

# 通信

## Slack 登陆美股，企业协作市场加速推进

**Slack 今日在美股上市，突破 200 亿美金市值。**企业协作新兴厂商 Slack 挂牌美股，突破 200 亿美金市值。2019 财年收入达到 4.01 亿美元。近三年收入高速增长，反映出整个企业协作市场的高景气度。继 Zoom 上市之后，又一家企业协作厂商登陆资本市场，这将有望加速整个产业的进一步推进。

**Slack 收入规模持续扩张，用户数增长显著。**Zoom 2019 财年及 2018 财年的收入分别同比增长了 110%/82%，同时收入规模在未来有望持续扩张；公司保持了稳定的高毛利率，2019 财年达到 87%，近年来均维持在 85% 以上的毛利率水平；但由于仍处于发展初期阶段，研发投入和销售费用开支较大，所以仍处于亏损状态。Slack 在全球范围内有超过 1000 万的日活跃用户，覆盖超过 150 个国家，2017/2018、2019 财年，Slack 的付费用户数量分别为 3.7 万人、5.9 万人和 8.8 万人，2018/2019 财年同比分别增长 59% 及 49%。

**企业协作市场迎发展良机，市场规模达数百亿美元。**据 Slack 招股书预计，通信协作产品市场达 280 亿美元，同时，由于市场和竞争对手的数量在迅速发展，整个市场规模仍处于快速扩张阶段，现在的预期可能无法完全反映市场的实际规模。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。

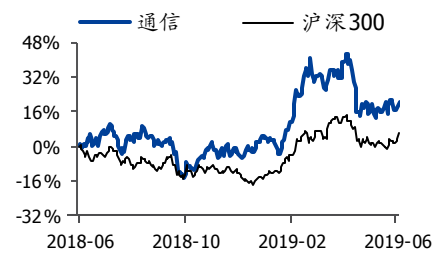
**企业协作仍为蓝海市场，竞争格局逐步明朗。**企业协作产品的渗透率尤其是在中小企业（SMB）的渗透率仍然偏低，早期主要应用于巨头厂商，未来渗透率有望进一步提升，目前仍然处于发展初期。同时产品形态较传统方式也发生一定变化，逐步衍生出两大阵营，一种是以 Slack/Zoom 为主的新兴厂商，一种是以 Microsoft/Cisco 等为主的传统厂商。

**推荐标的：**企业协作市场有望伴随整体 5G 网络的建设以及企业对于运营效率要求的提升得到进一步的扩张，国内相关公司也在着手相关布局，并且进展顺利。推荐关注亿联网络 300628/视源股份 002841/苏州科达 603660/会畅通讯 300578/二六三 002467。

**风险提示：**协作服务市场增长不及预期；市场价格竞争激烈。

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：songjjaji@gszq.com

分析师 黄瀚

执业证书编号：S0680519050002

邮箱：huanghan@gszq.com

### 相关研究

- 1、《区块链：Facebook 主导发布加密货币，机遇与挑战并存》2019-06-18
- 2、《通信：5G 应用侧关注度提升，聚焦云计算+物联网》2019-06-16
- 3、《通信：5G 全面开建，网规网优、配套工程迎来高光时刻》2019-06-11

### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300628	亿联网络	买入	2.85	3.78	4.85	6.08	33.84	25.51	19.88	15.86

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



## 内容目录

1. Slack 挂牌美股上市，企业协作市场再受关注 .....	3
2. Slack 接力 Zoom 登陆美股，企业协作市场迎爆发.....	4
Slack 业务简介.....	4
Slack 的业绩如何？ .....	5
企业协作行业概况.....	9
3. Slack 登陆资本市场的影响.....	10
Slack 上市对于产业的影响.....	10
Slack 的估值.....	10
投资建议 .....	11
4. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1: Slack 产品图例.....	4
图表 2: Slack 融资历程.....	5
图表 3: Slack 近年经营情况 (单位: 亿美元) .....	5
图表 4: Slack 近年利润率情况.....	5
图表 5: Slack 近年费用率情况.....	6
图表 6: Slack 活跃用户分布图.....	6
图表 7: Slack 付费用户增长情况 (单位: 人) .....	7
图表 8: Slack 付费超 10 万美元用户增长情况 (单位: 人) .....	7
图表 9: 公司的 ARR 情况.....	7
图表 10: Slack 收费模式.....	8
图表 11: Slack 集成的应用列举.....	8
图表 12: 企业协作产品形态.....	9
图表 13: 估值分析.....	11

