

AI 工具多场景覆盖，经营利润持续释放

投资评级：增持（首次）

报告日期：2024-05-13

收盘价（美元）	276.67
近 12 个月最高/最低（美元）	318.3/193.4
总股本（百万股）	970
流通股本（百万股）	939
流通股比例（%）	96.8
总市值（亿美元）	2,684
流通市值（亿美元）	2,598

公司价格与纳斯达克走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 英伟达(NVDA)：受益数据中心 AI 芯片高景气度，上游供应链响应快速
2024-01-04

2. AMD：24 年增长可期，AI 芯片 MI300 驱动公司转型
2023-12-28

主要观点：

● 早期亏损已填平，经营侧利润持续释放

Salesforce 已走出了 SaaS 行业公司前期投入高于收入的时期，用户量的积累形成规模相应，均摊了早期的转型布局基础设施的成本。长期看，早期的投入会随时间推移不断被用户摊薄，SaaS 模式较高的用户留存和规模效应使得后期收入持续稳定增长，不断拉小与投入的差距直至反超。目前公司已经度过了早期亏损时期，在 2016-2017 年期间，公司收入逐渐赶超营业费用，利润由负转正。2024 财年公司首次实现销售管理费用和研发费用负增长，利润端后续有望持续提升。

● “PaaS+SaaS” 提高客户个性化需求想象空间

Salesforce 拥有以 PaaS 平台为底层的架构核心，为上层 SaaS 模式应用提供平台。“PaaS+SaaS” 的优势在于：1. 成本优化。PaaS 平台可以统一架构，减少了在外租借 PaaS 平台费用。2. 自有 PaaS 平台便于管理上层的 SaaS 软件的 API，提升数据的迁移性，使得软件间形成互通能力。3. 完善的 PaaS 平台和成熟的工具可以引入开发者进行创作，形成良好的应用生态，增加用户粘性。

● 深耕客户需求，AI 功能提升使用体验

Salesforce 多款 AI 产品实现多领域覆盖。Einstein GPT 是全球第一个 CRM 生成式 AI。大模型的爆发式增长致使通用大模型逐渐满足不了部分企业定制化或者差异化需求，因此在 CRM 领域，Salesforce Einstein GPT 集成了所有旗下云产品，为客户实现自动语言响应、电子邮件编辑等个性化内容，大幅减少了用户学习和操作使用的时间成本。Einstein GPT 高定制属性与行业专业性使得其可以更迅速地适应客户不断变化的需求，在更新迭代的频率上也更胜一筹。

● 投资建议

预计 Salesforce FY2025E/ FY2026E/ FY2027E 收入分别为 387.8/436.5/497.1 亿美元，对应 yoy 为 11.2%/ 12.6%/ 13.9%，Non-GAAP 净利润分别为 97.5/ 111.0/ 126.0 亿美元，对应 yoy 为 20.5%/ 13.9%/ 13.5%，对应 PE 为 27.8/ 24.4/ 21.5，对应 PS 为 7.0/ 6.2/ 5.4。公司深耕 CRM 赛道，AI 赋能巩固其行业地位，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧风险，政策不确定性风险，AI 监管不确定性风险等。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	34,857	38,775	43,652	49,706
收入同比 (%)	11.2%	11.2%	12.6%	13.9%
归属母公司净利润 (Non-GAAP)	8,087	9,748	11,098	12,601
归属母公司净利润同比 (%)	54.7%	20.5%	13.9%	13.5%
毛利率 (%)	75.5%	75.8%	75.8%	75.8%
ROE (%)	14%	15%	16%	17%
每股收益 (美元)	4.76	5.42	5.84	6.30
P/E	53.5	27.8	24.4	21.5
P/S	7.9	7.0	6.2	5.4
P/B	4.5	4.3	4.0	3.6
EV/EBITDA	18.6	17.1	15.3	13.4

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

正文目录

1 行业表现亮眼，商业模式可持续性发展	5
1.1 IAAS、PAAS 和 SAAS	5
1.2 SAAS 行业表现	6
1.3 SAAS 产品特性加速行业发展，内在价值回归稳定	8
2 CRM 行业龙头企业，云化+并购推动公司发展	10
2.1 发展历程	10
2.2 收购历程	11
2.3 公司主营业务表现稳定，RPO 增长带来业绩增量	12
2.4 剩余履约义务（RPO）稳定增长	15
3 AI 多场景布局贡献增量	16
3.1 AI 产品矩阵	16
3.2 AI 增量测算	19
4 核心竞争力	21
4.1 已度过早期亏损时期，后续经营侧持续释放利润	21
4.2 PAAS+SAAS 提高客户个性化需求想象空间	22
4.3 深耕客户需求，AI 功能提升使用体验	23
5 财务分析	24
6 盈利预测与估值	26
6.1 驱动因素假设	26
6.2 相对估值	27
风险提示：	28
财务报表与盈利预测	29

图表目录

图表 1 IAAS、PAAS 和 SAAS 部署管理对比	5
图表 2 云计算部署模式	5
图表 3 IAAS、PAAS 和 SAAS 对比	6
图表 4 BVP NASDAQ EMERGING CLOUD INDEX 表现	7
图表 5 BVP NASDAQ EMERGING CLOUD INDEX 市值前十公司 (截止至 2024.05.09)	7
图表 6 SAAS 行业市场规模 (十亿美元)	9
图表 7 2021-2023 年云软件企业收入与现金流转化情况	9
图表 8 全球 CRM 市场市场份额情况	10
图表 9 SALESFORCE 发展历程	11
图表 10 SALESFORCE 部分并购项目	11
图表 11 SALESFORCE 主营业务图	12
图表 12 SALESFORCE 产品交互图	13
图表 13 SALESFORCE SALES CLOUD 价格	14
图表 14 SALESFORCE SERVICE CLOUD 价格	14
图表 15 SALESFORCE MARKETING CLOUD ACCOUNT ENGAGEMENT 定价	15
图表 16 按季度 FY21-FY24 SALESFORCE PRO 情况 (十亿美元)	16
图表 17 SALESFORCE 主要 AI 产品及平台内容	17
图表 18 EINSTEIN COPILLOT 界面	18
图表 19 EINSTEIN COPILLOT STUDIO 界面	18
图表 20 EINSTEIN GPT TRUST LAYER 运作原理	18
图表 21 SALESFORCE 美国客户按公司规模分类情况	19
图表 22 SALESFORCE 客户结构	19
图表 23 SALESFORCE 大客户提供 AI 增量	20
图表 24 SALESFORCE 中客户提供 AI 增量	20
图表 25 SALESFORCE 非购买 AI CLOUD 中客户不同席位下提供 AI 增量	20
图表 26 SALESFORCE 小客户不同席位下提供 AI 增量	21
图表 27 SALESFORCE 三费与毛利情况	22
图表 28 SALESFORCE 平台情况	22
图表 29 不同规模企业 SAAS 需求	23
图表 30 SALESFORCE 总营收情况 (百万美元)	24
图表 31 SALESFORCE 经调整净利润 (百万美元)	24
图表 32 SALESFORCE 净利率与毛利率情况	25
图表 33 SALESFORCE 三费情况	25
图表 34 SALESFORCE 经调整 EBITDA 情况 (百万美元)	26
图表 35 SALESFORCE 核心财务指标假设 (百万美元)	27
图表 36 SALESFORCE 及可比公司 23-25 年一致预期 (日期: 2024-5-13)	28

1 行业表现亮眼，商业模式可持续性发展

1.1 IaaS、PaaS 和 SaaS

云计算是 2006 年首次提出的革命性技术，允许用户通过互联网远程访问和存储服务器计算资源，为个人与企业带来了数据使用与存储的灵活性和扩展性想象空间。对于企业而言，可以根据其特定的需求选择不同的云计算解决方案，方案模型包括基础设施即服务 (IaaS)、平台即服务 (PaaS) 和软件即服务 (SaaS)。

图表 1 IaaS、PaaS 和 SaaS 部署管理对比

	On-premises 本地部署	IaaS 基础设施即服务	PaaS 平台即服务	SaaS 软件即服务
应用程序	数据	数据	数据	数据
	应用	应用	应用	应用
平台软件或环境	运行时	运行时	运行时	运行时
	中间件	中间件	中间件	中间件
	操作系统	操作系统	操作系统	操作系统
基础架构资源	虚拟化	虚拟化	虚拟化	虚拟化
	网络	网络	网络	网络
	存储	存储	存储	存储
	服务器	服务器	服务器	服务器

■ 用户管理 ■ 云计算供应商管理

图表 2 云计算部署模式



资料来源：网易云商，华安证券研究所

资料来源：网易云商，华安证券研究所

1) IaaS

IaaS 是云计算中的基础服务模型，用户可以通过订阅租用计算资源，这种模式可为企业省去购买和维护服务器的费用，并有更好的延展性。IaaS 优势在于灵活性、扩展性和成本效益。可以为企业免除新业务初期购买服务器的时间与金钱成本，实现快速部署。

目前主要的 IaaS 提供商有三个，分别为：1. 亚马逊 AWS。用户可以在 EC2 中启动任意数量虚拟服务器，实现快速管理资源。2. 微软 Azure。Azure 提供虚拟机服务，支持多种系统。3. Google 云平台。GCP 提供高性能虚拟机，支持定义机型，另外 GCS 适用于存储大规模不可变数据。

2) PaaS

PaaS 提供了云计算平台，为用户开发、运行和管理程序提供平台。PaaS 主要包括数据库管理和开发工具等，具备高度自动化和抽象化属性，无需进行底层设施的管理就可以进行应用程序的创造部署。PaaS 优势在于开发效率高，在完整的开发环境下减少了用户配置基础设施的时间，适用于需要快速交付的及需要高频次更新迭代的项目。

主要 PaaS 提供商包括：1. Heroku。支持开发者在没有服务器管理的情况下进行应用程序的管理与应用，适用于中小型项目。2. Google App Engine。允许开发者在 Google 的基础设施上构建管理 web 应用程序，自动处理应用的伸缩性。3. 微软 Azure App Service。与 Google 相似，微软 PaaS 可以

全托管进行 web 应用构建部署。

3) SaaS

SaaS 通过订阅的模式提供应用程序进行服务。用户可以通过互联网使用软件，无需安装和维护。SaaS 的优势是方便与安全，但软件是由第三方提供，因此需要依赖服务商的使用规则。

主要的 SaaS 提供商包括：Salesforce、微软、Adobe、Google Workspace 等。

图表 3 IaaS、PaaS 和 SaaS 对比

	IaaS	PaaS	SaaS
成本效益	减少物理硬件需求，减少前期投资	消除对开发工具和环境的投资	减少软件购买和维护的成本
灵活性与可扩展性	高	中	低
适用类型	对基础设施控制需求高	对开发部署速度要求高	适用需要即时访问和使用的用户

