办公新品发布会便是公司产品力和发展战略的最好体现：在开拓海外市场的基础上加快打开国内政企市场，终端产品全线对标思科，解决方案针对国内安全+容量痛点打造混合云架构制定针对化场景，凭借高性价比（优性能+低于同行的价格）终端和混合云视讯结合的完整生态系统，公司与中国海油、中医药科研基地、国家疾控中心等优质政企客户建立起良好合作关系，未来国内市占率有望持续快速提升。

➤ **人民币汇率贬值带来业绩边际改善：**公司 90% 以上产品销往海外，由于出口业务主要由美元结算，受汇率波动影响较为明显，22 年 5 月美元兑离岸人民币汇率已试探 6.80 高位，回到 20 年 9 月水平，对公司收入端和利润端均是明显的边际改善。

➤ **投资建议：**公司作为全球唯一适配 Teams、Zoom、腾讯会议的终端厂商，将充分受益于混合办公需求对视频会议、云办公终端等业务增长的拉动。我们重申公司短中长期成长逻辑：短期受益人民币汇率贬值、原材料价格下行与产品提价；中期海外疫情逐渐恢复+运营商话务系统改造增量为 SIP 话机提供增量，行业天花板远未见顶，叠加产品高端化趋势带动毛利率提升；长期受益混合办公需求高增，配套 Teams，公司视频会议+云办公终端第二成长曲线可期。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 22.00/28.21/34.72 亿元，当前市值对应的 PE 倍数为 30x/24x/19x。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**混合办公需求不及预期；原材料短缺及大幅涨价风险；行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,684	4,871	6,274	7,934
增长率 (%)	33.8	32.2	28.8	26.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,616	2,200	2,821	3,472
增长率 (%)	26.4	36.2	28.2	23.1
每股收益 (元)	1.79	2.44	3.13	3.85
PE	41	30	24	19
PB	10.5	8.9	7.4	6.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 5 月 13 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

73.81 元



分析师：马天诣

执业证号：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

研究助理：于一铭

执业证号：S0100121090001

电话：021-80508468

邮箱：yuyiming@mszq.com

相关研究

1. 亿联网络 (300628.SZ) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：业绩大超预期，毛利率环比改善，第二成长曲线初露峥嵘
2. 亿联网络 (300628.SZ) 事件点评：新品发力混合办公，成长路径愈发清晰
3. 亿联网络 (300628.SZ) 22Q1 业绩预告点评：一季报业绩高增长，混合办公龙头拐点已至
4. 亿联网络 (300628.SZ) 2021 年业绩快报点评：超额完成股权激励，第二成长曲线愈发清晰
5. 亿联网络 (300628.SZ) 公司点评报告：业绩超预期，海外需求高增，公司经营有望迎来拐点

目录

1 混合办公风口已至，海外巨头纷纷布局	3
1.1 混合办公蔚然成风，后疫情时代或将常态化	3
1.2 HP 收购 Poly 的底层逻辑：混合办公带来广阔增量市场	8
1.3 海外其他厂商混合办公布局：完善产品矩阵，补齐解决方案能力	11
2 亿联网络：产品+生态+渠道优势，掘金混合办公新蓝海	19
2.1 硬件对标思科，发力混合办公解决方案	19
2.2 生态：Teams+Zoom 双生态认证，极具稀缺性	23
2.3 渠道：壁垒深厚，SIP 话机渠道可复用	27
3 盈利预测与投资建议	30
3.1 盈利预测假设与业务拆分	30
3.2 估值分析与投资建议	32
4 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	35

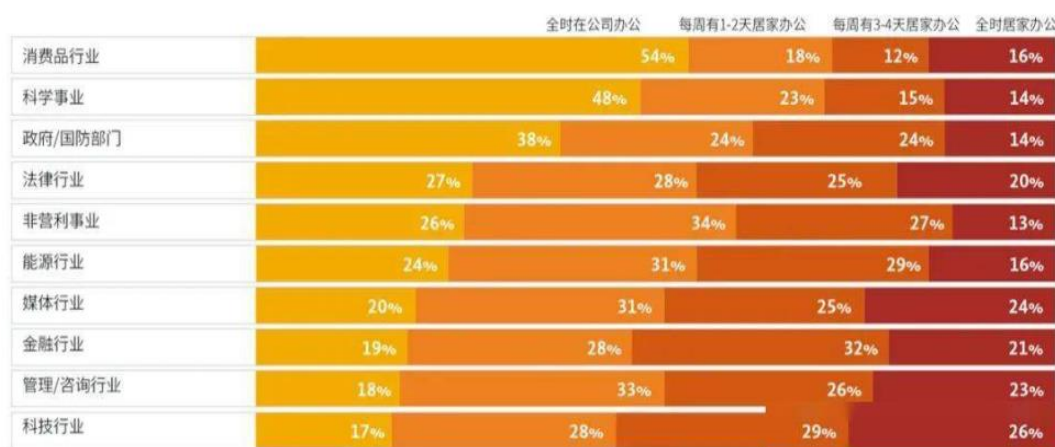
1 混合办公风口已至，海外巨头纷纷布局

1.1 混合办公蔚然成风，后疫情时代或将常态化

混合办公 (Hybrid work) 是一种灵活高效的新型工作模式，并且有别于传统意义的远程办公。根据《柯林斯词典》，混合办公指的是人们尚未恢复在办公室全职坐班的状态，而采用的时而远程、时而坐班的通勤形式。根据微软官网的定义，混合办公是在物理位置面对面、远超在线和在不同时区进行的工作，协作是实时和异步发生的，以适应灵活的工作日程安排和风格。远程/居家办公只是混合办公的一种形式，因为从技术上来讲，员工远程在线工作的同时，可能会与在会议室、办公室或其他位置的一群人一起参加会议或进行在线协作。我们认为，混合办公支持**办公室、远程和移动**工作人员的融合，它为员工提供了自主选择的权利，可以以**最高效**的方式在任何地方工作。

混合办公并非新鲜事物，已在海外规模推广。2020 年新冠疫情的爆发客观上加速了远程办公在海外的推广，为了减少人员集聚，以互联网公司为代表的海外知名企业在 2020 年期间宣布永久居家办公计划，但逐步改为 **3 天在公司办公+2 天居家办公的混合办公模式**。同时，根据 Gensler《美国办公空间调查报告》，科技、金融和管理咨询等知识性员工密集型的行业员工更青睐混合办公或居家办公。

图 1：不同行业员工对办公模式的偏好不同

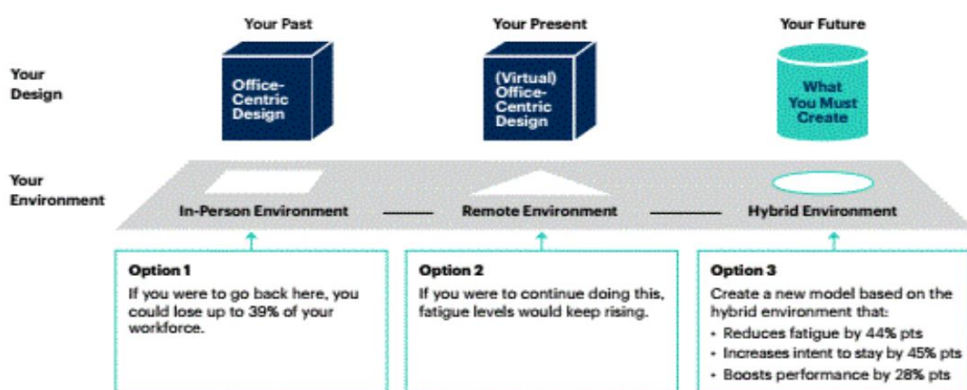


资料来源：Gartner《2021 年及以后的远程工作技术》，民生证券研究院

1.1.1 顺应员工意愿和企业利益，混合办公兴起具备必然性

Gartner《2021 年及以后的远程工作技术》报告指出，“新冠疫情证明了此前面对面办公的形式是过时和不必要的限制，在后疫情时代，重新思考在何处、何时以及由谁完成工作的高管能够更好地完成业绩及留住人才，从而实现组织和员工的双赢”。该报告显示，**混合办公相较于传统办公和居家办公更具优势**，根据调查，如果要求员工完全回到办公室（恢复传统办公模式），企业将流失 39%的劳动力；如果完全居家办公，员工的疲劳程度将持续加剧（工作休息界限不分明）；如果采取混合办公模式，员工疲劳程度将下降 44%，员工稳定性将提升 45%，同时工作效率将提升 28%。

图 2：Gartner 报告显示混合办公相较于传统办公和居家办公更具优势



资料来源：Gartner《2021 年及以后的远程工作技术》，民生证券研究院

根据 Gensler《美国办公空间调查报告》，美国员工希望在返回公司办公的同时，依然享有居家办公的灵活性和私密性，52%的美国员工更青睐混合的办公模式，混合办公无疑提供了一种折中的解决方案。

图 3：Gensler 报告显示美国员工更青睐混合的办公模式

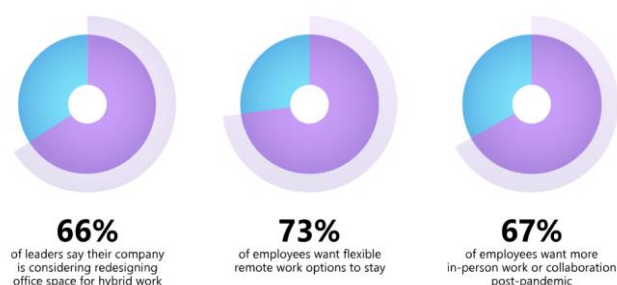
您希望一周分别在公司或居家办公多少天？

全时在公司办公 29%	每周有 1-2 天居家办公 28%	每周有 3-4 天居家办公 24%	全时居家办公 19%
52% 美国员工更青睐混合的办公模式。			

资料来源：Gensler 美国办公空间调查，民生证券研究院

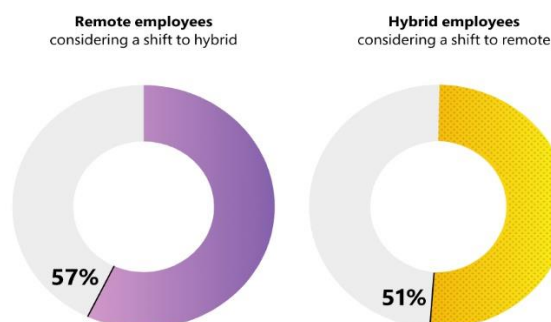
微软于 2021、2022 年初分别针对 31 个市场 3 万余名员工进行了调查，发布了工作趋势指数报告，从定量角度进一步验证混合办公趋势。根据《2021 年工作趋势指数报告》，66%的企业考虑为混合办公重新设计办公场所，73%的雇员希望继续灵活远程办公，67%的雇员希望疫情后有更多的面对面办公与协作的机会。根据《2022 年工作趋势指数报告》，51%的混合工作型员工表示在未来一年会考虑改用远程工作模式，而 57%的远程工作型员工表示会考虑改用混合工作模式，特别对于“Z 世代”（出生于 1995 年至 2012 年）和“千禧一代”（出生于 1980 年至 1994 年）的年轻员工而言，工作场所的灵活性已经成为优先考虑事项，其中 58%的“Z 世代”希望明年转向混合办公模式。混合办公越发成为全球劳动市场的新常态。

图 4：微软报告显示混合办公不可避免



资料来源：微软 2021 年工作趋势指数，民生证券研究院

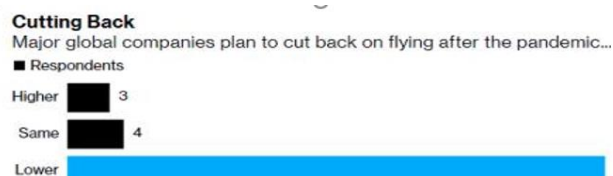
图 5：混合办公模式相比远程工作在员工中接受度更高



资料来源：微软 2022 年工作趋势指数，民生证券研究院

从企业角度，混合办公不仅可以提高员工办公效率，还一定程度降低了投入（与远程办公类似）。通勤和差旅费用的减少，加之办公空间租金、供暖费、水电费的节省，有助于企业实现可持续发展目标。彭博社对美国、欧洲和亚洲的 45 家大型企业进行了调查，数据显示，84% 的企业计划在后疫情时期减少差旅支出，大部分企业计划削减 20-40% 的费用，大约 2/3 的企业减少了内外部的前对面会谈，转而采用在线会议方式替代，全球商务旅行协会 (GBTA) 预计，到 2024 年，全球差旅支出将从 2019 年的 1.43 万亿美元下降到 1.24 万亿美元。

图 6：全球大型企业计划疫情后减少飞行



资料来源：Bloomberg News Survey, 民生证券研究院

图 7：许多企业计划至少削减 30% 差旅支出



资料来源：Bloomberg News Survey, 民生证券研究院

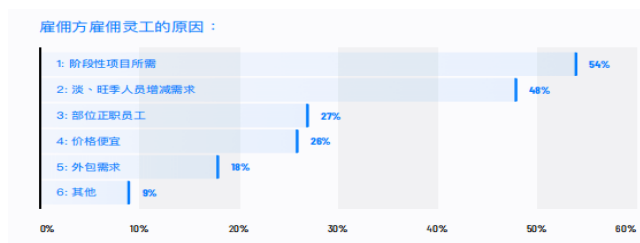
此外，随着传统雇佣关系的改变，企业将会雇佣更高比例的远程工作者，这样的好处有三点：1) 降低企业运营成本；2) 满足企业弹性用人需求；3) 摆脱区域因素对用人的限制。由此，企业将逐渐变成由全职员工和远程自由工作者组成的混合体。远程兼职员工和全职员工（远程或实地）的日常办公交流，也构成了混合办公的重要环节。

