

信息技术行业动态点评

海外SaaS公司跟踪，Salesforce2020财年Q1收入延续快速增长势头

2019年06月06日

【事项】

- ◆ 近日，美国云计算公司 Salesforce (CRM.N) 发布 2020 财年 Q1 财报。公司 2020 财年 Q1 实现营业收入 37.4 亿美元，YoY+24.3%，其中订阅服务收入 35.0 亿美元，YoY+24.4%，QoQ+3.6%，收入占比为 93.6%，同比提升 0.1pct。净利润为 3.92 亿美元，YoY+14%。经营活动现金流净额为 19.7 亿美元，YoY+34%。
- ◆ 公司给予 2020 财年 Q2 的收入指引 39.4-39.5 亿美元，同比增长 20.4%。同时公司给予 2020 财年全年的收入指引范围为 161 亿-162.5 亿美元，同比增长 21%-22%。

东方财富证券
Eastmoney Securities
挖掘价值 投资成长

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

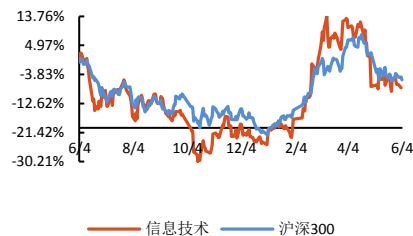
证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：马建华

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《工信部公布网络安全技术应用试点名单》

2019.06.05

《科技领域央地权责划分改革方案发布》

2019.06.04

《海外 SaaS 公司跟踪，Workday 云服务收入保持快速增长》

2019.06.04

《信息化渗透率提升红利持续释放，聚焦云计算与网络安全》

2019.06.03

《收入端平稳增长，利润端持续回暖，看好计算机行业的长期表现》

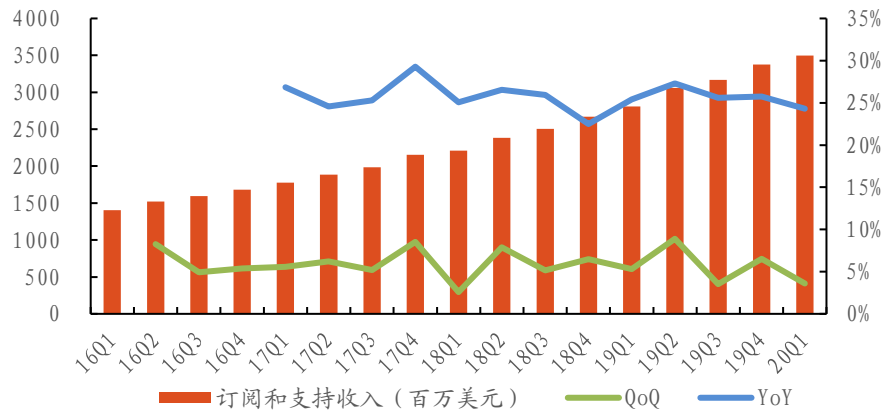
2019.05.14

【评论】

订阅和支持收入保持快速增长。Salesforce 2020 财年 Q1 实现营业收入 37.4 亿美元, YoY+24.3%, 其中订阅服务收入 35.0 亿美元, YoY+24.4%, QoQ+3.6%, 保持快速增长。

从订阅和支持收入的增速趋势上看, 基本维持近三年同比和环比的季度平均增速, 反映 Salesforce 的云业务收入增长持续性健康、稳定, 同时也是支撑公司目前估值的基础。

Salesforce 季度订阅和支持收入及速



资料来源: Salesforce 年报&季报, 东方财富证券研究所

从云收入结构看, 销售云 (Sales Cloud) 占比为 30.7%, 较去年同期下降 2.1pct; 服务云 (Service Cloud) 收入占比为 29.2%, 较去年同期持平; 云平台和其他 (Salesforce Platform and Other.) 收入占比为 24.1%, 较去年同期提升 0.8pct, 市场&商业云 (Marketing and Commerce Cloud) 占比为 16%, 较去年同期提升 1.2pct。云收入结构持续优化, 销售云的占比逐步走低, 云平台和市场&商业云的占比逐步提升, 反映出公司逐步构建起 SaaS 平台的应用生态, 并积极拓展企业客户的其他需求。

