

## 通信

2024年10月26日

# 亿联网络 (300628)

——被低估的统一通信赛道类核心资产

报告原因：调整投资评级

## 买入 (上调)

**市场数据：** 2024年10月25日

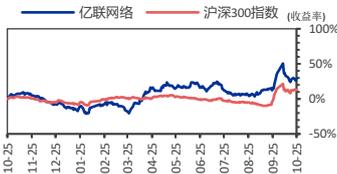
收盘价(元)	39.96
一年内最高/最低(元)	50.71/22.45
市净率	6.1
息率(分红/股价)	3.75
流通A股市值(百万元)	28,894
上证指数/深证成指	3,299.70/10,619.85

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2024年09月30日

每股净资产(元)	6.56
资产负债率%	9.00
总股本/流通A股(百万)	1,264/723
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 证券分析师

李国盛 A0230521080003  
ligs@swsresearch.com  
刘菁菁 A0230522080003  
liujj@swsresearch.com  
林起贤 A0230519060002  
linqx@swsresearch.com  
刘洋 A0230513050006  
liuyang2@swsresearch.com

### 研究支持

郝知雨 A0230123060003  
haozy@swsresearch.com

### 联系人

郝知雨  
(8621)23297818x  
haozy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 投资要点：

- **三大分歧解释。**1) 是否需要月度数据来跟踪公司的经营情况。通过“产品-方案-场景”三阶段发展，公司实际上不是需求驱动，还是较为稀缺的供给驱动；2) **偏高利润率的原因。**通过 ASP 与 BOM、费用率拆解论述，同行公司意外情况，对标公司的营销费用间接验证亿联网络转型解决方案和场景的必要性；3) **三大业务场景未来前景空间展望。**
- **亿联网络销售场景而非仅产品，商业模式优质，业绩稳定性相对较好。**商业模式三阶段发展提高粘性。1) 2012-2018 聚焦产品阶段，核心研发和海外渠道，细分爆品起步；2) 2019-2021 解决方案阶段，云办公方案发展、营销层次变化、组织结构更协同等；3) 2022年后全场景概念阶段，五大核心竞争力为产品、技术、渠道、供应链、管理体系。
- **偏高利润率的一大关键为 BOM 成本优势。**亿联网络的产品售价是世界级统一水平，成本 BOM 有国内供应链优势，费用有国内工程师红利；甚至对标公司的营销费用间接验证了亿联网络转型解决方案和场景的必要性。
- **更广阔视角下，类固收角度，亿联网络的分红回报率组合和历史 PB 分位数依然有优势。**
- **三条产品线，从桌面通信终端到智慧会议室再到云办公终端，分别满足了固定桌面办公、会议室办公、远程及移动办公三类场景的企业通信需求。**1) 基业（桌面通信终端）：存量市场，领先地位稳固（23年占比37.5%），争取市占率进一步提升。2) 第二曲线之一（会议产品）：至少还有超2倍空间，渗透率较低，市场份额提升空间大。以补齐场景需求为导向，竞争力来源于 UC 全能力沟通协作矩阵、合作伙伴生态系统、生成式 AI 功能等。3) 第二曲线之二（云办公终端）：市场预期60%空间，双寡头格局变动，亿联网络迎来机遇。发展初期，但已形成较完整产品矩阵，具有品牌、渠道、价格、技术等多方位优势。
- **海外超三成增长空间，子公司战略布局。**远程/混合办公等新常态激发企业通信需求，为应对潜在的外部环境影响，成立新加坡子公司，业务拓展+抗风险能力提升。
- **上调为“买入”评级。**上调盈利预测，预计24-26年公司实现营业收入53.18/66.11/82.35亿元（前次预测为52.79/64.34/78.00亿元），归母净利润25.15/31.30/38.80亿元（前次预测为24.31/29.43/35.49亿元），对应PE为20/16/13倍（可比公司市值加权平均PE为29/23/19倍）。可比公司2025年市值加权平均PE为23倍，亿联网络2025年PE为16倍，存在较大上涨空间，因此从“增持”评级上调至“买入”评级。
- **风险提示：**VCS/商务耳麦业务拓展不及预期的风险；视频会议行业增速放缓，市场竞争加剧的风险；新品销售不及预期的风险；汇率持续波动及外部突发事件风险。

### 财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4,348	4,110	5,318	6,611	8,235
同比增长率(%)	-9.6	27.5	22.3	24.3	24.6
归母净利润(百万元)	2,010	2,065	2,515	3,130	3,880
同比增长率(%)	-7.7	27.9	25.1	24.5	24.0
每股收益(元/股)	1.59	1.63	1.99	2.48	3.07
毛利率(%)	65.7	65.8	65.1	65.6	65.9
ROE(%)	24.7	24.9	26.7	28.3	29.7
市盈率	25		20	16	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

上调为“买入”评级。预计 24-26 年公司归母净利润分别 25.2/31.3/38.8 亿元，公司 24-26 年对应 PE 为 20X/16X/13X，低于可比公司 24-26 年 29X/23X/19X 的市值加权平均 PE。可比公司 2025 年市值加权平均 PE 为 23 倍，亿联网络 2025 年 PE 为 16 倍，存在较大上涨空间，因此从“增持”评级上调至“买入”评级。

### 关键假设点

预计公司桌面通信终端业务 24-26 年稳健增长，预计营收增速分别为 8.4%/8.3%/3.4%。预计公司会议产品业务 24-26 年较快增长，预计营收增速分别为 46.3%/43.1%/44.8%。预计公司云办公终端业务 24-26 年较快增长，预计营收增速分别为 23.3%/34.2%/26.6%。

主要板块毛利率假设：预计 24-26 年桌面通信终端业务毛利率分别为 65.6%/65.9%/66.2%，预计会议产品业务毛利率分别为 67.0%/67.4%/67.6%，预计云办公终端业务毛利率分别为 55.0%/55.7%/56.0%。

期间费用假设：预计 24-26 年公司销售费用率分别为 5.0%/4.9%/4.9%、管理费用率分别为 2.6%/2.5%/2.5%、研发费用率分别为 9.5%/9.4%/9.4%。

### 有别于大众的认识

**较多投资者倾向于以月度数据(尤其出口数据)作为研究亿联网络的主要研究方法，实际月度景气不能解释公司起落的原因，且略有滞后。**公司商业模式有较大优势，且两次偶然波折也可以解释。亿联主要是销售场景的 ICT 公司，“全场景覆盖”，且拥有被低估的渠道策略。通过“产品-方案-场景”三阶段发展，公司实际上不是需求驱动，是较为稀缺的供给驱动，作为商业模式较好的公司，有转嫁能力故业绩稳定性相对较好。

**部分投资者不清楚亿联网络较高利润率的原因。**我们认为公司高利润率有几大关键因素：1) 与国外产品类似的售价与产品技术能力；2) 渠道的乘法效应；3) BOM 成本优势。售价是世界级统一水平，成本 BOM 有国内供应链优势，费用有国内工程师红利。甚至对标公司的营销费用间接验证了亿联网络转型解决方案和场景的必要性，促成了较好的成长和财务特征。

### 股价表现的催化剂

视频会议需求激增；高端产品销量超预期；软件平台落地加快。

### 核心假设风险

VCS/商务耳麦业务拓展不及预期的风险；视频会议行业增速放缓，市场竞争加剧的风险；新品销售不及预期的风险；汇率持续波动及外部突发事件风险。

## 目录

<b>1. 亿联网络：优秀商业模式与 BOM 成本优势</b> .....	<b>6</b>
1.1 商业模式：场景，而非仅仅产品.....	6
1.2 三步走：商业模式发展过程.....	9
1.3 利润率的秘密：BOM 成本优势.....	14
1.4 竞争力小结.....	17
<b>2 业绩数据：极佳分红回报率/增速，可解释的波动</b> .....	<b>18</b>
2.1 自上而下：增速与分红回报率.....	18
2.2 业绩波动：两次原因可解释.....	19
2.3 财务：强库存管理，现金流凸显配置价值.....	20
2.4 历史指引未来：数次超越行业的原因.....	21
<b>3. 基业稳固，第二曲线空间广阔</b> .....	<b>22</b>
3.1 基业：桌面通信终端，存量市场地位稳固.....	23
3.2 第二曲线之一：会议产品，矩阵齐全高速增长.....	25
3.3 第二曲线之二：云办公终端，潜在空间巨大.....	30
<b>4. 海外超三成增长空间，子公司战略布局</b> .....	<b>33</b>
<b>5. 盈利预测与估值</b> .....	<b>36</b>
5.1 盈利预测：逐项分拆收入与费用.....	36
5.2 估值：历史低位，预计底部修复！.....	39
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>40</b>

## 图表目录

图 1: 亿联网络 2023 年报指出的全场景解决方案示意图 .....	8
图 2: 亿联网络场景与产品的对应关系 .....	9
图 3: 亿联网络从产品到解决方案模式的示意图 .....	12
图 4: 亿联网络从解决方案到全场景的示意图.....	13
图 5: 亿联网络 2023H1 各地域的增速平淡, 与美股 Magnificent 7 七仙女、美联储目标利率的变化, 应有相关性 (单位:%) .....	20
图 6: 亿联网络内生增长稳健, 现金创造能力凸显其较佳的配置价值.....	20
图 7: 亿联网络销售回款良好, 资金周转能力强 .....	21
图 8: 库存管理增强, 净营业周期变短.....	21
图 9: 亿联网络历史股价复盘, 尽管有造假/需求下行等质疑, 多次业绩亮眼证明需求稳定上行.....	22
图 10: 2020 公司营收中, 桌面通信终端占绝对主导.....	23
图 11: 2024H1, 第二曲线会议产品贡献明显上升.....	23
图 12: 全球台式和无线话机存量市场, 预计平稳微降 (单位: 百万美元) .....	23
图 13: 2023 全球台式和无线话机市场中, 亿联网络占主导地位.....	24
图 14: 2023 全球 SIP 话机市场中, 亿联网络龙头地位明确 .....	24
图 15: 亿联网络桌面通信终端产品演进, 逐步添加升级音视频、连接等多功能, 适用更多场景.....	24
图 16: 全球视频会议设备市场预计高速增长 (单位: 十亿美元) .....	25
图 17: 2023 前三季度全球会议室终端收入中, 亿联网络占比 6.5%.....	26
图 18: 全球 USB 会议摄像头市场中, 亿联网络份额持续提升.....	26
图 19: 会议产品目标市场具有不同场景需求 .....	26
图 20: 亿联网络会议产品矩阵丰富, 音频、AI 等功能满足各尺寸会议室需求 ....	27
图 21: 23 年 UC 协作占全球 UC&C 市场一半以上.....	28
图 22: 预计 28 年 UC 协作占比将上升至 55% .....	28
图 23: 全球近一半的公司已经或想要在员工和联络中心通信中使用单一的统一通信平台提供商.....	28
图 24: 越大的企业对于使用单一的统一通信平台提供商的偏好越高 .....	28
图 25: 买家为生成式 AI 功能支付附加费用的意愿很强 .....	30
图: 公司愿意支付生成式 AI 功能附加费用的两个关键功能是音视频智能和内容自动生成.....	30

图 27: 全球商务耳机市场快速增长, 空间广阔 (单位: 十亿美元, 百万) .....	31
图 28: 2020 年商务耳机市场主要由双寡头 Poly 和 GN 占据 .....	31
图 29: 2023 年商务耳机市场中, 亿联网络开始逐步抢占份额 .....	31
图 30: 亿联网络云办公终端快速迭代, 提供高质量音视频等多种性能, 已形成较完整系列产品线 .....	32
图 31: 公司各地区营收占比较为稳定 .....	34
图 32: 24H1 公司营收地区分布, 欧美占比超 80% .....	34
图 33: 全球统一通信与协作市场被低估的超 30% 下沉空间 (单位: 十亿美元, %) .....	34
图 34: 投资基于云的生产力和协作工具是全球 1/3 以上组织的第二大优先事项 .....	35
表 1: 类似的一批公司都是以解决方案甚至“场景化”的 ICT 公司, 它们的财务特征显著区别于“供给同质化”的企业 (单位: 亿元, 天, %) .....	7
表 2: 亿联网络招股说明书披露了几大技术难点和突破方式, 其中精心钻研底层技术、兼容复杂协议是关键 .....	10
表 3: 亿联网络招股说明书披露了详细的渠道培养策略和明细信息 .....	11
表 4: 根据 Frost & Sullivan 披露, 仅考虑 SIP 话机产品线, 除了个别巨头公司, 亿联与其他世界品牌 ASP 基本一致, 即采用世界级定价 (单位: 百万美元, 百万件, 美元) .....	14
表 5: 根据 Frost & Sullivan 披露, SIP 话机定价较为全球化、透明化 (单位: 美元, %) .....	14
表 6: Polycom 退市前披露信息较为详尽, 可以用于与亿联比较 (单位: 百万美元, 万美元, %)。亿联网络有工程师红利优势。 .....	15
表 7: 亿联网络与 Polycom 的费用率对齐, 可以找到经营差异 (单位: %) .....	16
表 8: 典型场景下, 两家公司 BOM 成本对照表 (单位: 美元, %) .....	17
表 9: 所有 PB/PE 历史分位数低于 20% 的代表性公司中, 股息收益率排序列表 (%) .....	18
表 10: 亿联网络合作生态系统繁荣, 和多家权威平台伙伴合作 .....	29
表 11: 亿联有线耳机与同级别竞品对比, 具有音频性能和价格优势 .....	33
表 12: 亿联无线蓝牙耳机和同级别竞品对比, 具有价格和性能优势 .....	33
表 13: 亿联网络业绩拆分 (单位: 百万元, %) .....	37
表 14: 亿联网络费用预测明细 (单位: 百万元, %) .....	38
表 15: 可比公司 PE 估值表 .....	39

尽管亿联网络自上市以来，已超过 5 年。但我们认为以下方面，依然存在分歧：

- 1) 是否需要月度数据来跟踪公司的经营情况。
- 2) 偏高利润率的原因；
- 3) 未来发展空间。

本篇报告就这几个问题，尝试解答：

**1) 通过“产品-方案-场景”三阶段发展，公司实际上不是需求驱动，还是较为稀缺的供给驱动。**场景一定有较多延展需求，因此公司长期成长有商业模式原因。并论述 2020H1 和 2023 年增长平淡的原因、公司较为出色的历史成绩。

**2) 利润率优势，通过 ASP 与 BOM、费用率拆解论述。更多是同行公司的意外情况。甚至对标公司的营销费用间接验证了亿联网络转型解决方案和场景的必要性。**

**3) 展望未来多个领域的前景与空间。**

## 1. 亿联网络：优秀商业模式与 BOM 成本优势

根据 Wind 介绍，公司是专业的企业通信与协作解决方案提供商，集研发、销售及服务于一体，并通过外协加工的方式，为全球企业客户提供智能、高效的企业通信终端设备。

根据 2023 年报，公司首次提出“全场景解决方案”的概念，即：提供“云+端+平台”的完整企业通信解决方案，以企业办公为核心，围绕音视频沟通与协作、办公环境 IoT 自动化、空间管理智能化展开，打造人与空间、设备、数据互联互通的整体解决方案。

我们可以把 Wind 介绍作为亿联网络过去与当前，将 2023 年公司指出的业务作为其当前与未来。很明显，以通信为核心拓展到办公为核心，正是亿联网络的发展过程。

### 1.1 商业模式：场景，而非仅仅产品

较多投资者倾向于以月度数据（尤其出口数据）作为研究其的主要研究方法，是隐含一些深层次原因：

**1) 对于商业模式较好的公司，业绩稳定性相对较好，因为有转嫁能力。可以概括为“供给有限的企业”。**由于有产业链上下游话语权，即使景气度相对平淡，也可以通过提价、提前销售、影响市占率等方式，提高业绩稳定性。

**2) 对于商业模式平淡的公司，需求和景气是关键。可以概括为“供给相对同质、需求决定供给价格的公司”。**此类企业往往与同行公司的同质化程度较高，也可能 ASP 价格趋于下降，短期获得较高景气度最重要。因此跟踪需求、跟踪其高频数据，较为可取。

投资者跟踪亿联网络月度景气度（实际上对于智能制造、智联汽车、消费电子、半导体、消费品、服务业等领域都有此类习惯），实际上是倾向于用上述“第二类”的方式研究。然而，实际上亿联网络是“第一类”公司。

这两类企业的差别，既可以理解为是否供给有限（供给有限的企业商业模式较好、产业链话语权较强、业绩稳定性好），也可以理解为是否为提供解决方案或场景的 ICT 公司。因为提供解决方案甚至有稳定场景下，粘性高，产品升级和延展的持续性高，供给较为有效，基本等同于上述第一类企业。