图 8：雇佣远程兼职员工将显著降低企业运营成本



资料来源：中国数字员工市场发展研究报告, 民生证券研究院

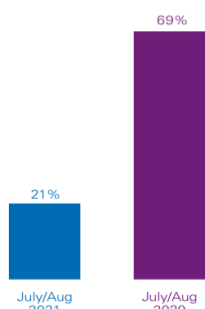
图 9：雇佣远程兼职员工的主要需求为灵活用工



资料来源：中国数字员工发展研究报告, 民生证券研究院

值得注意的是，尽管纯远程办公可以节约更多成本，但企业高管更关注办公的灵活性，而不是对办公室工作的完全颠覆。根据 KPMG《2021 年全球 CEO 前瞻大调查》(访问全球 11 个重要市场的 1,325 位 CEO)，仅有 21% 的 CEO 计划或已经缩减企业的实体办公室（相比 20 年的 69% 大幅下降），但同时，CEO 专注于为员工提供更高的灵活性，51% 的 CEO 考虑投资共享办公空间，37% 的 CEO 实施了混合工作模式，大多数员工每周远程至少两天。

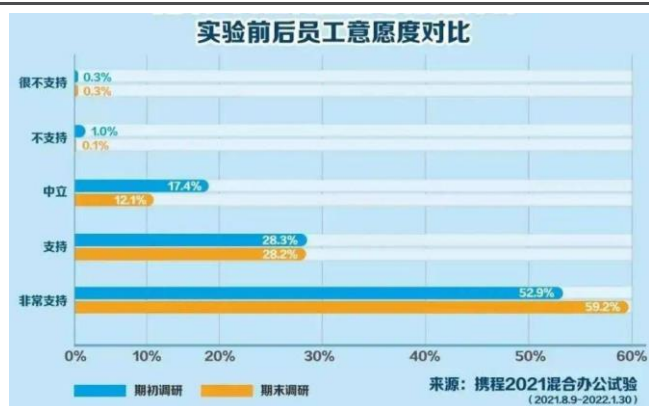
图 10：CEO 计划缩减企业实体办公室的意愿在下降



资料来源：KPMG 2021 年全球 CEO 前瞻大调查, 民生证券研究院

携程国内率先推广混合办公，试验数据表明近六成员工强烈支持混合办公。携程于 2021 年 8 月 9 日启动为期 6 个月的“2021 混合办公试验”，总计数百名员工参与，范围覆盖客户服务、技术、产品、业务、市场营销及职能岗位。试验数据表明，混合办公试验组员工绩效相比对照组并无显著变化，但离职率降低了 32%。试验结束后，非常支持混合办公的员工比例由 52.9% 提升至 59.2%，减少通勤时间（93.6%）、平衡工作和生活（78.4%）、幸福度高且更富创造力（75.1%）是投票最高的三大理由。**这反映混合办公模式在国内公司同样适用。**基于上述试验结果，携程宣布自 2022 年 3 月 1 日起，每周三、周五，各事业部、职能部门可根据实际管理需求，实行或逐步推行 1-2 天的混合办公，即每周有 1-2 天，符合条件的员工可自行选择办公地点，**既可以是家里，也可以是咖啡厅或者度假酒店等。**与此同时，携程发布了与之匹配的员工申请和管理流程、设备支持等政策。**我们认为在不久的将来会有更多、各行各业的公司采取混合办公模式。**

图 11：59.2%员工强烈支持混合办公



资料来源：携程 2021 混合办公试验，民生证券研究院

图 12：员工强烈支持混合办公的原因



资料来源：携程 2021 混合办公试验，民生证券研究院

1.1.2 混合办公仍面临挑战，视频会议体验提升是痛点

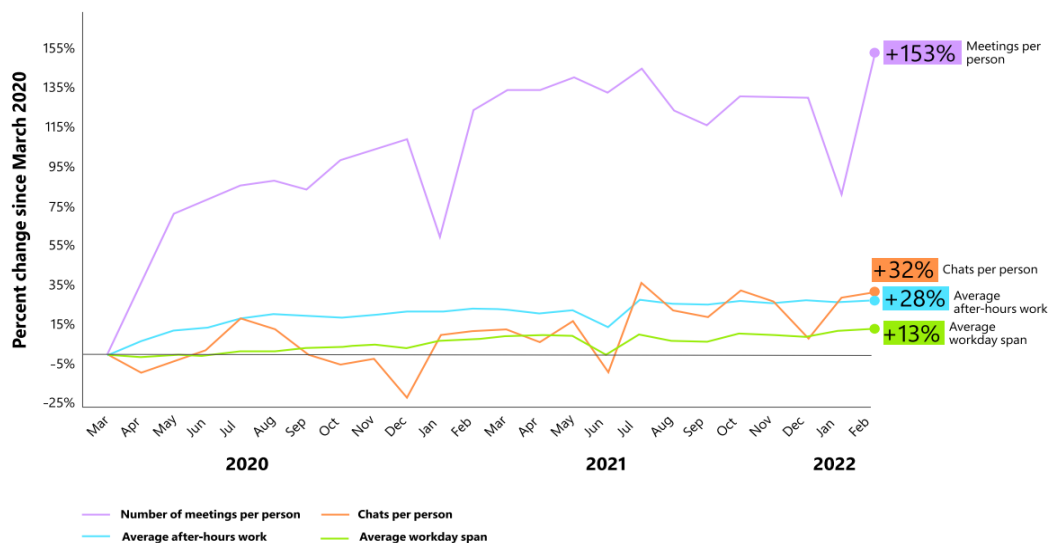
根据微软的定义，混合办公通过结合多种元素，例如现代通信（包括 Internet 和手机网络）、个人和会议设备（如电脑、移动设备、扬声器和相机）以及将所有这些元素整合在一起的应用（如微软 Teams、思科 Webex、Zoom），使身处不同位置的人们能够随时交流和协作。

视频会议领导厂商思科认为，混合办公中有五大要素必须实现：**1) 灵活易用**：当大家进入一个空间，都可以便捷地访问这个空间里提供的混合办公工具。**2) 包容平等**：每一个与会人在参会期间都得到平等的关注和展示。**3) 关爱支持**：确保员工在线上会议与协作中能够保留一定的自我调节时间，并重视用户使用体验的优化。**4) 安全**：保障供应商、客户资料、内部员工以及个人信息的安全传送和存储。**5) 易管理**：自动升级更新，自动维护，降低基础架构或者运维团队压力。

我们认为混合办公面临两大核心痛点：办公时间延长和视频会议参会体验不佳。前者依赖于员工自我调节、企业文化的改善及公司管理能力的提升，而后者则需要视频会议软硬件能力的提升。

1) 无形中办公时间延长（更多的加班）：根据微软对 Microsoft 365 过去两年用户数据的分析，自 2020 年 3 月起，人均会议数同比增加 153%，人均聊天数同比增加 32%，平均加班时长同比增加 28%，单次办公时长同比增加 13%。

图 13：微软研究表明混合办公中员工面临办公时长增加的问题

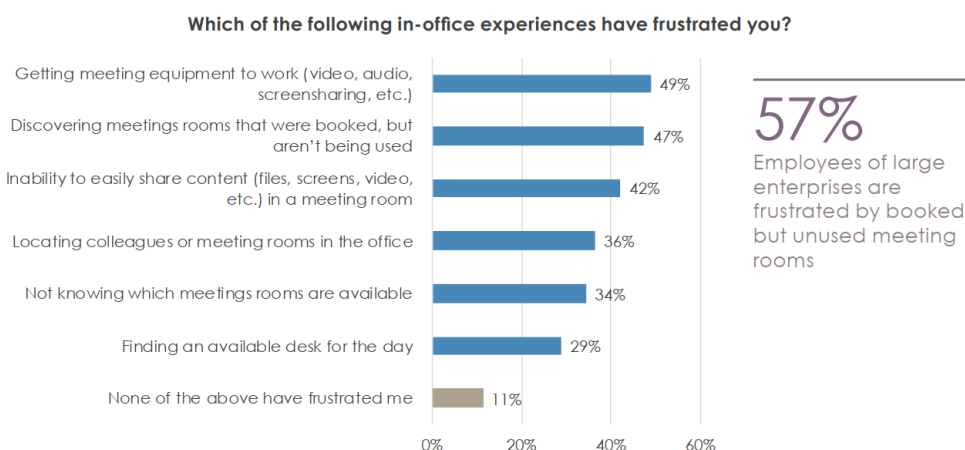


资料来源：微软 2022 年工作趋势指数，民生证券研究院

2) 视频会议体验提升是混合办公的痛点

混合办公下，视频会议体验仍有待提高。根据 Dimensional Research《混合办公场所的兴起》报告（对全球 1,569 名高管、知识分子、员工工作环境负责人进行访谈），88%的受访者认为当前办公场所面临挑战。近一半（49%）的员工在尝试让会议设备正常工作时感到沮丧，而 42%的员工在想要分享内容时感受到挑战。**这项研究表明视频会议是混合工作场所的关键。**47%的人对会议室被预订但未被使用感到沮丧，在大型企业公司中更是如此（57%）。随着这些公司强制保持社交距离并缩小会议室规模，挫折感可能会进一步增加。参与者还表达了在办公室寻找同事的挫败感（36%），并且不知道有哪些会议室可用（34%）。

图 14：办公室中最困扰员工工作的因素

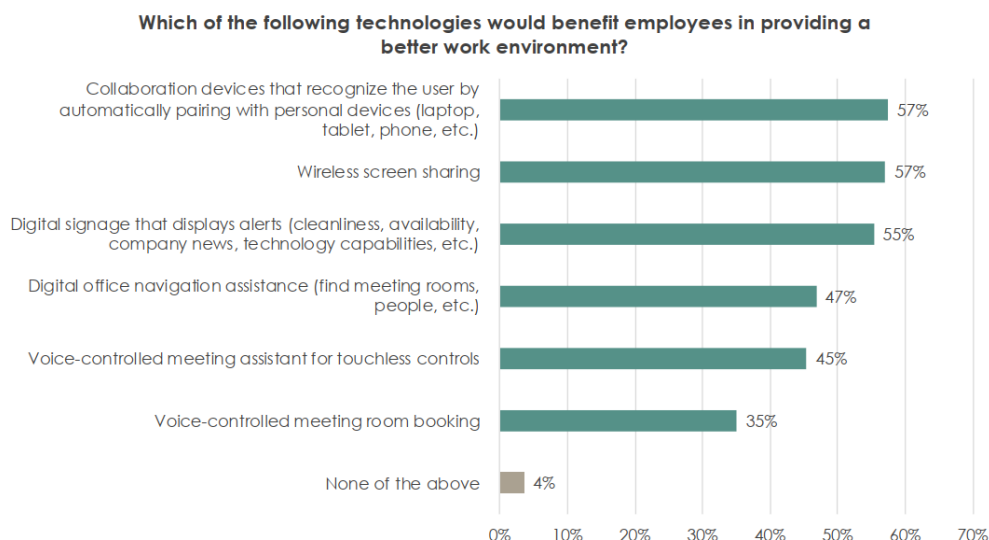


资料来源：Dimensional Research《混合办公场所的兴起》，民生证券研究院

技术进步同时是提升视频会议体验、改善办公环境的核心。Dimensional Research 询问了负责员工生产力人员（高管、人力和办公设施管理团队）技术进步（视频会议端软硬件能力的提升）是否可以为员工提供更好的工作环境。96%的受访者表示，关键技术可以为员工和企业带来直接利益。在众多技术因素中，并列首位（57%）的是**更智能的协作设备和无线屏幕共享**，前者可以识别用户并自动将会议室协作、会议设备与平板电脑、笔记本电脑配对，后者让

共享变得简便的同时减少了触摸电缆等高频易耗品的需求。超过一半（55%）的人希望使用现有屏幕与员工共享关键信息，如房间清洁细节、会议室是否可用、社交距离标准等。对办公室导航（47%）和语音控制会议助理（45%）的需求排在前 5 名。这些技术可以为构建既关注员工安全、又提高办公生产力的智能办公环境提供关键支撑。

图 15：哪项科技进步对改善员工办公环境帮助最大？



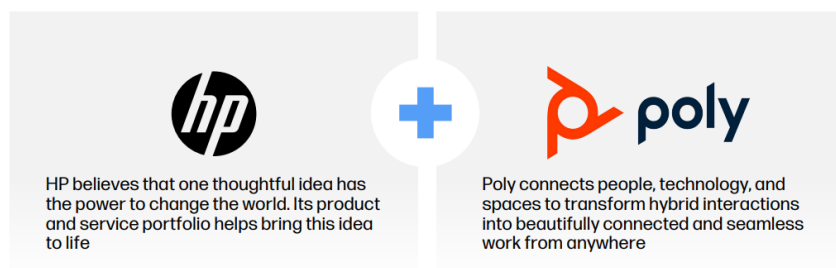
资料来源：Dimensional Research《混合办公场所的兴起》，民生证券研究院

