

深耕二十载，从 IP 电话到综合协同办公

——亿联网络（300628）首次覆盖

增持(首次)

2022 年 06 月 29 日

报告关键要素：

公司在企业通讯市场深耕二十载，产品布局从桌面通信终端到智慧会议室再到云办公终端，目前已经是全球领先的沟通与协作解决方案提供商。自 2020 年以来，“5G”+“新冠”前拉后推，催化远程办公市场需求，行业整体景气度高升。2022 年，公司利润率受到美元兑人民币汇率上行影响有望维持高位，全年业绩或将持续提升。

投资要点：

“5G”+“新冠”前拉后推，催化办公市场需求：在办公信息多样化的如今，远距离会议的需求痛点日益凸显。视频综合协同办公的出现有利于企业灵活经营，构建新型职场形式。新的技术提供了稳定的网络速率，更低的网络时延，更高的通讯容量，能进一步改善远程办公现有功能，提高用户体验。2020 年的疫情直接催化了远程通信办公市场渗透率的加速，从后续数据也可以看到在疫情后周期中，越来越多的企业正在适应远程办公场景。同时随着硬件厂商持续发力研发叠加云视频会议厂商细化行业需求，行业的整个价值链有望持续提升。

产品升级叠加汇率提升，公司利润有望保持高位：公司近年来业务拓展情况良好，连续多年营收、净利润高增。2022 年产品持续迭代，完善“云+端”产品结构。长期来看，公司硬件端的毛利率或将持续保持高位。未来随着公司融合通信产品占比的提高，公司产品结构侧毛利率的变化来源于融合通信/云端产品的产品结构变化。同时公司产品有 90%以上销往海外，毛利率与汇率相关度较高。今年中美汇率大概率在 6.7~7.0 的范围内重新呈现宽幅波动格局，这种较高的中美汇率的区间也将拉动今年公司利润率上行。

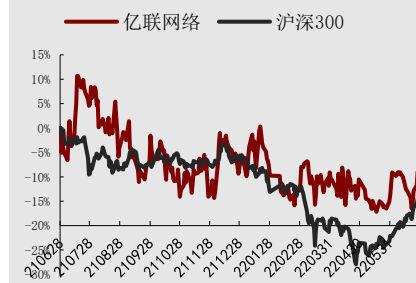
盈利预测与投资建议：预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 48.13、63.19、81.71 亿元，同比增长为 30.65%、31.29%、29.30%，2022-2024 年归母净利润分别实现 22.16、27.50、34.41 亿元，同比增长 37.15%、24.06%、25.13%，对应 EPS 为 2.46、3.05、3.81 元，对应 6 月 28 日收盘价的 PE 为 32/26/20 倍。**首次覆盖，给予“增持”评级。**

风险因素：全球疫情反复风险；汇率波动风险；产品推广不及预期风险；市场竞争加剧风险。

基础数据

总股本(百万股)	902.31
流通A股(百万股)	482.25
收盘价(元)	78.09
总市值(亿元)	704.61
流通A股市值(亿元)	376.59

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：夏清莹
执业证书编号：S0270520050001
电话：075583228231
邮箱：xiaqyl@wlzq.com.cn

研究助理：吴源恒
电话：18627137173
邮箱：wuyh@wlzq.com.cn

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3684.24	4813.30	6319.17	8170.62
增长比率(%)	34	31	31	29
净利润(百万元)	1616.08	2216.49	2749.77	3440.86
增长比率(%)	26	37	24	25
每股收益(元)	1.79	2.46	3.05	3.81
市盈率(倍)	43.60	31.79	25.62	20.48
市净率(倍)	11.13	9.00	7.43	6.12

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

正文目录

1 从数字电话到综合协同办公，企业通信市场景气度攀升	3
1.1 提效降费，视频协同办公市场景气度攀升	3
1.2 “5G”+“新冠”前拉后推，催化办公市场需求	5
2 全球领先的沟通与协作解决方案提供商	8
2.1 深耕二十载，领跑企业通讯行业	8
2.2 产品持续迭代，产品结构变化带动公司毛利率变动	11
2.3 中国制造、全球销售，享受汇率上涨红利	15
3 盈利预测与投资建议	17
4 风险提示	18
图表 1: 企业通信需求特点与产品功能	3
图表 2: 企业电话系统发展历史	4
图表 3: 视频会议市场需求分析	5
图表 4: 2016-2023 年中国视频会议市场规模（亿元）	5
图表 5: 2019、2023 年中国视频会议系统软硬件比例	5
图表 6: 5G 技术改善“痛点”问题	6
图表 7: 目前视频通信市场已进入后疫情发展期	6
图表 8: 腾讯会议 DAU 和日均使用时长情况	7
图表 9: 2017-2021 Microsoft Teams 日活跃人口数(百万)	7
图表 10: Zoom 商务伙伴数量（公司数）	7
图表 11: 各国对会议模式的倾向（%）	7
图表 12: 公司发展历程	8
图表 13: 亿联网络运营商部分合作伙伴	9
图表 14: 亿联网络视频会议合作伙伴	9
图表 15: 公司股权结构	9
图表 16: 亿联网络 2018、2020、2022 年股权激励业绩目标（调整后）	9
图表 17: 2013-2022Q1 公司营业收入及其增长率	10
图表 18: 2013-2022Q1 公司归母净利润及其增长率	10
图表 19: 2013-2022Q1 公司毛利率、净利率及其变化（%）	11
图表 20: 2013-2021 公司费用率及其变化（%）	11
图表 21: 2014、2016、2019 年公司产品结构（%）	11
图表 22: 2012-2021 年公司各产品线毛利率变化情况（%）	12
图表 23: 公司“云+端”业务部分产品展示	12
图表 24: 公有云解决方案与自建式解决方案对比	14
图表 25: 苏州科达与公司会议及云端产品毛利率对比	14
图表 26: 2017-2021 公司研发费用及研发费用率	14
图表 27: 2021 公司各类人员数量（人数）	14
图表 28: 2014-2021 公司营业收入来源按区域分布情况（亿元）	15
图表 29: 公司各项生产成本占比估算（2019 年）	16
图表 30: 汇率波动走势与公司毛利率走势基本一致	16
图表 31: 2015/08/13-2022/06/24 人民币汇率及期间平均值	16
图表 32: 亿联网络盈利预测（百万元）	17

1 从数字电话到综合协同办公，企业通信市场景气度攀升

1.1 提效降费，视频协同办公市场景气度攀升

随着数字化办公渗透率的提高，企业通信领域也在不断扩大、信息传播速度与量级不断提升。同时，企业通信的形式也从原本的单一文本与音频向文字、音频、图像、视频多形式的现代交流形式转变。企业通信领域内部催生出不同其它通信领域的需求，逐渐成为一个需求多样、规模广阔的视频协同办公市场。企业通信市场主要具有多使用者、角色差异、跨区域三大特点。而企业电话在三大特点的基础上，逐渐拓展产品的通信功能。

图表1:企业通信需求特点与产品功能

特点	内容	衍生出的产品功能
多使用者	企业员工规模通常在几十人以上，甚至成千上万。全体员工能够实时、便捷地实现内部通信是企业提升效率的关键。	短号互拨、通话保留、群组广播、批量部署、系统集成
角色差异	企业中有管理层、各业务人员、后台人员等，各职能的通信频繁及通信需求不尽相同。企业通信系统需满足各类需求，平衡内部业务协作与外部沟通。	内部分机号、转接电话、遇忙转移、无应答转移、经理秘书功能
跨区域	很多企业跨国及地区运营，如何使不同地域的员工更加快捷、低成本的建立联络，则成为企业降本增效的关键。	免打扰、多方会议、自动语音台、企业通讯录

