

【国信通信·研究框架】

企业统一通信篇

行业研究 · 专题报告

通信 · 通信设备

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：马成龙
021-60933150
machenglong@guosen.com.cn
S0980518100002

证券分析师：陈彤
0755-81981372
chentong@guosen.com.cn
S0980520080001

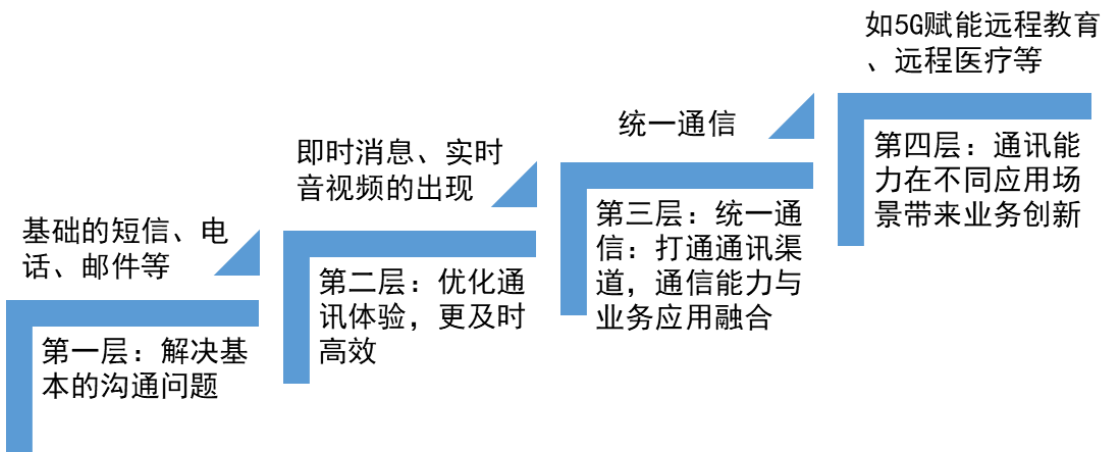
- 1、企业统一通信行业主要研究解决企业内部及外部通信问题相关的解决方案提供商，包括提供服务的软件平台商/运营商和硬件设备提供商。
- 2、企业通信与协作行业具有以下特点：（1）下游客户分散，依赖经销商渠道销售；（2）统一通信硬件终端采用嵌入式系统平台，算法是核心附加值所在；（3）竞合关系并存，集成与被集成是平台化发展的必然；（4）下游市场以欧美国家为主导，国内起步相对滞后；（5）欧美厂商实现SaaS订阅模式收费，国产厂商以销售硬件变现为主；（6）下游市场以欧美国家为主导，国内发展相对滞后；（7）工程师红利驱动东升西落。
- 3、企业通信与协作行业公司的一般成长逻辑包括：（1）聚焦微笑曲线两端的研发和销售，生产外包；（2）围绕客户需求扩充产品矩阵，复用渠道，提升产品附加值；（3）从提供单一品类向一体化完整解决方案演进；（4）保持产品快速迭代维持高毛利率；（5）建立渠道触达更多应用场景与销售区域，构建生态合作。
- 4、结合当前产业发展阶段、行业成长确定性、估值水平及公司竞争力，建议关注亿联网络等。

风险提示：欧美地区经济衰退导致市场需求不及预期；市场竞争加剧；原材料涨价、芯片短缺等上游供应风险；疫情反复等外部环境变化风险。

一、企业统一通信研究范围与标的

- ◆ 统一通信（Unified Communication）是指把计算机技术与传统通信技术融为一体的通信模式。其核心内容是：让人们无论任何时间、任何地点，都可以通过任何设备、任何网络，获得数据、图像和声音的自由通信。也就是说，统一通信系统将语音、传真、电子邮件、移动短消息、多媒体和数据等所有信息类型合为一体。以前不同的通信手段作为单独的应用来开发、推广和销售，现在，统一通信作为一个超级连接器，对传统不同通信平台进行整合，集语音、数据与视频通信于一体，降低通信的复杂性，同时降低建设成本。
- ◆ 统一通信（UC）可以分为基础网络、基础通信、通信业务、业务应用、用户体验五个层面，本文主要研究提供通信业务服务的平台商/运营商和直接触达用户体验的硬件终端厂商。

图 1：企业通信的不同层次



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 2：企业统一通信系统概念示意图



资料来源：亿联网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

企业通信与协作方式不断上云，衍生出更多新型产品

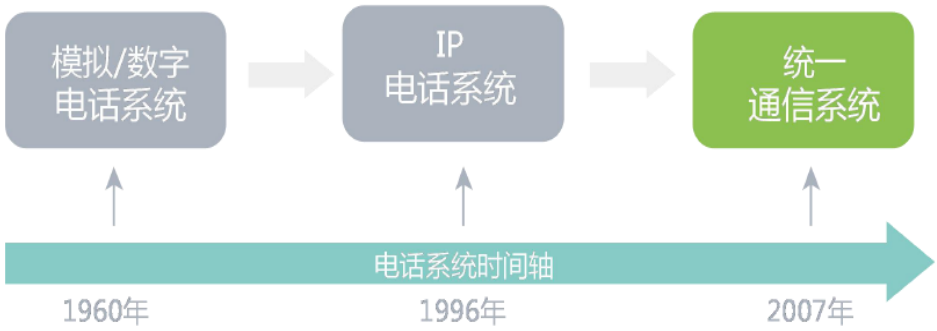
◆ 传统企业通信系统以本地部署模式为主，硬件为主软件为辅，更多面向大型企业客户。随着云计算技术的发展和移动互联网的发展，越来越多云通信服务企业出现，企业通信系统使用门槛降低，企业通信服务的用户范围下沉延伸至中小企业。结合不同的应用场景，企业通信产品形态也更加多样化，从最初以语音、短信和呼叫中心为主，逐渐向IM、实时音视频和云客服等新型产品延伸。

表 1：传统企业通信系统与云通信系统的对比

	传统企业通信系统	云通信系统
系统模式	“管-端”的本地部署模式	“云-端”服务模式，包括PaaS、SaaS、私有云部署等模式，服务平台在云端，只有终端在企业内
采购方式	自己采购，自己搭建	采用合约租赁的方式
前期投入	高，需一次性购买服务平台及终端设备	低，只需购买终端及按月付费
产品类型	硬件为主软件为辅；语音、短信和呼叫中心为主	软件为主硬件为辅；IM、实时音视频和云客服等
维护费用	高，不仅需要专门的机房，还需要有专门的系统管理人员	低，整体系统由服务提供商维护
扩展性	差，当企业规模扩大时，需要继续购买甚至替换成高容量设备	好，当企业规模扩大时，只需要再增加购买服务即可
用户类型	大型企业及行业客户为主	中小企业客户为主，也有部分大型企业及行业客户

