

# AI+客服软件落地确定性高，有望带动产业价值量开启新一轮再分配

## 核心观点

NICE 的核心逻辑是 1) 未来企业上云空间大。目前企业正在由本地联络中心向云端转移，预计 TAM 从 22 年 80 亿美元扩展至 27 年 220 亿美元。CCaaS 市场 TAM 潜力巨大。AI 驱动的 CX 解决方案正在被更广泛的企业接受。2) 相比其他玩家，NICE 在金融、政务等领域积累深厚经验，并提供完整解决方案，包括 NICE CXone、专家服务模式 and 广泛的合作伙伴生态系统。NICE 是业内首家提出数字优先战略，在数据全渠道整合、用户交互自动化等领域领先同行，因此在企业转向 AI 时 NICE 获益明显。

## 要点

NICE 主营联络中心软件解决方案，过往营收/利润增长稳健，但 23 年以来逻辑发生积极变化

核心逻辑为：1、龙头转型 CCaaS，客户有望加速上云。头部供应商 Genesys 宣布于 2024-25 年停止本地产品/多云服务，Avaya 2023H1 完成破产重组，后续对 CCaaS 的投资受限，NICE 预计将受益于客户迁移过程。据 NICE 管理层，4Q23 行业上云率~20%，AI 及数字化驱动行业上云，预计 TAM 从 22 年 80 亿美元扩展至 27 年 220 亿美元。2、AI 将驱动量价结构变化。2023 年 6 月 NICE 引入 AI，产品定价有望从固定量转向使用量定价，定价结构调整将推动单客户价值提升，中长期使用量增长则受消费者互动全面数字化、自动化驱动。4Q23 管理层提到 81% 的消费者与企业的互动是数字化的。Gartner 估计 2023 年仅有 3% 的交互实现自动化，2027 年预计提升至 14%。

行业的成长逻辑是服务标准化以降本/提升客户体验

1) CCaaS 行业发展的一级驱动力是低成本，本质是规模效应。2017-23 年 CCaaS 的新增订单最大客户均为 BPOs(业务流程外包商)，23 年占比~85%，企业大量将客户服务流程外包，例如从美国外包至印度、菲律宾、拉美等地区，其中人力部分由 BPOs 负责，软件解决方案由第三方 CCaaS 服务商，硬件由 CSP 云化后提供。这种分工设计本质是规模效应驱动的效率提升，从而降低市场价格。

## NICE(NICE.O)

首次评级

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期：2024 年 03 月 10 日

当前股价：239.03 美元

目标价格 6 个月：334 美元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
10.08/8.00	18.90/6.73	13.82/-25.68
12 月最高/最低价 (美元)		248.89/151.83
总股本 (万股)		6,327.12
流通股本 (万股)		6,327.12
总市值 (亿美元)		151.24
流通市值 (亿美元)		151.24
近 3 月日均成交量 (万)		35.47

#### 主要股东

Janus Henderson Group plc and	8.70%
Janus Henderson Enterprise Funds	

### 股价表现



### 相关研究报告

**2) 二级驱动力是客户体验提升，本质是服务自动化、标准化。**在给定成本情况下，企业也在寻求客户体验的优化。客户体验本质是企业专有知识库构建+客服代理服务质量的一致性，AI 对于专有知识库（如 FAQs）自动化构建有所帮助，且整体上提升反馈的质量。根据 Aberdeen，引入 AI 有助于提升客户满意度、客服反馈及时度，因为 Gen AI 可以帮助客服进行知识库的搜索以更快响应客户，并且根据反馈分析客户情绪，推荐客服进行合适应答等。

**竞争逻辑主要是通过垂直领域积累（深度）与整合（广度）扩张业务范围。**UCaaS 聚焦企业内部通信，CCaaS 聚焦外部联络，底层架构共通但场景需求存在差异。许多客户最初采用 UCaaS 解决方案，逐步对客户服务和联络中心提出需求，因此存在从 UCaaS 向 CCaaS 迁移的需求。总体而言，CCaaS 厂商在垂直领域积累更重要，包括 1) 行业痛点及合规要求；2) 行业最佳实践及专有功能，例如金融行业的交易记录和监控，客户身份验证，需要加密技术保护客户支付卡信息，符合 PCI DSS 标准等；3) 持续的品牌推广和客户形象塑造。横向整合主要拓展新增长点，增强客户粘性，例如 NICE 从后端的 CCaaS 拓展至前端的客户分析等，从而构建核心竞争力。

**竞争分析上，行业其他玩家面临调整，NICE 发展势头更胜一筹。**1) **Avaya/Cisco** 大多是防御逻辑。Genesys 本地+多云产品 EOL 催化客户流失，Avaya 破产重整+云产品迁移缓慢，NICE 受益这一趋势。Avaya 及 Cisco 是本地联络中心的领导者，强于 ACD（自动呼分配）、PBX（私人分支交换）等，疫情催化企业端需求（不同位置分布的代理进行集中式云架构的需求急剧增加）。Genesys/NICE 强于数字渠道集成及实时聊天。Avaya 破产重整制约了其对于 CCaaS 的投资。Cisco 通过外部收购试图转型 CCaaS 市场，当前正处于产品迭代的过程，解决方案的完整性不足。Genesys 大幅调整渠道网络，导致许多合作伙伴转而与其他供应商合作。Five9 AI 结合处于行业领先，但国际化进度缓慢，且产品完整度有待提升。

**2) 云厂商方面，AWS 的联系中心功能不完整，缺乏细分功能支持且语音邮件和消息模块和劳动力管理模块依赖第三方模块集成，会导致额外费用。Google 定位集成平台，对垂直解决方案投入有限，可能使其在 CCaaS 市场中处于边缘位置。微软的 CCaaS 平台功能不完整，依靠现有产品生态系统进行协作，但可能面临整合困难和时间成本，且 Dynamics 平台的复杂性可能限制其市场潜力。Zoom 在 UCaaS 领域被 Teams 压制，此前曾计划收购 FIVN 进入 CCaaS 市场但后续取消，因此威胁不大。**

**投资建议：**NICE 主营联络中心软件解决方案，过往营收/利润增长稳健，但 23 年以来逻辑发生积极变化。核心逻辑为：1) 龙头转型 CCaaS，客户有望加速上云；2) AI 将驱动量价结构变化，产品定价有望从固定量转向使用量定价，中长期使用量增长则受消费者互动全面数字化、自动化驱动。

行业的成长逻辑是标准化客户联系过程以提升客户体验，并降低客服代理管理成本。2017-23 年 CCaaS 的新增订单最大客户均为 BPOs(业务流程外包商)，23 年占比~85%，企业大量将客户服务流程外包，例如从美国外包至印度、菲律宾、拉美等地区。

行业竞争层面，1) 头部供应商面临调整，如 Avaya 破产重整+云产品迁移缓慢，而 Genesys 大幅调整渠道网络，导致许多合作伙伴转而与其他供应商合作；2) 云厂商方面，AWS 的联系中心功能不完整，缺乏细分功能支持且依赖第三方支持，Google 定位集成平台，对垂直解决方案投入有限，微软的 CCaaS 平台功能不完整，依靠现有产品生态系统进行协作，但可能面临整合困难和时间成本。整体而言，NICE 处于行业发展有利位置，有益于优先获益 Gen AI 的投资。我们首次覆盖 NICE 并给予“买入”评级。

目录

投资亮点：AI+客服软件落地确定性高，有望带动产业价值量开启新一轮再分配 .....	1
公司概况：主营客服支持系统及金融反欺诈平台 .....	3
成长逻辑：客户业务外包驱动客服软件专业化，CCaaS 需求向好.....	9
竞争分析：垂直积累构筑壁垒，横向拓展优化利润空间.....	21
金融反欺诈：在全球头部金融机构领域地位稳固 .....	27
公共安全：全球公共安全市场的行业领导者 .....	30
盈利预测 .....	32
估值 .....	32
投资评价和建议 .....	33
风险分析 .....	34
报表预测 .....	35

## 图目录

图 1:NICE 业务结构分析.....	3
图 2:NICE 公司总收入与年度变化（百万美元）.....	3
图 3:NICE 公司云业务收入及占总体收入比重（百万美元）.....	3
图 4:支持服务收入及占总体收入比重（百万美元）.....	4
图 5:产品收入及占总体收入比重（百万美元）.....	4
图 6:Genesys 云联络中心架构.....	4
图 7>Contact Center 云架构.....	5
图 8:私有数据中心架构.....	5
图 9:CXone 坐席界面.....	6
图 10:细分功能——坐席生产力报告.....	6
图 11:细分功能——坐席业绩报告.....	6
图 12:细分功能——搜索交互.....	7
图 13:细分功能——日程表.....	7
图 14:基于 Enlighten 的 BI 报告.....	7
图 15:Enlighten Copilot（坐席视角）.....	8
图 16:Enlighten Copilot（监督者视角）.....	8
图 17:基于 Enlighten 的实时交互指导功能.....	9
图 18:2018-22 年全球联络中心软件市场分厂商收入（百万美元；%）.....	9
图 19:1Q 23NICE 处于 CCaaS 领导者地位.....	10
图 20:NICE 获得 Gartner 2022 客户心声首选.....	10
图 21:NICE 获得 2021 云联络中心价值指数首位.....	10
图 22:2Q23 NICE 处于 CCaaS 领导者地位.....	10
图 23:CXone、Genesys Cloud、Five9 功能比较.....	11
图 24:2022-27 年全球联络中心软件市场规模及增速（百万美元，%）.....	12
图 25:2022-27 年全球联络中心软件分地区市场规模（百万美元）.....	12
图 26:2018-22 年全球联络中心软件市场分厂商收入（百万美元）.....	12
图 27:2022 年美国联络中心市场客户结构（%）.....	12
图 28:Five9 联络中心软件解决方案的常用定价方案（美元/月/坐席）.....	15
图 29:美国 2008-2023 年年度坐席流失率.....	16
图 30:坐席流失率分层.....	16
图 31:联络中心坐席历年工资（单位：美元）.....	16
图 32:联络中心坐席每小时平均工资.....	16
图 33:2017-23 年新增客服代理岗位地区分布（%）.....	17
图 34:2017-23 年新增客服代理岗位地区分布（个）.....	17
图 35:2016-23 年客服代理下游客户需求趋势（个）.....	17
图 36:BPOs 和金融服务行业是客服代理的主要客户.....	17
图 37:2014-2022 年美国联络中心雇员数量（百万人）.....	18
图 38:2015Q4-2019Q4 全球云联络中心坐席数量（百万）.....	18
图 39:使用 AI 改进服务的公司获得了 CX 相关指标的改进（年同比变化，n = 307）.....	20

图 40:Enlighten AI 有望改变定价结构, 从 Labor TAM 转向 Tech TAM.....	21
图 41:2Q23 NICE 处于 CCaaS 领导者地位.....	22
图 42:1Q23 NICE 处于 CCaaS 领导者地位.....	22
图 43:联络中心行业销售渠道的变革.....	23
图 44:AWS 坐席界面.....	24
图 45:联络中心主要玩家产品功能对比.....	26
图 46:NICE Actimize 界面.....	27
图 47:2023 NICE 处于金融犯罪与合规市场领导地位.....	28
图 48:3Q22 NICE 处于金融犯罪与合规市场领导地位.....	28
图 49:Xceed Mobile 示意图.....	28
图 50:Xceed 反洗钱解决方案.....	29
图 51:通过 CDD 进行客户风险管理.....	29
图 52:X-Sight Entity Risk.....	30
图 53:EvidenCentral 介绍.....	31
图 54:2023 年 NICE 处于公共安全领域领导地位.....	31
图 55:2023 年 NICE 处于公共安全领域领导地位.....	31
图 56:SoTP 估值.....	32

## 表目录

表 1:NICE、Avaya、Genesys 通过 FedRAMP 认证的具体情况.....	13
表 2:Genesys 客户体验/联络相关的多云产品/本地产品于 24H2-25 年陆续停止服务.....	14
表 3:Avaya 于 21-23 年陆续停止联络中心软件相关的产品服务.....	14
表 4:NICE CXone 定价.....	18
表 5:可比公司估值 (截止 2024/3/8).....	32
表 6:NICE 2024 Non-GAAP EPS 对 Cloud/Service 收入增速敏感分析.....	34

## 投资亮点：AI+客服软件落地确定性高，有望带动产业价值量开启新一轮再分配

NICE 主营联络中心软件解决方案，过往营收/利润增长稳健，但 23 年以来逻辑发生积极变化。核心逻辑为：1、龙头转型 CCaaS，客户有望加速上云。头部供应商 Genesys 宣布于 2024-25 年陆续停止本地产品/多云服务，Avaya 2023 年 2 月宣布破产重组，5 月完成重组，但后续对 CCaaS 的投资受到限制，NICE 预计将受益于客户迁移过程。据 NICE 管理层，4Q23 行业上云率~20%，AI 及数字化驱动行业上云，预计 TAM 从 22 年 80 亿美元扩展至 27 年 220 亿美元。<sup>1</sup> 2、AI 将驱动量价结构变化。2023 年 6 月 NICE 发布 Enlighten Copilot 产品。引入 AI 后，客服/金融欺诈解决方案的定价有望从固定量定价转向使用量定价，受益于 NICE 对大客户的覆盖度，定价结构调整有望利好 NICE 单客户价值提升，中长期使用量增长则受消费者互动全面数字化、自动化驱动。4Q23 管理层提到 81% 的消费者与企业的互动是数字化的。Gartner 估计 2023 年仅有 3% 的交互已用 AI 实现自动化，2027 年这一比重将提升至 14%<sup>2</sup>。

行业的成长逻辑是标准化客户联系过程以提升客户体验，并降低客服代理管理成本。

- **CCaaS 行业发展的一级驱动力是低成本，本质是规模效应。**据 Site Selection Group，2017-23 年 CCaaS 的新增订单最大客户均为 BPOs(业务流程外包商)，23 年占比~85%，这意味着企业大量将客户服务流程外包，例如从美国外包至印度、菲律宾、拉美等地区，其中人力部分由 BPOs 负责，软件解决方案由第三方 CCaaS 服务商，硬件由 CSP 云化后提供。这种分工设计本质是规模效应驱动的效率提升，从而降低市场价格。对 CCaaS 而言，人力部分管理成本边际提升，且 BPOs 市场碎片化程度较高，CCaaS 及 CSP 议价能力较好。
- **二级驱动力是客户体验提升，本质是服务自动化、标准化。**在给定成本情况下，企业也在寻求客户体验的优化。客户体验本质是企业专有知识库构建+客服代理服务质量的一致性，AI 对于专有知识库（如 FAQs）自动化构建有所帮助，且整体上提升反馈的质量。根据 Aberdeen，引入 AI 有助于提升客户满意度、客服反馈及时度，因为 Gen AI 可以帮助客服进行知识库的搜索以更快响应客户，并且根据反馈分析客户情绪，推荐客服进行合适应答等。

竞争逻辑主要是通过垂直领域积累（深度）与整合（广度）扩张业务范围。UCaaS 聚焦企业内部通信，CCaaS 聚焦外部联络，底层架构共通但场景需求存在差异。许多客户最初采用 UCaaS 解决方案，逐步对客户服务和联络中心提出需求，因此存在从 UCaaS 向 CCaaS 迁移的需求。总体而言，CCaaS 厂商在垂直领域积累更重要，包括 1) 行业痛点及合规要求；2) 行业最佳实践及专有功能，例如金融行业的交易记录和监控，客户身份验证，需要加密技术保护客户支付卡信息，符合 PCI DSS 标准等；3) 持续的品牌推广和客户形象塑造。横向整合主要拓展新增长点，增强客户粘性，例如 NICE 从后端的 CCaaS 拓展至前端的客户分析等，从而构建核心竞争力。

竞争分析上，行业其他玩家面临调整，NICE 发展势头更胜一筹。1) Avaya/Cisco 大多是防御逻辑。Genesys 本地+多云产品 EOL 催化客户流失，Avaya 破产重整+云产品迁移缓慢，NICE 受益这一趋势。Avaya 及 Cisco 是本地联络中心的领导者，强于 ACD（自动呼分配）、PBX（私人分支交换）等，疫情催化企业端需求（不同位置分布的代理进行集中式云架构的需求急剧增加）。Genesys/NICE 强于数字渠道集成及实时聊天。Avaya 破

<sup>1</sup> NICE Investor and Analyst Day Presentation, Page 16.

