

经营拐点已现，云办公龙头有望迎“戴维斯双击”

2024年04月13日

► **公司是全球企业通信筑路者。**作为全球知名的企业通信与协作解决方案提供商，其主营企业通信终端产品。公司成立于2001年，2017年以来公司的产品SIP话机始终保持着全球市场占有率第一，2015年后公司逐步从音频通讯转向视频通信，构建VCS高清视频会议系统，开始构建基于VCS、软件终端及云服务平台的统一通信生态链。目前收入结构中，话机占比最大，视频会议和云办公终端占比提升；欧美地区占比超近80%。

► **产品与渠道共振，铸造高利润壁垒。**行业共性：音视频技术铸造技术护城河，产品高迭代维持高毛利率；公司优势：国内外协加工稳定+海外渠道完善，产品给渠道让利空间较大，得益于人力、供应链优势，公司价格比同行业对手低约20%-40%。

► **短期，各产品线经营状况好转，24Q1归母净利润实现超30%增长。**上市以来公司业绩增速一直处于高成长区间，23年因海外宏观经济承压且处于经销商去库存压力中。目前经销商整体库存量已回归至健康合理水平，同时下游需求恢复增长，三条产品线均得到较好回复，其中会议产品、云办公终端增长较为明显，二三曲线竞争力持续提升；23年耳麦产品重新优化后，销售环比提升，有望在24年发力。23年逐季度处于修复态势，23Q1-Q4公司归母净利润分别同比-13%/-7%/-9%/+3.2%。24Q1净利润预计实现32%-37%增长，向好趋势延续。

► **中长期，视频会议和云办公接力成长；微软云办公产品不断升级，公司绑定Teams有望受益。**受益混合办公需求高增，视频会议+云办公终端业务占比逐渐提升。会议产品受企业用户采购周期影响短期承压，仍是公司当下增长确定性和贡献度最强的业务线，伴随行业需求恢复未来有望重回高增；微软推出AI PC，将AI助手Copilot功能集成入全产品线，有望进一步提升Teams市占率，公司作为Teams稀缺生态合作商有望受益。混合办公趋势下对商务耳麦需求更强，凭借SIP话机音频技术和渠道的高度复用，新品类商务耳机业务后发优势明显，风险逐步出清，有望复现SIP话机在海外的成功。长期，前瞻布局助听器等新产品打开第四成长曲线：有望凭借积累深厚的音频技术+已有医疗行业客户渠道+极致产品打造能力开拓全新市场。

► **投资建议：**公司22年起因为国际关系、海外宏观经济、话机业务渗透率较高等因素，估值持续中枢持续下移，目前公司估值处于历史低位。我们看到23年公司业绩逐季修复，补库和下游需求高景气，24年业绩压制因素有望逐步解除，叠加绑定Teams有望带动会议等产品销售。我们预计公司24-25年可实现归母净利润26.56亿元、35.07亿元，对应PE为14x/11x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**全球宏观经济下行风险；汇率持续波动风险；新产品拓展不及预期风险；混合办公进展不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,811	4,362	5,803	7,514
增长率 (%)	30.6	-9.3	33.0	29.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,178	2,025	2,656	3,507
增长率 (%)	34.7	-7.0	31.1	32.1
每股收益 (元)	1.72	1.60	2.10	2.78
PE	18	19	14	11
PB	4.9	4.8	4.3	3.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2024年4月12日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

30.33元



分析师 马天诣

执业证书: S0100521100003

邮箱: matianyi@mszq.com

研究助理 范宇

执业证书: S0100123020004

邮箱: fanyu@mszq.com

相关研究

1. 亿联网络 (300628.SZ) 2023 年业绩预告点评: 产品持续升级, 静待海外需求回暖带来业绩修复-2024/01/15

2. 亿联网络 (300628.SZ) 2023 年三季报点评: Q3 营收同比降幅缩减, 业绩持续修复可期-2023/10/26

3. 亿联网络 (300628.SZ) 2023 年半年度业绩预告点评: 业绩同比降幅缩减, 控股股东增持强化发展信心-2023/07/19

4. 亿联网络 (300628.SZ) 2022 年年报和 2023 年一季报点评: 22 年业绩稳增, 23Q1 短期压力有望逐步释放-2023/04/24

5. 亿联网络 (300628.SZ) 2022 年业绩预告点评: 产品研发与市场拓展并重, 核心竞争力进一步夯实-2023/01/14

目录

1 亿联网络：企业通信龙头再起航	3
1.1 全球企业通信龙头，云办公筑路者	3
1.2 估值已至历史地位，多重预期差逐步显现	5
2 产品与渠道共振，铸造高利润壁垒	6
2.1 行业共性：音视频技术铸造技术护城河，产品高迭代维持高毛利率	6
2.2 公司优势：国内外协加工稳定+海外渠道完善，渠道利润空间较大	7
3 会议产品：第二曲线，绑定 Teams 受益于 AI 赋能	10
4 云办公产品：第三曲线，复用技术/渠道/生产发展专业耳机	14
4.1 商务耳麦：乘个人办公之风，复用会议产品资源有望于 24 年发力	14
4.2 助听器：医疗客户资源充足，积极布局有望成为第四曲线	15
5 盈利预测与投资建议	17
5.1 盈利预测假设与业务拆分	17
5.2 估值分析	18
5.3 投资建议	18
6 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

1 亿联网络：企业通信龙头再起航

1.1 全球企业通信龙头，云办公筑路者

公司是全球企业通信龙头。作为全球知名的企业通信与协作解决方案提供商，其主营产品企业通信终端产品，其所在领域——**企业统一通信解决的核心问题**：打通终端间的信息隔阂，各通信终端与 PC 相连进行通信和数据的传输，提高线上协同办公效率。

