

计算机行业深度研究报告

SaaS 鼻祖 Salesforce 的千亿帝国

——“云”时代系列研究之一

推荐（维持）

- **从产品到生态，全球 SaaS 先驱的崛起之路。** Salesforce 的发展历经三个阶段：1999-2004 年，提供基于云端的 CRM 软件，颠覆传统 CRM 产品；2005-2014 年，打造 PaaS 平台，构建平台应用生态圈；2015 年至今，专注为客户提供 Social Enterprise 的升级服务，并向更多企业应用市场拓展，力图打造“CRM+AI+数据”完整生态。目前 Salesforce 在全球 SaaS 领域排名第二，在 CRM 细分领域排名第一，市占率接近 20%，且正在不断提升，呈现强者恒强的趋势。
- **营业收入稳健成长，费用率下行驱动盈利能力提升。** 自上市以来，公司营业收入保持稳健增长，2018 年公司收入已达 132.8 亿美元。2011 年至 2015 年，公司净利润连续亏损，主要原因为 SaaS 模式发展前期，公司获客成本较高。随着规模效应逐渐显现，公司销售费用率、管理费用率逐渐下降，驱动公司盈利能力提升，2016 年开始公司成功扭亏，前期投入已逐渐步入收获期。
- **业务线和解决方案逐渐丰富，营销模式优势凸显。** 我们认为公司在 SaaS 领域的成功主要归因于两个方面：一是产品层面，公司产品由销售云、服务云、市场云、云平台，延伸至社区云、物联网、商务云等领域，覆盖金融，制造，通讯等上百个垂直行业，目前已为全世界约 15 万家不同规模的公司管理客户信息，包括通用、宝洁、亚马逊等行业巨头。二是客户层面，公司通过阶梯定价满足客户多层次需求，以交叉销售的方式有效提升客单价，而且公司客户流失率也在逐渐降低，保障了重复性收入的可持续。
- **围绕产品和技术两大主线外延并购，综合实力持续增强。** 自上市以来 Salesforce 并购交易频繁，Salesforce 外延并购主要围绕两条核心主线：技术逻辑与产品逻辑。从产品逻辑来看，Salesforce 通过并购整合实现了从单一 CRM 领域产品向财务、HR、ERP、大客户流程管理软件等全品类通用 SaaS 巨头的跨越。从技术逻辑来看，Salesforce 通过技术并购完善自身底层架构与技术储备，近年来 Salesforce 在人工智能、大数据等技术领域持续发力，推出 CRM 的首款全面 AI 产品 Einstein。2019 年 6 月，斥资 157 亿美元收购数据可视化分析公司 Tableau，在大数据领域再次落下一枚重要棋子，“CRM+AI+数据”生态愈发完善。
- **国际化扩张是 Salesforce 的另一重要增长战略。** 2017 年，Salesforce 宣布与谷歌云服务套件 G Suite 建立合作关系，以支持其快速增长的全球客户群。2018 年，Salesforce 宣布未来五年将投资 19 亿英镑拓展英国市场。2019 年 7 月，公司宣布与阿里巴巴达成战略合作，落地中国市场，阿里将成为中国大陆、香港、澳门以及台湾客户的独家 Salesforce 软件提供商，并且只销售 Salesforce 的企业 CRM 产品套装，将向国内客户开放 CRM 平台，提供包括销售云、服务云、商业云以及 Salesforce 平台在内的多种服务。可以发现，Salesforce 的国际化战略日益清晰，国际市场将成为 Salesforce 业务的重点增长点。
- **投资建议：** Salesforce 作为全球 SaaS 企业标杆，得到资本市场的高度认可，当前市值已超千亿美元。当前国内 SaaS 市场增速持续跑赢全球增速，占全球市场的比例持续上升，成为全球 SaaS 市场不可忽视的力量，同时以用友、金蝶为代表的 SaaS 层国内力量正逐渐崛起，我们高度看好国内 SaaS 市场的发展潜力，推荐用友网络、广联达、石基信息、恒生电子、泛微网络、长亮科技，建议关注金蝶国际。
- **风险提示：** 政策支持力度不及预期；市场竞争加剧；云化执行不及预期。

华创证券研究所

证券分析师：陈宝健

电话：010-66500984
邮箱：chenbaojian@hcyjs.com
执业编号：S0360517060001

证券分析师：邓芳程

电话：021-20572565
邮箱：dengfangcheng@hcyjs.com
执业编号：S0360518080001

联系人：刘逍遥

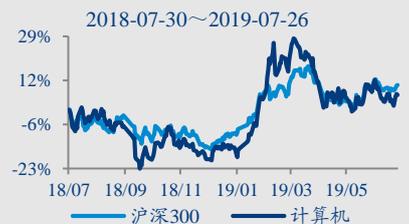
电话：010-63214650
邮箱：liuxiaoyao@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	209	5.71
总市值(亿元)	21,162.19	3.5
流通市值(亿元)	14,737.22	3.34

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-2.7	24.19	8.11
相对表现	-3.32	3.02	-1.47



相关研究报告

- 《计算机行业周报（20190701-20190705）：科创板首批公司上市在即，关注科技行业中报高成长公司》
2019-07-07
- 《计算机行业周报（20190708-20190712）：中报预告简析：医疗 IT 高景气，网络安全加速向上》
2019-07-14
- 《计算机行业周报（20190715-20190719）：科创板开市在即，关注产业创新与落地》
2019-07-21

目录

一、从产品到生态，SaaS 先驱的崛起之路	5
(一) 二十年栉风沐雨，终成 CRM SaaS 全球领军者	5
1、1999-2004：传统 CRM 软件的颠覆者	5
2、2005-2014：从 SaaS 至 PaaS 的拓展	6
3、2015-至今：打造“CRM+AI+数据”完整生态	7
(二) 连续五年蝉联 CRM SaaS 全球第一，市占率持续提升	8
二、财务分析：营业收入稳健成长，费用率下行驱动盈利能力提升	10
(一) 营业收入稳健成长，净利润成功扭亏	10
(二) 订阅服务模式确保经营活动现金流量健康，投资活动活跃度高	10
(三) 以 2013 年为拐点，各项费用率下降趋势已基本确立	11
三、业务分析：产品线和解决方案逐渐丰富，营销模式优势凸显	13
(一) 产品线快速拓展，构建各大行业 CRM 解决方案	13
(二) 阶梯定价，满足客户多层次需求	18
(三) 交叉销售，有效提升客单价	19
(四) 低流失率，确保重复性收入的可持续性	21
四、外延式战略：围绕产品和技术两大主线并购，综合实力持续增强	22
五、未来发展方向：智能化&国际化	25
六、风险提示	28
附：Salesforce 估值（PS）变化图	29

图表目录

图表 1	Salesforce 业务规模持续增长	5
图表 2	Salesforce 提出“No Software”理念	5
图表 3	传统软件与 SaaS 商业模式差异	6
图表 4	AppExchange 网站页面	7
图表 5	Salesforce 在 PaaS 领域布局	7
图表 6	2017Q2 企业级 SaaS 市场领军企业年排名及其增长率	8
图表 7	2013-2017 年全球 CRM 软件市场份额	9
图表 8	2013-2017 年全球销售软件市场份额	9
图表 9	Sales Force Automation (SFA) 魔力象限	9
图表 10	2013-2017 年全球营销软件市场份额	10
图表 11	2013-2017 年全球客户服务软件市场份额	10
图表 12	上市以来 Salesforce 营业收入及增速	10
图表 13	上市以来 Salesforce 净利润及增速	10
图表 14	Salesforce 收入构成	11
图表 15	上市以来 Salesforce 经营活动现金流量	11
图表 16	上市以来 Salesforce 研发费用及其占营收比例	12
图表 17	上市以来 Salesforce 销售费用及销售费用率	12
图表 18	上市以来 Salesforce 管理费用及管理费用率	13
图表 19	Salesforce 主要产品线	13
图表 20	Salesforce 收入结构	14
图表 21	Salesforce Sales Cloud	14
图表 22	Salesforce Service Cloud	14
图表 23	Salesforce Marketing Cloud	15
图表 24	Pardot——B2B 市场营销自动化方案	15
图表 25	Salesforce Platform 主要产品	15
图表 26	Salesforce 面向各行业的 CRM 解决方案	16
图表 27	汽车行业 CRM 解决方案	17
图表 28	通信行业 CRM 解决方案	17
图表 29	Salesforce 部分典型客户	18
图表 30	Salesforce 各版本产品定价	18
图表 31	Salesforce 各版本功能列表	19
图表 32	公司产品服务领域	19
图表 33	Sales 与 Service 组合定价	20

图表 34	Salesforce 客户中选择组合产品的比例大幅提升	21
图表 35	不同流失率场景下 MRR(每月的重复性收入)总额的变化.....	21
图表 36	Salesforce 客户流失率持续下降	22
图表 37	Salesforce 外延并购的两大主线	22
图表 38	Salesforce 在人工智能领域投资超过 10 亿美元	23
图表 39	上市以来 Salesforce 重要并购项目	23
图表 40	Salesforce 客户成功平台	25
图表 41	Einstein 渗透 Salesforce 各大业务板块	26
图表 42	Salesforce Einstein 在业务中的应用	27
图表 43	Salesforce 分地区营业收入 (单位: 亿美元)	28
图表 44	2009 年至今 Salesforce 估值变化	29

