

通信

证券研究报告

2019年04月23日

从 Zoom 看国内云视频会议行业的发展机遇

事件：Zoom 近日美股 IPO，上市首日上涨 72.22%，市值达到 159 亿美金。

一、全球云视频会议标杆，飞速发展

Zoom 于 2011 年由华人袁征创立，此后经历了高速发展。2013 年发布其基础产品 Zoom meetings，可以基于电脑、平板、手机、电话和公司视频会议室多终端无缝接入，实现同时大规模接入、高可靠低延时的视频会议。2013 年底即实现 2 亿分钟的视频会议。2019 年月度视频会议时长达到 50 亿分钟。

Zoom 在 2017-2019 会计年度期间，收入和净利润均保持高速增长的趋势。2017-2019 分别实现收入 0.61、1.52 和 3.31 亿美元，2018、2019 年分别同比 149%和 118%。和很多 SaaS 公司普遍亏损不同，公司在收入体量不大时即实现了盈利，2017-2019 年分别实现净利润-1.4、382.2 和 758.4 万美元。2018 年跨过盈亏平衡点后，2019 年实现净利润同比 98.4%的增长。

二、视频会议行业千亿市场，云和行业化应用是未来的趋势

Frost & Sullivan 报告中显示全球视频会议市场的市场规模从 2017 年到 2021 年，全球视频会议预计复合年增长率将达到 8.3%，2021 年达到 646 亿美元。从细分市场来看，基于云的视频会议将是未来的趋势，也将是未来增速最快的细分领域。Synergy Research 的研究表明，企业协作市场中 TeamWork Apps（团队协作应用）将成为增长最快的市场，2019 年增长近 60%；CPaaS 和 VaaS 将分别增长约 30%。增长最快的供应商包括 Slack、twilio、BroadCloud、Zoom、Fuze、Dropbox、RingCentral 和 LogMeIn（Jive）。

三、提供极致用户体验，未来大客户、国际化是发展重点

如何在云的方式上保证网络的可靠、低延时是核心难题。公司研发了下一代多媒体路由（multimedia router，MMR）。其可以从 zoom 全球众多的数据中心选择最优的网络路径来举办会议，丢包率 40%仍然可以保持会议畅通。zoom 在基础的数据中心上投入巨大，目前已经基于全球 13 个地区的数据中心提供服务。Zoom 的研发团队仍然注重新的产品研发，每年超过 200 个新的产品功能推出，持续提升用户体验。其视频通讯产品被评为 2018 年 Gartner Peer Insights “客户最喜爱的会议解决方案”。

从近两年的发展来看，公司中大型客户的拓展快速增长。超过 10 个员工数的企业客户占比持续提升，从 2017 年的 10900 个增长到 2019 年 50800 个。从收入比例 2017-2019 年分别为 69%、75%和 78%。客单价超过 10 万美元的大客户持续增长，2019 年收入占比达到 30%。

从地区分布看，2019 年 APAC/EMEA 地区收入占比 18%。公司 2019 年拓展了加拿大、新加坡、日本等市场。未来国际化也是公司持续发展的重点。

四、从 Zoom 看国内视频会议行业的启示：

视频会议市场空间巨大，国内未来有望诞生大体量的视频会议服务商。和 Zoom 在国内合作的公司将受益，同时板块整体估值有望提升。重点推荐：亿联网络，建议关注梦网集团、二六三、齐心集团、苏州科达（计算机覆盖）、视联动力（科创板申请上市中）等。

风险提示：云视频行业发展不及预期；竞争加剧

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2019-04-22	评级	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300628.SZ	亿联网络	100.30	买入	1.97	2.81	3.66	4.74	50.91	35.69	27.40	21.16

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王俊贤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080002
wangjunxian@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《通信-行业研究周报:Zoom 上市拉动视频会议板块，苹果高通达成和解积极备战 5G》2019-04-21
- 2 《通信-行业点评:中美 5G 大比拼，网络产业链和 5G 应用将加速成熟》2019-04-15
- 3 《通信-行业研究周报:全球 5G 竞赛愈演愈烈，5G+应用未来前景广阔》2019-04-14



内容目录

1. Zoom：全球云视频会议标杆，从独角兽到千亿市值	3
1.1. 高速发展的云视频会议服务商.....	3
1.2. 收入、用户数高速增长，上市后大客户将成为重要增长点.....	5
2. 视频会议行业空间广阔，云和行业化应用是未来的趋势	8
2.1. 市场规模千亿以上，云视频是未来大趋势.....	8
2.2. 5G 时代，视频是核心应用，行业渗透空间巨大，短期看教育信息化的双师课堂快速发展.....	9
3. 极致的用户体验、广泛的销售合作伙伴，大客户深化、国际区域扩张是未来发展重点	10
3.1. 打磨产品提升用户体验.....	10
3.2. 广泛的销售伙伴.....	13
3.3. 大客户持续渗透是未来发展重点.....	13
3.4. 继续拓展国际市场，国内仍然政策限制.....	14
4. Zoom 对国内视频会议行业的启示：国内发展空间巨大，相关公司有望估值重估	15
重点推荐公司：.....	15
亿联网络：全球 UC 解决方案龙头，软硬并进，与微软、Zoom 强强联手.....	15

1. Zoom：全球云视频会议标杆，从独角兽到千亿市值

1.1. 高速发展的云视频会议服务商

Zoom 此前是硅谷云视频会议的明星独角兽，近日美股 IPO，上市首日上涨 72.22%，市值达到 159 亿美金。

Zoom 成立于 2011 年，由华人袁征创立。2011 年初，视频会议赛道充分竞争，行业竞争对手包括 Apple 的 FaceTime、思科的 Webex、微软等。在这样的背景下，Zoom 的业务仍然取得了高速发展。不断推出新的增值服务，zoom 服务的视频会议时长自 2013 年以来取得几百倍增长。

