

AI 商业化&Trump 减税为潜在催化， 业务有望重回增长

核心观点

AI 商业化&Trump 减税为潜在催化，业务有望重回增长

按照彭博一致预期，Zoom 目前交易于 FY25 Non-GAAP EPS 的 14.8x，相比于可比公司估值折价~25.2%。目前公司在手净现金占市值比例~40%，具备充分灵活性用于回购&对外并购，股东回报层面具备改善空间。业务层面，随着续约周期度过，席位流失压力减轻，新产品周期有望驱动业务重新回归增长。AI 商业化可能打开新叙事&缓解竞争格局担忧（TCO 优于竞对）。潜在催化包括 Trump 减税，参照上一轮减税可能带来 EPS 层面可观弹性。我们认为 Zoom 当前的风险回报比具备充分的吸引力。

标题

如何看待 Zoom 股价从高点至今跌幅~90%？疫情使得巨头加速投资，用低质量的产品抢占市场，长期看挤压了市场空间。Zoom 创始人袁征在 2024 年 6 月接受专访时提到，疫情使得所有人一夜之间意识到远程办公的重要性，一些巨头投入大量资源模仿 Zoom 的产品并利用渠道、价格等优势获取客户，Zoom 被迫卷入高强度竞争，导致在公司文化、产品质量方面有所松懈。一旦客户习惯于低价格的基础视频会议产品，其后续提价空间就会受限，导致行业后续只能依靠拓展渗透实现增长，而疫情极大地透支了企业远程办公渗透率，因此对于市场空间实际上负面影响更大。这也是 Zoom 股价从 2020 年 10 月高点跌幅~90%的原因之一，即大单品逻辑下量价均缺乏空间。

Zoom 已经接近走出疫情透支需求以及 IT 预算优化的影响，有望重新回归可持续增长

疫情后 Zoom 收入增速的回落先后由于 1) 俄乌冲突+疫情后供应链重组，带来高通胀，企业 IT 预算紧缩；2) 产品线丰富度不足，续约时席位流失压力较大，除折扣外缺乏激励留住客户；3) 销售成熟度不高，支付/退款/产品体验等方面仍存在优化空间；4) 中小企业预算仍然紧张。其中，公司于 2023 年陆续调整销售体系，扩充产品线并将客户流失率降低至 FY3Q25 的 2.7%，处于历史新低水平（好于疫情前的 3.0%）。唯一不确定的来自于 SMB 仍然面临宏观经济挑战，但我们认为即使 SMB 存在一定负面拖累，公司凭借既有产品的趋势&AI 商业化有望重拾增长，目前的前瞻指标滚动订单已于 FY3Q24 触底，FY1-3Q25 基本持平。

Zoom 通讯(ZM.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：2025 年 01 月 21 日

当前股价：78.07 美元

目标价格 6 个月：111 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
-6.84/-4.14	13.26/6.38	12.98/-18.37
12 月最高/最低价 (美元)		89.03/55.32
总股本 (万股)		30,649.49
流通股本 (万股)		26,210.01
总市值 (亿美元)		239.28
流通市值 (亿美元)		239.28
近 3 月日均成交量 (万)		314.36
主要股东		
BlackRock, Inc.		5.02%

股价表现



相关研究报告

股东回报方面，公司目前剩余 20 亿美元回购额度，可冲抵未来 2 年的股权激励带来的稀释效应。过去被诟病较多的问题在于 Zoom 股权激励比例较高，对股本稀释程度很高，这主要是由于高管薪酬中股权占比较高，现金部分过低。根据彭博，Zoom 宣布将减少员工股票激励的使用，以解决股票摊薄问题，并计划在未来两个财年逐步取消年度绩效股票计划，但由于 Zoom 股权激励计划持续 4 年，因此 FY21-22 大规模招聘导致的股权激励要在 FY26 全部归属完毕，FY27 后股权激励的影响逐步减弱。此外公司通过回购抵消股权激励的影响，即 FY25Q1 董事会授权 15 亿美元回购额度，FY25Q3 进一步授权 12 亿美元回购额度，考虑已经回购的部分，目前剩余 20 亿美元回购额度。若按照 FY24 股权激励比例估测，20 亿回购可冲抵未来 2 年股权激励带来的稀释效应。

潜在催化包括特朗普减税及 AI 商业化。Trump 上一任期内施行的 2017 Tax Cut And Job Acts(TJCA)大幅降低了联邦政府层面的企业所得税，将企业税率从 35% 下降至 21%，且给予企业在美国境内的投资额外的税收优惠，导致美国大型持续盈利企业的有效税率从平均 22.0% 下降至 12.8%。而据《Lessons From the 2017 Tax Law for the Future of U.S. Corporate Taxation》，Trump 在 2024 年美国总统竞选中提出若当选总统，希望进一步将企业所得税率从 21% 降低至 15%，并给予美国企业海外利润更宽松的税收处理(减轻双重征税的压力)。若这一任期内开启相似的税收减免政策，Zoom 可能继续受益。此外，Zoom 预计于 2025 年上半年推出定制化 AI 插件，例如微软 365/Salesforce 的数据连接器，微调 AI Companion 等，价格为 \$12/月。据 ZoomTopia 2024，截止 2024 年 10 月初，已经有 400 万+企业账户采用 AI Companion 功能，目前 57% 的财富 500 强企业采用了 AI Companion 功能。后续商业化可能贡献可观增量。

投资建议：按照彭博一致预期，截止 2025/1/13，Zoom 的股价交易于 FY25-26 Non-GAAP EPS 的 14.1/13.8x PE，对应于彭博一致预期的 FY25 Non-GAAP EPS 的 14.8x，相比于可比公司估值折价~25.2%。目前公司在手净现金占市值比例~40%，具备充分灵活性用于回购&对外并购，股东回报层面具备改善空间。业务层面，随着续约周期度过，席位流失压力减轻，新产品周期有望驱动业务重新回归增长。AI 商业化可能打开新叙事&缓解竞争格局担忧（TCO 优于竞对）。

考虑到潜在的催化，包括 1) Trump 新一届政府的减税法案；2) Zoom 在线业务+企业业务经历续约周期后企稳，叠加 AI 商业化/既有产品交叉销售带来的增长动力；3) BBG 隐含的市场一致预期对于利息净收入似乎机械性地线性外推保持不变，而公司实际上在未来 3 年每年可能产生自由现金流~15 亿，将大幅扩张现金储备，而利率如果没有大幅下降至疫情前水平，实际净现金带来的利息净收入将显著增厚 Non-GAAP 净利润，而近期就业数据强劲甚至扭转市场降息预期，我们认为基准情形下 Zoom 后续 Non-GAAP 利润仍有上修空间。综上所述，我们认为 Zoom 当前的风险回报比具备充分的吸引力，给予 Zoom FY26' Non-GAAP EPS 20x PE，对应目标价 \$111/股，较前一交易日收盘价有~42% 上行空间，首次覆盖并给予“买入”评级。

目录

公司分析：席位流失/IT 预算优化/竞争格局等担忧基本充分定价，后续关注 AI 商业化&Trump 减税催化	1
行业概况：疫情透支行业增长，但混合办公仍然持续渗透	1
Zoom 增长因子：从单点产品拓展至协作解决方案，IT 预算优化压力边际减轻	3
股东回报：股权激励比例未来逐步降低，现金回购抵消股本稀释影响	12
潜在催化：Trump 减税 & AI 产品商业化	12
盈利预测：预期在线业务未来实现正增长，利息净收入可能被低估	13
估值：目前交易于 FY26 13.8x PE，较可比公司存在折价	15
投资评价和建议：首次覆盖给予“买入”评级，目标价\$111/股	15
风险分析	16
报表预测	17

图目录

图 1:2Q23-3Q24 新招聘岗位中混合办公比例稳定在 35%	1
图 2:2022/10-2024/11 美国远程工作人口比例总体上涨	1
图 3:2019-22 年美国各行业远程工作人员的比例（%），注意到 2019-2021 年有大幅度提升，但 2022 年则有所回落	2
图 4:2020/5-2022/9 美国 16 岁+人员过去 4 周有过居家办公的比例（%）	2
图 5:2022/10-2024/11 美国 16 岁+人员远程工作中全职比例及工时占比（%）	2
图 6:美国主要行业全要素生产率在 2019-21 年提升幅度均大于 2007-19 年水平（%）	3
图 7:FY4Q22-3Q25 Zoom 在线业务收入及增速情况（%，百万美元）	4
图 8:欧元区综合 PMI 与 Zoom EMEA 收入增速（%）	5
图 9:2019/1-2024/11 欧元区综合 PMI（50 为荣枯线）	5
图 10:2020/10-2024/12 美元指数走势	5
图 11:销售渠道的调整在稳定客户流失率的同时扭转了在线业务的收缩趋势	5
图 12:Zoom 年付费用户比例持续提升	6
图 13:Zoom 客户平均合约期限	6
图 14:Zoom 产品战略从生产率工具逐步拓展至协作流程，乃至企业营销/客服场景	8
图 15:Zoom Phone/Room 在企业账户的渗透率（%）	8
图 16:Zoom Phone 2019-20 年主要聚焦渠道拓展&硬件集成	8
图 17:Zoom Phone 广泛集成上游硬件通讯设备/系统	9
图 18:Zoom Room 广泛集成上游硬件通讯设备/系统	9
图 19:Zoom 从签约到确认收入/支付的流程	10
图 20:Zoom 客户平均合同期限	10
图 21:Zoom 订单滚动情况于 FY3Q24 触底	10
图 22:Zoom 全球 MAU 增速于 2024/12 MTD 同比转正	11
图 23:Microsoft Teams/ Zoom MAU 格局基本稳定	11
图 24:Zoom AI 助手的纪要转录错误率低于 Webex/Teams	11
图 25:Zoom AI 助手的摘要总结表现好于 Webex/Teams	11