资料来源：智研咨询、万联证券研究所

企业电话系统的发展历程主要经过以下三个阶段：模拟/数字电话系统、IP电话系统、统一通信系统：

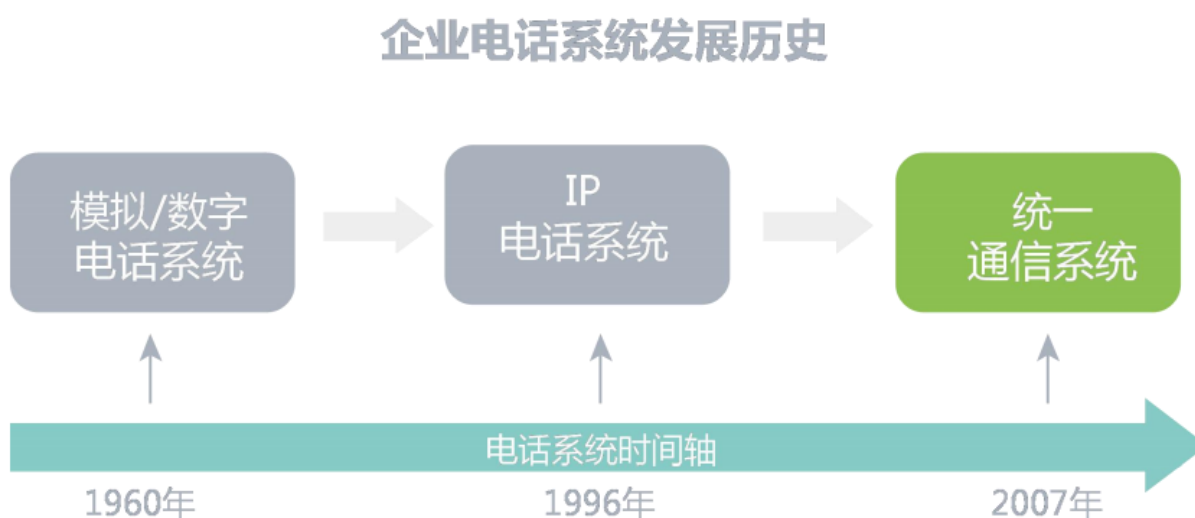
1、模拟/数字电话系统：该阶段以20世纪60年代PBX的出现为标志。PBX（Private Branch Exchange），区别于电信级的程控交换机，PBX是企业级的电话交换机，也称为集团电话，是当时办公常用的电话通讯管理手段之一。电话管理者可集团性管理外线来电与内线呼出。PBX第一次把内部电话跟外部电话区分开来，实现了内部通话免费，并提供了短号呼叫、呼叫转移、语音信箱、单路广播、群组广播等企业应用功能。PBX即链接着企业外线（Trunk），又链接着内部的数字电话。而内部每个用户都将拥有一个内部分机号，当内部用户呼叫外部电话时，系统可自动分配空闲外线呼出；而当外部电话呼入时，则会再根据分机号接入相应用户。PBX的传输机制使得内部用户之间可以高效转接与通话，提高公司沟通效率，而在外部电话接入时，则可以根据需要实时转播不同用户与部门。然而，因全球化的发展趋势以及企业规模的扩大，PBX无法继续满足多分支公司的需求。此时，IP电话系统借助于互联网的发展应运而生。

2、IP电话系统：在互联网强大的变革力量推动下，以互联网为载体的新的语音通讯方式应运而生，网络IP电话便成为这个时代的产物。1995年以色列推出全球第一款Internet语音传输软件，它是现代网络IP电话的雏形。1996年，语音通信协议H.323与SIP协议的诞生，使得VoIP逐渐进入企业通信的视野。VoIP，即网络电话，其将通过网络线路传输语音，而非像传统语音一样利用电话线传输。其原理为：电话听筒收到的语音信号会利用语音压缩算法进行压缩编码处理，之后，压缩完的语音数据按TCP/IP标准进行打包并通过网络发送到接收端；接收端再将多个语音数据包串联起来，并通过解压缩处理恢复成原来的语音信号，从而实现网络通信。VoIP利用互联网传输代替传统电话线路，大幅降低通信成本，通话的语音质量也得到显著提高。而2000年以后，网络基础设施建设、互联协议的发展、以及终端配套设备的完善，使得

VoIP电话的表现形式丰富多样，性能全面提升，逐渐赢得市场认可。2005年，IP电话系统销量首次超过模拟电话系统，帮助企业实现了对所有跨区域的分支机构进行统一的内部电话号码，并实现了跨区域内部通话免费。

3、统一协同办公系统：企业传输信息的多元化，使得整个企业通信系统领域都在朝着统一通信系统的方向发展。企业利用手机、座机、会议电话等设备满足日常文本与音频通讯的同时，开始逐渐关注统一通信。统一通信是一种把互联网技术与传统通信技术融为一体的新型通信模式，即在互联网与传统通信网络相融合的基础上实现电话、传真、数据传输、音视频会议、呼叫中心、即时通信等众多应用服务。其将多种信息合为一体，从而为人们带来选择的自由和效率的提升。因此，统一通信是技术和应用发展的必然趋势，其为各行业信息化的困境带来合理的解决方案。

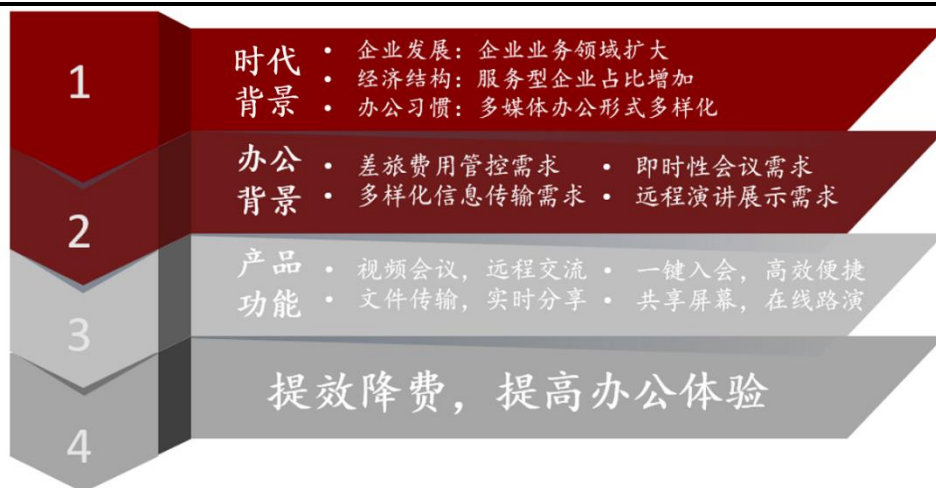
图表2:企业电话系统发展历史



资料来源：智研咨询、万联证券研究所

提效降费，视频协同办公优势凸显。在办公信息多样化的如今，远距离会议的需求痛点日益凸显，而视频会议的出现有利于企业灵活经营，构建新型办公形式。企业在考虑开拓市场、寻求供应商、人员招聘上，都不再局限于本国或本地。全球化的发展战略有利于企业将产品销往更大的世界、以更低成本获取原材料、吸纳更多样化的人才。而伴随着各项工作地理范围的扩大，企业需要投入更多差旅费用、住宿费用以应对远距离的办公事务。从员工端看，出差频率的增加也会大大降低员工的办公体验，增加员工通勤时间。此外，受限于电话等音频通讯方式的单一功能，在外员工无法高效地与本部员工进行会议讨论与资料交换，在增加差旅成本与通勤时间的同时却降低了办公效率。视频会议的出现使得员工可以实时进行通信汇报，并在会议过程中实时展示各项文档、数据以及PPT，从而解决低效会议的企业痛点。

图表3:视频会议市场需求分析



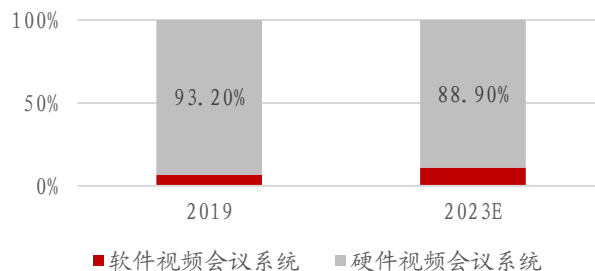
资料来源：万联证券研究所整理

我国视频会议市场规模以11.66%的复合增长率由2016年的111.2亿元增加到2019年的154.8亿元，但在此期间增速有不断放缓的趋势。预计从2020-2023年，我国视频会议市场规模增速将会再次提升，以12.24%的复合增长率，由2020年的162亿元，增长至2023年的218亿元。同时随着视频会议系统普及率的提高，软件相关的附加价值还将持续攀升。

图表4:2016-2023 年中国视频会议市场规模（亿元）



图表5:2019、2023 年中国视频会议系统软硬件比例



预计2020-2023硬件视频会议系统CAGR为9.3%

预计2020-2023软件视频会议系统CAGR为24.8%

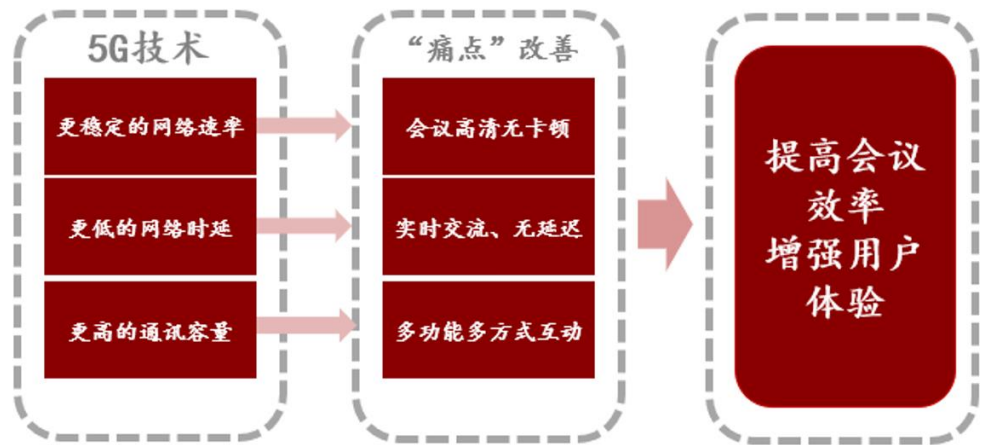
资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所

