

买入

2024年6月6日

盈利稳健增长，但营收增长指引乏力

- FY25Q1 收入低于市场预期：** FY2025Q1 公司实现收入 91.3 亿美元 (YoY+11%, CC+11%)，低于彭博一致预期的 91.7 亿美元，由于专业服务的持续压力、一些许可证收入的波动和持续的审慎购买环境导致收入增长不及预期。GAAP 经营利润率为 18.7%，Non-GAAP 营业利润率 32.1%。GAAP 净利润 15.3 亿美元 (YoY+670%)，GAAP 净利润率达 16.8% (YoY+14.4%)，Non-GAAP 净利润 24.1 亿美元 (YoY+43.8%)，均超过彭博一致预期。经营数据方面，RPO 达 539 亿 (YoY+15%)，cRPO 264 亿 (YoY+10%)，主要受缓慢的需求环境和销售延长的影响。财务方面，公司 Q1 经营现金流 62.5 亿美元 (YoY+39%)，运营现金流 60.8 亿美元 (YoY+43%)。一季度完成股票回购 22 亿美元及派发季度股息 4 亿美元，自资本回报计划开始以来，总现金回报超过 140 亿美元，注重股东回报。
- 数据云成为新增长引擎，海外业务稳定扩张：** 本季度订阅和支持收入为 85.9 亿美元 (YoY+12%)，专业服务和其他收入为 5.5 亿美元 (YoY-9.4%)，按产品划分其中销售云、服务云、平台及其他、市场营销和商业云、数据云分别实现收入 20.0、21.8、17.2、12.8、14.1 亿美元，分别同比增长 11%、11%、10%、10%、25%。公司作为全球第一的 CRM 提供商，受益于用户对 AI 转型的需求带动，数据云业务将持续推动业绩增长。分区域看，本季度美洲区、欧洲区及亚太地区分别实现收入 60.6、21.5、9.3 亿美元，同比增长 11%、9%、21%，公司海外布局稳定扩张。
- 下调 FY25 财年营业利润率指引：** (1) FY25Q2 收入指引为 92-92 亿美元 (YoY+7-8%)，低于市场预期的 93.7 亿美元；(2) 维持 FY25 财年全年收入指引为 377-380 亿美元 (YoY+8-9%)；(3) 将 FY25 财年 GAAP 营业利润率下调至 19.9%，Non-GAAP 营业利润率维持为 32.5%，全年运营现金流量同比增长约 21-24%。
- 下调目标价至 278 美元，买入评级：** Salesforce 一季度收入增长 11%至 91.3 亿美元，但下调了收入和利润率指引，反映了客户支出缩减、交易周期延长等因素，显示软件行业当前面临困境。尽管现金流强劲(一季度 62.5 亿美元)，并通过派息和回购股票提高了股东回报，但 Salesforce 已进入成熟稳态，收入增速从过去 20% 下降至现在 10%左右的低双位数增长。未来需要继续削减运营费用，释放利润提升空间。基于对公司利润持续释放的预期，我们维持买入评级，给予 25 财年经调整利润 27 倍 PE，对应 2700 亿美元市值估值，目标股价 278 美元，较当前价格有 18% 的上涨空间。
- 风险提示：** 并购整合不及预期、公司新产品和新客户拓展不及预期、销售额增长减速、销售云业务增长过于滞后、与传统供应商竞争加剧等。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321539

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	236 美元
目标价	278 美元 (+18%)
股票代码	CRM
已发行股本	9.69 亿股
市值	2292 亿美元
52 周高/低	318/194 亿美元
每股净现值	61 美元
主要股东	The Vanguard Group 8.7% BlackRock Inc 7.5%

