

通信

从 Zoom 到云视讯，以点带面看 5G 应用大场景

Zoom 今日在美股上市，首日大涨，市值突破千亿。云视讯龙头上市即破千亿，2019 财年收入达到 3.3 亿美元，利润 758 万美元。近三年收入连续翻倍以上增长，也影射了云视讯行业的高景气。作为云视讯的龙头公司之一，Zoom 登陆资本市场有望加速整个产业的进一步推进，作为 5G 后周期的确定性应用场景之一，云视讯的相关厂商或将受益。

Zoom 规模持续扩张，竞争力突出优势显著。Zoom2019 财年及 2018 财年的收入分别同比增长了 118%/149%，规模有望持续扩张，同时保持了稳定的高毛利率，2019 财年达到 82%；但由于仍处于发展初期阶段，费用/设备等开支较大，所以净利润率较低。Zoom 的高增长背后依赖于优质的产品性能和快速的迭代/创新，同时 Zoom 对于用户体验的重视和用户反馈的及时响应帮助公司的销售规模以口碑式效应更有力地铺开。

从 Zoom 看云视讯大发展，市场规模接近百亿美元。据 IDC 预测，包括视频会议、语音聊天、内容共享等在内的移动办公与协作市场规模将在 2022 年达到 430 亿美元。而视频会议解决方案（传统视频会议+云视频会议）的市场规模据 Gartner 预测在 2022 年将达到 71 亿美元，驱动视频会议市场增长的主要来源便是云视频会议行业的增长。同时 Gartner 预计通过嵌入式音频会议参会的用户的比例将从 2016 年的 10% 增加到 2022 年的 65%。

技术侧看“云视讯”，用户侧看“SMB”，皆为蓝海。视频会议解决方案在云视讯方向以及中小企业（SMB）的渗透率仍然偏低，早期主要应用于巨头厂商，未来渗透率有望随着网络速率的提升以及视讯技术的发展进一步提升，目前仍然处于发展初期，优质的视频会议厂商有望不断开拓新的增量市场。

推荐标的：视频会议行业有望伴随整体 5G 网络的建设以及“云视讯”的加速推进得到进一步的扩张，国内相关公司也在云视讯着手相关布局，并且进展顺利。推荐关注亿联网络 300628/苏州科达 603660/会畅通讯 300578/二六三 002467。

风险提示：云视讯落地不及预期；市场竞争格局混乱。

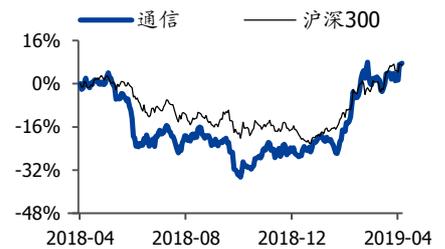
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300628	亿联网络	买入	1.97	2.85	3.78	4.85	50.51	34.91	26.32	20.52

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjiagi@gszq.com

研究助理 黄瀚

邮箱：huanghan@gszq.com

相关研究

- 《通信：海外 5G 率先商用，倒逼国内加速》2019-04-14
- 《通信：贸易摩擦造契机，国产替代正当时》2019-04-14
- 《区块链：北京完成首个涉区块链存证判决，数字版权等应用加速落地》2019-04-12



内容目录

1. 行业龙头 Zoom 上市，云视讯有望加速发展.....	3
2. 拆解 Zoom.....	4
Zoom 是做啥的?	4
Zoom 的业绩如何?	4
Zoom 的成长史	5
云视讯行业概况	6
Zoom 的竞争优势和发展空间	8
3. Zoom 登陆资本市场的影响	10
Zoom 上市对于产业的影响	10
Zoom 的估值	10
投资建议	11
4. 风险提示	12

