

证券研究报告—深度报告

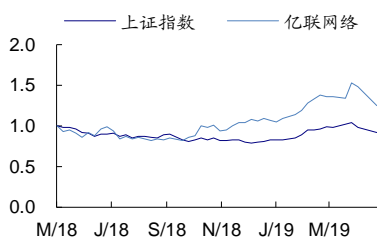
信息技术

通信

亿联网络(300628)
买入

合理估值: 元 昨收盘: 89.4 元 (维持评级)

2019年05月20日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	300/75
总市值/流通(百万元)	26,779/6,676
上证综指/深圳成指	2,882/9,000
12个月最高/最低(元)	111.80/56.40

相关研究报告:

《亿联网络-300628-2018 年年报点评: 业绩稳扎稳打, 静待 VCS 发力》——2019-04-25
 《亿联网络-300628-2019 年一季报预告点评: 19Q1 业绩持续高速增长, 略超预期》——2019-04-12
 《亿联网络-300628-跟踪点评: 整体稳健发展, VCS 业务未来弹性大》——2019-01-08
 《亿联网络-300628-2018 年三季报点评: 三季度业绩符合预期, 盈利水平企稳上升》——2018-10-29
 《亿联网络-300628-2018 年三季度业绩预告点评: 三季度持续稳健增长, 符合预期》——2018-10-12

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

联系人: 陈彤

电话: 0755-81981372
 E-MAIL: chentong@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

从竞争格局看公司消费价值凸显

亿联网络是一家企业通信终端解决方案提供商, 正处在从 SIP 话机业务向 VCS 视频会议系统业务转型的阶段。公司质地优良, 财务表现亮眼, 60%以上的毛利率, 40%以上的净利率, 40%的分红比例。我们认为, 音频&视频会议产品具备 B 端消费属性, 需求不断升级, 且在云化趋势市场下沉打开。公司产品具备较强竞争力, 股价已反应中美贸易战的悲观预期, 长期投资价值彰显。

● SIP 业务: 稳增长基石, 成熟市场中的细分优质赛道

SIP 桌面终端业务是公司的主要收入来源, 是一个全球渗透率仍较低、受各国政策限制或驱动、穿越通信周期的 to B 端细分领域。行业增长四大逻辑: 1、固话 IP 化是大势所趋, 目前各国电信法令纷纷松绑, 加速网络 IP 化进程; 2、SIP 话机/IP 话机渗透率不断提升; 3、托管模式兴起, 渠道下沉, 中小企业需求受激发, 市场空间进一步打开; 4、以亿联网络为代表的国产厂商异军突起, 提供高性价比产品, 进一步降低使用成本, 带来增量市场。

● 复盘国际 UC 巨头发展历程, 重申亿联成长逻辑

公司是 SIP 话机细分赛道的专注型选手。行业需求持续增长, 从海外巨头 SIP 相关业务的营收增长得以验证。公司精准定位中小型市场, 产品具备高性价比优势, 打开中小企业增量市场, 成长性高于行业, 对巨头存在挤出效应。

● VCS 业务: 高增长引擎, 云视讯时代大有可为

VCS 视频会议系统业务是一个高端市场趋于成熟, 中低端市场需求快速打开的千亿级市场。全球视频会议系统市场规模预计 2021 年达到 646 亿美元, 复合增速 8.3%。国内市场复合增速近 20%, 预计 2021 年有望超过 160 亿元。全球市场寡头格局已成, 巨头纷纷布局云平台。国内云视频通信处于起步阶段, 老牌硬件视频会议系统提供商优势减弱, 市场格局面临洗牌。公司积极布局“云+端”, 在终端音视频技术上存在壁垒, 或迎来发展机遇。

● 看好公司的云通信布局, 维持“买入”评级

公司成功切入视频会议市场, 募得资金后加强在云端和软硬件终端的研发部署, 增长势头迅猛。预计公司 2019-2021 年净利润为 11.08/14.08/17.88 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 24/19/15 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 汇率波动风险; 中美贸易战关税风险; 市场拓展不及预期
盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,388	1,815	2,383	3,102	3,948
(+/-%)	50.2%	30.8%	31.3%	30.1%	27.3%
净利润(百万元)	591	851	1108.1	1408.4	1787.5
(+/-%)	36.7%	44.1%	30.1%	27.1%	26.9%
摊薄每股收益(元)	1.97	2.84	3.70	4.70	5.97
EBIT Margin	48.8%	44.7%	44.4%	43.3%	43.5%
净资产收益率(ROE)	20.6%	24.3%	25.9%	26.8%	27.4%
市盈率(PE)	45.3	31.5	24.2	19.0	15.0
EV/EBITDA	39.4	32.6	25.2	19.9	15.7
市净率(PB)	9.3	7.65	6.26	5.09	4.11

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

投资摘要

估值与投资建议

公司成功切入视频会议市场，募得资金后加强在云端和软件终端的研发部署，具备较高的竞争壁垒。中长期逻辑主要看在与微软合作和运营商客户的开拓，以及 VCS 业务的高速增长。远期主要看云平台的搭建以及未来投资新项目带来的协同效应。**我们看好音视频会议产品的 B 端消费升级需求和公司的云通信布局**，预计公司 2019-2021 年营业收入为 23.8/31.2/39.5 亿元，增速分别为 31.3/30.1/27.3%，净利润为 11.1/14.1/17.9 亿元，增速分别为 30.1/27.1/26.9%，EPS 为 3.70/4.70/5.97 元，当前股价对应 PE 分别为 24/19/15 倍，维持“买入”评级。

核心假设

第一，假设 SIP 话机产品（包括 DECT 无线终端）单价不发生大幅波动，整体增速维持 20% 以上的稳步增长，随着行业竞争加剧和渗透率不断提升，整体毛利率将稳中有降，但由于行业属性基本能长期维持在 50% 以上。

第二，VCS 高清视频会议系统业务处于业务拓展初期，增速和毛利率高于传统 SIP 业务，未来在总收入中占比提升，未来增速放缓。假设 2019-2021 三年的营收增速分别为 75%、65% 和 47%。

第三，配件及其他业务的营收增速保持稳定，毛利率维持较高水平。

第四，假设公司销售费用率、管理费用率、毛利率保持稳定。

与市场预期不同之处

市场担心（1）亿联网络传统业务 SIP 话机终端业务增速和毛利率会快速下降，（2）并误以为行业巨头 Polycom 和 Cisco 的营收下降说明 SIP 行业天花板较低，（3）认为 SIP 业务竞争激烈，公司竞争壁垒较低，（4）认为 VCS 业务竞争激烈，前景不明朗

我们认为（1）SIP 行业的 IP 化是个持续推进的过程，且各国电信法令纷纷松绑，加速网络 IP 化进程，SIP/IP 话机的渗透率持续提高，行业保持稳步增长态势。且高毛利率是行业普遍现象。（2）巨头营收增速下降主要受其自身主营业务的营收下降的影响（非 SIP 话机终端业务），其 SIP 业务本身的营业收入仍保持稳步增长，说明 SIP 话机终端行业的需求仍保持持续增长。（3）公司多年积累的音视频技术和运营商渠道认证，是行业后进入者短时间内难以超越的，且公司整体费用管控水平优于行业竞争对手。（4）应区分传统视频会议系统市场和增量市场，中小型企业市场处于起步阶段，云视讯时代传统巨头优势弱化，行业面临洗牌。公司具备技术和市场优势，海外渠道部分可复用，发展迅猛。

股价变化的催化因素

- 1、中美贸易战若缓解将释放公司短期估值压力。
- 2、公司业绩的逐渐兑现影响市场预期，季报和年报的发布影响公司股价。

主要风险

- 1、人民币升值带来毛利率的下降。公司 95% 以上的收入来自国外，90% 的海外收入以美元计价，汇率波动在收入成本端和汇兑损益上都对公司产生影响。
- 2、中美贸易战关税加征范围扩大。目前公司产品未受美国关税清单影响，但若未来征税范围继续扩大，则美国收入受影响，极端情况下公司会考虑转移产能。
- 3、行业竞争加剧，市场拓展不及预期。VCS 行业新增市场处于发展初期，格局尚不稳定，市场竞争不确定性较大。

内容目录

估值与投资建议	7
绝对估值法	7
估值的敏感性分析	7
相对法估值	8
投资建议	8
写在前面	9
公司概况：从 SIP 话机终端向视频会议系统转型	10
SIP 业务：稳增长基石，成熟市场中的细分优质赛道	15
逻辑一：固话 IP 化是大势所趋，各国电信法令松绑加速网络 IP 化进程	15
逻辑二：SIP 话机/IP 话机渗透率不断提升	17
逻辑三：托管模式兴起，渠道下沉，中小企业需求受激发	18
逻辑四：国产高性价比产品异军突起，带来增量市场	19
复盘国际 UC 巨头发展历程，重申亿联成长逻辑	21
Polycom：以视频业务为核心，通过收购不断扩张	21
Cisco：协作业务 2012 年后增速放缓，Webex 会议收入增长亮眼	25
Avaya：呼叫中心业务龙头，高财务杠杆下破产重组再上市	29
多维度同行对比：亿联逆势增长，挤压巨头份额	33
VCS 业务：高增长引擎，云视讯时代大有可为	39
需求增长和技术升级推动视频会议系统行业快速发展	39
全球格局：寡头格局已成，巨头纷纷布局云平台	42
国内格局：传统市场格局稳定，增量市场百家争鸣	44
公司积极布局“云+端”，差异化竞争，潜力无限	48
看好公司的云通信布局，维持“买入”评级	50
盈利预测拆分	50
风险提示	51
附表：财务预测与估值	52
国信证券投资评级	53
分析师承诺	53
风险提示	53
证券投资咨询业务的说明	53

图表目录

图 1: 公司在电信市场中的市场定位.....	10
图 2: 公司 2012-2018 年营收及同比增速 (亿元、%)	12
图 3: 公司 2012-2018 年归母净利润及同比增速 (亿元、%)	12
图 4: 公司 2017Q1-2019Q1 营收及增速 (万元、%、%)	12
图 5: 公司 2017Q1-2019Q1 净利润及增速 (万元、%、%)	12
图 6: 2018 年公司营收结构 (按业务)	12
图 7: 2018 年公司营收结构 (按地区)	12
图 8: 公司 2012-2018 年分业务收入及增速 (亿元, %)	13
图 9: 公司 2012-2018 年分业务毛利率	13
图 10: 公司 2012-2019Q1 毛利率和净利率 (%、%)	13
图 11: 公司 2012-2019Q1 各项费用率 (%、%)	13
图 12: 公司产品分类.....	14
图 13: 公司解决方案.....	14
图 14: 企业电话系统发展史.....	15
图 15: Orange (英国和法国第一大运营商): 2007-2016 年 VoIP 用户数 (万户)	16
图 16: 全球 SIP 电话终端的销售收入规模 (百万美元)	17
图 17: 中国 SIP 电话终端的销售收入规模 (百万美元)	17
图 18: 全球 SIP 电话终端的销售量规模 (万台)	17
图 19: 中国 SIP 电话终端的销售量规模 (万台)	17
图 20: 自建式和云服务 UC 系统对比.....	18
图 21: 全球统一通信即服务魔力象限 (2018 年)	19
图 22: 托管 IP-PBX 和融合通信服务的收入增长预测	19
图 23: 2015 年亿联 SIP 话机出货量全球第二.....	20
图 24: 2015 年亿联 SIP 话机销售规模全球第三	20
图 25: 2015 年亿联 SIP 话机出货量国内第一.....	21
图 26: 2015 年亿联 SIP 话机销售规模国内第三	21
图 27: 亿联网络 SIP 终端出货量 (市场份额) 在 2017 年跃居全球第一.....	21
图 28: 宝利通 1994-2015 年营业收入 (百万美元) 及增速.....	23
图 29: 宝利通 1994-2015 年毛利率和净利率	24
图 30: 宝利通 2015 年营收结构.....	24
图 31: Gartner 报告: 统一通信的魔力象限 (2018 年 7 月)	26
图 32: Cisco 协作产品目录	27
图 33: Cisco 协作产品家族概览.....	27
图 34: Cisco 营业收入及增速.....	28
图 35: Cisco 毛利率和净利率变动情况	28
图 36: Cisco 协作业务营收 (亿美元)	29
图 37: Avaya 公司前身和发展历程.....	30
图 38: Avaya 公司主要产品.....	30
图 39: Avaya 营业收入 (百万美元) 及增速.....	31
图 40: Avaya 2010-2015 年资产负债率.....	32

图 41: Avaya 2010-2015 年总债务/ (调整后) EBITDA.....	32
图 42: Avaya2006-2017 毛利率及净利率.....	32
图 43: 2015 年亿联网络与国际巨头的统一通信相关业务规模对比 (亿美元)	34
图 44: 亿联网络与国际巨头的营收增速对比.....	34
图 45: 四家公司 2009-2018 年毛利率比较.....	35
图 46: 四家公司 2009-2018 年净利率比较.....	35
图 47: 三家公司 2012-2018 年销售费用率比较.....	35
图 48: 三家公司 2012-2018 年管理费用率比较.....	35
图 49: 四家公司 2012-2018 年销售+管理费用率比较.....	36
图 50: 四家公司 2012-2018 年财务费用率比较.....	36
图 51: 亿联网络与 Polycom 在价值链各环节的对比.....	36
图 52: 亿联网络 2012-2018 年研发费用占营业收入比例及增速.....	37
图 53: Polycom 2009-2015 年研发费用占营业收入比例及增速.....	37
图 54: Cisco 2009-2018 财年研发费用占营业收入比例及增速.....	38
图 55: Avaya 2009-2017 年研发费用占营业收入比例及增速.....	38
图 56: 全球视频会议市场规模 (2012-2021E)	40
图 57: 中国视频会议市场预测 (单位: 亿美元)	40
图 58: 2013 年和 2018 年中国视频会议各细分市场构成图 (按产品类型划分)	41
图 59: 行业增长主要市场.....	41
图 60: 2017 年视频会议系统采购规模季度数据.....	42
图 61: 2017 年国内视频会议系统细分市场采购规模占比.....	42
图 62: 2016 年一季度我国视频会议系统行业企业用户分布格局.....	42
图 63: 全球主要的视频会议技术及解决方案提供商.....	43
图 64: 2017 年会议解决方案行业魔力象限.....	43
图 65: 2007 年中国市场视频会议厂商份额.....	45
图 66: 2015 年中国视频会议市场份额.....	45
图 67: 2016 年中国视频会议市场份额.....	45
图 68: 视频会议系统厂商营收结构对比.....	47
图 69: 国内各公司视频会议系统业务毛利率.....	48
图 70: 国内各公司销售净利率.....	48
图 71: 国内各公司期间费用率.....	48
图 72: 亿联网络 2013-2016 业务结构变化.....	49
图 73: 亿联网络分业务的毛利率变动.....	49
图 74: 亿联网络全场景解决方案.....	49
表 1: 估值假设.....	7
表 2: FCFF 估值表.....	7
表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析.....	8
表 4: 可比公司的估值对比 (截止至 2019 年 5 月 17 日)	8
表 5: 亿联网络发展历程.....	10
表 6: 公司产品及服务的演变过程.....	11
表 7: IP 话机 VS 传统话机.....	15
表 8: 统一通信的两种存在形态比较.....	18
表 9: IP 硬件终端 VS 软终端.....	20

表 10: Polycom 历史沿革	22
表 11: 公司主要产品	25
表 12: Polycom 分业务营收增长情况	25
表 13: 公司协作解决方案主要产品	27
表 14: Cisco 通过并购完善统一通信业务版图	29
表 15: 公司不同服务领域的竞争对手	31
表 16: 华为、微软、Mitel、NEC 的统一通信业务发展现状	33
表 17: 视频技术的升级	39
表 18: 国产化利好政策	44
表 19: 国内视频会议市场主要公司	46
表 20: 各种类型优劣势比较	46
表 21: 国内视频会议系统行业上市公司业务特点	47
表 22: 亿联网络盈利拆分(单位:百万元)	51

估值与投资建议

绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 104.53 元。

表 1: 估值假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.9	
无风险利率	4.00%	
股票风险溢价	9.50%	
公司股价	89.4	
发行在外股数	300	
股票市值(E)	26779	26779
债务总额(D)	198	198
Kd	5.30%	5.30%
T	9.00%	9.00%
Ka	12.55%	
有杠杆 Beta	0.92	0.92
Ke	12.74%	88.00
E/(D+E)	99.27%	99.27%
D/(D+E)	0.73%	0.73%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

表 2: FCFF 估值表

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	1,059.1	1,343.9	1,717.2	2,167.1	2,709.9	3,388.2	4,066.6	4,880.7	5,857.6	7,029.8
所得税税率	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
EBIT*(1-所得税税率)	963.8	1,223.0	1,562.6	1,972.1	2,466.0	3,083.3	3,700.6	4,441.4	5,330.4	6,397.1
折旧与摊销	15.4	16.6	17.7	18.6	19.4	19.9	20.3	20.6	20.8	21.1
营运资金的净变动	(407.4)	(132.2)	(89.5)	280.5	(26.2)	(190.7)	1,261.4	(456.8)	(547.9)	(657.3)
资本性投资	(20.0)	(20.0)	(15.0)	(12.0)	(8.4)	(5.9)	(4.1)	(4.1)	(4.1)	(4.1)
FCFF	551.8	1,087.3	1,475.8	2,259.3	2,450.7	2,906.6	4,978.2	4,001.1	4,799.2	5,756.9
PV(FCFF)	489.7	856.4	1,031.5	1,401.4	1,349.0	1,419.9	2,158.2	1,539.4	1,638.6	1,744.4
核心企业价值	30,285.4									
减: 净债务	(371.5)									
股票价值	30,656.9									
每股价值	102.34									

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

估值的敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 0.5%，则我们计算得出公司股价区间在 84.93-129.91 元/股，估值中枢为 102.34。

表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析

	102.34	11.7%	12.2%	12.68%	13.2%	13.7%
3.5%		129.91	120.61	112.38	105.05	98.48
3.0%		124.91	116.33	108.69	101.85	95.69
2.5%		120.45	112.49	105.36	98.95	93.15
2.0%		116.45	109.02	102.34	96.31	90.83
1.5%		112.84	105.88	99.60	93.90	88.71
1.0%		109.57	103.02	97.09	91.68	86.74
0.5%		106.60	100.41	94.78	89.64	84.93

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

相对法估值

我们选取苏州科达、会畅通讯、海能达和视源股份作为公司的比较对象。根据 WIND 一致预测, 可比公司 2019/2020/2021 年的 PE 估值均值分别为 25.3/19.2/14.4, 相比之下, 亿联网络的相对估值次于视源股份和会畅通讯, 低于平均值。结合我们预计的公司 2019 年的业绩增速, 净利润同比增长 30.14%, 取 PEG=0.85, 2018 年公司预计 PE 为 25.62 倍, 对应股价 94.79 元, 本着审慎原则, 结合两种估值方法得出合理估值区间为 94.79-102.34 元/股, 距离当前股价还有 6%-14% 的上涨空间。

表 4: 可比公司的估值对比 (截止至 2019 年 5 月 17 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE		PEG	
				2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2018E
603660.SH	苏州科达	21.8	72.7	1.2	1.5	1.9	17.3	13.7	10.7	0.61
300578.SZ	会畅通讯	104.1	44.9	1.1	1.4	2.0	24.5	18.7	13.2	0.09
002583.SZ	海能达	34.8	167.6	0.4	0.5	0.6	23.2	17.6	14.1	0.56
002841.SZ	视源股份	46.7	497.7	2.1	2.8	3.9	36.1	26.8	19.7	1.00
	平均	51.9	195.7	1.2	1.6	2.1	25.3	19.2	14.4	0.56
300628.SZ	亿联网络	29.2	267.8	3.70	4.70	5.97	24.2	19.0	15.0	0.86

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

投资建议

公司成功切入视频会议市场, 募得资金后加强在云端和软件终端的研发部署, 具备较高的竞争壁垒。中长期逻辑主要看在与微软合作和运营商客户的开拓, 以及 VCS 业务的高速增长。远期主要看云平台的搭建以及未来投资新项目带来的协同效应。我们看好音视频会议产品的 B 端消费升级需求和公司的云通信布局, 预计公司 2019-2021 年营业收入为 23.8/31.2/39.5 亿元, 增速分别为 31.3/30.1/27.3%, 净利润为 11.1/14.1/17.9 亿元, 增速分别为 30.1/27.1/26.9%, EPS 为 3.70/4.70/5.97 元, 当前股价对应 PE 分别为 24/19/15 倍, 维持“买入”评级。

写在前面

前面我们外发了两篇亿联网络的深度报告，第一篇主要写公司的业务布局和市场空间，第二篇对公司的财务状况进行全面分析，并溯源其高盈利和高成长的本质原因。这篇文章从行业发展逻辑和竞争格局的视角进一步论证公司业绩稳健增长的可持续性。

整体来看，亿联网络是一家传统业务（SIP 桌面话机终端）出货量 2017 年跃居全球第一，新业务（VCS 视频会议系统业务）处于高速增长的拓展初期，并逐渐从硬件终端向“云+端”转型的高盈利民企。

● SIP 业务是公司稳增长基石

SIP 桌面终端业务是公司的主要业务收入来源（2018 年营收占比 86.1%），这是一个全球渗透率仍较低、受各国政策限制或驱动、穿越通信（运营商资本开支下降）周期的 to B 端细分领域。

