

亿联网络（300628.SZ）

优于大市

打造全球领先的全场景通信生态服务商，AI 赋能未来可期

核心观点

三大产品线协同发展，业绩呈现回暖趋势。公司以“云+端+平台”的全场景智能化办公生态为核心，构建了覆盖桌面通信终端、会议产品、云办公终端的三大业务，2025H1 分别占营收 49.2%/40.6%/10.2%。2017–2024 年公司营收 CAGR 为 22%，归母净利润 CAGR 为 23.90%。受到宏观环境及产能转移影响，公司业绩短期承压，2025Q1–Q3 实现归母净利润 19.58 亿元，同比下滑 5.16%。随着海外产能推进，2025Q3 业绩呈现回暖趋势。公司盈利能力维持高位，毛利率长期处于 60%以上；公司高度重视现金流，积极回馈股东，股息率维持较高水平，2024 年公司股息率达到 4.92%。

通信及协作（UC&C）市场规模稳健增长，公司与微软达成全球战略合作，AI 赋能未来可期。2024 年公司所处的 UC&C 市场规模为 692 亿美元，同比增速为 7.8%，预计 2024–2029 年 CAGR 为 4.3%。UC&C 存在多个细分市场，公司目前主要布局 IP 话机、企业视频会议系统两大细分领域，2024 年市场规模分别为 40.60/33.03 亿美元。当前 IP 话机市场步入“存量优化”阶段，会议产品及云办公终端潜在市场空间仍广阔。在 AIGC 浪潮下，UC&C 凭借流程标准化、场景刚需性强、数据基础良好且价值可量化等特征，有望成为大模型与 Agent 落地的最佳场景之一。公司与 UC&C 行业中竞争力最强的公司微软深度合作，有望在本轮 AIGC 浪潮中受益。

公司坚持自有品牌出海战略，全链条精细化管理使得公司维持高盈利能力。公司产品主要销往美国、欧洲等发达地区，尽管与微软等 UC&C 软件巨头达到高级别合作，公司坚持以“Yealink”自有品牌面向全球企业和渠道商。公司构建高质高效的供应商和销售体系，生产采用外协方式，全链条精细化管理使得其相较于 Cisco、罗技等竞争对手具备更强的成本控制能力，毛利率常年维持高位。同时公司高度重视研发投入，研发费用率保持 10%左右，产品竞争力持续提升。

盈利预测与估值：2025–2027 年归属母公司净利润为 26.53/30.84/36.42 亿元，年增速分别为 0.2%/16.2%/18.1%；EPS 分别为 2.09/2.43/2.88 元。通过多角度估值，预计公司股票合理估值区间为 43.7–51.8 元/股，2026 年动态市盈率 18–21 倍，相对于公司目前股价有 26.3–49.8%溢价空间。考虑公司行业龙头的地位及未来较好的成长性，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：需求增长不及预期、地缘政治风险、新产品推进力度不及预期等。

公司研究 · 深度报告

通信 · 通信设备

证券分析师：袁文翀

021-60375411

yuanwenchong@guosen.com.cn

S0980523110003

证券分析师：张宇凡

021-61761027

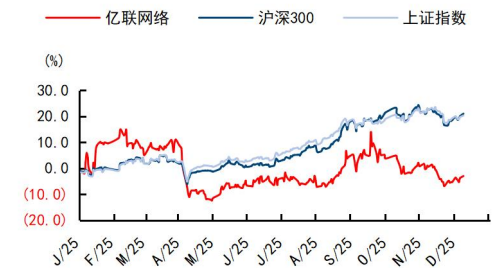
zhangyufan1@guosen.com.cn

S0980525080005

基础数据

投资评级	优于大市
合理估值	43.70 – 51.80 元
收盘价	34.59 元
总市值/流通市值	43816/25102 百万元
52 周最高价/最低价	44.15/32.72 元
近 3 个月日均成交额	304.44 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,348	5,621	6,066	7,037	8,381
(+/-%)	-9.6%	29.3%	7.9%	16.0%	19.1%
归母净利润(百万元)	2010	2648	2650	3078	3636
(+/-%)	-7.7%	31.7%	0.1%	16.1%	18.1%
每股收益(元)	1.59	2.10	2.09	2.43	2.87
EBIT Margin	43.7%	46.3%	44.5%	44.4%	44.2%
净资产收益率(ROE)	24.7%	29.6%	26.1%	26.7%	27.6%
市盈率(PE)	21.7	16.5	16.5	14.2	12.1
EV/EBITDA	22.6	16.6	15.9	13.9	11.8
市净率(PB)	5.38	4.89	4.32	3.80	3.33

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

全球领先的沟通与协作解决方案提供商，盈利能力维持高水平	5
深耕企业通信领域多年，打造全场景通信生态	5
覆盖桌面通信终端、会议产品、云办公终端，满足不同场景企业通信需求	8
股权结构稳定，股权激励绑定核心员工利益	11
营收整体稳健增长，盈利能力维持高水平	12
UC&C 行业市场规模稳健增长，或为 AI 应用最佳落地场景之一	16
UC&C 行业稳健增长，会议产品等细分领域市场空间广阔	16
UC&C 或为 AI 应用在 B 端落地的最佳场景之一	19
公司坚持自有品牌出海战略，成熟渠道及高研发投入构建护城河	21
与微软达成全球战略合作，支持多平台协作一体化	21
坚持自有品牌出海战略，构建高质高效的供应链及销售体系	23
高度重视研发投入，持续提升产品竞争力	26
财务分析	28
资本结构及偿债能力分析	28
经营效率分析	28
盈利能力分析	29
成长性分析	30
盈利预测	32
假设前提	32
业绩预测	33
估值与投资建议	34
投资建议	35
风险提示	36
附表：财务预测与估值	38

图表目录

图 1: 公司主要产品及解决方案	5
图 2: 公司为国际领先的企业通信与协作解决方案提供商	5
图 3: 公司产品和服务覆盖全球多国	5
图 4: 公司发展历程	6
图 5: 桌面通信终端产品矩阵	8
图 6: 会议产品矩阵	8
图 7: 云办公终端产品矩阵	9
图 8: 公司全场景解决方案	9
图 9: 亿联网络股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）	11
图 10: 公司营业收入及增速	12
图 11: 公司单季营业收入及增速	12
图 12: 公司归母净利润及增速	12
图 13: 公司单季归母净利润及增速	12
图 14: 公司整体毛利率及净利率情况	13
图 15: 公司费用率情况	13
图 16: 公司经营活动产生的现金流量净额情况（单位：亿元；%）	14
图 17: 公司股息率情况	14
图 18: 公司三大业务线营收（单位：亿元；%）	14
图 19: 2025H1 公司三大业务线营收占比	14
图 20: 公司三大产品毛利率情况	15
图 21: 公司分地区营收（单位：亿元）	15
图 22: 2024-2029 年全球 UC&C 市场预测	16
图 23: 2024-2029 年全球不同区域 UC&C 市场预测	16
图 24: 细分市场中 UC&EE 占比较高	17
图 25: 2024 年 UC&C 市场份额情况	17
图 26: 全球 IP 电话/统一通信系统收入（按供应商划分）（单位：百万美元）	17
图 27: 全球企业视频会议系统收入（按供应商划分）（单位：百万美元）	17
图 28: AI 与通信双向赋能	19
图 29: Teams 中的 AI 智能体通过 MCP 实现跨平台任务自动化	20
图 30: 亿联网络 Teams 认证话机概览图	21
图 31: 公司产品实现多平台协作一体化	22
图 32: 公司主要经营模式	23
图 33: 公司和外协厂商的合作分工	23
图 34: 公司通过渠道分销体系销售	24
图 35: 公司研发费用及增速情况（单位：亿元；%）	26
图 36: 公司技术人员占比情况	26
图 37: 同业公司毛利率情况对比	27

图 38: 同业公司净利率情况对比	27
图 39: 可比公司资产负债率 (单位: %)	28
图 40: 可比公司有息负债率 (单位: %)	28
图 41: 可比公司流动比率 (单位: %)	28
图 42: 可比公司速动比率 (单位: %)	28
图 43: 存货周转天数 (单位: 天)	29
图 44: 应收账款周转天数 (单位: 天)	29
图 45: 公司历年销售毛利率、净利率	29
图 46: 可比公司毛利率 (单位: %)	29
图 47: 可比公司净利率 (单位: %)	29
图 48: 可比公司净资产收益率 (单位: %)	30
图 49: 可比公司资产回报率 (单位: %)	30
图 50: 公司 EPS (单位: 元)	30
图 51: 公司每股净资产 (单位: 元)	30

表 1: 公司高管情况	11
表 2: 公司渠道拓展情况	24
表 3: 亿联网络业务拆分	32
表 4: 盈利预测表 (单位: 百万元)	33
表 5: 公司盈利预测假设条件 (%)	34
表 6: 资本成本假设	34
表 7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	34
表 8: 同类公司估值比较 (数据截至 2025 年 12 月 8 日收盘)	35

全球领先的沟通与协作解决方案提供商，盈利能力维持高水平

深耕企业通信领域多年，打造全场景通信生态

公司是全球领先的企业通信与协作解决方案提供商。公司以“云+端+平台”的全场景智能化办公生态为核心，构建了覆盖桌面通信终端、会议产品、云办公终端的三大业务支柱。公司通过一站式智能解决方案满足企业数字化转型需求，深度融合 AI 技术推动通信设备向“智能化生产力入口”升级，在混合办公趋势下实现增量市场突破与存量市场优化的协同发展。凭借“全场景覆盖、全能化终端、智能化变革”的战略方向，持续强化专业音视频协作与智慧办公能力，为企业客户提供更智能的通信体验，助力企业在 AI 时代构建新型生产力优势。

图1：公司主要产品及解决方案



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

公司产品和服务的全球市占率领先。公司自主品牌 Yealink 畅销美国、英国、澳大利亚等 140 多个国家和地区，根据 2021 年 Frost&Sullivan 的统计数据，其 IP 话机市场占有率为全球第一；根据 IDC 2021 年全球视频会议市场统计数据，公司为全球视频会议系统出货量 TOP5。

图2：公司为国际领先的企业通信与协作解决方案提供商

图3：公司产品和服务覆盖全球多国



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：热点 e 周刊，国信证券经济研究所整理

公司深耕企业通信二十余年，当前已步入 AI 驱动创新的生态构建期。自 2001 年成立，公司经历了从单一产品提供商向全场景智慧办公解决方案商的转型。公司发展大体可分为四个阶段：创业奠基期、全球化扩张期、资本赋能期和生态构建期。