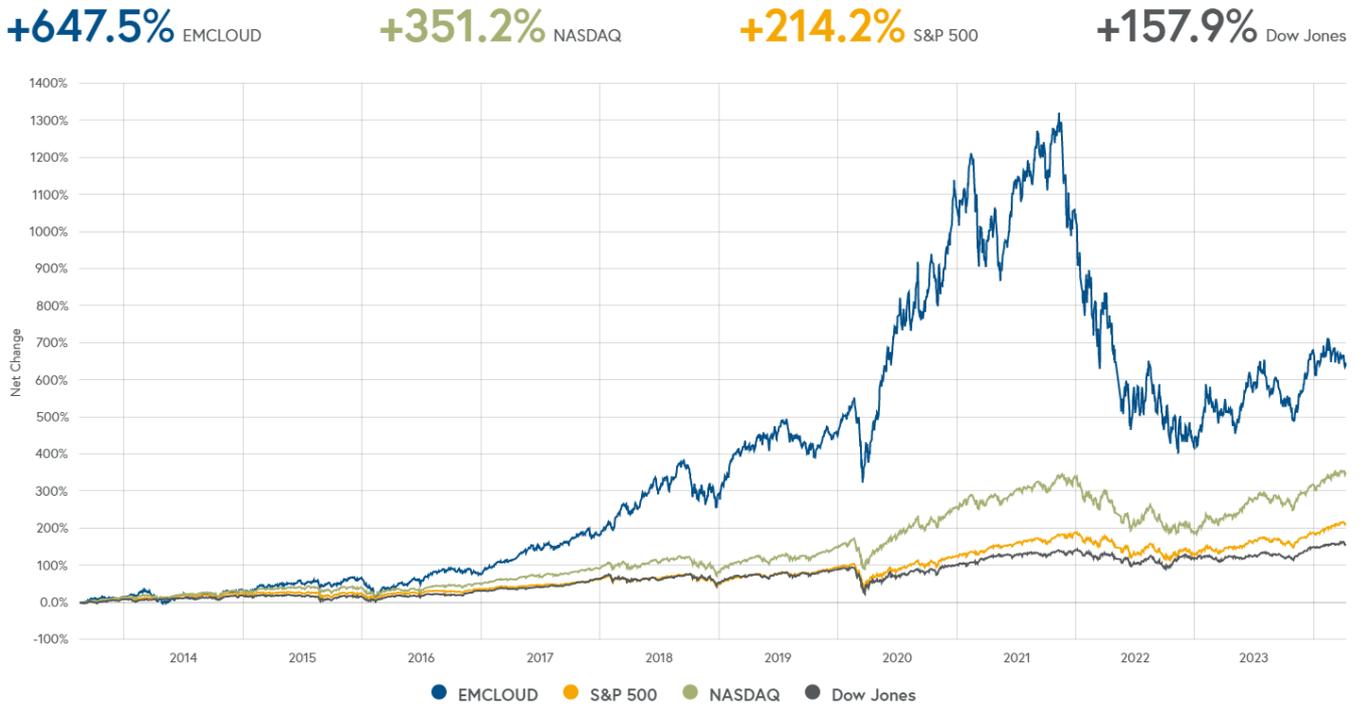
资料来源：GSDN，华安证券研究所

1.2 SaaS 行业表现

回顾近十年期间 SaaS 行业，SaaS 类公司经历了被市场定义为具备长期成长性企业，并且估值与市值在 2021 年达到历史最高点，其中原因在于 SaaS 将传统的买断改为租赁/订阅，买断需要客户一次性支付费用，并在后续支付升级维护的费用，这代表软件公司想要实现收入持续增长就要在每年不断获客，那么对于 SaaS，可以避免开始的一次性高昂成本，基于云端的运作模式也省去了本地部署成本和维修费用，因此，SaaS 模式因其部署迅速，迭代能力强等原因受到市场认可。之后在 2022 年美联储抗击通胀背景下，标准普尔 500 信息技术指数整体下跌，大部分的 SaaS 公司估值回调，市值大幅缩水，在此背景下，优质 SaaS 公司依旧可以扛过压力，实现稳定增长。

我们参考 BVP Nasdaq Emerging Cloud Index，包含了例如 Salesforce、Adobe、ServiceNow、Shopify 等美股代表性 SaaS 公司。在 2014 年到 2024 年期间 EMCloud 指数增长 647.5%，纳斯达克指数增长 351.2%，S&P 500 指数增长 214.2%，Dow Jones 指数增长 157.9%。

图表 4 BVP Nasdaq Emerging Cloud Index 表现



资料来源：BVP，华安证券研究所

图表 5 BVP Nasdaq Emerging Cloud Index 市值前十公司 (截止至 2024.05.09)

Name ▲	Symbol ▲	Price ▲	Market Cap ▼	EV/Annualized Revenue ▲	EV/Forward Revenue ▲	Efficiency ▲	Revenue Growth Rate ▲	Gross Margin ▲	LTM FCF Margin ▲
Salesforce	CRM	\$276.67	\$268,370	7.2x	6.7x	36.3%	10.8%	76.9%	25.6%
Adobe	ADBE	\$482.29	\$216,066	10.3x	9.3x	42.6%	11.3%	88.6%	31.3%
ServiceNow	NOW	\$729.79	\$149,886	13.8x	11.5x	54.7%	24.2%	80.0%	30.5%
CrowdStrike	CRWD	\$320.76	\$77,582	22.2x	17.2x	61.9%	32.6%	75.3%	29.3%
Shopify	SHOP	\$58.94	\$75,953	9.7x	8.0x	37.5%	23.4%	51.4%	14.1%
PayPal	PYPL	\$62.93	\$65,828	2.1x	1.9x	25.5%	9.4%	39.1%	16.2%
Workday	WDAY	\$246.34	\$65,352	7.9x	6.9x	41.7%	16.8%	76.1%	25.0%
Snowflake	SNOW	\$157.15	\$52,482	15.5x	13.0x	57.8%	31.5%	68.8%	26.2%
Atlassian	TEAM	\$179.75	\$46,789	9.6x	8.5x	56.6%	29.9%	82.0%	26.8%
Block	SQ	\$71.31	\$44,001	1.8x	1.6x	20.0%	19.4%	35.5%	0.6%

资料来源：BVP，华安证券研究所

1.3 SaaS 产品特性加速行业发展，内在价值回归稳定

SaaS (Software as a Service, 软件即服务) 的起源与企业应用软件行业紧密相关。SaaS 的高速发展受益于计算机技术的进步、互联网的普及以及市场需求的变化。从出现到现在总体可以分为 5 个过程。

1. 起源与早期发展 (20 世纪 60 年代至 90 年代末):

20 世纪 60 年代, 随着计算机技术的发展, 尤其是集成电路的出现, 计算机体积缩小, 价格降低, 开始进入商业领域。

70 年代, 个人电脑的出现使得计算机进一步普及。

90 年代末, 互联网技术的广泛应用使得通过 Internet 访问应用和数据成为可能, 为 SaaS 的发展奠定了基础。

2. SaaS 的兴起 (1999 年及之后):

1999 年, Salesforce 成立, 标志着 SaaS 模式的正式兴起。Salesforce 的创始人 Marc Benioff 提出了“软件已死”的口号, 推动了 SaaS 模式的发展。

同一时期, 其他 SaaS 公司如 NetSuite 和 Intacct 也相继成立, 提供基于云的会计应用程序。

3. 云计算的兴起与 SaaS 的发展 (2000 年代中期至 2010 年代初):

2006 年至 2009 年, 云计算的概念逐渐成熟, PaaS (平台即服务) 的出现为 SaaS 提供了更加强大的支持。

2011 年以后, 随着基础 IaaS 的成熟和 3G、移动终端的普及, SaaS 行业迎来了新的发展机遇。

4. 资本市场的关注与行业调整 (2010 年代中期至 2010 年代末):

2014 年之后, 资本市场开始大量投资 SaaS 市场, 但也导致了行业的浮躁和泡沫。

2017 年, 资本市场对 SaaS 行业的热情有所减退, 行业开始回归理性, 关注企业的内在价值和可持续发展。

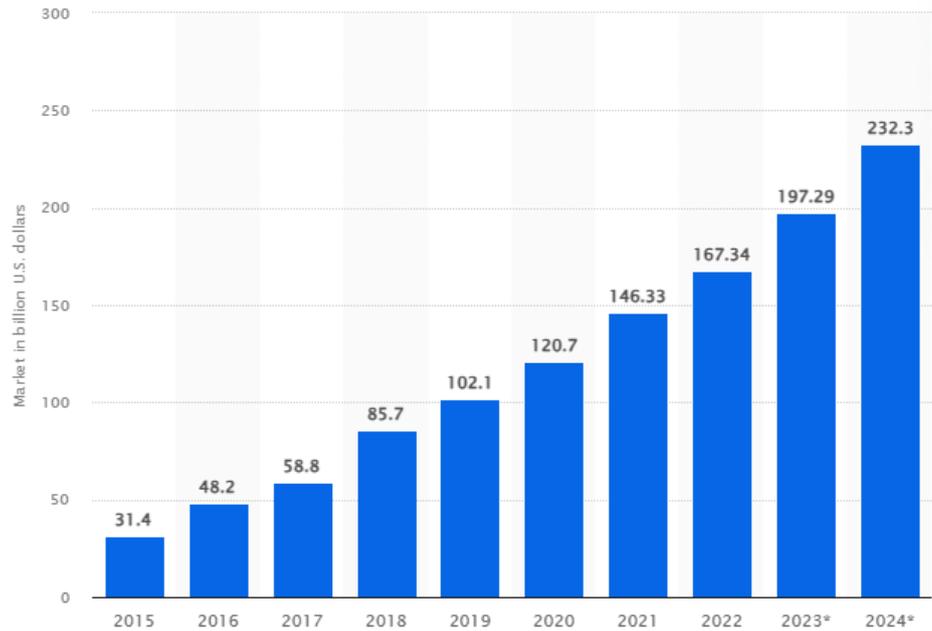
5. 疫情影响与数字化转型 (2020 年代初至今):

2020 年新冠疫情的爆发加速了企业的数字化转型, 推动了 SaaS 应用的广泛采用。

疫情期间, 远程办公和在线教育的需求激增, 进一步推动了 SaaS 市场的发展。

全球 SaaS 市场规模近年来持续增长, 成为云计算领域中发展最为迅速的细分市场之一。据 Gartner 统计, 从 2017 年到 2023 年, 全球 SaaS 市场规模从 588 亿美元增长至 1973 亿美元, CAGR 为 22.4%, 持续实现高速稳定增长。预计 2024 年全球 SaaS 市场规模可达 2323 亿美元, 同比+17.7%。

图表 6 SaaS 行业市场规模 (十亿美元)