资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所

1.2 “5G”+“新冠”前拉后推，催化办公市场需求

5G “前拉”，技术迭代直击远程办公痛点。5G技术不仅仅代表“快”，其拥有更稳定的网络速率，更低的网络时延，更高的通讯容量，能进一步改善远程办公现有功能，解决此前痛点。5G所拥有高达10Gb/s的运输速度、1毫秒的超低时延，将给行业带来巨大变革。云视频会议能够和随身携带的手机、平板无缝对接，只需使用一个小程序即可进入会议，无需额外外接设备。但在4G时代，视频会议往往会因为流量传输速率不够快，网络环境不够稳定等问题，从而出现降低清晰度、卡顿等情况，大大降低了用户体验与会议效率，也是视频会议一直无法大力推广的一大“痛点”。5G的出现有望直击这一痛点，加速需求增长。在进行远距离、交流式会议时，现有网络往往会出现一定程度的时延，这就导致了会议用户需要在发言后停顿一段时间确保对方接收到图像与音频且暂无发言意向时，才能继续发言，消磨会议情绪，降低会议讨论深度。而这一问题在5G技术的帮助下能进一步改善。更高的通讯容量可使云移动视频会议系统拥有更多功能，在视频会议期间，用户还可实时传输Word、Excel、PPT、PDF等文件，加大了会议的互动深度，全面满足会议需求。

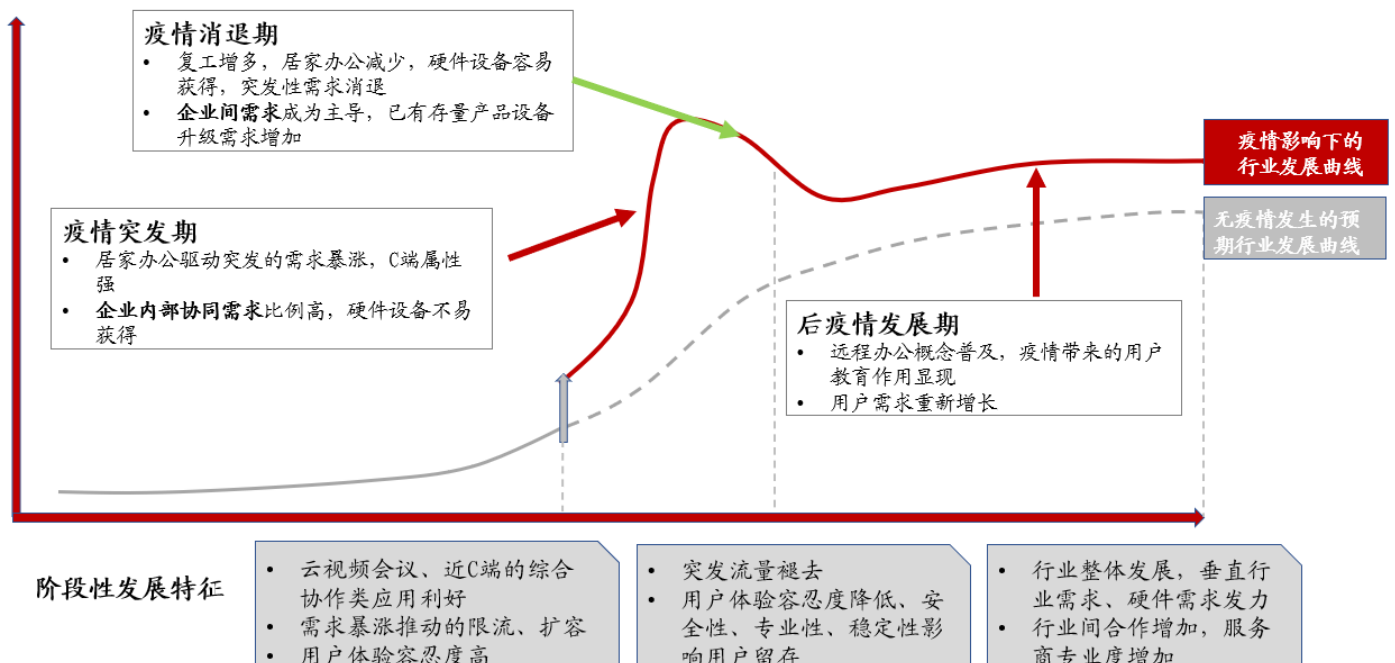
图表6:5G技术改善“痛点”问题



资料来源：万联证券研究所整理

疫情“后推”，加速需求演化。在疫情爆发时期，部分公司、学校采取了远程复工、复学的方式，主动尝试以“线上会议”代替“线下会议”，视频会议市场的需求被快速激发。疫情时期，教育部提出“停课不停教，停课不停学”的倡议，大批学生在学校的要求下开始接触实时网课，公司企业也开始使用远程办公的形式开展工作。突发的疫情对视频会议行业的影响也绝非表象上的流量暴增，而是行业各个环节的加速升级，总体来看，直接影响是需求，根本影响是行业价值抬升：1）疫情突发期，政企单位开启居家办公模式，企业内部协同需求高涨，原本不用视频会议的企业和用户“被迫使用”相关产品，短期内形成流量暴增现象；2）疫情消退期，由突发期带来的非刚需流量褪去，留存用户因对视频会议专业性、安全性的容忍度降低，将大范围转用专业的视频会议系统，推动硬件设备与云产品升级；3）后疫情发展期，远程办公概念普及，疫情教育用户作用明显，整个产业链，从硬件商、解决方案商到渠道商等开始通过细化行业需求、提供专业服务推动整个行业进一步发展。

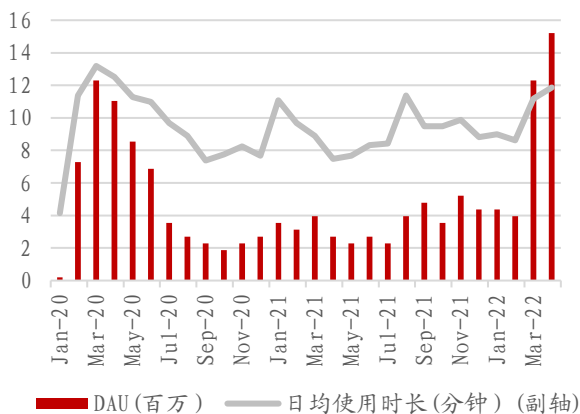
图表7:目前视频通信市场已进入后疫情发展期



资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所

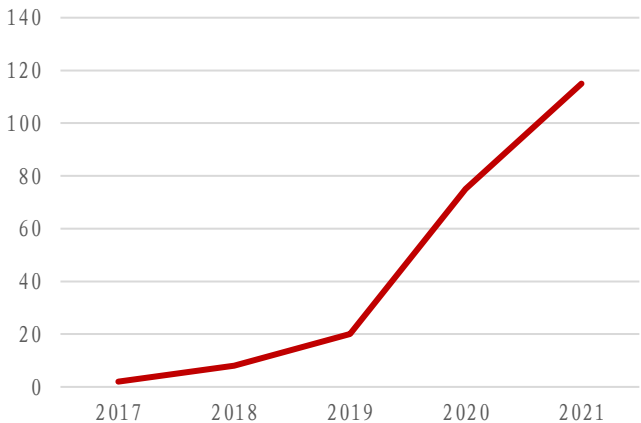
国内和国外的数据也显示，在疫情爆发放缓后仍有较多的企业继续选择了远程会议办公。从腾讯会议的使用数据来看，2020年初以及2022年3月的疫情对于远程会议的用户总数起到了非常明显的拉动作用。同时在疫情褪去后，依旧有接近一半的企业客户留存下来。海外的Microsoft Teams和ZOOM的用户数也支持了这一观点。Microsoft Teams的活跃人口和Zoom的企业用户数虽增速有所放缓，但仍处于增长区间内。从Zoom针对十个国家的调研也能看出，选择只通过线下见面进行办公的人还是少数，大部分人更愿意选择“Hybrid 混合”的会议形式，甚至还有一小部分人选择了仅线上办公模式。从后续数据可以看到疫情红利持续显现，同时随着硬件厂商持续发力研发叠加云视频会议厂商细化行业需求，行业的整个价值链有望持续提升。