图 26:Zoom AI 助手的响应时间快于 Webex/Teams	11
图 27:Zoom AI 助手的稳定性好于 Webex/Teams	11
图 28:Zoom FY24-28 希望将 SBC/收入比例降至 12%以内	12
图 29:Zoom FY1Q20-3Q25 股权激励/收入比例及长期目标	12
图 30:Zoom CEO Eric Yuan FY23-24 的薪酬构成中股权激励占比大幅上升	12
图 31:特朗普减税后美国大型持续盈利企业的有效税率从平均 22.0%下降至 12.8%	13
图 32:彭博一致预期隐含的在线业务收入增速、企业所得税、利息净收入可能存在预期差（单位：百万美元，%）	14

表目录

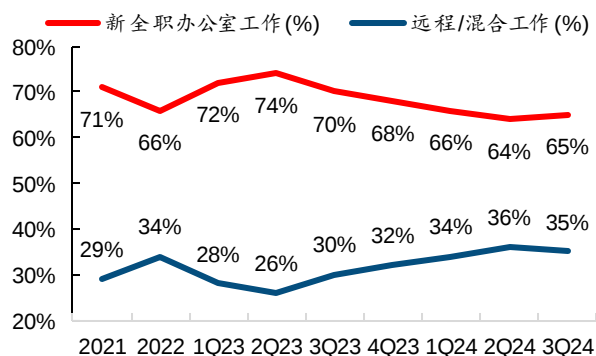
表 1:Zoom 各季度业绩会提到销售模式的调整	5
表 2:Zoom 2019-24 年产品发布节奏	7
表 3:Zoom 相比可比公司估值存在折价	15
表 4:Zoom 在线/企业业务收入增速变化对于 EPS 的影响	16

公司分析：席位流失/IT 预算优化/竞争格局等担忧基本充分定价，后续关注 AI 商业化&Trump 减税催化

行业概况：疫情透支行业增长，但混合办公仍然持续渗透

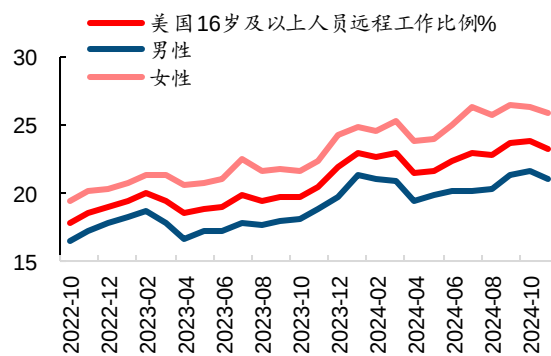
美国远程办公/协作渗透率在 2021 年达到峰值后回落，但 2023 年重启增长。结合美国劳工部调查数据及 Robert Half 调研数据，我们注意到疫情极大地影响各行业远程办公的渗透率，图 6 所示 2020 年 5 月 35.4% 的 16 岁+劳工由于疫情影响不得不远程办公¹，图 5 所示主要行业 2021 年远程办公比例较 19 年大幅提升，尤其是科研/IT/金融等行业。但 2021-22 年随着防控政策转向，大多数企业/机构回归常态化办公模式，导致远程办公比例下降。然而，我们不认为就业市场整体会回归疫情前的水平，疫情期间的远程办公/协作类似于一场社会实验，美国劳工部 2024 年 10 月的研究显示（图 8）远程办公对于生产率有小幅积极影响，且降低员工的流动率（工作满意度提升）。因此，美国就业市场在疫情后也逐步接受混合办公模式，体现为新招聘岗位中混合办公的比例自 2Q23 触底至 26% 后 3Q24 回升至 35%（图 3），就业人口中远程办公比例自 22 年 10 月的 17.9% 提升至 2024 年 11 月的 23.3%（图 4），远程工作时长占比同期从 13.5% 提升至 16.2%（图 5）。

图 1:2Q23-3Q24 新招聘岗位中混合办公比例稳定在 35%



数据来源：Robert Half²，中信建投

图 2:2022/10-2024/11 美国远程工作人口比例总体上涨



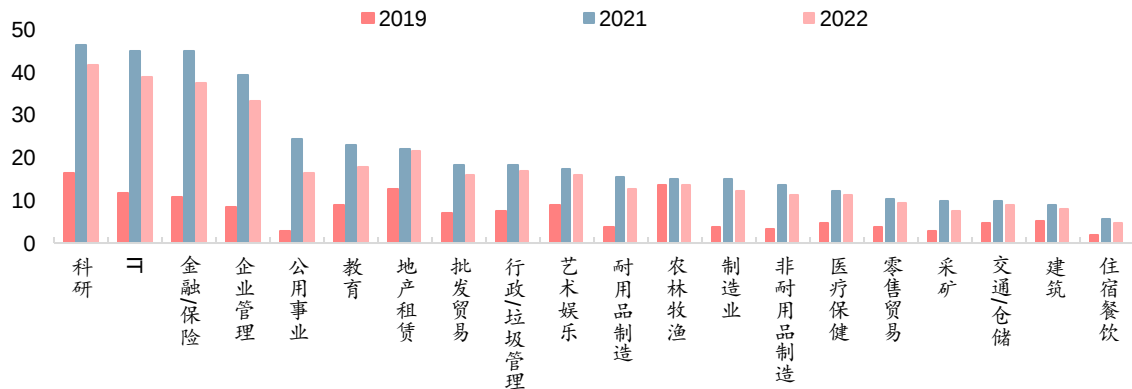
数据来源：美国劳工部，中信建投

注：2024 年 11 月美国 16 岁以上劳动力共计 1.68 亿人，22/10 至 24/11 年 5.4% 的远程劳动力比例提升对应~907 万人的增长。

¹ 这里的远程办公指的是过去 4 周至少有一次远程办公的经历。

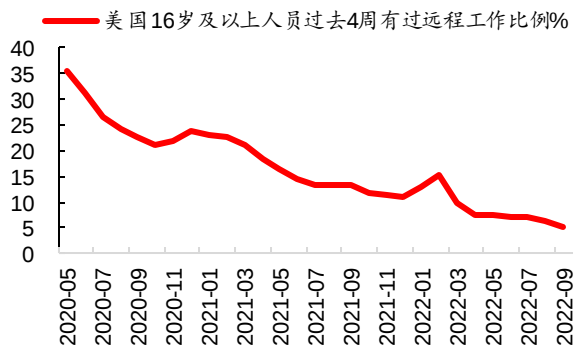
² <https://press.roberthalf.com/The-State-of-Hybrid-and-Remote-Work-Q3-2024?l>

图 3:2019-22 年美国各行业远程工作人员的比例（%），注意到 2019-2021 年有大幅度提升，但 2022 年则有所回落



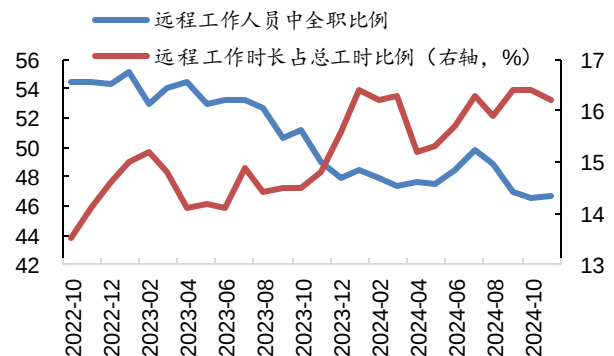
数据来源：美国劳工部，中信建投

图 4:2020/5-2022/9 美国 16 岁+人员过去 4 周有过居家办公的比例（%）



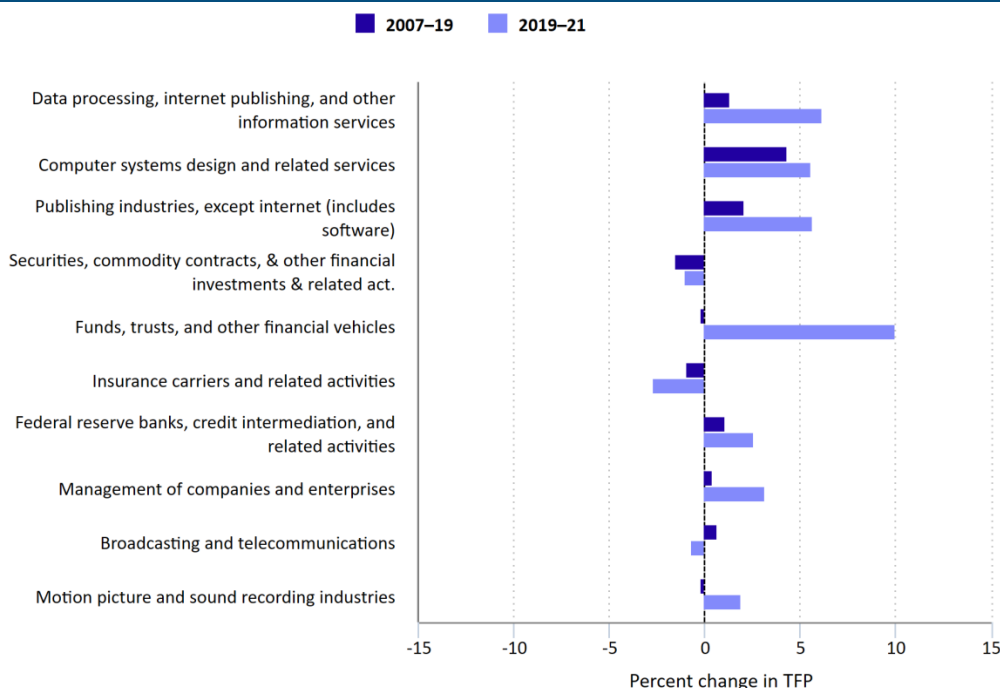
数据来源：美国劳工部，中信建投

图 5:2022/10-2024/11 美国 16 岁+人员远程工作中全职比例及工时占比（%）



数据来源：美国劳工部，中信建投

图 6:美国主要行业全要素生产率在 2019-21 年提升幅度均大于 2007-19 年水平 (%)



