

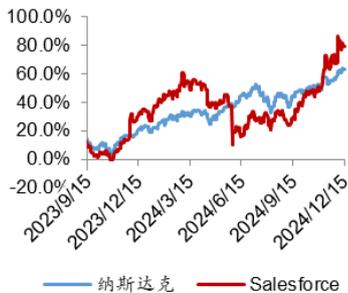
## 三季度业绩超预期，AgentForce 推动订单增长

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-12-15

收盘价（美元）	354.31
近 12 个月最高/最低（美元）	369.0/211.3
总股本（百万股）	957
流通股本（百万股）	957
流通股比例（%）	100.0
总市值（亿美元）	3391
流通市值（亿美元）	3391

### 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.AI 工具多场景覆盖，经营利润持续释放 2024-05-13
- 2.生态为主 AI 为辅，创意工具厚积薄发 2024-03-03

### 主要观点：

#### ● FY25Q3 业绩：

公司发布 2025 财年第三季度业绩，整体业绩超预期。三季度实现收入 94.4 亿美元，同比增长 8.3%，超一致预期 1.0%；其中订阅业务收入 88.8 亿美元，同比增长 9.1%，超一致预期 0.7%。三季度实现净利润 15.3 亿美元，同比增长 24.8%，超一致预期 7.9%；non-GAAP Op Margin 为 33.1%，同比增长 1.9pct。公司三季度 RPO 稳定增长达 531 亿美元，同比增长 9.9%，符合预期。其中 cRPO 部分达 264 亿美元，同比增长 10%，超预期 1.4%。

#### ● AI 功能效果显现，Agent Force 推动订单增长

公司新产品 Agent Force 推动公司业绩增长。从结果上看，三季度 AI 推动百万美元以上订单签订量同比增长 2 倍多，共签署 2000 多份 AI 订单，其中 Agent Force 200 多单。公司作为最早部署 AI 功能的 CRM 厂商之一，AI 功能商业化成果逐渐开始凸显，其中 Agent Force 作为公司 9 月份推出的开创性的自主 AI 代理套件，赋能服务、销售、营销和商务等场景，未来 Agent Force 的潜在交易客户约有数千个，有望持续打开商业化空间。

#### ● 维持全年指引不变，Op Margin 小有上调

公司预计 25 财年四季度收入为 99.0-101.0 亿美元，同比增长 7%-9%，同时维持了四季度 RPO 约 9% 的同比增速；全年收入为 378-380 亿美元，同比增长 8%-9%，全年预期保持不变。25 财年全年 GAAP Op Margin 为 19.8%（预期环比提升 0.1pct），non-GAAP Op Margin 为 32.9%（预期环比提升 0.1pct）。

#### ● 投资建议

我们预计公司 25/26/27 财年 non-GAAP 归母净利润为 97.8/111.4/125.1 亿美元，yoy 20.9%/13.9%/12.4%，对应 PE 为 35.4/31.1/27.6。Agent Force 有望推动公司商业化进程，维持“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 功能不及预期风险，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	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	34,857	38,009	41,501	45,083
收入同比 (%)	11.2%	9.0%	9.2%	8.6%
归母净利润 (Non-GAAP)	8,087	9,778	11,136	12,513
归母净利润同比 (%)	54.7%	20.9%	13.9%	12.4%
毛利率	75.5%	77.0%	77.0%	77.0%
ROE (%)	14%	16%	17%	17%
经调整每股收益 (美元)	8.22	10.19	11.60	13.03
P/E	53.5	35.4	31.1	27.6
P/B	3.9	5.8	5.2	4.6
EV/EBITDA	16.2	21.7	19.7	18.1

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表	百万美元			
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>资产</b>				
现金及现金等价物	8,472	8,000	12,464	17,588
有价证券	5,722	4,760	4,760	4,760
应收账款	11,414	12,084	13,235	14,267
其他流动资产	3,466	3,820	3,766	3,809
<b>流动资产</b>	<b>29,074</b>	<b>28,664</b>	<b>34,225</b>	<b>40,424</b>
固定资产	3,689	3,160	2,508	2,190
商誉	48,620	49,093	49,093	49,093
投资	4,848	4,845	4,845	4,845
其他长期资产	13,592	12,546	10,736	9,139
<b>资产总计</b>	<b>99,823</b>	<b>98,308</b>	<b>101,408</b>	<b>105,691</b>
<b>负债</b>				
应付账款	6,111	4,978	5,429	5,921
经营租赁负债	518	612	670	723
递延收入	19,003	18,861	13,895	8,775
其他流动负债	999	-	-	-
<b>流动负债</b>	<b>26,631</b>	<b>24,451</b>	<b>19,995</b>	<b>15,419</b>
非流动负债	8,427	8,432	8,432	8,432
非流动经营租赁负债	2,644	2,590	2,836	3,058
其他长期负债	2,475	2,829	3,098	3,339
<b>负债合计</b>	<b>40,177</b>	<b>38,301</b>	<b>34,361</b>	<b>30,248</b>
<b>权益</b>				
优先股	-	-	-	-
<b>股东权益合计</b>	<b>59,646</b>	<b>60,006</b>	<b>67,046</b>	<b>75,443</b>
<b>负债股东权益总计</b>	<b>99,823</b>	<b>98,308</b>	<b>101,408</b>	<b>105,691</b>