图表8:腾讯会议 DAU 和日均使用时长情况



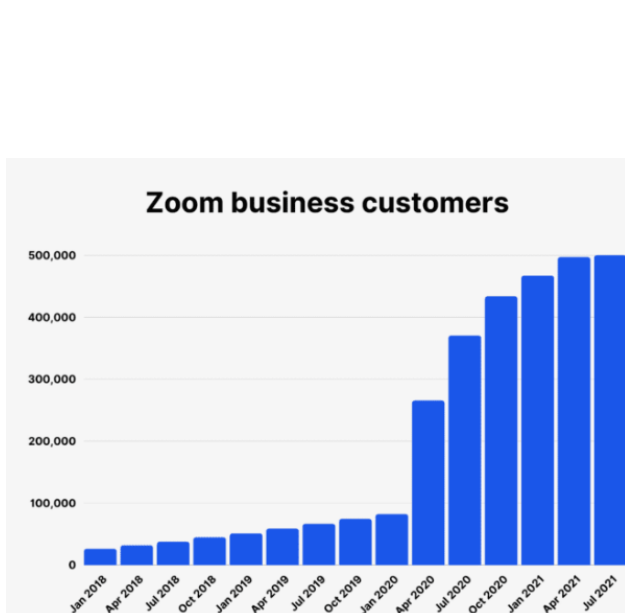
资料来源: QuestMobile、万联证券研究所

图表9:2017-2021 Microsoft Teams 日活跃人口数(百万)



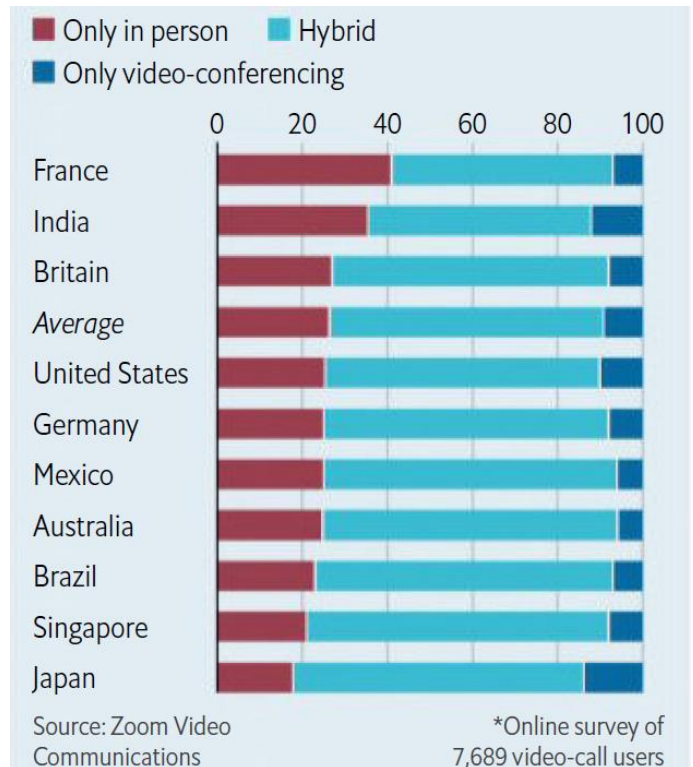
资料来源: Microsoft、万联证券研究所

图表10:Zoom 商务伙伴数量 (公司数)



资料来源: Zoom、万联证券研究所

图表11:各国对会议模式的倾向 (%)



资料来源: Zoom Video Communications、万联证券研究所

2 全球领先的沟通与协作解决方案提供商

2.1 深耕二十载，领跑企业通讯行业

深耕企业通讯市场二十载，从SIP业务到融合通信巨头。公司以研发为核心，自主创新，坐拥多项音视频核心技术专利，并以此作为公司核心竞争力，积极发挥行业规模效应与渠道优势，大力开拓自身业务范围。公司二十年来产品线不断丰富，全方位为客户提供一站式解决方案服务，进一步加强与客户合作广度和深度。2017年至今，公司的产品SIP话机始终保持着全球市场占有率第一的位置，2020年市场占有率为34.3%（2017-2020年Frost & Sullivan数据）。

图表12:公司发展历程



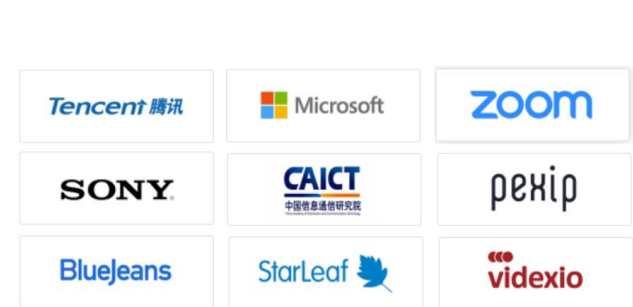
资料来源：公司公告、万联证券研究所

与全球电信运营商、视频会议龙头企业深度合作，构建市场及品牌壁垒。2018年，公司成为微软全球音视频战略合作伙伴，并在此后陆续与ZOOM、腾讯等达成合作，是目前市场上唯一一家取得这三大平台巨头认证的终端厂商。2021年，公司客户已遍布全球140多个国家和地区，包括位列全球前十大的电信运营商如美国的Verizon、英国电信、德国电信等。在企业用户挑选通信产品时，首先考虑的往往是通信设备的运行效率与平稳性，这使得企业用户更倾向于选择已经经过多年市场检验的知名老牌厂商。此外，由于企业通信产品需要系统与终端的适配，且硬件端一次性投入高，不易于更换。因此，当用户有扩容需求时，选择既有品牌将更具经济效益。公司早期积极开拓海外市场，在行业内及企业消费群体中已形成较好的品牌知名度。现已与多家行业经销商、电信运营商如：AT&T、Verizon、英国电信、德国电信、法国电信等，以及统一通信系统平台商如：Broadsoft、Microsoft Teams等开展合作。因此，公司多年精心打造的“品牌效应”将成为公司坚实的壁垒。

图表13:亿联网络运营商部分合作伙伴



图表14:亿联网络视频会议合作伙伴

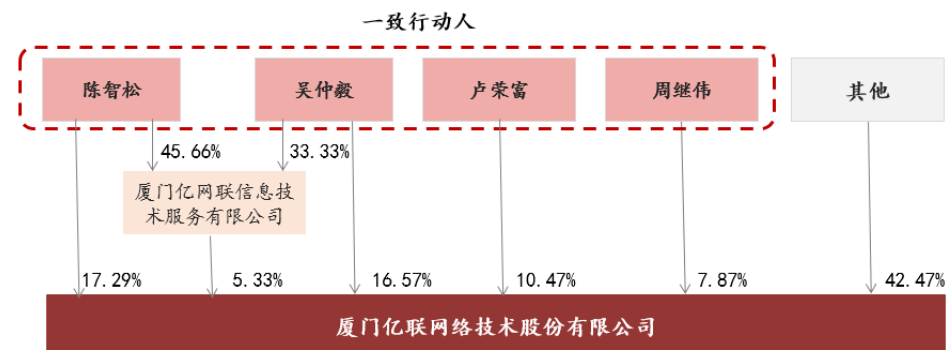


资料来源: 公司官网、万联证券研究所

资料来源: 公司官网、万联证券研究所

管理团队经验丰富, 经营模式已经多年磨合。公司控股股东为吴仲毅、陈智松、卢荣富、周继伟, 四位创始人作为一致行动人共同构成公司实际控制人。陈智松、吴仲毅、卢荣富、周继伟, 分别直接持股17.29%、16.57%、10.47%、7.87%, 其中陈智松、吴仲毅各通过厦门亿网联信息技术服务有限公司间接持有公司2.43%和1.78%的股份, 四人均无股权质押情况。其中陈智松为公司董事长兼总经理, 吴仲毅为公司副董事长, 卢荣富、周继伟为公司董事兼副总经理。当四人无法通过少数服从多数形成统一意见时, 以陈智松的意见为准行使表决权。自公司创立以来, 四人一直在公司内担任高管, 在通信行业已拥有超过20年的专业技术知识和丰富的行业经验, 助力公司成为行业中的全球领军者。

图表15:公司股权结构



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

公司多种激励手段丰富, 效果卓越。自2018年以来, 公司已实施了2018年、2020年、2022年三期限限制性股票激励计划, 覆盖公司核心骨干, 有效调动核心员工的工作积极性, 目前股权激励计划均已完成。且公司还拟设立事业合伙人激励基金(2021年-2025年五个会计年度, 营业收入当年同比增长率不低于30%), 进一步丰富公司多层次激励机制。

图表16:亿联网络 2018、2020、2022 年股权激励业绩目标 (调整后)

	解除限售期	激励内容 公司业绩考核目标	业绩目标 (亿元)		完成情况 (亿元)	
			营业收入	净利润	营业收入	净利润
2018	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不低于 20%	21.78	10.22	24.89	12.35
	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	24.89	12.35	27.54	12.79