一、从产品到生态，SaaS 先驱的崛起之路

Salesforce 创立于 1999 年 2 月，总部设于美国旧金山。Salesforce 是客户关系管理（CRM）软件的全球领导者，于 2000 年首推 CRM 革新理念，并将其服务扩展到新的领域和行业，引入了新功能和平台功能，其创新式云平台已成为世界首屈一指的 CRM 解决方案。公司的核心任务是通过云，移动，社交，物联网（IoT）和人工智能（AI）技术，以全新的方式让客户与客户建立联系。

图表 1 Salesforce 业务规模持续增长



资料来源：天极网、华创证券

（一）二十年栉风沐雨，终成 CRM SaaS 全球领军者

回顾 Salesforce 发展历程，可大致分为三个阶段：

1、1999-2004：传统 CRM 软件的颠覆者

自成立之初，Salesforce 高举 “No Software” 大旗，向微软、Siebel、甲骨文和 SAP 等行业巨头叫板。并且通过一系列品牌与市场活动，Salesforce 成功宣传了自身的定位（SaaS 和 SFA 行业的先行者）和理念（no software）。并且，公司营收从 2001 年的 590 万美元增长至 2003 年的 5090 万美元。在 2004 年 IPO 过程中，Salesforce 的 ARR（年经常性营收）达到了 9600 万美元，公司估值为 11 亿美元。在 IPO 首日，公司股价上涨超过 55%。

图表 2 Salesforce 提出 “No Software” 理念

THE END OF SOFTWARE

Online sales force automation that makes software obsolete. As easy to use as your favorite Web site, salesforce.com lets companies of any size securely access, manage, and share sales information. No software to buy, install, or upgrade. Sign-up online and your first five users are **FREE** for one year!

Take the Tour
See how salesforce.com makes it easy to manage and share your sales information.

CLICK HERE

资料来源：小哈公社、华创证券

公司早期的成功主要得益于:

- 1) 简单、流畅的 CRM 产品。**公司开发的 CRM 软件是通过云端提供的软件即服务 (SaaS) 产品, 云端运行的方式让 CRM 更易于使用。传统的软件工具, 企业除了购买软件的成本, 还需要购买、构建和维护自己独立的 IT 硬件设备。SaaS 的出现为企业提供了另外一种解决方案, 借助 SaaS 平台, 企业只需通过网络注册使用帐号并在自己设备上对一些简单的设置, 即可以启用所需的软件服务以及通过互联网使用共享的基础设备。
- 2) 病毒式的传播分发渠道。**根据公司的营销策略, 任何一家公司的前五名用户都可以免费使用自己的 CRM 工具, 一旦一个团队成员试用这款产品之后, 可以让更多团队成员使用这款产品。在一个接受度很高的市场里销售一款自带病毒式传播模式且易于使用的产品, 帮助 Salesforce 实现较高资本效率。
- 3) 按年收费的销售模式。**公司与客户按照年签订合同, 而且需要提前付费。如果客户同意按年签订合同并付费的方案, 就可以享受到非常有力的折扣。

图表 3 传统软件与 SaaS 商业模式差异

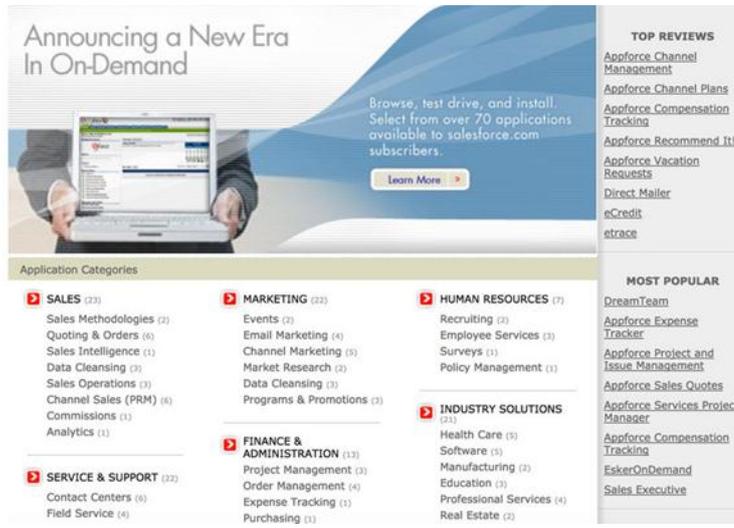


资料来源: 36 氪, 华创证券

2、2005-2014: 从 SaaS 至 PaaS 的拓展

Salesforce 早期的成功预示着更多新兴云业务公司的崛起, 而公司选择采取开放的态度拥抱这些初创 SaaS 公司。Salesforce 搭建了一个平台, 开发者可以基于 Salesforce 开发定制应用, 同时还打造了一个核心社区, Salesforce 用户可以在社区中开发和销售他们自己开发的应用。2005 年 Salesforce 发布了 AppExchange, 在这个平台上, 第三方开发者可以创建自己的应用, 并将应用销售给 Salesforce 用户社区里的其它成员。

图表 4 AppExchange 网站页面

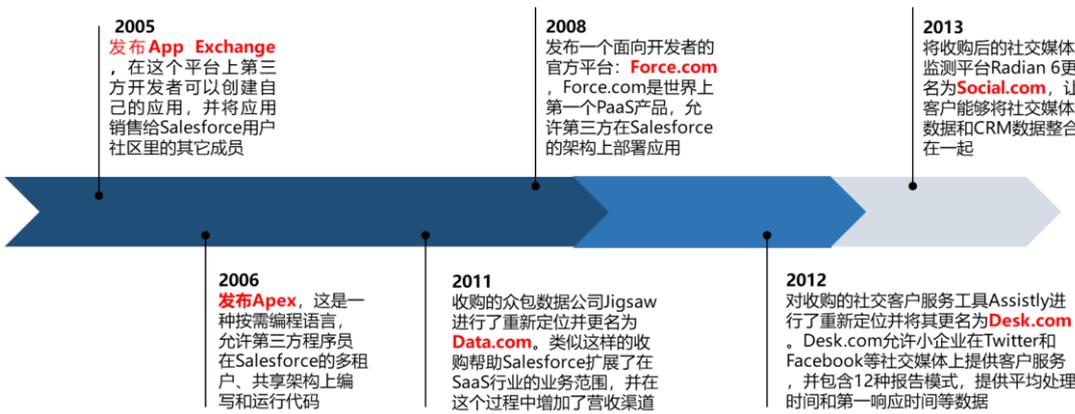


资料来源：小哈公社、华创证券

此后，Salesforce 团队陆续发布了 Apex、Force.com，其中 2008 年发布 Force.com 是世界上第一个 PaaS 产品，同时 Force.com 也为 Salesforce 创造了一个新的营收渠道，因为第三方需要付费才能使用这个平台。Force.com 同样采用了对用户非常友好的定价机制，每次登录只需 99 美分，加快了用户的获取和产品传播的速度。

同时，公司不断兼并收购，在自己的产品组合中对收购的产品进行重新定位，从而将自己的核心产品扩展到 CRM 之外的其它领域。2011 年，Salesforce 将收购的众包数据公司 Jigsaw 进行了重新定位并更名为 Data.com；2012 年 Salesforce 对收购的社交客户服务工具 Assistly 进行了重新定位并将其更名为 Desk.com；2013 年 Salesforce 将收购后的社交媒体监测平台 Radian 6 更名为 Social.com。

图表 5 Salesforce 在 PaaS 领域布局



资料来源：Wind、华创证券

3、2015-至今：打造“CRM+AI+数据”完整生态

CRM 分为四个部分：客服（Service）、销售 CRM（Sales）、营销 CRM（Marketing）和电商（Digital Commerce），在 2016 年 6 月，Salesforce 以 28 亿美元的价格收购 Demandware 后，补全了在 CRM 四块业务中的最后一块，构建起完整的 CRM 版图。