资料来源：亿联网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 3：企业电话系统发展史

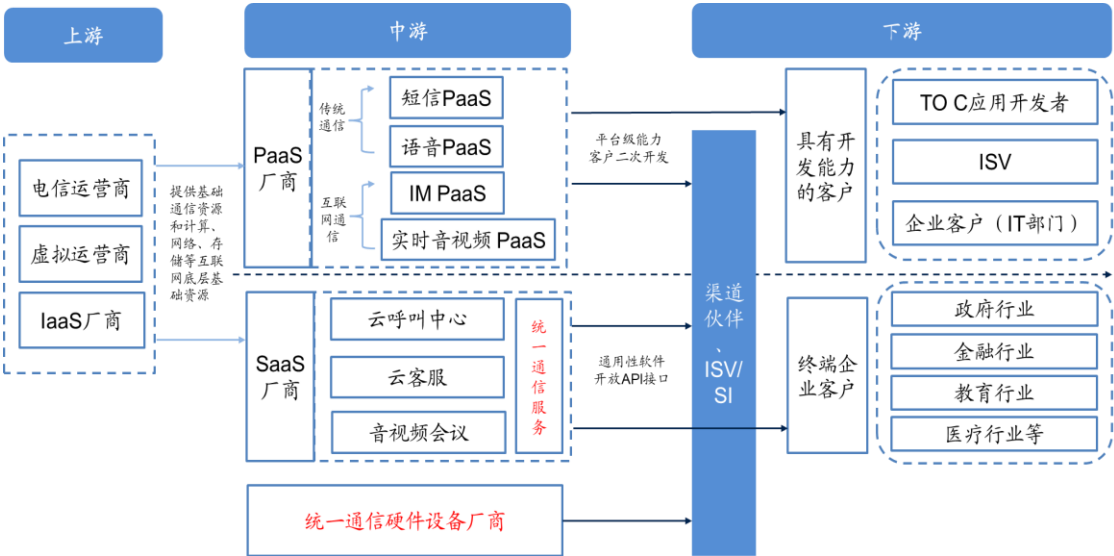


资料来源：亿联网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

统一通信是云通信产业的重要组成部分，可分为服务和终端设备

- ◆ 云通信是云计算时代下传统通讯服务发展到新阶段的产物。简单来说，通过云计算实现的企业内外部的信息交流都可以归为云通信。
- ◆ 统一通信是云通信产业中的重要组成部分，包括下图中统一通信服务（UCaaS）和统一通信硬件设备两个环节。UCaaS服务供应商通常将其应用服务器置于自己的数据中心或托管在第三方数据中心运行或托管于公有云IaaS厂商的服务至上，如亚马逊、谷歌、微软、阿里或腾讯等。用户可以将软件客户端下载至自己的各类设备中（PC、手机、平板等），或通过使用WebRTC或插件通过Web浏览器访问。根据服务模式的不同，通信云服务可以划分为以软件应用形式提供的SaaS服务和以API/SDK形式提供的PaaS层通信能力。统一通信硬件终端设备包括IP话机、视频会议系统、数字白板、耳麦、扩音器、摄像头外设、麦克风等，这些设备可以和UCaaS服务打包销售，也可以由客户单独购买。

图 4：云通信产业框架



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理（标红为统一通信所包含的环节）

表 2：云通信行业参与者

	国内参与者	欧美优秀代表企业
PaaS	互联网厂商（如阿里巴巴、网易云信、腾讯）、IM PaaS提供商（融云、容联、环信、梦网）、音视频PaaS提供商（声网）	Twilio、RingCentral、Vonage、sendbird、8x8、Vidyo
云客服/云呼叫中心SaaS厂商	向云CC转型的CC传统硬件供应商、专注于云CC的集成商（数量众多但只为某些大型企业提供服务且产品能力较低），专注于订阅式云CC的供应商（以提供标准化的公有云解决方案为主，UDESK、七鱼、智齿）等	Ringcentral、Avaya、FIVE9
统一通信和协作SaaS厂商	互联网巨头（如钉钉、企业微信、腾讯会议、华为welink、飞书等）、专注于IM的提供商、专注于云视频的提供商（会畅通讯、小鱼易连、亿联网络等）	Ringcentral、Zoom、思科、微软Teams、slack、Zendesk、Vonage、8x8、Google、LogMeIn
硬件终端厂商	亿联网络、潮流网络、会畅通讯、苏州科达、华为、中兴通讯、小鱼易联、视源股份等	缤特力、思科、Avaya、罗技、Jabra等

资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

统一通信产业链上市公司一览

表 3：企业统一通信产业链上市公司一览

产业链环节	证券代码	证券简称	产业链环节	证券代码	证券简称
SOC芯片	603893. SH	瑞芯微	统一通信云平台厂商	9988. HK	阿里巴巴-SW
SOC芯片	300458. SZ	全志科技	统一通信云平台厂商	0700. HK	腾讯控股
SOC芯片	688099. SH	晶晨股份	统一通信云平台厂商	RAAS. N	容联易通
SOC芯片	688608. SH	恒玄科技	统一通信云平台厂商	002123. SZ	梦网科技
视频会议摄像机ODM/JDM	301318. SZ	维海德	统一通信云平台厂商	API. O	声网
视频会议摄像机ODM/JDM	300578. SZ	会畅通讯	统一通信云平台厂商	TWLO. N	TWILIO
智能交互平板ODM/JDM	001308. SZ	康冠科技	统一通信云平台厂商	RNG. N	RINGCENTRAL
IP话机品牌商	300628. SZ	亿联网络	统一通信云平台厂商	EGHT. N	8X8
IP话机品牌商	002396. SZ	星网锐捷	统一通信云平台厂商	AVYA. N	AVAYA
视频会议系统品牌商	300628. SZ	亿联网络	统一通信云平台厂商	CSCO. O	思科(CISCO)
视频会议系统品牌商	603660. SH	苏州科达	统一通信云平台厂商		
视频会议系统品牌商	300578. SZ	会畅通讯			
视频会议系统品牌商	LOGI. O	罗技			
视频会议系统品牌商	POLY. N	缤特力			
商务耳麦	300628. SZ	亿联网络			
商务耳麦	GN. CO	GN STORE NORD A/S			
商务耳麦	POLY. N	缤特力			
智能交互平板品牌商	002955. SZ	鸿合科技			
智能交互平板品牌商	002841. SZ	视源股份			
智能交互平板品牌商	001308. SZ	康冠科技			
智能交互平板品牌商	300628. SZ	亿联网络			