发展历史：紧跟客户需求拓展产品线，完善解决方案，复用技术/渠道/品牌力，成为多领域 TOP 1。公司成立于 2001 年，成立之初做通信交换机设备起家，初步建立了自主品牌。在 2005 年成为世界 top1 的 USB 话机供应商，同年发展 SIP 话机，根据 Frost & Sullivan 的数据，2017 年以来公司的产品 SIP 话机始终保持着全球市场占有率第一的位置，2021 年市占率为 38.2%；2015 年后公司逐步从音频通讯转向视频通信，构建 VCS 高清视频会议系统，开始构建基于 VCS、软件终端及云服务平台的统一通信生态链。

图1：亿联网络业务发展阶段

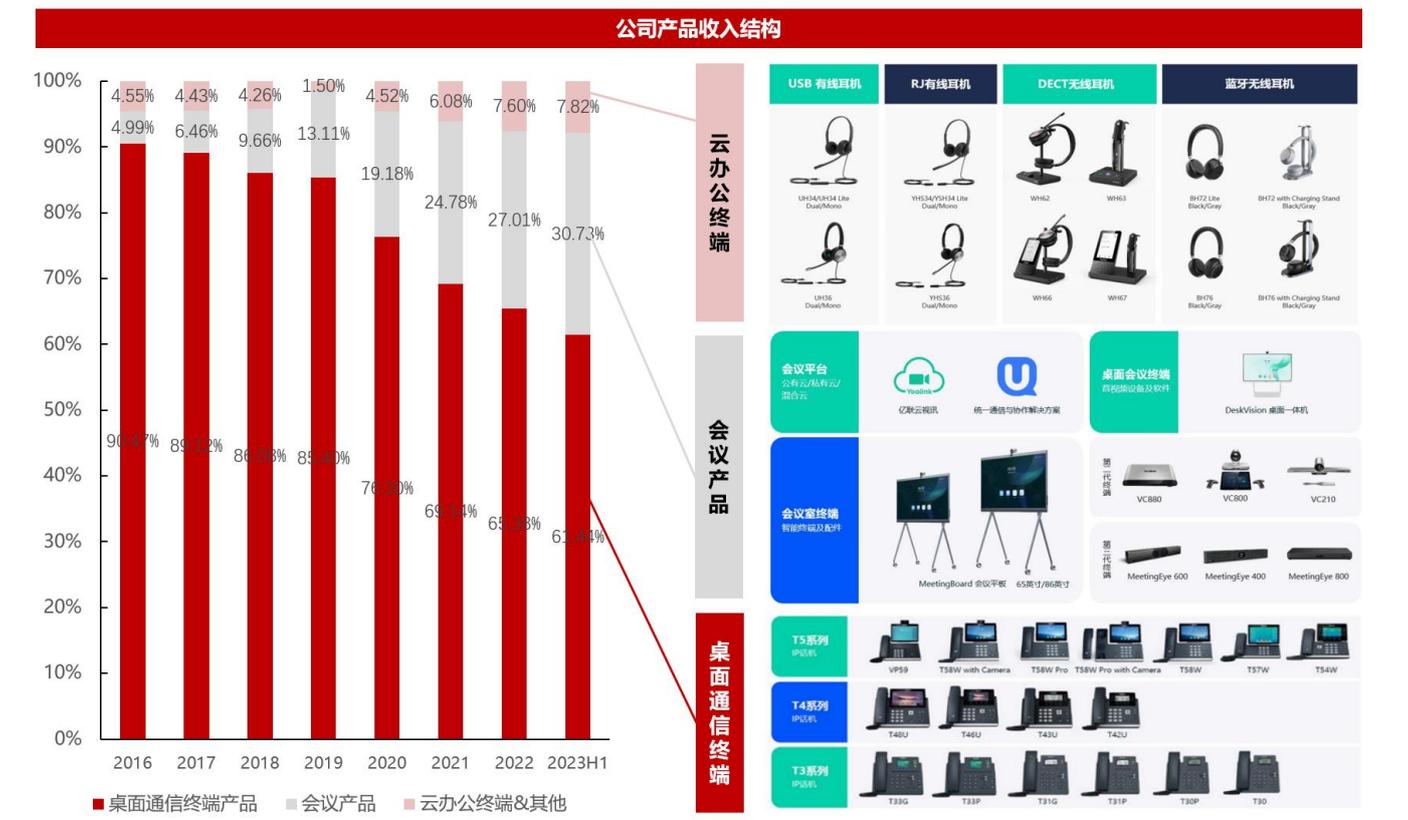


资料来源：亿联网络年报，民生证券研究院

业务结构：按产品收入看，话机仍占比最大，视频会议和云办公终端占比提升；欧美地区占比超近 80%。公司不断丰富产品矩阵(IP 话机→视频会议→商务耳机)，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**，三条产品线中，占比最大的业务依然是 SIP 话机为主的桌面通信终端(22 年已降至 65%)，二是会议通信终端(22 年占比 27%)主要是指从云平台、软端到智能硬件终端深度融合的一站式整体解决方案，三是云办公终端(22 年占比 8%)，主要含商务耳麦等产品。

按地区收入结构看，欧美地区常年占绝对收入大头，23H1 欧美地区占比近 82.9%。主要因为从需求来看，全球统一通信市场需求主要来自于欧美地区，由于国内中小企业付费意识不足、文化差异导致的使用习惯、上云企业较少等原因，国内云通讯市场发展相对滞后。