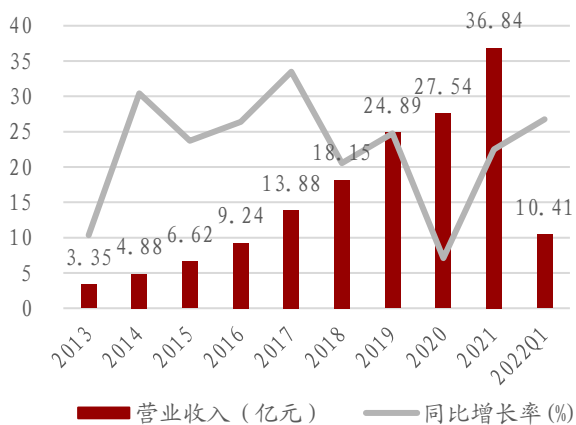
	首次授予的限制性股票第三个解除限售期	以 2020 年营业收入及净利润为基数, 2021 年营业收入及净利润增长率 不低于 25%	34.43	15.98	36.84	16.16
2020	首次授予的限制性股票第一个解除限售期	以 2019 年营业收入及净利润为基数, 2020 年营业收入及净利润均实现 同比增长	24.89	12.35	27.54	12.79
	首次授予的限制性股票第二个解除限售期	以 2020 年营业收入及净利润为基数, 2021 年营业收入及净利润增长率 不低于 25%	34.43	15.98	36.84	16.16
	首次授予的限制性股票第三个解除限售期	以 2021 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%	44.21	19.39	-	-
2022	首次授予的限制性股票第一个解除限售期	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均 不低于 20%	44.21	19.39	-	-
	首次授予的限制性股票第二个解除限售期	以 2022 年营业收入及净利润为基数, 2023 年营业收入及净利润增长率均 不低于 20%	53.05	23.27	-	-
	首次授予的限制性股票第三个解除限售期	以 2023 年营业收入及净利润为基数, 2024 年营业收入及净利润增长率均 不低于 20%	63.66	27.93	-	-

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

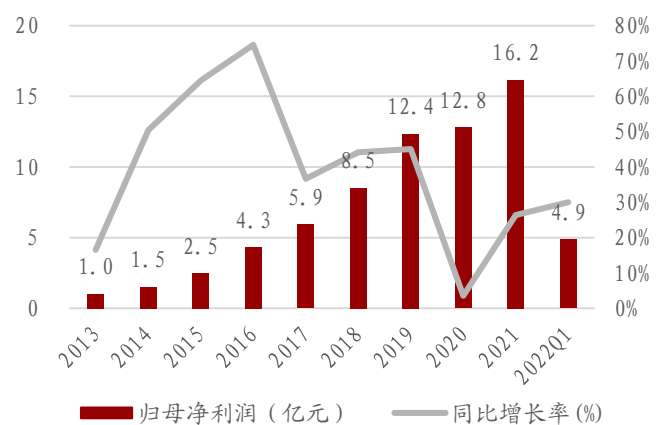
注: 2022年第二和第三个限售期的业绩目标为以2021年业绩为基数所需达到最低目标, 并非实际业绩目标

营收端来看, 公司业务拓展情况良好, 营收、归母净利润均逐年提升。2021年公司实现营业收入36.84亿元, 同比增长33.76%; 实现归属于上市公司股东的净利润16.16亿元, 同比增长26.38%。2022Q1公司实现营业收入10.41亿元, 同比增长40.10%; 实现归属于上市公司股东的净利润4.87亿元, 同比增长30.05%。随着公司老产品市占率的提高以及新产品的不断推出, 公司近10年来一直保持业绩高增的成长轨迹, 仅在2020年受疫情影响导致业绩增速有所放缓。

图表17:2013-2022Q1 公司营业收入及其增长率



图表18:2013-2022Q1 公司归母净利润及其增长率

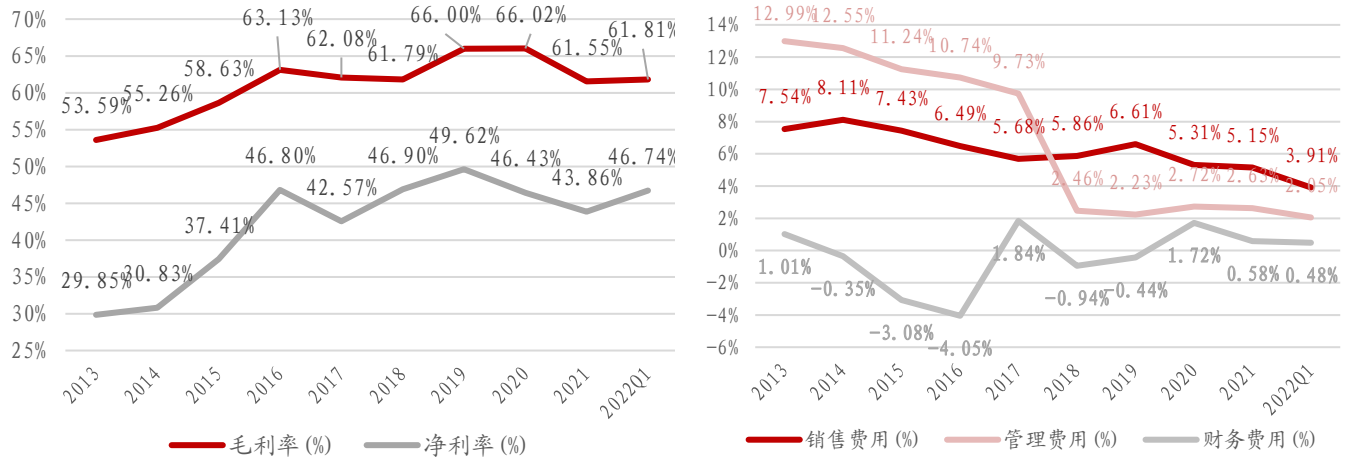


资料来源: 同花顺、万联证券研究所

资料来源: 同花顺、万联证券研究所

公司近年来毛利率基本维持在60%以上, 费用率逐年小幅递减。2021年全年, 公司综合毛利率下滑4.47pct至61.55%, 但和其他制造业的毛利率相比, 仍处于较高区间。分产品看, SIP话机毛利率下滑3.43pct至62.40%, VCS业务毛利率下滑7.21pct至62.27%, 云办公终端业务毛利率下滑5.26pct至48.71%。公司经营一定程度受到原材料供应紧张及价格上涨影响, 不过2021Q3起, 公司毛利率环比逐步改善, 2022Q1综合毛利率单季度环比上升1.45pct至61.81%。同时公司的国内外产品在2021年已经开始提价, 随着成本压力的传导, 预计将对未来毛利率继续形成支撑。费用率方面, 公司在2013-2021年整体费用率随着公司规模效应的提高而逐年递减, 2021年除了汇兑损失减少导致财务费用降低以外, 其他费用率均保持稳定。

图表19:2013-2022Q1 公司毛利率、净利率及其变化(%) 图表20:2013-2021 公司费用率及其变化(%)



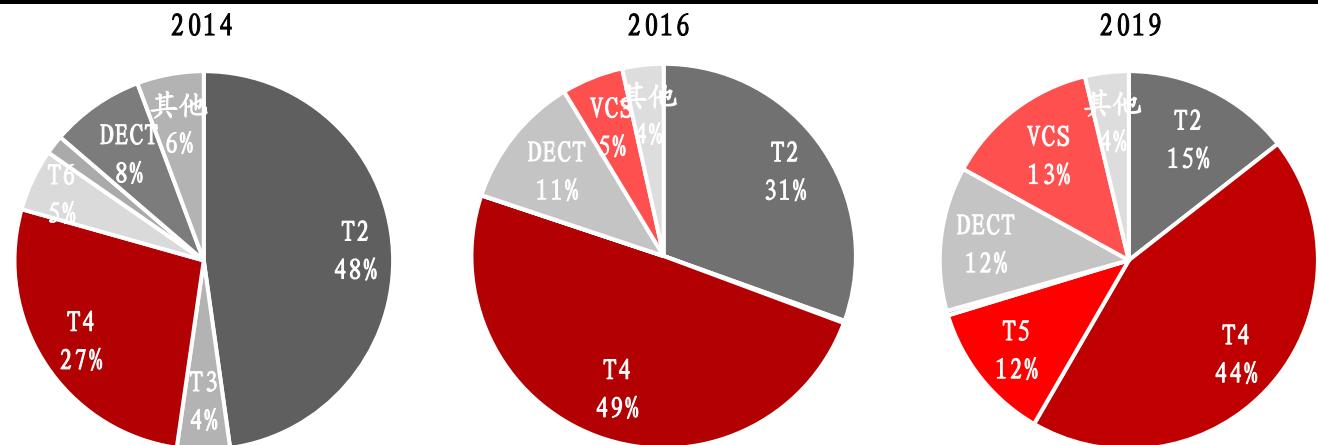
资料来源: 同花顺、万联证券研究所

资料来源: 同花顺、万联证券研究所

2.2 产品持续迭代, 产品结构变化带动公司毛利率变动

高价值量产品出货增长带动公司2013-2019年毛利率稳步提高。2013年公司的SIP电话终端新推出的两个中高端产品系列: T4系列以及DECT电话终端, 产品毛利率较其他产品高, 且市场认可度较高, 后期公司技术持续迭代, 又推出毛利率更高的T5系列以满足高端客户的市场需求。除此之外, 2015年公司进一步推出VCS视频会议系统, 毛利率更高。这也就导致在2014-2019年之间, 公司毛利率的主要增长来源于高端产品T4、T5以及VCS销量的提高。