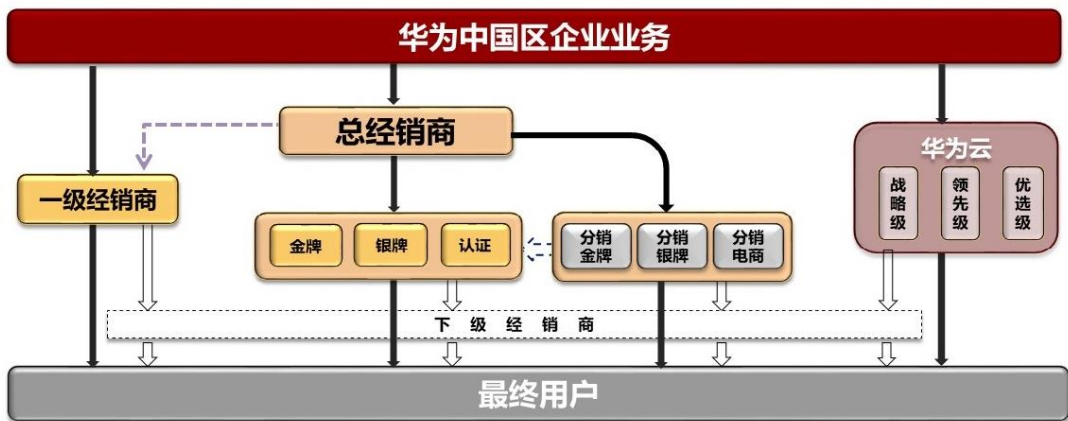
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

二、企业统一通信产业特点

1、下游客户分散，依赖经销商渠道销售

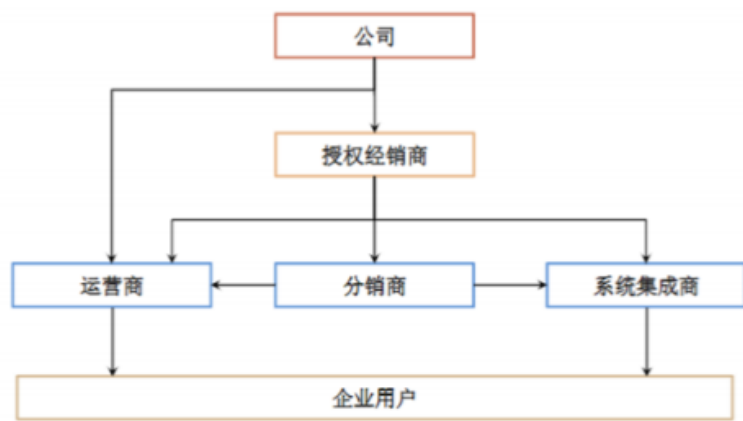
- ◆ 统一通信市场更多面向企业级用户，下游分散。例如云通讯厂商容联云客户数量上万家，数量不足2%的大客户收入贡献占比超过70%。
- ◆ 获客成本高昂，渠道对统一通信市场来说是一种刚需，推动渠道生态的持续繁荣。分销渠道包括产品或服务从生产者向用户转移过程中经过的各个中间环节联接而成的路径，这些中间环节包括生产者自设的销售机构、分销商、代理商、经销商、中介机构等。
- ◆ 销售渠道管理是ICT企业维持市场竞争力的重要因素，既要防止渠道冲突，维护渠道利益，又要制定相应的奖惩制度，同时还需对渠道提供必要的支持和培训。以华为为例，华为企业业务BG计划搭建合作伙伴网络：一级渠道伙伴包括总经销商和一级经销商，直接从华为购买产品并得到相应支持；二级渠道伙伴包括金牌、银牌和认证经销商，分销金、银牌，分销电商，通常为对特定区域/行业市场具有影响力的合作伙伴。销售合作伙伴管理需要制定相应的合作政策，包括认证合作政策、例行管理政策、激励政策、激励计划、秩序管理制度等，同时，为控制渠道风险，华为会在官网披露相应的合作伙伴黑名单、渠道风险警示名单等，并在官网开放授权函、服务承诺函编码验证查询。

图 5：2020年华为中国区企业业务渠道架构图



资料来源：华为官网，国信证券经济研究所整理

图 6：亿联网络经销模式



资料来源：亿联网络年报，国信证券经济研究所整理

2、统一通信硬件终端采用嵌入式系统平台，算法是核心附加值所在

- ◆ 统一通信终端的核心体验是音视频效果，技术上主要体现在音频处理技术和视频处理技术，以及嵌入式技术和网络通信技术几个方面。音频技术：主要包括噪声消除和宽频语音回声消除处理技术、语音编解码技术、音频硬件设计技术。视频处理技术：实时音视频流传输在带宽时延、丢包率方面有特殊要求，相关技术包括视频编解码技术、网络适应性技术、高清视频双流技术、高清视频增强处理技术。
- ◆ 嵌入式系统产品中，产品设计、嵌入在硬件上的驱动程序、算法、应用软件和定制化方案等为产品带来较高的附加值。产品设计过程中，可通过算法实现丰富的产品功能，将技术参数细化，满足细分群体的客户需求。

表 4：统一通信硬件终端的主要软硬件构成情况

产品类型	主要的软硬件构成情况
SIP桌面话机终端	硬件：ARM+DSP 的统一通信终端主控芯片（SoC）、内存、闪存、以太网网络接口，液晶显示屏、输入键盘、音频输入输出；免提MIC/SPK、手柄、耳麦、摄像头
	软件：硬件驱动程序、音视频算法，应用软件，协议
DECT无线电话终端	硬件： 基础硬件：ARM+DSP 的 SoC，内存、闪存、以太网网络接口、无线 话机硬件：ARM、闪存、液晶显示屏、电池、无线
	软件：硬件驱动程序、音频算法，应用软件，协议
VCS高清视频会议系统	硬件：ARM+DSP 的多核 SoC、内存、闪存、以太网网络接口，视频输入输出端子、音频输入输出设备（免提拾音和播放设备、无线的拾音设备）、摄像机、遥控器
	软件：硬件驱动程序、音视频算法，应用软件、协议