数据来源：美国劳工部，中信建投

Zoom 增长因子：从单点产品拓展至协作解决方案，IT 预算优化压力边际减轻

Zoom 创始人认为疫情使得巨头加速投资，用低质量的产品抢占市场，长期看挤压了市场空间。Zoom 创始人兼 CEO 袁征在 2024 年 6 月接受专访时提到³，“如果没有疫情，Zoom 今天可能会发展得更好”。疫情使得所有人一夜之间意识到远程办公的重要性，一些巨头投入大量资源模仿 Zoom 的产品并利用流量、渠道、价格等优势获取客户，Zoom 被迫卷入高强度的竞争，导致在公司文化、产品质量方面有所松懈。一旦客户习惯于低价格的基础视频会议产品，其后续的提价空间就非常有限，导致视频会议软件基本上只能依靠拓展渗透实现增长，而疫情极大地透支了企业远程办公渗透率，因此对于市场空间实际上负面影响更大。这也是 Zoom 股价从 2020 年 10 月高点跌幅 80%+ 的原因之一，即大单品逻辑下量价均缺乏空间。

根据管理层业绩会表述，Zoom 在线业务的增长因子包括 1) **地区结构**，2022 自然年 APAC/EMEA 的地区战争导致供应链不稳定，带来高通胀进而影响企业 IT 预算疲软，同时重要细分市场的汇率波动也导致美元计价增速受到负面冲击；2) **销售渠道**，疫情的冲击在短期内撬动行业需求，部分掩盖了 Zoom 在销售渠道方面的不成熟，因此疫情后 Zoom 面临高基数+渠道牵引力不足的问题。2023 自然年 Zoom 调整销售架构，裁撤 15% 员工，从注重增长转向激励留存/交叉销售；3) **产品驱动**，除 Zoom Meeting 外，Zoom 目前主要增长来自于 Zoom Phone/Rooms，其余如 Zoom AI Companion/Call Center 尚处于产品打磨阶段，无法贡献实质性收入。

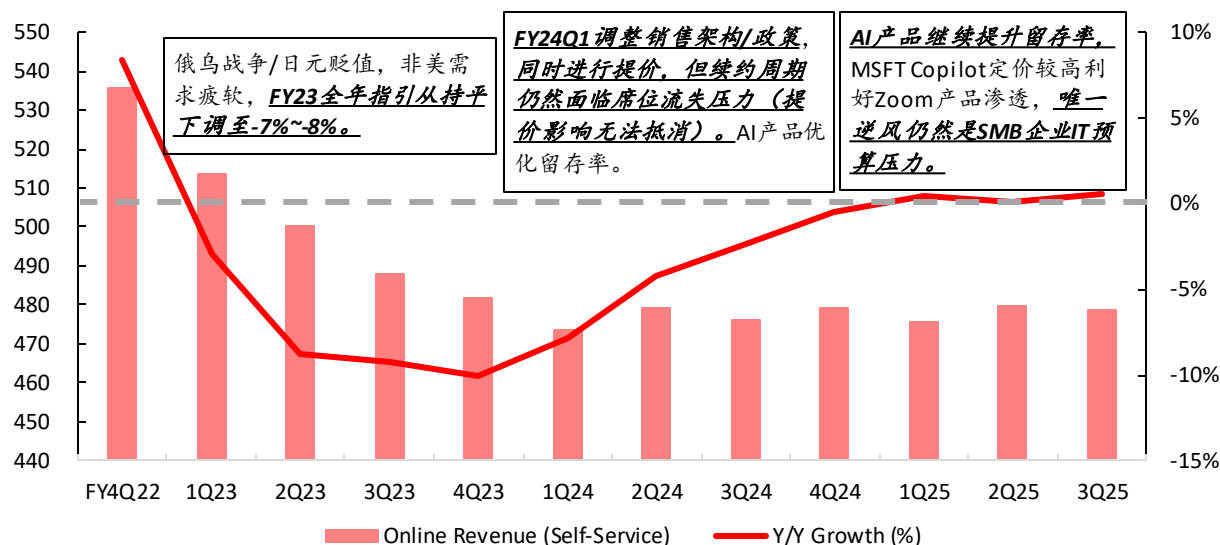
周期因子包括 1) **IT 预算周期**，Zoom 在线业务的客户年度开支基本低于 1.5 万美元⁴，而企业客户开支平

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/CYSIU6eelFSrj272wk83A>

⁴ Zoom 在线业务/企业业务的划分依据是根据我们与客户互动的方式确定的，企业客户指的是那些得到直销团队、经销商或战略合作伙伴支持的客户，而在线客户指的是那些自行服务的客户。总体来讲，年度支出较低的客户可以被归类为在线业务客户，而 FY25Q1 Zoom 将 2.68 万名低 ARR 的企业客户归类至在线业务，对应 400 万美元的影响，据此可推测在线业务的 ARR 普遍低于 1.5 万美元（400/2.68）。

均为 5 万美元左右，因此在线业务实质上与中小企业的 IT 预算具有非常强的关联性。FY25Q2 管理层也提到，关于在线业务，“我们遇到风险的一个领域...是中小型企业（SMB）以及像小客户这样的领域。我们确实看到了一些——我认为是对经济整体状况的担忧”；2）**续约周期**，根据 FY2025 ZoomTopia，Zoom FY25Q2 年度签约用户占比达到 76%，平均合约周期提升至 18.1 个月（大约 1.5 年），管理层提到 FY24 客户集中续约，这个过程导致坐席/账户数量优化（此前过度采购/近年人员优化），从而带来下行压力。另外产品/服务提价需等待新合同生效才体现到收入层面，因此 FY25 续约带来的账户流失压力将大幅减小，且产品提价+新产品交叉销售有望冲抵这部分负面影响。

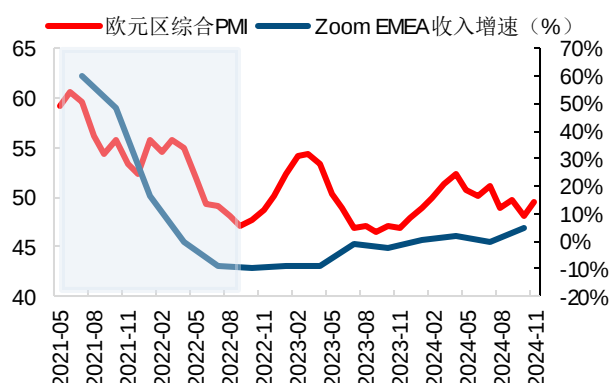
图 7: FY4Q22-3Q25 Zoom 在线业务收入及增速情况（%，百万美元）



数据来源：公司公告，公司业绩电话会议纪要，中信建投

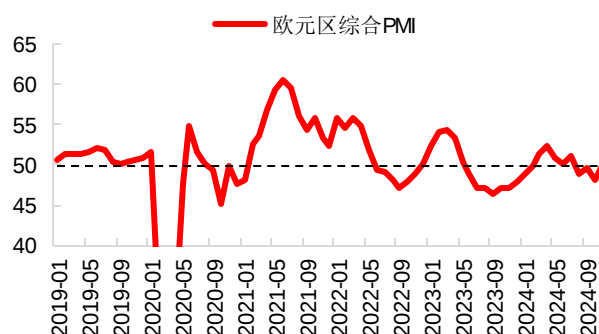
具体来看，管理层在 FY23Q1 提到，“俄乌冲突导致逆风，欧洲/亚太（日元贬值）需求疲软。考虑到美元的加强以及战争的影响，我们将这两个因素的组合对收入产生大约 1% 的影响纳入指引”。我们回溯了欧元区 PMI，注意到 2021 年 5 月-2022 年 10 月受高通胀影响（疫情导致供应链中断，且重要能源国家战争导致能源成本大幅提升），企业采购需求大幅走弱，这与管理层对经济环境的评论一致。但我们看到，欧元区 PMI 在 2024 年以来已经回归疫情前水平，后续企业侧需求进一步大幅恶化的可能性有限。

图 8:欧元区综合 PMI 与 Zoom EMEA 收入增速 (%)



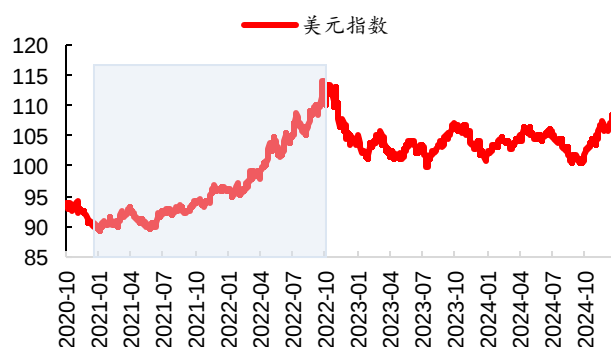
数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投

图 9:2019/1-2024/11 欧元区综合 PMI (50 为荣枯线)