<sup>2</sup> <https://www.gartner.com/en/newsroom/press-releases/2023-07-31-gartner-says-conversational-ai-capabilities-will-help-drive-worldwide-contact-center-market-to-16-percent-growth-in-2023>

产重组制约了其对 CCaaS 的投资。Cisco 通过外部收购试图转型 CCaaS 市场，当前正处于产品迭代的过程，解决方案的完整性不足。Genesys 大幅调整渠道网络，导致许多合作伙伴伙伴转而与其他供应商合作。Five9 AI 结合处于行业领先，但国际化进度缓慢，且产品完整度有待提升。

2) 云厂商方面，AWS 的联系中心功能不完整，缺乏细分功能支持且语音邮件和消息模块和劳动力管理模块依赖第三方模块集成，会导致额外费用。Google 定位集成平台，对垂直解决方案投入有限，可能使其在 CCaaS 市场中处于边缘位置。微软的 CCaaS 平台功能不完整，依靠现有产品生态系统进行协作，但可能面临整合困难和时间成本，且 Dynamics 平台的复杂性可能限制其市场潜力。Zoom 在 UCaaS 领域被 Teams 压制，此前曾计划收购 FIVN 进入 CCaaS 市场但后续取消，因此威胁不大。

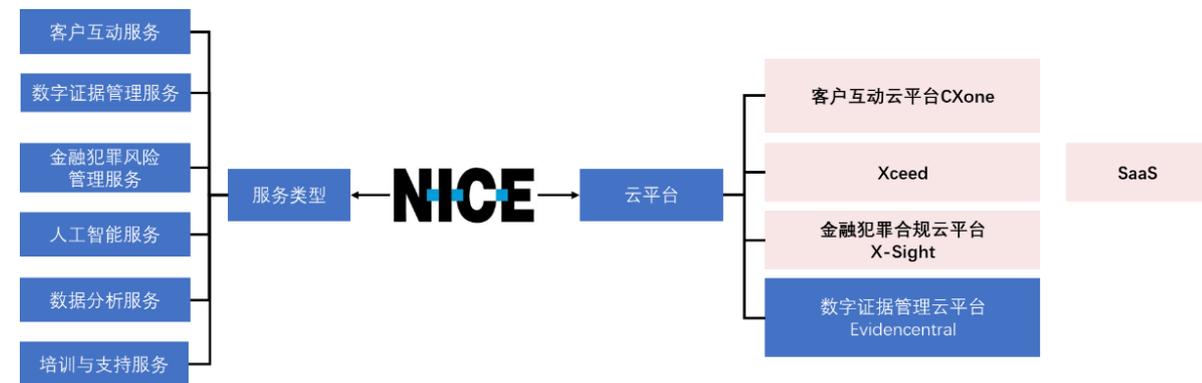
**估值与建议：**按照 CY25，Cloud 给予 25x Non-GAAP PE 估值，Service/Product 15x PE，目标价 334 美元/股。当前 NICE 相对于可比公司的估值水平基本处于平均水平，且 NICE 低于过去 2 年平均估值水平，考虑到 AI 对业绩影响尚未释放，而估值仍处于 2 年均值以下，我们认为 NICE 当前下行风险相对有限，向上空间较大。

**投资风险：**①市场竞争的风险：NICE 的主要业务 Contact Center 面临 CCaaS 行业内众多参与者的竞争，如 Genesys、AWS、Five9、Talkdesk 等。同时还面临临近市场潜在参与者的竞争，例如 CRM 供应商、UCaaS 供应商以及 PaaS 供应商等。竞争加剧会对公司的行业地位和市场份额产生不利影响。②宏观经济变化的风险：全球经济的不利变化，如经济增速放缓、经济衰退、通货膨胀等会导致企业减少联络中心相关的支出，对公司的业绩造成不利影响。③监管风险：数据隐私相关的法律法规，如 GDPR、CCPA、CPRA 等可能会限制公司对数据进行储存、传输和处理，影响公司提供解决方案和服务的能力。

## 公司概况：主营客服支持系统及金融反欺诈平台

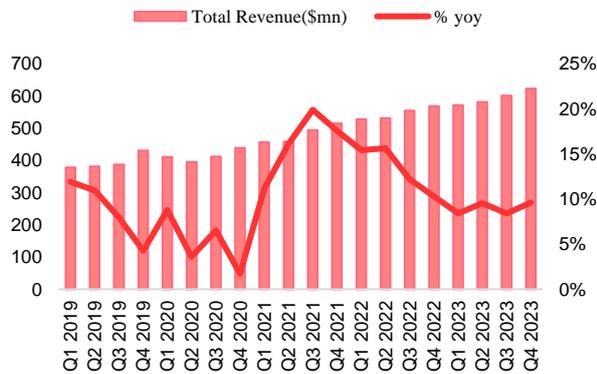
NICE 公司（Neptune Intelligent Computer Engineering Ltd.）成立于 1986 年，主要参与客户互动和金融犯罪合规两个市场。NICE 公司的旗舰产品是云客户体验平台 CXone，是目前云客服支持平台的领军产品。2007 年起，NICE 通过创新和战略收购，将产品范围扩大至云服务、企业分析软件、数字化和人工智能领域，包括数字证据管理云平台 Evidential、金融犯罪合规云平台 X-Sight 和 Xceed 等。随着技术的进一步演变，NICE 的业务中心转向云服务，实现传统业务与新技术的结合。

图 1:NICE 业务结构分析



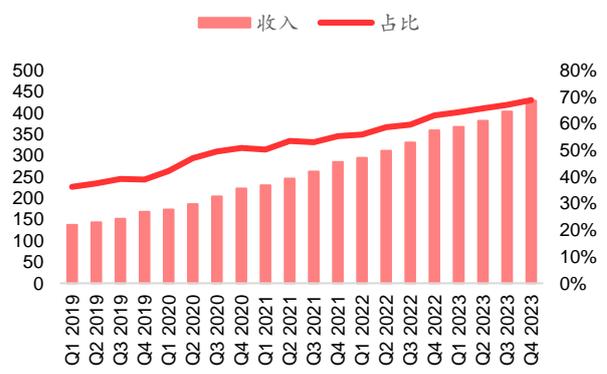
数据来源：NICE 官网，中信建投

图 2:NICE 公司总收入与年度变化（百万美元）



数据来源：公司年报，中信建投

图 3:NICE 公司云业务收入及占总体收入比重（百万美元）



数据来源：公司年报，中信建投

图 4:支持服务收入及占总体收入比重 (百万美元)

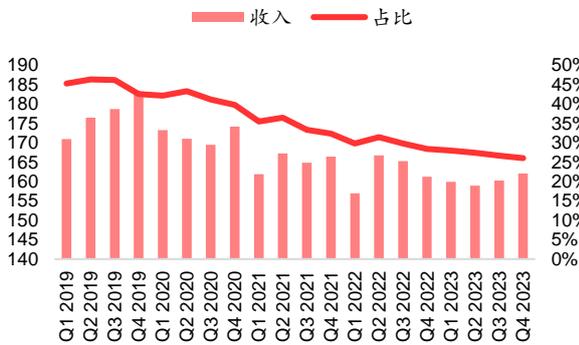


图 5:产品收入及占总体收入比重 (百万美元)

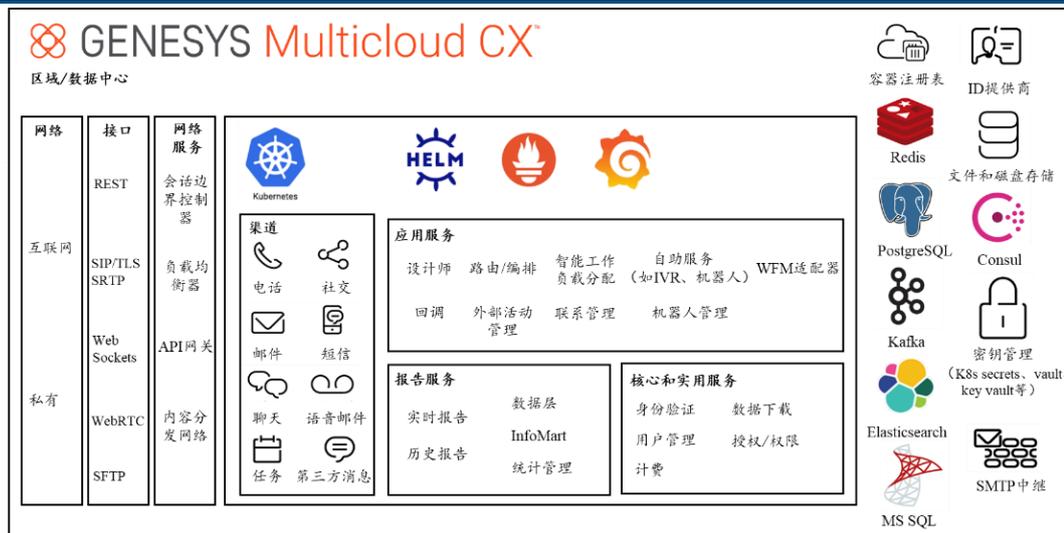


数据来源: 公司年报, 中信建投

数据来源: 公司年报, 中信建投

**NICE 核心业务是联络中心 (Contact Center)**，主要包括外呼<sup>3</sup>/接入<sup>4</sup>型联络中心。云联络中心主要包含以下几个组成部分：1) 客户端点：包括各种设备和应用程序，如电话、电脑、移动设备等。2) 网络：分为互联网或私有网络。3) 接口：REST/SIP/TLS/SRTP/Web Sockets/WebRTC/SFTP 等属于通信协议，用于确保数据传输的安全和高效。4) 网络服务：SBC (Session Border Controller)，会话边界控制器，用于保护网络数据流和管理通信会话；LB (Load Balancer)，负载均衡器，用于分配网络流量和请求，提高系统的可用性和效率；API 网关，用于管理和保护 API 调用；CDN (Content Delivery Network)，用于提高全球访问速度。5) 渠道：包括语音、社交媒体、电子邮件、短信、聊天、语音信箱和第三方消息等多种通信方式。6) 服务：包括应用服务、报告服务、核心与实用服务等 7) 第三方服务：包括容器注册表、ID 提供者、Redis、PostgreSQL、Consul、Kafka、Elasticsearch、密钥管理、MS SQL 和 SMTP 中继等。

图 6:Genesys 云联络中心架构



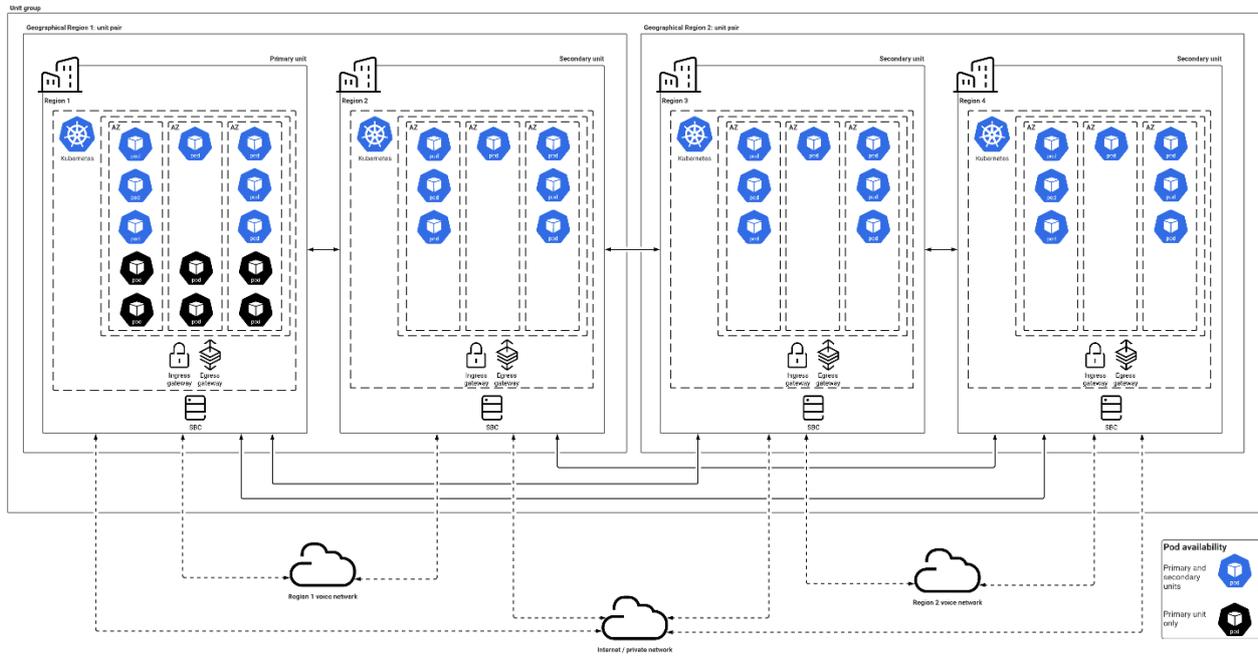
数据来源: Genesys, 中信建投

<sup>3</sup> 外呼是指联络中心代表主动拨打电话与客户进行沟通，主要用于推销产品或服务、完成电话调查、提供客户支持等。联络中心通常会使用自动外呼系统，通过预设的电话号码列表批量拨打电话。

<sup>4</sup> 接入是指联络中心接收来自客户的联络或其他形式的交互，包括电话联络、电子邮件、在线聊天、社交媒体等。联络中心代表通过专门的系统或软件来接听和处理这些交互，并提供技术支持、解答客户疑问、处理客户投诉、处理订单等。

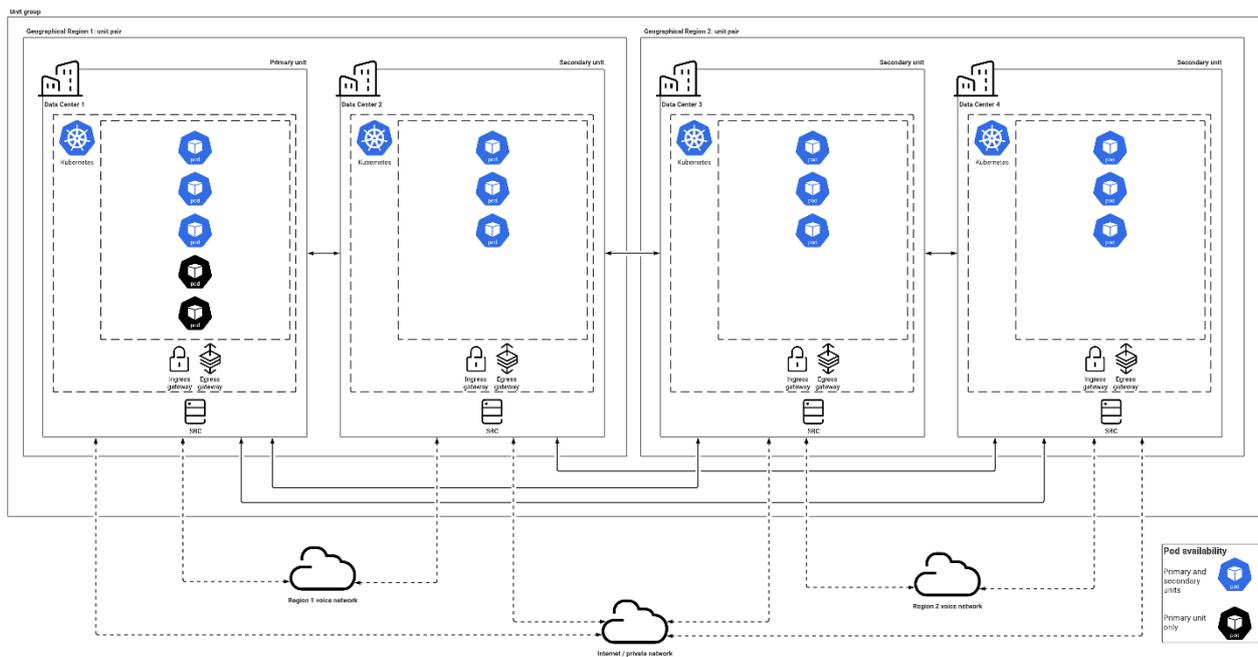
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图 7: Contact Center 云架构



数据来源: Genesys, 中信建投

图 8: 私有数据中心架构

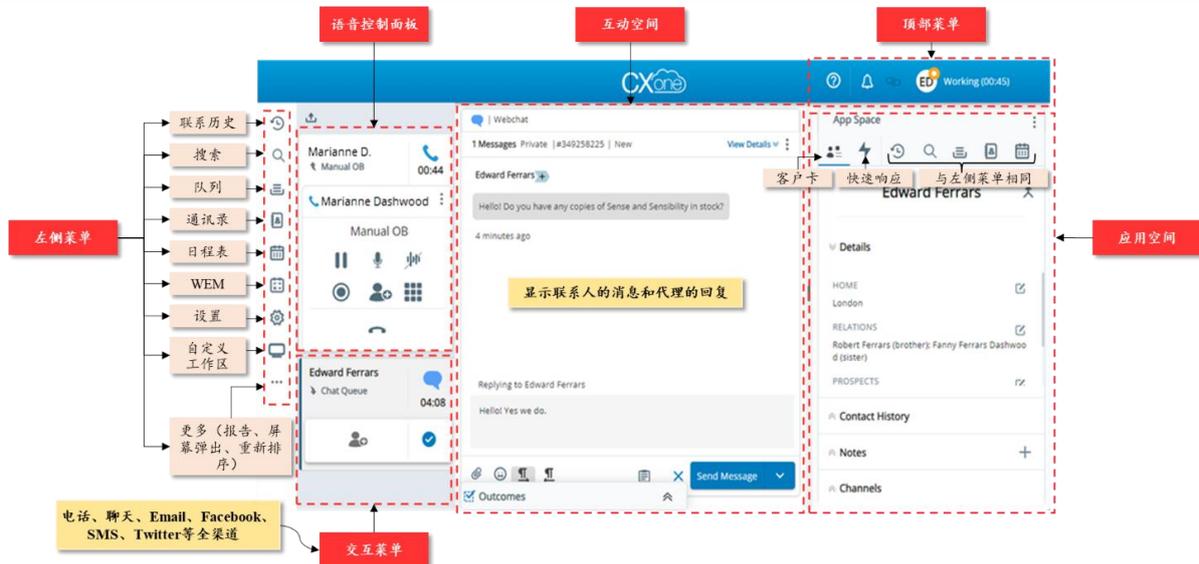


数据来源: Genesys, 中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

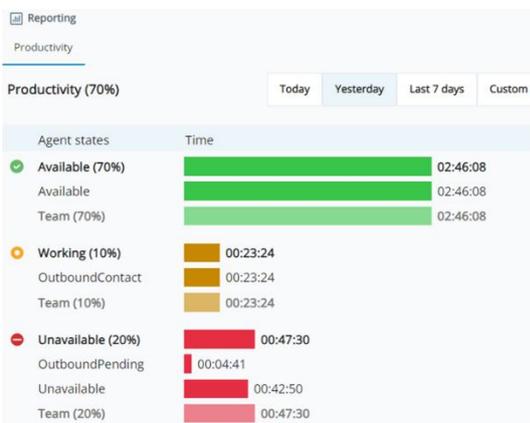
NICE 提供较完整的云联络中心解决方案，云客户体验平台 CXone 处于第一梯队。具体 CX 产品/服务包括 1) 自助服务，通过 Enlighten Autopilot 虚拟客服/聊天机器人与客户互动，帮助客户自行解决问题；2) 旅程编排和路由，使用 AI 和强大的 CX 数据集对客户和坐席进行搭配，并且可通过全渠道与客户联系，包括文字聊天、音频、视频等，同时保持对话上下文连贯以增强客户体验的一致性；3) 员工敬业度管理（WEM），通过个性化指导和游戏化方式激励坐席进行改善，对坐席和客户之间的互动进行全面监控，协助主管做出决策；4) 客户体验分析，可对坐席绩效和运营趋势进行分析，监控业务指标，对话式 AI 可为主管解析复杂数据，协助管理者作出以数字为基础的决策，Enlighten Actions 用于主动发现可使用 AI 进行改善的业务环节；5) 坐席协助，通过 Enlighten Copilot 为人工坐席提供实时摘要、即时建议以及专家知识库，提升客服效率；以及 6) 开放云平台，通过预先集成 APP、UCaaS 和 CRM 适配器增加平台价值，确保数据安全性和合规性、平台的可靠性以及运营的灵活性。