图 7：通过算法可实现丰富的产品功能，技术参数细化，满足细分群体的客户需求



资料来源：亿联网络招股书，国信证券经济研究所整理

资料来源：亿联网络公司官网，国信证券经济研究所整理

3、竞合关系并存，集成与被集成是平台化发展的必然



- ◆ 平台商通过内生、外延、战略合作等手段集成各个功能模块，很少有一家厂商能独立开发所有模块。
- ◆ 行业内竞争与合作关系并存，各厂商发展各自的强项，围绕自身优势切入统一通信及协作市场。例如，ZOOM的核心能力是Video，被不同的平台厂商集成。Slack产品集成了包括Google Drive、Salesforce、DropBox、Zoom、Webex等主流第三方应用。

表 5：各类统一通信及协作平台商的发展路径

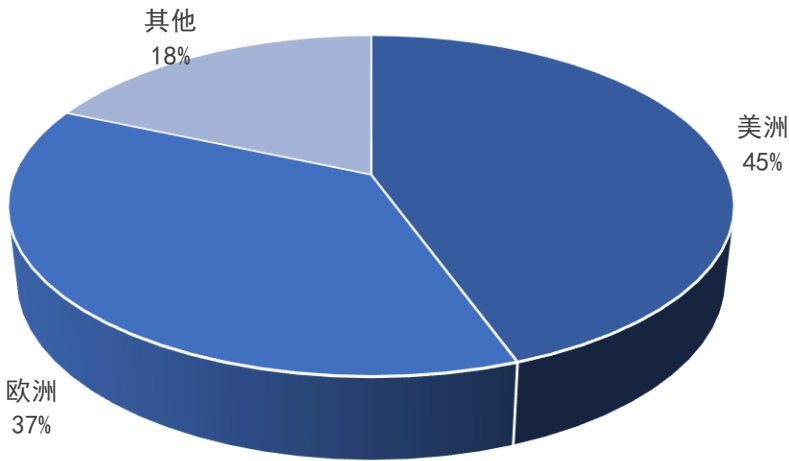
企业通信及协作公司发展路径	代表性公司	发展路径
从办公文档切入，集成销售/捆绑销售	微软Teams	微软的Teams免费捆绑在Office365软件里，借助Office365实现收费
	金山WPS云协作	主打云文档和协同办公，同时集成了企业内部业务系统，包括OA、ERP、CRM等消息推送
C端移动社交平台转向B端，基于广大用户群打通切入	Facebook的Workplace	2016年推出，是面向B端的移动社交平台，背靠facebook在全球15亿日活跃用户，2019年3月付费用户达到200万人，主要功能包括群聊、视频电话会议、直播、群组和信息流。新注册企业可以获得3个月的免费体验，三个月后收费为1-3美元每人每月，费用低于Slack
	企业微信	与C端微信打通，主打办公沟通功能，还能实现公告、考勤、请假、报销等日常管理流程（轻量级企业OA应用），也有丰富的第三方应用集成
从工作流程的某个环节或ERP软件切入，有丰富的B端客户资源	Salesforce	规模扩张后往基础架构平台去发展（向SaaS供应商的基础架构平台发展，建立软件开发平台force和交易平台app exchange）
	Workday	ERP软件供应商，人力资源和财务规划软件提供商，营收上亿美元，数次实现盈利，面临的竞争对手是Oracle和SAP。公司擅长数据分析和统计，Slack侧重企业信息集成与搜索、业务沟通
从专业音视频通信平台切入企业协同市场	Zoom	选择了从企业协同中的基础场景——视频会议切入。
	Webex teams	发布于2018年，主打视频会议功能，2018年4月18日思科宣布将旗下的协同应用Spark和会议应用Webex融合在一起，核心点在于内容贡献个、数字白板和视频会议，比较受重视视频会议的企业和组织欢迎。Webex Teams对硬件和环境要求高，限制了其目标用户群体。
构建针对企业沟通和组织管理的平台，注重第三方应用集成和应用开发者	阿里钉钉	除了即时通讯之外，同样重视企业管理，注重企业流程，包括考勤、审批、报销等数字化管理场景。2018年启动“春雨计划”，注重应用开发者和服务者生态。

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

4、下游市场以欧美国家为主导，国内起步相对滞后

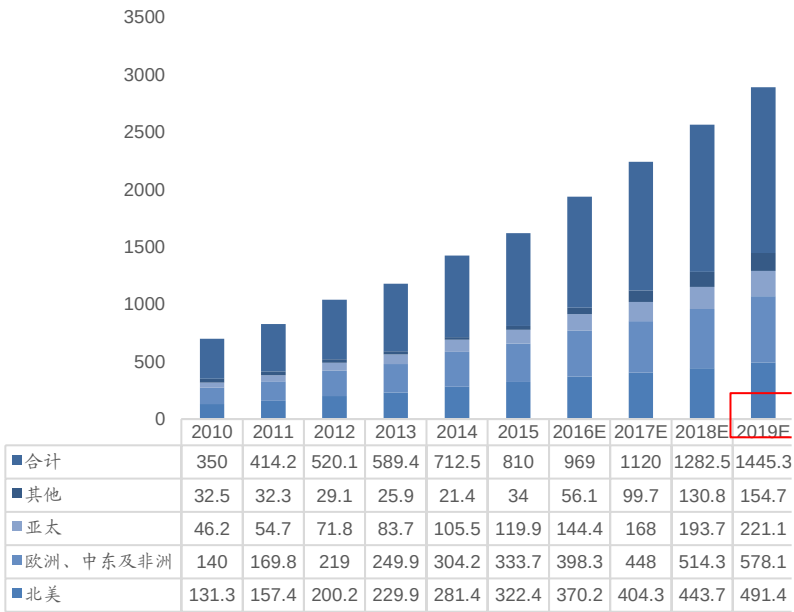
- ◆ 需求来看，全球统一通信市场需求主要来自于欧美地区。相比欧美市场，国内云通讯市场发展滞后的原因：1、云计算发展滞后于美国，上云企业较少；2、国内企业对标准化云产品的付费意识不足，早期互联网企业中多数为微型创业公司，付费意识不足且自身存活率较低。传统行业的大中型企业IT环境复杂且业务场景多样化，定制化需求高，只提供标准化接口难以满足客户需求。3、由于国内外企业统一通信行业的发展成熟度差异和文化环境、使用习惯的差异。
- ◆ 供给来看，统一通信与协作的公司众多，受益于本土市场的发展，全球头部厂商以欧美企业为主导，微软和思科居于领导地位。

