



Slack: 协同办公 SaaS, 较微软 Teams 优势几何?

云计算和数据产业链系列报告 16 | 2020.5.22

中信证券研究部

核心观点



许英博
科技产业首席分析师
S1010510120041



陈俊云
前瞻研究高级分析师
S1010517080001

Slack 为全球领先的企业协作 SaaS 厂商, 目前平台日活跃用户规模超过 1200 万, 仅次于微软 Teams。公司预计其潜在市场空间达 266 亿美元, 相较于微软 Teams 和 office 365 深度捆绑策略, Slack 积极通过产品创新、开放&第三方集成、高效线上销售渠道等构建差异化优势, 同时伴随收入增长, 公司盈利能力亦逐步改善, FY2020Q4 实现经营现金流转正。既有客户 ARPU 提升, 免费用户转化、大企业客户&海外市场拓展等均是公司后续维持成长性的潜在举措。考虑到公司突出的产品创新&开放性、极具效率的营销渠道以及全球协同办公软件市场的高景气度等, 我们持续看好公司中长期的成长性以及盈利能力持续提升可能。

Slack: 全球领先的企业协作 SaaS 厂商。 Slack 成立于 2009 年, 于 2019 年上市, 主要向 IT 开发者、企业一般职员提供集聊天群组、业务流整合、信息搜索为一体的团队在线协作工具, 实现企业内人员、业务流、数据的融合交换, 最终提升企业协作效率。源于企业对办公效率的不断追逐, 叠加 Slack 突出的产品性能、高效的线上营销策略等, 目前平台日活跃用户规模已经超过 1200 万, 覆盖超过 150 个国家和地区。FY2020, 公司实现收入 6.3 亿美元 (+57.4%)。公司收入模式为 Pure-SaaS, SaaS 订阅收入占比近 100%。

行业分析: 微软 Teams、Slack 引领全球在线协同办公市场。 企业规模扩大、企业间交互频率提升等, 均对企业自身运作效率提出更高诉求, 并相应推升对协同办公软件的需求。据 IDC 数据, 2014-2018 年, 全球协同应用市场规模从 104 亿美元增长到 148 亿美元, 对应复合增长率 9%, 预计 2018-2023 仍将保持 12%复合增长率, 2023 年整体市场规模将达到 266 亿美元。目前全球在线协同办公市场主要参与企业包括科技巨头(微软、谷歌等)、新兴企业 (Slack、Atlassian 等), 相较于传统科技巨头, Slack 依托良好的开放性, 易用性, 以及对第三方应用的大规模集成, 获得大量企业 IT 开发者及一般企业用户的青睐。根据 IDC 统计数据, 目前在欧美企业协同办公软件市场, Slack 份额排名第二, 仅次于微软 Teams。

公司运营: 开放构筑差异化优势, 运营效率持续改善。 相较于微软 Teams 和 office 365 的深度捆绑策略, Slack 积极通过产品创新、开放&第三方集成等构建差异化优势。截至 FY2020Q4, 公司付费客户规模超过 11 万, 日活跃用户 1200 万。同时公司持续保持较高研发强度, 研发费率 (32%) 位居美股 SaaS 行业前列。此外, 面对巨头的威胁, 公司积极通过产业生态、产品联盟的方式扩大客户基础。运营数据层面, FY2020, 公司客户收入留存率 (net expansion rate) 达 132%, non-GAAP 运营亏损率亦收窄至 13%, FY2020Q4, 公司经营活动现金流开始转正, FCF Margin (Non-GAAP)、CFO Margin 分别为 0%、6%, 亦不断向好改善。

- **中期成长：免费用户转化、客户 ARPU 提升、海外与大客户市场拓展等。**源于理想的 TAM，以及良好产品生态、高效营销渠道等，公司未来增长前景明晰，我们认为公司中期仍有望维持 30%以上的复合增速，潜在途径包括：1) 免费客户转化为付费用户带来的渗透率提升，公司 DAU 已超过 1200 万，FY2020Q4 公司 Calculated Billings 达 2.54 亿美元；2) up-sell & cross-sell，扩大共享渠道使用，并通过企业用户网络完成营销推广（目前仅有 30% 客户使用，而年化付费额超过 10 万美元客户中该数字为 90%），并将订阅方案升级为 Enterprise Grid 提升用户 ARPU；3) 海外市场。目前公司海外收入份额仅为 36%，国际扩张亦将推动业务增长，本地化产品以及增加产品功能来开拓新市场，释放渗透不足地区的成长。
- **风险因素：**疫情导致中小企业付费能力降低等风险；来自微软的竞争持续加剧风险；运营效率不及预期风险；客户拓展不及预期风险；持续研发、营销投入导致利润持续承压的风险。
- **投资建议：**目前市场一致预期公司 FY2021/22/23 年收入为 8.58/11.38/15.16 亿美元，对应增速 36%/33%/33%。公司现价对应 FY2021 的 PS 为 20X，高于当前美股 SaaS 行业平均水平(8X~9X)，主要反映市场对公司高成长性的溢价。短期来看，疫情带来的 SMB 企业付费能力降低，微软 Teams 竞争威胁等都可能持续压制公司股价表现。但考虑到公司突出的产品创新&开放性、极具效率的营销渠道，以及全球协同办公软件市场的高景气度等，我们持续看好公司中长期的成长性，以及盈利能力持续提升可能。

公司盈利预测数据（亿美元）

| 年度 | FY2019 | FY2020 | FY2021E | FY2022E | FY2023E |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 4.01 | 6.3 | 8.58 | 11.38 | 15.16 |
| 同比 | 81.6% | 57.1% | 36.2% | 32.6% | 33.2% |
| 毛利率 | 86.4% | 86.4% | 87.2% | 87.2% | 87.0% |
| 净利润 (non-gaap) | -1.39 | -1.13 | -1.13 | -0.71 | 0.32 |
| PS | 44 | 28 | 20 | 15 | 12 |

资料来源：路透一致预期，中信证券研究部，注：FY2020 截止至 2020 年 1 月 31 日

目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 公司概况：全球领先的企业协作办公平台..... | 1 |
| 行业分析：微软 Teams、Slack 引领全球在线协同办公市场..... | 4 |
| 公司分析：产品创新、开放性等构筑差异化优势..... | 7 |
| 风险因素 | 16 |
| 盈利预测&估值..... | 16 |

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司发展时间线 | 1 |
| 图 2: 公司客户规模及分布区域 | 1 |
| 图 3: 公司产品图例 | 2 |
| 图 4: 公司财年季度收入数据 (百万美元) | 3 |
| 图 5: 公司地区收入占比 (FY 2020) | 4 |
| 图 6: 全球协同办公市场规模预测 (亿美元) | 4 |
| 图 7: 全球协同应用细分市场规模 (亿美元) | 5 |
| 图 8: 协同应用市场细分领域 2018-2023E CAGR (%) | 5 |
| 图 9: 全美全职在家远程工作人员占比 (%) | 5 |
| 图 10: 不同员工规模企业平均使用 APP 数 (个) | 5 |
| 图 11: 全球企业协同应用云端部署规模 | 6 |
| 图 12: Slack 集成应用数量显著高于主要竞品 (2019) | 6 |
| 图 13: 欧美企业协作市场主要参与厂商 | 7 |
| 图 14: 企业协作市场份额结构 | 7 |
| 图 15: shared channel 提升交互效率 | 7 |
| 图 16: Slack shared channel 功能 | 8 |
| 图 17: Slack 提供 API 接口 | 8 |
| 图 18: Slack 提供第三方应用集成 | 8 |
| 图 19: Team 集成微软系与外部应用 | 9 |
| 图 20: 公司 ARR | 9 |
| 图 21: 公司 DAU | 10 |
| 图 22: 公司集成生态 | 11 |
| 图 23: 公司保证开发者安全共享所有平台数据类型 | 11 |
| 图 24: 公司毛利率、费用率 (财年 Non-GAAP, %) | 12 |
| 图 25: 公司经营活动现金流及自由现金流 (百万美元) | 12 |
| 图 26: 公司付费用户规模 (人次) | 12 |
| 图 27: Non-GAAP 运营利润率 (%) | 13 |
| 图 28: 公司 FCF Margin 及 CFO Margin | 13 |
| 图 29: 公司 Calculated Billings (百万美元) | 14 |
| 图 30: 公司 NRR (%) | 14 |
| 图 31: 高净值付费客户 (年化付费额>\$10 万美元) 及增长率 (%) | 15 |
| 图 32: 高净值付费客户 (年化付费额>\$10 万美元)收入占比 | 15 |
| 图 33: 本土及国际业务收入 (百万美元) | 16 |
| 图 34: 2018 全球企业协同软件市场份额 (按地区, 百万美元) | 16 |
| 图 35: 公司静态 PS BAND | 17 |

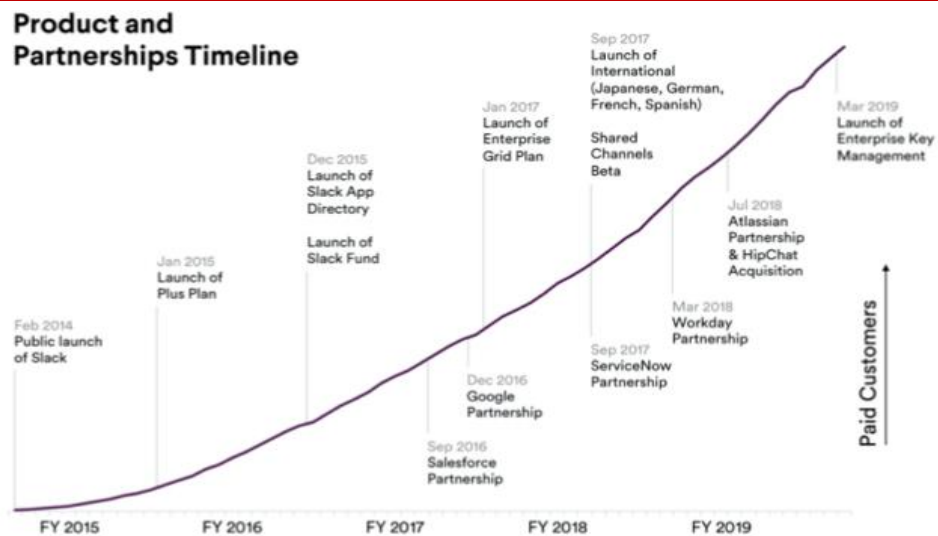
表格目录

| | |
|-------------------------|----|
| 表 1: 公司产品订阅与权限价格表 | 2 |
| 表 2: 公司盈利预测 (亿美元) | 17 |

■ 公司概况：全球领先的企业协作办公平台

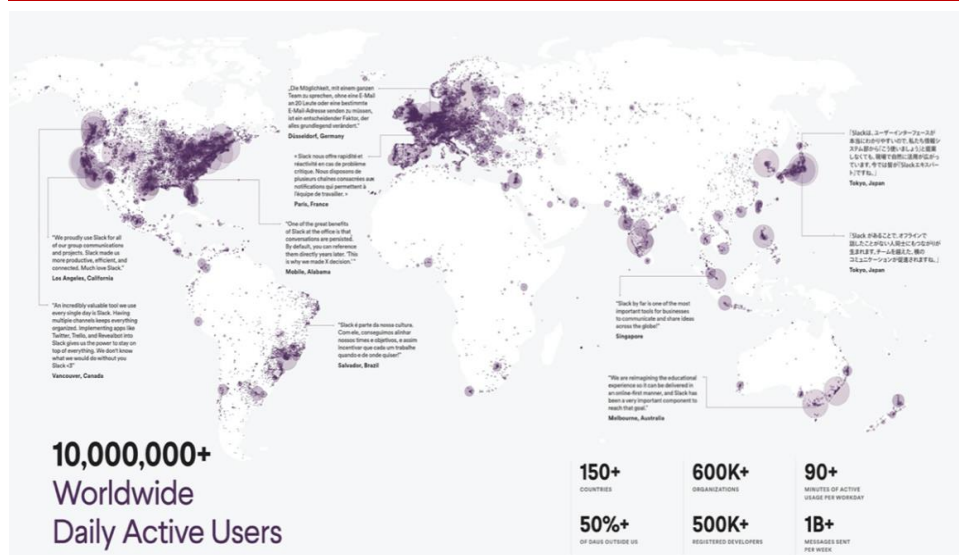
公司概况：Slack 成立于 2009 年，总部设立在特拉华州，于 2019 年 6 月在纽约证券交易所（NYSE）上市，是全球领先的企业协作办公 SaaS 厂商。公司主要向 IT 开发者、企业一般用户提供集实时沟通协作、信息检索等功能的办公协作平台。作为企业内部信息汇聚的 hub，Slack 致力于实现员工、应用、数据的有效融合和交互，最终提升企业内部、企业间沟通、协作效率。企业对办公效率的不断追逐，叠加 Slack 突出的产品性能、高效的线上营销策略等。据公司披露，平台目前日活跃用户规模已经超过 1200 万，覆盖超过 150 个国家和地区。

图 1：公司发展时间线



资料来源：公司官网

图 2：公司客户规模及分布区域

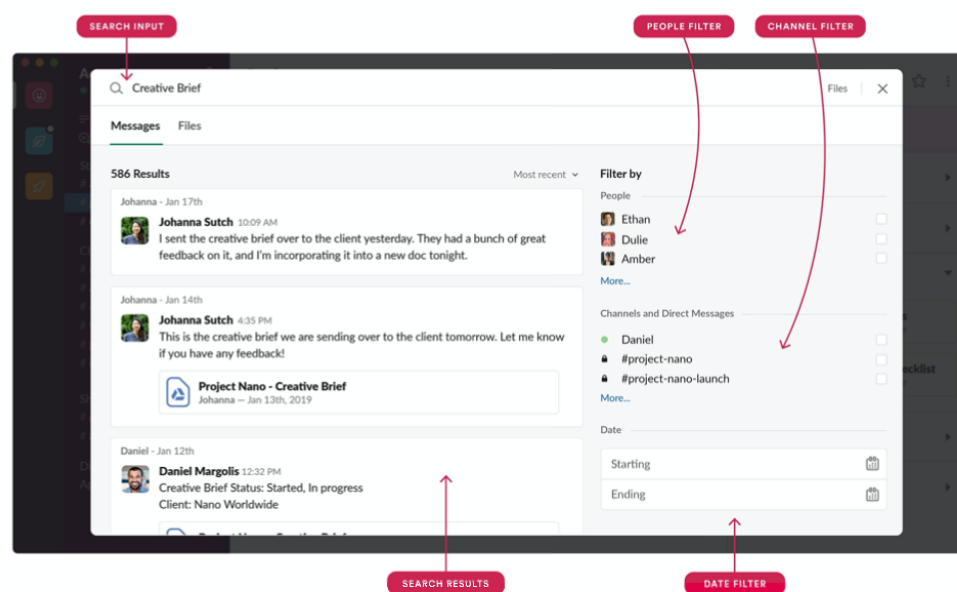


资料来源：公司官网

主要产品：公司 SaaS 产品主要聚焦于即时沟通的企业协作解决方案，帮助用户更快地访问人员和信息，减少完成工作所需的会议和电子邮件数量，提升工作效率。核心功能包括建立消息渠道（channel）、开发集成应用、信息检索等。同时针对不同的客户群，Slack 提供包括 Free、Standard、Plus、Enterprise Grid 的订阅计划：

- **消息渠道 Messaging and Channels：**Slack 围绕项目、主题、任务或者相关团队构建不同的交流渠道（类似于聊天群），用户可以通过该独立空间沟通、共享文件等。
- **共享渠道 Shared Channels：**除了企业内部沟通之外，Slack 亦允许不同企业间通过分享 Channel 的方式实现相互沟通和交流。
- **应用集成 Integrations：**包括用户自建集成和第三方应用集成，用户可以在 Slack 平台上创建、使用、集成工作流，与其他应用程序信息进行访问交互；
- **信息检索 Search：**建立生成项目相关的信息档案，用户可以检索、访问已共享的对话、决策、数据和内容等信息流。

图 3：公司产品图例



资料来源：公司官网

表 1：公司产品订阅与权限价格表

| 订阅计划 | Free | Standard | Plus | Enterprise Grid |
|------|------|----------|-----------|-----------------|
| 适用组织 | 小型组织 | 中小型企业 | 大型企业 | 超大型企业 |
| 收费 | 免费 | \$6.67 | \$12.50 | 定制化收费 |
| 基础功能 | 消息历史 | 10K | 无限 | 无限 |
| | 应用集成 | 10 个 | 无限 | 无限 |
| | 文件存储 | 5GB | 10GB 每位成员 | 20GB 每位成员 |
| | 工作空间 | 1 | 1 | 无限 |

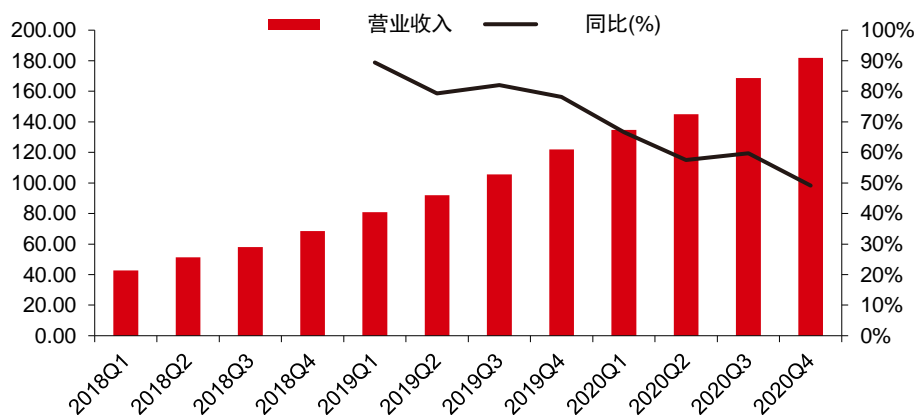
| 订阅计划 | Free | Standard | Plus | Enterprise Grid |
|------|---------------------|----------|---------|-----------------|
| 适用组织 | 小型组织 | 中小型企业 | 大型企业 | 超大型企业 |
| 收费 | 免费 | \$6.67 | \$12.50 | 定制化收费 |
| 外部协作 | 组织协同 | ✓ | ✓ | ✓ |
| | 个人协同 | ✓ | ✓ | ✓ |
| 安全性 | 基于 SAML 的单点登录 (SSO) | | ✓ | ✓ |
| | 企业密钥管理 | | | ✓ |
| | 移动性管理 (EMM) 集成 | | | ✓ |
| 电话会议 | 视频和电话会议 | 一对一 | 最高 15 人 | 最高 15 人 |
| | 屏幕分享 | | ✓ | ✓ |

资料来源：公司官网，中信证券研究部

财务分析：作为一家仍处于相对早期阶段的 SaaS 公司，过去数年，公司营收一直保持 50%以上的高速增长，目前收入体量已超过 6 亿美元，其中海外收入占比 36%。近年来尽管业务仍处于快速增长阶段，公司净亏损比例不断减少，自由现金流亦持续改善：

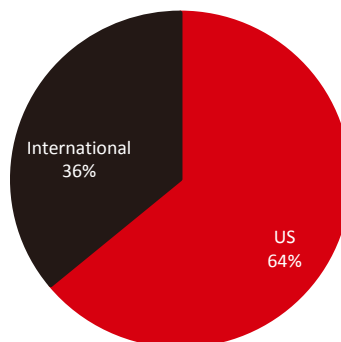
- **成长性：**自上市以来，公司营收一直保持快速增长，FY2020Q4(截止 2020.1.31)，公司实现收入 1.82 亿美元（同比+49.1%），其中新增付费客户增长、既有客户 NRR（净金额留存率）提升均有贡献。
- **运营效率：**公司一直保持高于同行的毛利率，2020 财年四季度公司毛利率为 87%。运营费用方面，公司在研发、营销等层面持续投入，FY2020Q4，公司研发费率 52%，销售费率 57%，环比均有回落，整体亏损比例亦有收窄。
- **收入结构：**公司收入模式基本基于 Pure-SaaS，SaaS 订阅收入占比近 100%。公司目前大部分收入仍然来自于美国本土，FY2020 美国地区收入占比 64%，海外占比 36%。

图 4：公司财年季度收入数据（百万美元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部 注：公司 2020 财年截止日为 2020 年 1 月 31 日

图 5：公司地区收入占比（FY 2020）

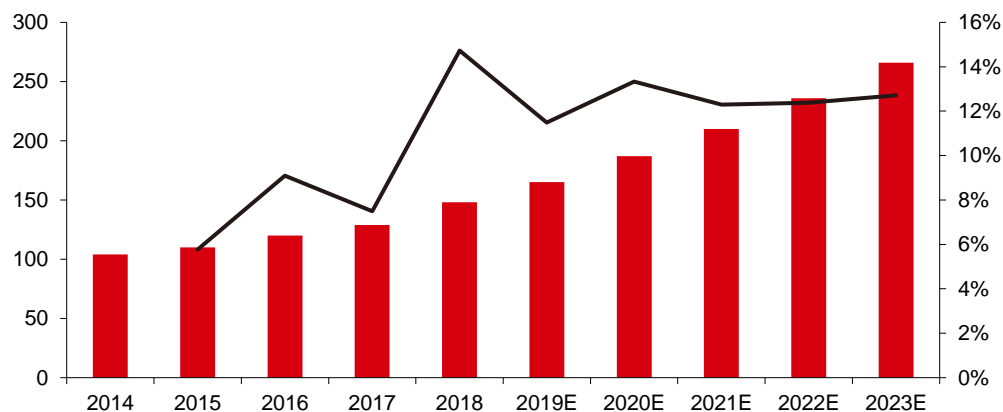


资料来源：公司财报，中信证券研究部

■ 行业分析：微软 Teams、Slack 引领全球在线协同办公市场

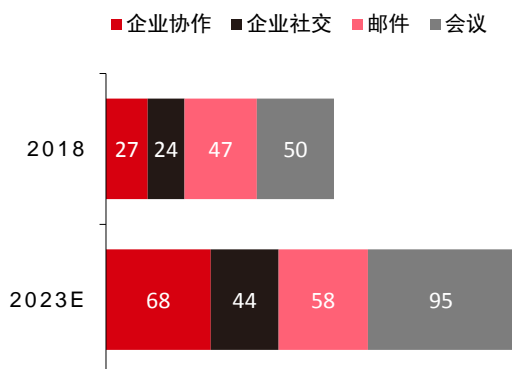
市场现状：企业对效率追逐推升协同办公需求。企业规模扩大、企业间交互频率提升等，均对企业自身运作效率提出更高诉求，并相应推升对协同办公软件的需求。根据 IDC 数据，2014-2018，全球协同办公市场规模从 104 亿美元增长到 148 亿美元，复合增长率 9%；IDC 预测 2018-2023 亦会保持 12% 的复合增长率，2023 年整体市场规模将达到 266 亿美元。协同办公市场主要由企业协作应用、企业社交应用、会议及电子邮件应用组成，其中企业协作为未来增长最快的细分领域，预期 2023 年市场规模达 68 亿美元，2018-2023 复合增长率 20%，增长前景明晰。

图 6：全球协同办公市场规模预测（亿美元）



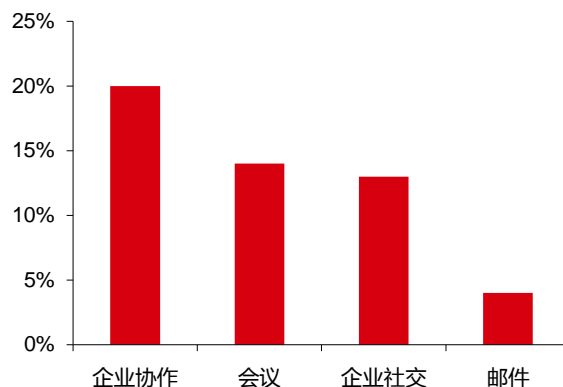
资料来源：IDC（含预测），中信证券研究部

图 7：全球协同应用细分市场规 模（亿美元）



资料来源：IDC（含预测），中信证券研究部

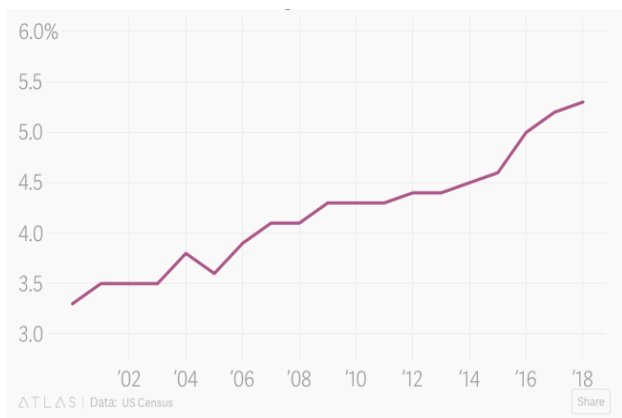
图 8：协同应用市场细分领域 2018-2023E CAGR（%）



资料来源：IDC（含预测），中信证券研究部

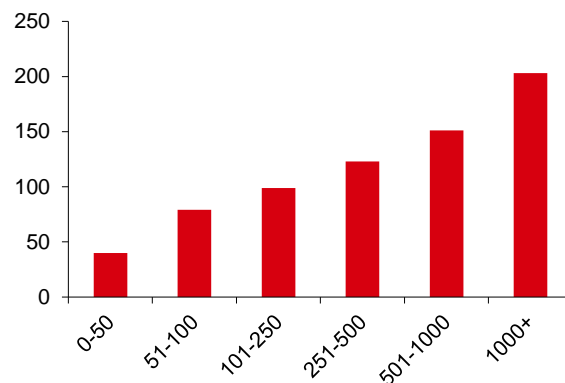
本次疫情进一步加快远程办公、线上办公渗透速率。据美国人口普查数据显示，2018 年美国已有超过 800 万人全职远程工作，占总劳动力 5.3%。疫情亦推动远程办公整体普及率进一步深化。而伴随公司规模提升，对企业协同的需求也有所提高，1000 人以上的公司整体使用应用数将达到 203 个。多类软件的协同使用，叠加远程办公线上化趋势，均体现了企业对在线云协同的强烈需求。另一明显的特点是云化，2018 年全球 63% 以上的协同应用以公有云形式部署，SaaS 特征明显。

图 9：全美全职在家远程工作人员占比（%）



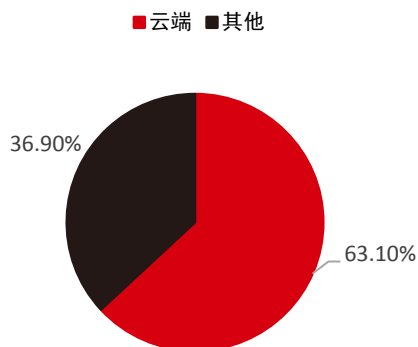
资料来源：US Census

图 10：不同员工规模企业平均使用 APP 数（个）



资料来源：Blissfully，2019 SaaS Trends，中信证券研究部

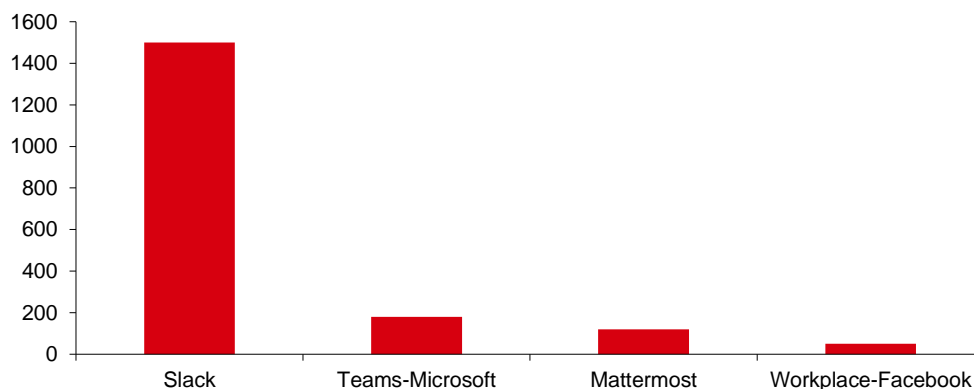
图 11：全球企业协同应用云端部署规模



资料来源：IDC，中信证券研究部

竞争格局：欧美市场微软 Teams、Slack 实现市场引领。长期以来，企业协作领域主要有两类玩家：1) 科技巨头：微软、Google 为代表的生产力工具和电子邮件提供商、Facebook 等互联网公司；2) 新兴公司：专门从事语音或视频通信，电子邮件管理，业务工作流程创建以及维护等功能的公司，例如 Slack。相较于传统巨头，Slack 依托良好的开放性，易用性，以及对第三方应用的大规模集成，获得大量企业 IT 开发者及一般企业用户的青睐。根据 IDC 统计数据，目前在欧美企业协同办公软件市场，Slack 份额排名第二，仅次于微软 Teams。

图 12：Slack 集成应用数量显著高于主要竞品（2019）



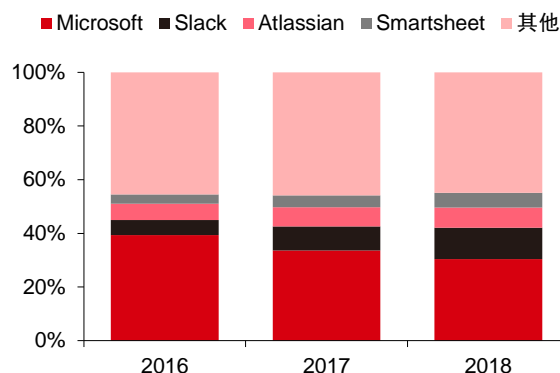
资料来源：各公司官网，中信证券研究部

图 13：欧美企业协作市场主要参与厂商



资料来源：各公司官网

图 14：企业协作市场份额结构



资料来源：IDC，中信证券研究部

■ 公司分析：产品创新、开放性等构筑差异化优势

产品策略：相较于微软 Teams 和 office 365 的深度捆绑策略，以及微软自身在客户基础、产业生态等层面的突出优势，Slack 积极通过产品创新、开放&第三方集成等构建差异化优势，并和微软 Teams 在全球在线系统办公市场并驾齐驱：

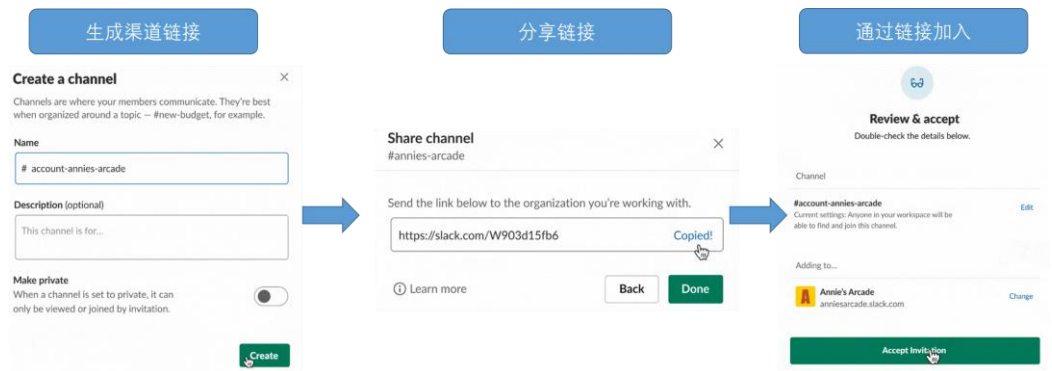
- **shared channel：实现企业间交互。** Shared channel 是 Slack 为提升与外部伙伴以及客户交流能力的重要功能，将大幅提升与客户协同交流的效率。用户可从 Slack 应用界面获取专属链接，链接可加入至邮件当中，外部用户通过链接即可加入 Slack 实现与公司的交互，提升了渠道效率，也为公司通过老用户带来增量用户提供渠道。

图 15：shared channel 提升交互效率



资料来源：公司官网

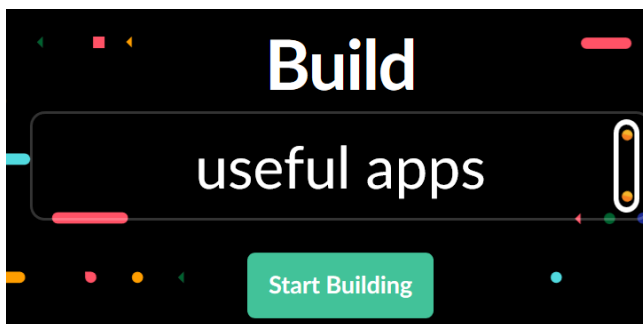
图 16: Slack shared channel 功能



资料来源：公司官网，中信证券研究部

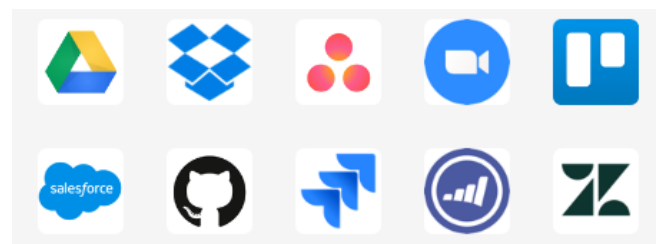
产品开放：集成大量第三方应用。 Slack 通过集成大量第三方应用，不断扩展产品边界，增强自身协作能力，目前公司已经基于 Google G suite、Salesforce、Zoom 等应用，在办公、CRM、视频会议等加强能力，同时提供强大的 API 接口，开发者可适配各类应用。强大的集成能力完全可以对标 Microsoft Team 的集成能力，Microsoft Team 不仅集成微软自身应用，并且可接受外部第三方应用，并自动处理 workflow，亦显示出集成与开发能力是协同办公软件的核心功能之一。

图 17: Slack 提供 API 接口



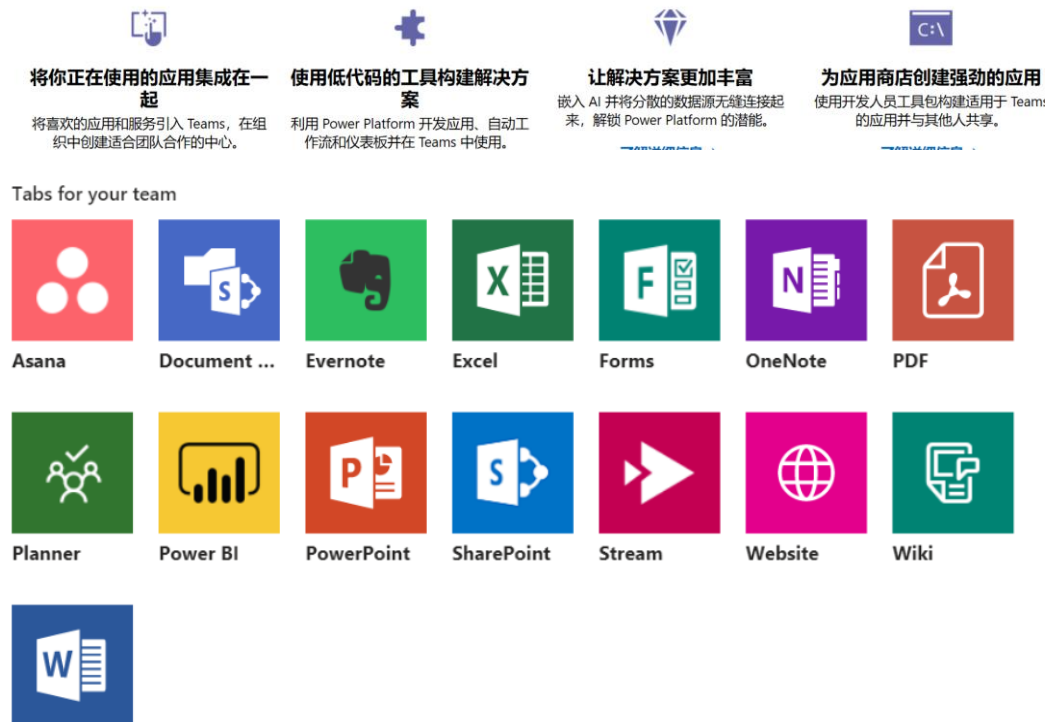
资料来源：Slack 官网

图 18: Slack 提供第三方应用集成



资料来源：Slack 官网

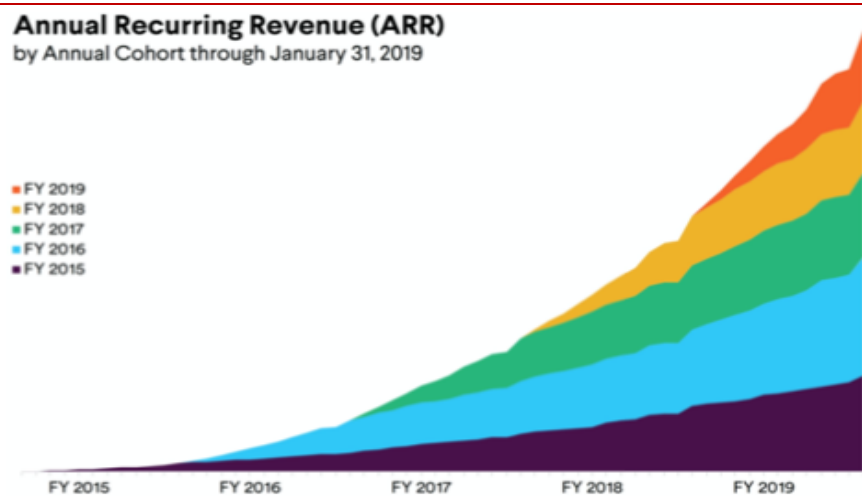
图 19: Team 集成微软系与外部应用



资料来源: Team 官网

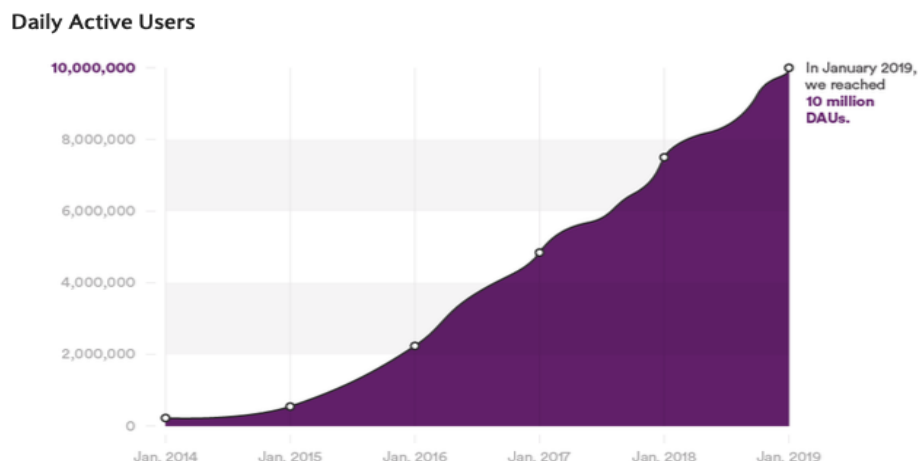
营销体系: Slack 初期增长主要依靠良好口碑, 并无传统意义上的销售团队支持, 依靠鲜明的品牌形象和易于部署的特点积攒 B 端客户, 运作模式极具单位经济效应。后期 Slack 采用 go-to-market 战略, 以自助服务模式吸引客户, 并通过销售人员扩展付费用户群。B 端公司有迁移成本较高、粘性较强的特点, 当需要访问无限消息或集成时, 其庞大的免费用户群常常会自动转换为付费用户。

图 20: 公司 ARR



资料来源: 公司官网

图 21：公司 DAU

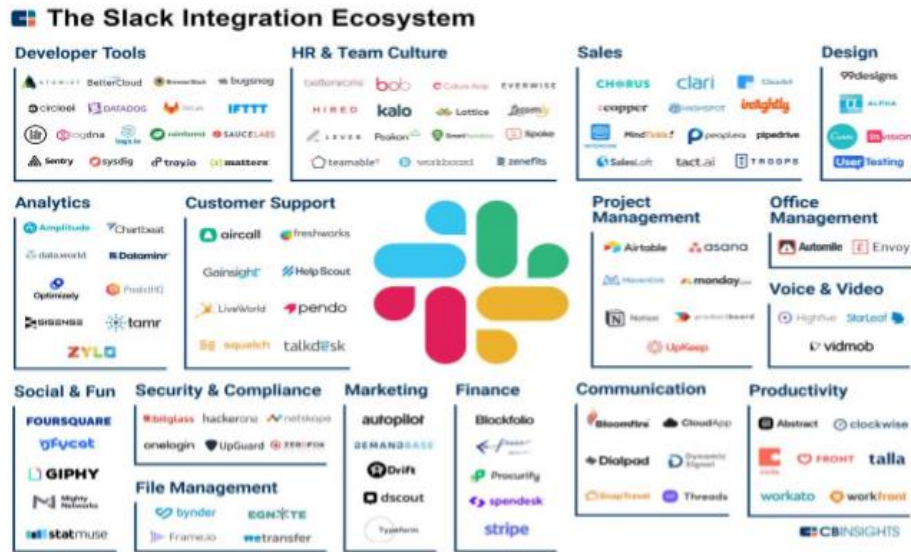


资料来源：公司官网

生态体系：公司注重广泛的上下游合作，通过打造产品联盟构建核心竞争力。Slack 集成应用程序的广度以及开发人员生态系统的规模，均证明了公司市场领导地位的优势。

- **广泛的第三方应用集成：**Slack 与 Google, Salesforce, ServiceNow, Atlassian 和 Dropbox 等公司提供的数千种其他应用程序横向集成，覆盖数据分析、财务、设计等领域，打造了业内领先的产品联盟。
- **友好的开放式平台：**公司注重培育良好的开发者生态，与组织内部的开发软件集成，满足企业用户的长尾、细分需求。截至 2020 年 1 月，Slack 每日活跃用户超过 1200 万，其中包括超过 70 万注册开发人员。开发人员总共创建了超过 62 万个第三方应用程序或自定义集成，供组织内部专有业务使用。
- **M&A：**Slack Fund 是公司与关联实体创立的投资基金。公司通过 Slack Fund 已经投资了将近 50 家公司，用于开发针对 Slack 设计或使用 Slack API 的产品。典型投资案例如 Sudo，一种在 CRM 上运用自然语言的机器人，销售代表可以直接通过发送 Slack 短信将数据输入 CRM 应用程序。

图 22：公司集成生态



资料来源: CB Insights

图 23: 公司保证开发者安全共享所有平台数据类型



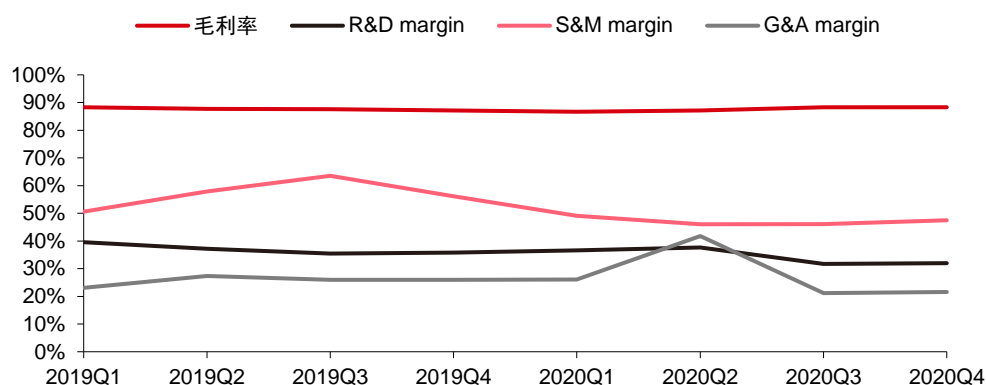
资料来源：公司官网

运营效率：受益于公司在产品研发、生态协同、销售渠道层面的不断优化，公司运营效率持续改善：

- **毛利率：**自上市以来一直在 87%左右，领先于同行，除了 2020Q2 出现小幅波动以外非常稳定。
- **营销费用：**公司 2020 财年 Q4 的销售费用率为 47%，环比、同比均有下降，体现了公司强劲的用户保留率和良好口碑。

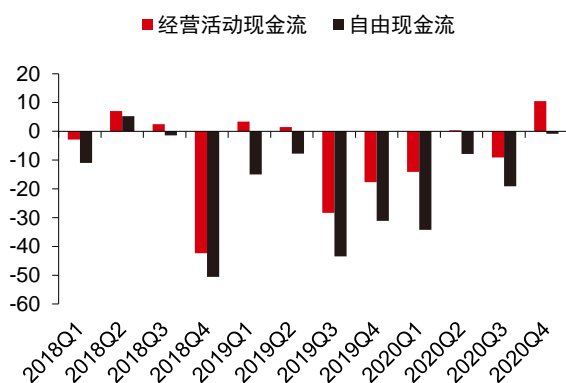
- **研发投入：**公司 2020 财年 Q4 研发费用率高达 32%，远高于行业平均水平，体现了公司在产品创新，改善产品体验方面的持续投入。
- **用户与其他：**公司现有付费用户已经超过 11 万，体现公司产品的影响力。公司在客户持续高增长、扩大市场份额的同时不断优化业务，盈利能力持续改善。2020 财年 Q4，公司经营活动现金流转正，FCF Margin（Non-GAAP）、CFO Margin 分别为 0%、6%。

图 24：公司毛利率、费用率（财年 Non-GAAP，%）



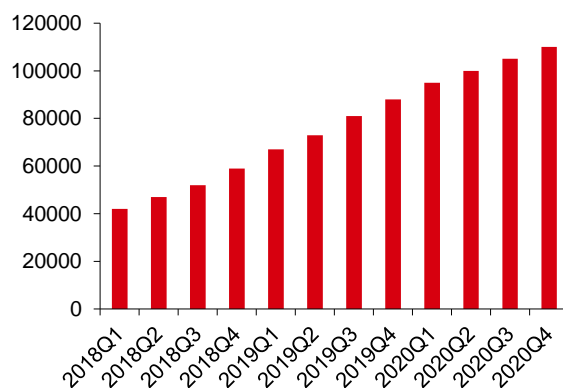
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 25：公司经营活动现金流及自由现金流（百万美元）



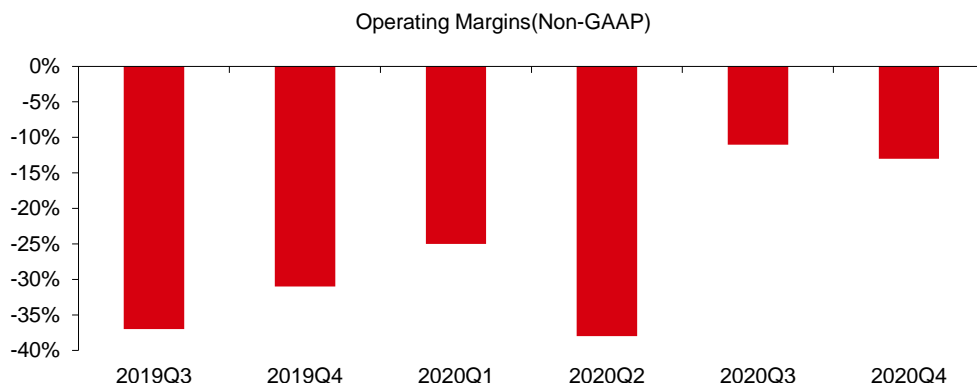
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 26：公司付费用户规模（人次）



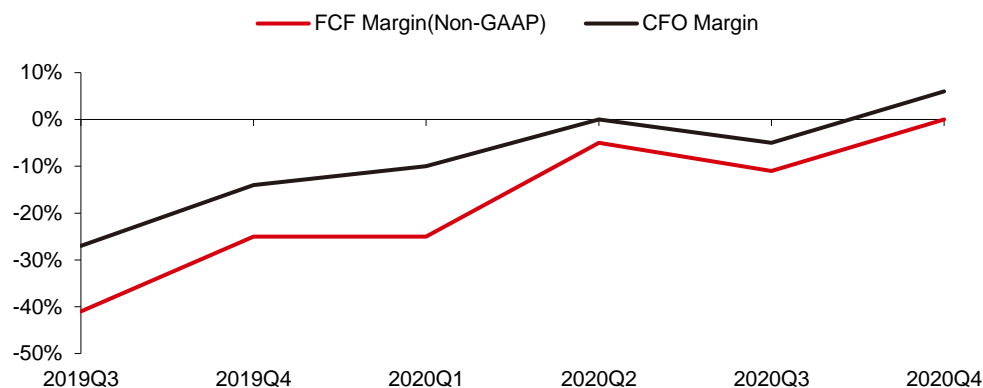
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 27: Non-GAAP 运营利润率 (%)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 28: 公司 FCF Margin 及 CFO Margin

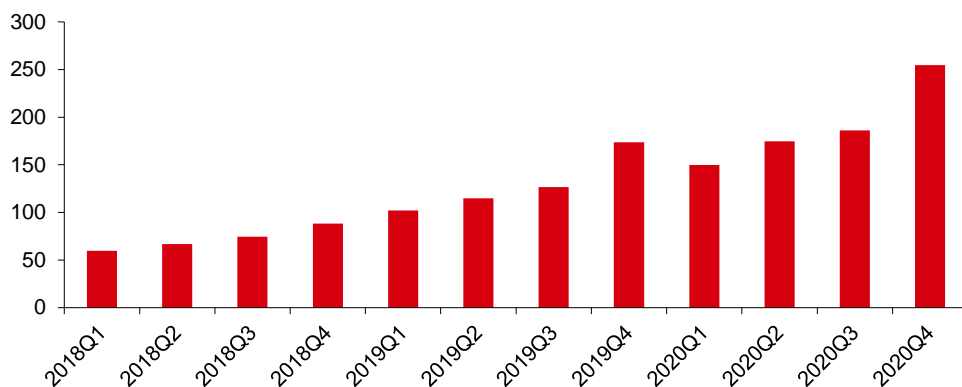


资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

中长期成长性: 考虑到公司产品庞大的潜在市场空间 (2019 为 165 亿美元), 良好生态、营销策略以及产品在开放、创新层面的突出优势, 公司在中长期的增长潜力依旧可观。我们认为, 公司中长期的增长主要来自于: 1) 公司试用客户转化为付费用户带来的渗透率提升; 2) up-sell & cross-sell 带来的既有客户收入增长; 3) 公司大客户扩张、海外扩张带来的增量收入:

- **免费客户转化:** 截至 2020 年 1 月, 公司 DAU 已超过 1200 万, 给公司扩展付费用户提供了强大的基本盘。近年来, 公司 Calculated Billings (营业收入+递延收入变化) 稳步提升。FY2020Q4, 公司 Calculated Billings 达 2.54 亿美元 (同比 +46.7%), 为公司提供了充足的后续增长动能。

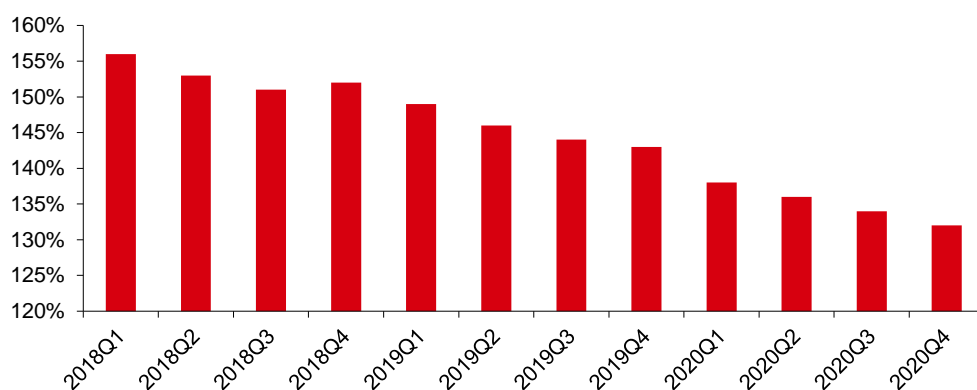
图 29：公司 Calculated Billings（百万美元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

- **up-sell & cross-sell**：一旦用户在 Slack 上构建工作流程并与现有软件集成，就会产生强大的网络效应。而公司业务模式明确指向 B 端，近年来不断拓展中小企业客户群。正是得益于广泛深度集成和 B 端用户的不易迁移特性，公司始终保持强劲的 NRR。2020 财年 Q4，公司 NRR 为 132%，体现了 Slack 用户的粘性 & 品牌忠诚度。未来，公司将通过 up-sell & cross-sell 进一步实现既有客户增长：1）扩大共享渠道使用，并通过企业用户网络完成营销推广。（目前仅有 30% 客户使用，而 ARR\$100000 客户中该数字为 90%）；2）订阅方案升级为 Enterprise Grid。不同于其他部门使用方案，Enterprise Grid 为企业整体提供定制化解决方案，升级带来的收入增长亦十分可观。

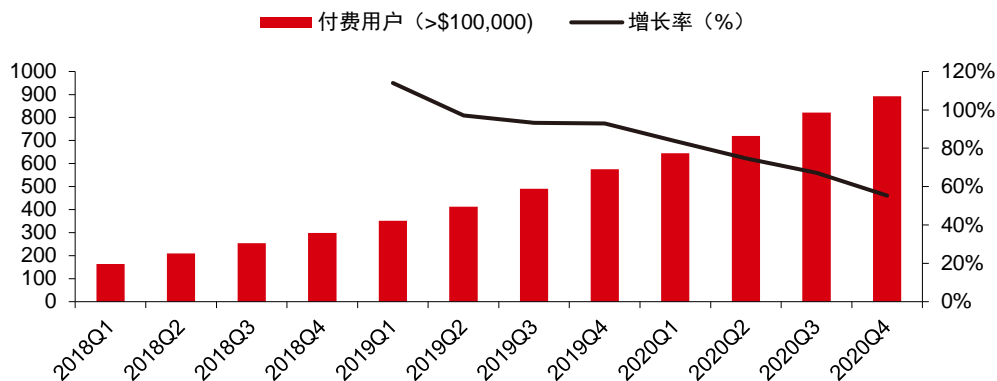
图 30：公司 NRR（%）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

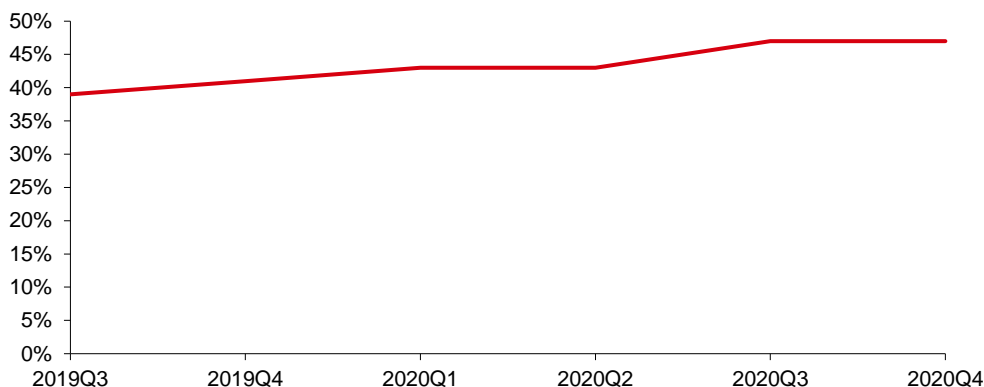
- **大客户扩张**：截至 2020 财年 Q4，公司高净值付费客户（>\$100000）达到 893 个，同比增长 55%，高净值客户规模持续扩张。从收入来看，公司高净值付费客户（>\$10 万美元）收入近年来亦稳健增长；2020 财年 Q4，公司高净值付费客户收入增长率达 47%。由于大企业具备高的收入增速以及稳定的资本开支，与大客户合作将为公司未来带来更多的增量收入。

图 31：高净值付费客户（年化付费额>\$10 万美元）及增长率（%）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

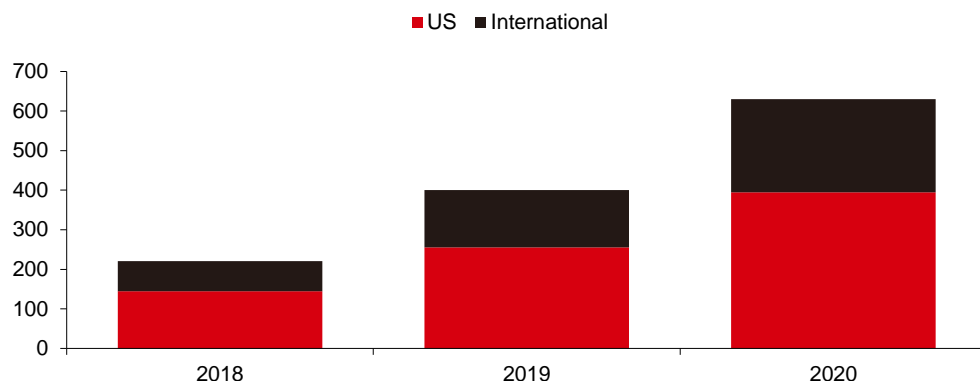
图 32：高净值付费客户（年化付费额>\$10 万美元)收入占比



资料来源：公司财报，中信证券研究部

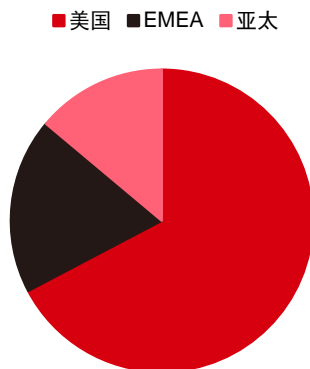
- **海外市场拓展：**目前，公司来自美国本土的收入占比近 64%，来自海外市场的收入仅占比 36%，国际业务仍有较大发展潜力。根据 IDC 数据，从地区分布看，美国地区占比 67%，是全球企业协同应用市场的主要地区。对标美国市场，亚太及中国市场存在较高的增长空间。而为了拓展国际市场的业务，公司计划在日本，爱尔兰等地设立办事处，本地化产品以及增加产品功能来开拓新市场，释放渗透不足地区的增长。

图 33：本土及国际业务收入（百万美元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部；注：年份为财年。

图 34：2018 全球企业协同软件市场份额（按地区，百万美元）



资料来源：IDC，中信证券研究部

■ 风险因素

疫情导致中小企业付费能力降低等风险；来自微软的竞争持续加剧风险；运营效率不及预期风险；客户拓展不及预期风险；持续研发、营销投入导致利润持续承压的风险。

■ 盈利预测&估值

目前市场一致预期公司 FY2021/22/23 年收入为 8.58/11.38/15.16 亿美元，对应增速 36%/33%/33%。公司现价对应 FY2021 的 PS 为 20X，高于当前美股 SaaS 行业平均水平 (8X~9X)，主要反映市场对公司高成长性的溢价。短期来看，疫情带来的 SMB 企业付费能力降低，微软 Teams 竞争威胁等都可能持续压制公司股价表现。但考虑到公司突出的产品创新&开放性、极具效率的营销渠道，以及全球协同办公软件市场的高景气度等，我们持续看好公司中长期的成长性，以及盈利能力持续提升可能。

表 2：公司盈利预测（亿美元）

| 年度 | FY2019 | FY2020 | FY2021E | FY2022E | FY2023E |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 4.01 | 6.3 | 8.58 | 11.38 | 15.16 |
| 同比 | 81.6% | 57.1% | 36.2% | 32.6% | 33.2% |
| 毛利率 | 86.4% | 86.4% | 87.2% | 87.2% | 87.0% |
| 净利润（non-gaap） | -1.39 | -1.13 | -1.13 | -0.71 | 0.32 |

资料来源：路透一致预期，中信证券研究部

图 35：公司静态 PS BAND



资料来源：Wind

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA (UK) 分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会) 分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA (UK) 或 CLSA Europe BV 发布。CLSA (UK) 由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA (UK) 与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。