毛利率与费用率均出现提升。2020 财年 Q1 的毛利率为 75.5%, 较去年同期提升 1pct, 主要是订阅和支持业务的毛利增长所致。但同时, 费用率也出现小幅提升, 研发费用率为 14.8%, 较去年同期提升 0.7%; 销售费用率为 45.4%, 较去年同期提升 1.2pct, 管理费用率为 9.7%, 较去年持平。费用率的提升主要来自员工人数同比增长 24.3%, 净增加 7336 人所致。

从季度净利润情况看, 公司净利润率小幅下滑。2020 财年 Q1 的净利润率为 10.5%, 较去年同期下降 0.9pct, 主要就是人员增加带来的刚性成本支出增加。但同时, 我们看到公司净利润率自 2017 年转正后, 2017-2019 完整财年公司净利润率呈现稳步增长, 反映出公司已形成较为稳定、可持续的盈利模式。考虑到云业务收入与成本&费用确认时点不匹配, 我们看好公司云业务的长期增长势头。

公司给予 2020 财年及 2020Q2 收入展望维持快速增长的指引。考虑到公司同客户签订合同的期限通常为 1-3 年, 其季度收入确认大部分为过往季度的预收款在当季确认为收入, 公司在 2020 财年 Q1 的季报披露剩余履约义务为 249 亿美元, 较去年同期净增加 45 亿美元, 同比增长 22%。因此, 我们认为公司实现当前给予全年及 Q2 收入增速指引的概率较高。

我们测算客户全生命周期价值维持稳定。截止到 2019 财年(2019.01.31), 公司客户流失率 10.5%测算, 我们预计公司 LTV/CAC 的比值为 4.62, 较 18 年

有所提升。我们预计随着订阅模式逐步得到大规模推广，用户获取成本（CAC）的改善有望提升客户的全生命周期价值（LTV）。

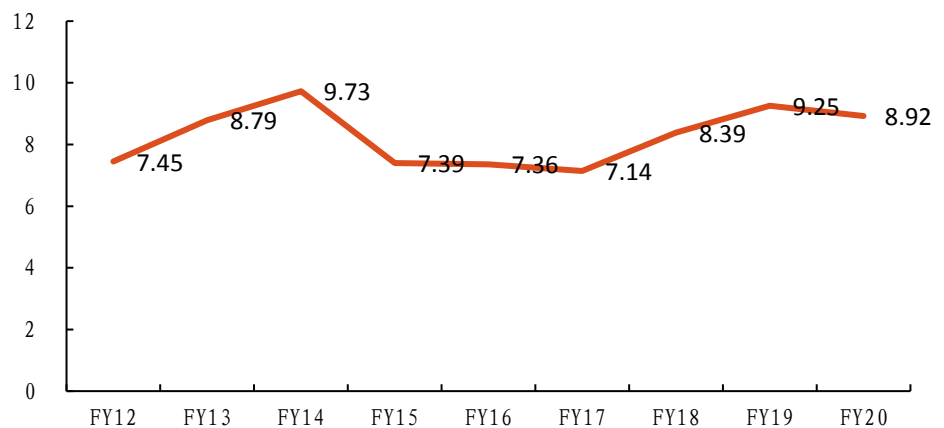
云业务客户全生命周期价值测算

LTV/CAC	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
客户生命周期（年）	9.5	10.5	10.5	11.8	11.8	10.5	10.5
每年的客户价值贡献	0.52	0.49	0.51	0.52	0.52	0.52	0.53
首年客户获取成本	1.14	1.25	1.20	1.42	1.25	1.22	1.20
LTV/CAC	4.34	4.13	4.48	4.32	4.84	4.52	4.62

资料来源：东方财富证券研究所

整体估值维持平稳。由于专业服务的收入占比仅为 6.5%，且该业务毛利仅为 2%，我们测算估值时仅考虑订阅和支持收入的 PS 变化。截止到 2019.06.05，公司 PS（TTM）近 9X，与 2018 年底时的估值基本一致，反映出市场对于公司云业务收入增长的预期保持乐观。

Salesforce 年度 PS 估值变化



资料来源：Salesforce 年报&季报，东方财富证券研究所

注：1) 2020 财年 PS 为 TTM，截止时间为 2019.06.05

2) PS 估值为所在财年截止日的总市值与订阅和支持收入的比值

【风险提示】

- 云计算行业景气度下滑的风险
- 美国股市下跌的风险
- 云计算行业估值下行的风险
- 业绩增长缓慢的风险

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500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15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%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。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。