图表目录

图表 1: Zoom 产品图例.....	4
图表 2: Zoom 近年经营情况 (单位: 亿元)	5
图表 3: 公司近年利润率情况.....	5
图表 4: Zoom 近年费用率情况.....	5
图表 5: Zoom 大股东.....	6
图表 6: Zoom 大事记.....	6
图表 7: 云视频会议发展历程.....	7
图表 8: “云+端”视频会议厂商	7
图表 9: 软件视频会议厂商.....	7
图表 10: 2017 年会议解决方案魔力象限.....	8
图表 11: 2018 年会议解决方案魔力象限.....	8
图表 12: 云视讯产品满意度排序	9
图表 13: Zoom 近年所获荣誉.....	9
图表 14: 全球网络覆盖率	10
图表 15: 全球视频流量占互联网流量比重	10
图表 16: 估值分析	11

1. 行业龙头 Zoom 上市，云视讯有望加速发展

今日云视讯行业的龙头在美股挂牌上市，首日便大涨 75%，突破千亿市值。关于 Zoom 的业务/商业模式/竞争力/发展空间，我们进行了详细的阐述，也借此给予国内视频会议行业相关的上市公司一定的借鉴和参考意义。

主要从以下几个问题出发：

1. Zoom 的业务以及业绩情况如何？
2. 云视讯行业的情况如何？
3. Zoom 的核心竞争力在哪？
4. Zoom 对于国内的公司有哪些借鉴意义？
5. Zoom 的估值如何考量？

我们简要做如下回答，并在后文进行详细阐述：

1.Zoom 是全球领先的音视频云会议服务提供商，近年来业务规模激增，公司 2019 财年实现营业收入 3.3 亿美元（约 22.15 亿元），净利润 758.4 万美元（约 5100 万元），公司的收入规模在 2017-2019 年每年都翻倍增长。

2.云视讯行业处于发展初期阶段，仍为蓝海市场，主要系用户渗透率仍处于较低位，用户的付费意愿以及远程会议的习惯需要市场逐步培育。

3.Zoom 的核心竞争力和优势在于产品优质并且持续完善/创新，用户体验度好，粘性强。视频会议质量高，一致性可靠性强，以及与各个厂商的硬件设备及各操作系统的兼容性好。

4.Zoom 对于国内公司来说，在云视讯方向属于较为成功的开拓者，国内的优质公司有望配合 Zoom 或者与其一同培育用户，开拓整个市场，建立完善的云视讯商业体系。

5.Zoom 由于收入未来仍有较高增长空间，且处于前期投入阶段所以 PS/PE 等估值较高，给整个行业的估值水平设下了一个较高的锚点。

我们区别于市场的主要观点

1. 市场担心视频会议的空间有限，且属于充分竞争的红海市场；但我们认为，技术上以“云视讯”为首，客户上以“中小企业”为主的两块市场仍处于早期发展阶段，渗透率普遍较低，未来行业的增长空间十分可观。
2. 市场担心云视讯会对传统的硬件厂商造成较大冲击；但我们认为视频会议硬件是满足会议室/会场/指挥室等视讯场景的刚需产品，在视频质量等方面也可以提供更好的体验，“云+端”的模式有望成为主流。

股价上涨的催化因素

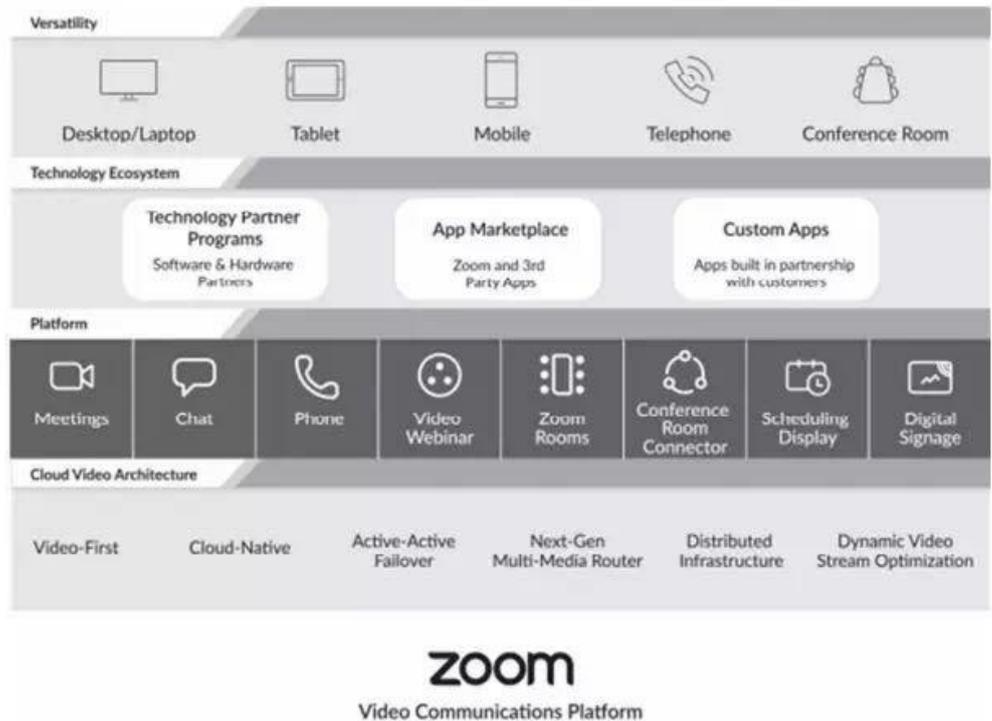
1. 云视讯用户数增长迅速；
2. 行业龙头及领先企业业绩持续高增长；
3. 巨头企业加速扶持云视讯落地。