- 创业奠基期（2001-2009 年）：技术原始积累，产品单一化。2001 年公司成立，专注传统 VoIP 终端设备，如模拟电话适配器；2005 年推出首款 SIP 话机，切入企业通信市场。此阶段主要完成自主音视频编解码技术初步研发。
- 全球化扩张期（2010-2016 年）：海外市场突破，产品线多元化。2014 年公司推出 VC 系列全高清视频会议系统，旨在为 SME 用户提供高性价比视频会议解决方案。2015 年公司正式与微软达成战略合作，成为 Skype for Business 全球战略合作伙伴，微软 Communication 金牌合作伙伴。此阶段公司从硬件供应商向“硬件+软件”解决方案转型。
- 资本赋能期（2017-2019 年）：上市融资加速技术迭代，品牌升级。2017 年公司于深交所创业板上市，强化研发投入；2018 年布局云计算架构；同年，与微软达成全面战略合作伙伴关系，明确双方在音视频一站式解决方案的合作意向；同年，与 Zoom 达成战略合作。
- 生态构建期（2020-2024 年）：打造全场景通信生态，AI 驱动创新。2020 年疫情催化远程办公需求，云办公终端快速增长；同年，发布融合通信方案 UME 及第三代智能视讯终端 MeetingEye 系列，进一步打造全场景智慧办公解决方案；2022 年发布 UC 沟通协作全能力矩阵，一站式赋能，满足企业多场景、多形式、多融合的全场景通信需求；2023 年公司智能产业园正式落成，强化供应链能力。

图4：公司发展历程



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

覆盖桌面通信终端、会议产品、云办公终端，满足不同场景企业通信需求

公司现有三条产品线，分别为桌面通信终端、会议产品及云办公终端，分别满足了固定桌面办公、会议室办公、远程及移动办公等不同场景的企业通信需求。

- ◆ **桌面通信终端：**桌面通信终端是公司目前第一大业务，也是发展最早的一条业务线。目前，公司的桌面通信终端功能拓展性强、广泛深度兼容众多 PBX，解决方案全面丰富、用户体验佳、产品形态多样。公司主要产品包括 SIP 话机、DECT 话机、Teams 话机及会议话机。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。

图5：桌面通信终端产品矩阵



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

- ◆ **会议产品：**会议产品发展于 2015 年，是公司目前第二大业务。2024 年，公司进一步打造全场景智慧办公解决方案，主力推出会议室系列产品、会议摄像机麦克风扬声器等新一代智能会议终端。

图6：会议产品矩阵



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

- ◆ **云办公终端：**云办公终端业务线于 2019 年开始布局，并于 2020 年正式成立。

云办公终端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。目前，公司的商务耳麦已形成包括 UH3X 系列有线耳机、主打一体化语音工作站的 WH6X 系列无线耳机及 BH7X 系列商务蓝牙耳机等在内的产品矩阵。

图7：云办公终端产品矩阵



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

亿联网络未来的经营战略将围绕技术创新、全球化布局和数字化运营三大核心方向协同推进。

- 以技术创新驱动产品升级，聚焦音视频基础技术与 AI 融合，深耕企业通信和智慧办公领域，通过加大研发投入打造智能终端与系统化解决方案，强化行业竞争力；
- 全面深化全球化战略，一方面加强高端市场的本地化服务团队和全球网络建设，另一方面优化多区域供应链布局，增强贸易风险抵御能力；
- 加速数字化转型，通过业务流程标准化、数据平台整合和全链路可视化管控，提升运营效率与决策精准度。三大战略将共同推动公司从硬件供应商向“技术+服务+生态”的综合解决方案商转型，实现长期稳健增长。

图8：公司全场景解决方案

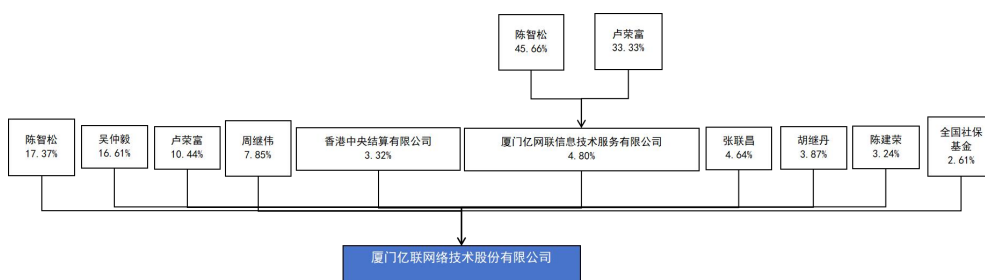


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

股权结构稳定，股权激励绑定核心员工利益

公司股权结构稳定，实控人及一致行动人控股超 50%。截至 2025 年三季报，公司前十大股东中自然人占据七席，陈智松、吴仲毅、卢荣富、周继伟均为公司高管，分别持股 17.37%、16.61%、10.44%、7.85%，以上四位及陈建荣为一致行动人，合计控股超公司股权 50%，公司整体股权结构稳定。厦门亿网联信息技术服务有限公司为公司员工持股平台，持股比例为 4.80%。

图9：亿联网络股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司高管团队具备深厚的产业经验，履历丰富。公司核心高管成员具备较强的专业背景，拥有丰富的产品研发经验，在经营管理中持续贯穿研发创新为导向的经营理念，为客户提供差异化的产品解决方案。同时，公司设置股权激励绑定核心员工利益，2025 年 5 月 30 日，公司以 17.40 元/股的价格向 504 名激励对象授予 678.698 万股限制性股票。

表1：公司高管情况

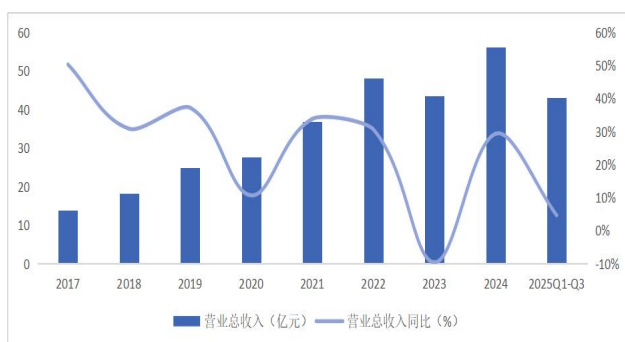
姓名	职位	履历
陈智松	董事长、董事	毕业于厦门大学，2001 年至 2012 年 5 月任公司执行董事、总经理；2012 年 6 月至 2019 年 8 月任公司董事长、总经理；2019 年 8 月至今任公司董事长
吴仲毅	副董事长、董事	毕业于深圳大学，2001 年至 2012 年任公司监事；2012 年 6 月至今任公司副董事长
卢荣富	董事、副总经理	毕业于复旦大学电子工程系，2002 年至 2012 年 5 月任公司副总经理；2012 年 6 月至今任公司董事，副总经理
周继伟	董事	本科和硕士分别毕业于西安交通大学信息与控制工程系，成都电讯工程学院电子工程系，2003 年至 2012 年 5 月任公司副总经理；2012 年 6 月至今任公司董事，副总经理
张联昌	职工董事	毕业于西安理工大学自动控制专业，2012 年 6 月至 2015 年 3 月任公司副总经理，2015 年 3 月至 2019 年 8 月任公司董事、副总经理，2019 年 8 月至 2025 年 8 月任公司董事、总经理，2025 年 8 月至今任公司董事
余菲菲	副总经理、董事会秘书	毕业于厦门大学管理学院工商管理专业，2010 年 12 月至 2021 年 5 月历任公司法务专员，证券法务部门主管，证券事务代表；2021 年 5 月至今任公司副总经理兼董事会秘书
冯万健	副总经理	毕业于西北农林科技大学生物技术专业，2008 年 8 月加入公司，2016 年至今任公司研发技术总监
廖昀	副总经理	毕业于华侨大学电子信息工程专业，2006 年 7 月加入公司，历任公司硬件总监、产品总监，现任公司耳机事业部总经理。
林小盛	副总经理	毕业于厦门大学机械设计制造及其自动化专业，2011 年加入公司，历任公司研发中心总监、市场总监、国内事业部负责人，现任公司海外营销负责人
欧灼谊	财务总监	本科毕业于上海财经大学，硕士为新加坡管理大学会计专业，曾供职于骊住集团有限公司、任美光科技有限公司（新加坡）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

营收整体稳健增长，盈利能力维持高水平

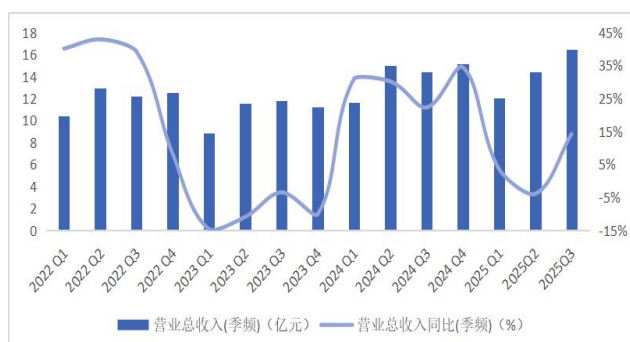
公司营收整体稳健增长，核心业务市场竞争力稳固。公司自 2017 年上市以来，营业收入基本呈现稳定增长态势，2017-2024 年公司营收的 CAGR 为 22%。2023 年公司营收同比下滑 9.6%，主要受到去库存周期以及混合办公趋势下部分桌面通信终端需求向云化和软件化转移影响；2024 年受益于视频会议产品及云办公终端的拉动，同时公司持续推进产品的迭代出新，实现营收 56.21 亿元，同比增长 29.28%。2025 年前三季度，公司实现营业收入 42.98 亿元，同比增长 4.59%。2025 年，国际贸易环境的不确定性对短期业务进展产生一定干扰，公司海外产能建设的转移过渡期对订单出货造成阶段性影响。公司 2025 年第三季度实现营收 16.48 亿元，同比增长 14.26%，环比增长 14.11%，回暖趋势明显。

图10：公司营业收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

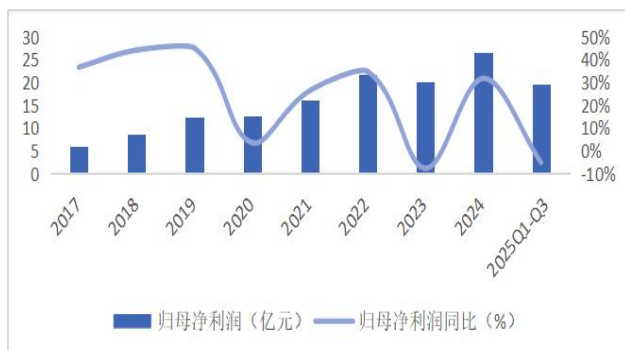
图11：公司单季营业收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