图 9: CXone 坐席界面



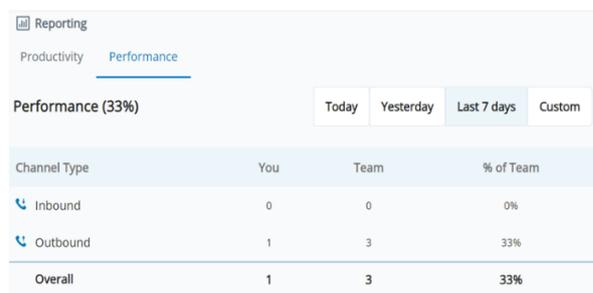
数据来源: NICE, 中信建投

图 10: 细分功能——坐席生产力报告

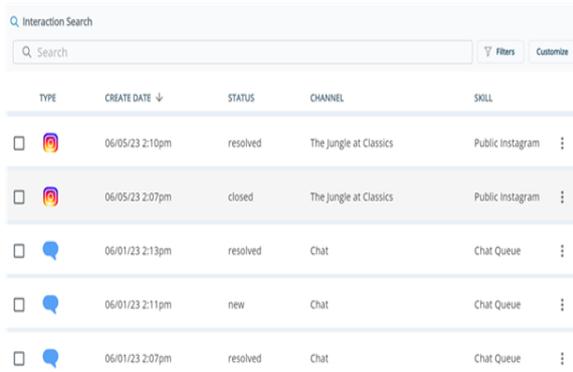


数据来源: NICE, 中信建投

图 11: 细分功能——坐席业绩报告

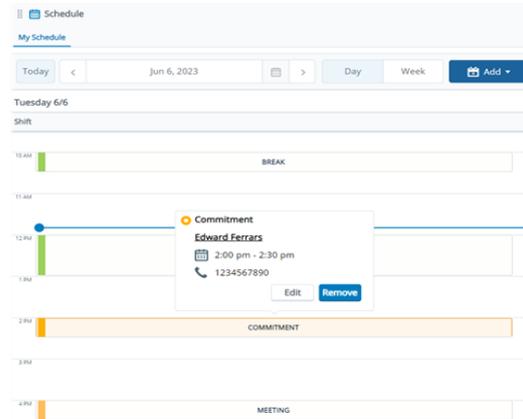


数据来源: NICE, 中信建投

**图 12:细分功能——搜索交互**


TYPE	CREATE DATE ↓	STATUS	CHANNEL	SKILL
	06/05/23 2:10pm	resolved	The Jungle at Classics	Public Instagram
	06/05/23 2:07pm	closed	The Jungle at Classics	Public Instagram
	06/01/23 2:13pm	resolved	Chat	Chat Queue
	06/01/23 2:11pm	new	Chat	Chat Queue
	06/01/23 2:07pm	resolved	Chat	Chat Queue

数据来源: NICE, 中信建投

**图 13:细分功能——日程表**


数据来源: NICE, 中信建投

**Enlighten AI 基于业内最大的对话数据集<sup>5</sup>**。Enlighten 被集成到多个 CXone 应用程序中。基于业界最大的对话数据集，它能对每次交互提供完整、客观的分析，有助于提高单个坐席和联络中心的绩效。使用 Enlighten 的 CXone 应用程序包括：1) BI 报告（Business Intelligence），用于查看和分析组织中的数据；2) 互动分析（Interaction Analytics），将联络中心的交互转换为易于理解的数据；3) CXone 质量管理，监控和改善坐席绩效；4) 实时互动指导（Real-Time Interaction Guidance）；5) AI 路由（Enlighten AI Routing）。

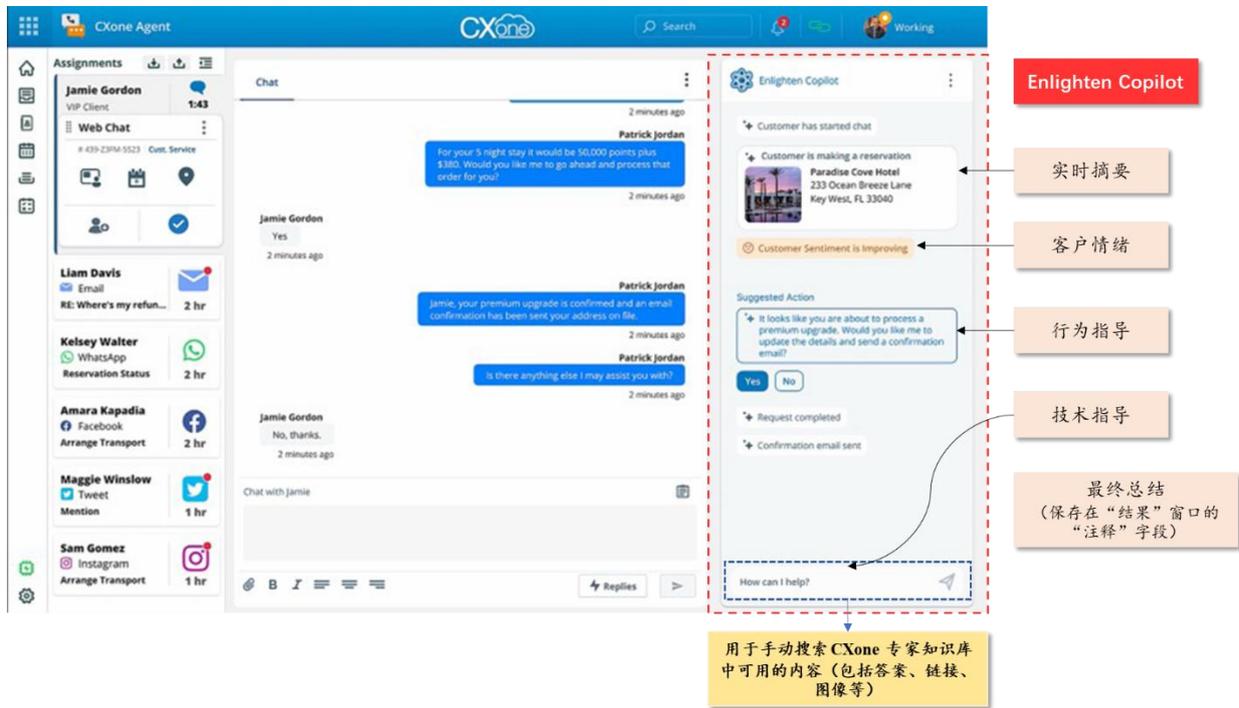
**图 14:基于 Enlighten 的 BI 报告**

FAVORITE	NAME	DESCRIPTION	REPORT TYPE	DOMAIN
	Forced Logout Report	Chart showing which users have	AGENT	ACD
	IVR Press Path	Chart displaying details related t	IVR_ASR	ACD
New	List of Agents Report	Provides the full list of agents	AGENT	ACD
New	List of Campaigns	List of all Campaigns available or	AGENT	ACD
New	List of Skills Report	Provides the full list of skills	AGENT	ACD

数据来源: NICE, 中信建投

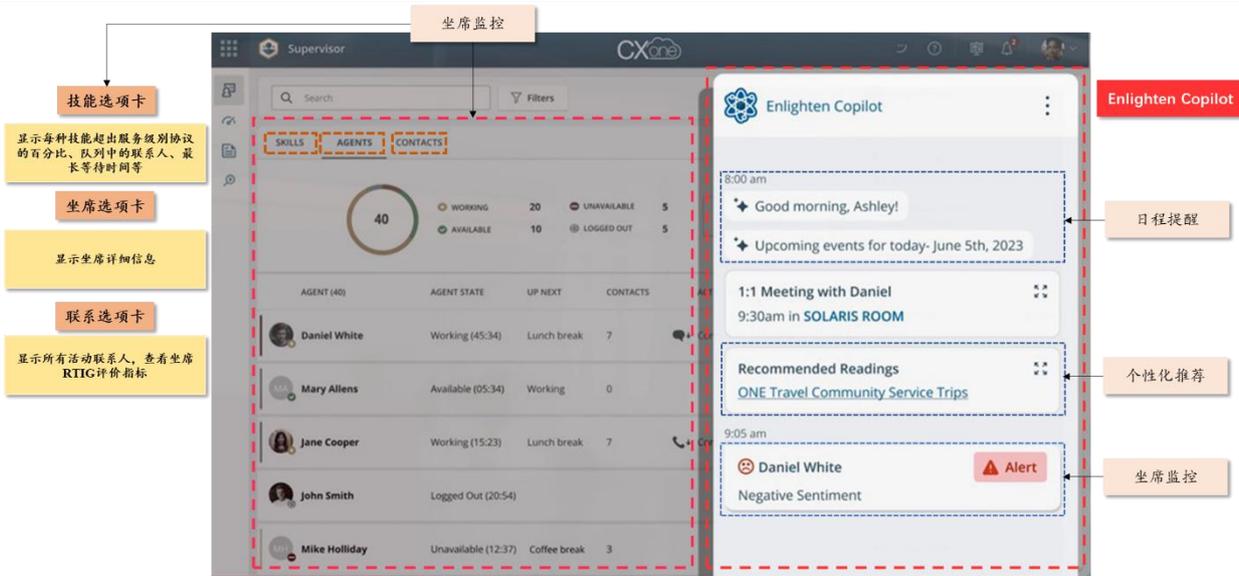
<sup>5</sup> <https://www.nice.com/-/media/niceincontact/resources/datasheets/2023/09/brochure-cxone-overview.ashx?rev=4eaf97f8293d446eb221553e596e2ea8>

图 15: Enlighten Copilot (坐席视角)



数据来源: NICE, 中信建投

图 16: Enlighten Copilot (监督者视角)



数据来源: NICE, 中信建投

图 17:基于 Enlighten 的实时交互指导功能

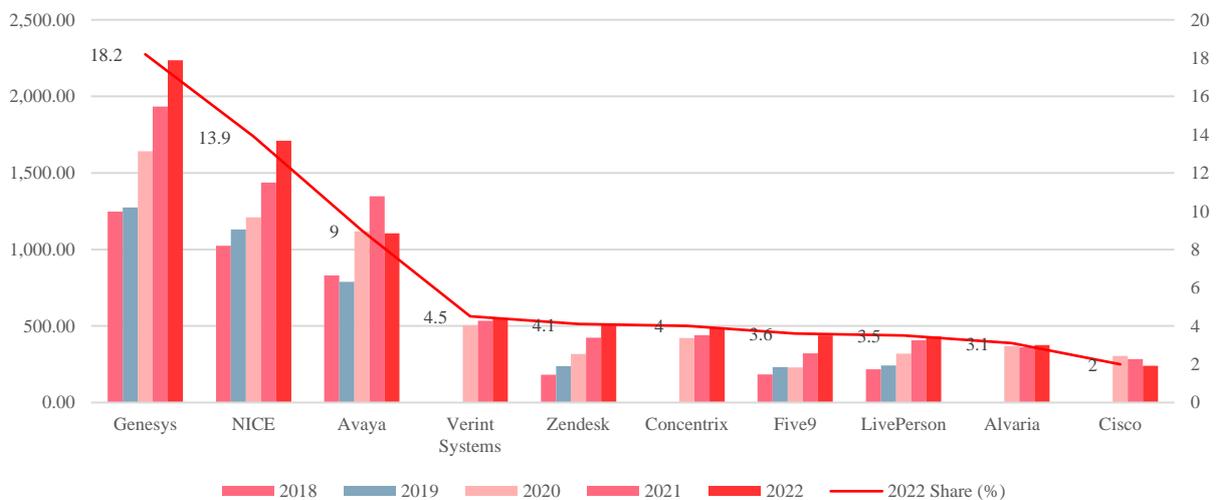


数据来源: NICE, 中信建投

## 成长逻辑：客户业务外包驱动客服软件专业化，CCaaS 需求向好

NICE 处于 CX 市场领导者地位，2022 市场份额为 13.9%。2022 年 NICE 销售额达 17.1 亿美元，占全球联络中心市场份额的 13.9%，仅次于 Genesys 的 18.2%，在 CC 市场排名第二，而其他玩家占比均不超过 10%。此外，NICE 在 2021-2023 年间被 Forrester、Gartner、Ventana 等多家第三方咨询机构评为市场领导者。

图 18:2018-22 年全球联络中心软件市场分厂商收入（百万美元；%）



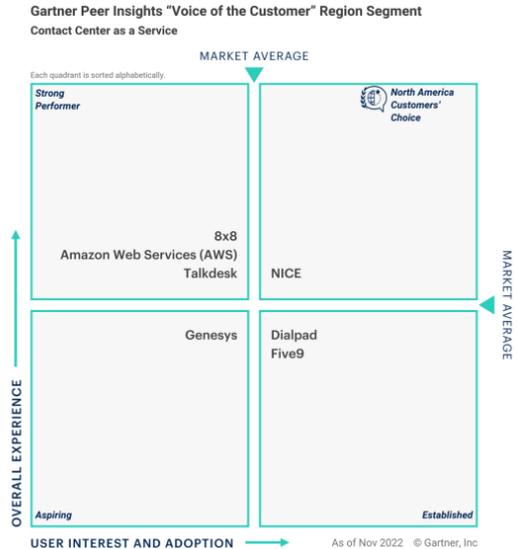
数据来源: IDC, 中信建投

图 19:1Q 23NICE 处于 CCaaS 领导者地位



数据来源: Forrester, 中信建投

图 20:NICE 获得 Gartner 2022 客户心声首选



数据来源: Gartner, 中信建投

图 21:NICE 获得 2021 云联络中心价值指数首位

**Ventana Research Value Index**  
Contact Center in the Cloud: Overall

Vendors	Rank	Performance
NICE	1	96.1%
Talkdesk	2	91.7%
Genesys	3	89.6%
Content Guru	4	89.5%
Avaya	5	87.5%
Cisco	6	87.4%
Aspect	7	87.4%
Five9	8	84.6%
8x8	9	83.7%
RingCentral	10	82.8%
Altitude Software	11	82.4%
Vonage	12	82.0%
AWS	13	74.7%
Twilio	14	71.7%

Source: Ventana Research Value Index  
Contact Center in the Cloud  
© 2021 Ventana Research

数据来源: Ventana, 中信建投

图 22:2Q23 NICE 处于 CCaaS 领导者地位



数据来源: Gartner, 中信建投

CCaaS 产业链的结构为:

- 上游: 1) 云服务提供商: 提供基础的云计算平台和基础设施, 如 Amazon Web Services (AWS)、Microsoft Azure、Google Cloud Platform 等。2) 通信服务提供商: 提供电话、网络和通信服务, 支持联系中心的通信功能。
- 中游: CCaaS 平台提供商: 提供基于云的联系中心解决方案, 提供数据分析工具和服务, 帮助企业分

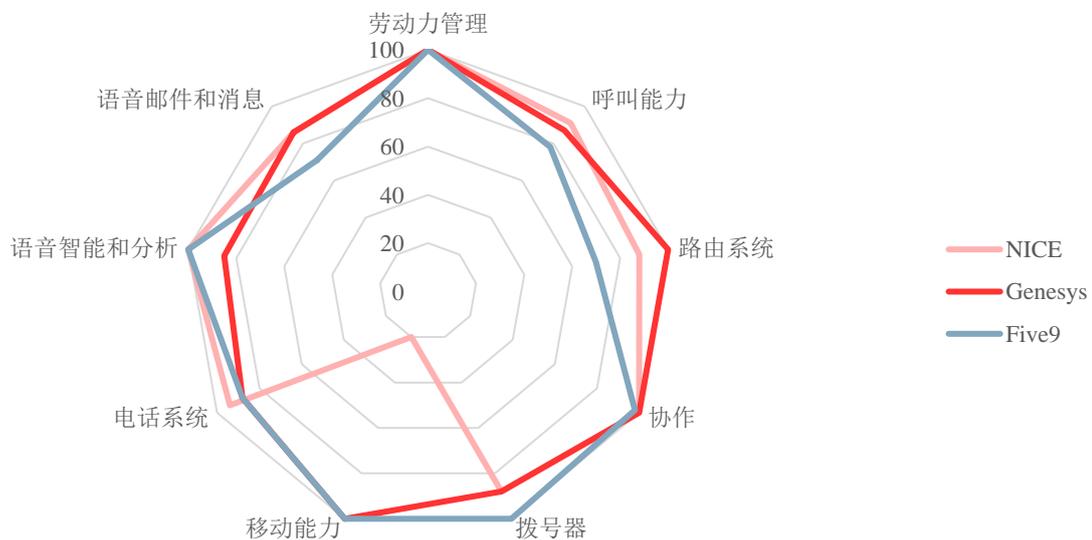
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

析客户数据和行为；提供多种客户接触渠道的集成和管理服务；提供人工智能技术，如语音识别、情感分析等，用于提升客户服务体验等。

- 下游：1) 应用开发商：在 CCaaS 平台上开发定制化的联系中心应用程序，以满足客户特定需求。2) 最终用户：企业和组织，使用 CCaaS 解决方案来搭建智能、灵活的联系中心，提供客户服务。