2. 拆解 Zoom

Zoom 是做啥的？

Zoom Video Communication, Inc.是全球领先的音视频云会议服务提供商，由 Cisco 前副总经理 Eric Yuan 创办，团队成员多来自 Cisco 和 Webex。Zoom 的主要业务，就是市场所熟知的远程视频会议。

图表 1: Zoom 产品图例



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

Zoom 支持 Windows, Mac, IOS, Android 和 H.323/SIP 设备。通过客户参与会议进行收费，但是每个客户有 40 分钟免费的试用时间，之后再决定是否成为付费用户。根据招股书披露，截至 2019 年 1 月 31 日，在 Zoom 的 344 个客户中，收入超过 10 万美元的占 55%，而这超过 55% 的客户都至少使用过一次以上的免费试用，之后再转化成为付费用户，这部分客户目前已经贡献了 30% 的收入。

订阅收入主要取决于付费主机的数量，以及购买其他产品，包括 Zoom Room 和 Zoom Video Webinars。主持人是我们的视频优先通信平台的任何用户，他们发起缩放会议并邀请一个或多个参与者加入该会议。我们将订阅付费缩放会议计划的主机称为“付费主机”。我们将客户定义为单独且独特的购买实体，可以是单个付费主机或任何规模的组织（包括不同的单位）组织）有多个付费主机。我们的基本产品是免费的，并允许主持人访问具有核心功能的 Zoom Meetings，但限制了与会者人数和时间。

Zoom 的业绩如何？

从公司的收入规模来看，近几年迎来了高速发展期。

根据公司的招股说明书，公司 2019 财年实现营业收入 3.3 亿美元（约 22.15 亿元），净

利润 758.4 万美元（约 5100 万元），公司的收入规模在 2017-2019 年每年都翻倍增长。公司的毛利率逐年提升，维持在 80%，但是净利润率基本为零，主要是因为公司的费用率较高，主要投入到了销售以及研发上。

图表 2: Zoom 近年经营情况 (单位: 亿元)



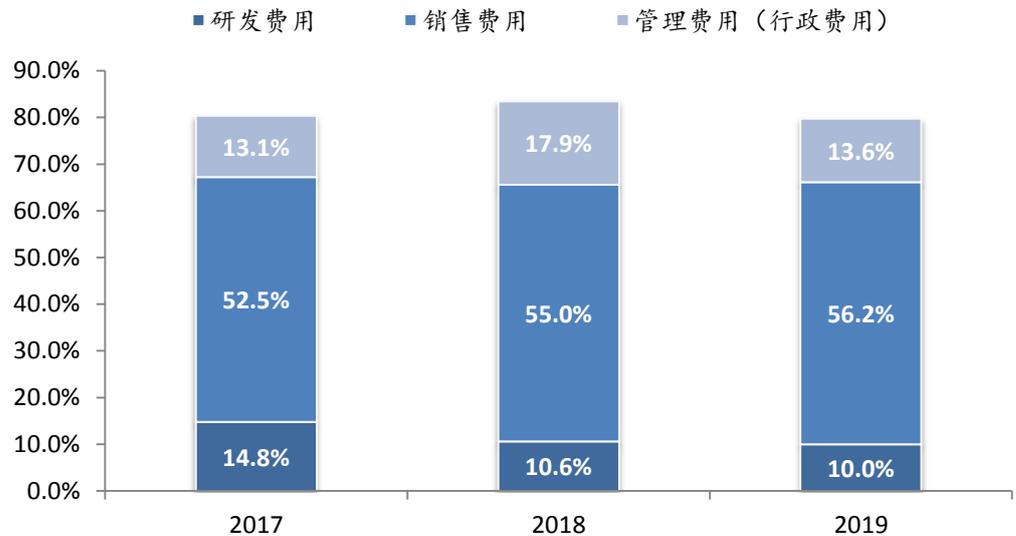
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 公司近年利润率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: Zoom 近年费用率情况