资料来源: Gartner, 华安证券研究所

SaaS 的高速发展得益于其产品的延展性与现金流持续性。首先, SaaS 基于公有云的交付方式, 在交付内容的平台上有更多的想象空间, 可以为用户提供其他同平台下扩展类产品, 实现数据的互通共享, 从而满足用户更多的需求。另外, SaaS 模式对于买卖双方的现金流都有积极贡献。对于供给方, SaaS 模式虽然在初期需要较高的销售费用, 但随着用户数量累计增加, 实现规模效应, 外加用户留存率高, 维护成本低等因素, 订阅的模式会为公司不断累积现金。

对于 SaaS 类公司, 我们考虑收入与现金流之间的转换关系。在 2021 年 SaaS 行业鼎盛时期, 收入增长 1% 约可以提升自由现金流 6%。2022 年末, 1% 的收入增长的影响可以与现金流提供 1% 的增长影响相当。2023 年末, 随着宏观经济的稳定, 比例维持在 2:1。

图表 7 2021-2023 年云软件企业收入与现金流转化情况

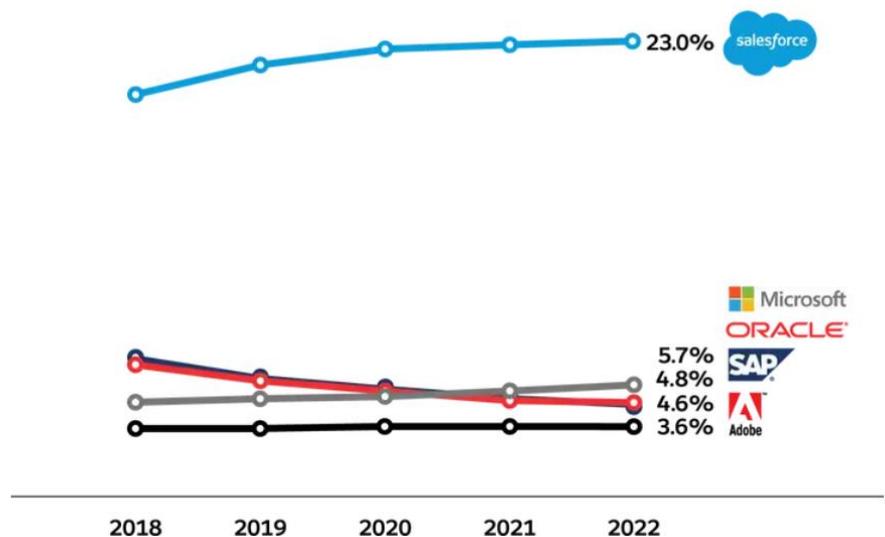


资料来源: BVP, 华安证券研究所

2 CRM 行业龙头企业，云化+并购推动公司发展

Salesforce 是在 1990s 第一个推出 SaaS CRM，也是目前全球 CRM 行业龙头企业。据 IDC 统计，2022 年 Salesforce 在全球 CRM 市场市占率为 23%，大幅领先其他同业公司排名第一。Salesforce 在 2023 年全球总收入排名前十的领先云计算供应商中排名第三。

图表 8 全球 CRM 市场市场份额情况



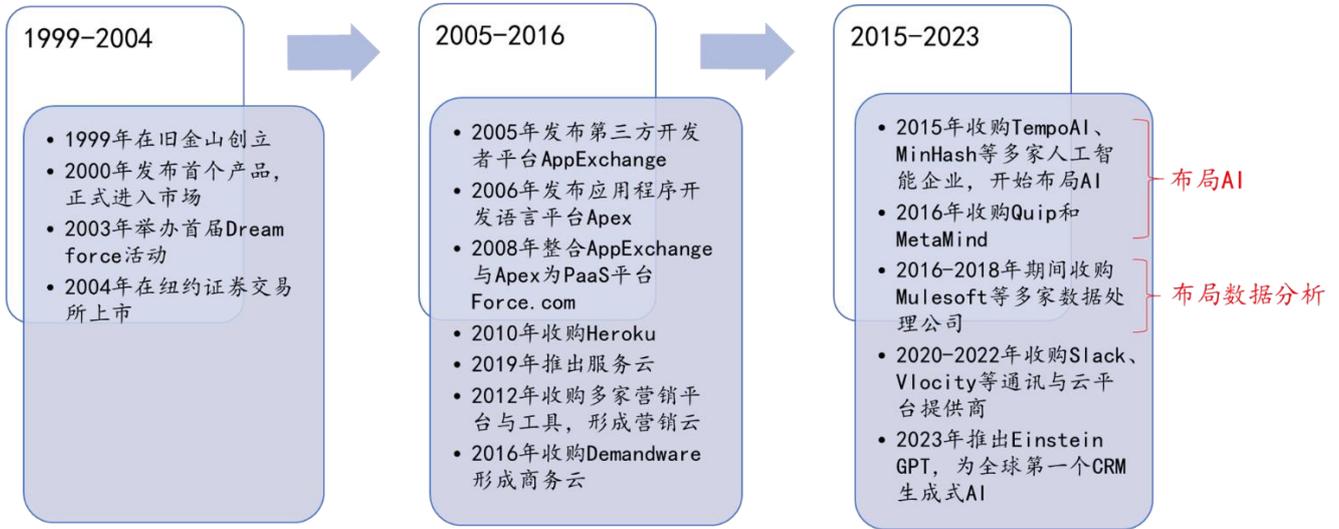
资料来源：IDC，华安证券研究所

2.1 发展历程

Salesforce 在 1999 年由 Marc Benioff 和其他三位联合创始人于旧金山的 Telegraph Hill 创立。发展历程总体可以分为三部分：

1. 1999-2004 年期间，Salesforce 成立初期提供较为单一的客户关系管理产品，并在 2004 年在纽约证券交易所上市。
2. 2005-2016 年期间，Salesforce 推出并布局销售云、服务云、营销云和商业云，并推出了 PaaS 平台 Force.com，初步实现 PaaS 与 SaaS 布局。
3. 2015-2023 年期间，公司加深布局 AI。该布局从 2015 年收购 TempoAI、MinHash、PredictionIO 开始，通过收购逐步搭建自己的人工智能平台，并在 2016 年将 AI 与 SaaS 相结合，推出 Einstein（爱因斯坦）。在此期间，公司实现了 SaaS+PaaS 协同布局，AI+数据分析做加持的运营模式。

图表 9 salesforce 发展历程



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2.2 收购历程

公司从上市开始便长线布局收购战略进行增长。得益于不断并购的公司的技术与资源支持, 公司在各阶段都完成了过渡。在上市初期, 公司通过收购 Heroku, 为后续布局 PaaS 平台提供了底层技术支持。在 2009 年业务开始向云进行转型时, 并购了 Radian6、Buddy Media、ExactTarget 等多家营销管理平台。在 2015 年之后进入到 AI 领域这段期间, 公司并购了 TempoAI、MinHash、PredictionIO、MetaMind、Datorama 等多家 AI 平台, 同时在后续也并购 Tableau 这类优质数据处理类公司。总体看, 公司并购贯穿整个发展历程, 通过不断并购兼备技术与资源的优质公司, 丰富自身产品矩阵和技术实力, 从而实现了持久的行业领先格局。

图表 10 Salesforce 部分并购项目

时间	并购公司	并购公司类型	并购金额 (美元)
2006	Sendia	移动技术制造商	10M
2008	InStranet	呼叫中心软件开发商	31M
2010	Heroku	多语言应用程序开发平台	21M
2011	Salesforce Radian6	社交媒体监测平台	33M
	Rypple	云 HR 软件供应商	13M
2012	Stypi	在线协同编辑文档	NA
	Buddy Media	营销平台	90M
2013	ExactTarget	媒体营销工具公司	250M
2014	RelateIQ	大数据智能关系管理	39M
2015	TempoAI	AI 平台	NA
	MinHash	AI 平台	NA
	SteelBrick	报价软件公司	360M

	Toopher	手机认证公司	NA
2016	Quip	文档编辑软件	750M
	Demandware	电子商务平台	280M
	PredictionIO	机器学习平台	NA
	MetaMind	深度学习平台	NA
2018	Datorama	AI 营销平台	80-90M
	Mulesoft	API、数据集成平台	650M
2019	Tableau	数据分析与可视化	1570M
2020	Slack	商务通讯	2770M
	Vlocity	云平台服务提供商	133M
2021	Narrative Science	自然语言生成技术	NA

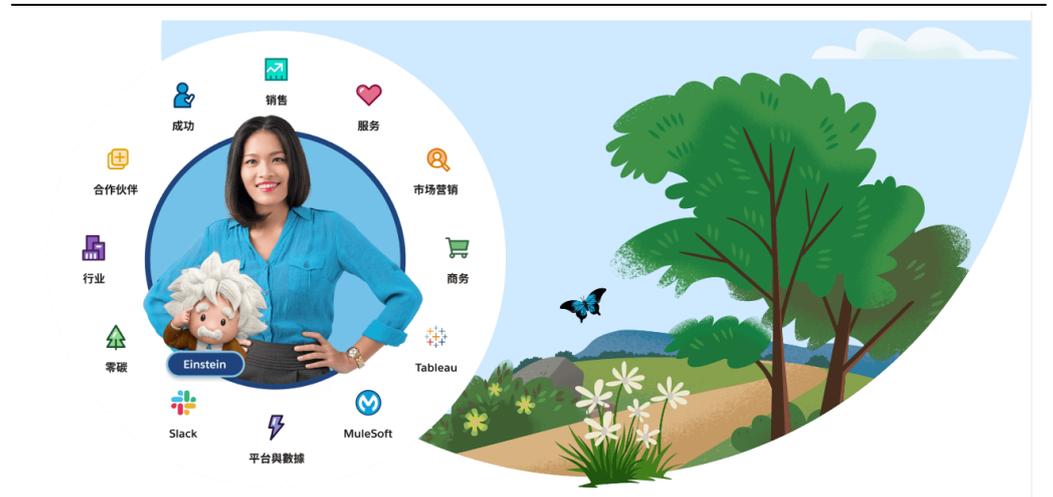
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3 公司主营业务表现稳定，RPO 增长带来业绩增量

Salesforce 作为 CRM 全球领导公司业务可分为两部分，分别为 Subscription and support 和 Professional services and other。其中 2023 年 Subscription and support 占营业总收入 93%，是公司主要收入来源，Professional services and other 仅占不到 7%。