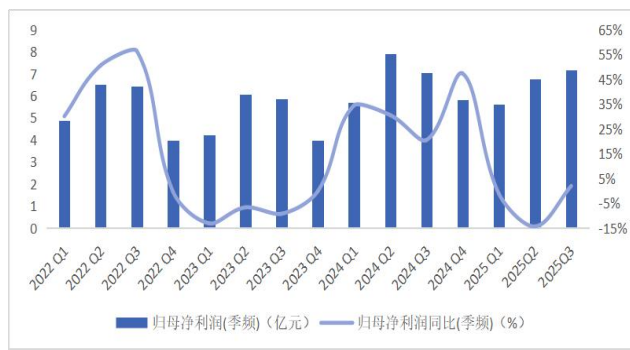
公司业绩与营收态势基本一致，业绩拐点或已出现。2017 年至 2024 年，公司归母净利润从 5.91 亿元提升至 26.48 亿元，CAGR 为 23.90%。2023 年公司业绩受收入下滑影响有所承压，2024 年随着库存恢复正常及市场需求逐步回暖，公司业绩已呈现恢复态势，2024 年业绩同比增长 31.72%至 26.48 亿元。受到海内外产能转移影响，2025 年前三季度公司归母净利润同比下滑 5.16%至 19.58 亿元，但单三季度公司回暖趋势明显，实现归母净利润 7.18 亿元，同比及环比分别增长 1.95%/5.91%。

图12：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：公司单季归母净利润及增速

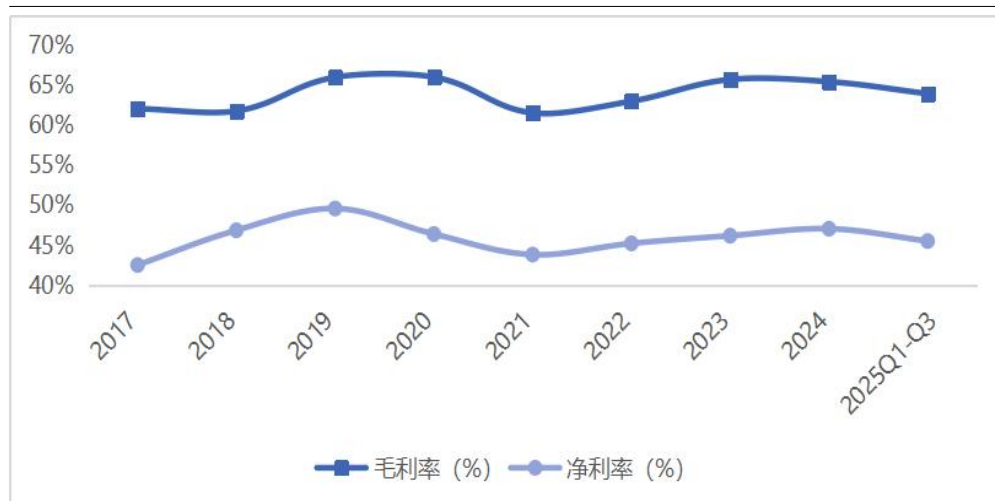


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司毛利率净利率维持高位，盈利能力较高。公司毛利率长期维持在 60%以上，

净利率维持在 45%左右，反映出公司极强的盈利能力。2024 年公司毛利率和净利率分别为 65.45%及 47.10%，2025 年前三季度公司毛利率和净利率分别为 63.95%及 42.88%。

图14: 公司整体毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司费用率整体维持合理区间，重视研发和销售投入。公司四费维持合理区间，2024 年公司销售费用率、研发费用率、管理费用率及财务费用率分别为 5.18%/9.95%/2.78%/-1.20%，2025 年前三季度分别为 5.42%/7.72%/2.59%/-0.58%。公司高度重视研发和销售，公司的研发费用率在 2018 年至 2024 年波动上升，从 2018 年的 5.86%提升至 2024 年的 9.95%，2020 年和 2023 年超过了 10%。公司持续加大在核心技术的自主创新，尤其体现在音视频处理技术、云架构及 AI 应用等方面的投入，以增强产品竞争力。销售费用率总体也呈上升趋势，从 2018 年的 2.46%增长至 2024 年的 5.18%，反映了公司积极开拓市场，持续进行全球化布局。

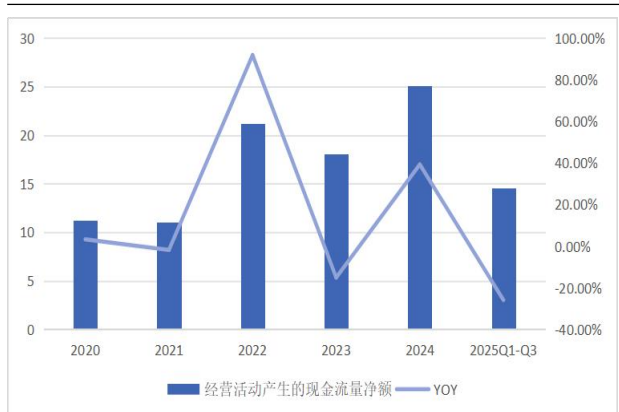
图15: 公司费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

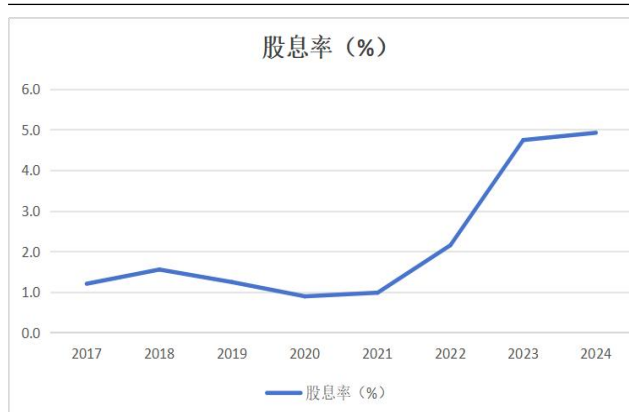
公司高度重视现金流，近年来分红维持较高水平。公司现金流保持良好，2024 年公司经营活动产生的现金流量净额达到 25.09 亿元，同比增长 39.23%。2025 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 14.6 亿元。同时，公司积极回馈股东，自 2017 年上市以来累计分红为 12 次，累计现金分红 85.53 亿元，上市以来平均分红率达到 57.79%。近年来公司股息率维持较高水平，2024 年公司股息率达到 4.92%。

图16: 公司经营活动产生的现金流量净额情况（单位：亿元；%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

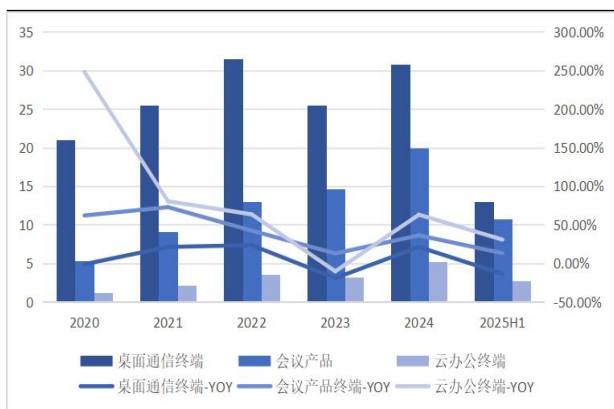
图17: 公司股息率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

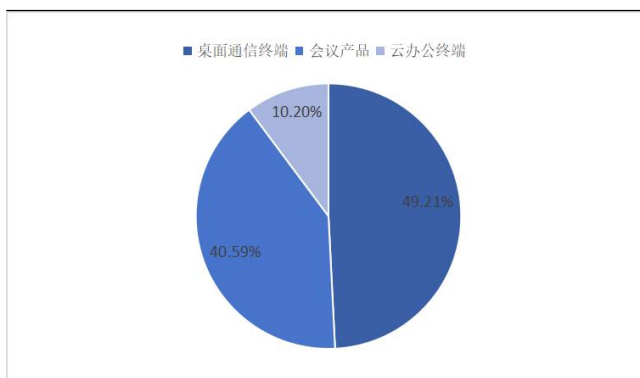
桌面通信终端业务为公司基石产品，会议产品和云办公终端已成为公司第二成长曲线。从公司 2020-2024 年三大产品线的营收情况看，桌面通信终端是公司的基础营收来源，2024 年营收占比 55%，复合增长率达 10.05%；会议产品和云办公终端保持高增长势头，是公司营收的第二增长曲线，2024 年营收占比分别为 36%和 9%，2020-2024 年营收复合增长率分别达 39.3%和 44.2%。2025 年上半年会议产品及云办公终端分别实现营业收入 10.76 亿元和 2.70 亿元，分别同比增长 13.17%和 30.66%，2025H1 分别占公司营收的 40.6%和 10.2%。

图18: 公司三大业务线营收（单位：亿元；%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19: 2025H1 公司三大业务线营收占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

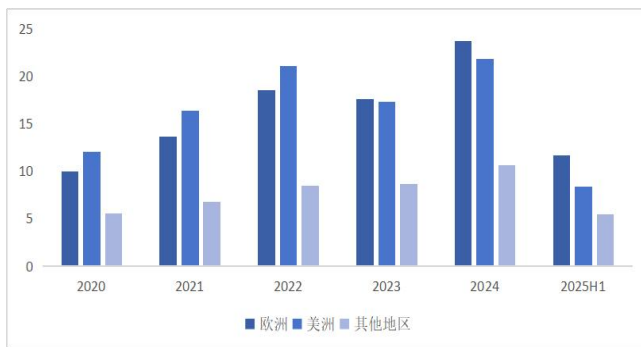
桌面会议终端及会议产品毛利率维持较高区间，云办公终端略低。公司产品主要销往美国、欧洲等海外地区，2024 年及 2025 年上半年公司在中国港澳台及海外地区的营收占比分别为 82%和 81%。公司三大产品盈利能力均维持较高区间，其中桌面会议终端及会议产品毛利率长期维持在 65%以上，云办公终端毛利率略低，但也处于 50%以上。公司深耕欧美市场，并持续在全球范围内扩张，盈利能力有望保持高位。

图20: 公司三大产品毛利率情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司分地区营收（单位：亿元）