我们认为，SIP 业务是公司稳增长基石，传统固定电话 IP 化的换机潮是个持续推进的过程，主要基于以下四大逻辑：1、固话 IP 化是大势所趋，目前各国电信法令纷纷松绑，加速网络 IP 化进程；2、SIP 话机/IP 话机渗透率不断提升；3、托管模式兴起，渠道下沉，中小企业需求受激发，市场空间进一步打开；4、以亿联网络为代表的国产厂商异军突起，提供高性价比产品，进一步降低使用成本，带来增量市场。

我们进一步复盘国际 UC 巨头发展历程，并将其与公司在产品定位、业务范围、业务规模、成长性、盈利能力、费用率、研发投入等多维度进行对比后，得出以下几点结论：（1）统一通信行业普遍长期维持高毛利率水平，50%以上是正常现象。（2）亿联网络由于在管理费用、销售费用和财务费用率上均优于行业巨头，其净利率明显优于行业水平。（3）亿联网络的研发费用水平处于行业中偏下，随着 VCS 业务和云业务的持续研发投入，未来可能提升。（4）亿联相比巨头业务更为单一，是这个细分赛道的专注型选手。（5）巨头营收增速下降的主要受其自身主营业务的营收下降的影响（非 SIP 话机终端业务），虽然其在 SIP 话机终端的份额在下降，但业务本身的营业收入仍保持稳步增长，说明 SIP 话机终端行业的需求仍保持持续增长。（6）三巨头 SIP 话机业务增速下降主要受到低价竞争者的冲击和竞争加剧的影响，亿联在这个期间逆势增长，说明公司在 SIP 终端市场对巨头存在挤出效应。

● VCS 业务是公司高增长引擎

VCS 视频会议系统业务是公司于 2012 年开始筹备并于 2015 年正式推出的新业务（2018 年营收占比 9.66%），这是一个政府机关及大型企业市场趋于成熟，中小企业市场需求快速打开的千亿级市场。

需求推动和技术升级推动视频会议系统行业快速发展。全球视频会议系统市场规模目前 470 亿美元，预计 2021 年达到 646 亿美元，复合增速 8.3%。中国的视频会议市场尚处于发展初期，国内市场规模目前 50 亿，复合增速近 20%，预计 2021 年有望超过 160 亿元。全球视频会议解决方案的领导者企业包括思科和华为、“专业型选手”包括 Polycom，以及“挑战者”Avaya、Lifesize、Zoom、ZTE、Vidyo 和 StarLeaf，目前寡头格局已成，巨头纷纷布局云平台。云视频通信在国内处于起步阶段，目前尚无主导型龙头，老牌硬件视频会议系统提供商和初创型企业互相角逐，市场格局面临重新洗牌。

我们认为，VCS 业务是公司高增长引擎，云视讯时代中小企业市场需求释放，传统寡头格局被打破，公司提前布局云通信，发展思路与行业趋势吻合；且公

公司在终端音视频技术上积累了十几年的经验，是众多行业新进入者无法短期突破的壁垒，或迎来发展机遇。

公司概况：从 SIP 话机终端向视频会议系统转型

亿联网络长期专注于企业 IP 通信中的终端解决方案，公司业务包括 SIP（Session Initiation Protocol）桌面电话终端、DECT（Digital Enhanced Cordless Telecommunications）无线电话终端、VCS（Video Conferencing System）高清视频会议系统以及其他相关配件（转接盒、无线网格适配器、扩展麦克风、蓝牙适配器、呼叫中心耳机等配件）。

图 1：公司在电信市场中的市场定位



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所分析师整理

公司成立于 2001 年，2005 年 USB Phone 销量全球第一，2009 年推出高性价比的智能 IP Phone，2013 年推出 DECT 无线终端，2014 年 SIP Phone 全球销量第二，2015 年推出 VCS 高清视频终端，2016 年海外运营商市场取得突破，2017 年创业板上市，SIP Phone 销售量跃居全球第一。

表 5：亿联网络发展历程

时间	阶段	时间	事项
2001-2004	业务初创期	2001 年 11 月	亿联公司成立（IETF 于 2011 年发布 SIP 规范 RFC3261）
		2004 年	成功研发基于 USB 的 Skype 电话终端，进入国际市场
2005-2009	业务成长期 （明确定位于基于 SIP 协议的终端市场，初步建立了自主品牌。初步布局 SIP 话机市场，获得国际市场的认可）	2005 年	亿联成为全球 TOP1 的 USB 话机供应商
		2008 年 7 月	成功研发 SIP-T10 网络软件
		2008 年 12 月	成功研发 SIP-T28、T26 网络电话软件和 VP2008/VP2009 可视网络电话软件，推出 T2 系列
		2009 年	推出高性价比的智能 IP 话机
2010-2014	业务发展期 （百兆话机到千兆话机、适时推出视频电话终端和 DECT 无线终端）	2010 年	亿联成为中国 TOP1 SIP 话机提供商
		2011 年	成功研发 VP2009/T65/T28P 网络电话软件
		2012 年	成立杭州分公司；启动视频引擎处理技术的研发，总营收 2.9 亿元
		2013 年	杭州研发中心成立；成功研发 SIP-T42G、SIP-T19P、SIP-T21P、DECT W52P 网络电话软件；建立大客户部

时间	阶段	时间	事项
2010-2014	业务发展期 (百兆话机到千兆话机、适时推出视频电话终端和 DECT 无线终端)	2014 年 9 月	成立亿联香港
		2014 年 11 月	在美国乔治亚州成立 Yealink USA
		2014 年	亿联成为全球 TOP2 SIP 话机提供商 (主要靠 T4X 系列话机); 总营收 4.88 亿元
2015 至今	业务转型阶段 (成功研发并推出 VCS 视频会议系统、CP 会议终端等)	2015 年 1 月-3 月	发布新 T2 系列, 包括 T29G、T27P、T23P
		2015 年	亿联视频会议系统上市, 亿联成为微软语音终端全球战略合作伙伴; 启动软终端的研发
		2016 年 8 月	在荷兰成立 Yealink (Europe)
		2016 年	与全球 TOP 运营商 Verizon、AT&T、英国电信、荷兰电信、比利时电信、沃达丰达成战略合作
		2017 年	在深交所创业板成功上市; 总营收 13.88 亿元, 客户群体从中小型往中大型拓展
			云视讯产品全国巡回路演, 亿联成为微软视频终端全球战略合作伙伴 成为微软 Teams 音视频的核心战略合作伙伴
		2018 年	成立产业投资基金 成立深圳分公司 推出股权激励计划

资料来源: 公司官网、公司招股说明书、国信证券经济研究所分析师整理

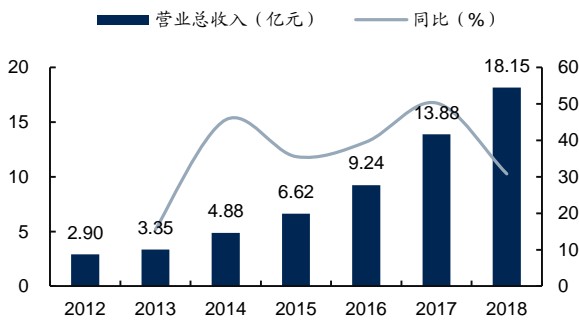
表 6: 公司产品及服务的演变过程

发布时间	产品版本名称	业务演变	新增功能	实现的技术
2008 年	T2 系列	适用全球 VoIP 市场	企业通话功能	百兆技术
2011 年	T3 系列	彩屏体验	彩屏	千兆技术
2011 年	VP 系列	企业高端及行业市场	视频通话	视频技术
2013 年	T4 系列	企业高端市场	有线、无线双选择	蓝牙、Wifi 技术
2013 年	DECT 系列	满足移动场景需求	无线升级	无线通话
2015 年	VCS	满足视频协作	视频通话	智能穿透, 全向麦克风
2017 年	服务器	满足企业简易自建系统		
2018 年	云视讯	公有云平台		

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所分析师整理

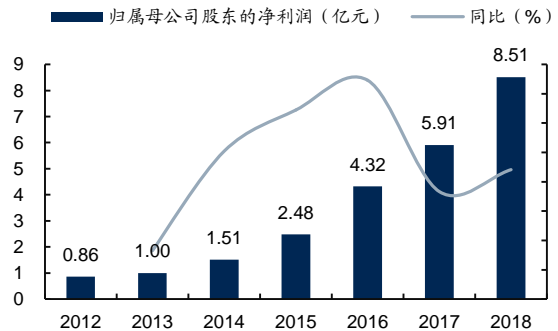
2012-2018 年, 公司的营业收入复合增速为 36%, 归母净利润复合增速为 47%, 其中, T4 产品收入在 2013-2016 期间复合增速达到 84%。2018 年全年实现营收 18.15 亿元, 同比增长 30.81%; 归母净利润 8.51 亿元, 同比增长 44.13%。公司过去 5 年高速增长主要因为产品迭代升级和运营商渠道的突破, 未来业绩仍有较大的拓展空间, 取决于公司在视频会议系统领域的发力。

图 2: 公司 2012-2018 年营收及同比增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

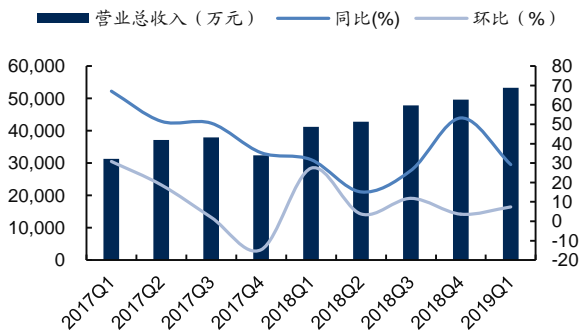
图 3: 公司 2012-2018 年归母净利润及同比增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

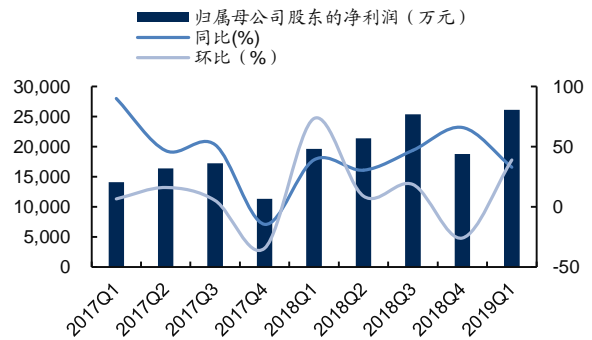
2019Q1 实现营收 5.33 亿元, 同比增长 29.25%; 归母净利润 2.61 亿元, 同比增长 32.92%, 略高于预告中值, 整体符合市场及我们的预期。

图 4: 公司 2017Q1-2019Q1 营收及增速 (万元、%、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

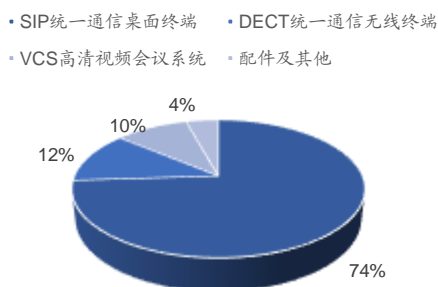
图 5: 公司 2017Q1-2019Q1 净利润及增速 (万元、%、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

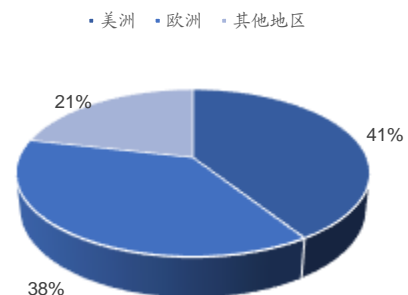
分业务看, 话机业务 (包括 SIP 桌面终端和 DECT 无线终端) 营收占比 86.08%, 同比增长 26.35%, 增速随着公司规模提升和行业渗透率提升。分区域来看, 公司 95% 的收入来自海外, 欧洲和美洲分别是公司的第一和第二大市场。分客户来看, 90% 以上业务通过经销商渠道进行分销, 主要以自有品牌进行销售, 下游最终客户较为分散, 运营商客户 (包括通过经销商间接销售和直销) 收入占 30%。

图 6: 2018 年公司营收结构 (按业务)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

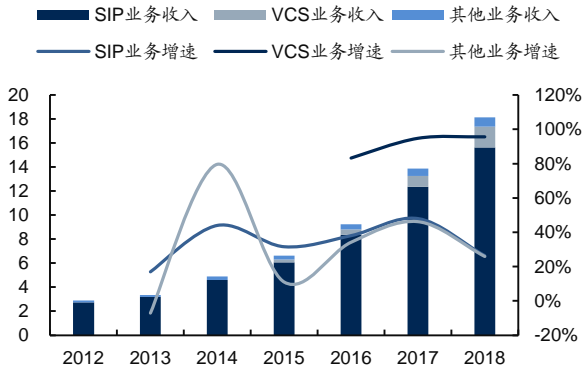
图 7: 2018 年公司营收结构 (按地区)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

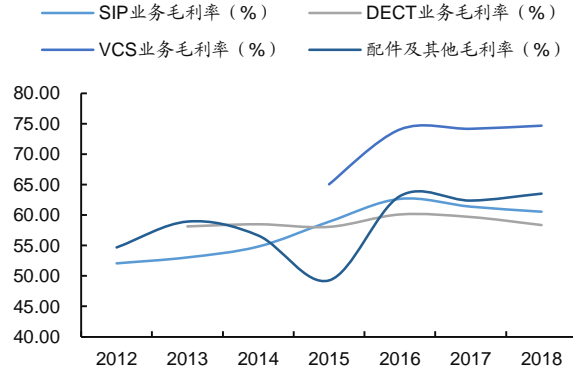
亿联网络是一家以产品为导向的公司，其产品普遍具备较高毛利率，伴随产品升级和结构优化，毛利率稳居高位。2018 年综合毛利率为 61.79%，净利率 46.90%，加权平均 ROE 26.90%。其中，VCS 高清视频会议系统业务毛利率最高，达到 74.70%，SIP 桌面终端业务毛利率为 60.56%。

图 8：公司 2012-2018 年分业务收入及增速（亿元，%）



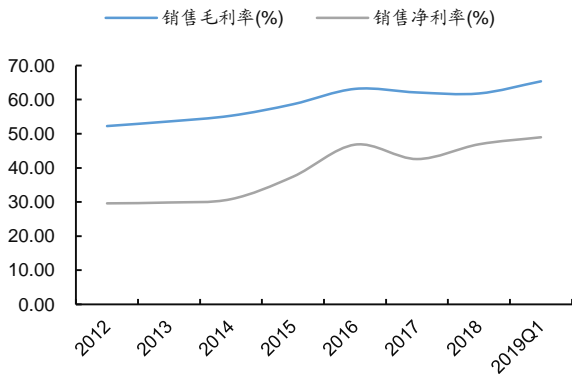
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 9：公司 2012-2018 年分业务毛利率



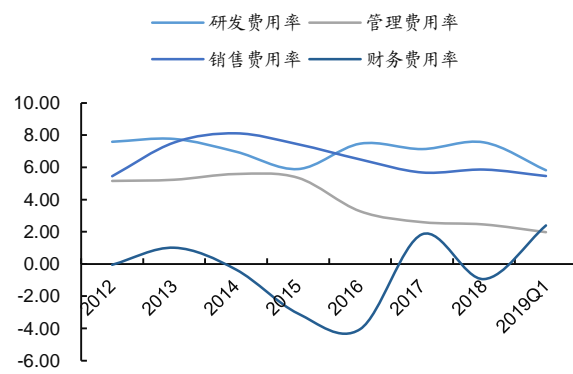
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 10：公司 2012-2019Q1 毛利率和净利率（%，%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

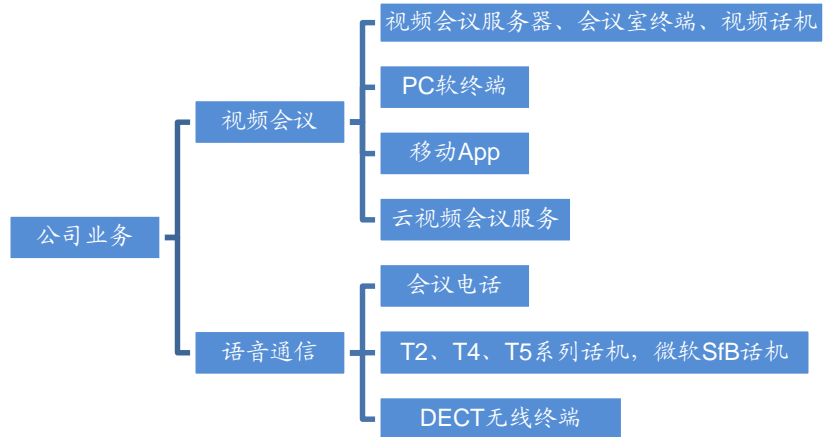
图 11：公司 2012-2019Q1 各项费用率（%，%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

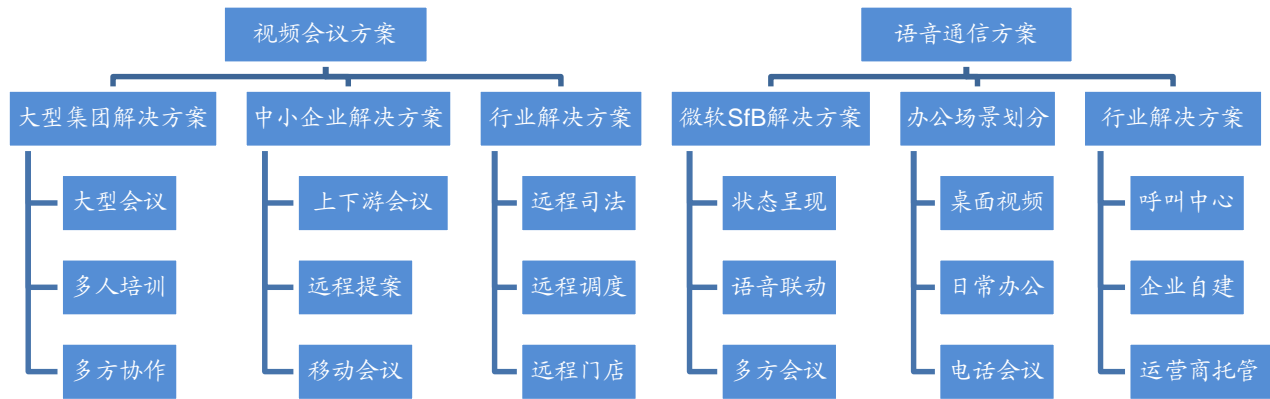
整体来看，这是一家传统业务（sip 桌面话机终端）出货量 2017 年跃居全球第一，新业务（VCS 视频会议系统业务）处于高速增长的拓展初期，并逐渐从硬件终端向“云+端”转型的高盈利民企。

图 12: 公司产品分类



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所分析师整理

图 13: 公司解决方案



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所分析师整理

SIP 桌面终端业务是公司的主要业务收入来源，这是一个全球渗透率仍较低、受各国政策限制或驱动、穿越通信（运营商资本开支下降）周期的 to B 端细分领域。SIP 桌面终端行业目前的特点包括：1、行业进入成熟期，仍处于固定电话向 IP 化转型、SIP 终端在 IP 终端中渗透率提高的过程；2、行业集中度高（全球 CR5 大于 70%），海外龙头衰退，国产龙头崛起；3、产品技术通过软件算法实现，通过在性能、外观等方面的完善进行升级，产品平均毛利率长期维持较高水平。亿联网络的产品相比国际巨头具备高性价比优势（性能相当，比 Polycom 便宜 20%-30%），且易用易部署的产品设计更贴近中小企业需求，相比国内厂商在产品稳定性和渠道认证上存在壁垒。公司 SIP 业务收入增速维持 20%以上（高于行业平均水平 15%）。

VCS 视频会议系统业务是公司于 2012 年开始筹备并于 2015 年正式推出的新业务，这是一个政府机关及大型企业传统市场趋于成熟，云视讯时代中小企业市场需求快速打开的千亿级市场。VCS 视频会议系统行业目前的特点包括：1、云视讯时代传统视频会议系统巨头优势衰退，中小企业市场处于快速成长初期；2、国内大型政企（华为主导）与公检法司市场（苏州科达、视联动力占据主要份额）集中度高，中小型企业市场众多厂商竞争激烈，市场格局不稳定；3、硬件终端毛利率高（50%以上）。亿联网络定位于中小型企业市场，依托音视频

核心技术的先发优势在视频会议硬件终端领域具备竞争力，专注于通用产品的打造，适应海外市场，同时加大云端和系统端能力的部署，有望受益于行业快速发展红利。

SIP 业务：稳增长基石，成熟市场中的细分优质赛道

企业通信系统大致经过了三个阶段，从模拟/数字电话到 IP 电话系统再到统一通信。IP (Internet Protocol) 电话也称为网络电话，其原理是将普通电话的模拟信号进行压缩打包处理，通过 Internet 传输，到达对方后再进行解压，还原成模拟信号，对方用普通电话机等设备就可以接听，其占用带宽和通话费用均远低于普通电话。IP 通信是一个联系紧密的庞大生态圈，需要 IP 终端、IP PBX 系统、网关、多媒体交换机、耳机、板卡、软交换等不同领域的珠联璧合。统一通信系统是以 IP 通信为基础，对传统通信平台进行整合，集语音、数据与视频通信于一体。IP 通信发展的本质动力是提高企业运营效率和降低通信成本，我们认为亿联网络所处的 SIP 桌面话机终端行业未来几年仍将保持稳步增长，主要基于以下四大逻辑。