盈利摘要

截至1月31日止财政年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入 (美元千元)	31,352,000	34,857,000	37,850,161	41,407,641	45,327,780
变动 (%)	18.3%	11.2%	8.6%	9.4%	9.5%
GAAP净利润 (美元千元)	208,000	4,136,000	6,076,151	7,265,002	8,519,784
GAAP EPS (美元)	0.2	4.2	6.3	7.5	8.8
变动 (%)	-85.9%	1888.5%	50.9%	19.6%	17.3%
GAAP市盈率 (倍, @236)	1,131	57	38	32	27
PS	7.3	6.6	6.1	5.5	5.1

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

2025 财年第一季度业绩情况

十八年来收入首逊预期，
25 财年业绩指引疲弱

第一季度，公司实现营收 91.3 亿美元，同比增长 11%。总毛利率为 76.3%，同比增长 2.1%。运营总费用为 52.6 亿，同比减少 7.8%；运营利润率为 18.7%，同比增长 13.7%。净利润为 15.3 亿，季度末现金即现金等价物增加至 99.6 亿，其中自由现金流达到 60.8 亿。

公司预计 FY25Q2 收入指引为 92.0-92.5 亿美元，同比增长 7%-8%，收入指引疲弱，这是至上市以来 20 多年首个录得个位数营收增长幅度的季度；FY25 财年全年收入指引为 377-380 亿美元，同比增长 8%-9%，区间上限仍低于市场预期的 381 亿美元。公司高管在财报电话会上称，第一财季客户支配预算更为审慎，交易周期也比平时更长，预计 2025 财年的“专业服务”业务交易将减少，项目也将放缓。

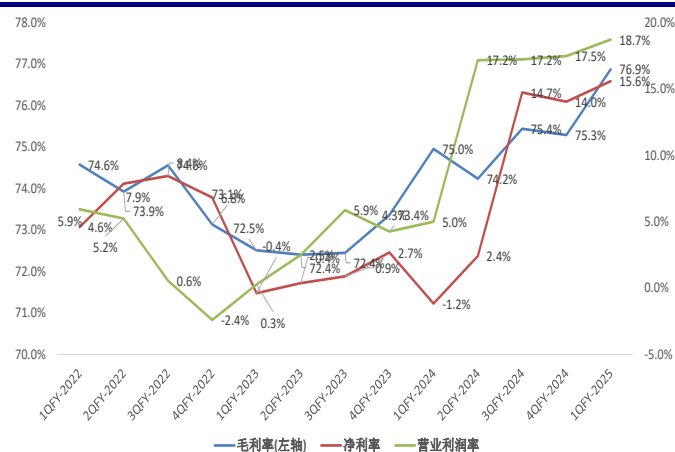
公司下调全年的订阅和支持收入增幅预期至略低于 10%，此前认为“大致增长 10%”，并将 2025 财年的 GAAP 营业利润率指引下调至 19.9%，不过维持非 GAAP 的营业利润率为 32.5%不变。

图表 1: FY2024Q1-2025Q1 主营业务订阅服务收入拆分 (百万美元)