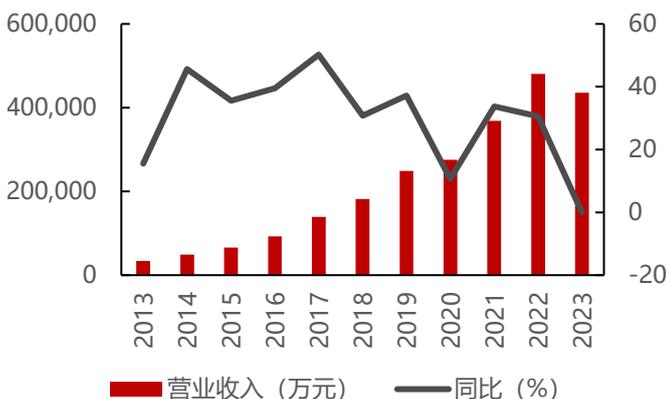
图2：公司主营业务及产品收入结构



资料来源：亿联网络年报，民生证券研究院

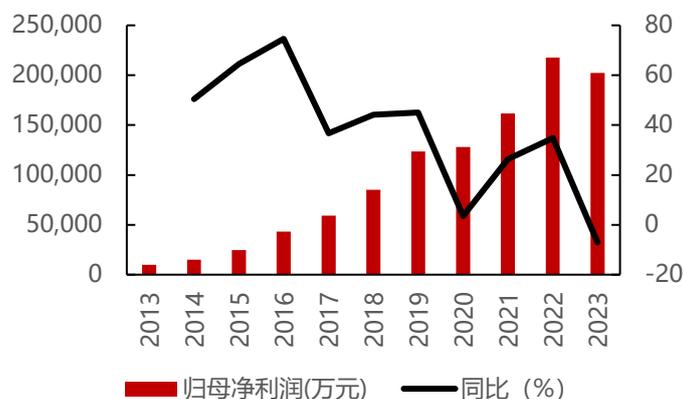
业绩增速一直处于高成长区间，23 年因宏观环境承压。除去 2020 年公司下游需求受到负面因素影响，营收和归母净利润增速小于 20%，2014-2022 年两者增速均大于 20%，总体上公司处于快速增长和扩张业务的阶段。2023 年公司营收同比下降 9.40%，为近十年首次出现负增长，据公司业绩快报，业绩承压主要受海外大环境影响，行业需求面临一定压力，但从分季度来看仍处于修复趋势。23 年逐季度处于修复态势，23Q1-Q4 公司归母净利润分别同比 -13%/-7%/-9%/+3%。

图3：2013-2023 年营业收入



资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：2013-2023 年归母净利润



资料来源：iFind，民生证券研究院

1.2 估值已至历史地位，多重预期差逐步显现

20年之前，公司股价的超额收益主要来自于业绩增长的持续稳定性，估值波动主要由于VCS作为第二曲线的顺利接力以及中美贸易摩擦负面预期解除。19年中美贸易摩擦升级，2019年5月5日美国单方面宣布自5月10日起，对从中国进口的2000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%，并进一步威胁将就约3000亿美元中国商品加征25%关税。彼时市场普遍预期为了规避美国关税，公司或将工厂转移至美国，生产成本或大幅提高。但最终公司产品未被列入关税名单，转产预期随之消散。

20-21年，海外需求承压，公司20Q2营收同比下降14%，归母净利润同比下降19%，市场对公司全年业绩较为悲观。但20年Q3以来，公司积极转型云办公，推出耳机、便携式免提会议电话等个人远程办公产品，使得业绩修复超预期。云办公产品符合混合办公场景需求，公司估值不断上行，21年PE达到历史最高点。

22-23年，23年初随AI行情催化云视频行业估值重估，公司绑定AI龙头微软股价抬升；但由于整体宏观经济影响，海外需求不及预期，23年整体业绩承压，估值中枢持续下移，现已至历史最低位附近。

24年，业绩压制因素有望逐步解除：欧美经济复苏拉动企业需求；公司库存出清将尽，叠加AI办公新逻辑有望刺激会议产品实现新一轮高成长。

图5：亿联网络股价复盘



资料来源：ifind，民生证券研究院整理

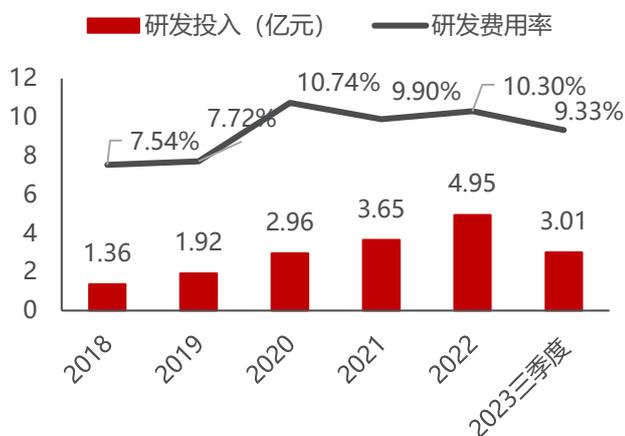
2 产品与渠道共振，铸造高利润壁垒

2.1 行业共性：音视频技术铸造技术护城河，产品高迭代维持高毛利率

公司所处行业研发壁垒很高，且通过产品高迭代维持高毛利率。公司研发人员常年约占总人数的 50%，23 年前三季度费用率达 9.3%，公司是该领域国内投入最大的企业之一。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，公司在产品端先后推出 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，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。产品高端化优化结构将带动毛利率提升。