1.2 HP 收购 Poly 的底层逻辑：混合办公带来广阔增量市场

看好混合办公发展，大幅溢价收购 Poly。2022 年 3 月 28 日，惠普（HP Inc.）宣布将以全现金交易方式收购音视频会议领导者缤特力（Poly），此次交易 HP 以 17 亿美元收购，并承担其 16 亿美元的债务，总成本约 33 亿美元，收购预计 2022 年底完成。每股 40 美元的收购价相比于前一交易日收盘价 26.2 美元大幅溢价 53%，足以说明此次收购对 HP 的战略意义。此次收购将强化 HP 在混合办公解决方案的发展势头。

图 16：HP 收购 Poly，发力混合办公解决方案

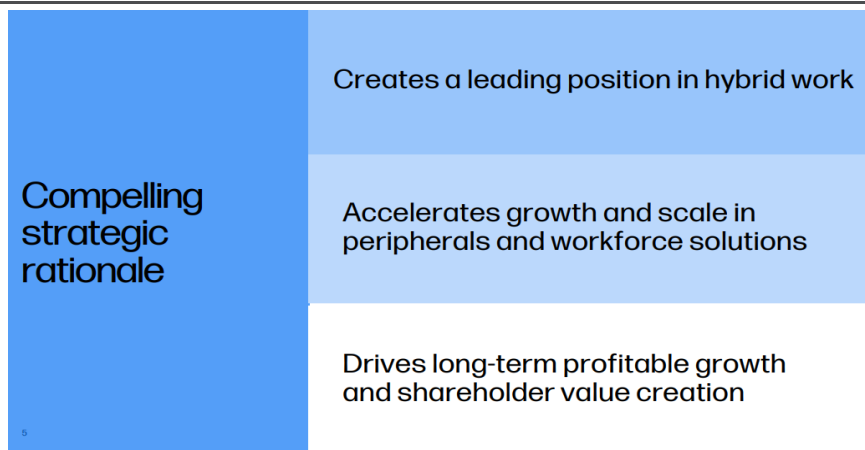
Combination to strengthen HP momentum in hybrid work solutions



资料来源：HP 公告，民生证券研究院

根据 HP 公告，此次收购加速了其创建更加以增长为导向的产品组合的战略，进一步增强了 HP 在混合工作解决方案方面的行业机会，并使公司能够实现长期可持续增长和价值创造。

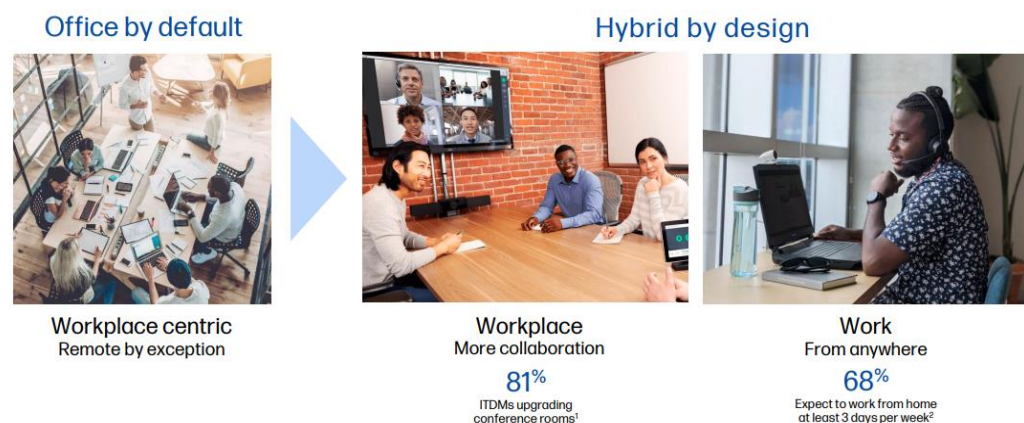
图 17：HP 收购 Poly 的三大令人信服的战略理由



资料来源：HP 公告，民生证券研究院

混合办公的兴起正在创造对能够在家庭和办公室环境中实现无缝协作的技术的持续需求。根据 HP 的调研，大约 75% 的办公室工作人员正在投资改善他们的家庭办公环境，以支持新的工作方式。传统的办公空间也正在重新配置，以支持混合办公和协作，其中的投资重点是会议室解决方案。根据 Frost & Sullivan 报告，目前全球超过 9,000 万个会议室仅有不到 10% 有视频功能，该机构预计到 2024 年，办公室会议室解决方案渗透率有望提升至 30%。**HP 此次真金白银溢价收购 Poly，正是为了与 Poly 在产品、市场形成互补，强强联合共同布局混合办公全场景解决方案，抓住市场增长机会，用实际行动证明混合办公是大势所趋。**

图 18：按部就班的传统办公与按需选择的混合办公



¹ HP Proprietary Study, 100 ITDMs, 50 HRDMs in the US, July 2021

² HP Proprietary Study, 312 End users, US, UK, May 2021

资料来源：HP 公告，民生证券研究院

广义混合办公市场空间广阔。通过收购 Poly，HP 旨在推动增长并扩大其外围设备和劳动力解决方案业务。根据 HP 内部分析，预计到 2024 年，外围设备和劳动力解决方案市场空间分别为 1,100 亿美元和 1,200 亿美元，2021-2024 年 CAGR 分别为 9% 和 8%。根据 Frost & Sullivan 报告，预计到 2024 年，混合办公中用于办公室的会议室解决方案市场空间为 60 亿美元，用于居家办公的个人音视频通信外设市场空间为 70 亿美元。

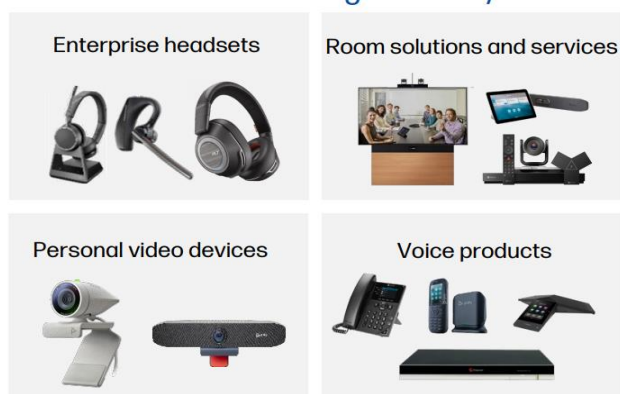
图 19：混合办公细分市场空间广阔



资料来源：HP 公告，民生证券研究院

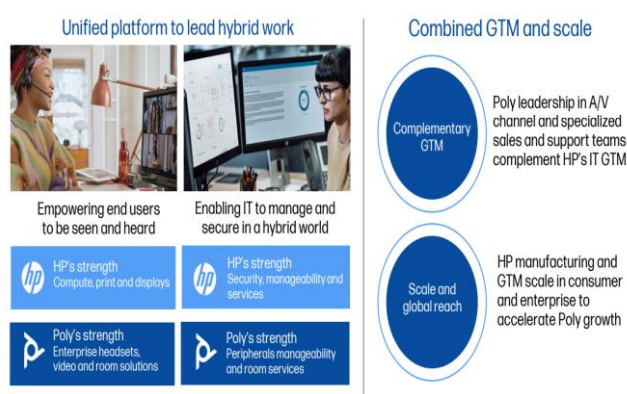
产品、市场珠联璧合，实现 1+1>2。 Poly 深耕音视频领域二十余年，在世界范围内拥有超 1,100 项专利，具备良好的渠道能力、市场份额和品牌影响力；Poly 可提供包括商务耳机、视频会议解决方案和硬件设备、个人视频设备、话机在内的一系列混合办公产品。对 HP 而言，其产品 C 端优势在计算机、打印机、显示器，B 端优势在安全、管理软件和服务，而对 Poly 而言，其产品 C 端优势在商务耳机、视频设备和会议解决方案，B 端在外设（话机）和会议服务。在产品侧，HP 和 Poly 将共同提供由设备、软件和数字服务组成的完整生态系统（补齐混合办公产品线，提供端到端解决方案）。在市场侧，Poly 在音视频领域的渠道体系和销售运维队伍可以为 HP 的 IT 市场拓展形成良好补充，HP 在生产制造、GTM 方面的规模效应也将促进 Poly 业绩增长。

图 20：Poly 混合办公产品线



资料来源：HP 公告，民生证券研究院

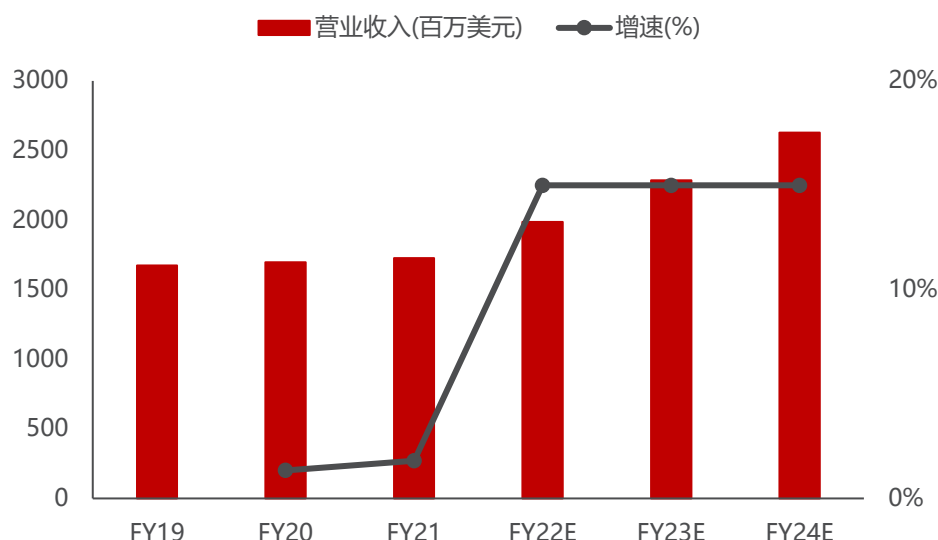
图 21：HP 和 Poly 实现产品、市场的珠联璧合



资料来源：HP 公告，民生证券研究院

基于上述分析，借助完整混合工作解决方案的扩展，以及 HP 的规模和 Go-to-Market 能力，HP 有望在外设以及会议室和劳动力解决方案业务方面与 Poly 实现显著的收入协同效应，为客户提供端到端的服务。HP 将能够在其全球商业（B 端）和消费者（C 端）销售渠道进行交叉销售，同时通过将 Poly 的产品与 HP PC 产品组合相结合来推动销售增长。因此，HP 预计到 2025 财年将实现 5 亿美元的收入协同效应，并预计 2023-2025 年 Poly 的收入 CAGR 为 15%。此外，受益于 HP 供应链、生产制造、管理等环节的规模效应，预计到 2025 财年 Poly 的营业利润率有望提升 6pct。

图 22：2020-2025 财年 Poly 营收及预测



资料来源：wind，HP 公告，民生证券研究院

1.3 海外其他厂商混合办公布局：完善产品矩阵，补齐解决方案能力

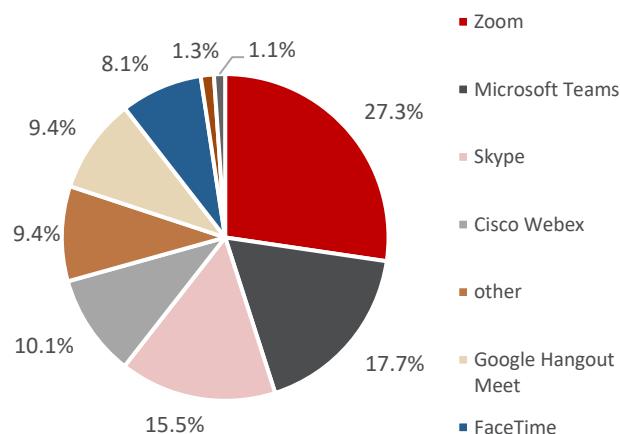
思科、Zoom、微软作为视频会议龙头厂商，占据全球视频会议市场 70% 以上的市场份额。Gartner 魔力象限是企业寻找主导市场的品牌和解决方案的重要参考资料之一，思科、Zoom、微软位于领导者象限证明其拥有稳定优质的客户群体，掌握核心研发能力，同时在市场上占据主要份额。据 Creative Strategies 统计，微软收购 Skype 后，三家厂商在市场合计共有超 70% 的市占率，占据市场前三席位。不同的是，思科以终端设备起家，收购 Webex 后搭配自有硬件终端形成闭环一体化解决方案，而微软 Teams、Zoom 则以研发视频会议软件为主，通过认证其他硬件终端制造厂商形成完整生态环境。

图 23：2021 年会议解决方案魔力象限



资料来源：Gartner，民生证券研究院

图 24：2020 年全球视频会议市场企业占比



资料来源：Creative Strategies，民生证券研究院

1.3.1 思科：全球企业设备龙头，独立打造软硬件一体化解决方案

软硬件一体化布局，构建完整解决方案生态系统。思科以研发硬件设备起家，具有制造 IP 话机、商务耳机、摄像头、麦克风、协作室终端、协作桌面终端等全系列云办公终端的生产能力，因此思科视频会议解决方案通过结合 Webex 软营云一体化方案+思科硬件终端打造闭环式协作架构，构建完整生态系统，实现智能化无缝衔接混合办公工作流，通过软件+硬件打包销售的方式为企业客户提供服务。