	Units	1QFY-2024	2QFY-2024	3QFY-2024	4QFY-2024	1QFY-2025
		A	A	A	A	A
Revenue						
Disaggregation of Revenue						
Sales	\$M	1,810.00	1,895.00	1,906.00	1,969.00	1,998.00
YoY%		10.9%	11.8%	11.0%	10.2%	10.4%
As of %		21.9%	22.0%	21.9%	21.2%	21.9%
Service	\$M	1,964.00	2,049.00	2,074.00	2,158.00	2,182.00
YoY%		11.5%	12.1%	11.7%	12.2%	11.1%
As of %		23.8%	23.8%	23.8%	23.2%	23.9%
Platform and other	\$M	1,567.00	1,638.00	1,686.00	1,720.00	1,718.00
YoY%		10.4%	10.8%	11.4%	10.5%	9.6%
As of %		19.0%	19.0%	19.3%	18.5%	18.8%
Marketing and Commerce	\$M	1,170.00	1,238.00	1,230.00	1,274.00	1,282.00
YoY%		7.4%	10.4%	8.9%	8.2%	9.6%
As of %		14.2%	14.4%	14.1%	13.7%	14.0%
Data	\$M	1,131.00	1,186.00	1,245.00	1,627.00	1,405.00
YoY%		18.4%	16.2%	22.3%	21.1%	24.2%
As of %		13.7%	13.8%	14.3%	17.5%	15.4%
Total revenue	\$M	8,247.00	8,603.00	8,720.00	9,287.00	9,133.00
YoY%		11.3%	11.4%	11.3%	10.8%	10.7%
Revenue by geography						
America	\$M	5,482.00	5,769.00	5,862.00	6,176.00	6,062.00
YoY%		10.3%	9.7%	9.3%	9.2%	10.6%
As of %		66.5%	67.1%	67.2%	66.5%	66.4%
Europe	\$M	1,951.00	1,974.00	1,998.00	2,205.00	2,145.00
YoY%		12.3%	13.1%	14.5%	14.0%	9.9%
As of %		23.7%	22.9%	22.9%	23.7%	23.5%
Asia pacific	\$M	814.00	860.00	860.00	906.00	926.00
YoY%		16.0%	20.4%	17.6%	14.4%	13.8%
As of %		9.9%	10.0%	9.9%	9.8%	10.1%
Total revenue	\$M	8,247.00	8,603.00	8,720.00	9,287.00	9,133.00
		11.3%	11.4%	11.3%	10.8%	10.7%

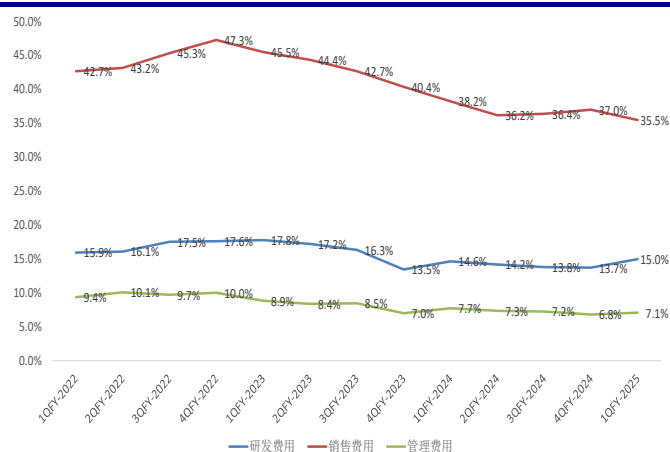
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2: FY22Q1-FY25Q1 毛利率和净利润率