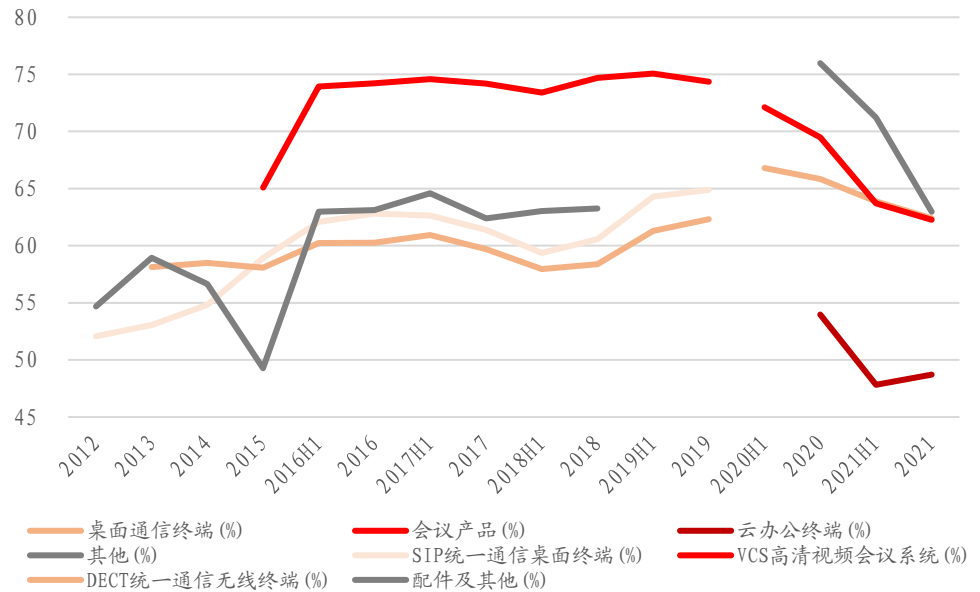
图表21:2014、2016、2019 年公司产品结构 (%)



资料来源: 问询函、招股说明书、万联证券研究所

长期来看, 公司硬件端的毛利率或将长期保持高位波动, 未来公司产品端毛利率的变化主要来源于融合通信/云端产品占比的提升。从公司近年来毛利率的表现来看, SIP、DECT等桌面通信终端产品的毛利率基本处于60%-65%的波动范围内。且由于其市场基本处于成熟稳定状态, 未来我们认为公司硬件端的毛利率或将持续保持高位。随着公司融合通信产品占比的提高, 公司产品结构侧毛利率的变化来源于融合通信/云端产品的产品结构变化。

图表22:2012-2021 年公司各产品线毛利率变化情况 (%)



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：2020年后，公司产品结构披露口径变化，SIP和DECT大部分被归类于桌面通信终端，VCS部分产品被归类于会议产品

公司近年来不断迭代产品，完善“云+端”产品结构。会议产品方面，公司已能够提供公有云、混合云及私有部署等灵活的部署方案以适应及满足不同群体的多样化需求。自2018年起，公司相继推出了亿联融合通信视频会议平台YMS（Yealink Meeting Server）、亿联会议（Yealink Meeting）以及音视频融合通信平台UME，搭配覆盖大、中、小型等不同会议场景的智能会议室视讯终端Meeting Eye系列及公司其他终端系列，并于2021年推出了智慧会议室解决方案，形成更加多元、灵活、多方兼容的视讯方案，以服务更多的用户群体。云端产品方面，公司主要产品包括商务耳麦、便携式会议电话和个人移动办公摄像头，其中以商务耳麦为主。目前公司现有产品线从面向桌面办公场景的桌面通信终端到面向会议室办公场景的会议产品再到面向个人办公场景的云办公终端，以系统平台提供优质的使用体验，同时适配不同办公场景下的智能硬件终端形成企业通信解决方案，为企业用户提供高效、智能的办公协作体验。

图表23:公司“云+端”业务部分产品展示

产品名词	产品展示	产品性能
亿联云视讯		· 依托阿里云 / 亚马逊云 / IDC 全球组网 · 使用 H. 264-SVC 柔性视频编解码技术 · 服务节点覆盖 99%以上国家和地区
亿联 UME		· 支持私有化部署，本地存储数据，独立管理安全有效率 · 自定义敏感词监控、电子水印等安全策略，保障企业数据及信息安全 · 多层加密防护，保障消息、音视频通话、文件从发送到存储的安全

视频会议服务器



- 集成 MCU、会议管理、会议设备管理、企业地址簿、和白板协作服务等多个服务模块
- 支持 1,500 方大型视频培训会议
- 支持 RTMP 网络直播，可万人以上同时观看。

设备管理平台 / 云服务



- 全程自动化管理
- 灵活的管理功能
- 人性化的定时服务
- 实时的告警诊断

视频会议终端



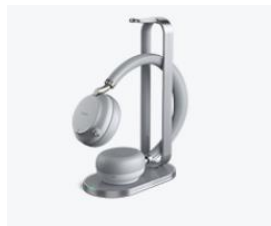
- 采用 4K 超高清镜头
- 支持人脸检测与人形检测
- 能根据参会人数与位置变化自动调整画面大小
- 内置双频 Wi-Fi 与蓝牙

视频话机



- 支持 1080p FHD 高清视频。
- 支持 H.264 High Profile 前沿编解码技术
- 支持 USB 扩展，能通过 U 盘实现视频录制、截图

会议耳机



- 四级智能降噪，高清降噪麦克风
- 统一设备管理中心可直接自定义管理耳机
- 兼容主流通信和协作平台

资料来源：公司官网、万联证券研究所

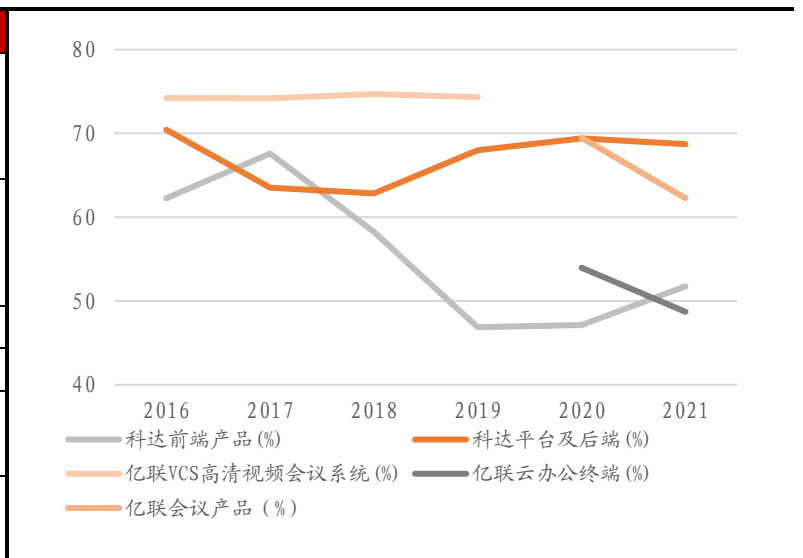
对比同类公司，公司会议及云端产品的毛利率或将还有上升空间。会议产品方面，公司的部署模式上又分为自建式及公有云模式。两者收费模式不同，目标受众以及盈利方式也有所差异，截止目前，公司在会议产品及云办公业务的收入主要来自于自建式。在公有云模式下，用户可以通过手机或者电脑上安装的客户端软件来实现视频会议的需求，在有需要的情况下，也可以购买专业的视频会议终端设备如：专业摄像头、商用耳机、八爪鱼等设备进行配合使用。其收费模式为按月/年支付服务费，费用支出较小，无需在期初支付大量的配套设备购买费用。而在自建模式下，用户在前期一次性购买包括软件及硬件终端在内的整套系统设备，虽然初期金额较昂贵，但后续无需定期支付服务费。短期来看，公司 SIP 话机渠道与公司会议产品和云办公终端市场重合度较高，可以利用公司在已有业务线上积累的渠道优势，快速占领市场，形成规模效应，提高公司利润率。公司 2021 年云和会议端产品毛利率下降的原因一是公司目前以高性价比策略抢占市场，二是加入了一部分低毛利率的商品以扩充产品矩阵，三是上游原材料涨价所致。不过和苏州科达相比，公司的毛利率目前偏低，未来随着规模效应以及软件端收入占比的提升，高毛利产品结构侧的毛利率提高空间仍存。不过具体仍需考虑公司最后交付的产品形态与市场竞争环境。