下面列举了一批“第一类企业”的案例，它们与亿联网络有相似之处：**商业模式有独特性，同质化供给较少，财务特征也相对优秀**。最终投资者都并不倾向于用月度跟踪出海的方式来分析它们。值得注意的是，2023 年已经是外部疫情后、特殊金融环境下的结果，正常的情形（例如 2018-2019 年），它们的经营数据往往更加优异。

**表 1: 类似的一批公司都是以解决方案甚至“场景化”的 ICT 公司，它们的财务特征显著区别于“供给同质化”的企业 (单位: 亿元, 天, %)**

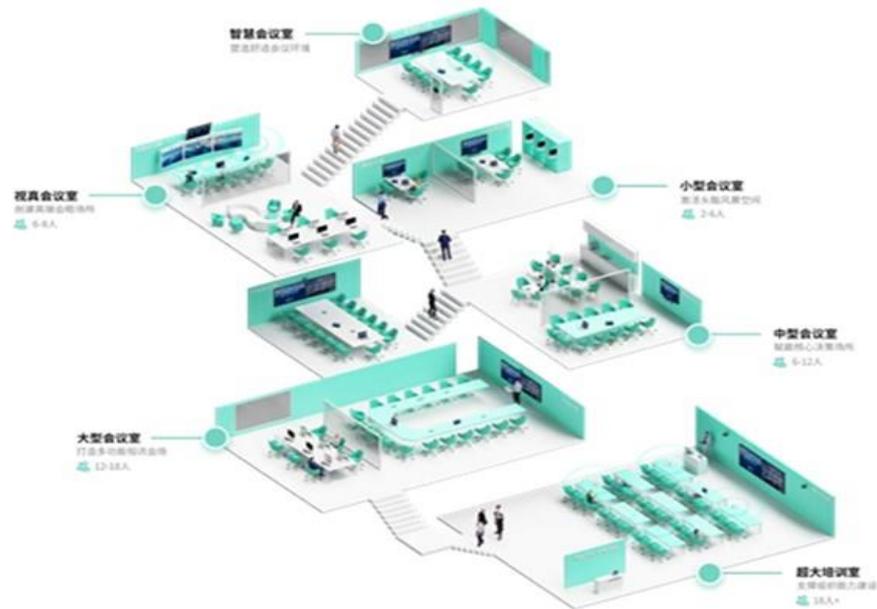
代码	名称	商业模式	摊薄	自由现金	净营业	扣非	净现比		
			ROE	流 (亿元)	周期	净利率	(自由现金流/净利润)		
			2023A	2023A	2023A	2023A	2021A	2022A	2023A
002415	海康威视	AI 解决方案, 场景	18%	126	155	15%	0.57	0.50	0.89
002920	德赛西威	ADAS 解决方案	19%	0	87	7%	0.20	-0.58	0.02
688188	柏楚电子	激光等产品和解决方案	15%	7	153	48%	0.61	1.09	0.97
688777	中控技术	流程制造解决方案	11%	1	196	11%	0.04	0.25	0.06
688475	萤石网络	AI 解决方案, 家居场景	11%	2	6	11%	-0.20	1.20	0.32
300628	亿联网络	通信与办公解决方案, 全场景化	25%	16	110	41%	0.50	0.67	0.80
002841	视源股份	智能电子产品与解决方案	11%	-6	-13	6%	1.19	0.68	-0.45
002236	大华股份	AI 解决方案	21%	32	174	9%	0.15	-0.10	0.43
600845	宝信软件	钢铁场景等	23%	22	194	19%	0.64	1.02	0.87
688169	石头科技	家居场景	18%	19	-14	21%	0.77	0.73	0.94
603486	科沃斯	家居场景	9%	2	38	3%	0.69	0.62	0.31
689009	九号公司-WD	智能短交通+服务机器人解决方案	11%	15	24	4%	-1.04	2.57	2.50
300124	汇川技术	离散制造业解决方案	19%	19	90	13%	0.28	0.36	0.39
600031	三一重工	装备制造	7%	12	129	6%	0.13	-0.37	0.26
688036	传音控股	手机设计研发品牌运营	31%	111	-3	8%	0.84	0.46	2.00

注: 红色数字含义为, “摊薄 ROE” 大于等于 15%, “自由现金流” 大于 5 亿元, 净营业周期小于等于 90 天, 扣非净利率大于 10%, 净现比大于等于 0.5。

资料来源: Wind, 申万宏源研究

亿联网络主要是销售场景的 ICT 公司，在 2023 年报中首次提出“全场景覆盖”。2023 年报约十处指出“全场景”，明确指出：将以“全场景覆盖、全能化终端、智能化变革”为三大战略方向。在 2021-2022 年报中，公司尚未如此提炼到如此高度。

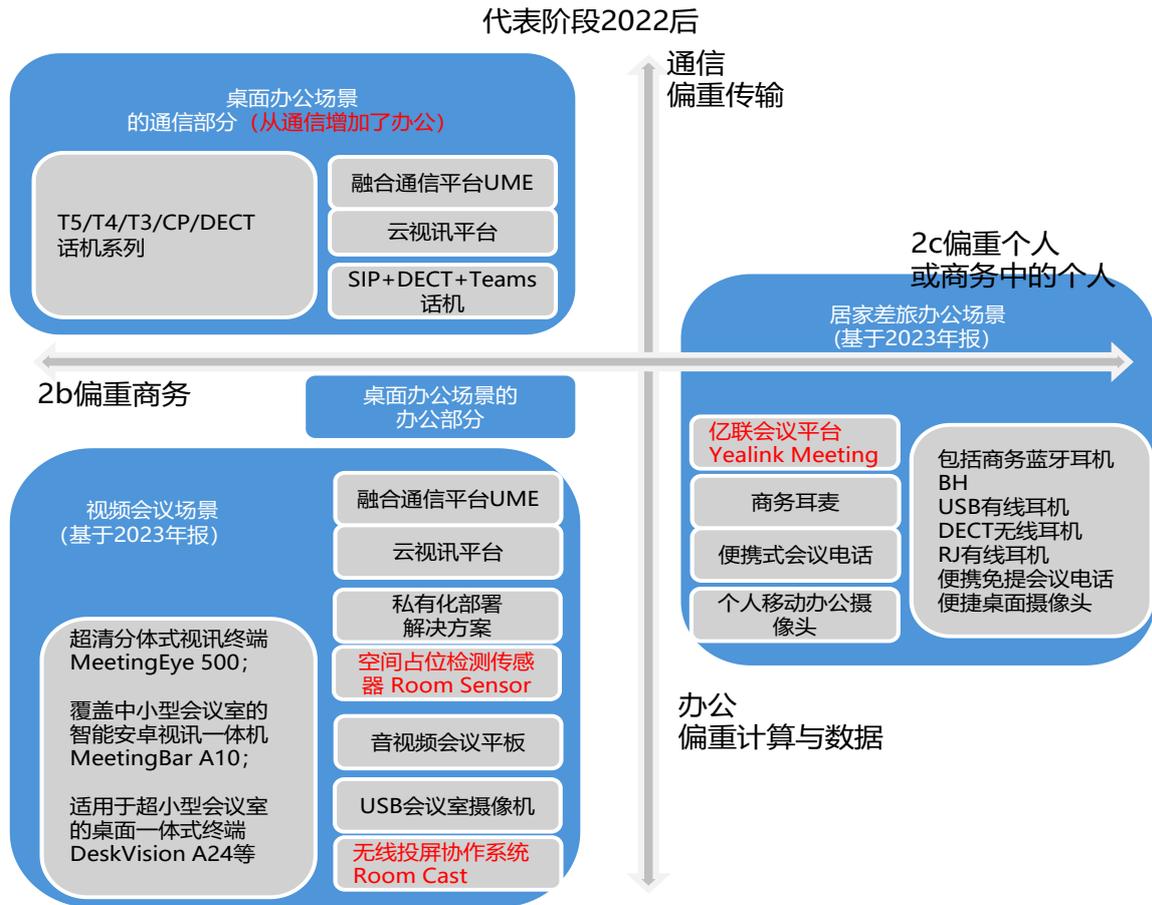
图 1：亿联网络 2023 年报指出的全场景解决方案示意图



资料来源：亿联网络 2023 年报，申万宏源研究

若仔细绘制公司描述的 ICT 场景与现有产品、解决方案的对应关系，如下图。

- 1) X 轴可以划分为 2B 商务、2C 个人两大类，X 轴可以划分为通信、办公两大类型。
- 2) 桌面办公、视频会议、居家差旅办公，可以分别对应于 2B 通信、2B 办公、2C 通信与办公。
- 3) 每个环节都可以看作“产品-解决方案-场景”三阶段发展。例如公司基于通信能力，拓展了 T3、DECT、T5、SIP 等话机产品，这仍然处于销售产品为第一阶段；由于客户希望一揽子采购产品与服务，于是形成第二阶段，即解决方案。融合通信平台 UME 和云视讯平台是此阶段的代表。到了第三阶段的场景阶段，已经可以销售多个场景与产品。

**图 2：亿联网络场景与产品的对应关系**


资料来源：亿联网络 2021-2023 年报，申万宏源研究

## 1.2 三步走：商业模式发展过程

亿联网络实现上述商业模式，至少经历了三个阶段。核心管理层发言、招股说明书、历年年报和半年报公告提供了详细描述。

**第一阶段，2012-2018 年产品阶段，通过研发和海外渠道是重要特征。而基于招股说明书，产品阶段的焦点依次经历 VoIP 终端、SIP 终端、视频与 DECT 终端、VCS 系统。**

**反其道而行之，聚焦产品。**国内早期的同行科技企业，可能广泛的从事代理类、服务类业务，甚至可能跨界经营非科技产业。根据亿联网络核心高管的描述，反其道而行之，聚焦的从事细分核心产品研发，利用渠道、利用海外市场，是其区别于同行的重要特征。

**董事长陈智松论述了聚焦细分产品、弱化代理、避免多元化的发展方式：**“90 年代的国内市场，行之有效的并非研发产品，而是销售能力，尤其是讲人情的销售方式”<sup>1</sup>，“我本身是学物理的，学物理就是追求事物的本质，喜欢把事物研究透。我觉得一定要做研发，产品一定要做好”。也提及不愿意多元化的论述“从市场上掘到第一桶金后，很多人劝陈智松转投房地产获得暴利，但陈智松和他的团队依旧选择坚守在企业通信行业”。

<sup>1</sup> 天南地北厦大人 | 陈智松：聚焦细分领域，坚持创新驱动，厦大人，2023/11/3

副总卢荣富也明确指出细分产品、弱化代工、避免多元化<sup>2</sup>。“或许是因为包括我在内的核心创始人都是技术出身，亿联始终都认定一个死理：踏踏实实做好产品才是实现梦想的最佳途径”，“十几年来我们始终专注在 IP 通信终端这一具体领域，抵制住了来自方方面面的诱惑：有人说技术产业投入大、回报慢，不如转做房产等暴力行业；有人说自主研发风险太大，不如单纯代工利润高”。

聚焦从事细分产品的方式于 2005 年取得突破，USB 话机。“USB 话机”产品很快获得国际市场广泛认可，在 2005 年取得了该领域全球第一的市场份额。而这款产品突破的重要原因是“实现了初级的回音消除技术”<sup>3</sup>。

招股说明书是对第一阶段产品阶段较好的诠释。产品模式相对极致时，产品研发和销售渠道这两端更加重要。招股说明书描述为“公司专注于技术研发、产品销售两端，采用轻资产的运营方式...”，“公司始终致力于优化内部管理，更专注于研发和销售能力的提升，通过外协加工的方式提高了公司的运营效率”。

招股说明书对产品技术特色的描述，和海外渠道的精雕细作，既是此阶段运营的关键，又容易被忽视。

**表 2：亿联网络招股说明书披露了几大技术难点和突破方式，其中精心钻研底层技术、兼容复杂协议是关键**

大类	细节	亿联网络突破	备注
音频处理技术	噪声消除和宽频语音回声消除处理技术	宽频的回音消除算法	减少主芯片和 VoIP 音频处理关联性
	语音编解码技术	噪声消除算法	回音尾音长达 320ms
	音频硬件设计技术	音频 硬件设计等音频处理技术	
大类	细节	亿联网络突破	备注
视频处理技术	有视频编解码 技术	H.263、H.264 High Profile 等编解码技术	时延、丢包率等折中
	网络适应性技术	2D 和基于运动估计的 3D 图像降噪技术	包括 H.263、H.264 High Profile
	高清视频双流技术		
	高清视频增强处理技术	IP 视频服务质量 (QoS) 保证技术 基于人脸检测的自动跟踪 自动曝光	
大类	细节	亿联网络突破	备注
嵌入式技术	多平台	工程适配丰富	DSP/ARM/MIPS 和协处理器/加速器兼容
大类	细节	亿联网络突破	备注
通讯控制协议技术		支持多协议	SIP 延展和 H323 协议兼容
		支持主流的 ACS 平台	兼容性业界领先，包括主流的 Broadsoft、Metaswitch、Huawei、3CX、Genesys、Microsoft Lync 等

注 1：上述视频处理技术，主流的视频编码技术 包括 H.263、H.264、H.265 和 M-JPEG 以及 MPEG4 等几种标准

注 2：上述通讯协议控制技术，支持 TR-069、TR-104、TR-106、TR-111 等标准协议

资料来源：亿联网络招股说明书，申万宏源研究

笑辞旧岁 亿联连横合纵启新章—专访亿联副总经理卢荣富，CTI 论坛，/  
<sup>3</sup> 龙海商界“一号人物”：14 岁上大学，创 750 亿帝国，登顶漳州首富，搜狐网，2021/12/24

招股说明书披露了详细的渠道培养策略，这也是容易低估的。往往渠道研究属于消费品和服务业研究的内容，国内的科技研究，往往对渠道关注度偏低，这也促成了预期差。其中渠道政策的精挑细选可以体现在“公司的评估标准包括其技术知识水平、销售表现及增长、合作意愿、市场推广能力和服务能力等”，“大部分经销商合同期限为一年，合同期满后，公司对授权经销商上一合同年的绩效进行考评，并根据考评结果确定是否续签”。

**表 3：亿联网络招股说明书披露了详细的渠道培养策略和明细信息**

	2014A	2015A	2016A
期初授权经销商数量	67	91	97
新增授权经销商数量	29	21	11
终止授权经销商数量	5	15	17
续约授权经销商数量	62	76	80
经销商存续比例	92.54%	83.52%	82.47%
期末授权经销商数量	91	97	91
期末授权经销商增幅	35.82%	6.59%	-6.19%

	2014A	2015A	2016A
欧洲	29	31	32
北美洲	7	7	7
亚洲	20	22	18
南美洲	12	13	13
非洲	5	7	7
大洋洲	2	2	3
中国大陆	16	15	11

注 1：招股说明书描述了公司较为严格的渠道培养策略，“公司的授权经销商经过严格的筛选，公司每年均会评估授权经销商的表现。公司的评估标准包括其技术知识水平、销售表现及增长、合作意愿、市场推广能力和服务能力等”。