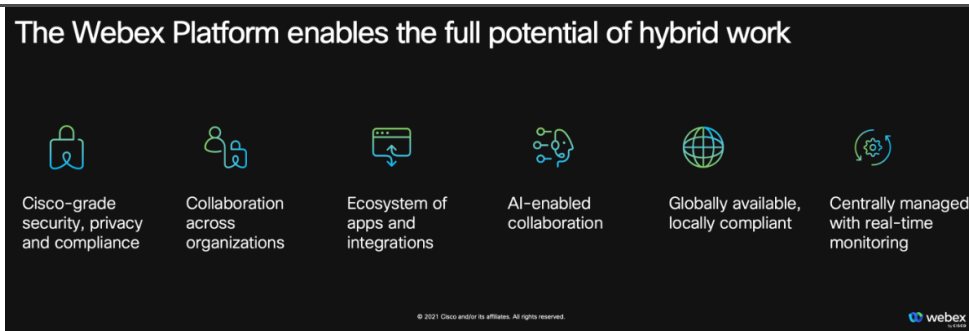
图 25：思科协作解决方案整体布局



资料来源：思科官网，民生证券研究院

视频会议解决方案赋能混合办公领域，系统更新解决痛点问题。Webex 对视频会议进行差异化定位，同时凭借在全球范围内自建的数据中心，拥有稳定的数据传输能力，使 Webex 在视频会议领域保持较高市场份额。思科最新发布的 Webex 混合办公解决方案通过统一的网络管理平台作为管控，借助专门的安全解决方案来保证所有连接的安全性，满足客户灵活多样的业务需求。根据 Webex 官网，截至 2022 年 3 月，Webex Calling 用户数突破 600 万大关。

图 26：Webex 打造安全、便捷、智能的混合办公平台



资料来源：Webex 官网，民生证券研究院

表 1：Webex 混合办公解决方案提升用户体验与使用便捷度

安全性	通过基于标准的现代加密技术为客户和 Webex 设备构建端到端加密，Webex 的零信任安全可以保障通信安全。强大的身份验证功能可帮助确认每名与会人员是否是受邀请人员。
	灵活的密钥管理流程包括本地密钥管理功能和“自带私钥” (BYOK) 功能，可以在没有任何人（包括 Webex）接受访问的情况下控制数据加密。

思科安全捆绑包能够轻松购买包括 CloudLock、Talos、Duo、AMP、Umbrella DNS 和 SecureX 在内的最佳安全功能。

协作能力	单一身份模型使用户能够在内部同事或外部参与者所共享的 Webex 空间中协作，而无需注销和切换账户。 可见共享指示器会提示用户其正在与外部用户共享，或与外部参与者共享 Webex 空间。 FedRAMP 授权共享为 Webex for Government 用户提供安全通信保障。
第三方应用和集成生态系统	嵌入式 Webex 集成支持在其他应用中直接进行通话、会议和消息传递，例如在 Salesforce、Zendesk 或 ServiceNow 应用中。 嵌入式应用框架可支持 Smartsheet、Hacker Rank、Miro、Mural、Workboard、Thrive Reset 等 ISV 应用，以及更多更直接内嵌到 Webex 的应用。有 60 多个合作伙伴的应用会与 Webex 集成。 Webex Assistant 功能 API 允许开发人员添加语音驱动型应用，扩展 Webex Assistant，并在 Webex 应用和设备上提供新的功能。
AI 功能	无论发言者位于房间哪个位置，该功能都可以均衡所有声音，使远程工作人员能够听到和理解每个人想法，而不仅仅是离麦克风最近的人。 除英语、法语和西班牙语，设备的 Webex Assistant 还可以提供更智能的功能，并且支持德语和日语。
兼容服务部署	直接 Webex 骨干网对接可支持企业直接与 Webex 网络对接，以进一步保证卓越的体验。 全球数据中心简化本地法规遵从性，并使 IT 管理员能够选择用于存储内容的区域。持续扩展云计算，于 2022 年在加拿大蒙特利尔、多伦多和印度孟买推出新数据中心。 目前 Webex for Government 由 FedRAMP 授权。Webex for defense 是由 DISA 授权的 IL-5 解决方案。 Webex Calling 提供灵活的 PSTN 选项，其中包括全球服务供应商和自带 PSTN 供应商。在北美和英国，可以直接从思科获得 Webex 呼叫计划。
集中管理与实时监控	通过交互式图表和数据分析程序进行实时监控，监控服务质量。 全面的会议诊断可实时显示每名参与者的质量信息，包括大型会议和 Webex Events。

资料来源：Webex 官网，民生证券研究院

高端和中低端共同发力，完善全系列终端产品矩阵。思科推出的“全景网真 Webex Room Panorama”协作旗舰级产品适配高端会议室，将双方会场全景图像在两块屏幕上完整呈现出来，打造沉浸式会议体验。同时 Webex 协作终端设备打造的最新桌面产品线，包含从 24 英寸的桌面平台 Webex Desk Pro 到最小的桌面终端 Webex Desk Camera，可适用于从家到办公室的多种应用场景。结合互动电子白板 Webex board Pro、桌面协同电子白板 Webex limited edition、商务耳机等系列产品，**思科搭建起从低端到高端、从家庭场景到高端会议室全场景全系列终端产品矩阵，赋能混合办公领域。**

图 27：思科全景网真 Webex Room Panorama 和 Webex Desk 系列

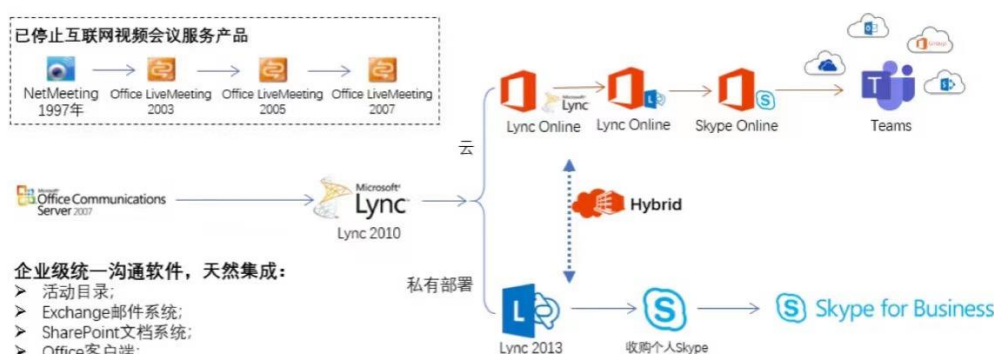


资料来源：Webex 官网，民生证券研究院

1.3.2 微软：依托 Office365 用户基础，构建 Teams 良好生态

收购 Skype 推出 Teams，转移用户布局一体化平台。微软 1993 年开始提供基于互联网 SaaS 的视频通话服务，2011 年斥资 85 亿美元收购 Skype 后，升级初代产品打造 Skype for Business，并提出“云为先，移动为先”战略发展 Azure 和 Office365，Skype 逐渐成为即时沟通、音视频会议的主流趋势。2016 年微软以 Skype for Business 为底层进行研发，集合 Office 365 功能，推出高集成度云协作平台 Microsoft Teams。由于 Skype for Business 和 Teams 功能重叠度较高，2019 年 7 月微软宣布 2022 年停用 Skype for Business，将用户与信息逐步转移到 Teams，逐步完成用户沟通和协作方式的转变。

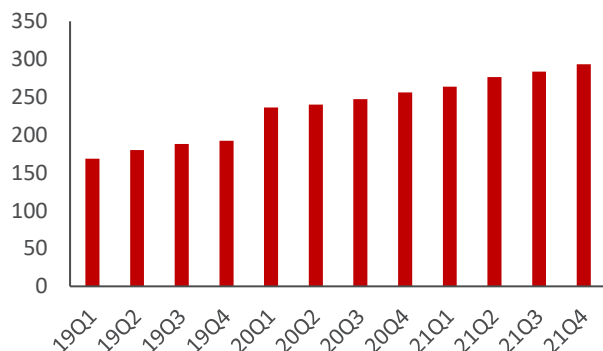
图 28：微软 Skype 向 Teams 迁移示意图



资料来源：混合办公官微，民生证券研究院

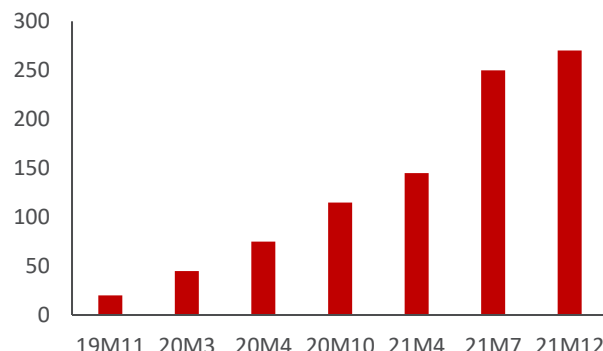
Office365 导流+疫情催化驱动 Teams 用户数高速增长。微软通过向 Office365 付费用户免费提供 Teams，帮助 Teams 完成原始用户积累。2020 年因疫情原因远程办公需求激增，拉动 MS 365 与 Teams 月活人数进一步提升，截至 2021Q4，Teams 全球月活用户已经突破 2.7 亿，而 MS 365 月活已经突破 2.9 亿。微软表示已有超过 20 家员工数量超过 10 万的企业使用 Teams，未来随着部分员工陆续返回办公岗位，居家+现场混合办公方式将持续带动办公软件需求，有望打开 Teams 月活人数增长的第二曲线。

图 29：MS 365 月活人数（百万人）



资料来源：IDC，民生证券研究院

图 30：Teams 用户数（百万人）



资料来源：微软财报，民生证券研究院；注：21M7、21M12 为月活，此前为日活

专注研发解决方案，搭配终端认证产品形成生态闭环。与思科不同，Teams 专注于研发云协作平台软件和应用，通过深度集成 Office 应用和第三方应用程序打造一体化办公平台，并借助于覆盖全球的 Azure 网络，通过智能边缘实现全球就近访问。由于其标准化程度与安全性能高，Teams 落地全球 181 个市场，成为全球 500 强企业优选办公平台。为了更好的建立视频会议生态系统，微软设立严格认证标准，与亿联、Poly、Jabra、AudioCodes 等终端制造厂商

合作，打造生态闭环。

图 31：Teams 主要功能

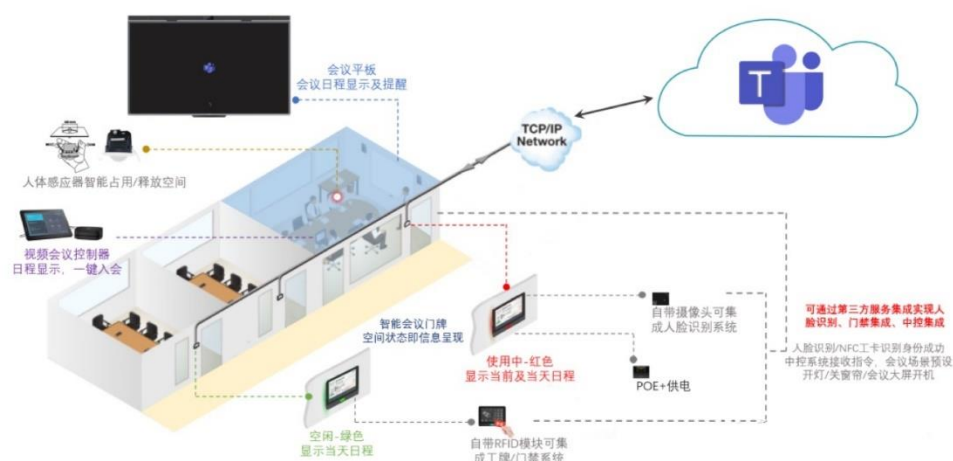
Microsoft Teams – 全球领先的云协作平台，93%财富百强的选择



资料来源：IT 公众号，民生证券研究院

打造标准化会议室，形成会议解决方案闭环。 Teams 作为支持全生命周期的会议解决方案，从会前、会中、会后不同阶段来为客户提供服务，**会前**制定统一预定入口、会议室状态感知、会议室状态呈现、入会权限管理，**会中**实时更新会议场景、支持同步字幕和实时翻译，**会后**及时进行会议室、设备、数据、系统管理，形成全系统完美闭环，同时 Teams 高度融入客户业务系统，结合现有业务系统增加用户使用粘性。

图 32：Teams 标准化会议室



资料来源：混合办公官微，民生证券研究院

图 33: Teams 会议流程


资料来源：混合办公官微，民生证券研究院

多版本更新迭代提升用户线上视频会议体验。Teams 从最早的远程教学视频会议到如今构建在统一的平台上的 Dynamic Workplace 解决方案,逐步成为结合优秀 SaaS 功能的集合体。通过丰富场景内容和系统,Teams 帮助客户搭建包括人们工作方式、工作场所、工作协助技术在内的全面生产力模型,将现有投资和生产效率最大化,给予与会人员更好的体验感和更完善的会议功能。