2013 年发布其基础产品 Zoom meetings，年底即实现 2 亿分钟市场的视频会议；

2014 年发布其他产品，Zoom Chat, Zoom Video Webinar and Zoom Rooms；

2015 年升级移动端的屏幕分享，推出 Zoom Video Breakout Rooms，同时和 slack、salesforce 合作；

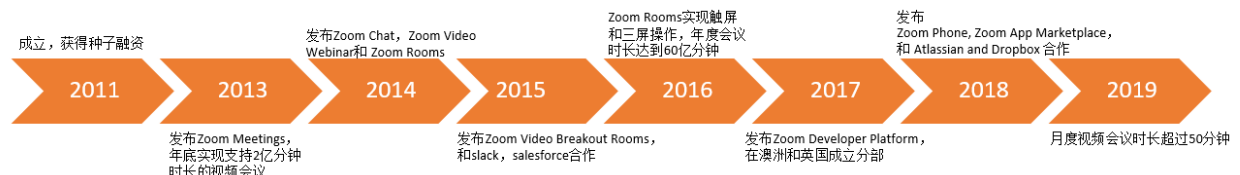
2016 年，Zoom Rooms 实现触屏和三屏操作，年度会议时长达到 60 亿分钟，较 2013 年增长 30 倍；

2017 年发布 Zoom Developer Platform，同时在澳洲和英国成立分部；

2018 年，发布 Zoom Phone, Zoom App Marketplace，和 Atlassian and Dropbox 合作；

2019 年月度视频会议时长达到 50 亿分钟，年化估计 600 亿分钟，较 2016 年增长 10 倍。

图 1：ZOOM 发展历程



资料来源：招股书，天风证券研究所

Zoom 2011 年成立获得种子融资，2013 年获得首轮融资，估值快速提升。在 2017 年初获得了由红杉资本领投资 1 亿美元的 D 轮融资之后，Zoom 已经成功跻身“独角兽”俱乐部，估值已经超过了 10 亿美元。此次 2019 年 IPO 成功后，市值突破 160 亿美金。

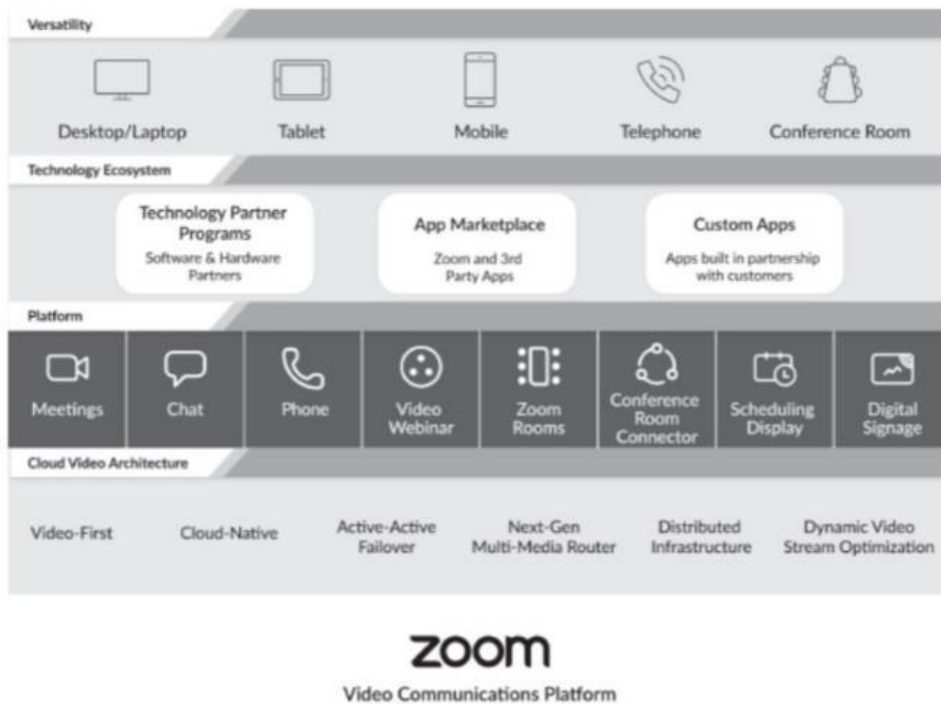
图 2：ZOOM 融资情况



资料来源：36 氪，Drift，天风证券研究所

Zoom 核心产品为视频通讯云平台,可以基于电脑、平板、手机、电话和公司视频会议室多终端无缝接入,实现同时大规模接入、高可靠低延时的视频会议。从公司发展历程我们可以看到,在最早的 Zoom meetings 基础产品之后,公司基于客户需求不断研发新的产品,除了包括 Rooms, Chat, Phone 等自有应用产品外,公司还开发了可以对接第三方应用的 App Marketplace,与美股 SaaS 巨头 slack、salesforce 等均有合作。

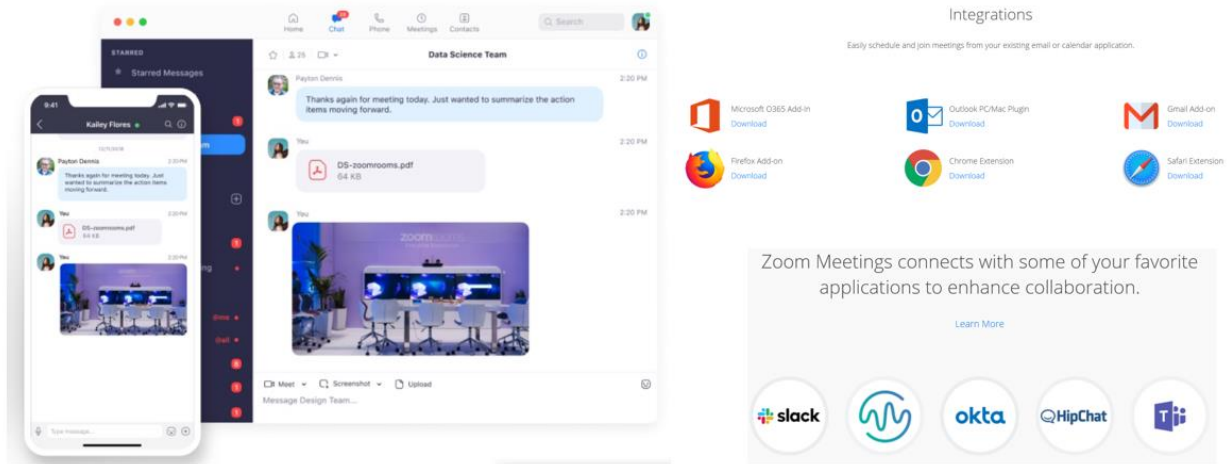
图 3: ZOOM 主要产品架构



资料来源：招股书，天风证券研究所

Zoom Meetings: 核心基础产品, 将其他所有产品联系在一起。在电脑、手机、平板、会议室等多终端之间无缝提供视频、语音、聊天和内容分享。同时, 公司的 Zoom Meetings 已经集成到包括 office365、email、浏览器等第三方应用中, 和 slack 等企业协同办公软件也是相同的, 提升用户体验。