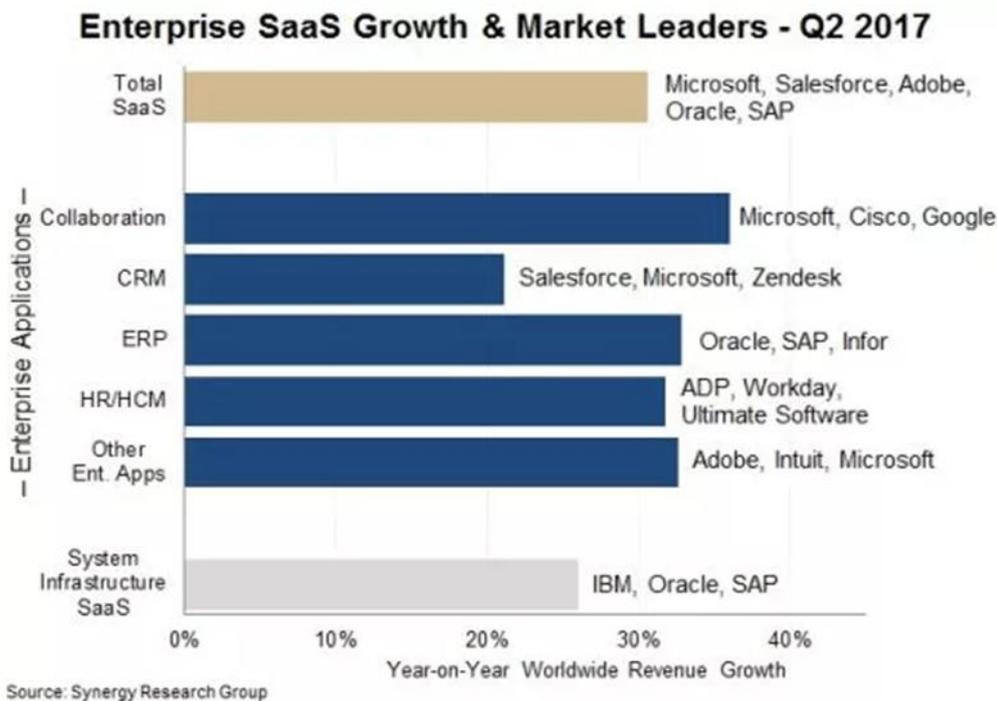
2016年，Salesforce推出了最新AI产品——Einstein（爱因斯坦），CRM+AI模式再次引起市场的关注。Einstein将会被嵌入到商业业务的范围内，自动挖掘相关商业信息，预测客户行为，推荐下一步最优行动，最终帮助客户提升销售能力。

2018年3月，Salesforce以65亿美元收购了软件制造商Mulesoft，Mulesoft提供的集成平台使用API（应用程序接口）构建连接企业应用程序、数据和设备的应用网络，帮助Salesforce链接不同应用中的数据，为Einstein提供数据支撑。2019年6月，Salesforce斥资157亿美元收购数据可视化分析公司Tableau，这是Salesforce历史上金额最高的一笔收购，Salesforce在大数据领域落下的又一重要棋子，公司“CRM+AI+数据”生态愈发完善。

（二）连续五年蝉联 CRM SaaS 全球第一，市占率持续提升

Salesforce在SaaS领域排名第二，CRM细分领域排名第一。根据市场研究机构Synergy Research的统计，微软在SaaS服务供应商中排名第一，Salesforce位居第二，Adobe、甲骨文和SAP并列第三。其中，在CRM这一细分领域，Salesforce稳居霸主地位。

图表 6 2017Q2 企业级 SaaS 市场领军企业年排名及其增长率



资料来源：Synergy Research Group、华创证券

从CRM领域来看，Salesforce的市场占有率接近20%，并且不断提升，呈现强者恒强的趋势。IDC数据显示，自2013年以来，Salesforce连续五年蝉联全球CRM市场第一，并且市场份额持续提升，2017年Salesforce的市场占有率达到19.6%，超过位居第二、三、四名的Oracle、SAP和微软的市场份额之和。与此同时，老牌的CRM厂商Oracle和SAP的市场份额却处于持续下滑中。我们认为在SaaS快速发展的浪潮下，Salesforce的市场份额有望继续提升。

图表 7 2013-2017 年全球 CRM 软件市场份额

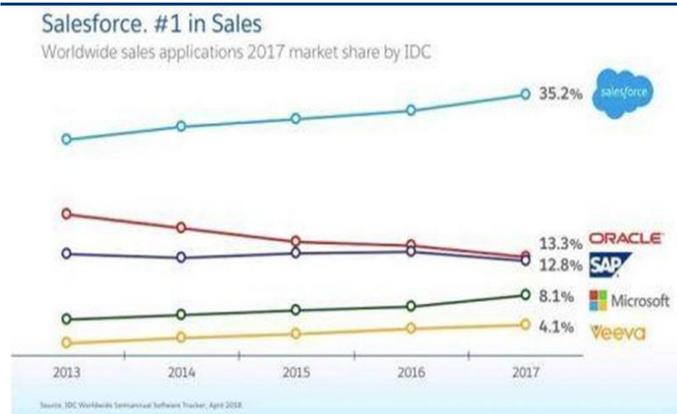


资料来源: IDC、华创证券

IDC 定义的 CRM 应用市场包括以下功能市场: 销售, 客户服务, 联络中心和市场营销应用。

- 在销售自动化 (Sales Force Automation, 简称 SFA) 领域, Salesforce 以 35.2% 市场占有率排名第一。
- 在 Gartner 的 SFA 排名中, Salesforce 也连续第 12 年保持领先地位。
- 在营销领域, 2017 年 Salesforce 重夺第一的地位, 市场占有率为 10.5%。
- 在客户服务领域, Salesforce 一骑绝尘, 市场占有率达到 38.2%。

图表 8 2013-2017 年全球销售软件市场份额



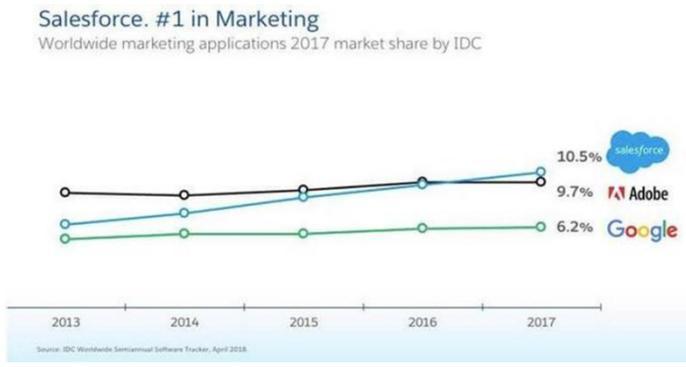
资料来源: IDC、华创证券

图表 9 Sales Force Automation (SFA) 魔力象限



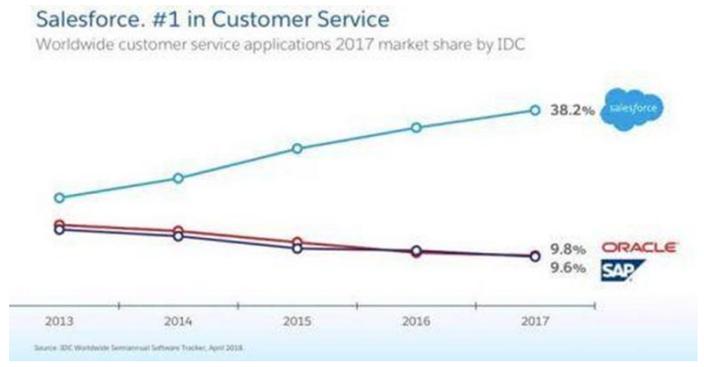
资料来源: Gartner、华创证券

图表 10 2013-2017 年全球营销软件市场份额



资料来源: IDC、华创证券

图表 11 2013-2017 年全球客户服务软件市场份额



资料来源: IDC、华创证券

二、财务分析: 营业收入稳健成长, 费用率下行驱动盈利能力提升

(一) 营业收入稳健成长, 净利润成功扭亏

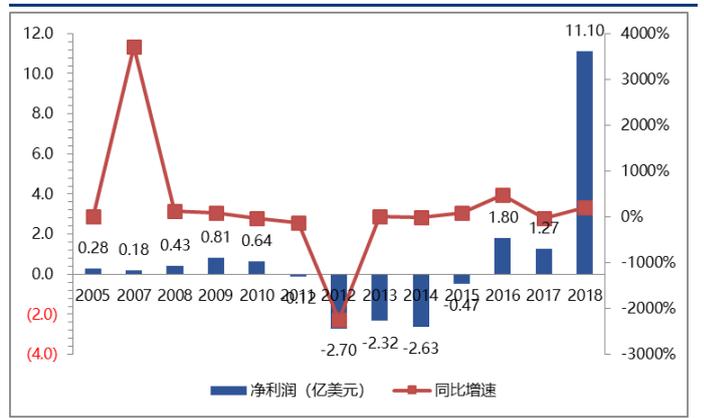
自上市以来, 公司营业收入保持稳健增长。2018 年公司实现主营业务收入 132.82 亿美元, 同比增长 26.02%, 增速达到 2015 年以来最高。作为全球 SaaS 领军企业之一, 公司收入的快速增长充分验证的全球 SaaS 市场的繁荣发展。尽管 Salesforce 营业收入始终保持较快增长, 而在 2011 年至 2015 年, 公司净利润持续亏损, 直至 2016 年才成功实现扭亏, 主要原因在于 SaaS 模式发展前期, 获客成本高所致。近两年来公司销售费用率、管理费用率逐渐下降, 业绩实现扭亏为盈。