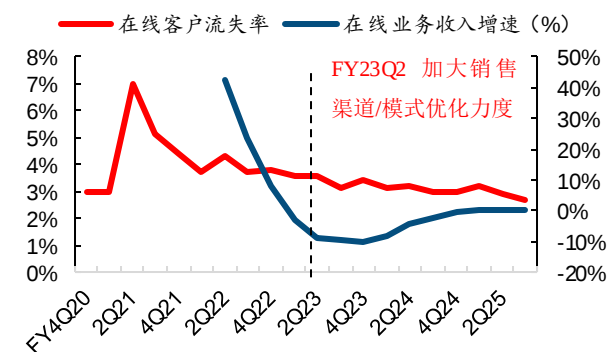
数据来源: Wind, 中信建投

图 10:2020/10-2024/12 美元指数走势



数据来源: Wind, 中信建投

图 11:销售渠道的调整在稳定客户流失率的同时扭转了在线业务的收缩趋势



数据来源: 公司公告, 中信建投

注: 客户流失率对应左轴, 在线业务收入增速对应右轴。

销售模式方面, 尤其是 Wendy Bergh (Zoom General Manager of Online Business) 及 Graeme Geddes (Head of Sales at Zoom) 领导下, 前者主要通过调整定价/套餐, 优化支付/退款流程, 增加产品特性等措施不断优化在线业务的留存率, 后者则聚焦对于销售策略的调整, 从追求客户数量增长转向既有客户的交叉销售, 同时优化 APAC/EMEA 地区的销售团队。我们看到, FY23Q2 以来, Zoom 在线业务不仅实现了客户流失率自 3.6% 下降至 FY23Q5 的 2.7%, 同时业务收入增速从 -8.8% 提升至 +0.5%。管理层在 FY25Q3 提到, 过往在线业务的趋势非常积极, 从 FY23 的 -8% 恢复至 FY24 的 -4%, FY25 有望实现持平不下滑, 未来的目标是重回增长。

表 1:Zoom 各季度业绩会提到销售模式的调整

业绩会	管理层评论
FY23Q2	在线业务方面, Wendy 和她的团队的工作令人印象深刻, 继续提高付费转化率。他们通过各种倡议, 特别是在全球范围内的定价和产品组合方面, 取得了进展。我们已经看到留存率/转化率的改善。总体上在线业务中遇到的挑战是新客户的增加。但随着他们继续专注于这些倡议, 我相信随着时间的推移, 这也会有所改善。
FY23Q3	Wendy 和她的团队一直专注于继续探索提高转化率的措施, 包括添加当地货币、添加当地支付方式, 以及考虑合理的套餐方案。所以, 所有这些都仍然在进程中。我们预计在明年第二季度, 在货币角度上, 我们的在线业务将实现稳定。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

本季度公司对 Zoom 组织架构进行调整，这与竞争无关，更多的是内部为了聚焦资源进行的重组。我们对现在的销售团队结构感到非常满意，特别是 Graeme Geddes 作为我们的首席销售官，Wendy 领导在线团队，我们已经做出了一些艰难的决策，让他们集中精力准备好，现在可以为今年剩下的时间执行任务。我们期待着在未来几个季度看到这一点的体现。

FY24Q1

Wendy 在在线购买流程方面做了很多工作，也得到了非常积极的反应。但还有一系列其他正在进行的努力，包括额外的支付货币、额外的支付类型和额外的产品，这些都在不断增加。所以，这些都是你所指的漏斗顶部的项目。而且，他们也对客户取消流程进行了很多工作，这也有助于提高留存率。

FY24Q2

目前宏观环境没有改善，而且销售团队正在适应我们新的结构。Graeme 领导的一些转型在 EMEA 和 APAC 地区比世界其他地方花费了更长的时间。

FY24Q3

Wendy 团队今年在线领域做了很多工作，首先是稳定留存率，同时也在专注于免费到付费转化。具体措施例如免费账号会议超时强制断开。此外，交叉销售 Whiteboard 和 Scheduler 等工具非常符合客户需求。Wendy 和她的团队一直在专注于这些倡议。

FY24Q4

在 2024 财年，我们看到大多数客户都有续订。我们的续订团队已经做得非常出色，抓住机会与他们讨论升级到 Zoom One 的机会，可能会添加 Zoom Phone 或其他产品。因此，我们看到了整个产品组合的一些调整，这样做的结果是，当这些客户开始再次增长时，我们的定位非常好，客户现在采购不同的 SKU，粘性更强，而一旦需求转暖，他们可以随着开始添加坐席而成长。

FY25Q1

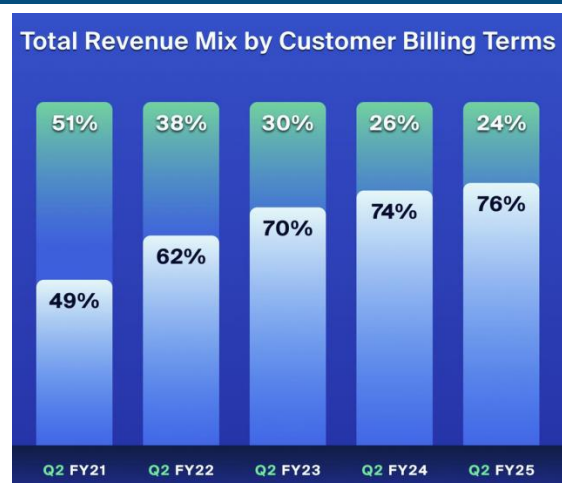
我们将企业与户与在线客户的分类方式是根据我们与客户互动的方式确定的，企业客户指的是那些得到我们直销团队、经销商或战略合作伙伴支持的客户，而在线客户指的是那些自行服务的客户。在第一季度，作为改善客户体验并提高运营效率的一部分努力，我们将 26,800 名低 ARR 的企业客户转移到了在线客户。在考虑转移后，第一季度末的企业客户数量约为 191,000 名。虽然客户过渡对我们在第一季度的企业客户数量产生了明显影响，但与之相关的收入非常微小，仅代表大约 400 万美元的收入从企业转移到在线业务。

FY25Q2

Wendy 和团队一直在做得很棒的工作，增加特性，寻找额外的产品以继续扩大我们的业务增长。在本季度看，我们确实看到了增长，并且非常高兴能够全方位提高我们的指导。我们遇到的唯一逆风是中小型企业（SMB）和非常小型企业领域，因为每个人都对经济未来感到担忧，并且在购买决策上非常慎重。

资料来源：公司各季度业绩会纪要，中信建投

图 12: Zoom 年付费用户比例持续提升



数据来源：ZoomTopia，中信建投

图 13: Zoom 客户平均合约期限



数据来源：ZoomTopia，中信建投

产品方面，由于单品逻辑遇到瓶颈，Zoom 开始转型协作平台。Zoom 于 2020-21 年仅发布新产品 Zoom Events，2022 年发布 IQ for Sales/Whiteboard/Workspace Reservation 三款产品，2023 年大幅提升产品发布速度，发布了 9 款产品，包括 Virtual Agent/Rooms/Team Chat/Notes 等，印证了此前 CEO 提到的疫情期间的高强度竞争分散精力及资源，导致产品创新方面有所放缓，更多聚焦既有产品的安全性/稳定性等。而 2022 年后陆续拓展垂直场

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

景，如销售对接/教育/客服等，并在 2023 年 9 月引入 AI Companion 自动化部分工作。

表 2: Zoom 2019-24 年产品发布节奏

产品名称	发布日期	GA 日期	主要功能
Zoom Rooms	2014		高清视频和音频、一键开始会议、无线内容共享、智能画廊以增强参与者可见性，与多种日历系统集成。
Zoom Phone	2019/1/22		高清音质、通话录音、语音邮件转录、智能呼叫路由、与 Zoom 会议集成及可自定义的通话设置。
Zoom Events	2021/8/10		支持多场次、多天的虚拟和混合活动，包含注册和内置票务选项、观众交流功能、可定制的电子邮件和品牌化、可选的展览厅服务及活动分析
Zoom Contact Center	2022/2/23		基于技能的高级路由功能，提供无缝、高度个性化的客户服务，支持从实时聊天切换到电话或视频，内置分析功能以提高客户满意度和留存率
Zoom IQ for Sales	2022/4/13		提供销售团队智能分析和见解，帮助提高销售效率，支持自动化任务和数据管理，以提升销售绩效
Zoom Whiteboard	2022/4/17		提供实时协作白板，支持图形绘制、文本输入和多用户同时编辑，增强远程团队的互动和创意表达
Zoom Workspace Reservation	2022/7/28		办公空间预订管理工具，支持员工预订会议室和工作空间，优化办公环境利用率
Zoom Virtual Agent	2023/1/18		智能对话 AI 和聊天机器人解决方案，使用自然语言处理和机器学习提供个性化客户体验，降低人工代理通话量，提高效率
Zoom Team Chat	2023/2/27		实时消息传递、文件共享、视频和语音集成、安全性增强功能及 AI 能力以改善协作。
Zoom Schedule	2023/3/22	2023/6/21	提供智能日程安排功能，与 Zoom 会议集成以简化会议安排过程
Zoom Clips	2023/8/7	2023/11/8	用户可轻松录制、编辑和分享高保真短视频消息，促进异步沟通，减少会议数量，并通过评论和视频查看跟踪增强参与感。
Zoom Workforce Management	2023/8/19		提供员工管理工具，包括排班、考勤跟踪和生产分析，以优化团队表现
Zoom AI Companion	2023/9/6		提升协作和生产力的 AI 功能，包括会议摘要、智能录音和实时会议助手。
Zoom Notes	2023/9/11		支持会议记录和笔记分享，方便团队成员之间的信息传递与协作
Zoom Workplace	2023/9/18	2024/4/15	AI 助手、团队聊天、会议、白板、自定义会议工具栏、多说话者视图、自动会议摘要等功能，以提升用户体验
Zoom Visitor Management	2024/1/12		用于管理访客的工具，包括登记、通知及安全管理等功能，以提升企业安全性与访客体验
Zoom Docs	2024/8/5		AI 驱动的协作文档解决方案，支持实时编辑、与 Zoom 会议集成、自定义布局和从会议讨论生成内容。