图 14：企业电话系统发展史



资料来源：亿联网络招股说明书、国信证券经济研究所分析师整理

逻辑一：固话 IP 化是大势所趋，各国电信法令松绑加速网络 IP 化进程

从全球视野来看，基于成本的考虑越来越多企业开始使用 VoIP 系统，传统电话 (PSTN) 网络将逐步被淘汰，企业固话系统将逐渐向 IP 电话、视频通信及统一通信转换。由于全球各国电信法令松绑程度不一，各国的 IP 化发展水平也不尽相同，当前北美作为统一通信的发源地，发展水平最高，欧洲次之，亚太国家则相对落后。根据中国产业信息网数据，目前全球 IP 电话渗透率较低，其中，北美市场发展得最快，但仅有 25-30% 左右的渗透率，第二梯队的荷兰、澳大利亚等国渗透率 20% 左右，英国、德国等在 10%-15%，中国基本上处于第四梯队。

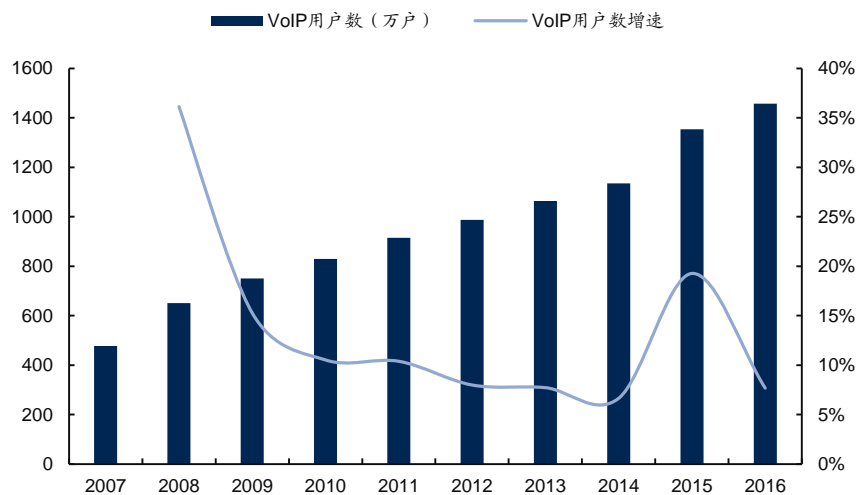
表 7：IP 话机 VS 传统话机

	IP 话机	传统话机
原理	基于分组交换	基于电路交换
标准	公共标准	专用标准
电路利用率	高，不必建立专门线路，见缝插针使用王网络	低，通话双方必须占用一条临时专门线路
话费	价格低廉	极为昂贵
灵活度	灵活	不灵活
传输速度	Internet 传输速度	速度较慢
实时会话业务	适用	适用
电话系统	IP-PBX	PBX
跨区域内部通话	免费	非免费

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- **美国:**网络电话服务在 2007 年开始在美国迅速增长,此时 Skype 和 Vonage 等网络电话服务已问世数年时间。美国在 2014 年起草进行 IP 转换的规定,要求将通信系统转移到互联网协议中。
- **欧洲:**2018 年 4 月英国电信宣布放弃传统的电话线路,即将现有的公共交换电话网络(PSTN)关闭,以支持使用 VOIP 系统通过宽带拨打所有电话,并计划在 2025 年前将所有客户转移到 VOIP。德国和瑞典的其他通信公司已经开始将语音转向 IP,德国电信的目标是到 2018 年底将欧洲的所有线路迁移至数字网络。法国电信运营商 Orange 已经制定了到 2020 年实现所有 IP(数字)网络的目标。2011 年 6 月,荷兰立法规定禁止电信运营商对用户使用 Skype 和即时通讯软件等 VoIP 服务收费。瑞典邮政和电信监管机构 PTS 表示,IP 电话 2015 年增加了 7%,用户数量已经达 190 万,在用户数量方面超过了传统的固定线路电话。

图 15: Orange (英国和法国第一大运营商): 2007-2016 年 VoIP 用户数(万户)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

- **澳大利亚:** 宣布于 2018 年停止传统电话网的服务。
- **日本:** 在进行停止传统电话网的服务相关计划的制订。日本也是较早推动网络电话的国家之一。京瓷、AT&T、日本电信、日本电气等 15 家公司最早发展网络电话。据日本电信部统计,日本网络电话订户的数量已从 2003 年的 310 万人,增至 2005 年 3 月底的 830 万人,2010 年 VoIP 用户数达到 2400 万户(仅次于美国 2600 万)。
- **韩国:** 韩国是全球网络电话发展最快的国家之一,2006 年已有 2/3 的用户家中都安装有网络电话设备。韩国信息和通讯产业部预计,到 2007 年,韩国网络电话用户将达到 400 万,将有 47% 的呼叫中心将采用 VoIP 系统。
- **中国:** IP 电话业务在 2003 年 2 月公布的《电信业务分类目录》中被列入基础电信业务范围,只有三大运营商有经营牌照,一定程度上限制了统一通信的发展。由于政策限制,VoIP 业务一直处于未得政策允许经营的灰色地带,赛迪顾问认为从 2003 年到 2006 年,中国“地下”VoIP 通话量一直以每年 30% 的增长率增长。2006 年在长途电话市场,国内通话时长中 VoIP 与 PSTN 基本已经持平,但 VoIP 业务增长率高于 PSTN。中国支持企业内部自建 IP 通信系统,设有较多分支机构的大型企业是国内最早使用

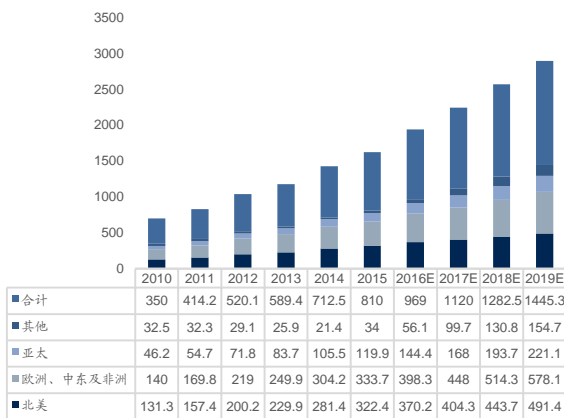
IP 电话的企业队伍。

逻辑二：SIP 话机/IP 话机渗透率不断提升

SIP 的高效性及灵活性使其成为实施网际协议通话技术 (VoIP) 的首选类别，随着 SIP 协议对专用 IP 及其他协议的替代，SIP 话机在 IP 话机中渗透率不断提升。VoIP 技术最早发端于 1995 年，1997 年开始商用，目前 IP 电话机常用的 VoIP 网络协议包括 H.323、SIP、MGCP 以及厂商私有协议。近年来 MGCP 已经逐渐退出市场，使用最广泛的是 H.323 协议和 SIP 协议，前者侧重于电信标准，后者侧重于互联网标准，SIP 协议由于开放性和扩展性更好，后来居上。从 SIP 电话终端在 IP 话机中的渗透率来看，根据 Frost & Sullivan，全球及中国的渗透率分别由 2010 年的 8.7% 及 6.7% 上升到 2015 年的 27.5% 及 29.8%，且预计于 2019 年分别达到 66.3% 及 64.5%。

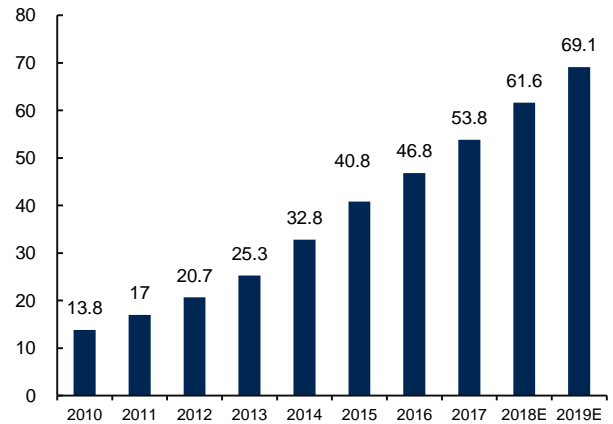
从 SIP 电话终端行业的市场规模来看，2015 年-2019 年全球 sip 话机终端的销售收入规模复合增速约为 15.6%，2019 年增速放缓至 12.7%，有望于 2019 年达到 14.45 亿美元（约 100 亿人民币），2015 年-2019 年全球 SIP 话机出货量规模复合增速约为 22.9%，2019 年增速放缓至 19.9%。有望于 2019 年达到 2050 万台。

图 16：全球 SIP 电话终端的销售收入规模（百万美元）



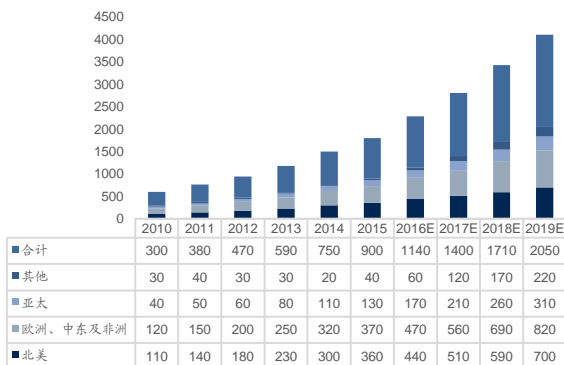
资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 17：中国 SIP 电话终端的销售收入规模（百万美元）



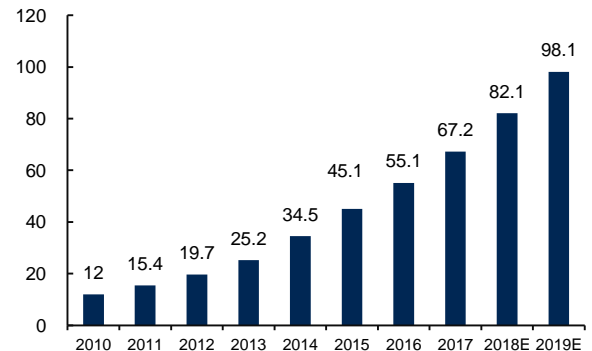
资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 18：全球 SIP 电话终端的销售量规模（万台）



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 19：中国 SIP 电话终端的销售量规模（万台）



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所分析师归纳整理

综合来看，欧洲、中东及非洲（EMEA）是规模最大的地区，北美是 SIP 电话终端第二大市场，亚太地区由于发展较晚未来复合增速最快，中国市场在全球市场中的占比到 2019 年预计仍不足 5%，增速高于全球水平。

逻辑三：托管模式兴起，渠道下沉，中小企业需求受激发

企业自建通信平台需要采购 IP-PBX 构建 IP 通信系统，并接入内部计算机网络或互联网，对中小企业来说过于昂贵，托管 IP-PBX 属于云通信服务，使中小企业可以通过租用的方式将企业的 IP 电话系统迁移至托管服务，其灵活性、成本效应及可拓展性都更强。根据 Tech.co 调研报告，IP 电话可以帮助企业降低至少 40% 的本地通讯成本，降低至少 90% 的国际长途电话成本，托管式云化的系统模式（UCaaS）的出现将进一步降低 IP 通信的资费。

表 8：统一通信的两种存在形态比较

	“管-端”模式	“云-端”模式
系统模式	服务平台及终端在企业内部	服务平台在云端，只有终端在企业内
采购方式	自己采购，自己搭建	采用合约租赁的方式
前期投入	高，需要一次性购买服务平台及终端设备	低，只需购买终端及按月付费
维护费用	高，不仅需要专门的机房，还需要有专门的系统管理人员	低，整体系统由服务提供商维护
扩展性	差，当企业规模扩大时，需要继续购买甚至替换成高容量设备	好，当企业规模扩大时，只需要再增加购买服务即可
目标市场	大企业及行业客户	主要是中小企业客户，也有部分大企业及行业客户

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 20：自建式和云服务 UC 系统对比



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所分析师整理

快速发展的云服务及托管电话平台服务市场降低了企业使用 IP 电话系统的门

槛，使其用户群逐渐从大型政府和企业向广阔的中小型企业市场渗透。根据 Gartner 的魔力象限报告，全球知名的 UCaaS 服务提供商包括 RingCentral、8x8、Broadsoft 等虚拟运营商，Microsoft 和 Google 等平台商以及 AT&T、Verizon、Orange、BT、NTT Group 等电信运营商。

图 21: 全球统一通信即服务魔力象限 (2018 年)



资料来源: Gartner、国信证券经济研究所分析师整理

根据 Frost & Sullivan 的行业研究，云服务及相关技术的发展在 2015 年达到相对成熟的阶段。全球托管业务市场 2015-2019 年的年复合增长率将达到 18.4%，市场规模将增长到 2019 年的 91 亿美元，北美和欧洲市场最为领先。

图 22: 托管 IP-PBX 和融合通信服务的收入增长预测



资料来源: Frost & Sullivan、国信证券经济研究所分析师整理

逻辑四: 国产高性价比产品异军突起，带来增量市场

IP 网络电话终端包括 PC 端/移动端搭载的软终端和桌面硬件终端。软终端和桌面硬件终端优势互补，相比软终端，桌面话机在通话稳定性、语音通话质量、

安全性等方面具备优势，因此中长期来看硬件终端仍会与软终端并存。

表 9: IP 硬件终端 VS 软终端

	软终端	硬件终端
成本	低	需购买硬件设备
通话稳定性	低	高
功能分类	常与其他工具软件同时运行，解决移动办公需求	话机上搭载通讯录、录音等简易功能，满足统一通信基础需求
语音通话质量	语音质量受网络质量影响	低时延、高保真
安全性	相对较低	相对较高
代表厂商	Skype、腾讯 QQ	Polycom、亿联网络

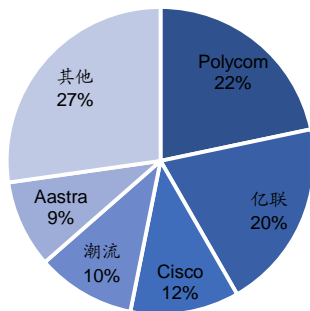
资料来源：CTI、国信证券经济研究所分析师整理

SIP 电话终端的国际厂商众多，包括 Cisco、Avaya、爱立信、西门子、阿尔卡特朗讯、VOSKY、3COM、Mitel、Zed-3 等厂商，这些厂商在传统电信设备市场拥有较大的市场空间，主要提供电信级软交换解决方案及企业级用户的 VoIP 服务系统，主要定位于中高端用户市场。国内厂商包括近 20 家 VoIP 厂商，如华为、潮流、旋极、亿联、敏讯、伟侨、亿景通信、方位、大唐高鸿、侨兴等。

早期 SIP 话机市场主要由 Cisco、Avaya、Polycom 等国际巨头占据，2006 年，根据咨询机构 In-Sat 研究报告，全球 IP 电话机市场中，思科保持领头羊地位，市场份额 43%，Avaya 市场份额 12%。Cisco 和 Avaya 占据了企业用户市场一半以上的份额，而爱立信、阿尔卡特朗讯和诺基亚-西门子主要针对电信运营商市场。2009 年下半年 IP 通信行业内兼并收购趋势明显，加速整合。Avaya 收购北电企业解决方案业务，与思科在企业电话系统市场展开角逐；微软收购 Skype，试图立足 IP 通信市场。

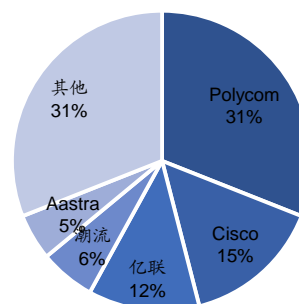
2009 年，以亿联网络为代表的中国厂商凭借工程师红利和精准的市场定位推出高性价比产品，进一步降低 IP 电话终端的使用成本，顺利切入欧美中小企业市场，挤压国际巨头的份额。过去三年（2014-2017 年），亿联网络 IP 台式机出货量年复合增速达到 24%，2017 年全年出货量超过 290 万台，在 SIP 话机出货量全球市占率达到 26%（2016 年亿联市占率 19.3%），超出 Polycom 5 个百分点，SIP 话机在 IP 话机约 48%（草根调研数据），成为全球市占率第一的 SIP 话机供应商。

图 23: 2015 年亿联 SIP 话机出货量全球第二



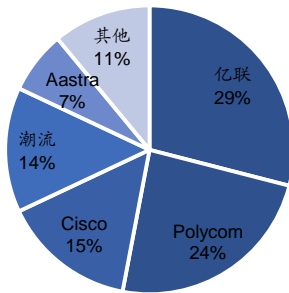
资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

图 24: 2015 年亿联 SIP 话机销售规模全球第三



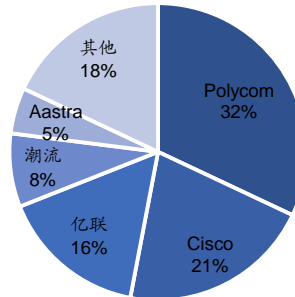
资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

图 25: 2015 年亿联 SIP 话机出货量国内第一



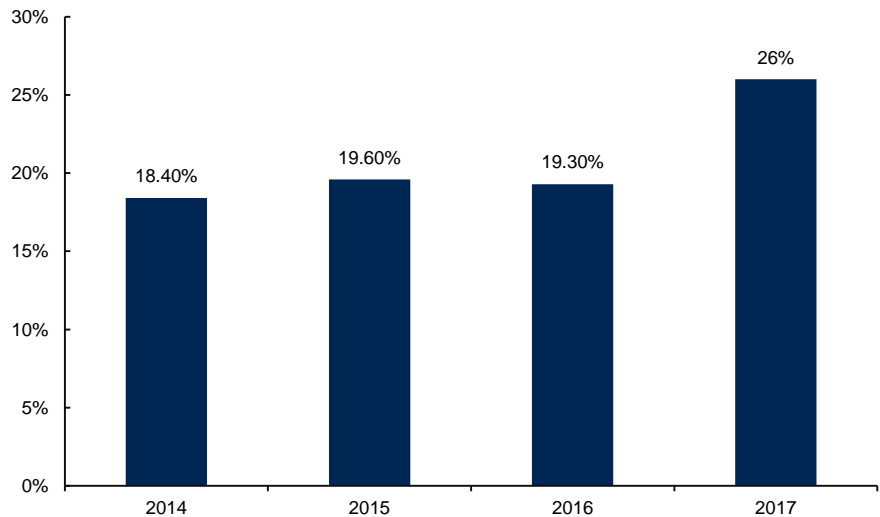
资料来源: Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

图 26: 2015 年亿联 SIP 话机销售规模国内第三



资料来源: Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

图 27: 亿联网络 SIP 终端出货量 (市场份额) 在 2017 年跃居全球第一



资料来源: Frost & Sullivan、国信证券经济研究所分析师整理

总结来说, 全球各国仍处于传统固话向 IP 化转型的周期, 且大部分地区 IP 话机渗透率以及 SIP 话机在 IP 话机中的渗透率都有待提升。托管云服务的发展和高性价比产品的出现有利于激发中小企业的需求, 至少未来三年内全球 SIP 桌面终端行业市场规模维持稳步增长。在话机更替周期中亿联网络对国际厂商具有替代效应, 其增速高于行业平均, 为公司收入稳步增长奠定基石。

复盘国际 UC 巨头发展历程, 重申亿联成长逻辑

本章我们将梳理统一通信国际巨头 Polycom、Cisco 和 Avaya 的发展历程, 通过与亿联网络发展历程的对比, 进一步对亿联网络的成长逻辑进行论证。

Polycom: 以视频业务为核心, 通过收购不断扩张

Polycom 近 30 年的发展历程中, 不断通过收购及自主研发丰富产品线。1990 年, Polycom 以制造会议终端起家, 仅从 1998 年到 2011 年, Polycom 就完成了多达 14 项收购, 总计支出超过 20 亿美元, 如今成为涵盖远真视讯系统和视