图 8：2021年国产统一通信硬件设备龙头的收入结构（按地区划分）



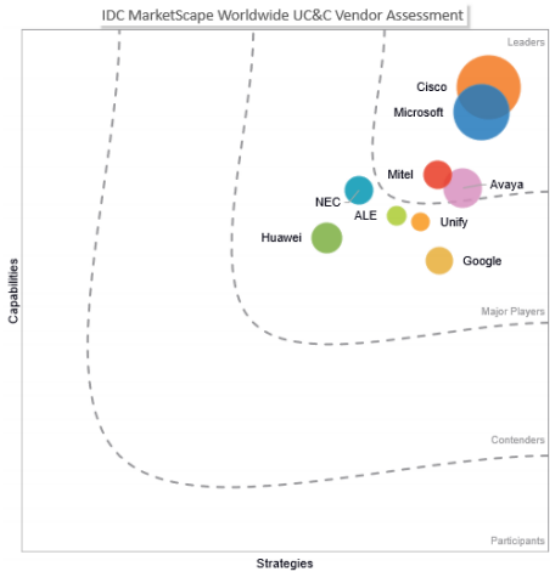
资料来源：亿联网络年报，国信证券经济研究所整理

图 9：全球SIP电话终端的销售收入规模（百万美元）



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图 10：IDC:全球UC&C市场供应商以欧美厂商为主导



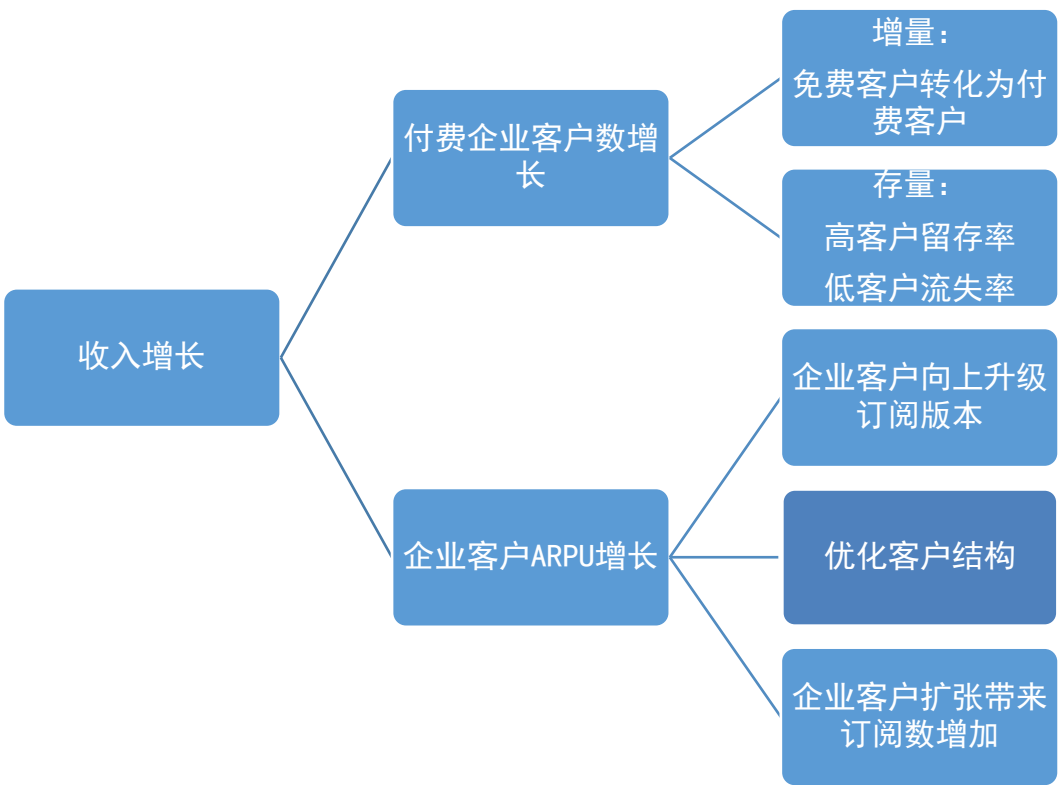
资料来源：IDC，2019，国信证券经济研究所整理

5、欧美厂商实现SaaS订阅模式收费，国产厂商以销售硬件变现为主



◆ 云平台厂商主要集中于欧美地区，如微软、谷歌、ZOOM、RingCentral等，已经形成订阅服务付费的盈利模式，关注付费客户数量、付费客户ARPU、净收入留存率等指标。核心竞争要素在于：1、产品体验能否切实为团队提高效率，创造价值，产品特性和细节优化反应在客户体验上，产品设计能力和快速响应升级能力是关键；2、先发优势和口碑传播为先进入者树立品牌壁垒。3、中长期看生态和平台，庞大的生态圈是产品能力的补充和引流入口，平台价值为企业提高企业变现能力，使得企业走得更远。国产厂商以硬件终端或系统变现为主要方式。

