

中信证券研究部



梁程加
首席通信分析师
S1010520020001

核心观点

2020 年疫情深远地改变了企业内外部通信和工作模式，驱动视频会议作为混合办公核心协作方式进入新一轮高速增长周期。公司在全球 SIP 终端市场拔得头筹后，大力发展视频会议业务，并成为公司近五年业绩高增的核心动能。我们认为，公司作为极致产品型公司，能够提供“基础架构+云平台+会议终端”的完整视频会议解决方案，有望凭借杰出的产品竞争力和遍布全球的渠道优势在“云+端”视频会议时代实现全球市场突破。公司深度融入微软 Teams 和 Zoom 生态，推出定制会议终端方案，预计将显著受益于云视频会议厂商的爆发式增长。此外，SIP 终端业务稳定增长、商用耳麦放量在即，预计三条增长曲线将共同驱动公司进入业绩爆发期。建议投资者重点关注。

视频会议业务概述：业绩高增的核心动能。继在全球 SIP 终端市场拔得头筹后，2015 年公司依托多年积累的音频技术和渠道体系发展视频会议系统业务，先后推出私有部署形态的会议产品和公有云平台，逐渐建立“基础架构+云+端”的完整视频会议解决方案。2015-2020 年，公司视频会议业务收入和销量高速增长，五年营收 CAGR 高达 83.9%，收入占比从 3.8%提升至 19.2%，成为公司业绩高速增长的核心动能。

行业分析：远程办公催生视频会议需求，驱动全球视频会议市场稳步增长，中国市场提速：后疫情时代，视频会议成为混合办公新常态下的主要协作方式。5G/云计算等新技术的发展为高清视频会议的大规模普及奠定基础。因此，在需求和供给端共同驱动下，全球视频会议市场规模稳步提升。根据 Grand View Research 数据，2020 年全球视频会议市场规模达 42.1 亿美元，预计未来五年 CAGR 11.4%。中国视频会议市场增长提速。根据 IDC 数据，2020 年中国市场规模达 65.2 亿元，同比+18.9%。其中云会议市场同比高增 29.4%至 18 亿元。此外，当前全球视频会议市场主要有传统厂商和云视频厂商两大领域玩家。传统视频会议厂商以思科、宝利通为首，云视频会议厂商则以 ZOOM、Teams 为代表。中国市场华为、中兴、苏州科达、亿联市场份额较高。我们认为，云视频会议是未来的高确定性趋势，但现阶段云会议仍然存在安全性弱、会议质量不高等缺点。面向政府和大企业用户，与终端厂商紧密合作的云厂商或者具备“云+端”完整解决方案的厂商更有机会成为未来赢家。

公司产品体系完善、竞争力强，以应用场景为导向深耕垂直行业。公司提供完整的端到端视频会议解决方案，覆盖基础架构视频会议服务器、云视频会议平台和会议终端，产品竞争力较强。在传统巨头宝利通的对标产品相比，公司的解决方案在视频抗丢包率、音频质量、带宽节省、部署难易程度方面均占据优势，且更具性价比。应用场景方面，1）公司瞄准通用企业市场，挖掘细分领域机会；2）在教育、医疗、制造业和金融等垂直领域针对性研发视频会议产品。未来，公司将推广云视频会议解决方案，使其广泛应用于政务、军队、建筑、电信、餐饮连锁、互联网等各个领域，通过挖掘细分领域需求不断获得新业务增长点。

公司协同云视频厂商，深度融入微软 Teams 生态，不断加强与 ZOOM 合作。在疫情催化下，云视频厂商快速扩张：截至 2021 年 5 月 21 日，微软 Teams 全球日活跃用户数已超过 1.45 亿，用户数同比翻两倍；ZOOM 企业用户数从 20 年初 814 家增长至年末 4337 家，增长超 4 倍。公司和 Teams/Zoom 展开深度合作：**（1）微软 Teams：**公司早在 2015 年便成为微软的核心战略伙伴，双方拥有多年合作经验。公司已推出 9 套针对不同规模会议室场景的 Teams 专属会议终端方案。2020 年，亿联网络来自微软 Teams 的收入同比 2019 年大幅增长；**（2）ZOOM：**公司目前推出 3 套针对 ZOOM 的 SVC 系列会议终端方案，分别面向大、中、小型会议场景，满足不同规模企业的硬件部署需求。此外，亿

亿联网络	300628
评级	买入（维持）
当前价	86.74 元
目标价	103.10 元
总股本	903 百万股
流通股本	481 百万股
总市值	783 亿元
近三月日均成交额	180 百万元
52 周最高/最低价	91.13/55.98 元
近 1 月绝对涨幅	10.32%
近 6 月绝对涨幅	21.84%
近 12 月绝对涨幅	30.57%

联是 ZOOM Phone Hardware as a Service 硬件即服务的合作供应商，其产品被放在 ZOOM Phone 官网重点推荐。虽然目前公司与 ZOOM 合作还处于起步阶段，但未来公司终端产品有望显著受益于 ZOOM 的爆发式增长。

风险因素：海外疫情反弹影响短期业绩风险；国内外视频会议行业竞争加剧；云视讯技术发展不及预期；与微软和 ZOOM 合作不及预期；汇率波动风险；全球半导体缺货导致的供应链冲击。

投资建议：疫情催化视频会议成为未来企业通信协作的重要方式，公司作为整套视频会议解决方案厂商预计将显著受益于视频会议的大规模普及、垂直行业方案推广以及微软/ZOOM 等云视频厂商的爆发式增长。我们预计公司视频会议业务未来三年营收增速分别为 70%/65%/60%。此外，我们上调亿联网络 2021-2023 年归母净利润预测至 15.99/20.67/26.84 亿元（前值 15.9/19.93/ 25.22 亿元），对应 EPS 预测 1.77/2.29/2.97 元（前值 1.76/2.21/2.79 元）。我们认为公司 SIP 桌面终端业务有望维持全球龙头地位，VCS 业务与云办公终端将成为公司强劲增长的驱动，未来增长潜力巨大。公司第一阶段目标价 86.4 元已经达成，给予第二阶段目标价 103.10 元，对应 22 年 45xPE，维持“买入”评级。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,489	2,754	3,777	5,019	6,651
营业收入增长率 YoY	37.1%	10.6%	37.1%	32.9%	32.5%
净利润(百万元)	1,235	1,279	1,599	2,067	2,684
净利润增长率 YoY	45.1%	3.5%	25.0%	29.3%	29.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.37	1.42	1.77	2.29	2.97
毛利率	66.0%	66.0%	63.0%	63.0%	62.9%
净资产收益率 ROE	28.1%	24.6%	25.7%	27.3%	28.7%
每股净资产 (元)	4.87	5.76	6.88	8.40	10.35
PE	63.3	61.1	49.0	37.9	29.2
PB	17.8	15.1	12.6	10.3	8.4
PS	31.5	28.4	20.7	15.6	11.8
EV/EBITDA	57.2	53.0	43.8	34.2	26.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 6 月 28 日收盘价

目录

亿联网络一张图 2.0.....	1
视频会议业务：高速增长的核心动能.....	1
公司概况：全球 SIP 话机龙头，发力视频会议和云办公终端业务	1
业务简介：业绩高增的核心动能，拥有完整视频会议解决方案	4
行业分析：全球视频会议市场进入新一轮增长周期.....	6
发展历程：从 MCU 到分布式视频会议再到云视频会议	6
市场规模：办公方式转变驱动全球视频会议市场稳步增长，中国市场提速	8
竞争格局：传统视频会议厂商仍占主导，云视频会议厂商爆发式增长	9
发展趋势：云是高确定性趋势，但“云+端”决定未来	19
业务分析：“云+端”策略并行，深度融入云会议生态.....	21
产品体系完善、竞争力强，全面拥抱云时代	21
“云+端”策略并行，深耕“视频会议+”垂直行业	25
深度融入微软 Teams 生态，不断加强与 ZOOM 合作	27
风险因素	31
盈利预测与投资建议	31

插图目录

图 1: 公司发展经历四个时期: 成长、拓展、转型、爆发	2
图 2: 2013-2020 年公司营业收入 (单位: 亿元)	2
图 3: 2020 年公司分业务收入占比 (单位: %)	2
图 4: 2013-2020 年营业收入 (单位: 百万元)	3
图 5: 2013-2020 年归母净利润 (单位: 百万元)	3
图 6: 2013-2020 年毛利率、净利率和加权 ROE (单位: %)	4
图 7: 与竞争对手的毛利率对比 (单位: %)	4
图 8: 2013-2020 年期间费用率 (单位: %)	4
图 9: 2013-2020 年经营性现金流和利润含金量	4
图 10: 2015-2020 年 VCS 视频会议业务收入 (单位: 百万元)	5
图 11: 2015-2019 年 VCS 产品销量及增速 (千台)	5
图 12: 2015-2020 年三大业务收入占比 (单位: %)	5
图 13: 2015-2020 年 VCS 视频会议业务毛利率 (单位: %)	5
图 14: 亿联网络视频会议终端系统各型号及其产品	6
图 15: 视频会议发展历程	7
图 16: “混合办公模式不可阻挡”——微软	8
图 17: 中国 5G 基站建设情况及预测 (单位: 万个)	8
图 18: 全球公有云市场规模 (单位: 亿美元)	8
图 19: 全球视频会议市场规模及同比增速 (单位: 百万美元)	9
图 20: 中国视频会议市场规模 (单位: 亿美元)	9
图 21: 传统视频会议和基于云视频会议架构对比	10
图 22: 视频会议产业链	11
图 23: 中国视频会议图谱	11
图 24: 2020 年全球视频会议终端市场份额占比 (单位: %)	12
图 25: 全球视频会议 MCU 市场份额占比	14
图 26: 2020 年 Gartner 视频会议魔力象限	15
图 27: 国内前四大云视频会议 app 下载量 (单位: 万次)	16
图 28: ZOOM 收入呈现爆发式增长 (单位: 百万美元)	17
图 29: ZOOM 拥有 10 位以上员工的企业客户数 (百家)	17
图 30: Teams 全球日活用户数量 (单位: 百万个)	18
图 31: Teams DAU 增速远超 Slack	18
图 32: 通过第三方应用将各类工作和 Teams 软件集成	18
图 33: Teams 应用商店部分应用	18
图 34: “ZOOM+教育”解决方案	20
图 35: “ZOOM+医疗”解决方案	20
图 36: 传统视频会议厂商布局云视频会议	21
图 37: 公司“云+端”视频会议全套解决方案	22
图 38: YMS 服务器集成多服务模块	23
图 39: 基于虚拟化技术的分布式架构	23
图 40: 亿联自建式视频会议系统具备高安全性和可靠性	23
图 41: 提供完整的开放性接口和 API, 可与其他应用融合	23
图 42: 亿联云视讯平台八大优势	24

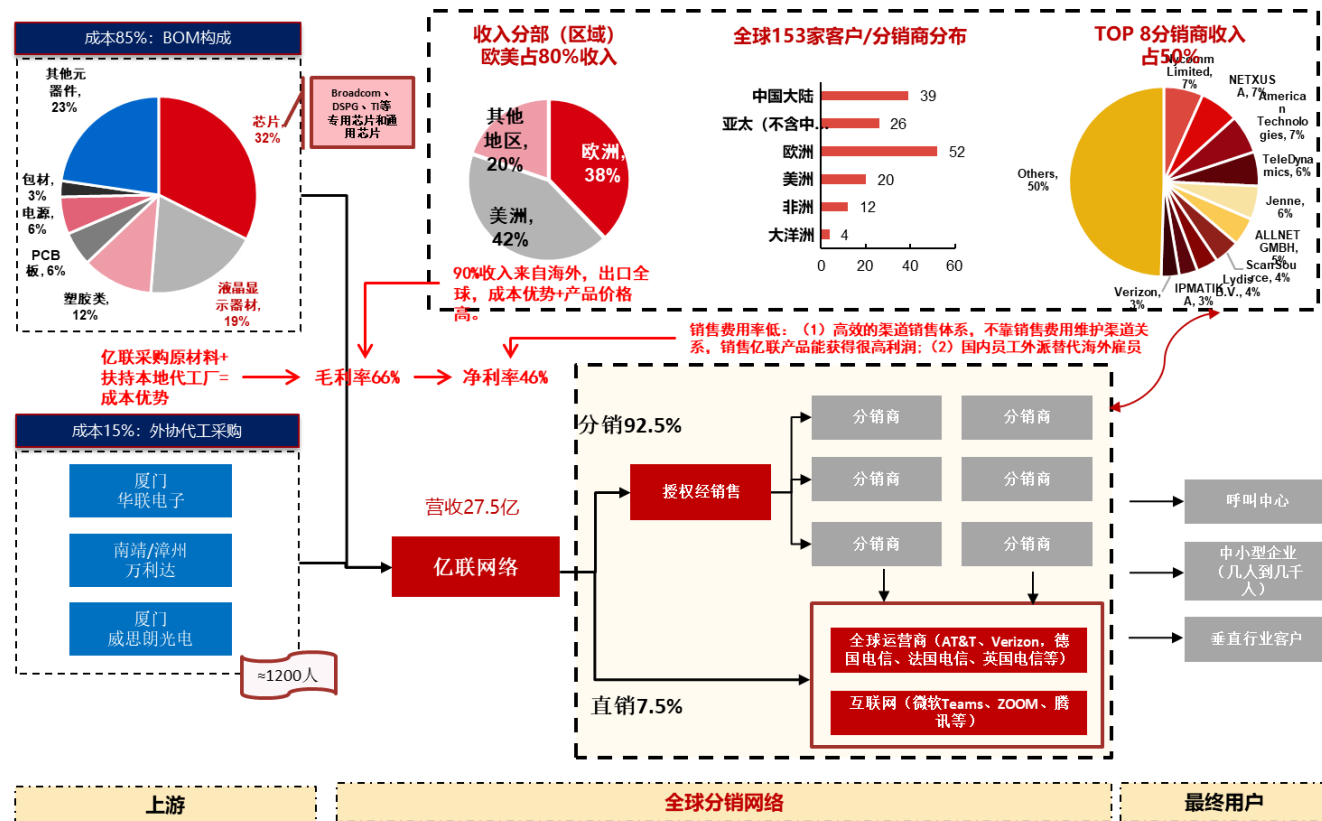
图 43: 亿联视频会议终端产品.....	24
图 44 亿联 Microsoft Teams 会议室系统.....	25
图 45: “云视频会议+教育”实现多地同步授课, 优质课堂实时共享	26
图 46: “云视频会议+教育”方案覆盖教育扩展场景.....	26
图 47: 亿联网络“云视频+医疗”远程诊疗系统.....	26
图 48: 微软 Teams 全球日活用户高速增长 (单位: 百万个)	27
图 49: 亿联与微软合作历程回顾	28
图 50: 公司针对微软 Teams 推出的 MVC 系列视频会议终端解决方案	29
图 51: 微软官网对亿联网络终端产品的推荐顺序靠前	29
图 52: 亿联网络 ZOOM 会议室解决方案	30
图 53: ZOOM Phone 的硬件租赁方案 (Hardware as a Service)	31
图 54: 亿联网络 PE Band	33