图 4: ZOOM Meetings 中包括视频、语音、文字聊天和集成到其他第三方应用



资料来源：ZOOM 官网，天风证券研究所

Zoom Rooms 是一个基于软件的会议室系统，为音频会议、无线屏幕共享和视频会议提供综合优质的会议室体验，旨在打造时尚的、易于使用的、功能强大的现代化会议室。根据公司官网，目前单个会议室一个月收费 49 美金。功能包括：1、触摸控制。会议室不再需要鼠标键盘，只需要一个 iPad 就可以完成会议预约、会议管控、会议发起等。2、智能预约会议。可以在会议室门口的 iPad 上看到这个会议室的预约情况，直接在 iPad 上轻松预约这个视频会议室；3、支持单屏、双屏、三屏模式。

图 5：Zoom Rooms 中触摸屏操作



资料来源：华万通信-zoom 官网，天风证券研究所

图 6：Zoom Rooms 中支持多屏



资料来源：华万通信-zoom 官网，天风证券研究所

Zoom Phone：基于云端的 PBX 系统，实现了从视频到语音的会议场景补充。

Zoom Video Webinars：大型网络研讨会议，如 1 万人的参会者和 100 人的研讨专家。

Zoom for Developers and Zoom App Marketplace：允许开发者将公司应用集成到其他行业应用中，如教育、医疗等。

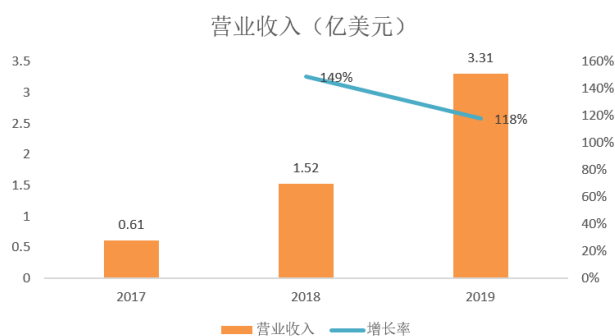
Zoom Conference Room Connector：可以轻松、无缝地将传统 H.323/SIP 会议系统与 ZOOM 云端互通。

1.2. 收入、用户数高速增长，上市后大客户将成为重要增长点

Zoom 在 2017-2019 会计年度期间，收入和净利润均保持高速增长的趋势。2017-2019 分别实现收入 0.61、1.52 和 3.31 亿美元，2018、2019 年分别同比 149%和 118%。和很多 SaaS 公司普遍亏损不同，公司在收入体量不大时即实现了盈利，2017-2019 年分别实现净利润 -1.4、382.2 和 758.4 万美元。2018 年跨过盈亏平衡点后，2019 年实现净利润同比 98.4%

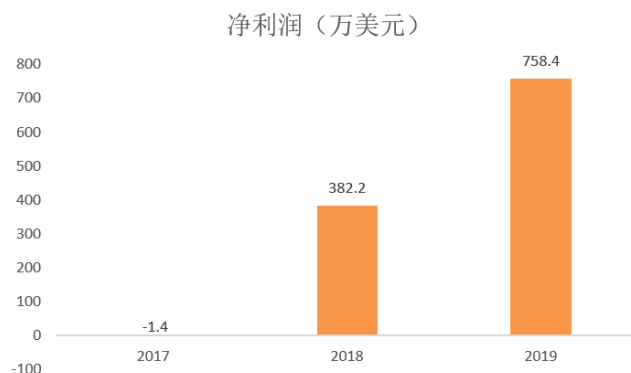
的增长。

图 7: Zoom2017-2019 营业收入



资料来源: 招股书, 天风证券研究所

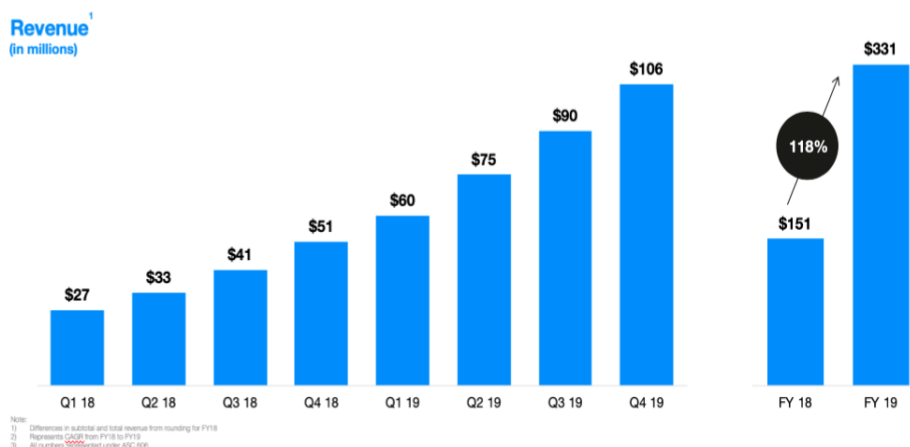
图 8: Zoom2017-2019 年净利润



资料来源: 招股书, 天风证券研究所

从单季度收入来看, Zoom 自 2018Q1 的 2700 万美元收入以来, 2019Q4 实现收入 1.06 亿美元收入。季度收入环比增速超过 15%。从近两个季度 2019Q3、2019Q4 的收入增速来看, 环比增速分别达到 20%、17.7%, 同比增速为 119.51%和 107.84%, 仍然维持在一个非常高的增速水平。