图表24:公有云解决方案与自建式解决方案对比

	公有云式	自建式
付费模式	按月/年支付服务费，无需支付系统购买费用	一次性支付系统购买费
设备要求	手机、电脑，可搭配专业的视频会议终端设备	购买专业的会议室终端设备
安全性	中等	高
稳定性	较强	强
目标对象	中小企业	大型企业
代表公司	ZOOM、会畅通讯、好视通	Poly、华为、苏州科达

资料来源：万联证券研究所整理

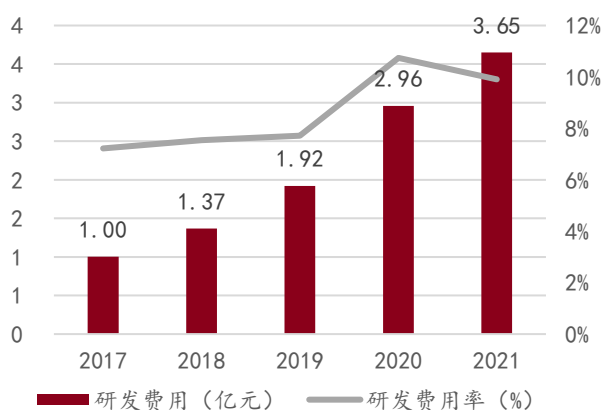
图表25:苏州科达与公司会议及云端产品毛利率对比



资料来源：同花顺、万联证券研究所

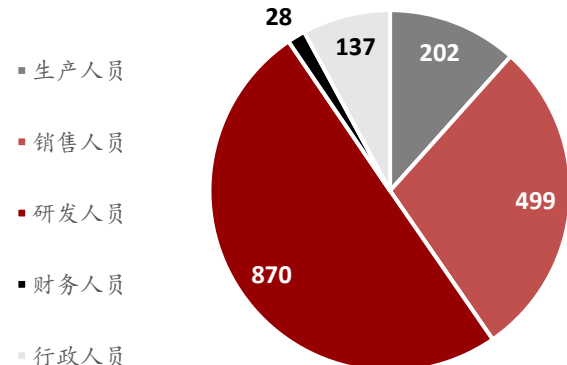
不论是公有云模式还是自建模式，技术均是其系统的核心。云属性产品主要通过软件实现高附加值功能，使得高毛利附加值将成为视频会议市场的未来发展目标。公司近年来，研发费用率持续增长，保障技术前瞻性，构筑产品竞争力。近年来公司研发投入占比保持上升趋势，2021年研发投入为3.65亿元，同比增长23.27%，占营业收入的9.90%。公司研发人员由2017年的350人增加至2021年的870人，同比增长25.18%，研发人员占比为50.12%，研发投入持续扩大。为满足快速增长的市场需求，公司于2020年正式成立单独的云办公终端业务线，确保从研发、供应链、营销等环节全面加快对该产品线的投入，这也进一步提升了公司统一通信解决方案的完整性。至此，公司形成了完整的企业通信解决方案，形成了覆盖个人桌面通信、会议室通信及远程移动通信等多场景的统一通信解决方案。虽然云产品线仍处于发展的初期，不过公司凭借在企业通信市场多年累积的品牌口碑、技术优势及渠道优势，产品线成立至今一直保持高速发展。未来公司将继续加大研发投入，完善产品矩阵，陆续推出中高端机型，覆盖多元应用场景，持续提升产品竞争力。

图表26: 2017-2021 公司研发费用及研发费用率



资料来源：同花顺、万联证券研究所

图表27:2021 公司各类人员数量 (人数)

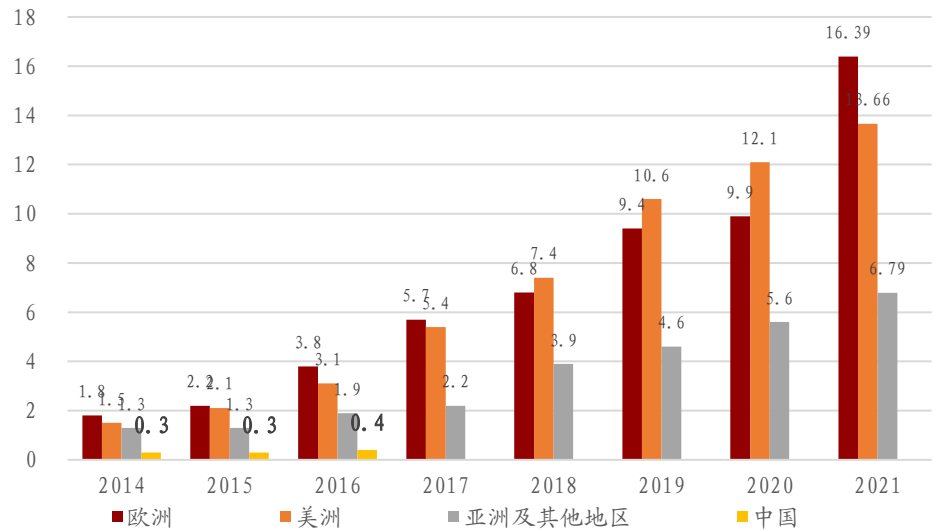


资料来源：公司公告、万联证券研究所

2.3 中国制造、全球销售，享受汇率上涨红利

由于职场模式的差异，公司收入90%以上来源于海外。由于国内的政策情况、沟通形式、工作习惯同国外不同，导致公司的SIP业务在发展初期更着重于拓展海外市场。2014-2016年，公司海外营收分别为4.6、5.6、8.8亿元，分别占比94%、94.8%、95.6%；中国地区营收则为0.3、0.3、0.4亿元，中国地区营收占比仅为6.0%、5.2%、4.4%，国内业务占比较小。在2017-2021年，公司已在欧洲与美洲建了完整的销售渠道以及成熟的市场，两地区营收合计分别为11.1、14.2、20.0、22、30.5亿元，占总营业收入的比值分别为83.5%、78.5%、81.3%、80%、81.57%。

图表28:2014-2021 公司营业收入来源按区域分布情况（亿元）

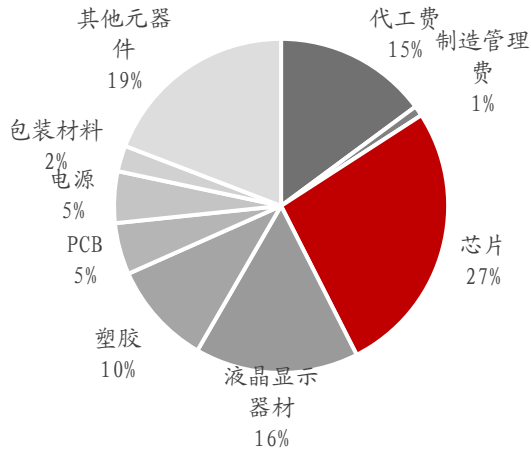


资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：2014-2016，“美洲”营收仅计算“北美洲”，2017-2021年；“中国”并入“亚洲及其它地区”。

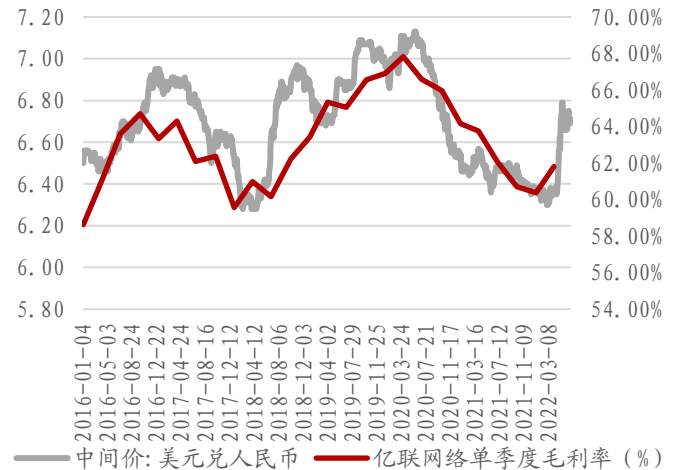
国内生产，国外销售，公司毛利率与汇率相关度较高。公司采用轻资产的模式，将人力密集型的生产部分外包国内的外协加工厂进行组装制作。即由公司负责产品设计、软件开发及产品检验，自行采购所有原材料，提供生产工艺流程和生产工艺文件，委托第三方外协厂商按照公司的技术标准和质量要求进行生产加工，并向外协厂商支付加工费。因此公司的生产成本主要由代工费和原材料费用两个部分组成，其中材料费大致占85%左右，代工费占15%。公司产品生产所需的主要原材料包括芯片、液晶显示器材、塑胶外壳、PCB板、电源、包材和其他元器件等。其中产品的重要零部件系统芯片主要来自海外供应商，其余均有国内替代厂商，因此公司成本中大部分为人民币付款，且公司毛利率较高，因此大多数情况下的影响远大于原材料价格上涨的影响。