## 1. Slack 挂牌美股上市，企业协作市场再受关注

今日企业协作 SaaS 厂商 Slack 在美股挂牌上市，首日便大涨 75%，突破千亿市值。关于 Slack 的业务以及企业协作市场的情况，我们进行了详细的阐述，也借此给予国内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. Slack 的业务以及业绩情况如何？
2. 企业协作行业的情况如何？
3. Slack 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. Slack 是全球领先的企业协作 SaaS 厂商，近年来业务规模高速增长，公司 2019 财年实现营业收入 4.01 亿美元，全年由于处于初期投入期亏损 1.4 亿美元。

2. 企业协作（统一通信）市场仍为蓝海市场，主要系用户渗透率仍处于较低位，用户的付费意愿以及使用习惯需要市场逐步培育，行业整体规模在 300-400 亿美金左右。

3. Slack 的收入仍处于快速扩张期，且由于客户黏性较高，预期未来在成熟期将有稳定的现金流回报，前期处于投入阶段，大量费用侵蚀了利润，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. 市场担心企业协作市场的空间有限，且属于充分竞争的红海市场；但由于整体用户的渗透率仍处于较低水平，特别是“中小企业”为主的市场仍处于早期发展阶段，未来行业的增长空间十分可观。
2. 市场行业竞争格局不明朗；我们认为新兴技术/新兴厂商以及传统巨头分成两大阵营，各有优劣，在这个用户体验至上的商业环境下，可能将会有各自的目标市场，共同分享行业增长的红利。

### 股价上涨的催化因素

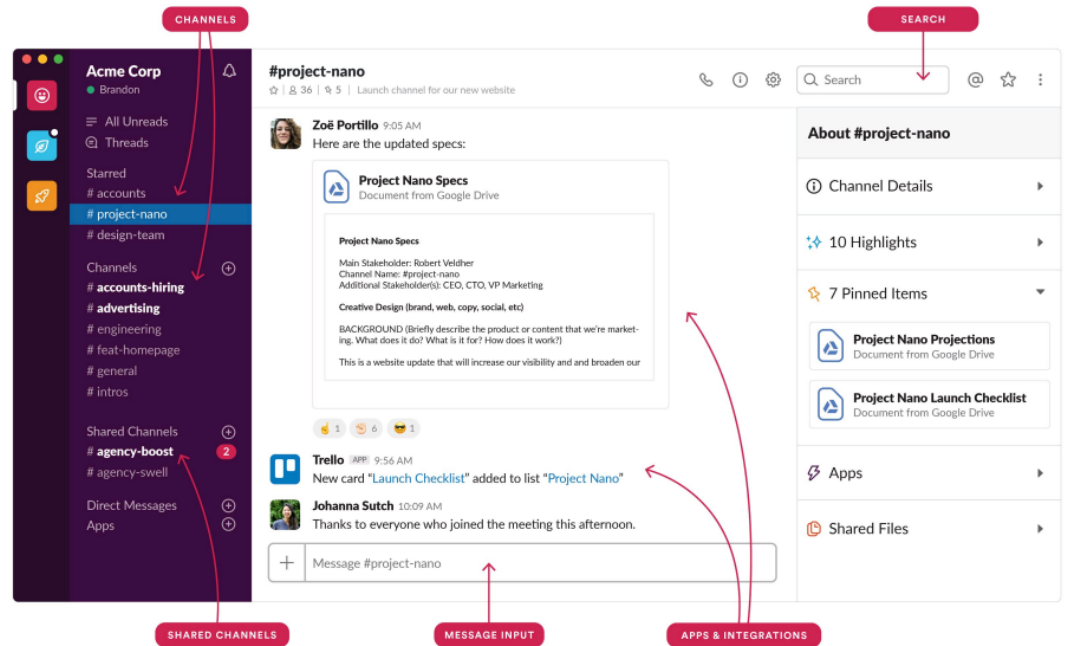
1. 企业协作市场增长迅速；
2. 行业龙头及领先企业业绩持续高增长；
3. 巨头企业加速推广企业协作服务产品。