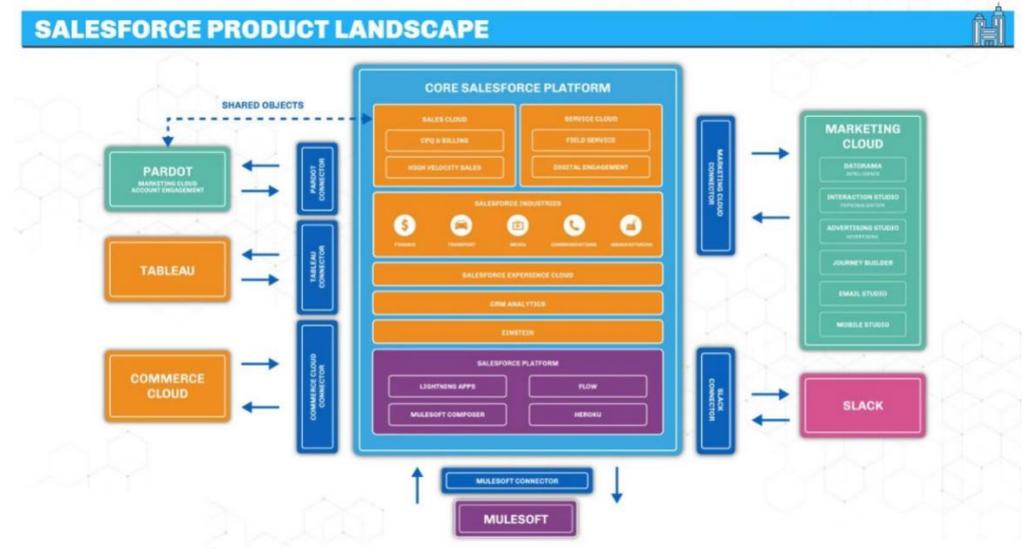
细分看 Subscription and support 业务可以分为 Sales（销售云）、Service（服务云）、Marketing and Commerce（营销和商业云）、Integration and Analytics（集成与分析）和 Platform and Other（平台与其他）五部分。

图表 11 salesforce 主营业务图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 12 salesforce 产品交互图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

1. Sales (销售云)

Sales Cloud 是 salesforce 最成功的云产品。Sales Cloud 重点为用户提供工具和技术，帮助团队进行更高效的销售工作，从而在销售交易过程中达到最优配置与结果。Sales Cloud 主要针对 B2B 业务。

Sales Cloud 的核心销售模式包括：1) 外部销售。面对面销售过程。2) 内部销售。通过邮件，电话等方式进行销售。3) 渠道销售。通过合伙进行销售。4) 自助销售。通过门店网站进行销售。

Sales Cloud 通过多种模式提升销售效率，可总结为：1) 销售自动化。自动收集整理可销售的机会。2) 渠道。通过整合渠道上各部门需求，从而搜寻更多销售目标。3) 智能人工。通过销售机器人进行更迅速的用户反馈。4) CPQ。帮助销售人员进行报价。5) Billing。作为 CPQ 附加组件，可自动整合收付款与发票情况。

总结下来，Sales Cloud 的核心功能主要为预测、检查、展示、洞察、分析、自动化指引和定价。

价格上，Sales Cloud 订阅价格分为 4 档，基础版（即用型 CRM，最多支持 10 个用户）价格 25 美元/用户/月，专业版（功能完整的 CRM，适用于任何规模的团队）价格 80 美元/用户/月，企业版（自定义的销售型 CRM）165 美元/用户/月，无限制版（无限制的 CRM 功能和技术支持）330 美元/用户/月。

图表 13 Salesforce Sales Cloud 价格



资料来源：公司官网，华安证券研究所

注：所有按用户数量计费的产品都需签订包年合同。

2. Service

Salesforce Service Cloud 专注于为客户提供更迅速的差异化支持和服务，提高用户的满意度和忠诚度，是帮助企业客户支持团队工作的 CRM。主要赋能客户完成邮件，实时对话等工作，并提供合适的解决方案。

Service Cloud 的主要功能包括：1) 服务控制台。对所有案例进行管理，排出优先级，有利于个性化服务。2) 知识库。服务云会把历史案例整理到知识库中。3) 社交平台服务。通过社交媒体进行线上服务。4) 移动平台。可通过 Salesforce 移动平台进行跨地区服务。5) 社区服务。通过建立社区进行用户之间的交流。

价格上，Service Cloud 订阅价格分为 4 档，基础版（即用型 CRM，最多支持 10 个用户）价格 25 美元/用户/月，专业版（功能完整的 CRM，适用于任何规模的团队）价格 80 美元/用户/月，企业版（全面自定义的销售型 CRM）165 美元/用户/月，无限制版（无限制的 CRM 功能）330 美元/用户/月。

图表 14 Salesforce Service Cloud 价格



资料来源：公司官网，华安证券研究所

注：所有按用户数量计费的产品都需签订包年合同。

3. Marketing

Marketing Cloud 是数字化营销平台，客户可以通过电子邮件、社交媒体、移动应用程序、短信、网站等平台向客户进行营销。其特点是可以顺滑的与其他 Sales Cloud 和 Service Cloud 产品相连接，实现数据内容共享。

市场云产品包括：1) Journey Builder。针对 B2C 营销领域建造的营销枢纽，可以在此产品上管理客户。2) Email Studio。支持多功能邮件编辑功能。3) Mobile Studio。支持移动端的内容创建。4) Marketing Cloud Customer Data Platform (Customer 360 Audiences)。提供所有用户数据的平台，并可在平台上进行细致划分。5) Marketing Cloud Advertising (Advertising Studio)。搭建与主流社交媒体与浏览器等广告平台渠道，用户可通过 Journey Builder 将平台加入活动中。6) Marketing Cloud Personalization (Interaction Studio)。修改网站信息。7) Marketing Cloud Intelligence (Datorama)。整合所有营销数据，便于后续完整的统计优化。8) Account Engagement (Pardot)。B2B 解决方案，专注于电子邮箱营销。

价格方面，市场云的电子邮件、移动端和网络市场营销和广告根据需求价格不尽相同。Account Engagement 产品价格可分为增长版本、加强版和更高级版本。增长版为 1250 美元/月/10000 人，加强版(利用市场营销自动化和分析获得深入洞察)为 2750 元/月/10000 人，更高级版本(可实现创新)为 4400 美元/月/10000 人。

图表 15 Salesforce Marketing Cloud Account Engagement 定价



资料来源：公司官网，华安证券研究所

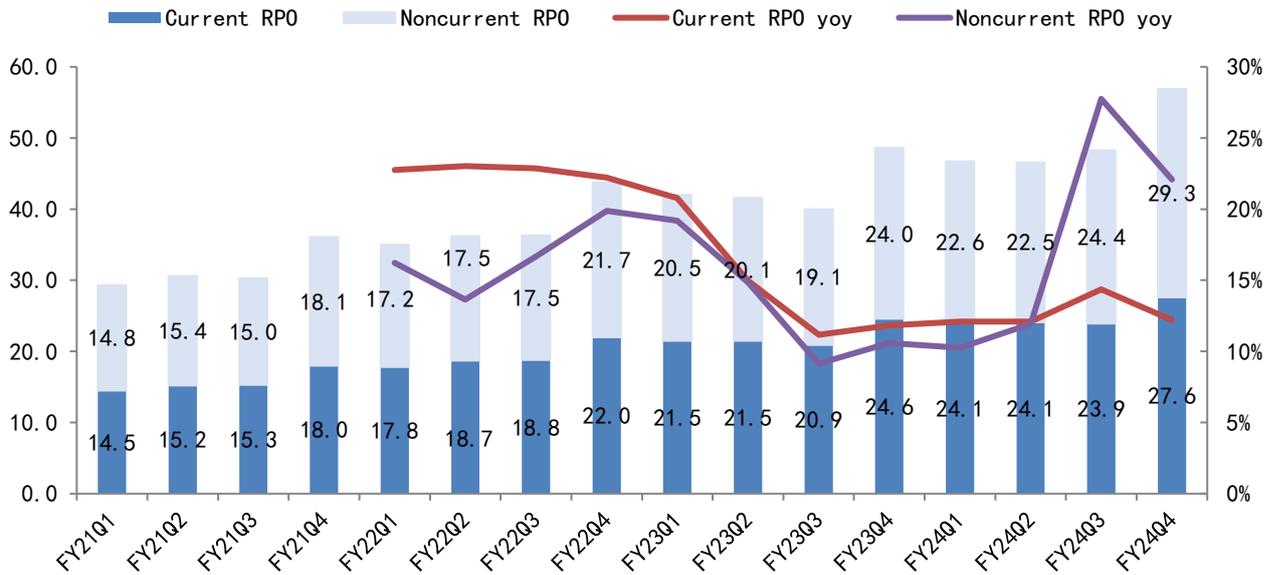
注：所有按用户数量计费的产品都需签订包年合同。

2.4 剩余履约义务 (RPO) 稳定增长

剩余履约义务 (RPO) 是指尚未确认的合同收入。公司按照年为单位向客户进行服务，因此 RPO 可进一步拆分为 Current RPO(12 个月内完成开票)和 Noncurrent RPO (12 个月后完成开票)。公司 RPO 整体呈现增长态势，FY24Q4 公司 PRO 为 569 亿美元，yoy+17.1%，其中 Current RPO 为 276 亿美元，yoy+12.2%；Noncurrent RPO 为 293 亿美元，yoy+22.1%。

整体看，公司的 RPO 呈现持续增长态势，用户留存和新用户流入呈良性发展，早期主要得益于云计算需求不断增长，中后期通过不断收并购电子商务和小型技术公司，从而实现产品功能和底层技术的高速迭代，高效满足用户需求，从而在竞争激烈的 SaaS 行业内不断扩大市占率。另外，AI 功能的加入也为公司各产品赋能，在一定的价格上涨幅度下，大幅增强了产品功能和想象空间。

图表 16 按季度 FY21-FY24 Salesforce PRO 情况 (十亿美元)



资料来源：公司季报，华安证券研究所

3 AI 多场景布局贡献增量

Salesforce 积极探索 AI，推出全球第一个 CRM 垂类 GPT——Einstein GPT。Einstein GPT 于 2023 年 3 月发布，用例包括 Slack、销售、服务、营销和商业等，致力于成为最强大、最智能的 CRM 产品。

2023 年 6 月，公司推出 AI Cloud，将 Einstein、Data Cloud、Tableau、Flow 和 MuleSoft 等技术进行整合，以提供安全开放的面向企业的生成式 AI。

2023 年 9 月，公司在旧金山 Dreamforce 客户大会上推出 Einstein Copilot，嵌入了在任何产品上下文中提问的能力。

3.1 AI 产品矩阵

Einstein GPT 身为全球第一个 CRM 垂类 GPT，将公共和私有 AI 模型与 CRM 数据相结合。Einstein GPT 是开放和可扩展的，可以与外部模型一起使用，相关产品包括：Einstein GPT for Service、Einstein GPT for Sales、Einstein GPT for Marketing、Einstein GPT for Developers 和 Einstein GPT for Slack。