注 2：招股说明书详细指出了渠道商的延续策略：“大部分经销商合同期限为一年，合同期满后，公司对授权经销商上一合同年的绩效进行考评，并根据考评结果确定是否续签”。

资料来源：亿联网络招股说明书，申万宏源研究

**第二阶段，2019-2021 年解决方案阶段。云办公方案的发展、营销层次变化、董事长不再兼任总经理、组织结构上更加协同，是此阶段的信号。**

**从产品到解决方案的变化。**2019 年报，明确提出“继续保持研发投入，提升技术、产品和解决方案的竞争力”，“视频会议产品则持续以提升产品解决方案的核心性能、功能体验为目标”。

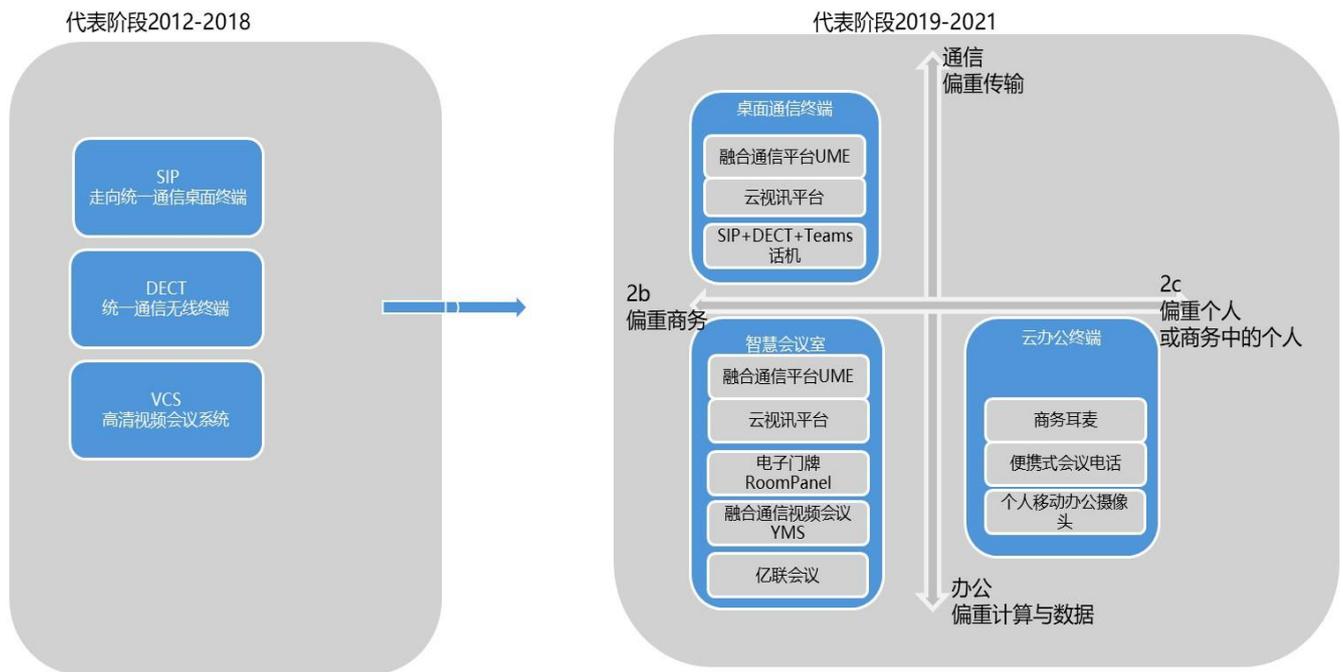
产品模式往往净利率高、爆品明确，但业务连续性和粘性有提升空间。切换到解决方案模式后，可以解决空间与粘性问题，但定制与服务对净利率的影响需要斟酌，营销资源的分配也需要考虑。机械行业的柏楚电子与通信行业的亿联网络，均在尝试用尽量通用产品的方式来处理解决方案。

**可以从诸多管理调整上理解解决方案模式的新需求，因为解决方案模式下并非只卖爆品产品，而要考虑客户总体需求和持续性最大化。**2019 年报指出，将营销业务分为三个不同层次，2020 年报重申了这三大改变，即：

- 1) 成熟业务以提升人均产出为核心;
- 2) 新细分市场以快速实现可复制性为目标;
- 3) 新业务大幅加大投入, 保证研发资源及销售资源的倾斜。

同时, 总经理上任, 董事长不再兼容总经理。2019 年报指出“2019 年董事长陈智松先生辞去总经理职务, 由张联昌先生担任总经理。陈智松先生将更专注于企业中长期发展的战略布局、文化建设及制度建设, 总经理张联昌先生将带领经营团队全力以赴实现企业发展的目标”。

**图 3: 亿联网络从产品到解决方案模式的示意图**



资料来源: 亿联网络招股说明书, 亿联网络 2017-2021 年报, 申万宏源研究

到了 2021 年, 解决方案化的收益更加明显, 例如云办公的新兴业务。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。2021 年报指出“现有业务从桌面通信终端到智慧会议室再到云办公终端, 以智能硬件终端对应不同的细分场景”。公司的三大平台也是解决方案的代表: “通过亿联融合通信视频会议平台 YMS (Yealink Meeting Server)、亿联会议 (Yealink Meeting)、音视频融合通信平台 UME 三大平台”。

与时俱进的, 公司的组织结构改变不仅仅是营销条线, 而是各大条线, 思路是更加协同。2021 年报指出“产品、研发、运营、营销、职能各大中心协同的高效运营的组织管理体系”, “于 2021 年推出了事业合伙人激励基金计划, 并将在 2022 年正式成立事业合伙人持股计划, 同时 2022 年还将推出新一期的限制性股票”。

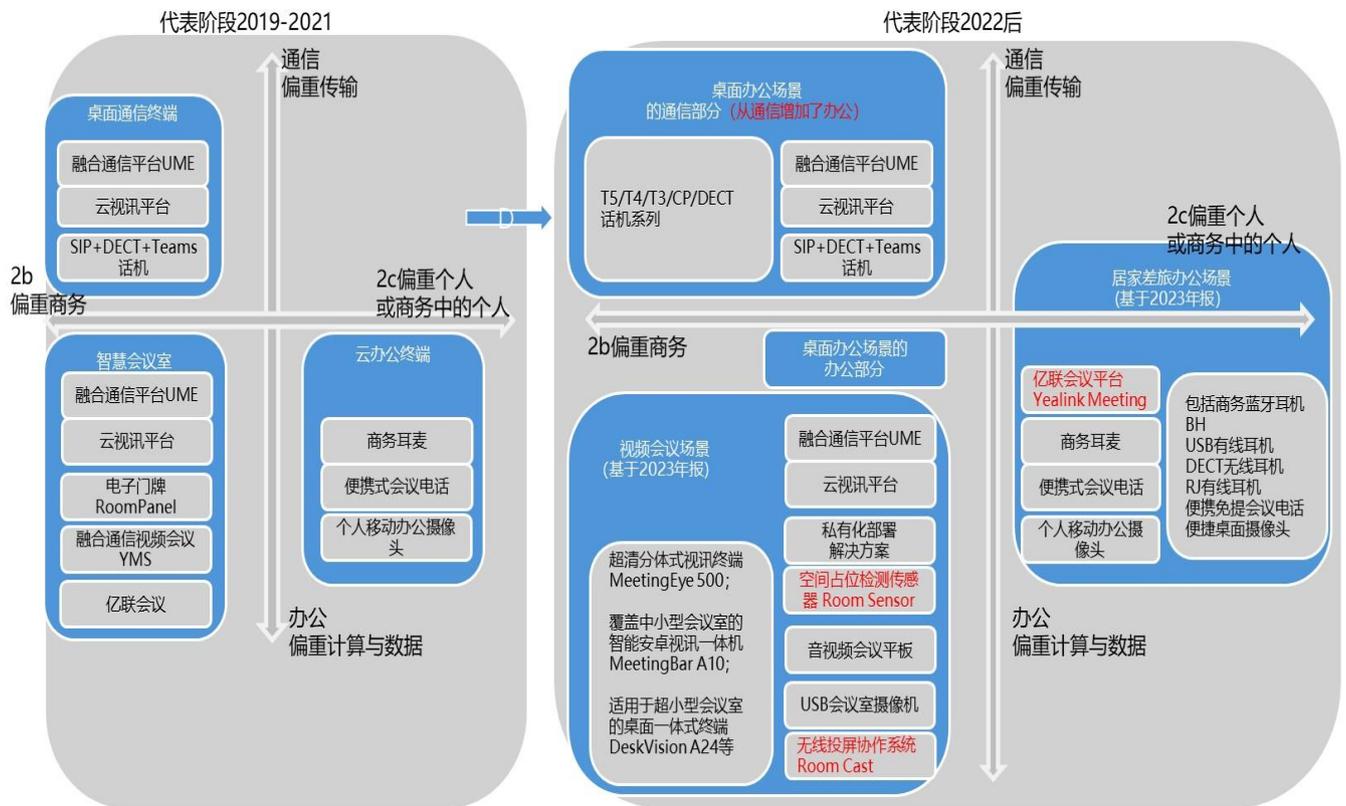
第三阶段, 2022 年后, 全场景概念的提出, 是对第二阶段解决方案的再拓展。

2022 年报、2023 年报对场景和发展历程描述的框图有较大提升, 这不仅表明业务产品线较大充实, 也表明公司内部的发展思路, 即按照用户客户的场景来提供方案与产品。

2022 年报业务介绍部分先讲解了桌面办公场景、音视频会议场景、互动协作场景、个人办公场景、IT 运维办公室等，再介绍产品。2023 年报首次提出“全场景解决方案”，提炼为视频会议场景、桌面办公场景、居家差旅办公场景，比 2022 年报的描述更加精简。

**投资者可以将解决方案到场景的进步，理解为业务场合更多、技术层级更丰富、管理更体系化的世界级企业。**2022 年报关于技术层级的描述有启发性：“实现从底层到应用层、从系统端到终端、从软件到硬件全面自主研发，目前已拥有行业领先水平的音视频技术和全球少有的具备自主开发及高集成优势的一站式解决方案。设立了厦门、杭州两大研发中心，拥有独立的 EMC 实验室、音频实验室、可调混响实验室等国家级声学实验室”。

**图 4：亿联网络从解决方案到全场景的示意图**



资料来源：亿联网络招股说明书，亿联网络 2017-2021 年报，申万宏源研究

**对技术多学科的概括也有启发性，可以帮助投资者理解亿联网络技术创新的一大原因。**2022 年报指出“产品覆盖云计算、人工智能技术及应用、音视频编解码、用户交互体验设计、通讯控制协议等多学科、多技术领域”。“在每个领域，公司都通过自主研发形成相关技术的积累，从研发的角度为公司创造比较竞争优势，构筑公司的技术护城河”。

**此阶段的核心竞争力概括为五大方面，2023 年底会新一轮尝试突破。**2022-2023 年报，都指出核心竞争力来自五大方面，即产品、技术、渠道、供应链、管理体系。2023 年报指出“同时，为焕发新的组织活力，加快公司新业务的发展及提升新业务的营收占比，公司于 2023 年底至 2024 年初，在内部进行了组织管理调整，成立了各大经营主体，使各经营主体得以充分发挥自主经营管理的积极性和创造性”。

投资者可以把它看作，在公司业务横向延展性较高、纵向技术层级丰富的情况下，动态调整不同业务的独立运转和协同互助的平衡，是个持续过程。这应当是公司管理条线动态更新的原因。

### 1.3 利润率的秘密：BOM 成本优势

部分投资者不清楚亿联网络较高利润率的原因，我们认为以下因素是关键：

- 1) **与国外产品类似的售价与产品技术能力。**即产品相当，部分特性领先。而前环节已经论述了注重产品和技术的历史原因。
- 2) **渠道的乘法效应。**渠道实际上是减法换乘法，即牺牲渠道商折扣率换来渗透率的倍增。
- 3) **BOM 成本优势。**本节详细论述。为此，我们需要做利润表的还原，甚至从第三方提供的咨询数据中寻找支撑论述。

首先，亿联网络的产品 ASP 与世界级产品一致。这可以从 Frost & Sullivan 披露、亿联网络招股说明书公告中推导得到。

**表 4：根据 Frost & Sullivan 披露，仅考虑 SIP 话机产品线，除了个别巨头公司，亿联与其他世界品牌 ASP 基本一致，即采用世界级定价（单位：百万美元，百万件，美元）**

	亿联网络	Polycom	Cisco	GrandStream	Aastra	其他	总市场	拟合总市场
2015 年销售额（百万美元）	97.2	247.8	119.1	47.0	44.5	254.3	809.9	809.9
2015 年销售量（百万件）	1.8	2.0	1.0	0.9	0.8	2.5	9.0	9.0
ASP（美元）	54	127	116	50	54	103	90	90

注：咨询公司的统计口径与财务披露口径不一致，且这里统计代表性产品 SIP。其他产品组合和解决方案会改变 ASP。

资料来源：Frost & Sullivan（弗若斯特沙利文），亿联网络招股说明书，申万宏源研究

不仅如此，全世界各大区域的 ASP 也基本一致，无论国内国外，这也说明该领域是相对国际化和透明化定价。下表中，北美、欧洲中东非洲、亚太、中国大陆的 ASP 基本一致，验证这个结论。

**表 5：根据 Frost & Sullivan 披露，SIP 话机定价较为全球化、透明化（单位：美元，%）**

ASP 世界, 美元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
北美	119.4	112.4	111.2	100.0	93.8	89.6	84.1	79.3	75.2	70.2
欧洲中东非洲	116.7	113.2	109.5	100.0	95.1	90.2	84.7	80.0	74.5	70.5
亚太	115.5	109.4	119.7	104.6	95.9	92.2	84.9	80.0	74.5	71.3
其他	108.3	80.8	97.0	86.3	107.0	85.0	93.5	83.1	76.9	70.3
合计	116.7	109.0	110.7	99.9	95.0	90.0	85.0	80.0	75.0	70.5
年降		-6.6%	1.5%	-9.7%	-4.9%	-5.3%	-5.5%	-5.9%	-6.3%	-6.0%
ASP 中国, 美元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ASP 中国, 美元										

年降 -4.3% -4.6% -4.8% -5.0% -5.2% -5.7% -5.8% -6.3% -6.1%

资料来源：Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文)，亿联网络招股说明书，申万宏源研究

其次，Polycom 私有化之前的费用拆解，解释了亿联网络的费用率原因，甚至验证了其发展商业模式和场景的必要性。

尽管该领域世界领军宝利通 (Polycom) 经历过至少三次重要资本事件 (加拿大公司 Mitel 2016 年希望收购、Plantronics 缤特力收购了 Polycom 并改名 Poly、惠普公司收购 Poly)，但此前的财务披露完整。

通过计算可以发现，对标公司的人均薪酬 15 万美元以上，尤其销售人员人均薪酬 30 万美元以上，是亿联网络的数倍。即亿联网络有工程师红利优势。

**表 6: Polycom 退市前披露信息较为详尽，可以用于与亿联比较 (单位: 百万美元, 万美元, %)。亿联网络有工程师红利优势。**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入 (\$M)	1218	1496	1393	1368	1345	1267
营业成本 (\$M)	503	598	569	576	560	528
整体毛利率	59%	60%	59%	58%	58%	58%
合计运营费用 (\$M)	617	730	781	757	695	639
销售费用 (\$M)	387	436	464	435	389	350
销售费用占比	32%	29%	33%	32%	29%	28%
销售人员	1164	1865	1286	1190	1131	1069
人均薪酬 (万美元/人)	33	23	36	37	34	33
研发费用 (\$M)	149	201	209	216	196	191
研发费用占比	12%	13%	15%	16%	15%	15%
研发人员	817	1130	1107	1231	1126	1144
人均薪酬 (万美元/人)	18	18	19	18	17	17
管理费用 (\$M)	75	83	98	96	100	89
管理费用占比	6%	6%	7%	7%	7%	7%
管理人员	467	532	589	561	534	508
人均薪酬 (万美元/人)	16	16	17	17	19	17

注 1: 部分数据基于产业合理特征推测和拟合。

注 2: 宝利通 2013-2015 财年年报披露研发费用资本化分别为 2.4、5.1、5.6 百万美元。若资本化计入上述表格，经营情况会更加严峻。

资料来源：Bloomberg, Polycom 2010-2015 年报，申万宏源研究

还可以进一步完成 Polycom 与亿联网络的费用率对齐还原，两者差异不仅是工程师红利，还指引了亿联网络发展解决方案和场景的必要性。再进一步，由于 A 股的“支付给职工的薪酬”、“应付职工薪酬”可以计算得到现金流口径的薪酬福利，管理费用、销售费用、研发费用的薪酬可以得到利润表口径的薪酬福利。两者对齐后，可以计算得到几乎所有职位工种的平均薪酬。这样就可以完成两家公司的费用率还原。

一个差异是工程师红利差别，还有一个关键差别是对营销的依赖。即 Polycom 依赖高薪酬的销售人员推广，影响力约三十个百分点的净利率/这应当也是亿联网络拓展解决方案和场景的原因，对销售投入减少强依赖。

**表 7：亿联网络与 Polycom 的费用率对齐，可以找到经营差异（单位：%）**

亿联网络	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
毛利率	61.8%	66.0%	66.0%	61.5%	63.0%	65.7%
增值税退税占收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	5.9%	5.7%	7.1%	7.1%	7.1%	8.7%
实施费用	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>可比毛利率</b>	<b>55.9%</b>	<b>60.3%</b>	<b>58.9%</b>	<b>54.5%</b>	<b>55.9%</b>	<b>57.0%</b>
销售费用	5.9%	6.6%	5.3%	5.2%	5.3%	6.3%
管理费用	4.1%	4.3%	6.4%	5.5%	5.5%	5.8%
营业税（及附加）占收入	1.2%	1.2%	0.9%	0.7%	1.1%	1.1%
财务费用	-0.9%	-1.1%	0.6%	-0.2%	-1.2%	-0.8%
资产减值	0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
经常性税前利润率	45.1%	49.4%	45.8%	43.6%	45.3%	44.6%
税前利润率	51.5%	54.7%	50.9%	48.0%	49.4%	50.1%
净利率	46.9%	49.6%	46.4%	43.9%	45.3%	46.2%
Polycom	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
毛利率	58.7%	60.0%	59.2%	57.9%	58.4%	58.3%
增值税退税占收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	12.2%	13.4%	15.0%	15.8%	14.6%	15.1%
实施费用	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>可比毛利率</b>	<b>46.5%</b>	<b>46.6%</b>	<b>44.2%</b>	<b>42.1%</b>	<b>43.8%</b>	<b>43.2%</b>
销售费用	31.8%	29.1%	33.3%	31.8%	28.9%	27.6%
管理费用	6.2%	5.5%	7.0%	7.0%	7.4%	7.0%
营业税（及附加）占收入						
财务费用	0.7%	0.1%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%
折旧摊销	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
经常性税前利润率	7.4%	11.1%	2.8%	2.3%	6.2%	7.4%
披露-税前利润率	6.7%	9.8%	0.1%	-1.6%	3.2%	6.8%
披露-净利率	5.6%	9.1%	0.7%	-1.3%	3.1%	5.5%