表 2: Teams 更新内容列表

日期	更新类别	更新内容
21-12-7	全新的虚拟白板(Whiteboard)	更新了新的模板、便笺,现在用户可以插入图像和图形,更改虚拟白板的背景色及其网格设计,使用户能够更轻松地完成各种内容。
21-11-2	Mesh	更新个性化头像以及沉浸式的会议空间,为用户带来新一代 2D 和 3D 会议体验。(将在 2022 年上半年作为 Teams 的新功能在 PC、移动设备和混合现实耳机上提供预览版)
21-11-2	扩大合作伙伴	Teams 用户可以使用 Direct Guest Join, 加入第三方平台的会议 (UDBlueJeans, Go To Meeting 以及 Zoom 和 Cisco), 反之亦然。
21-11-2	Cvent	Cvent 用户可以通过 Teams 管理其活动流程 (注册登记、议程管理、虚拟会议和项目管理)。
21-10-8	实时转录	用户可以在开始录制时看到实时转录。
21-6-28	“聚光灯”功能	组织者和演示者现在能够在会议中聚焦多个人员,以便固定其视频或个人资料图片供所有人观看。
21-3-19	会议概括功能	更新会议概括功能,会议聊天选项卡中将自动共享包括会议录制、脚本、聊天、共享文件等内容的概括信息,并可以在会议邀请的详细信息选项卡中找到出席报表。
21-1-12	Google Workspace	更新 Teams 附加组件,可直接从 Google Workspace 日历安排并加入 Teams 会议。
21-1-12	分组讨论室	团体可以分成多个讨论小组,使得团队沟通更加效率。
20-12-8	支持更多语言	正式发布: 丹麦语、荷兰语、英语、法语、德语、印度尼西亚语、意大利语、日语、挪威语、葡萄牙语、俄语、西班牙语、瑞典语、土耳其语。 预览版: 简体中文、繁体中文、印地语、韩语、波兰语 实验版: 无

20-11-20	Teams 个人生活版	Teams 个人生活版可适用于桌面。
20-11-16	虚拟白板(White board)	现在可以使用 Freehand by InVision 带来的白板功能，用户将获得崭新的会议体验。Microsoft Whiteboard 只读模式更加灵活。
20-10-20	7x7	提供大型的视频窗口视图-最多可查看 49 位参会者(7x7)。
20-6-30	课堂检查(ClassInsights)	教育工作者能够使用智能的数据分析了解学生的参与程度，用户可以查看学生的成绩并跟踪其参与会议、课堂讨论以及提交作业的情况。
20-5-29	在 Teams 上使用 Microsoft Lists	Microsoft Lists 可跟踪信息、组织工作。在自定义视图和应用的智能规则的帮助下，可以检查业务问题、日常行程以及清单的完成状况，实时追踪资产与联系人的情况，确保业务中的每个人保持同步。

资料来源：微软官网，36 Kr，民生证券研究院

1.3.3 Zoom：差异化竞争发掘中小客户市场，致力于提升用户会议体验

凭借云视频会议独特优势形成差异化竞争，Zoom 面向不同群体开发新市场。视频会议经历从 MCU 到分布式到云视频会议的发展，云化架构降低对终端性能要求，相比于传统视频会议产品针对 B 端办公室、会议室场景，Zoom 等云视频会议可借助软件系统通过笔记本、平板、手机 APP 等进行视频通信，提升视频会议的触达场景，降低使用门槛，拥有更大的市场空间。由于思科等传统硬件产品使用周期长、更新迭代速度较慢，无法满足中小客户需求，同时高端市场客户总量较为稳定，导致硬件视频会议产品市场空间有限，而 Zoom 等云视频会议可较好覆盖不同目标客户人群，充分发掘中小客户市场，因此在疫情期间市场份额持续扩大，“去思科化”效应逐渐凸显。

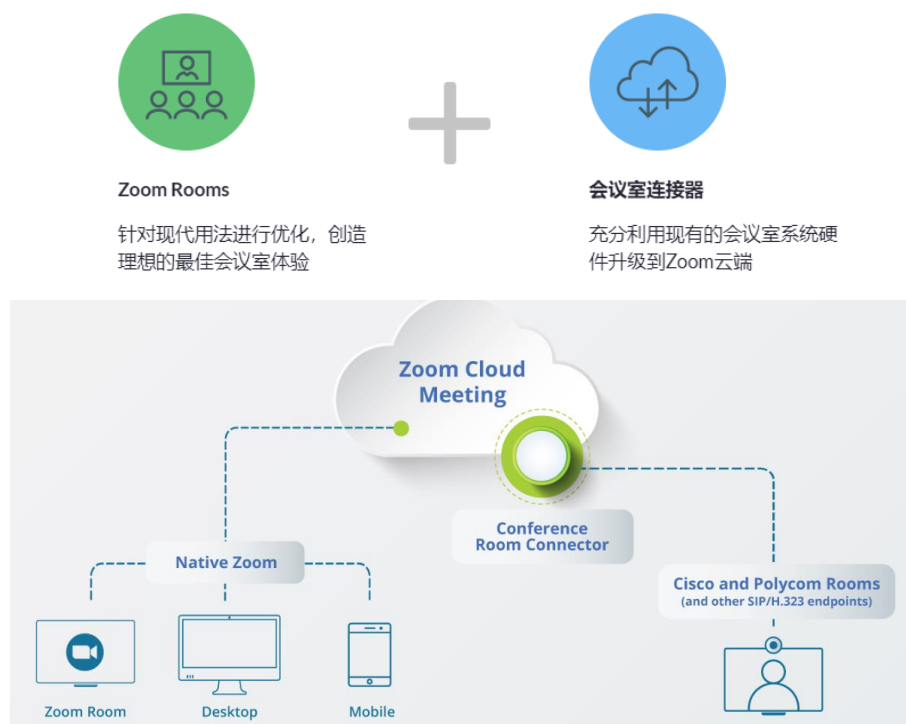
图 34：Zoom 生态系统



资料来源：Zoom 官网，民生证券研究院

Zoom Meeting + Zoom Rooms 解决全部线上会议需求。Zoom Meeting 作为云视频会议软件，可在电脑、手机等多终端之间提供多方音视频互动、录制、会议管控、共享桌面、电子白板等基础视频会议功能，并集成 Office365、浏览器等第三方应用中。而 Zoom Rooms 作为基于软件的会议室解决方案，在和 Zoom Meeting 配合使用下，为音频会议、无线屏幕共享和视频会议提供综合体验，打造现代化会议室。Meeting + Rooms 可解决全部个人场景和企业场景需求，个人用户通过下载 Zoom App 即可使用 Zoom Meeting 参与或发起会议，企业用户可使用 Zoom Rooms 满足智能预约会议、视频画面和共享画面多屏显示、企业远程管理等专业化会议需求。

图 35: Zoom Rooms+适配终端打造视频会议生态系统



资料来源: Zoom 官网, 民生证券研究院

拓展视频协作深度, 改善优化音视频协作能力。相比于 Teams, Zoom 更新内容更多体现在协作功能的优化上, 即白板、PPT、翻译撰写、会后协助的持续性和便捷性上, 引领行业率先开发会议号入会、语音控制、声纹识别、分组讨论室、网络研讨会、数字标牌、设备管理、SSO 单点等特色功能, 通过智能画面分割和簇拥式视图等功能, 提高用户体验感, **打造方便、快捷、易懂、好用的视频会议解决方案。**

表 3: Zoom 不同版本更新内容

更新目录	具体更新内容
拓展翻译与转录功能	Zoom 的自动转录功能扩展至 30 种语言, 可实时翻译的语种扩展至 12 种。
Zoom 虚拟白板	增强虚拟白板的交互功能, 给用户更好的使用体验。可通过 Zoom 平台和 Oculus (Facebook) Horizons Workrooms 进行虚拟现实类的协作。
“下一页, 谢谢”	免去了不必要的口头提示, 演讲者无需提示主持人翻页 PPT。演讲者可自行控制幻灯片演示。
持续协作	在 Zoom 客户端中, 用户可协作讨论、处理文件和视频、共享文件, 并授予项目和文档的访问权限, 以实现无缝的团队协作。
拥簇式视图	为 Zoom 聊天频道增加了一种全新的视觉布局, 使团队感觉更加团结。
视频语音邮件	用户可为同事留下视频消息, 使沟通更具个性化。
智能画面分割	对于线上与线下的混合会议, 处于线下同一房间内, 同一台会议摄像机捕捉到的参会者将被呈现为逐个单独的画面。
办公桌轮用	在 Zoom 人工智能的帮助下, 用户可为公司内的混合会议预定办公桌和办公室, 以便轻松安排日程。
Zoom 活动会议	Zoom 为用户提供全新的虚拟会议体验。允许参会者进入大厅, 互相聊天, 建立网络, 拜访赞助商等。
沉浸式视图	用户可为线上参会人布置虚拟会议空间。

资料来源: Zoom 官网, 36 Kr, 民生证券研究院

2 亿联网络：产品+生态+渠道优势，掘金混合办公新蓝海

2.1 硬件对标思科，发力混合办公解决方案

2.1.1 海外：终端产品对标思科，ASP 提升打开成长空间

发布会推出的新品性能对标思科。4 月公司举办新品发布会，推出智能协作会议平板 MeetingBoard、桌面一体机 DeskVision A24、BH7X 商务蓝牙耳机，分别对标思科的会议平板 Webex Board、一体机 Webex Desk Pro、和 Cisco Headset，且性能接近或略有提升，如 Webex Board 内置 12 麦克风阵列，MeetingBoard 内置 16 麦克风阵列。思科连续 15 年位居 Gartner 协作会议解决方案领导者象限，被行业视为混合办公能力与服务的风向标，亿联硬件设备性能对标思科证明公司具备较强的研发能力与产品实力，未来将凭借高性价比（优性能+低于同行的价格）持续扩大海内外市场。

表 4：亿联终端新品对标思科硬件

	亿联		思科
会议平板 MeetingBoard	一体化设计，双规格(65 寸/86 寸)，双屏方案，荣获红点和 IF 设计大奖		55/70/85 英寸三种尺寸的 4K 超清触摸屏
	4K 视频、4K 投屏、4K 显示，支持多种 AI 智能功能		4K 高分辨率 LED 屏幕，配备电容式触摸屏界面
	双摄方案，选配可插拔光学变焦摄像机模组；内置 16 麦阵列 6 单元立体声扬声器	会议平板 Webex Board	Beamforming-波束成形麦克风阵列、高保真扬声器，内置 12 麦阵列
	零贴合屏幕，40MS 超低延时，支持防误触；支持多种方式 4K 超高清投屏，最多 4 方同屏		支持本地会议中的电子白板/注解功能；采用与智能手机和平板电脑相同的电容式触摸屏功能，支持两点式多点触控
	支持 H.323/SIP 协议，可与市面上主流的视讯终端互联互通。支持腾讯会议/ZOOM 会议/微软 TEAMS 等主流云会议的 ROOMS 应用，硬编解及 1080P 全高清会议体验		配合思科协作架构为客户提供自建部署，同时支持与任何基于 H.323/SIP 标准的第三方视频会议设备互联互通
桌面一体式终端 DeskVision A24	可作为显示器和独立视频会议终端使用，两种模式可一键切换		27 英寸交互式触摸屏，工作与会议可无缝切换
	搭载专业立体声扬声器，及独立的智能音频处理芯片；内置可升降 4K 摄像头	一体机 Webex Desk Pro	71 度高清摄像头，3.1 音响系统和降噪麦克风阵列，可自由调整的布局选项
	支持 USB 扩展坞和无线供电功能，仅需一根 USB-C 线即可连接电脑，部署简单		通过 USB-C 接口，可作为主显示器和扩展坞集成到笔记本电脑，并使用笔记本电脑的充电和触摸重定向功能
蓝牙商务耳机 BH7X	支持四级智能 ANC 降噪，可根据不同使用场景和需求，自定义最佳降噪体验		具有三种降噪模式的混合 4 麦克风
	搭载 HI-FI 级别 APTX 音频算法，真实还原每一个声音细节	Cisco Headset	•自适应：降噪功能可根据环境自动调整 •手动：可指定降噪级别 •环境：能够在用户环境中听到对话
			自适应降噪，背景降噪和侧音支持

拉出麦杆可以自动接听来电(来电状态下)，收起麦杆可以开启通话静音功能

麦克风上由 2 个定向驻极体电容式麦克风 (ECM) 组成，减少噪音，增强用户声音，取消背景发言者

3 小时充满，支持长达 40 小时的惊人续航，满足商务/娱乐多场景使用需求

2.5 小时充满，充电 10 分钟可使用一小时

资料来源：亿联官微，思科官网，民生证券研究院

产品 ASP 提升，推动公司打开成长空间。公司以做通信交换机设备起家，凭借 SIP 通信终端进入国际市场，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%。公司新品发布会表明公司已研发量产出可对标龙头厂商的视频会议全系列产品，根据现有海外渠道售价，商务耳机、会议平板、一体机等视频会议终端售价远高于传统 SIP 话机，SIP 话机售价区间为 200-500 美元，视频会议产品售价区间为 3000-5000 美元，考虑到新品性能升级，终端售价有望进一步提高，ASP 成倍提升有望打开公司成长空间。