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3: FY22Q1-FY25Q1 三大费用占收入比



资料来源：公司资料，第一上海整理

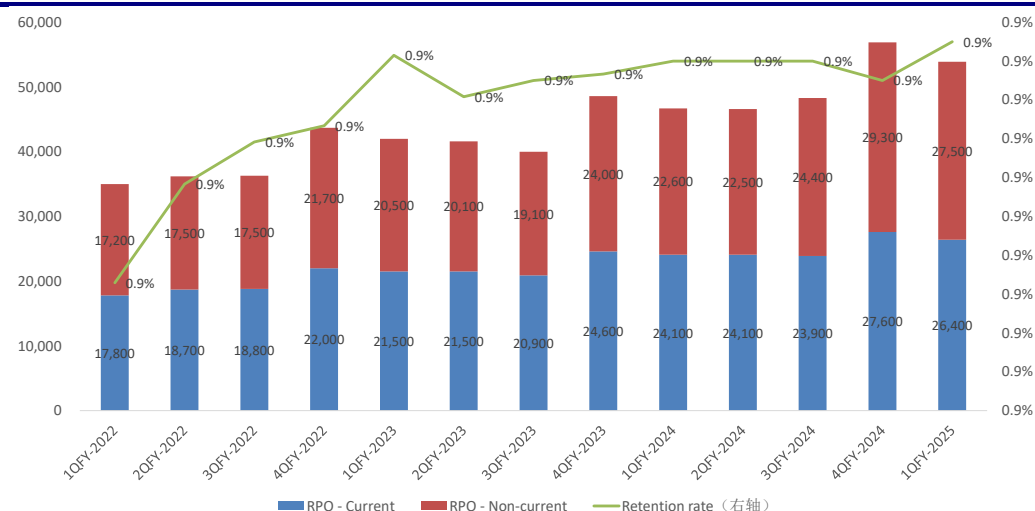
公司主要运营数据

RPO 保持稳健增长，AI 贡献收入增量暂未明显

截至第一季度末，RPO 为 539 亿，同比增长 15%，cRPO 为 264 亿，同比增长 10%，CRPO 增长主要是核心产品的弹性推动。数据云正在改变客户体验并为下一代人工智能做好准备。本季度 25% 的 100 万美元以上交易涉及数据云，连续第二个季度增加了 1000 多个客户。数据云接收了 8 万亿条记录，同比增长 42%，处理了 2 千万亿条记录，增长 217%。客户参与度超过 1 万亿次激活，同比增长 33%。Salesforce 与亚马逊、Databricks、谷歌、IBM、微软和 Snowflake 等合作伙伴创建了零复制合作伙伴网络，客户可随时访问实时数据。这将成为未来增长和人工智能发展的引擎。

AI 方面，Einstein AI 多年来在所有云平台上提供预测性 AI，每天生成数千亿次预测。第一季度，公司推出了 Einstein Copilot、Prompt Builder 和 Einstein Studio，并完成了数百笔 Copilot 交易。Einstein Copilot 功能不断提升，对帮助客户取得的成功感到满意。随着 Einstein 深度整合至公司各个产品中，为公司的产品组合提供全新力量，不断满足客户需求，提高运营效率，从而带动公司云业务的不断增长。

图表 4: FY22Q1-FY25Q1 公司 RPO 和 cRPO、客户留存率（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

目标价 278 美元，买入评级

考虑到软件行业支出的疲软，下调目标价至 278 美元

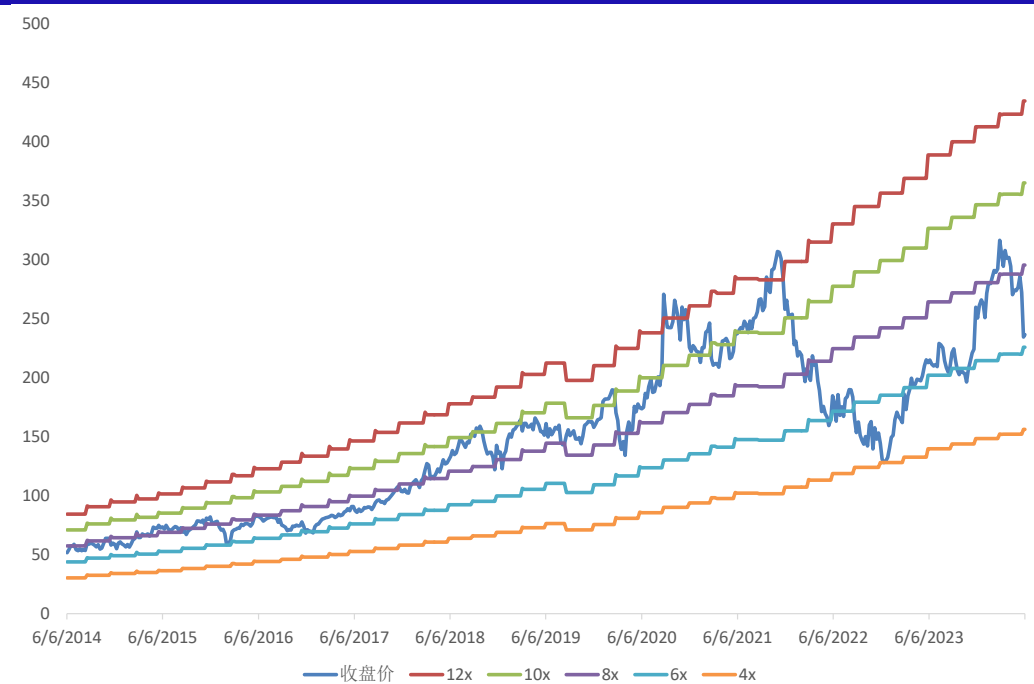
Salesforce 的业绩表明软件行业正面临困境。尽管第一季度收入增长了 11%，达到 91.3 亿美元，但公司的收入指引显示出市场的疲软。预计第二季度收入增长仅为 7%至 8%，全年收入增长为 8%至 9%，低于之前的预期。此外，公司下调了全年订阅和支持收入增长预期，并预计 GAAP 运营利润率将下降至 19.9%。这一系列调整反映了客户支出缩减、交易周期延长以及市场需求疲软等因素，显示出软件行业在当前经济下面临的挑战和不确定性。