NICE、Genesys、Five9 同属于 CCaaS 供应商。在产品功能上，相比于 NICE，Five9 的呼叫能力和路由系统较弱。例如呼叫方面不支持呼叫标签的添加、号码隐藏、监督员接管呼叫以及寻呼等，而路由方面不支持节假日路由、多设备共享来电、呼叫组等功能。Genesys 的呼叫路由系统功能全面，但在呼叫能力方面不支持呼叫设备间转移和寻呼。SelectHub 认为 NICE 在呼叫能力和电话系统方面领先，劳动力管理和协作方面表现优秀，而移动能力相对较差，例如不支持使用移动设备与团队成员进行一对一/群组通话，以及向美国和加拿大的任何人发送和接收短信。但 NICE 支持与客户的全渠道交互，其中涵盖丰富的移动终端软件，包括 Apple Messages for Business、电话呼叫、聊天、电子邮件、Facebook 帖子或消息、Google Business Message、Instagram 帖子或消息、LINE 消息、LinkedIn 帖子或消息、Microsoft Teams 消息、SMS（文本消息）、Twitter 消息或推文、语音邮件、微信消息、WhatsApp 消息、工作项等 30+ 渠道。客户可在移动终端通过多种语音和数字渠道与客服进行互动。此外，NICE 适用于需要复杂的分析、自动化工具以及合规和欺诈预防功能的场景，NICE 的数据分析功能强于其他厂商，尤其是劳动力管理优化分析和交互分析方面。在业务范围上，Genesys 和 Five9 的产品主要针对企业客户，包括中小型和大型企业。NICE 则更偏向于大型企业客户，特别是那些需要复杂的客户体验管理和分析解决方案的客户。

图 23: CXone、Genesys Cloud、Five9 功能比较



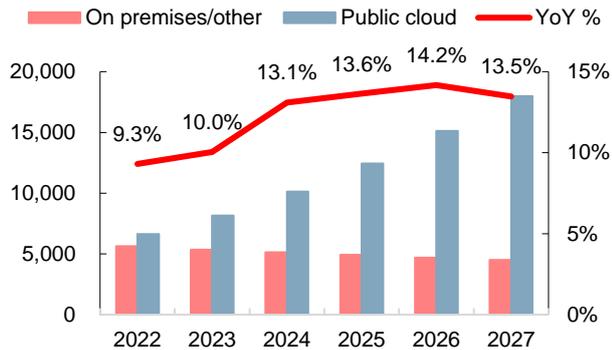
数据来源: SelectHub<sup>6</sup>, 中信建投

Zoom 是一家视频通信平台，虽然其主要业务是提供视频会议和远程协作工具，但它也提供了一些电话功能，如 Zoom Phone。然而，相较于 NICE 专注于联系中心解决方案和技术，Zoom 的主要定位更多是在视频通信和远程协作领域，而在联系中心功能方面受到限制，需要第三方集成来扩展功能。Microsoft Teams 相对于专

<sup>6</sup> <https://www.selecthub.com/call-center-software/cxone-vs-genesys-cloud/>

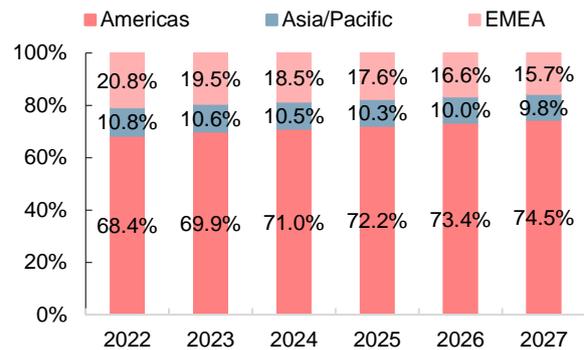
门的 CCaaS 厂商提供的服务有限，例如联络队列、自动助理和共享语音邮箱。这些功能使用户能够在 Teams 中处理和管理通话，提供一定程度的联系中心功能。与 NICE 相比，Teams 的主要定位是在协作和团队沟通领域，虽然也有电话功能，但联系中心解决方案并不是其主要业务方向。

图 24:2022-27 年全球联络中心软件市场规模及增速（百万美元，%）



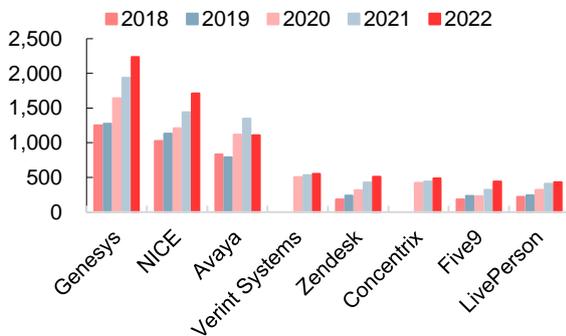
数据来源: IDC, 中信建投

图 25:2022-27 年全球联络中心软件分地区市场规模（百万美元）



数据来源: IDC, 中信建投

图 26:2018-22 年全球联络中心软件市场分厂商收入（百万美元）



数据来源: IDC, 中信建投

图 27:2022 年美国联络中心市场客户结构（%）



数据来源: fortune business insights, 中信建投

注: BFSI 即为银行, 金融服务和保险。ITES 即远程服务, 包括业务流程外包 BPOs、知识处理外包 KPOs 等。

以美国为例，联络中心软件客户主要来自金融、电信、政府、医疗部门及外包服务商，以上行业客户 22 年占比~75%。据 IDC，美国联络中心软件市场占全球~70%，其行业分布具备一定参考性，而美国联络中心软件的客户主要来自公共事业部门及金融等，这些行业的共同特点为合规要求较高，尤其是公共事业部门受 FedRAMP<sup>7</sup>

<sup>7</sup> FedRAMP (Federal Risk and Authorization Management Program) 是美国联邦政府推出的一项云计算安全认证计划。其目标是确保联邦政府部门在采用云服务时能够确保数据的保密性、完整性和可用性，并提供一致的安全标准和评估程序。FedRAMP 的认证要求涵盖了云服务提供商 (CSP) 必须满足的一系列技术和安全控制标准。这些标准基于国家标准和最佳实践，包括安全性评估、运营和监控、安全控制等，FedRAMP 的认证周期大致在 1 年（复杂审批认证周期则更长），此外 FedRAMP 认证有效期过后会进行重新评估，以决定是否 FedRAMP 认证是否续期。

限制，即供应商需要 FedRAMP 认证才可以成为公共事业部门的供应商。

**表 1:NICE、Avaya、Genesys 通过 FedRAMP 认证的具体情况**

供应商名称	认证机构数量 (个)	认证机构明细
NICE CXone Customer Experience Platform	15	- Department of Agriculture - Department of Commerce - Department of Labor - Department of Veterans Affairs - Federal Reserve System - Federal Retirement Thrift Investment Board - Federal Student Aid - Federal Trade Commission - General Services Administration - Health Resources and Services Administration - Internal Revenue Service - National Credit Union Administration - Office of Personnel Management - United States Agency for International Development - United States Army
Avaya Government Cloud	4	- Bureau of Alcohol, Tobacco, Firearms and Explosives - Department of State - National Oceanic and Atmospheric Administration - United States House of Representatives
Genesys Cloud CX	3	- Federal Deposit Insurance Corporation - General Services Administration - Small Business Administration

资料来源: FedRAMP<sup>8</sup>, 中信建投

通过 FedRAMP 认证的 CCaaS 供应商中, Avaya、Genesys、NICE 最具竞争力。行业主要玩家中, Five9、Zoom 在 CCaaS 方面未获得认证, 因此公共事业部门的客户迁移上云的选择有限。

- Avaya 主要负责专用统一通信 (Unified Communications & Collaboration as a service) 及 CaaS, 强于定制化服务及企业级安全性能。
- Cisco WebEx 同样专注于 UCCaaS 及 CaaS, Cisco 提供数据中心/云基础设施到 CaaS 一站式解决方案, 同样注重定制化服务。解决方案特点/优势来自通信能力, 基于 Cisco 统一联络中心企业 (UCCE) 和 Cisco 统一通信管理器 (UCM) 技术的路由服务。
- Genesys 专注于 UCCaaS 及 CaaS。Genesys Cloud CX 能够通过多种渠道 (包括语音、文本和视频会议) 与客户安全地进行通信, 还可以与客户联络中心系统无缝集成, 实现通信渠道交互的可见性。
- NICE 是一家提供完整解决方案的提供商, 其中包括 NICE CXone 云、专家服务模式和最广泛的合作伙伴生态系统。

<sup>8</sup> <https://marketplace.fedramp.gov/products>

催化方面，①Genesys、Avaya 于 23-25 年集中停止了一批本地联络中心的服务，驱动客户迁移。Genesys 的多云/本地 CCaaS 产品将陆续于 23-25 年停止服务 (EOS<sup>9</sup>)，Avaya 的本地产品也于 2021-23 年陆续停止服务。此外，Genesys 在迁移政策方面对私有云客户也不够友好，例如 Genesys 客户在私有云的投资并不会带来其迁移 Genesys 云产品的抵扣，因此 Genesys 云产品对其私有云客户没有额外的吸引力。

**表 2: Genesys 客户体验/联络相关的多云产品/本地产品于 24H2-25 年陆续停止服务**

Platform	Name	Type	Major release	EOL/EOCS announcement	End of support
Genesys Multicloud CX	Genesys Predictive Engagement	Product	All versions	15-Mar-23	30-Jun-25
Genesys Multicloud CX	Predictive Routing	Product		25-Nov-22	25-Nov-23
Genesys Multicloud CX	Co-browse	Product	All versions	19-Jul-22	19-Jul-23
Genesys Engage on-premises	CX Contact	Component	9	20-Oct-23	31-Oct-24
Genesys Engage on-premises	CX Contact	Component	9	20-Oct-23	31-Oct-24
Genesys Engage on-premises	Outbound Contact server	Component	8	20-Oct-23	31-Oct-24
Genesys Engage on-premises	Universal Contact Server	Component	8	20-Oct-23	31-Oct-24
Genesys Engage on-premises	Universal Contact Server	Component	8.1	20-Oct-23	31-Oct-24
Genesys Engage on-premises	Universal Contact Server Manager	Component	8.1	20-Oct-23	31-Oct-24

资料来源: Genesys<sup>10</sup>, 中信建投

**表 3: Avaya 于 21-23 年陆续停止联络中心软件相关的产品服务**

产品名称	End of Sale	End of Mfg Support (Software)
Avaya Aura Contact Center 7.1.1	28-Sep-21	28-Feb-22
Avaya Aura Contact Center Elite 8.x (New & Upgrades)	13-Dec-21	6-Mar-23
Avaya Aura Device Adapter 8.x (New & Upgrades)	13-Dec-21	6-Mar-23
Avaya Aura Device Services (AADS) 8.x (New & Upgrades)	13-Dec-21	6-Mar-23
Avaya Aura Workforce Optimization - Avaya Contact Recorder	1-Apr-20	1-Apr-21
Avaya Contact Analyzer	21-Apr-23	31-Dec-23

资料来源: Avaya<sup>11</sup>, 中信建投

②Avaya 破产重组过程调整资本结构，限制了其业务投资。Avaya CEO Alan Masarek 上任一周后，于 2022 年 8 月发布 FY22Q3 业绩时警告公司持续经营能力存在重大不确定性<sup>12</sup>。Avaya 于 2023 年 2 月 14 日进入

<sup>9</sup> End of Support. EOL 对应 End of Life。

<sup>10</sup> <https://all.docs.genesys.com/System/EOL>

<sup>11</sup> <https://support.avaya.com/css/public/documents/100172510>

<sup>12</sup> <https://www.nojitter.com/unified-communications-collaboration/avaya-files-chapter-11>

破产重组程序<sup>13</sup>。Avaya CEO Alan Masarek 提到债务重组有五步转型战略，即 1) 产品战略，2) 组织清晰度，3) 文化和人才，4) 成本结构，5) 财务选择。其中产品战略即削减不必要的产品线，此前公司因太多的产品计划而分心；成本结构方面，Avaya 22 年 8-12 月确定了 5.24 亿美元的成本削减计划<sup>14</sup>，而成本削减限制了 Avaya 从 UCaaS 向 CCaaS 的转型，同行业 Genesys 则于 22 年 8 月放弃 UCaaS 以及部分多云 CX 解决方案的销售，全面转型 CCaaS。

破产重组的不确定性可能导致客户更谨慎地进行长期投资。Avaya 于 23 年 5 月走出债务重组，但其对 AI 的投资仍然受资本结构限制，更多是维护现有客户，已有客户迁移上云转移至 RingCentral<sup>15</sup>。RingCentral 在 CCaaS 领域与 NICE 达成合作<sup>16</sup>，现有客户从 UCaaS 向 CCaaS 拓展过程中，NICE 是 Avaya 客户流失的受益者之一。

图 28:Five9 联络中心软件解决方案的常用定价方案（美元/月/坐席）

Core Voice Contact Center	Premium Digital Engagement	Optimum Workforce Optimization	Ultimate Workflow Automation
<b>\$149</b> Monthly USD	<b>\$169</b> Monthly USD	<b>\$199</b> Monthly USD	<b>\$229</b> Monthly USD
All the essential tools your teams need to operate a best-in-class inbound, outbound or blended global contact center.	All capabilities of the Core Bundle plus omnichannel support and essential quality management.	All capabilities of the Premium Bundle plus full WFO capabilities to manage and motivate onsite or remote teams.	All capabilities of the Optimum Bundle plus analytics and workflow automation tools and apps.
<b>Essential Functionality</b>	<b>Essential Functionality</b>	<b>Essential Functionality</b>	<b>Essential Functionality</b>
Blended Inbound/Outbound <input checked="" type="checkbox"/>	Blended Inbound/Outbound <input checked="" type="checkbox"/>	Blended Inbound/Outbound <input checked="" type="checkbox"/>	Blended Inbound/Outbound <input checked="" type="checkbox"/>
Agent Desktop Plus <input checked="" type="checkbox"/>	Agent Desktop Plus <input checked="" type="checkbox"/>	Agent Desktop Plus <input checked="" type="checkbox"/>	Agent Desktop Plus <input checked="" type="checkbox"/>
Geo Redundancy <input checked="" type="checkbox"/>	Geo Redundancy <input checked="" type="checkbox"/>	Geo Redundancy <input checked="" type="checkbox"/>	Geo Redundancy <input checked="" type="checkbox"/>
Call Recording <input checked="" type="checkbox"/>	Call Recording <input checked="" type="checkbox"/>	Call Recording <input checked="" type="checkbox"/>	Call Recording <input checked="" type="checkbox"/>
Softphone <input checked="" type="checkbox"/>	Softphone <input checked="" type="checkbox"/>	Softphone <input checked="" type="checkbox"/>	Softphone <input checked="" type="checkbox"/>
<b>Channels</b>	<b>Channels</b>	<b>Channels</b>	<b>Channels</b>
Chat <input type="checkbox"/>	Chat <input checked="" type="checkbox"/>	Chat <input checked="" type="checkbox"/>	Chat <input checked="" type="checkbox"/>
Email <input type="checkbox"/>	Email <input checked="" type="checkbox"/>	Email <input checked="" type="checkbox"/>	Email <input checked="" type="checkbox"/>
<b>Workforce Optimization</b>	<b>Workforce Optimization</b>	<b>Workforce Optimization</b>	<b>Workforce Optimization</b>
Essentials GM <input type="checkbox"/>	Essentials GM <input checked="" type="checkbox"/>	Essentials GM <input type="checkbox"/>	Essentials GM <input type="checkbox"/>
Enterprise GM <input type="checkbox"/>	Enterprise GM <input type="checkbox"/>	Enterprise GM <input checked="" type="checkbox"/>	Enterprise GM <input checked="" type="checkbox"/>
Enterprise WFM <input type="checkbox"/>	Enterprise WFM <input type="checkbox"/>	Enterprise WFM <input checked="" type="checkbox"/>	Enterprise WFM <input checked="" type="checkbox"/>
Interaction Analytics <input type="checkbox"/>	Interaction Analytics <input type="checkbox"/>	Interaction Analytics <input type="checkbox"/>	Interaction Analytics <input checked="" type="checkbox"/>
<b>Workflow Automation</b>	<b>Workflow Automation</b>	<b>Workflow Automation</b>	<b>Workflow Automation</b>
Proactive Notification <input type="checkbox"/>	Proactive Notification <input type="checkbox"/>	Proactive Notification <input checked="" type="checkbox"/>	Proactive Notification <input type="checkbox"/>
Full Platform <input type="checkbox"/>	Full Platform <input type="checkbox"/>	Full Platform <input type="checkbox"/>	Full Platform <input checked="" type="checkbox"/>
<b>Support</b>	<b>Support</b>	<b>Support</b>	<b>Support</b>
24/7 World Class Support <input checked="" type="checkbox"/>	24/7 World Class Support <input checked="" type="checkbox"/>	24/7 World Class Support <input checked="" type="checkbox"/>	24/7 World Class Support <input checked="" type="checkbox"/>

数据来源: GetVOIP<sup>17</sup>, 中信建投

<sup>13</sup> Chapter 11 bankruptcy. 在破产重组程序中，债务人保持“持有”，拥有受托人的权力和职责，可以继续经营业务，并且可以在法院批准的情况下借新款。债务人会提出一个重组计划，受影响的债权人可以对该计划进行投票，如果计划获得所需的投票并满足某些法律要求，法院可以确认该计划。

<sup>14</sup> <https://talkingpointz.com/on-returning-avaya-to-glory/>

<sup>15</sup> 根据 <https://www.techtarget.com/searchunifiedcommunications/news/252471879/Avaya-RingCentral-partnership-to-bring-UCaaS-to-legacy-customers>，RingCentral 与 Avaya 于 2019 年 10 月达成战略合作协议，RingCentral 向 Avaya 客户销售 UCaaS 产品，帮助 Avaya 客户向云端迁移。

<sup>16</sup> 根据 <https://www.channelfutures.com/unified-communications/ringcentral-nice-extend-partnership-to-offer-ringcentral-contact-center>，<https://www.ringcentral.com/whyringcentral/company/pressreleases/ringcentral-and-nice-expand-and-extend-partnership.html>，RingCentral 2015 年、21 年两次与 NICE 续约，就 CCaaS 与 UCaaS 集成达成战略合作。