图表 12 上市以来 Salesforce 营业收入及增速



资料来源: Wind、华创证券

图表 13 上市以来 Salesforce 净利润及增速

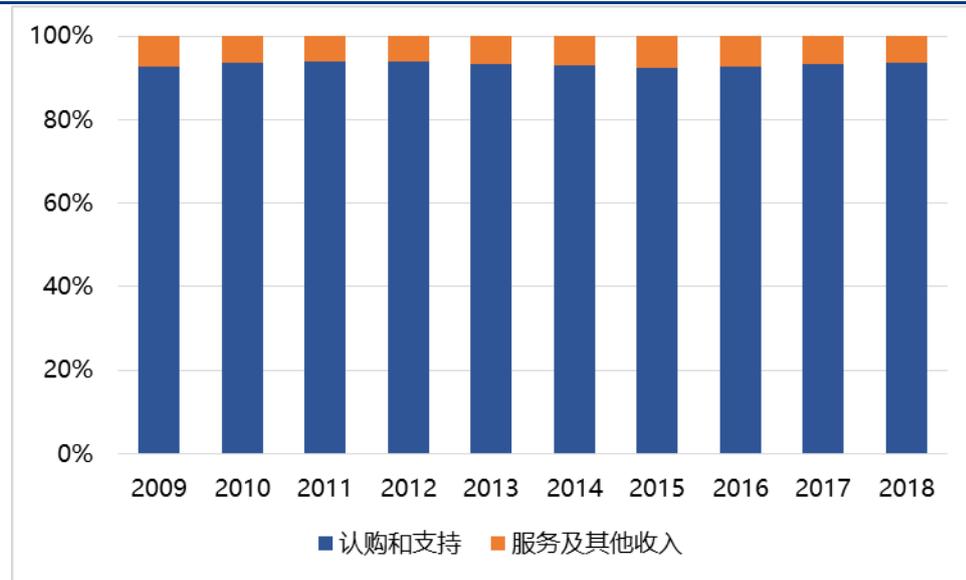


资料来源: Wind、华创证券

(二) 订阅服务模式确保经营活动现金流量健康, 投资活动活跃度高

订阅服务是公司主要收入来源。Salesforce 的收入主要来源于两个部分: 订阅与支持服务, 其他专业服务收入。2018 年公司订阅和支持收入为 124.1 亿美元, 占总收入的 93.55%, 同比增长 27%。订阅和支持收入的增长主要是由新业务量的大量增加所致, 其中包括新客户, 升级和现有客户的额外订阅。

图表 14 Salesforce 收入构成



资料来源: Wind、华创证券

SaaS 订阅服务模式确保了公司经营活动现金净流量稳健增长。上市以来公司经营活动现金流量 GAGR 在 30% 以上，在收入中的占比保持在 20%-30%，稳健的现金流量得益于公司按年预收费的订阅服务模式。

图表 15 上市以来 Salesforce 经营活动现金流量

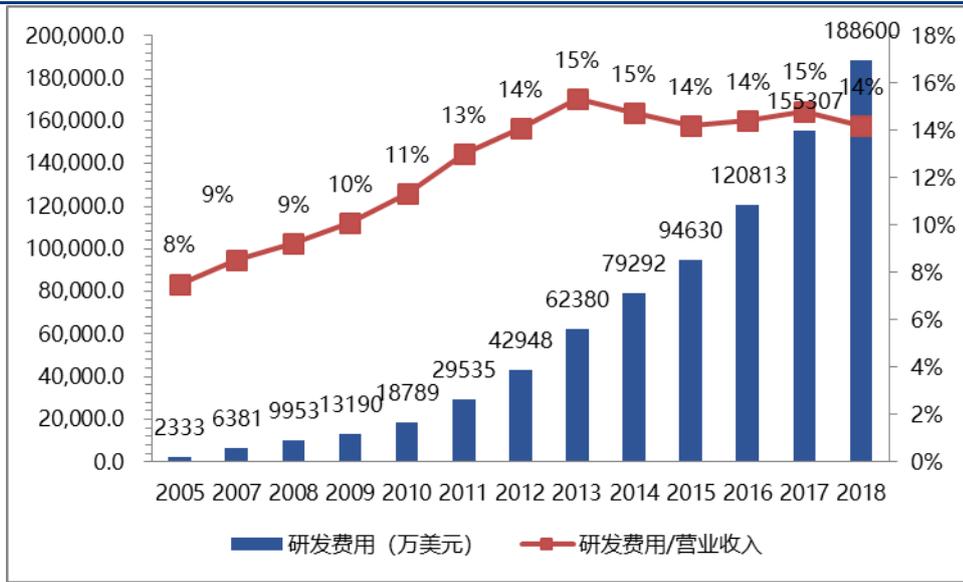


资料来源: Wind、华创证券

(三) 以 2013 年为拐点，各项费用率下降趋势已基本确立

2013 年以前 Salesforce 研发费用率持续攀升，2014 年至今基本稳定在 14%-15%。2017 年的研发费用为 18.86 亿美元，占总收入的 14.2%，在研发上的持续高投入是公司保持产品竞争力的利器。

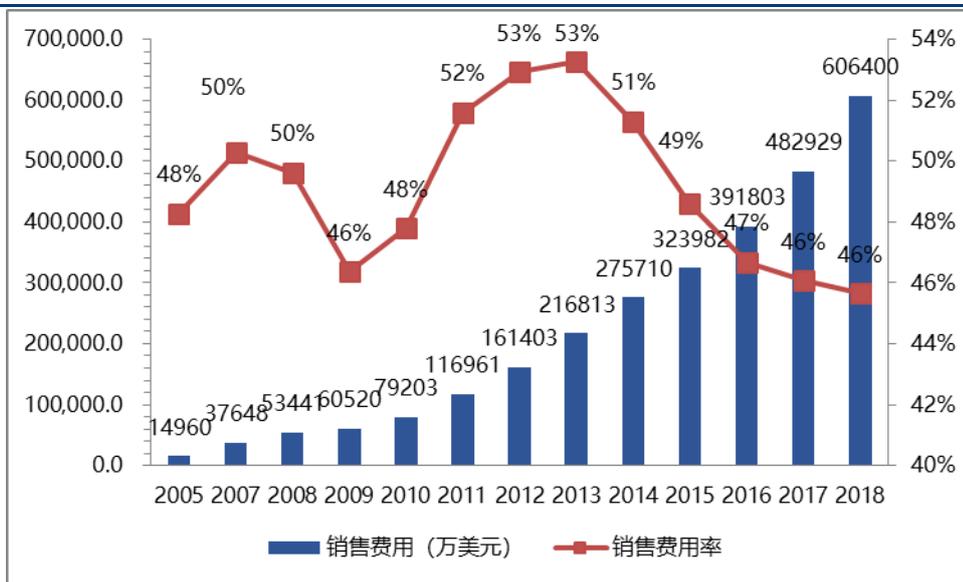
图表 16 上市以来 Salesforce 研发费用及其占营收比例



资料来源: Wind、华创证券

公司销售费用持续增长,自上市以来销售费用率始终保持在 45%以上,足可见公司对销售和营销的重视程度。2013 年 Salesforce 销售费用率达到峰值,此后随着规模效应显现,获客成本的下降推动销售费用率逐渐降低。

图表 17 上市以来 Salesforce 销售费用及销售费用率



资料来源: Wind、华创证券

管理费用率的拐点同样出现在 2013 年,此后公司管理费用率也逐渐下降,当前基本稳定在 10%左右的合理范围。

图表 18 上市以来 Salesforce 管理费用及管理费用率



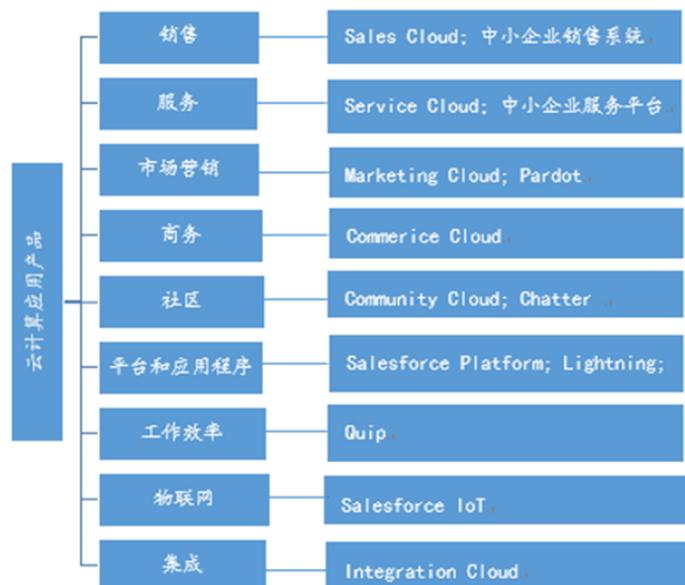
资料来源: Wind、华创证券

三、业务分析: 产品线和解决方案逐渐丰富, 营销模式优势凸显

(一) 产品线快速拓展, 构建各大行业 CRM 解决方案

Salesforce 的产品体系整体分为七大部分, 包括: 销售云、服务支持云、市场销售云、社区云、平台与应用程序云、分析云以及即将落实的 IOT 云平台服务。

图表 19 Salesforce 主要产品线



资料来源: Salesforce 官网、华创证券

公司营业收入主要来源于 Sales Cloud、Service Cloud、Marketing and Commerce Cloud 以及 Salesforce Platform 四大产品线。2017 年, Sales Cloud 收入达 35.54 亿美元, Service Cloud 收入为 28.77 亿美元, 两者合计占比达到 66%。同比增长最快的业务板块是 Marketing and Commerce Cloud, 2017 年同比增长率达 44.6%。