现金流量表	百万美元			
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
税后利润	4,136	6,150	7,360	8,317
<b>折旧和摊销</b>	<b>3,959</b>	<b>3,458</b>	<b>3,041</b>	<b>2,700</b>
股权激励	2,787	3,200	3,280	3,280
营运资金变动	-2,850	-4,663	-6,359	-6,484
其他经营现金流	2,202	2,181	1,572	1,412
<b>经营现金流合计</b>	<b>10,234</b>	<b>10,327</b>	<b>8,895</b>	<b>9,225</b>
<b>资本支出</b>	<b>-736</b>	<b>-706</b>	<b>-830</b>	<b>-902</b>
其他投资现金流	-591	277	-	-
<b>投资现金流合计</b>	<b>-1,327</b>	<b>-429</b>	<b>-830</b>	<b>-902</b>
权益变动	-7,620	-8,753	-3,600	-3,200
其他融资现金流	143	-1,603	-	-
<b>融资现金流合计</b>	<b>-7,477</b>	<b>-10,356</b>	<b>-3,600</b>	<b>-3,200</b>
现金流总计	1,456	-472	4,464	5,124
期初现金	7,016	8,472	8,000	12,464
<b>期末现金</b>	<b>8,472</b>	<b>8,000</b>	<b>12,464</b>	<b>17,588</b>

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表	百万美元			
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>营业收入</b>	<b>34,857</b>	<b>38,009</b>	<b>41,501</b>	<b>45,083</b>
营业成本	8,541	8,751	9,545	10,369
<b>毛利</b>	<b>26,316</b>	<b>29,258</b>	<b>31,956</b>	<b>34,714</b>
研发费用	4,906	5,437	5,743	6,140
销售费用	12,877	13,342	14,110	15,103
管理费用	2,534	2,803	2,967	3,133
营业费用合计	21,305	21,837	23,111	24,601
营业利润	5,011	7,422	8,845	10,114
<i>Non-GAAP调整项</i>	5,621	5,115	5,470	5,870
<b>经调整营业利润</b>	<b>10,632</b>	<b>12,537</b>	<b>14,315</b>	<b>15,984</b>
战略投资收入/支出	-277	38	34	36
其他收入/支出	216	375	385	414
利润总额	4,950	7,580	9,263	10,564
所得税费用	-814	-1,430	-1,903	-2,247
其他	-	-	-	-
税后利润	4,136	6,150	7,360	8,317
少数股东损益	-	-	-	-
归母净利润	4,136	6,150	7,360	8,317
<i>Non-GAAP调整项</i>	-	-	-	-
<b>经调整净利润</b>	<b>8,087</b>	<b>9,778</b>	<b>11,136</b>	<b>12,513</b>
经调整EBITDA	14,591	15,995	17,357	18,683
经调整EPS	8.22	10.19	11.60	13.03

核心指标	FY2024 FY2025E FY2026E FY2027E			
	<b>盈利指标</b>			
营收增长率	11.2%	9.0%	9.2%	8.6%
EBITDA增长率	34.4%	9.6%	8.5%	7.6%
EPS增长率	72.0%	23.9%	13.9%	12.4%
毛利率	75.5%	77.0%	77.0%	77.0%
营业利润率	30.5%	33.0%	34.5%	35.5%
ROIC (%)	134.7%	146.4%	85.8%	62.1%
ROE (%)	13.6%	16.3%	16.6%	16.6%
<b>估值指标</b>				
P/E (X)	29.1	35.4	31.1	27.6
P/B (X)	3.9	5.8	5.2	4.6
EV/EBITDA (X)	16.2	21.7	19.7	18.1
EV/营收 (X)	6.8	9.1	8.3	7.5
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40%	39%	34%	29%
流动比率	72%	75%	100%	134%
速动比率	0.65	0.65	0.91	1.25

## 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达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 15%；
- 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。