资料来源: Zoom 公告, 国盛证券研究所

Zoom 的成长史

Zoom 成立于 2011 年，创始人是 Eric Yuan（袁征），占发行后 Zoom 19% 的股权，是公司的第一大股东。袁征早前就职于 Webex（Cisco），出身工程师，也决定了 Zoom 的工程师文化和技术水准。

公司的股东除了袁征之外，还包括之后入股的红杉资本等投资机构。

图表 5: Zoom 大股东

股东名称	持股比例
Eric S. Yuan (袁征)	18.9%
Entities affiliated with Emergence Capital Partners	12.2%
Santiago Subotovsky	12.2%
Entities affiliated with Sequoia Capital (红杉资本)	11.1%
Digital Mobile Venture Ltd.	8.5%
Bucantini Enterprises Limited	5.9%

资料来源: Zoom 招股说明书, 国盛证券研究所

Zoom 是典型的硅谷企业, 技术为基底。而同期市场的玩家主要有 Cisco 的 Webex、Polycom、微软、Adobe、Vidyo 等等。而 Zoom 的产品成功突围的原因是对产品的高速迭代以及对客户需求反馈的重视——每年 200 个以上的功能改进/新增, 产品组合不断完善, 客户的免费模式+高体验度。

图表 6: Zoom 大事记



资料来源: Zoom 公告, 国盛证券研究所

云视讯行业概况

云视讯从上世纪 80 年代开始发展, 在当下智能终端无处不在的今天, 云视频会议系统受到越来越多人的喜爱, 无须投入过多的成本, 租用昂贵的线路, 只要有 USB 摄像头、带麦克风的耳机等音、视频设备和 IP 互连网络就可以随时随地的召开网络视频会议。

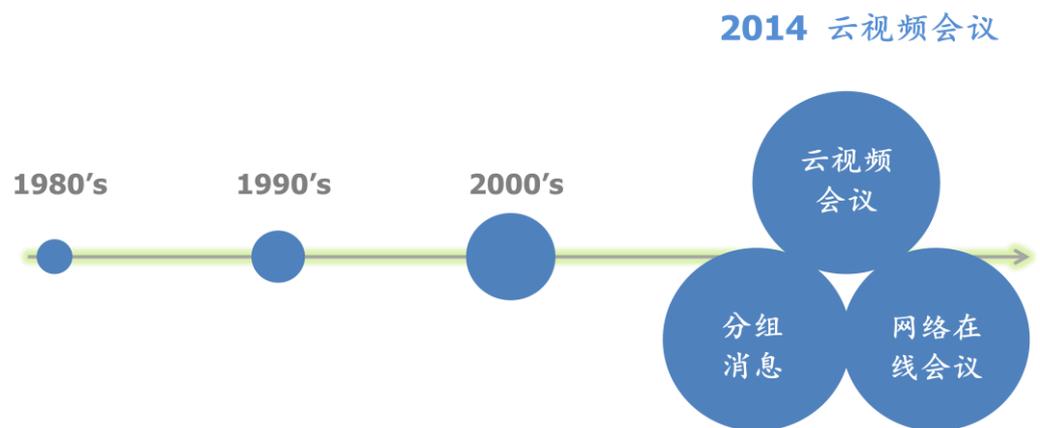
从技术方面来说，移动云技术是目前的方向。当前推动视频会议市场变化的最大动力来自云计算和移动互联网，“云”和“端”的配合让视频会议突破会议室的限制，成为市场发展的新助推器。视频会议行业的服务化转型正是基于云计算来展开，服务商通过建设或租用云计算资源，为客户提供 PaaS、SaaS 级别的会议通信服务。客户通过购买云服务来为员工、客户甚至公众提供视频会议工具，结合广泛普及的企业、家庭和移动宽带网络，为与会方带来随时随地的会议服务。