图表 20 Salesforce 收入结构

	2016	2017	2018
销售云 (亿美元)	30.76	35.88	40.4
同比		16.64%	12.60%
占比	39.44%	36.74%	32.55%
服务云 (亿美元)	23.43	28.83	36.21
同比		23.05%	25.60%
占比	30.04%	29.52%	29.17%
市场云 (亿美元)	9.47	13.82	18.98
同比		45.93%	37.34%
占比	12.14%	14.15%	15.29%
云平台 (亿美元)	14.33	19.13	28.54
同比		33.50%	49.19%
占比	18.37%	19.59%	22.99%

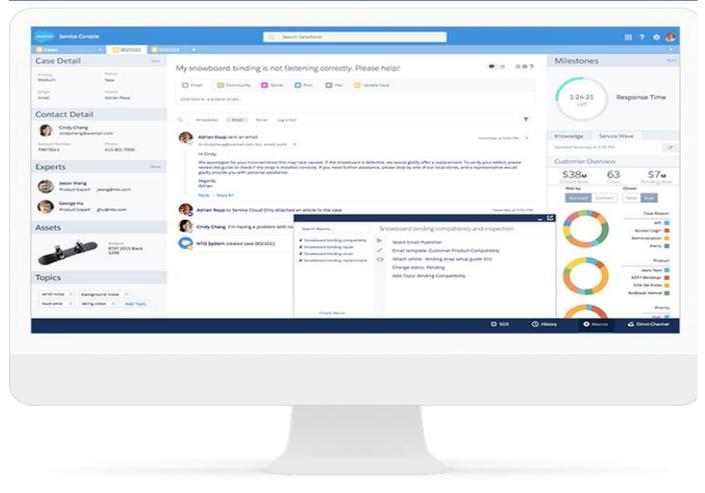
资料来源: Salesforce 年报、华创证券

1) **销售云**: 借助销售云销售管理系统, 销售团队可以随时随地在一个平台上跟踪所有客户的信息和互动情况, 实时更新客户数据更快更好地推进销售进程, 实现复杂业务流程自动化, 大幅提升工作效率。

2) **服务云**: 借助 Salesforce 呼叫中心系统, 在不同渠道为客户提供 24 小时的在线支持服务, 客户对服务的要求不断提升, 通过 Salesforce 呼叫中心软件, 可以为客户提供个性化的支持服务, 超越竞争对手。服务云还提供智能预测功能, 在问题发生之前就预测并解决, 增加客户满意度。

图表 21 Salesforce Sales Cloud

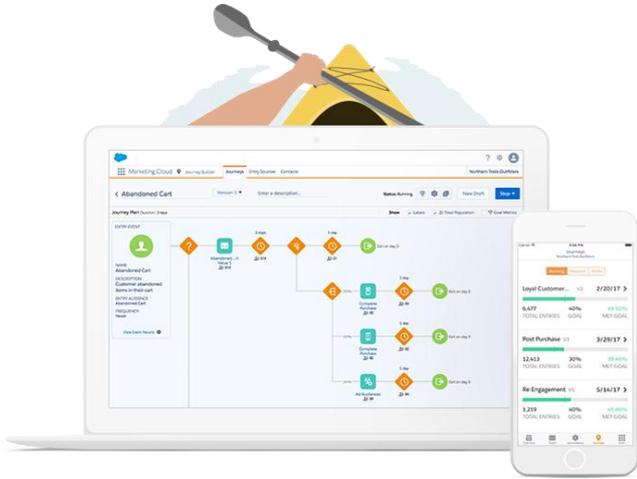

资料来源: Salesforce 官网、华创证券

图表 22 Salesforce Service Cloud


资料来源: Salesforce 官网、华创证券

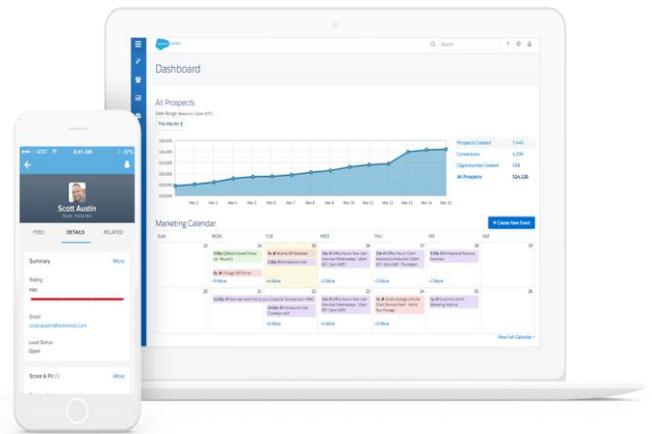
3) **市场营销**: Marketing Cloud 通过云平台获取客户数据, 充分利用每次客户互动, 打造跨渠道的客户之旅; Pardot 是 B2B 市场营销自动化方案, 通过人工智能加快销售速度。

图表 23 Salesforce Marketing Cloud



资料来源: Salesforce 官网、华创证券

图表 24 Pardot——B2B 市场营销自动化方案



资料来源: Salesforce 官网、华创证券

4)平台和应用程序: Salesforce Platform 是云计算应用一站式商店,用于构建、运行、管理和优化应用程序。App Cloud 是为客户、员工和合作伙伴构建和部署应用程序的最快捷途径; Lightning 是通过单击鼠标或代码创建强大的企业应用程序的最快速方法,使用 Lightning 平台能够构建更好的应用程序; Heroku Enterprise 使得开发人员能够使用自己偏好的编程语言和工具灵活地创建应用程序,同时保持所需的企业信任与控制。

图表 25 Salesforce Platform 主要产品

<p>Force.com</p> <p>无需编写一行代码, 就可以构建功能强大的企业应用程序, 扩展您的客户关系管理 (CRM) 解决方案。</p> <p>了解详情 ></p> 	<p>Heroku Enterprise</p> <p>创建吸引客户的应用程序, 并支持开发人员用任何语言编写代码。 直接与您的 Salesforce 数据集成。</p> <p>观看 HEROKU 演示 > 了解详情 ></p> 
<p>Shield</p> <p>以点击式工具建立信任, 实现全新的透明度、合规性和监管水平。</p> <p>观看演示 > 了解详情 ></p>	<p>环境</p> <p>通过构建 sandbox 和 scratch org, 更快地交付更优质的产品。 这些安全且隔离的环境专为构建、测试和部署应用程序和变化而设计。</p> <p>了解详情 ></p>
<p>mySalesforce</p> <p>创建一个定制品牌的移动应用程序, 轻松在 App Store 和 Google Play 上发布, 并推动员工更好地利用它。</p> <p>观看演示 ></p>	<p>Salesforce Connect</p> <p>将外部数据源集成到您的应用程序中, 并与您的后台、云和 Salesforce 实例进行安全连接。</p> <p>了解详情 ></p>
<p>IoT</p> <p>借助目前可扩展性最强的事件处理引擎, 将物联网与您的 CRM 解决方案进行连接。</p> <p>了解详情 ></p> 	<p>AppExchange</p> <p>探索全球领先的业务应用程序市场平台, 这里汇集了超过 3,000 款预集成的应用程序和组件, 适用于各个角色和各个部门。</p> <p>了解详情 ></p>

资料来源: Salesforce 官网、华创证券

陆续上架的新产品:

- 1) **社区云:** Community Cloud 充分利用社交和移动力量, 借助云端应用产品打造内容丰富、参与性强的在线社区, 建立更深层的客户关系; Chatter 是世界上处领先地位的协同办公系统, 使得从销售到营销到管理, 公司上下都扫除沟通障碍, 构建高效团队。
- 2) **物联网:** Salesforce IoT 通过云平台将物联网与最重要的客户数据连接, 主动与客户互动。
- 3) **商务云:** Commerce Cloud 借助云平台整合所有商务渠道的客户体验, 包括 Web、社交、手机、商店等不同商务渠道, 从购物、订单履行到客户服务。
- 4) **工作效率:** Quip 是一个改变部门及团队文档发送和定档方式的内容协作平台, 能够让团队通过其内置的内容协作工具, 在工作中轻松进行讨论、修改、留言, 并达成一致, 还提供实时聊天功能。
- 5) **集成:** Integration Cloud 将 Salesforce 应用程序连接至任意系统, 获得单个统一管理控制台, 在各个业务流程中创造无缝的个性化客户体验, 包括市场营销、商务、销售、服务等。

➤ **面向各垂直行业的 CRM 解决方案**

Salesforce 的业务领域覆盖面广, 其服务领域涉及金融业, 制造业, 通讯业等, 面向不同行业构建了不同的解决方案。

图表 26 Salesforce 面向各行业的 CRM 解决方案



资料来源: Salesforce 官网、华创证券

- 1) **汽车 CRM: 云端汽车智能管理。** Salesforce 可以帮助销售人员倾听客户的需求, 并在每一个联络点与客户互动, 这包括在线、移动设备、社交媒体、展厅和互联汽车在内。