在 3 月发布 Einstein GPT 后，公司不断发布各垂类 GPT 以满足不同场景需求。公司打造 AI Cloud 将 AI、数据、分析与自动化相结合，将生成式 AI 引入到产品中，包括在 2023 年 5 月份推出可应用于数据分析得 Slack GPT 和 Tableau GPT；6 月份推出 Marketing GPT 和 Commerce GPT 赋能营销场景；7 月份完全上市 Sales GPT 和 Service GPT，可自动回复生成邮件、数据、摘要等助力用户；用于从单个文本提示创建工作流的 Flow GPT；加速软件开发并提高开发人员工作效率的 Apex GPT。

图表 17 Salesforce 主要 AI 产品及平台内容

AI 产品/平台	推出时间	价格	主要功能
Einstein for Developers/Apex GPT	2023. 10	-	加快软件开发速度, 并提高开发人员的工作效率
Einstein 1 平台	2023. 9	-	对 Data Cloud 和 Einstein AI 功能进行了重大改进, 可轻松创建人工智能驱动的应用程序和工作流程
Copilot	2023. 9	-	面向公司、员工以及他们的客户的对话式人工智能助手; 嵌入了在任何产品上下文中提问的能力
Sales GPT	2023. 7	50 美元/用户/月, Unlimited 用户不需额外付费	从客户研究和会议准备到起草合同条款; 自动生成个性化电子邮件; 自动记录和总结通话
Service GPT	2023. 7	50 美元/用户/月, Unlimited 用户不需额外付费	自动生成个性化回复实时数据源; 创建服务个案和客户参与的总结摘要; 自动生成和更新文章
Marketing GPT	2023. 6	-	自动生成个性化的电子邮件; 根据来自 Data Cloud 的可信数据, 使用自然语言提示和 AI 驱动的推荐来提高目标定位
Commerce GPT	2023. 6	-	通过 GPT 驱动的动态购买旅程, 提供个性化的购物体验 and 适应客户需求的定制优惠
Slack GPT	2023. 5	-	总结会议内容、撰写会议记录, 以及从母公司 Salesforce 的 Sales Cloud 直接导入销售数据、发现模式等
Tableau GPT	2023. 5	-	基于 Einstein GPT 构建, 该技术可在 Salesforce 平台内提供自动生成的 AI 内容, 用例包括 Slack、销售、服务、营销、商务和应用程序构建器
Einstein for Flow	2023. 4	-	根据单个文本提示创建工作流程

资料来源: Salesforce 官网, 华安证券研究所

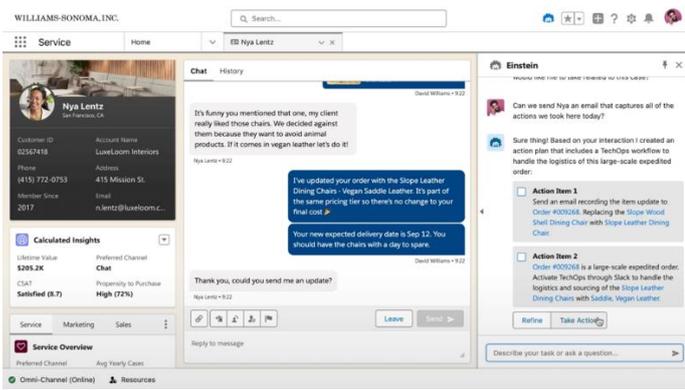
Einstein 1 平台

Einstein 1 平台在基于 Salesforce 的底层元数据框架上对公司的 Data Cloud 和 Einstein AI 功能进行改进。Einstein 1 的推出意义是什么?

首先, 客户数据高度分散。平均每个客户会使用 1000+ 不同程序, 其中只有 29% 是集成的, 这使得客户数据分部更为复杂, 容易出现数据丢失等问题。那么则需要可以跨越程序进行数据理解, 从而在核心品台/中心平台上对不同程序的数据进行统一管理或相互通信。其中, Einstein 1 平台可以让 AI 加入到工作流程之中, 同时受到 Trust Layer (信任层) 保护, 其优势在于: 1. 新的 Data Cloud 与 Einstein 1 平台原生集成; 2. 支持大规模数据; 3. 支持大规模自动化; 4. 支持大规模分析。

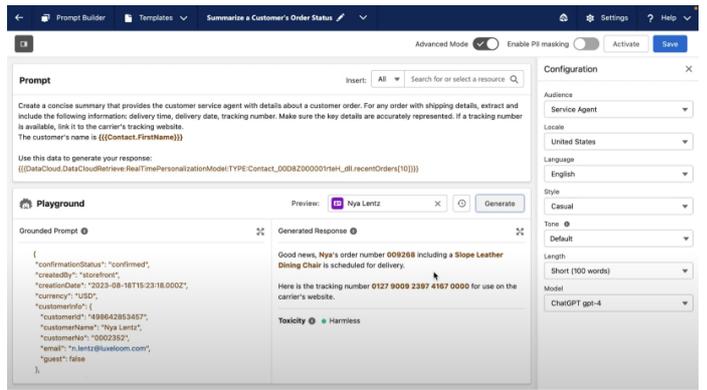
Einstein Copilot 生成式人工智能对话助手是 Einstein 1 平台上的关键功能, 完成了 Salesforce 将 Einstein 复活为虚拟助手的过程, 与 CRM 平台和 Salesforce 数据云整合, 通过跨任何连接平台的对话提供直接帮助。Salesforce 还发布了 Einstein Copilot Studio, 供希望定制自己的生成式人工智能助手并增强 Einstein 功能的公司使用。Einstein Copilot 和 Einstein Copilot Studio 会在内置于 Einstein 1 平台的安全 AI 架构 Einstein Trust Layer 中运行, 保证公司的数据隐私和安全标准。

图表 18 Einstein Copilot 界面



资料来源: Salesforce 官网, 华安证券研究所

图表 19 Einstein Copilot Studio 界面



资料来源: Salesforce 官网, 华安证券研究所

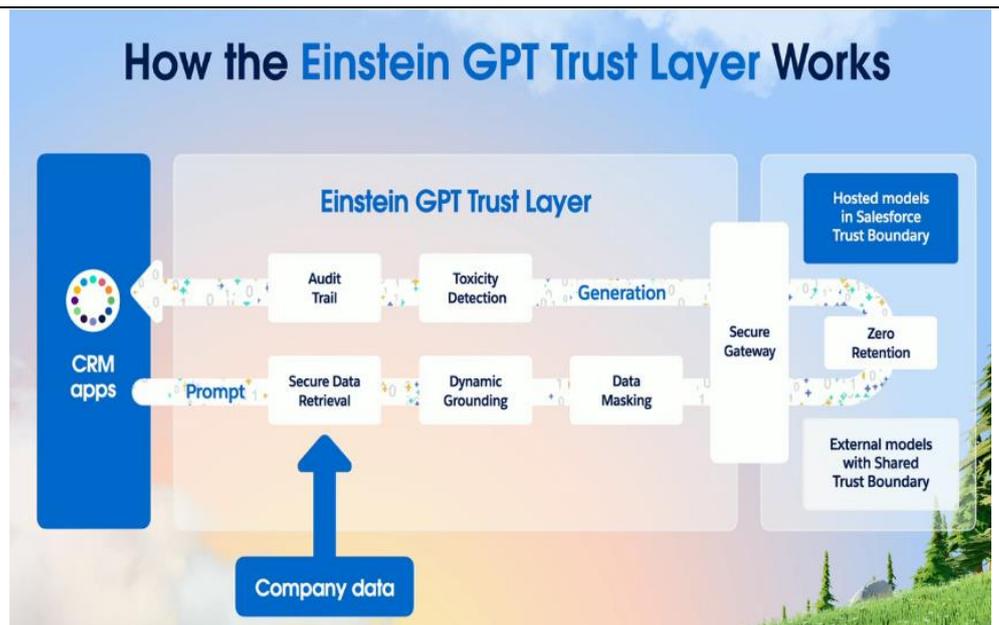
Trust Layer (信任层)

随着大模型的爆发, AI 企业对底层数据安全要求越来越严格, 为防止出现数据直接或间接泄露等事故, 以头部科技企业为主的布局 AI 公司开始实行模型私有化。另外, 私有化模型在垂类训练上更能满足公司的需求。

Salesforce 通过推出企业级数据安全和合规性保障的 Trust Layer (信任层) 来保证用户数据安全, 其功能包括:

1. **零数据保留:** Trust Layer 可防止客户数据被第三方 LLM 提供商存储, 从而出现用于训练模型而产生信息泄露问题;
2. **加密通信:** 使用 TLS 加密通信, 保护发送到 LLM 的提示及送回的响应;
3. **数据访问检查:** 数据访问检查将数据限制为仅用户权限允许的数据来管理提示;
4. **反馈存储:** 他通过收集反馈数据提升提示的质量;
5. **审计跟踪:** 通过安全记录所有提示、输出、交互和反馈数据简化合规。

图表 20 Einstein GPT Trust Layer 运作原理



资料来源: Salesforce 官网, 华安证券研究所

3.2 AI 增量测算

本部分系统性测算 Salesforce 的 AI 功能对收入端的增量。我们从两个维度进行增量拆分，分别为客户规模和价格。

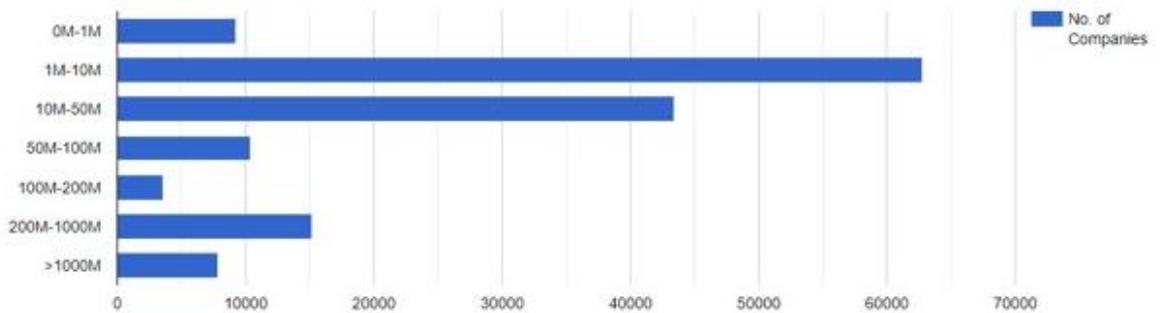
价格

Salesforce 在 AI 端的收入方式分为通过购买 AI Cloud 组合内容和单独购买部分 AI 内容。首先，购买 AI Cloud 组合的大多为公司大客户，客户本身已经订阅绝大部分公司产品，由于价格较低，大概率会直接订阅 AI Cloud，价格为 36 万美元/年。其次，对于中小企业客户，由于其自身基础业务订阅的局限性和功能需求有限，因此会通过单独购买途径付费，单项 GPT 产品（Sales GPT 和 Service GPT）价格为 50 美元/月/用户，但如果客户已经购买了 Unlimited 版本，则无需额外付费。考虑到 Unlimited 版本价格增长 30 美元，因此我们把此部分增长算入到 AI 增量中。