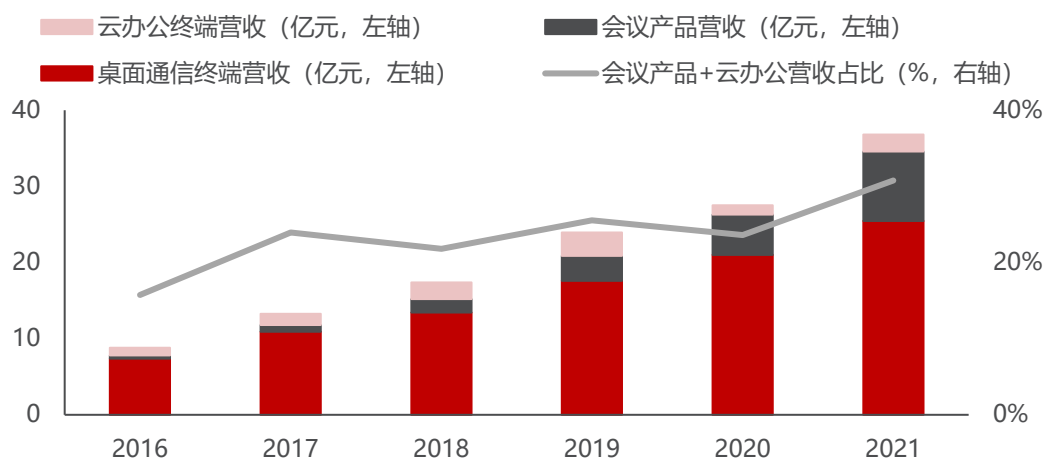
表 5：亿联 SIP 话机和视频会议系统部分产品售价

	类别	大类	价格(\$)
SIP 话机	T2	Yealink T2 Series IP Phones	99
	T3	Yealink T3 Series IP Phones	109
	T4	Yealink T4 Series IP Phones	119-799
	T5	Yealink T5 Smart Media Phones	299-599
	T5	T53W-高端商务话机	219
	T5	T58A	489
会议室硬件	视频会议室	Yealink Small Rooms (Teams)	1999-2753
	视频会议室	Yealink Medium Rooms (Teams)	2799
	视频会议室	Yealink Large Rooms (Teams)	3999-5599
	协作触碰平板	VC 系列-CTP20	1399
	协作触碰平板	VC 系列-CTP18	599
	大型会议室硬件	MVC840(Teams)	4299-4897
其他终端配件	DECT 无线耳机	WH63	199-299
	USB 会议室摄像机	UVC86	2099
	会议话机	CP960	899-1099
	吸顶式麦克风	VCM38	699

资料来源：亿联官网，微软官网，民生证券研究院

会议产品+云办公终端营收占比不断提升，第二曲线动能充沛。受益于产品单价值量提升和产品矩阵完善，公司会议产品和云办公终端业务占比从 2016 年的 15.74%提升至 2021 年的 30.77%，年均复合增长率达 34.64%，随着公司不断丰富业务产品矩阵、研发迭代高价值产品品类和持续开拓海内外市场，公司第二曲线增长动能强劲，长期来看成长路径清晰，业绩增长趋势明确。

图 36：亿联会议产品和云办公终端营收占比不断提升

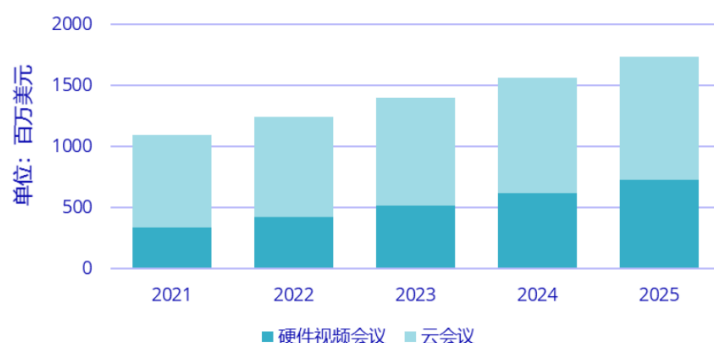


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.1.2 国内：发力解决方案，满足客户差异化需求

国内视频会议行业快速发展，疫情推动新一轮增长周期到来。随着云计算技术发展，视频会议逐步从传统的专网会议向云会议转变，据 IDC 数据，从 2010 年的 2.2 亿美金发展到 2020 年的 9.5 亿美金，CAGR 达 15.75%，2020 年国内硬件视频会议市场规模同比增长 15.3%至 6.9 亿美元，云会议市场同比增长 29.4%至 2.6 亿美元，预计 2024 年中国视频会议市场规模有望超过 100 亿元人民币，云会议市场占比将近 40%。

图 37：2021-2025 年中国视频会议市场规模预测



资料来源：IDC，民生证券研究院

针对国内客户需求打造混合云视讯解决方案，解决安全+大容量痛点问题。不同于 Teams 标准化会议室，国内政企大客户对场景化解决方案需求程度更高，之前的纯内网建设虽保障了数据安全，但无法解决外网并发的问题；公有云场景解决了便捷和临时扩容的诉求，但数据安全得不到充足保证。基于此公司推出混合云视讯解决方案，结合公有云的灵活便捷和私有云的独立安全，打造不同场景下的个性化解决方案，可高度适配国内人员多、会议场景多、对保密性要求高的大型政企客户。

图 38：亿联混合云视讯解决方案结合公有云+私有云优势



资料来源：亿联新品发布会，民生证券研究院

搭配国产语音方案协同打造混合云视讯解决方案，搭建安全、便捷、高效的视频会议平台。

存储方面，结合公有云和私有云优势，实现内外一张网，公有云为本地服务提供备份，支持集群热备、本地再生，实现无感容灾，在保证数据安全的基础上满足扩容需求，使企业一套管理系统满足日常会议、外部洽谈、线上大会等所有需求；**使用方面**，统一客户端，企业员工只需一个账号，就能联通手机、电脑、桌面话机等语音设备展开沟通协作，实现语音通话——语音会议——协作会议的升级；**数据安全方面**，支持全国产化方案，支持私有化部署、端到端加密传输、录音数据本地保存，有效防止外部窃听泄密，最大程度实现数据安全；**建设管理方面**，采用分布式集群架构，支持十万级用户超大并发，系统电信级可靠性达 99.999%，实现数据串联、会议室资源智能化管理，提升整体空间利用率。

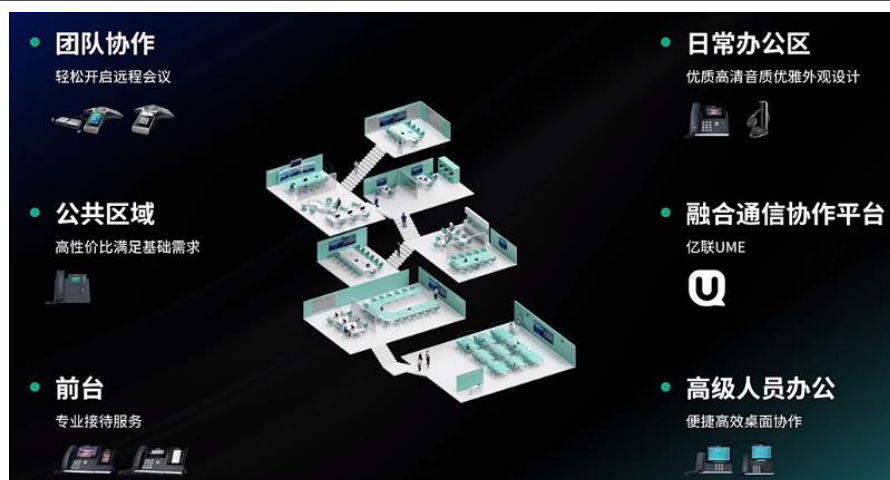
图 39：亿联混合云视讯解决方案特点



资料来源：亿联新品发布会，民生证券研究院

公司打造混合云视讯和国产语音解决方案，同时适配硬件终端，与国内以软件视频会议为主厂商形成差异化竞争，通过软硬件一体化生态优势快速打开国内政企市场，占领大客户市场份额。亿联融合通信解决方案 UME 赋能中国海油跨海协作和沟通，通过远程设备诊断提升工作效率、私有化部署保证资料数据安全、多端互联快速查看访客需求、统一系统入口打造一站式办公。亿联还针对广元市昭化区政府需求打造政务融合通信平台，建设智慧便民服务体系，“政务 UME”应用作为统一入口和工具，集成了政府通讯录、政府公告、多类别文件传输、音视频通话、身份验证等多个模块，服务于全区群众、政府、财政局、医保局、人社局、民政局等重点部门办事人员，实现了区、镇、乡、村等多级智慧服务覆盖。

图 40：亿联打造软硬件一体化生态



资料来源：亿联新品发布会，民生证券研究院

2.2 生态：Teams+Zoom 双生态认证，极具稀缺性

2.2.1 海外生态认证

区别于思科提供软硬件一体化解决方案，亿联主要以硬件配套的形式参与视频会议市场竞争。思科通过终端+云平台实现自身生态闭环，打造软硬件一体化解决方案，而微软 Teams 和 Zoom 主要提供云平台软件和视频会议应用，硬件多来自通过其生态认证的合作伙伴，因此更加强调生态适配，而亿联作为微软 Teams 和 Zoom 核心供应商，主要提供 SIP 话机、耳机等终端设备，与 Teams 和 Zoom 需求高度匹配。凭借与微软 Teams 的深度合作和差异化竞争优势，疫情期间公司在高端话机、视频会议产品、云办公终端等领域市场份额均实现明显增长。

亿联是中国唯一一家拥有 Teams、zoom、腾讯会议三大平台全部认证的终端厂商。早在 2014 年，亿联推出的高端无纸化 IP 智能话机 T48G 已与微软 Lync 即时办公软件实现联动操作，2015 年公司与微软达成战略合作协议并通过 Skype for Business 认证，成为 Skype for Business Phone 市场唯三通过认证厂商之一（其他两家为 Polycom 和 Audiocodes），通过三年的磨合与沟通，2018 年公司正式进入微软 Teams 体系，携手发布智能语音协作和智能视频会议设备，成为微软全球音视频战略合作伙伴，标志着公司海外战略迈出了重要的一大步。2019 年公司分别与腾讯云和 Zoom 推出云端协同的企业通信方案和智能视讯终端产品，成功打通 Teams、zoom、腾讯会议三大平台认证环节，2020 年推出的 UME 更是能兼容微软 Teams、腾讯会议、Zoom 等多家视讯平台。

图 41：公司与微软等龙头会议平台合作发展历程



资料来源：Microsoft 官网，Zoom 官微，民生证券研究院

微软认证体系认证壁垒高且周期长，公司是微软 Teams 体系内唯一一家全产品线进入的企业。2015 年公司与微软建立合作关系后，逐渐在桌面电话机、会议电话机、会议室系统、耳机、扬声器及摄像头六个板块达到 Teams 认证要求。目前公司已成为 Teams 最高级别硬件合作伙伴，在 Teams 认证电话机设备中，Yealink CP965 电话认证结束日期截至 2025 年（其余公司产品仅为 2023 年前）。亿联与 Poly 是与 Teams 合作最紧密的两个品牌，而 Poly 的会议室系统尚未进入 Teams 生态，公司是目前唯一一家覆盖 Teams 全产品线的企业。

表 6：公司是微软 teams 体系内唯一一家全产品线进入的企业

微软 Team 产品线	合作伙伴名称
桌面电话机	Yealink、Poly、Crestron、Lenovo、Audiocodes
会议电话机	Yealink、Poly、Crestron
会议室系统	Yealink、Crestron、Logitech、HP、Lenovo
耳机	Yealink、Poly、Logitech、Jabra、Sennheiser
扬声器	Yealink、Poly、Jabra、Sennheiser
摄像头：	Yealink、Poly、Logitech

资料来源：微软官网，民生证券研究院

表 7：公司经过认证的部分云办公终端和会议产品

类别	产品型号	图片
Teams 会议室	配有 CTP18 触控面板的 MeetingBar A20	
	适用于小型聚焦会议室的 MVC400	
	适用于大型会议室的 MVC840	

Web 相机	UVC30 Room	
	UVC40	
	UVC84 摄像头	
	UVC20	
会议室日程安排面板	适用于 Teams 的 RoomPanel	
解决方案	MVC940	
智能扬声器	MSpeech	

资料来源：微软官网，民生证券研究院

通过进入微软生态认证，公司产品定位走向高端。公司与微软共同推出多款企业特制版视频会议智能终端，如 MVC400/840 等产品，同时积极布局多款基于企业智能通信、AI 技术、云计算等方面的新产品，这为公司在 VCS 市场进一步打开成长的天花板。目前公司 MVC 产品已逐步支持人脸检测、声源定位、以及语音追踪等多项 AI 技术，进一步为用户提供原生的微软 Teams 会议室高端使用体验。