据 IDC 预测，预测，包括视频会议、语音聊天、内容共享等在内的移动办公与协作市场规模将在 2022 年达到 **430 亿美元**。

根据 Gartner，视频会议解决方案（传统视频会议+云视频会议）的市场规模在 **2022 年将达到 71 亿美元**，驱动市场增长的主要来源是云视频会议行业的增长。

同时 Gartner 预计通过嵌入式音频会议参会的用户的比例将从 2016 年的 **10%** 增加到 2022 年的 **65%**。

图表 7: 云视频会议发展历程



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

国内企业来看，有传统的二六三、全时、好视通、会畅通讯等企业从电话会议系统切入云视频会议系统，也有“云+端”同步推进的厂商包括亿联网络、华为、中兴、苏州科达、小鱼易连等。相比硬件，软件的编码率相差较多，但是便携性有较大优势，所以目前硬+软配套的模式更具普适性。

图表 8: “云+端”视频会议厂商



资料来源：Gartner，国盛证券研究所

图表 9: 软件视频会议厂商



资料来源：Gartner，国盛证券研究所

而根据 Gartner 的魔力象限报告，2017-2018 年，Zoom 与 Csico、微软均处在领导者象限，充分表明了公司在行业的竞争力。

图表 10: 2017 年会议解决方案魔力象限



资料来源: Gartner, 国盛证券研究所

图表 11: 2018 年会议解决方案魔力象限



资料来源: Gartner, 国盛证券研究所

Zoom 的竞争优势和发展空间

我们将 Zoom 的竞争优势进行简单的概括和梳理:

1. Zoom 的产品持续完善/创新, 每年 **200+** 功能更新, 在行业名类前茅; 对用户反馈及时更新, 产品性能优良, 网络丢包率 **40%** 的情况依然保持通话稳定性。
2. 产品体验度好, 有完备的协作/智能/自动化功能, 同时免费试用对用户亲和度高, 粘性强, ARR 中超过 **74%** 来自包年/包多年的收入 (平均年限 **2.4 年**); 提供 24/7/365 全天客户服务, 2019 财年后 3 个月客服满意度超 **90%**。
3. 数据中心大量增加, 以集群/级联模式, 在全球 80 多个地区配备了大量高运营能力的服务器, 构成了 Zoom 的云平台, 支持 10 万人在线。 视频质量高, 一致性可靠性强, 大型企业/高校等客户数目不断增加。
4. 与各个厂商的硬件设备及各操作系统的兼容性好, 支持 H.323/SIP 协议, 以及支持 Windows/IOS/Android/Linux 系统, 支持 Cisco/Polycom/亿联网络/华为/Avaya 等厂商的视频会议设备。

而这其中最为核心的, 我们认为还是 产品的性能/高体验度以及对客户需求/反馈的即使响应, 给 Zoom 带来更多的客户, 以及更大的收入规模。

图表 12: 云视讯产品满意度排序

Expand All	G2 Satisfaction Score		Compare
#1	Zoom	98%	<input type="checkbox"/> Compare
#2	Skype	97%	<input type="checkbox"/> Compare
#3	Skype for Bu...	96%	<input type="checkbox"/> Compare
#4	GoToMeeting	96%	<input type="checkbox"/> Compare
#5	Cisco Webex ...	95%	<input type="checkbox"/> Compare
#6	BlueJeans	95%	<input type="checkbox"/> Compare
#7	join.me	89%	<input type="checkbox"/> Compare
#8	Cisco Jabber	89%	<input type="checkbox"/> Compare
#9	UberConfere...	87%	<input type="checkbox"/> Compare
#10	appear.in	83%	<input type="checkbox"/> Compare