## 2. Slack 接力 Zoom 登陆美股，企业协作市场迎爆发

### Slack 业务简介

Slack Technologies 是一个软件协作平台，是一款用于企业内部沟通协作的工具。是将聊天、办公软件集成、文件整合、搜索功能等集合为一体的平台，几乎是对工作场景及功能需求进行全覆盖的一款办公协同软件，提高企业内部协作效率。

图表 1: Slack 产品图例



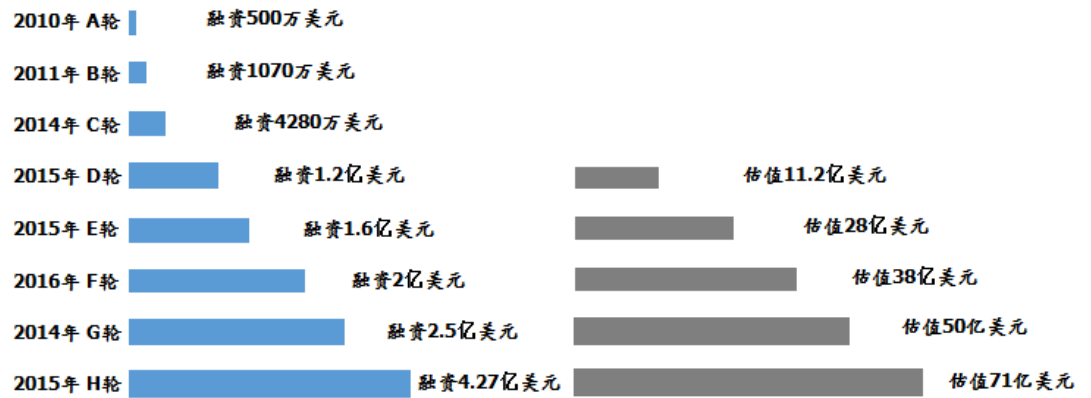
资料来源: Slack 招股说明书, 国盛证券研究所

Slack 的创始人是斯图尔特·巴特菲尔德，巴特菲尔德是原来 Flickr 的创始人。

2009 年，他们研发出一款名为 Glitch 的 MMORPG 游戏，但是开发团队处于异地，便使用 IRC（一种在线聊天工具）进行沟通。但是觉得功能不满足，便自己开发了一款即时通讯软件—Slack。Slack 和 IRC 之间最大的区别之一，就是完全异步：用户可以注销，当他们重新登录时，消息仍然存在。

2010-2018 年，Slack 经历了 8 轮以上融资，总计融资规模超过 12 亿美元，H 轮估值 71 亿美金。

图表 2: Slack 融资历程



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

### Slack 的业绩如何?

从公司的收入规模来看, 保持了高速的发展; 同时尽管公司由于处于初期投入阶段, 利润仍为亏损, 但是伴随着收入的高速增长的趋势, 亏损却还维持稳定。

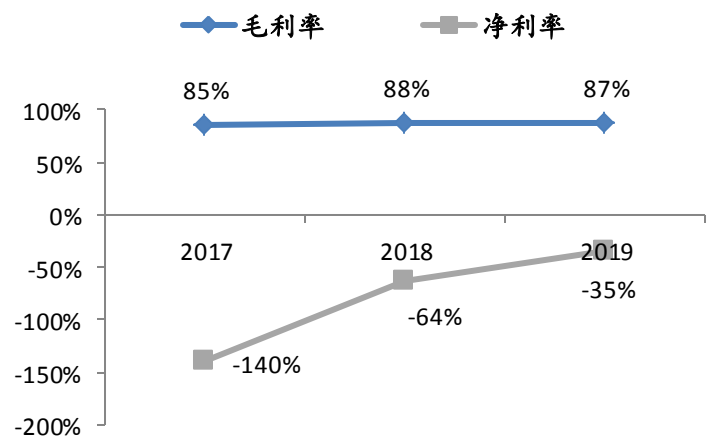
根据公司的招股说明书, 公司 2019 财年实现营业收入 4.01 亿美元, 亏损约 1.41 亿美元。公司的毛利率维持较高水平, 近几年在 85% 以上, 但是初期的研发投入和销售费用较高, 影响了公司的利润, 但整体费用率随着收入增长在显著降低, 未来占收入比重有望显著收窄。