表 8：公司与微软共同推出多款企业特制版视频会议智能终端

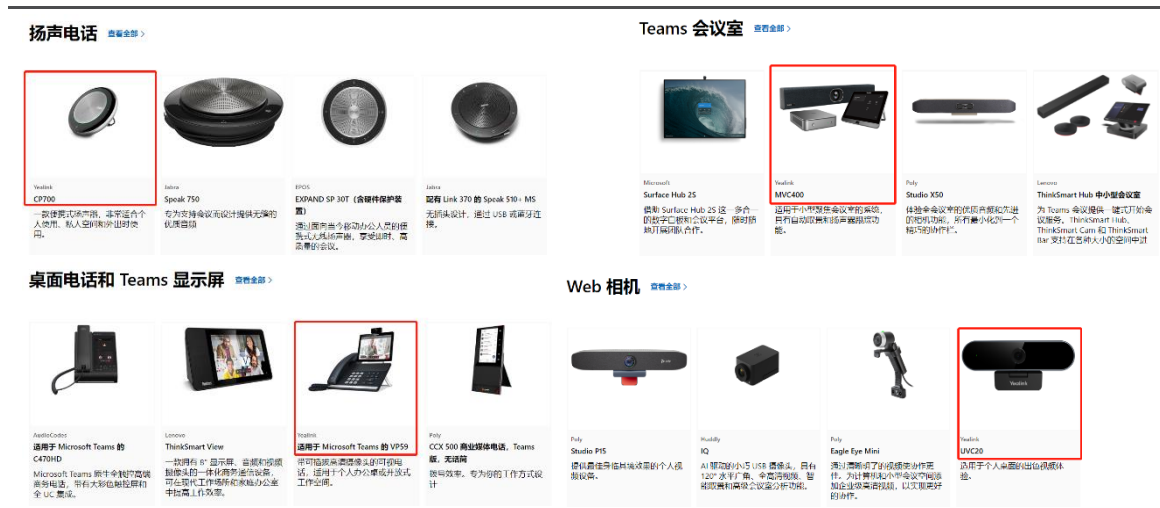
产品组合	Yealink-MVC400	Yealink-MVC840
移动办公	Mini-PC	Mini-PC
摄像机	UVC40 摄像头，AI 功能包括自动取景和扬声器跟踪，搭配 20MP 传感器和 133° 斜角宽广视野	UVC84 摄像头，配有 4K 传感器和 12 倍光学变焦
音频	UVC40 音频，通过其内置 8 MEMS 麦克风阵列和扬声器提供优质的全双工体验和高清音频。	2 个 VCM34 麦克风，各带一个内置 3 麦克风阵列，支持 6 米 360°拾音范围，包含 MSpeaker II 条形音箱。
触控	MTouch II 触控台	MTouch II 触控台

资料来源：微软官网，民生证券研究院

Teams+Zoom 双生态认证为公司海外市场提供保障。在微软官网 Teams 设备目录里，

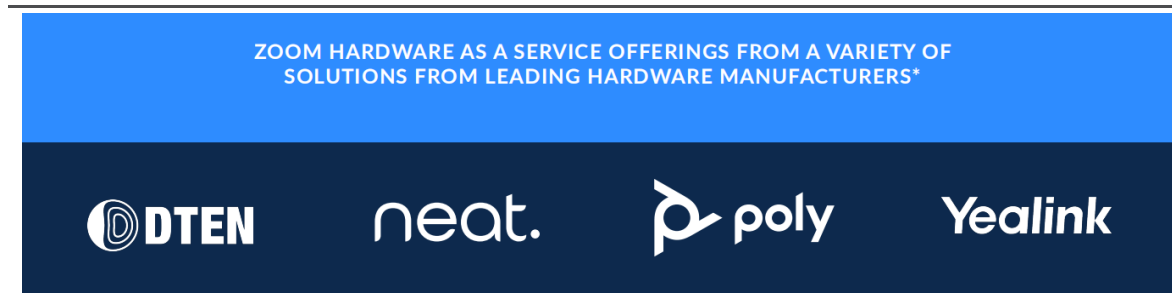
公司终端产品均位于推荐前列。2020 年 7 月 Zoom 推出 Hardware as a Service (硬件即服务)，共认证四家硬件制造商成为所有 Zoom 硬件即服务产品供应商，其中一家就是亿联。双生态认证推动公司加速扩张海外市场，在寡头垄断市场竞争格局中占据领导地位。同时由于音视频产品需获得各国准入认证才可开拓市场进行销售，认证周期长且难度高，准入门槛较高。目前公司产品已获欧盟 CE、美国 FCC、澳洲 RCM、巴西 Anatel 以及埃及 NTRA 认证等 200 多项产品准入认证和安全认证。

图 42: Microsoft Teams 设备目录



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 43: Zoom “Hardware as a Service”认证的硬件供应商



资料来源：Zoom 官网，民生证券研究院

2.2.2 国内适配腾讯

强强联合赋能智能化部署。亿联为全球客户提供统一通信与协作解决方案，Teams+Zoom 双认证证明其拥有优质的音视频硬件产品与稳定可靠的供货体系。而腾讯会议作为 SaaS 领域重量级“选手”，通过将硬端的高清视讯体验与软端的弹性服务方式认证互通，形成满足不同场景应用需求的解决方案，助力企业在数字化时代弯道超车。在腾讯推出的三个 Android 一体机解决方案中，公司位列其中，实现了产品与平台的深度兼容。

图 44：亿联适配腾讯会议的硬件终端产品



资料来源：腾讯会议官网，民生证券研究院

携手共同打造会议室 Rooms 解决方案。疫情常态化下混合办公模式兴起，国内视频会议行业迎来快速增长周期，亿联携手国内龙头视频会议平台腾讯会议联合打造会议室 Rooms 解决方案，公司通过官方硬件认证，生产亿联 x 腾讯专用款方案，内置腾讯会议原生软件，实现软件+硬件一体化。InfoComm China 2021 展览会上双方联合推出视频会议一体机解决方案 A20/A30，结合腾讯会议的连接优势、协作能力与亿联硬件设备优势，推动“云+端”解决方案升级，以满足企业中小型会议室的协作需求。

图 45：腾讯会议 Rooms 解决方案



资料来源：亿联网络官微，民生证券研究院

2.3 渠道：壁垒深厚，SIP 话机渠道可复用

2.3.1 20 多年积累，已与渠道形成良好互惠合作关系

提前布局全球经销商渠道管理体系，与经销商形成良好合作关系。公司通过 6-8 年的时间在全球建立完善的渠道分销体系，外派员工对经销商提供多方指导和支持，建立多层次的管理体系。公司和渠道经销商共同成长，经过多年探索和与经销商合作，建立起深厚的互利互惠关系，目前公司已建立起覆盖 100 多个国家的分销体系，在国外有 120 余家经销商，国内有 30 余家，且与大部分经销商合作关系达 10 年以上，包括 Scan Source、Nycomm Limited、Verizon 等大型经销商。公司与前十大经销商合作年限平均超过 8 年以上，前十经销商营收贡献超过公司销售收入的 50%。

表 9：公司与大部分经销商长期合作

序号	经销商名称	年销售额	合作起始年份
1	American Technologies, LLC	约 5000 万美元	2010
2	Jenne, Inc.	近 5 亿美元	2013
3	NETXUSA Inc.	超过 1 亿美元	2011
4	TeleDxnamiss	约 6000 万美元	2013
5	ScanSource Inc.	约 38 亿美元	2017
6	verizon Communications inc.	1308 亿美元	2016
7	Nvcomm Limited	1.3 亿英镑	2009
8	ALLNET GMBH Computersysteme	1.2 亿美元	2008
9	Lxdis B.V	2000 万欧元	2013
10	IPMATIKA, LLC	1700 万美元	2008

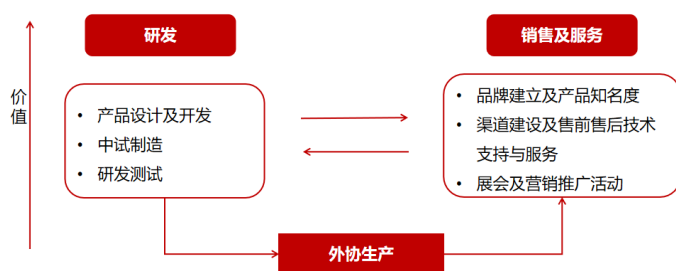
资料来源：公司公告，民生证券研究院

SIP 话机渠道复用助力公司打开会议产品和云办公终端市场。公司的云办公终端主要通过搭配统一通信平台实现企业通信，重视认证对接和生态适配，同时终端客户与 SIP 话机业务重合度高，销售渠道以“经销商-系统集成商”模式为主，因此可高度复用公司在已有业务线上积累的渠道优势，有望借助成熟的经销网络迅速铺开这两块业务的销售渠道。

2.3.2 成本管控，让利渠道

外协加工模式行业领先，委外生产保质降本。公司采用来料加工模式，自主设计产品并自行采购原材料，通过提供生产工艺流程文件及作业指导书，委托第三方外协厂商按照公司的技术标准和质量要求进行生产加工，最终进行成品检验、测试。公司有效利用外协加工厂的人力成本优势和自身原材料议价能力压低营业成本，提升公司毛利率水平，并且由于公司自主控制生产工艺，使得公司可以将产品不良率控制 2% 以下。

图 46：公司产品自主设计，生产外协合作模式

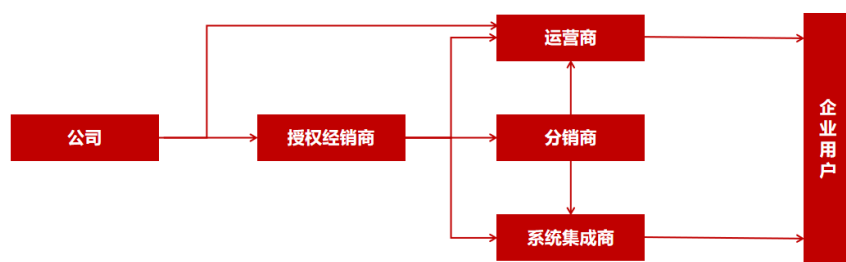


资料来源：公司公告，民生证券研究院

以经销模式为核心，有效降低客户服务成本。公司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。公司向授权经销商销售产品，授权经销商将产品进一步销售给下游的分销商、运营商和系统集成商。相比于同行业公司大多直接面向终端客户导致高服务成本，公司不直接与终端客户接触，而是通过与经销商密切合作保证售后质量，有效地节约了客户服务成本。

图 47：公司产品销售网络以经销模式为核心



资料来源：公司公告，民生证券研究院

产品价格相比海外竞品具备性价比优势，让利渠道扩大销售市场。与 Poly 和 Cisco 相比，Yealink 具有明显的价格优势，得益于低人力、原材料成本优势，公司产品价格比同行业对手低 20%，且功能齐全性价比高，极大提高了中小客户接受度。另一方面，低定价策略可更好地让利渠道，深度绑定渠道经销商，处于微软生态内的渠道经销商，在销售微软软件与应用的同时，为增加客户粘性，会有更强的意愿同时搭配销售亿联硬件，有效地提高了公司海外市场份额。

表 10：公司产品具有价格优势

类别	亿联产品 型号	价格(\$)	其他产品 型号	价格(\$)
SIP 话机	Yealink T2-T5 Series IP Phones	99-799	SIP 话机	Poly Trio C60 IP Conference Phone 1149
视频会议室	Yealink Rooms (Teams)	1999-5599	电子白板	Webex board pro 55' 75' 8995-14995
协作触碰平板	VC 系列-CTP20	599-1399	桌面终端	Webex desk/mini/limited edition 1695-5396
大型会议室硬件	MVC840(Teams)	4299-4897	会议终端	POLY STUDIO X30/70 7000
一体机	MEETEEYE 400/600	1699-2699	会议室	Webex Room70、50、Kit 23900-79900
一体机	MEETING BAR A20/A30	1499-2299	会议室导航器	Webex Navigator 1280
DECT 无线耳机	WH63	199-299	DECT 无线耳机	Poly Voyager UC Bluetooth Headset 300-500
USB 会议室摄像机	UVC86	2099	摄像头	POLY STUDIO E70 3500

资料来源：微软官网，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

3.1.1 盈利预测假设与业务拆分

公司三大主营业务分为桌面通信终端、视频会议产品和云办公终端，我们的核心假设如下：

1) 桌面通信终端：随着海外疫情逐渐恢复，终端需求回暖，同时伴随海外运营商话务系统改造需求的提升，公司成长空间仍未见顶，我们预计22-24年该业务营收增速分别为16.5%、12.2%、11.7%。伴随Teams系列高端话机的出货占比提升，毛利率将小幅提升，预计22-24年毛利率分别为64.3%、64.8%、65.2%。

2) 视频会议产品：受益于海外混合办公需求高增+国内解决方案的推广，该业务将保持高速增长，我们预计22-24年营收增速分别为60%、50%、40%。由于新产品毛利率略有下降以及国内营收占比提升，毛利率将小幅下降，预计22-24年毛利率分别为62.5%、62.3%、62.0%。

3) 云办公终端：受益于海外混合办公需求高增，以商务耳机为代表的云办公终端产品将保持高速增长，我们预计22-24年营收增速分别为99.0%、70.1%、52.7%。同时由于新品主打中低端，毛利率略有下降，我们预计22-24年毛利率分别为49.0%、48.7%、48.5%。

综上，我们预测公司22-24年营收分别为48.71亿、62.74亿、79.34亿，同比分别增长32.2%、28.8%、26.5%。

表 11：营业收入拆分及预测

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
桌面通信终端	2547.5	2968.2	3331.8	3722.2
YoY	21.2%	16.5%	12.2%	11.7%
视频会议产品	912.9	1460.6	2191.0	3067.3
YoY	72.8%	60.0%	50.0%	40.0%
云办公终端	220.6	438.9	746.8	1140.5
YoY	80.4%	99.0%	70.1%	52.7%
其他	3.3	3.6	4.0	4.4
YoY	54.1%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	3684.2	4871.4	6273.5	7934.3
YoY	33.8%	32.2%	28.8%	26.5%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