资料来源: G2, 国盛证券研究所

2019 财年 Zoom 的收入同比增长了 **118%**, 其中来自存量用户带来的收入增长占 **56%**, 来自新增客户带来的收入增长占 **44%**。整个市场的用户数仍处于爆发初期, 仍有大批量的用户在源源不断的进入视频会议的市场 (原因是早期视频会议系统由于高昂的费用更多应用于政府以及超大型企业, 而中小企业等市场处于尚未开拓的阶段, 整体渗透率较低)。所以用户数/市场规模的不断增长是 Zoom 未来发展的主要核心来源之一。

其次, 在 2019 财年中, 财富 500 强公司中只有 4% 的公司付费超过 10 万美金, 但是这些公司对于云视讯的需求却在不断增强 (超过 50% 的公司尝试过免费试用会议)。大型公司未来云视讯业务的收入贡献也有大富增长的空间, 这也将成为 Zoom 收入规模继续扩增的另一大核心来源。

图表 13: Zoom 近年所获荣誉

我们的荣誉

2018 Zoom CEO Eric Yuan 当选 GlassDoor 全美最受欢迎 CEO 第 1 名

2018 G2 Crowd 视频会议趋势报告独占鳌头

2018 G2 Crowd 硅谷最佳 B2B 软件公司第 1 名

2018 G2 Crowd 全球最佳软件公司第 9 名

2018 Gartner Peer Insights 最受欢迎视频会议解决方案

2017 Gartner 魔力象限会议解决方案的“市场领导者”

资料来源: Zoom 官网, 国盛证券研究所

3. Zoom 登陆资本市场的影响

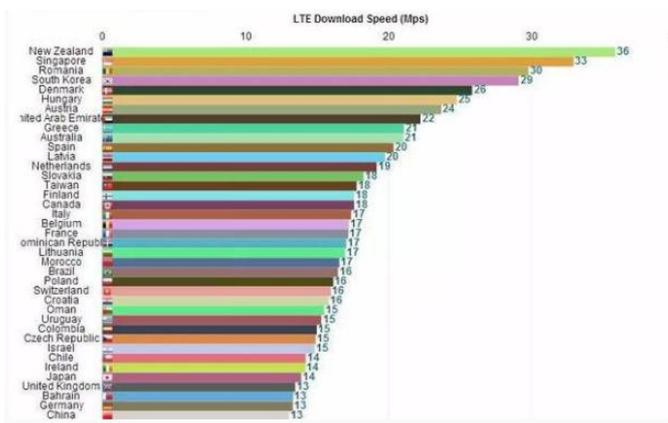
Zoom 上市对于产业的影响

Zoom 登陆美股，有望加速整个视频会议系统的发展。作为云视讯行业的龙头企业之一，上市带来的品牌效应，以及更充沛的现金流将帮助公司在客户拓展/资产设备投入方面进一步提升。而龙头企业的加速无疑将给整个产业带来积极正面的影响：

1. 云视讯的用户数进一步增多；
2. 进一步培育用户的付费习惯；
3. 市场上云视讯产品的功能不断完善。

云视讯作为云计算行业确定性较高的场景，有望进一步加快落地节奏。随着 5G 之后带来的网络速率大幅提升，对于视频传输速率也将有极大的提升，云视讯作为 SaaS 中最重要的应用之一，有望驶入快车道。

图表 14: 全球网络覆盖率

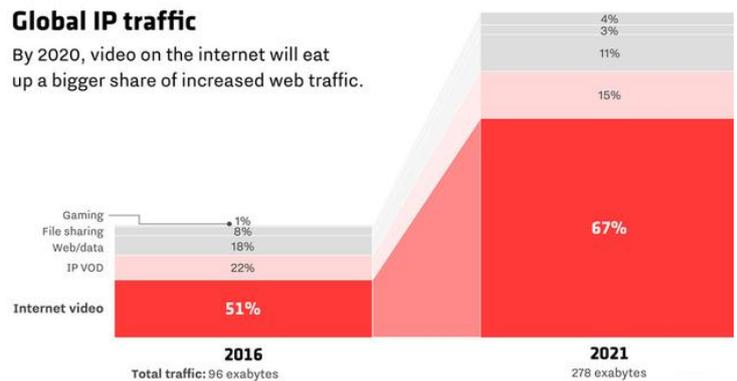


资料来源: Opensignal, 国盛证券研究所

图表 15: 全球视频流量占互联网流量比重

Global IP traffic

By 2020, video on the internet will eat up a bigger share of increased web traffic.