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

UC&C 行业市场规模稳健增长，或为 AI 应用最佳落地场景之一

UC&C 行业稳健增长，会议产品等细分领域市场空间广阔

公司所处行业为统一通信协作（UC&C），该行业以技术及市场驱动为主，是现代企业不可或缺的沟通工具。随着计算机应用的不断发展和智能设备的逐步普及，统一通信协作迈入将计算机技术与传统通信技术深度融合的统一通信阶段，网络通信技术快速发展，通信速度及数据传输量高速增长，企业内部相互孤立的系统开始融合，如语音通信设备与视频会议系统开始融合、协作平台与音视频系统形成融合通信系统等。同时，办公模式也在发生着转变，混合办公已从“过渡性方案”逐渐演变为全球企业组织架构的核心模式，企业数字化转型已成为企业发展的重要动能和确定方向。在此趋势下，企业将更加关注团队办公协作的质量和效率，持续优化通信设备、重构办公空间，追求更多元、更开放的沟通方式和更智慧、更灵活的办公体验，与时俱进的企业通信是现代企业不可或缺的沟通工具。

企业数字化转型有助于降本增效，企业统一通信解决方案需求有望持续增长。当前，企业通过数字化转型来实现降本增效的目标，将数字技术应用于业务流程和服务创新的意愿也不断增强。先进、高效的沟通及协作方式将越来越成为企业在数字化时代的重要特征和竞争优势来源，企业需要更新办公空间设计及设备设施、提升工作区域的灵活性以适应数字化需要。在办公场景数字化浪潮的驱动下，企业通信解决方案的需求进一步增长，企业整体的数字化、智能化水平逐步提升。

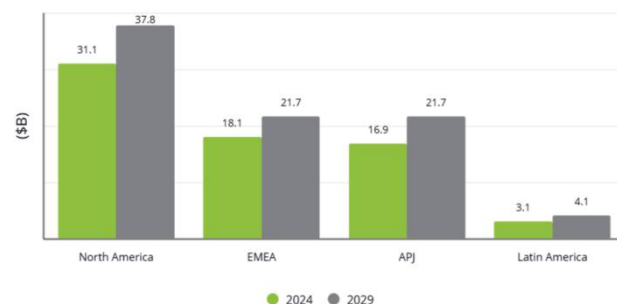
当前 UC&C 市场规模接近 700 亿美元，未来有望稳健增长。根据 IDC 数据，2024 年全球 UC&C 市场规模为 692 亿美元，同比增速为 7.8%，预计 2029 年全球 UC&C 市场规模有望达到 854 亿美元，2024-2029 年 CAGR 为 4.3%。分区域来看，北美目前仍占据主要市场，2024 年市场规模为 311 亿美元，占比达到 45%；EMEA（欧洲、中东及非洲）以及 APJ（亚太和日本）的 2024 年市场规模分别为 181 亿美元和 169 亿美元，占比分别为 26.1%和 24.4%。从增速来看，亚太和日本市场增速略高于其他地区，预计 2024-2029 年 CAGR 达到 5.1%。

图 22：2024-2029 年全球 UC&C 市场预测



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 23：2024-2029 年全球不同区域 UC&C 市场预测

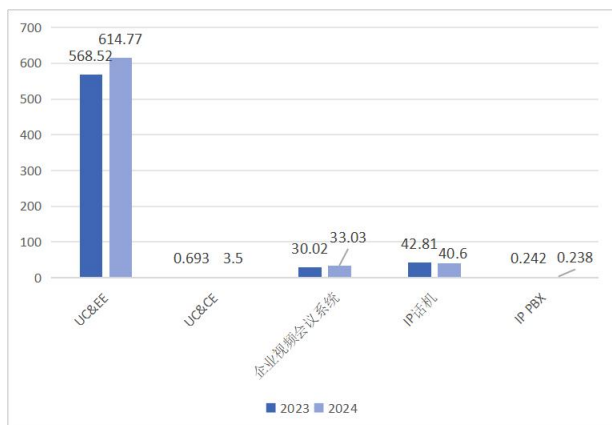


资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

UC&C 市场包含促进商务沟通的软硬件设备，可分为 UC-EE、UC-CE、企业视频会议系统、IP 话机、IP PBX 五个细分领域，亿联网络目前主要布局 IP 话机、企业视频会议系统。UC&C 市场可分为 UC-EE、UC-CE、企业视频会议系统、IP 话机、IP PBX 五个细分方向：

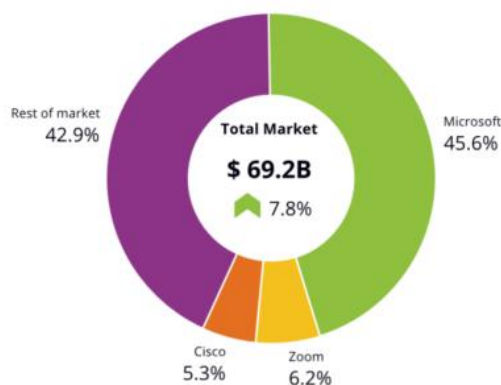
- UC-EE 占据主要市场，主要系以员工沟通为核心的软件平台，2024 年市场规模达到 614.77 亿美元，同比增长 8.1%，在 UC&C 市场中占比达到 89%。受 UC-EE 占比整个 UC&C 市场较高的结构性影响，微软在 UC&C 市场份额中占据绝对领先地位，2024 年微软占 UC&C 市场份额达到 45.6%。
- IP 话机、企业视频会议系统 2024 年市场规模分别为 40.60 亿美元和 33.03 亿美元。
- UC&CE（集成员工与客户沟通的软件平台）及 IP PBX（IP 专用交换机）市场目前较小，但 UC&CE 在 2024 年增速显著，同比增长 404.8%。

图24：细分市场中 UC&EE 占比较高



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图25：2024 年 UC&C 市场份额情况



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

亿联网络主要布局 IP 话机、企业视频会议系统，细分行业市占率较高。亿联网络（Yealink）产品覆盖桌面通信终端（IP 话机）、会议产品等，在 UC&C 细分领域中均占据较高的市场份额。根据 2024 年数据，全球 IP 话机收入前五名分别为 Cisco、NEC、Mitel、亿联网络、Avaya，市场份额分别为 31.1%、14.0%、11.0%、10.2%和 7.6%；全球企业视频会议系统收入前五名分别为 Cisco、华为、罗技、Poly 和亿联网络，市场份额分别为 25.5%、24.4%、14.7%、10.0%、8.8%。

图26：全球 IP 电话/统一通信系统收入（按供应商划分）（单位：百万美元）

图27：全球企业视频会议系统收入（按供应商划分）（单位：百万美元）

	2023	2024	2024 Share (%)	2023-2024 Growth (%)
Cisco	1,360.2	1,261.6	31.1	-7.2
NEC	618.1	566.5	14.0	-8.3
Mitel	525.8	446.0	11.0	-15.2
Yealink	353.4	414.1	10.2	+17.2
Avaya	349.8	309.4	7.6	-11.6
Microsoft	247.1	250.1	6.2	+1.2
Alcatel-Lucent Enterprise	258.0	218.9	5.4	-15.2
Other	568.6	593.7	14.6	+4.4
Total	4,280.9	4,060.2	100.0	-5.2

资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

	2023	2024	2024 Share (%)	2023-2024 Growth (%)
Cisco	763.6	841.7	25.5	+10.2
Huawei	728.1	806.6	24.4	+10.8
Logitech	499.2	484.5	14.7	-3.0
HP Inc. (Poly)	304.0	331.3	10.0	+9.0
Yealink	200.3	289.2	8.8	+44.4
Neat	148.9	184.0	5.6	+23.6
Other	357.9	365.7	11.1	+2.2
Total	3,002.0	3,302.9	100.0	+10.0

资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

IP 话机进入存量优化阶段，企业视频会议产品与云办公终端市场空间广阔。在混合办公常态化下，IP 话机市场受到一定冲击，但因混合办公模式中仍然存在传统现场办公的刚性需求，IP 话机市场进入“存量优化”的稳态阶段。全球 IP 话机市场在 2024 年同比下滑 5.2%，然而在此背景下亿联网络实现 IP 话机收入两位数增长；会议产品作为混合办公场景的“中枢神经”，满足跨空间实时沟通及高效协作的专业会议需求，全球企业视频会议产品市场 2024 年同比增长 10%，亿联网络同比增长 44%。除此之外，云办公终端作为远程办公、移动办公的“第一入口”，侧重平台兼容性、蓝牙稳定性、智能拾音降噪、长时间佩戴舒适度及续航能力等功能，有望成为员工远程办公、移动办公的关键工具。尽管当前 IP 话机已步入存量优化市场，会议产品及云办公终端市场仍有望持续渗透，未来市场空间广阔。

UC&C 或为 AI 应用在 B 端落地的最佳场景之一

在众多 B 端应用场景中，统一通信协作（UC&C）凭借其流程标准化、场景刚需性强、数据基础良好且价值可量化等特征，有望成为大模型与 Agent 技术落地的最佳场景。自 2022 年 11 月 ChatGPT 发布以来，生成式 AI 进入高速发展阶段，以 Open AI、Google、Deepseek 等为代表的大模型厂商持续迭代，由此而来的更加拟人化的人机交互为业已成熟的泛通信类应用带来了新的生机。在 AI 为通信注入理解与创造能力的同时，统一通信与协作（UC&C）也正在由基础通信管道升级为沉浸式 AI 交互落地的关键基础设施，从而满足 AI 时代对可靠性、实时性和多模态（文本、音频与视频融合）的通信需求。

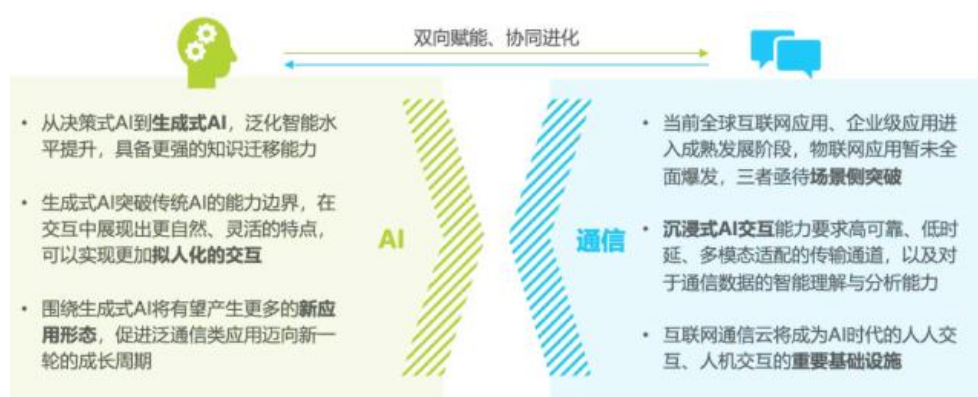
流程标准化：统一通信与协作中的许多场景，如会议预约与组织、内部问答（HR、IT 政策）、客户服务工单流转、通知发布、跨部门协作请求等，都有明确的步骤、规则与话术。大模型与 Agent 可以被训练或编程来遵循这些既定流程，例如自动完成“收集需求-安排时间-发送邀请-会前提醒”的完整会议组织流程。