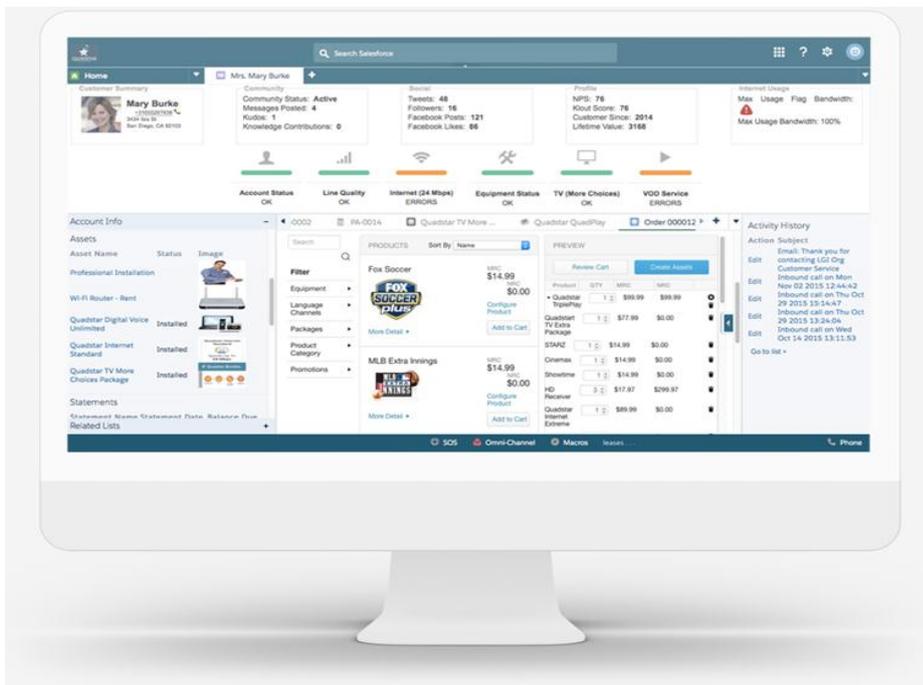
图表 27 汽车行业 CRM 解决方案



资料来源: Salesforce 官网、华创证券

2) 通信解决方案: 借助 CRM 改善客户沟通。Salesforce 通信解决方案让客户、代表、客服人员和零售商能够快速轻松地访问所有需要的确切信息, 让客户在每个阶段中都能享受更加一致的个性化体验。

图表 28 通信行业 CRM 解决方案



资料来源: Salesforce 官网、华创证券

目前, Salesforce 已经为全世界大约 15 万家不同规模的公司管理客户信息, 包括通用电气、时代华纳、宝洁、亚马

逊、摩根士丹利、美林证券等行业巨头。公司始终为客户提供优质的服务，力求提供新的社交网络，将公司产品以更加社交化的形式联系起来，并在美国欧莱雅等多家企业获得成功，业务范围囊括大中型企业与小型企业。

图表 29 Salesforce 部分典型客户



资料来源：Salesforce 官网、华创证券

(二) 阶梯定价，满足客户多层次需求

Salesforce 的成功带领企业软件进入一种新的商业模式时代：软件通过互联网和订阅租赁的方式提供给用户使用，按需定制，按月租赁，按年收费。公司针对不同企业的规模与价格承受能力，推出了 4 个主要的系列产品单价，分别为基础版，专业版，企业版与无限制版，月服务费区间在 25 美元-300 美元。用户每年需要支付租金费用来使用网站上的各种服务，按年付费。

图表 30 Salesforce 各版本产品定价

Lightning Essentials 基础版	Lightning Professional 专业版	Lightning Enterprise 企业版	Lightning Unlimited
即用型 CRM，最多可支持五个用户	功能完整的 CRM，适用于任何规模的团队	最热门产品 可针对您的业务深度自定义的销售型 CRM	无限制的 CRM 功能和支持
\$25	\$75	\$150	\$300
美元/用户/月* (按年收费)	美元/用户/月* (按年收费)	美元/用户/月* (按年收费)	美元/用户/月* (按年收费)
免费试用	免费试用	免费试用	免费试用

资料来源：Salesforce 官网、华创证券

客户使用的不同版本的功能不同，价格越高所能享受到的产品与服务越具体。

图表 31 Salesforce 各版本功能列表

功能应用	Lightning Essential 基础版 \$25 美元/用户/月	Lightning Professional 专业版 \$75 美元/用户/月	Lightning Enterprise 企业版 \$150 美元/用户/月	Lightning Unlimited 无限版 \$300 美元/用户/月	功能应用	Lightning Essential 基础版 \$25 美元/用户/月	Lightning Professional 专业版 \$75 美元/用户/月	Lightning Enterprise 企业版 \$150 美元/用户/月	Lightning Unlimited 无限版 \$300 美元/用户/月
以更便捷的方式识别和管理潜在客户。	○	○	●	●	在任意地点使用任意设备销售。	●	●	●	●
管理客户和销售详细信息。	○	○	●	●	更准确地跟踪销售。	—	○	●	●
客户和联系人管理	●	●	●	●	配置、定价、报价和计费。	—	●	●	●
Einstein Account Insights			●	●	获取实时销售洞察。	○	○	●	●
业务机会管理	●	●	●	●	在整个公司内部协作。	○	●	●	●
可自定义的销售流程	●	●	●	●	将 Salesforce 推广给您的合作伙伴。	—	○	●	●
Einstein 业务机会见解			●	●	更轻松地开展交叉销售和追加销售。	○	●	●	●
销售团队			●	●	定制化和自动化流程。	○	○	●	●
任务管理、活动提醒传输	●	●	●	●	将销售信息与任何应用程序连接。	○	●	●	●
Einstein Activity Capture	●		●	●	充分利用 Salesforce。	○	●	●	●
全部纳入日历	●		●	●					
Sales Console 应用程序		●	●	●					
Lightning 仪表盘	●	●	●	●					
个人账户		●	●	●					
Einstein 自动化联系人			●	●					

资料来源: Salesforce 官网、华创证券

此外, 公司针对大型、中型、小型企业提供不同的产品和组合服务, 按阶梯定制产品。

图表 32 公司产品服务领域

服务类别	Sales Cloud	Service Cloud	Marketing Cloud	Force.com	Chatter	Data.com	Work.com
基础服务	Contact Manager	Professional Edition	Basic	Force.com OneApp	Chatter	Data.com Lists	Motivate
中级服务	Group	Enterprise Edition	Professional	Force.com Enterprise	Chatter Plus	Data.com Clean	Align
高级服务	Professional	Unlimited	Corporate	Force.com Unlimited		Data.com Corporate	Perform
	Enterprise		Enterprise			Data.com Premium	
	Unlimited						

资料来源: 易观智库、华创证券

(三) 交叉销售, 有效提升客单价

交叉销售即借助 CRM (客户关系管理), 发现有顾客的多种需求, 并通过满足其需求而销售多种相关产品或服务的一种新兴营销方式, 常见的产品形态就是组合产品、套餐搭配、配件中心等。交叉销售是提升客单价的有效手段之一, 例如, 公司将 Sales 与 Service 组合定价, 组合产品价格高于 Sales Cloud 和 Service Cloud 单独定价的价格。

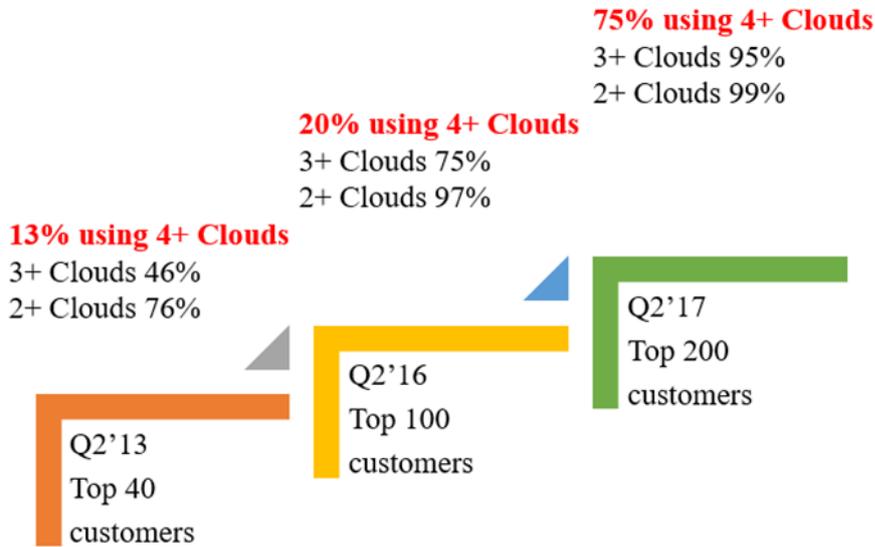
图表 33 Sales 与 Service 组合定价



资料来源: Salesforce 官网、华创证券

公司的交叉销售策略取得显著成效。根据公司 2017 年 Dreamforce 大会资料, 2013 年, 公司前 40 大客户中, 仅有 13% 的客户使用了 4 种以上的 Salesforce 云服务; 而到 2017 年, 公司前 200 大客户中, 有 75% 的客户使用了 4 种以上的 Salesforce 云服务。