图 9: ZOOM 单季度收入

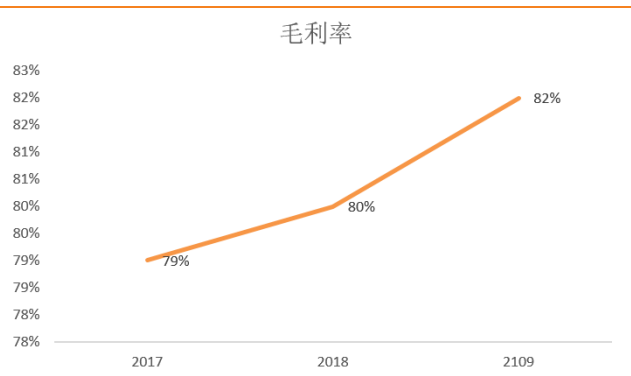


资料来源: Zoom 官网, 天风证券研究所

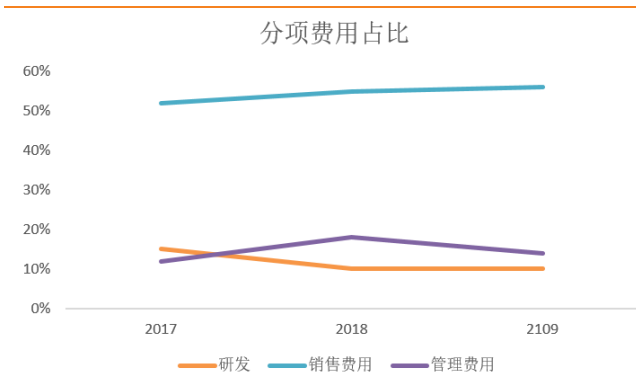
从盈利能力来看, Zoom 近三年的毛利率维持在比较高的水平, 同时持续提升, 2017-2019 年毛利率 分别为 79%、80%和 82%。从费用端来看, 和大部分 SaaS 公司类似, 销售费用占据了大部分, 2017-2019 年占收入比例分别为 52%、55%和 56%, 这也符合公司注重销售的特点。研发占比相对稳定, 2017-2019 年占收入比例分别 15%、10%和 10%, 公司仍然投入大量研发在产品功能的不断扩展, 持续提升用户体验。管理费用占比 2017-2019 年分别为 12%、18%和 14%。公司在 SaaS 行业里面, 是少数能够在收入体量比较小的时候取得盈利的公司。展望未来, 收入保持高速增长的态势下, 后续费用端相对稳定增长, 盈利规模有望迅速扩张。

图 10: Zoom2017-2019 毛利率

图 11: Zoom2017-2019 费用率



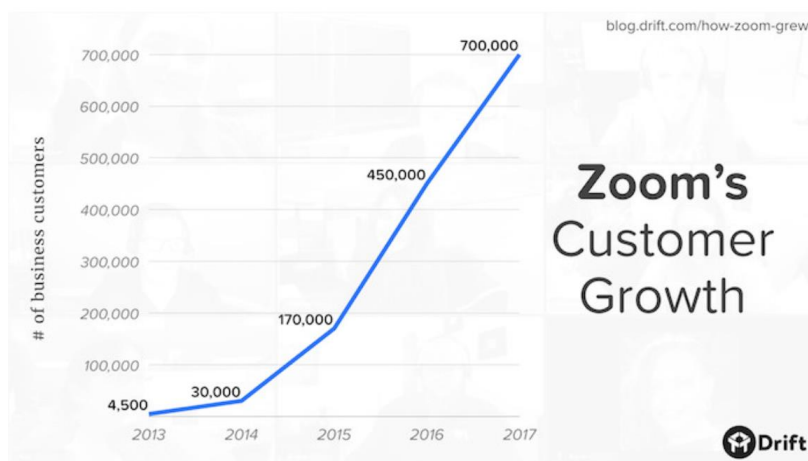
资料来源：招股书，天风证券研究所



资料来源：招股书，天风证券研究所

目前 ZOOM 已经覆盖超过 75 万名客户。其中包括财富 50 公司中的一半公司都在使用 Zoom。Zoom 的不仅有企业客户，有 6900 家教育机构也都在使用 Zoom 的产品，其中包括美国 Top 200 大学中的 90% 的大学。

图 12：ZOOM 商业客户增长数



资料来源：36 氪，Drift，天风证券研究所

公司客户群体多样，从个人到世界 500 强客户。从行业来看，包括教育、媒体、医疗、金融、非营利机构等。单一大客户收入占比不超过 5%。

图 13：ZOOM 商业客户增长数

Education:

Indiana University
Oklahoma State Regents for Higher Education
The Pennsylvania State University
The University of North Carolina at Chapel Hill
Yale University

Finance:

Capital One Services, LLC
LPL Financial
National Australia Bank Limited
Wells Fargo Bank, N.A.
Western Union Financial Services, Inc.

Non-Profit, Not for Profit, and Social Impact Organizations:

Chan Zuckerberg Initiative, LLC
Cooperative for Assistance and Relief Everywhere, Inc. (CARE USA)
Teach for America, Inc.

Entertainment/Media:

Caesars Enterprise Services, LLC
Condé Nast
Discovery Communications, LLC
Pandora Media, Inc.
United Talent Agency

Healthcare:

Boston Children's Hospital
Medical Information Technology, Inc.
nib health fund limited
Novant Health, Inc.

Retail/Consumer Products:

Diageo Great Britain Limited
Gap Inc.
H-E-B Grocery Company, LP
Southern Glazer's Wine and Spirits, LLC
Williams-Sonoma Inc.

Enterprise Infrastructure:

Dell USA L.P.
F5 Networks, Inc.
Hitachi Vantara
Oracle America, Inc.
VMware, Inc.
Workday, Inc.
Manufacturing:
Aristocrat Technologies Australia Pty Ltd
Cooper-Standard Automotive Inc.
Flextronics International
Management Services Ltd
LIXIL Group Corporation

Software and Internet:

ServiceNow, Inc.
Splunk Inc.
Uber Technologies Inc.