综上，我们预测公司22-24年综合毛利率分别为15.6%、15.2%、15.0%。

表 12：分业务毛利率预测

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
桌面通信终端	62.4%	64.3%	64.8%	65.2%
视频会议产品	62.3%	62.5%	62.3%	62.0%
云办公终端	48.7%	49.0%	48.7%	48.5%
其他	63.0%	63.0%	63.0%	63.0%
合计	61.5%	62.4%	62.0%	61.6%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为22.00/28.21/34.72亿元，同比增长

36.2%/28.2%/23.1%，当前市值对应的PE倍数为 30x/24x/19x。

表 13：公司盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,684	4,871	6,274	7,934
增长率（%）	33.8	32.2	28.8	26.5
归母净利润（百万元）	1,616	2,200	2,821	3,472
增长率（%）	26.4	36.2	28.2	23.1
每股收益（元）	1.79	2.44	3.13	3.85
PE	41	30	24	19
PB	10.5	8.9	7.4	6.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；注：股价为 2022 年 5 月 13 日收盘价

3.1.2 汇率波动带来的边际改善

根据年报，公司产品90%以上销往海外，公司出口业务主要由美元结算，受汇率波动影响较为明显，美元汇率波动对公司的影响主要包括：1) 收入端，若人民币升值，则以美元折算成人民币的营业收入会相应减少；2) 利润端，若人民币升值，则在资产负债表日以美元结算的会计科目折算成人民币后，会产生汇兑损失。

22年4月下旬以来美元对人民币进入强势升值周期，根据Wind数据，截至22年5月13日，目前美元兑离岸人民币汇率收盘价为6.8199，已回到20年9月水平，**这对公司收入端和利润端均是明显的边际改善**。为了量化汇率变化对公司营收弹性的影响，我们作出如下假设：1) 以22Q1平均汇率6.35为基准，2021年出口收入为参考对象；2) 假设公司2021年、2022年出口收入占比均为90%；3) 出口订单均以美元结算；4) 不考虑汇率变化对原材料、海外需求等的影响。

图 48：近期美元对人民币强势升值



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：截至 2022 年 5 月 13 日数据

上文中我们对公司22年营收增速的假设是基于22Q1平均汇率6.35做出的，若全年美元兑人民币汇率持续走高，保守假设全年汇率均值为6.70，则海外营收增速弹性为5.51pct，整体营收增速弹性为5.96pct，若全年汇率均值进一步提升至6.80，则海外营收增速弹性为7.09pct，整体营收增速弹性为6.38pct。

表 14：汇率对亿联网络海外营收及整体营收弹性的敏感性分析

美元离岸人民币汇率	海外营收 (M ¥)	海外增速 (%)	海外弹性 (pct)	整体营收 (M ¥)	整体增速 (%)	整体弹性 (pct)
6.25	4,315	30.14	-1.57	4,802	30.35	-1.42
6.30	4,350	31.18	-0.79	4,837	31.29	-0.71
6.35	4,384	32.22	0.00	4,871	32.22	0.00
6.40	4,419	33.26	0.79	4,906	33.16	0.71
6.45	4,453	34.30	1.57	4,940	34.10	1.42
6.50	4,488	35.35	2.36	4,975	35.03	2.13
6.55	4,522	36.39	3.15	5,009	35.97	2.83
6.60	4,557	37.43	3.94	5,044	36.91	3.54
6.65	4,591	38.47	4.72	5,079	37.84	4.25
6.70	4,626	39.51	5.51	5,113	38.78	4.96
6.75	4,660	40.55	6.30	5,148	39.72	5.67
6.80	4,695	41.59	7.09	5,182	40.66	6.38
6.85	4,729	42.63	7.87	5,217	41.59	7.09
6.90	4,764	43.67	8.66	5,251	42.53	7.80
6.95	4,799	44.72	9.45	5,286	43.47	8.50
7.00	4,833	45.76	10.24	5,320	44.40	9.21

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

3.2 估值分析与投资建议

公司为统一通信终端领域的领先企业，并逐渐发力整体解决方案，我们选取视源股份（智慧办公终端+系统）、会畅通讯（视频会议）作为可比公司，公司估值与行业可比公司均值相当，考虑到公司全球SIP话机出货量第一的龙头地位，以及作为全球唯一取得微软Teams、ZOOM、腾讯会议三大平台认证的终端厂商，具备稀缺性，应给予一定估值溢价，我们认为当前公司价值被低估。

表 15：可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002841.SZ	视源股份	73.77	3.38	4.23	4.98	22	17	15
300578.SZ	会畅通讯	15.57	0.44	0.52	0.65	35	30	24
	均值					29	24	19
300628.SZ	亿联网络	73.81	2.44	3.13	3.85	30	24	19

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；注：股价为 2022 年 5 月 13 日收盘价，视源股份 EPS、PE 为我们预测，会畅通讯数据为 Wind 一致预期

重申公司短中长期成长逻辑：短期受益人民币汇率贬值、原材料价格下行与产品提价；中期海外疫情逐渐恢复+运营商话务系统改造增量为SIP话机提供增量，行业天花板远未见顶，叠加产品高端化趋势带动毛利率提升；长期受益混合办公需求高增，配套teams，公司视频会议+云办公终端第二成长曲线可期。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为22.00/28.21/34.72亿元，当前市值对应的PE倍数为30x/24x/19x。维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 混合办公需求不及预期。根据现有海外各大视频会议厂商在混合办公的布局，以及海外公司对混合办公的接受程度，我们认为移动办公通讯设备将是未来的“必选消费品”，公司所处赛道市场空间较为广阔。由于公司约90%营收来自海外，且混合办公相关的会议产品、云办公终端产品是未来主要增长点，若混合办公需求不及预期，或将对公司业绩造成不利影响。

2) 原材料短缺及大幅涨价风险。去年公司受原材料供应短缺、涨价等因素影响较大，毛利率有所下降，22年至今我们观察到供应问题已经得到了妥善解决，原材料价格也有小幅回落，我们亦基于现有情况对公司毛利率进行了假设。若下半年行业出现原材料供应短缺、价格大幅上涨等问题，或将对公司业绩造成不利影响。

3) 行业竞争加剧。HP收购Poly一方面说明整体混合办公行业空间广阔，一方面若资源整合顺利，Poly的竞争力或将显著提升，或致公司海外业务，尤其是云办公终端的业务拓展承压。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,684	4,871	6,274	7,934
营业成本	1,417	1,834	2,385	3,049
营业税金及附加	27	36	46	59
销售费用	190	234	295	373
管理费用	97	124	157	198
研发费用	365	477	609	762
EBIT	1,607	2,166	2,782	3,494
财务费用	21	33	22	10
资产减值损失	-10	4	4	4
投资收益	163	214	251	238
营业利润	1,770	2,405	3,083	3,795
营业外收支	-1	-0	-0	-0
利润总额	1,769	2,405	3,083	3,795
所得税	153	204	262	323
净利润	1,616	2,200	2,821	3,472
归属于母公司净利润	1,616	2,200	2,821	3,472
EBITDA	1,653	2,260	2,905	3,663

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	172	865	1,866	2,778
应收账款及票据	684	869	1,171	1,477
预付款项	2	5	5	5
存货	730	737	1,058	1,575
其他流动资产	4,532	4,831	4,929	5,028
流动资产合计	6,120	7,307	9,030	10,863
长期股权投资	95	135	215	335
固定资产	488	556	667	917
无形资产	309	399	420	415
非流动资产合计	986	1,182	1,397	1,713
资产合计	7,105	8,490	10,427	12,576
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	439	517	728	945
其他流动负债	318	445	639	672
流动负债合计	757	962	1,367	1,617
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	16	16	16	16
非流动负债合计	16	16	16	16
负债合计	774	978	1,383	1,633
股本	902	902	902	902
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6,332	7,512	9,043	10,943
负债和股东权益合计	7,105	8,490	10,427	12,576

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	33.76	32.22	28.78	26.47
EBIT 增长率	23.25	34.82	28.46	25.58
净利润增长率	26.38	36.16	28.21	23.08
盈利能力 (%)				
毛利率	61.55	62.35	61.99	61.58
净利润率	43.86	45.17	44.97	43.76
总资产收益率 ROA	22.74	25.92	27.06	27.61
净资产收益率 ROE	25.52	29.29	31.19	31.73
偿债能力				
流动比率	8.08	7.60	6.61	6.72
速动比率	7.11	6.83	5.83	5.74
现金比率	0.23	0.90	1.37	1.72
资产负债率 (%)	10.89	11.52	13.27	12.98
经营效率				
应收账款周转天数	67.72	64.72	67.84	67.72
存货周转天数	188.06	145.91	161.37	188.06
总资产周转率	0.52	0.57	0.60	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	1.79	2.44	3.13	3.85
每股净资产	7.02	8.33	10.02	12.13
每股经营现金流	1.23	1.98	2.63	3.03
每股股利	0.80	1.10	1.41	1.73
估值分析				
PE	41	30	24	19
PB	10.5	8.9	7.4	6.1
EV/EBITDA	40.21	29.09	22.29	17.43
股息收益率 (%)	1.08	1.49	1.91	2.35

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,616	2,200	2,821	3,472
折旧和摊销	46	94	123	169
营运资金变动	-409	-282	-307	-662
经营活动现金流	1,107	1,790	2,377	2,733
资本开支	-296	-249	-256	-366
投资	-507	-41	-80	-120
投资活动现金流	-641	-77	-86	-248
股权募资	20	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-596	-990	-1,269	-1,562
现金净流量	-140	693	1,002	912

插图目录

图 1: 不同行业员工对办公模式的偏好不同	3
图 2: Gartner 报告显示混合办公相较于传统办公和居家办公更具优势	4
图 3: Gensler 报告显示美国员工更青睐混合的办公模式	4
图 4: 微软报告显示混合办公不可避免	4
图 5: 混合办公模式相比远程工作在员工中接受度更高	4
图 6: 全球大型企业计划疫情后减少飞行	5
图 7: 许多企业计划至少削减 30% 差旅支出	5
图 8: 雇佣远程兼职员工将显著降低企业运营成本	5
图 9: 雇佣远程兼职员工的主要需求为灵活用工	5
图 10: CEO 计划缩减企业实体办公室的意愿在下降	5
图 11: 59.2% 员工强烈支持混合办公	6
图 12: 员工强烈支持混合办公的原因	6
图 13: 微软研究表明混合办公中员工面临办公时长增加的问题	7
图 14: 办公室中最困扰员工工作的因素	7
图 15: 哪项科技进步对改善员工办公环境帮助最大?	8
图 16: HP 收购 Poly, 发力混合办公解决方案	8
图 17: HP 收购 Poly 的三大令人信服的战略理由	9
图 18: 按部就班的传统办公与按需选择的混合办公	9
图 19: 混合办公细分市场空间广阔	10
图 20: Poly 混合办公产品线	10
图 21: HP 和 Poly 实现产品、市场的珠联璧合	10
图 22: 2020-2025 财年 Poly 营收及预测预测	11
图 23: 2021 年会议解决方案魔力象限	11
图 24: 2020 年全球视频会议市场企业占比	11
图 25: 思科协作解决方案整体布局	12
图 26: Webex 打造安全、便捷、智能的混合办公平台	12
图 27: 思科全景网真 Webex Room Panorama 和 Webex Desk 系列	13
图 28: 微软 Skype 向 Teams 迁移示意图	14
图 29: MS 365 月活人数 (百万人)	14
图 30: Teams 用户数 (百万人)	14
图 31: Teams 主要功能	15
图 32: Teams 标准化会议室	15
图 33: Teams 会议流程	16
图 34: Zoom 生态系统	17
图 35: Zoom Rooms+ 适配终端打造视频会议生态系统	18
图 36: 亿联会议产品和云办公终端营收占比不断提升	21
图 37: 2021-2025 年中国视频会议市场规模预测	21
图 38: 亿联混合云视讯解决方案结合公有云+私有云优势	22
图 39: 亿联混合云视讯解决方案特点	22
图 40: 亿联打造软硬件一体化生态	23
图 41: 公司与微软等龙头会议平台合作发展历程	24
图 42: Microsoft Teams 设备目录	26
图 43: Zoom “Hardware as a Service”认证的硬件供应商	26
图 44: 亿联适配腾讯会议的硬件终端产品	27
图 45: 腾讯会议 Rooms 解决方案	27
图 46: 公司产品自主设计, 生产外协合作模式	28
图 47: 公司产品销售网络以经销模式为核心	29
图 48: 近期美元对人民币强势升值	31

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: Webex 混合办公解决方案提升用户体验与使用便捷度	12
表 2: Teams 更新内容列表	16
表 3: Zoom 不同版本更新内容	18
表 4: 亿联终端新品对标思科硬件	19
表 5: 亿联 SIP 话机和视频会议系统部分产品售价	20
表 6: 公司是微软 teams 体系内唯一一家全产品线进入的企业	24
表 7: 公司经过认证的部分云办公终端和会议产品	24
表 8: 公司与微软共同推出多款企业特制版视频会议智能终端	25
表 9: 公司与大部分经销商长期合作	28
表 10: 公司产品具有价格优势	29
表 11: 营业收入拆分及预测	30
表 12: 分业务毛利率预测	30
表 13: 公司盈利预测	31
表 14: 汇率对亿联网络海外营收及整体营收弹性的敏感性分析	32
表 15: 可比公司估值	32
公司财务报表数据预测汇总	34

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001