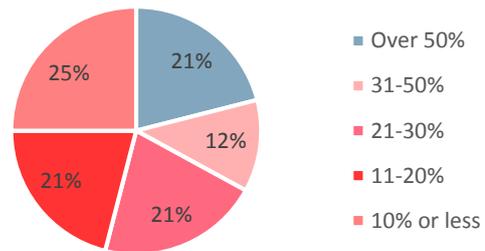
<sup>17</sup> <https://getvoip.com/blog/call-center-software-pricing/>

③AI 将改变 CCaaS 的 ROI 及定价结构。首先是 ROI。根据 F.Curtis Barry 的研究<sup>18</sup>，18 家年通话量在 90 万到 900 万的企业平均成本为 \$2.7-5.6/通，其中 3-4 分钟电话的直接人工成本约为 \$1.11-3.29/通，间接人工费用为 \$1.39-4.75/通，剩余成本为占用率/福利/电信费用等。可见，员工薪资是联络中心运营的主要成本。从供给侧看，据 Statista，2014-2022 年美国联络中心坐席的数量整体平稳且略有增长，2020-2021 年受 Covid-19 影响，行业遭受打击，包括美国在内的大多数国家或地区都减少了新开设或扩建的呼叫中心数量，相应地，联络中心员工数量首次出现下降<sup>19</sup>。到 2022 年，有近 290 万人在联络中心工作，相比前一年有所恢复。从需求侧看，云技术使小型企业能够利用联络中心服务，而无需进行大量基础设施投资，对云联络中心坐席需求增加，且疫情重塑消费习惯，消费者更偏好使用数字化渠道与企业互动，需求拉动坐席薪资呈现不断上涨的趋势。根据 ZIPPIA<sup>20</sup> 统计，联络中心坐席的年薪通常在 23,000 美元到 41,000 美元之间，平均工资为 31,180 美元。联络中心坐席的时薪通常在每小时 11 美元到 19 美元之间，平均小时费率为每小时 14.99 美元。此外，在过去十年中，联络中心坐席的平均工资增加了 4,543 美元，由 2014 年的 26,637 美元增加至当前的 31,180 美元，增长 17%，薪资的上涨以及坐席流失带来的额外培训成本给联络中心的运营带来压力。

**图 29:美国 2008-2023 年年度坐席流失率**

Year-end	Mean annual agent attrition rate	Median annual agent attrition rate
2008	42%	-
2009	34%	24%
2010	32%	20%
2011	27%	16%
2012	27%	21%
2013	27%	19%
Mid-2015	29%	18%
Mid-2016	29%	20%
Mid-2017	30%	20%
Mid-2018	31%	23%
Q3 2019	34%	24%
2020	30%	20%
2021	36%	28%
2022	33%	20%
2023	31%	24%

 数据来源: ContactBabel<sup>21</sup>, 中信建投

**图 30:坐席流失率分层**


数据来源: ContactBabel, 中信建投

**图 31:联络中心坐席历年工资（单位：美元）**

 数据来源: ZIPPIA<sup>22</sup>, 中信建投

**图 32:联络中心坐席每小时平均工资**


数据来源: ZIPPIA, 中信建投

<sup>18</sup> <https://www.fcbo.com/articles-and-whitepapers/articles/bid/129578/managing-your-cost-per-call>
<sup>19</sup> <https://www-statista-com-ssl.gl.booktsg.com/statistics/802224/number-of-call-centers-opened-or-expanded-by-region/>
<sup>20</sup> <https://www.zippia.com/call-center-agent-jobs/salary/>
<sup>21</sup> The 2024 US Contact Center Decision-Makers' Guide

<sup>22</sup> <https://www.zippia.com/call-center-agent-jobs/salary/>

行业总体需求仍维持较好增长，且劳动力供给由美国逐步转向亚、非洲。行业供给侧自 2018 年后有所减少，2022 年基本回归 2018 年的水平，但总体增长趋势放缓，我们认为这主要与美国劳动力成本较高有关，导致劳动力转包至海外。在 Site Selection Group 统计的每年新增联络中心岗位中，美国的新增岗位份额从 2019 年 ~50% 下降至 10% 左右趋势明显。考虑美国联络中心岗位总数基本持平，但新增占比下降，实质上反映企业端需求仍然强劲，只是由于人力成本考虑选择部分外包至海外。

图 33:2017-23 年新增客服代理岗位地区分布 (%)

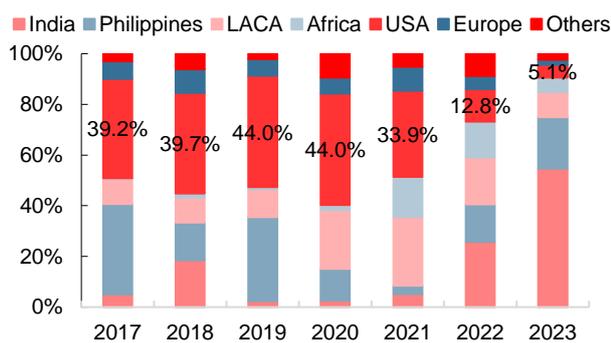
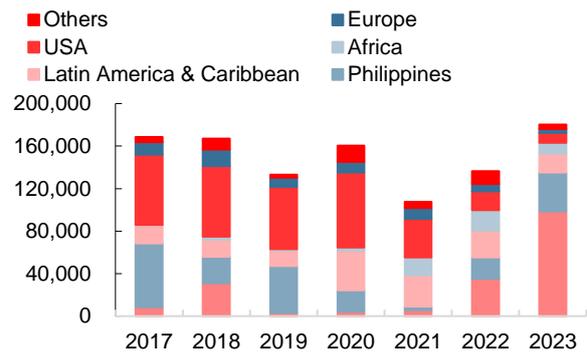


图 34:2017-23 年新增客服代理岗位地区分布 (个)

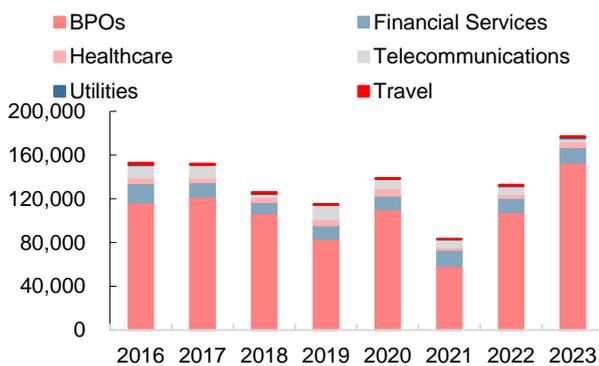


数据来源: Site Selection Group, 中信建投

数据来源: Site Selection Group, 中信建投

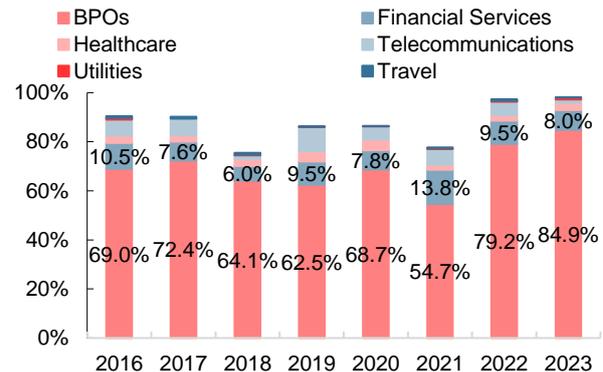
CC 客服市场不断碎片化，CCaaS 市场不断集中，这预示产业链价值的重新分配。联络中心软件解决方案是一个平台级框架，包括面向客户的自动呼叫分配、录音管理等，还包括企业层面对客服的监督管理、BI 分析、后端企业级知识库的构建和维护等。软件后端与企业的深度连接确保供应商切换的难度较高，在劳务外包的过程中软件被替代的可能性较低。GenAI 对客户代理人效的提升则会进一步加速价值的再分配。

图 35:2016-23 年客服代理下游客户需求趋势 (个)

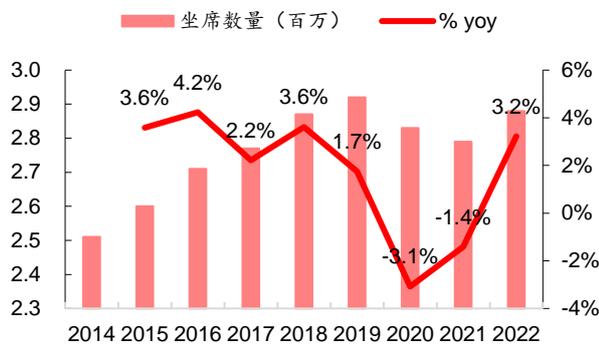


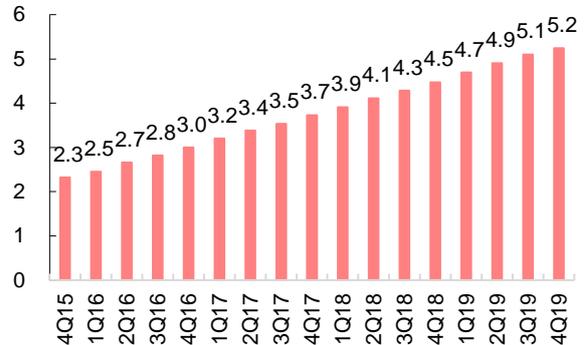
数据来源: Site Selection Group, 中信建投

图 36:BPOs 和金融服务行业是客服代理的主要客户



数据来源: Site Selection Group, 中信建投

**图 37:2014-2022 年美国联络中心雇员数量 (百万人)**

 数据来源: Statista<sup>23</sup>, 中信建投

**图 38:2015Q4-2019Q4 全球云联络中心坐席数量 (百万)**

 数据来源: Statista<sup>24</sup>, 中信建投

**表 4:NICE CXone 定价**

定价版本	价格 (1 Seat/月)	支持功能
数字坐席	\$71.00	<b>支持 30+数字通道</b> 常见数据集和模型 统一的管理和用户界面 30+渠道的数字坐席路由 专用坐席和主管工作区 预构建的数据可视化仪表板和报表 数字记录和存储
语音坐席	\$94.00	<b>支持实时坐席和自助服务的语音通话</b> CXone 多租户云、开放平台、通用数据集和模型 统一的管理和用户界面 具有并发交互处理功能的通用队列 专用坐席和主管工作区 通过语音 IVR 进行自助服务, 无需代码配置 预构建和可自定义的跨域仪表板和报告 录音和存储
全渠道坐席	\$110.00	<b>通过数字和语音混合获得真正的全渠道</b> 面向数字和语音的全渠道混合路由 具有并发交互处理功能的通用队列 语音和数字捕获、存储、搜索和回放 专用坐席和主管工作区 语音和数字预构建数据可视化仪表板和报表
基础套件	\$135.00	<b>为坐席提供质量管理</b> 包括全渠道代理包, 以及: 用于语音和数字交互的坐席桌面屏幕录制

<sup>23</sup> <https://www.statista.com/statistics/881114/contact-center-employees-united-states/>
<sup>24</sup> <https://www.statista.com/statistics/1114838/contact-center-cloud-agents/>

质量管理工作流程，包括丰富的评估选项、自动交互分发、辅导、校准、申诉和自我评估。

专用的主管工作区，可实现全渠道实时监控，并简化管理坐席的工作流程

预构建和可自定义的跨域仪表板和报告

#### 通过 WFM 和绩效报告优化效率和参与度

包括基础套件，以及：

全渠道 AI 预测和调度

具有自动审批功能的坐席移动调度应用

依从性和时间利用率洞察

增强的性能可视化和见解

360 度全方位查看坐席 KPI、指标和趋势

核心套件

\$169.00

#### 使用包括分析和 VOC 在内的完整套件改善客户体验

包括核心套件，以及：

使用 AI 驱动的全渠道分析，在 100% 的语音、文本和数字交互中识别趋势和根本原因

通过预构建的类别、实体和情绪分析来分析、衡量和快速发现见解

立即采取行动，通过开箱即用的仪表板和深入的报告推动客户体验的改进

情境化和对话式客户反馈

在 IVR 和质量工作流程中捕获客户的声音

完整套件

\$209.00

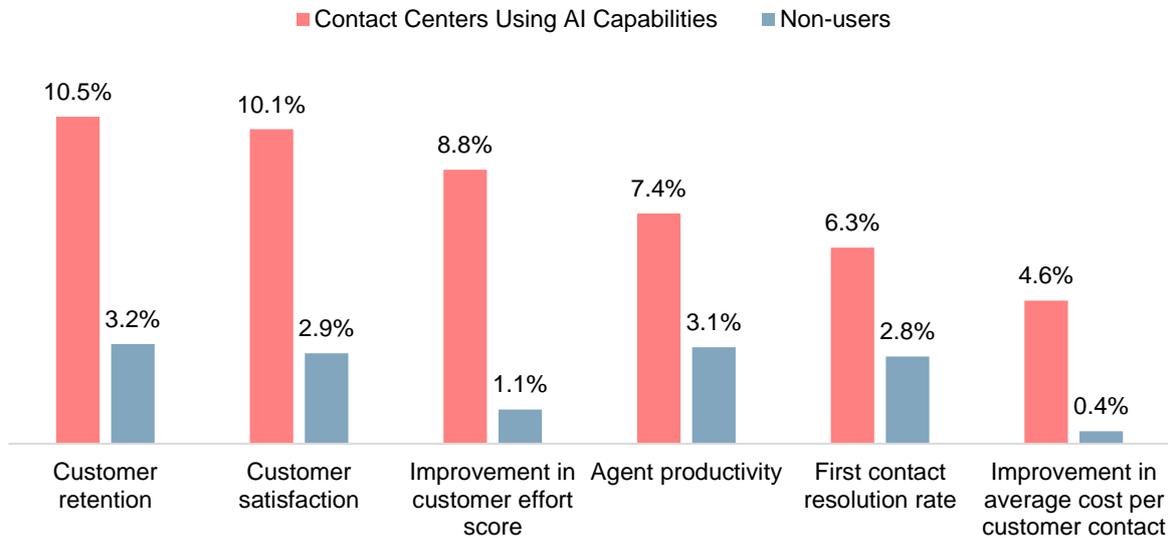
资料来源：NICE，中信建投

**AI+CC 解决方案能够使组织降本增效。**NICE 核心产品 CXone 共有 6 种不同的定价方案，其中完整套件（Complete Suite）的定价为 200 美元/seat/月。按完整套件计算，CXone 年度费用为 2400 美元/seat/年，仅为联络中心坐席年平均工资的 7.7%。据 McKinsey<sup>25</sup>，对于一家 5000 个坐席的公司，引入 Gen-AI 后每小时问题解决率提升 14%，每个问题处理时长降低 9%。根据 Aberdeen<sup>26</sup>统计，使用 AI 功能的联络中心的客户满意度每年提高 3.5 倍（10.1% vs 2.9%），客户保留率增长 3.3 倍（10.5 vs 对 3.2%），CES（Customer effort）提高 8 倍（8.8% vs 1.1%），坐席生产力提高 2.4 倍（7.4% vs 3%），平均成本减少 11.5 倍（4.6% vs 0.4%）。因此，AI 赋能的云联络中心解决方案能够达到降本增效的目的。

<sup>25</sup> <https://www.mckinsey.com/capabilities/mckinsey-digital/our-insights/the-economic-potential-of-generative-ai-the-next-productivity-frontier#/>

<sup>26</sup> The ROI of realtime agent guidance: how AI helps align agent performance with customer expectations

图 39:使用 AI 改进服务的公司获得了 CX 相关指标的改进 (年同比变化, n = 307)



数据来源: Aberdeen, 中信建投

一些潜在的担忧声音认为, AI 对人效的提升可能会压缩坐席数量。我们认为对于一个存量市场这是有可能的, 目前 AI 的作用是帮助客服更快/更好的理解和回复客户, 这种效率的提升可能降低了单位电话所需的人工成本。但更重要的是, 根据 NICE 管理层 4Q23 财报电话会提到的, 当前 CCaaS 市场的上云率只有 20% 左右, 仍有大量工作负载 (~80%) 部署在本地, 增量市场空间远大于存量。 AI 的引入意味着产能大幅提升, 帮助企业更好的提升客户体验。此外, NICE 的数字优先战略, 帮助企业通过网页浏览等行为分析用户目的, 并尽早引入客服拦截, 获取客户, 相当于扩张了 CCaaS 市场 (纳入新场景), 因此坐席数量的下行风险小于上行空间。另外, 从经验的角度, 过去 10 年坐席基本功能的 ARPU 也在下降, 但随着数字化, 附加功能的引入提升了 ARPU, 使得总体的花费是提升的, 后者是创造价值。

定价结构方面, CCaaS 有望从按坐席定价, 转向使用量付费, 这将扭转对座席数量压缩的担忧<sup>27</sup>。据 GetVOIP, Five9/NICE CXone 等提供联络中心软件解决方案的计价单位是坐席/月, 不同功能套餐浮动定价。引入 Gen-AI 后, 客服系统可在非工作时间处理一些简单联络, 提升单位坐席产出。另外, 模型侧接入 OpenAI/Google 的 API, 这些 API 按生成 token 的数量付费, 而传统 CCaaS 按坐席付费的模式在此情况下可能面临成本不断上升, 因此 CCaaS 引入 Gen-AI 后定价结构可能向更灵活的方向转变。

<sup>27</sup> 如前所述, 人员开支的节约中部分可被软件增值所获取。

图 40: Enlighten AI 有望改变定价结构, 从 Labor TAM 转向 Tech TAM



数据来源: NICE, 中信建投

企业与客户的数字互动量正呈指数级增长, 但 AI 引入率低, 需求侧增长有较大空间。定价单位由 Seats 转向 Usage 的同时也意味着 CCaaS 业绩增长驱动力由客户数量增长变为基于云平台的交易和互动数量的增长, 相比前者而言后者的增长是指数级的。NICE 处理的客户互动数量达到 200 亿次; 而在刑事司法领域, 每天有 1000 万新增数字证据需要处理。据 NICE CEO 2023 年称, 每天由 CXone 管理的数字互动数量增长了 6 倍<sup>28</sup>。此外, 在 Q4 FY 23 季度电话会上, NICE 表示 81% 的消费者与企业的互动是数字化的, 数量继续呈指数级增长。Gartner 估计 2023 年仅有 3% 的交互已用 AI 实现自动化, 2027 年这一比重将提升至 14%<sup>29</sup>。