场景刚性强：沟通与协作是任何组织日常运作的基本需求，具有高频、必用的特点。员工每天都需要进行信息查询、任务协调、知识分享和问题解决。员工不需要从零培养用户习惯，AI 技术或以增强或赋能的形态（如智能助手、会议摘要机器人）融入用户熟悉的界面中。

数据基础良好：企业统一通信与协作产生了海量的、多元的文本数据（邮件、即时消息、文档、会议转录文本）、音频/视频数据。这些数据往往附着于明确的上下文（项目、人员、时间、任务），且与组织架构、业务系统相关联，是高质量的标注数据源。

价值可量化：AI 辅助能够使得员工沟通协作效率提升，公司可量化会议准备与总结时间缩短的百分比、员工查找信息平均耗时下降率、客服首次响应时间和解决率的优化等。可量化的价值使技术采购和内部推广更具说服力，决策链条更清晰。

图28: AI 与通信双向赋能



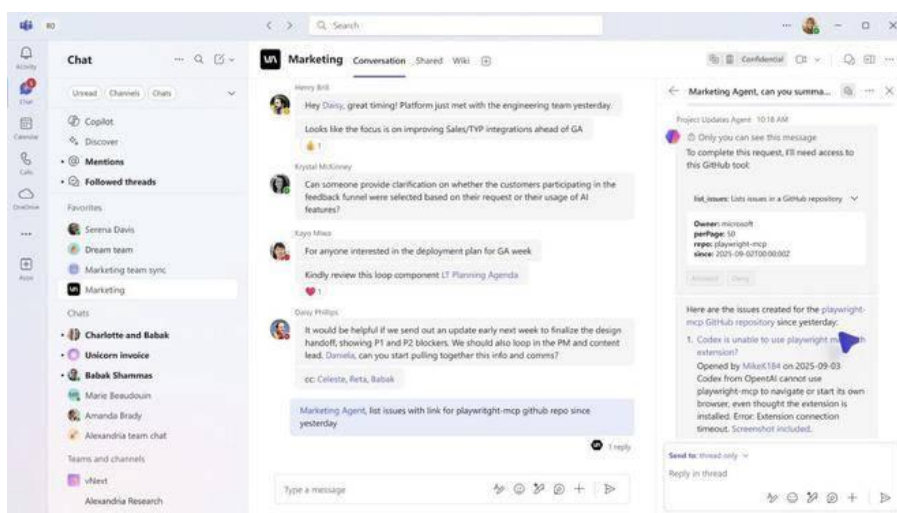
资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

受益于显著领先的 AI 能力，微软在 UC&C 市场中有望保持强劲竞争力。微软正通过一系列密集的 AI 能力升级，将 Microsoft Teams 从统一通信与协作（UC&C）工具，系统性重塑为企业级 AI 智能体（Agent）的调度中枢与协同操作系统。微软

在 Teams 内构建一个分工明确的 AI 智能体产品矩阵，以“通用 Copilot+垂直 Agent”的组合满足不同场景需求。微软的 AI 战略有望巩固并扩大其企业通信市场的统治地位，其核心是通过协作范式和自动化范式重构，深刻解构并重组未来工作流程。

- **协作范式重构：**2025 年 11 月推出具备独立身份（企业邮箱、Teams 账号）的“代理用户”。它们作为组织通讯录中的正式成员，可被分配项目，自主执行采购、健康计划跟踪等行政流程；
- **自动化范式重构：**微软在 Ignite 2025 宣布，通过模型上下文协议（MCP），Teams 内智能体可直接读写 Jira、Asana、GitHub 等第三方数据。例如，自动查询 Jira 风险并安排会议。此举打破“数据孤岛”，将 Teams 升级为业务流程的跨系统调度中心。

图29: Teams 中的 AI 智能体通过 MCP 实现跨平台任务自动化



资料来源：IT 之家，国信证券经济研究所整理

公司坚持自有品牌出海战略，成熟渠道及高研发投入构建护城河

与微软达成全球战略合作，支持多平台协作一体化

公司为唯一具备微软音视频全产品线认证的中国品牌。2015年，公司与微软正式达成全球战略合作，十年以来，双方从SIP话机兼容性到以AI驱动的智能会议、Teams生态深度融合，再到如今的“AI+全场景办公”的战略布局，共同推动了全球企业通信的智能化升级，公司已经发展成为唯一具备微软音视频全产品线认证的中国品牌。当前，公司不断基于Microsoft Teams平台，优化升级产品，整合出一套更加全面、专业、高效的语音通信解决方案。该方案完美融合亿联网络Teams认证话机、商务耳机及SP系列免提会议电话等终端设备，为企业从桌面到移动的全场景通信体验。

公司与微软的战略合作已不再是单纯的“硬件+软件”模式，而是构建了一个以AI为核心、覆盖全场景的智慧办公新范式。公司推出的Teams认证话机原生支持Microsoft Teams系统，提供一键加入会议、联系人快速访问等专属按键设计，操作体验与Teams软件终端完全一致。这些设备通过了微软严格认证，音质获得泰尔实验室认证标准，确保通话清晰稳定。

图30: 亿联网络 Teams 认证话机概览图



资料来源：亿联网络公众号，国信证券经济研究所整理

除微软外，公司也是Zoom官方认证合作伙伴，与腾讯会议、钉钉等平台联发，具备支持多平台协作一体化的能力。企业有时需要同时使用多种会议平台：跨国业务部门可能使用Microsoft Teams、Zoom等，本地业务依赖腾讯会议、钉钉或飞书。员工在日常工作中需要在多个设备与平台间频繁切换，导致会议体验割裂，入会流程繁琐。公司的视频会议终端设备，以卓越的开放性和兼容性，无缝打通了Teams、Zoom、腾讯会议、钉钉、飞书、金山会议等主流云会议平台。无论客户习惯于使用哪一款软件，公司设备都能提供原生级的高品质协作体验。

图31：公司产品实现多平台协作一体化



资料来源：亿联网络公众号，国信证券经济研究所整理

坚持自有品牌出海战略，构建高质高效的供应链及销售体系

公司坚持自有品牌出海战略，品牌知名度较高，附加值较高。与 ODM/OEM 厂商依赖代工出口不同，尽管与微软、Zoom 等全球统一通信软件巨头达到高级别合作，公司所有产品均以“Yealink”品牌面向全球企业和渠道商。自有品牌出海使得公司摆脱了产业链底端进行“成本加成”定价的被动局面，转而掌握产品定义、定价和利润分配的全链条主动权，公司前瞻的战略选择确保了公司维持较高的盈利能力，同时提升了公司的品牌竞争力。当前，公司自主品牌 Yealink 畅销美国、英国、澳大利亚等 140 多个国家和地区，根据 2021 年 Frost&Sullivan 的统计数据，IP 话机市场占有率为全球第一；VoIP Phones Customer Satisfaction Report 2018 Licensed for Distribution Eastern Management Group 数据显示用户满意度全球第一；根据 IDC 2021 年全球视频会议市场统计数据，全球视频会议系统出货量 TOP5。

图32：公司主要经营模式



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

数十年深耕统一通信与协作领域，公司已积累起高质高效的供应链及销售体系：
供应链方面，公司自主采购原材料，以送料加工的方式将人力密集型的产品生产环节外包给外协加工厂。公司大部分原材料及零部件均采购自国内供应商，其中核心零部件为芯片类，2017-2019 年均占公司总采购额的 30%以上。公司对供应商在寻源与准入、过程监控、持续改进等多个方面进行全流程管理；同时，公司十分重视与核心供应商之间的合作，与其建立了包括及时付款、资金支持、品质辅导、共同开发在内的多重合作机制，从而能更好地推动双方开展长期稳定合作，形成协作共赢、资源共享、共同发展的战略伙伴关系。

公司采用外协加工提升公司运营效率，将外协引入园区协同制造。公司在将生产工序外包给外协厂商前，公司会安排产品测试及小规模的生产，用以改善生产效益和提升产品质量，后按照试生产结果，修改公司的产品设计方案，直至产品可满足商业化规模生产为止。外包生产有助于公司降低人工成本及固定资产投资，提升企业整体的运营效率。2023 年 7 月，公司智能产业园正式落成，在此前运营模式的基础上，将外协加工厂引入园区，并投入智能化产线及先进自动化设备，采用各类信息系统贯通供应链信息流，统一园区协同制造，实现了公司从研发、采购、生产、销售各环节的效率提升。

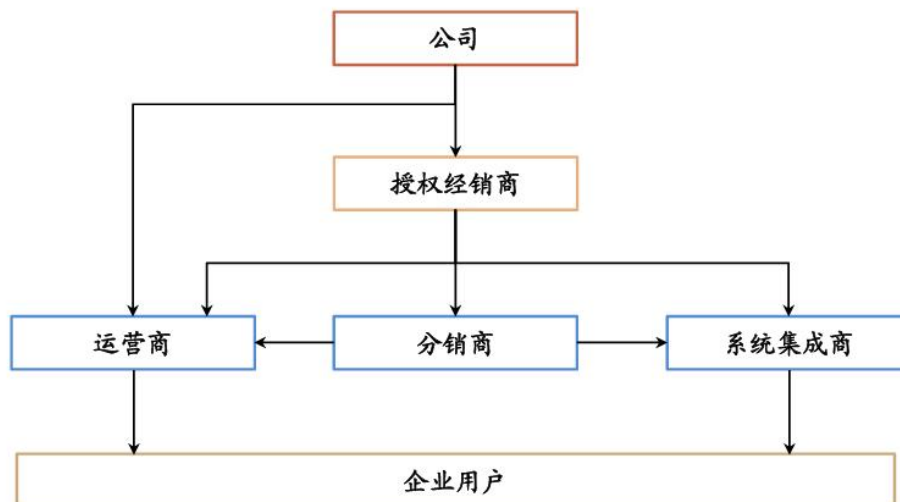
图33：公司和外协厂商的合作分工

项目	公司	外协厂商
生产计划	下达下月的月预计划生产通知单	安排下月生产准备
	下达下周的实际生产计划生产通知单	完成预生产准备，可提前加工生产
	临时生产计划，下达生产通知单	配合公司安排生产
物料管理	拥有公司提供物料的所有权	专用场地和货架存放和保管
	下发生产通知单、生产配置单	按公司的生产通知单、生产配置单领料；半成品、部件、组件分类存放，数量受控
工艺管理	公司提供生产工艺流程文件、作业指导书	根据工艺文件，制定实际的操作手册，安排生产；根据产品技术标准，负责生产线的优化
质量管理	负责原材料采购检验、测试	配合公司对原材料进行测试
	配合外协厂商进行产品出厂检验	对产品进行出厂检验