图6：2018-2023Q3 年公司研发支出及占比



资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：2017-2022 年公司研发人员数量及占比



资料来源：ifind，民生证券研究院

云视频核心技术难点在会议级音频传输，公司在 SIP 端音频处理能力有 20 余年行业积累。会议级别的音频编解码、回音消除、噪声消除、长距离拾音处理等基础音频处理技术是难点，同时，公司凭借底层音频基础算法的研究，避免了公司对上游主芯片厂商的依赖，无需主芯片厂商提供配套处理方案即可实现音频处理，体现了公司技术的核心竞争力，获得泰尔实验室首张音频证书。

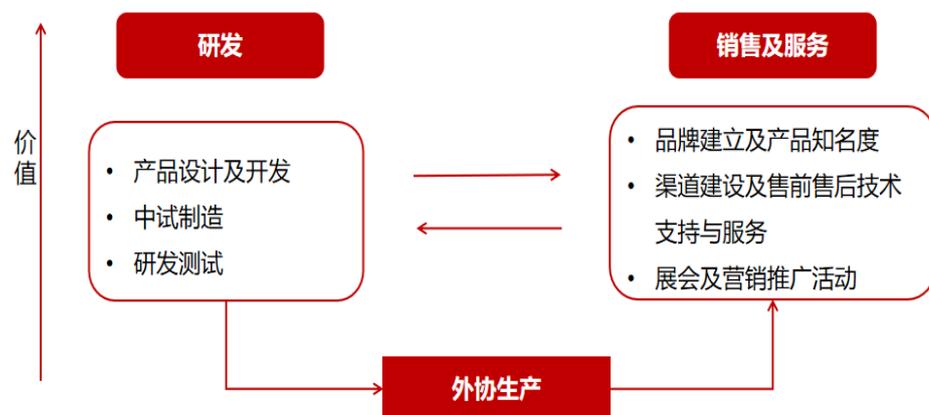
表1：公司部分音频相关专利

序号	申请号/专利号	发明名称	申请日
1	一种语音晚期混响抑制方法及系统	202010016846X	2020/1/8
2	基于局部注意力机制的语音增强方法、装置及介质	2020101174985	2020/2/25
3	无线通信设备、语音数据处理方法及装置	2020103378173	2020/4/26
4	一种生成混响语音数据的方法和系统	202010016814X	2020/1/8
5	一种优化音视频体验的会议装置、系统及其运行方法	2020107078464	2020/7/21
6	基于 IP 的语音传输方法、装置、电子设备及存储介质	2020112823128	2020/11/16
7	音频设备级联自修复系统及自修复方法	2022103122077	2022/3/28

资料来源：中国专利网，民生证券研究院

2.2 公司优势：国内外协加工稳定+海外渠道完善，渠道利润空间较大

外协加工模式行业领先，委外生产保质降本。公司主要经营模式为将生产部外包，委托给外协加工厂，并采取高效的销售人员深入一线、经销商密切配合的模式开拓全球市场，将目标客户定位于数量众多的中小企业客户，并逐渐向大型、高端客户延伸。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低于 0.3%。

图8：公司产品自主设计、生产外协合作模式（品牌厂）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司 2017-2019H1 外协加工成本占营业总成本的比例约为 14%，占比较低，此外核心外协厂商与公司保持了近五年的合作关系，双方信任度极高，极大地减少了沟通成本、提升了效率。

表2：公司主要代工厂商列表

序号	名称	采购内容	2017年(万元)	2018年(万元)
1	厦门华联电子科技有限公司	加工服务	3018.79	4158.79
2	南靖万利达科技有限公司、漳州万利达科技有限公司	加工服务	1632.87	2829.09
3	厦门市威思朗光电科技有限公司	加工服务	1711.51	2670.66
4	厦门市上进电子科技有限公司	加工服务	1349.99	43.95
	小计		7713.15	9702.50

资料来源：公司公告，民生证券研究院

统一通信市场更多面向企业级用户，下游分散。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连接而成的路径，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。

公司通过 6-8 年左右的时间在全球建立完善的渠道分销管理体系，很多渠道商都是公司一起成长，合作关系稳固，2021 年国外已有 80-90 多家一级经销商，由它们对接二级经销商，二级经销商再对接系统集成商，并最终由系统集成商卖产品给终端客户，系统集成商主要是帮客户做服务端的系统，即系统端和终端的配套。公司会每个季度提前为全球经销商进行配货，并对分销商接下来的货物需求进行精细化的生产管理。公司于国外的前十大经销商合作年限平均超过 8 年以上；其中不乏 Scan Source、Nycomm Limited、Verizon 等大型经销商。

表3：公司主要经销商列表

序号	经销商名称	2019年实现销售额	合作起始年份
1	Nycomm Limited	1.3 亿英镑	2009
2	NETXUSA Inc.	超过 1 亿美元	2011
3	American Technologies, LLC	约 6000 万美元	2010
4	TeleDynamics	约 1 亿美元	2013
5	Jenne, Inc	近 6.5 亿美元	2013
6	ALLNET GMBH Computersysteme	约 1.2 亿美元	2008
7	ScanSource Inc.	约 38 亿美元	2017
8	Lydis B.V.	约 2000 万欧元	2013
9	IPMATIKA, LLC	约 1900 万美元	2008
10	Verizon Communications Inc.	1318.68 亿美元	2016

资料来源：公司公告，民生证券研究院

为了应对日益严峻的地缘政治问题，公司在新加坡新建立了分公司，希望充分利用包括新加坡在内的东南亚地区的地理位置、贸易环境、投资环境、人才资源及 ICT（信息和通信技术）基础设施等优势，进一步推动全球业务的发展，有利于提升公司整体竞争力，符合公司中长期发展战略规划。