## 竞争分析: 垂直积累构筑壁垒, 横向拓展优化利润空间

除 CCaaS 外, 一个类似的概念是 UCaaS, 而 UCaaS 和 CCaaS 的差异如下:

- 对于统一通信 (UC) 来说, 混合模式具有明显的经济优势。以微软 Teams 为例, 它的用户体验 (UX) 在云端, 但实际的通话连接可能通过企业的本地设施。当通话从云端发起时, 由于软件可能部署在远端 (例如美国), 即使是澳大利亚本地的通话也可能会经由美国转接回澳大利亚, 这样的通话成本会很高。因为企业最终还是需要按分钟支付通话费用。但是, 对于大型全球企业来说, 即使通话软件部署在美国, 通话也会在私有网络内完成, 从而避免了跨网络的通话费用。这就是为什么即使使用了微软 Teams, 企业在进行通话时仍然选择本地解决方案的主要原因。这种方式的最大好处是保持通话在内网 (on net), 而不是走外网 (off net), 从而显著降低了成本。
- 在大多数情况下, UC 的通话是内部的, 偶尔也会有一对一的外部通话。UCaaS 的模式导致私有云部署的流行, 同时硬件厂商更受益, 网络效应不明显。
- CCaaS 涉及到客户服务和支持, 例如, 当我们拨打 1-800 号码联系美国航空公司丢失行李的服务

<sup>28</sup> <https://www.cxtoday.com/contact-centre/nice-record-375-growth-in-enlighten-bookings/>

<sup>29</sup> <https://www.gartner.com/en/newsroom/press-releases/2023-07-31-gartner-says-conversational-ai-capabilities-will-help-drive-worldwide-contact-center-market-to-16-percent-growth-in-2023>

时，就涉及到联络中心。在这种情况下，所有的来电都会进入一个队列系统，然后分配给多个客服代表处理。联络中心的特点是多对多的通话分配，存在接入型/外呼联络中心。

图 41:2Q23 NICE 处于 CCaaS 领导者地位

图 42:1Q23 NICE 处于 CCaaS 领导者地位



数据来源: Gartner, 中信建投

数据来源: Forrester, 中信建投

具体而言，Avaya 及 Cisco 是本地联络中心的领导者，强于 ACD（自动联络分配）、PBX（私人分支交换）等，疫情催化企业端需求（不同位置分布的代理进行集中式云架构的需求急剧增加）。2021 年以前 Avaya 主要通过代理商模式销售，21 年以来引入服务代理（VAR）。由于产品生命周期走向末期，且缺乏对云产品的投资/更注重语音聊天（Genesys/NICE 强于数字渠道集成及实时聊天）。

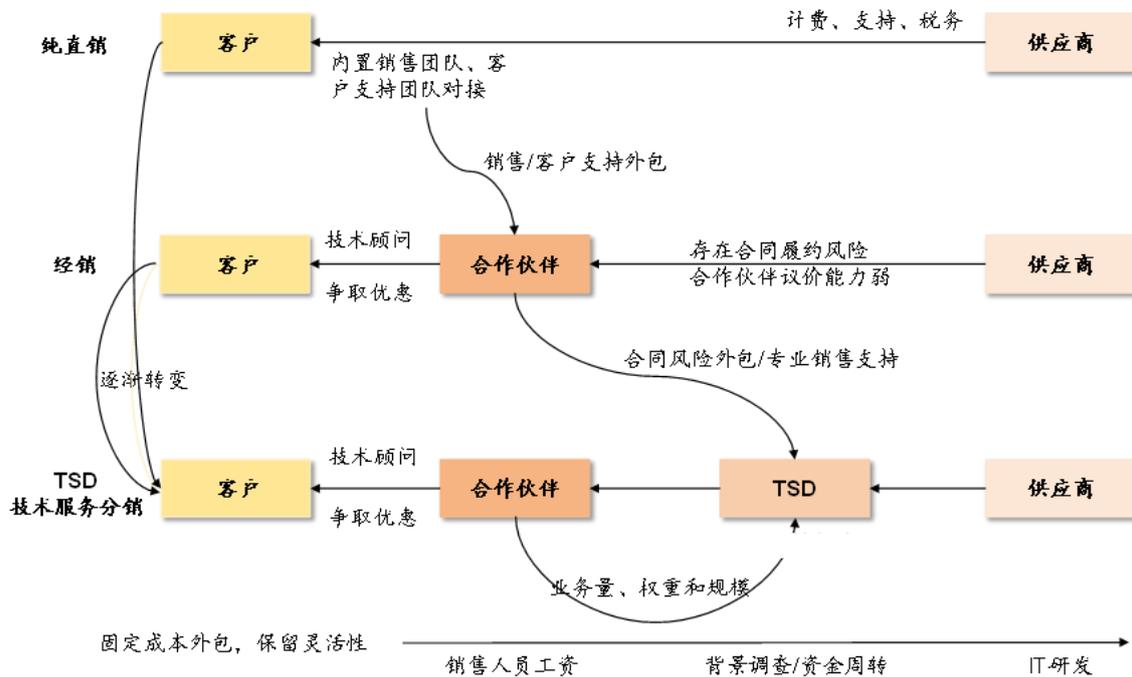
如前所述，Avaya 破产重组制约了其对 CCaaS 的投资。2021 年后 Avaya 在软件收入上开始下滑，22 年下滑 17.9%，这导致份额流失。Avaya 2023 年 2 月申请破产保护，并从纽约交易所退市。目前 Avaya 主要通过 RingCentral 的战略合作完成部分转移。

Cisco 通过外部收购试图转型 CCaaS 市场，当前正处于产品迭代的过程。Cisco 于 2017 年 10 月收购 BroadSoft，但该解决方案在超过 50 个代理的部署上表现不佳。Cisco 后续放弃这一方案，转向 Webex 协作平台，并将其与联系中心相结合。2020 年 12 月，Cisco 收购 IMI Mobile，增强了 Webex 联系中心的数字能力。根据 Forrester 1Q23 的评估<sup>30</sup>，Webex Contact Center 于 2021 年 11 月发布，与 UCaaS 处于统一平台，并基于共同的基础设施。Webex 的主要优势来自于 Cisco 的渠道、客户资源，以及与 UCaaS 的集成度，但与成熟的 CCaaS 相比解决方案的完整性仍有明显差距，例如 WFO（工作力优化），外呼/联络管理能力（通常的联络中心主要是接入型）。

Genesys 大幅调整渠道网络，导致许多合作伙伴转而与其他供应商合作。Genesys 在产品侧仅次于 NICE，且是行业内为数不多从本地转向云端 CCaaS 的成功供应商。Genesys 的主要变化来自销售侧，公司于 2023 年起将合作伙伴从 3500 个减少至不到 50 个，聚焦于能够转售解决方案的强大合作伙伴，同时鼓励合作伙伴主要通过为客户提供服务来赚取收入，而不是依赖于佣金分成。其中，北美 3 家电信运营商，欧洲+中东+亚洲 3 家，4 家主代理（Master Agent），5-10 家科技公司（Amazon/MSFT/GOOGL/Adobe 等）。4 家大型集成商（SLS）+精品咨询公司，25 家左右传统经销商。其余原本的中小合作伙伴可能转化为主要代理的合作伙伴。

<sup>30</sup> <https://resources.genesys.com/the-forrester-wave-contact-center-as-a-service>

图 43: 联络中心行业销售渠道的变革



数据来源: 中信建投

NICE 的主要优势来自解决方案的广度以及执行力。根据 Forrester 1Q23 的评估<sup>31</sup>, NICE 在解决方案的广度方面领先行业, NICE 2019 年 10 月发起 Digital-First 战略<sup>32</sup>, 推动客户利用语音和短信、Twitter、WhatsApp 等广泛的数字渠道与客户接触, 并在 CXone 云客户体验平台上统一管理。同时, NICE 旨在更早期地捕捉客户互动, 从而分析用户访问网站的行为, 进而迫使联系中心管理者和数据分析师尝试更早地在客户旅程中与客户进行互动。这使 NICE 处于非常有利的地位, 因为 AI 的本质就是在问题转交给真人前进行拦截。此外, NICE 于 2023 年 10 月收购 LiveVox<sup>33</sup> (信贷收款+外呼) 完善联络中心外呼的功能, 填补产品空白。

Five9 国际化进度缓慢, 且产品完整度有待提升, 但 AI 结合处于行业领先。根据 Forrester 1Q23 的评估<sup>34</sup>, Five9 是行业中坚力量, 拥有人工智能优势, 但对联络中心以外的视野较少。Five9 超过 70% 的交易来自合作伙伴, 但 Five9 的国际化进度落后于北美地区的商业化。产品战略层面, Five9 很少考虑解决联络中心之外的问题, 这意味着产品功能的创新更多是跟随领导者。当前 Five9 的优先事项包括增强洞察力和报告能力, 以及将人工智能嵌入到更多产品中。Five9 拥有灵活的 AI 方法, 拥有自己的智能虚拟助手 (IVA), 以及与多个 AI 引擎的产品化集成。Five9 对 Inference IVA 的整合仍在进行中, 需要单独的数据中心和开发工具, 其 WFM 产品并不适合拥有超过 500 个席位的联络中心。

总结来看, UCaaS 与 CCaaS 分离趋势利好云原生 CCaaS 玩家, Avaya/Cisco 大多是防御逻辑。Genesys 本地+多云产品 EOL 催化客户流失, Avaya 破产重整+云产品迁移缓慢, NICE 受益这一趋势。

<sup>31</sup> <https://resources.genesys.com/the-forrester-wave-contact-center-as-a-service>

<sup>32</sup> <https://www.businesswire.com/news/home/20191029005477/en/NICE-inContact-CXone-Delivers-World%E2%80%99s-Most-Comprehensive-Digital-first-Omnichannel-Offering-in-Contact-Center-as-a-Service-CCaaS-Market>

<sup>33</sup> <https://www.businesswire.com/news/home/20231226015491/en/NICE-Announces-The-Close-of-The-LiveVox-Acquisition-Creating-a-Conversational-AI-Powerhouse>, 2023 年 12 月 26 日收购完成。

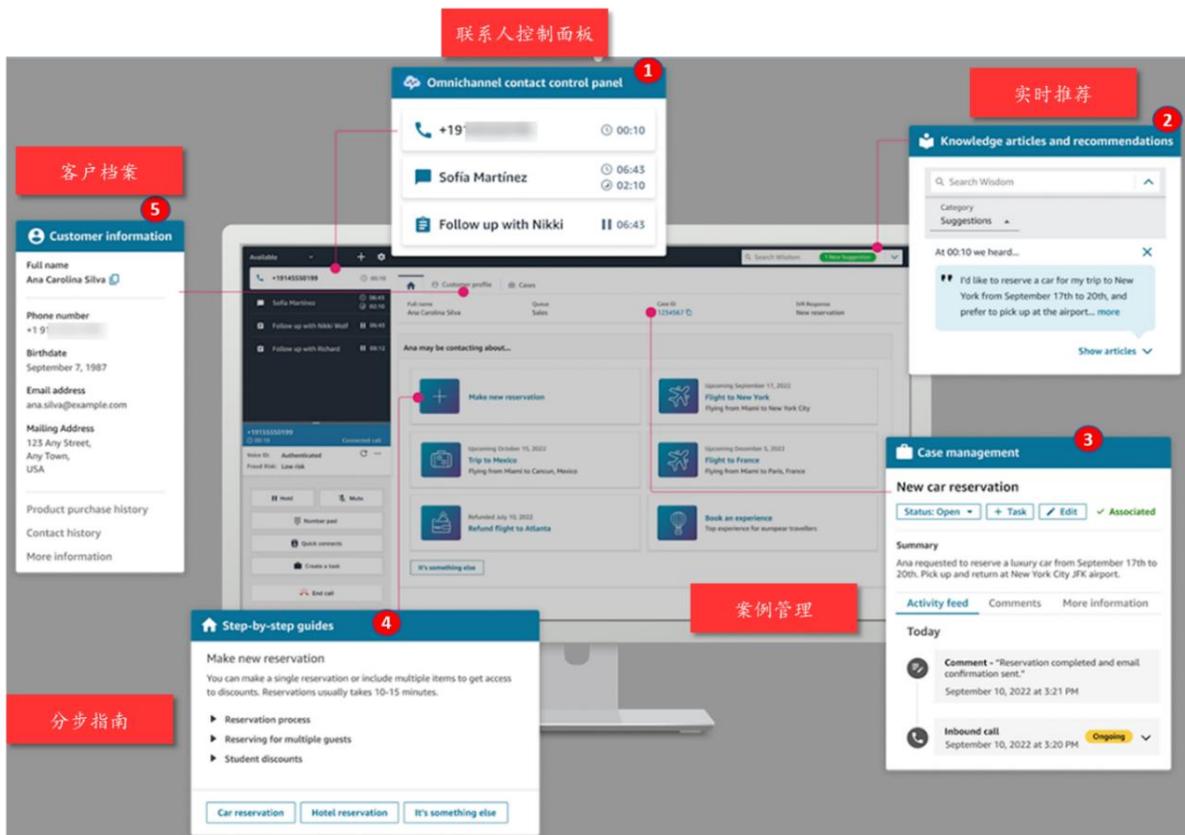
<sup>34</sup> <https://resources.genesys.com/the-forrester-wave-contact-center-as-a-service>

另一方面，CCaaS 厂商还面临 AWS/GCP/Azure 的威胁，其中：

**AWS 语音邮件和消息模块和劳动力管理模块功能不完整，依赖第三方模块/集成。**SelectHub 从呼叫能力、路由系统、协作、拨号器、移动能力、电话系统、语音智能和分析、语音邮件和消息、劳动力管理、平台能力等 10 个大类共 107 个细分项目对主流联络中心产品进行评分<sup>35</sup>。其中功能较为完整的产品包括 NICE CXone、Genesys、Avaya、RingCentral、CISCO。而 AWS 虽具备联络中心的基本功能模块，但部分细分功能缺失，例如不支持呼叫路由前预警、呼叫设备间转接以及号码隐藏等。此外，AWS 语音邮件和消息模块较多功能需要通过供应商提供的其他模块/产品获得，劳动力管理依赖外部第三方供应商集成，均会给客户造成额外费用。

除联络中心功能不完善以外，AWS 其他问题在于：1) Amazon Connect 为联络中心提供各种服务，但这些服务是零散的，并非专为联络中心设计，一方面需要增加开发人员的大量时间，另一方面需要加强与系统集成商的合作伙伴关系以获取支持。而 CXone 开箱即用，可与许多第三方应用程序无缝集成。2) Amazon Connect 按较小的时间和交互增量收费，难以估算每月总费用。此外，新增服务需要更多的开发资源、额外的 AWS 产品、第三方应用程序及其支持，会造成总费用的增加。而 CXone 是完全可定制的，可根据用户特定需求提供灵活的定价选项，并收取明确的月费。相比之下，CXone 具有更加透明的定价以及针对 CX 领域更加全面专业化的服务。

图 44:AWS 坐席界面



数据来源：AWS<sup>36</sup>，中信建投

<sup>35</sup> <https://express.selecthub.com/#/scorecard>

<sup>36</sup> <https://docs.aws.amazon.com/connect/latest/adminguide/agent-workspace.html>

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

谷歌通过合作伙伴集成方式扩展 CCAI 平台，同样可能面临服务零散不统一的问题。谷歌基于 Google Contact Center AI (CCAI) 平台提供 AI 赋能的全渠道联络中心功能。核心组成部分包括 1) 全渠道联络中心 2) 基于 Dialogflow CX 的虚拟坐席 3) 坐席协助 4) 基于 Google NLU 的客户情绪洞察。从产品成熟度角度，AWS>Google>Microsoft<sup>37</sup>。谷歌计划通过与合作伙伴的集成继续丰富其 CCAI 平台。例如，2023 年谷歌宣布与 UJET 合作，将劳动力管理 (WFM) 功能引入 CCAI 平台，后又宣布与 Verint 合作，进一步丰富 WFM 解决方案并引入 Verint 的客户互动 AI 解决方案。以集成的方式扩展其平台与 AWS 一样面临服务零散不统一的隐患。此外，传统 CCaaS 厂商有更好的经验、声誉和销售额，Google 目前在 CCaaS 市场中份额远低于 NICE、Genesys、AWS 等厂商，可能会面临在 CCaaS 市场中处于边缘位置的风险。

**Microsoft 联络中心功能不完整，且可能面临整合困难和时间成本。**2021 年，Microsoft 发布了其 CCaaS 平台——Dynamics 365 Customer Service。2022 年 7 月，Microsoft 推出了其数字联络中心平台 (Digital Contact Center Platform)。尽管市场期待采用 Teams 原生解决方案，但目前 Microsoft 的 CCaaS 解决方案仍然集中于 Dynamics，同时集成 Teams、Azure、Power 和 Nuance AI 等进行协同。Microsoft 的挑战在于 1) 联络中心功能不完整，首先，Microsoft 仍然没有语音渠道，且入站语音占联络中心收入低于 50%，因此没有资格获得独立的 CCaaS 分析师报告<sup>38</sup>。此外，其报告功能需要开发人员支持才能与其竞争对手保持同样水平。因此总体上其联络中心解决方案仍然不完整。2) 整合困难，Microsoft 后续计划使用 Dynamics、Office、Teams、Nuance 和 Azure 中的许多现有功能补充其 CCaaS 解决方案，但整合不同的产品和功能需要较多的时间。3) 微软在 UCaaS 领域取得领先地位，但在 CCaaS 领域用户更加关注客户体验。4) 微软的数字联络中心平台建立在 Dynamics 之上，Dynamics 的生态系统庞大且复杂，再加上其他产品和功能的整合，CCaaS 平台的复杂性可能限制其市场潜力。