图表 34 Salesforce 客户中选择组合产品的比例大幅提升

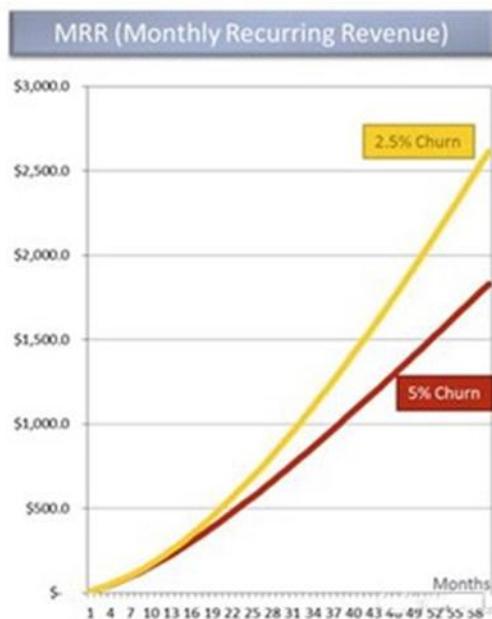


资料来源: Dreamforce 大会资料, 华创证券

(四) 低流失率, 确保重复性收入的可持续性

客户流失率对 SaaS 企业的整体营收影响巨大。当 SaaS 企业的规模越来越大, 基础订户的规模变得足够大以至于相对于这个基础任何一种流失率都成为很大的数字, 收入的损失要求来自新客户越来越多的订单替代流失率, 因此客户流失率的上升会使企业增长大幅放缓。

图表 35 不同流失率场景下 MRR(每月的重复性收入)总额的变化



资料来源: SaaS 学堂, 华创证券

Salesforce 客户流失率从 2011 年开始持续下降，目前流失率小于 10%。根据年报数据，截至 2018 年 1 月 31 日，Salesforce 目前不包括营销云和商务云服务产品的客户流失率为 8% 至 9%；包括营销云服务产品的客户流失率不足 10%。

图表 36 Salesforce 客户流失率持续下降



资料来源：格隆汇、华创证券

四、外延式战略：围绕产品和技术两大主线并购，综合实力持续增强

自上市以来 Salesforce 并购交易频繁。根据 36 氪统计数据，2016 年，Salesforce 有 58 笔交易价值超过 1 亿美元，支出约 50 亿美元。2018 年，Salesforce 以大约 59 亿美元收购软件制造商 Mulesoft Inc，以加强其云计算资产组合，这是 Salesforce 有史以来最大规模的一次收购交易，帮助其获得 MuleSoft 的 1200 名客户并拓展公司软件产品。

图表 37 Salesforce 外延并购的两大主线



资料来源：36 氪、华创证券

Salesforce 外延并购主要围绕两条核心主线：技术逻辑与产品逻辑。从产品逻辑上看，Salesforce 通过并购整合实现了从单一 CRM 领域产品向全品类通用 SaaS 巨头的跨越。Salesforce 早期从中小型客户切入，通过资本市场上的外延并购，逐步补充和完善自己的产品线，其中收购标的涵盖了财务、HR、ERP、大客户流程管理软件等。例如，salesforce 收购 Radian6 打造社交营销云，通过收购 Rypple 切入人力资源软件销售市场。

从技术逻辑来看，Salesforce 通过并购整合实现“CRM+AI+数据”完整生态的构建。技术并购帮助 Salesforce 从 PC 时代跨越到互联网，再从移动互联网到云计算，再到人工智能、大数据，使 Salesforce 能够利用高新科技去完善自己的底层架构与技术储备。1) 可以发现，2013 年开始，Salesforce 对深度学习、机器视觉类等人工智能技术重视度提升，先后收购了 Prediction IO、MetaMind 等人工智能公司，其中 Prediction IO 专注于人工智能的随机森林算法，MetaMind 聚焦在深度学习领域。

图表 38 Salesforce 在人工智能领域投资超过 10 亿美元



资料来源：Dreamforce 大会资料

2) 近期，Salesforce 开始关注数据类标的。包括营销数据初创公司 Krux，数据库提供商 Attic Labs 等。Salesforce 掌握着大量的客户数据，可以帮助连接到云或者其它设备上，将更多的数据带入到其平台，增加其平台价值。

图表 39 上市以来 Salesforce 重要并购项目

时间	名称	领域	金额
2006.04	Sendia	企业级无线方案解决商	1500 万美元
2006.08	Kieden	SEM 应用	NA
2007.04	Koral Technologies	企业级内容管理软件	NA
2008.08	InStranet	商业管理软件	3150 万美元
2009.12	GroupSwim	商业协作软件	NA
2009.12	Informavores	企业流程管理应用提供商	NA
2010.04	Jigsaw	企业专家在线交流及知识分享平台	1.42 亿美元
2010.05	Sitemasher	SaaS 管理平台，云端管理软件	NA
2010.09	Activa Live	云端聊天软件	NA

时间	名称	领域	金额
2010.10	Salesforce Japan	云工具开发商	1.7 亿美元
2010.12	Heroku	多种语言开发工具（云端）	250 万美元
2010.12	Etacts	CRM 里的工具软件	NA
2011.02	manymoon	类似于 teamambition 的工作软件	NA
2011.03	Radian6	社会化媒体信息监控平台	3.26 亿美元
2011.08	Navajo Systems	帮助中小企业建立私有云服务	NA
2011.09	Desk	社交帮助平台	8000 万美元
2011.09	Assistly	客户服务解决方案	0.59 亿美元
2011.11	Model Metrics	移动社交云计算	0.67 亿美元
2011.12	Rypple	人力资源管理应用服务提供商	0.51 亿美元
2012.05	Stypi	在线协作文字编辑软件	NA
2012.06	Salesforce Buddy Media	社交媒体营销服务公司	6.89 亿美元
2012.06	ChoicePass	员工津贴、奖励管理平台	NA
2012.07	Golnstant	社交媒体工具服务商	7000 万美元
2013.02	EntropySoft	企业信息聚合云管理平台	NA
2013.05	ClipBoard	网络内容浏览抓取软件	1200 万美元
2013.06	ExactTarget	云端市场软件	25 亿美元
2013.06	EdgeSpring	利用其技术为 Wave 提供搜索索引能力	1.34 亿美元
2013.07	exacttarget	数字营销解决方案	25.84 亿美元
2013.11	Prior Knowledge	企业云端大数据挖掘平台	NA
2014.07	RalateIQ	大数据智能关系管理	3.9 亿美元
2015.04	Toopher	防止网络欺诈，非法交易认证平台	NA
2015.05	Tempo AI	具有人工智能属性的日历	NA
2015.12	MinHash	借用人工智能从所有媒体、社交渠道采集信息	NA
2015.12	SteelBrick	配置价格报价软件	3.6 亿美元
2016.02	PredictionIO	开放式机器学习服务	NA
2016.04	MetaMind	语言方面的深度学习和基于视觉的应用	NA
2016.07	Demandware	电子商务平台解决方案	28 亿美元
2016.08	Quip	在线协作办公平台	7.5 亿美元
2016.09	BeyondCore	企业分析平台	1.07 亿美元
2016.10	Krux	营销数据橱窗企业	7 亿美元
2016.12	Twin Prime	通过机器学习提供移动应用绩效与运行速度的初创公司	NA

时间	名称	领域	金额
2018.01	Attic Labs	开发 Nom 去中心化开源数据库	NA
2018.03	MuleSoft Inc	应用程序界面 (API) 相关业务, 生产的软件为企业提供了自动集成各种应用程序、设备和不同数据的工具	59 亿美元
2019.06	Tableau	数据可视化分析公司	157 亿美元

资料来源: 36 氪, 华创证券

五、未来发展方向: 智能化&国际化

➤ 智能化

Gartner 2016 年 CRM 市场分析报告提出“分析、机器学习和 AI 是 CRM 未来发展方向”的结论, 认为这将在未来三年内彻底改变 CRM。2017 年, Salesforce 推出了最新 AI 产品——Einstein (爱因斯坦), Salesforce Einstein 是 CRM 的首款全面 AI 产品。它融合一整套 AI 技术, 不仅让 Customer Success Platform 更加智能, 还将 AI 带给各个领域的开拓者。

Einstein 具有以下特性:

- 数据就绪-无需准备数据或管理模型。只需将数据放入 Salesforce 即可。
- 建模就绪-多租户自动机器学习意味着将为组织自动匹配恰当的模式。
- 生产就绪-无需开发运营 属于同样可信赖的 Salesforce 平台, 具有模型管理和监控工具

图表 40 Salesforce 客户成功平台



资料来源: Dreamforce 大会资料

凭借 CRM 的全面 AI 产品 Einstein, 可成为 AI 优先的公司, 从而提高智能化程度并更好地预见客户需求。

- 销售人员能够先于顾客了解他们的需求, 从而预测潜在业务机会并超出客户期待。
- 服务人员可以预测情况, 避免潜在问题发生, 提供主动的服务。

- 营销人员可以开展预见性的活动，营造前所未有的个性化客户体验。
- IT 人员则可以将智能融入每个角落并为员工和客户创建更加智能的应用程序。

图表 41 Einstein 渗透 Salesforce 各大业务板块



资料来源: Dreamforce 大会资料

例如，Salesforce 提供的 Sales Cloud Einstein，它可以预测哪些潜在客户最有可能转换成商机。Einstein 与 Salesforce Inbox 结合可自动创建新的联系人记录和角色。包括 Salesforce Inbox 在内的爱因斯坦每个用户每月收费 50 美元。美国银行已经部署了 Salesforce Einstein 功能，包括 Predictive Lead Scoring 和 Einstein Analytics，用于客户流失分析和保留。此外它还采用了 Einstein Discovery，以更好地了解客户行为和交叉销售机会。该银行预计将把 Einstein 推广给全公司 2000 名面向客户的财务顾问，希望能够“大规模提供个性化服务”以及“创造具有差异化的客户体验”。