频会议系统、会议室电话、IP 语音桌面终端等产品的跨国企业。

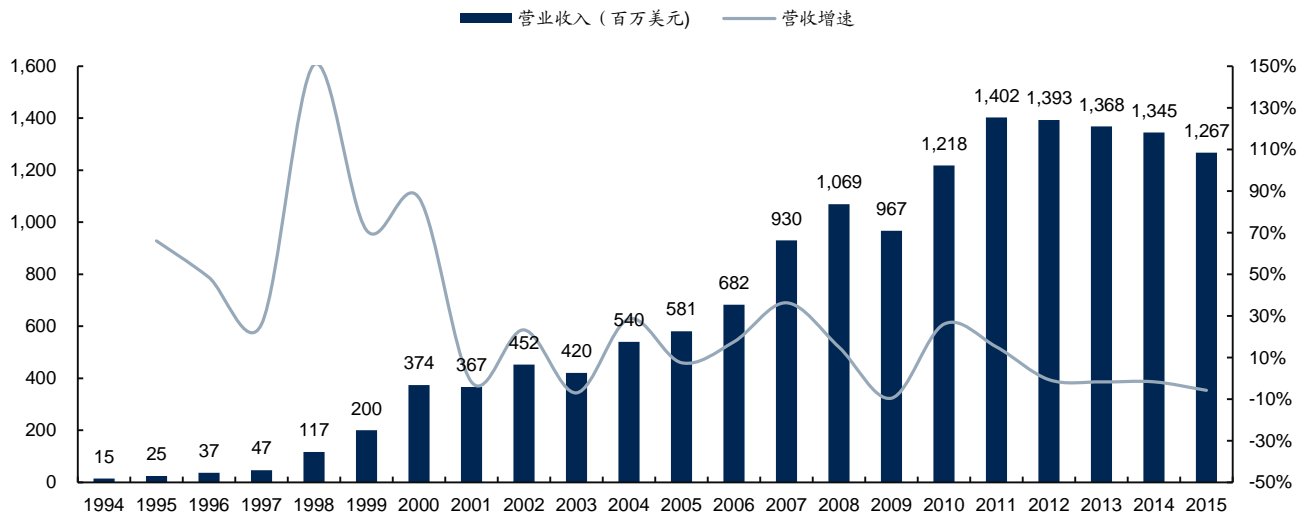
表 10: Polycom 历史沿革

年份	事件
1990	在旧金山成立
1992	全球首款 SoundStation 会议电话上市，收入达 140 万美元
1994	首个亚太地区总部设立在新加坡
1996	在 NASDAQ 上市
1997	发售首款会议投影仪 ShowStation，模拟电话线
1998	收购 Viavideo，进入视频市场，并推出 ViewStation，年收入达到 1 亿美元
2000	与 GNG 合作推出 Via Video 桌面设备，并被改造为基于软件的 PVX 收购 Picture Tel，引入基于 PC 的视频通信专业技术；
2001	收购 Circa，进入 VoIP 桌面终端领域，推出 IP 电话 收购 Accord，获得 MCU、网关等产品
2002	在中国部署全球最大的 IP 视频通信网络，中国联通的 UNI-VIDEO 覆盖 300 多座城市
2004	收购 Voyant Technologies，其音频连接产品纳入“网络系统”业务，总收入超过 5 亿美元
2005	收购国内视频厂商鼎视通，加强视频终端能力； 推出高清视频协作
2007	收购 Destiny Conferencing，增加远真视讯业务 收购 SpectraLink，无线电话系统
2008	推出融合管理平台（CMA）和分布式媒体应用平台（DMA），适用于企业间多点视频通话； 收入达 10 亿美元
2010	与微软扩大合作 收购 HP 的视频协作业务部门，提供视频协作解决方案；
2011	收购 Accordent Technologies，进入视频内容管理领域； 收购 ViVu 公司，加快推进将视频融入社交业务和行业应用的战略 推出 RealPresence Mobile 软件
2012	制定云战略，宣布推出 RealPresence Cloud 云套件服务
2016	完成私有化并退市
2018	Plantronics 收购 Polycom 的视频会议终端业务

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所分析师整理

Polycom 总营业收入在 2012 年后不断下滑，主要是因为集团视频产品销售下降，及其 RealPresence 平台的硬件及软件销售下滑。在同一期间，Cisco 的远程网真产品销售收入也出现同步下降，两者的视频产品销售范围重合度较高，根据 Cisco 的下降原因，Polycom 的营收下降可能与美国政府支出的减少和欧洲地区对网真系统需求的疲软有关。

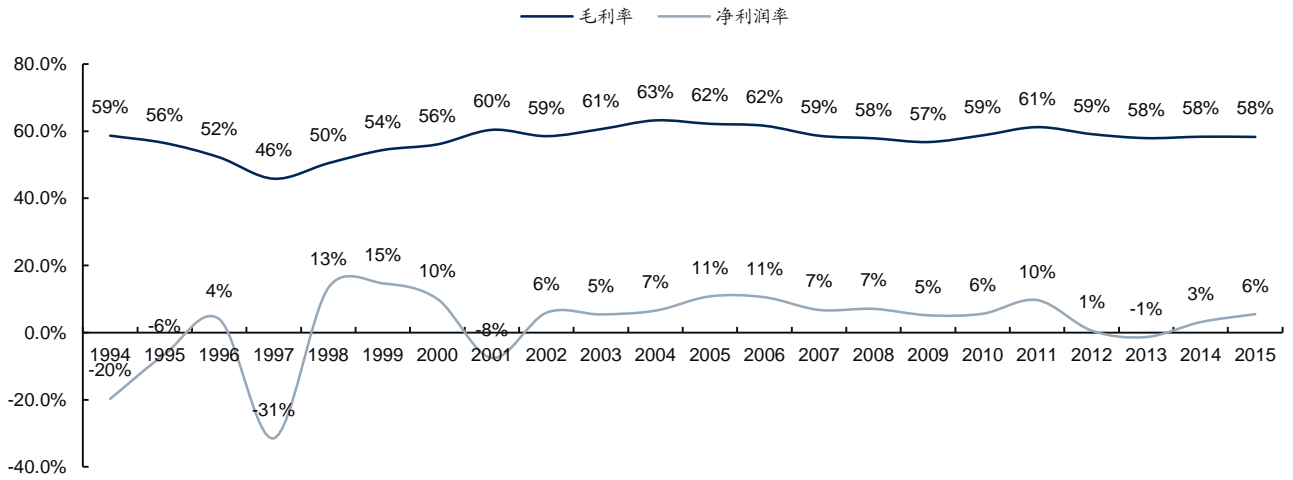
图 28: 宝利通 1994-2015 年营业收入 (百万美元) 及增速



资料来源: 彭博、国信证券经济研究所分析师整理

Polycom 的毛利率过去 20 年持续保持较高水平, 但净利率水平波动较大, 且远低于亿联网络。1994 年-1997 年毛利率持续下滑, 1998 年-2004 年毛利率基本保持上升态势, 2005 年-2015 年, 公司的毛利率较为稳定, 波动区间在 57%-62%。1994 年-2001 年公司处于发展初期, 盈利状况波动较大, 2002 年-2011 年的净利率水平波动区间在 5%-11%, 2012 年后净利率明显下降, 2013 年出现亏损主要因为公司销售策略和业务的调整, 包括市场推广活动、销售人员股权激励费用增多带来销售费用的提高, 研发投入加大和管理人员薪酬费用和股权激励费用增多带来管理费用的提高, 以及当期裁员费用、重组费用、剥离企业无线解决方案业务产生相关费用较高等因素。2014 和 2015 年公司的净利率大幅提升, 主要因为降低了当期市场推广活动、销售人员薪酬及股权激励费用等投入, 带来销售费用下降, 以及重组费用的减少。2016 年, Polycom 宣布全球裁员约 11% 的计划及淘汰办公场所等, 又带来重组费用的提高, 与 Mitel 中止的合并教育及与 Siris 子公司当期进行的合并交易产生较高的中介机构服务费用, 预计 Polycom 全年的业绩也不容乐观。

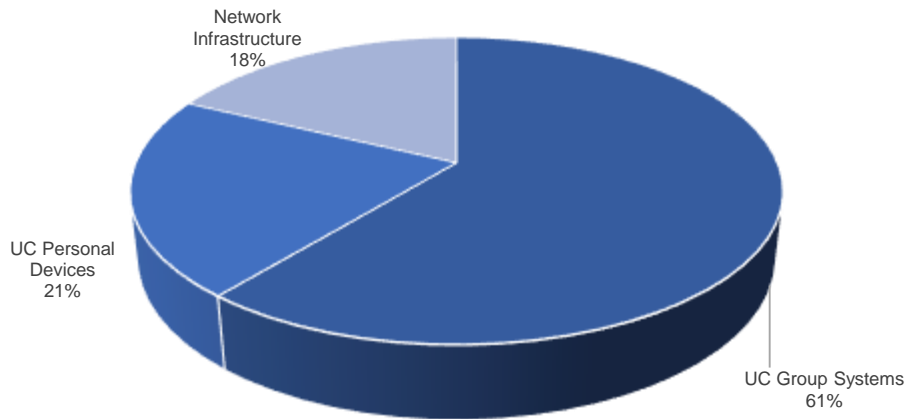
图 29: 宝利通 1994-2015 年毛利率和净利率



资料来源: 彭博、国信证券经济研究所分析师整理

公司业务主要分为统一通信集团设备、统一通信个人设备和统一通信平台三项, 在 2015 年的营收占比分别是 61%、21%和 18%。从 Frost & Sullivan 公布的数据进行推算(2015 年 SIP 市场规模 810 百万美元, Polycom 市占率 30.6%), Polycom2015 年 SIP 话机终端的营收约为 251 百万美元, 占公司总营收的 19.6%。因此公司的业务核心在于视频会议系统领域。

图 30: 宝利通 2015 年营收结构



资料来源: 彭博、国信证券经济研究所分析师整理

表 11: 公司主要产品

业务类型	产品类型
统一通信集团设备 (UC group systems)	会议电话: 模拟会议电话、VoIP 会议电话、Microsoft 会议电话、USB 免提、扩音电话; 办公视频会议解决方案: RealPresence 套装解决方案、RealPresence Group 系列、RealPresence Group Convene、RealPresence Trio、RealPresence Debut、RealPresence Centro、HDX 系列; 全景式远程视频解决方案: RealPresence Immersive Studio 新一代全景式远真、融入式远真视频会议系统
统一通信个人设备 (UC personal devices)	桌面解决方案 (VoIP 桌面电话): VVX 商务多媒体电话、SoundPoint IP 桌面电话、用于 Microsoft 的 Polycom CX 系列桌面 IP 电话、用于 Microsoft 的 Polycom Cx 系列桌面 IP 电话、UC 软件 and 应用程序; 移动和个人解决方案: 基于浏览器、个人办公桌面和移动环境下的软件终端产品"
统一通信平台 (UC platform)	固定式音频解决方案: SoundStructure C 系列、SoundStructure SR12; 基础设施解决方案: RealPresence 协作服务器、管理应用程序、防火墙穿越和安全性、部署选项

资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所分析师归纳整理

桌面话机终端业务收入保持增长, 增速放缓。 Polycom 的话音通信业务在 2004 年-2007 年保持持续高速增长 (部分增长来自并购), 2008-2009 年受全球经济衰退和竞争加剧的影响, 企业在视频通信和话音通信的开支出现紧缩, 2010 年后公司的“个人桌面语音产品”又恢复稳步增长, 说明桌面语音终端的市场需求在持续提升。2016 年上半年集团语音产品增长, “个人桌面设备收入”在欧洲和亚太地区增长, 美洲地区出现下降, 整体增速 2%, 明显放缓。

表 12: Polycom 分业务营收增长情况

年份	视频通信	话音通信	备注
2003	-6.70%	4%	iPower 视频产品的销售及相关的服务收入下降, 语音通信产品和 iPower 以外的视频通信产品的销量增加
2004	12%	41%	桌面视频产品减少, 群组视频产品增加
2005	4%	29%	桌面视频产品减少, IP 电话产品销售增加
2006	11%	35%	集团视频产品量价齐升, IP 语音产品销量上升
2007	20%	67%	语音和视频产品销量同步增长
2008	14%	13%	全球经济状况衰退, 竞争加剧, 视频和语音产品销售增速放缓
2009	-7%	-24%	受全球经济气候不佳影响, 企业预算紧缩, 延长采购周期
年份	集团系统产品	个人设备	备注
2009	-10%	-21%	个人设备下降是由于无线产品销售下降和全球经济状况一般
2010	28%	19%	集团视频、语音产品以及个人桌面语音产品均销售上升
2011	22%	13%	集团产品: 集团视频和远程网真产品销售增长 (收购并表), 集团会议语音产品小幅增加, 个人设备: 全球各地区桌面语音终端均销售增长, 无线产品销售下降
2012	-2%	3%	全球视频产品销量下降, 欧美地区桌面语音产品销量增加
2013	-5%	21%	集团视频产品销量下降, 欧美地区桌面语音产品增加, 与微软 Lync 解决方案的需求有关, VoIP 技术的持续采用
2014	-4%	8%	集团视频产品和远程网真产品销售下降, 以及思科不再转售 IP 会议电话, 个人桌面终端产品还有一部分受个人桌面视频产品下降所抵消, 增长主要因为 Skype 业务的需求增长。欧美地区下降, 亚太地区收入增长
2015	-11%	13%	集团视频产品销量下降, 桌面语音产品销量增长。集团系统业务占 61%, 个人设备占比 21%, 平台产品占 18%
2016H1	12%	2%	主要因为集团视频产品下降, 集团语音产品增长, 个人桌面终端收入在欧洲和亚太地区增长, 美洲地区下降

资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所分析师整理

Cisco: 协作业务 2012 年后增速放缓, Webex 会议收入增长亮眼

Cisco 成立于 1984 年, 是全球科技领导企业。1986 年思科生产了第一台路由器, 掀起一场通信革命。1990 年上市以来, 思科的年收入已经从 6900 万美元

上升到 2018 财年的 493 亿美元。目前，思科在全球范围内的员工超过七万名，在 2016 年《财富》世界 500 强中排名第 183 位。截至 2018 财年末，思科的全球销售和营销部分约有 25200 名员工。思科于 1994 年进入中国市场，在中国拥有员工逾四千人。公司的核心业务基础设施平台（Infrastructure Platforms）包括核心网络技术，如交换、路由、数据中心产品和无线合作交付网络功能和传输和/或存储数据，这部分业务占公司总营收的 57.3%。

公司与统一通信相关的业务是协作业务（Collaboration），占公司营收的 8.9%（2017 财年）。根据 Gartner 最新的报告，思科位于统一通信的领导者象限，是全球统一通信龙头，客户覆盖范围涉及大型、中型及小型企业，服务范围广泛。公司最新收购的 Broadsoft 的语音和 UC 服务相关的解决方案，将融入 Webex 产品组合中。

图 31: Gartner 报告: 统一通信的魔力象限 (2018 年 7 月)



资料来源: Gartner、国信证券经济研究所分析师整理

目前，思科的产品主要分为云和数据中心产品、安全产品、企业网络产品（交换机、多千兆技术、无线、路由器、小企业解决方案等）、协作产品、物联网 IoT 产品、软件产品六方面。

图 32: Cisco 协作产品目录

Unified Communications	Conferencing	Collaboration Endpoints	Business Messaging
<ul style="list-style-type: none"> • Internet Protocol (IP) phones • Call control • Call center and messaging • Software-based instant-messaging (IM) clients 	<ul style="list-style-type: none"> • Cisco WebEx • Cisco TelePresence Server • Cisco TelePresence Conductor 	<ul style="list-style-type: none"> • Collaboration desk endpoints • Collaboration room endpoints • Immersive systems 	<ul style="list-style-type: none"> • Cisco Spark
<ul style="list-style-type: none"> • Communication gateways and unified communication 			

资料来源：思科年报、国信证券经济研究所分析师整理

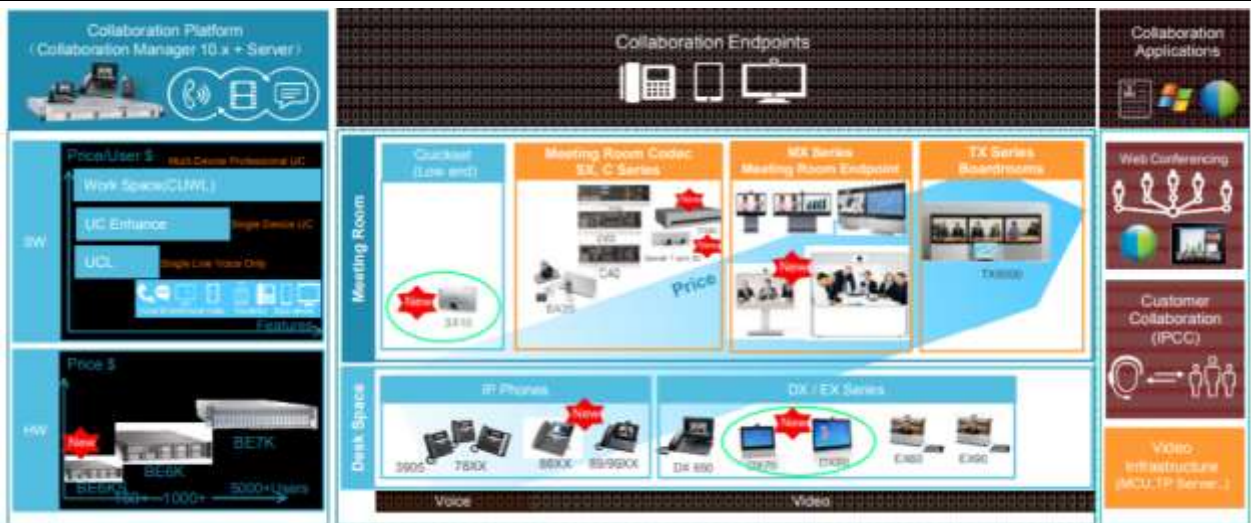
思科协作解决方案主要分为统一通信、客户协作、网真、协作应用四个方面。

表 13: 公司协作解决方案主要产品

业务类型	产品描述
统一通信	统一通信包含了一套完整的 IP 通信解决方案和端点。管理语音，视频，移动设备，IP 终端设备，媒体处理设备，IP 语音（VoIP）网关，移动设备，多媒体应用和呈现服务之间的通信。
客户协作	帮助客户从传统的呼叫中心被动式模式，转变到更积极地与您的客户沟通，如联络中心
网真	每个人在任意地点都可以通过面对面的合作提高工作效率。
协作应用	利用业界领先的协作平台，Web 会议，和生产工具

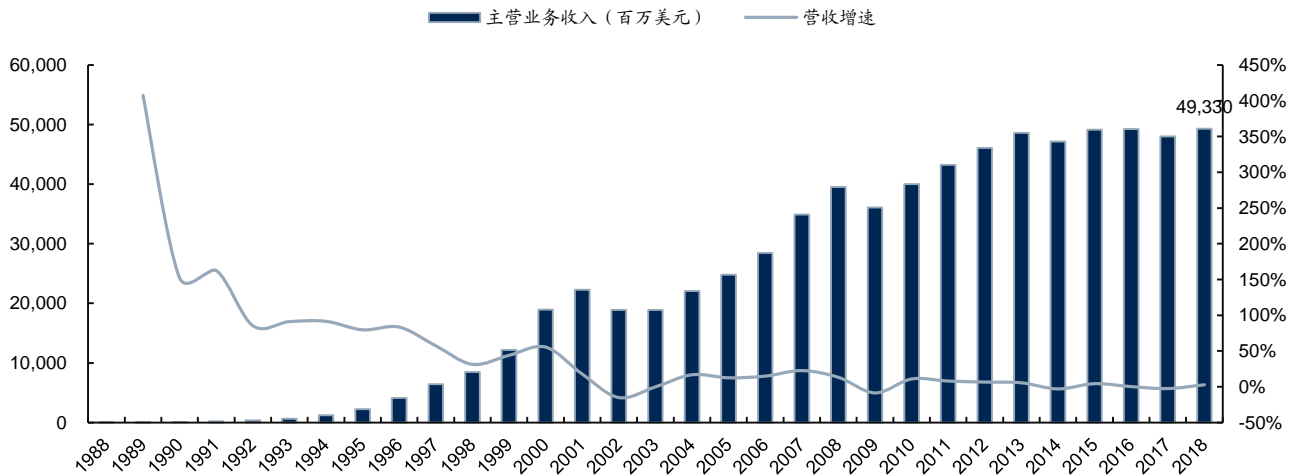
资料来源：思科产品手册、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 33: Cisco 协作产品家族概览