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 视频会议行业空间广阔，云和行业化应用是未来的趋势

2.1. 市场规模千亿以上，云视频是未来大趋势

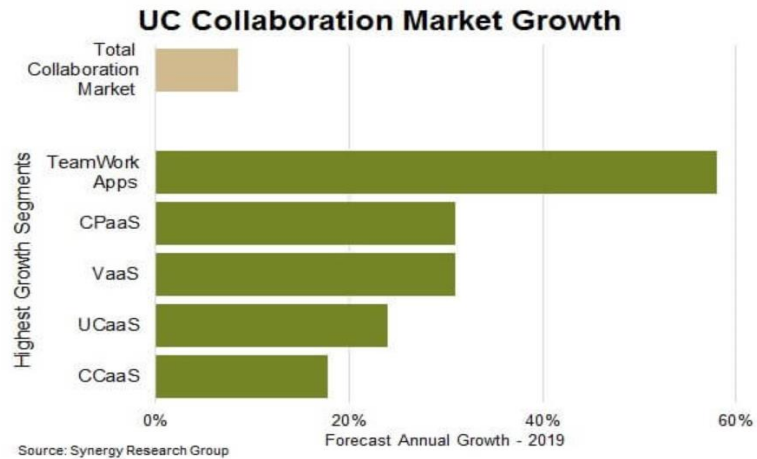
全球最大的企业增长咨询公司 Frost & Sullivan 编撰最新的《全球视频会议市场研究报告》，报告中显示全球视频会议市场的市场规模在 2012 年至 2016 年间以每年 7.5% 的复合年增长率从 319 亿美元增长至 426 亿美元。根据 Sullivan 预测，从 2017 年到 2021 年，全球视频会议预计复合年增长率将达到 8.3%，预计 2018 年市场规模将达 508 亿美元。

从细分市场来看，基于云的视频会议将是未来的趋势，也将是未来增速最快的细分领域。同时，基于云的行业化应用也是视频会议未来重要的应用场景。

Synergy Research 的研究表明，企业协作市场中云协作市场快速增长。TeamWork Apps（团队协作应用）将成为增长最快的市场，2019 年增长近 60%；CPaaS 和 VaaS 将分别增长约 30%。

传统的思科在整个协作市场中保持领先地位。除了领导者之外，增长最快的供应商包括 Slack、twilio、BroadCloud、Zoom、Fuze、Dropbox、RingCentral 和 LogMeIn（Jive）。总体趋势相当明显，传统的专网模式正在萎缩，取而代之的是基于云的通信服务。目前，这些新兴的云服务已被广泛采用，预测显示，今后五年该市场都将保持强劲增长。

图 14：全球企业协作市场增速



资料来源：Synergy Research、天风证券研究所

2.2. 5G 时代，视频是核心应用，行业渗透空间巨大，短期看教育信息化的双师课堂快速发展

展望 5G 时代，高清视频将是核心应用。中国移动在近期的 5G 应用宣传场景中，包括了超高清视频会议、5G 远程教学、5G 远程医疗等 8 个场景。视频应用的赛道足够长，长期空间广阔。

超高清视频会议：在运营商提供的 5G 网络下，云网融合、云端互动、多屏合一、VoI TE 互联互通、超高清、低时延等功能，超高清视频会议得以实现。

图 15：5G 应用——超高清视频会议



资料来源：中国移动，天风证券研究所

图 16：5G 应用-远程教育



资料来源：中国移动，天风证券研究所

从短期看，教育信息化中的双师课堂处于快速拓展期。视频应用在教育行业的应用，如 K-12 双师课堂。主讲教师通过线上视频直播的方式对幼、小、初、高学生进行学科辅导，课堂老师则在线下配合主讲老师开展教学。学生仍需到教室，通过屏幕观看教学视频，课上通过触控一体机、答题器、点阵笔等设备与主讲老师进行互动。

目前不仅包括 K12 学校，课外辅导机构中新东方、好未来等都在拓展双师课堂模式，行业多方推动双师课堂快速发展。新东方成立了全资子公司“双师东方”；学而思的双师课堂学生已有近万人，同时 2018 成立了双师课堂为主的未来魔法校。精锐教育、凹凸教育、鹦鹉螺、明师教育等大中型机构纷纷入局双师课堂。

好未来旗下未来魔法校成立于 2018 年，提供沉浸式双师课堂体验。优秀教师直播授课，机构辅导老师提供一对一答疑、针对性辅导、查漏补缺、巩固练习等课堂服务。两位老师分工明确。通过线上线下相结合的教学模式，为学生提供更高效、更全面的教学与课程服

务。

北京老师直播授课：采用 120 寸光学抗光幕作为超大显示屏，1:1 还原主讲老师真实教学场景，屏幕光线柔和，给予学员舒适的视觉体验。1080P 高清投影，色彩真实，唇音同步。低于 500ms 几乎无延迟教学，让老师和学生之间没有距离，真正让学生体验沉浸式课堂。

主讲学生双向互动：双师教室配备高清摄像头和全向麦克风。主讲老师通过直播间里的大屏幕，与学生进行双向语音互动，还可以一对一提问学生。每个学生配备实时互动的答题器。主讲老师提问，学生用答题器和老师互动，系统记录互动积分，课堂更丰富、更有趣。

图 17：好未来魔法学校-北京老师直播授课



资料来源：好未来，天风证券研究所

图 18：好未来魔法学校-主讲学生双向互动



资料来源：好未来，天风证券研究所

高思教育预计 2018 年双师课堂在全国布局达到 5000+ 间，学生体量超 20 万人；而在未来几年，双师课堂将覆盖全国所有一至六线城市，课堂布局将达到 50 万间。

图 19：高思教育-双师课堂预计



资料来源：高思教育，天风证券研究所

3. 极致的用户体验、广泛的销售合作伙伴，大客户深化、国际区域扩张是未来发展重点

3.1. 打磨产品提升用户体验

如何在云的方式上保证网络的低延时是个难题。不同于传统专网的 MCU 方案，公司自己研发了一套下一代多媒体路由 (multimedia router, MMR)。其可以从 zoom 全球众多的数据中心选择最优的网络路径来举办会议。

zoom 在基础的数据中心上投入巨大,目前已经基于全球 13 个地区的数据中心提供服务。包括澳大利亚、巴西、加拿大、中国、德国、印度、日本、荷兰和美国。Zoom 同样基于亚马逊的 AWS 和微软的 azure 提供服务。对于特定客户, zoom 提供专用的数据中心互联线路。