资料来源：Zoom 官网更新日志，中信建投

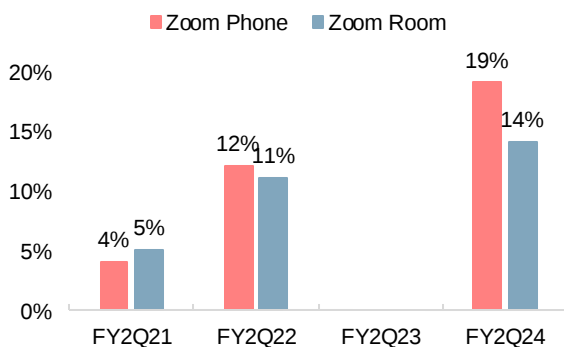
图 14: Zoom 产品战略从生产率工具逐步拓展至协作流程，乃至企业营销/客服场景



数据来源: Zoom 投资者日, 中信建投

根据 Zoom 投资者日，目前除核心产品 Zoom Meeting 外，Zoom Phone/Room 渗透率最高，FY2Q24 分别为 19%/14%。其中 Zoom Phone/Room 分别于 19/14 年发布，早期都涉及大量对硬件/系统的集成，以及渠道铺设，因此增长较慢。

图 15: Zoom Phone/Room 在企业账户的渗透率 (%)



数据来源: Zoom 投资者日, 中信建投

图 16: Zoom Phone 2019-20 年主要聚焦渠道拓展&硬件集成



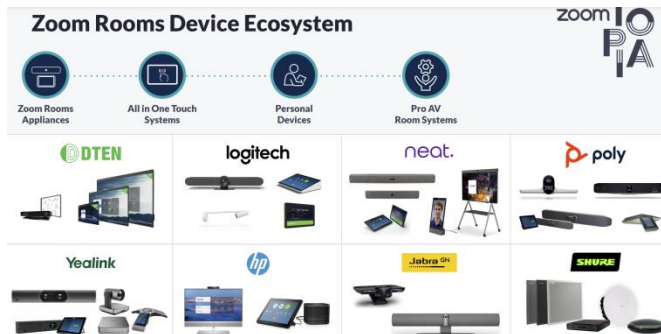
数据来源: Zoom 投资者日, 中信建投

图 17: Zoom Phone 广泛集成上游硬件通讯设备/系统



数据来源: Zoom 投资者日, 中信建投

图 18: Zoom Room 广泛集成上游硬件通讯设备/系统



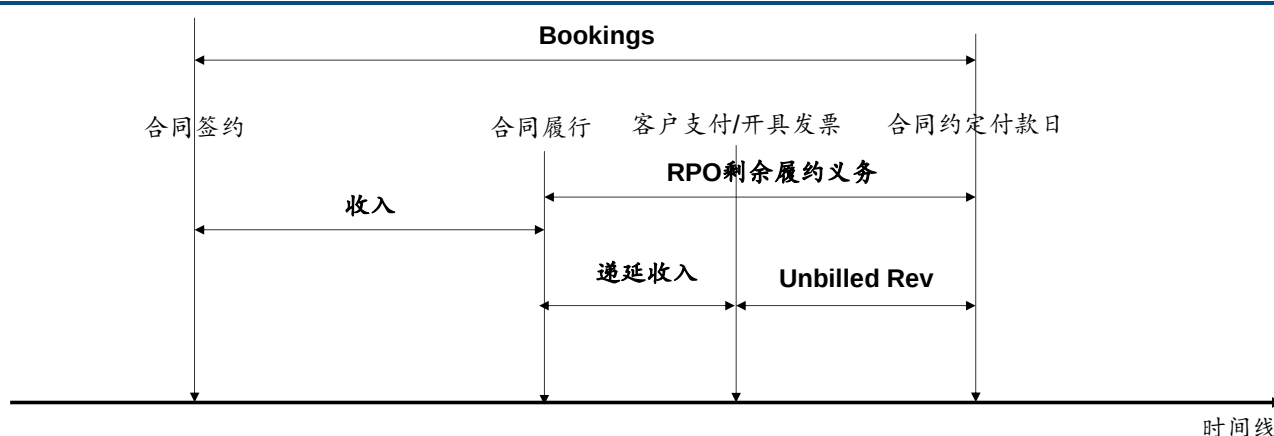
数据来源: Zoom 投资者日, 中信建投

需求方面, 1) Zoom 在 FY22Q1 业绩电话会时提到, **Zoom Rooms** 的需求主要来自企业重新设计工作场所以支持混合工作模式, 换句话说, 典型的需求来自企业调整办公场所缩减面积并采购远程协作工具。FY22Q2 Zoom Rooms 的需求主要来自企业准备迎接员工回归线下办公 (混合办公模式), 提前做出采购需求。FY25Q2 Zoom Rooms 通过推出可以支持高达 100 万参与者的新型 Zoom Webinar, 为企业提供大规模活动举办能力。2) Zoom Phone 的需求则来自于对传统 UCaaS 的替代, 构建统一的现代通信平台; 3) 2022 年以来 Zoom 发布 Contact Center/Virtual Agent 等产品, 开拓 CCaaS 市场; 4) 收购 WorkVIVO, Meta 2025/26 年陆续下线 Workspace 业务, WorkVIVO 成为独家迁移合作伙伴, 承接客户协作系统迁移, FY25Q2 ARR>\$100K 客户达 69 个, 对应年化收入至少 690 万美元, 同比+100%。

目前 Zoom 的主要收入由 Meetings/Phone/Rooms 驱动, 其中 Phone 趋势由 Zoom One 套件采购驱动, 考虑此前管理层评论: 在 2024 财年, 我们看到大多数客户都有续订。我们的续订团队已经做得非常出色, 抓住机会与他们讨论升级到 Zoom One 的机会, 可能会添加 Zoom Phone 或其他产品。因此, 我们看到了整个产品组合的一些调整, 这样做的结果是, 当这些客户开始再次增长时, 我们的定位非常好, 客户现在采购不同的 SKU, 粘性更强, 而一旦需求转暖, 他们可以随着开始添加坐席而成长。实际上续约时往往存在席位缩减/优化情况, 为保留开支 Zoom 销售团队可能通过折扣形式捆绑 Zoom Phone, 进而推动 Phone 的快速渗透和收入增长, 但总体客户支出增长不明显。这意味着 Phone/Room 销售时附带折扣较高, 一旦合同到期续约时 IT 预算需求转暖, **Phone/Room 减少折扣带来的增长将更加显著 (潜在的增长曲线)**。

关于续约周期, 根据 2025 ZoomTopia, FY21Q2-FY25Q2 Zoom 客户的平均合约期限自 10.9 个月提升至 18.1 个月, 我们可以按照这一期限粗略回溯观察 Zoom 订单续约的情况。从签约到确认收入涉及到一些会计规则, 我们在此作简要概括: 签约后计入 Bookings, 符合履约条件后开具发票 (Billings), 履约后计入收入, 符合履约条件但尚未履约的为 Unbilled Revenue, $RPO = Deferred Revenue + Unbilled Revenue$ 。当期 Bookings = 收入 + 当期新增 RPO。当我们考虑续约时, 我们主要讨论当期 Bookings 与下一期 Bookings 的关系, 其中下一期 $Bookings = \text{当期 Bookings} \times \text{Net Dollar Retention Rate} + \text{新增订单}$, 这里的问题在于我们不知道平均合同期限的情况下, 无法用下一期 Bookings/当期 Bookings 近似估计 Net Dollar Retention Rate。好在公司于 FY25 ZoomTopia 披露了过去 5 年的平均合同期限。

图 19: Zoom 从签约到确认收入/支付的流程



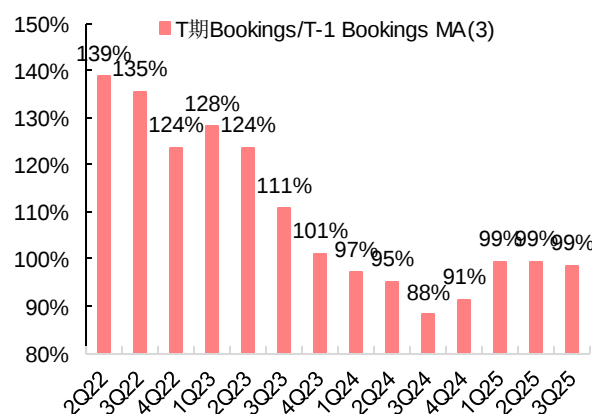
数据来源：公司公告，中信建投

图 20: Zoom 客户平均合同期限



数据来源：ZoomTopia 2025，中信建投

图 21: Zoom 订单滚动情况于 FY3Q24 触底



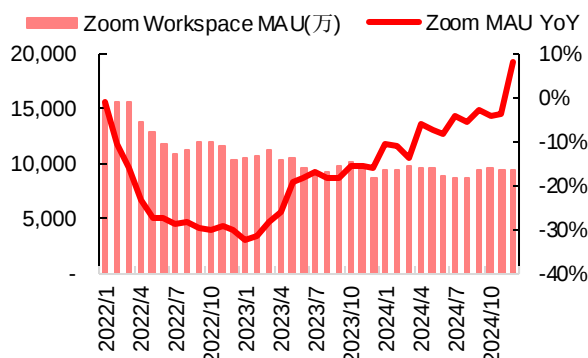
数据来源：公司公告，中信建投

注：下一期 Bookings = 当期 Bookings × Net Dollar Retention Rate + 新增订单，Net Dollar Retention Rate = (下一期 Bookings - 新增订单) / 当期 Bookings，新增订单未知，采用 3 期移动平均平滑。

Zoom 订单滚动情况（包括续约+新增）于 3Q24 触底，FY25 以来平均为 99%，即下一期订单基本上与当期订单持平，未来起码不会进一步下滑。结合前述对于产品交叉销售&销售渠道的分析，我们认为 Zoom 有望逐步走出疫情后企业优化坐席的负面影响，逐步回归常态化增长，后续的 AI Companion 2.0 插件/Phone/Room 等产品有望驱动增长。