尽管面临收入增长放缓的挑战，Salesforce 通过减少运营费用来提高利润率，公司的盈利增长轨迹推动了强劲的现金流产生（FY25Q1 产生现金流 62.5 亿美元，全年预计 125 亿美元，同比增长 22%），并通过精简开支和优化运营效率，实现了更高的利润率（预计 25 财年 Non-GAAP 营业利润率达到 32.5%）。此外，公司通过派发季度股息和实施股票回购计划，进一步提高了股东的回报。自资本回报

计划启动以来，Salesforce 已向股东返还超过 140 亿美元，其中包括在本财年第一季度首次派发的季度股息。这些措施体现了公司在市场环境艰难的情况下，依然致力于为股东创造最大价值的承诺。

我们认为 Salesforce 公司已经进入到了成熟稳态发展阶段，从过去 20% CAGR 的年收入高速增长，到现在进入 10%左右的低双位数增长，未来需要通过降低运营费用，比如销售费用占比从 35%逐步降低到类似于 Oracle、SAP 同类软件 23%的水平，从而释放利润。我们更改估值的方式，预计 Salesforce 在 25 财年利润率在 16%水平，考虑到公司未来利润的持续释放，给予 25 财年经调整利润的 27 倍 PE, 对应 2700 亿美元市值估值，目标价 278 美元，较当前价格有 21%的上涨空间，给予买入评级

图表 5: Salesforce 过去十年 PS 历史估值



资料来源: Wind、第一上海整理

附录 1：主要财务报表

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	31,352,000	34,857,000	37,850,161	41,407,641	45,327,780
营业成本	-8,360,000	-8,541,000	-8,895,912	-9,317,949	-10,064,113
毛利	22,992,000	26,316,000	28,954,249	32,089,692	35,263,667
研发费用	-5,055,000	-4,906,000	-5,327,277	-5,827,980	-6,379,725
销售费用	-13,526,000	-12,877,000	-13,414,992	-13,847,694	-14,886,715
管理费用	-2,553,000	-2,534,000	-2,638,043	-2,678,951	-2,932,572
营业支出	-21,962,000	-21,305,000	-21,380,312	-22,354,625	-24,199,013
营业利润	1,030,000	5,011,000	7,573,937	9,735,067	11,064,655
其他收入	-239,000	-61,000	216,000	-300,000	0
除税前溢利	660,000	4,950,000	7,789,937	9,435,067	11,064,655
所得税	-452,000	-814,000	-1,713,786	-2,170,065	-2,544,871
净利润	208,000	4,136,000	6,076,151	7,265,002	8,519,784
营业收入增长率 (%)	18.35%	11.18%	8.59%	9.40%	9.47%
EBITDA增长率 (%)	25.22%	86.25%	10.84%	22.59%	11.64%