注 1：Polycom 披露了无形资产摊销额度，这与亿联网络的资产减值可比。

注 2：实际上两者本质差异是销售费用率，即 Polycom 依赖高薪酬的销售人员推广，这应当也是亿联网络拓展解决方案和场景的原因，对销售投入减少强依赖。

注 3：宝利通 2013-2015 财年年报披露研发费用资本化分别为 2.4、5.1、5.6 百万美元。若资本化计入上述表格，经营情况会更加严峻。

资料来源：Bloomberg, Wind, Polycom 历年年报，亿联网络历年年报，申万宏源研究

**再次，Polycom 私有化之前的成本拆解，解释了亿联网络毛利率差异化的原因。**

Frost & Sullivan 的数据论证，国际巨头的 ASP 有一倍优势。理论上，这会相对亿联网络有较大的毛利率优势。由于亿联网络的招股说明书披露了成本信息，例如：

1) 2014-2016 年，主要原材料，例如芯片、液晶显示、塑胶类、PCB 板、电源、包装材料、其他元器件的数量、均价、占比。

2) 2014-2016 年，上述信息的主要价格变动信息。

基于此，我们做了典型场景下 BOM 成本对照表。

**表 8：典型场景下，两家公司 BOM 成本对照表（单位：美元，%）**

典型 BOM 拆解表				
	亿联网络 (美元)	Polycom (美元)	亿联 成本占比	Polycom 成本占比
典型售价	54	127.1		
典型总成本	24.3	53.4	100%	100%
成本-芯片	7.3	14.6	30%	27%
成本-液晶显示	3.9	7.8	16%	15%
成本-PCB	1.6	2.9	6.7%	5%
成本-额外物流		5.0		9%
成本-电源	1.5	2.9	6%	5%
成本-塑料	3.2	6.3	13%	12%
其他成本	6.9	13.8	28%	26%
典型毛利	29.7	73.7		
典型毛利率	55.0%	58.0%		

注：部分是披露信息，部分是根据披露信息拟合推断。估计成本原材料优势较多来自工业丰富品类、丰富共给的供应链优势。

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 1.4 竞争力小结

综上，由于亿联网络的管理层、创始团队，大多有技术理工背景，当年创业时候反其道而行之，从爆品细分产品开始，避免多元化，弱化商务营销，从海外开始推广爆品产品，并严格的发展海外市场化渠道。

**1) 技术组合创新，细分爆品起步。**利用细分底层技术组合拓展前几个爆品产品，几乎每个都成为世界畅销。后期技术兼容性也起了很大作用。

**2) 三步走的商业模式，提高粘性。**产品、解决方案、全场景，典型时间分别为 2018 年前、2019-2021 年、2022 年后。思路是增加粘性与市场空间，减少同质化供给，促成较为稀缺的供给。所以其财务特征区别于“典型的同质化供给的 ICT 公司”。

**3) 毛利率与费用率优势可解释，更多是同行公司的意外情况。**售价是世界级统一水平，成本 BOM 有国内供应链优势，费用有国内工程师红利。甚至对标公司的营销费用间接验证了亿联网络转型解决方案和场景的必要性。

**4) 这样促成了较好的成长和财务特征。**但由于此类标的较少，投资者不熟悉。所以投资者倾向于用跟踪出口数据的方式来研究。本文是换了个视角论述其必然性。

## 2 业绩数据：极佳分红回报率/增速，可解释的波动

第一章论述竞争力之后，本章论述自上而下出色的财务特征，也解释 2020H1、2023 年相对平淡的原因。

### 2.1 自上而下：增速与分红回报率

第一章的部分，论述了 ROE、周转率、现金流、净营业周期、净利率的优势，这是企业竞争力必然的结果（我们也不主张用跟踪月数据的方式来研究）。如果换一个更广阔的视角，用类固收方式研究，亿联网络的分红回报率和历史 PB 分位数依然有优势。

这说明，亿联网络不仅在 ICT 公司内有优势，即使放到更广阔的投资视角，同样有优势。即如果对长期企业价值停留在类固收的评估角度，亿联网络的分红回报率组合和 PB 估值倍数，也非常有吸引力。其偏低的 PE 也说明，投资者对上述竞争力的描述，尚没有充分认可。

表 9：所有 PB/PE 历史分位数低于 20%的代表性公司中，股息收益率排序列表（%）

		股息收益率					
		股息收益率	PB 分位数	(2023 年底)	PE 分位数	所在行业	所在行业
000001.SZ	平安银行	6.1%	5%	7.7%	8%	银行	股份制银行Ⅱ
601916.SH	浙商银行	6.1%	11%	6.9%	24%	银行	股份制银行Ⅱ
600016.SH	民生银行	5.8%	1%	6.2%	1%	银行	股份制银行Ⅱ
002304.SZ	洋河股份	5.4%	0%	4.2%	0%	食品饮料	白酒Ⅱ
002812.SZ	恩捷股份	5.3%	0%	3.1%	0%	电力设备	电池
600036.SH	招商银行	5.1%	12%	7.2%	13%	银行	股份制银行Ⅱ
000651.SZ	格力电器	5.0%	11%	7.3%	19%	家用电器	白色家电
<b>002555.SZ</b>	<b>三七互娱</b>	<b>5.0%</b>	<b>1%</b>	<b>4.3%</b>	<b>5%</b>	<b>传媒</b>	<b>游戏Ⅱ</b>
600741.SH	华域汽车	4.7%	0%	4.6%	0%	汽车	汽车零部件
<b>002027.SZ</b>	<b>分众传媒</b>	<b>4.4%</b>	<b>15%</b>	<b>5.2%</b>	<b>12%</b>	<b>传媒</b>	<b>广告营销</b>
002271.SZ	东方雨虹	4.5%	0%	3.0%	0%	建筑材料	装修建材
600887.SH	伊利股份	4.5%	0%	4.5%	0%	食品饮料	饮料乳品
603833.SH	欧派家居	4.4%	1%	3.9%	1%	轻工制造	家居用品
000661.SZ	长春高新	4.4%	0%	3.1%	1%	医药生物	生物制品
<b>002236.SZ</b>	<b>大华股份</b>	<b>4.2%</b>	<b>0%</b>	<b>3.7%</b>	<b>0%</b>	<b>计算机</b>	<b>计算机设备</b>
000338.SZ	潍柴动力	4.0%	11%	3.9%	28%	汽车	汽车零部件
600048.SH	保利发展	3.8%	0%	4.1%	97%	房地产	房地产开发
000538.SZ	云南白药	3.6%	19%	4.2%	12%	医药生物	中药Ⅱ
000333.SZ	美的集团	3.6%	12%	5.4%	9%	家用电器	白色家电
<b>300628.SZ</b>	<b>亿联网络</b>	<b>3.6%</b>	<b>8%</b>	<b>4.7%</b>	<b>5%</b>	<b>通信</b>	<b>通信设备</b>
601390.SH	中国中铁	3.5%	4%	4.0%	7%	建筑装饰	基础建设
600600.SH	青岛啤酒	3.4%	15%	3.2%	0%	食品饮料	非白酒
601800.SH	中国交建	3.3%	18%	4.6%	6%	建筑装饰	基础建设
603799.SH	华友钴业	3.3%	0%	3.0%	13%	有色金属	能源金属
600519.SH	贵州茅台	3.2%	4%	2.9%	1%	食品饮料	白酒Ⅱ
.SZ	晶澳科技	.%	%	.%	%	电力设备	光伏设备

000858.SZ	五粮液	3.2%	6%	3.3%	0%	食品饮料	白酒II
601865.SH	福莱特	3.0%	0%	2.6%	0%	电力设备	光伏设备
<b>002415.SZ</b>	<b>海康威视</b>	<b>3.0%</b>	<b>0%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2%</b>	<b>计算机</b>	<b>计算机设备</b>

注 1：选择的标的为各行各业成长的代表性企业，例如包括沪深 300、科创板指、创业板指。

注 2：股息收益率、PE/PB 分位数等数据截至 2024/10/25。

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2.2 业绩波动：两次原因可解释

上市以来，亿联网络常常收入与增速超过 30%，但有两个时间窗口均在波折。

**第一个区间发生在 2020 年，管理层总结的原因是外部特殊环境。**

2020 年报指出“同时受公司市场展会及差旅计划延缓等的影响”，“实现净利润 12.79 亿，同比增长 3.52%。受新冠疫情影响”。还指出：“桌面通信终端方面，报告期内实现销售收入 21.01 亿元，同比下滑 1.15%。桌面通信终端适用于固定办公场景，因此，短期业绩受疫情影响较为明显，随着下半年疫情对经济活动的影响逐步减弱，该产品线的业绩也逐渐呈现复苏态势”。

**事后看，尽管 2020 年的季度增速存在波折，但 2021-2022 年均良好成长。管理层对外部原因的正面评价也应当较为中肯。**“2020 年由于新冠疫情的影响，从软端的远程视频会议产品开始，大部分企业均加速了企业内部的数字化进程”。

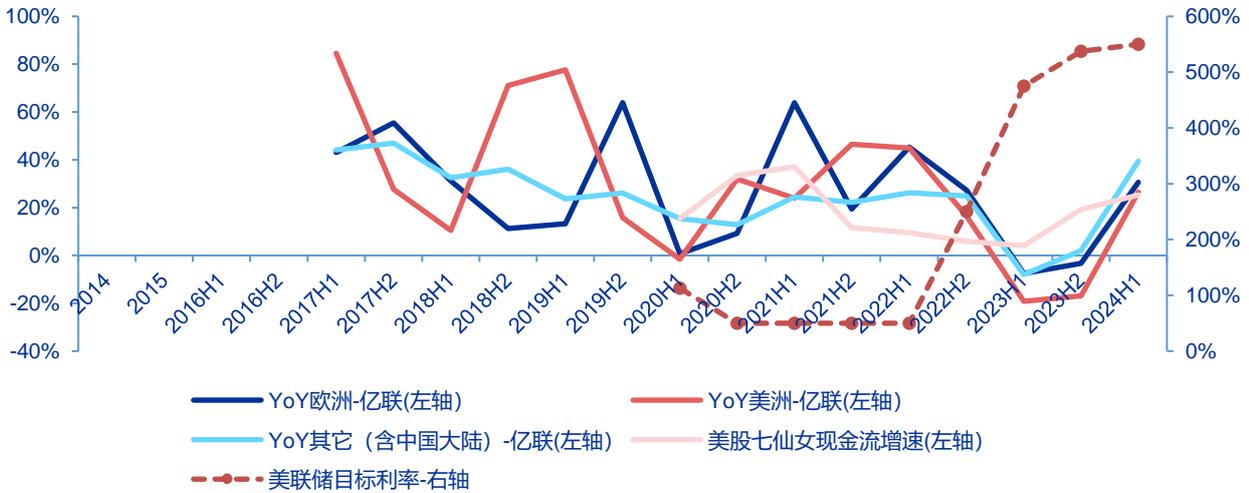
**第二个区间是 2023 年，公司的解释是全球宏观原因，我们可以找到论据。**

2023 年半年报指出“净利润 10.29 亿元，较去年同期下降 9.44%。报告期内，宏观经济走势偏弱导致行业需求出现一定波动，公司业绩同比有所下滑”。

尽管管理层并未深究全球宏观的外部原因，但我们认为，由于美国采用了加息的货币政策，会促进高景气、高物价，也会适度抑制需求。我们把美联储预期收益率、美股七仙女经营净现金流增速、亿联网络每个半年披露的收入增速，绘制到一张图上，可以得到：

- 1) 亿联网络来自美洲、欧洲、其它地区的增速在 2023H1 基本一致，说明这是一个全球普适的趋势。
- 2) 该趋势与美股 Magnificent 7（七仙女）类似，且与美联储目标利率相关。

图 5: 亿联网络 2023H1 各地域的增速平淡, 与美股 Magnificent 7 七仙女、美联储目标利率的变化, 应有相关性 (单位:%)



资料来源: 美联储, Bloomberg, Wind, 亿联网络历年年报, 申万宏源研究

可见, 亿联网络的商业模式有较大优势 (第一章论述), 长期业绩数据优异, 两次偶然波折也可以解释 (第二章论述)。投资者应当分析其底层原因, 并在低迷时投资, 而不必一味的跟踪月度景气。实际上, 月度景气不能解释公司起落的原因, 且略有滞后。

### 2.3 财务: 强库存管理, 现金流凸显配置价值

**现金流充沛稳定, 内生增长稳健。**由于公司直接融资完全为上市首发融资, 此后未进行股权再融资, 且公司在原本的轻资产运营模式基础上, 自主投资建设智能产业园, 采用外协加工厂入驻产业园集中生产的模式, 产线投入较小, 故经营现金流可较好地反映其现金创造能力。比较公司经营现金流与归母净利润, 可以发现, 2014 至 2024H1 “经营净现金流/归母净利润” 均值约 86%, 且大多数年份该比例在均值以上。

图 6: 亿联网络内生增长稳健, 现金创造能力凸显其较佳的配置价值



资料来源: Wind, 申万宏源研究

**销售回款率高, 体现强资金周转能力、强现金流管理能力及强话语权。**2014 至 2024H1 “销售商品提供劳务收到的现金/营业收入” 均值约 96%, 且大多数年份该比例在均值以上。因此公司抗风险能力强, 坏账风险低, 同时体现公司向下游拥有较强话语权。

**采用渠道经销模式, 全球分销网络成熟广泛。**公司利用全球授权经销商网络在全球六大洲 106 个国家及地区销售产品, 与授权经销商建立并维持着长期稳定的业务关系, 对授权经销商的有效管理使公司可以有效控制、拓展及巩固公司的全球销售渠道。随着业务的增长, 公司致力于与知名的授权经销商保持长期的合作关系, 同时扩展更多不同细分市场领域的授权经销商, 以扩大公司全球销售网络, 争取更大的市场机遇。

**加强下游库存管理, 控制季度波动风险。**23 年 7 月公司自主投资建设的智能产业园落成, 设有完善的质量控制体系, 全程介入外协厂管理, 持续提升工厂能力。目前, 公司三条产品线的库存均保持在合理水平。公司高度重视库存管理的优化提升, 自 2023 年开始实施了一系列更为精细化的管理措施, 以确保库存水平的合理性。

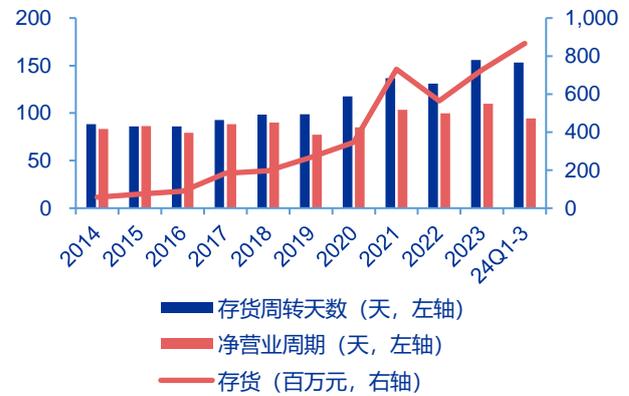
同时, 公司将持续监控市场动态和经销商库存情况, 谨慎把握库存, 确保既能满足业务发展需要, 又能保持库存的健康状态。24H1 存货周转天数已回落至 138 天, 净营业周期 98 天。公司能够实时掌握经销商的销售和库存数据, 从而对验证市场策略的有效性和及时调整起到支撑。库存管控原则主要基于: (1) 不能存在断库存风险, 有利于与客户构建长期信任; (2) 不过度压库存, 不过多占用经销商的现金流。

**图 7: 亿联网络销售回款良好, 资金周转能力强**



资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 8: 库存管理增强, 净营业周期变短**



资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 2.4 历史指引未来: 数次超越行业的原因

复盘公司自上市以来股价, 整体较为平稳, 分析几段波动区间原因:

(1) 2019 年中: 中美经贸摩擦升级, 市场预期公司将迫于关税压力转移产线至美国, 或将大幅提高生产成本。根据中国政府网, 美国政府宣布, 自 2019 年 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%。其后根据公司公告回应等验证, **公司产品未收到加征关税政策的影响, 悲观预期消除。**