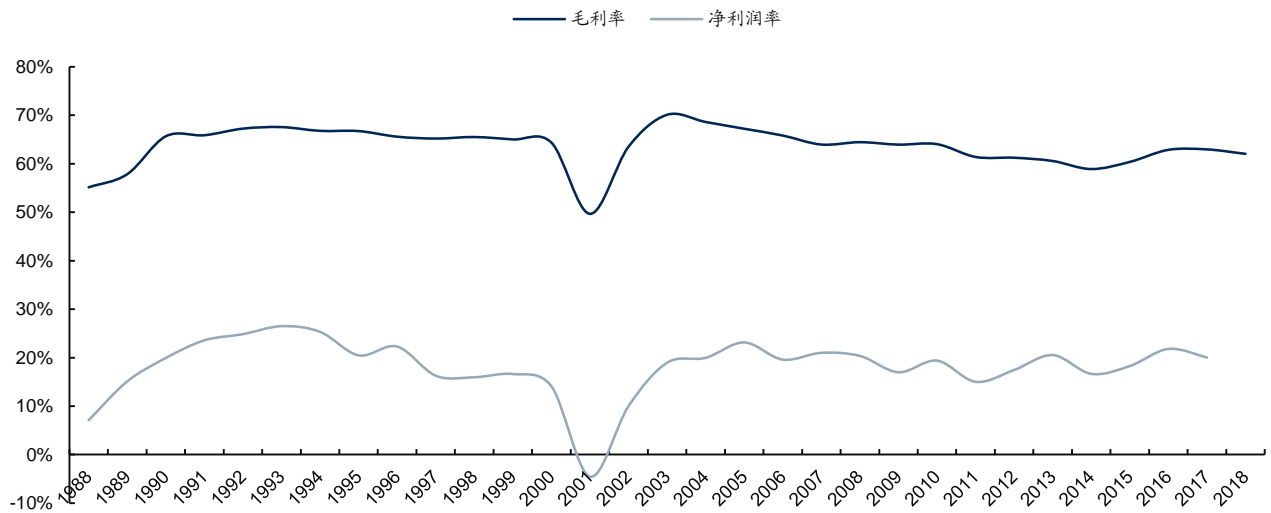
资料来源：思科产品手册、国信证券经济研究所分析师整理

图 34: Cisco 营业收入及增速



资料来源: 彭博、国信证券经济研究所分析师整理

图 35: Cisco 毛利率和净利率变动情况

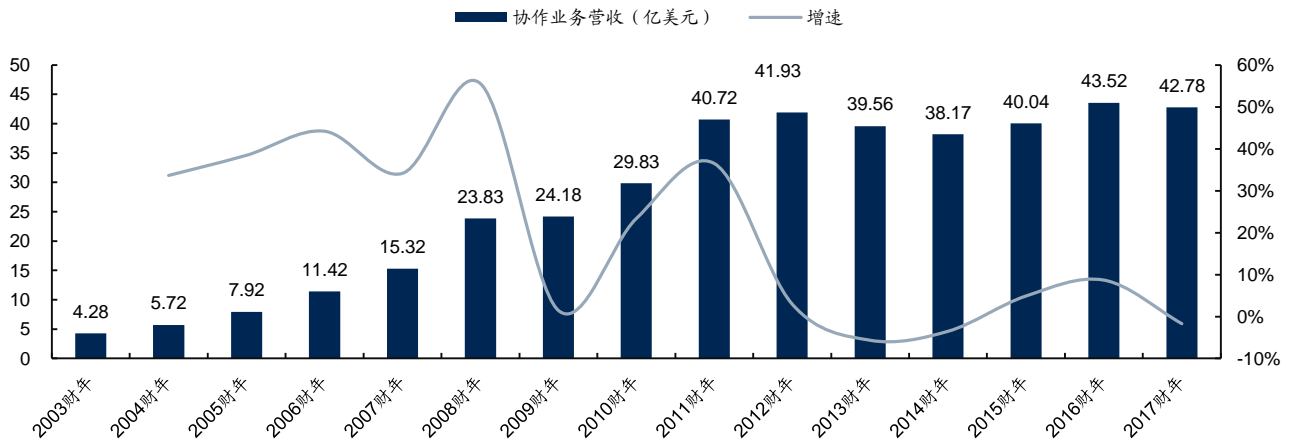


资料来源: 彭博、国信证券经济研究所分析师整理

思科的协作业务营收增速从 2012 财年开始下滑, 增长 3%(2011 财年增长 31% 主要因为 Tandberg 的并表, 统一通信产品增长约 4%), 主要受统一通信产品 (IP 电话和协作网络产品) 增长 5% 的拉动, 而网真系统销售下降产生的不利影响较大。协作业务营收从 2013 年开始下滑, 主要是网真产品和网真系统销售下降带来的, 原因是美国政府支出的减少和欧洲地区对网真系统需求的疲软, 统一通信产品销售也出现下滑。2014 财年电话产品增长疲软, 网真产品收入下降, 会议收入增长。2015 财年软件收入较高, 网真产品和会议产品收入增长, 话机产品收入略有增长。2016 财年 WebEx 高频使用, 网真产品收入增长是由于基础设施和终端产品上新产品导入, 统一通信业务收入的增长主要由于软件收入的增长。2017 财年下降 2% 主要由于统一通信和网真产品收入下降, 会议产品收入小幅上升。统一通信收入下降主要由于话机。网真产品收入下降主要

由于终端产品。会议产品收入增长主要由于 WebEx 产品的 SaaS 收入。

图 36: Cisco 协作业务营收 (亿美元)



资料来源: 思科年报、国信证券经济研究所分析师整理

表 14: Cisco 通过并购完善统一通信业务版图

时间	事件
2000 年	收购 IP 语音 (VoIP) 设备的领先开发商 Komodo Technology
2000 年	收购 Active Voice, 是基于 IP 的统一消息解决方案的领先提供商
2003 年	收购 Linksys, 整合其原有的 SIP 电话终端产品线, 重新命名为 Cisco SPA 系列
2003 年	收购 SignalWorks, 是高级软件开发商, 为 IP 电话系统提供高性能音频功能
2003 年	收购 Latitude Communications, 是一家领先的企业会议产品提供商, 提供 MeetingPlace 音频和网络会议解决方案。
2004 年	收购动力软件公司, 是 SIP 技术的领导者
2005 年	收购 Sipura Technology 的 Linksys 部门, 加强 IP 网络设备和视频、语音等方面的研发能力
2006 年	推出网真系统 (TelePresence) 进军视频会议系统领域
2007 年	收购全球商用网络视频会议系统主要提供商 WebEx, 是世界领先的网络会议供应商
2009 年	收购 TANDBERG, 是全球领先的视频会议、网真、高清视频会议和移动视频产品与服务提供商
2015 年	收购 Acano, 蛀牙提供协作基础架构和会议软件
2017 年	收购 MindMeld, 开发 AI 平台, 与全球会议室相结合
2018 年	收购 Broadsoft, 将把 BroadSoft 的开放接口和基于标准的解决方案与现有的产品组合结合起来。这是思科的第 200 次并购。

资料来源: 思科官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

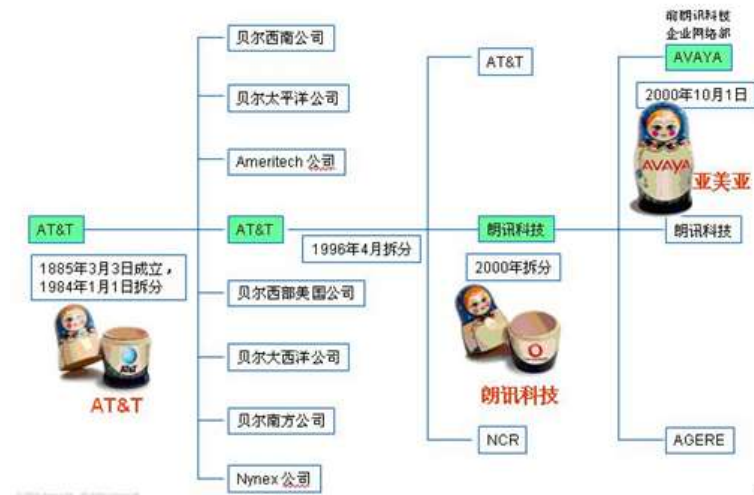
Avaya: 呼叫中心业务龙头, 高财务杠杆下破产重组再上市

Avaya 是全球领先的数字通信软件服务和设备供应商, 提供开放式、智能化以及可定制的统一通信和联络中心解决方案, 确保云、本地和混合部署的灵活性。Avaya 总部位于美国, 其领先的统一通信产品以 Euuinox 为中心, 融合了移动性、会议和协作体验。

Avaya 曾经先后于 1996 年和 2000 年从 AT&T 和 Lucent Technologies 分立出来, 并在 2000 年 10 在纽交所上市, 其呼叫中心业务在美国占据主导地位。2016 年, Avaya 在联络中心的全球市场中拥有 34% 的份额 (两倍于位列第二的供应商); 在统一通信全球市场中则拥有 46.8% 的份额。截至 2017 年 9 月 30 日, 业务范围涵盖 100 多个国家, 服务了财富 100 强中 90% 以上的企业; 客户遍及

各行各业，包括金融服务、制造业、零售业、交通运输、能源、媒体和通讯、酒店业、医疗保健、教育和政府，大多是福布斯 2000 榜单上的企业。

图 37: Avaya 公司前身和发展历程



资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

目前公司业务可分为两类：全球通信解决方案（Global Communications Solutions, or GCS）和 Avaya 全球服务（Avaya Global Services, or AGS）。GCS 包括联系中心、统一通信解决方案，以及实时协作的软件硬件产品，所有这些产品都针对中小企业，并通过混合云环境交付。AGS 主要包括私有云、托管服务以及客户服务业务，提供部署、培训、故障排除和优化等方面的支持。

图 38: Avaya 公司主要产品

会议和视频	Avaya Equinox Conferencing Avaya Scopia XT Video Conferencing Endpoints Avaya Equinox Client	自动化管理	Avaya Aura Experience Portal Avaya Proactive Contact Avaya Proactive Outreach Manager
通讯	Avaya one-X Communicator and one-X Mobile Avaya Client Applications Avaya Aura Messaging Avaya Equinox for Web	分析	Avaya Oceanalytics
平台、基础设施和手机	Avaya Equinox Avaya IP Office Avaya Phones	开发	Avaya Breeze Avaya Breeze Client SDK Zang Cloud Avaya Snapp Store
用户体验管理	Avaya Oceana Avaya Aura Call Center Elite Avaya Aura Contact Center Avaya Contact Center Select	云产品	UCaaS - Unified Communications as a Service CCaaS - Contact Center as a Service VaaS - Video as a Service Avaya Aura Control Manager Avaya Equinox Meetings Online Avaya Collaboratory

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所分析师归纳整理

表 15: 公司不同服务领域的竞争对手

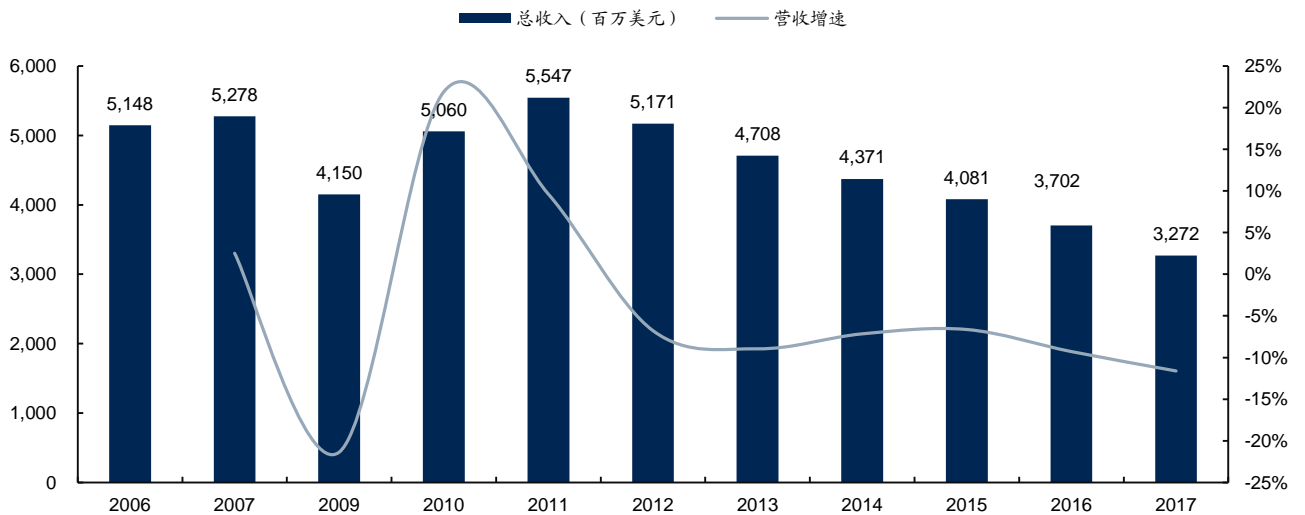
产品、服务领域	竞争对手
统一通信产品和服务的销售	思科、微软、NEC、统一、阿尔卡特朗讯（现在的诺基亚）和华为等
终端市场	ShoreTel 和 Mitel 等
云产品和服务领域	思科、Broadsoft、微软、8x8、RingCentral、ShoreTel、Mitel 等
呼叫中心产品和服务	Genesys、思科、华为、Enghouse Interactive 和 Mitel 的企业部门
视频产品和服务	思科、Polycom、华为、中兴、Vidyo 以及 Blue Jeans 等

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所分析师归纳整理

Avaya 的优势业务主要是提供云服务，且目前仍在积极投入。其电话和联络中心业务具有强大的品牌认知度，主要定位于中大型企业市场。Avaya Equinox Meetings Online 于 2017 年 9 月推出，作为云会议体验。Avaya Breeze 和 Avaya Breeze Client SDK 是其核心应用程序开发平台。

公司营业收入从 2011 年起进入下行通道，主要是受到思科、微软、华为等对手和新兴互联网电话服务的激烈竞争，利润也难以抵消利息支出，从 2009 年起持续亏损。

图 39: Avaya 营业收入（百万美元）及增速



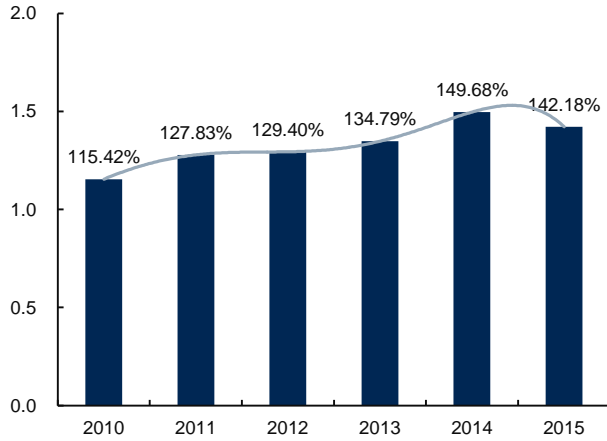
资料来源：彭博、国信证券经济研究所分析师整理

过度使用财务杠杆导致 Avaya 私有化失败，申请破产重组后再上市。2007 年 10 月 26 日，国际著名私募股权投资基金德州太平洋集团 (TPG) 和银湖 (Silver Lake Partner) 通过 Avaya 母公司以 82 亿美元的代价将其私有化并退市。对于私募股权投资基金 TPG 和 Silver Lake 来说，实现收益最大化的方式就是改善 Avaya 业绩使其再上市，然而并没有达到预期的效果。从 2007 年收购至今，Avaya 一直承受着巨大的还债压力，有杠杆收购公司所施加的数十亿美元债务，还有退休金支付义务——此项义务大部分可追溯至 Avaya 还是美国电话电报旗下子公司的时期。杠杆收购后 Avaya 必须要产生持续、稳定的现金流量来弥补债务本金和利息支出，要降低不必要的管理费用如裁减员工，以及剥离资产等措施，并且很大程度上限制了 Avaya 在研发上的投入，进而抑制了其业绩的有效增长。

从公司 2010 到 2015 年间的财务状况来看，Avaya 利息费用小幅降低，但大致维持在 4.5 亿美元左右，且资产负债率逐年攀升至约 150%；总债务/息税折旧

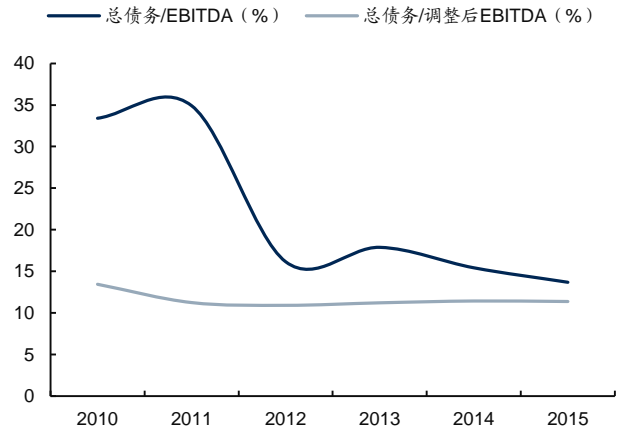
摊销前利润比例平均为 26.38，远高于 2007 年全球金融危机以来 4.2 倍的行业平均水平。

图 40: Avaya 2010-2015 年资产负债率



资料来源: 新浪财经、国信证券经济研究所分析师归纳整理

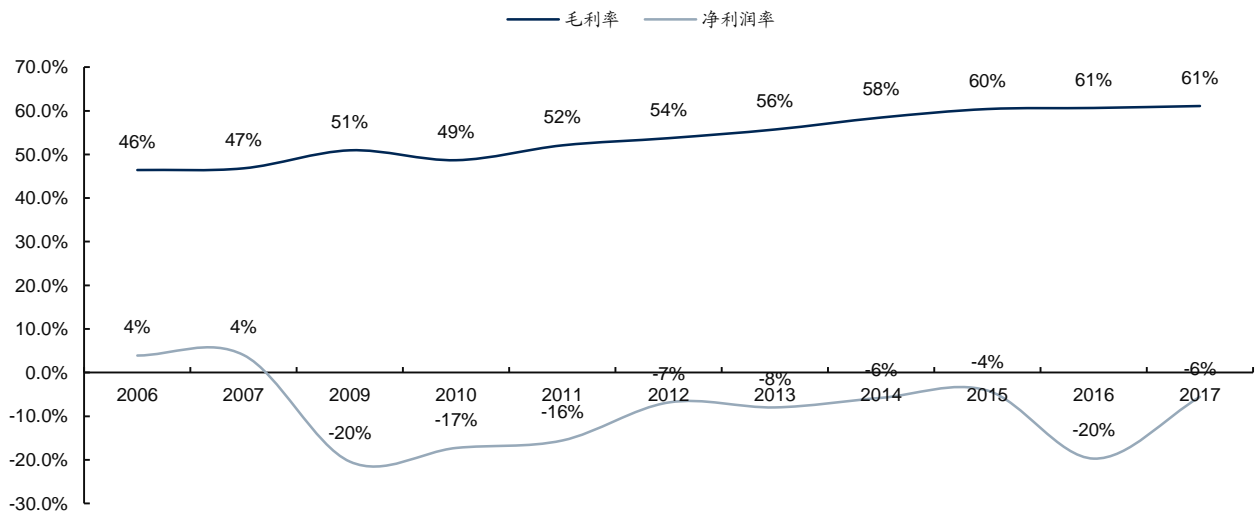
图 41: Avaya 2010-2015 年总债务/(调整后) EBITDA



资料来源: 新浪财经、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司经历资产重组后,轻装再上市。2017 年 1 月 19 日,在与 Franklin Resources、Applo Global Management 和 Blackstone 等主要债权人协商未果情况下,Avaya 不堪 60 亿美元债务重负而申请破产保护。Avaya 全面评估了包括联络中心业务在内的各项资产,迈出了向软件和服务业务转型的关键一步。2017 年 7 月,Avaya 出售了其网络业务,在此之前业务由三大板块——GCS、AGS 和网络业务构成。

图 42: Avaya2006-2017 毛利率及净利率



资料来源: 彭博、国信证券经济研究所分析师整理

表 16: 华为、微软、Mitel、NEC 的统一通信业务发展现状

公司	统一通信业务发展现状
华为	<p>华为的企业通信 (EC) 解决方案包含广泛的应用, 其 UC 架构基于统一会话管理器虚拟化软件平台, 使 eSpace 解决方案可以在华为服务器、标准服务器和虚拟化平台上运行。华为继续扩展其产品组合, 增加了一个名为 VPT300 的新智能视频端点, 提供扬声器跟踪和自动帧。为了支持浏览器和移动设备使用 UC 服务频率的提高, 华为推出了 WebRTC 网关并支持 Opus 编解码器。</p> <p>华为的 UC 解决方案涵盖了运营商、大型企业和中小企业市场, 产品系列较为丰富。华为同时提供私有云和公有云部署解决方案, 融入了 IP 电话、视频会议和协作。过去一年, 华为创建了专门面向中小企业市场的解决方案, 提供易于部署的运营模式。目前, 华为的业务主要来自亚太地区和新兴市场, 美国市场业务拓展由于政治、贸易和知识产权等问题受限。</p>
微软	<p>微软的 UC 运营平台是其 Office 365 产品组合的一部分。云计算解决方案 Skype for Business Online (SfBO) 正在和新推出的 Teams 平台合并。微软通过与 Polycom、Yealink、Logitech 和 Crestron 等公司建立合作伙伴关系, 进行技术对接, 丰富其 SfB 解决方案。</p>
Mitel	<p>Mitel 总部位于加拿大安大略省的渥太华。2017 年 9 月, Mitel 完成了对 ShoreTel 的收购, 扩大了其北美 UC 和联络中心客户的基础。MiCollab 支持会议解决方案 (即音频, 视频和 Web 会议), IM, 状态, UM 和日历集成。MiTeam 为小组会议提供协作, 包括持久协作, 聊天, 文档共享和存储, 项目管理功能以及搜索和分析功能。MiVoice 产品组合包括两个主要的呼叫管理平台, 主要针对大型企业的 MiVoice MX-ONE, 以及 MiVoice Business。对于云交付, Mitel 的 MiCloud 产品组合包括 MiCloud Flex (全球提供的多实例和私有云), MiCloud Connect (以前的 ShoreTel Connect Cloud) 和两个专为服务提供商设计的解决方案 (欧洲的 MiCloud Telepo 和美国的 Clearspan)</p>
NEC	<p>总部位于日本东京, 是全球 IT 和通信产品及服务提供商。NEC 提供两种基于场所的 UC 解决方案: UNIVERGE 3C (U3C) 和 UNIVERGE SV9500。U3C 是主要产品, 是一款基于软件的完全集成的 UC 套件, 适用于可扩展至 60,000 名用户的大型企业。U3C 基于面向 Web 和面向服务的体系结构 (SOA) 和开放标准, 具有集中管理功能。该套件的功能包括企业电话, 广泛的会议功能以及即时消息和在线状态。它包括多个客户端选项, 例如会话初始协议 (SIP) 桌面电话, 桌面客户端以及适用于 iOS 和 Android 移动设备的移动应用程序。U3C 可以通过永久许可证或许可证租赁来获得。UNIVERGE SV9500 是一种融合软件解决方案, 具有类似的 UC 功能, 但可扩展至 4,000 个用户, 并支持数字和 IP 站。UNIVERGE BLUE 是 NEC 的 UCaaS 平台。它基于 U3C 软件, 由 NEC 主持。NEC 已将 UNIVERGE BLUE 足迹从美国扩展到加拿大, 并计划在 2018 年底之前增加西欧和澳大利亚, 并在 2019 年拓展拉丁美洲市场</p>