图 11：Slack收入增长驱动力分析



资料来源：SLACK，国信证券经济研究所整理

表 6：不同销售模式的特点及优秀代表企业的净收入留存率

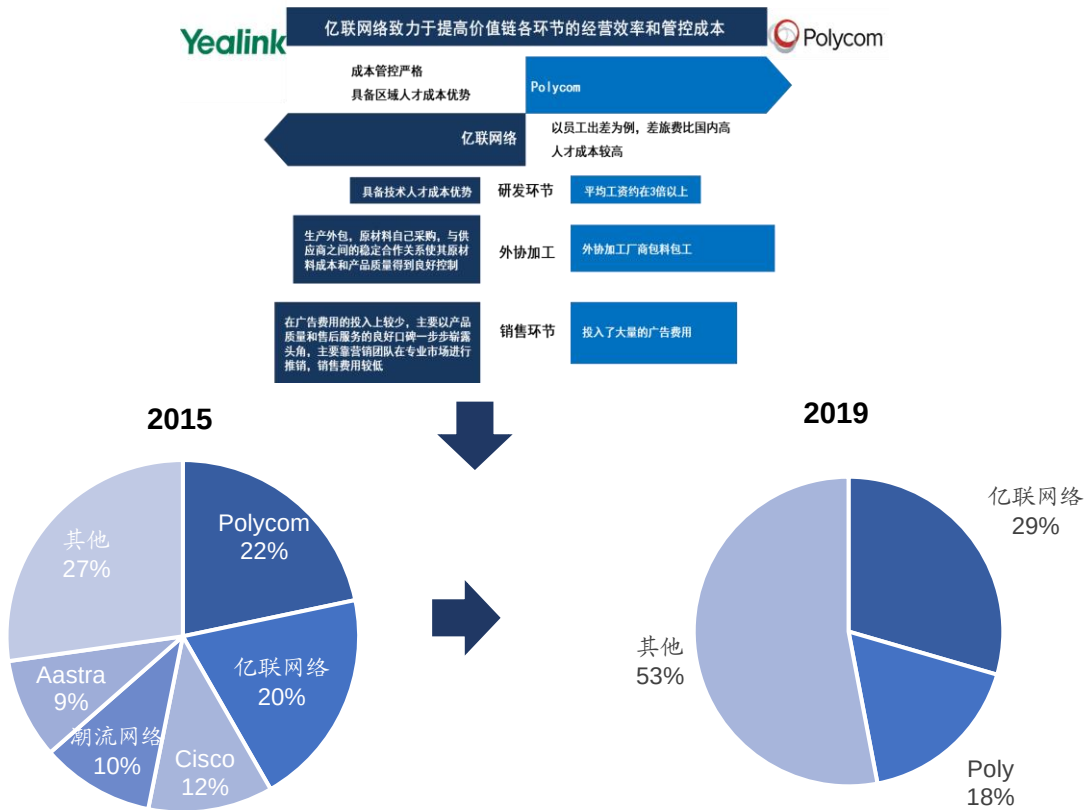
销售模式	自下而上的销售	占领和扩张	传统企业级销售
特点	先渗透C端用户，通过C端用户口碑传播去推动企业购买产品；一般有强大的终端用户群和网络效应支持，净收入留存率高	主要面向中小企业，由销售推动从小订单着手，打入客户内部，然后通过交叉购买、丰富购买组合等方式推动企业ARPU；优秀的企业净收入留存率大于100%，但如果更多面向少于100人的初创企业，客户破产概率高会拉低净收入留存率	一般针对大于1000人以上的大型企业，销售时间较长，一般一开始就力图拿到比较理想的订单
优秀代表企业的净收入留存率	Twilio 140%-170% Zoom 140% Slack 125%-155% PagerDuty 139% Datadog 130% Dropbox 100%	Atlassian 100%-148% Box 130% Zendesk 123% SendGrid 116%	Alteryx 135% Fastly 130% Okta 124% Anapla 124% Workday 100%+ ServiceNow 97%

资料来源：Lenny Rachitsky，国信证券经济研究所整理

6、工程师红利驱动东升西落

◆ 人力成本优势是国产厂商的重要突破口，通过提供比国外巨头高性价比的产品赢得海外市场的青睐，产业链实现东升西落。例如国内IP话机、视频会议和商务耳麦厂商，受益于工程师红利，相比海外竞争对手，在同样毛利率的情况下拥有更好的利润表现，支持与渠道端共享红利，进一步提升市场竞争力。相对海外巨头，亿联网络具备人才成本优势，分层竞争，以高性价比优势赢得份额，亦能留出更大的利润空间与渠道分享，促使渠道网络高效运转的正循环。相对低价竞争对手，公司的产品质量、技术领先、渠道和认证先发优势形成护城河，一定程度也阻碍了行业潜在进入者。

图 12：工程师红利的人力成本优势和成本费用的精细化管理推动国产IP话机厂商市场份额提升



资料来源：亿联网络，Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

表 7：亿联网络高端话机T49G产品对标宝利通VWX1500的竞争策略

主要功能	亿联网络T49G	宝利通VWX600	宝利通VWX1500
屏幕	8"	4.3"	7"
分辨率	1280x800	480x272	800x480
视频质量	1080p/30	720p	CIF/30
无线	√	X	X
HDMI输出	√	X	X
蓝牙	√	√	X
USB	√	√	√
摄像头类型	USB	USB	Built-in
产品指导价	\$799	\$608	\$1099

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

三、企业统一通信产业的个股成长逻辑

1、聚焦微笑曲线两端的研发和销售，生产外包

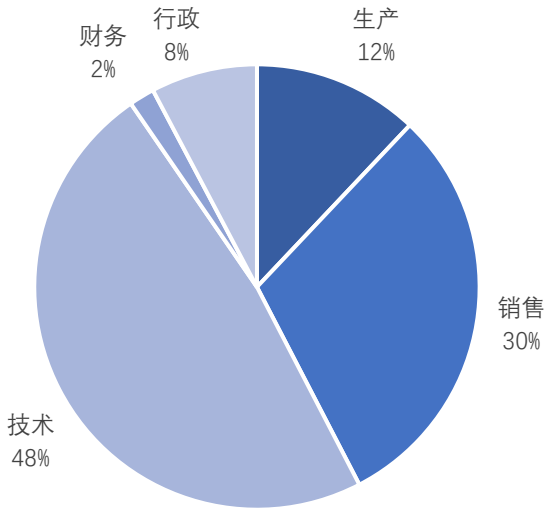
◆ 轻资产运营是国内统一通信终端设备厂商的常用方式。例如，亿联网络和视源股份均把经营重心主要放在研发和销售两端，研发人员和销售人员占公司人员的主要部分，生产加工环节外包，生产成本以原材料采购和外协加工费为主，在财务报表上体现出较好的资产流动性。

表 8：亿联网络2019年采购原材料情况

原材料	主要内容	2019年采购金额（万元）	占比
芯片	IT和Broadcom等公司拟生产的系统芯片、存储、音频等芯片	25026.07	32%
液晶显示器材	1.77寸、2.4寸等不同规模黑白及彩色显示屏	14545.41	19%
塑胶类	面壳、底壳、按键等结构件	8979.61	12%
PCB板	主板、按键板等	4319.23	6%
电源	3W/6W/10W等供电电话配器	4735.07	6%
包装材料	彩盒、说明书、外箱等包装材料	2029.89	3%
其他元器件	阻容件、二三极管、晶体等器件	17493.47	23%
合计		77128.74	100%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图13：亿联网络人员结构以技术人员和销售人员为主