图表 3: Slack 近年经营情况 (单位: 亿美元)



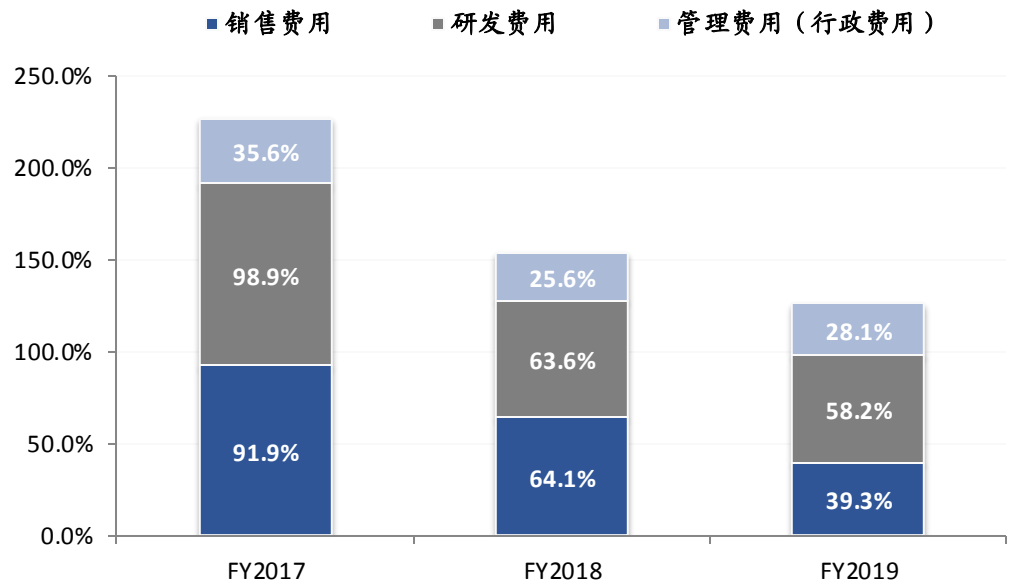
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: Slack 近年利润率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: Slack 近年费用率情况