资料来源: Gartner、国信证券经济研究所分析师归纳整理

多维度同行对比: 亿联逆势增长, 挤压巨头份额

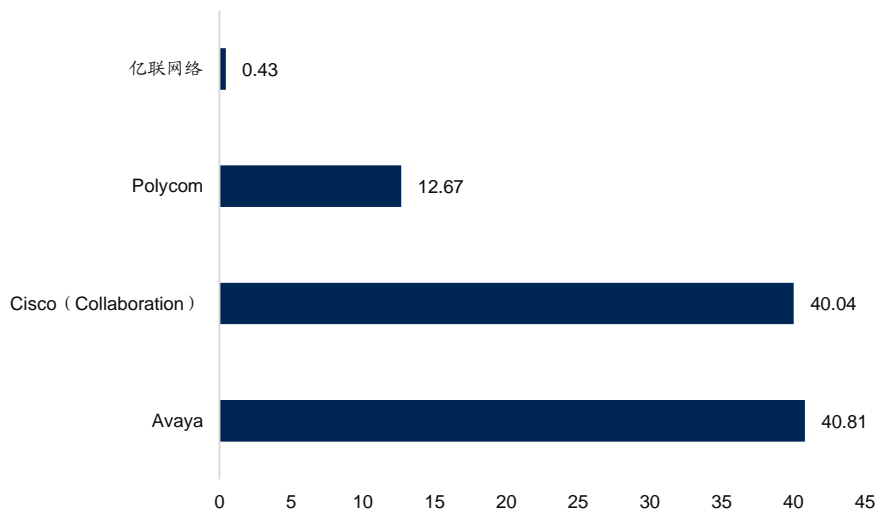
通过将亿联网络与国际巨头进行多维度对比, 我们主要想针对性地回答市场对公司传统业务成长持续性和高毛利率持续性的问题。

产品定位对比: 国际巨头产品主要定位于高端市场, 后期才逐渐布局中小企业市场, 而亿联网络从早期便从中小企业市场切入, 通过产品升级和加强与运营商和平台商的合作, 也获取了部分中大型企业的份额。

业务范围对比: 亿联网络的业务和产品较为单一, 前期主要专注于 IP 话机, 2014 年开始拓展视频会议系统业务。SIP 话机是统一通信领域中一个很细分的领域, 根据 Frost&Sullivan 的预测, 2019 年全球 SIP 话机终端规模预计达到 14.45 亿美元, 而全球统一通信解决方案市场总销售额预计达到 351 亿美元, 其中统一通信终端解决方案市场 (包括 IP 话机终端、视频会议系统终端和软件终端等) 预计达到 100 亿美元。宝利通专注于视频会议系统领域, 兼营会议电话和 IP 桌面话机, SIP 话机业务占比约 20%。

业务规模对比: 亿联网络 2015 年的营业收入是 Polycom 的 3%, 是思科协作业务的 1%, 是 Avaya 营收的 1%。虽然随着亿联网络近几年的快速发展和巨头营收的增长停滞或下滑, 其整体营收规模与国际巨头的差距缩小, 但仍差距悬殊。亿联网络、Polycom 和 Avaya 都是专注于统一通信领域的企业, 100% 的营收来自统一通信业务。Cisco 的协作业务占其营收比例约为 8.1%。但从 SIP 终端话机细分赛道来看, 亿联网络出货量已成全球第一。

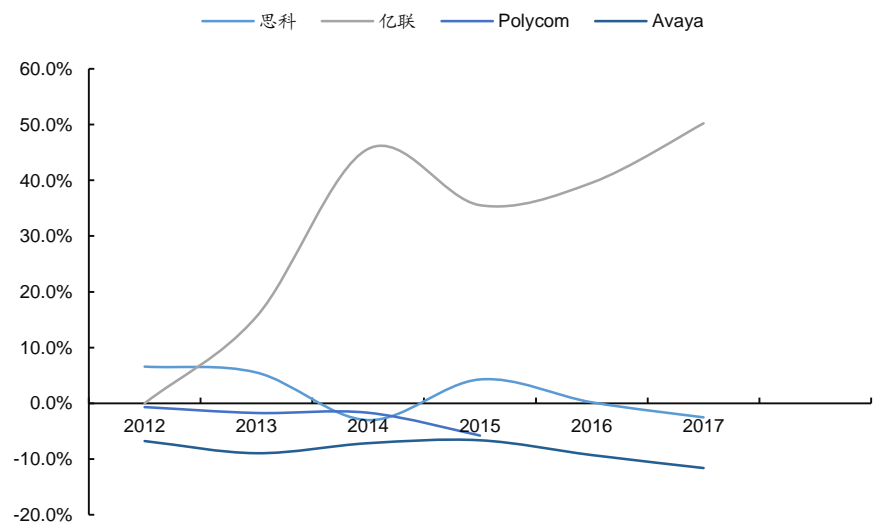
图 43: 2015 年亿联网络与国际巨头的统一通信相关业务规模对比 (亿美元)



资料来源: 彭博、国信证券经济研究所分析师整理

成长性对比: 亿联网络的成长性明显优于国际巨头, 一方面是其营收基数较小, 另一方面是公司的 SIP 终端产品在中小企业市场受到欢迎, 同样性能的产品, 亿联网络的产品价格能比 Polycom 便宜 20%-30% (早期是 50%-60%)。巨头前期专注的大型企业市场逐渐趋于饱和, 自身净利率处于较低水平, 缺乏在中小企业市场打价格战的动力。相比国内同样专注于中小企业市场的厂商, 如潮流网络、方为、亿景等公司, 亿联网络在音视频处理技术上具备优势, 并抢先进入运营商渠道, 与微软等大平台商取得紧密合作, 具备认证资质和渠道壁垒, 因此, 能从小厂商激烈的竞争中脱颖而出。

图 44: 亿联网络与国际巨头的营收增速对比



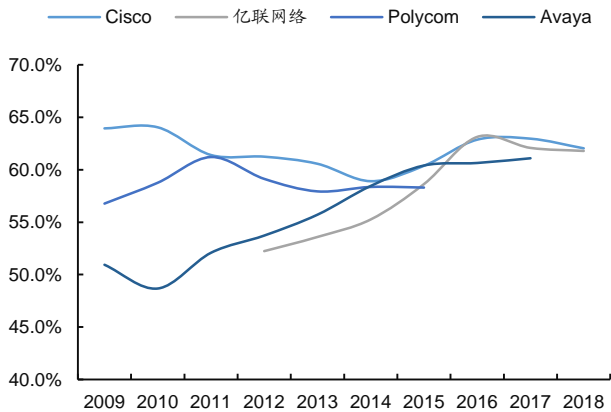
资料来源: 彭博、国信证券经济研究所分析师整理(AVAYA 和思科对应的是财年数据)

很多投资者质疑 SIP 行业成长的可持续性。我们认为, 随着 SIP 行业渗透率的逐步提高, 行业增速放缓是必然趋势, 亿联网络的 SIP 主业增速大概率会放缓。但未来两三年内亿联网络在运营商客户拓展和与微软合作带来的增量增长有望

能部分弥补行业增速的放缓。公司现在已经布局了视频会议系统业务，VCS 市场具有较大不确定性，也存在较大的机遇，如果公司能加快 VCS 业务的发展，有望支撑公司业绩的下一轮高速增长。

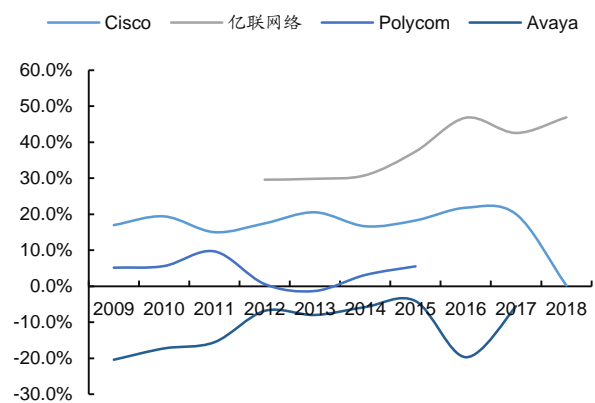
盈利能力对比：统一通信公司的毛利率普遍长期维持较高水平，四家公司的毛利率在 2009-2017 年期间全部维持在 45%-65% 的范围内，而净利率的差异比较大，从高到底排列分别是亿联网络>Cisco>Polycom>Avaya。

图 45：四家公司 2009-2018 年毛利率比较



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理(AVAYA 和思科对应的是财年数据)

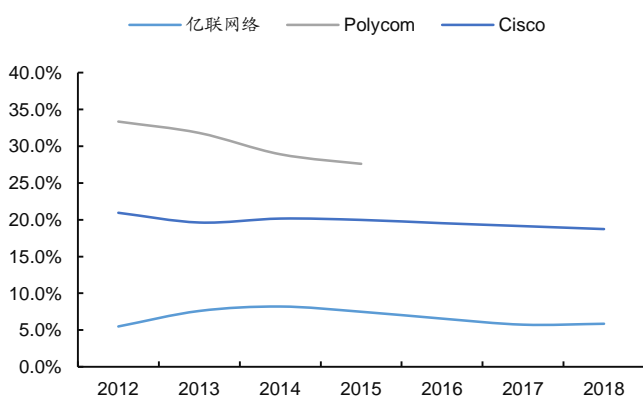
图 46：四家公司 2009-2018 年净利率比较



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理(AVAYA 和思科对应的是财年数据)

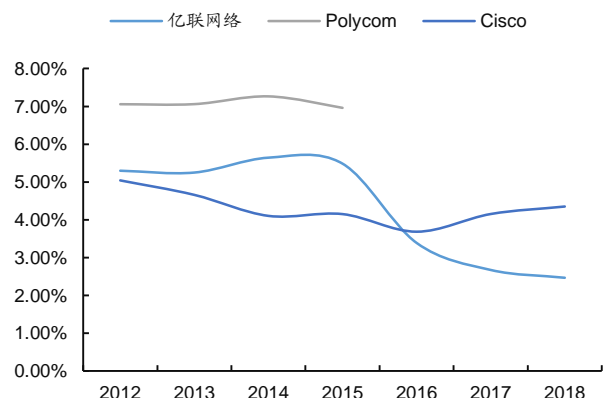
费用率对比：亿联网络的销售费用率、管理费用率和财务费用率均是四家公司中最低的，这也是其净利率明显高于国际巨头的原因。亿联网络致力于提高价值链各环节的经营效率和管控成本，因此，形成了较明显的性价比优势。一方面是来自国内外环境的差额，亿联网络具备区域人才成本优势，另一方面是来自企业文化差异和成本管控的差异。

图 47：三家公司 2012-2018 年销售费用率比较



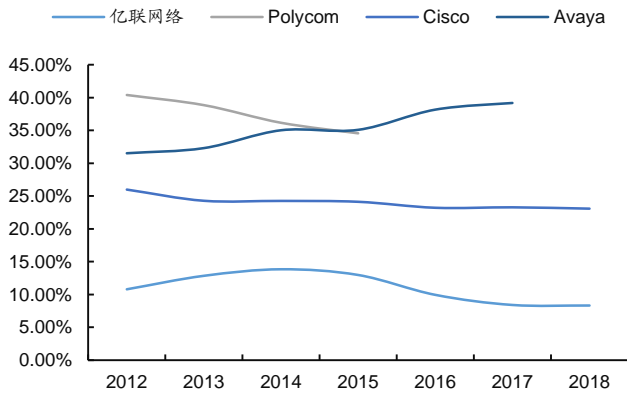
资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理(思科对应的是财年数据)

图 48：三家公司 2012-2018 年管理费用率比较



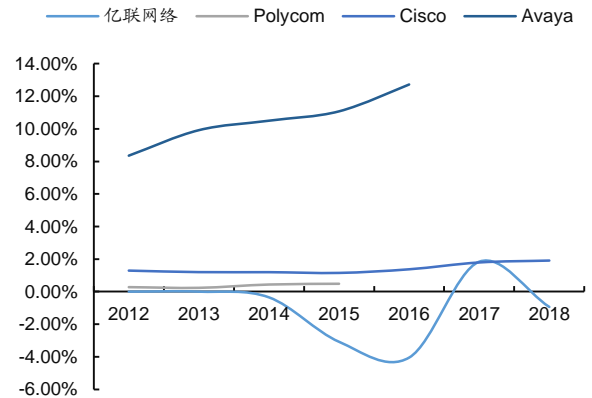
资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理(思科对应的是财年数据)

图 49: 四家公司 2012-2018 年销售+管理费用率比较



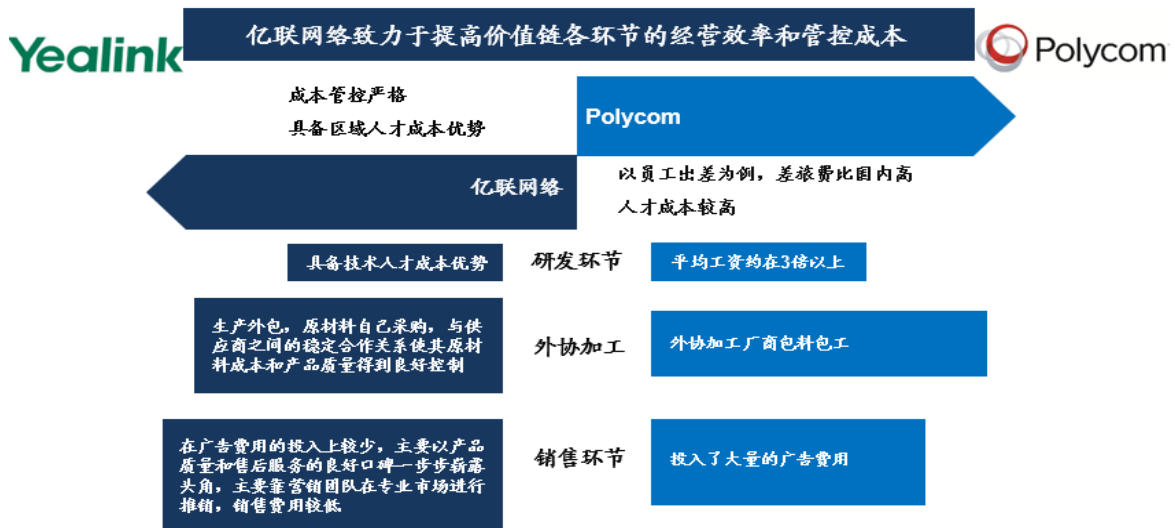
资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理(AVAYA 和思科对应的是财年数据)

图 50: 四家公司 2012-2018 年财务费用率比较



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理(AVAYA 和思科对应的是财年数据)

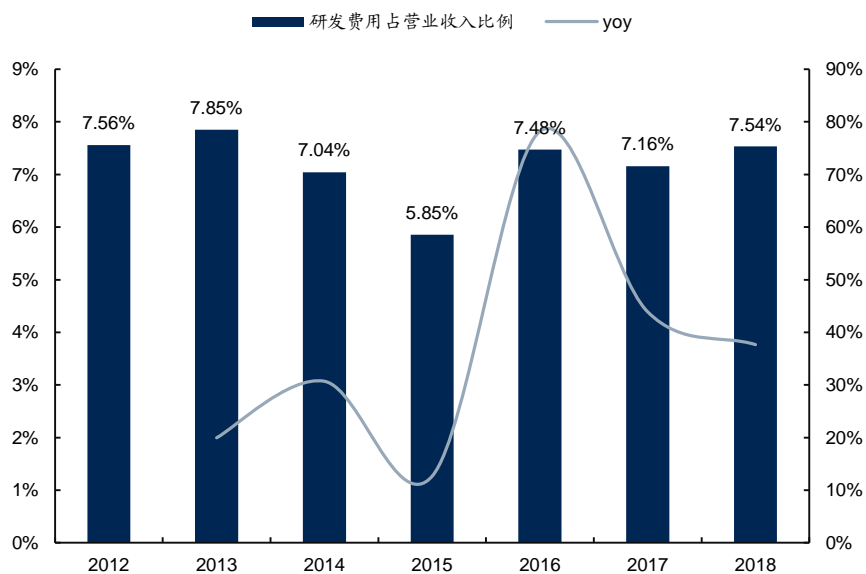
图 51: 亿联网络与 Polycom 在价值链各环节的对比



资料来源: 草根调研、国信证券经济研究所分析师整理

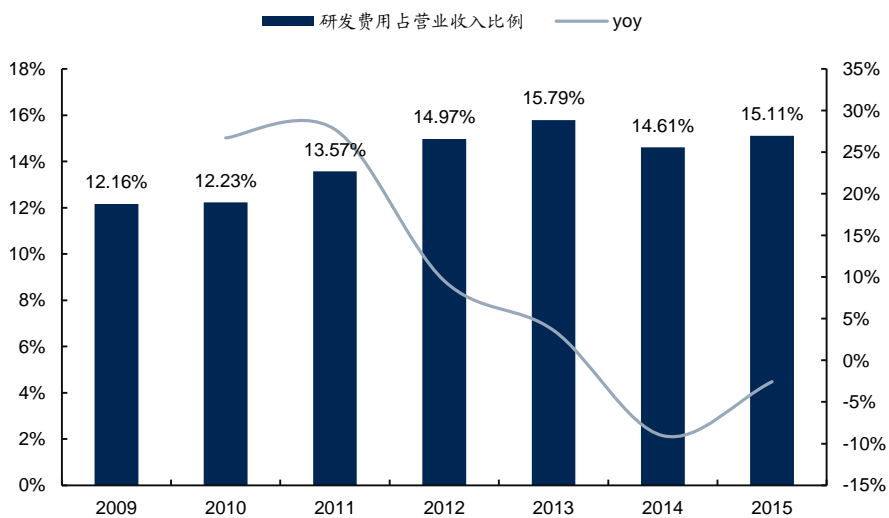
研发费用对比: 四家公司的研发费用水平较为稳定, 以 2015 年为例, 四家公司的研发费用占营业收入比例从高到低排列分别是 Polycom (15.11%) > Cisco (12.63%) > Avaya (8.28%) > 亿联网络 (5.85%)。2015 年之后, 亿联网络的研发费用占营收比例保持在 7.5% 以上。Cisco 维持在 12.6% 以上, Avaya 的研发投入则有下降趋势, 主要因为其高额负债抑制了其在研发上的投入。

图 52: 亿联网络 2012-2018 年研发费用占营业收入比例及增速



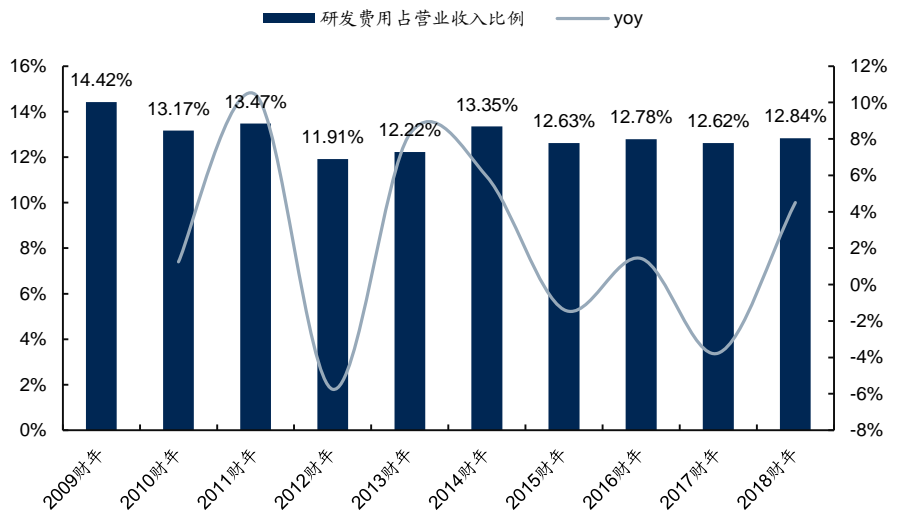
资料来源: 彭博、国信证券经济研究所分析师整理

图 53: Polycom 2009-2015 年研发费用占营业收入比例及增速



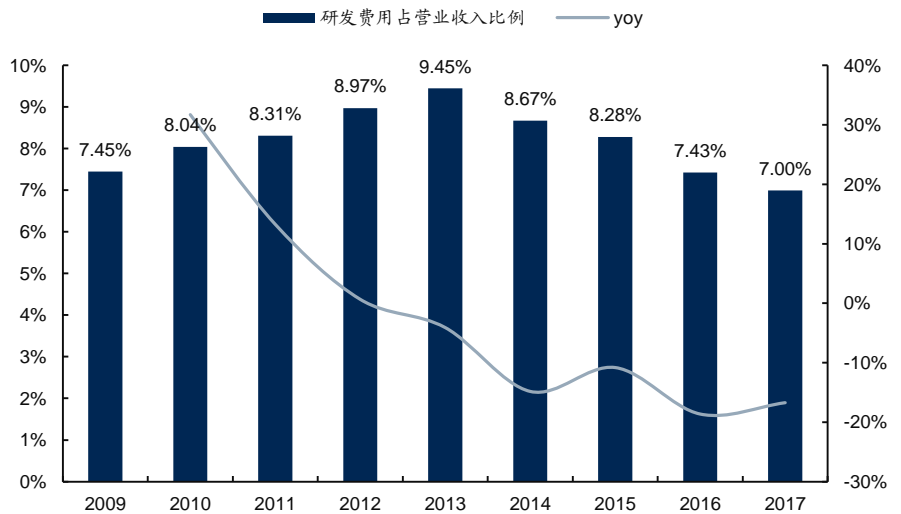
资料来源: 彭博、国信证券经济研究所分析师整理

图 54: Cisco 2009-2018 财年研发费用占营业收入比例及增速



资料来源：彭博、国信证券经济研究所分析师整理

图 55: Avaya 2009-2017 年研发费用占营业收入比例及增速



资料来源：彭博、国信证券经济研究所分析师整理

通过以上对比，我们得出以下几个结论：（1）统一通信行业普遍长期维持高毛利率水平，50%以上是正常现象。（2）亿联网络由于在管理费用、销售费用和财务费用率上均优于行业巨头，其净利率明显优于行业水平。（3）亿联网络的研发费用水平处于行业中等偏下，随着 VCS 业务和云业务的持续研发投入，未来可能提升。（4）三巨头近几年统一通信相关营收增长均显颓势，思科和宝利通在 2012 年营收增速同步下降，Avaya 从 2011 年起营收增速持续下滑，均受市场竞争加剧的影响，亿联网络逆势高增长，市场份额持续提升，说明公司在 SIP 终端市场对巨头存在挤出效应。（5）SIP 终端业务是个细分赛道，不是统一通信巨头业务核心，亿联网络是这个细分赛道的专注型选手，相比巨头业务更为单一。（6）从 Polycom 和 Cisco 的分业务情况来看，巨头营收增速下降