公司通过良好的综合治理、稳定的外协加工模式、完善的全球经销商渠道体系搭建有效地降低了成本。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（预计下半年渠道

上量), 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。

3 会议产品：第二曲线，绑定 Teams 受益于 AI 赋能

平台化发展趋势下，生态融合能力是竞争力关键。一家厂商独立开发所有模块难度大，所以平台商通过内生、外延、战略合作方式来集成各个功能模块。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4：各类统一通信及协作平台商的发展路径

公司	领域	优势	介绍
Cisco	硬件+云+端	全球专化网络	Cisco 于 2007 年收购 Webex，而后在全球各地地区建立 50 个数据中心，专注 MCU，适用于对网络稳定性要求更高的大型企业
Poly	硬件	视频会议产品线起步早	会议视频产品龙头，近年经营受阻，和缤特力合并后协同效应不明显
Zoom	云	抓住云会议发展浪潮	创始人 webex 出身，但与偏向 MCU 的 Webex 定位不同，它抓住中小企业云会议平台的需求，并得利于混合办公需求
Teams	云	和办公端紧密结合	作为后起之秀日活增长迅速，适配 Office 365 系列产品，内置 Copilot AI 助手，契合智能办公

资料来源：公司公告，民生证券研究院

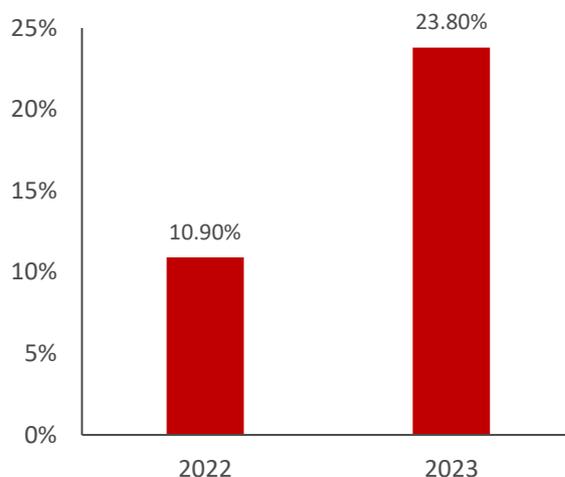
Teams 为微软内嵌于 Office365 商业办公软件的视频会议应用，近年来凭借能和 office 协同办公等优势，活跃用户数持续创新高，据 2024 财年第一季度财报，Microsoft Teams 月活用户已突破 3.2 亿、占 Microsoft 365 月活跃用户总数的 80%。2023 年 2 月微软推出了由 ChatGPT 提供技术支持的 Teams 高级版——Microsoft Teams Premium，正式打响了 ChatGPT 产品落地的第一枪；24 年 3 月，微软首推 Surface Pro 10 商务版和 Surface Laptop 6 商务版，正式入场 AI PC。硬件上，两款 AI PC 均搭载了英特尔酷睿 Ultra 处理器、为生成式 AI 设计的 NPU 和 Copilot 键。并且这些 AI 能力都已经集成在 Windows 中了，通过 Copilot 与用户交互，不需要下载任何三方软件。借 AI PC 的普及和 AI 助手 Copilot 多元化功能，有望提升综合竞争力，提升会议市场份额并拉高 ARPU。

图9：统一通信领域微软排名领先



资料来源：Gartner，民生证券研究院

图10：MS Teams 在会议视频软件市场市占率提升



资料来源：all-waveav, techreport, 民生证券研究院

历经多年，公司成为全球唯一获 Teams、Zoom、腾讯会议三家认证的**企业**。2015 年公司话机即通过微软旗下 Skype for Business 认证；随后不断微软、腾讯、Zoom 推出升级的话机、会议产品，获得多家巨头的认证。亿联和宝利通是唯二两家全线导入微软 Teams 的企业。

图11：亿联网络和国际巨头合作历程



资料来源：亿联网络年报，民生证券研究院整理

表5：亿联和宝利通是唯一两家全线导入微软 Teams 的企业

类型	合作厂商
桌面电话机	Audiocodes、Crestron、Poly、Yealink
会议室系统	Crestron、Lenovo、Logitech、Neat、Poly、Yamaha、Yealink
耳机	Boss、Epos、Jabra、Logitech、Poly、Yealink
扬声器	Epos、Jabra、Poly、Yealink
摄像头	Audiocodes、Aver、Huddly、Jabra、Lenovo、Logitech、Poly、Yealink

资料来源：微软官网，民生证券研究院

与微软等巨头合作不断推进，AI 云办公趋势有望赋能产品升级。23 年 6 月，公司携新品亮相美国 InfoComm 2023 展会，产品矩阵进一步丰富。亿联网络携众多备受关注的新品如 MVC 三代、MeetingBoard65 双屏等参展，展示了公司为微软和 Zoom 提供的最新解决方案。23 年 7 月 19 日，公司携手微软推出全球首款 AI 全景视讯产品 Smart Vision 60，该产品由公司先发两年和微软合作研发，可识别演讲人形成智能总结，提供每个参会者独立的视频画面和视觉识别，未来将集成 Microsoft 365 Copilot 能力。微软首席合作伙伴官 Nicole Dezen 以及微软 DPS 团队全球副总裁 Mark Linton 在 Inspire 大会力推该产品。随着 AI 赋能，Teams 智能化水平进一步提升，公司终端产品持续协助微软系统端功能落地，借助 Teams 打入高端产品，有望进一步提升在微软的份额。