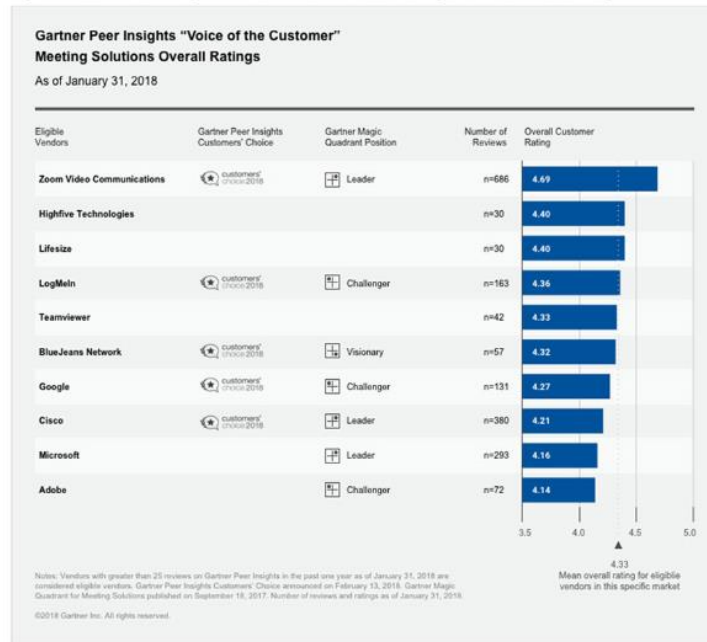
Zoom 的研发团队仍然注重新的前沿技术的研发,每年超过 200 个新的产品功能推出,持续提升用户体验。

Zoom 之所以取得巨大的成功,主要原因在于其 SaaS 会议视频体验的优越性。其视频通讯产品被评为 2018 年 Gartner Peer Insights “客户最喜爱的会议解决方案”。

图 20: ZOOM 获得 gartner 奖项



Figure 1. Gartner Peer Insights "Voice of the Customer" Meeting Solutions Overall Ratings



Source: Gartner Peer Insights (January 31, 2018)

资料来源: ZOOM 官网, 天风证券研究所

从产品性能上看, Zoom 将自身的产品和其他视频会议提供方进行了比较。各方面的指标均显示, Zoom 的优势明显。其中最关键性能指标质量上, 公司的视频、音频和屏幕分享质量、连接可靠性上都是行业最佳的。

图 21: ZOOM 产品性能

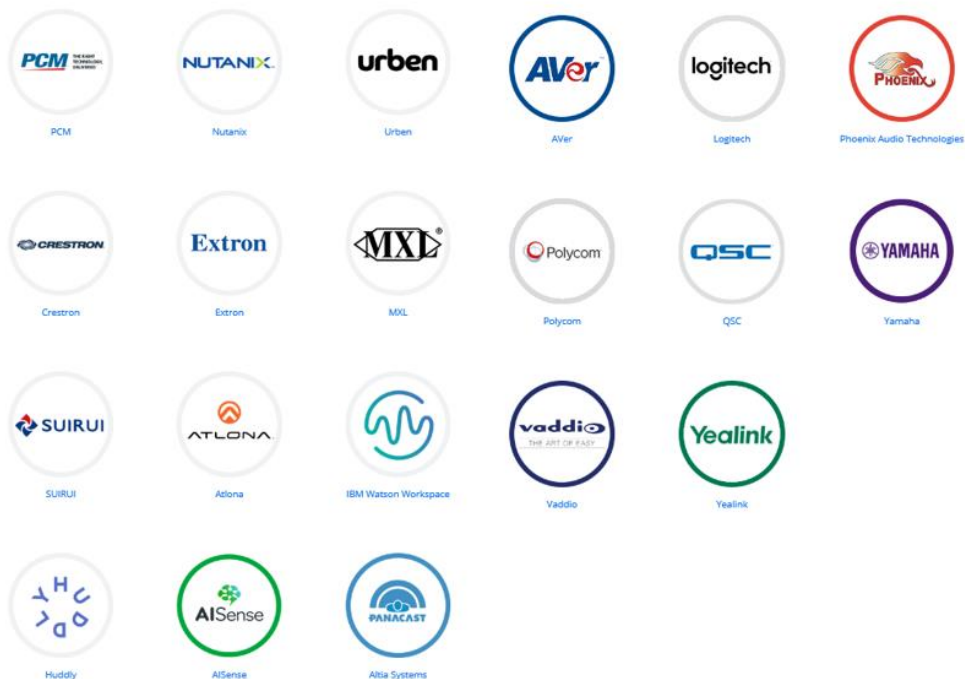
	Zoom	其他网络会议提供商	其他视频会议提供商
质量			
视频、音频、屏幕分享质量	最佳		
连接可靠性	最佳		
简单实用			
在各种设备实现同等功能	是	无	无
通过单触即可开始或加入	是	无	无
革命性的功能			
共享任何iPhone/iPad应用的屏幕	是	无	无
Zoom Rooms	是	无	无
其他理想功能			

资料来源：Zoom 官网，天风证券研究所

- 1、高可靠的通讯传输。在不同的带宽的网络情况下，公司都相应提供高可靠的视频传输质量。在传统的专网依靠 MCU 控制的方案下，要求网络的丢包率必须控制在非常低的水平，而公司的方案可以在 40%的丢包率情况下仍然能够实现良好的传输。这点保证了其基于不同互联网和终端的情况下保证用户体验。
- 2、易于使用。公司产品的用户界面非常直观，对于初次使用者也能够保持体验良好。
- 3、易于部署和管理，弹性架构。公司基于云的平台对于客户和 IT 机构来说非常容易部署。同时随着客户本身增长，组织架构更加复杂，公司的产品价格也相应扩展，支持从 2 个人到上千人的视频会议。
- 4、可以与第三方应用无缝对接。目前公司已经与 Atlassian, Dropbox, Google, LinkedIn, Microsoft, salesforce.com, Slack 等实现合作。同时，公司在部署 Zoom Rooms and Conference Room Connector 时，有一批硬件的生态伙伴，包括 A 股上市的亿联网络 (yealink)。

图 22：ZOOM 生态合作伙伴

Technology Partners



资料来源：Zoom 官网，天风证券研究所

3.2. 广泛的销售伙伴

Zoom 在全球北美、APAC、EMEA 地区建立了自己的销售系统，通过合作伙伴和代理商的形式来拓展市场。目前国内市场受到政策限制，zoom 通过合作的方式拓展市场。