表格目录

表 1: 三大视频会议厂商业务发展历史	12
表 2: 三大公司视频会议硬件终端产品体系对比.....	12
表 3: 三大公司视频会议软件终端产品体系对比.....	14
表 4: 华为 MCU 产品体系	14
表 5: 传统视频会议系统与云视频会议系统的区别	19
表 6: 亿联 YMS 视频会议服务器 (本地部署解决方案)	23
表 7: AVC/SVC/HEVC 视频会议编解码协议.....	24
表 8: 盈利预测表.....	32
表 9: 可比公司估值表 (市值单位: 原始货币)	33

亿联网络一张图 2.0

图：亿联网络一张图 2.0



资料来源：中信证券研究部绘制

视频会议业务：高速增长的核心动能

公司概况：全球 SIP 话机龙头，发力视频会议和云办公终端业务

发展历程：亿联网络为全球统一通信终端的龙头厂商，连续多年占据 SIP 话机全球市场份额第一的位置。公司成立于 2001 年，以 USB 固话起家，而后敏锐地抓住海外企业从传统固定电话向网络固话切换的契机，重点发力 SIP 桌面通信终端市场，并凭借极强的产品竞争力、性价比和完善的渠道销售体系实现市场突破。2014 年，公司已成为全球 TOP2 的 SIP 话机厂商。此后公司 SIP 话机业务不断保持强劲的发展势头，并持续优化产品结构。自 2017 年起，公司连续三年蝉联全球 SIP 话机市场份额第一名，占比近 30%，且份额不断提升，与第二名宝利通逐渐拉开差距，竞争格局明朗。

继 SIP 话机业务拔得头筹后，公司依靠发展多年的音频技术和渠道体系发力两大创新业务：VCS 视频会议和云办公终端。2015 年，公司依托在桌面通信终端积累的场景优势进军视频会议市场，同年亿联 VCS 视频会议系统、CP 会议终端等产品面市，推出统一语

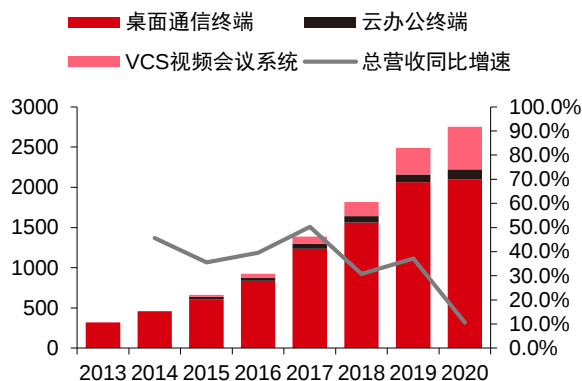
音通信、视频会议的融合通信解决方案 UME；成为微软 Teams 团队协作软件的核心战略合作伙伴，并推出能够针对 Teams 软件优化的定制终端产品。此外，公司还与 ZOOM 展开合作，包括推出 ZOOM 系列会议终端产品和为 ZOOM 的硬件租赁服务（Hardware as a Service）供货。2020 年公司正式升级配件及其他业务为云办公终端业务，依托办公场景进军商用耳麦市场。

图 1：公司发展经历四个时期：成长、拓展、转型、爆发



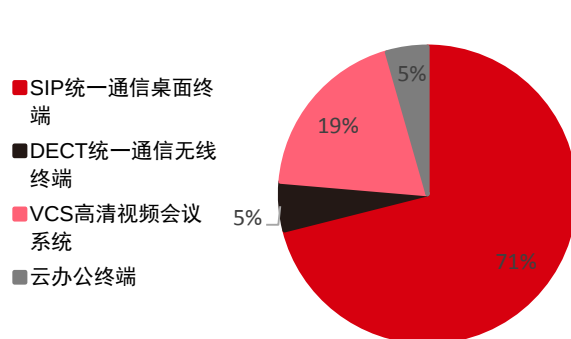
资料来源：亿联网络官网，中信证券研究部绘制

图 2：2013-2020 年公司营业收入（单位：亿元）



资料来源：亿联网络年报，中信证券研究部

图 3：2020 年公司分业务收入占比（单位：%）



资料来源：亿联网络年报，中信证券研究部

财务回顾：优质白马，业绩多年保持高速增长，且利润率、ROE 均超行业平均水平：

（1）营收和净利润多年高速增长。通过高毛利率的 VCS 业务转型与 SIP 产品结构优化，公司业绩持续保持高速增长。2015-2020 年，公司营业收入复合增速高达 32.9%，净利润复合增速高达 38.9%；2020 年疫情和美元大幅贬值虽然对业绩造成一定影响，但疫情修复后公司业绩显著改善，我们预计其 2021 年半年度营收和净利润增速将显著回升；

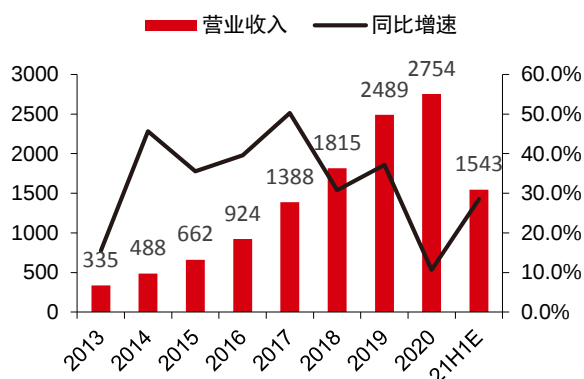
（2）高毛利润率。2020 年公司毛利率高达 66%，依靠的是外协加工的生产模式、强大的供应链管理能力和产品竞争力和成本优势。公司采用外协加工的产品生产模式，充分挖掘微笑曲线两端。牢牢抓住设计研发和销售服务等高利润率环节，将生产等低利润环节

交给加工厂商。与竞争对手代工厂物料、生产全包模式不同，公司单独负责采购原材料（原材料成本占营业成本 85%以上），代工厂只负责生产，消除了采购端的额外成本。同时，公司还通过扶持新代工厂进一步提升对供应链的管理控制能力。此外，公司并非通过低价策略打下海外市场，而是依靠产品本身的竞争力和渠道能力。公司产品往往贴着竞争对手定价，海外用户价格接受能力强、国内的生产成本远低于海外，因此公司能够实现比竞争对手更高的毛利率，充分发挥成本优势。实际上，亿联在最开始进入 SIP 话机市场的前几年毛利率低于竞争对手宝利通。但宝利通被收购后业务发展受阻，公司抓住时机不断提升产品竞争力和渠道能力，最终实现了对宝利通的超越。

（3）高效的费用管控。公司通过优秀的公司治理和高效的销售体系实现严格的费用管控。与同行业公司相比，公司销售费用率低，主要得益于高产品化率和成熟的海外渠道销售体系。公司三大业务均为产品型业务，产品化率高，定制化需求少。其次，公司 90%以上收入来源于遍布全球的渠道商，公司直接供货给经销商，再由经销商接触多级渠道或者客户。部分实施、交付环节也交由经销商进行。公司不依赖于销售费用去建立和维持渠道关系，更多依靠的是渠道商销售亿联产品的高利润（毛利润 40%+）和长期形成的品牌竞争力。此外，公司几乎不雇佣海外员工，而是采用员工外派的方式，销售成本显著低于海外竞争对手。

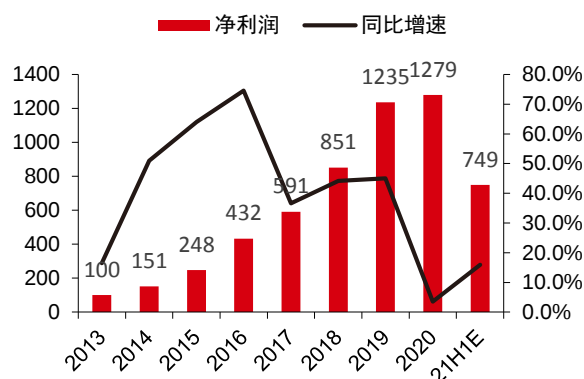
（3）高 ROE 和利润含金量。公司上市后 ROE（平均）和投入资本回报率 ROIC 均保持在 26%以上，经营现金流/净利润比例保持在 80%以上，体现公司较强的资产回报率和较高的利润含金量。

图 4：2013-2020 年营业收入（单位：百万元）



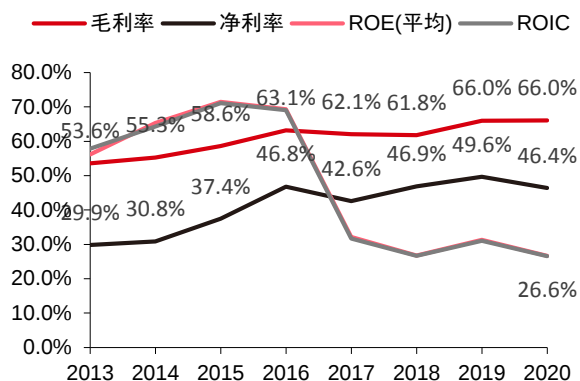
资料来源：亿联网络年报，中信证券研究部（含预测）

图 5：2013-2020 年归母净利润（单位：百万元）



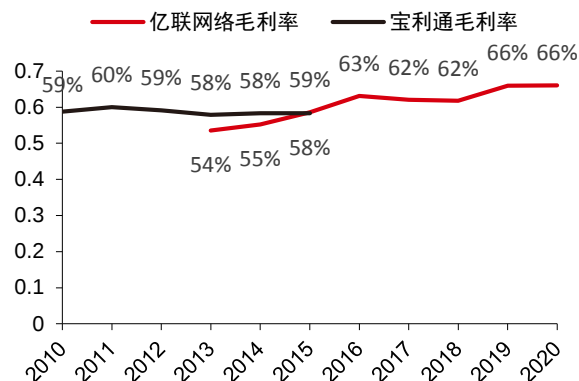
资料来源：亿联网络年报，中信证券研究部（含预测）

图 6: 2013-2020 年毛利率、净利率和加权 ROE (单位: %)



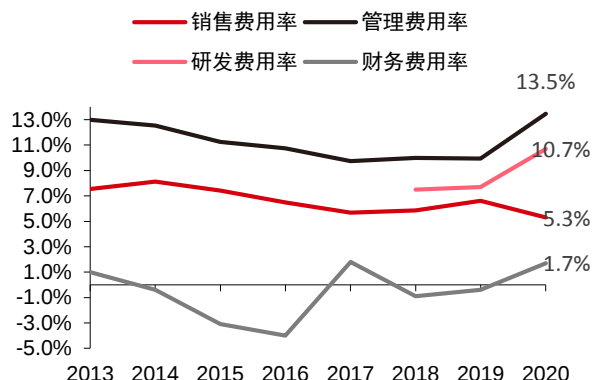
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 7: 与竞争对手的毛利率对比 (单位: %)



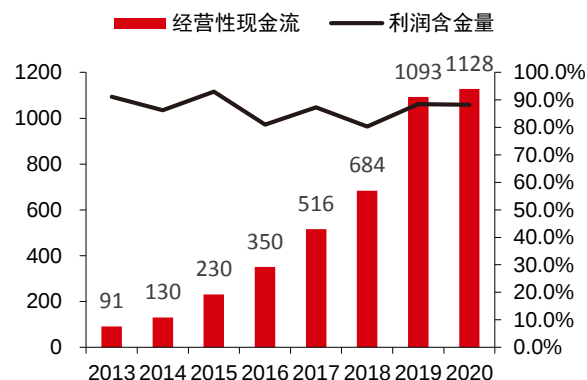
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 8: 2013-2020 年期间费用率 (单位: %)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 9: 2013-2020 年经营性现金流和利润含金量

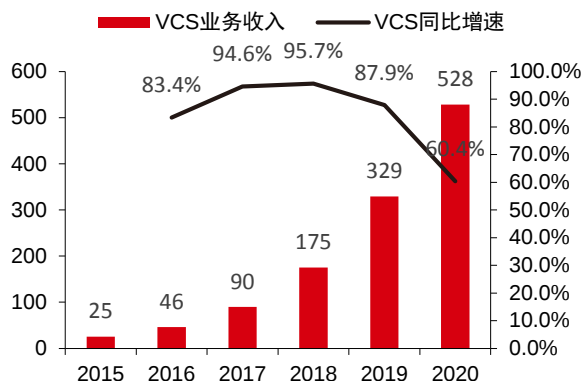


资料来源: Wind, 中信证券研究部

业务简介: 业绩高增的核心动能, 拥有完整视频会议解决方案

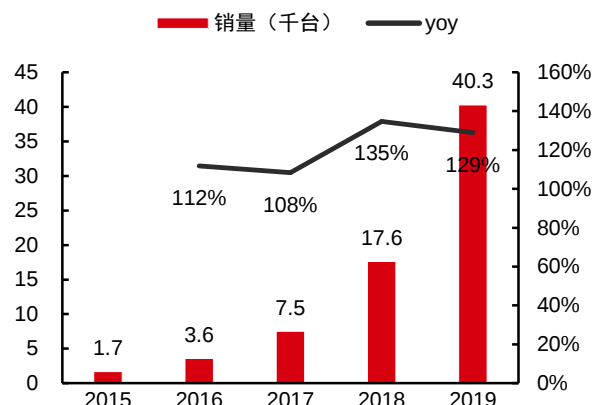
2015 年, 公司依托发展 SIP 话机多年积累的音频技术和渠道体系发展 VCS 视频会议系统业务, 并逐渐建立起一整套“云+端”的视频会议解决方案。2015-2020 年, 公司视频会议业务收入和销量高速增长, 营收五年 CAGR 高达 83.9%, 收入占比从 3.8% 提升至 19.2%, 成为公司业绩高速增长的主要动能。此外, 视频会议市场整体毛利率较高, 业务结构优化持续驱动公司整体利润率提升。

图 10: 2015-2020 年 VCS 视频会议业务收入 (单位: 百万元)



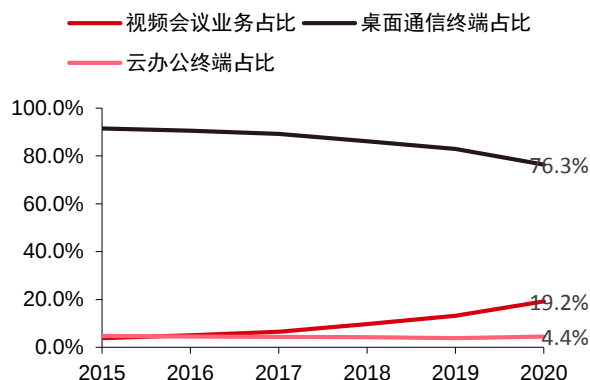
资料来源: 亿联网络年报, 中信证券研究部

图 11: 2015-2019 年 VCS 产品销量及增速 (千台)