(2) 2020年初：需求低迷，公司业绩承压。20Q2 公司营收同比下滑 14%，归母净利润同比下滑 19%，市场对全年业绩预期较为悲观。但由于公司推出云办公终端产品线，积极发展会议产品等第二曲线，20Q3 起业绩修复超预期，需求低迷情况下，2020 全年仍达成了营收同比 11% 增长。

(3) 2020 年中：交易所连续下发两封问询函，激发市场对公司财务质疑。根据深交所公告，2020 年 4 月 15 日与 18 日，交易所针对公司年报及转增股本预案发布问询函。亿联网络于收到问询函后的几天内迅速回复了 2 次，其中包含一次 70 页的详细回复文件，同时中金公司持续督导，给出核查意见，回复和核查均完备详实，一定程度上缓解或消除市场质疑。

(4) 2021 年-2023 年：海外需求承压，市场频繁跟踪公司月度数据，股价受月度间波动较大影响，市场担忧需求不及预期导致公司业绩承压。事实上公司 2021-2022 年业绩高增，营收同比均实现超 30% 增长；处于销库存周期的 2023 年也能基本维持稳定，无大幅下滑，业绩证明市场无需担忧。

图 9：亿联网络历史股价复盘，尽管有造假/需求下行等质疑，多次业绩亮眼证明需求稳定上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

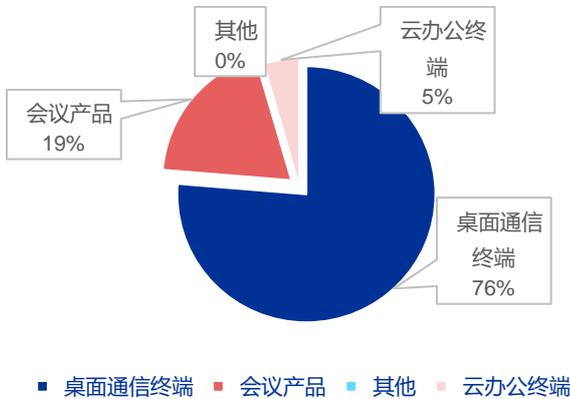
当前节点，海外企业通信需求修复，同时库存已逐步回到正常水位，公司 24 前三季度业绩表现亮眼，实现营收同比增长 27.5%，归母净利润同比增长 27.9%。此外，估值处于历史低位，修复空间显著。

### 3. 基业稳固，第二曲线空间广阔

公司现有三条产品线，从桌面通信终端到智慧会议室再到云办公终端，分别满足了固定桌面办公、会议室办公、远程及移动办公三类场景的企业通信需求。公司通过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，形成了可覆盖企业沟

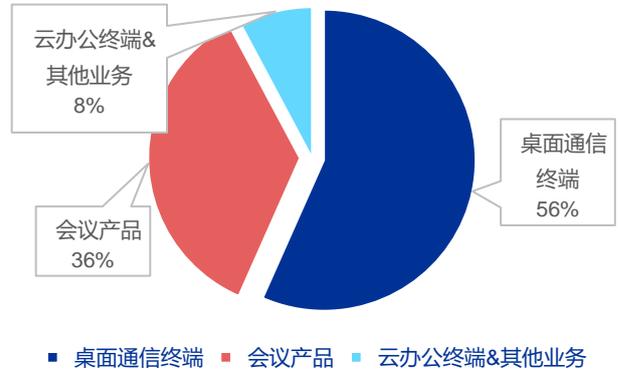
通协作全场景需求的统一通信解决方案，为企业用户提供更高效、更智能的智慧办公协作体验。

图 10: 2020 公司营收中，桌面通信终端占绝对主导



资料来源: iFinD, 申万宏源研究

图 11: 2024H1, 第二曲线会议产品贡献明显上升



资料来源: iFinD, 申万宏源研究

### 3.1 基业：桌面通信终端，存量市场地位稳固

桌面通信终端属于存量市场，空间预计较稳定。此前话机需求主要来源于 IP 通信对传统模拟通信的替换，预计未来部分用于话机的支出可能转向亿联网络第二曲线的产品，如商务耳麦、便携式扬声器和麦克风、网络摄像头和协作设备等。根据 Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文) 数据，预计 2024 年全球台式和无线话机市场收入将达 24.2 亿美元 (约合人民币 169 亿元)，2030 年约 20 亿美元 (约合人民币 139 亿元)。

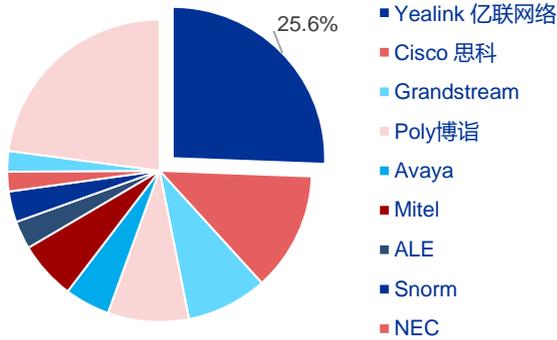
图 12: 全球台式和无线话机存量市场，预计平稳微降 (单位: 百万美元)



资料来源: Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文), 申万宏源研究

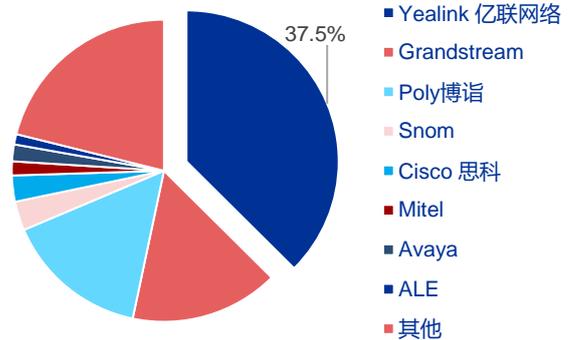
领先地位稳固，争取市占率进一步提升。话机业务已取得并持续多年保持全球领先地位，市场份额持续提升，未来，公司也将持续开拓高端市场，争取进一步提高全球市占率，保持行业引领者的位置。根据 Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文) 数据，2023 年全球 SIP 话机市场中，亿联网络占比 37.5%，龙头地位明确。

**图 13: 2023 全球台式和无线话机市场中, 亿联网络占主导地位**



资料来源: Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文), 申万宏源研究

**图 14: 2023 全球 SIP 话机市场中, 亿联网络龙头地位明确**



资料来源: Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文), 申万宏源研究

**针对不同市场已形成差异化解决方案, 竞争力全面。**主要产品包括 SIP 话机、DECT 话机、Teams 话机及会议话机, 以 SIP 话机为主。其中, SIP 话机主要包括 T3、T4、T5 系列, 公司针对运营商、呼叫中心、中小企业、中大企业、高端企业等不同市场形成了差异化的产品解决方案, 高效、灵活、深入地满足了不同市场的特殊需求, 构建了在不同市场的竞争力。

**整体业务预计存量平稳, 库存处于安全水位。**23 年下滑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; 24H1 增长超预期存在一定的经销商补库存因素, 但话机库存水平仍维持在既定的安全管理基线范围内。

**图 15: 亿联网络桌面通信终端产品演进, 逐步添加升级音视频、连接等多功能, 适用更多场景**



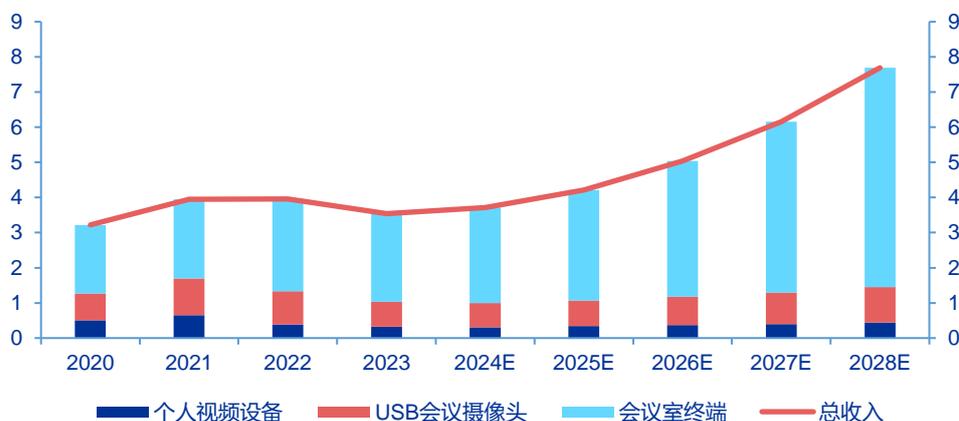
资料来源: 公司官网, 公司公告, 申万宏源研究

亿联从 2017 年起成为 SIP 话机全球销量市占率第一的厂商，成本、产品、渠道、认证等多方位优势将确保公司在全球 SIP 话机市场中继续维持龙头地位，并有望进一步在存量市场中抢占更多的市场份额。

### 3.2 第二曲线之一：会议产品，矩阵齐全高速增长

需求驱动，视频会议设备市场至少还有超 2 倍空间！23 年后，企业举措等将激发重返办公室的热情，随着会议室利用率提高，现代化会议室需求预计高增。根据 Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文)，2023 年全球视频会议设备市场收入 35.4 亿美元，预计 2028 年将达到 76.9 亿美元，2023-2028 五年 CAGR 约 17%；其中会议室终端收入预计 62.4 亿美元，CAGR 将达 20%。

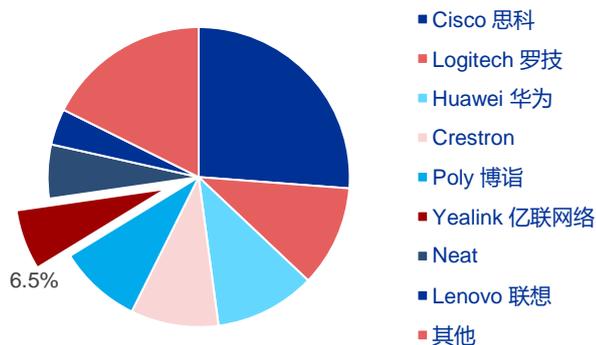
图 16：全球视频会议设备市场预计高速增长（单位：十亿美元）



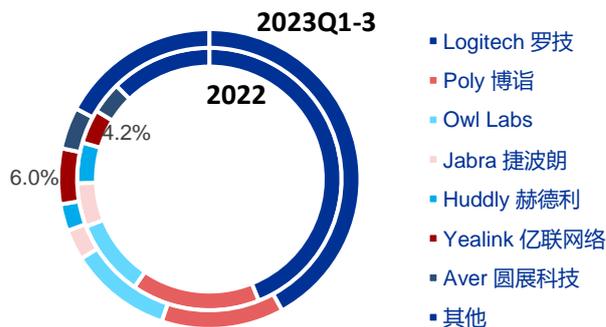
资料来源：Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文)，申万宏源研究

**对会议空间的工作支出，三年内预计超 50%空间。**根据 IDC《全球未来工作支出指南》，全球在“创建无边界数字工作空间和重新构想的物理空间”方面的支出将以 15%的复合年增长率从 2023 年的 5.87 亿美元增至 2026 年的 8.89 亿美元。这些投资通常用于重新设计会议室布局和帮助实现每位会议参与者平等发言的技术。公司正在探索配备多个摄像头和麦克风系统的会议空间，这些系统可以强调发言者、跟踪他们的动作、集成物理白板、整理笔记和行动项目，以及为远程或亲自到办公室参加会议的参与者提供更多功能。

**渗透率较低，公司市场份额提升空间大。**在持续提升产品竞争力的前提下，公司近年增长超过行业平均水平。长期来看，通过持续的产品创新和迭代升级，确保产品在性能和价格上具有双重优势，同时根据市场和用户需求优化设计，强化渠道建设，以实现市场份额的稳步提升。根据 Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文)，23Q1-3 亿联网络占全球会议室终端收入的 6.5%；占 USB 会议摄像头收入的 6.0%，而 2022 年仅占 4.2%，快速提升。

**图 17: 2023 前三季度全球会议室终端收入中, 亿联网络占比 6.5%**


资料来源: Frost &amp; Sullivan (弗若斯特沙利文), 申万宏源研究

**图 18: 全球 USB 会议摄像头市场中, 亿联网络份额持续提升**


资料来源: Frost &amp; Sullivan (弗若斯特沙利文), 申万宏源研究

以补齐场景需求为导向, 第二曲线持续迭代拓展。以“全能力”为基础, 打造全场景智慧办公解决方案。23 年推出适用于中大型会议室的超清分体式视讯终端 MeetingEye 500 (用于拓展更多复杂会议协作场景)、覆盖中小型会议室的智能安卓视讯一体机 MeetingBar A10 (轻量级产品, 补充 MeetingBar 系列终端方案的场景)、适用于超小型会议室的桌面一体式终端 DeskVision A24 (补充需要显示屏和独立视频会议终端使用的超小型会议场景), 满足不同规模企业组织多样化的需求, 拓展更多会议协作场景的可能性。

**图 19: 会议产品目标市场具有不同场景需求**


资料来源: 申万宏源研究

“云+端”，产品设计理念与市场发展趋势一致。公司以云平台和软端向用户提供优质的使用及服务体验，以智能硬件终端满足用户对实际会议场景的部署需求，形成一站式全套解决方案，且均由公司自主研发，能够全面保障整体解决方案的调优性能，确保更好的用户体验。产品不断向高阶智能化迈进，先发优势明显，预计未来将继续保持较为充足的成长动能。

图 20：亿联网络会议产品矩阵丰富，音频、AI 等功能满足各尺寸会议室需求



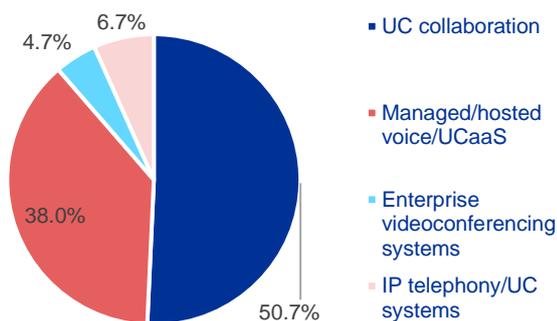
资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

公司客户拓展及市场竞争力主要来源于：

(一) UC 全能力沟通协作矩阵

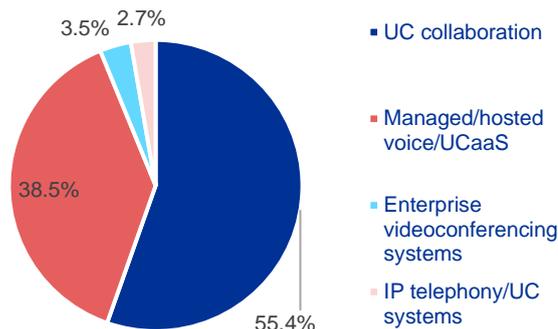
积极打造 UC 全能力沟通协作矩阵，实现多方融合。亿联 UME 统一通信解决方案依托融合通信，实现“多平台融合”和“多终端融合”。(1) 多平台融合：深度融合 IP 语音通话、视频通话、多方会议等企业主流通信平台；一体化部署，降低企业的通信建设投入和维护成本；(2) 多终端融合：支持移动端、语音视频设备等，在任何终端上接入 UME 系统，实现“任何用户”在“任何地方、任何时间”都可以发起通信，有效提高沟通效率。

该矩阵完美契合 UC 正成为整体解决方案的大趋势。UC&C 的重点是通过统一业务 IT 解决方案来简化协作工作流程。在 UC&C 中，语音与消息传递、视频会议应用程序、协作平台集成在单个用户界面中，以保证通信模式之间的切换。协作平台能够创建数字工作中心，将所有相关内容整合。根据 IDC (国际数据中心)，2023 年，UC 协作占全球 UC&C 收入的一半以上 (51%)，预计到 2028 年将进一步上升至 55%。

**图 21: 23 年 UC 协作占全球 UC&C 市场一半以上**


资料来源: IDC (国际数据中心), 申万宏源研究

注: UCaaS 指 Unified Communications as a Service (统一通信即服务)。

**图 22: 预计 28 年 UC 协作占比将上升至 55%**


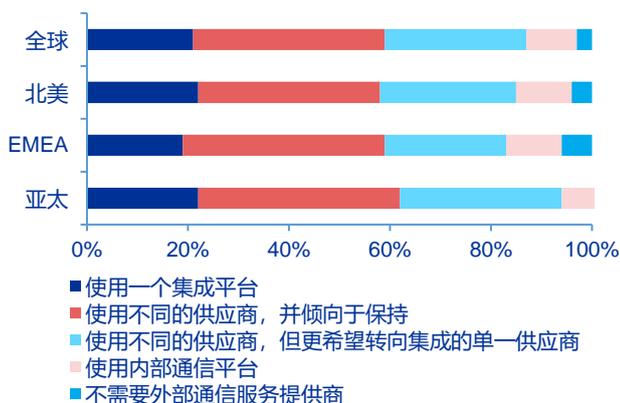
资料来源: IDC (国际数据中心), 申万宏源研究

注: UCaaS 指 Unified Communications as a Service (统一通信即服务)。

**协作平台助力公司成为更受欢迎的统一通信平台提供商。**据 IDC 调查, 全球约有五分之一的公司目前在内部 (员工) 和外部 (联络中心) 通信中使用单一的集成 UC&C 平台; 另有 28% 的公司倾向于转向单一平台, 这意味着全球近一半的公司可能在不久的将来拥有一个统一的平台。因此, 拥有独立解决方案的 UC&C 平台供应商有机会抢占市场份额。