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

销售方面，公司产品主要通过渠道分销体系销售至最终企业用户。渠道分销体系由授权经销商、运营商、分销商、系统集成商等主体构成，其相互之间又可能存在着紧密的业务关系。

图34：公司通过渠道分销体系销售



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司采用经销商模式有利于快速实现业务扩张及与区域覆盖。采用经销商模式与公司的自有品牌出海战略相契合，有利于低成本、高效率地实现业务扩张及区域覆盖。经过多年在统一通信市场的积极开拓，公司建立起了遍布全球的经销网络，与知名经销商发展长期稳定合作关系，并通过持续有效的渠道管理方式，不断优化渠道质量，从而有效提升公司品牌在全球的影响力。

表2：公司渠道拓展情况

时间	事件	渠道类型	地区
2001	公司成立，初期以代工生产 Skype USB 电话为主，通过 OEM 模式进入国际市场，客户包括 Skype 等。	代工（OEM）	全球（以欧美为主）

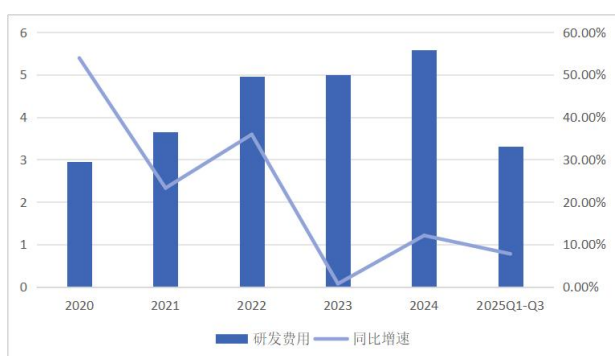
2008	与英国经销商 ALLNET GMBH Computersysteme、俄罗斯经销商 IPMATIKA, LLC 建立合作关系。	国际分销	欧洲（英国、俄罗斯）
2009	与英国经销商 Nycomm Limited 建立合作关系。	国际分销	欧洲（英国）
2010	与美国经销商 American Technologies, LLC 建立合作关系。	国际分销	北美（美国）
2011	与美国经销商 NETXUSA Inc. 建立合作关系。	国际分销	北美（美国）
2013	与美国经销商 Jenne, Inc. 和 TeleDynamics、荷兰经销商 Lydis B. V.、澳大利亚经销商 MIA TELECOMMS PTY LTD 建立合作关系。	国际分销	北美（美国） 欧洲（荷兰） 大洋洲（澳大利亚）
2014	成为全球 TOP2 SIP 话机提供商，加速海外渠道布局。与德国经销商 COMPLUS Generaldistribution GmbH 建立合作关系。	国际分销	北美（美国）
2016	与全球 TOP 运营商 Verizon（美）、AT&T（美）、英国电信、沃达丰（英）等达成战略合作，通过运营商渠道拓展企业客户。与美国经销商 NETXUSA Inc. 建立合作关系。	运营商合作、国际分销	北美、欧洲
2017	在深交所上市，加大全球渠道建设投入；与北美经销商 ScanSource Inc. 合作，覆盖美国、加拿大及拉美市场。	国际分销	北美、拉美
2018	与微软联合发布支持 Teams 的智能协作方案，通过微软生态渠道触达全球企业客户；SIP 话机市占率跃居全球第一，覆盖 140 多个国家和地区。	生态合作	全球
2019	全球授权经销商数量达 153 家，前十经销商收入占比约 50%，覆盖欧美核心市场；与腾讯云、索尼（中国）、中国电信集团达成战略合作，拓展国内政企市场。	国际分销、生态合作	全球（欧美为主）
2020	发布融合通信方案 UME 及第三代智能视讯终端，通过经销商和云服务平台覆盖远程办公场景；入选微软全球企业通信领域核心音视频战略合作伙伴，强化 Teams 渠道整合。	云服务、生态合作	全球
2022	发布 UC 全能力沟通协作矩阵，整合语音、视频、会议、协作功能，通过经销商和自研平台覆盖混合办公需求；成为国内唯一获得微软 Teams、Zoom、腾讯会议三大巨头认证的品牌。	全场景解决方案	全球
2023	持续优化渠道质量，通过技术支持、联合推广等措施强化全球经销商网络，覆盖 140 多个国家和地区。	供应链、渠道管理	全球

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

高度重视研发投入，持续提升产品竞争力

公司以研发为核心，近五年研发费用持续增长，研发费用率维持较高区间。公司坚持自主创新，高度重视研发投入，2020-2024 年公司研发费用持续增长，2024 年达到 5.59 亿元，同比增长 12.08%，研发费用率达到 9.95%；2025 年前三季度公司研发费用达到 3.32 亿元，同比增长 7.74%，研发费用率为 7.72%。公司 2020-2024 年研发费用率基本维持在 10%。公司设立了厦门、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，产品覆盖云计算、AI 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。2020-2024 年公司技术人员数量持续增长，2024 年公司技术人员达到 1117 人，员工占比达到 51%。

图35：公司研发费用及增速情况（单位：亿元；%）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图36：公司技术人员占比情况



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

公司以“市场导向+技术驱动”为创新思路，持续研发新品。公司对国内外最新产品技术动向及用户需求变化保持密切跟踪，以满足日新月异的市场需求及客户不断变化的偏好，确保公司技术水平的先进性。

- 会议产品方面，公司在 2025 年重磅推出新一代音视频会议平板系列产品，搭载业内唯一影像级智能四摄、第二代自研聆晰音频算法及极致全能 AI 体验，以及推出了智能视讯一体机 MeetingBarA40/A50、Dante 吸顶麦克风 CM50、智能追踪摄像头 SmartVision 80、视频会议主机 MCore4 等众多新品。
- 云办公终端方面，公司不断完善商务耳麦产品布局，全新有线耳麦 UH4X 系列的推出，进一步丰富了产品矩阵。公司从稳定性、兼容性、拾音降噪、佩戴舒适度等多维度持续优化产品性能，精准贴合多元场景下的商务办公需求，同时积极推进市场推广和渠道开拓，打磨商务耳麦整体竞争力，为商务耳麦业务注入长足增长动能。

除此之外，子公司 Yeasound 于 2025 年 7 月 14 日正式上线其 AI 技术驱动的助听器产品。Yeasound 以“做更好用、更智能的助听器”为使命，利用人工智能技术解决传统助听器的多项使用痛点。通过实现 AI 智能验配、AI 精调和 AI 智能降噪等功能，Yeasound 致力于为用户提供个性化的听力解决方案。这一创新不仅提升了助听器的使用体验，还大幅改善了用户的听力质量，满足了不同用户的需求。Yeasound 的推出标志着公司从传统的 B 端市场向 C 端医疗级产品的成功转型，展现了其在智能硬件领域的创新能力。

同业对比：公司深耕细分赛道，成本控制优势突出

相较于 Cisco、Poly（现属 HP）、罗技等 UC&C 行业中 IP 话机、企业会议产品市场占有率较高的公司，亿联网络在资源稳定性、生态系统、成本控制等方面具备竞争优势。

优势一：整合公司资源投身于 UC&C 行业，数十年深耕细分赛道

公司自 2001 年成立以来就深耕于 UC&C 行业，以桌面通信终端（IP 话机）产品为基石，跟随产业趋势逐渐拓展企业会议产品及云办公终端，目前三条业务线协同发展。相较之下，Cisco 的基石产品主要系交换机、路由器等通信底层基础设施，与亿联网络形成竞争的主要系包括 Webex 会议套件、协作设备（如视频会议终端）的协作业务。同样，Poly 的 UC&C 业务仅为 HP 一个部门业务，罗技的视频会议平台业务仅为公司细分产品之一。亿联网络数十年深耕 IP 话机及会议产品等业务，在三大细分领域精耕细作，不论是上游供应商还是下游渠道商均已培养起多年的稳定合作关系，整体来看公司对于 UC&C 行业的资源投入具备极强的稳定性。

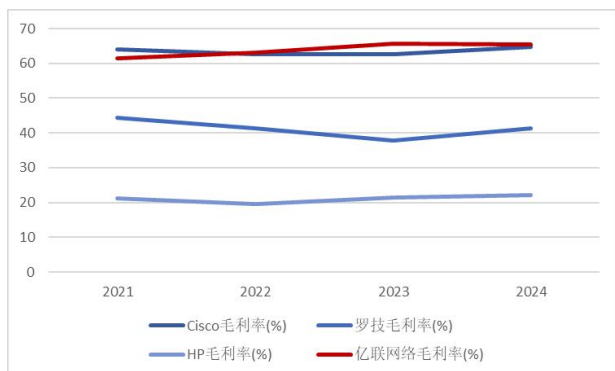
优势二：公司采用开放的生态系统，与微软深入绑定

亿联网络是国内唯一一家同时获得微软 Teams、Zoom、腾讯会议三大主流平台全品类认证的终端厂商。这一独特地位使其产品能实现与云端平台的无缝融合和优化，成为巨头生态中不可或缺的硬件入口。尽管罗技等同业也通过微软、Zoom 等主流平台认证，但是以 Cisco 为例，仍存在比如 Webex 设备与微软、Zoom 等存在竞争关系的情况。同样，罗技和 HP（Poly 所属公司）均和微软在个人电脑及外设等领域存在竞争关系。亿联网络不存在独立或封闭的生态系统，且与微软、Zoom 等不存在竞争关系，相较于其他同业更具优势。

优势三：精细化管控下具备极强的成本控制能力

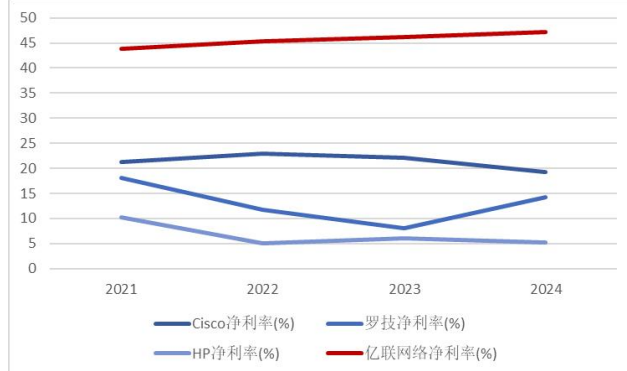
公司多年来毛利率净利率维持高水平，2024 年三大产品毛利率分别为 67.55%/65.67%/53.27%，公司整体净利率为 47.1%。公司在上游建立了稳定的供应商关系，生产采用外协的方式以获取产业链中高附加值的部分，下游已搭建起多层渠道商、经销商的销售网络，公司全链条精细化管理使得其具备极强的成本控制优势。相较之下，2024 年 Cisco、罗技、HP 的毛利率分别为 64.73%/41.36%/22.07%，净利率分别为 19.18%/14.24%/5.18%，成本控制能力均低于亿联网络。