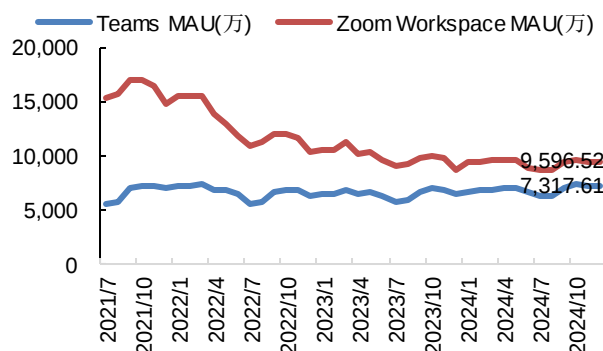
竞争方面，Zoom / Microsoft Teams 份额稳定。主要担忧 Teams 进一步交叉销售侵蚀份额，但欧盟调查后微软于 2024 年 4 月 1 日起，新的微软 365 和 Office 365 企业客户将不能购买包含 Teams 的套餐，而是需要选择新的区域特定套餐或购买独立的 Teams 企业版⁵，对于现有客户，他们可以继续使用并续订他们已经订阅的套餐。催化在于 AI 产品的效果比 Teams 更好（微软没有投入过多精力在会议/协作场景），此外 Zoom 的 AI 产品允许付费用户免费使用，Teams 则需要额外支付 M365 Copilot 的月费后使用。

⁵ <https://www.crn.com/news/cloud/2024/microsoft-stops-solution-provider-sales-of-certain-bundled-teams-skus>

图 22:Zoom 全球 MAU 增速于 2024/12 MTD 同比转正


数据来源: Sensor Tower, 中信建投

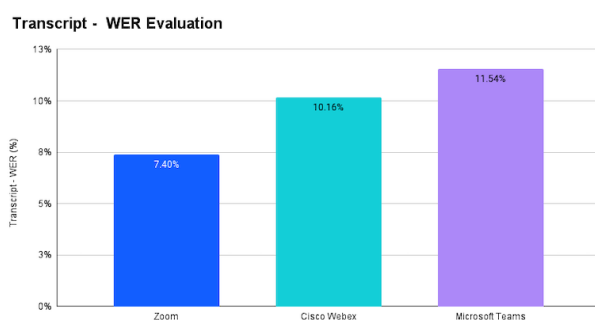
注: 截止 2024/12/21。

图 23:Microsoft Teams/Zoom MAU 格局基本稳定


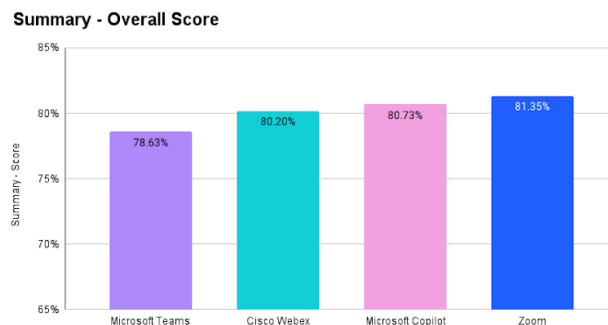
数据来源: Sensor Tower, 中信建投

注: 截止 2024/12/21。

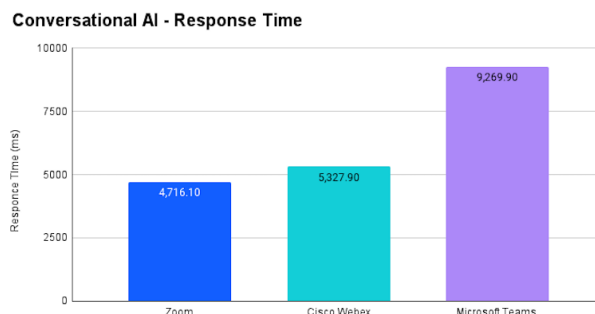
AI 产品方面, 根据《Zoom AI Performance Report 2024》⁶, Zoom 在转录/摘要总结/响应时间/稳定性等方面均好于 Teams/Cisco Webex。

图 24:Zoom AI 助手的纪要转录错误率低于 Webex/Teams


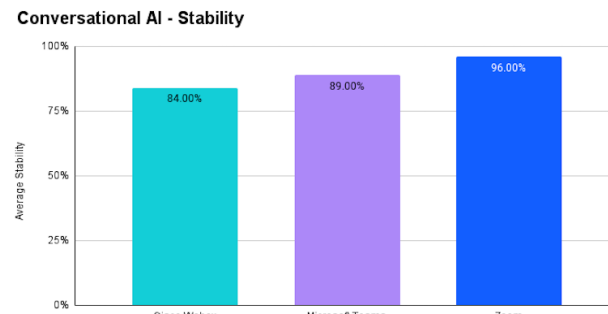
数据来源: 《Zoom AI Performance Report 2024》, 中信建投

图 25:Zoom AI 助手的摘要总结表现好于 Webex/Teams


数据来源: 《Zoom AI Performance Report 2024》, 中信建投

图 26:Zoom AI 助手的响应时间快于 Webex/Teams


数据来源: 《Zoom AI Performance Report 2024》, 中信建投

图 27:Zoom AI 助手的稳定性好于 Webex/Teams


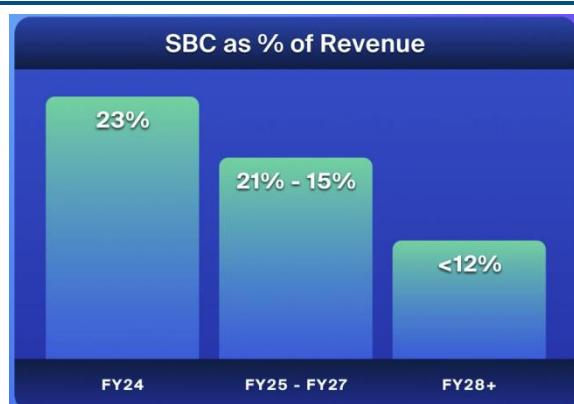
数据来源: 《Zoom AI Performance Report 2024》, 中信建投

⁶ <https://www.zoom.com/en/resources/ai-performance-report/>

股东回报：股权激励比例未来逐步降低，现金回购抵消股本稀释影响

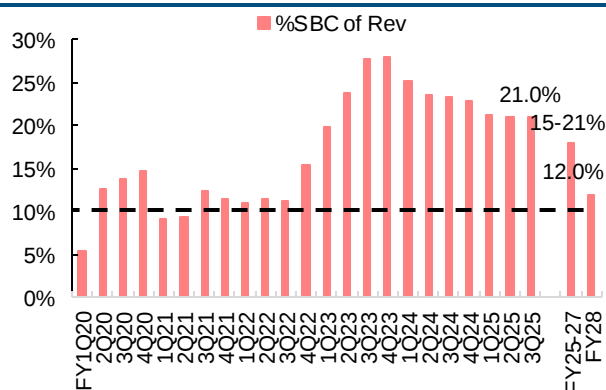
股东回报方面，过去被诟病较多的问题在于 Zoom 股权激励比例较高，对股本稀释程度很高，这主要是由于高管薪酬中股权占比较高，现金部分过低。根据彭博，Zoom 宣布将减少员工股票激励的使用，以解决股票摊薄问题，并计划在未来两个财年逐步取消年度绩效股票计划⁷，但由于 Zoom 股权激励计划持续 4 年，因此 FY21-22 大规模招聘导致的股权激励要在 FY26 全部归属完毕，FY27 后股权激励的影响逐步减弱。此外公司通过回购抵消股权激励的影响，即 FY25Q1 董事会授权 15 亿美元回购额度，FY25Q3 进一步授权 12 亿美元回购额度，考虑已经回购的部分，目前仍剩余 20 亿美元回购额度。若按照 FY24 股权激励比例估测，20 亿回购可冲抵未来 2 年股权激励带来的稀释效应。

图 28: Zoom FY24-28 希望将 SBC/收入比例降至 12% 以内



数据来源：ZoomTopia 2025，中信建投

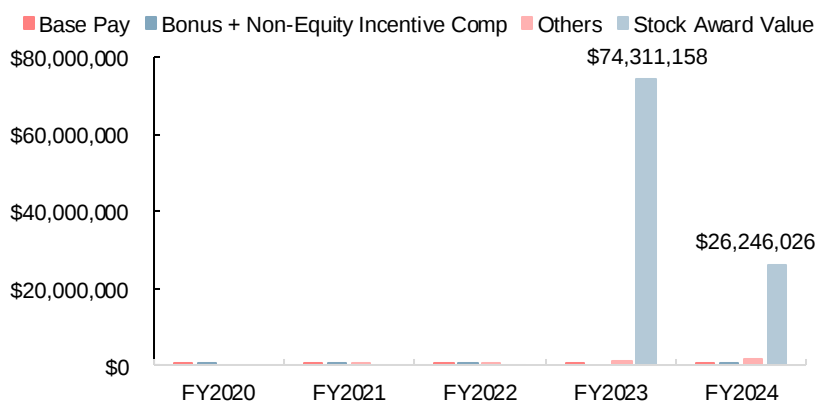
图 29: Zoom FY1Q20-3Q25 股权激励/收入比例及长期目标



数据来源：ZoomTopia 2025，公司公告，中信建投

注：FY4Q23 剔除了一次性股权激励因素的影响。

图 30: Zoom CEO Eric Yuan FY23-24 的薪酬构成中股权激励占比大幅上升



数据来源：公司公告，Salary.com，中信建投

潜在催化：Trump 减税 & AI 产品商业化

潜在催化包括特朗普减税相关法案，在 Trump 上一任期内施行的 2017 Tax Cut And Job Acts(TJCA)大幅降

⁷ <https://finance.yahoo.com/news/zoom-cut-back-stock-based-200956939.html>

低了联邦政府层面的企业所得税，将企业税率从 35% 下降至 21%，且给予企业在美国境内的投资额外的税收优惠，导致美国大型持续盈利企业的有效税率从平均 22.0% 下降至 12.8%⁸。而据《Lessons From the 2017 Tax Law for the Future of U.S. Corporate Taxation》，Trump 在 2024 年美国总统竞选中提出若当选总统，希望进一步将企业所得税率从 21% 降低至 15%，并给予美国企业海外利润更宽松的税收处理(减轻双重征税的压力)。若这一任期内开启相似的税收减免政策，Zoom 可能继续受益。

