

买入

2024年12月13日

盈利稳健增长，Agentforce 成为核心增长引擎

- FY25Q3 收入高于市场预期：** FY2025Q3 公司实现收入 94.4 亿美元 (YoY+8%, CC+8%)，高于彭博一致预期的 93.5 亿美元，收入增长主要由订阅和支持服务收入驱动。GAAP 经营利润率为 20.0%，Non-GAAP 营业利润率为 33.1%。GAAP 净利润 15.3 亿美元 (YoY+25%)，GAAP 净利润率达 16.2% (YoY+3.2%)，Non-GAAP 净利润 28.9 亿美元 (YoY+40%)，收入利润均超过彭博一致预期。经营数据方面，RPO 达 531 亿 (YoY+12%)，cRPO 264 亿 (YoY+10%)，主要受到销售周期延长及需求疲软的影响。财务方面，公司 Q3 经营现金流 19.8 亿美元 (YoY+29%)，自由现金流 17.8 亿美元 (YoY+30%)。一季度完成股票回购 12 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 200 亿美元，管理层高度注重股东回报。
- Agentforce 成为核心增长引擎，海外业务稳定扩张：** 本季度公司收入和利润均实现了显著增长，这与 Agentforce 的成功推出和市场需求的提升密切相关。本季度公司明确了 AI 的战略地位，Agentforce 销售表现亮眼，相关收入贡献被纳入订阅和支持收入中。订阅和支持收入为 88.8 亿美元 (YoY+9%)，专业服务和收入为 5.6 亿美元 (YoY+1%)，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 16、19、27、12、15 亿美元，分别同比增长 8%、11%、7%、6%、9%。Agentforce 与销售云、服务云和其他核心云服务深度集成，推动了客户的新增订阅和现有合同续约。分区域看，本季度美洲区、欧洲区及亚太地区分别实现收入 66、18、10 亿美元，同比增长 7%、10%、11%，公司海外布局稳定扩张。
- 营业利润率持续推升：** (1) FY25Q4 收入指引为 99-101 亿美元 (YoY+7-9%)，符合市场预期；(2) 维持 FY25 财年全年收入指引为 378-380 亿美元 (YoY+8-9%)；(3) 将 FY25 财年 GAAP 营业利润率维持至 19.9%，Non-GAAP 营业利润率上调为 32.9%，全年运营现金流量同比增长约 24-26%。
- 上调目标价至 450 美元，买入评级：** Salesforce 三季度收入增长 8%至 94.4 亿美元，上调了收入指引和运营利润率，反映了对未来财务表现和发展潜力的信心。尽管 H1 表现欠佳，但公司的现金流强劲，并通过派息和回购股票提高了股东回报。且 Salesforce 的 AI 战略和在 Agentforce 方面的领先地位，可以进一步增强其在 CRM 市场的竞争优势。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 财年轻调整利润 40 倍 PE，对应 4400 亿美元市值估值，目标股价 450 美元，较当前价格有 27%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

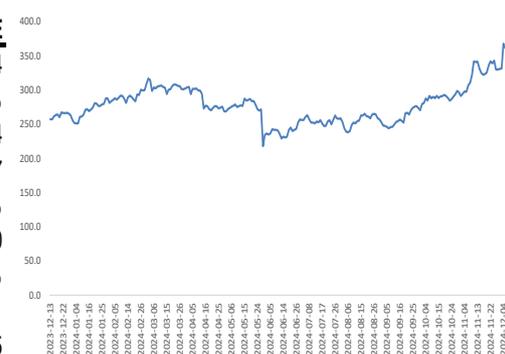
行业	TMT
股价	358 美元
目标价	450 美元 (+26%)
股票代码	CRM
已发行股本	9.57 亿股
市值	3396 亿美元
52 周高/低	369/212 亿美元
每股净现值	61.2 美元
主要股东	The Vanguard Group 9.08% BlackRock Inc 7.69%

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	37,962,611	41,515,629	45,430,034
变动 (%)	18.3%	11.2%	8.9%	9.4%	9.4%
GAAP净利润 (美元千元)	208,000	4,136,000	6,093,702	7,053,551	8,454,304
GAAP EPS (美元)	0.2	4.2	6.3	7.3	8.7
变动 (%)	-85.9%	1888.5%	51.3%	15.8%	19.9%
Non-GAAP净利润	5,224,000	8,087,000	9,789,182	10,545,334	12,279,790
变动 (%)	12.1%	54.8%	21.0%	7.7%	16.4%
GAAP市盈率 (倍, @358)	1,713	86	57	49	41
PS	10.9	9.8	9.0	8.3	7.5