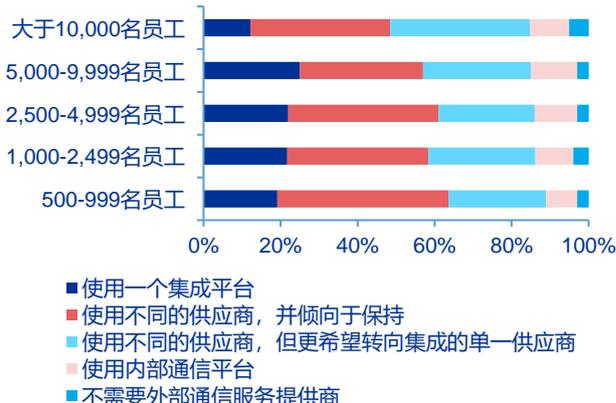
**亿联此前将中小企业作为首要目标市场, 并逐步渗透进大型企业市场。**

**大型企业客户方面, 公司统一解决方案协作平台有利于其拓展。**据 IDC 调查, 拥有超过 1 万名员工的大公司明显倾向于整合其通信平台提供商。随着公司规模扩大, 拥有多个供应商的吸引力似乎会降低。

**图 23: 全球近一半的公司已经或想要在员工和联络中心通信中使用单一的统一通信平台提供商**


资料来源: IDC (国际数据中心)《未来企业弹性和支出调查 8》(2023 年 9 月), 申万宏源研究

注: EMEA 指欧洲、中东和非洲。

**图 24: 越大的企业对于使用单一的统一通信平台提供商的偏好越高**


资料来源: IDC (国际数据中心)《未来企业弹性和支出调查 8》(2023 年 9 月), 申万宏源研究

## (二) 合作伙伴生态系统

**合作伙伴生态系统有望推动创新和差异化。**生态系统越强大和集成，UC&C 供应商就越有机会提供灵活和集成的解决方案，以满足各种现有系统的广泛用户。互操作性是建立生态系统的关键，利用个体玩家的优势，扩大市场范围。

**获权威伙伴认证合作。**微软 Teams、Zoom、腾讯会议等平台，是当前国内外企业通信云平台的权威代表，用户群体庞大，为当前业内最高标准的产品认证规格和门槛。亿联网络是唯一一家产品通过这三个平台认证的中国企业。亿联最新的安卓一体机视频会议终端 MeetingBar A20 接连获得几家公司的高规格产品认证，会议电话 CP900 和超高清 USB 摄像机 UVC30 组成的小型会议室音视频设备方案，也已获得腾讯会议平台的认证肯定。

**表 10: 亿联网络合作生态系统繁荣，和多家权威平台伙伴合作**

伙伴	合作历程	成果	认证与合作益处
微软	2015 年：与微软达成 <b>战略合作</b> ；亿联话机通过 Skype for business 认证	Teams 版本音视频语音协作方案	全球高端市场开拓 产品创新与技术认证
	2017 年：亿联话机通过 Office 365 认证	统一通信全流程产品矩阵	
	2018 年-2019 年：与微软合作发布针对 Teams 软件定制的音视频会议终端解决方案	AI 技术+音视频会议技术	
	2023 年：是国内音视频行业中 <b>唯一一家与微软深度战略合作的视频会议厂商</b>		
腾讯会议	2019 年：与腾讯会议达成 <b>战略合作</b>	视频会议一体机联合解决方案	扩大在企业级通信和协作解决方案领域影响力 为企业用户带来更有价值的解决方案和服务 提供流畅的跨区域、跨国企业音视频会议服务
	2021 年：联合推出视频会议一体机联合解决方案——腾讯会议 Rooms 安卓专用款	全新/全场景会议室解决方案	
	2022 年：会议平板 Meeting Board 通过腾讯会议认证	“万室如意”计划	
	2023 年：联合腾讯会议发布全新会议室解决方案		
Zoom	2018 年：与 Zoom 达成 <b>战略合作</b>	全场景会议室解决方案	扩大产品在全球市场的影响力
	2019-2020 年：推出多款适配 Zoom Rooms 的音视频设备，通过 Zoom 认证		
	2022 年：参加 Zoomtopia 大会，展示了与 Zoom 合作的多款新品		
	2023 年：与 Zoom 达成音视频领域长期深度合作		
钉钉会议	2022 年 10 月 24 日：与钉钉会议合作，为职场者提供“以人为本”的视频会议办公体验	智慧办公全链路合作	加强全球战略合作 巩固在通信领域市场地位
	2024 年 4 月 17 日：推出“云端一体 智慧会议”终端解决方案	“云端一体 智慧会议”终端解决方案	
	2024 年 6 月 27 日：发布 AI 会议硬件，展示“云+端+AI”全场景会议室解决方案	“云+端+AI”全场景会议室解决方案	
	2024 年 10 月 16 日： <b>签署全球战略合作协议</b> ，双方将在产品技术、客户服务和出海方面展开深度合作，在智慧会议室、本地音频方案及语音融合等产品技术层面共创		

资料来源：亿联网络官网，亿联网络官方公众号，微软 Teams 官网，腾讯会议官网，钉钉会议官网，申万宏源研究

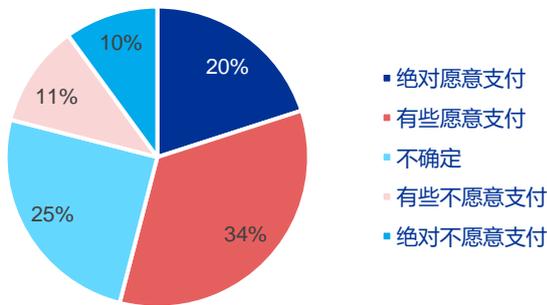
### (三) 生成式 AI 功能

**统一通信（会议）市场是人工智能的早期采用者，且将更多利用 AI。**早期考虑降噪、视频增强、背景图像，随着更加多模式化，社交媒体和工作场所会议是新模式的前沿，因为它们使用的内容类型更具视觉、听觉或触觉，更多人工智能将被利用。亿联网络的 AI 智能及物联网等新技术也充分应用在产品中，将利用 AI 技术打造更多的智能化办公及会议体验，更高效地满足全球客户需求。

**买家对生成式人工智能功能的付费意愿很强。**根据 IDC 调查，超过一半（54%）的公司表示，他们愿意为生成式 AI 功能支付附加费用；20%的公司表示“绝对”愿意支付附加费用。公司愿意支付的两个关键功能是音视频智能（例如，AI 驱动的参与者跟踪、动态屏幕布局、虚拟会议边界以及噪音消除/音频增强）以及基于聊天、共享文件等信息自动创建电子邮件和文档等内容。

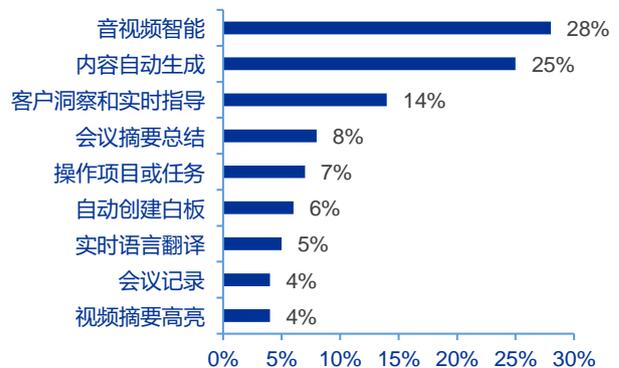
**生成式 AI 能力有望提高用户生产力，推动 UC&C 未来增长。**客户洞察和实时指导功能为销售和招聘人员等工作人员在实时交互或离线准备过程中提供数据驱动的可操作提示，从而提高他们的服务质量和生产力。基于人工智能的会议总结、转录、翻译和自动白板是 UC&C 供应商目前关注的其他一些功能，但对买家来说并不是最优先考虑因素。

**图 25：买家为生成式 AI 功能支付附加费用的意愿很强**



资料来源：IDC（国际数据中心）《云通信和数据中心服务调查》（2023 年 11 月），申万宏源研究

**图 26：公司愿意支付生成式 AI 功能附加费用的两个关键功能是音视频智能和内容自动生成**



资料来源：IDC（国际数据中心）《云通信和数据中心服务调查》（2023 年 11 月），申万宏源研究

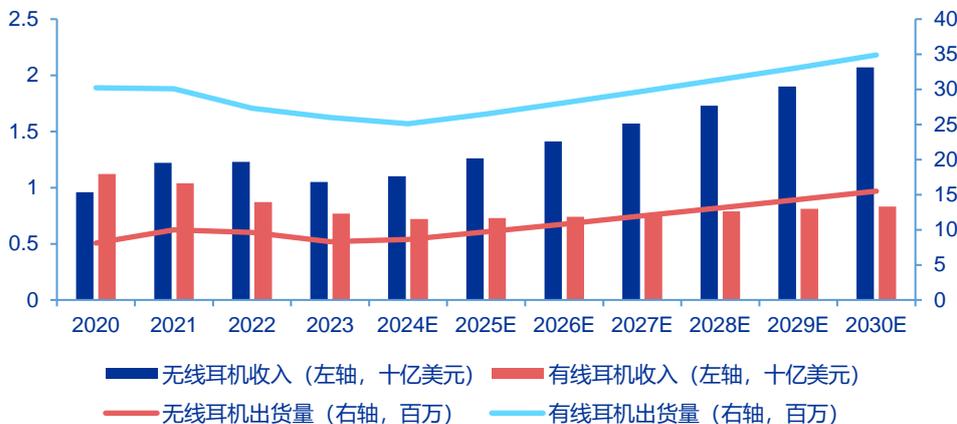
## 3.3 第二曲线之二：云办公终端，潜在空间巨大

**现代工作场所对顺畅、有效沟通的需求日益增长，商务耳机预期 60%空间。**结合多种通信渠道的统一通信（UC）解决方案的普及以及人们日益认识到高质量音频在业务交互中的价值，是推动全球商务耳麦市场增长的主要因素。此外，技术的进步，尤其是语音识别与 AI 智能功能的结合，也为市场的发展提供了助力。据 Frost & Sullivan（弗若斯特沙利文），2023 年全球商务耳机总市场收入 18.2 亿美元，预计 2030 年将达 29 亿美元。

**公司正加速布局的无线耳机价格较高，预期收入高增。**据测算，2023 年无线耳机均价 100 美元，收入 1.5 亿美元，有线耳机均价 50 美元，收入 1.5 亿美元；2024 年预计无线

耳机均价 134 美元，收入 20.7 亿美元，有线耳机均价 24 美元，收入 8.3 亿美元。由于基于软件的商业通信和协作服务使用率的不断增长等长期趋势，预计商用耳机逐步普及，需求从有线耳机部分转向无线耳机。

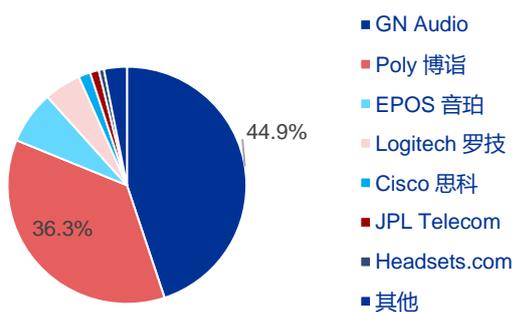
图 27：全球商务耳机市场快速增长，空间广阔（单位：十亿美元，百万）



资料来源：Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文)，申万宏源研究

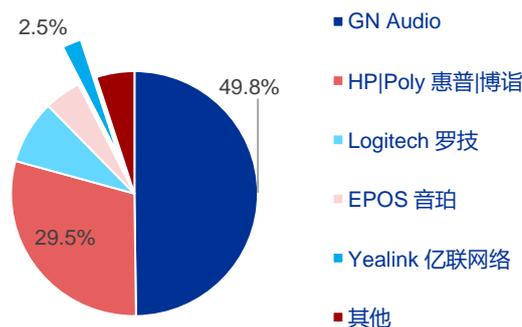
**商务耳机双寡头格局变动，亿联网络迎来机遇。**据 Frost & Sullivan(弗若斯特沙利文)，2020 年商务耳机市场主要被双寡头 Poly 和 GN 集团垄断，共占据 80%以上的份额。Poly 在整合渠道体系时耳机业务受影响进展不佳，目前，龙一为 GN 集团（旗下 Jabra），双寡头合计份额下降，国内品牌亿联网络迎来抢占市场的机遇。当前，亿联网络的商务耳机业务仍处于发展初期，2023 年市场份额约 2.5%，已成为第五大厂商。

图 28：2020 年商务耳机市场主要由双寡头 Poly 和 GN 占据



资料来源：Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文)，申万宏源研究

图 29：2023 年商务耳机市场中，亿联网络开始逐步抢占份额



资料来源：Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文)，申万宏源研究

**亿联网络云办公终端业务线主要产品包括商务耳机、便携式会议电话和个人移动办公摄像头，以商务耳机为主。**商务耳机主要应用于日常办公、呼叫中心、视频会议、移动办公等场景，并根据应用场景的不同，分为 RJ 有线连接、USB 有线连接、DECT 无线连接、蓝牙无线连接等不同类别的产品以及不同的佩戴形态。

商务耳机有别于消费类耳机的主要特点在于：（1）性能上，对于麦克风拾音音质和降噪性能要求更高；（2）应用上，广泛适配各种办公通信系统和软件；（3）传输上，无线传输的安全可靠性要求高；（4）设计上，适合长时间佩戴并保护听力。随着全球统一通信市场的不断发展，通信系统和软件不断提升在语音 AI 应用方面对商务耳机的需求，商务耳机的应用将越来越普遍，产品的功能和应用体验也在持续发展演进。

亿联的商务耳机仍处于发展初期，但已形成较完整产品矩阵。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；2022 年，推出 BH7X 系列商务蓝牙耳机，发力高端音频市场，从大类别上形成完整的商务耳麦产品线。23 年重新调整产品定位，回归对音视频高质量性能的本质需求，完成了 BH 系列的迭代升级，推出新品 BH76 蓝牙耳机，已投放市场并取得了良好的渠道验证结果。

图 30：亿联网络云办公终端快速迭代，提供高质量音视频等多种性能，已形成较完整系列产品线

	免提会议电话	USB 有线耳机	DECT 无线耳机	USB 有线耳机	DECT 无线耳机	蓝牙耳机
音频功能	高清图频技术 六麦克风环形阵列，可 360° 全向拾音 支持全双工音频技术 搭载亿联自有音频技术，以及 AEC、NS 和 DSP	宽频高清音响技术与降噪功能	降噪双麦克风设计 全双工免提电话	双麦克风降噪 亿联隔音罩技术 双模式切换 双静音控制 35mm 大尺寸扬声器 醇享立体声声效	用 Yealink 声学屏蔽技术的双降噪麦克风 Acoustic Shield 技术 2x 降噪麦克风 立体声扬声器 全双工扬声器 无缝会议模式切换	生物振膜音浪 智能拾音罩技术 降噪麦克风 Hi-Fi 级 aptX 音频算法 四级智能降噪
续航能力	12 小时通话时间				8 小时通话时间	13 小时(单声道)和 14 小时(双)通话时间
连接功能	可同时与 3 台支持蓝牙的设备连接 可通过蓝牙或 USB 快速连接笔记本电脑、智能手机和平板电脑	适配 PC、话机、平板电脑等多种设备 兼容亿联话机及带 USB 接口的主流第三方 IP 话机	连接 PC、桌面 VoIP 电话及智能手机 394 英尺漫游范围	支持 USB 和蓝牙两种连接方式	可连接到桌面电话和 PC 无线覆盖范围可达 160 米/525 英尺 可连接电脑和桌面电话	充电五分钟，通话三小时 30 小时超长续航能力：10 小时通话时长+20 小时充电盒支持 无线范围 40 米/75 米
其他功能	Teams 兼容的专用按钮 单个仅重 220 克 注：CP900 特有功能，CP700 特有功能	钉钉会议认证	Teams & Zoom 认证 可转换耳机重量仅为 18 克	双边忙碌指示灯 300° 可旋转麦克风吊臂杆 超轻机身，较上一代重量优化 15% 注：UH37 特有功能，UH38 特有功能	可转换耳机重量仅为 18 克 重量仅 0.18 磅(单耳)和 0.28 磅(双) 经过 Zoom 认证 4.0 英寸电容式触摸屏 注：WH66 特有功能，WH62 特有功能	伸缩式隐藏麦杆 小巧轻便，低至 100g 重量 注：BH72 特有功能，BH71 Workstation 特有功能
	2020 年正式成立云办公终端业务线		2021 年完善 UH3X 系列与 WH6X 系列		2022 年推出 BH7X 系列并持续更新	