的主要受其自身主营业务的营收下降的影响（非 SIP 话机终端业务），虽然其在 SIP 话机终端的份额在下降，但业务本身的营业收入仍保持稳步增长，说明 SIP 话机终端行业的需求仍保持持续增长。

综上，我们认为，亿联网络长期有望维持高毛利率水平，其所处细分赛道 SIP 话机终端行业已处于成熟期，但公司精准定位中小型市场，提供相比巨头具备高性价比优势的产品，打开中小企业增量市场。且固定电话 IP 化和换机是个长周期，随着市场渗透率的提高，市场增速下降是个持续缓慢的过程，公司目前 SIP 业务营收增速（剔除汇率影响）维持在 20% 左右，是未来几年公司稳步营收增长的基石。

VCS 业务：高增长引擎，云视讯时代大有可为

需求增长和技术升级推动视频会议系统行业快速发展

视频会议系统经历了近 20 年的发展，在技术和应用范围上都有质的提升，呈现出以下几大趋势：

- **技术从标清到高清再到全高清。**2006 年第一款 720p 高清视频会议产品问世后，标志着视频会议系统从标清时代进入到高清时代。2008 年 KEDACOM 发布首款 1080p 全高清视频会议，标志着行业已开始具备开发全高清视频会议系统的能力。

表 17：视频技术的升级

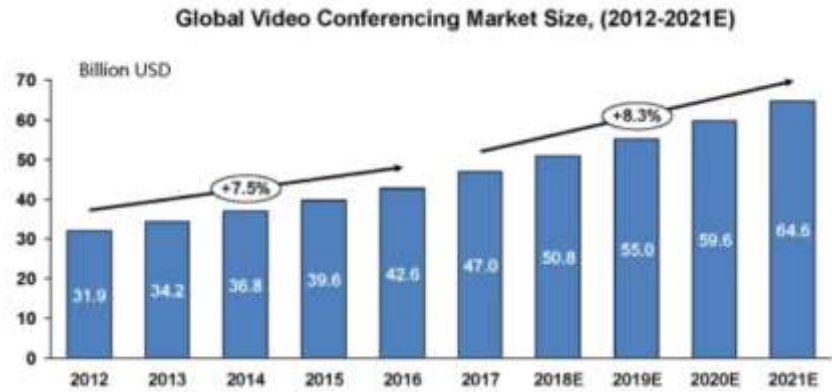
名称	水平像素	垂直像素	画幅比	备注
标清视频	720	576	4:3	SDTV: DVD 级图像
高清视频	1280	720	16:9	EDTV: 比 DVD 略高级图像
全高清视频	1920	1080	16:9	HDTV: 高清电影级图像

资料来源：亿联网络招股说明书、国信证券经济研究所分析师归纳整理

- **新一代产品硬件终端成本下降，面临升级换代浪潮，中小企业市场扩大。**在嵌入式硬件视频会议系统的早期阶段，视频会议系统由分立式的不同硬件功能模块组成，需要多颗 DSP 处理器来保障性能，整体系统复杂、开发难度大、开发周期长，系统成本较高。随着嵌入式芯片处理器性能和集成度的提高，终端成本迅速下降，激发对价格敏感的中小企业市场需求。
- **随着云计算技术的发展，视频会议系统云化趋势明显。**公有云模式使企业无需购买服务器和自建系统就可以进行视频会议，使用门槛降低，进一步激发需求。

全球视频会议系统市场规模预计 2021 年达到 646 亿美元。2017 年全球视频会议市场规模达 470 亿美元（约合 3200 亿元人民币），2012 年至 2016 年全球视频会议市场的复合年增长率达 7.5%，并预测 2017 年至 2021 年的复合年增长率将达 8.3%。

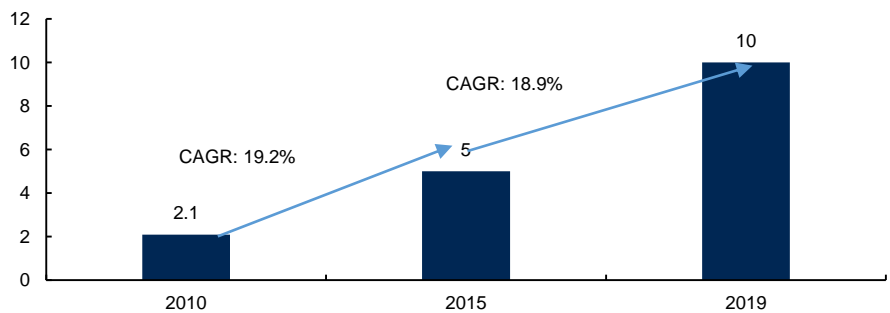
图 56: 全球视频会议市场规模 (2012-2021E)



资料来源: Frost & Sullivan、国信证券经济研究所分析师整理

相较于发达国家,中国的视频会议市场尚处于发展初期,国内市场规模目前 50 亿,复合增速近 20%,快于全球增速水平,预计 2021 年有望超过 160 亿元。根据 Frost & Sullivan 数据,2010-2015 年间,中国的视频会议市场稳步增长,从 2010 年的 2.1 亿美元上升至 2015 年的 5.0 亿美元,年复合增长率达到 19.2%;2015-2019 年保持 18.9% 的年复合增长率,到 2019 年将达到 10 亿美元。国内智研咨询的研究结论也与此相似,预计未来每年以 20% 左右的增速成长。

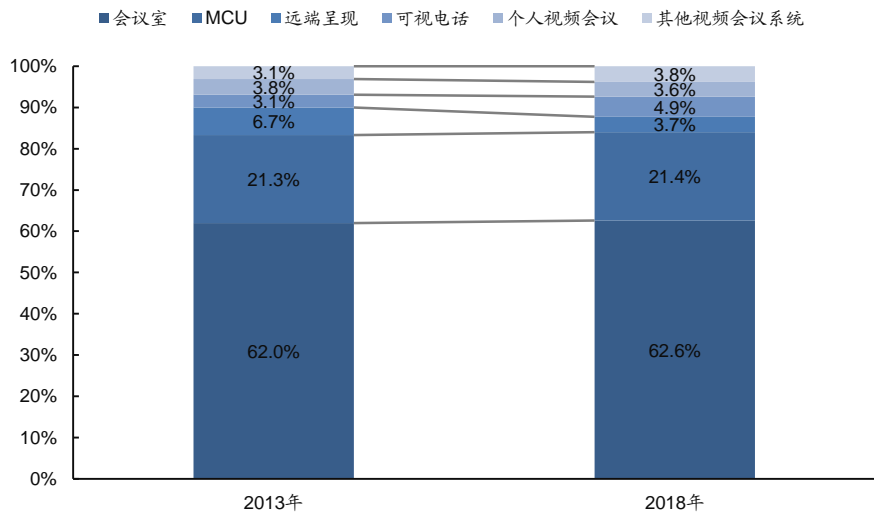
图 57: 中国视频会议市场预测 (单位: 亿美元)



资料来源: Frost & Sullivan、国信证券经济研究所分析师整理

按产品类型划分,视频会议产品可分为会议室产品、可视电话、MCU、远程呈现、个人视频会议产品等,会议室视频会议产品存在刚需。根据 IDC 数据,2011Q4 会议室产品在全球 VCS 市场总额中占 54.9%,MCU 占比 19.5%。根据智研咨询,会议室视频会议产品仍占据绝对优势,预计 2018 年市场份额可达 62.6%,MCU 市场份额达到 21.4%,可视电话产品市场份额达到 4.9%。

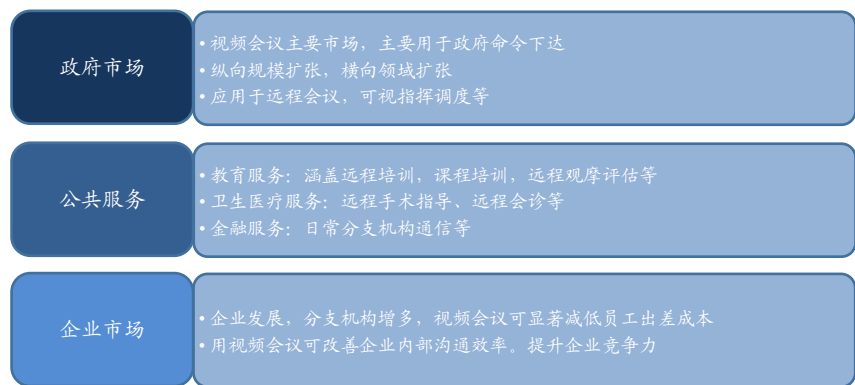
图 58：2013 年和 2018 年中国视频会议各细分市场构成图（按产品类型划分）



资料来源：智研咨询、国信证券经济研究所分析师整理

按用户市场划分，国内视频会议系统行业增长主要市场来自于政府市场、教育服务、医疗卫生服务、金融服务、企业市场等。目前，政府部门、各行业大企业是视频会议系统市场主导客户，是市场稳定增长的重要因素，广大中小企业是市场潜在客户，是未来市场发展的新增长点。

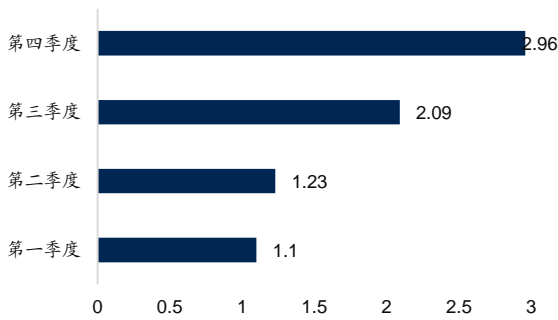
图 59：行业增长主要市场



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所分析师整理

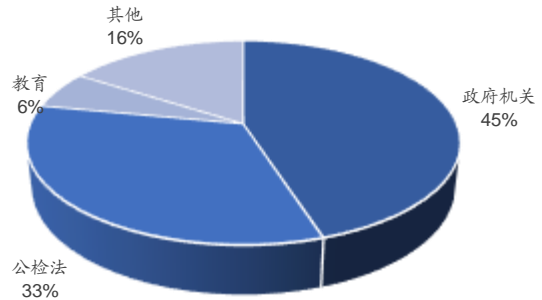
据《政府采购信息报》记者对 2017 年全国视频会议系统采购项目的不完全统计，2017 年全国通过公开招标、竞争性谈判、竞争性磋商、询价等采购方式完成的视频会议系统政府采购项目约 519 个，采购总规模约 7.28 亿元。与 2016 年对比，视频会议采购项目数量减少 38 个，采购规模增长约 6%。其中，政府机关视频会议系统采购项目 251 个，采购总规模约 3.29 亿元，占采购总规模的 45%，包含 89 个百万元以上大项目，还有 4 个千万元以上大项目。公检法系统视频会议系统采购项目 154 个，采购总规模约 2.43 亿元，占总采购规模的 33%。从季度数据来看，第四季度的采购规模最大。

图 60: 2017 年视频会议系统采购规模季度数据



资料来源: 政府采购信息网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

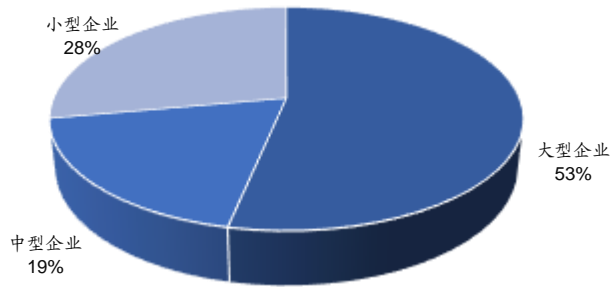
图 61: 2017 年国内视频会议系统细分市场采购规模占比



资料来源: 政府采购信息网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

按企业主体规模划分, 可分为大型企业、中型企业和小型企业。Wainhouse 调查报告显示, 2015 至 2016 年, 全球部署云视频的企业增加 67%, 部署云视频的超大型企业增加 122%。云视频应用渗透率在 10000 人以下企业预计达到 35%, 在 10000 人以上企业预计达到 40%; 越来越多的企业将云视频纳入到企业的战略规划。

图 62: 2016 年一季度我国视频会议系统行业企业用户分布格局



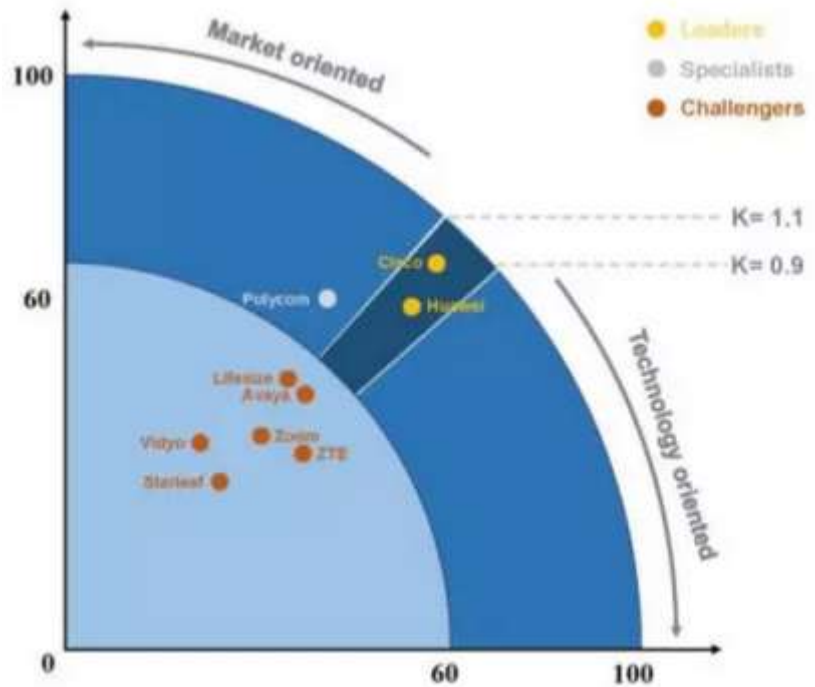
资料来源: 智研咨询、国信证券经济研究所分析师整理

中国视频会议系统市场快速发展主要归结于需求推动和科技进步两方面。企业视频通信需求增长的原因是多方面, 包括: 企业分支机构数量增加、宽带提速降费政策的实施、移动通信网络设施完善和视频通信技术的发展、远程办公、远程教育和远程医疗等场景增多、差旅需求增多等方面, 视频通信还能节省旅途时间、促进企业与供应商、客户、渠道等各环节的交流、加强公司内部员工之间的交流和提高办公效率等。科技进步带来视频会议系统成本的降低, 传统的视频会议系统用户体验升级, 和云视频会议系统的逐渐普及, 推动视频会议系统行业逐渐走向成熟。

全球格局: 寡头格局已成, 巨头纷纷布局云平台

从全球来看, 目前传统视频会议系统市场形成寡头竞争的状态, 全球视频会议解决方案的领导者企业包括思科和华为、“专业型选手”包括 Polycom, 以及“挑战者” Avaya、Lifesize、Zoom、ZTE、Vidyo 和 StarLeaf。

图 63: 全球主要的视频会议技术及解决方案提供商



资料来源: Frost & Sullivan、国信证券经济研究所分析师整理

根据 Gartner 发布的会议解决方案行业魔力象限(不局限于视频会议解决方案), 目前处于象限右上角的领先者既有传统的硬件为主的视频软件提供商思科 (Cisco), 也有正在兴起的云视频软件提供商微软和 Zoom。同时上榜的还有中国企业华为、中兴。

图 64: 2017 年会议解决方案行业魔力象限



资料来源: Gartner、国信证券经济研究所分析师整理

随着云计算技术的发展，视频系统云化趋势明显，原有的硬件视频会议系统的竞争逐渐转移到云视讯领域，全球市场格局面临洗牌。

- **思科**在 2007 年收购 WebEx 后在网络视频会议领域发展迅速。思科推出了 WebEx meeting、WebEx TelePresence、Cisco Spark 等基于云的产品，并在 2015 年斥巨资收购了云视讯提供商 Acano、云通信服务商 Tropo，在硬件/软件+云均有布局，成功保持了领先地位。根据 Synergy Research 对 2016 年第二季度的调查，思科已经拥有了全球网络会议市场 53% 的份额，是该领域的领军者。自 2016 年 9 月起，思科宣布 WebEx 中国区业务转移给 TCL 和思科合作的中国公司“科天云”运营。WebEx 定价不高，因而在各类企业中均有市场。
- **宝利通**在硬件视频会议市场建立的龙头地位在云时代受到冲击。公司于 2016 年私有化退市后进一步推进云转型，其视频业务于 2018 年初被缤特力收购。近期宣布与云视讯领域后起之秀 Zoom 共同打造一项新的解决方案，将 Zoom 基于云的企业视频通信和宝利通视频终端的优势结合，实现平台间的整合。
- **Zoom**是后来居上的“行业搅局者”。成立于 2011 年，由前 Cisco 公司工程副总裁 Eric.Yuan 率领近 40 位前 Cisco 工程师创立，专注于视频会议领域，为视频会议参与者提供更好的视频会议体验。公司业务主要是云视讯服务平台，包括了 Zoom Meeting, Zoom Room 等产品，公司迄今为止已经提供了超过 50 亿分钟地视讯服务，是全球视频会议行业的领先者。2019 年 4 月成功在纳斯达克上市，受到资本市场的热捧，首日即上涨 72%，市值超过了 160 亿美元。

国内格局：传统市场格局稳定，增量市场百家争鸣

国产替代趋势明显。国内的视频会议行业在 2013 年以前都由国外品牌主导，但 2013 年爆发斯诺登事件之后，国家提升了对 IT 产品的安全性要求，推出了去 IOE 政策，并要求金融、政府、能源等行业的核心产品均要国产化，国外厂商份额逐渐缩水。

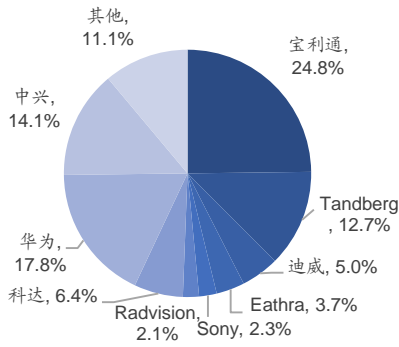
表 18：国产化利好政策

时间	事件
2015 年 3 月	政府采购名单调整，删除了苹果、Cisco 等国外品牌，增加了上千种本土产品的采购。获准的外国科技品牌数量下降三分之一。
2016 年 11 月	《中华人民共和国网络安全法》表决通过。
2016 年 12 月	国务院常务会议通过《“十三五”国家信息化规划》，指出构建关键信息基础设施安全保障体系。
2017 年 1 月	工信部与发改委联合印发《信息产业发展指南》，提出了到 2020 年基本建立具有国际竞争力、安全可控信息产业生态体系的发展目标。

资料来源：国务院、工信部公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

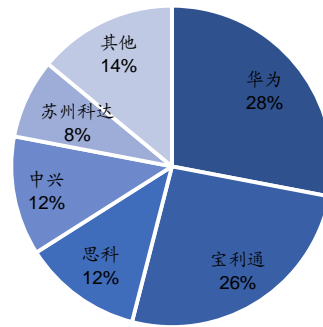
国内的传统视频会议行业经历了国产化浪潮后，华为、中兴迅速扩大份额，原来由国外厂商主导的市场逐渐变为由国内外巨头共同垄断的市场，行业集中度较高。华为/苏州科达/中兴的市场份额分别从 2007 年的 17.8%/6.4%/14.1% 增长至 2015 年的 28%/8%/12%，再到 2016 年的 40%/17%/6%。思科和宝利通等国外巨头的市场份额则不断缩小。同时，近年来市场份额较小的亿联网络、小鱼易连、捷视飞通、视联动力、网动、展示互动等小型视频会议厂商以高性价比打开局面，也在快速发展。随着这些小厂商的产品逐步完善、产品系列的逐渐丰富，在给整个市场带来新动力的同时，也会给老牌厂商带来更大的冲击。