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

2025 财年第三季度业绩情况

稳健增长，25 财年业绩指引乐观

第三季度，公司实现营收 94.4 亿美元，同比增长 8%。总毛利率为 77.7%，同比增长 2.4%。运营总费用为 54.5 亿，同比增加 7.8%；运营利润率为 20%，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 80 亿，其中自由现金流达到 17.8 亿。

公司预计 FY25Q4 收入指引为 99.0-101 亿美元，同比增长 7%-9%，收入预期区间符合市场预期。高管在财报电话会上表示，Agentforce 等 AI 产品推动了第三季度的收入增长，然而整体采购环境保持稳定，预计客户对专业服务的需求将保持低迷，短期内可能对收入产生一定影响。

公司维持订阅和支持收入增幅预期在略低于 10%，并将 2025 财年的 GAAP 营业利润率指引上调至 19.8%，非 GAAP 的营业利润率指引上调至 32.9%。

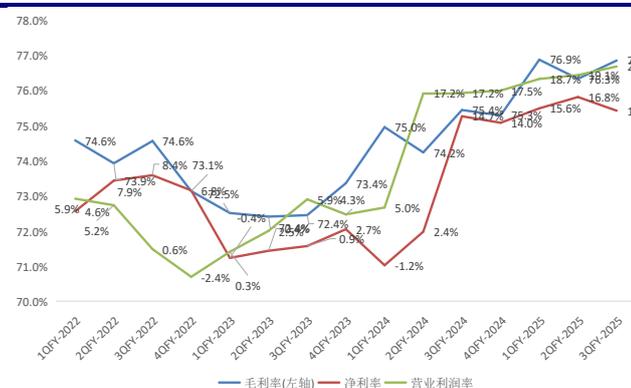
此外，公司重申了在优化成本结构方面的持续努力，通过 Agentforce 等创新产品驱动收入的同时，提升运营效率和股东回报。

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	2QFY-2025	3QFY-2025
		A	A	A	A	A	A	A
Sales	\$M	1,810.00	1,895.00	1,906.00	1,969.00	1,998.00	2,071.00	2,119.00
	YoY%	10.9%	11.8%	11.0%	10.2%	10.4%	9.3%	11.2%
	As of %	21.9%	22.0%	21.9%	21.2%	21.9%	22.2%	22.4%
Service	\$M	1,964.00	2,049.00	2,074.00	2,158.00	2,182.00	2,257.00	2,288.00
	YoY%	11.5%	12.1%	11.7%	12.2%	11.1%	10.2%	10.3%
	As of %	23.8%	23.8%	23.8%	23.2%	23.9%	24.2%	24.2%
Platform and other	\$M	1,567.00	1,638.00	1,686.00	1,720.00	1,718.00	1,786.00	1,825.00
	YoY%	10.4%	10.8%	11.4%	10.5%	9.6%	9.0%	8.2%
	As of %	19.0%	19.0%	19.3%	18.5%	18.8%	19.2%	19.3%
Marketing and Commerce	\$M	1,170.00	1,238.00	1,230.00	1,274.00	1,282.00	1,308.00	1,334.00
	YoY%	7.4%	10.4%	8.9%	8.2%	9.6%	5.7%	8.5%
	As of %	14.2%	14.4%	14.1%	13.7%	14.0%	14.0%	14.1%
Data	\$M	1,131.00	1,186.00	1,245.00	1,627.00	1,405.00	1,342.00	1,313.00
	YoY%	18.4%	16.2%	22.3%	21.1%	24.2%	13.2%	5.5%
	As of %	13.7%	13.8%	14.3%	17.5%	15.4%	14.4%	13.9%
Subscription and support	\$M	7,642.00	8,006.00	8,141.00	8,748.00	8,585.00	8,764.00	8,879.00
	YoY%	11.5%	12.1%	12.6%	12.3%	12.3%	9.5%	9.1%
	As of %	92.7%	93.1%	93.4%	94.2%	94.0%	94.0%	94.0%
Professional services and other	\$M	605.00	597.00	579.00	539.00	548.00	561.00	565.00
	YoY%	9.0%	3.5%	-4.1%	-9.4%	-9.4%	-6.0%	-2.4%
	As of %	7.3%	6.9%	6.6%	5.8%	6.0%	6.0%	6.0%
Total revenue	\$M	8,247.00	8,603.00	8,720.00	9,287.00	9,133.00	9,325.00	9,444.00
	YoY%	11.3%	11.4%	11.3%	10.8%	10.7%	8.4%	8.3%
Revenue by geography								
America	\$M	5,482.00	5,769.00	5,862.00	6,176.00	6,062.00	6,201.00	6,220.00
	YoY%	10.3%	9.7%	9.3%	9.2%	10.6%	7.5%	6.1%
	As of %	66.5%	67.1%	67.2%	66.5%	66.4%	66.5%	65.9%
Europe	\$M	1,951.00	1,974.00	1,998.00	2,205.00	2,145.00	2,184.00	2,228.00
	YoY%	12.3%	13.1%	14.5%	14.0%	9.9%	10.6%	11.5%
	As of %	23.7%	22.9%	22.9%	23.7%	23.5%	23.4%	23.6%
Asia Pacific	\$M	814.00	860.00	860.00	906.00	926.00	940.00	996.00
	YoY%	16.0%	20.4%	17.6%	14.4%	13.8%	9.3%	15.8%
	As of %	9.9%	10.0%	9.9%	9.8%	10.1%	10.1%	10.5%
Total revenue	\$M	8,247.00	8,603.00	8,720.00	9,287.00	9,133.00	9,325.00	9,444.00
	YoY%	11.3%	11.4%	11.3%	10.8%	10.7%	8.4%	8.3%