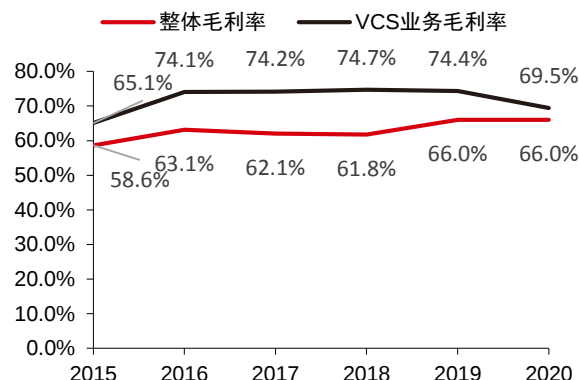
资料来源: 亿联网络年报, 中信证券研究部

图 12: 2015-2020 年三大业务收入占比 (单位: %)



资料来源: 亿联网络年报, 中信证券研究部

图 13: 2015-2020 年 VCS 视频会议业务毛利率 (单位: %)



资料来源: 亿联网络年报, 中信证券研究部

公司的 VCS 高清视频会议系统为一站式解决方案, 包括自建系统、云平台和会议终端, 在部署模式上又分为本地部署和公有云模式。公司从 2016 年起推出私有部署形态的 VCS 产品, 2017 年不断完善本地部署系统及终端, 同时启动公有云平台的研发, 提出“云+端、混合云”的理念。目前 VCS 业务的主要收入来自于本地部署模式, 但公有云模式是公司未来的战略重点方向。

图 14：亿联网络视频会议终端系统各型号及其产品



资料来源：亿联网络官网

■ 行业分析：全球视频会议市场进入新一轮增长周期

发展历程：从 MCU 到分布式视频会议再到云视频会议

视频会议行业的发展历程从技术角度可以划分三大阶段，分别是：基于 MCU 的视频会议、分布式视频会议和云视频会议：

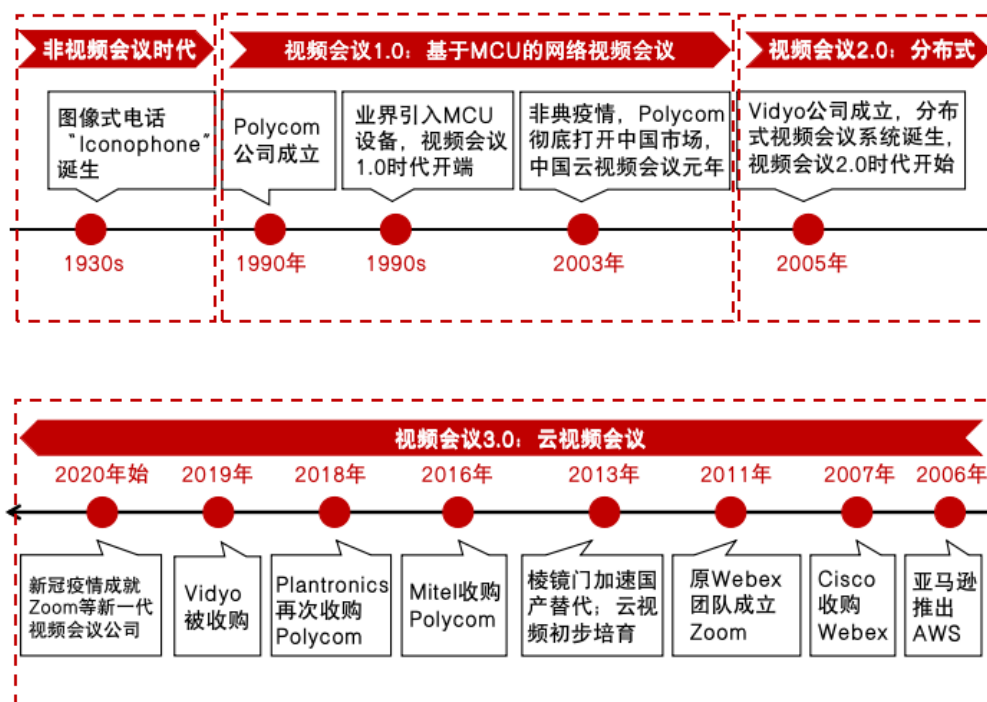
（1）第一阶段：基于 MCU 的视频会议。MCU（Multipoint Control Unit，多点控制单元）是传统硬件视频会议的核心设备，主要负责视频会议过程中信息流的信号处理及编解码、并行多对多的线路切换和路径管理、数据加密和稳定传输等功能。MCU 视频会议时代建立在以 MCU 硬件为基础的中心化处理架构上，其优点是保证所有参会者体验的一致性。但以 MCU 方案具有“木桶效益”，因为 MCU 在混合信号的过程中受制于音画质最差的那个终端，因此如果要保证整体视频会议质量就必须要求所有终端的性能和网速都保持在一个水准。所以为了满足高清的画质，终端设备开始朝着定制和专业化方向发展，相应的编解码器也被集成到了终端上。各公司都推出了价格昂贵的端到端专业视频会议方案，以“专业设备+MCU+专网”为代表的专业视频会议方案诞生。

（2）第二阶段：分布式视频会议。虽然基于 MCU、专业设备和专网的专业视频会议方案拥有质量佳、性能稳定的优点，但高昂的部署成本让许多中小企业望而却步。于是，2005 年刚成立的 Vidyo 采用了一种全新的视频会议架构，构建了基于路由器和公共网络（互联网）的分布式视频会议系统。这种视频会议架构摒弃了昂贵的 MCU，摆脱了对专业设备和专网的依赖。分布式视频会议的本质是：① 终端设备通过通用 CPU 统一处理实现编解码；② 路由器实现路径管理，取代 MCU；③ 全新的 SVC 视频压缩标准被应用到网络传输上，实现音画质自适应。分布式路由和 SVC 技术的结合打破了传统 MCU 视频会议

系统所具有的“木桶效应”问题，极大地降低了视频会议系统的整体拥有成本。

（3）第三阶段：云视频会议。云视频会议是以云计算为核心，服务提供商建设云计算中心，采用公有云或混合云的部署方式，让用户用户通过现有的互联网即可实现跨地域多方视频沟通，数据的传输、处理、存储全部由云视频会议厂家的云平台处理，用户无需购置昂贵的硬件和安装繁琐的软件。云视频会议继承了分布式会议的部分特点，同样摆脱了MCU 设备和对专网的依赖。此外，通过将路由器等终端设备迁移至云端的方式进一步降低了用户的部署成本，也使得视频会议应用更加灵活、使用场景更加丰富。

图 15：视频会议发展历程



资料来源：中信证券研究部绘制

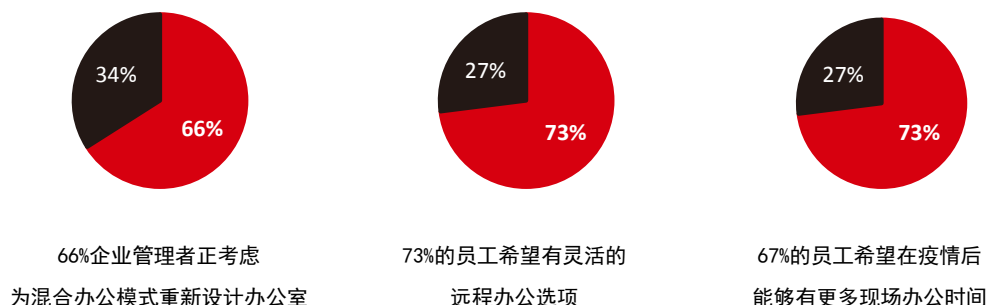
驱动因素：混合办公新常态下刺激视频会议需求，5G 和云计算等新技术奠定基础

现代工作革命已经兴起，远程会议、在线协作、移动办公、混合办公将成为未来主流的办公方式。在过去的一年中，企业经历前所未有的转变。混合办公的工作模式已经不仅仅改变人们的工作方式，更对企业的组织结构和人力资源产生巨大影响。根据微软发布的《2021 年工作趋势指数年度报告》，超过 40% 的全球受访者表示有工作变动的打算，疫情期间领英上的远程职位招聘数增加 5 倍以上。与此同时，73% 的受访者¹表示希望继续拥有灵活的远程办公选择，66% 的公司已经在考虑重新设计办公室以更好实现混合办公，67% 的员工希望在疫情后有更多现场办公的时间。远程+现场的混合办公将是未来企业员工办

¹ 微软《2021 年工作趋势指数年度报告》调研了超 30000 名受访者

公的主要模式。

图 16：“混合办公模式不可阻挡”——微软

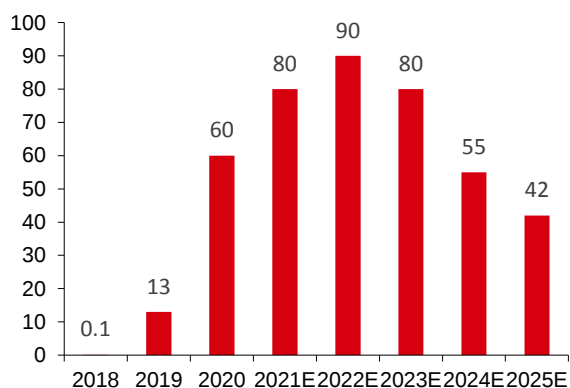


资料来源：《2021 年工作趋势指数年度报告》，中信证券研究部

需求端，混合办公模式极大地提升了对视频会议的需求。视频会议是远程办公和混合办公的核心，没有视频会议的远程/混合办公无法成立。根据微软数据，2020 年，微软 Teams 日活跃用户总数超过 1.45 亿，每天有超过 2 亿人参加 Teams 会议，全球用户每天用 Teams 开展协作的总时长超过 300 亿分钟。ZOOM 的企业用户数也从 2020 年初的 814 家极速增长至年末的 4337 家，增长 4.32 倍。

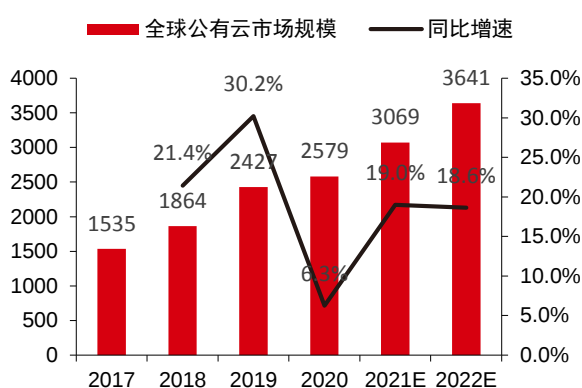
供给端，5G 网络和云计算等新技术的高速发展为远程视频会议的大规模普及奠定基础。视频会议应用由语音通信、数据通信发展而来，融合了语音通信和数据通信的功能，可以进行点对点或多点之间的视频、语音和多媒体同步远程交流，实现近似面对面的交流效果。5G 带来的大带宽和低时延、云计算渗透率提高、编解码技术不断发展、智能终端出货量增长等都为云视频/视频会议带来了良好的发展土壤。

图 17：中国 5G 基站建设情况及预测（单位：万个）



资料来源：三大运营商官网，中信证券研究部预测

图 18：全球公有云市场规模（单位：亿美元）



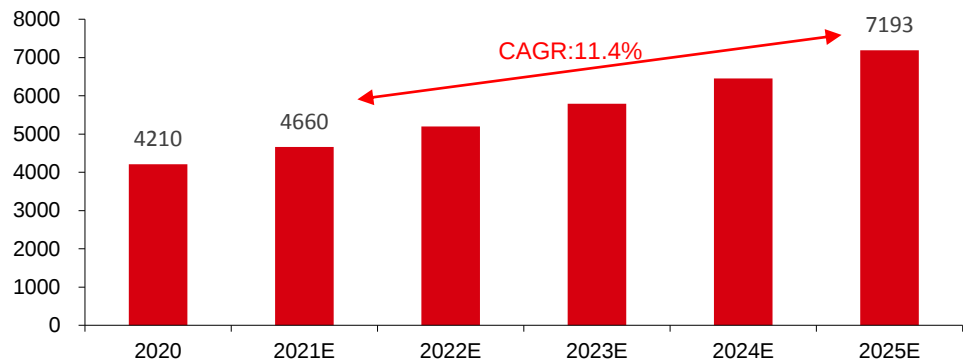
资料来源：Gartner（含预测），中信证券研究部

市场规模：办公方式转变驱动全球视频会议市场稳步增长，中国市场提速

全球视频会议市场规模稳步提升。远程办公、混合办公等新兴办公模式极大地提升对

视频会议的需求，而 5G 带来的大带宽和低时延、云计算渗透率提高、编解码技术不断发展、智能终端出货量增长等都为云视频/视频会议带来了良好的发展土壤。根据 Grand View Research 数据，2020 年全球视频会议市场规模达 42.1 亿美元，预计未来五年 CAGR 11.4%。未来全球视频会议市场将保持稳步增长。

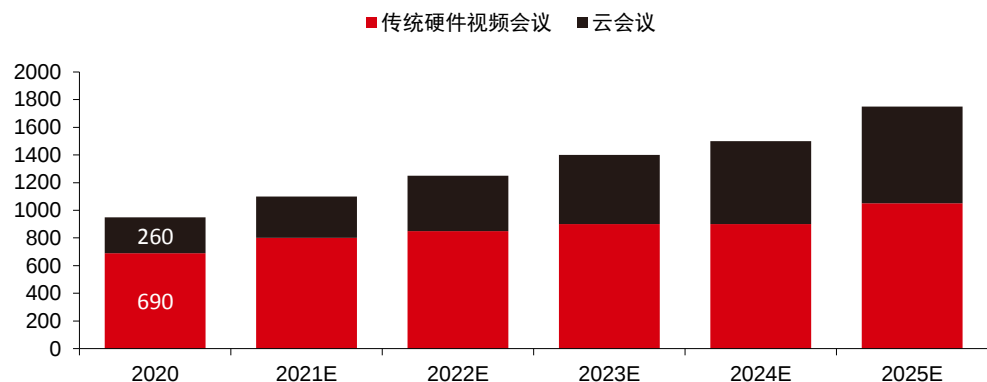
图 19：全球视频会议市场规模及同比增速（单位：百万美元）



资料来源：Grand View Research（含预测），中信证券研究部

中国视频会议市场保持较高增速，其中云视频会议开始进入高速增长周期。根据 IDC 数据显示，2020 全年，中国视频会议市场规模达到 9.5 亿美元（约合 65.2 亿元人民币），市场规模较同比上涨 18.9%。其中：硬件视频会议市场同比增长 15.3%，达到 6.9 亿美元（约合 47.4 亿元人民币）；云会议市场同比增长 29.4%，达到 2.6 亿美元（约合 18.0 亿元人民币）。此外，根据 IDC 预测，中国视频会议市场规模在 2024 年将超过 100 亿元人民币，云会议市场占比将近 40%。我们认为，疫情已经深刻地影响员工的办公习惯和企业内外部沟通方式，这种影响将会是长远和持续的。21H1 全球视频会议终端延续 20 年的强劲需求与我们的判断一致。由于疫情防控的常态化，以及非接触商业的兴起，中国视频会议市场预计将进入新一波的增长周期。