图12：亿联网络竞争对手



资料来源：各公司官网，民生证券研究院整理

国内整体云+端公司规模相对较小，公司在该领域的主要竞争对手为小鱼易连、中创视讯和全时，小鱼易连、中创视讯都是布局了云+端的厂商，团队来自 Polycom，全时是中国最早的 SaaS 公司，从电话会议切入云视频。

会畅通讯、苏州科达、华为相关业务和亿联网络 VCS 业务有一定差异和联系：会畅通讯作为 zoom 国内代理商，目前主研方向为 AIGC 与云会议结合；苏州科达聚焦公检法业务，会议方面以传统 MCU 专网为主；华为政府业务较多，在国内

会议终端占比最大，同时经营 MCU 专网业务和云会议业务。

公司和国内主流平台关系紧密。相比以上的竞争对手，公司具有起步较早、专注于云会议系统、和腾讯会议等主流会议平台关系较好，有合作产品等优势。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。同时，亿联携手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。

4 云办公产品：第三曲线，复用技术/渠道/生产发展 专业耳机

4.1 商务耳麦：乘个人办公之风，复用会议产品资源有望于 24 年发力

商务耳麦认证和可靠性是产品核心。相较于消费型耳麦，商务耳麦兼具企业用户与个人用户的双重属性，更关注双向沟通质量的保证及与统一通信平台的适配性。商务耳麦能够通过不同平台的认证极其重要，研发重点更侧重于在保障拾音质量、麦克风智能降噪、长时间使用的可靠性及平台认证等方面的投入。

主要适用于个人办公场景，市场仍处于发展期。随着企业通过公司网络并使用 PC、笔记本电脑和移动电话等多种企业设备推出软件电话、音频、视频和网络会议等应用程序的产品，语音质量变得越来越重要。商务耳麦在统一通信领域的作用至关重要，不仅可以提高语音质量，还可以在多个统一通信应用程序和设备之间实现语音标准化。2022 年全球商务耳机市场规模大约为 11.87 亿美元，预计 2029 年达到 24.57 亿美元，2023-2029 期间年复合增长率（CAGR）为 11.0%。

双寡头稳固格局变动，国内品牌迎来机遇。目前商务耳机市场基本被寡头垄断，缤特力、大北欧集团长期占据主要份额，国内商务耳机品牌有很大的增长空间。2020 年时 Poly（原 Plantronics）及 Jabra 占据了市场大约 80% 以上的份额。缤特力于 2018 年第三季度完成对宝利通的收购，并于 2019 年更名为 Poly 博诣。原先预想的渠道整合和统一通信平台合并带来的优势在收购后并未发生，Poly 博诣经营不善使得长期的双寡头格局出现裂痕。

公司发展商务耳机基因匹配。该产品线可高度复用公司在已有业务线上积累的技术及渠道优势。2021 年，公司 UH3X 系列有线耳机及主打一体化语音工作站的 WH6X 系列无线耳机广受用户青睐，销量快速提升，助力了云办公终端业务的快速增长；2022 年，公司进一步推出 BH7X 系列商务蓝牙耳机，发力高端音频市场，从大类别上已形成完整的商务耳麦产品线。2023 年，公司蓝牙耳机重新调整了产品定位，回归企业用户对音视频高质量性能的本质需求，推出新品 BH76 蓝牙耳机，目前蓝牙耳机新品已投放市场，验证周期相对较长，当前客户反馈较为正向。若市场竞争力和认可度较高，24 年蓝牙耳机可能会重新放量。

图13：亿联网络商务耳麦产品矩阵

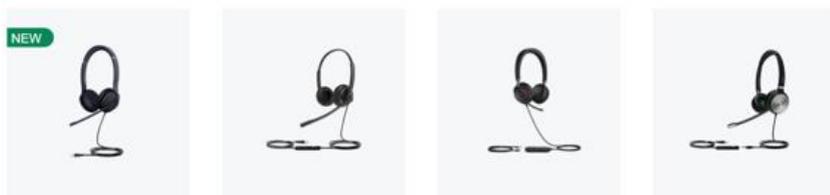
蓝牙耳机



BH76
高级蓝牙无线耳机

BH72
经典蓝牙无线耳机

USB耳机



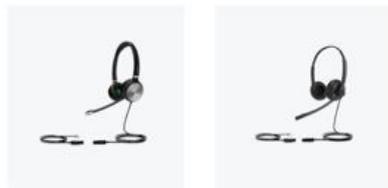
UH37
亿联专业级USB有线耳机

UH34/UH34 Lite
USB有线耳机

UH38
亿联高级USB有线耳机

UH36
USB有线耳机

话务耳机



亿联YHS36
亿联YHS36/QD转RJ45有线头戴式话务耳机

YHS34/YHS34 Lite
亿联YHS34有线头戴式专业级话务耳机

资料来源：亿联网络官网、民生证券研究院

4.2 助听器：医疗客户资源充足，积极布局有望成为第四曲线

助听器是一个小型扩音器，把原本听不到的声音加以扩大，再利用听障者的残余听力，使声音能送到大脑听觉中枢而感觉到声音。据 EuroTrak 数据显示，2018年大部分欧洲国家助听器产品的渗透率超过 20%，其中英国、法国等地均超过了 40%；日本地区的助听器产品渗透率也达到了 14.4%，而中国助听器产品的渗透率不超过 5%。2023 年，我国助听器市场规模达 71.32 亿元，同比增长 9.82%，但目前中国助听器的市场份额 90%以上被以瑞声达、峰力、西嘉、奥迪康、唯听等国外大品牌占据。