资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2: FY22Q1-FY25Q3 毛利率和净利润率



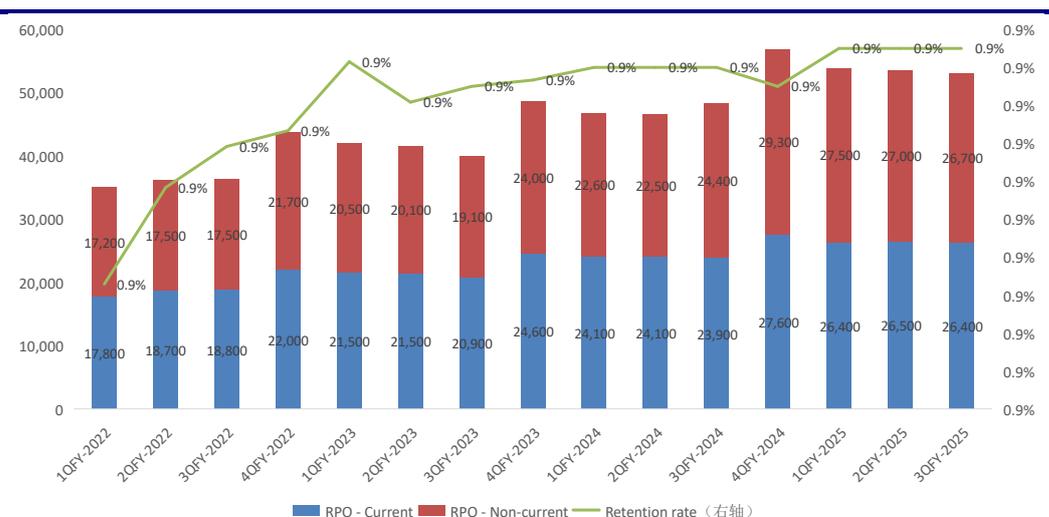
公司主要运营数据

RPO 保持稳健增长，AI 成收入增量增长引擎

截至第三季度末，RPO 为 531 亿，同比增长 10%，cRPO 为 264 亿，同比增长 10%，CRPO 增长主要是核心产品的弹性推动，同时进一步反映出长期客户合同的稳定性。数据云在客户体验转型中继续发挥关键作用，并为下一代人工智能发展奠定了坚实基础。本季度超过 30% 的 100 万美元以上交易涉及数据云，与上一季度相比进一步增加。数据云接收了 8.5 万亿条记录，同比增长 42%。Salesforce 创始人贝尼奥夫此前提出 CY25 年 10 亿次 Agentforce 交互的目标，对应 2 美元单次的 Agentforce 价格，意味着市场空间在 20 亿美元的量级。客户参与度超过 1.2 万亿次激活，同比增长 35%。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 领域，Einstein AI 持续在各云平台上提供预测性人工智能服务，每天生成数千亿次预测。本季度，公司进一步强化了 AI 战略：推出了 Agentforce，为客户提供更强大的 AI 代理功能，赋能销售、服务和市场营销场景；推进 Einstein Copilot 的应用，并完成数百笔相关交易；提升 Prompt Builder 和 Einstein Studio 的能力，为客户带来更高的运营效率和更佳的业务成果。Einstein AI 的深度整合进一步增强了 Salesforce 的产品组合，使其能够持续满足客户需求，推动云业务增长，巩固了 Salesforce 在 AI 领域的领先地位。