客户规模

2024 年，根据 ascendix 统计，Salesforce2024 年客户量超 15 万。我们参考美国客户按公司规模分类情况作为 Salesforce 客户画像。我们定义大、中、小客户分别为公司收入规模超 1 亿美元、收入在 1 千万美元到 1 亿美元、收入小于 1 千万美元。根据 Infoclutch 统计，大中小三类用户数量占比分别为 15%、35%、50%，用户量分别为 2.25 万、5.25 万、7.50 万。

图表 21 Salesforce 美国客户按公司规模分类情况



资料来源：Infoclutch，华安证券研究所整理

图表 22 Salesforce 客户结构

	大客户（收入规模超 1 亿美元）	中客户（收入规模 1 千万 -1 亿美元）	小客户（收入规模小于 1 千万美元）
客户总量（万）	15		
占比	15%	35%	50%
客户数量（万）	2.25	5.25	7.5

资料来源：Salesforce 官网，ascendix，华安证券研究所

假设

我们假设 Salesforce 的大客户均会购买 Salesforce 的 AI 产品，参考 AI Cloud36 万美元价格，大客户方面为公司 AI 部分提供 81 亿美元增量。

图表 23 Salesforce 大客户提供 AI 增量

价格 (万美元)	客户数量 (万)	收入增量 (亿美元)
36	2.25	81

资料来源: Salesforce 官网, 华安证券研究所

中客户方面, 由于此类客户需求具备差异化, 因此并不会全部购买所有 AI 产品, 我们假定购买 AI Cloud 产品客户量占 30%, 购买了 Unlimited 版本产品的用户占 40%, 单独购买的用户占 30%。席位方面, 我们选取每位用户平均购买 10、20、30、40、50 五个席位量级进行测算, 平均席位价格为 $50 \times 30\%/70\% + 30 \times 40\%/70\% = 38.6$ (美元/席位)。经测算, 中客户在 10/20/30/40/50 席位下分别可为公司 AI 部分提供 58.4/60.1/61.8/63.5/65.2 亿美元增量。

图表 24 Salesforce 中客户提供 AI 增量

价格 (万美元)	客户数量 (万)	收入增量 (亿美元)
36	1.58	56.7

资料来源: Salesforce 官网, 华安证券研究所

图表 25 Salesforce 非购买 AI Cloud 中客户不同席位下提供 AI 增量

单用户付费席位数	Unlimited 潜在价格 (美元/席位/月)	客户数量 (万)	收入增量 (万美元)
10	30	2.1	7560
20			15120
30			22680
40			30240
50			37800
单用户付费席位数	单购价格 (美元/席位/月)	客户数量 (万)	收入增量 (万美元)
10	50	1.6	9450
20			18900
30			28350
40			37800
50			47250

资料来源: Salesforce 官网, 华安证券研究所

小客户方面, 此类客户针对性较强, 有意愿的用户更倾向于单独购买 AI 产品, 因此我们假定购买了 Unlimited 版本产品的用户占小客户群体的 30%, 单独购买的

用户占其余 70%。席位方面，我们同样选取每位用户平均购买 10、20、30、40、50 五个席位量级进行测算，平均席位价格为 $50 \times 70\% + 30 \times 30\% = 43$ (美元/席位)。经测算，小客户在 10/20/30/40/50 席位下分别可为公司 AI 部分提供 4.0/7.9/11.9/15.8/19.8 亿美元增量。

图表 26 Salesforce 小客户不同席位下提供 AI 增量

单用户付费席位数	Unlimited 潜在价格 (美元/席位/月)	客户数量 (万)	收入增量 (万美元)
10	30	2.25	8100
20			16200
30			24300
40			32400
50			40500
单用户付费席位数	单购价格 (美元/席位/月)	客户数量 (万)	收入增量 (万美元)
10	50	5.3	31500
20			63000
30			94500
40			126000
50			157500

资料来源：Salesforce 官网，华安证券研究所

综上，我们假设客户平均购买 30 席位，经测算每年 AI 产品对公司收入增量约为 154.7 亿美元。其中大客户提供 81 亿美元增量，中客户提供 61.8 亿美元增量，小客户提供 11.9 亿美元增量。

4 核心竞争力

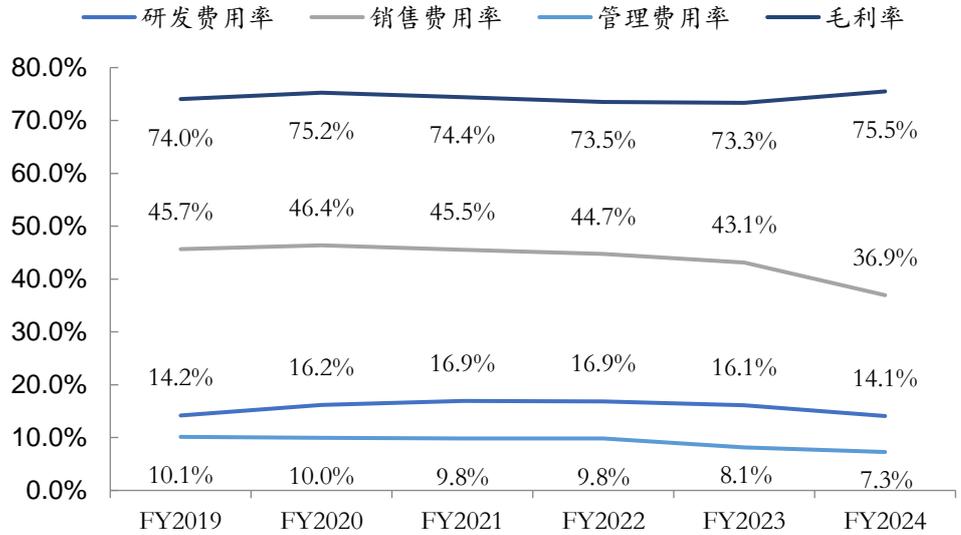
4.1 已度过早期亏损时期，后续经营侧持续释放利润

Salesforce 走出了 SaaS 行业公司前期投入高于收入的时期，用户量的积累形成规模相应，均摊了早期的转型布局基础设施的成本。SaaS 行业在早期需要较高的资金投入以完成研发积累和基础设计建设。因此在早期公司研发投入和销售费用处于高位。同时，由于 SaaS 以订阅模式进行收费，按月的收入模式导致投入和回报产生偏差，从而早期形成亏损。

长期看，早期的投入会随时间推移不断被用户摊薄，SaaS 模式较高的用户留存和规模效应使得后期收入持续稳定增长，不断拉小与投入的差距直至反超。

目前公司已经度过了早期亏损时期，在 2016-2017 年期间，公司收入逐渐赶超营业费用，利润由负转正。2024 财年公司首次实现销售管理费用和研发费用负增长，销售管理费用为 154 亿元，同比-4.2%，研发费用为 49 亿元，同比-2.9%，研发投入和销售投入增长见顶，利润端后续有望持续提升。

图表 27 Salesforce 三费与毛利情况



资料来源：公司财报，华安证券研究所

4.2 PaaS+SaaS 提高客户个性化需求想象空间

Salesforce 拥有以 PaaS 平台为底层的架构核心，为上层 SaaS 模式应用提供平台。“PaaS+SaaS”的优势在于：1. 成本优化。PaaS 平台可以统一架构，减少了在外租借 PaaS 平台费用；2. 架构上，公司自有 PaaS 平台便于管理上层的 SaaS 软件的 API，提升数据的迁移性，使得软件间形成互通能力；3. 完善的开发生态。完善的 PaaS 平台和成熟的工具可以吸引开发者进行创作，形成良好的应用生态，增加用户粘性。

目前 Salesforce 主要的 PaaS 平台有 MuleSoft（打通软件间的数据连接）、AppExchange（5000+应用）、Lightning（低代码无代码开发平台）、Heroku（支持多种编程语言 PaaS 平台）和 Force.com（全球首个统一架构部署 PaaS 平台）。

图表 28 Salesforce 平台情况

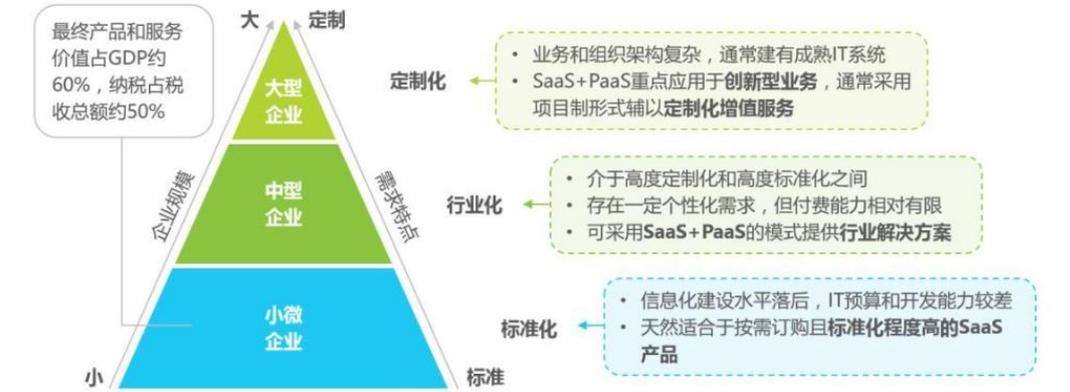


资料来源：公司财报，华安证券研究所

PaaS 平台的搭建为公司 SaaS 层打开想象空间。首先，随着市场多元化精细化发展，

客户有更完善更具针对性的 SaaS 产品需求，而 PaaS+SaaS 的复合模式更容易推出定制化产品满足客户需求。通过对客户需求的精准把握，完善的平台与内容双加持下，用户结构不断优化，粘性不断提升，成为 CRM 领先企业。

图表 29 不同规模企业 SaaS 需求



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

SaaS 产品构建多元应用生态。 Salesforce 通过收并购形式不断整合提升 PaaS 平台和 SaaS 软件的功能和场景覆盖率，从而形成多元化生态环境。这么做的优势在于：1. 客户更换成本较低，较全的软件产品和统一的 PaaS 平台可以提高用户的选择选项；2. 得益于 PaaS 平台的统一性，同一生态下客户可以同时选择多款产品进行联合使用，实现数据互通，减少了跨平台所产生的一系列问题与费用。