图14：中国助听器市场规模



资料来源：观知海内咨询、民生证券研究院

公司积极布局助听器业务作为第四增长曲线。公司作为音视频领域的行业龙头，多年来深耕声学领域，有良好的技术储备。公司在助听器产品的研发上具有长时间的技术积累，产品质量有望得到保障。此外，公司与医疗机构密切合作，和多家卫生医疗机构共建远程医疗系统，未来有望借与医疗机构的合作来测试改进助听器产品。

图15：亿联网络合作医疗机构



资料来源：亿联网络官网，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主营业务分为桌面通信终端、会议产品和云办公终端，各大业务之下又有细分，我们核心假设如下：

1) 桌面通信终端业务：主要包括主要产品包括 SIP 话机、DECT 话机和 Teams 话机等。2023 全年相对之前下滑较多，主要系去库存周期叠加部分行业需求受混合办公趋势影响有所转移所致。目前，库存水平趋于良性可控，经销商处于逐渐恢复信心并逐步开始增补库存的阶段，有望得到修复。随着公司不断升级话机产品，单价和毛利率有望提升。综上，我们预计 23-25 年公司桌面通信终端业务营收增速分别为-17%、17%、16%。我们预计 23-25 年公司桌面通信终端毛利率分别为 65.7%、66.1%、66.7%。

2) 会议产品：主要包括为云平台软端到智能硬件终端深度融合的一站式整体解决方案下，2023 年全年实现相对稳健的增长，从下半年的同、环比来看，已达到去库存结束、恢复相对较快增长的状态。这主要得益于公司持续打造全场景解决方案，以及快速的市场需求响应能力和高水准的研发创新能力，预计未来也将继续保持较为充足的成长动能。公司多年来和微软 Teams 保持长期稳定合作，和 Zoom 也推出了合作产品，公司产品全线导入微软 Teams。近年来 Teams 借 AI PC 的普及和 AI 助手 Copilot 多元化功能，实现与 AI 深度结合的云办公服务，有望进一步提升 Teams 市占率。目前公司已经推出了众多适配 Teams 的富有竞争力的产品，23 年 11 月 16 日，公司携众多备受关注的新品如 MVC S90、MVC S60、MeetingBoard 65、DeskVision A24 等亮相微软 Ignite 2023 年度大会。未来会议产品营收有望得到快速发展。综上，我们预计 23-25 年公司会议产品营收增速分别为 11%、55%、43%。我们预计 23-25 年公司会议产品毛利率分别为 65.0%、66.0%、67.0%。

3) 云办公终端和其他：主要包括商务耳麦、便携式会议电话和个人移动办公摄像头等，全年同比有所下滑，上半年主要受到新品推进节奏与验证周期的影响，但从下半年的同、环比来看，目前已回归至有一定的增长状态，公司蓝牙耳机新品已于 2023 年 8 月正式投放市场，目前总体反馈较为正面，蓝牙商务耳机 BH76 获当代好设计最高奖金奖。2024 年云办公终端产品线有望重返高增长轨道。国内助听器市场辽阔，目前公司第四增长曲线助听器业务也处于积极布局当中。综上，我们预计 23-25 年云办公终端业务营收增速分别为-21%、71%、55%，我们预计 23-25 年云办公终端业务毛利率分别为 53.0%、53.0%、52.0%。

表6: 营业收入拆分及预测

单位: 亿元	2022	2023E	2024E	2025E
桌面通信终端	31	26	31	35
YoY	23.5%	-16.5%	16.8%	15.5%
毛利率	63.8%	65.7%	66.1%	66.7%
会议产品	13	14	22	32
YoY	42.3%	11.0%	55.0%	43.0%
毛利率	64.7%	65.0%	66.0%	67.0%
云办公终端	4	3	5	8
YoY	63.4%	-20.5%	70.9%	55.3%
毛利率	51.4%	53.0%	53.0%	52.0%
总收入	48	44	58	75
YoY	30.6%	-9.3%	33.0%	29.5%
毛利率	63.0%	64.6%	64.9%	65.3%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

根据公司的历史费用水平, 公司总体费用保持相对稳定。由于 2023 年行业需求面对一定压力而且面临出库存周期, 所以我们认为 2023 年的销售费用率和管理费用率会稍高, 2024 年和 2025 年恢复先前的状态。22-23 年研发耳麦产品投入较大, 目前已有产品推出, 预计研发费用率未来稍有回落。

表7: 费用率预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率	5.3%	5.6%	5.3%	5.2%
管理费用率	2.3%	2.6%	2.3%	2.1%
研发费用率	10.3%	9.5%	8.8%	8.6%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

5.2 估值分析

我们采用 PE 可比公司估值法, 结合公司主营业务, 由于国内业务完全可比的上市公司相对较少, 我们选取视源股份 (主营业务中包含视频会议大屏)、二六三 (提供云会议业务) 作为可比公司, 可比公司 24-25 年的 PE 均值为 28x/24x, 公司 24-25 年的 PE 为 14x/11x, 估值相对偏低。

表8: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002841	视源股份	31.99	2.96	1.95	2.62	3.23	20	24	12	10
300578	二六三	3.66	0.02	-0.18	0.09	0.09	215	/	42	39
	平均值		1.49	0.89	1.36	2.66	118	24	28	24
300628	亿联网络	30.33	1.72	1.60	2.10	2.78	25	19	14	11