图 65: 2007 年中国市场视频会议厂商份额



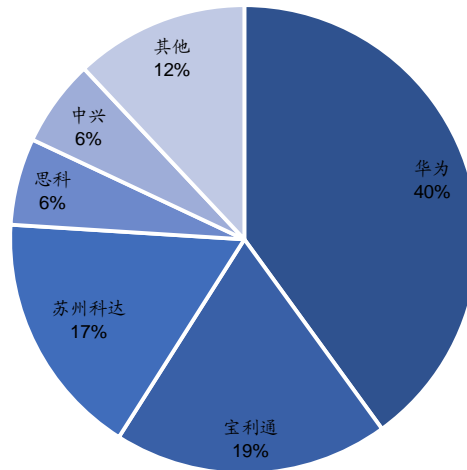
资料来源: 赛迪顾问、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 66: 2015 年中国视频会议市场份额



资料来源: IDC、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 67: 2016 年中国视频会议市场份额



资料来源: IDC、国信证券经济研究所分析师整理

传统视频会议产品价格高昂，因而主要用户为大型企业和政府，但随着云时代的到来，搭建会议系统的成本不断降低，中小型企业对视频会议系统的需求逐渐释放。我们认为，具有技术先发优势的国内厂商如果有能力为中小企业提供稳定且平价的服务，并快速铺开渠道，有望占领更大的市场份额，现有的竞争格局有可能被打破。

云视频通信在国内处于起步阶段，目前尚无主导型龙头，老牌硬件视频会议系统提供商和初创型企业互相角逐。国内现有的云视频会议解决方案提供商包括会畅通讯、263、亿联网络、苏州科达等上市公司和小鱼易连等初创公司。

表 19: 国内视频会议市场主要公司

类型	公司名称	业务重点	2018 年相关业务营收	客户
传统视频会议系统提供商	宝利通	视频语音统一通信	12.7 亿美元 (2015)	
	华为	运营商网络、通信设备	约 12 亿	客户遍布全球, 主要用于政府和大型企业
	中兴通讯	运营商网络、通信设备	约 1.5 亿	客户结构与华为类似
	华平股份	智慧城市、多媒体通信系统	0.35 亿	
	迪威讯	统一视频管理应用系统	小于 2.2 亿 (综合信息化)	
行业新进入者 (积极布局云视讯)	思科	计算机网络连接设备即软件平台		
	亿联网络	企业统一通信终端	1.75 亿	
	Vidyo	视频通信产品与服务	-	
	苏州科达	视频监控、视频会议	12.5 亿	主要集中于公检法司市场
	随锐科技	视频通信云产品与服务	4.08 亿 (包括视频通信云服务和视频通信行业解决方案)	客户群体十分广泛, 政府和大型企业为主, 客户从集中到分散, 2017 年前五大客户占 44.23%
	会畅通讯	电话会议、网络会议服务	-	主打“云”, 面向中大型企业
	网动股份	智慧云视讯解决方案	-	
	红杉树	Infoware 服务和应用解决方案	-	
	小鱼易连	针对具体行业做私有云部署	约 3 亿	截至 2018 年 3 月, 小鱼易连已覆盖全球 1276 座城市, 拥有超过 200 万用户。
	好视通	企业办公设备与服务	-	
	Zoom	云视频网络会议	-	
华视瑞通	云视频网络会议	-		

资料来源: 公司官网、公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

目前视频会议市场玩家众多, 新加入者缺乏硬件技术基础, 多以基于云+软件终端的配置为主, 产品线不完善, 其安全性和稳定性存在缺陷, 设计更适用于企业内部个人之间的联系, 而非企业各部门甚至企业之间的联系。如阿里巴巴旗下的钉钉, 对于个人用户仅支持 5 人同时视频, 经过向客服申请, 才最多支持 30 人同时视频, 不提供麦克风、摄像头等专业硬件设备。也有部分以软件终端为主的提供商外购硬件设备组合销售。

基于云+硬件终端的厂商如苏州科达、亿联网络、随锐科技等, 从云端到配件产品一应俱全, 产品线较为完备, 满足了各个行业和场景的视频会议需求, 一般都支持一键进入视频会议, 操控简单。

表 20: 各种类型优劣势比较

	优势	劣势
基于硬件的视频会议系统	产品线完备 兼容多个终端 成本低廉 通讯效果好 稳定性和安全性较高	需要购买硬件终端
基于软件的视频会议系统	价格低廉 灵活性和移动性高	通讯效果略欠缺 多人会议室场景无法满足

资料来源: ICT、国信证券经济研究所分析师整理

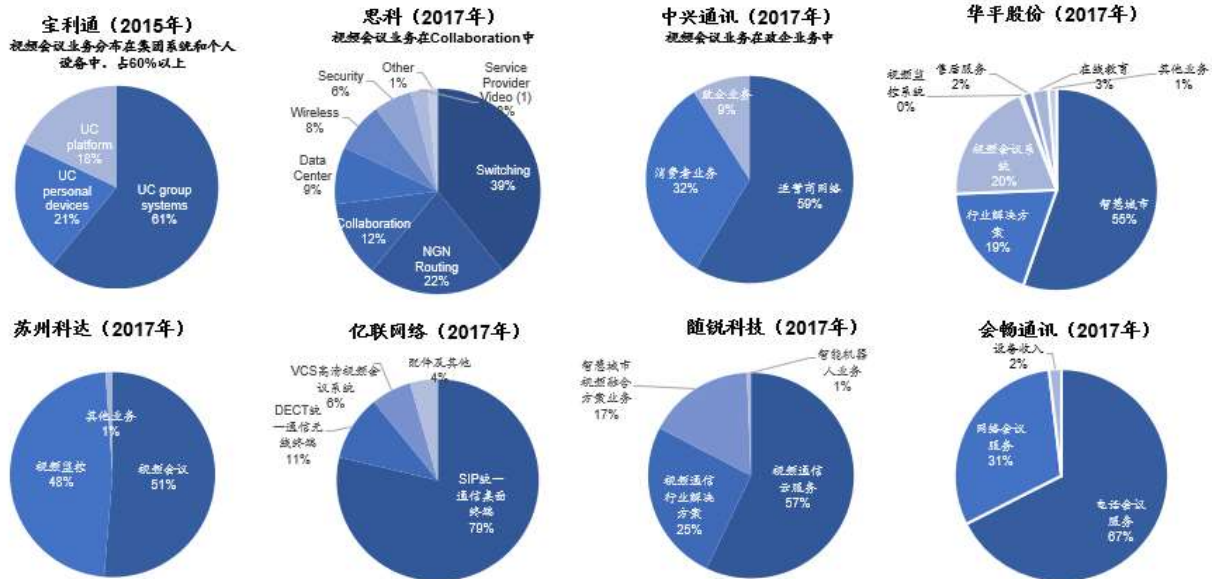
表 21: 国内视频会议系统行业上市公司业务特点

公司名称	股票代码	业务特点
中兴通讯	000063.SZ	作为传统通信领域龙头，在运营商网络领域持续投入，积累了深厚的客户关系，拥有较大的潜在客户基数。公司在 5G 领域的技术也能让公司在移动化视频会议系统领域获得显著优势。
华平股份	300074.SZ	侧重于视讯领域的智能化，业务覆盖智慧城市、在线教育、通信系统等涉及视讯的多个领域。
迪威讯	300167.SZ	主要涉及智慧城市的应用，视讯产品是可供利用的方式之一。
苏州科达	603660.SH	业务重点在于安防视频监控和视频会议两个领域，安防视频监控的客户主要集中在公检法行业，公司在该行业的耕耘积累了大量客户。
随锐科技	835990.OC	主要提供视频通讯云产品和服务，注重云端开发。
亿联网络	300628.SZ	SIP 通信领域的龙头公司之一，该领域的客户与视频网络系统的消费客户重叠程度较高，有利于公司在视频网络系统领域的进一步扩展。
会畅通讯	300578.SZ	会畅通讯专注于多方通信服务
齐心集团 (好视通)	002301.SZ	提供企业办公设备，在办公领域提供丰富的选择，且有自行搭建的电商平台。

资料来源：初善投资、公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

在国内视频会议市场的众多竞争者中，视频会议业务在公司营收占比 50% 以上的厂商主要包括宝利通、苏州科达、随锐科技、小鱼易连等公司。华平股份的视频会议系统业务营收占比 20%，会畅通讯的业务更偏向网络/电话会议、中兴通讯和华为是大型的通信设备集成商，虽然视频会议系统营收占比较小，但其业务规模位居国内市场前列。亿联网络作为 2015 年进入视频会议系统行业的新进入者，2017 年 VCS 业务营收占比约 6%（营收 9000 万元），业务规模较小。

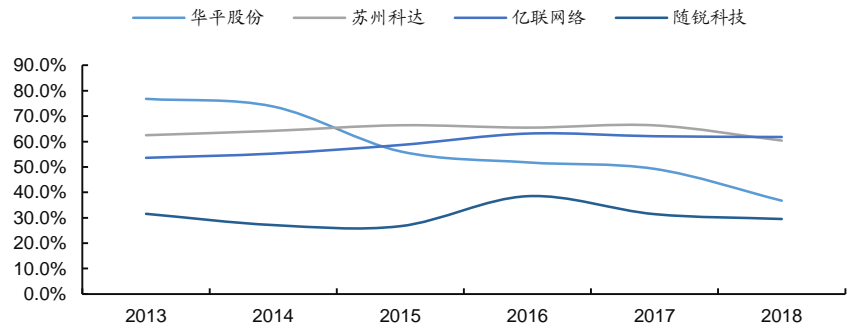
图 68: 视频会议系统厂商营收结构对比



资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师整理

从毛利率来看，除随锐科技显著低于市场，视频会议系统行业硬件类公司整体毛利率大约在 70% 左右，毛利率水平较高，且不同公司之间差距不大。随锐科技的业务主要以提供云服务为主，盈利水平低于硬件终端。

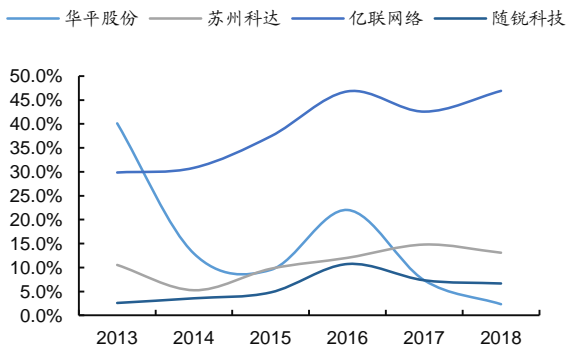
图 69：国内各公司视频会议系统业务毛利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师整理

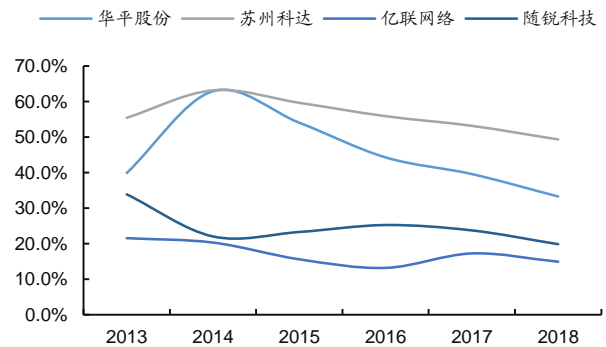
从销售净利率来看，亿联网络销售净利率一直保持在约 30% 以上，明显高于国内其他竞争对手，在毛利率并无优势的情况下，亿联销售净利率的优势在于费用管控能力强，因为亿联大部分销售采用经销模式，通过经销商将产品销售至世界各地，减少了其在产品的市场推广中产生的费用，管理费用和销售费用大大低于行业平均，保障公司盈利水平。

图 70：国内各公司销售净利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 71：国内各公司期间费用率

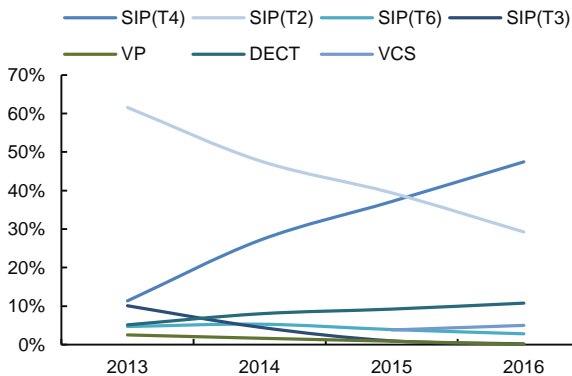


资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司积极布局“云+端”，差异化竞争，潜力无限

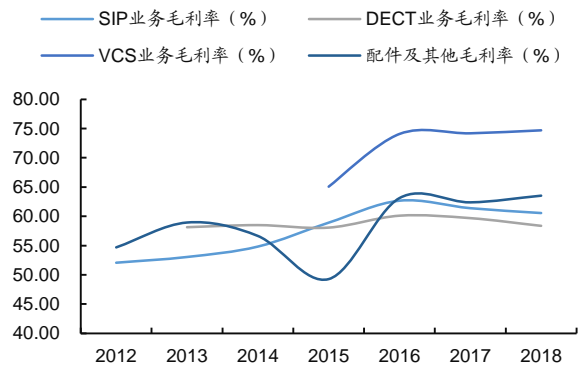
VCS 业务是未来的重要增长点之一，2018 年仍保持 95.68% 的增速。目前公司的 VCS 业务高增长与其营收基数较小有关，随着业务规模的扩大可能慢慢趋缓，但作为具备硬件技术优势的视频会议系统行业新进入者，亿联网络进攻势头迅猛。

图 72: 亿联网络 2013-2016 业务结构变化



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 73: 亿联网络分业务的毛利率变动



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

在 VCS 终端, 公司优化终端性能, 推出第二代终端设备, 并实现了无线麦、多摄像头、IFP 集成、支持 hybrid cloud 等基本功能应用。在 VCS 系统端, 公司推出了以 YMS1000/2000 为代表的服务器产品, 使得 VCS 解决方案的整体竞争力得到很大提升, 扩大了销售覆盖范围。公司积极部署“云+端”, 带动终端产品销售提速增长。公司募集资金 2.5 亿用于云计算中心建设, 4.3 亿用于云通信运营平台建设, 是未来重点投入方向。

图 74: 亿联网络全场景解决方案



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

市场定位上专注于中型企业市场, 与传统巨头和行业其他新进入者分赛道竞争。大型企业尤其是跨国企业多地沟通需求较多, 对价格敏感性较低, 更看重产品质量和品牌, 更多选择华为、中兴、宝利通、思科的产品, 但大型企业市场也起步较早, 市场趋于成熟和饱和, 增长空间不大。小型企业对成本敏感性很高, 偏向于使用免费或低价的软件视频会议产品, 这一领域竞争厂商较多, 竞争激烈, 目前好视通、全时等厂商在国内网络会议市场份额位居前两位。中型企业

既追求产品稳定性和质量，在费用预算上又存在限制，在产品性价比上更精挑细选，亿联网络将核心竞争市场瞄准中型市场，能更好发挥公司自身优势。

我们认为，在现阶段，公司转型 VCS 是较合理的选择，存在挑战的同时也为未来增长带来想象空间。亿联网络的 VCS 业务先从国内开始发力，海内外的 VCS 营收各占一半。公司的 VCS 业务在海外市场的发展逻辑主要基于公司产品的高性价比和销售渠道铺设上的先发优势，原有 SIP 话机销售渠道仍有 30% 的复用率。国内市场的发展逻辑主要基于音视频技术的长期积累使得公司的终端产品稳定性在国内第二梯队处于领先地位，有望受益于中小企业市场需求高速增长的红利。此外，公司在云平台的搭建上已经跨出了一大步，未来云视讯带来的增长存在较大想象空间。

看好公司的云通信布局，维持“买入”评级

公司成功切入视频会议市场，募得资金后加强在云端和软件终端的研发部署，具备较高的竞争壁垒。中长期逻辑主要看在与微软合作和运营商客户的开拓，以及 VCS 业务的高速增长。远期主要看云平台的搭建以及未来投资新项目带来的协同效应。**我们看好音视频会议产品的 B 端消费升级需求和公司的云通信布局**，预计公司 2019-2021 年营业收入为 23.8/31.2/39.5 亿元，增速分别为 31.3/30.1/27.3%，净利润为 11.1/14.1/17.9 亿元，增速分别为 30.1/27.1/26.9%，EPS 为 3.70/4.70/5.97 元，当前股价对应 PE 分别为 24/19/15 倍，维持“买入”评级。

盈利预测拆分

核心假设

第一，假设 SIP 话机产品（包括 DECT 无线终端）单价不发生大幅波动，整体增速维持 20% 以上的稳步增长，随着行业竞争加剧和渗透率不断提升，整体毛利率将稳中有降，但由于行业属性基本能长期维持在 50% 以上。

第二，VCS 高清视频会议系统业务处于业务拓展初期，增速和毛利率高于传统 SIP 业务，未来在总收入中占比提升，未来增速放缓。假设 2019-2021 三年的营收增速分别为 75%、65% 和 47%。

第三，配件及其他业务的营收增速保持稳定，毛利率维持较高水平。

第四，假设公司销售费用率、管理费用率、毛利率保持稳定。

表 22: 亿联网络盈利拆分 (单位: 百万元)

业务	项目	2018	2019E	2020E	2021E
SIP 终端	收入	1342.63	1651.43	2000.15	2400.18
	增长率	23.01%	23.00%	21.12%	20.00%
	毛利率	61%	59%	57%	57%
DECT 无线终端	收入	220.09	324.63	464.22	635.99
	增长率	51.45%	47.50%	43.00%	37.00%
	毛利率	58.37%	57.00%	56.00%	56.00%
VCS 高清视频会议系统	收入	175.31	306.79	506.51	742.04
	增长率	95.68%	75.00%	65.10%	46.50%
	毛利率	75%	72%	70%	68%
配件及其他	收入	77.33	100.53	130.69	169.89
	增长率	25.99%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	64%	64%	64%	64%
	总收入合计	1815.36	2383.39	3101.58	3948.11
	增长率	30.81%	31.29%	30.13%	27.29%
	毛利率	61.79%	60.59%	59.25%	59.19%
	成本率	38.21%	39.41%	40.75%	40.81%
	净利润合计	851.48	1108.08	1408.43	1787.54
	增长率	44.13%	30.14%	27.11%	26.92%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

风险提示

- 1、人民币升值带来毛利率的下降。**公司 95%以上的收入来自国外, 90%的海外收入以美元计价, 汇率波动在收入成本端和汇兑损益上都对公司产生影响。
- 2、中美贸易战关税加征范围扩大。**目前公司产品未受美国关税清单影响, 但若未来征税范围继续扩大, 则美国收入受影响, 极端情况下公司会考虑转移产能。
- 3、行业竞争加剧, 市场拓展不及预期。**VCS 行业新增市场处于发展初期, 格局尚不稳定, 市场竞争不确定性较大。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	372	743	1600	2772	营业收入	1815	2383	3102	3948
应收款项	320	420	547	696	营业成本	694	939	1264	1611
存货净额	197	262	353	451	营业税金及附加	22	29	37	47
其他流动资产	2710	2965	2968	2906	销售费用	106	126	164	205
流动资产合计	3600	4390	5468	6825	管理费用	182	230	292	367
固定资产	103	104	105	99	财务费用	(17)	(14)	(29)	(55)
无形资产及其他	37	33	29	26	投资收益	107	150	180	197
投资性房地产	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	(8)	(7)	(7)	(7)
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	8	0	0	0
资产总计	3750	4538	5613	6960	营业利润	935	1216	1546	1962
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	0	2	2	2
应付款项	142	131	176	225	利润总额	935	1218	1548	1964
其他流动负债	107	131	174	221	所得税费用	84	110	139	177
流动负债合计	249	262	351	447	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	851	1108	1408	1788
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	1	1	1	1	现金流量表 (百万元)				
负债合计	251	263	352	448	净利润	851	1108	1408	1788
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	5	(0)	(0)	(0)
股东权益	3499	4275	5261	6512	折旧摊销	17	15	17	18
负债和股东权益总计	3750	4538	5613	6960	公允价值变动损失	8	7	7	7
					财务费用	(17)	(14)	(29)	(55)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(342)	(407)	(132)	(90)
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	(5)	0	0	0
每股收益	2.84	3.70	4.70	5.97	经营活动现金流	535	723	1300	1723
每股红利	0.80	1.11	1.41	1.79	资本开支	(6)	(20)	(20)	(15)
每股净资产	11.68	14.27	17.56	21.74	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	23%	26%	31%	38%	投资活动现金流	(6)	(20)	(20)	(15)
ROE	24%	26%	27%	27%	权益性融资	27	0	0	0
毛利率	62%	61%	59%	59%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	45%	44%	43%	43%	支付股利、利息	(239)	(332)	(423)	(536)
EBITDA Margin	46%	45%	44%	44%	其它融资现金流	207	0	0	0
收入增长	31%	31%	30%	27%	融资活动现金流	(244)	(332)	(423)	(536)
净利润增长率	44%	30%	27%	27%	现金净变动	284	371	857	1171
资产负债率	7%	6%	6%	6%	货币资金的期初余额	89	372	743	1600
息率	0.9%	1.2%	1.6%	2.0%	货币资金的期末余额	372	743	1600	2772
P/E	31.5	24.2	19.0	15.0	企业自由现金流	408	552	1087	1476
P/B	7.7	6.3	5.1	4.1	权益自由现金流	615	564	1114	1526
EV/EBITDA	32.6	25.2	19.9	15.7					

国信证券投资评级

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

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032