图 20：中国视频会议市场规模（单位：亿美元）

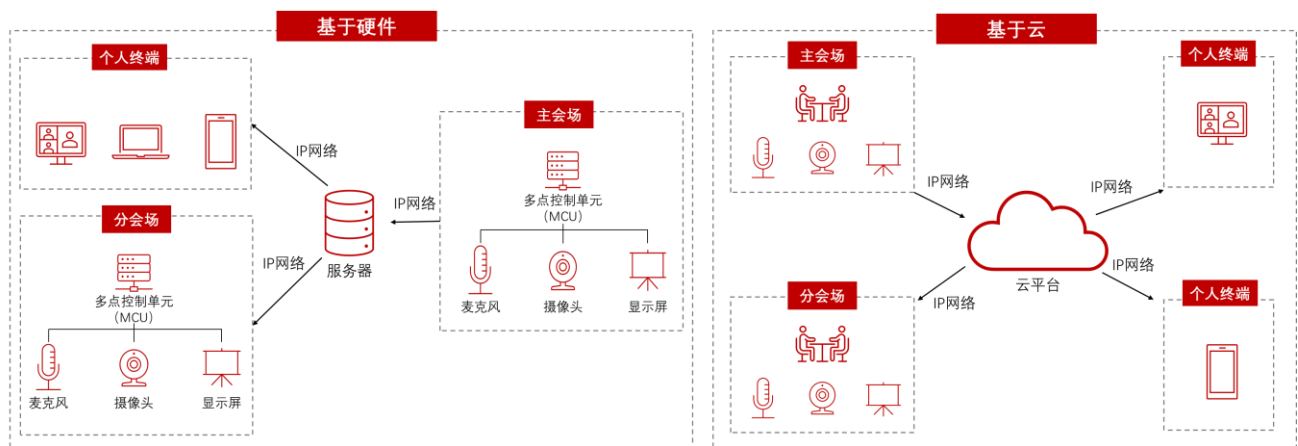


资料来源：IDC（含预测），中信证券研究部

竞争格局：传统视频会议厂商仍占主导，云视频会议厂商爆发式增长

在视频会议领域，当前主要存在传统视频会议厂商和云视频厂商两大领域玩家：1）**传统视频会议厂商**。多采用基于嵌入式构架的视频通信方式，由视频多点控制服务器（MCU）、硬件视频会议终端和专用逻辑处理服务器构成。传统视频会议公司在视频会议早期阶段积累了扎实的硬件部署、技术架构的经验，尤其是针对细分行业有一定积累；此外，传统视频会议系统又可细分为硬件与软件视频会议系统。随着云服务发展，大部分客户更偏好部署成本与维护费用低、易拓展、覆盖终端形式更多的云视频会议系统。因此，传统视频会议系统玩家也开始转变路径，将产品云化。硬件视频会议厂商为兼容会议室的存量设备，基本选择以 AVC 架构的技术路线上云。而软件视频会议厂商则会选择性能更好的 SVC/HEVC 架构上云；2）**云视频会议厂商**。采用服务器加 PC/移动设备构架的视频通讯方式，借助 SaaS 级服务的技术能力、产品能力的积累，形成以会议、协作、网盘、IM 及任务等协作的云办公体系，提供便捷的云视频服务。

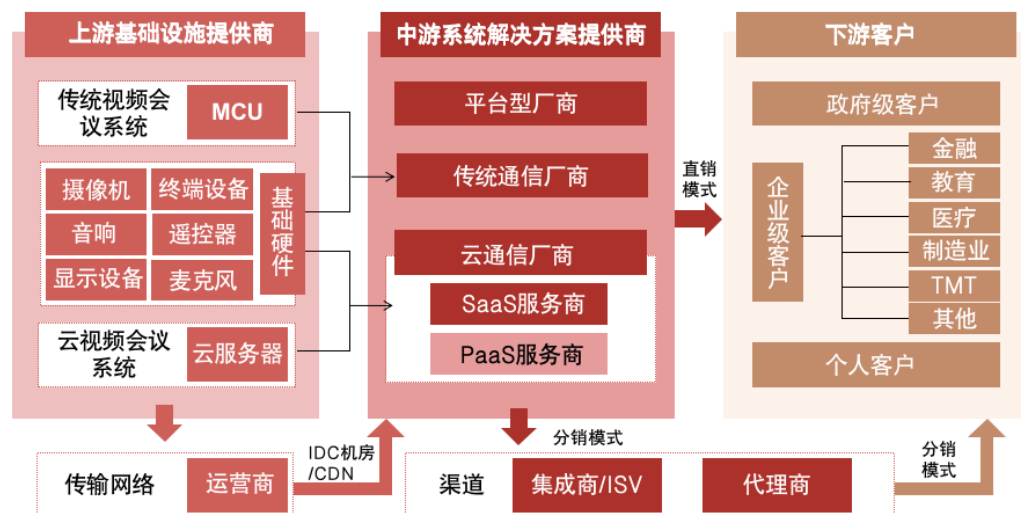
图 21：传统视频会议和基于云视频会议架构对比



资料来源：CSDN，中信证券研究部

产业链：传统视频会议厂商一般位于视频会议产业链的上游和中游，云视频会议厂商位于产业链中游。（1）上游的基础设施提供商包括传统视频会议的 MCU 设备厂商、云视频会议的云服务器提供商以及包括摄像机、音箱、麦克风等在内的基础硬件供应商。此外位于产业链上游的还有提供传输网络的供应商；（2）中游为视频会议系统解决方案提供商，市场内包括传统通信厂商、云通信厂商和平台型厂商三种；（3）下游为客户，可分为个人客户、企业级客户及政府级客户。传统视频会议厂商整合上游的基础硬件设备与服务器资源并通过直销模式或渠道商向政府和企业级客户提供软硬结合的整套视频会议解决方案；平台型厂商和 SaaS 厂商直面客户，提供标准化的会议能力，也可以通过开放 API 与 SDK 的方式向开发者提供视频会议能力。因下游客户涉及多个行业的多个细分场景，解决方案商一般还需要通过集成商或代理商集成会议资源，为客户提供定制化、场景化的视频会议能力。

图 22：视频会议产业链



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

图 23：中国视频会议图谱



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

1. 传统视频会议：思科、华为和宝利通占据前三强且互有优势

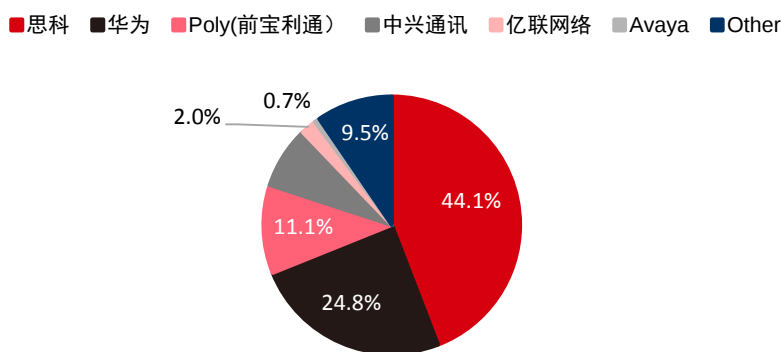
公司特点：从业务发展历史来看，以思科、宝利通和华为占据行业的前三名。其中，思科和华为为传统的通信供应商，在很早期就开始相关业务的布局，视频会议产品属于其技术产品在企业协作办公领域的延伸。宝利通则为传统的音视频厂商，从音视频会议解决方案起家，业务更加集中，具备很强的音视频服务经验。

表 1：三大视频会议厂商业务发展历史

公司	特点
思科	1998 年思科收购 Selisius 切入 IP 电话领域，2007-2018 年，思科先后收购 WebEx、通讯公司 腾博、视频会议软件厂商 Acano、云 API 平台 Trope 和云呼叫中心领导厂商 BroadSoft，不断提升自身视频会议业务能力
华为	自 1993 年开始布局视频会议系统，具备二十多年视频会议技术研发历史，连续 7 年在中国硬件 视频会议系统市场份额达到第一
宝利通	成立于 1990 年，是全球一体化协作通讯的领导者，专业开发、制造和销售高质量音视频会议系 统及解决方案的领先提供商，2016 年被私募股权公司 Siris Capital 收购，2018 年缤特力以 20 亿 美元收购宝利通，并更名为 Poly

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

图 24：2020 年全球视频会议终端市场份额占比（单位：%）



资料来源：Omdia，中信证券研究部

产品体系比较：从产品来看，终端产品包括会议硬件终端、软件终端和相关基础设施三大类产品：

- **硬件终端：**硬件终端往往包括摄像头、显示屏、麦克风和扬声器等设备，三家公司均具有完整的产品体系。**1) 思科：**产品体系分为协作设备和解决方案，其中协作设备包括桌面终端、协作会议室、IP 电话、沉浸式网真等，而解决方案则集成了摄像头、屏幕、扬声器和编解码器等产品，为客户提供会议室整体解决方案。**2) 华为：**提供三类智能协作终端，分别是面向专业会议的智真系列，面向团队协作的企业智慧屏系列和面向个人办公的智能桌面系列，全方位满足客户需求；**3) 宝利通：**针对群组视频会议和个人会议提供了全面的产品组合，包括视频会议系统、基础设施、耳机、音频解决方案和集成的统一协作解决方案。

表 2：三大公司视频会议硬件终端产品体系对比

类别	系列	介绍
思科		
思科协作设备	思科协作会议室	包含 MX200/300 G2, MX700/800, SX10/20/80 等产品，一体化终端，提供高质量视频协作体验
	思科桌面终端	包含 DX70, DX80 等产品系列，含有显示屏和摄像头等组件
	思科沉浸式网真	包含 IX5000, IX5200 等产品，将高保真音频/视频与协作功能结合，是业界领先的三屏沉浸式网真系统
	思科 IP 电话	7800 系列：7811, 7821, 7841, 7861 8800 系列：8811, 8841, 8845, 8851, 话机扩展模块

思科解决方案	思科 TelePresence IX5000 系列	集成三台式 4K 超高清摄像头集群、三个 70 英寸高清 LCD 屏幕和剧院级音效设备，打造沉浸式体验
	思科 Spark Room Kit 系列	包含编解码器和四摄像头镜头矩阵，集成扬声器和麦克风，适用于大中型会议室使用
	思科 Business Edition 6000/7000 解决方案	包含 BE6000H、BE6000M 等产品，预装统一通信和协作应用产品，为员工提供包括语言、视频、消息传送、即时消息等功能
华为		
专业智真终端	HUAWEI CloudLink 系列协作智真	HUAWEI CloudLink Room 系列多功能智真
		HUAWEI CloudLink Box 300/600 超高清视频会议终端
		HUAWEI CloudLink Box 200 高清视频会议终端
		HUAWEI CloudLink Bar 300 一体化超高清视频会议终端
		CloudLink Bar 500 智能导播视频会议终端
	沉浸式智真	TP G2 系列沉浸式智真、RP G2 系列多功能智真
	TE 系列会议室终端	TE20 一体化高清视频会议终端
	智能外设	VPT300 智能跟踪摄像机
		HUAWEI CloudLink Camera 200 4K 超高清摄像机
		HUAWEI CloudLink Camera 500 智能 4K60fps 超高清摄像机
		HUAWEI CloudLink Mic 500 全向智能阵列麦克风
企业智慧屏系列	华为办公宝 IdeaHub	IdeaHub S、IdeaHub Pro、IdeaHub Enterprise
	华为办公宝协作平板	华为办公宝协作平板 Pro 65/86 英寸
个人办智能桌面系列	HUAWEI CloudLink 软终端	CloudLink Desktop、CloudLink Mobile
宝利通		
群组视频会议	Poly Studio X30、X50	USB 视频设备，包含摄像头和音视频输入输出设备，内置领先的云视频服务支持功能
	G7500	用于视频会议的模块化系统，包含编解码器、摄像头、麦克风和蓝牙遥控器
个人解决方案和网络摄像头	POLY STUDIO P5 网络摄像头	提供视频会议摄像头功能，具备明亮的色彩和高清晰的清晰度
	POLY STUDIO P15 个人视频设备	集成音视频输入设备，服务于视频通话
	POLY STUDIO P21 个人会议显示屏	提供完整的视频会议体验，通过 USB 连接至桌面设备，配合视频应用程序使用
	POLY STUDIO P5 套件	集网络摄像头和耳机或个人扬声器于一体，易于安装
视频推车	Utility Cart 500	随时随地进行高清通话的视频推车

资料来源：亿联网络官网，中信证券研究部

- **视频会议软件：**1) **思科：**推出了视频会议和协作产品套件 Webex，提供包括在线会议、团队消息传递和文件共享等功能，适用于企业小组协作以及大型小组会议。相较于其他产品，WebEx 在并发规模及稳定性上处于行业领先地位；2) **华为：**推出了 WeLink 华为云平台，基于华为公有云视频会议服务技术和专业视频能力，融合消息、会议、邮件、知识、能力开放等模块，提供跨平台、多终端的企业级高清视频会议服务，打造企业数字化办公协作平台；3) **宝利通：**构建 RealPresence 平台，采用本地、云化或混合部署，为视频会议产品高清视频解决方案提供支持。

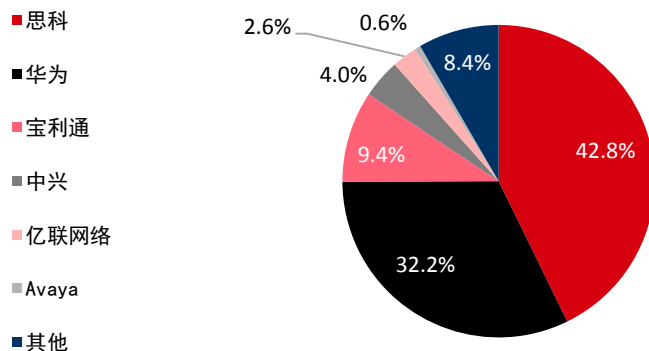
表 3：三大公司视频会议软件终端产品体系对比

类别	产品	功能
思科	Webex Meetings	基于云的 Web 和视频会议服务，使团队能够在移动设备和基于标准的视频系统上实时协作，包括屏幕共享、会议录制、可自定义布局以及会议广播等功能。
	Webex Teams	基于云的团队协作应用程序，具有视频会议、消息传递、文件共享和白板功能，可提供基于云、混合和本地系统发服务
	思科 Jabber	桌面和移动端均可使用，集成即时消息、语音和视频通话、语音邮件、桌面共享、会议和在线状态等多种功能
华为	WeLink 电脑端	涵盖消息沟通、组群管理、企业通讯录、视频会议、音视频通话和企业云空间等功能，提供高效协同
	WeLink 移动端	融合消息、邮件、会议、音视频和小程序等服务，打造新一代智能办公云服务平台
宝利通	RealPresence	拥有广泛的 API 和灵活的部署选项，可采用本地、云化或混合部署，创建无缝的 UC 环境和协作体验，提供高清视频、语音、内容和 Web 协作服务