图 31: 特朗普减税后美国大型持续盈利企业的有效税率从平均 22.0% 下降至 12.8%

Company	Effective tax rates		Saved taxes	% change 2013-2016 to 2018-2021*	
	2013-2016	2018-2021		in profits	in taxes
Verizon Communications	21%	8%	\$10.7 billion	18%	-52%
Walmart	31%	17%	\$9.0 billion	-3%	-45%
AT&T	13%	3%	\$8.2 billion	1%	-81%
Meta	28%	18%	\$8.0 billion	372%	203%
Intel	27%	13%	\$7.7 billion	47%	-31%
Comcast	24%	14%	\$6.6 billion	42%	-17%
Walt Disney	26%	8%	\$6.1 billion	-27%	-78%
Visa	32%	18%	\$5.2 billion	74%	-2%
Lockheed Martin	33%	15%	\$5.0 billion	46%	-33%
Capital One Financial	31%	16%	\$5.1 billion	42%	-28%
Target	34%	16%	\$3.4 billion	25%	-42%
Honeywell International	23%	6%	\$2.3 billion	13%	-71%
FedEx	18%	1%	\$2.1 billion	7%	-92%
Deere	30%	13%	\$1.7 billion	2%	-54%
Archer Daniels Midland	26%	6%	\$838 million	-30%	-83%
Domino's Pizza	29%	9%	\$402 million	87%	-43%

数据来源：《Corporate Taxes Before and After the Trump Tax Law》，中信建投

此外，Zoom 预计于 2025 年上半年推出定制化 AI 插件，例如微软 365/Salesforce 的数据连接器，微调 AI Companion 等，价格为\$12/月。据 ZoomTopia 2024，截止 2024 年 10 月初，已经有 400 万+企业账户采用 AI Companion 功能，目前 57% 的财富 500 强企业采用了 AI Companion 功能。后续商业化可能贡献可观增量。

盈利预测：预期在线业务未来实现正增长，利息净收入可能被低估

我们预期 Zoom FY25-27 收入分别为 46.8/48.9/51.5 亿美元，同比增长 3%/5%/5%，其中企业收入分别为 27.6/29.3/31.1 亿美元，同比增长 5%/6%/6%，而在线业务（Self-Service）收入分别为 19.2/19.6/20.4 亿美元，同比增长 0%/2%/4%，好于市场一致预期的 0%/0%/0%，与管理层陈述的努力实现在线业务正增长一致，**我们的信心来源于过去几个季度管理层评述，大部分客户在 FY24 集中续约，后续 IT 预算驱动的席位流失压力减轻，月度流失率 FY25Q3 达到历史新低(2.7%)，而公司产品组合丰富后扩张，可能带来一定扩张动力。**

毛利润方面，我们预期 FY25-27 Non-GAAP 毛利率 36.1/38.8/41.0 亿美元，对应 Non-GAAP 毛利率分别为 79.1%/79.4%/79.6%，好于市场一致预期 1%/2%/3%，主要由于对 AI 的投资短期内压低整体毛利率，但随着 AI 商业化/业务重启增长/产品组合扩张，我们预期经营杠杆释放将缓和 AI 投资带来的毛利率压力，重回 Zoom 长

⁸ <https://itep.org/corporate-taxes-before-and-after-the-trump-tax-law/>

期毛利率目标 80%。

Non-GAAP 净利润方面，我们预期 FY25-27 公司 Non-GAAP 净利润分别为 17.3/17.7/20.0 亿美元，同比 +7%/3%/13%，对应 Non-GAAP 净利率 36.9%/36.3%/38.8%，好于市场一致预期 1%/4%/10%。分歧主要在于市场一致预期隐含的利息净收入未来 3 年保持基本不变，Zoom 账目现金充裕，基本无负债，因此利息净收入=Zoom 净现金*现金利率（与基准利率相关），Zoom 净现金=前一年净现金+FCF 相关项，而 Zoom FY22-24 年自由现金流利润率分别为 35.9%/27.0%/32.5%，按照过去 3 年平均 FCF 利润率*FY25-27 预期净利润，我们可以得出 FY25-27 净现金增加额平均为 15.3 亿，这对应 FY24 期末账面净现金~26%，如果未来 2-3 年 Fed 未降息至疫情前水平，那么市场对于 Zoom 利息净收入的预期则偏低，我们认为现实趋向市场于低估未来 3 年的利息净收入。

图 32:彭博一致预期隐含的在线业务收入增速、企业所得税、利息净收入可能存在预期差（单位：百万美元，%）

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	备注
Total Revenue	\$2,651	\$4,100	\$4,393	\$4,527	\$4,676	\$4,887	\$5,145	
YoY	326%	55%	7%	3%	3%	5%	5%	
Consensus Revenues					\$4,660	\$4,807	\$4,979	
vs. Consensus					0%	2%	3%	
Enterprise Revenues		\$1,948	\$2,409	\$2,619	\$2,760	\$2,926	\$3,110	
YoY			23%	9%	5%	6%	6%	
Enterprise customers NDR		>130%	115%	101%	98%	100%	100%	
Expansion			8%	8%	7%	6%	6%	
Online Revenues		\$2,152	\$1,984	\$1,908	\$1,917	\$1,961	\$2,035	BBG预期0增长
YoY			-8%	-4%	0%	2%	4%	管理层目标为实现正增长
Non Enterprise churn		3.9%	3.4%	3.1%	2.9%	2.8%	2.8%	
Gross profit (Non-GAAP)	\$1,867	\$3,122	\$3,480	\$3,619	\$3,699	\$3,878	\$4,098	随着AI商业化，对毛利率的拖累将逐步减小
YoY	262%	67%	11%	4%	2%	5%	6%	长期目标为80%
Gross margin	70.4%	76.1%	79.2%	79.9%	79.1%	79.4%	79.6%	
Consensus Non-GAAP Gross Profit					\$3,679	\$3,809	\$3,965	
vs. Consensus					1%	2%	3%	
Non-GAAP Operating Income	\$983	\$1,657	\$1,579	\$1,775	\$1,828	\$1,865	\$1,925	
YoY		69%	-5%	12%	3%	2%	3%	
Non-GAAP OPM	37.1%	40.4%	35.9%	39.2%	39.1%	38.2%	37.4%	
Consensus Non-GAAP OP					\$1,816	\$1,846	\$1,906	
vs. Consensus					1%	1%	1%	
Net income (adj.)	\$996	\$1,537	\$1,366	\$1,616	\$1,725	1,774.1	1,997.1	
YoY	883%	54%	-11%	18%	7%	3%	13%	
Non-GAAP Net Income Margin	37.6%	37.5%	31.1%	35.7%	36.9%	36.3%	38.8%	
Provision for income taxes	\$5.72	\$102.26	\$291.49	\$364.13	\$435.84	\$471.60	\$530.86	BBG预期对应FY25-26 Non-GAAP有效税率22-23%，FY27为26%
Effective Tax Rate	0.6%	6.2%	18.0%	18.5%	20.2%	21.0%	21.0%	
Potential tax cut(Assume 10%)						\$247.03	\$278.07	
Effective Tax Rate Post Tax Cut						11.0%	11.0%	
Impact on Non-GAAP EPS						\$224.57	\$252.79	
Adjusted EPS	\$3.34	\$5.03	\$4.40	\$5.24	\$5.48	\$5.56	\$6.01	预期差主要是基准利率，BBG预期对应未来3年利息净收入不变，实际上FCF为正，利率下降幅度不大，利息净收入应该扩张
YoY	739%	51%	-12%	19%	5%	1%	8%	
Consensus EPS					\$5.44	\$5.37	\$5.46	
vs. Consensus					1%	4%	10%	
Adjusted EPS(Post Tax Cut)						\$6.29	\$7.08	
P/E(Post Tax Cut)						12.18	10.82	
P/E(Excl Tax Cut)					14.12	13.79	12.75	

数据来源：公司公告，Bloomberg，中信建投

估值：目前交易于 FY26 13.8x PE，较可比公司存在折价

截止 2025/1/13, Zoom 的股价交易于 FY25-26 Non-GAAP EPS 的 14.1/13.8x PE, 对应于彭博一致预期的 FY25 Non-GAAP EPS 的 14.8x, 相比于可比公司估值折价~25.2%。考虑到潜在的催化, 包括 1) Trump 新一届政府的减税法案; 2) Zoom 在线业务+企业业务经历续约周期后企稳, 叠加 AI 商业化/既有产品交叉销售带来的增长动力; 3) BBG 隐含的市场一致预期对于利息净收入似乎机械性地线性外推保持不变, 而公司实际上在未来 3 年每年可能产生自由现金流~15 亿, 将大幅扩张现金储备, 而利率如果没有大幅下降至疫情前水平, 实际净现金带来的利息净收入将显著增厚 Non-GAAP 净利润, 而近期就业数据强劲甚至扭转市场降息预期, 我们认为基准情形下 Zoom 后续 Non-GAAP 利润仍有上修空间。综合上述, 我们给予 Zoom FY26' Non-GAAP EPS 20x PE, 对应目标价\$111/股, 较前一交易日收盘价有~42%上行空间。