资料来源: Cisco, 国盛证券研究所

Zoom 的估值

Zoom 虽然是一家硅谷成长的公司，但是由于 CEO 是华裔，而且公司也有约 30% 的工程师在中国的研发中心（中国区 500 多名员工）。而国内的其他视频会议相关的公司，亦有望借鉴公司的发展路径和商业模式，共同推动国内乃至全球的行业发展。

而从估值角度来看，Zoom 的发行价格为 33-35 美元/股，截至收盘，股价抬升至 62 美元/股，市值放大至 159 亿美金，对应 2019 财年的 PS 达到 49 倍。

相比于国内的公司，Zoom 的估值给定了整个视频会议厂商一个较高的锚点。原因有以下几点：

1. Zoom 作为云视讯市场的龙头企业，未来有望享受行业的快速增长以及份额的进一步提升，收入规模有望继续快塑放大；

- Zoom 仍处于扩张阶段，在费用端/资产端仍有较高投入，但公司的实际业务毛利率高达 80%以上，未来随着规模进一步扩增，利润的释放弹性较大（云计算公司普遍属性）；
- Zoom 的实际销售和研发费用有良好控制能力，销售依赖于免费使用的病毒式传播，研发拥有中国工程师的勤奋红利；融资的更多使用方向认识购置资产设备以备进一步的业务扩张。

投资建议

图表 16: 估值分析

证券代码	证券简称	收盘价 (2019.04.19)	收入(单位:亿元)		利润(单位:亿元)		PS		PE	
			2018A	2019E	2018E	2019E	2018A	2019E	2018A	2019E
ZM.O	Zoom	62.00 美元	9.59	22.15	-0.24	0.51	111	48	N/A	2089
300628	亿联网络	99.50 元	18.15	24.12	8.55	11.31	16	12	35	26
002467	二六三	8.65 元	9.29	11.12	0.86	1.63	7	6	80	42
603660	苏州科达	24.00 元	24.54	31.50	3.22	4.20	4	3	27	21
300578	会畅通讯	23.46 元	2.25	7.92	0.18	1.79	17	5	218	22

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 美元兑人民币汇率按 6.7 计算, 未覆盖公司取 Wind 一致预期测算

而国内的几家视频会议系统相关上市公司，也已经纷纷开始布局云视讯并已有产品逐步形成规模销售，有望享受整个市场增长的红利。相比于 Zoom 的高估值，国内的视讯厂商估值均处于合理偏低的位置。

综上所述，我们在视频会议方面重点推荐关注：

1) 亿联网络 300628

国内统一通信龙头，业绩保持稳健增长。主业 SIP 话机端已处于行业龙头地位，在视频会议行业收入增速连续三年保持约 100% 的增速，云视讯产品亦开始逐步推广，有望加速落地。

2) 苏州科达 603660

国内硬件视频会议龙头厂商，在公检法领域市场份额较高，并不断拓展渠道布局企业/教育/医疗等市场。云视讯产品“摩云视讯”已处于推广阶段，发展情况良好。

3) 会畅通讯 300578

公司云视讯软硬件布局，会畅+明日+数智源拥有良好的协同效应，在云视讯+硬件 VCS+垂直行业落地有望快速发展。

4) 二六三 002467

公司的企业级视频直播处于国内领先，同时 263 邮箱以及企业会议业务在国内有较为广泛的应用。未来有望转向视频方向，做横向发展。

4. 风险提示

1. **云视讯落地不及预期**: 若市场对于云视频会议系统的需求不及预期, 或对相关公司的业绩增长产生一定影响;
2. **市场竞争格局混乱**: 若市场竞争激烈导致产品价格等受波及严重, 可能对公司的业务产生不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com