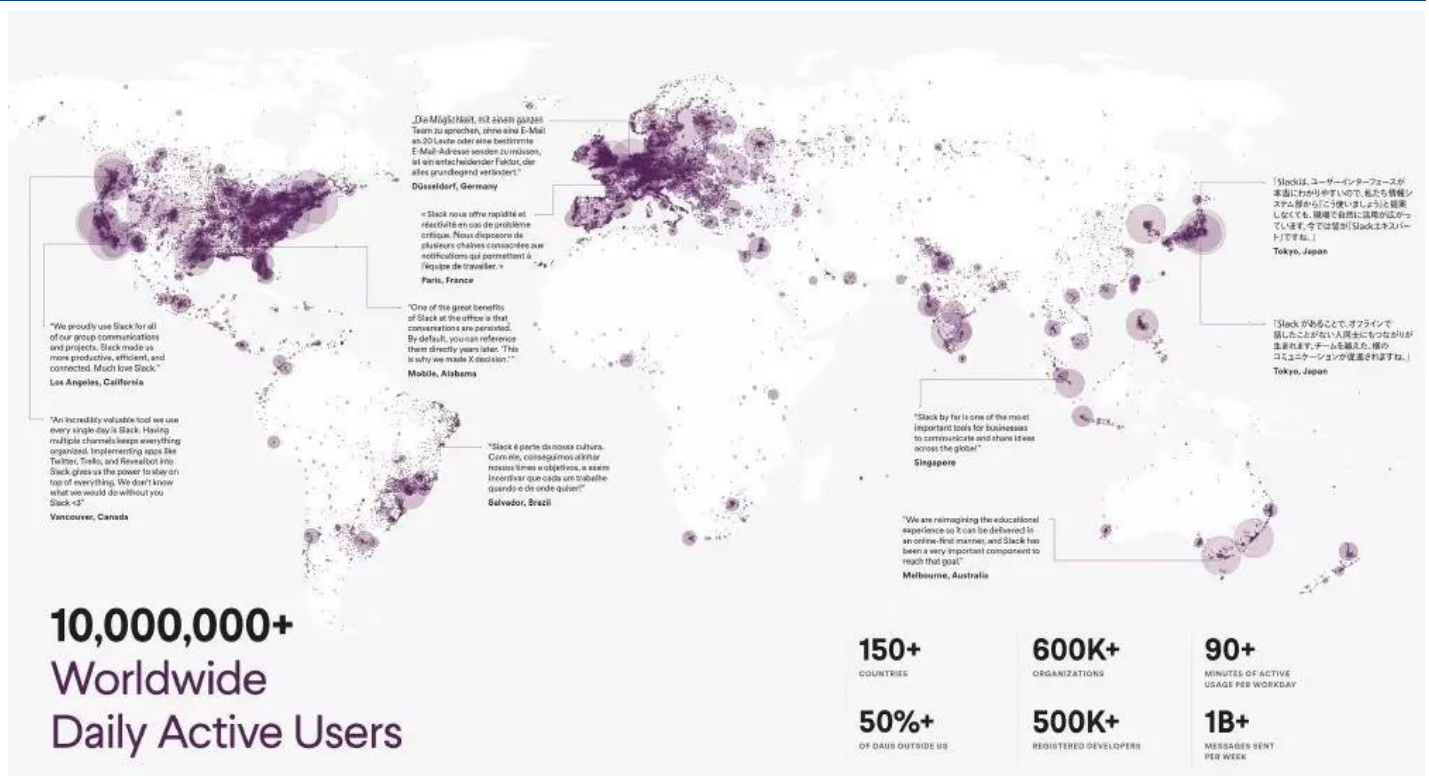


资料来源: Slack 招股说明书, 国盛证券研究所

截至 2019 年一月底, Slack 在全球范围内有超过 1000 万的日活跃用户, 覆盖超过 150 个国家, 其中有一半以上不在美国 (如下图), 意味着市场占有率迅速全球化扩张。

同时活跃用户平均每天保持 90 分钟以上的使用时间, 付费用户平均通过一台设备接入 Slack 超过 9 个小时/日。

图表 6: Slack 活跃用户分布图

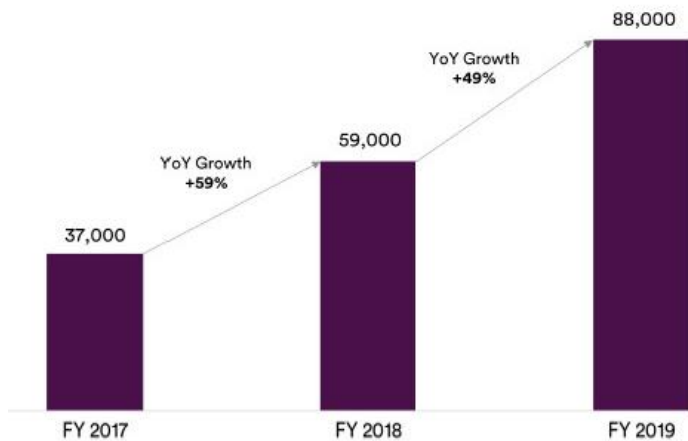


资料来源: Slack 招股说明书, 国盛证券研究所

同 ToC 端的软件不同，由于 Slack 大多是面向 B 端用户，直接面向企业市场，而企业服务市场的用户粘性相对较高，因为更换办公协作软件的成本较高也较难操作。所以初期的扩张，以及对用户体验的追求和及时响应对企业未来市场份额有决定性的作用。同时在扩展用户的同时，公司也在逐步提升付费服务力度。