资料来源：亿联网络官网，中信证券研究部

- **基础设施：**作为传统的通信厂商，思科和华为都具备强大的通讯技术能力，MCU 终端产品丰富且成熟，而宝利通主攻音视频方向，因而能力相对较弱。在市场份额方面，思科和华为占据了行业绝大多数市场份额。相比于前面四家老牌厂商，亿联网络发展 MCU 时间较短，但已通过不断提升的产品竞争力和强大的渠道销售能力占据一席之地。

图 25：全球视频会议 MCU 市场份额占比



资料来源：Omdia，中信证券研究部

表 4：华为 MCU 产品体系

类别	产品	特点
CloudLink 云视频平台	VP9800A-T 系列 MCU	4K 全融合媒体引擎，具备 H.265 4K 全编全解超强处理能力和多流转发能力
	华为 VP9800A 系列 MCU	具备领先的 1080P60 全编全解超强处理能力，1080P 超强多流转发能力
	华为 VP9800 系列 MCU	采用新一代高清编解码器 H.265 SCC 实现最高 4K 分辨率的数据会议
	华为 CloudMCU	面向云化需求而推出的功能强大的企业云通信融合媒体平台
	SMC 视讯业务管理系统	提供全网视讯会议设备统一管理、媒体资源统一调度、简单易用的会管会控和可视化运维管理功能

呼叫控制和防火墙穿越服务器	H.323 和 SIP 标准呼叫控制和防火墙穿越服务器, 满足企业用户内外网、总部与分支机构、以及跨企业的无缝沟通需求
RSE8800A 4K 录播引擎	提供 H.265 4K30 双流超清录制, 直播、点播、移动观看等功能
CloudRSE 视讯录播服务器	提供 1080P60 高清录制、直播、点播、移动观看等功能, 应用于视频会议、企业培训、远程教育等场景
CloudLink Edge 1000 一体化视讯解决方案	高集成一体化的小型视讯解决方案, 将会议管理平台、媒体处理平台、地址本、公私网穿越服务器、GK/SIP 服务器融为一体, 打造中小企业的多功能视频会议平台
SMC2.0 视讯业务管理平台	提供强大视讯设备管理和业务控制功能, 可根据企业组织架构, 进行分级分权管理
VP9600 系列全适配 MCU	业界领先的 4K 全编全解超强处理能力的多媒体交换平台, 适用于大型组网, 智能接入各种类型的终端

资料来源: 亿联网络官网, 中信证券研究部

2. 云视频会议: 全球以 ZOOM、Teams 为代表, 国内腾讯会议一马当先

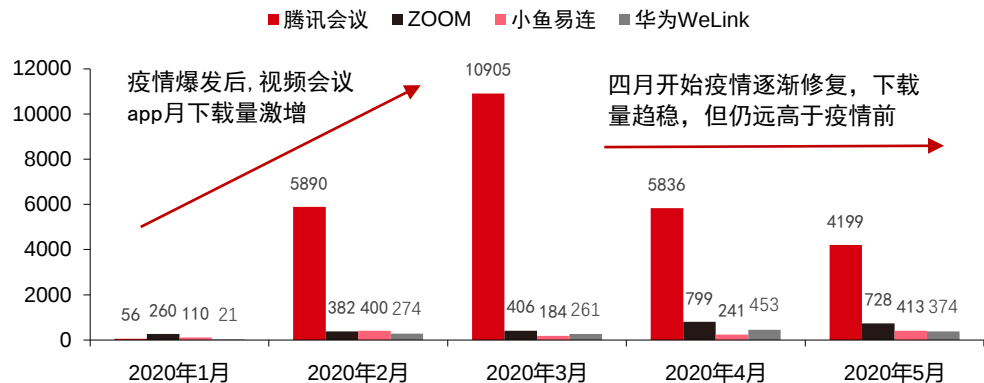
目前引领全球云视频会议市场的代表厂商为 Zoom、微软 Teams、思科 Webex 和国内的腾讯会议、小鱼易连、华为 Welink 等。其中, ZOOM、微软 Teams 和思科 webex 位列 2020 年 Gartner 视频会议魔力象限的领导者区域, 保持持续高速扩展态势。国内云视频厂商主要以腾讯会议、小鱼易连、华为 Welink 等为代表。疫情短期催化中国云视频会议普及程度大幅提升。根据艾瑞咨询数据, 疫情爆发后中国视频会议手机 app 安卓端的下载量呈现爆发式增长, 其中前四大视频会议 app 下载量从 1 月 447 万次增加到 3 月 11.7 亿次, 云视频会议普及程度大大提高。相关厂商疫情期间均采取以免费换流量的策略, 所以等到国内云厂商大规模推行商业化进程后, 中国云视频会议市场有望呈现爆发式增长。

图 26: 2020 年 Gartner 视频会议魔力象限



资料来源: Gartner

图 27：国内前四大云视频会议 app 下载量（单位：万次）

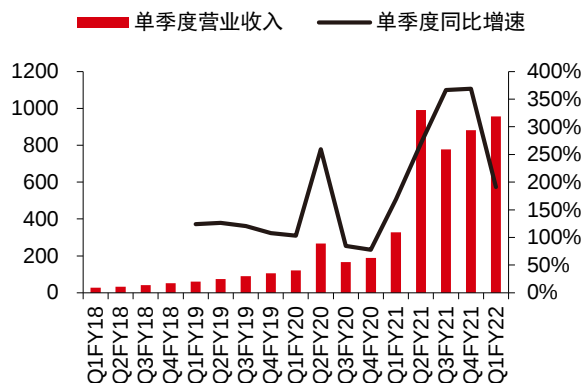


资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

ZOOM：现象级的全球云视频会议巨头。与微软 Teams 定位为团队协作平台不同，ZOOM 的定位为“打造极致的企业通讯云服务”，核心场景为云音视频会议，对其他办公协同场景涉及较少。ZOOM 采用极致的 2C 互联网打法打造 2B 视频会议平台，面向初级用户采取“简单、好用、稳定、免费”的策略快速培养庞大的用户群体，再通过庞大的用户向企业渗透。2020 年疫情加速云视频会议普及，ZOOM 收入和用户数均呈现爆发式增长。

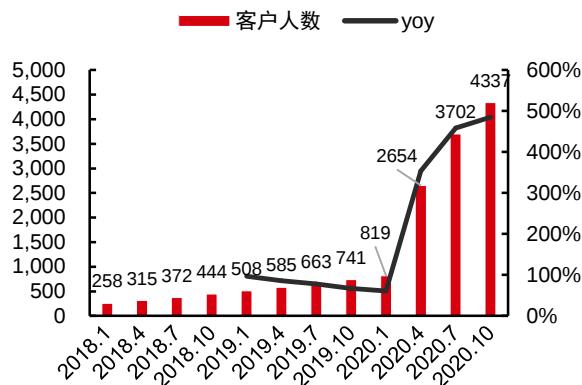
ZOOM 核心优势可以概括为：（1）高品质的音视频质量，保证声音不丢字、视频流畅。这主要得益于公司创始人袁征和核心成员来自思科 webex 团队，具有深厚的技术积累和行业 KNOW-HOW；（2）极度简洁的入会方式，云平台适配各厂商终端打通跨企业连接。ZOOM 可连接企业的现有思科、宝利通、华为、亿联等设备，保护现有投资，SAAS 方式与设备中立性，推动 ZOOM 迅速被企业接受；（3）互联网免费商业模式和口碑营销。区别于传统视频会议设备厂商卖设备模式（且设备较昂贵），ZOOM 云服务商业模式对企业具有极大吸引力，特别是中小企业。Zoom 基础版的软件服务免费，Zoom Pro 版起步价是 14.99\$/月、Zoom 商业版 149.9\$/月、Zoom 企业版 995\$/月。相比较，思科的顶级产品网真需要 70-80 万/套（顶配上百万/套），一般会议室、桌面 IP 电话终端从几千元到几十万元不等具有一定价格优势；（4）ZOOM 有效利用中国工程师红利。将大量研发工程师职位放在中国，充分利用中国工程师红利，相比其全球竞争对手有较大成本优势。

图 28: ZOOM 收入呈现爆发式增长 (单位: 百万美元)



资料来源: Refinitiv Eikon, 中信证券研究部

图 29: ZOOM 拥有 10 位以上员工的企业客户数 (百家)



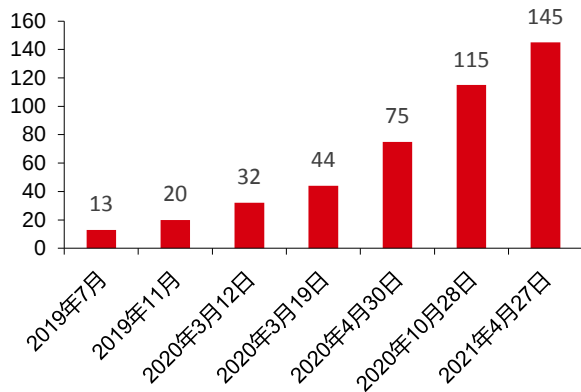
资料来源: Refinitiv Eikon, 中信证券研究部

微软 Teams: 微软 Office 的新一代全方位智能协作平台，覆盖聊天、会议、通话、协作等场景。 Teams 最初作为 Office 365 的聊天工作区组件上线，而后开始将重点放在员工协同办公工作流的各个环节。云视频会议是 Teams 的基础功能，借助 Azure 先进的云技术，Teams 云视频会议可支持最多 1000 名参会者或 1 万名观众。此外，Teams 无缝集成 Word、Excel、Power Point 等 Office 核心应用，用户可以借助整个 Office 工具生态完成工作。

除了基础的对话、群组或者会议功能，用户还能在不离开 Teams 界面的情况下启动各种功能开展协作。截至 2020 年年末，Teams 平台的应用商店已经提供超过 800 个第三方应用，覆盖不同行业的众多业务场景，比如使用 Github 或者 Jira Cloud 来测试开发软件；使用 Salesforce for Teams 管理客户关系；使用 Adobe Acrobat for Teams 查看编辑 pdf；用户甚至能够在微软 Teams 软件中使用 Zoom 和 Webex。此外，借助 Power Platform 低代码开发平台，Teams 用户甚至无需专业的编程知识，就能快速为 Teams 开发和嵌入包括自己的智能应用。

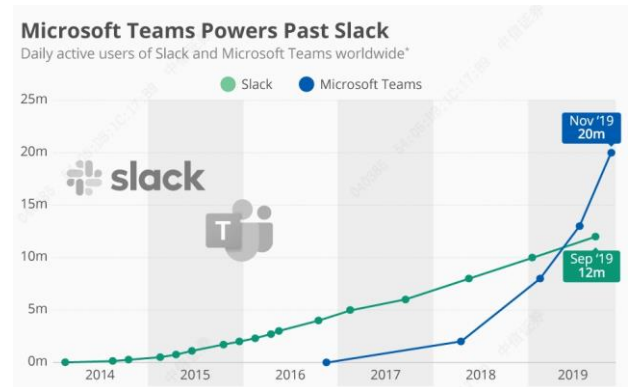
Teams 用户数高速增长，引领未来混合办公趋势。截至 2021 年 5 月 21 日，微软 Teams 全球日活跃用户数已超过 1.45 亿，用户数同比翻两倍，增长远超市场预期。在“全球财富 100 强”企业中，有 93 家企业使用 Teams。目前 Teams 企业用户中，超 1 万人规模的企业/组织用户达 2700 多家，超 10 万人的大型企业用户达到 117 个。根据微软最新披露的财报显示，全球 Office 365 的付费用户已超 3 亿，Teams 在 Office 付费用户中的渗透率仍然不到 50%，未来渗透率有望达到 80-90% 以上。因此，我们认为 Teams 作为微软云端生产力平台 Microsoft 365 中最核心、最重要的智能远程协作中枢，用户数保持高速增长的确切性较强。

图 30: Teams 全球日活用户数量（单位：百万个）



资料来源: Statista, 中信证券研究部

图 31: Teams DAU 增速远超 Slack



资料来源: Statista

图 32: 通过第三方应用将各类工作和 Teams 软件集成

在我们的应用商店中提供

超过 700 款热门应用可供选择, 可用于简化你每天的工作。

- 生产力应用**
使用工作流自动化应用提高团队的生产力, 简化工作流和流程。
- 项目管理应用**
使用流程自动化应用和工具轻松导航复杂项目。
- 特定于行业的应用**
通过自定义应用满足特定于行业的需求。
- 业务部门应用**
使用特定于业务的应用履行日常职责。

低代码解决方案

在几乎没有开发经验的情况下, 快速生成适用于 Microsoft Teams 的自定义应用和数字化工具。

- Power Apps**
创建自定义应用以数字化流程和提高效率。
- Power Automate**
自动执行重复性任务并连接数据以提高灵活性和生产力。
- Power Virtual Agents**
构建低代码聊天机器人, 以对话的形式提供 AI 驱动的见解和信息。
- Power BI**
讨论和可视化数据, 以便团队保持一致并自信地制定数据驱动的决策。

专业开发人员应用

为满足业务需求开发自定义应用解决方案。

- 开发人员工具**
借助我们的 Microsoft Teams 工具包, 享受无摩擦的应用开发。
- 可扩展性要点**
使用选项卡、机器人和消息传输扩展, 扩展应用的范围。
- UI 元素**
使用自定义卡片、任务模块和通知创建丰富的体验。
- API**
使用 Microsoft Graph 增强 Teams 内外的应用。

资料来源: 微软官网

图 33: Teams 应用商店部分应用

Flipgrid 创建者: Flipgrid, Inc. Teams Empower every voice in your classroom by recording and... ★★★★★ (2) 免费 立即下载	signNow for Teams 创建者: ai/Slate Teams Sign and send documents for signature from Microsoft Teams 可能需额外付费 立即下载	Lucidchart Diagrams for Teams 创建者: Lucid Software Inc. Teams Create clarity as you collaborate on diagrams directly in Micro... ★★★★★ (81) 免费 立即下载	Testportal for Teams 创建者: Testportal Teams Advanced knowledge assessment with Microsoft Teams. Create, share and analyze tests all in on... 可能需额外付费 立即下载	Salesforce for Teams 创建者: Salesforce.com Teams Close deals and cases, build strong relationships, and boost... ★★★★★ (2) 免费 立即下载	MindMeister - Mind Mapping for Teams 创建者: MeisterLabs GmbH Teams Create mind maps to brainstorm and plan with your collaborator... ★★★★★ (23) 可能需额外付费 立即下载	MURAL 创建者: MURAL Teams Think and Collaborate visually ★★★★★ (4) 可能需额外付费 立即下载
Polly 创建者: Polly Teams Run live Polls, Surveys, Quizzes, Trivia, Q&A in Microsoft Teams... ★★★★★ (11) 可能需额外付费 立即下载	Azure Boards for Microsoft Teams 创建者: Microsoft Corporation Teams Monitor and collaborate on existing work items and create... ★★★★★ (12) 免费 立即下载	Zoom for Teams 创建者: Zoom Video Commu... Teams Start, schedule, join Zoom Meetings and Make Zoom pho... ★★★★★ (31) 可能需额外付费 立即下载	Jabber 创建者: Cisco Teams Make Cisco Voice and video calls from Microsoft Teams with the... ★★★★★ (4) 免费 立即下载	Cisco Webex Meetings 创建者: Cisco Webex Teams Schedule, start, and join Cisco Webex meetings directly from... ★★★★★ (70) 可能需额外付费 立即下载	Text 创建者: Approved Contact Teams Text Bot allows text, SMS, & MMS messages into and out of... ★★★★★ (2) 可能需额外付费 立即下载	Smartsheet for Teams 创建者: Smartsheet.com, Inc. Teams Combine communications and work platforms to improve... ★★★★★ (16) 可能需额外付费 立即下载

