

拐点将至？多元产品矩阵+AI 变现的潜力驱动

2025 年 01 月 22 日

➤ **历史回溯：2020 年股价增长近十倍，全球云视频会议龙头。** Zoom 成立于 2011 年，收入来源以企业业务+在线业务的订阅服务费为主。2020 年初受全球公共卫生事件催化，Zoom 每日参会者峰值在 3 个月内增长 30 倍至 3 亿人，FY2021 收入同比增长 326% 至 26.5 亿美元，股价增长至近 10 倍。全球公共卫生事件的缓解引发投资者对竞争加剧和用户流失的担忧。1) 业务层面，重心向企业业务转移：截至 FY2025Q3，企业业务占比回升至 59%，其中年贡献超 10 万美元的大客户（收入占比 31%）已成为公司收入增长的重要驱动力。2) 管理层面，公司计划在未来几年大幅削减股权激励：年度绩效股权激励计划将从 FY2026 开始的两个财年内逐步取消，预计 FY2028 后公司股权激励费用占总收入比重将低于 12%，利润调整口径进一步收窄。

➤ **基础稳，现金强：经营指标已过低点，单季度经营现金净流入约 5 亿美元。** 受前期高基数影响，公司收入连续两年低个位数增长，FY25Q3 公司实现收入 11.8 亿美元，同比+3.6%。根据公司最新指引，随着新品渗透率的提升和 AI 产品商业化，总收入有望从 FY25Q3 起重新加速。从经营指标看，当前企业客户净美元扩张率（98%）已过低点，在线客户平均月度流失率（2.7%）降至历史新低。合同周期超过一年的客户收入占比显著增长至 76%，前瞻性指标短期 RPO 同比双位数增长。公司现金流指标向好，FY24 经营性现金净流入 16 亿美元，同比+23.9%，FY25Q1-3 现金流净流入 15.2 亿美元；截至 FY25Q3，账面现金和等价证券余额 77 亿美元。公司近期加大回购力度以抵消股权激励的稀释，截至 FY25Q3 剩余 20 亿美元的回购额度。

➤ **全面升级：Zoom Workplace 以 AI 为核心的一体化通信协作平台。** 公司于 2024 年 4 月发布 AI 协作平台 Zoom Workplace，该平台打包销售以 Zoom 通信产品为核心，以及员工参与度、空间和工作效率等一体化解决方案。目前统一通信和协作行业竞争格局稳定，Zoom 在视频会议领域具备较强的知名度和用户粘性，市占率高达 55.9%。我们认为 Zoom Workplace 具有含 AI 功能的总体拥有成本更低、易于部署和使用、音视频质量突出的优势，基于庞大的客群，未来商业化潜力在于：1) AI 功能引导的面向在线用户的销售升级；2) Zoom Phone/Rooms 等附加产品驱动的面向企业客户的追加销售。

➤ **催化因素：新兴产品 Workvivo 和 Contact Center 的追加销售+AI 产品商业化加速。** 1) 拥有约 700 万付费用户的 Workplace from Meta 即将停运，Workvivo 被指定为唯一的客户首选迁移合作伙伴。2) 生成式 AI 正加速应用于联络中心，大客户 ASP 显著上升。3) 2025H1 Zoom 计划推出的付费 AI 功能包括：定制化 AI Companion 插件、Zoom AI Studio 以及面向特定垂直行业的 AI 助手。AI 功能的升级有助于提高现有客户留存率，同时加速产品变现。

➤ **投资建议：**我们认为，当前公司从管理层面到业务层面已基本完成 2020 年快速起量的消化，经营指标趋稳，回购计划稳步开展。公司目前已形成多元化的产品矩阵，伴随 2025 年 AI 产品的商业化加速，公司收入有望加速回升。目前 Zoom 在美股 SaaS 行业具备估值性价比，建议积极关注。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧风险；客户流失风险；AI 商业化不及预期风险；宏观经济增长不及预期风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (美元)	EPS (元)			PE (倍)		
			FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2024	FY2025E	FY2026E
ZM.O	Zoom	78.07	5.21	5.43	5.36	29	14	15

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

(注：股价为 2025 年 1 月 19 日收盘价；ZM.O 数据采用彭博一致预期；FY2024 截至 2024 年 1 月 31 日)



分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

研究助理 周芷西

执业证书：S0100124080014

邮箱：zhouzhixi@mszq.com

目录

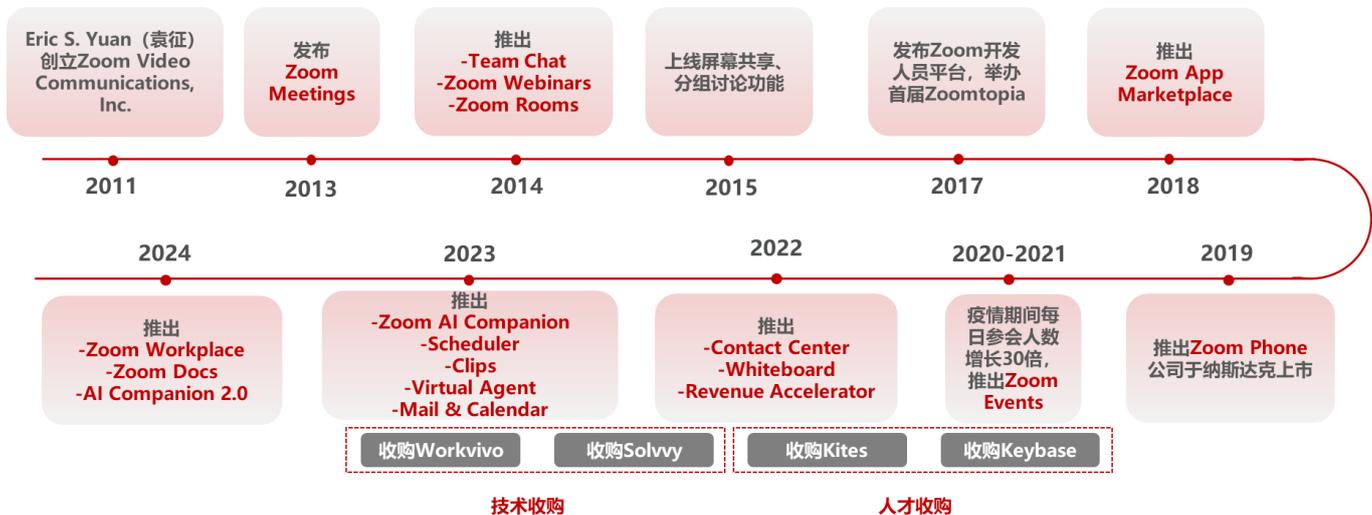
1 历史回溯：成立于 2011 年，2020 年股价增长近十倍	3
2 基础稳，现金强，企业客户为核心驱动	4
2.1 商业模式：订阅付费制，经营数据企稳	4
2.2 管理层&股权结构：管理层科技背景深厚，采用双重股权结构	8
2.3 财务分析：收入增长有望重新加速，经营活动现金流充裕	11
2.4 海外市场&渠道合作伙伴	14
3 全面升级：Zoom Workplace 以 AI 为核心的一体化通信协作平台	15
3.1 混合&远程办公趋势难以逆转，技术需求仍然旺盛	15
3.2 统一通信与协作行业：UCaaS 市场仍处于高速增长阶段，Zoom 行业领导地位稳固	16
3.3 Zoom Workplace：性价比优势显著，有望推动渗透率和付费转化率提升	19
4 催化因素：Workvivo 迁移+AI 赋能联络中心+AI Companion 商业化加速	25
4.1 Workvivo：Meta 迁移客户将在未来几个季度内贡献增长	25
4.2 Zoom Contact Center：面向企业大客户追加销售，生成式 AI 持续赋能	27
4.3 AI Companion：看好 2025 年 AI 产品变现潜力	31
5 投资建议	34
6 风险提示	35
插图目录	36
表格目录	37

1 历史回溯：成立于 2011 年，2020 年股价增长近十倍

Zoom 成立于 2011 年，2020 年用户数量跃升，快速成长为全球领先的视频会议解决方案供应商。Zoom 由 Cisco Webex 前工程副总裁 Eric Yuan 于 2011 年创立，总部位于美国加利福尼亚州圣何塞，其初衷为打造一款易于使用、视频质量出色、支持移动设备的通信产品。Zoom 于 2013 年发布核心产品 Zoom Meetings；于 2014 年推出团队聊天协作产品 Zoom Team Chat、在线网络研讨会产品 Zoom Webinars 和会议室系统 Zoom Rooms。2019 年，公司发布云 PBX 产品——Zoom Phone，逐步构建起完善的统一通信和协作 (UC&C) 平台；同年 4 月，公司正式于纳斯达克上市。2020 年初受全球公共卫生事件催化，Zoom 每日参会者峰值在 3 个月内增长 30 倍——由 2019 年 12 月的 1000 万人增至 2020 年 4 月的 3 亿人，FY2021 收入同比增长 326% 至 26.5 亿美元，股价在 2020 年前 10 个月内增长至近十倍。2022 年起公司相继推出了基于云的 Zoom Contact Center 以及用于销售团队的对话智能软件 Zoom Revenue Accelerator 等产品，并收购了用于联络中心的客户支持对话式 AI 平台 Solvvy 和现代化员工体验平台 Workvivo。

公司于 2024 年 11 月更名为 Zoom Communications Inc.，标志着向 AI 优先的人际联系工作平台转型。2023 年起 Zoom 推出 Virtual Agent、Zoom Docs 等 AI 优先解决方案。当前 Zoom Workplace 付费用户可免费调用 AI Companion 用于会议任务总结、电子邮件回复起草、会议准备等多种工作。截至 2024 年 10 月 (FY25Q3)，已有 400 万账户启用了 Zoom AI Companion。2025 年 Zoom 计划发布的多款定制化付费 AI 产品有望成为新增长点。

图1：Zoom Communications Inc.公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

2 基础稳，现金强，企业客户为核心驱动

2.1 商业模式：订阅付费制，经营数据企稳

Zoom 的产品矩阵由 Zoom Workplace + Business Service 两个主要部分构成。公司于 2024 年 4 月推出的全新的 AI 协作平台 Zoom Workplace 专注于提升员工体验的核心需求，目前涵盖了包括沟通、生产力、员工参与度、物理工作空间管理等多项服务。商业服务 (Business Service) 方面，Zoom 主要面向市场团队提供一系列提升顾客体验的产品，主要用于举办营销活动、日常售后等场景。

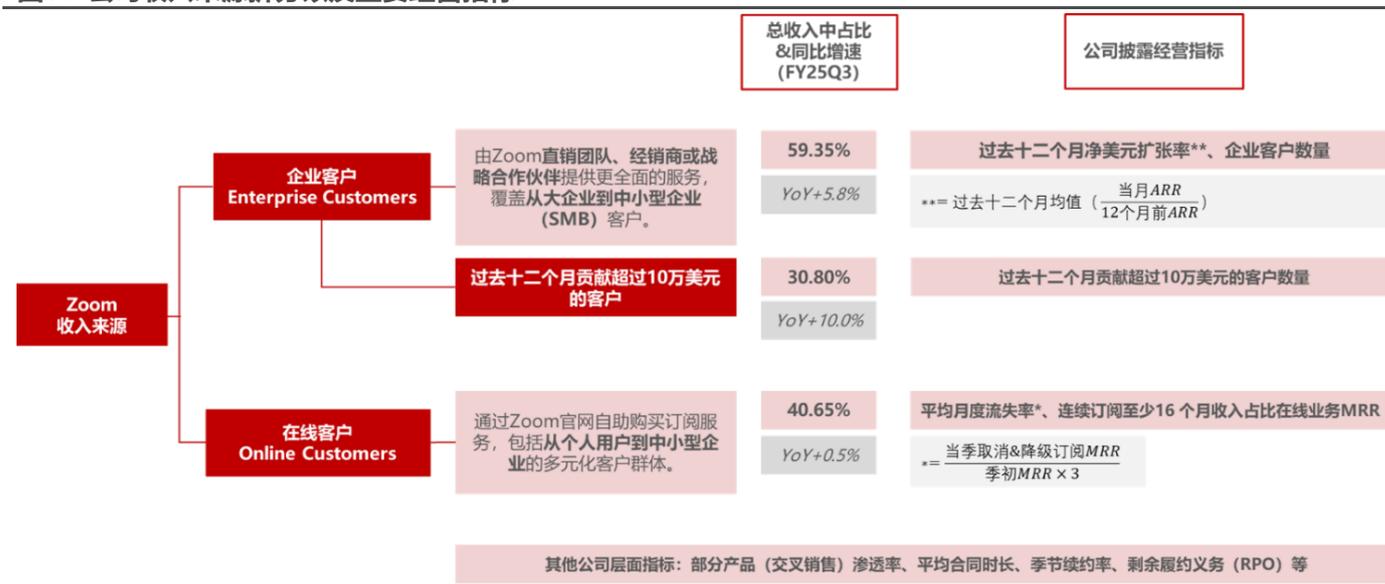
图2：公司产品以 Zoom Workplace 和 Business Service 为主



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司收入主要来源于企业业务+在线业务的订阅服务费用。企业业务，即由 Zoom 直销团队、经销商或战略合作伙伴提供的更全面的服務，覆盖从大企业至中小型企业 (SMB) 的客户群体。在线业务，即客户通过 Zoom 官网自助购买的订阅服务，包括从个人用户到中小型企业的多元化客户群体。

2022 年至今公司完成业务重心的调整。截至 FY2025Q3，企业业务占比 59%，在线业务占比 41%。公司于 2023 年和 2024 年分别减少了约 1300 以及 150 个工作岗位，同时宣布 2024 年会在人工智能、产品和销售团队招聘更多员工。展望未来，随着 Zoom AI Companion、Zoom Contact Center、Workvivo 等产品的推出和采用率提升，公司收入有望于 FY25Q3 起重新加速增长。

图3：公司收入来源拆分以及主要经营指标


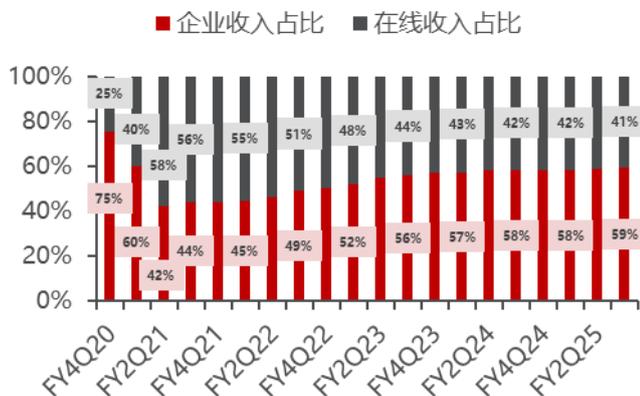
资料来源：公司官网，民生证券研究院

1) 受公共卫生事件等外部冲击影响，公司在线业务经历了迅速增长、用户流失以及后续调整等阶段： FY2020Q4 公司在线业务占比仅 25%，2020 年初全球公共卫生事件扩散，作为便捷易用的视频会议解决方案，Zoom 在中小企业和个人用户中的采用率快速上升，线上业务连续多个季度同比三位数高增，在线业务收入占比于 FY2021Q2 升至 58%。但随着突发公共卫生事件得以控制和企业客户逐步实行“Return to Office”政策，线上业务客群大幅流失，FY2021Q4 在线客户平均月度流失率最高达到4.4%。目前公司对在线业务的目标重新确定为恢复增长，降低流失率。 FY2025Q3 公司在线业务收入 4.79 亿元，同比+0.5%，同比增速高于财年内 Q2 的最低点 (+0.1%)。我们认为，随着 AI Companion 等附加功能的推出，未来在线业务增长将主要由付费用户转化率的提升所推动。

2) 企业客户及年贡献超 10 万美元的大客户是驱动公司收入增长的主要动力： FY2025Q3 公司企业业务收入 6.99 亿元，同比+5.8%，同比增速高于财年内 Q2 的最低点 (+3.5%)；其中过去 12 个月贡献超过 10 万美元的大客户收入为 3.63 亿元，同比+10.0%，大客户占总收入比重由 FY2021Q2 的 17.0%显著提升至 FY2025Q3 的 30.8%。从客户数量看，截至 FY2025Q3 公司企业客户共有个 19.24 万个，其中大客户 3995 个，FY2021-FY2025 大客户数量 CAGR 为 32.7%。

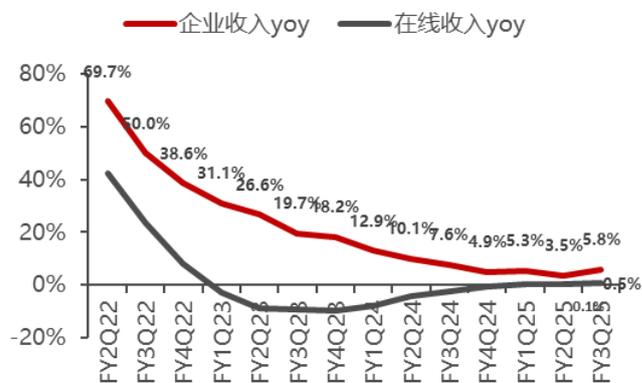
近年来公司以 Zoom Meetings 为核心，相继推出的 Zoom Phone、Zoom Contact Center、Workvivo 等新产品对企业客户 ASP 形成支撑。我们预计，未来公司将继续通过 cross-sell 及 up-sell 提高企业级新产品的渗透率，进而推动企业部门收入同比稳步回升。

图4: FY1Q19-FY3Q25 公司企业和在线业务收入占比



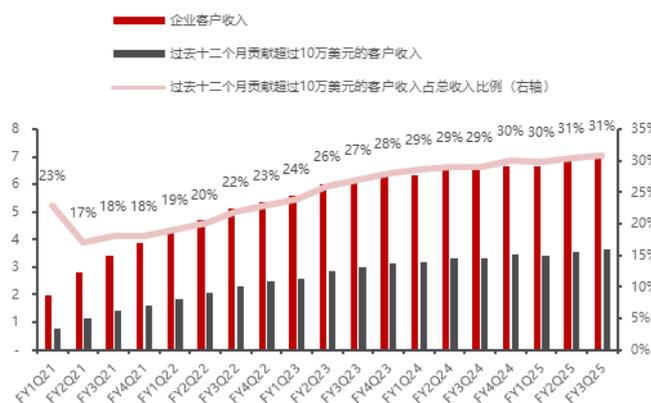
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图5: FY2Q22-FY3Q25 公司企业和在线业务收入同比增速



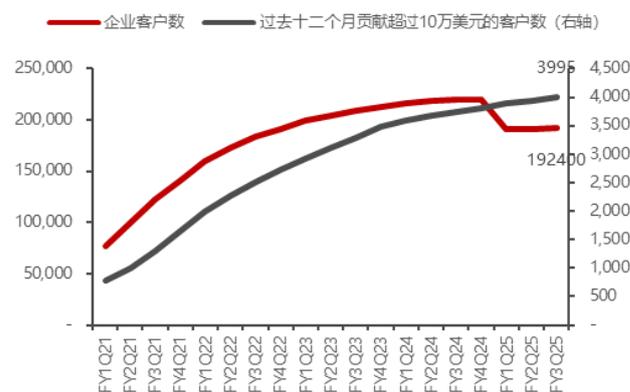
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图6: 企业客户收入和过去一年贡献超过10万美元的大客户收入 (亿美元) 及占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7: 企业客户数量 (左轴) 和过去一年贡献超过10万美元的大客户数量 (右轴)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

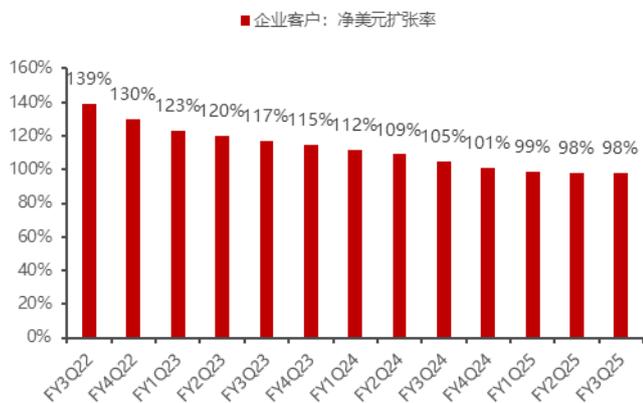
注: FY2025 起, 企业客户数量统计口径变更, 将约 2.68 万名低 MRR 企业客户转变为在线客户。

从经营指标看, 当前企业客户净美元扩张率低点已过, 在线客户平均月度流失率稳步下降。截至 FY2025Q3, 企业客户净美元扩张率为 98%, 同比-7pct, 环比持平于历史最低点, 管理层预计 2025 年年中, 净美元扩张将重新加速; FY2025Q3 在线客户平均月度流失率 2.7%, 同比-0.3pct, 环比-0.2pct, 创历史新低。

从合同签订看, 客户合同周期显著拉长, 剩余履约义务同比稳定增长。随着合同周期较短的在线客户收入占比下降, 合同周期超过一年的客户贡献收入占比由 FY2021Q2 的 49% 增加至 FY2025Q2 的 76%, 平均合同期限则由 10.9 个月增加至 18.1 个月 (其中企业客户合同期限一般为三年左右)。FY2025Q3, 公司剩余履约义务为 37.4 亿美元, 同比+4.7%, 其中短期 RPO (即预计可在 12 个月内确认为收入的 RPO) 为 22.8 亿美元, 同比+10.0%, 占比 61.1%; 长期 RPO 为 14.6

亿美元，同比-2.6%，占比 38.9%。

图8：企业客户经营指标净美元扩张率



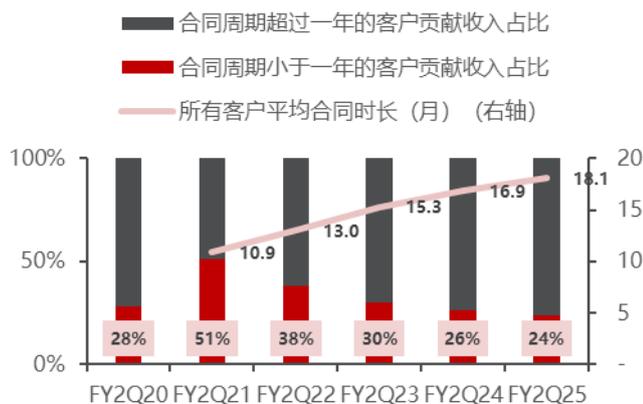
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：在线客户经营指标平均月度流失率



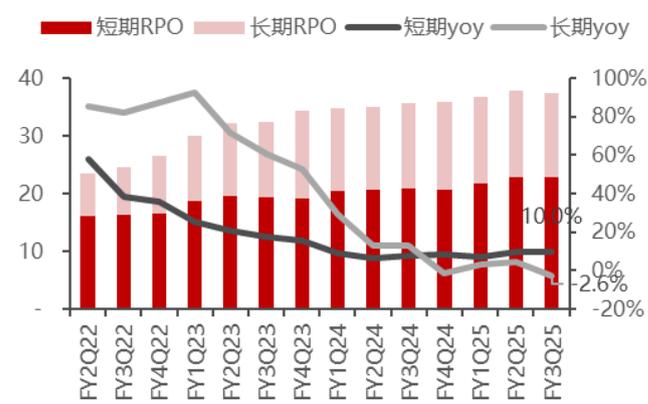
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：公司合同周期及平均合同时长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：FY2Q22-FY3Q25 公司剩余履约义务 (RPO) (亿美元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 管理层&股权结构：管理层科技背景深厚，采用双重股权结构

公司初创团队来自思科，现任高管团队大多在微软、谷歌等科技公司具有视频会议、语音技术等专业领域的工作背景。创始人袁征于 1997 年加入 Webex 初创团队，Webex 被思科收购后于 2007 年起担任思科工程副总裁。除袁征外，公司产品工程和工程总裁 Velchamy Sankarlingam、首席销售和增长官 Graeme Geddes 早年也曾在思科担任高管职务。为应对和微软的竞争，2021 年至今共有 5 位微软高管加入 Zoom：包括首席财务官 Michelle Chang、首席战略官 Abhisht Arora、首席开发官 Mu Han、首席产品官 Smita Hashim、首席技术官 Xuedong Huang。董事会方面，公司目前共有 9 名独立董事，包括 Service Now 董事长兼首席执行官 Bill McDermott 等在内。

表1：Zoom 现任高管及董事个人简历

姓名	现任职务	个人履历
Eric S. Yuan	创始人兼首席执行官	2011 年创立 Zoom，此前曾担任 Cisco 工程副总裁，负责 Cisco 协作软件的开发。他还是 Webex 的创始工程师之一，并且曾担任 Webex 工程副总裁。
Aparna Bawa	首席运营官	曾担任 Magento Commerce 的高级副总裁兼总法律顾问（被 Adobe 收购）。此前曾担任 Nimble Storage 副总裁兼总法律顾问。2018 年 9 月加入 Zoom。
Velchamy Sankarlingam	产品和工程总裁	曾担任 VMware 的云服务开发与运营高级副总裁，职责范围涵盖研发与 IT。曾担任 Cisco 工程和运营副总裁。此前曾担任 Webex（被 Cisco 收购）和 Presenter.com（被 Webex 收购）的副总裁职位。2020 年 6 月加入 Zoom。
Michelle Chang	首席财务官	曾在 Microsoft 担任企业副总裁、现代化工作区（包括 Office 和 Teams）和网络安全首席财务官等。2024 年 10 月加入 Zoom。
Graeme Geddes	首席销售和增长官	曾在 Cisco 担任各类领导职务近 16 年，离开 Cisco 前曾担任 Webex Meetings、团队通讯和视频终端的美洲协作销售总监。2019 年 6 月加入 Zoom。
Michael Adams	首席信息安全官	曾在 Palantir 担任高管，并在一家大型国际律师事务所担任合伙人。2020 年 8 月加入 Zoom。
Abhisht Arora	首席战略官	曾担任 Microsoft Teams 产品副总裁。在 Microsoft 任职期间，负责的产品包括 Xbox、Bing、Windows、Office 和 Surface。2021 年 7 月加入 Zoom。
Wendy Bergh	线上业务总经理	拥有 20 多年领导一流消费品牌经验，曾在 Service Now、Minted 和 Walmart 担任领导职务。2021 年 4 月加入 Zoom。
Shane Crehan	首席会计官	曾在 Eventbrite 担任首席会计官。此前曾在 Facebook 担任包括国际金融和全球金融业务主管在内的多种职位。
Mu Han	首席开发官	曾担任 Microsoft 公司副总裁，负责为 Microsoft Teams 和 Skype 提供实时通信技术和产品。此前负责开发各个版本的 Microsoft 统一通信产品。2022 年 9 月加入 Zoom。
Smita Hashim	首席产品官	曾在 Google 和 Microsoft 任职，负责并扩展 Google Meet，在 Microsoft Teams 负责管理实时通信平台和产品。此外还负责过 Google Voice（电话）、Google 日历和 Tasks、Google AdWords 产品套件、Google Chromebook 设备产品组合和生态系统。2023 年 2 月加入 Zoom。
Xuedong Huang	首席技术官	曾在 Microsoft 担任 Azure AI 首席技术官和技术研究员，曾组建 Microsoft 语音技术团队。美国国家工程院和美国艺术与科学院院士。2023 年 6 月加入 Zoom。
Brendan Ittelson	首席生态系统官	曾任国防部文职雇员，后加入金融科技初创企业 Dynamics Inc 担任特别运营副总裁。2015 年 7 月加入 Zoom。
Cheree McAlpine	首席法务官	曾任 Intercom 高级副总裁兼法律总顾问。此前任 Lumileds Inc. 首席法务官兼公司秘书。2024 年 3 月加入 Zoom。
Matthew Saxon	首席人力官	曾任 Meta 人力运营副总裁。2022 年 6 月加入 Zoom。
Awinash Sinha	首席数字信息官	曾任 VMware 副总裁，领导业务应用程序、数据工程和分析职能部门。曾在 NetApp、Juniper Networks、Cisco Systems 和 PwC 担任领导职务。2022 年 3 月加入 Zoom。

Gary J. Sorrentino	全球首席信息官	曾任 J.P. Morgan AWM 全球技术基础设施计划的首席技术官。此前担任 Citi Private Bank 全球基础设施主管和技术效率主管、Credit Suisse 全球技术首席财务官、UBS 北美 IT 总监。
Jonathan Chadwick	独立董事	VMWare 前首席财务官
Mike Fenger	独立董事	Apple 全球销售副总裁
Peter Gassner	独立董事	Veeva Systems 首席执行官
Cindy Hoots	独立董事	AstraZeneca 首席信息官
Lieut. Gen. H.R. McMaster	独立董事	斯坦福大学研究员/美国前国家安全顾问
Bill McDermott	独立董事	Service Now 董事长兼首席执行官
Janet Napolitano	独立董事	加利福尼亚大学伯克利分校公共政策教授/前国土安全部部长/前亚利桑那州州长
Dan Scheinman	首席独立董事	Cisco Systems 的前高级副总裁
Santi Subotovsky	独立董事	Emergence Capital 合伙人
Eric S. Yuan	董事会主席	Zoom 首席执行官兼创始人

资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司采用同股不同权结构，创始人拥有 31.4% 的投票权。为限制外部股东对公司事务的干预，公司采用同股不同权结构：A 类普通股每股拥有 1 票投票权，B 类普通股每股拥有 10 票投票权，B 类普通股持有者可随时按 1:1 的比例转换为 A 类普通股。根据季报披露，截至 2024 年 10 月 31 日，B 类普通股的持有者共计持有已发行股本的 63.6% 的投票权，其中公司董事及高管和持股比例高于 5% 的股东及其各自关联公司共持有 57.6% 的投票权；创始人兼首席执行官 Eric S. Yuan 持有约 7.4% 的已发行股本，对应拥有 31.4% 的投票权。除此之外，据 DEF 14A 文件披露，BlackRock 和 The Vanguard Group 分别持有 5.4% 和 8.9% 的 A 类普通股。

表2：公司股权结构明细（根据 DEF 14A 文件披露）

	A 类普通股		B 类普通股		总投票权 (%)
	股份	%	股份	%	
5% Stockholders:					
BlackRock, Inc,	14,311,920	5.4%	*	*	2.0%
The Vanguard Group	23,417,394	8.9%	*	*	3.3%
Entities affiliated with Emergence Capital Partners ^①	/	*	6,488,825	14.2%	9.0%
Puccini World Limited ^②	/	*	9,406,815	20.6%	13.1%
高管及董事:					
Eric S. Yuan	165,044	*	22,527,492	49.2%	31.3%
Peter Gassner	4,294	*	1,202,720	2.6%	1.7%
Jonathan Chadwick	1,260	*	100,000		
Lieut. Gen. H.R. McMaster	2,951	*			
Janet Napolitano	3,372	*			
Dan Scheinman	1,880	*	1,664,255	3.6%	2.3%
Santi Subotovsky	155,559	*	6,488,825	14.2%	9.0%
William McDermott	3,065	*			
Cindy Hoots	1,593	*			
Kelly Steckelberg	120,840	*	623,071	1.3%	

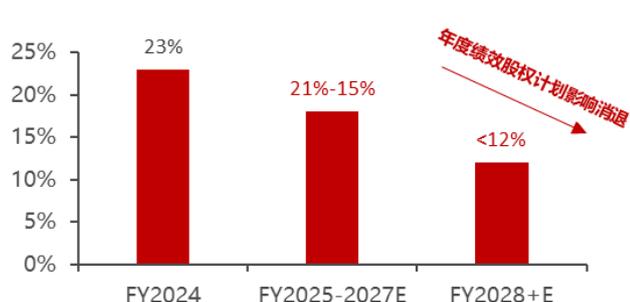
Aparna Bawa	46,805	*
Velchamy Sankarlingam	156,075	*

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：表 2 中数据截至 2024 年 3 月 31 日；*表示持股比例小于 1%。①：Santi Subotovsky 为 Emergence Capital 的 GP。②：周凯旋女士为 Puccini World Limited 唯一股东。

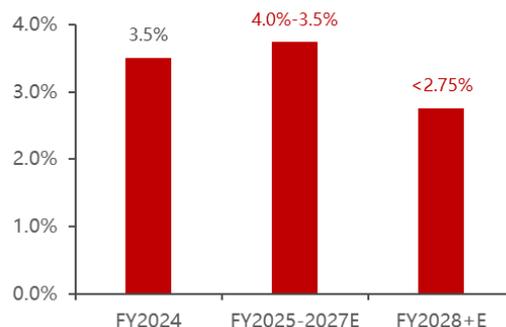
为适应外部环境变化和内部战略的调整，公司计划在未来几年大幅削减股权激励。 2024 年 9 月公司宣布，由于目前股权激励政策不可持续，年度绩效股权激励计划将从 FY2026 开始的两个财年内逐步取消，公司将减少授予新员工的股权金额。FY2024，公司股权激励费用约占总收入的 23%，其中年度绩效股权激励计划在 SBC 费用中占比约为 1/3，这一影响将在 FY2027 逐渐消除，预计 FY2028 后公司股权激励费用占总收入比重将低于 12%。从股权稀释角度看，考虑到最后一笔 RSU 解禁于员工入职四周年时，公司仍需花费几年时间完成对薪酬制度的调整，预计 FY2028 后年度股票稀释率将低于 2.75%。

图12: FY2024-FY2028E 股权激励额费用占收入比重 (%)



资料来源：Zoomtopia，民生证券研究院

图13: FY2024-FY2028E 股票稀释率 (%) (不考虑回购)



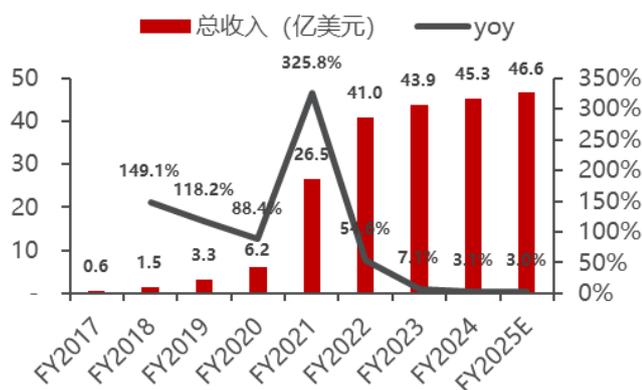
资料来源：Zoomtopia，民生证券研究院

注：公司定义的稀释率测算为不考虑回购的 FDSO 同比变化率

2.3 财务分析：收入增长有望重新加速，经营活动现金流充裕

受前期高基数影响，公司收入连续两年低个位数增长。在 FY2017 至 FY2022 期间，受突发性公共卫生事件催化公司收入由 6081.7 万美元迅速增长至 41.0 亿美元，CAGR 为 132.1%。从 FY2022 起，公司收入增速明显放缓。FY2024 公司总收入 45.3 亿美元，同比+3.1%；FY2025Q3 公司总收入 11.8 亿美元，同比+3.6%，高于 FY2025Q2 的 2.1%。管理层在 2025 财年的多次电话会中表明公司首要目标是恢复 top-line 增速，根据公司最新指引，随着新品渗透率的提高和 AI 产品商业化，总收入有望从 FY2025Q3 起重新加速。

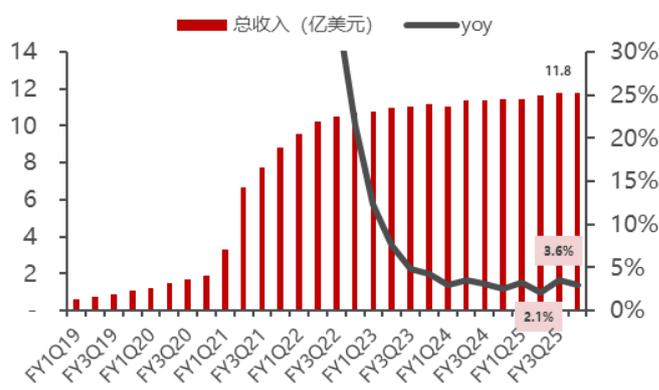
图14：FY2017-FY2025E 公司总收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：FY2025E 为公司最新指引上限

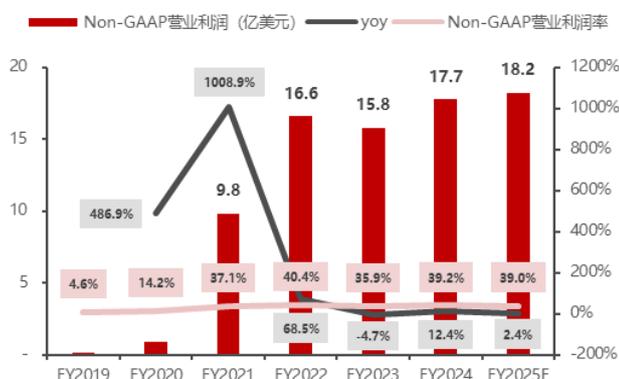
图15：FY1Q19-FY4Q25E 公司单季度总收入及增速



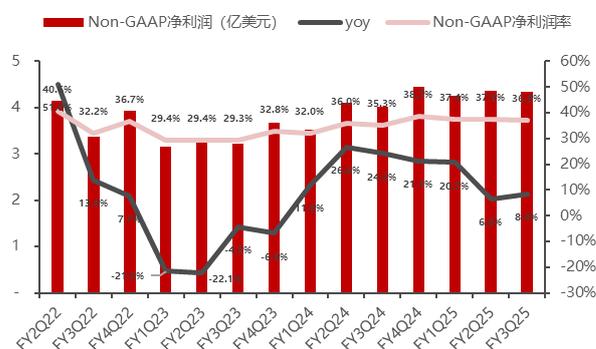
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：FY4Q2025E 为公司最新指引上限

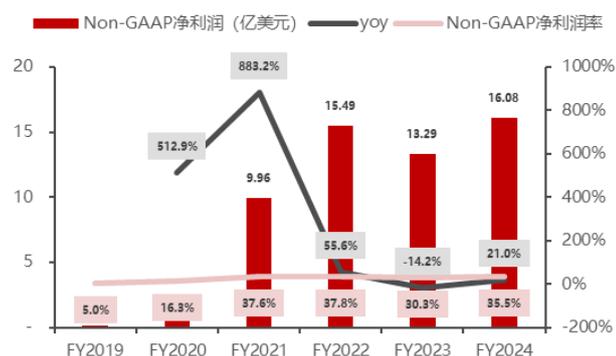
近几个季度营业利润率略微下滑，净利润率有所上升。从年度数据看，FY2024 公司 Non-GAAP 营业利润 17.7 亿美元，同比+12.4%，营业利润率 39.2%，同比+3.3pct；FY2024 Non-GAAP 净利润 16.1 亿美元，净利润率 35.5%。从季度数据看，FY2025Q3 公司 Non-GAAP 营业利润 4.6 亿美元，同比+2.4%，营业利润率 38.9%，同比-0.5pct；FY2025Q3 Non-GAAP 净利润 4.4 亿美元，净利润率 36.9%。根据公司给出的长期财务模型，Non-GAAP 营业利润率长期目标设定为 33%-36%。参考衡量 SaaS 公司的“40 法则”（Rule of 40：收入增长率+利润率 $\geq 40\%$ ），未来几个季度公司将在逐渐加速的收入和稳定的营业利润率间保持平衡。

图16: FY2019-FY2025E 公司 Non-GAAP 营业利润及增速


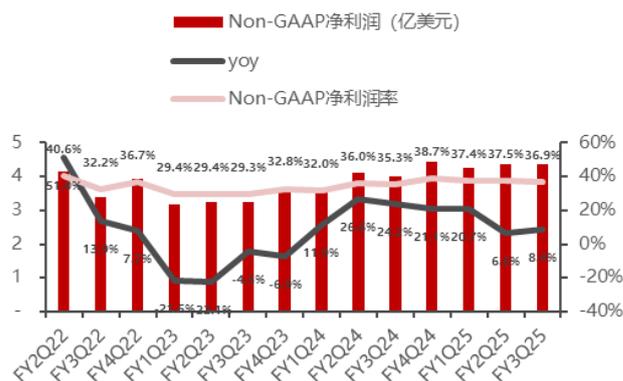
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: FY2Q22-FY3Q25 公司单季度 Non-GAAP 营业利润及增速


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: FY2019-FY2025E 公司 Non-GAAP 净利润及增速


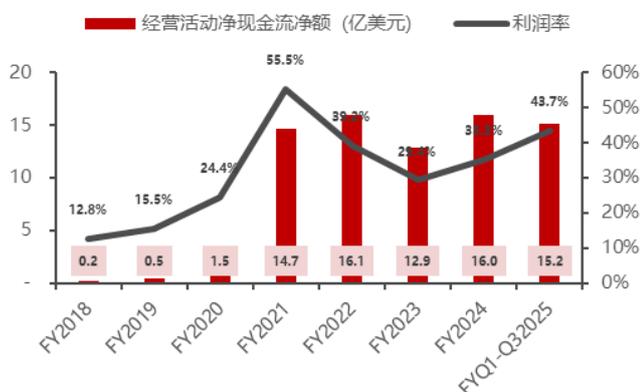
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: FY2Q22-FY3Q25 公司单季度 Non-GAAP 净利润及增速


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

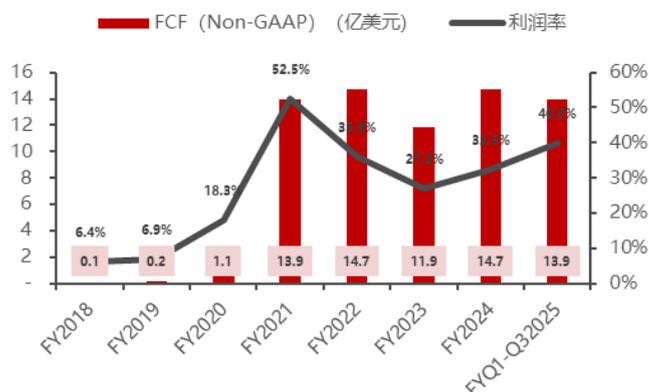
公司现金流指标向好, 于 2024 年 11 月宣布新增 12 亿美元回购额。 公司经营性现金流入同比快速增长, FY2024 为 16.0 亿美元, 同比+23.9%, FY2025Q1-Q3 经营活动净现金累计流入 15.2 亿美元。FY2024 公司自由现金流 14.7 亿美元, 同比+24.1%。公司账面现金充足, 截至 FY2025Q3, 现金及现金等价物和有色证券余额为 77.0 亿美元。股东回报方面, 为抵消股权激励带来的摊薄, 公司近期加大回购力度, 于 2024 年 2 月和 11 月累计授权共 27 亿美元的回购额度, 截至 FY2025Q3, 仍剩余 20 亿美元的回购额度。2024 年 2 月 1 日-10 月 31 日, 公司累计回购 1160 万普通股, 占期初总股本的 3.77%, 累计回购金额 7.4 亿美元。

图20: FY2018 至今公司经营活动净现金流净额



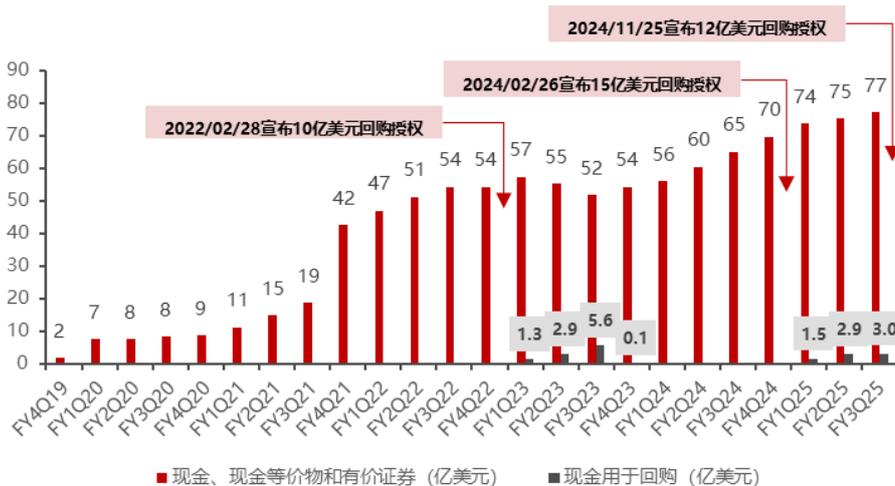
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图21: FY2018 至今公司自由现金流



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图22: FY4Q19-FY3Q25 现金及现金等价物和有价证券

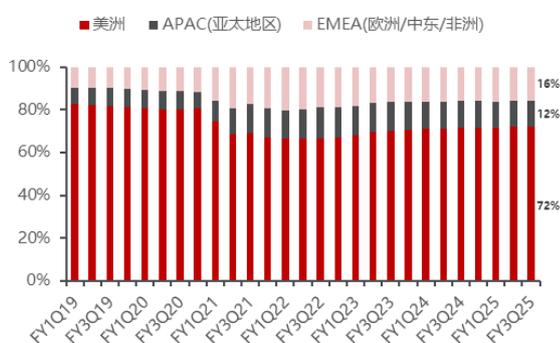


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.4 海外市场&渠道合作伙伴

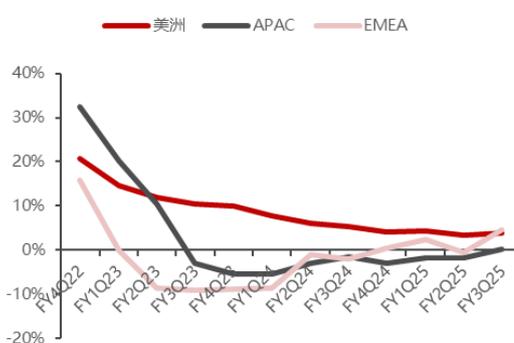
除了拓展海外市场本地销售支持外，渠道在海外市场发挥重要作用。按地区拆分收入，FY2025Q3 美洲/欧洲、中东、非洲/亚太地区收入分别为 8.5/1.9/1.4 亿美元，占比 72%/16%/12%。从增速看，美洲/欧洲、中东、非洲/亚太地区收入增速分别同比+3.9%/+4.7%/+0.3%，其中 EMEA 地区收入的快速增长主要得益于西班牙客户 Agencia Tributaria 通过渠道购买了 Zoom Contact Center 超过 2 万个席位，这也成为 Zoom Contact Center 历史上最大的交易。由于 Zoom 在部分海外市场没有或仅布局有限的直销业务，海外渠道的重要性日益凸显。

图23: FY1Q19-3Q25 公司分地区收入占比 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图24: FY4Q22-3Q25 公司分地区收入同比增速 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

近年来 Zoom 通过扩大渠道合作以加强其多元服务的销售能力。公司于 2023 年 9 月推出 Zoom Up Partner Program, 该项目面向经销商、运营商、分销商、ISV 等所有合作伙伴, 旨在由官方对合作伙伴进行分级引导、扶持和奖励。当前联络中心对渠道的依赖更为明显, Zoom 主要与全球系统集成商 (GSI) 合作——GSI 帮助企业将本地部署的遗留系统转移到基于云的系统。FY2025Q3 最大的四笔联络中心交易均来自渠道合作伙伴, 约 63% 的联络中心销售由渠道贡献。

图25: Zoom 合作伙伴版图



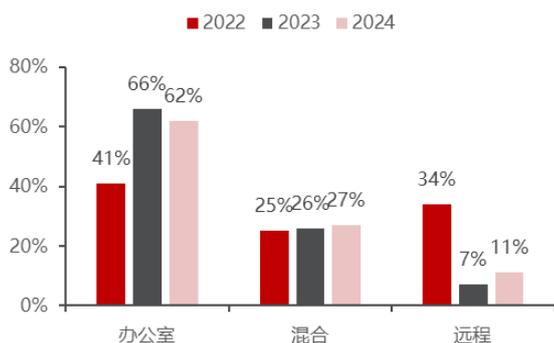
资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

3 全面升级：Zoom Workplace 以 AI 为核心的一体化通信协作平台

3.1 混合&远程办公趋势难以逆转，技术需求仍然旺盛

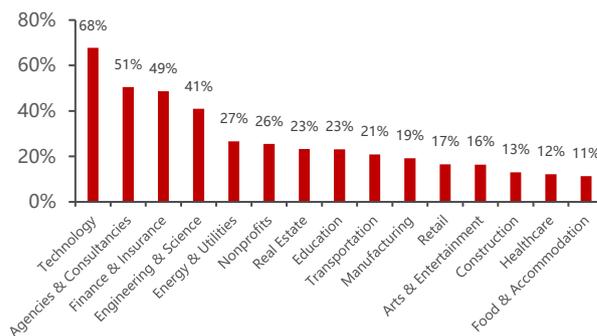
随着全球公共卫生事件得以控制，企业客户陆续出台“Return to Office”政策，但混合&远程办公的兴起已逐渐发展为必然趋势。根据 Owl Labs 调查，2024 年 27% 的美国员工采用混合办公模式、11% 的美国员工采用远程办公模式，二者相较于 2023 年均有所上升。Zoom 委托 Reworked INSIGHTS 对全球 600 多名企业高管和近 1900 名知识型员工的调查表明，75% 的高管表示公司可能会在未来两年内改变其办公模式。技术需求方面，75% 的员工认为公司需要改进远程办公软件，72% 的员工表示公司需要投资于新技术以支持远程办公。

图26：2022-2024 年美国员工工作模式调查 (%)



资料来源：Owl Labs，民生证券研究院

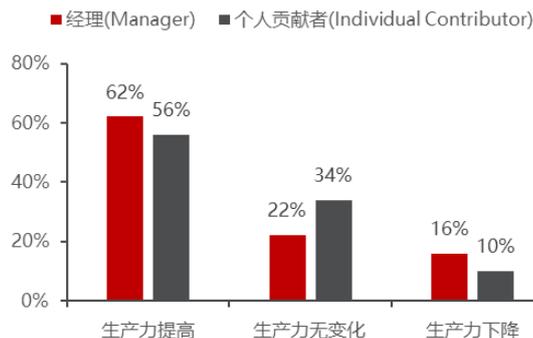
图27：2023 年全球各行业远程&混合制工作人员比例 (%)



资料来源：PayScale，Statista，民生证券研究院

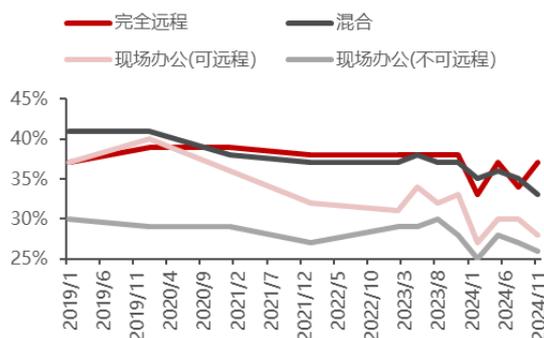
混合办公模式在灵活性和效率间取得了平衡。混合办公在帮助员工兼顾工作生活、降低通勤/办公室成本的同时，也对提升生产力、留职率有一定的积极作用。从生产力反馈来看，84% 的经理和 90% 的个人贡献者表示其在混合工作模式下工作效率更高或不变。盖洛普的研究也表明，远程&混合模式下员工的参与度最高。

图28：混合办公模式下员工生产力调查 (%)



资料来源：Owl Labs，民生证券研究院

图29：不同工作模式下员工参与度 (Engagement) 调查 (%)



资料来源：GALLUP，民生证券研究院

3.2 统一通信与协作行业：UCaaS 市场仍处于高速增长阶段，Zoom 行业领导地位稳固

统一通信与协作行业发展趋向成熟，AI 和云集成是未来发展方向。2019 年起为应对工作环境的不断变化，全球企业大量投资于统一通信和协作领域，行业市场规模随之增长，2018-2023 年 CAGR 达到 14.3%。IDC 预测全球统一通信和协作市场收入在 2024 年有望达到 691 亿美元，预计 2028 年市场规模为 850 亿美元，2023-2028E 年 CAGR 略低于 5.7%，增速逐渐放缓。展望未来，生成式 AI 的部署和云集成已成为该行业增长的必要条件。统一通信即服务 (UCaaS) 将聊天、文件共享、电话、视频会议等工具整合到基于云的界面或平台中，利用云交付模型的可扩展性、灵活性和经济性，进一步提高企业效率、增强协作、节省 IT 成本。根据 Fortune Business Insights 研究数据，预计 2032 年 UCaaS 市场规模将超过 2000 亿美元，2024E-2032E 该市场 CAGR 高达 18.2%。

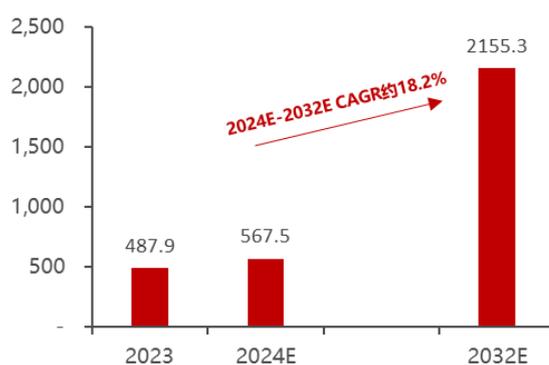
从 UCaaS 细分市场看，电话市场份额最大，视频会议市场增速较快。随着 VoIP (互联网协议语音) 技术的成熟，其在 IT、医疗保健、金融、零售和教育等行业被广泛采用，同时越来越多的企业选择从传统 PBX (企业内电话交换系统) 转向基于 VoIP 解决方案的云 PBX 系统。Fortune Business Insights 研究表明，当前电话市场规模在 UCaaS 各细分市场中位列第一，视频会议、协作平台紧随其后。此外，顺应全球混合&远程办公趋势，视频会议细分市场在预测期内增速最快。

图30：全球统一通信与协作 (UC&C) 市场规模 (亿美元)



资料来源：IDC，民生证券研究院

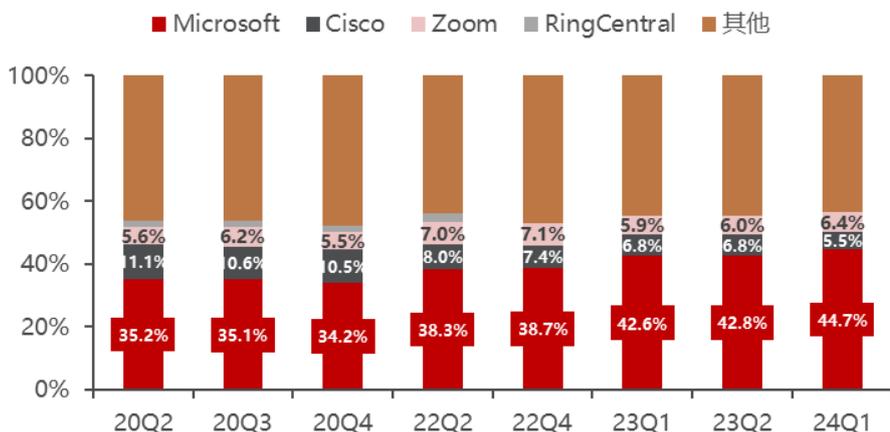
图31：全球统一通信即服务 (UCaaS) 市场规模 (亿美元)



资料来源：Fortune Business Insights，民生证券研究院

从竞争格局看，微软在行业内处于领先地位，Zoom 因其创新能力和易用性受到客户认可。凭借生产力工具的捆绑销售，Microsoft Teams 月活数量稳步上升，截至 2023 年 10 月 MAU 超 3.2 亿。根据 IDC 数据，2024Q1 微软以 44.7% 的份额引领全球统一通信与协作市场，Zoom 和思科分别以 6.4% 和 5.5% 的市占率位列第二、三，总的来看市场竞争格局相对稳定。尽管受竞争加剧以及自身用户流失的影响，Zoom 市场份额一度由 7.1% 回落至 5.9%，但随着一体化平台 Zoom Workplace 的推出和功能的逐步完善以及 Zoom Phone 的强劲销售，公司市占率开始回升。此外，和传统 PBX 供应商如 RingCentral、8x8 等公司相比，Zoom 大客户收入增长趋势更为稳健。总的来看，公司在 UCaaS 行业领导优势较为明显：Zoom 连续五年被 Gartner 评为 UCaaS 魔力象限领导者，2024 年因用户整体体验、兴趣和采用率超过市场平均水平，被评为唯一“客户之选”供应商。

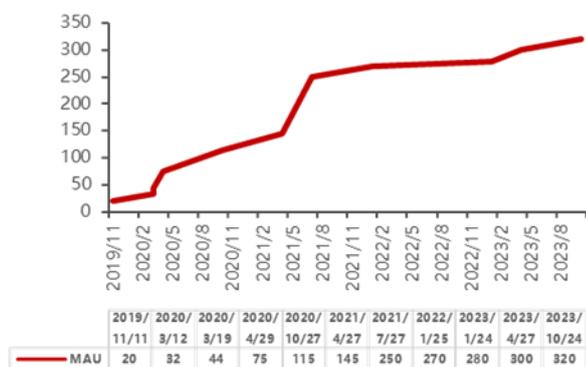
图32：全球统一通信与协作市场主要参与者和市场份额（%）



资料来源：IDC，民生证券研究院

注：21Q1-22Q1/22Q3/23Q3/23Q4 数据缺失

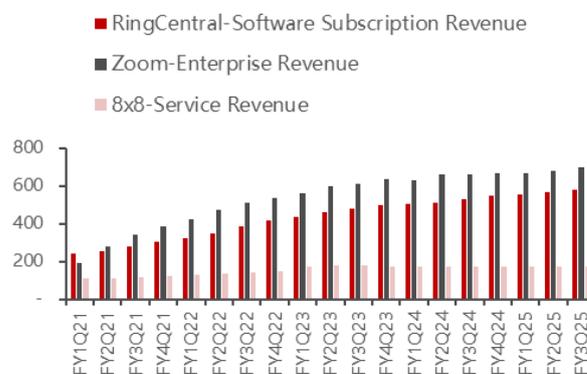
图33：Microsoft Teams 月活数量（百万）



资料来源：公司官网，民生证券研究院

注：统计口径于 2021Q3 起由原先 DAU 转变为 MAU

图34：Zoom 和传统 PBX 供应商收入对比（百万美元）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

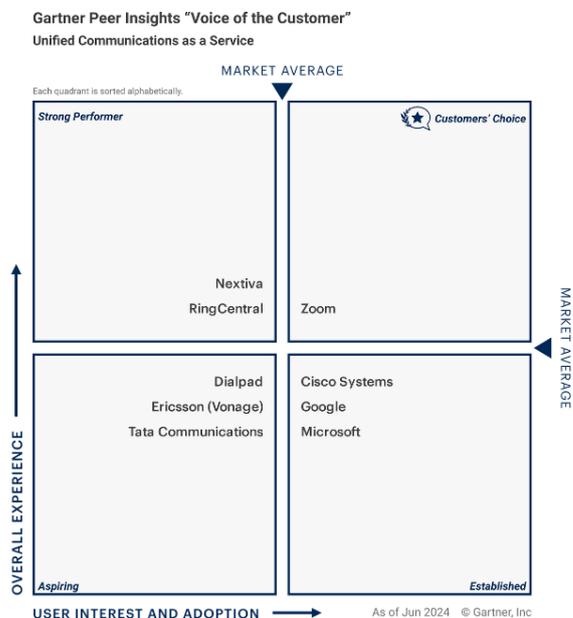
注：ZoomFY21Q1 截至 2020 年 4 月 30 日，对应 RingCentralFY20Q1 截至 2020 年 3 月 31 日，对应 8x8FY20Q4 截至 2020 年 3 月 31 日。

图35: Zoom 被 Gartner 评为 2024 年全球 UCaaS 魔力象限领导者



资料来源: Gartner, 民生证券研究院

图36: Zoom 被 Gartner Peer Insights 评为 UCaaS “客户之选” 奖



资料来源: Gartner, 民生证券研究院

3.3 Zoom Workplace: 性价比优势显著, 有望推动渗透率和付费转化率提升

公司于 2024 年 4 月正式发布人工智能协作平台 Zoom Workplace, 该平台以 Zoom 通信产品为核心, 同时提供员工参与度、空间和工作效率等一体化解决方案。此次升级后 Zoom Workplace 全平台由 AI Companion 提供支持, 平台付费用户使用 AI 功能时无需支付额外费用。集成方面, 用户能够利用 Zoom Workplace 的 API、SDK 和 Zoom App Marketplace 中的 2500 多个集成创建无缝办公体验。Zoom Workplace 适用于多种工作环境和行业, 包括混合&远程办公团队、跨国企业、教育机构和医疗行业等。

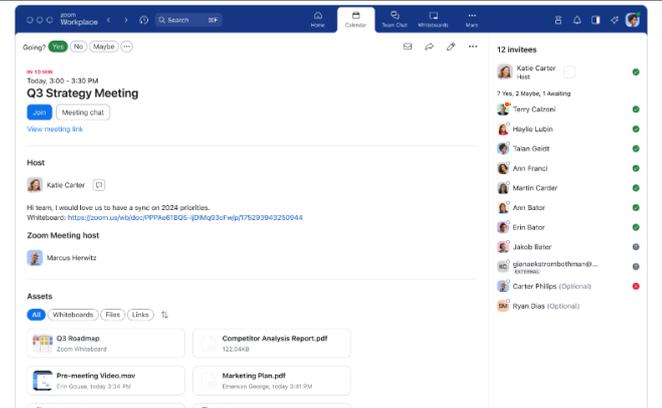
图37: Zoom Workplace 是 Zoom 产品的一体化解决方案



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

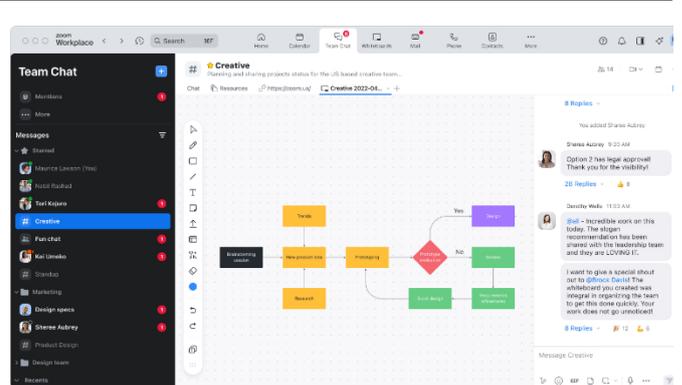
Zoom Workplace 从用户体验出发, 帮助实现最佳工作效果。2024 年 3 月份 Zoom 开展的一项调查表明, 57% 的受访者认为减少在不同应用程序之间切换所浪费的时间有助于保持专注度和工作效率, 从而加快项目完成速度。Zoom Workplace 提供简化的导航栏, 用户可自行将会议和日历视图合并, 以保持工作效率和流畅性。

图38: Zoom Workplace 可将日历和会议视图合并以便会议前后的信息共享和协作



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图39: Zoom Workplace 团队聊天共享空间可支持创建频道分组



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

Zoom Workplace 以功能打包的方式销售，简化计费标准。为满足不同企业规模和特定行业的业务需求，Zoom 目前提供免费版、专业版、专业加强版、商业版、商业加强版、企业版（超过 250 名用户，具体细分为企业版、企业增强版和企业高级版），以及面向特定垂直行业的套餐。所有套餐都包括 Zoom Meetings、Zoom Team Chat、Zoom Mail 和 Zoom Calendar 等客户端的核心通信功能，并且提供 Whiteboard、Notes 和 Clips 等提高工作效率的附加功能。各套餐的主要区别包括：1) 许可证数量：购买许可证数量小于 250 个可于官网自助购买订阅服务，大于 250 个则对应企业版套餐，需联系销售人员购买。2) Zoom Phone：电话功能仅免费附加于加强版套餐内。3) AI 功能：付费套餐可免费使用 AI Companion；免费版可试用 AI 功能 30 天，30 天后需要付费升级方可继续使用。

表3：Zoom Workplace 套餐和其他主要附加组件单独计费情况

Zoom Workplace (面向 250 人以下)	免费版	专业版	专业加强版	商业版	商业加强版
功能	Meeting、Team Chat、Clips 基础版、邮件和日历、Notes、Docs 基础版	Meeting、Team Chat、Clips 增强版、邮件和日历、 AI Companion 、Notes、Docs	Meeting、Team Chat、Clips 增强版、邮件和日历、 AI Companion 、Notes、Docs、 Phone	Meeting、Team Chat、Clips 增强版、邮件和日历、自定义邮件域、 AI Companion 、Notes、Docs、Scheduler	Meeting、Team Chat、Clips 增强版、邮件和日历、自定义邮件域、 AI Companion 、Notes、Docs、Scheduler、 Phone 、已翻译字幕、工作区预订、访客管理
集成	Microsoft、Google、Salesforce、ServiceNow、Hubspot				
许可证数	1	1-99	1-99	10-250	10-250
会议持续时间	40 分钟	30 小时	30 小时	30 小时	30 小时
参会者容量	100	100	100	300	300
录制	本地录制	本地录制及每个许可证 5 GB 云存储	本地录制及每个许可证 5 GB 云存储	本地录制及每个许可证 5 GB 云存储	本地录制及每个许可证 5 GB 云存储
白板	3	3	3	无限	无限
付费应用	无	免费使用 1 年	免费使用 1 年	免费使用 1 年	免费使用 1 年
月订阅费 (/月/用户)	\$0.00	\$15.99	\$21.99	\$21.99	\$26.99
年订阅费 (/年/用户)	\$0.00	\$159.90	\$219.90	\$219.90	\$269.90
其他主要附加组件可单独计费：					
年订阅费 (/年)	Zoom Webinars (500 名观众) \$690	Zoom Sessions (100 名观众) \$990	Zoom Sessions (500 名观众) \$3,490	Zoom Events (100 名观众) \$1,490	Zoom Events (500 名观众) \$4,990
月订阅费 (/月)	大型会议 (500 名参会者) \$50	大型会议 (1000 名参会者) \$90	Zoom Scheduler \$5.99	Zoom Clips Plus \$6.99	Zoom Docs \$8.99
年订阅费 (/年)	\$600	\$1,080	\$59.90	\$69.90	\$89.90
月订阅费 (/月)	云存储空间 (30G) \$10	云存储空间 (1TB) \$100	Zoom Rooms \$49	已翻译字幕 \$5	白板 \$2.49
年订阅费 (/年)			\$499	\$50	\$24.90

资料来源：公司官网，民生证券研究院

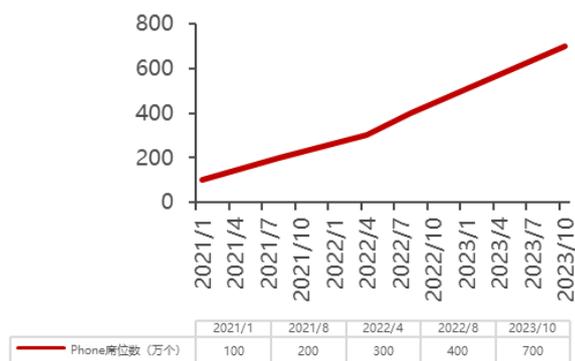
Zoom Phone 是公司近几年重要的增长动力，目前在公司产品组合中的收入占比约为 11%。截至 2023 年 10 月，Zoom 已售出约 700 万个 Zoom Phone 席位，2020-2023 年席位 CAGR 91.3%。从渠道看，目前约 1/3 的销售额来自渠道分销。

表4: Zoom Phone 计费表

	美国和加拿大-计时	美国和加拿大-无限	全球计划-计时	全球计划-无限	Zoom Workplace +Phone (商业加强版)
核心功能	计时国内通话 计时国际通话	无限国内通话 计时国际通话	计时设定国内通话 计时国际通话	无限设定国内通话 计时国际通话	
AI Companion	访问通话后摘要及后续步骤、语音邮件任务提取、语音邮件优先级、团队短信摘要 (包含在 PowerPack 附加组件中)				
自助购买数量	1-99	1-99	1-99	1-99	
月订阅费 (/月/用户)	\$10	\$15	\$15	\$20	不提供
年订阅费 (/年/用户)	\$120	\$180	\$180	\$240	\$269.9

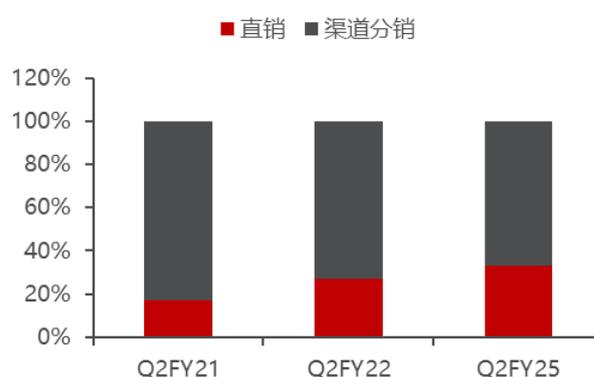
资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图40: Zoom Phone 已售出席位数量 (万个)



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图41: Zoom Phone 销售渠道 (%)



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

表5: 与 Ring Central 相比, Zoom Phone 拥有更低总体拥有成本和更大的全球覆盖范围

	Zoom Phone	RingCentral
费用	不收取 911 紧急服务费、合规费、行政成本回收费、10DLC 短信费	RingEX Core: \$30/月; Advanced:\$35/月; Ultra: \$45/月; 按年付费节省约 33%。 收取 911 紧急服务费、合规费、行政成本回收费、多种短信品牌和活动费用
全球覆盖	通过原生 PSTN 接入 49 个国家/地区; 通过云对等连接接入 90 多个国家/地区; 通过基于企业部署的 BYOC 接入 100 多个国家/地区	通过原生 PSTN 连接 46 个国家/地区; 没有 PSTN 云对等连接计划; 通过基于企业部署的 BYOC 接入 69 个国家/地区
AI 功能		
实时通话转录	✓	✓RingSense AI Essentials (附加组件费用)
通话后摘要和后续步骤	✓	✓
用于电话、聊天和会议的 AI 助手界面	✓	✗
语音信箱优先级	✓	✗
语音信箱任务提取	✓	✗
团队短信汇总主题	✓团队短信包含在 PowerPack 附加组件中	✗
通话录音	✓无限存储	✓存储 90 天
对讲机/按住说话	✓测试版	✓需要额外订阅

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

表6: 与 Microsoft Teams 相比, Zoom 的 AI 使用成本更低

	Microsoft Teams Essentials	Microsoft 365 Business Basic	Microsoft 365 Business Standard
定价 (年度订阅)	\$4/月	\$6/月	\$12.5/月
参会人数	300	300	300
最长会议时长	30 小时	30 小时	30 小时
实时字幕	英文	30 种语言	30 种语言
云存储	10GB	1T	1T
默认 Outlook 日历视图	✗	✓	✓
分组讨论室	✗	✓	✓
其他功能	无需帐户即可加入会议、屏幕共享、自定义背景、会议录制内容和文字记录、白板、网络研讨会、聊天和协作		
Microsoft 365 Copilot (年度订阅)	单独购买, \$30/月	单独购买, \$30/月	单独购买, \$30/月

资料来源: Microsoft 官网, 民生证券研究院

与行业对比, Zoom Workplace 的优势可总结为以下几点:

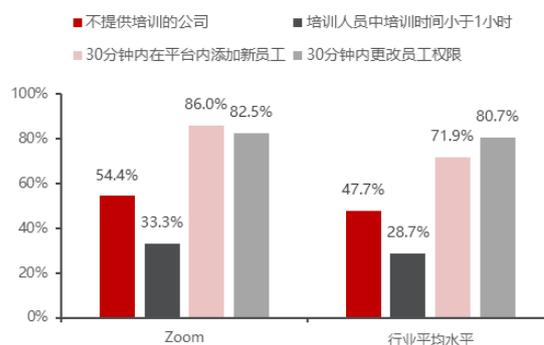
- **包含 AI Companion 的总体拥有成本 (TCO) 更低:** 根据 Zoom 委托 Metrigy 于 2024 年开展的对 470 个终端组织的调查,对于拥有超过 1000 名用户的组织来说, Zoom 的 5 年运营成本为 3517 美元, 相比思科/微软/RingCentral 分别节省了 10%/14%/37%。
- **易于部署和使用, 节省培训成本:** 根据 Zoom 委托 Metrigy 于 2023 年开展的对 517 个终端组织的调查, 54% 的企业不需要对员工进行 Zoom 使用培训, 开展培训的企业中培训时间小于 1 小时的占比 33%, 二者均高于行业平均水平。员工管理方面, 添加新员工和更改员工权限所需用时基本小于 30 分钟。得益于 Zoom 直观易用的设计, 客户组织可以快速有效地开展培训和后续管理, 从而降低使用成本。
- **优于同行的音视频质量以及更好的资源和网络利用效率:** 根据 TestDevLab 团队的测试, 总计 660 次会议测试中 Zoom 在视频质量和资源利用效率方面表现最好。当测试仅限于桌面设备且无网络问题时, Zoom 在四个指标中的领先优势进一步扩大。

图42: Zoom 总计拥有成本低于行业平均水平

	5年运营费用 (内部IT人员)	每个用户平均成本
Zoom	\$3,517	\$6.5
Cisco	\$3,888	\$9.5
Rincentral	\$5,567	\$9.1
Microsoft	\$4,080	

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图43: Zoom 为企业节省培训和后续管理成本



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图44: Zoom 在音视频质量测试中表现出色

All scenarios				
Category	Zoom	Microsoft Teams	Google Meet	Cisco Webex
Audio Quality Scored 3.0 - 12.0	7.0	11.0	9.0	3.0
Video Quality Scored 6.0 - 24.0	12.0	17.0	13.0	18.0
Resource Utilization Scored 3.0 - 12.0	5.0	8.0	11.0	6.0
Network Utilization Scored 2.0 - 8.0	6.0	7.0	3.0	4.0
Total	30.0	43.0	36.0	31.0

资料来源: 公司官网, TestDevLab, 民生证券研究院

注: 更低的总分代表每个类别中更好的质量。

图45: 仅使用桌面设备且无网络限制的情况下 Zoom 表现更佳

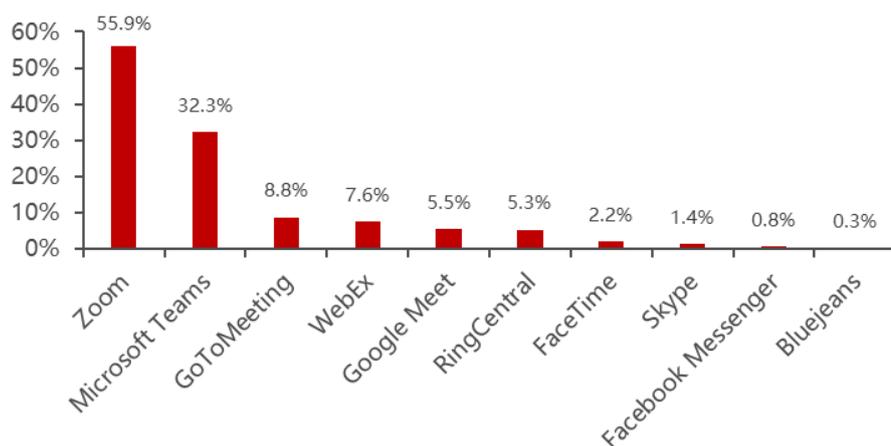
Scenarios using desktop devices only				
Category	Zoom	Microsoft Teams	Google Meet	Cisco Webex
Audio Quality Scored 3.0 - 12.0	6.0	8.0	9.0	7.0
Video Quality Scored 6.0 - 24.0	9.0	17.0	13.0	21.0
Resource Utilization Scored 3.0 - 12.0	4.0	8.0	12.0	6.0
Network Utilization Scored 2.0 - 8.0	3.0	8.0	3.0	6.0
Total	22.0	41.0	37.0	40.0

资料来源: 公司官网, TestDevLab, 民生证券研究院

注: 更低的总分代表每个类别中更好的质量。

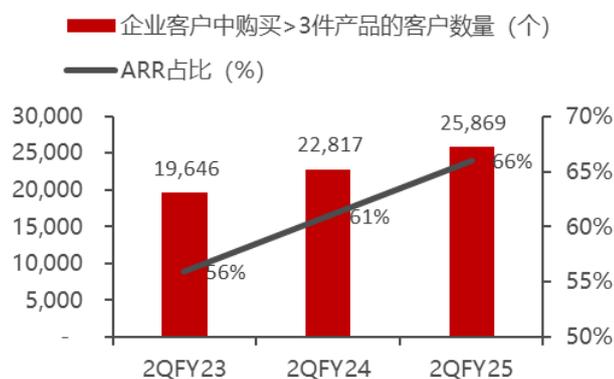
总的来看，我们认为 Zoom Workplace 未来的商业化路径主要依靠：1) AI 功能引导的面向在线用户的 up-sell；2) Zoom Phone/Zoom Rooms 等附加产品驱动的面向企业客户的 cross-sell。尽管 Zoom 在统一通信与协作市场的份额远低于微软，但其在视频会议领域仍具备较强的知名度和用户粘性。根据 Statista 数据，2024 年 Zoom 在全球视频会议行业的占率高达 55.9%，Microsoft Teams 以 32.3% 的份额位居其次，其余软件市占率均低于 10%。未来公司凭借简单易用的产品和忠实的客户群体，不断提升 up-sell 及 cross-sell 能力，仍具备和微软竞争的實力：截至 FY2025Q2，Zoom 企业客户中购买超过 3 件产品的客户数为 25869 个，仅占企业客户数量的 13.5%，而 ARR 占比高达 66%，我们认为交叉销售对公司 ARR 增长有明显的推动作用。当前 Zoom Phone 和 Zoom Rooms 在企业账户中的渗透率仅为 19% 和 14%，未来公司有望进一步深化渠道能力，通过追加销售抬高 ASP。

图46：2024 年全球视频会议行业市场份额 (%)



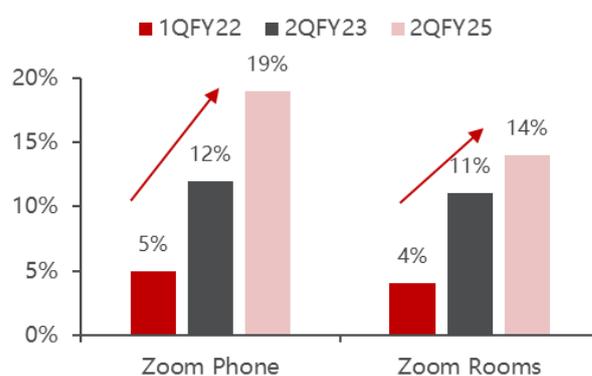
资料来源：Statista，民生证券研究院

图47：企业客户中购买大于三件产品的客户数量



资料来源：wind，民生证券研究院

图48：Zoom Phone 和 Zoom Rooms 企业账户中的渗透率

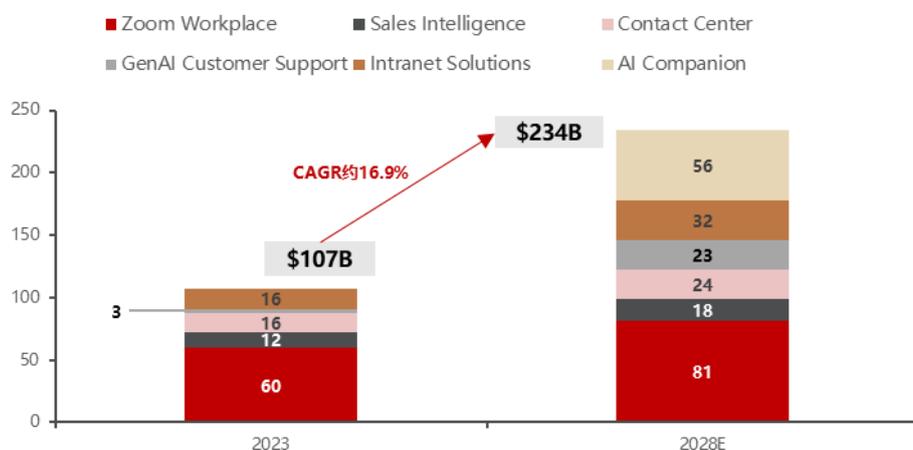


资料来源：wind，民生证券研究院

4 催化因素：Workvivo 迁移+AI 赋能联络中心 +AI Companion 商业化加速

公司在 2024 年 Zoomtopia 提及未来五年的最大的增长驱动因素来自：1) Workvivo 所在的企业内联网市场将从 2023 年的 160 亿美元增至 2028 年的 320 亿美元，CAGR14.9%。2) 包括虚拟坐席、劳动力管理等在内的联络中心市场将从 2023 年的 190 亿美元市场增至 2028 年的 470 亿美元，CAGR19.9%。3) 面向特定垂直行业的 AI Companion，有望贡献 560 亿美元的潜在增量市场。

图49：2028 年公司的潜在市场空间测算（十亿美元）



资料来源：Zoomtopia, 民生证券研究院

4.1 Workvivo: Meta 迁移客户将在未来几个季度内贡献增长

拥有约 700 万付费用户的 Workplace from Meta 即将停运，Workvivo 被指定为唯一的客户首选迁移合作伙伴。现代化、社交化的员工体验平台 Workvivo 创立于 2017 年，该产品可简化公司内部通信、提高员工参与度并建立内部情感联系。2024 年 5 月，Meta Platforms 宣布，因战略调整，2025 年 8 月 31 日后 Workplace from Meta 只能读取和下载现有数据；2026 年 6 月 1 日 Workplace 访问权限将被终止；同时 Workvivo by Zoom 被指定为唯一的客户首选迁移合作伙伴。具体迁移进度方面，2024 年 9 月 3 日，Meta 向其客户推出 Workvivo 官方迁移工具；2024 年 10 月 31 日前，Workvivo 向 Meta 客户免费提供全自动迁移工具，该工具允许 Meta 客户直接、安全、可靠地传输数据，而无需手动下载或本地存储。据 Zoom 管理层披露，受益于 Meta 客户迁移，Workvivo 的增势将维持几个季度，并且新迁入的客户大部分是 Zoom 新用户。

表7: Workvivo 重要事件梳理

时间	重要事件
2017	Workvivo 由首席执行官 John Goulding 和首席技术官 Joe Lennon 于 2017 年创立, 其愿景是改善全球每位员工的工作体验。
2019	Workvivo 拥有 100 名客户。
2022	Workvivo 宣布获得由 Tiger Global 领投的 2200 万美元资金, 进而使公司价值增加了两倍多。
2023	2023 年 4 月 Zoom 成功收购 Workvivo, Zoom 的所有渠道合作伙伴都可以向客户销售该平台。
FY2024Q4	追加销售案例: Zoom 向一家世界十强公司销售了 Workvivo, 使其成为 Workvivo 迄今为止最大的客户。此外, 一家最初为 Workvivo 客户的全球性银行成为 Zoom 客户。
FY2025Q1	一家电信公司购买了大约 10 万个 Workvivo 席位。 Workvivo 被指定为 Meta Workplace 客户的唯一首选迁移合作伙伴。
FY2025Q2	已有 69 名 ARR 超过 10 万美元的客户, 同比增长约一倍。
FY2025Q3	新获得 3 个 ARR 大于 100 万美元的客户。 Workvivo 客户数 yoy+72%。

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

Workvivo 的定价方案包括商业计划和企业计划。 1) 商业计划 (Business Plan): 适用于拥有 250- 2000 名员工的中大型企业。该方案包括员工沟通、敬业度、知识库等功能, 价格为每年 2 万美元起。2) 企业计划 (Enterprise Plan): 针对拥有超过 2000 名员工的大型企业。此方案在商业计划的基础上, 增加了 API 集成、品牌和定制、无限制的直播录制存储等功能。

图50: Workvivo 向 Meta 客户免费提供全自动迁移工具



资料来源: Workvivo 官网, 民生证券研究院

图51: Workvivo 定价方案及相应功能

资料来源: Workvivo 官网, 民生证券研究院

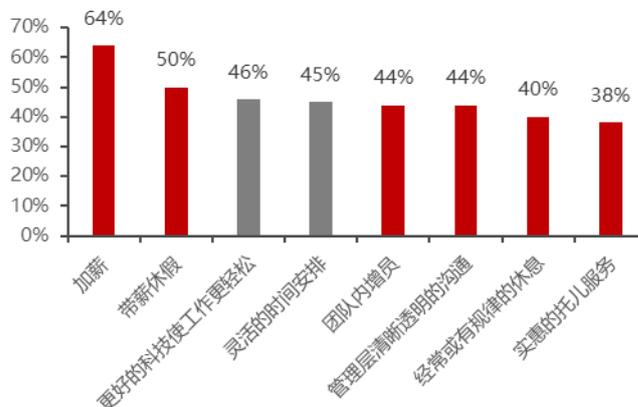
Workvivo 在服务拥有大量一线员工 (Frontline Worker) 的大型企业方面具备优势。 2024 年 Workvivo 被 Gartner 评为内网打包解决方案魔力象限领导者, 目前签约客户包括维珍集团、美国达乐公司和保柏集团等员工构成以一线员工为主的大型企业。当前全球劳动力中约有 80% 为无办公桌的一线员工, 微软的一项调查显示, 约 45% 的一线员工对更广泛的科技应用和灵活的工作时间表达了诉求。随着企业越来越重视一线员工体验和内部沟通, Workvivo 和 Zoom AI Companion 等众多功能的集成将提升其竞争力, 预计该平台收入将取得较快增长。

图52: Workvivo 被 Gartner 评为 2024 年内网打包解决方案魔力象限领导者



资料来源: Gartner, 民生证券研究院

图53: 一线员工认为能减轻工作压力的因素 (%)



资料来源: Microsoft, 民生证券研究院

4.2 Zoom Contact Center: 面向企业大客户追加销售, 生成式 AI 持续赋能

与传统呼叫中心相比, CCaaS 无需物理基础设施且能与其他业务工具轻松集成, 在客户互动管理方面提供更灵活高效的解决方案。CCaaS (联络中心即服务) 是一种基于云的客户服务解决方案, 使企业能够通过多种通信渠道 (如语音、电子邮件、聊天和社交媒体等) 管理客户服务运营。CCaaS 提供如拨入和拨出呼叫、虚拟聊天机器人、互动式语音应答、聊天、电子邮件和社交媒体集成等服务。

表8: UCaaS 和 CCaaS 功能及用途对比

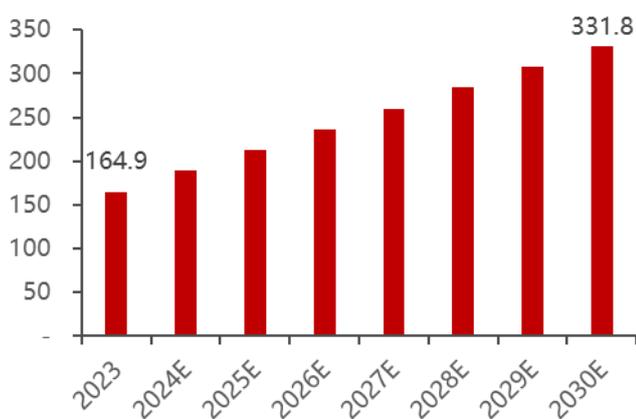
UCaaS	CCaaS
集成语音、视频、聊天和电子邮件等内部通信工具	管理客户互动和呼叫中心运营
加强团队协作, 提高工作效率	通过呼叫路由和全渠道支持等功能改善客户服务
用于员工之间的内部通信, 注重整合内部通信渠道	用于外部客户互动和支持, 注重优化客户服务交付

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

CCaaS 市场增长潜力大, NICE、Genesys 为该行业主要竞争对手。根据 Verified Market Research 数据, 2023 年全球 CCaaS 软件市场规模为 164.9 亿美元, 预计 2030 年将达到 331.8 亿美元, 2024-2030 年预测期 CAGR 为 17.6%, 增长驱动因素包括远程办公趋势、企业对客户满意度的重视、集成自动化和 AI 等。根据 Gartner 魔力象限, CCaaS 行业的领导者包括 NICE、Genesys、AWS 和 Five9。其中, NICE 在 Gartner 的 Peer Insights 研究中被选为唯一的“客户选择” CCaaS 供应商, NICE CXone 具备强大的 AI 和分析能力; Genesys 利用其庞大的本地安装基础帮助大型企业迁移至 Genesys Cloud CX。

在收购 Five9 失败后，Zoom 成为联络中心领域的新进入者。2021 年 7 月，Zoom 宣布将以价值 147 亿美元的全股票交易收购 Five9，计划通过 Five9 的 CCaaS 解决方案与 Zoom 的通信平台相结合以改变企业与客户的沟通方式。但 9 月底由于未能获得 Five9 股东的足够支持，双方一致同意取消收购交易。此次收购事件也促成了 Zoom 于 2022 年 2 月正式推出全渠道联络中心解决方案 Zoom Contact Center。

图54：2023-2030E 年全球 CCaaS 市场规模 (亿美元)



资料来源：Verified Market Research，民生证券研究院

图55：2024 年 Gartner CCaaS 魔力象限



资料来源：Gartner，民生证券研究院

Zoom Contact Center 客户主要来自于主流呼叫中心供应商，其竞争优势在于更低的价格和更现代化的客户体验。从客户来源看，目前大部分案例来自对主流联络中心供应商的替代，其中约 40% 的客户从第一代 CCaaS 解决方案迁移至 Zoom，约 60% 来自传统的本地部署。从定价层次看，自 FY2024Q4 起 Zoom Contact Center 由原先仅提供每月 69 美元的套餐升级为三个全新价格层次：其中，所有付费用户均可使用联络中心的 AI Companion 功能用于总结客户对话、生成通话后任务等；每月 149 美元的高级套餐提供内置 Zoom AI Expert Assist 以及质量管理和劳动力管理等效率工具。据公司提供的数据，目前 Zoom Contact Center 的最高定价仍低于联络中心行业平均 ASP (超过 200 美元)。得益于 Zoom 联络中心的高性价比，当前企业客户升级套餐的动力仍然强劲——据公司业绩会披露，FY2025Q2 Zoom Contact Center 的 ASP 环比增长近一倍，大多数客户选择购买 99 美元或 149 美元的套餐。

目前 Zoom Contact Center 在公司收入中占比较低，未来有望通过提高产品附加购买率和大客户数量加速该部门收入增长。截至 FY2025Q3，Zoom Contact Center 拥有客户数 1250 个，同比增长 82%。其中贡献超过 10 万美元

的客户由 FY2025Q1 的 90 个增长至 FY2025Q2 的 117 个。当前公司联络中心业务还处于发展初期，未来销售部门的主要目标是获得更多的大客户（购买超过 1 万个坐席）和提升企业客户从 Zoom Workplace 到 Zoom Contact Center 的附加购买率。

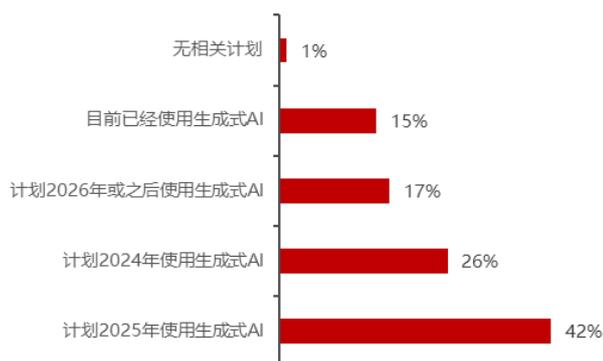
表9：Zoom Contact Center 定价及相应功能

	Essentials	Premium	Elite
定价	\$69/月/坐席	\$99/月/坐席	\$149/月/坐席
适用客户	适用于 IT 服务台、拨入联络中心和核心全渠道联络中心	适用于拨入、外拨和全渠道联络中心	全渠道联络中心，包括 AI 专家协助和劳动力敬业度管理
基本功能	拨入渠道包括语音、视频、聊天和短信；流编辑器 + IVR；实时转录；远程控制；坐席 CTI 集成 (CRM、ZEN、NOW、MSFT)；调查/客户心声 (VoC)；数据隐私		
AI Companion	总结对话、生成通话后任务、创建内容等		
付费功能	×	入站电子邮件、坐席在 Meta/Whatsapp 等社交平台向客户发信息、外拨拨号器、协同浏览	
高级功能	×	×	AI 专家协助、质量管理、劳动力管理
虚拟坐席	附加组件单独购买	附加组件单独购买	附加组件单独购买

资料来源：公司官网，民生证券研究院

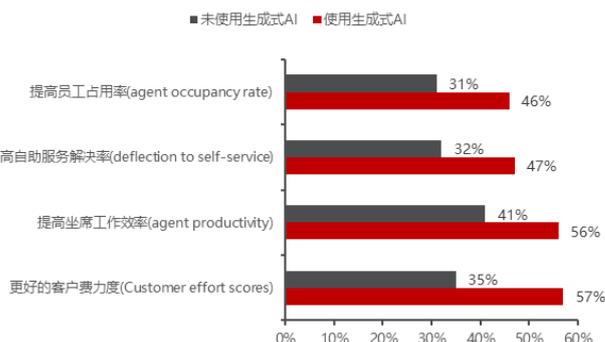
生成式 AI 正加速应用于联络中心，从而改变客户体验和运营效率。德勤的研究数据显示，截至 2024Q2，已有 15% 的联络中心部署生成式 AI，预计 2025 年将会有 42% 的联络中心加入生成式 AI 的功能。此外，另一项调查显示，联络中心利用生成式 AI 可以明显提高坐席效率和顾客自助服务解决率。

图56：约 82% 的联络中心计划于 2025 年及以前使用生成式 AI



资料来源：德勤，民生证券研究院

图57：联络中心利用生成式 AI 提高效率与改善客户服务

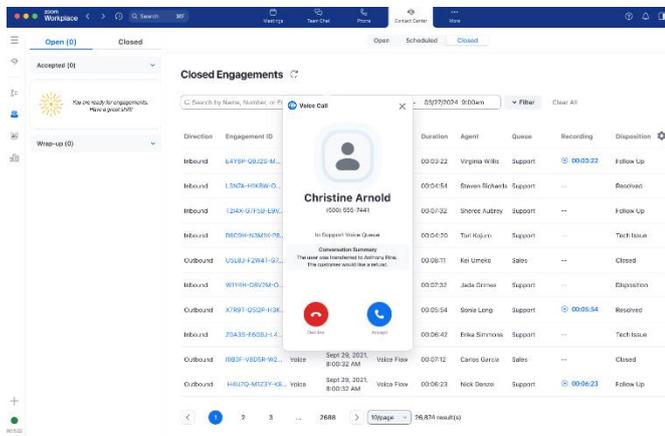


资料来源：德勤，民生证券研究院

Zoom Contact Center 的生成式 AI 功能贯穿于联络中心业务的全过程。在通话或回复前，坐席可以借助 Zoom AI Companion for Contact Center 获得对话摘要以便快速了解上下文；在通话期间，坐席能看到实时翻译、客户情绪和通话速度的提示，AI Expert Assist 可以就复杂情况快速做出有效的响应或行动；通话后，交互摘要有助于减轻冗余工作，使坐席能够更快地进行下一次服务。除此之外，Zoom 还提供支持自定义流程的虚拟坐席 (Zoom Virtual Agent) 功能，虚

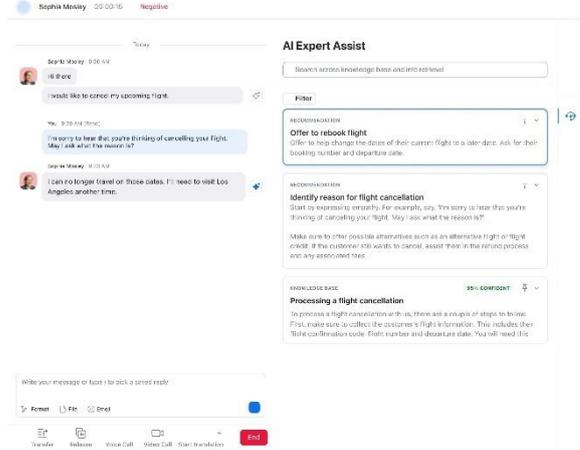
拟坐席帮助 Zoom 自己的联络中心每年节省 1300 万美元,客户满意度高达 95%。

图58: 对话摘要可帮助坐席和主题专家在接听电话之前了解上下文



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图59: Zoom AI Expert Assist 可以现场分析对话



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

UCaaS 和 CCaaS 的集成是未来提升客户和员工体验的关键。相比其他传统联络中心, Zoom Contact Center 是一款从建立起就以 AI 为核心的解决方案,现代化的代码库使其集成能力更为显著。根据 Metrigy2024 年发布的报告, 63% 的使用 CCaaS 服务的企业希望能购买 UCaaS+CCaaS 的集成服务; 而采用集成策略的企业收入增加 23%, 客户评价提升 27%, 运营成本降低 18%。Zoom Contact Center 的基础设施建立在 Zoom Workplace 原生平台之上, 联络中心坐席在需要帮助时平台可以自动提醒主管或后台专家, 进一步降低企业成本, 营造无缝的办公环境。

图60: 统一通信和联络中心的集成解决方案具有显著优势



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

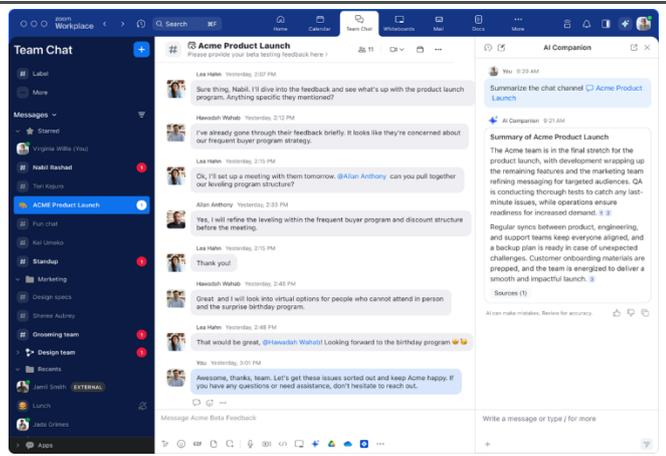
4.3 AI Companion: 看好 2025 年 AI 产品变现潜力

当前 Zoom 的生成式 AI 助手 Zoom AI Companion 使用范围广泛。

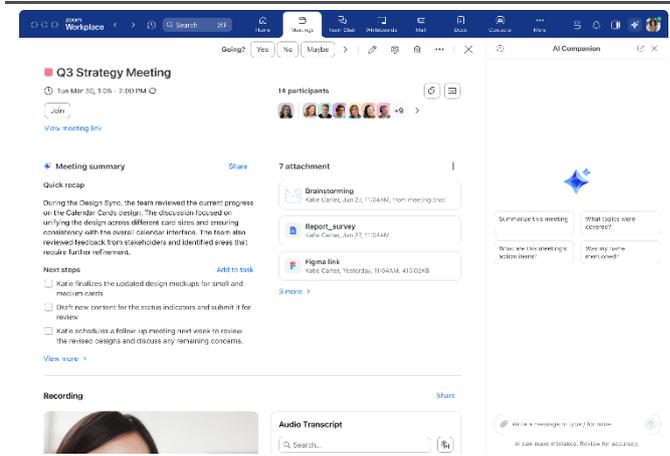
表10: Zoom AI Companion 功能贯穿于 Zoom 各类产品

功能	说明	设置管理
常规		
AI Companion 面板	发送提示并接收来自不同数据源和可用上下文的定制回复。	账户、群组、用户
Zoom Meetings		
会议内问题	在不中断会议的情况下，快速了解最新进展并明确获得会议期间错过的内容。	
智能录制	通过高亮显示、智能章节、摘要和后续步骤功能更快地查看云录制文件，并获取有关分析。	账户、群组、用户
会议摘要	生成会议内容摘要和后续步骤，并以电子邮件和团队聊天形式进行共享。	
Zoom Team Chat		
聊天撰写	根据对话上下文和想要表达的内容起草消息，并自定义语气和长度。	账户、群组
会话摘要	快速总结冗长的团队聊天会话内容。	
快速安排	根据对话内容轻松安排会议。	账户
句子补全	通过接受键入时实时显示的建议来快速补全消息。	
Zoom Mail		
电子邮件撰写功能	根据电子邮件讨论的内容提供建议内容，更快地撰写和回复电子邮件。	账户、群组
Zoom Whiteboard		
内容生成	生成想法，完善和扩展现有内容，以及在画布上添加对象。	账户、群组、用户
Zoom Event		
智能撰写	在设置活动时，撰写引人注目活动说明、会议说明、演讲者简介、大厅公告、图像等。	
图片生成	生成活动的专用图像。	
电子邮件撰写功能	使用活动说明中的上下文或提供更具体的提示生成电子邮件、主题行、标题和行动号召。	账户
聊天撰写	根据对话上下文和想要表达的内容起草适用于大厅聊天的聊天消息，并自定义语气和长度。	
电话		
通话摘要	就电话通话中所讨论的内容生成通话摘要，进行编辑和共享。	
语音信箱任务	快速获取语音邮件转录文字中的任务摘要列表。	账户、站点、群组、用户
语音信箱内容优先级	使用主题或意图快速对语音信箱内容进行优先排序。	
短信会话摘要	作为呼叫队列或自动接线员的成员总结短信会话，从而快速生成的回复。	账户、站点、呼叫队列、自动接线员
Zoom Clips		
生成标题、说明和标签	创建剪辑标题、说明和标签。	账户、群组
Zoom Docs		
内容生成和修订	允许使用 AI 生成和修改内容。	
句子补全	通过接受键入时实时显示的建议来快速补全文本。	账户、群组
Zoom Contact Center		
互动摘要	允许坐席在接受互动之前查看自动生成的摘要。	
坐席讲话指标	允许坐席查看实时语音指标，以此改善坐席/客户交互效果。	
情绪分析	允许坐席查看当前的互动情绪，以此帮助他们缓和消费者的情绪。	账户
跟进任务	允许坐席根据与客户对话的上下文生成后续步骤/操作列表。	
智能撰写	允许坐席根据互动对话生成消息回复。	

资料来源: Zoom Support, 民生证券研究院

图61: AI Companion 帮助快速总结聊天会话并确定行动项目


资料来源: Zoom Blog, 民生证券研究院

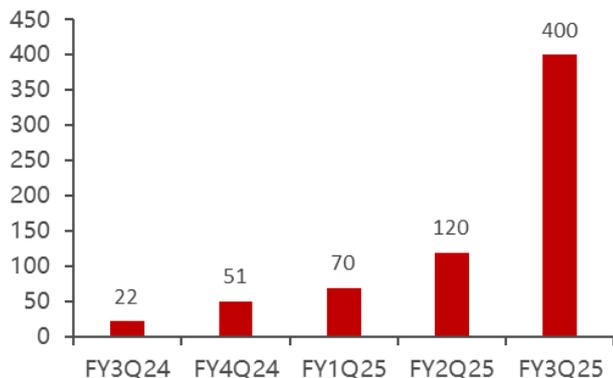
图62: AI Companion 提供会议总结功能


资料来源: Zoom Blog, 民生证券研究院

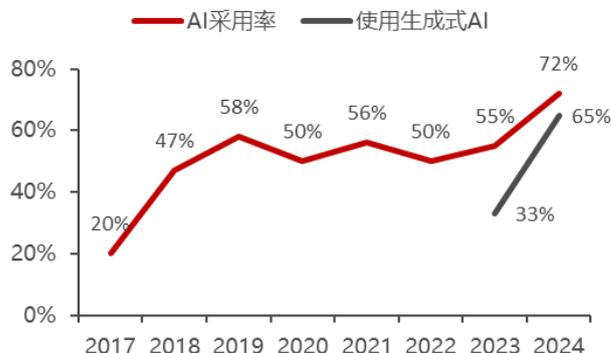
与其他 AI Agent 相比, Zoom AI Companion 具备以下优点:

- **联合式方法 (federated approach) 提升 AI 助手的质量和性能:** Zoom AI Companion 整合了自身的大型语言模型和 Meta 的 Llama 2、OpenAI 以及 Anthropic, 能够灵活地以比竞争对手低的成本获得更高的准确性和更快的速度。根据 GigaOm2024 年的研究, Zoom AI Companion 的转录准确率达到 95%, 在会议提问的场景中, 其提供结果的速度比 ChatGPT-4 Web 快四倍。
- **提升使用者工作效率:** 基于员工平均每周参加 20 次 30 分钟会议的情景, Zoom 估算 AI Companion 每周能为员工节省多达 6 小时的时间。
- **总体拥有成本更低:** 如前文所述, Microsoft Teams 对 Microsoft 365 Copilot 功能额外收取 360 美元/年的费用。Zoom AI Companion 无需额外付费。

生成式 AI 在全球企业内的广泛应用将进一步扩大 Zoom 的潜在客户群, 同时 AI 功能的升级有助于公司提高客户留存率。麦肯锡对 1363 名参与者调查显示, 全球企业和组织的 AI 采纳率正在显著增长, 2024 年约 72% 的企业在至少一个业务领域中使用 AI, 同比+17pct, 约 65% 的企业使用生成式 AI, 同比+32pct。鉴于高质量、易用性和无需额外费用, Zoom AI Companion 在 FY25Q3 的月活跃用户同比增长接近 60%; 截至 FY2025Q3, 共有 400 万个账户启用 AI Companion 功能, 环比+233%。我们认为, Zoom AI Companion 除了在功能上推动 AI 应用之外, 也能通过价格和性能等优势降低客户流失。

图63: Zoom AI Companion 启用账户数量 (万个)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图64: 全球企业和机构 AI 采用率调查 (%)


资料来源: 麦肯锡, 民生证券研究院

注: 2024 年数据来自麦肯锡于 2024/2/22-2024/3/5 期间对 1363 名参与者的调查

2025 年公司企业级 AI 产品将加速商业化进程。2025 年上半年 Zoom 计划推出以下付费产品: 1) 定制 AI Companion 插件, 定价每用户每月 12 美元。 用户可以将 AI 功能扩展到其他业务环境, 例如使用 Zoom AI Companion 完成 Zoom 和其他第三方解决方案 (如 ServiceNow、Zendesk、Box 等) 中的任务。2) Zoom AI Studio: 为公司提供数据源定制服务, 例如自定义知识集合、创建公司的术语词典、自定义 AI 技能、在 Microsoft Teams 和 Google Meet 等其他会议工具中使用 AI Companion 等。3) 面向特定行业的 AI 工具, 包括为医疗保健和教育行业定制的 AI Companion, 以及向一线员工定制的 Zoom Workplace。我们认为, 伴随企业对于通信和协作产品的定制化 AI 需求渐增, Zoom 企业客户收入自 2025H2 起将受益于以上付费产品的推出。

表11: Zoom AI Companion 和 Zoom Workplace 等产品 pipeline

时间	产品及功能	具体
2023/9	发布 Zoom AI Companion	Zoom 付费账户均可免费使用
2024/10	发布 AI Companion 2.0	Zoom 付费账户均可免费使用
预计 25H1 (最早 25Q1)	Custom AI Companion	付费, \$12/月/用户
预计 25H1 (最早 25Q1)	Custom AI Companion for Healthcare	付费
预计 25H1 (最早 25Q1)	Custom AI Companion for Education	付费
预计 25H1	Zoom Workplace for Clinicians	付费
预计 25H1	Zoom Workplace for Frontline	付费, 优先面向零售、医疗、制造业
预计 25H1	Zoom AI Studio	付费, 自定义功能
Zoomtopia2024 宣布的 AI 功能 Pipeline		
预计 2024 年 12 月	Meeting Agenda with AI Companion	
预计 2024 年 12 月	Real-time meeting summary	
预计 2024 年 12 月	Zoom tasks	AI Companion 自动从整个 Zoom Workplace 检测任务
预计 2024 年 12 月	AI Companion for in-person meetings	
预计 2025Q1	AI Companion for Workspace Reservation	

资料来源: Zoomtopia, 民生证券研究院

5 投资建议

我们认为，Zoom作为全球视频会议龙头，具有庞大的用户基础。目前公司从管理层面到业务层面已基本完成2020年高基数的消化，经营指标趋稳，现金流充裕，回购计划稳步开展。公司目前形成以Zoom Workplace为核心+Zoom Phone强劲驱动+新兴产品Contact Center和Workvivo持续增长的多元化产品矩阵，伴随2025年AI Companion的商业化加速，公司收入增速有望企稳回升。目前公司在美国SaaS行业具备估值性价比，建议积极关注。

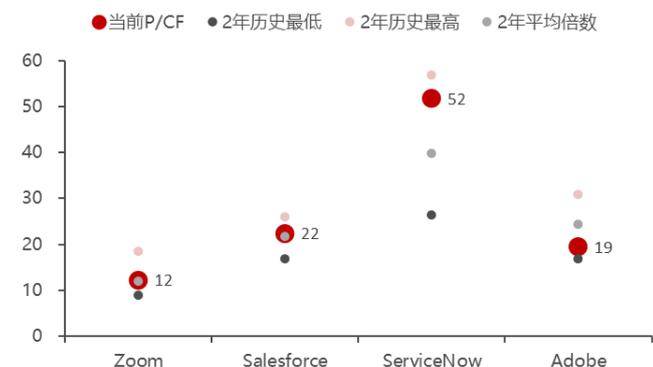
表12：可比公司估值表

代码	简称	股价 (美元)	EPS (元)			PE (倍)		
			FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2024	FY2025E	FY2026E
ZM.O	Zoom	78.07	5.21	5.43	5.36	29	14	15
CRM.N	Salesforce	324.56	8.22	10.04	11.22	53	32	29
NOW.N	ServiceNow	1071.48	10.78	13.91	16.62	83	77	64
ADBE.O	Adobe	429.99	18.42	20.41	23.06	36	21	19
WDAY.O	Workday	249.64	5.84	7.14	8.37	41	35	30

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

注：股价为2025年1月19日收盘价；数据采用彭博一致预期；Zoom/Salesforce/Workday的FY2024截至2024年1月31日；ServiceNow的FY2024截至2024年12月31日；AdobeFY2024截至2024年11月29日

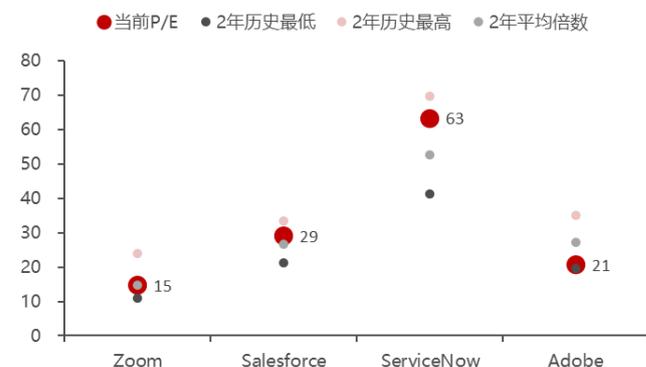
图65：部分可比公司未来12个月远期PCF



资料来源：彭博，民生证券研究院

注：股价为2025年1月19日收盘价；数据采用彭博一致预期

图66：部分可比公司未来12个月远期市盈率



资料来源：彭博，民生证券研究院

注：股价为2025年1月19日收盘价；数据采用彭博一致预期

6 风险提示

- 1) **行业竞争加剧风险。**Microsoft Teams 和 Google G Suite/Meet 提供捆绑销售服务，可能冲击公司的潜在客群，从而降低公司市占率。
- 2) **客户流失风险。**公司订阅式收入依赖于吸引新客以及客户留存，新客户和续订客户的减少不利于公司提升付费转化率和追加销售，进而对公司收入造成较大压力。
- 3) **AI 商业化不及预期风险。**若付费 AI 功能不能按原定计划推出，或销售不及预期，将会对公司收入和净利润造成负面影响。
- 4) **宏观经济增长不及预期风险。**受地缘冲突、全球经济放缓等影响，全球企业 IT 支出增速放缓，可能导致企业客户净美元扩张率下降，从而波及公司收入。

插图目录

图 1: Zoom Communications Inc.公司发展历程	3
图 2: 公司产品以 Zoom Workplace 和 Business Service 为主	4
图 3: 公司收入来源拆分以及主要经营指标	5
图 4: FY1Q19-FY3Q25 公司企业和在线业务收入占比	6
图 5: FY2Q22-FY3Q25 公司企业和在线业务收入同比增速	6
图 6: 企业客户收入和过去一年贡献超过 10 万美元的大客户收入 (亿美元) 及占比	6
图 7: 企业客户数量 (左轴) 和过去一年贡献超过 10 万美元的大客户数量 (右轴)	6
图 8: 企业客户经营指标净美元扩张率	7
图 9: 在线客户经营指标平均月度流失率	7
图 10: 公司合同周期及平均合同时长	7
图 11: FY2Q22-FY3Q25 公司剩余履约义务 (RPO) (亿美元)	7
图 12: FY2024-FY2028E 股权激励费用占收入比重 (%)	10
图 13: FY2024-FY2028E 股票稀释率 (%) (不考虑回购)	10
图 14: FY2017-FY2025E 公司总收入及增速	11
图 15: FY1Q19-FY4Q25E 公司单季度总收入及增速	11
图 16: FY2019-FY2025E 公司 Non-GAAP 营业利润及增速	12
图 17: FY2Q22-FY3Q25 公司单季度 Non-GAAP 营业利润及增速	12
图 18: FY2019-FY2025E 公司 Non-GAAP 净利润及增速	12
图 19: FY2Q22-FY3Q25 公司单季度 Non-GAAP 净利润及增速	12
图 20: FY2018 至今公司经营活动净现金流净额	13
图 21: FY2018 至今公司自由现金流	13
图 22: FY4Q19-FY3Q25 现金及现金等价物和有价证券	13
图 23: FY1Q19-3Q25 公司分地区收入占比 (%)	14
图 24: FY4Q22-3Q25 公司分地区收入同比增速 (%)	14
图 25: Zoom 合作伙伴版图	14
图 26: 2022-2024 年美国员工工作模式调查 (%)	15
图 27: 2023 年全球各行业远程&混合制工作人员比例 (%)	15
图 28: 混合办公模式下员工生产力调查 (%)	15
图 29: 不同工作模式下员工参与度 (Engagement) 调查 (%)	15
图 30: 全球统一通信与协作 (UC&C) 市场规模 (亿美元)	16
图 31: 全球统一通信即服务 (UCaaS) 市场规模 (亿美元)	16
图 32: 全球统一通信与协作市场主要参与者和市场份额 (%)	17
图 33: Microsoft Teams 月活数量 (百万)	17
图 34: Zoom 和传统 PBX 供应商收入对比 (百万美元)	17
图 35: Zoom 被 Gartner 评为 2024 年全球 UCaaS 魔力象限领导者	18
图 36: Zoom 被 Gartner Peer Insights 评为 UCaaS “客户之选” 奖	18
图 37: Zoom Workplace 是 Zoom 产品的一体化解决方案	19
图 38: Zoom Workplace 可将日历和会议视图合并以便会议前后的信息共享和协作	19
图 39: Zoom Workplace 团队聊天共享空间可支持创建频道分组	19
图 40: Zoom Phone 已售出席位数量 (万个)	21
图 41: Zoom Phone 销售渠道 (%)	21
图 42: Zoom 总计拥有成本低于行业平均水平	23
图 43: Zoom 为企业节省培训和后续管理成本	23
图 44: Zoom 在音视频质量测试中表现出色	23
图 45: 仅使用桌面设备且无网络限制的情况下 Zoom 表现更佳	23
图 46: 2024 年全球视频会议行业市场份额 (%)	24
图 47: 企业客户中购买大于三件产品的客户数量	24
图 48: Zoom Phone 和 Zoom Rooms 企业账户中的渗透率	24
图 49: 2028 年公司的潜在市场空间测算 (十亿美元)	25
图 50: Workvivo 向 Meta 客户免费提供全自动迁移工具	26
图 51: Workvivo 定价方案及相应功能	26
图 52: Workvivo 被 Gartner 评为 2024 年内网打包解决方案魔力象限领导者	27
图 53: 一线员工认为能减轻工作压力的因素 (%)	27
图 54: 2023-2030E 年全球 CCaaS 市场规模 (亿美元)	28

图 55: 2024 年 Gartner CCaaS 魔力象限.....	28
图 56: 约 82%的联络中心计划于 2025 年及以前使用生成式 AI.....	29
图 57: 联络中心利用生成式 AI 提高效率与改善客户服务.....	29
图 58: 对话摘要可帮助坐席和主题专家在接听电话之前了解上下文.....	30
图 59: Zoom AI Expert Assist 可以现场分析对话.....	30
图 60: 统一通信和联络中心的集成解决方案具有显著优势.....	30
图 61: AI Companion 帮助快速总结聊天会话并确定行动项目.....	32
图 62: AI Companion 提供会议总结功能.....	32
图 63: Zoom AI Companion 启用账户数量 (万个).....	33
图 64: 全球企业和机构 AI 采用率调查 (%).....	33
图 65: 部分可比公司未来 12 个月远期 PCF.....	34
图 66: 部分可比公司未来 12 个月远期市盈率.....	34

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级.....	1
表 1: Zoom 现任高管及董事个人履历.....	8
表 2: 公司股权结构明细 (根据 DEF 14A 文件披露).....	9
表 3: Zoom Workplace 套餐和其他主要附加组件单独计费情况.....	20
表 4: Zoom Phone 计费表.....	21
表 5: 与 Ring Central 相比, Zoom Phone 拥有更低总体拥有成本和更大的全球覆盖范围.....	22
表 6: 与 Microsoft Teams 相比, Zoom 的 AI 使用成本更低.....	22
表 7: Workvivo 重要事件梳理.....	26
表 8: UCaaS 和 CCaaS 功能及用途对比.....	27
表 9: Zoom Contact Center 定价及相应功能.....	29
表 10: Zoom AI Companion 功能贯穿于 Zoom 各类产品.....	31
表 11: Zoom AI Companion 和 Zoom Workplace 等产品 pipeline.....	33
表 12: 可比公司估值表.....	34

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048