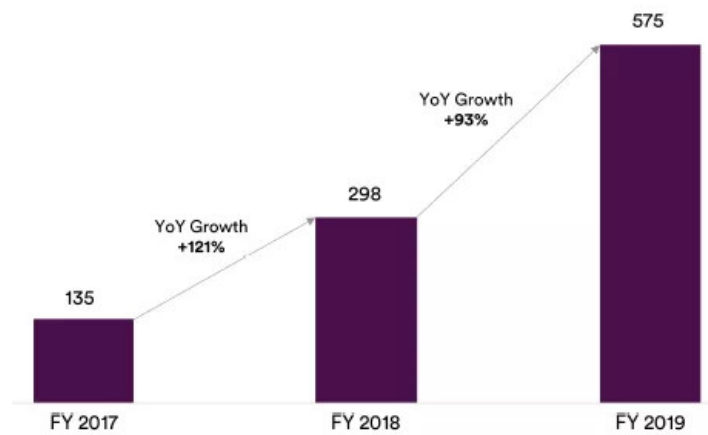
截至 2017 年、2018 年和 2019 年 1 月 31 日，Slack 的付费用户数量分别为 3.7 万人、5.9 万人和 8.8 万人，2018/2019 财年同比分别增长 59% 及 49%；付费超过 10 万美元的用户分别为 145 人、298 人和 575 人，2018/2019 财年同比分别增长 121% 及 93%。

图表 7: Slack 付费用户增长情况 (单位: 人)



资料来源: Slack 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 8: Slack 付费超 10 万美元用户增长情况 (单位: 人)

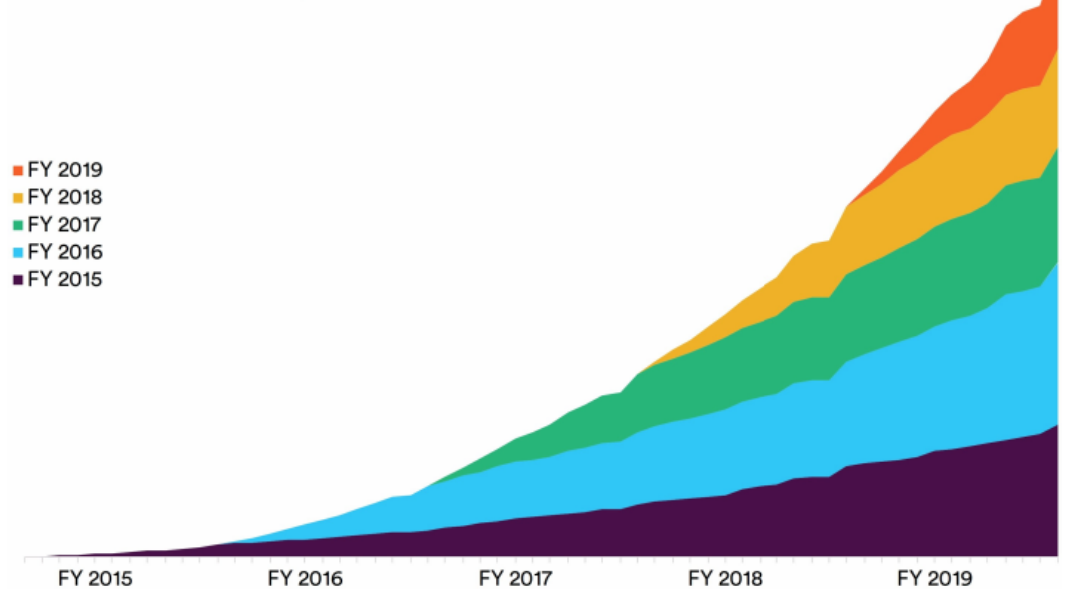


资料来源: Slack 招股说明书, 国盛证券研究所

由于用户的高度粘性，在用户流失率方面，Slack 也保持了较低的流失率。从年度精华藏心收入来看，下图的每个色块代表在给定财政年度首次从公司购买产品的付费客户，付费客户保持了良好的持续性。

图表 9: 公司的 ARR 情况

### Annual Recurring Revenue (ARR) by Annual Cohort through January 31, 2019



资料来源: Slack 招股说明书, 国盛证券研究所

在付费方面，Slack 我们提供了四种方案：免费版、标准版、增强版和企业版。免费版、标准版和增强版等都是由单个工作区组成。中小企业采用较多。高级版本会提供额外的特性和功能，例如企业密钥管理等。