资料来源: 微软官网

发展趋势：云是高确定性趋势，但“云+端”决定未来

云计算拉动视频会议系统上云，摆脱传统自建式架构高成本与低扩展性的缺点。自2006年 Google 提出“云计算”概念以来，云计算行业获得突飞猛进的发展。在云计算技术的推动下，北美及欧洲等地区开始涌现出了一批统一通信云服务提供商，其中包括 AT&T、Verizon 等电信运营商，也有如 8x8 Inc、Ringcentral 等虚拟运营商。他们为企业，特别是中小企业，提供基于云端的统一通信服务（Hosted UCService）。统一通信系统不同于传统自建式系统，而是基于云端模式，可以使得企业不再需要一次性购买昂贵的管理系统设备，而转变为按月付费的收租模式。这种统一通信系统逐步发展为目的较为成熟的云视频会议系统，在前期投入成本、维护费用、扩展性等方面均具有显著优势。

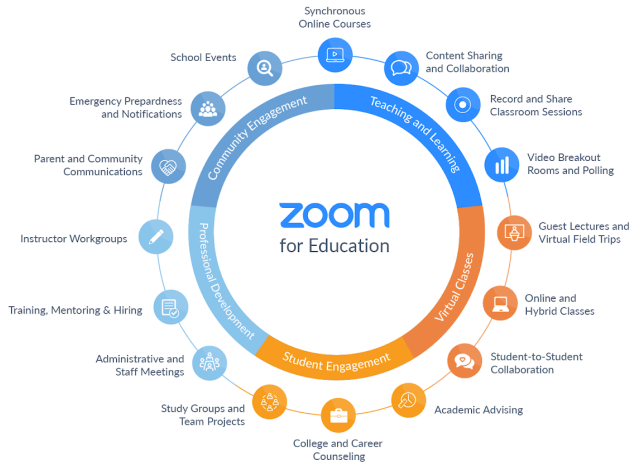
表 5：传统视频会议系统与云视频会议系统的区别

	自建式（传统视频会议系统）	托管式（云视频会议系统）
系统模式	管-端模式服务平台及终端都在企业内部	云-端模式服务平台在云端，只有终端在企业内
采购方式	自己采购，自己搭建	采用合约租赁的方式
前期投入	高，需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；也有大企业及行业客户

资料来源：亿联网络招股说明书，中信证券研究部

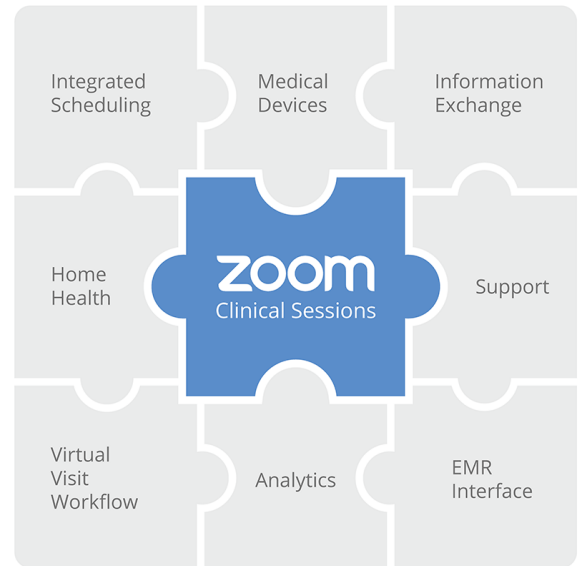
除成本优势和灵活性以外，云视频会议系统有望通过降低使用门槛构建丰富的行业生态和场景。传统专网视频会议市场目前主要面向政府、教育、医疗、金融等行业的大中型机构以及大中型企业。伴随着 4G/5G 技术，云技术和边缘计算等基础设施的快速发展，革新性的克服了传统专网视频成本高昂，操作复杂，不支持移动办公以及无法大规模使用的局限性，极大降低了用户使用门槛和提升用户体验，提供更丰富的云视频使用场景。（1）**政府市场**：会议场景的视频下沉到党政军用户的三四五级机构；（2）**“教育+视频”市场**：云视频技术的发展成熟使得双师课堂在全国三四五线城市 K12 公立校的真正落地成为可能；（3）**“医疗+视频”市场**：云视频广泛应用于诸如分级诊疗、远程手术指导与示教、远程医疗会诊与诊断等远程医疗服务；（4）**“金融+视频”市场**：云视频除进行日常的分支机构通信外，还具备员工面试、培训、考核等多种功能；（5）**大中型企业市场**：云视频具备移动协同办公、合作伙伴互动、以及员工面试、培训、考核等多种功能，已逐步成为企业管理和内外协作协同的日常工具。

图 34：“ZOOM+教育”解决方案



资料来源：ZOOM 官网

图 35：“ZOOM+医疗”解决方案



资料来源：ZOOM 官网

虽然云视频会议在成本、便捷度、灵活性和构建行业生态方面具备明显优势，但目前仍存在一定缺点。在云视频服务的基础上，用户无需购置硬件终端，通过调用电脑或移动设备相关组件即可实现会议需求，大大降低了运营成本。但受到技术等方面的限制，云视频模式仍存在一定缺点：

- **与硬件协同性差，集成度有限：**对于云视频厂商，由于其多依靠用户端已有硬件进行视频会议服务提供，因此其与硬件往往协同性差，由于通用性的要求往往不能充分匹配硬件设备特点，且厂商在提供服务时需要与硬件终端厂商合作，自身集成度稍差；
- **云服务销售方式付费率较低：**在疫情期间，以 zoom 为首的云视频会议厂商以免费的方式吸引了大量用户群体，但相较于硬件厂商通过终端付费附赠云服务的销售模式，云视频厂商直接获取付费客户的难度较大，很难培养客户付费习惯；
- **视频会议服务质量较差：**相比于本地化部署的方式，云视频部署受到客观带宽吞吐量和网络波动的限制，视频会议过程中画质清晰度有限，同时容易遭遇断流等故障的风险，需要网络传输处理技术和软硬件环境的进一步成熟；
- **云端部署安全性难以保障：**对于大型企业，其公司内部众多会议具有较高的安全等级，而云部署的方式需要将视频会议内容记录到云端，相较于本地化部署安全等级较低，存在恶意窃取的风险。实际上，安全性是传统视频会议厂商的最大优势，可以利用硬件设备优势实现高级别“端到端”加密。这是目前所有云视频会议厂商无法提供的。
- **可以预见的是云视频会议是未来的高确定性趋势，但短中期能够提供“云+端”整套解决方案的厂商具备优势。**虽然以 ZOOM 为代表的云视频会议厂商在这一

赛道占据巨大的先发优势，我们也关注到排名前列的传统视频会有厂商均早已开始推出自己的云视频会议方案，并将云方案作为整体视频会议解决方案的重要补充。传统视频会议厂商目前基本都完成了产品的云转型，思科 Webex、华为 Welink、亿联网络云视讯均为拥抱云时代做好准备。在未来云时代下，传统视频会议厂商不会束手就擒。

图 36：传统视频会议厂商布局云视频会议



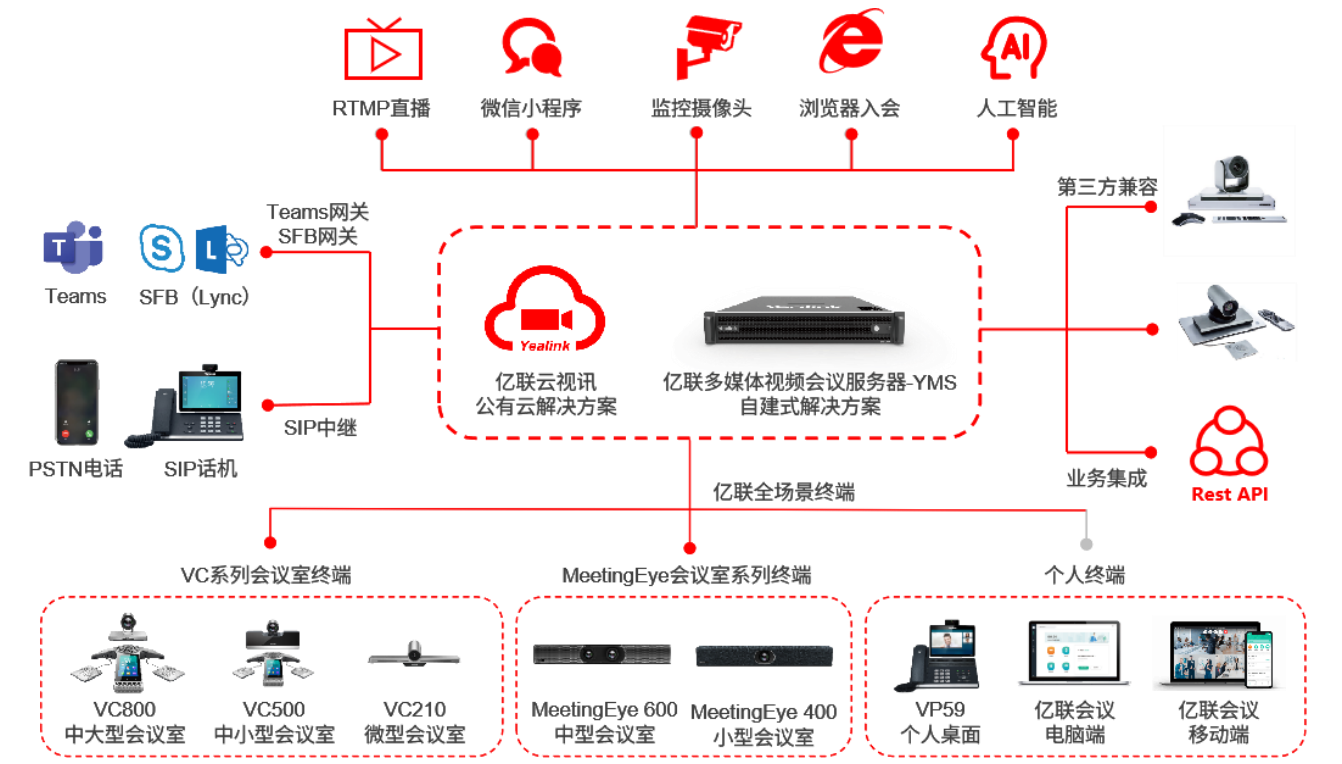
资料来源：各公司官网

■ 业务分析：“云+端”策略并行，深度融入云会议生态

产品体系完善、竞争力强，全面拥抱云时代

公司提供完整的端到端视频会议解决方案，覆盖基础架构视频会议服务器、云视频会议平台和视频会议终端。公司可以为客户提供基于 YMS 视频会议服务器的本地部署自建方案，也可以提供完全自研的云视讯平台，以及搭配自建模式和云模式的会议终端：

图 37：公司“云+端”视频会议全套解决方案



资料来源：亿联网络官网，中信证券研究部

（1）本地部署模式：基于 YMS 一体化视频会议服务器集群构建企业级视频会议平台。公司针对不同规模的企业分别推出 YMS1000/2000/3000 型视频会议服务器，并可为超大型企业部署 YMS 服务器集群和虚拟化方案。亿联基于 YMS 服务器的自建方案具有以下优势和特点：

- **YMS 视频会议服务器集成了多种服务模块和功能：**除了具备 MCU、注册和传统等多种基础功能之外，还具备 GK 和 H.460 功能，满足 H323 设备的接入，可对客户早期的标准终端进行兼容。YMS 服务器还可配合 SIP 中继网关功能实现手机和固话等音视频融合，配合 WebRtc 网关实现网页入会功能，还可配合专为微软适配的网关于 Teams 软件无缝连接。此外，YMS 服务器还支持级联、堆叠、广播互动会议和 RTMP 直播等功能，满足大容量并发的需要。此外，YMS 服务器还最新推出了 AI 实时字幕及会议纪要服务、人脸识别技术和监控 RTSP 网关等模块供客户选配。基于公司 YMS 服务器的自建视频会议方案可实现 30%视频抗丢包，70%音频抗丢包，满足各种复杂的网络环境。
- **推出全新的分布式架构方案，提高安全性、可靠性和拓展性：**基于虚拟化技术，实现数据中心、会议节点的分布式部署。在分布式架构下，数据中心和会议节点相互之间可以形成多机热备，单点故障下可实现 20 秒内自动迁移切换。任意一台服务器宕机，整体业务正常运行。当用户需要扩容并发的時候，可以按照实际需求直接添加会议节点。会议节点间相互形成多机热备，实现跨区域容量扩容以及服务器扩容。

表 6: 亿联 YMS 视频会议服务器 (本地部署解决方案)

产品型号	客户群体	产品特点	产品性能
YMS1000	小型企业	多合一, 高性价比	支持 5 方 4K30/10 方 1080P60/20 方 1080P30/40 方 720P30
YMS2000	中型企业	大容量会议, 多个分组会议	支持 10 方 4K30/10 方 1080P60/40 方 1080P30/80 方 720P30
YMS3000	大型企业	超大容量, 超强性能	支持 18 方 4K30/36 方 1080P60/72 方 1080P30/150 方 720P30
YMS 集群部署	超大型企业	超大容量, 扩展性强, 集群管理, 多机热备, 负载均衡	
YMS 虚拟化版本	超大型企业		