表 3: Zoom 相比可比公司估值存在折价

名称	Ticker	市值(美元)	BF P/E	BF EV/EBITDA	BF EV/EBIT	BF EV/Rev	LF P/BV
Zoom	ZM US	245 亿	14.80	8.50	9.08	3.50	2.81
当前相对可比公司溢价均值			-25.20%	-42.83%	-45.65%	-25.69%	-36.25%
可比公司均值			19.78	14.87	16.72	4.72	4.40
RingCentral	RNG US	29.7 亿	7.77	6.55	7.92	1.76	--
Five9	FMN US	28.3 亿	14.71	13.56	17.48	2.71	5.00
Dropbox	DBX US	91.1 亿	11.49	8.95	10.30	4.00	--
ANSYS	ANSS US	295 亿	30.01	22.94	24.21	10.57	5.07
Verint Systems	VRNT US	15.7 亿	8.29	7.82	8.77	2.30	1.73
Cadence	CDNS US	820 亿	43.44	33.83	35.23	15.53	17.97
SAP	SAP GR	3078 亿	38.90	25.62	29.29	7.92	6.95
Box	BOX US	44.3 亿	16.57	13.32	14.65	4.31	--
阿卡迈	AKAMUS	134 亿	13.31	8.50	12.17	3.76	2.79
NICE	NICE IT	103 亿	13.29	8.86	9.60	3.10	2.86
Check Point	CHKP US	200 亿	18.32	13.98	14.79	6.33	7.08

资料来源: Bloomberg, 中信建投

注: 数据截止 2025/1/13 日。

投资评价和建议：首次覆盖给予“买入”评级，目标价\$111/股

按照彭博一致预期, 截止 2025/1/13, Zoom 的股价交易于 FY25-26 Non-GAAP EPS 的 14.1/13.8x PE, 对应于彭博一致预期的 FY25 Non-GAAP EPS 的 14.8x, 相比于可比公司估值折价~25.2%。目前公司在手净现金占市值比例~40%, 具备充分灵活性用于回购&对外并购, 股东回报层面具备改善空间。业务层面, 随着续约周期度过, 席位流失压力减轻, 新产品周期有望驱动业务重新回归增长。AI 商业化可能打开新叙事&缓解竞争格局担忧(TCO 优于竞对)。潜在催化包括 Trump 减税, 参照上一轮减税可能带来 EPS 层面可观弹性。我们认为 Zoom 当前的风险回报比具备充分的吸引力, 我们给予 Zoom FY26' Non-GAAP EPS 20x PE, 对应目标价\$111/股, 较前一交易日收盘价有~42%上行空间。首次覆盖并给予“买入”评级。

风险分析

竞争风险：微软、Google 等科技巨头凭借其完整的生态系统和规模优势，持续加大在视频会议和企业协作领域的投入。这些竞争对手可以通过捆绑销售和更具竞争力的定价策略挤压 Zoom 的市场份额。同时，产品同质化程度高，难以建立差异化竞争壁垒。

市场饱和风险：后疫情时代，远程办公需求逐步回归理性，Zoom 面临增长瓶颈。新用户获取成本攀升，而企业客户在经济不确定性下趋于保守，可能削减 IT 预算。公司收入增速持续下滑，从疫情期间的 300%+降至个位数增长，市场担忧持续增长能力。

宏观风险：全球经济衰退风险上升可能影响企业 IT 支出预算。中美关系等地缘政治因素影响国际业务拓展。美元走强带来汇率波动风险。

技术风险：AI 等新技术的快速发展可能颠覆现有视频会议模式。同时，随着业务规模扩大，网络安全和数据隐私保护的挑战加剧。公司需要持续加大研发投入以保持技术领先性，这将影响短期盈利能力。维护和升级基础设施的成本也在上升。

表 4: Zoom 在线/企业业务收入增速变化对于 EPS 的影响

Zoom	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%
-3%	-2.4%	-2.1%	-1.8%	-1.5%	-0.6%	-0.3%	-0.5%
-2%	-1.9%	-1.6%	-1.3%	-1.0%	-0.6%	-0.3%	0.0%
-1%	-1.4%	-1.1%	-0.8%	-0.5%	-0.1%	0.2%	0.5%
0%	-1.0%	-0.7%	-0.4%	0.0%	0.4%	0.7%	1.0%
1%	-0.4%	-0.1%	0.2%	0.5%	0.8%	1.2%	1.5%
2%	0.1%	0.4%	0.7%	1.0%	1.4%	1.7%	2.0%
3%	0.6%	0.9%	1.2%	1.5%	1.9%	2.2%	2.5%

资料来源：公司公告，中信建投

注：横轴为 Online 业务收入增速 Δ ，纵轴为企业业务收入增速 Δ 。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,356.41	7,926.22	8,840.53	10,055.7	11,538.1
现金	5,412.67	6,962.49	7,883.16	9,055.29	10,484.7
应收票据及应收账款合计	557.40	536.08	541.92	566.32	596.23
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	163.09	219.18	188.69	197.19	207.60
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	223.25	208.47	226.76	236.96	249.48
非流动资产	1,771.65	2,003.57	1,957.56	1,913.95	1,872.08
长期投资	398.99	409.22	409.22	409.22	409.22
固定资产	252.82	293.70	247.69	201.68	155.66
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.28	0.92
其他非流动资产	1,119.84	1,300.65	1,300.65	1,302.77	1,306.28
资产总计	8,128.07	9,929.79	10,798.0	11,969.7	13,410.1
流动负债	1,738.64	1,762.19	1,676.72	1,661.76	1,652.41
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	14.41	10.18	9.77	10.08	10.46
其他流动负债	1,724.23	1,752.01	1,666.96	1,651.67	1,641.95
非流动负债	182.81	148.20	148.20	148.20	148.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	182.81	148.20	148.20	148.20	148.20
负债合计	1,921.46	1,910.39	1,824.92	1,809.96	1,800.61
少数股东权益	0.00	0.00	0.16	0.35	0.59
股本	0.29	0.31	0.31	0.31	0.31
资本公积	4,104.88	5,228.76	5,228.76	5,229.76	5,231.76
留存收益	2,101.43	2,790.34	3,743.95	4,929.33	6,376.92
归属母公司股东权益	6,206.61	8,019.41	8,973.01	10,159.4	11,608.9
负债和股东权益	8,128.07	9,929.79	10,798.0	11,969.7	13,410.1

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,290.26	1,598.84	659.54	908.33	1,162.15
净利润	103.71	637.46	953.76	1,185.58	1,447.82
折旧摊销	341.69	375.15	46.01	46.61	47.86
财务费用	0.00	0.00	-25.98	-29.64	-34.20
其他经营现金流	844.86	586.22	-314.26	-294.22	-299.34
投资活动现金流	-318.32	-1,183.69	235.15	234.15	233.15
资本支出	-106.30	-92.34	0.00	3.00	6.00
其他投资现金流	-212.02	-1,091.35	235.15	231.15	227.15
筹资活动现金流	-936.94	60.19	25.98	29.64	34.20
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-936.94	60.19	25.98	29.64	34.20
现金净增加额	35.00	475.33	920.67	1,172.13	1,429.50

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,392.96	4,527.22	4,676.30	4,886.80	5,144.90
营业成本	1,100.45	1,077.80	977.40	1,009.10	1,047.00
其他营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售和管理费用	2,273.02	2,120.96	1,956.98	1,800.73	1,638.60
研发费用	774.06	803.19	829.63	866.98	912.77
财务费用	0.00	0.00	-25.98	-29.64	-34.20
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	1.00	2.00
营业利润	245.43	525.28	938.26	1,240.63	1,582.73
其他非经营损益	3.85	307.03	307.03	307.03	307.03
利润总额	249.28	832.31	1,245.30	1,547.66	1,889.76
所得税	145.57	194.85	291.53	362.08	441.94
净利润	103.71	637.46	953.76	1,185.58	1,447.82
少数股东损益	0.01	0.00	0.16	0.19	0.24
归属母公司净利润	103.70	637.46	953.61	1,185.38	1,447.59
EBITDA	590.97	1,207.46	1,265.33	1,564.63	1,903.43
GAAP EPS (元)	0.34	2.08	3.11	3.87	4.72

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	7.15	3.06	3.29	4.50	5.28
归属于母公司净利润	-77.37	233.89	46.50	24.50	22.24
获利能力					
毛利率(%)	74.95	76.19	79.10	79.35	79.65
净利率(%)	2.36	14.08	20.40	24.26	28.14
ROE(%)	1.67	7.95	10.63	11.67	12.47
ROIC(%)	13.25	32.62	46.28	59.51	74.38
偿债能力					
资产负债率(%)	23.64	19.24	16.90	15.12	13.43
净负债比率(%)	-87.21	-86.82	-87.85	-89.13	-90.31
流动比率	3.66	4.50	5.27	6.05	6.98
速动比率	3.53	4.38	5.14	5.91	6.83
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.46	0.43	0.41	0.38
应收账款周转率	7.88	8.45	8.63	8.63	8.63
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	2.08	3.11	3.87	4.72
每股经营现金流(最新摊薄)	4.21	5.22	2.15	2.96	3.79
每股净资产(最新摊薄)	20.25	26.16	29.28	33.15	37.88
估值比率					
P/E	230.73	37.54	25.09	20.19	16.53
P/B	3.86	2.98	2.67	2.36	2.06
EV/EBITDA	-8.38	-5.37	-5.84	-5.46	-5.23

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，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

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，2023-24 第十七届、十八届水晶球最佳分析师海外行业入围，2024 年度新财富海外市场研究团队第五名。

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告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
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话:(8610) 56135088
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
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