4.3 深耕客户需求，AI 功能提升使用体验

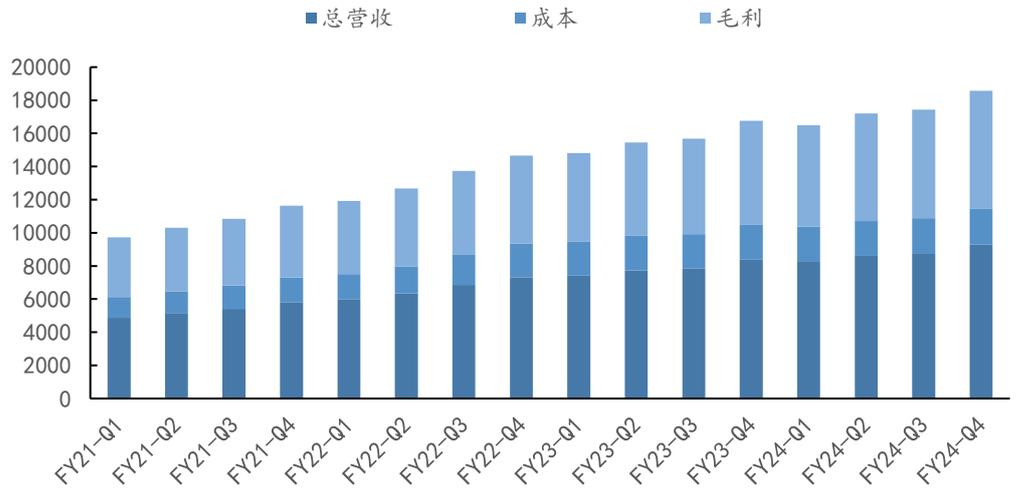
Salesforce 推出多款 AI 产品，实现多领域覆盖。 推出的 Einstein GPT 是全球第一个 CRM 生成式 AI。随着大模型的爆发，通用大模型逐渐满足不了部分企业定制化或者差异化需求，因此需要更具针对性的垂类大模型。在 CRM 领域，Salesforce Einstein GPT 集成了所有云产品，可以为客户实现自动语言响应、电子邮件编辑等个性化内容。Einstein GPT 高定制属性与行业专业性使得其可以更迅速地适应客户不断变化的需求，在更新迭代的频率上也更胜一筹。

在 Dreamforce 2023 上，Salesforce 发布可以无缝衔接到所有 Salesforce 产品侧面板的 Einstein Copilot。客户可直接与对话式 AI 助手互动，大幅减少了用户学习和操作使用的时间成本。

5 财务分析

Salesforce 主营业务为销售自动化(Sales Force Automation, SFA)、Community Cloud 社务服务功能和市场营销。整体看,公司总营收保持稳定增长,2024 财年第四季度公司营收约 92.87 亿美元,同比增长 10.8%,FY2021 年到 FY2024 年 CAGR 为 17.9%。同时,公司毛利随着总营收同步稳定增长,2024 财年毛利相比于 2021 财年增加 66.4%。

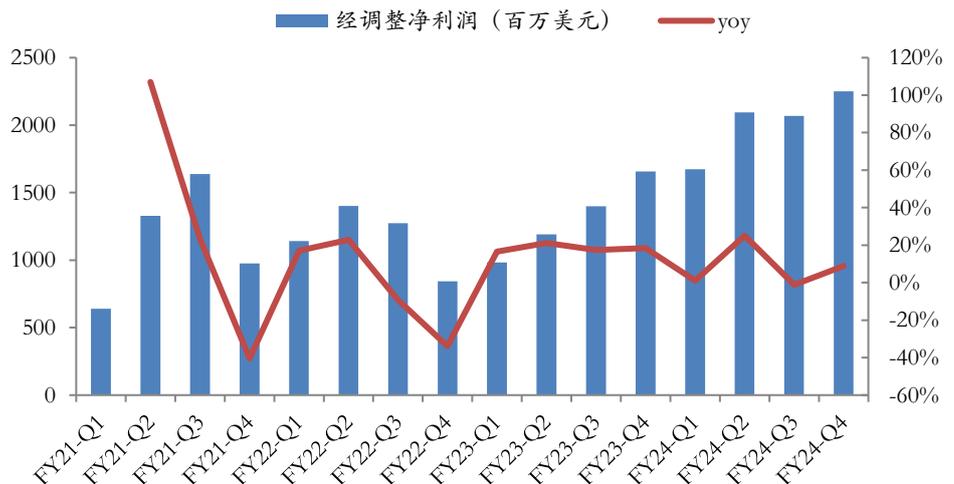
图表 30 Salesforce 总营收情况 (百万美元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司经调整净利润随公司业绩向好稳定增长,2024 财年公司经调整净利润达 80.87 亿美元,同比增长 54.7%,2021 财年到 2024 财年 CAGR 为 20.9%,超公司 2021 财年到 2024 财年营收 CAGR 3.0pp。

图表 31 Salesforce 经调整净利润 (百万美元)

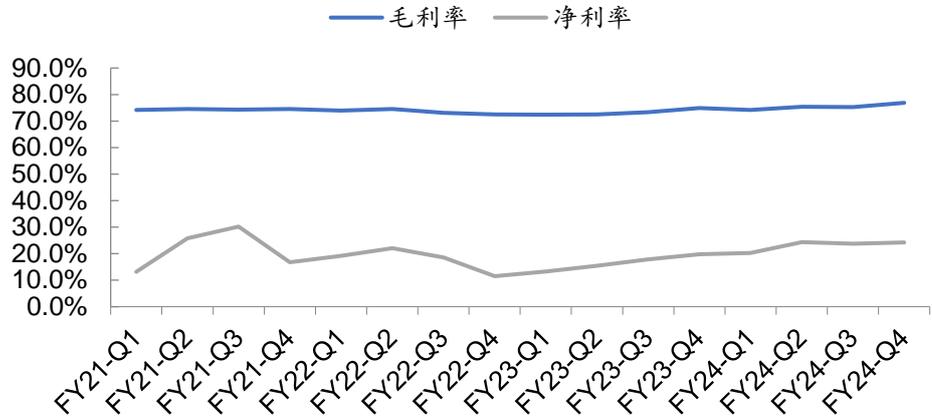


资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司毛利率和净利率水平维稳。毛利率在 2021 财年第一季度到 2024 财年第四季度内保持在 72%-77%区间内,在 2024 财年第四季度达到最高的 76.9%,整体波动幅度较小。

公司净利率经过小幅波动后整体呈现稳定增长态势, 2021 财年第一季度净利率为 13.2%, 到 2024 财年第四季度净利率为 24.2%。

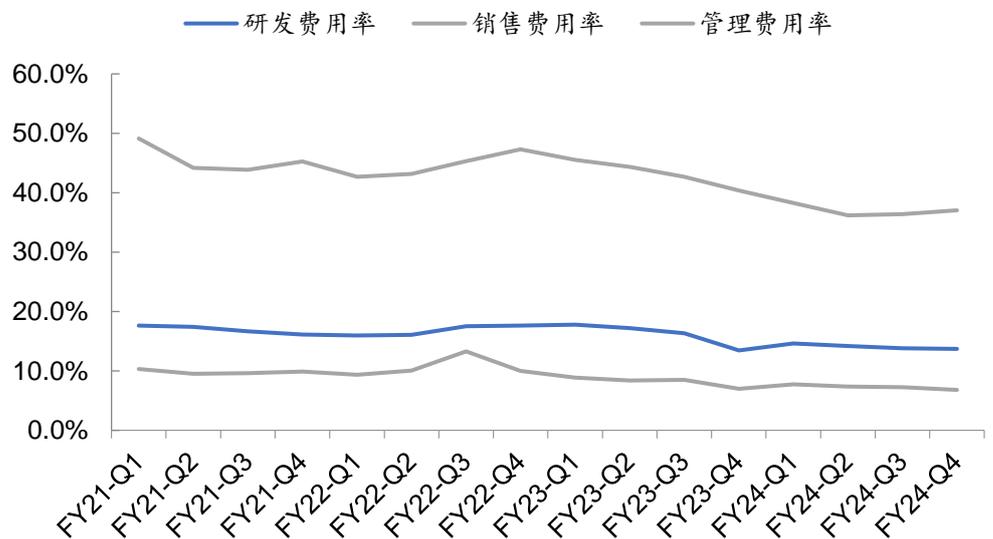
图表 32 Salesforce 净利率与毛利率情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司各项费用率情况管控良好, 整体三费费用率呈现低速下降趋势。2024 财年第四季度, 公司销售费用率为 37.0%, 管理费用率为 6.8%, 研发费用率为 13.7%, 三费费用率总和 57.5%, 2021 财年第一季度该项数据为 77.1%。

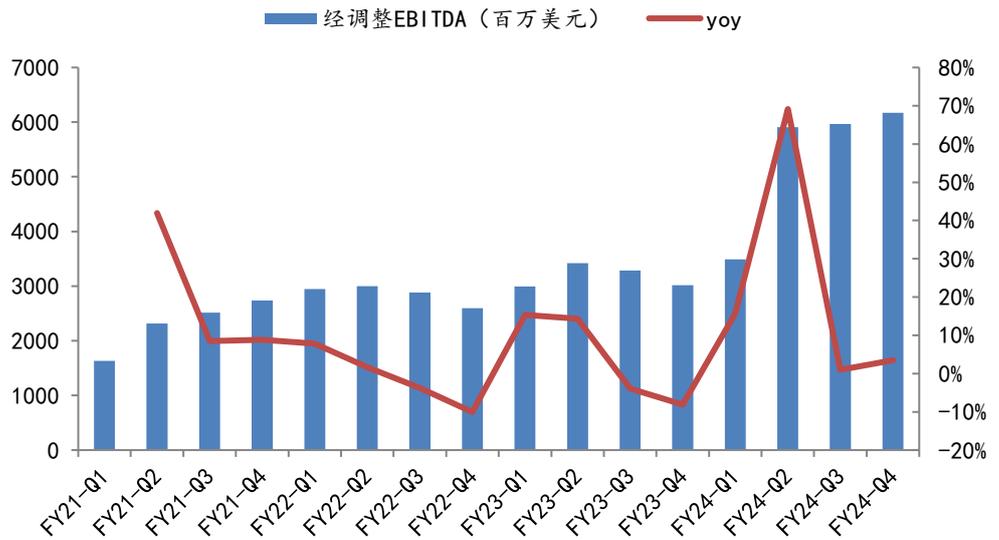
图表 33 Salesforce 三费情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司营业能力向好, 经调整 EBITDA 稳定增长。公司经调整 EBITDA 从 2021 财年的 91.9 亿美元增长至 2024 财年的 215.3 亿美元, CAGR 为 32.8%。

图表 34 Salesforce 经调整 EBITDA 情况 (百万美元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

6 盈利预测与估值

6.1 驱动因素假设

公司业务增长主要驱动因素为订阅业务下销售云、服务云和数据业务的强势增长。公司以销售云起家,推出的 CRM 产品颠覆传统软件行业格局,为公司早期最大收入来源。但随着业务扩张,服务云与其他平台收入逐渐增长,并在 2021 年反超销售云,至此公司各业务均衡发展,共同增长。