**Talkdesk、Zendesk talk、Sales service cloud 等解决方案产品力不强。**据 SelectHub，Talkdesk、Zendesk talk、Sales service cloud 较多模块需要第三方供应商提供，尤其是协作、拨号器、移动能力和劳动力管理方面。Zoom 在 UCaaS 领域被 Teams 压制，此前曾计划收购 FIVN 进入 CCaaS 市场但后续取消，因此威胁不大。

<sup>37</sup> <https://www.cxtoday.com/contact-centre/microsoft-vs-google-the-race-to-ccaas-contention/>

<sup>38</sup> <https://www.cxtoday.com/contact-centre/microsoft-vs-google-the-race-to-ccaas-contention/>

**图 45: 联络中心主要玩家产品功能对比**

功能	NICE CXone	Genesys	Five9	Avaya	AWS	CISCO	talkdesk	zendesk talk	RingCentral	Sales service cloud
<b>基础能力 (23)</b>										
呼叫提醒	不支持	不支持	不支持	完全支持	不支持	完全支持	不支持	不支持	完全支持	适度支持
呼叫接入	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
呼叫前转	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
呼叫转移	完全支持	不支持	完全支持	完全支持	不支持	需定制开发	不支持	不支持	完全支持	不支持
呼叫保持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
呼叫标签	完全支持	完全支持	不支持	不支持	完全支持	完全支持	完全支持	需额外模块	完全支持	完全支持
呼叫监听	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
号码隐藏	完全支持	完全支持	不支持	完全支持	不支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
呼叫合并	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
呼叫静音	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
呼叫接管	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
呼叫等待	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
呼叫中主管私密指导	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
来电显示	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
陌生呼叫转接	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	不支持	完全支持	完全支持
配置来电等待时间	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
未接来电通知	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需额外模块	完全支持	完全支持
寻呼	完全支持	不支持	完全支持	完全支持	不支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
通话后调查	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需额外模块	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
通话后控制	不支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需额外模块	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
感知呼叫转接	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
网页回呼	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
<b>呼叫路由系统 (17)</b>										
基于ACD的路由系统	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
自动接听系统	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
呼叫转移系统	完全支持	完全支持	需定制开发	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
呼叫录音	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
呼叫接听	不支持	完全支持	不支持	完全支持	完全支持	需额外模块	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
呼叫排队系统	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
直接内部拨号 (DID)	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
免打扰模式	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
不同电话、不同位置接收本次来电	完全支持	完全支持	不支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	不支持	完全支持	完全支持
全时区路由	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	不支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需额外模块
节日路由	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	不支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
个人路由 (所有路由均由同一代理处理)	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
优先级路由	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需合作集成	完全支持	完全支持	完全支持
知识库	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
设备共享来电	完全支持	完全支持	不支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
基于技能的路由	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
基于时间的路由	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
<b>协作 (7)</b>										
语音会议	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需合作集成	完全支持	完全支持
聊天	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
会议桥接	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需额外模块	完全支持	需合作集成	完全支持	完全支持
文件共享	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需合作集成	完全支持	完全支持
高清视频	完全支持	完全支持	适度支持	完全支持	完全支持	完全支持	需合作集成	需合作集成	完全支持	完全支持
屏幕录制	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需合作集成	完全支持	需合作集成	完全支持	完全支持
屏幕共享	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需合作集成	需合作集成	完全支持	完全支持
<b>知识库 (8)</b>										
列表查看模式	完全支持	不支持	完全支持	完全支持	不支持	完全支持	完全支持	需额外模块	完全支持	完全支持
自动拨号器	不支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	不支持	需合作集成	需额外模块	完全支持	需合作集成
预测式拨号器	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需额外模块	完全支持	完全支持
规范式拨号器	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需额外模块	完全支持	完全支持
渐进式拨号器	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需额外模块	完全支持	完全支持
数据	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
快速拨号	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
实时规则拨号	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
<b>移动能力 (5)</b>										
进行和接收VoIP呼叫	需合作集成	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	适度支持	完全支持	完全支持	完全支持
移动聊天	不支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
移动视频通话	不支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
原生移动应用程序	需合作集成	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需合作集成	需合作集成	完全支持	完全支持
发送短信	不支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
<b>桌面系统 (17)</b>										
坐席桌面	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
坐席桌面或呼叫中心脚本	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需定制开发	需合作集成	需合作集成	完全支持	完全支持
可配置的营业时间规则	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
指导	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
按姓名拨号目录	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
分机	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
内置屏幕弹出	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
本地号码	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
多线电话系统	完全支持	完全支持	不支持	完全支持	完全支持	需额外模块	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
保持器	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
号码转移	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
远程坐席	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
软电话	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需定制开发	完全支持	完全支持
垃圾邮件检测	完全支持	不支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
免费电话号码	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需额外模块
自定义号码	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
虚拟号码	完全支持	不支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
<b>语音分析和报告 (8)</b>										
通话备注	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
通话情感分析	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需合作集成	完全支持	完全支持
通话摘要	完全支持	需额外模块	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	/	完全支持	完全支持
通话转录	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	适度支持	完全支持	完全支持
短信提醒	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
预建报告	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
定期报告	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
数据看板	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
<b>语音邮件和消息 (7)</b>										
商业短信和多媒体消息	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需额外模块	需额外模块	不支持	需合作集成	完全支持
交互式语音应答 (IVR) 系统	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
信息等待指示 (MWI)	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
语音邮件系统	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
语音邮件转接通知	完全支持	不支持	不支持	完全支持	完全支持	需额外模块	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
语音邮件转接电子邮件通知	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需额外模块	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
语音邮件转发	不支持	完全支持	不支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需额外模块
<b>移动能力 (5)</b>										
活动和列表管理	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需合作集成	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
员工绩效管理	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需额外模块	需合作集成	完全支持	完全支持
游戏化	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需合作集成	完全支持	需合作集成	完全支持	需额外模块
质量管理	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需合作集成	完全支持	需合作集成	完全支持	完全支持
劳动力预测排班	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需合作集成	完全支持	完全支持
<b>安全能力 (8)</b>										
API可扩展性	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
审计追踪	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
CRM集成	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
日历支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
呼叫加密	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
Chrome扩展	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	需定制开发
联系人导入和导出	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
基于角色的访问控制	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持
两步身份验证	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持	完全支持

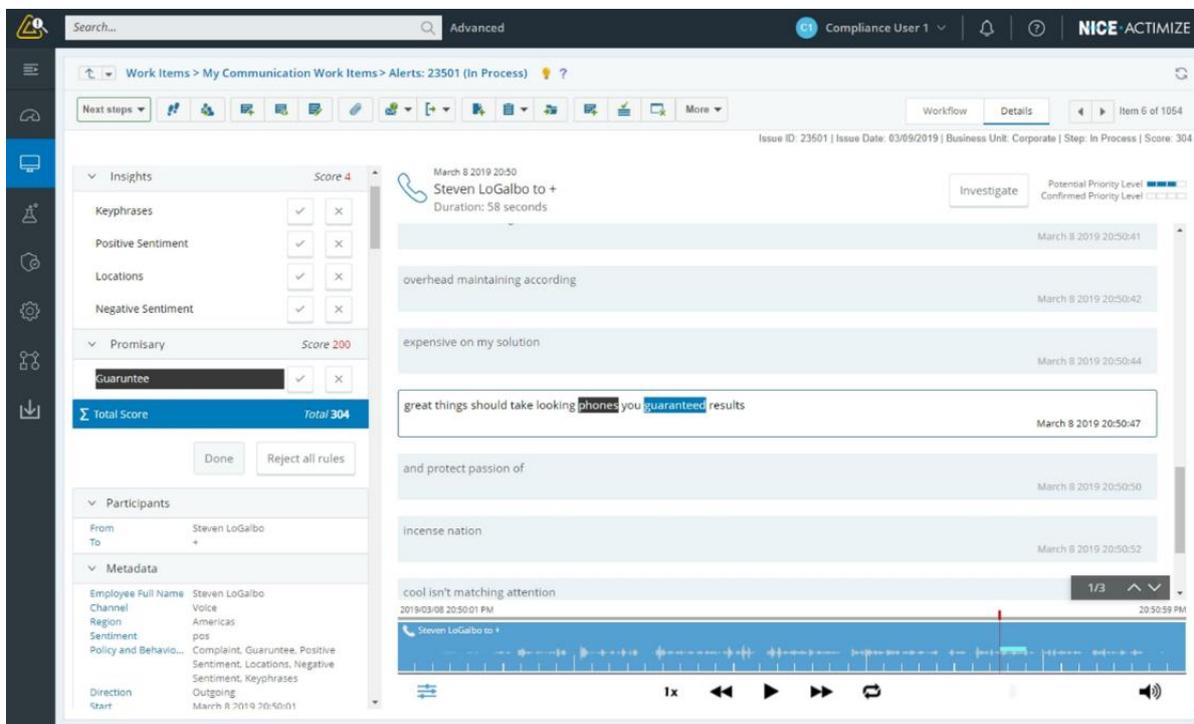
数据来源: SelectHub, 中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

## 金融反欺诈：在全球头部金融机构领域地位稳固

NICE Actimize 是 FCC 市场领导者，依托 X-Sight 和 X-ceed 分别为高端和中端市场提供反欺诈和合规解决方案。除两个平台外，NICE 还提供了多种解决方案。NICE Actimize AML 提供反洗钱解决方案；NICE Actimize IFM-X 提供端到端的综合欺诈管理平台；NICE Actimize SURVEIL-X 提供金融市场合规解决方案；ActOne 提供企业风险案例管理解决方案，统一金融犯罪、风险和合规等方面，提供全面的风险视图。目前，每年洗钱金额占全球 GDP 的 2%~5%，2023-27 年全球数字欺诈损失达到 3500 亿美元。2023 年 FCC 市场 TAM 为 50 亿美元，预计 2028 年将增长至 62 亿美元。目前，NICE 在该领域的客户超过 750 家，涵盖全部十大美国银行、十大欧洲银行和十大投资银行。NICE 每日监控 40 多亿笔交易，保护 6 万亿美元不受损失，处于 FCC 市场领导者地位。2022 年 NICE 在 FCC 市场收入为 4.12 亿美元，占收入总额的 19%，同比增长 18.2%。

图 46:NICE Actimize 界面



数据来源：NICE，中信建投

图 47:2023 NICE 处于金融犯罪与合规市场领导地位

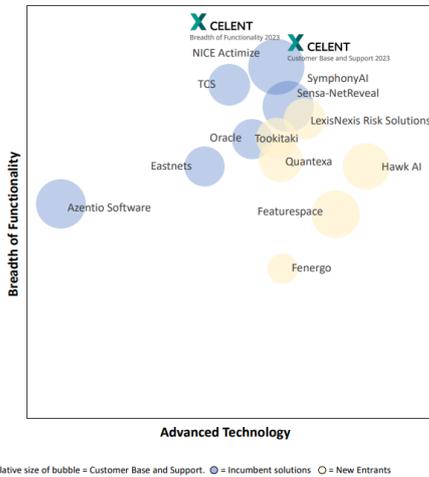
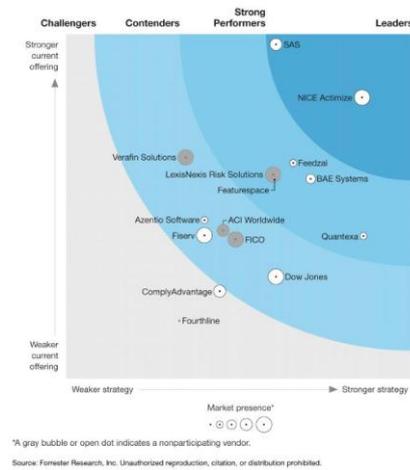


图 48:3Q22 NICE 处于金融犯罪与合规市场领导地位



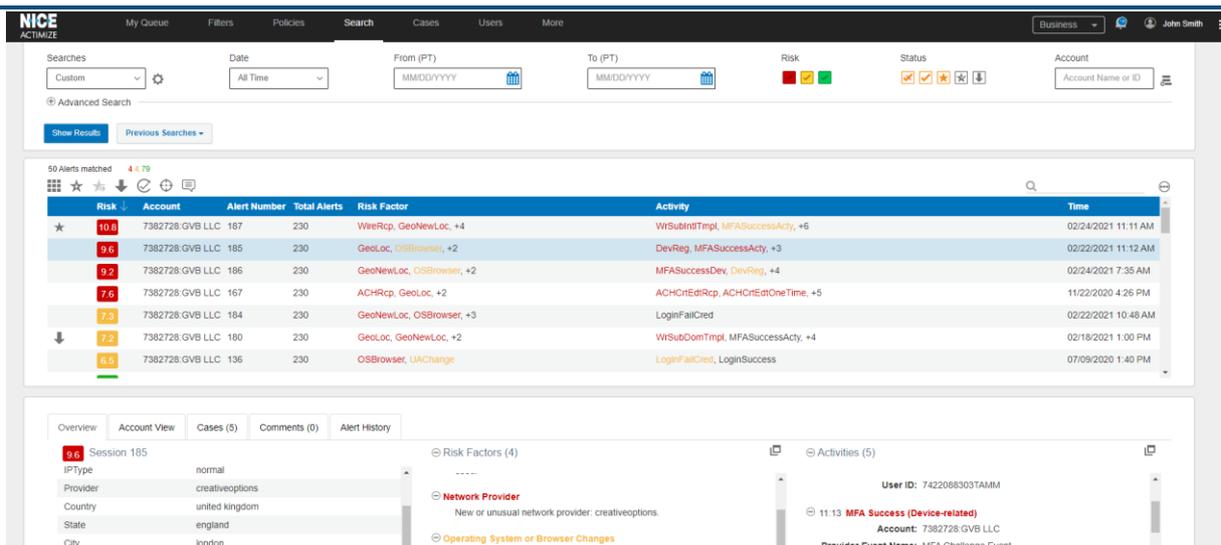
数据来源: Celent, 中信建投

数据来源: Forrester, 中信建投

X-ceed 在统一的云原生平台上使用反洗钱和诈骗模型提供数据情报、分析和见解，用于打击金融犯罪并进行合规保障，适用于信用合作社、地区银行、社区银行和金融科技公司等组织。基于云的 X-ceed 解决方案可以快速部署，减少停机风险，提高犯罪行为检测精度，并提供全面的风险视图。具体来讲，X-ceed 的主要功能为：

1) 通过机器学习和行为分析打击欺诈。Xceed AI FRAML 可根据设备、地理位置、时间、活动、交易详情等因素实时检测异常行为，提供风险的综合视图，根据风险评分确定警报的优先级，提供 24x7/365 全天候交易保护。Xceed Mobile、Xceed Online Business、Xceed Online Retail 分别用于手机银行、银行在线业务（例如电汇、ACH）、银行在线零售（例如 P2P）的欺诈检测。检测范围涵盖多种支付渠道，例如信用卡、支票、电汇、ACH 等。

图 49:Xceed Mobile 示意图



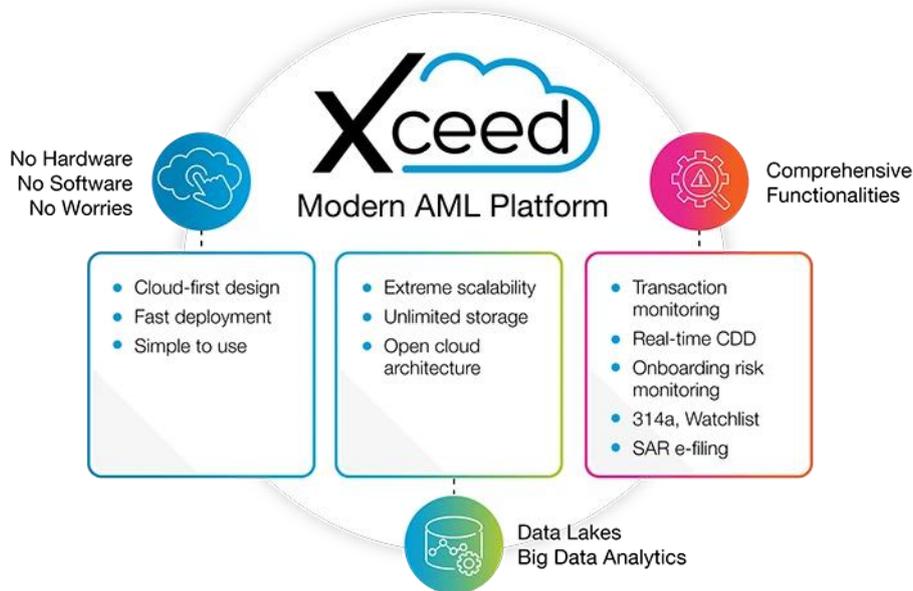
数据来源: NICE<sup>39</sup>, 中信建投

2) 基于情报的反洗钱调查。Xceed AML Evidence Lake 可通过图形及其链接检测和调查洗钱场景，通过点

<sup>39</sup> [https://www.niceactimize.com/Documents/xceed\\_mobile\\_datasheet.pdf](https://www.niceactimize.com/Documents/xceed_mobile_datasheet.pdf)