图表 4：FY22Q1-FY25Q3 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 450 美元，买入评级

上调目标价至 450 美元

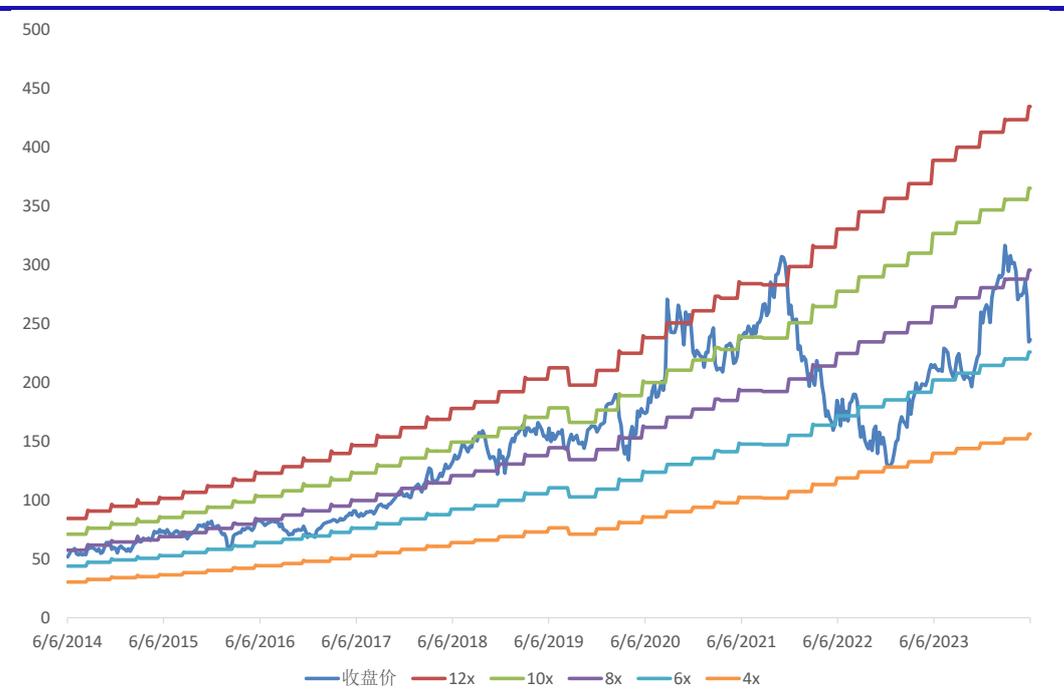
Salesforce 在 2025 财年第三季度实现营收 94.4 亿美元，同比增长 8%，GAAP 营业利润率达 20%，创历史新高。这反映出其强大的业务增长与盈利能力，而 AI 平台 Agentforce 的推出将进一步增强其市场竞争力。公司在 2024 年对 AI 领域投资达 138 亿美元，较 2023 年增长 6 倍，展现出重新定义企业软件的决心。Agentforce 整合了自主学习、自然语言处理（NLP）和数据分析等技术，通过核心的 Atlas Reasoning Engine，使其不仅能辅助客户关系管理（CRM），还可全面覆盖销售、服务、营销等多领域，成为企业的智能中枢。在实际应用中，

Agentforce 已帮助企业提升销售效率 40%、缩短成交周期 30%，并在客户服务与营销精准化方面显著优化，带来更高的客户满意度与留存率。

在竞争格局中，Agentforce 相较微软和 Oracle 等传统对手，展现出更深度的 AI 集成和企业级安全优势，同时凭借庞大的客户生态，与新兴 AI 公司拉开差距。未来，Salesforce 计划到 2025 年部署 10 亿 AI 代理，并探索多模态 AI 与量子计算，为持续增长奠定技术基础。此外，Agentforce 推动企业高效协同，打破信息孤岛，为全面数字化转型提供支持。公司在 AI 领域的雄心和创新能力，不仅为其股票注入强劲动力，也持续引领企业的前进发展。

Salesforce 的 AI 战略和在 Agentforce 方面的领先地位，可以进一步增强其在 CRM 市场的竞争优势。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 40 倍 PE，对应 4400 亿美元市值估值，目标股价 450 美元，较当前价格有 26% 的上涨空间。

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。