销售云和服务云方面,公司依然受益于早期用户积累,推出的 Einstein GPT 为该业务提供后续增长基础。2024 财年,公司销售云收入 75.8 亿美元,同比增长 11.0%,服务云收入 82.5 亿美元,同比增长 11.9%,我们认为该业务受益于 AI 功能的投入以及自身市场地位,有望进一步实现小幅度增长,预计 FY2025 销售云收入为 86 亿美元, yoy+13.4%; 预计 FY2025 服务云收入为 92 亿美元, yoy+12.0%。

市场营销及商务方面,完善的产品矩阵将公司与其他同类公司拉开差距,另外公司最先将 AI 融合到产品中,也为公司用户增量提供积极推动。2024 财年,公司市场营销及商务收入 49.1 亿美元,同比增长 8.8%,受益于 AI 对产品内容的加持,我们预计该业务后续收入增速提升,预计 2025 财年收入 54.1 亿美元,同比增长 10.1%。

整合与分析业务方面 (Integration and Analytics),公司通过收并购优质公司不断充实自身技术实力,包括 TempoAI、MinHash、PredictionIO 和 Metamind 等。受益于被收购公司的底层技术数据支持,公司将 AI 与 SaaS 融合,推出 Einstein。我们认为 AI 作为长期关注方向,公司在 AI 方面布局将持续为公司带来直接或间接的业务增量,预计 FY2025 数据业务收入可达 60 亿美元, yoy+15.5%。

平台与其他方面,公司不断收购各类优质平台,实现技术与产品广度与维度的双提升。2024 财年,公司平台与其他收入 66.1 亿美元,同比增长 10.8%,预计 2025 财年收入 72.1 亿美元,同比增长 9.1%。

图表 35 Salesforce 核心财务指标假设 (百万美元)

(年份: 财年)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	13,282	17,098	21,252	26,492	31,352	34,857	38,775	43,652	49,706
yoy, %		28.7%	24.3%	24.7%	18.3%	11.2%	11.2%	12.6%	13.9%
qoq, %									
1. Subscription & Support (订阅与支持)	12,413	16,043	19,976	24,657	29,021	32,537	36,449	41,033	46,724
yoy, %		29.2%	24.5%	23.4%	17.7%	12.1%	12.0%	12.6%	13.9%
qoq, %									
% of Revenue	93.5%	93.8%	94.0%	93.1%	92.6%	93.3%	94.0%	94.0%	94.0%
1.1) Sales Cloud (销售云)	4,040	4,598	5,191	5,989	6,831	7,580	8,598	9,730	11,080
yoy, %				15.4%	14.1%	11.0%	13.4%	13.2%	13.9%
qoq, %									
% of Subscription & Support	32.5%	28.7%	26.0%	24.3%	23.5%	23.3%	23.6%	23.7%	23.7%
1.2) Service Cloud (服务云)	3,621	4,466	5,377	6,474	7,369	8,245	9,237	10,398	11,840
yoy, %		23.3%	20.4%	20.4%	13.8%	11.9%	12.0%	12.6%	13.9%
qoq, %									
% of Subscription & Support	29.2%	27.8%	26.9%	26.3%	25.4%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%
1.3) Marketing & Commerce Cloud (市场营销及商务)	1,898	2,506	3,133	3,902	4,516	4,912	5,409	6,047	6,839
yoy, %		32.0%	25.0%	24.5%	15.7%	8.8%	10.1%	11.8%	13.1%
qoq, %									
% of Subscription & Support	15.3%	15.6%	15.7%	15.8%	15.6%	15.1%	14.8%	14.7%	14.6%
1.4) Integration and Analytics (整合与分析)			2,951	3,783	4,338	5,189	5,991	6,914	8,058
yoy, %				28.2%	14.7%	19.6%	15.5%	15.4%	16.5%
qoq, %									
% of Subscription & Support			14.8%	15.3%	14.9%	15.9%	16.4%	16.8%	17.2%
1.5) Platform & Other Cloud (平台与其他)	2,854	4,473	3,324	4,509	5,967	6,611	7,214	7,944	8,906
yoy, %		56.7%	-25.7%	35.6%	32.3%	10.8%	9.1%	10.1%	12.1%
qoq, %									
% of Subscription & Support	23.0%	27.9%	16.6%	18.3%	20.6%	20.3%	19.8%	19.4%	19.1%
2. Pro Services & Other (专业服务及其他)	869	1,055	1,276	1,835	2,331	2,320	2,327	2,619	2,982
yoy, %		21.4%	20.9%	43.8%	27.0%	-0.5%	0.3%	12.6%	13.9%
qoq, %									
% of Revenue	6.5%	6.2%	6.0%	6.9%	7.4%	6.7%	6.0%	6.0%	6.0%

资料来源: Salesforce 季报, 华安证券研究所

6.2 相对估值

我们采用可比公司估值法进行估值, 选取了行业头部 SaaS 公司 Adobe、SAP、Intuit、ServiceNow、Autodesk 等作为可比公司。可比公司 24 年 Bloomberg 一致预期 PS 平均值为 7.8X, 综合考虑公司业务成熟、产品壁垒及公司在 AI 领域的投入与布局领先于行业, 给予公司 2024 年行业平均水平 7.8X PS, 对应合理市值为 3025 亿美元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 36 Salesforce 及可比公司 23-25 年一致预期 (日期: 2024-5-13)

公司	市值 (亿美元)	收入 (亿美元)			归母净利润 (亿美元)			PS		
		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2024	FY2025E	FY2026E
Salesforce	2684	348.6	387.8	436.5	80.9	97.5	111.0	7.9	7.8	6.9
平均值									7.8	6.9
Adobe	2161	194.0	214.7	239.4	73.8	81.6	90.9	14.4	10.2	9.1
SAP	2218	337.5	365.4	405.2	45.9	54.2	76.5	5.2	6.4	5.8
Intuit	1770	143.7	160.5	180.4	24.0	46.5	53.6	10.0	11.0	9.8
Autodesk	466	55.0	60.4	67.4	9.3	17.4	19.3	9.9	7.6	6.8
ServiceNow	1496	89.7	109.1	131.5	17.6	28.1	33.7	16.1	13.6	11.2
Zoom	192	45.3	46.0	47.9	6.8	15.6	15.9	4.3	4.1	3.9
Block	386	219.2	251.7	279.8	18.3	22.3	28.8	2.1	1.7	1.6

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

风险提示:

行业竞争加剧风险, 政策不确定性风险, AI 监管不确定性风险等。

财务报表与盈利预测

资产负债表		百万美元			
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	
资产					
现金及现金等价物	8,472	11,867	17,570	23,940	
有价证券	5,722	5,722	5,722	5,722	
应收账款	11,414	13,443	15,327	17,393	
其他流动资产	3,466	3,684	4,151	4,687	
流动资产	29,074	34,716	42,769	51,742	
固定资产	3,689	2,663	2,186	2,027	
商誉	48,620	48,620	48,620	48,620	
投资	4,848	4,848	4,848	4,848	
其他长期资产	13,592	12,304	11,081	10,006	
资产总计	99,823	103,152	109,504	117,243	
负债					
应付账款	6,111	5,126	5,757	6,466	
经营租赁负债	518	575	655	744	
递延收入	19,003	18,954	18,905	18,857	
其他流动负债	999	999	999	999	
流动负债	26,631	25,654	26,317	27,066	
非流动负债	8,427	8,427	8,427	8,427	
非流动经营租赁负债	2,644	2,934	3,345	3,796	
其他长期负债	2,475	2,747	3,132	3,554	
负债合计	40,177	39,762	41,221	42,843	
权益					
优先股	-	-	-	-	
股东权益合计	59,646	63,390	68,283	74,400	
负债股东权益总计	99,823	103,152	109,504	117,243	

现金流量表		百万美元			
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	
税后利润	4,136	5,048	5,798	6,621	
折旧和摊销	3,959	3,501	2,910	2,633	
股权激励激励	2,787	2,696	2,696	2,696	
营运资金变动	-2,850	-4,790	-3,125	-3,507	
其他经营现金流	2,202	1,716	1,897	2,121	
经营现金流合计	10,234	8,170	10,176	10,564	
资本支出	-736	-776	-873	-994	
其他投资现金流	-591	-	-	-	
投资现金流合计	-1,327	-776	-873	-994	
权益变动	-7,620	-4,000	-3,600	-3,200	
其他融资现金流	143	-	-	-	
融资现金流合计	-7,477	-4,000	-3,600	-3,200	
现金流总计	1,456	3,395	5,703	6,370	
期初现金	7,016	8,472	11,867	17,570	
期末现金	8,472	11,867	17,570	23,940	

利润表		百万美元			
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	
营业收入	34,857	38,775	43,652	49,706	
营业成本	8,541	9,395	10,550	12,007	
毛利	26,316	29,380	33,102	37,699	
研发费用	4,906	5,413	6,084	6,926	
销售费用	12,877	14,266	16,055	18,282	
管理费用	2,534	2,779	3,119	3,549	
营业费用合计	21,305	23,244	26,096	29,707	
营业利润	5,011	6,136	7,006	7,992	
<i>Non-GAAP调整项</i>	5,621	6,050	7,250	8,450	
经调整营业利润	10,632	12,186	14,256	16,442	
战略投资收入/支出	-277	-257	-280	-317	
其他收入/支出	216	240	271	308	
利润总额	4,950	6,120	6,997	7,983	
所得税费用	-814	-1,072	-1,199	-1,363	
其他	-	-	-	-	
税后利润	4,136	5,048	5,798	6,621	
少数股东损益	-	-	-	-	
归母净利润	4,136	5,048	5,798	6,621	
<i>Non-GAAP调整项</i>	-	-	-	-	
经调整净利润	8,087	9,748	11,098	12,601	
经调整EBITDA	14,591	15,687	17,166	19,075	
经调整EPS	4.76	5.42	5.84	6.30	

核心指标		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
盈利指标					
营收增长率		11.2%	11.2%	12.6%	13.9%
EBITDA增长率		34.4%	7.5%	9.4%	11.1%
EPS增长率		47.3%	13.8%	7.9%	7.9%
毛利率		75.5%	75.8%	75.8%	75.8%
营业利润率		30.5%	31.4%	32.7%	33.1%
ROIC (%)		134.7%	94.1%	73.6%	61.2%
ROE (%)		13.6%	15.4%	16.3%	16.9%
估值指标					
P/E (X)		33.5	27.8	24.4	21.5
P/B (X)		4.5	4.3	4.0	3.6
EV/EBITDA (X)		18.6	17.1	15.3	13.4
EV/营收 (X)		7.8	6.9	6.0	5.1
偿债能力					
资产负债率		40%	39%	38%	37%
流动比率		72%	87%	104%	121%
速动比率		0.65	0.77	0.94	1.12

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。