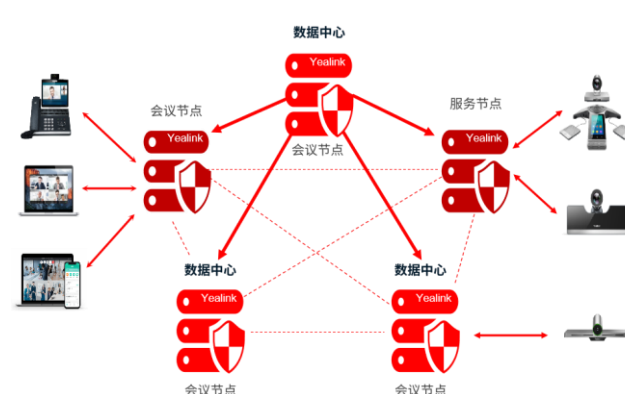
资料来源: 亿联网络官网, 中信证券研究部

图 38: YMS 服务器集成多服务模块



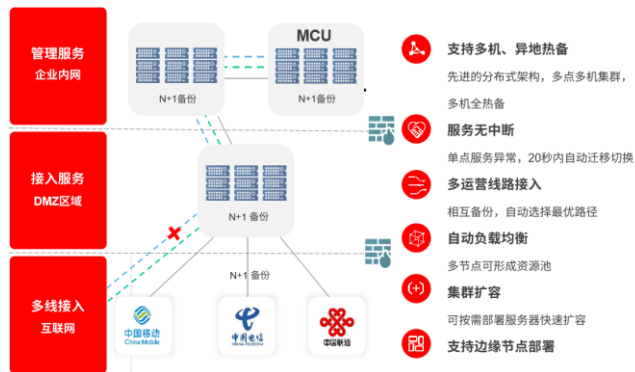
资料来源: 亿联网络官网

图 39: 基于虚拟化技术的分布式架构



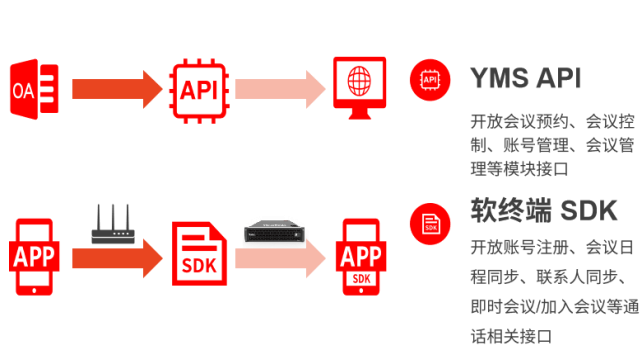
资料来源: 亿联网络官网

图 40: 亿联自建式视频会议系统具备高安全性和可靠性



资料来源: 亿联网络官网

图 41: 提供完整的开放性接口和 API, 可与其他应用融合



资料来源: 亿联网络官网

(2) 云视频会议: 公司于 2018 年正式推出云视讯平台, 全面拥抱云时代。亿联云视讯平台为公司完全自主研发的云视频会议产品, 而非拼凑式方案, 实现整体调优以确保性能最佳。公司云视讯为基于云架构的支持多方视频会议的服务平台, 集云 MCU、注册、穿透、会议管理、会议控制、设备管理等服务模块于一体, 并支持亿联视频会议终端、桌面视频话机、PC 软终端、移动 APP 等全系列视频会议产品。使用亿联云视讯平台, 企业客户只需要支付订阅费用, 无需购买 MCU、无需大规模改造网络、无需配备专门的 IT 运维

人员，极大节省传统自建视频会议系统所需的昂贵硬件成本和运维成本。此外，亿联云视讯平台使用 HEVC 视频协议，将抗丢包率提升至 30%。

图 42：亿联云视讯平台八大优势



资料来源：亿联网络官网

表 7：AVC/SVC/HEVC 视频会议编解码协议

	传统视频协议 (H.264/AVC)	Video 视频协议 (H.264/SVC)	新一代视频编码协议 (H.265/HEVC)
视频会议可以容忍的网络丢包率	< 2 - 3 %	<20%	<30%
对网络的要求	专线	共享线路	共享线路，带宽自适应，支持最低 512kbps 带宽下高清图像效果
视频会议效果	非实时交互	实时交互	实时交互
HD 会议室型终端开销	昂贵	普及型	普及型

资料来源：CSDN，中信证券研究部

（3）视频会议终端：包括 MeetingEye 系列、VC 系列会议终端和个人终端，往往搭配自建式视频会议系统或者云视频会议使用，提升视频会议质量和体验。此外，公司还对微软 Teams 推出定制化的 MVC 系列会议终端解决方案，涵盖大中小甚至是超大型会议室场景，并专门针对 Teams 软件做出整体优化，保证性能最优。

图 43：亿联视频会议终端产品



资料来源：亿联网络官网

图 44 亿联 Microsoft Teams 会议室系统



资料来源：亿联网络官网

“云+端”策略并行，深耕“视频会议+”垂直行业

公司云视讯是通用型产品，并通过“云视频会议+行业”的方式实现垂直行业覆盖。国内其他云视讯厂商通常具有垂直行业特征。例如苏州科达面向政务市场，会畅通讯面向教育市场。而亿联网络并没有框定市场行业类型，瞄准通用企业市场，挖掘细分领域机会。公司针对不同行业共推出 9 个垂直行业解决方案，其中教育行业、医疗行业、党政、制造业和金融行业方案拓展顺利：

- （1）**云视频+教育：公司教育行业方案聚焦双师课堂、教学互动直播录播、校际沟通、校企合作、家校联动五大场景。**双师课堂是指一名讲师在授课端教室进行在线授课，另一位老师在线下的听课端教室对学生进行现场管理。通过亿联双师课堂（远程互动教育）解决方案，可以充分发挥线上、线下两个老师的优势，有效提高课堂效率及教学质量，使不同地域的学生能够享受同等的优质教育资源；**教学互动直播录播**主要针对在线教育互动课堂场景，通过亿联视频会议教学系统，学生在家中就可以通过 PC 端、手机端观看在线直播进行学习，实现停课不停学。还可以通过点播功能在其他时间点进行学习、复习。同时，学校教研组成员、家长也可以通过个人终端登录在线直播平台听取课堂内容，家长还可以利用个人终端与班主任进行交流沟通，加强家校联动；**校际沟通**主要是解决教学资源分配不均、校区之间沟通需求高，效率低的问题；**家校联动**使得家长可以通过各类终端设备随时随地获悉孩子情况、随时随地远程接入孩子所在的课堂，了解孩子的校园生活。

图 45：“云视频会议+教育”实现多地同步授课，优质课堂实时共享



资料来源：亿联网络官网

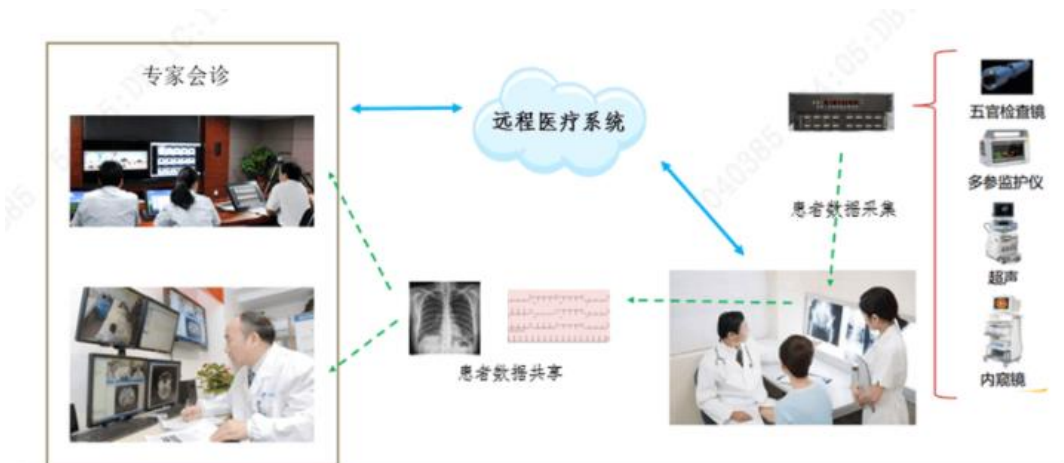
图 46：“云视频会议+教育”方案覆盖教育扩展场景



资料来源：亿联网络官网，中信证券研究部

- (2) **云视频+医疗：覆盖远程会诊系统、远程医疗教学和远程医疗监护三大场景。**近年来，国家持续出台远程医疗的支持政策：2018 年，国务院出台《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》支持远程诊疗。2020 年疫情又极大推动远程医疗的普及。根据中商产业研究院发布的《中国远程医疗行业市场前景及投资研究报告》，2019 年中国远程医疗市场规模约 130 亿元。随着 5G 技术在远程医疗中加深应用、移动医疗终端普及、医疗物联网发展、医疗机构参与度提高，也将推动远程医疗规模的持续扩大。而远程视频会议作为远程医疗必不可少的基础设施，空间巨大。

图 47：亿联网络“云视频+医疗”远程诊疗系统



资料来源：亿联网络官网

- (3) **云视频+制造业：大型跨区域制造业企业的研发中心、决策中心、生产工厂往往处在不同地区，由此产生了大量远程会议需求——① 项目前期：**研发新品阶段，总部决策者、研发工程师、工厂负责人之间需要频繁碰头，不仅往来差旅成本高，更缺乏沟通效率，导致新品上市周期长，影响公司竞争力；② 项

目中期：分支机构无法参与总部例会，只能被动执行指标，对公司运营缺乏参与感，前线的情况只能通过少数分支领导汇报，容易导致信息不对称，影响对分支机构的管理效果；③ **项目后期：**新品上市后，销售型分支过多，讲师需要到各个分支去培训，培训效率低、成本高。公司准确把握了市场机会，为国内多个大型制造业企业定制了解决方案，**典型客户包括台积电、德赛集团、苏州天马医药集团、上海新闵重型锻造有限公司、宁波凯信服饰股份有限公司、安徽铜峰电子集团有限公司等。**

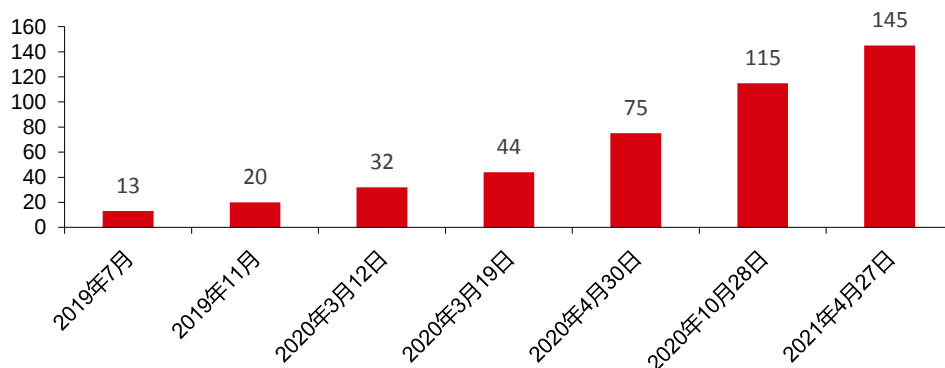
- (4) **云视频+金融：**在金融服务领域，越来越多的组织采用视频会议来加强与客户的互动。例如，使投资组合经理、信贷员和保险代表能够直观地与客户接触，从而获得更高质量的体验、增加预售和提高客户满意度。**公司金融服务领域的典型客户包括中国黄金集团、浙江核新同花顺网络信息股份有限公司、西部期货有限公司、银河证券浙江分公司等。**

除了上述行业，云视频会议还可以广泛应用于政府政务党建、军队、建筑业以及电信、餐饮连锁、互联网等各个领域。可以说，5G 在开启一个新时代的同时，也为云视频开辟了新空间。

深度融入微软 Teams 生态，不断加强与 ZOOM 合作

Teams 用户数高速增长，引领未来混合办公趋势。截至 2021 年 5 月 21 日，微软 Teams 全球日活跃用户数已超过 1.45 亿，用户数同比翻两倍，增长远超市场预期。在“全球财富 100 强”企业中，有 93 家企业使用 Teams。目前 Teams 企业用户中，超 1 万人规模的企业/组织用户达 2700 多家，超 10 万人的大型企业用户达到 117 个。2021 年 5 月，微软宣布将全面提升对 Teams 的研发投入，预计未来 6~12 个月内将推出超过 500 项新功能，并持续完善会议体验、优化行业场景、增强安全保障。微软最新披露的财报显示，全球 Office 365 的付费用户已超 3 亿，Teams 在 Office 付费用户中的渗透率仍然不到 50%，未来渗透率有望达到 80-90% 以上。因此，我们认为 Teams 作为微软云端生产力平台 Microsoft 365 中最核心、最重要的智能远程协作中枢，用户数保持高速增长的确性较强。

图 48：微软 Teams 全球日活用户高速增长（单位：百万个）



资料来源：Statista，中信证券研究部

在面向移动办公、远程办公和混合办公的趋势下，微软正加强与硬件终端厂商的合作，共同打造微软 MTR 智能会议室解决方案。后疫情时代的远程办公和移动办公迅速普及，但办公室场景、面对面会议、出差等场景可能永远不会消失。混合办公强调的不是远程协作和在线会议取代办公室场景和面对面会议，而是通过更加智能化的整体方案减弱甚至消除不同地点办公的沟通成本，全面提升会议组织、运行和管理的效率。因此，微软在不断优化 Teams 功能、服务及体验的同时，与包括亿联网络在内的 9 家全球硬件厂商展开合作，为 Teams 的企业用户推出全新的 MTR 智能会议室解决方案。

亿联网络深度融入微软 Teams 生态，将显著受益于 Teams 的高速增长。公司早在 2015 年便成为微软的核心战略伙伴，双方拥有多年的合作经验。2015 年，公司 T4 全系列话机通过微软 Skype for Business 认证；2016 年，公司在微软 WPC 大会发布面向微软生态圈合作伙伴方案；2017 年，公司 T4 全系列话机通过 Office 365 认证；2018-2019 年，公司携手微软发布多款针对 Teams 软件定制的音频、视频会议终端解决方案。截至目前为止，公司已经推出 9 套针对不同规模会议室场景的 Teams 专属视频会议终端解决方案。2020 年，亿联网络来自微软 Teams 的收入同比 2019 年大幅增长。我们认为，未来公司将凭借自身视频会议终端产品的竞争力、完善的解决方案以及与微软成熟的合作体系，持续受益于 Teams 的高速增长。

图 49：亿联与微软合作历程回顾



资料来源：公司公众号，中信证券研究部绘制

图 50: 公司针对微软 Teams 推出的 MVC 系列视频会议终端解决方案



资料来源：亿联网络官网

图 51：微软官网对亿联网络终端产品的推荐顺序靠前



资料来源：微软 Teams 官网，中信证券研究部

“云+端”时代下，单靠云视频会议难以满足政府和大型企业对视频会议质量、安全性等定制化需求，因此 ZOOM 也开始与硬件终端厂商合作。云视频会的优势在于无需硬

件部署成本、PAY AS YOU GO 的灵活性和使用的便捷性。但政府和大型企业价格敏感性低，对视频会议质量、稳定性和安全性有极高要求。以思科为代表的硬件终端厂商能够充分发挥硬件设备和专网的优势，而 ZOOM 云视频会议的质量则受制于公共网络影响。且前段时间爆发的 ZOOM 安全事件也引发大型企业用户和政府用户的担忧。因此，ZOOM 也开始注重和硬件厂商的合作，以提升在大型企业和政企市场的竞争力。

亿联网络和 ZOOM 达成战略合作，并成为 ZOOM 认证的视频会议终端解决方案提供商。公司目前推出 3 套针对 ZOOM 的 SVC 系列视频会议方案，分别面向大、中、小型会议场景，满足不同规模企业的硬件部署需求。目前公司与不断加深与 ZOOM 的合作，参考与微软 Teams 合作所带来的收入增量，我们认为公司视频会议终端有望显著受益于 ZOOM 的爆发式增长。