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表 9：视源股份可比公司ROE对比

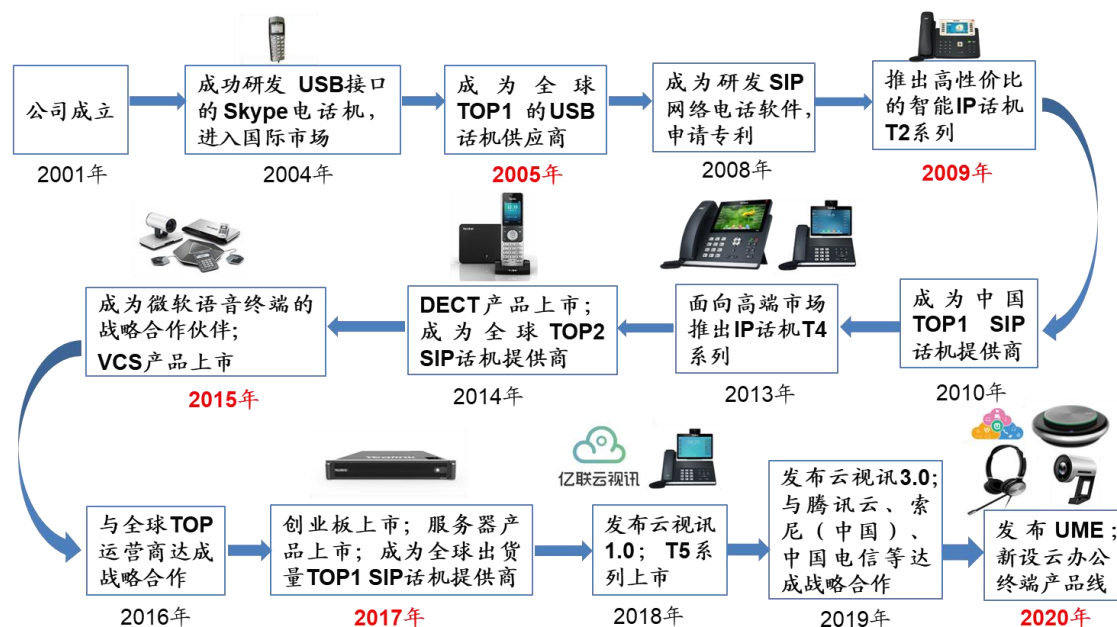
	视源股份	均值	海信视像	创维数字	鸿合科技
净资产收益率(ROE)	38.7%	12.95%	3.88%	18.56%	16.4%
权益乘数	2.04	2.14	2.05	2.77	1.60
资产周转率	2.01	1.60	1.16	2.05	1.58
销售净利率	9.45%	5.08%	1.63%	7.11%	6.50%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

2、围绕客户需求扩充产品矩阵，复用渠道，提升产品附加值

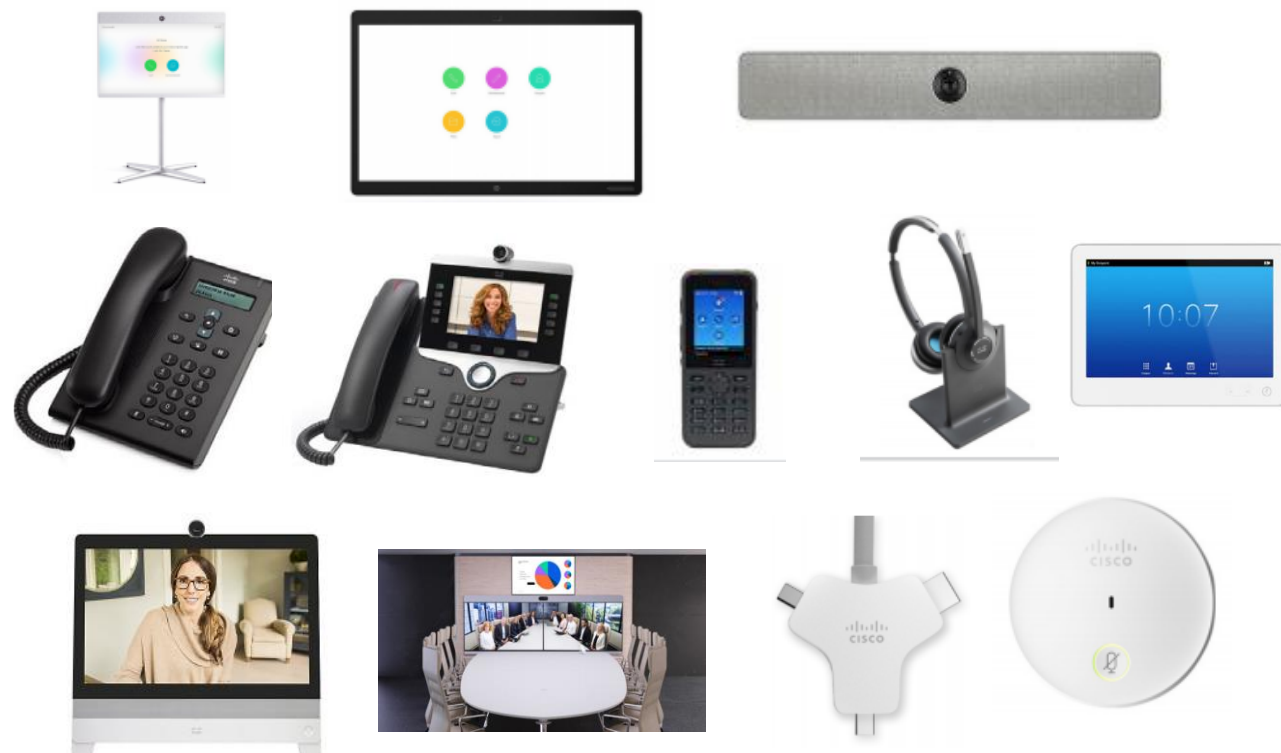
- ◆ 统一通信硬件设备厂商围绕企业客户需求扩充产品矩阵，一方面可扎根于原始积累的音视频技术，另一方面可提高现有渠道和品牌力的复用度，提高产品附加值。例如，北美统一通信平台商领先者Ringcentral起步提供基础语音能力为主，后续通过整合ZOOM提供VIDEO能力，推出开发者平台启动生态接口，后续又收购呼叫中心业务等，持续将产品品类扩充，扩大业务能力边界。亿联网络持续扩充产品矩阵，持续培养新增长曲线。

图 14：亿联网络从IP话机到视频会议系统到云办公终端再到智慧会议室解决方案



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 15：亿联网络从IP话机到视频会议系统到云办公终端再到智慧会议室解决方案



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

3、从提供单一品类向一体化完整解决方案演进

◆ 客户需求向一体化解决方案方向演进，企业通信厂商通过内生和外延扩充产品矩阵。例如，亿联网络在持续提升智能硬件产品竞争力的同时，持续构建大项目和“平台+智能硬件终端”解决方案的销售能力，所覆盖场景持续延伸，包括个人办公、中大小型会议室、高级员工办公区、日常办公区等，可满足客户的多样化需求，利于产品协同销售。公司推出的智慧会议室解决方案，融入了电子门牌、智能控制设备、智能视讯终端及协作触控平板、无线投屏协作系统等会议室配件，进一步推动解决方案向智能化和高效化升级。