图37：同业公司毛利率情况对比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理（注：Cisco、罗技、HP 均采用财年数据）

图38：同业公司净利率情况对比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理（注：Cisco、罗技、HP 均采用财年数据）

财务分析

资本结构及偿债能力分析

通过对公司资债结构、经营效率、偿债能力、盈利能力和成长性进行分析，我们认为公司资债结构较好、盈利能力强、成长性较好。

2024 年公司资产负债率 8.5%，有息负债率 0.1%；资产负债率和有息负债率比同类公司低，且近几年保持稳定低区间。

2024 年流动比率 10.09、速动比率 9.07，均处于同业高水平。

图39：可比公司资产负债率（单位：%）



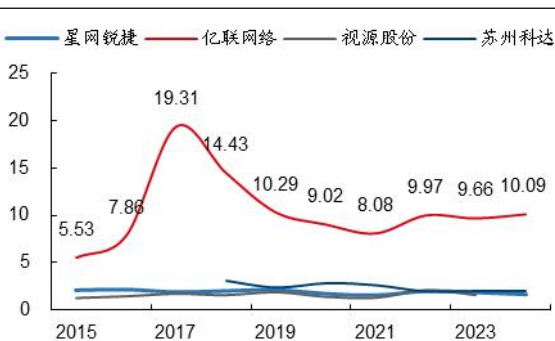
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图40：可比公司有息负债率（单位：%）



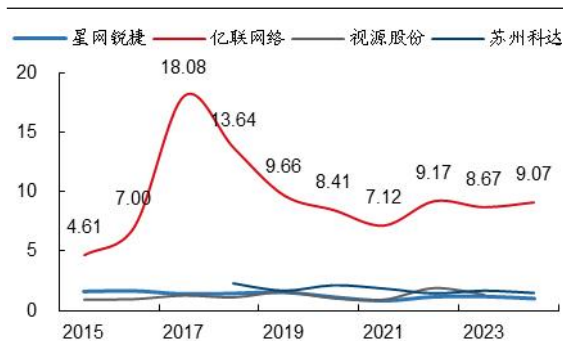
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图41：可比公司流动比率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图42：可比公司速动比率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

经营效率分析

2024 年公司总资产周转率 0.6，显著优于同业，存货周转率 2.5，应收账款周转率 6.4，对应周转天数分别为 598/143/56 天，处于行业较好水平。过去几年公司稳健经营，总资产周转率、存货周转率、账款周转率一直处于较好水平。

图43: 存货周转天数（单位：天）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图44: 应收账款周转天数（单位：天）

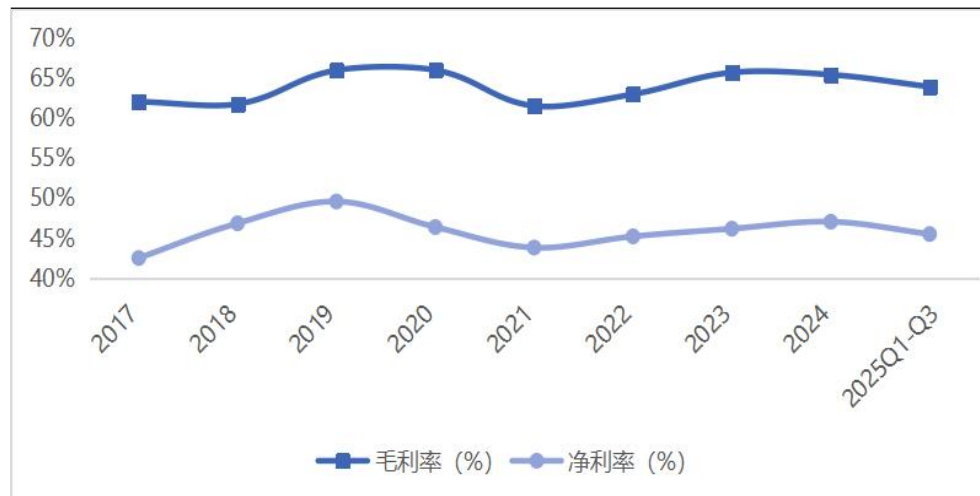


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

2024 年公司毛利率、净利润率分别为 65.4%、47.1%，持续保持高位。高于同业的原因核心系公司坚持出海战略，持续深耕欧美高毛利市场，同时具备一定行业先发优势。

图45: 公司历年销售毛利率、净利率

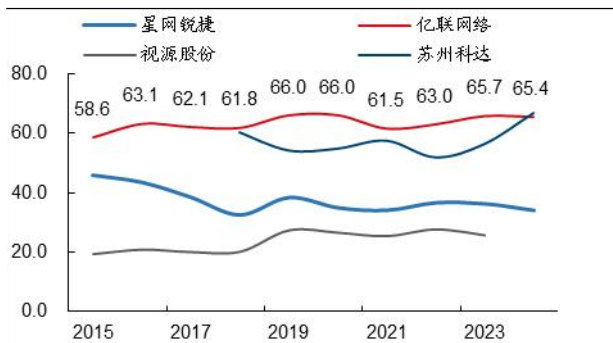


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

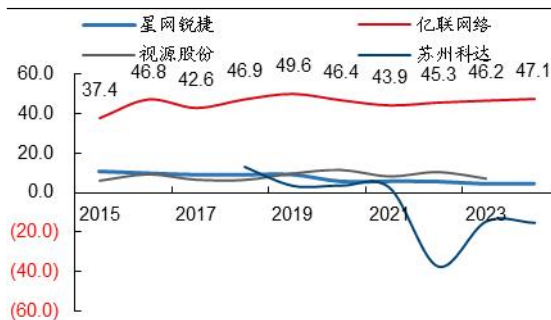
2024 公司年净资产收益率为 30.7%，处于同业高位，公司毛利率净利率水平领先，盈利能力强。综合比较而言，公司的盈利能力领先同业。

图46: 可比公司毛利率（单位：%）

图47: 可比公司净利率（单位：%）

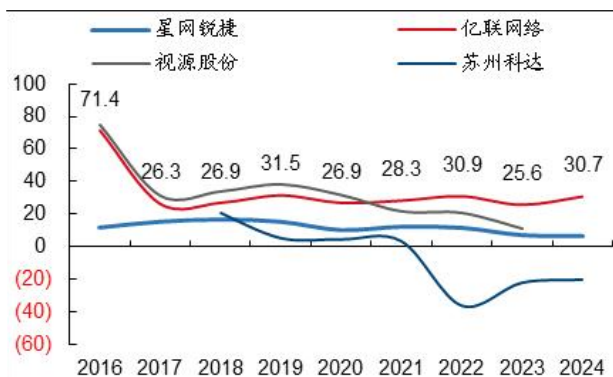


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



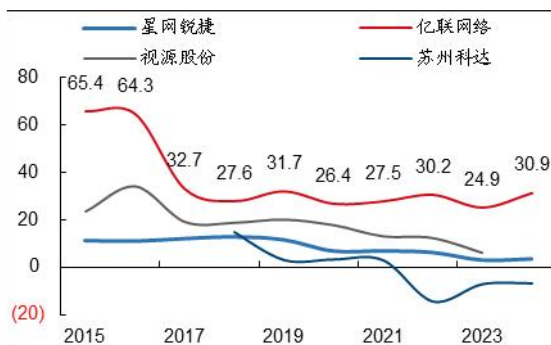
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图48: 可比公司净资产收益率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图49: 可比公司资产回报率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

成长性分析

公司的收入和利润规模稳健增长，2022-2024 年公司收入复合增速 8.9%，归母净利润 CAGR10.27%。此外，公司 EPS 表现良好，2024 年每股收益 2.10 元，每股净资产 7.08 元。

图50: 公司 EPS（单位：元）

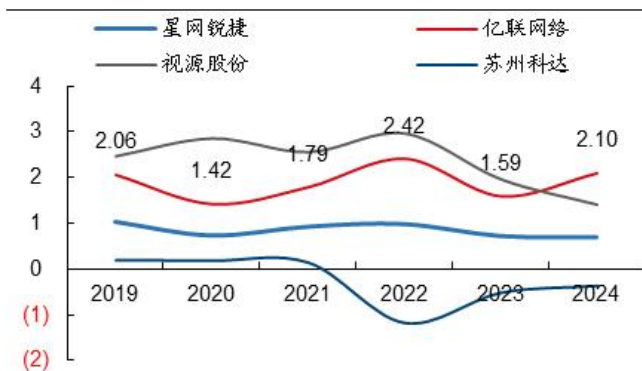
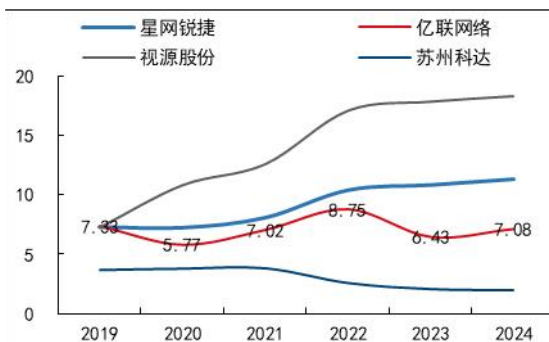


图51: 公司每股净资产（单位：元）



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

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司未来3年年归母净利润 26.53/30.84/36.42 亿元，增速分别为 0.2%/16.2%/18.1%。每股收益分别为 2.09/2.43/2.88 元

桌面通信终端业务：公司桌面通信终端业务预计进入存量优化阶段，公司在海外市场的品牌知名度较高，市场地位稳固，随着新品逐渐释放，公司桌面通信终端业务有望保持稳定或小幅增长。考虑到 2025 年公司受到地缘政治及产能转移带来的短期收入波动，预计 2025-2027 年桌面通信终端业务营收同比变动-5%、3%、5%，营收分别为 29.3/30.2/31.7 亿元；该业务毛利率基本维持稳定，预计 2025-2027 年毛利率分别为 65.5%、66.0%、66.0%。

会议产品业务：公司会议产品仍处于快速增长阶段，绑定微软持续开拓海外市场，预计 2025-2027 年营收同比增长 22%、25%、25%，营收分别为 24.4/30.5/38.1 亿元；该业务毛利率较为稳定，预计 2025-2027 年毛利率分别为 63.5%、64%、64.5%。

云办公终端业务：公司云办公终端业务处于快速增长阶段，潜在空间广阔，预计 2025-2027 年营收同比增长 30%、40%、45%，营收分别为 6.9/9.6/13.9 亿元；预计 2025-2027 年毛利率分别为 52%、52.5%、53%。