资料来源: wind, 民生证券研究院预测, 可比公司预测数采用 wind 一致预期; 注: 股价时间为 2023 年 4 月 12 日

5.3 投资建议

公司 22 年起因为国际关系、海外宏观经济、话机业务渗透率较高等因素, 估值持续中枢持续下移, 目前公司估值处于历史低位。我们看到 23 年公司业绩逐季

修复,补库和下游需求高景气,24年业绩压制因素有望逐步解除,叠加绑定 Teams 有望带动会议等产品销售。我们预计公司 2024-2025 年可实现归母净利润 26.56、35.07 亿元,对应 PE 为 14 倍、11 倍,维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 全球宏观经济下行风险：存在全球宏观经济恢复不及预期、下游需求不及预期风险；

2) 汇率持续波动风险：公司收入主要来自于海外，存在汇率持续波动风险；

3) 新产品拓展不及预期风险：公司推出一系列耳麦和会议系统新产品，存在新产品拓展不及预期风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,811	4,362	5,803	7,514
营业成本	1,779	1,546	2,037	2,607
营业税金及附加	51	48	64	83
销售费用	256	244	308	391
管理费用	112	113	133	158
研发费用	496	406	511	646
EBIT	2,141	2,065	2,785	3,675
财务费用	-124	-35	-3	-9
资产减值损失	-3	-10	-12	-14
投资收益	142	118	116	150
营业利润	2,377	2,208	2,892	3,820
营业外收支	-1	1	1	1
利润总额	2,376	2,209	2,893	3,821
所得税	198	183	237	313
净利润	2,178	2,025	2,656	3,507
归属于母公司净利润	2,178	2,025	2,656	3,507
EBITDA	2,213	2,172	2,909	3,823

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	431	343	820	1,752
应收账款及票据	834	754	986	1,266
预付款项	4	3	4	5
存货	564	473	602	700
其他流动资产	5,174	5,182	5,186	5,189
流动资产合计	7,006	6,756	7,598	8,912
长期股权投资	145	145	145	145
固定资产	426	1,233	1,502	1,734
无形资产	274	273	271	269
非流动资产合计	1,601	1,868	2,149	2,275
资产合计	8,607	8,624	9,747	11,187
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	431	360	447	536
其他流动负债	272	238	284	329
流动负债合计	703	598	730	865
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	13	21	34	31
非流动负债合计	13	21	34	31
负债合计	715	619	764	896
股本	902	1,264	1,264	1,264
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	7,891	8,005	8,983	10,291
负债和股东权益合计	8,607	8,624	9,747	11,187

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	30.57	-9.32	33.02	29.50
EBIT 增长率	33.28	-3.57	34.86	31.97
净利润增长率	34.75	-6.99	31.11	32.08
盈利能力 (%)				
毛利率	63.01	64.56	64.89	65.30
净利润率	45.27	46.43	45.76	46.68
总资产收益率 ROA	25.30	23.49	27.24	31.35
净资产收益率 ROE	27.60	25.30	29.56	34.08
偿债能力				
流动比率	9.97	11.29	10.40	10.31
速动比率	9.08	10.41	9.50	9.43
现金比率	0.61	0.57	1.12	2.03
资产负债率 (%)	8.31	7.18	7.84	8.01
经营效率				
应收账款周转天数	63.28	62.50	62.00	61.50
存货周转天数	115.63	114.00	110.00	100.00
总资产周转率	0.61	0.51	0.63	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	1.72	1.60	2.10	2.78
每股净资产	6.24	6.33	7.11	8.14
每股经营现金流	1.68	1.64	1.92	2.58
每股股利	1.30	1.33	1.74	2.30
估值分析				
PE	18	19	14	11
PB	4.9	4.8	4.3	3.7
EV/EBITDA	17.18	17.51	13.07	9.95
股息收益率 (%)	4.29	4.38	5.74	7.58

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,178	2,025	2,656	3,507
折旧和摊销	72	107	125	148
营运资金变动	111	56	-245	-262
经营活动现金流	2,123	2,077	2,431	3,257
资本开支	-658	-358	-385	-267
投资	-712	0	0	0
投资活动现金流	-1,229	-232	-269	-117
股权募资	0	2	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-766	-1,932	-1,684	-2,209
现金净流量	251	-88	477	932

插图目录

图 1: 亿联网络业务发展阶段.....	3
图 2: 公司主营业务及产品收入结构.....	4
图 3: 2013-2023 年营业收入.....	4
图 4: 2013-2023 年归母净利润.....	4
图 5: 亿联网络股价复盘.....	5
图 6: 2018-2023Q3 年公司研发支出及占比.....	6
图 7: 2017-2022 年公司研发人员数量及占比.....	6
图 8: 公司产品自主设计、生产外协合作模式 (品牌厂)	7
图 9: 统一通信领域微软排名领先.....	11
图 10: MS Teams 在会议视频软件市场市占率提升.....	11
图 11: 亿联网络和国际巨头合作历程.....	11
图 12: 亿联网络竞争对手.....	12
图 13: 亿联网络商务耳麦产品矩阵.....	15
图 14: 中国助听器市场规模.....	16
图 15: 亿联网络合作医疗机构.....	16

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司部分音频相关专利.....	7
表 2: 公司主要代工厂商列表.....	8
表 3: 公司主要经销商列表.....	8
表 4: 各类统一通信及协作平台商的发展路径.....	10
表 5: 亿联和宝利通是唯一两家全线导入微软 Teams 的企业.....	12
表 6: 营业收入拆分及预测.....	18
表 7: 费用率预测.....	18
表 8: 可比公司 PE 数据对比.....	18
公司财务报表数据预测汇总.....	21

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。	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
	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026