资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

产品线整体处于发展初期，自成立至今保持高速发展。公司具有以下几点主要优势：

（1）**品牌优势**：公司在话机业务领域已经达到了相当成熟的阶段，并且在市场上确立了稳固的地位，为商务耳麦品牌建设推广提供了坚实的基础。因此，商务耳麦能够更好地塑造品牌形象，增强客户信任，从而在竞争激烈的市场中获得更多的认可 and 市场份额。

（2）**渠道优势**：商务耳机产品线可高度复用公司在已有业务线上积累的渠道优势，使商务耳机得以实现更快速高效的市场拓展。此外，公司正逐步拓展 ProAV 类和 IT 类渠道。渠道拓展更多回归至产品竞争力本身，目前公司在企业通信领域已经具备一定的品牌知名度和影响力，同时该类渠道对公司产品和解决方案的认可度较高，因此公司进入 ProAV 类和 IT 类渠道相对顺畅，在这类渠道的份额有较大的提升空间。

**(3) 价格优势：**云办公终端产品的主要竞争对手为欧美企业，亿联网络作为中国厂商在竞争中具有较大的成本价格优势。在竞争策略上，公司计划延续高性价比策略，在性能和质量相同的情况下，能够做到具有价格优势。

**(4) 技术优势：**公司话机业务的深厚技术沉淀也为和商务耳麦的发展奠定了坚实的技术基础。同时公司也持续加大研发投入，完善产品矩阵，快速进行产品迭代，力争在产品质量性能上实现突破。

我们将公司的有线及无线蓝牙耳机产品线与海外同级别竞品对比，可以明显发现公司性能及价格优势：

**表 11：亿联有线耳机与同级别竞品对比，具有音频性能和价格优势**

公司	亿联网络	Polycom (宝利通)	GN (大北欧 Jabra)
型号	UH37	Blackwire 5220	Jabra Evolve2 50
价格(美元)	<b>79.99</b>	<b>79.99</b>	<b>150</b>
扬声器	专业级 35 毫米扬声器，卓越的立体声和动态 EQ	音频可在电话宽带和高保真立体声音乐之间自动切换，	28 毫米定制扬声器
降噪	内置 <b>2 个麦克风</b> 实现双麦降噪，采用亿联隔音降噪技术，智能屏蔽周围环境噪音，同时 <b>精准抓取人声</b>	SoundGuard DIGITAL 技术可防止高音量、突然的巨响和长时间暴露；	<b>2 个高级降噪麦克风</b> ，提供单声道和立体声风格的主动降噪功能
兼容性	获得 Microsoft Teams 和 Zoom 授权，与主流 UC 平台无缝协作，与亿联 IP 电话本地集成	与 Microsoft Teams、Zoom 和其他领先的协作平台兼容	提供 Microsoft Teams 认证版本和 UC 版本，后者已通过 Google Meet、Works With Chromebook* 和 Zoom 认证

资料来源：亿联官网，Jabra 官网，亚马逊官网，申万宏源研究

**表 12：亿联无线蓝牙耳机和同级别竞品对比，具有价格和性能优势**

公司	亿联网络	Poly	GN
型号	BH70	Voyager 4320	Jabra Evolve2 65 Flex
价格(美元)	<b>110</b>	<b>145.9</b>	<b>212.81</b>
连接范围	164 英尺 (50 米)	164 英尺 (50 米)	/
通话时长	<b>35 小时</b>	24 小时	21 小时
音频功能	行业领先的 <b>3 麦克风</b> 降噪技术，新的智能降噪算法	采用 Acoustic Fence 技术的降噪 <b>双麦克风</b>	采用 Hybrid 主动降噪技术的 28 毫米扬声器，使用 <b>智能麦克风</b> 提升用户声音
兼容性	通过 Microsoft Teams 认证，普遍兼容几乎所有平台和操作系统上的常见呼叫应用程序	通过 Microsoft Teams 认证，并与 Zoom 和其他平台集成	通过了 Google Meet、Microsoft Teams 和 Zoom 认证，适用于所有主流会议平台
重量	146 克	/	136 克

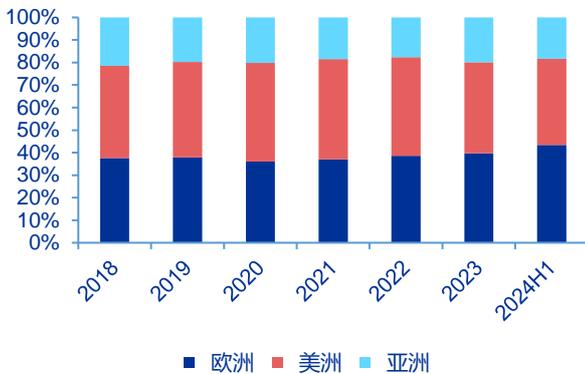
资料来源：亿联官网，亚马逊官网，Jabra 官网，申万宏源研究

## 4. 海外超三成增长空间，子公司战略布局

海外市场占主导，欧美市场占比超 80%。公司整体分区域营收占比较为稳定，欧美市场始终有较大占比，2018 年欧美市场占比 78.6%，到 2024H1 公司欧美市场营收占比

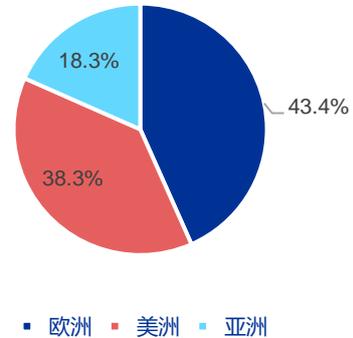
81.7%。因此，海外需求波动对公司营收影响较大，市场部分担心海外需求和外部环境影响，本章节将解释需求情况与公司相关战略布局。

图 31：公司各地区营收占比比较为稳定



资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 32：24H1 公司营收地区分布，欧美占比超 80%

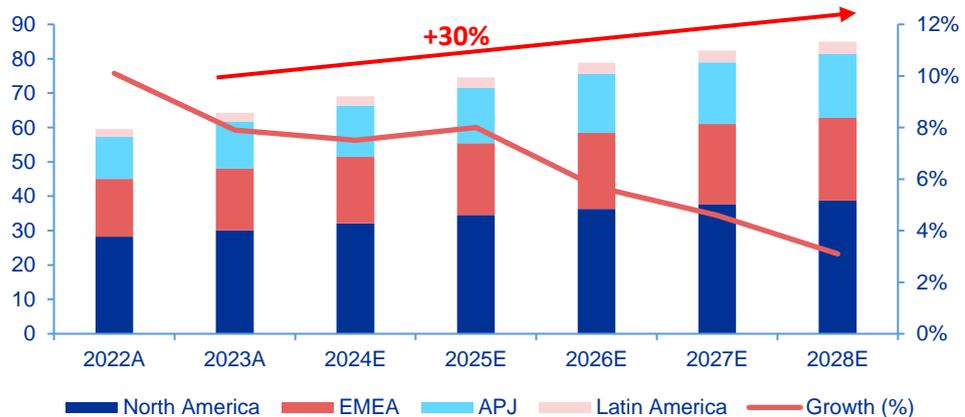


资料来源：iFinD，申万宏源研究

**需求层面，技术驱动，被低估的超 30% 下沉空间。**全球通信网络基础设施及通信技术的不断发展，推动了企业通信市场的下沉，促进了更多企业对通信终端需求的释放。同时，企业通信产品形态持续进化，市场边界延展，形成了对智能、高效、安全的一体化、全场景智慧办公解决方案的需求。根据 IDC (国际数据公司)，预计统一通信和协作 (UC&C) 市场将在 2028 年增长至约 850 亿美元，相比 2023 年的 643 亿美元有约 32% 的增长空间。

**亿联重点布局的北美与欧洲等地区占全球 UC&C 市场超 3/4 份额。**2023 年，北美占全球 UC&C 市场的近一半 (47%)，预计在 2024-2028 年的预测期内，其贡献率将继续保持在相同水平 (46%)。欧洲、中东和非洲 (EMEA) 在 2023 年贡献了 UC&C 市场的 28%，预计将保持其份额。23 年北美+EMEA 合计占 UC&C 全球市场的 75%。

图 33：全球统一通信与协作市场被低估的超 30% 下沉空间 (单位：十亿美元，%)



资料来源：IDC (国际数据公司)，申万宏源研究

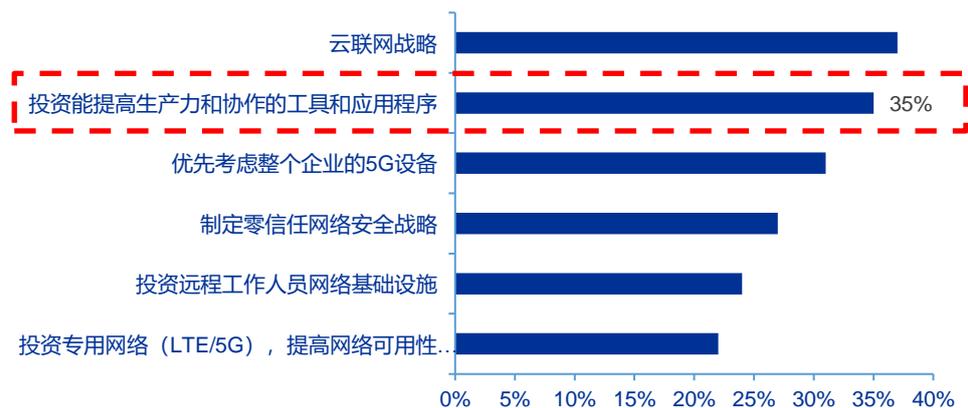
注：North America 指北美；EMEA 指欧洲、中东和非洲；APJ 指包括日本在内的的亚太地区；Latin America 指拉丁美洲。

**疫情下远程需求进一步高增。**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。疫情爆发期间，远程办公使得各类视频会议软端得到广泛应用，快速提升了用户对该行业产品的认知，从而促使疫情缓解人员回流办公室后各类会议室解决方案部署需求的提升。员工在不同场景下高效的沟通协作需求愈发强烈，即无论员工在办公室、家中或差旅途中，均需能得到高效的沟通协作体验。

**远程/混合办公等新常态激发企业通信需求。**根据 IDC《云通信和数据中心服务调查》，由于 69%的劳动力在办公室工作，25%的劳动力在混合环境中工作，企业需要改进工作场所技术以增强协作；全球范围内，93%的企业使用统一通信（UC）和协作应用程序（音频会议/视频会议/网络会议、团队消息传递、屏幕共享等），90%的企业使用视频会议系统（会议室平台和设备）。

随着统一通信平台的日益完善，企业用户对与统一通信平台配套使用的终端形态的需求也越来越多样化；此外，远程办公、混合办公已成为全球劳动市场的新常态，企业数字化转型已成为确定方向。在此趋势下，企业将更加关注团队办公协作的质量和效率，不仅要满足多种类数据传输的需求，还需要满足多业务场景的需求。

**图 34：投资基于云的生产力和协作工具是全球 1/3 以上组织的第二大优先事项**



资料来源：IDC（国际数据公司）《2023 互联性未来调查》（2023 年 6 月），申万宏源研究

**为应对潜在的外部环境影响，成立新加坡子公司，业务拓展+抗风险能力提升。**AIXCOM TECHNOLOGY PTE.LTD.是公司的新加坡全资子公司，成立于 2023 年 9 月 22 日，主要从事海外相关的统一通讯终端的销售等。公司多年来按照国家及地域特性进行市场研究，制定产品策略，参与多个国内外展览会提升品牌知名度，以了解技术发展、市场趋势以及不断改变的客户需求。

该子公司的成立主要出于两方面原因（根据公司公告，下同）：

**(1) 核心定位是全球化业务拓展。**将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，提升整体国际市场竞争能力，更好地开拓高端市场客户，持续推进全球化战略布局。

**(2) 有利于增强公司的抗风险能力。**防范局部市场潜在贸易风险的重要举措，计划下半年开始逐步进行一定的供应链外迁，增强公司应对贸易政策变化的灵活性，确保业

务稳定性。未来，公司将视新加坡子公司的业务体量匹配产能规模，在周边逐步建立适当的供应链体系，防范局部市场贸易风险。

**供应链准备完善，重建的磨合问题较小。**由于当前许多中国厂商已在海外投资设厂，因此重建供应链难度相对较低。并且，公司将继续沿用外协生产模式，利用供应链管理方面的丰富经验，确保供应链的高质与高效。因此，重建供应链的磨合问题预计总体可控。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测：逐项分拆收入与费用

主要板块收入与毛利率假设：

#### （一）桌面通信终端

桌面通信终端业务是公司目前营收占比最大的业务，预计公司该业务 2024-2026 年稳健增长，预计营收增速分别为 8.4%/8.3%/3.4%。

**预计未来几年桌面通信终端业务稳健增长的原因包括：**（1）各类企业用户对数字化转型的需求增加，企业通信部署逐渐从私有化向依托公网的公有化转移，市场不断下沉，推动各类企业对桌面通信终端的需求增长；（2）2023 全年桌面通信终端相对下滑较多，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。当前，经销商逐步开始增补库存，业绩有望得到修复；（3）公司此产品线已在行业内取得了领先的竞争力，功能拓展性强、广泛深度兼容众多 PBX、解决方案全面丰富，未来有望继续保持领先地位。

考虑到公司后续高端话机产品占比提升有望提升整体的毛利率水平，预计桌面通信终端产品 24/25/26 年产品的毛利率分别为 65.6%/65.9%/66.2%。

#### （二）会议产品

会议产品业务为公司重点发展方向，有望在 2026 年超过桌面通信终端成为营收占比最大的业务，预计公司该业务 2024-2026 年较快增长，预计营收增速分别为 46.3%/43.1%/44.8%。

**预计未来几年会议产品业务高增的原因包括：**（1）2023 年全年实现相对稳健的增长，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；（2）视频会议行业由私有化向公有化转型，企业使用门槛降低，市场开始下沉，市场规模变大；（3）混合办公模式的普及使得视频会议终端得到更广泛的应用，用户对视频会议产品的认知逐渐提升，对会议产品解决方案的需求增加；（4）企业数字化转型的加速以及人工智能技术的持续发展使得企业用户对会议产品要求提高，公司会议产品不断拓展和迭代，会议平台及智能硬件终端的处理能力均持续提升，预计业绩持续稳定增长。（5）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。

由于产品的快速迭代有望保持稳定的毛利率水平，预计 24/25/26 年会议产品的毛利率分别为 67.0%/67.4%/67.6%。

### (三) 云办公终端

**预计公司云办公终端业务 2024-2026 年较快增长，预计营收增速分别为 23.3%/34.2%/26.6%。**

**预计未来几年云办公终端业务维持稳定增长的原因包括：**（1）企业办公朝着更开放的工作空间、更灵活的工作方式发展，移动办公场景的边界不断拓宽，所需设备的矩阵不断扩展，云办公终端市场需求渐起；（2）混合办公及企业数字化转型的新趋势进一步加速云办公终端市场的发展；（3）耳麦市场规模不断扩大，根据 Frost & Sullivan（弗若斯特沙利文）研究报告数据，预计 2027 年全球专业耳麦市场规模约为 44.4 亿美元。公司商务耳麦产品线处于发展的初期，凭借公司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，预计产品线将快速成长。（4）公司持续完善耳麦产品线竞争力，完成了 BH 系列商务蓝牙耳机迭代升级，并取得了良好的渠道验证结果，未来有望取得长足发展。