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
货币现金	7,016,000	8,472,000	20,528,321	34,301,290	47,686,173
有价证券	5,492,000	5,722,000	5,950,880	6,188,915	6,436,472
应收账款	10,755,000	11,414,000	12,555,400	13,559,832	14,644,619
其他流动资产	3,132,000	3,466,000	3,658,350	3,861,461	4,075,938
流动资产总计	26,395,000	29,074,000	42,692,951	57,911,498	72,843,201
固定资产	3,702,000	3,689,000	3,747,000	3,805,000	3,863,000
商誉	48,568,000	48,620,000	48,620,000	48,620,000	48,620,000
其他非流动资产	20,184,000	18,440,000	16,749,500	14,974,475	13,110,699
非流动资产总计	72,454,000	70,749,000	69,116,500	67,399,475	65,593,699
资产总计	98,849,000	99,823,000	111,809,451	125,310,973	138,436,900
应付账款	6,743,000	6,111,000	6,722,100	7,394,310	8,133,741
递延收入	17,376,000	19,003,000	21,400,000	23,917,000	24,584,037
经营租赁负债-流动	590,000	518,000	518,000	518,000	518,000
流动负债合计	25,891,000	26,631,000	29,639,100	32,828,310	34,234,778
经营租赁负债-非流动	2,897,000	2,644,000	2,644,000	2,644,000	2,644,000
长期借款	9,419,000	8,427,000	8,427,000	8,427,000	8,427,000
其他非流动负债	2,283,000	2,475,000	2,475,000	2,475,000	2,475,000
非流动负债合计	14,599,000	13,546,000	13,546,000	13,546,000	13,546,000
负债合计	40,490,000	40,177,000	43,185,100	46,374,310	47,780,778
负债及股东权益合计	98,849,000	99,823,000	111,809,452	125,310,974	138,436,901

资料来源：公司资料、第一上海预测

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	73.34%	75.50%	76.50%	77.50%	77.80%
净利率 (%)	0.66%	11.87%	16.05%	17.55%	18.80%
Non-GAAP营业利润率 (%)	16.66%	23.20%	29.25%	30.57%	31.65%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	51.29%	44.21%	42.41%	39.91%	39.31%
研发费用/收入 (%)	16.12%	14.07%	14.07%	14.07%	14.07%
实际税率 (%)	68.48%	16.44%	22.00%	23.00%	23.00%
应收账款周转天数	118	114	114	114	112
应付账款周转天数	263	271	260	273	278
财务状况					
总负债/总资产	40.96%	40.25%	38.62%	37.01%	34.51%
经营性现金流入/收入	22.68%	29.36%	34.40%	35.61%	31.70%
流动资产/流动负债	1.02	1.09	1.44	1.76	2.13

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
净利润	208,000	4,136,000	6,076,151	7,265,002	8,519,784
折旧及摊销	3,786,000	3,959,000	2,368,500	2,453,025	2,541,776
股权激励费用计提	3,279,000	2,787,000	2,902,200	3,047,310	3,199,676
营运资本变动	-2,069,000	-2,850,000	1,674,350	1,981,668	107,204
其他非现金调整	1,907,000	2,202,000	0	0	0
经营活动产生的现金流	7,111,000	10,234,000	13,021,201	14,747,004	14,368,439
购买有价证券	-557,000	-121,000	-228,880	-238,035	
资本性支出	-798,000	-736,000	-736,000	-736,000	-736,000
其他投资活动现金流	-634,000	-470,000	0	0	-247,557
投资活动产生的现金流	-1,989,000	-1,327,000	-964,880	-974,035	-983,557
支付资本租赁债务	-419,000	-629,000	0	0	0
偿还债务支付的现金	-4,000	-1,182,000	0	0	0
其他筹资活动产生的现金流	-3,139,000	-5,666,000	0	0	0
筹资活动产生的现金流	-3,562,000	-7,477,000	0	0	0
现金及现金等价物净增加	1,552,000	1,456,000	12,056,321	13,772,969	13,384,883
期初现金及现金等价物余额	5,464,000	7,016,000	8,472,000	20,528,321	34,301,290
期末现金及现金等价物余额	7,016,000	8,472,000	20,528,321	34,301,290	47,686,173

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。