图表29: 公司各项生产成本占比估算 (2019 年)



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表30: 汇率波动走势与公司毛利率走势基本一致



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

美元兑人民币汇率回升, 公司今年短期业绩或将受益于汇率上行。由于近些年来的产业链转移, 中国已成为全球的通信设备制造基地, 因此美元汇率升值短期或将利好出口型通信行业整体业绩表现。4月下旬以来, 美联储紧缩预期明显加强, 叠加IMF下调中国经济增速预测, 人民币汇率出现快速调整。从外因来看, 美联储加快加息推动美国长期国债收益率上升, 是人民币兑美元汇率贬值的主要原因。从内因来看, 国内2022年新一轮新冠疫情多地集中爆发, 导致中国重点城市经济运转受阻, 显著冲击了实体经济增速与进出口增速, 也导致市场主体信心严重受挫。从历史数据上来看6.6~6.8恰好是2015年8月国家汇改以来人民币兑美元汇率的平均汇率情况, 在属于正常范围。不过考虑到中国政府加大逆周期宏观经济政策的力度, 美国在经济负增长的压力下, 美元指数因为利率提高的上升的空间也比较有限, 今年大概率可能在6.7~7.0的范围内重新呈现宽幅波动格局, 这种较高的中美人民币汇率的区间也将拉动公司今年利润率上行。

图表31: 2015/08/13-2022/06/24 美元兑人民币汇率及期间平均值



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

3 盈利预测与投资建议

1) 桌面通信终端：桌面通信终端是公司目前第一大业务，也是发展最早的一条业务线，目前全球市占比排名第一。2020年新冠疫情后，企业远程办公及数字化转型成为趋势，虽然部分线下个人桌面办公场景被远程办公替代，但疫情加速了各类企业用户对数字化转型的需求。加之有越来越多的企业通信部署从私有化向依托公网的公有化转移，市场得以下沉，从而推动各类企业对桌面通信终端的需求，也带来了进一步的增长机会。长期来看，我们认为公司的终端业务虽仍未触碰到市场天花板，但增速或将随着规模的增大有所放缓。预计2022-2024年该业务营收增速分别为15%、15%、10%。伴随高端话机的出货占比提升以及汇率波动，毛利率短期将小幅提升，后续将随着汇率变化波动，预计2022-2024年毛利率分别为65%、64%、64%。

2) 会议产品：会议产品发展于2015年，是公司目前第二大业务线。随着全球基础通信设施的完善及通信技术的发展，视频会议行业由私有化向公有化转型，同时在疫情的催化下，整体市场规模在近几年快速变大。预计2022-2024年该业务营收增速分别为60%、50%、45%。不过由于公司的高性价比的推广策略与国内业务份额的提高，毛利率在享受汇率红利后或将小幅下降，预计2022-2024年毛利率分别为65%、63%、61%。

3) 云办公终端：云办公终端业务线成立于2020年，是公司新发展的一条业务线。目前该产品线仍处于发展的初期，但由于下游客户重复性较高，公司凭借之前桌面端的品牌口碑、技术优势及渠道优势，有望持续保持高速发展。预计2022-2024年该业务营收增速分别为90%、80%、70%。未来公司随着公司加大研发投入，完善产品矩阵，陆续推出中高端机型，毛利率或将持续提升，预计2022-2024年毛利率分别为51%、52%、53%。

4) 期间费用率方面：公司近年来经营稳定，因此我们预计公司2022-2024年管理费用率分别为2.6%、2.6%、2.6%。虽短期公司现有渠道的复用性较高，但考虑到公司计划近几年持续扩张产品矩阵及细分市场，公司或将需要扩张新产品以及新区域渠道，因此预计公司2022-2024年销售费用率将小幅提高，分别为5.1%、5.2%、5.3%。研发费用率方面，公司长期以来坚持在该领域投入大量研发资源，且公司未来几年扩品类的发展战略也需要大量的研发投入，因此我们预计公司2022-2024年研发费用率仍将维持在10%、10%、10%。

图表32:亿联网络盈利预测（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
桌面通信终端	2,547.45	2,929.57	3,369.00	3,705.90
YOY	21.22%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率	62.40%	65.00%	64.00%	64.00%
会议产品	912.90	1,460.64	2,190.96	3,176.89
YOY	72.77%	60.00%	50.00%	45.00%
毛利率	62.27%	65.00%	63.00%	61.00%
云办公终端	220.61	419.16	754.49	1,282.63
YOY	80.35%	90.00%	80.00%	70.00%
毛利率	48.71%	51.00%	51.00%	52.00%
其他	3.28	3.94	4.72	5.20
YOY	53.99%	20.00%	20.00%	10.00%
毛利率	62.97%	.00%	60.00%	60.00%
总计	3,684.24	4,813.30	6,319.17	8,170.62
YOY	33.76%	30.65%	31.29%	29.30%
毛利率	61.55%	63.78%	62.10%	60.95%

资料来源：同花顺、万联证券研究所

预计公司2022-2024年营业收入分别为48.13、63.19、81.71亿元，同比增长为30.65%、31.29%、29.30%，2022-2024年归母净利润分别实现22.16、27.50、34.41亿元，同比增长37.15%、24.06%、25.13%，对应EPS为2.46、3.05、3.81元，对应6月28日收盘价的PE为32/26/20倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

4 风险提示

全球疫情反复风险；汇率波动风险；产品推广不及预期风险；市场竞争加剧风险

利润表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3684	4813	6319	8171
%同比增速	34%	31%	31%	29%
营业成本	1417	1744	2388	3178
毛利	2268	3070	3932	4993
%营业收入	62%	64%	62%	61%
税金及附加	27	34	44	57
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	190	245	329	433
%营业收入	5%	5%	5%	5%
管理费用	97	125	164	212
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	365	481	632	817
%营业收入	10%	10%	10%	10%
财务费用	21	-14	23	18
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-10	-7	-8	-8
信用减值损失	-8	-2	-3	-3
其他收益	36	48	63	82
投资收益	163	193	221	245
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	22	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1770	2431	3014	3771
%营业收入	48%	50%	48%	46%
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	1769	2431	3014	3771
%营业收入	48%	50%	48%	46%
所得税费用	153	214	264	330
净利润	1616	2216	2750	3441
%营业收入	44%	46%	44%	42%
归属于母公司的净利润	1616	2216	2750	3441
%同比增速	26%	37%	24%	25%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	1.79	2.46	3.05	3.81

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.79	2.46	3.05	3.81
BVPS	7.02	8.67	10.50	12.76
PE	43.60	31.79	25.62	20.48
PEG	1.65	0.86	1.07	0.81
PB	11.13	9.00	7.43	6.12
EV/EBITDA	44.38	30.04	23.54	18.94
ROE	26%	28%	29%	30%
ROIC	23%	26%	27%	28%

资产负债表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	172	976	1800	2491
交易性金融资产	4471	5083	5817	6697
应收票据及应收账款	684	855	1184	1446
存货	730	625	832	1108
预付款项	2	4	5	7
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	61	69	68	77
流动资产合计	6120	7612	9706	11827
长期股权投资	95	115	125	145
固定资产	488	502	517	599
在建工程	39	49	54	34
无形资产	309	360	392	424
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	18	18	18	18
其他非流动资产	38	48	59	72
资产总计	7105	8704	10871	13118
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	439	420	777	811
预收账款	0	7	5	7
合同负债	31	32	48	63
应付职工薪酬	135	169	232	308
应交税费	27	44	55	71
其他流动负债	126	189	259	326
流动负债合计	757	861	1376	1585
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	5	5	5	5
其他非流动负债	11	11	11	11
负债合计	774	877	1393	1601
归属于母公司的所有者权益	6332	7826	9478	11517
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	6332	7826	9478	11517
负债及股东权益	7105	8704	10871	13118

现金流量表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1107	2135	2605	2894
投资	-507	-638	-750	-907
资本性支出	-296	-164	-153	-139
其他	163	193	221	245
投资活动现金流净额	-641	-609	-682	-801
债权融资	0	0	0	0
股权融资	20	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-587	-722	-1098	-1402
其他	-29	0	0	0
筹资活动现金流净额	-596	-722	-1098	-1402
现金净流量	-140	804	825	691

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场