预计 24/25/26 年云办公终端产品的毛利率将维持稳定，分别为 55.0%/55.7%/56.0%。

**综合来看，预计公司 2024-2026 年营收增速分别为 22.3%/24.3%/24.6%，对应毛利率分别为 65.1%/65.6%/65.9%。**

**表 13：亿联网络业绩拆分（单位：百万元，%）**

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入(百万元)</b>	2754	3684	4811	4348	5318	6611	8235
(+/-%)	10.6%	33.8%	30.6%	-9.6%	22.3%	24.3%	24.6%
<b>营业成本(百万元)</b>	936	1417	1779	1490	1849	2271	2800
<b>毛利率(%)</b>	66.0%	61.6%	63.0%	65.7%	65.1%	65.6%	65.9%
<b>1 桌面通信终端</b>							
<b>营业收入(百万元)</b>	2101	2547	3145	2544	2758	2988	3090
(+/-%)	-1.1%	21.2%	23.5%	-19.1%	8.4%	8.3%	3.4%
占销售收入比重	76.3%	69.1%	65.4%	58.5%	51.9%	45.2%	37.5%
<b>营业成本(百万元)</b>	718	958	1140	829	950	1020	1046
<b>毛利率(%)</b>	65.8%	62.4%	63.8%	67.4%	65.6%	65.9%	66.2%
<b>2. 会议产品</b>							
<b>营业收入(百万元)</b>	528	913	1299	1466	2144	3069	4445
(+/-%)	61.9%	72.8%	42.3%	12.8%	46.3%	43.1%	44.8%
占销售收入比重	19.2%	24.8%	27.0%	33.7%	40.3%	46.4%	54.0%
<b>营业成本(百万元)</b>	161	344	459	502	707	1000	1440
<b>毛利率(%)</b>	69.5%	62.3%	64.7%	65.8%	67.0%	67.4%	67.6%
<b>3 云办公终端</b>							
<b>营业收入(百万元)</b>	122	221	361	323	399	535	677
(+/-%)	247.9%	80.4%	63.4%	-10.3%	23.3%	34.2%	26.6%
占销售收入比重	.%	.%	.%	.%	.%	.%	.%

营业成本(百万元)	56	113	175	149	179	237	298
毛利率(%)	54.0%	48.7%	51.4%	53.9%	55.0%	55.7%	56.0%
<b>4 其他</b>							
营业收入(百万元)	2	3	5	15	17	20	23
(+/-%)	3.4%	53.9%	58.6%	179.0%	20.0%	15.0%	15.0%
占销售收入比重	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业成本(百万元)	1	1	5	10	12	14	16
毛利率(%)	76.0%	63.0%	-2.9%	30.9%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

#### 期间费用预测:

预计 2024 年-2026 年期间费用保持合理增长趋势, 2024 年控费卓有成效, 随着公司整体营收规模扩大形成规模效应, 我们认为期间费用占比将在下降后维持稳定。假设 2024-2026 年公司销售费用率分别为 5.0%/4.9%/4.9%、管理费用率分别为 2.6%/2.5%/2.5%、研发费用率分别为 9.5%/9.4%/9.4%。此外, 公司财务费用预计较稳定, 假设 2024-2026 年财务费用为-0.14/-0.19/-0.20 亿元。

表 14: 亿联网络费用预测明细 (单位: 百万元, %)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>销售费用</b>	189.87	255.58	275.80	266.07	321.75	402.84
销售费用-工资薪酬	120.59	145.61	148.64	151.63	190.14	244.90
销售费用-非薪酬	69.27	109.97	127.16	114.45	131.61	157.94
<b>管理费用</b>	96.80	111.59	132.93	137.13	162.97	201.87
管理费用-工资薪酬	59.18	70.17	75.45	78.50	96.71	125.67
管理费用-非薪酬	37.62	41.42	57.48	58.63	66.26	76.19
<b>研发费用</b>	364.68	495.64	499.07	506.81	619.27	772.50
研发费用-工资薪酬	300.25	405.91	407.59	419.90	521.93	660.56
研发费用-非薪酬	64.43	89.73	91.48	86.91	97.34	111.94
<b>销售费用率</b>	5.2%	5.3%	6.3%	5.0%	4.9%	4.9%
<b>管理费用率</b>	2.6%	2.3%	3.1%	2.6%	2.5%	2.5%
<b>研发费用率</b>	9.9%	10.3%	11.5%	9.5%	9.4%	9.4%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

综上假设, 我们上调盈利预测, 预计公司 24-26 年实现营业收入分别 53.2/66.1/82.4 亿元 (前次预测为 52.8/64.3/78.0 亿元), 同比增速为 22%/24%/25%; 预计公司 24-26 年归母净利润分别 25.2/31.3/38.8 亿元 (前次预测为 24.3/29.4/35.5 亿元), 同比增速为 25%/25%/24%。

## 5.2 估值：历史低位，预计底部修复！

亿联网络主营业务是以 SIP 话机、视频会议系统、云办公终端为代表的统一通信终端类业务，软件平台类业务（亿联云视讯、UME）占比较小。目前 A 股中从事云视讯相关的公司如会畅通讯、二六三的主营业务均为语音会议以及云视频会议系统（软件平台），终端类业务占比较小，因而与亿联的整体业务类型可比性较低。

基于此前深度，亿联的业务模式应该对应于 A 股中提供解决方案甚至“场景化”的嵌入式软件制造科技公司且公司具备一定的渠道力。从嵌入式软件公司、ICT 渠道类型公司和提供解决方案甚至“场景化”的 ICT 公司，其整体估值水平去理解亿联更为合理。因此将嵌入式软件制造科技公司海康威视、德赛西威、深信服、视源股份、汇川技术、三一重工、启明星辰、迪普科技、柏楚电子、萤石网络作为可比公司，其中，柏楚电子是激光等产品和解决方案的 ICT 公司，萤石网络是 AI 解决方案、家居场景的 ICT 公司。

表 15：可比公司 PE 估值表

证券代码	证券简称	2024/10/25		归母净利润（亿元）				PE			
		股价 (元/股)	市值 (亿元)	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002415.SZ	海康威视	30.95	2,830.90	141.08	151.89	175.01	201.04	20	19	16	14
002920.SZ	德赛西威	121.25	674.50	15.47	21.07	27.38	34.55	44	32	25	20
300454.SZ	深信服	66.47	268.33	1.98	2.53	3.66	5.00	136	106	73	54
002841.SZ	视源股份	37.19	252.65	13.70	13.53	15.80	18.53	18	19	16	14
300124.SZ	汇川技术	58.00	1,517.97	47.42	52.64	63.92	77.34	32	29	24	20
600031.SH	三一重工	17.45	1,478.04	45.27	61.51	79.23	100.17	33	24	19	15
002439.SZ	启明星辰	17.12	208.58	7.41	8.00	10.02	12.14	28	26	21	17
300768.SZ	迪普科技	19.68	126.71	1.27	1.60	2.02	2.55	100	79	63	50
688188.SH	柏楚电子	197.78	402.91	7.29	9.93	13.18	17.27	55	41	31	23
688475.SH	萤石网络	33.76	266.10	5.63	6.65	8.19	10.12	47	40	32	26
市值加权平均								35	29	23	19
300628.SZ	亿联网络	39.96	505.02	20.10	25.15	31.30	38.80	25	20	16	13

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：数据截止时间为 2024/10/25。

**亿联网络 PE 估值处于历史低位，亟待修复。**公司目前的历史 5 年 PE 百分位仅 12.2%，且业绩边际向好，估值修复空间大。

**上调为“买入”评级。**我们认为，公司作为通信出海核心厂商，盈利能力强，多重优势下，业绩预计随需求延续边际改善持续高增。根据盈利预测，公司 24-26 年对应 PE 为 20X/16X/13X，低于可比公司 24-26 年 29X/23X/19X 的市值加权平均 PE。可比公司 2025 年市值加权平均 PE 为 23 倍，亿联网络 2025 年 PE 为 16 倍，存在较大上涨空间，因此从“增持”评级上调至“买入”评级。

## 6. 风险提示

### (1) VCS（会议产品）/商务耳麦业务拓展不及预期风险。

公司的 VCS 业务正在高速的市场渗透进程中，而渗透速度具备一定不确定性，如果后续市场渗透速度放慢甚至下滑，可能会有业绩下滑的风险。当前，商务耳麦业务处于起步阶段，市占率较低，后续市场拓展具有不确定性，若增速不及预期，可能影响公司业绩。

### (2) 视频会议行业增速放缓，市场竞争加剧的风险。

目前公司会议产品收入主要来自终端产品的销售，而非软件的销售。如果软件普及后，行业整体对于终端的需求的增长并没有出现快速释放，行业本身增速会存在下滑的风险。目前市场无论软件还是终端产品均有较多厂商参与，行业竞争未稳定，不排除后续更多厂商参与进来。如果公司产品实力下滑，在竞争加剧的环境下会议产品业务可能受到影响。

### (3) 新品销售不及预期的风险。

公司自成立以来，根据市场及用户需求不断进行新产品的开发及产品的升级迭代。但新产品存在得不到市场认可的风险，可能导致新产品推出后的经济效益与预期收益存在较大差距。如果公司不能保持持续创新能力，及时准确地把握产品的发展趋势，或新产品研发决策失误，不能有效地推广运用，均将可能造成公司研发投入大但新产品销售低于预期，从而丧失发展契机的不利情况。

### (4) 汇率持续波动及外部突发事件风险。

目前，公司产品有 90%以上销往海外，公司出口业务主要采用美元结算，受汇率波动影响较为明显。美元汇率波动时，如果公司未能通过加快回款和结汇速度，减少汇兑损失，或通过金融工具保值避险，可能会对公司的财务状况及经营业绩构成不利影响。若中美贸易摩擦加剧，相关关税和出口限制政策可能会影响公司利润和产品销售。

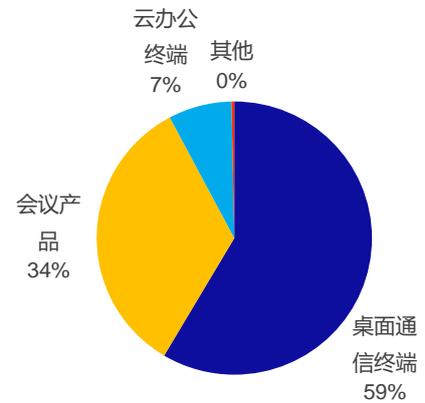
## 财务摘要

### 合并损益表

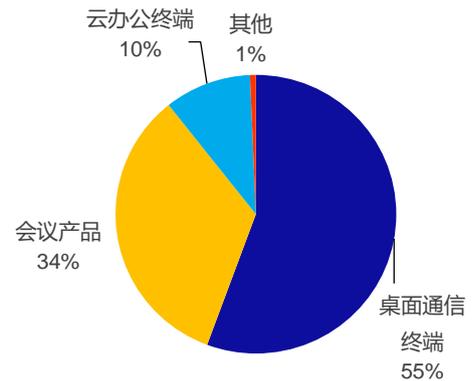
百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,811	4,348	5,318	6,611	8,235
营业收入	4,811	4,348	5,318	6,611	8,235
桌面通信终端	3,145	2,544	2,758	2,988	3,090
会议产品	1,299	1,466	2,144	3,069	4,445
云办公终端	361	323	399	535	677
其他	5	15	17	20	23
营业总成本	2,570	2,410	2,809	3,434	4,254
营业成本	1,779	1,490	1,854	2,277	2,807
桌面通信终端	1,140	829	950	1,020	1,046
会议产品	459	502	707	1,000	1,440
云办公终端	175	149	179	237	298
其他	5	10	12	14	16
税金及附加	51	47	58	72	90
销售费用	256	276	266	322	403
管理费用	112	133	137	163	202
研发费用	496	499	507	619	772
财务费用	-124	-36	-14	-19	-20
其他收益	28	39	40	45	47
投资收益	142	159	180	185	200
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-29	46	0	0	0
信用减值损失	-1	-3	-5	-10	-13
资产减值损失	-3	-2	4	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,377	2,178	2,728	3,398	4,215
营业外收支	-1	3	1	3	3
利润总额	2,376	2,180	2,729	3,401	4,218
所得税	198	170	214	271	338
净利润	2,178	2,010	2,515	3,130	3,880
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	2,178	2,010	2,515	3,130	3,880

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 收入结构



### 成本结构



### 合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,178	2,010	2,515	3,130	3,880
加：折旧摊销减值	63	72	84	93	97
财务费用	-123	-33	-14	-19	-20
非经营损失	-119	-211	-180	-185	-200
营运资本变动	25	-92	-469	-325	-441
其它	98	56	0	0	0
经营活动现金流	2,123	1,802	1,937	2,693	3,315
资本开支	658	188	0	0	0
其它投资现金流	-572	196	-187	-135	-15
投资活动现金流	-1,229	8	-187	-135	-15
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	-3	0	0
支付股利、利息	722	1,802	1,206	1,509	1,878
其它融资现金流	-44	-64	14	19	20
融资活动现金流	-766	-1,866	-1,196	-1,489	-1,858
净现金流	251	-22	554	1,069	1,442

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 资本开支与经营活动现金流



### 合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,006	7,095	8,334	10,159	12,396
现金及等价物	5,536	5,466	6,387	7,776	9,433
应收款项	848	840	976	1,205	1,524
存货净额	564	727	909	1,117	1,376
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	59	62	62	62	62
长期投资	147	198	198	198	198
固定资产	1,057	1,118	1,044	970	896
无形资产及其他资产	397	475	466	457	448
资产总计	8,607	8,885	10,041	11,784	13,937
流动负债	703	734	582	703	854
短期借款	9	3	0	0	0
应付款项	614	679	530	651	802
其它流动负债	79	52	52	52	52
非流动负债	13	25	25	25	25
负债合计	715	759	607	728	879
股本	902	1,264	1,264	1,264	1,264
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,066	730	730	730	730
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	451	632	858	1,139	1,488
未分配利润	5,473	5,499	6,582	7,922	9,575
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	7,891	8,126	9,434	11,056	13,058
负债和股东权益合计	8,607	8,885	10,041	11,784	13,937

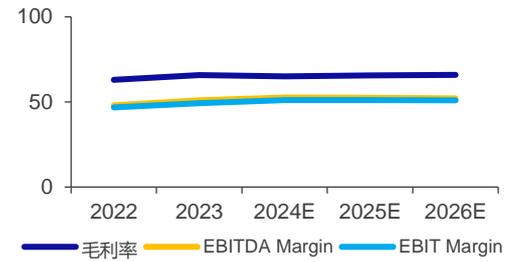
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 重要财务指标

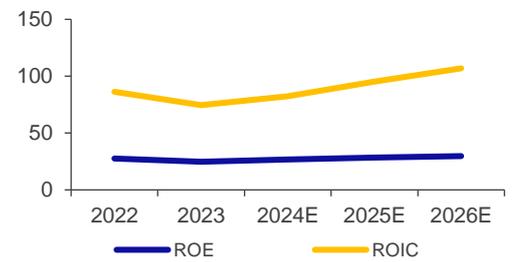
报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	1.72	1.59	1.99	2.48	3.07
每股经营现金流	1.68	1.43	1.53	2.13	2.62
每股红利	0.28	0.43	0.95	1.19	1.49
每股净资产	6.24	6.43	7.46	8.75	10.33
关键运营指标(%)					
ROIC	86.4	74.5	82.4	95.2	106.9
ROE	27.6	24.7	26.7	28.3	29.7
毛利率	63.0	65.7	65.1	65.6	65.9
EBITDA Margin	48.0	50.9	52.6	52.4	52.0
EBIT Margin	46.8	49.3	51.1	51.1	51.0
营业总收入同比增长	30.6	-9.6	22.3	24.3	24.6
归母净利润同比增长	34.7	-7.7	25.1	24.5	24.0
资产负债率	8.3	8.5	6.0	6.2	6.3
净资产周转率	0.61	0.54	0.56	0.60	0.63
总资产周转率	0.56	0.49	0.53	0.56	0.59
有效税率	8.9	8.4	8.4	8.4	8.4
股息率	0.7	1.1	2.5	3.1	3.8
估值指标(倍)					
P/E	23.2	25.1	20.1	16.1	13.0
P/B	6.4	6.2	5.4	4.6	3.9
EV/Sale	10.5	11.6	9.5	7.6	6.1
EV/EBITDA	21.9	22.9	18.1	14.6	11.8
股本	902	1,264	1,264	1,264	1,264

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

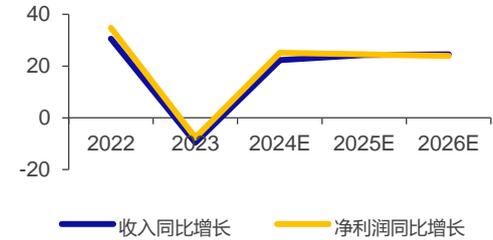
### 经营利润率(%)



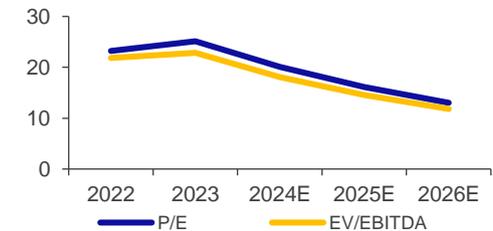
### 投资回报率趋势(%)



### 收入与利润增长趋势(%)



### 相对估值(倍)



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。