企业版允许付费客户：

- 创建和管理无限制的连接工作区和通道；
- 跨多个工作区进行搜索；
- 集中控制访问，以确保公司的数据保持安全；
- 可与第三方预防数据丢失工具集成。

图表 10: Slack 收费模式

FREE	STANDARD	PLUS	ENTERPRISE GRID
<b>Top Features</b>	<b>Top Features</b>	<b>Top Features</b>	<b>Top Features</b>
	Includes <b>Free</b> features and	Includes <b>Standard</b> features and	Includes <b>Plus</b> features and
Access the team's most recent 10,000 messages	Access all of the team's content	99.99% guaranteed uptime SLA	Access unlimited workspaces with channels to connect a workspaces
Access up to 10 third-party or custom integrations	Access unlimited integrations	User provisioning and deprovisioning	Organization-wide search, direct-messaging, and announ focused channels
1-to-1 audio and video calls	Group audio and video calls with screen sharing	SAML based single sign-on	Security, compliance, billing, and platform integration management
Standard customer support	Guest accounts	Data exports	Integrations with Data Loss Prevention, e-Discovery, Ente Mobility Management, and offline backup providers
	Priority customer support	24/7 customer support with response within 4 hours	Dedicated account and customer success teams

资料来源: Slack 公告, 国盛证券研究所

同时，Slack 的一大特点就是集成了众多第三方应用程序。超过 90% 的客户会在 Slack 上使用第三方应用程序。可兼容的应用程序涉及面很广，从巨头公司的软件，以及一些初创公司的应用，都可以兼容进来。截至 2019 年 1 月 31 日，我们的应用程序目录中列出了 1500 多个应用程序。其中一些应用如下：

图表 11: Slack 集成的应用列举

ANALYTICS	COMMUNICATION	CUSTOMER SUPPORT	DESIGN	DEVELOPER TOOLS	FILE MANAGEMENT
Google Analytics Insights	BlueJeans	Desk.com	Adobe Creative Cloud	Bitbucket Cloud	Box
Looker	Cisco WebEx	Freshdesk	Canva	Github	Dropbox
Qualtrics	RingCentral	Gainsight	Dropbox Paper	Jira Cloud	Google Drive
Sisense	Skype	Intercom	Lucidchart	New Relic	Microsoft OneDrive
SurveyMonkey	Zoom	Zendesk		PagerDuty	Quip
FINANCE	HUMAN RESOURCES	OFFICE PRODUCTIVITY	SALES & MARKETING	SECURITY & COMPLIANCE	SOCIAL & FUN
Concur	ADP Virtual Assistant	Asana	HubSpot	Cisco Cloudlock	Donut
Coupa Messenger	Greenhouse	Google Calendar	MailChimp	HackerOne	Foursquare
Stripe	UltiPro	Smartsheet	Marketo	McAfee Skyhigh	Giphy
Zoho	Zenefits	Trello	Salesforce	Okta	Polly
				Symantec CloudSOC	Twitter

资料来源: Slack 招股说明书, 国盛证券研究所



## 企业协作行业概况

据 Slack 招股书预计，通信协作产品市场达 **280 亿美元**，同时，由于市场和竞争对手的数量在迅速发展，整个市场规模仍处于快速扩张阶段，现在的预期可能无法完全反映市场的实际规模。

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**。

企业协作产品（UC 产品）可以划分成 6 类：

电话—这个领域包括固话、移动电话和软电话，也包括演进型的 PBX 和 IP PBX。功能类别包括语音、视频通过传统的电话网络，也包括直接通过 Internet。

会议—这个领域包括多方视频（语音）会议。视频会议和 web 会议又包括文档、应用贡献功能和各种各样的统一会议功能单元。

消息—这个领域包括电子邮件，语音信箱等其他与此接近的统一消息功能。

在线状态和 IM—即时消息允许个人实时地发送文本和其他信息给其他个人和组织。

客户端—统一的客户端允许使用统一的接口实现多样化的沟通方式。通过不同的形式，包括功能丰富的桌面客户端、浏览器客户端和移动设备上的客户端，比如智能电话和平板电脑，甚至包括嵌入在特殊商业应用上的客户端。