图 23：ZOOM 全球销售合作伙伴/代理商



资料来源：Zoom 官网，天风证券研究所

3.3. 大客户持续渗透是未来发展重点

zoom 上市的目标也是拓展大客户市场。

公司客户范围比较广泛，在 2017-2019 年三个会计年度内，前十大客户贡献收入比例均不超过 10%。

公司发展初期，主要定位几个人的小型企业和团队，但是价值量终究有限。从近两年的发展来看，公司中大型客户的拓展快速增长。超过 10 个员工数的企业客户占比持续提升，从 2017 年的 10900 个增长到 2019 年 50800 个。

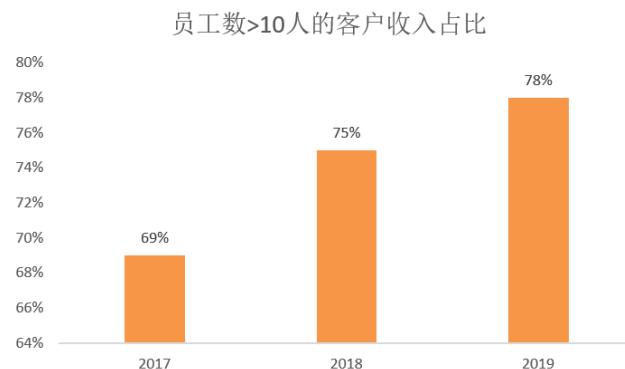
从收入贡献来看，超过 10 个员工的客户数量占公司整体客户数量不到 10%，但是收入比例 2017-2019 年分别为 69%、75%和 78%，是公司客户价值量最高的群体。

图 24：zoom 客户员工数超过 10 人的客户数量



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 25：zoom 客户员工数超过 10 人的客户收入占比

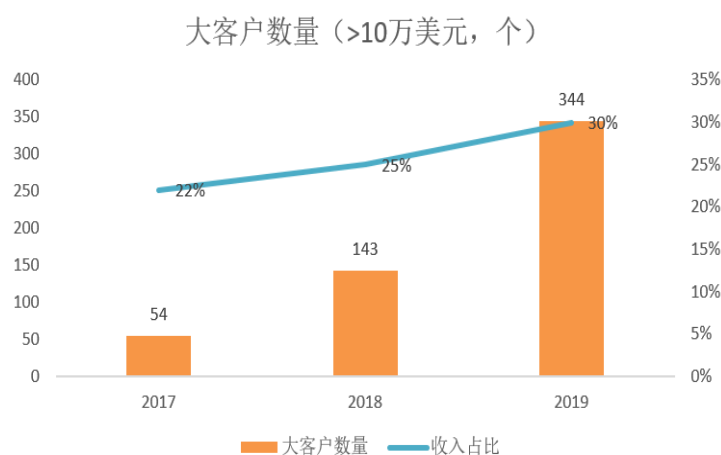


资料来源：招股书，天风证券研究所

从更大型的客户来看，公司同样取得了很好的突破。Zoom 将客单价超过 10 万美元的称为大客户，2017 年客户数 54 个，2018 年客户数 143 个，2019 年达到 344 个，同比增速均在 100%以上。

从大客户占整体收入比例来看，2017-2018 年分别为 22%、25%，2019 年已经达到了 30%。可以看到 zoom 在大客户上面的拓展非常成功，不仅仅是局限于小型创业团队了，打破了市场之前的固有印象。

图 26：ZOOM 大客户数量及收入占比



资料来源：招股书，天风证券研究所

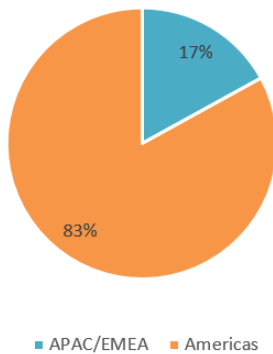
3.4. 继续拓展国际市场，国内仍然政策限制

目前公司在全球 180 个国家实现客户拓展。2018 年 APAC/EMEA 地区收入占比 17%，2019 年 APAC/EMEA 地区收入占比达到了 18%，其中新拓展了加拿大、法国、日本、荷兰和新加坡的新市场。中国由于政策限制，zoom 寻求战略合作伙伴和代理的方式来拓展国内市场。

未来公司仍然希望拓展更多的市场。美国本土以外的市场占比有望持续提升。

图 27: zoom 客户分地区收入占比

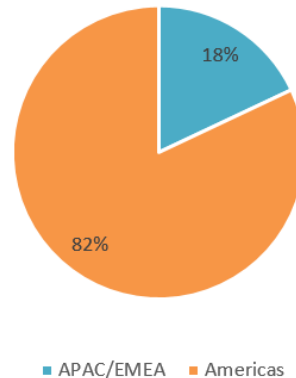
2018年Zoom收入地区分布



资料来源: 招股书, 天风证券研究所

图 28: zoom 客户分地区收入占比

2019年Zoom收入地区分布



资料来源: 招股书, 天风证券研究所

4. Zoom 对国内视频会议行业的启示: 国内发展空间巨大, 相关公司有望估值重估

根据招股书, Zoom 对国内市场非常重视, 由于工程师红利, 其研发部门超过 500 人位于国内。Zoom 由于目前在国内受法律限制, 不能单独在国内开展服务。当前选择的方式为选择合作伙伴和经销商。

Zoom 的发展我们认为对国内视频会议有几点启示:

1、云视频会议 SaaS 市场空间足够大, 国内有望诞生大体量的云视频公司。美国 SaaS 充分竞争的态势下, zoom 能够脱颖而出在几年内实现 160 亿美金市值, 对应人民币千亿以上。国内目前的 SaaS 付费意愿没有美国强, 但是长期空间足够大。而目前国内视频会议 SaaS 服务商仍然偏小, 比较大的小鱼易联此前刚获得腾讯数亿元 C 轮融资。

2、zoom 的视频会议平台全球领先, 目前由于国内政策限制不能直接开展服务, 重点关注和 zoom 合作的相关公司。

3、zoom 目前市值 159 亿美元, 对应 2019 年 PE 超过千倍, PS 为 48 倍, A 股视频会议公司估值相对较低。A 股相关公司如亿联网络对应 2019 年 PE30 倍; 其他如苏州科达等。

重点推荐公司:

亿联网络: 全球 UC 解决方案龙头, 软硬并进, 与微软、Zoom 强强联手

公司是国际领先的企业通信与协作解决方案提供商, 面向全球提供“云+端”视频会议服务。公司以研发为核心, 坚持自主创新, 拥有世界领先的云计算、音视频及图像处理等核心技术专利, 构筑了全场景、云端融合的音视频会议与协作解决方案。

19 年 3 月, 企业市场最大的国际通讯展会之一美国奥兰多 EC 展会隆重召开, 公司携带与微软联合推出的 Teams 音视频解决方案以及与 Zoom 系统兼容的全新视讯终端产品亮相展会, 受到了海内外来宾的广泛关注。

亿联 Teams 系列音视频终端新品将无缝兼容微软 Teams 系统, 不仅将给用户们提供更灵活的硬件切换方案, 还将延续用户在微软的软终端的习惯和界面, 为用户提供最优质的办公体验。同时, 公司与国际知名的视讯厂商 Zoom 携手推出的智能视讯终端产品, 能完美兼容 Zoom 软件系统。公司高质量的一站式视讯终端产品, 在满足用户使用习惯的同时, 省去了用户反复购买麦克风、扬声器、摄像头、触控屏等多种会议设备的麻烦。

SIP 业务稳健发展，VCS 业务有望持续注入活力

根据 Frost & Sullivan 的最新行业数据，SIP 终端细分领域 17-21 年全球整体规模有望从 11 亿美元增长至 20 亿美元左右，行业保持复合增速 16% 左右。我们认为，全球 SIP 终端细分领域具备 3 个特征：1) 行业准入门槛高；2) 降低一次性资本开支，提升办公效率是企业客户的核心驱动力；3) 高毛利率是行业特性。我们认为，受益于全球云化趋势，尤其是以中小型企业客户在选择“按需收费”的“云”模式下，公司作为全球 SIP 终端行业龙头有望持续受益，为公司未来增长提供强而有力的业绩支撑。

根据 Frost & Sullivan 的数据，17 年中国视频会议市场规模为 110.4 亿元，未来 5 年将维持 30% 以上的复合增速，22 年达 445.7 亿元。公司 VCS 业务面向全球客户，且根据客户需求提供“软硬兼备”的解决方案，新业务占整体收入比不断提升。公司 VCS 解决方案为中小企业客户提供低成本、易部署的会议视频场景应用的解决方案。我们认为，随着 5G 对现有网络架构、性能的提升和三大基础电信运营商的提速降费大环境下，国内工商业企业需求有望得到进一步释放。同时，随着公司销售渠道稳步推进以及公司产品研发的持续投入，VCS 业务短期有望维持持续高速增长态势，为公司短期业绩提供活力，以及中长期发展提供逻辑。

建议关注

梦网集团：

公司于 2018 年正式发布梦网富信通 1.0 产品，公司未来将围绕“富信+”打造全新的信息服务生态模式。富信是普通短信的升级版，是集手机通讯录，音频、视频、图像、即时消息推送、文件传输、内容共享、场景呈现、位置服务等多种通信方式于一体的融合通信服务，更适应 5G 大视频、万物互联大时代，有望成为 5G 时代 B2C 端信息通信的主要入口。同时富信具有更高的技术附加值，有望提升产品的毛利率，最终提升公司的整体盈利能力，值得期待。

二六三

公司致力于运用互联网技术和转售方式为客户提供通信服务。在企业客户市场，公司在企业通信和协同办公领域为国内各类企业客户提供企业级 SaaS 服务，致力于成为中国领先的企业通信服务商和企业 SaaS 服务商。同时，公司借助国家“一带一路”和“走出去”战略、积极开展企业国际化通信服务，向企业用户提供国际跨境通信服务和境外本地通信服务。在个人客户市场，公司主要为北美华人提供多平台、多终端的视频内容服务以及虚拟移动通信服务 (MVNO)，致力于成为北美地区的互联网综合服务商。

苏州科达

公司是领先的视频应用综合服务商，除了向公安、检察院、法院、司法、政法委、应急、部队、教育、医疗等政府公共事务领域用户以及广大企业用户，提供多种形态近百款视频会议产品以及摄像机、平台、NVR、存储、编解码器、无线设备等近千款监控产品外，更深度融合用户业务需求和业务流程，并结合云计算、大数据、人工智能、深度学习等技术不断研发优化，为用户定制化开发了智慧城市、指挥调度、智能交通、智慧教育、智慧社区、移动应用、科技法庭、远程会诊等 80 余种行业应用解决方案。

齐心集团

公司主要业务为：办公物资研发、生产和销售；云视频办公服务。目前，公司“齐心好视通”是云视频会议细分领域领导品牌，根据 IDC 报告，2016-2017 年“齐心好视通”在国内云视频会议领域市场占有率持续排名第一。2018 年公司以云视频服务为核心，推出了齐心好视通云音视频 PaaS 开放平台，未来，公司将以 PaaS 开放平台为基础，不断完善 PaaS 平台功能，通过 PaaS+SaaS 综合服务，持续深挖客户需求，巩固在云视频领域的领先地位。

视联动力（科创板申请上市中）

深耕高清视频通信，规模效应开始显现：公司自成立以来，专注于高清视频通信协议及相关技术的研发及应用。公司自主研发 V2V 协议，相关产品多基于“V2V 协议”设计，具有较高的安全性及高品质、高可靠的通信质量，市场占有率高，毛利率处于行业内领先水平。公司近三年营收增长迅速，规模效应开始显现。

加速拓展运营商及广电客户，推进各类视频云网建设：公司加大运营商及广电客户的拓展，来自运营商及各地广电的收入持续增长，推动公司整体收入高增。公司推进视频云网建设，全面统筹建设视频云网骨干网络。产业化发展方面，公司沿“政府-商用-民用”路线向政务及商业领域纵横延伸。

随锐科技（新三板）

公司的主营业务是基于企业互联网平台，为国内外政企客户群/商业客户群提供高品质视频通信云产品与服务。随锐公司是目前国内该行业领先的产品与服务提供商之一；公司客户主要是商业级的客户群体，主要包括：政府部门、事业单位、公共机构(如学校、医院等)、跨国公司、大型企业、中小企业、小微企业等客户类别。公司通过发展具有自主知识产权和自主品牌的视频通信云产品，为政府、企业、事业单位等提供可靠、安全、易用的视频通信云服务。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com