表3：亿联网络业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
桌面通信终端业务						
收入（亿元）	31.45	25.44	30.82	29.28	30.16	31.67
增速	23.48%	-19.11%	21.15%	-5.00%	3.00%	5.00%
毛利率	63.76%	67.40%	67.55%	65.50%	66.00%	66.00%
会议产品业务						
收入（亿元）	12.99	14.66	19.97	24.36	30.45	38.07
增速	42.28%	12.86%	36.22%	22.00%	25.00%	25.00%
毛利率	64.69%	65.76%	65.67%	63.50%	64.00%	64.50%
云办公终端业务						
收入（亿元）	3.61	3.23	5.27	6.85	9.59	13.91
增速	63.35%	-10.53%	63.16%	30.00%	40.00%	45.00%
毛利率	51.37%	53.90%	53.27%	52.00%	52.50%	53.00%
其他业务						
收入（亿元）	0.05	0.15	0.16	0.16	0.16	0.16
增速	67%	200%	7%	0%	0%	0%
毛利率	-	-	33.13%	33.00%	33.00%	33.00%
合计						
总营收（亿元）	48.11	43.48	56.21	60.65	70.36	83.80
增速	30.59%	-9.62%	29.28%	7.90%	16.01%	19.10%
毛利率	63.01%	65.72%	65.45%	63.09%	63.22%	63.10%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2025-2027 年营收分别为 60.66/70.37/83.81 亿元，同比 +7.9%/16.0%/19.1%，毛利率分别为 63.09%/63.22%/63.10%。

业绩预测

表4: 盈利预测表 (单位: 百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5621	6066	7037	8381
营业成本	1942	2239	2588	3093
销售费用	291	340	408	490
管理费用	156	174	200	237
研发费用	559	546	633	754
财务费用	(67)	(30)	(62)	(95)
营业利润	2894	2896	3369	3979
利润总额	2895	2897	3370	3980
归属于母公司净利润	2648	2653	3084	3642
EPS	2.10	2.09	2.43	2.88
ROE	30%	26%	27%	28%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2025-2027 年收入分别为 60.66/70.37/83.81 亿元, 归属母公司净利润为 26.53/30.84/36.42 亿元, 归母净利润年增速分别为 0.2%/16.2%/18.1%。每股收益 2025-2027 年分别为 2.09/2.43/2.88 元。

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 36-53 元, 给予增持评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 36.1-51.8 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表5: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	7.90%	16.01%	19.10%	15.00%	12.00%	10.00%	8.00%	8.00%
营业成本/营业收入	36.91%	36.78%	36.90%	36.50%	36.50%	36.50%	36.20%	36.20%
管理费用/营业收入	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%
研发费用/营业收入	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
销售费用/销售收入	5.60%	5.80%	5.85%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%
营业税及附加/营业收入	1.10%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
所得税税率	8.40%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%
股利分配比率	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表6: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	8.40%
无风险利率	1.40%	Ka	8.00%
股票风险溢价	5.50%	有杠杆 Beta	1.19
公司股价 (元)	34.59	Ke	7.97%
发行在外股数 (百万)	1267	E/(D+E)	100.52%
股票市值 (E, 百万元)	43816	D/(D+E)	-0.52%
债务总额 (D, 百万元)	-223	WACC	7.99%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	2.90%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 DDM 估值方法, 得出公司价值区间为 36.1-51.8 元。从估值方法特征来看, 以 DDM、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司, 在成长股预测中存在失真现象 (以特斯拉为例, 在 2019 年以 DCF 折现法及 EV/销量为指标的相对估值法的对比中, 后者数值为前者数值 2-3 倍, 最终股价反应贴近后者)。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.0%	7.5%	7.97%	8.5%	9.0%
永续增长率变化	4.4%	77.78	64.61	55.15	48.02	42.46
	3.9%	67.16	57.28	49.85	44.05	39.40
	3.4%	59.52	51.76	45.70	40.86	36.89
	2.9%	53.75	47.44	42.38	38.24	34.79
	2.4%	49.25	43.97	39.65	36.06	33.02
	1.9%	45.64	41.13	37.38	34.20	31.49

	1.4%	42.67	38.76	35.45	32.61	30.17
--	------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：43.7-53.5 元

公司主要收入来源于 SIP 话机、会议产品及云办公终端，基于类似的业务类型考量，我们选取视源股份（主营包含视频会议大屏）、星网锐捷（主营包含智慧终端、视频会议等）、苏州科达（提供全场景会议解决方案）作为可比公司，可比公司 2026-2027 年的 PE 均值分别为 62X/29X（剔除苏州科达的均值分别为 19.8X/16.3X）。我们预计 2026-2027 年公司归属母公司净利润为 30.84/36.42 亿元，考虑到公司在全球市场中具备较强竞争力，给予公司 2026 年 18-22XPE，目标价为 43.7-53.5 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表8：同类公司估值比较（数据截至 2025 年 12 月 8 日收盘）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元/股)	总市值 (亿元)	归母净利润		PE	
					2026E	2027E	2026E	2027E
002841.SZ	视源股份	-	38.6	268.3	12.3	14.7	21.9	18.2
002396.SZ	星网锐捷	-	29.1	170.2	9.6	11.8	17.7	14.4
603660.SH	苏州科达	-	10.2	58.8	0.4	1.1	147.5	54.5
	平均值						62.4	29.0
300628.SZ	亿联网络	优于大市	34.6	438.2	2.43	2.88	14.0	11.8

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测，视源股份、星网锐捷、苏州科达归母净利润数据来自 Wind 一致预期

投资建议

综合上述估值，我们认为公司股票合理估值区间在 43.7-51.8 元/股之间，2026 年动态市盈率 18-21 倍，相对于公司目前股价有 26.3-49.8%溢价空间。考虑公司行业龙头的地位及较好成长性，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 43.7-51.8 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.40%、风险溢价 5.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.90%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的企业比如视源股份、星网锐捷的相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2026 年平均 PE 作为相对估值的参考,考虑公司的龙头地位和成长性,给予公司 26 年 18-22 倍 PE 估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候,设定了很多参数,这些参数的设置都加入了很多个人的判断:基于对产业格局和公司基本面的判断,我们认为:公司长期深耕的细分行业产品已在欧美具备较强竞争力,但公司的基石产品所属行业已迈入存量优化阶段,公司可能面临行业需求增长不及预期、地缘政治风险导致下游订单不及预期的风险。同时,公司新产品的推进力度也有可能存在不及预期的风险。

政策风险

公司产品主要用于出口,出口退税政策、关税政策对公司经营影响较大,未来由于中国及东南亚出口退税政策、关税政策可能发生改变,进而导致公司经营存在不确定的风险;公司与微软、Zoom 等外企深度合作,未来可能存在政策因素导致合作推进不及预期的风险。

经营风险

公司人员数量较多,经营管理难度较大,对管理者带来较大挑战。

汇率风险

公司产品主要销往欧美等地区,汇率波动可能引发公司利润的较大变动。

市场风险

市场竞争加剧会影响公司产品销售和利润空间;海外市场进展不及预期,订单不

及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	403	501	1656	2827	4266	营业收入	4348	5621	6066	7037	8381
应收款项	838	932	1079	1258	1459	营业成本	1490	1942	2239	2588	3093
存货净额	727	813	896	1123	1298	营业税金及附加	47	67	67	84	101
其他流动资产	64	84	86	103	122	销售费用	276	291	340	408	490
流动资产合计	7095	8037	9425	11018	12853	管理费用	133	156	174	200	237
固定资产	1118	1077	1020	998	967	研发费用	499	559	546	633	754
无形资产及其他	275	258	249	240	230	财务费用	(36)	(67)	(27)	(56)	(88)
投资性房地产	253	221	221	221	221	投资收益	159	155	152	155	154
长期股权投资	144	182	211	233	262	资产减值及公允价值变动	44	29	14	29	24
资产总计	8885	9775	11126	12710	14533	其他收入	(462)	(522)	(546)	(633)	(754)
短期借款及交易性金融负债	3	5	7	9	9	营业利润	2178	2894	2892	3362	3973
应付款项	519	470	610	742	830	营业外净收支	3	1	1	2	1
其他流动负债	212	322	334	391	484	利润总额	2180	2895	2893	3364	3974
流动负债合计	734	796	950	1142	1323	所得税费用	170	247	243	286	338
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	25	30	35	43	48	归属于母公司净利润	2010	2648	2650	3078	3636
长期负债合计	25	30	35	43	48	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	759	827	986	1185	1372	净利润	2010	2648	2650	3078	3636
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	8	(1)	(0)	(0)
股东权益	8126	8948	10140	11525	13162	折旧摊销	64	80	121	124	128
负债和股东权益总计	8885	9775	11126	12710	14533	公允价值变动损失	(44)	(29)	(14)	(29)	(24)
						财务费用	(36)	(67)	(27)	(56)	(88)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(236)	(95)	(77)	(226)	(209)
每股收益	1.59	2.10	2.09	2.43	2.87	其它	(1)	(8)	1	0	0
每股红利	1.43	1.50	1.15	1.34	1.58	经营活动现金流	1794	2603	2680	2947	3531
每股净资产	6.43	7.08	8.01	9.10	10.39	资本开支	0	(65)	(41)	(63)	(63)
ROIC	64.49%	82.00%	81%	91%	102%	其它投资现金流	41	(644)	0	0	0
ROE	24.74%	29.59%	26%	27%	28%	投资活动现金流	42	(746)	(70)	(85)	(92)
毛利率	66%	65%	63.09%	63.22%	63.10%	权益性融资	34	0	0	0	0
EBIT Margin	44%	46%	45%	44%	44%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	45%	48%	47%	46%	46%	支付股利、利息	(1802)	(1894)	(1458)	(1693)	(2000)
收入增长	-10%	29%	8%	16%	19%	其它融资现金流	1707	2027	2	2	0
净利润增长率	-8%	32%	0%	16%	18%	融资活动现金流	(1864)	(1760)	(1455)	(1691)	(2000)
资产负债率	9%	8%	9%	9%	9%	现金净变动	(28)	98	1155	1171	1439
股息率	4.1%	4.3%	3.3%	3.9%	4.6%	货币资金的期初余额	431	403	501	1656	2827
P/E	21.7	16.5	16.5	14.2	12.1	货币资金的期末余额	403	501	1656	2827	4266
P/B	5.4	4.9	4.3	3.8	3.3	企业自由现金流	0	2303	2476	2692	3247
EV/EBITDA	22.6	16.6	15.9	13.9	11.8	权益自由现金流	0	4330	2503	2745	3328

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

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

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中所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 层

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