具有通信功能的应用—直接用于商业应用的并且通过文本交流的即时通讯功能。

这些产品和应用都会大幅度地提高工作和流程的有效性和精确性，也能更有效地瞄准垂直行业的解决方案。

图表 12: 企业协作产品形态



资料来源: Soft78, 国盛证券研究所

协作产品有六点特征将会重点影响到产品的成功和使用者的满意度与否。

用户体验—所有相关设备的质量、直观性和可用性将会严重影响到这个方案的可行性、可接受程度、被习惯使用最终提高企业生产力。

可移动性—用户期望的 UC 解决方案影响到移动设备将持续稳步上升。

协同工作能力—企业希望当开启了公司的 B2B、B2P 和 B2C 联盟的时候避免出现被供应商封锁的现象。

云和混合云—将本地化的 UC 和云或混合 UC 服务整合将在这个成熟地可自由选择的市场上持续扮演者越来越重要的角色。

多功能诉需求—成功的协作产品解决方案是多样化的。

开发者网络—合作开发者伙伴对于产品的迭代和更新有重要意义。

### 3. Slack 登陆资本市场的影响

#### Slack 上市对于产业的影响

继 Zoom 上市之后, Slack 的上市将有望进一步提升整个市场对于企业协作产品市场的关注度。资本市场给予 Slack 以及 Zoom 这类企业协作 SaaS 厂商的高估值, 一方面印证了企业市场发展的巨大潜力, 一方面印证了 SaaS 的模式在企业市场的可行性。可以重点关注以下几个方面:

1. 新兴的协作产品厂商 (Slack/Zoom 等) 与传统协作产品厂商 (Microsoft/Cisco 等) 的竞争格局和竞争力;
2. 协作产品市场的发展阶段以及持续性;
3. 品牌/技术/先发优势/价格/用户体验等对于产品市场份额的权重影响。

企业的协作服务市场有望进一步加快发展。随着 5G 之后带来的整体网络速率大幅提升, 对于企业的即时通信/文件传输/视频会议等方面都会有长足的促进, 行业有望驶入快车道。

#### Slack 的估值

从估值角度来看, 资本市场对于 Slack、Zoom 这类企业协作市场的 SaaS 厂商给予了较高的估值溢价, 也表明了对于整个行业和公司前景的看好。Slack 的发行价格为 26 美元/股, 收盘股价抬升至 38.62 美元/股, 市值放大至 195 亿美金, 对应 2019 财年的 PS 达到 49 倍。

与国内的公司相比, Slack 以及 Zoom 的估值以及商业模式可以被进一步借鉴和参考:

1. Slack 有望伴随企业服务协作市场的增长, 收入规模继续快速放大;
2. 初期阶段, 高额费用侵蚀了利润, 但公司的实际业务毛利率高达 85% 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);
3. 高用户粘性以及行业先发优势带来成熟期的预期稳定的现金流回报, 成熟期的销售和研发费用占比或将大幅收缩, 初期扩张市场份额更加重要。

**投资建议**

图表 13: 估值分析

证券代码	证券简称	收盘价 (2019.06.20)	收入 (亿元)		利润		PS		PE	
			2018A	2019E	2018A	2019E	2018A	2019E	2018A	2019E
WORK.O	Slack	38.62 美元	2.21 亿美元	4.01 亿美元	-1.40 亿美元	-1.41 亿美元	88	49	N/A	N/A
ZM.O	Zoom	103.00 美元	1.51 亿美元	3.31 亿美元	-0.04 亿美元	0.08 亿美元	186	84	N/A	3513
300628	亿联网络	96.43 元	18.15	24.12	8.55	11.31	16	12	34	26
002467	二六三	6.61 元	9.29	11.12	0.86	1.63	10	8	104	55
603660	苏州科达	14.67 元	24.54	31.50	3.22	4.20	3	2	23	18
300578	会畅通讯	25.14 元	2.25	7.92	0.18	1.79	19	5	233	23
002841	视源股份	72.50 元	169.84	210.24	10.04	13.74	3	2	47	35

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 未覆盖公司取 Wind 一致预期测算

而国内的几家协作产品相关上市公司,也已经纷纷开始布局,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 Slack 和 Zoom 的高估值,国内的厂商估值均处于合理偏低的位置。

综上所述,我们重点推荐关注:

### 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) 视源股份 002841

公司在板卡保持了全球领先的地位,占据较高市场份额;智能平板业务公司渠道优势明显,教育市场市占率高,未来增长空间有望更多向视频会议等方向蔓延。

### 3) 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。

### 4) 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。

### 5) 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. **协作服务市场增长不及预期**: 若整个协作产品市场增长不及预期, 或对相关公司的业绩增长产生一定影响;
2. **市场价格竞争激烈**: 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所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