击式证据提高反洗钱调查效率。

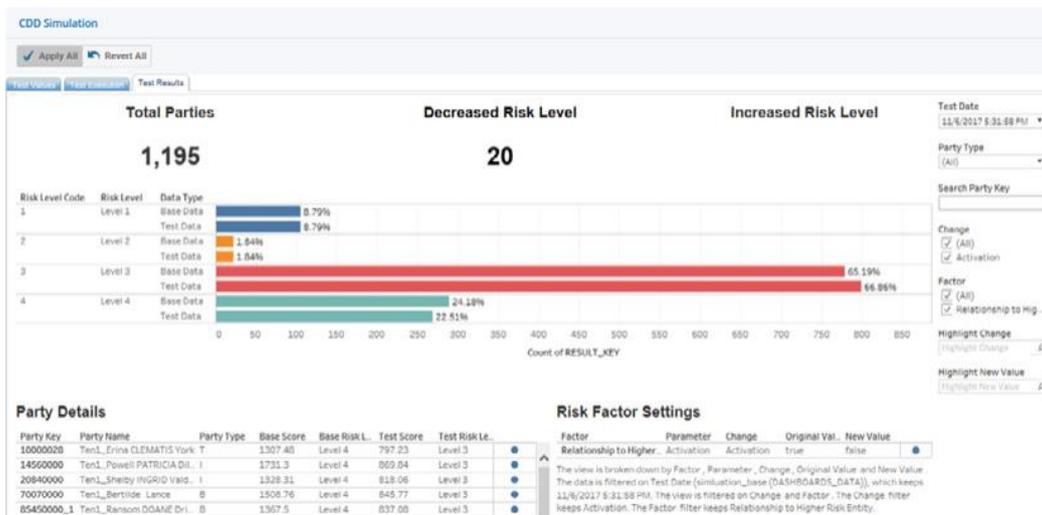
图 50:Xceed 反洗钱解决方案



数据来源: NICE<sup>40</sup>, 中信建投

3) 进行案例管理并加快调查速度。Xceed AI FRAML 可以帮助组织充分了解客户 (KYC, Know-Your-Customer) 并进行客户尽职调查 (CDD, Customer Due Diligence), 监控和管理风险客户, 当调查团队确认某活动为欺诈活动时, Xceed AI FRAML 会预填监管报告的详细信息, 例如可疑活动报告 (SAR) /货币交易报告 (CTR), 加快归档过程。

图 51:通过 CDD 进行客户风险管理



数据来源: NICE<sup>41</sup>, 中信建投

<sup>40</sup> <https://www.niceactimize.com/xceed/aml/>

<sup>41</sup> [https://www.niceactimize.com/Lists/Brochures/aml\\_cdd\\_x\\_brochure.pdf](https://www.niceactimize.com/Lists/Brochures/aml_cdd_x_brochure.pdf)

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

4) **金融犯罪预防托管服务**。Xceed FraudDESK 提供专家团队代表客户进行欺诈风险管理。Xceed FraudDESK CoPilot 可处理警报分类、优先级和案例叙述等重复性工作，能够为中型市场银行和信用合作社提供高达 80% 的效率提升。

**X-Sight** 是业内唯一一款支持端到端反诈骗与金融合规活动的原生云 PaaS 平台<sup>42</sup>。X-Sight Entity Risk 为企业提供全方位风险分析和评分。X-Sight Marketplace 将金融服务组织（FSO）与技术提供商联系起来，FSO 可以选择创新的解决方案来扩展其 NICE Actimize 产品的价值和功能。X-Sight AI Narrate 可智能综合可疑交易数据和调查情报，生成连贯、全面且合规的 SAR 叙述，将 SAR 归档速度提高 70%；X-Sight AI Assist 可总结、分析和丰富警报和案例，满足每个机构的独特需求，同时提供相关信息和指导，实现高达 50% 的效率提升。

图 52: X-Sight Entity Risk



数据来源: NICE<sup>43</sup>, 中信建投

## 公共安全：全球公共安全市场的行业领导者

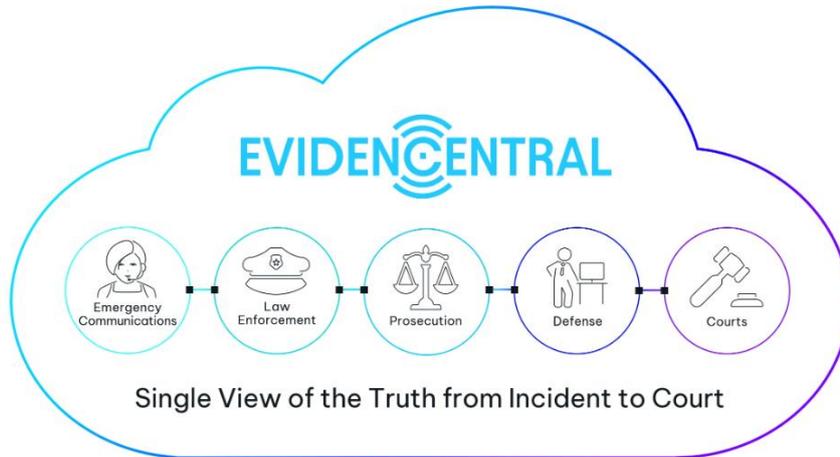
NICE 公共安全领域核心产品为 NICE Evidencentral, 分为 NICE Inform、NICE Investigate 和 NICE Justice 三部分。NICE Inform 是其应急响应解决方案，可从多种来源捕获、整合和管理事件相关的信息，包括呼叫、视频、文本、CAD 系统、GIS 等，快速集合和分享证据，以优化应急响应。NICE Investigate 用于执法领域，其 APP 可在警方到达现场之前提供嫌疑人照片、目击者视频、911 紧急呼叫录音等，警方也可以通过移动应用程序收集现场证据。NICE Investigate 还可以对执法记录仪、车载摄像头、音频录音等信息自动检索并以时间轴顺序整合，便于查看和分享。对于调查者，NICE Investigate 提供了证据共享、案件进展管理、自动化案件构建等功能。NICE Justice 用于司法领域，可将证据自动分配给对应的检察官/辩护律师，方便披露和展示，无需手动搜索、请求、下载/上传、复制和扫描证据。

NICE 在公共安全市场渗透广泛，处于行业领导者地位。目前，NICE 在公共安全领域覆盖 85% 的美国和加拿大城市，94% 的英国警力以及澳大利亚的全部州，公共安全和司法领域有超过 5 万人使用该平台。2023 年 NICE 被 IDC 评为执法领域数字证据管理解决方案领导者。据 NICE，2023 年 PS 市场 TAM 为 5 亿美元，预计 2028 年将增长至 25 亿美元。

<sup>42</sup> <https://cn.niceactimize.com/autonomous/x-sight-platform/>

<sup>43</sup> <https://www.niceactimize.com/xsight/entity-risk/>

图 53:EvidenCentral 介绍



数据来源: NICE<sup>44</sup>, 中信建投

图 54:2023 年 NICE 处于公共安全领域领导地位



数据来源: IDC, 中信建投

图 55:2023 年 NICE 处于公共安全领域领导地位

NICE was recognized by American Security Today in 2023 for the eighth consecutive year:

- NICE Inform Elite awarded Best 911 Recording & Analytics
- NICE EvidenCentral awarded Best Investigation/Surveillance/Detection



数据来源: American Security Today, 中信建投

<sup>44</sup> <https://www.nicepublicsafety.com/evidencentral>

## 盈利预测

我们预计公司 2024-25 年营业收入分别达 27.3、32.0 亿美元，同比增速分别为 14.8%/16.8%。其中，云业务 2024-25 收入预计可达 19.6/24.3 亿美元，同比增速分别达 23.6%/24.2%，服务收入分别达 1.7/1.7 亿美元，同比增速分别达 7.5%/2.3%。Non-GAAP 经营利润 2024-25 年预计达 8.4/10.3 亿美元，同比增速分别达 19.6%/22.3%，对应 Non-GAAP 经营利润率为 30.8%/32.3%。Non-GAAP 净利润分别达 6.9/8.5 亿美元，同比增速分别达 18.3%/23.8%，对应 Non-GAAP 净利率为 25.3%/26.8%。

## 估值

按照 CY25，Cloud 给予 25x Non-GAAP PE 估值，Service/Product 15x PE，目标价 334 美元/股。当前 NICE 相对于可比公司的估值水平基本处于平均水平，且 NICE 低于过去 2 年平均估值水平，考虑到 AI 对业绩影响尚未释放，而估值仍处于 2 年均值以下，我们认为 NICE 当前下行风险相对有限，向上空间较大。

图 56:SoTP 估值

Effective Tax rate 21%									
2025E-based Valuation									
2025E SOTP	2025E 收入 (USD)	2025E NOPAT (USD)	P/S	P/E (Non-GAAP)	2025E 估值 (USD)	2025E 每股合理价值(USD)	折现至2024E (USD)	估值占比	
1. NICE Cloud	2,428	801	8.3x	25x	20,027	315	281	84%	
2. Service	591	195	5.0x	15x	2,926	46	41	12%	
3. Product	170	76	6.8x	15x	1,145	18	16	5%	
4. Net Cash	(329)				(329)	-5	-5	-1%	
NAV	2,859	88,523	8.3x	0x	23,769	374	334		
Fully diluted shares outstanding (mn)			64				334		
			64						
			Base PE	24.5		收盘价(USD/Sh)	239.03		
			Impied Interest Rate	4.1%			39.73%		

数据来源：公司公告，中信建投

表 5:可比公司估值（截止 2024/3/8）

公司名称	股票代码	P/E	Premium vs 2-year average
Dynatrace	DT US Equity	35.71	60.88
Twilio	TWLO US Equity	21.93	-1.21
ZoomInfo	ZI US Equity	16.77	-24.44
Dropbox	DBX US Equity	11.68	-47.39
Nutanix	NTNX US Equity	54.01	143.35
Box	BOX US Equity	18.21	-17.95
Oracle	ORCL US Equity	18.91	-14.82
Microsoft	MSFT US Equity	31.90	43.72
可比公司平均		<b>26.14</b>	
NICE	NICE.O	21.93	-1.18

资料来源：Bloomberg，中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

## 投资评价和建议

NICE 主营联络中心软件解决方案, 过往营收/利润增长稳健, 但 23 年以来逻辑发生积极变化。核心逻辑为: 1) 龙头转型 CCaaS, 客户有望加速上云; 2) AI 将驱动量价结构变化, 产品定价有望从固定量转向使用量定价, 中长期使用量增长则受消费者互动全面数字化、自动化驱动。

行业的成长逻辑是标准化客户联系过程以提升客户体验, 并降低客服代理管理成本。2017-23 年 CCaaS 的新增订单最大客户均为 BPOs(业务流程外包商), 23 年占比~85%, 企业大量将客户服务流程外包, 例如从美国外包至印度、菲律宾、拉美等地区。

行业竞争层面, 1) 头部供应商面临调整, 如 Avaya 破产重整+云产品迁移缓慢, 而 Genesys 大幅调整渠道网络, 导致许多合作伙伴转而与其他供应商合作; 2) 云厂商方面, AWS 的联系中心功能不完整, 缺乏细分功能支持且依赖第三方支持, Google 定位集成平台, 对垂直解决方案投入有限, 微软的 CCaaS 平台功能不完整, 依靠现有产品生态系统进行协作, 但可能面临整合困难和时间成本。整体而言, NICE 处于行业发展有利位置, 有益于优先获益 Gen AI 的投资。我们首次覆盖 NICE 并给予“买入”评级。

## 风险分析

**市场竞争的风险：**NICE 的主要业务 Contact Center 面临 CCaaS 行业内众多参与者的竞争，如 Genesys、AWS、Five9、Talkdesk 等。同时还面临临近市场潜在参与者的竞争，例如 CRM 供应商、UCaaS 供应商以及 PaaS 供应商等。竞争加剧会对公司的行业地位和市场份额产生不利影响。

**宏观经济变化的风险：**全球经济的不利变化，如经济增速放缓、经济衰退、通货膨胀等会导致企业减少联络中心相关的支出，对公司的业绩造成不利影响。

**监管风险：**数据隐私相关的法律法规，如 GDPR、CCPA、CPRA 等可能会限制公司对数据进行储存、传输和处理，影响公司提供解决方案和服务的能力。

**表 6:NICE 2024 Non-GAAP EPS 对 Cloud/Service 收入增速敏感分析**

	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
-10%	-9.4%	-5.8%	-2.2%	1.4%	5.0%	8.6%
-5%	-8.3%	-4.7%	-1.1%	2.5%	6.1%	9.7%
0%	-7.2%	-3.6%	0.0%	3.6%	7.2%	10.8%
5%	-6.1%	-2.5%	1.1%	4.7%	8.3%	11.9%
10%	-5.0%	-1.4%	2.2%	5.8%	9.4%	13.0%
15%	-3.9%	-0.3%	3.3%	6.9%	10.5%	14.1%

资料来源：公司公告，中信建投

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,417.13</b>	<b>2,312.88</b>	<b>2,899.36</b>	<b>3,908.67</b>	<b>5,045.96</b>
现金	1,571.54	1,407.84	1,786.95	2,609.13	3,571.92
应收票据及应收账款合计	518.52	585.15	627.47	733.03	831.45
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	95.09	197.97	202.82	236.94	268.76
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	231.99	121.92	282.12	329.58	373.83
<b>非流动资产</b>	<b>2,437.29</b>	<b>2,804.75</b>	<b>2,726.51</b>	<b>2,648.27</b>	<b>2,570.03</b>
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	159.29	174.41	147.09	119.76	92.44
无形资产	209.61	305.50	254.58	203.67	152.75
其他非流动资产	2,068.40	2,324.84	2,324.84	2,324.84	2,324.84
<b>资产总计</b>	<b>4,854.42</b>	<b>5,117.63</b>	<b>5,625.87</b>	<b>6,556.94</b>	<b>7,615.99</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,141.22</b>	<b>1,120.32</b>	<b>1,002.85</b>	<b>1,153.84</b>	<b>1,293.81</b>
短期借款	209.29	209.23	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	56.02	66.04	58.94	68.02	76.47
其他流动负债	875.91	845.06	943.91	1,085.82	1,217.34
<b>非流动负债</b>	<b>657.78</b>	<b>642.81</b>	<b>642.81</b>	<b>642.81</b>	<b>642.81</b>
长期借款	455.38	457.08	457.08	457.08	457.08
其他非流动负债	202.40	185.73	185.73	185.73	185.73
<b>负债合计</b>	<b>1,799.00</b>	<b>1,763.13</b>	<b>1,645.66</b>	<b>1,796.65</b>	<b>1,936.62</b>
少数股东权益	13.34	13.37	13.37	13.37	13.37
股本	18.96	0.00	17.38	63.32	112.38
资本公积	1,207.98	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	1,815.14	3,341.13	3,949.45	4,683.60	5,553.62
归属母公司股东权益	3,042.09	3,341.13	3,966.84	4,746.92	5,666.00
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,854.42</b>	<b>5,117.63</b>	<b>5,625.87</b>	<b>6,556.94</b>	<b>7,615.99</b>

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>479.72</b>	<b>561.43</b>	<b>611.22</b>	<b>839.07</b>	<b>977.26</b>
净利润	260.46	327.55	611.48	737.95	874.54
折旧摊销	184.87	169.84	78.24	78.24	78.24
财务费用	0.00	0.00	38.51	60.41	60.41
其他经营现金流	34.39	64.04	-117.01	-37.54	-35.93
<b>投资活动现金流</b>	<b>-152.35</b>	<b>-293.58</b>	<b>1.40</b>	<b>1.40</b>	<b>1.40</b>
资本支出	-110.69	-67.51	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-41.66	-226.07	1.40	1.40	1.40
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-164.50</b>	<b>-290.27</b>	<b>-233.51</b>	<b>-18.28</b>	<b>-15.86</b>
短期借款	-186.65	-0.06	-209.23	0.00	0.00
长期借款	26.12	1.70	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-3.96	-291.91	-24.28	-18.28	-15.86
<b>现金净增加额</b>	<b>162.87</b>	<b>-22.43</b>	<b>379.11</b>	<b>822.18</b>	<b>962.79</b>

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投

### 利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>2,181.29</b>	<b>2,377.51</b>	<b>2,729.16</b>	<b>3,188.26</b>	<b>3,616.37</b>
营业成本	683.69	768.17	783.25	903.93	1,016.20
其他营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售和管理费用	856.36	851.40	801.96	908.58	1,012.58
研发费用	306.07	322.71	328.95	377.89	415.88
财务费用	0.00	0.00	38.51	60.41	60.41
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>335.17</b>	<b>435.23</b>	<b>776.48</b>	<b>937.45</b>	<b>1,111.29</b>
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>335.17</b>	<b>435.23</b>	<b>776.48</b>	<b>937.45</b>	<b>1,111.29</b>
所得税	74.72	107.67	165.01	199.50	236.76
<b>净利润</b>	<b>260.46</b>	<b>327.55</b>	<b>611.48</b>	<b>737.95</b>	<b>874.54</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>260.46</b>	<b>327.55</b>	<b>611.48</b>	<b>737.95</b>	<b>874.54</b>
EBITDA	520.04	605.07	893.24	1,076.11	1,249.95
EPS (元)	4.12	5.18	9.66	11.66	13.82

### 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)					
归属于母公司净利润(%)	13.54	9.00	14.79	16.82	13.43
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)					
净利率(%)	68.66	67.69	71.30	71.65	71.90
ROE(%)	11.94	13.78	22.41	23.15	24.18
ROIC(%)	8.56	9.80	15.41	15.55	15.43
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)					
净负债比率(%)	37.06	34.45	29.25	27.40	25.43
流动比率	-29.68	-22.11	-33.41	-45.21	-54.84
速动比率	2.12	2.06	2.89	3.39	3.90
<b>营运能力</b>					
总资产周转率					
应收账款周转率	0.45	0.46	0.49	0.49	0.47
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	4.21	4.06	4.35	4.35	4.35
每股经营现金流(最新摊薄)	4.12	5.18	9.66	11.66	13.82
每股净资产(最新摊薄)	7.58	8.87	9.66	13.26	15.45
<b>估值比率</b>					
P/E	48.08	52.81	62.70	75.02	89.55
P/B	58.07	46.17	24.73	20.49	17.29
EV/EBITDA	4.97	4.53	3.81	3.19	2.67

## 分析师介绍

### 崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及海外 TMT 龙头公司研究，2021 年加入中信建投，2022-2023 年新财富海外研究最佳研究入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名团队成员。

### 许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网及美股软件研究，2022 年加入中信建投海外前瞻组，2023 年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023 第十七届水晶球最佳分析师海外行业入围。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
电话：(8621) 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投(国际)

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk