



许英博  
首席科技产业分析师  
S1010510120041



陈俊云  
前瞻分析师  
S1010517080001

### 核心观点

受益于在线会议的新增需求以及较好的客户留存，公司本季度业绩再次超出市场预期，继二季报后再次上调全年业绩指引。按照公司业绩指引中枢，目前公司估值对应 FY2021 PS 为 53X，主要反映市场对公司业务高成长性、市场竞争地位、良好盈利能力的认可。中期来看，我们认为疫情加速了线上习惯的渗透，视频会议的需求有望维持；Zoom phone、Zoom Rooms、Zapps、OnZoom 等应用的推出，不断为公司成长注入新的动能；而海外市场持续强劲增长，日益成为驱动收入的强劲动力，公司仍值得长期跟踪和关注。

**事项：**全球领先的在线视频会议厂商 ZOOM 公布了 FY2021Q3 财务数据，受益于在线会议需求，公司当季主要指标、指引再次超出市场预期。对此我们点评如下：

**财务概况：当季表现再超市场预期，再次上调全年指引。**受益于新增会议需求、客户留存的持续向好，公司本季度业绩再次超出市场预期。本季度公司收入 7.72 亿美元（+367%），环比亦增长 17%。Non-GAAP 毛利率 68.2%（-14.7pcts YoY，-4.1pcts QoQ），主要由于公司继续提高其数据中心容量，同时需要利用公有云应对热点时段。相较 Q2，本季度期间费用率维持稳定，毛利率的下滑导致公司 Non-GAAP 运营利润率环比下滑 4.3%至 37.4%。净利润方面，Non-GAAP 净利润为 2.97 亿美元（+1079%），净利率为 38.2%（-3.2pcts QoQ）。现金流方面，本季度公司实现经营现金流 4.41 亿美元，OCF Margin 为 57%（-3.6pcts QoQ）；实现自由现金流 3.88 亿美元，FCF Margin 为 50%（-6.3% QoQ）。现金流增长显著，但 Margin 环比出现一定下滑，主要由于按月付费客户的比重上升。业绩指引方面，公司继二季度后再次上调全年业绩指引，公司预计 FY2021 年收入 25.75-25.8 亿美元（原指引 23.7-23.9 亿美元），Non-GAAP 运营利润 8.65-8.7 亿美元（原指引 7.3-7.5 亿美元）。

**客户拓展：用户延续增长，客户留存亦超预期。**源于北美疫情延续带来的远程办公需求，当季公司用户数量延续增长。本季度公司员工规模>10 人的企业用户达到 43.37 万（+485% YoY，+17%QoQ）；年收入贡献在 10 万美元以上客户数达到 1289 个（+136% YoY，+30%QoQ）；此外，员工不到 10 人的客户也继续大幅增长，贡献本季度收入的 38%。本季度新增客户所贡献收入占本季度增量收入的 81%（2020 财年为 61%），存量客户方面，员工规模>10 人的企业客户的 net dollar expansion rate 已经连续第十个季度超过 130%。同时，本季度公司收获了 Rakuten、Peloton、以色列教育部等头部客户。

**业务拓展：在手订单持续增长，海外市场延续强劲。**本季度公司 RPO 规模达到 14.16 亿美元（同比+215%），季末递延收入规模 7.77 亿美元（同比+285%），再次低于收入增速，主要原因是公司按月付费客户的比重（主要是员工人数在 10 人以下的客户）依然较高。本季度公司来自本土和国际的收入分别为 5.4 亿美元和 2.4 亿美元，占收入比例分别为 69%和 31%。在增速上，国际收入的增速显著高于本土收入，本季度国际收入和本土收入的增速分别为 728%和 402%，海外市场日益成为驱动收入的强劲动力。

**中期展望：疫情后用户线上习惯大概率将延续，公司生态布局构筑更强壁垒。**在 2020 年 10 月在线上召开的 Zoomtopia 大会上，Zoom 发布了场景营销平台 OnZoom 以及第三方应用市场 Zapps，将业务向垂直场景以及在线协同办公市场延伸，增加用户粘性的同时亦打开新的市场空间。中期来看，我们认为疫情加速了线上习惯的渗透，视频会议的需求有望维持；Zoom phone、Zoom Rooms、Zapps、OnZoom 等应用的推出，不断为公司成长注入新的动能；而海外市场持续强劲增长，日益成为驱动收入的强劲动力，公司仍值得长期跟踪和关注。

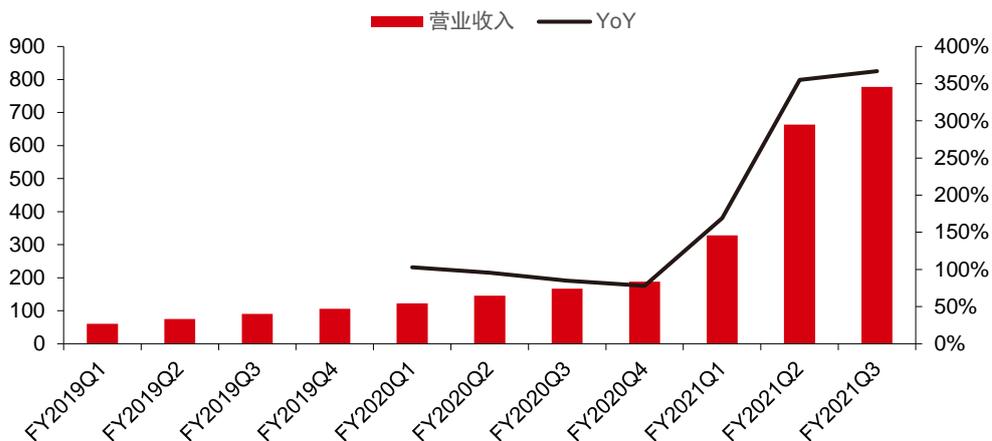
- **风险因素：**微软 Teams 产品整合超预期风险；基础技术进步不及预期风险；用户隐私&数据泄露等潜在风险；行业竞争持续加剧风险；国际电信监管风险等。
- **投资建议：**根据路透一致预期，市场预计公司 FY2021/22/23 年收入为 25.1 亿/34.0 亿/40.6 亿美元，Non-GAAP 净利润 8 亿/8.6 亿/11.5 亿美元。在本次财报发布之后，预计市场将继续上调公司的盈利预测。按照公司业绩指引中枢，目前公司估值对应 FY2021 PS 为 53X，较行业板块的较高估值溢价，主要反映市场对公司业务高成长性、市场竞争地位、良好盈利能力的认可。考虑到在线视频会议行业本身的高景气度，叠加公司积极向统一通信、会议硬件、协同办公功能和场景营销场景的延伸，市场有望持续给予公司高估值溢价。

**公司盈利预测表（百万美元）**

	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入	330.5	622.7	2,511.4	3,398.7	4,062.0
YoY	118.2%	88.4%	303.3%	35.3%	19.5%
GAAP 净利润	-	21.8	504.4	512.8	783.4
Non-GAAP 净利润	16.5	101.3	803.1	875.5	1,150.1
YoY		514%	693%	9%	31%
PS (x)	412	218	54	40	33

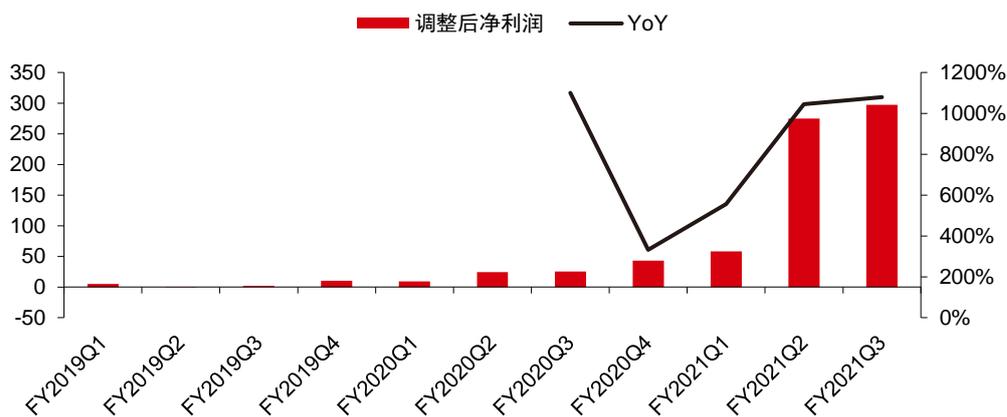
资料来源：公司财报，路透一致预期 注：股价为 2020 年 12 月 1 日收盘价

图 1: 公司营业收入 (百万美元)



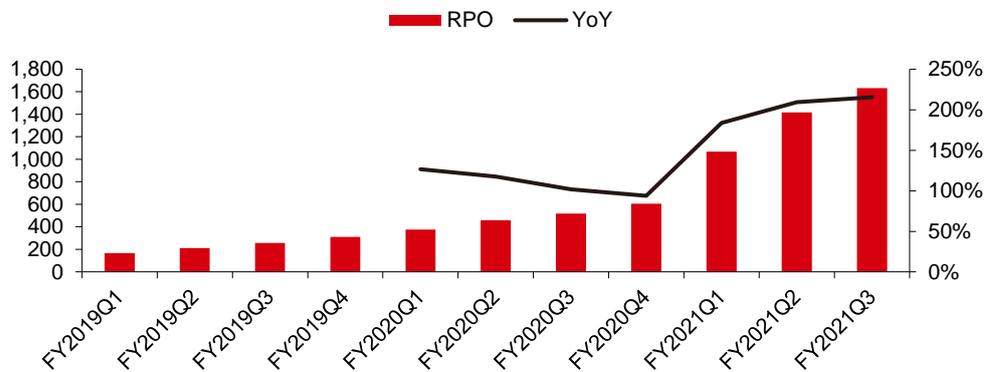
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 2: 公司 Non-GAAP 净利润 (百万美元)



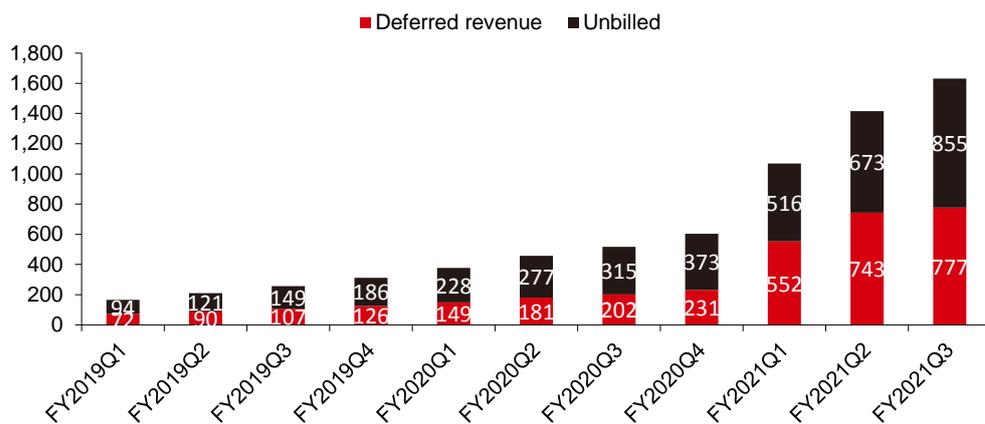
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 3: 公司 RPO (百万美元)



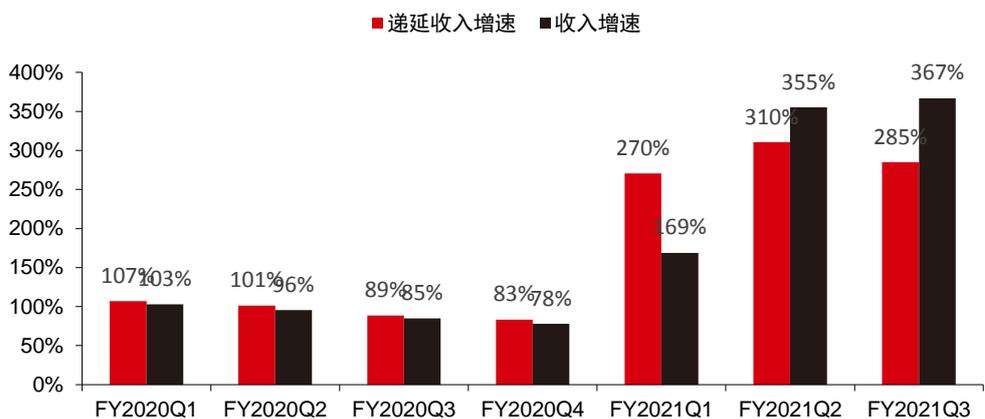
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 4: 公司 RPO 构成 (百万美元)



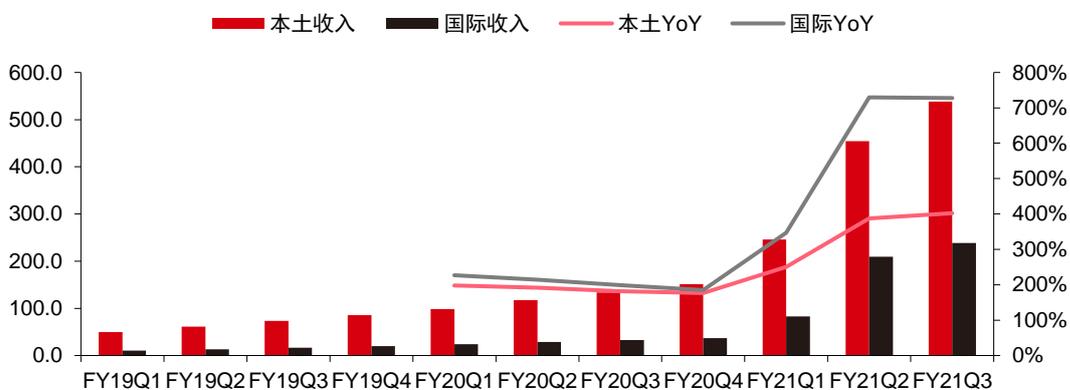
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 5: 公司递延收入以及收入增速对比 (百万美元)



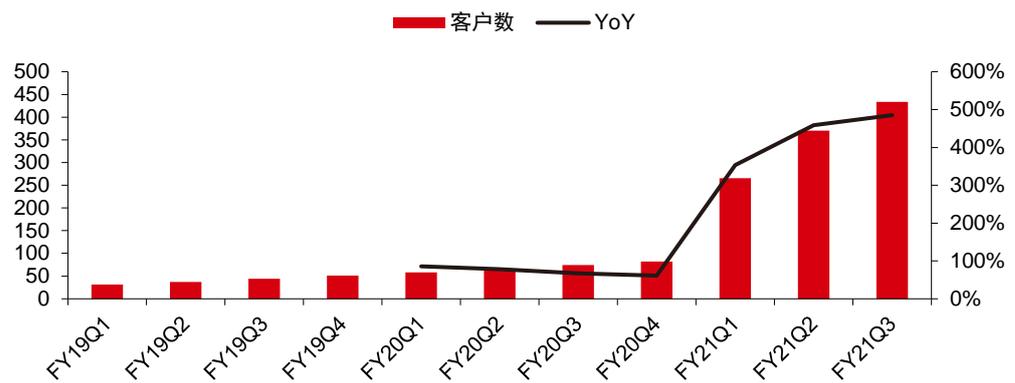
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 6: 公司本土和国际收入对比 (百万美元)



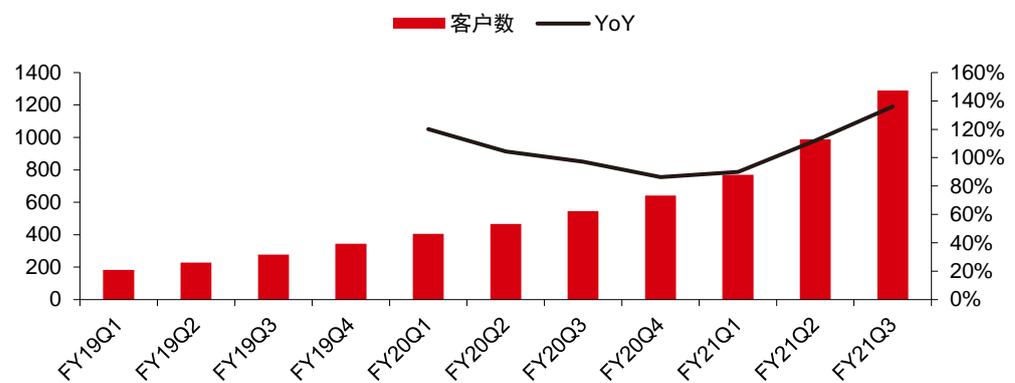
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 7: 员工>10 人的客户数 (千个)



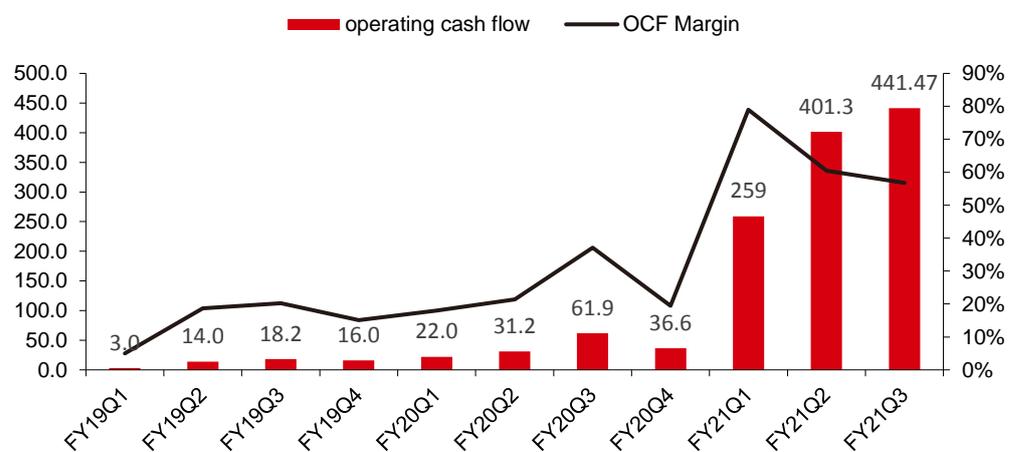
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 8: TTM 收入>10 万美元的客户数 (个)



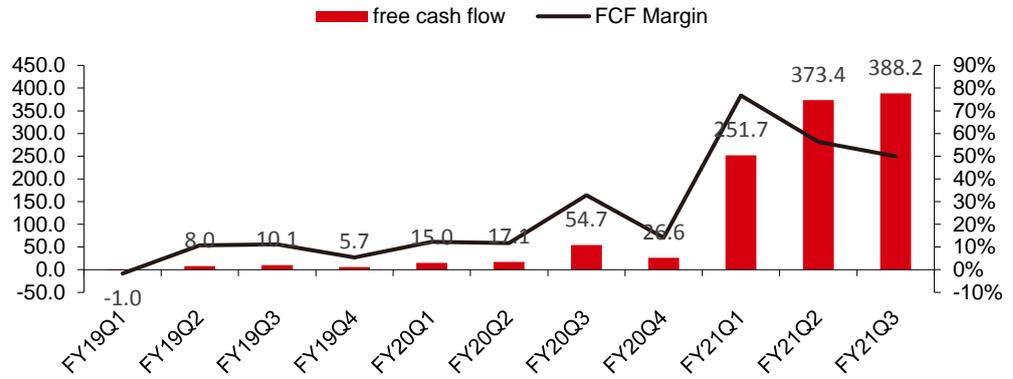
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 9: 公司经营现金流及 OCF Margin (百万美元, %)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 10: 公司自由现金流及 FCF Margin (百万美元, %)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

## 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.（金融服务牌照编号：350159）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 Dalalal 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) 024/12/2020。

**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。对于由英国分析师编纂的研究资料，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。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 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。