图 52：亿联网络 ZOOM 会议室解决方案



资料来源：ZOOM 公司官网

此外，ZOOM 于 2019 年推出创新电话系统 ZOOM Phone 服务。作为一款 UCaaS 软件，用户可以通过部署在 PC 或者手机端的 ZOOM Phone 软件轻松实现视频会议和语音通话、语音邮件等多种通信方式，是真正的融合通信应用。截至 2021 年 1 月，ZOOM Phone 已经售卖出超过 100 万个付费席位，相比 2020 年 10 月时的用户数增加一倍。此外，超过 10 个雇员的 ZOOM Phone 企业用户数已经增长至 10700 个，同比增长 269%。按照 ZOOM 整体 46.7 万企业用户的基数而言，ZOOM Phone 目前的渗透率仅仅只有 2%，未来提升空间巨大。针对 ZOOM Phone，亿联推出了定制化的桌面通信终端产品，此外 ZOOM Phone 还提供 Hardware as a Service（终端租赁服务），企业用户如果需要通信终端部署但又不想短期内承受较大的部署成本，便可以向 ZOOM Phone 租赁硬件终端，每月支付订阅费。亿联是 ZOOM Phone Hardware as a Service 的合作供应商，其产品被放在 ZOOM Phone 官网重点推荐。我们认为，除视频会议终端外，亿联的桌面终端产品也将显著受益于 ZOOM Phone 的高速发展。

图 53：ZOOM Phone 的硬件租赁方案（Hardware as a Service）

Poly VVX 250  \$5.99 /月 以太网/可选 Wi-Fi，带速配器 ...	Poly VVX 350  \$6.99 /月 以太网/可选 Wi-Fi，带速配器 ...	Poly VVX 450  \$7.99 /月 以太网/可选 Wi-Fi，带速配器 ...	Poly Trio 8500  \$60.00 /月 以太网/Wi-Fi/蓝牙 ...
Yealink T53W  \$6.99 /月 以太网/Wi-Fi/蓝牙 ...	Yealink T54W  \$7.99 /月 以太网/Wi-Fi/蓝牙 ...	Yealink T58A  \$14.99 /月 以太网/Wi-Fi/蓝牙 ...	Yealink CP960  \$50.00 /月 以太网/Wi-Fi/蓝牙 ...

资料来源：ZOOM 公司官网

风险因素

海外疫情反弹影响短期业绩的风险；云视频用户付费意愿不及预期；视频会议行业竞争加剧；云视讯技术发展不及预期；与微软和 ZOOM 合作不及预期。

盈利预测与投资建议

关键建设：（1）全球 SIP 话机渗透率仍然有较大提升空间，行业稳定增长将使得龙头显著受益，此外，公司全球份额进一步提升至 50% 的确定性强。我们预计 SIP 话机业务将稳定增长，未来三年分别实现增速 23%/14%/6%；

（2）2020 年疫情深远地改变企业内外部通信和工作模式，而视频会议作为远程办公、混合办公的核心，已进入新一轮的高速增长周期。5G 网络和云计算等新技术的高速发展也为视频会议的大规模普及奠定坚实基础。亿联网络在全球 SIP 终端市场拔得头筹后，开始大力发展视频会议业务。2015-2020 年，公司视频会议业务收入高速增长，营收复合增速高达 83.9%，收入占比提升至 19.2%，成为公司近五年业绩高增的核心动能。我们认为，公司作为极致的产品型公司，能够提供“基础架构+云平台+会议终端”的完整视频会议解决方案，有望凭借杰出的产品竞争力和遍布全球的渠道优势在“云+端”视频会议时代实现全球市场突破。此外，公司深度融入微软 Teams 和 Zoom 生态中，推出定制的会议终端方案，料将显著受益于云视频会议的爆发式增长。预计该业务未来三年增速分别为 70%/65%/60%；

（3）云办公终端业务以商用耳麦为核心，“音频技术+销售渠道”复用将大大缩短市场

突破所需时间。此外，商用耳麦市场近几年寡头垄断格局松动，亿联有望凭借极强的产品竞争力和渠道实现市场突破。预计该业务未来 3 年每年保持翻倍增速，分别为 141%/100%/95%，并在 2023 年实现 10 亿元营收目标。

盈利预测：上调亿联网络 2021-2023 年营业收入预测至 37.77/50.19/66.51 亿元（前值 34.84/44.04/55.93 亿元），同比增速为 37.2%/32.9%/32.5%；上调公司 2021-2023 年归母净利润预测至 15.99/20.67/26.84 亿元（前值 15.9/19.93/ 25.22 亿元），增速分别为 25%/29.3%/29.8%；预计公司 2021 年毛利率将因为汇率波动和供应链冲击下降至 63%。

表 8：盈利预测表

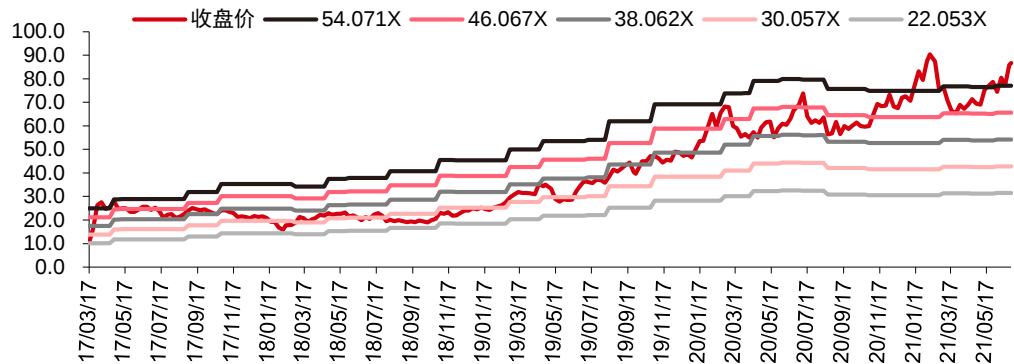
项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,489	2,754	3,777	5,019	6,651
营业收入增长率 YoY	37.1%	10.6%	37.1%	32.9%	32.5%
净利润(百万元)	1,235	1,279	1,599	2,067	2,684
净利润增长率 YoY	45.1%	3.5%	25.0%	29.3%	29.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.37	1.42	1.77	2.29	2.97
毛利率	66.0%	66.0%	63.0%	63.0%	62.9%
净资产收益率 ROE	28.1%	24.6%	25.7%	27.3%	28.7%
每股净资产（元）	4.87	5.76	6.88	8.40	10.35
PE	63.3	61.1	49.0	37.9	29.2
PB	17.8	15.1	12.6	10.3	8.4
PS	31.5	28.4	20.7	15.6	11.8
EV/EBITDA	57.2	53.0	43.8	34.2	26.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测
 盘价

注：股价为 2021 年 6 月 28 日收

估值分析及评级：2021 年 6 月 28 日，亿联网络以 86.74 元的价格收盘，对应 22E 37.8xPE，第一阶段目标价 86.4 元已经达成。公司上市以来 PE 估值中枢为 38 倍。近三年来，伴随着公司业绩迅速增长、新业务线的全面拓宽，公司估值与股价持续走高。今年一季度，受业绩被宏观因素压制和市场整体行情影响，公司估值回调。二季度开始，市场对公司基本面逐季改善预期开始统一，市场情绪回升。6 月 22 日，公司推出激励基金计划，提出 2022-2025 年每年营收增速不低于 30%的业绩目标，彰显对未来发展的信心。我们上调亿联网络 2021-2023 年归母净利润预测为 15.99/20.67/26.84 亿元（前值 15.9/19.93/ 25.22 亿元），分别对应 EPS 预测 1.77/2.29/2.97 元。公司 SIP 统一通信桌面终端业务有望维持全球龙头地位，VCS 业务与云办公终端有望成为强劲增长的全新驱动，未来增长潜力巨大。公司第一阶段目标价 86.4 元已经达成，考虑未来五年营收增速在 30% 以上的良好确定性，同时参考可比公司，给予第二阶段目标价 103.10 元，对应 22 年 45xPE，维持“买入”评级。

图 54: 亿联网络 PE Band



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 9: 可比公司估值表 (市值单位: 原始货币)

公司	代码	细分板块	市值 (百万)	PS			PE		
				21E	22E	23E	21E	22E	23E
GN Store Nord	GN DC	商用耳麦	76,328.41	4.5	4.1	3.7	31.7	25.9	22.4
Poly	PLT US	统一通信	1,756.81	1.0	0.9	0.9	12.1	8.9	7.5
LOGITECH	LOGI US	办公终端	20,902.62	3.9	3.7	3.5	27.5	25.6	23.4
CISCO	CSCO US	全套企业通信解决方案	223,605.70	4.5	4.3	4.2	16.6	15.6	14.8
Average				3.5	3.3	3.1	22.0	19.0	17.0
RingCentral	RNG US	云通信平台	27,444.56	18.2	14.7	11.9	239.9	192.4	147.9
VONAGE	VG US	云通信平台	3,687.87	2.7	2.5	2.1	67.9	53.2	42.5
容联易通	RAAS US	云通信平台	1,218.42	1.2	0.9	0.7	/	/	/
ZOOM	ZM US	云视频会议	109,746.71	27.4	22.7	18.7	79.7	77.4	64.5
Twilio	TWLO US	云通信平台	66,261.64	26.0	19.9	15.2	/	/	/
兆言科技	API US	云通信平台	4,837.60	26.5	18.3	12.9	/	/	/
Average				17.0	13.2	10.2	129.2	107.6	85.0
梦网科技	002123.SZ	SMS、VCS	14,424.54	3.3	2.5	2.0	47.0	32.0	25.1
会畅通讯	300578.SZ	视频会议系统+终端	5,025.09	4.4	3.3	2.8	25.5	18.7	17.5
视源股份	002841.SZ	视频会议系统+终端	86,289.56	4.2	3.6	3.0	37.5	30.6	24.2
Average				4.0	3.1	2.6	36.7	27.1	22.3
Total Average				9.8	7.8	6.3	58.5	48.0	39.0

资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

注: 股价为 2021 年 6 月 28 日收盘价, 可比公司采用 Bloomberg 和 Wind 一致预期

■ 相关研究

亿联网络事件点评—长效激励彰显公司业绩高增信心 (2021-06-24)

亿联网络系列报告二—谋势制胜，角逐商用耳麦市场，构筑增长新翼 (2021-05-18)

亿联网络 2020 年年报及 2021 年一季报点评—音视频会议产品发力，云办公终端启航 (2021-04-23)

亿联网络投资价值分析报告—三条增长曲线点亮白马成长之路 (2021-01-07)

亿联网络 2020 年三季报点评—Q3 业绩优于预告中值，看好 Q4 业绩持续改善 (2020-10-28)

亿联网络 2020 年三季度业绩预告点评—短期业绩开始修复，看好公司长期成长 (2020-10-16)

亿联网络 2020 年中报业绩预告点评—疫情拖累 Q2 业绩，Q3 有望环比增长 (2020-07-13)

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,489	2,754	3,777	5,019	6,651
营业成本	846	936	1,397	1,859	2,466
毛利率	66.0%	66.0%	63.0%	63.0%	62.9%
税金及附加	30	26	42	55	70
销售费用	164	146	185	245	324
销售费用率	6.6%	5.3%	4.9%	4.9%	4.9%
管理费用	56	75	95	115	139
管理费用率	2.2%	2.7%	2.5%	2.3%	2.1%
财务费用	(11)	47	8	(4)	(13)
财务费用率	-0.4%	1.7%	0.2%	-0.1%	-0.2%
研发费用	192	296	444	639	882
研发费用率	7.7%	10.7%	11.7%	12.7%	13.3%
投资收益	134	155	132	140	142
EBITDA	1,370	1,479	1,788	2,293	2,960
营业利润率	54.64%	50.95%	46.51%	45.27%	44.33%
营业利润	1,360	1,403	1,757	2,272	2,948
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	1,361	1,402	1,757	2,272	2,948
所得税	126	124	158	205	264
所得税率	9.2%	8.8%	9.0%	9.0%	8.9%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	1,235	1,279	1,599	2,067	2,684
净利率	49.6%	46.4%	42.3%	41.2%	40.4%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	106	320	714	1,414	2,405
存货	267	345	451	624	845
应收账款	399	513	651	868	1,178
其他流动资产	3,610	3,991	4,381	4,762	5,146
流动资产	4,381	5,169	6,198	7,668	9,574
固定资产	93	97	78	59	40
长期股权投资	43	75	100	133	163
无形资产	267	314	315	315	314
其他长期资产	44	124	191	257	323
非流动资产	447	610	683	764	841
资产总计	4,827	5,779	6,881	8,432	10,415
短期借款	50	0	0	0	0
应付账款	199	282	345	485	665
其他流动负债	177	292	318	364	402
流动负债	426	573	663	849	1,067
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	3	3	3	3
非流动性负债	6	3	3	3	3
负债合计	431	576	666	851	1,070
股本	599	902	903	903	903
资本公积	1,137	988	987	987	987
归属于母公司所有者权益合计	4,396	5,203	6,215	7,581	9,345
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	4,396	5,203	6,215	7,581	9,345
负债股东权益总计	4,827	5,779	6,881	8,432	10,415

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	1,235	1,279	1,599	2,067	2,684
折旧和摊销	20	29	23	24	25
营运资金的变化	-42	-133	-168	-209	-320
其他经营现金流	-121	-47	-122	-141	-151
经营现金流合计	1,093	1,128	1,332	1,741	2,238
资本支出	-275	-148	-71	-71	-71
投资收益	134	155	132	140	142
其他投资现金流	-922	-417	-404	-412	-412
投资现金流合计	-1,064	-410	-343	-344	-341
权益变化	11	103	0	0	0
负债变化	51	-50	0	0	0
股利支出	-359	-540	-586	-702	-920
其他融资现金流	-1	-7	-8	4	13
融资现金流合计	-299	-494	-594	-698	-906
现金及现金等价物净增加额	-270	224	395	699	992

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	37.1%	10.6%	37.1%	32.9%	32.5%
营业利润	45.4%	3.2%	25.2%	29.3%	29.7%
净利润	45.1%	3.5%	25.0%	29.3%	29.8%
利润率 (%)					
毛利率	66.0%	66.0%	63.0%	63.0%	62.9%
EBITDA Margin	55.0%	53.7%	47.3%	45.7%	44.5%
净利率	49.6%	46.4%	42.3%	41.2%	40.4%
回报率 (%)					
净资产收益率	28.1%	24.6%	25.7%	27.3%	28.7%
总资产收益率	25.6%	22.1%	23.2%	24.5%	25.8%
其他 (%)					
资产负债率	8.9%	10.0%	9.7%	10.1%	10.3%
所得税率	9.2%	8.8%	9.0%	9.0%	8.9%
股利支付率	43.7%	45.9%	43.9%	44.5%	44.8%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。