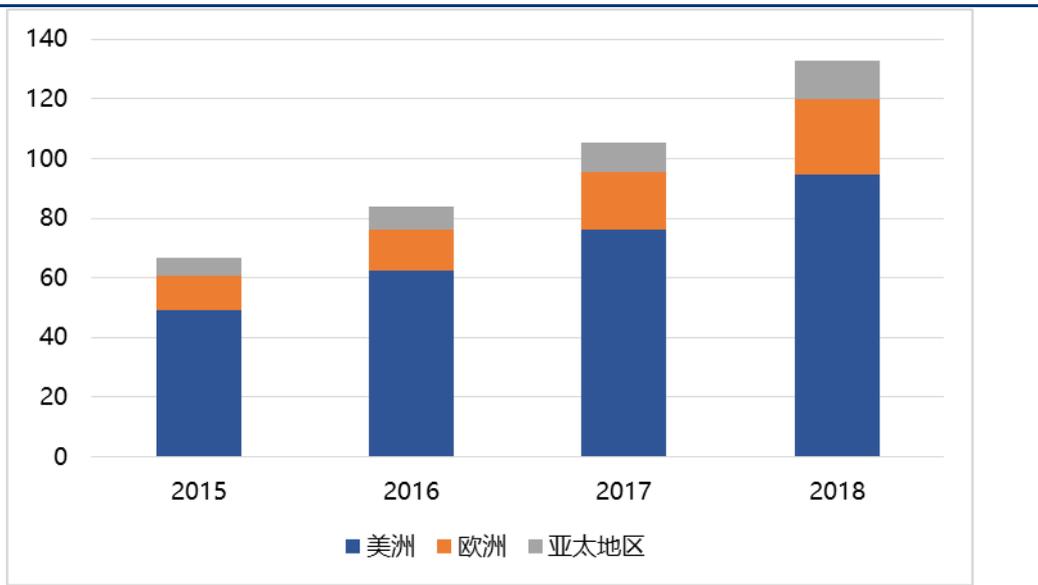
图表 42 Salesforce Einstein 在业务中的应用

销售云	优势	成本
Einstein Opportunity Insights	了解最可能和最不可能的机会	每位用户每月50美元 (包括所有4项功能)
Einstein Account Insights	了解客户公司的影响因素	
Einstein Lead Scoring	优先考虑最高价值的潜在客户	
Einstein Activity Capture (also available in Salesforce Inbox)	自动记录客户订单并花更多时间销售	
服务云	优势	成本
Einstein Supervisor Insights	通过实时, 全渠道洞察和人工智能分析, 使管理人员能够有效管理大规模的服务运营	全渠道主管: 服务云企业版及以上; 服务: 每用户每月75美元; 智能数据发现: 定价基于数据和用户而定
APP Cloud	优势	成本
Einstein Vision	利用计算机视觉转换应用	
Heroku 组件	1,000个预测/月	免费试用
	10,000个预测/月	\$40/月
	250,000个预测/月	\$850/月
	1000,000个预测/月	\$3400/月
Force.com APEX API	1000,000个预测/月	\$4000/月
商业云	优势	成本
Einstein Email	为每个客户电子邮件提供定制内容	基于联系人的数量收费
Einstein Recommendations	为每位购物者提供个性化的推荐	包含Commerce Cloud
Einstein Commerce Insights	将客户数据转化为可操作的营销洞察力	包含Commerce Cloud
社区云	优势	成本
Einstein Recommendations	为每个社区成员提供最相关和量身定制的内容	包括Community Cloud
Einstein Experts	帮助成员找到对他们最重要的主题的认证专家	包括Community Cloud
Einstein Trending Posts	智能地展示与合作伙伴的讨论内容	包括Community Cloud
营销云	优势	成本
Einstein Social Insights	通过分析社交对话, 深入了解客户	包含在Marketing Cloud Social Studio中
Einstein Segmentation (Power)	为每个广告系列构建最佳受众群体 (仅限企业版)	20%的数据收集活动
Einstein Journey Insights (Power)	揭示最佳事件序列以优化每个旅程 (仅限Premium和Enterprise软件包)	-
Einstein Recommendations	提供下一个最佳产品, 内容或提供专业版 (仅包括电子邮件建议)	\$1250/月
	公司 (包括电子邮件和网络推荐)	\$3750/月
	企业 (包括电子邮件和网络推荐)	-
分析云	优势	成本
Einstein Data Discovery	在几分钟内自动分析数百万个数据组合	定价即将推出

资料来源: Salesforce 官网、华创证券

➤ 国际化

目前美洲市场仍然是 Salesforce 的主战场, 但欧洲与亚太市场迅速增长。根据 2017 年 Dreamforce 大会资料, 截至 2016 年, Salesforce 在欧洲、中东和部分亚洲地区以及由日本、亚太和中国组成的地区销售额仅占这些地区总潜在市场 7%。

图表 43 Salesforce 分地区营业收入 (单位: 亿美元)


资料来源: Wind、华创证券

● 联手谷歌云服务, 以实现国际扩张

2017 年 11 月 8 日, Salesforce 宣布与谷歌云服务套件 G Suite 建立合作关系, 以支持其快速增长的全球客户群。Salesforce 客户将在不需要增加费用的基础上, 在一年之内免费获得 Alphabet 旗下谷歌提供的 G Suite 服务许可。同时, Salesforce 还将与谷歌分析工具 Google Analytics 整合, 让这两个平台共享销售、营销和广告等数据。

● 斥资 25 亿美元拓展英国市场

2018 年 6 月 13 日, Salesforce 宣布未来五年将在英国市场上投资 19 亿英镑(约合 25 亿美元), 将利用这些投资来增加英国员工数量, 扩展数据中心容量和办公空间等。2018 年 5 月, Salesforce 已在英国设立了欧洲的首个创新中心, 2019 年 Salesforce 还计划在英国设立第二座数据中心。

● 联手阿里巴巴, 进军中国市场

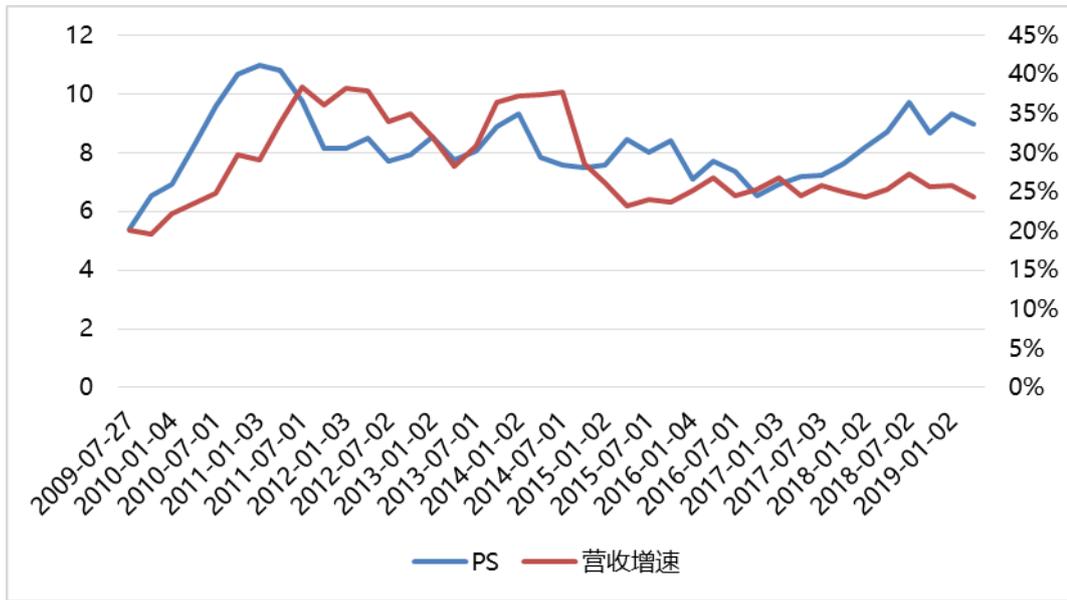
2019 年 7 月 25 日, Salesforce 宣布与阿里巴巴达成战略合作, 将向国内客户开放 CRM 平台, 提供包括销售云、服务云、商业云以及 Salesforce 平台在内的多种服务。阿里巴巴将成为中国大陆、香港、澳门以及台湾客户的独家 Salesforce 软件提供商, 并且只销售 Salesforce 的企业 CRM 产品套装。

六、风险提示

政策支持力度不及预期; 市场竞争加剧; 云化执行不及预期。

附：Salesforce 估值（PS）变化图

图表 44 2009 年至今 Salesforce 估值变化



资料来源：Wind、华创证券

计算机组团队介绍

组长、首席分析师：陈宝健

清华大学计算语言学硕士。曾任职于国泰君安证券、安信证券。2017年加入华创证券研究所。2015年新财富最佳分析师第2名团队成员，2016年新财富最佳分析师第6名团队成员。

分析师：邓芳程

华中科技大学硕士。曾任职于长江证券。2017年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘逍遙

中国人民大学管理学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500