图 16：亿联网络融合通信解决方案



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 17：亿联网络智慧会议室解决方案

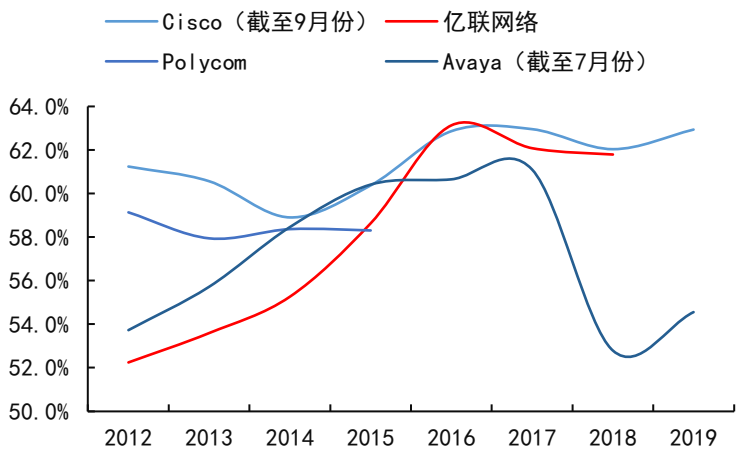


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

4、保持产品快速迭代维持高毛利率

◆ 统一通信设备厂商需要保持产品的快速迭代，不断修复上一代产品的缺陷，持续完善。通信产品每一代产品具备向下兼容性，通过产品结构优化和客户结构的持续优化，行业内头部企业可持续享受行业高毛利率。例如，亿联网络在产品端先后推出USB话机——T2系列——T3系列——T4系列——DECT系列——T5系列，产品持续迭代升级，功能逐步丰富，产品均价不降反升。根据2019年公告数据，亿联网络的T2/T4/T5系列/DECT话机平均单价231元/台、554元/台、817元/台和432元/台。

图 18：企业通信行业厂商的毛利率均位于较高水平



资料来源：彭博、国信证券经济研究所分析师归纳整理

表 10：亿联网络SIP话机产品持续升级

发布时间	产品版本名称	业务演变	新增功能	实现的技术
2003年	USB话机	Skype的第一家USB话机合作厂商		
2008年	T2系列	适用全球VoIP市场	企业通话功能	百兆技术
2011年	T3系列	彩屏体验	彩屏	千兆技术
2011年	VP系列	企业高端及行业市场	视频通话	视频技术
2013年	T4系列	企业高端市场	有线、无线双选择	蓝牙、Wifi技术
2013年	DECT系列	满足移动场景需求	无线升级	无线通话
2018年	T5系列	企业高端市场，与微软Teams系统	企业协作功能	免提麦克风、隔音罩技术等

资料来源：公司招股书，公司官网，国信证券经济研究所整理

5、建立渠道触达更多应用场景与销售区域，构建生态合作

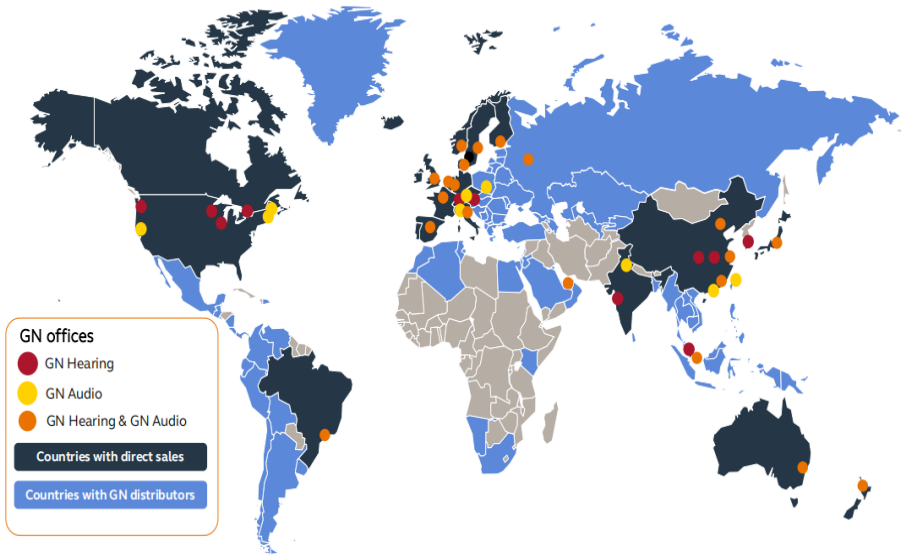
◆ 应用领域碎片化和企业客户较多，依赖统一通信产业公司建立渠道来触达更多应用场景与销售区域。以亿联网络为例，公司建立起覆盖全球100多个国家的分销体系，稳定的经销商数量超过80家，且大部分经销商与公司合作关系达10年以上；公司与微软在技术和市场上深度合作，微软开发平台，亿联开发终端，平台与终端之间通过通信协议实现互联互通，共同协作实现系统功能。产品开发完成后共同举办新品发布会及其他市场宣传活动，双方分别将各自的产品销售给经销商。海外厂商Jabra和缤特力的业务销售模式直销和经销并行，业务网络遍及全球各地。

图 19：亿联网络的渠道、生态体系是其核心竞争力



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 20：Jabra2019年的销售渠道情况



资料来源：GN公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

四、数据库与资料来源

- ◆ 平台商用户数及使用时长：腾讯会议DAU和日均使用时长、微软Teams月活跃用户数、Zoom企业用户数
- ◆ 平台商业务收入：Zoom财报、微软财报
- ◆ 国产硬件终端出货数据：海关出口数据
- ◆ 全球会议解决方案行业数据、企业统一通信行业数据：Gartner、IDC、Frost
- ◆ sip话机行业数据、视频会议行业数据：Frost&Sullivan

◆ 结合当前产业发展阶段、行业成长确定性、估值水平及公司竞争力，我们建议关注：亿联网络。

表 11：重点公司盈利预测及估值（截至2022年7月25日）

代码	简称	评级	EPS（元）			PE			PB	总市值 （亿元）
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E		
300628.SZ	亿联网络	买入	1.79	2.36	3.06	42.12	32.00	24.67	9.98	680.70

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

- 一、欧美地区经济衰退导致市场需求不及预期；
- 二、市场竞争加剧；
- 三、原材料涨价、芯片短缺等上游供应风险；
- 四、疫情反复等外部环境变化风险。

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032