

赛富时 (SALESFORCE) (CRM.N)

自研+并购扩张 AI 版图, Agentforce 打开增长空间

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 计算机 · IT 服务 II

◆ 投资评级: 优于大市(首次)

证券分析师:	库宏焱	021-60875168	kuhongyao@guosen.com.cn	执证编码: S0980520010001
联系人:	云梦泽	021-60933155	yunmengze@guosen.com.cn	

事项:

事件: 当地时间 12 月 3 日, 赛富时 (CRM.N) 发布 2025 财年三季度业绩, 首次实现 20% 运营利润率, 并上调全年业绩指引。近期全球股票市场围绕 AI 的投资焦点由硬件转向软件, AI 软件公司面临价值重塑。

国信计算机观点: 1) **三季度费用率改善, 营业利润率创新高:** 公司实现营业收入 94.4 亿美元, 同比+8%。公司首次实现 GAAP 运营利润率为 20%, 同比+2.8 个 pct。2) **AI 产品稳步推进, RPO (剩余履约义务) 持续扩张:** a) 公司于 10 月推出了名为 Agentforce 的 AI 代理的软件服务, 三季度超过 100 万美元的 AI 订单数量同比增长了三倍以上, 并签署了超过 2000 个 AI 合同; b) RPO 在第三季度达到了 531 亿美元, 同比增长 10%, CRPO 为 264 亿美元, 同比增长了 10% 以上。3) **持续并购拓展业务, 强化企业优势地位:** 公司持续通过并购来不断扩充自身业务版图, 随着 AI 时代的到来, 公司加大了并购力度, FY25Q3 公司完成了对 Own Company 和 Zoomin 的收购, 持续扩充自身 AI 能力。4) **上调全年业绩指引, 预期保持较高增速:** 公司上调 FY2025 全年业绩指引下限, 预计实现收入 378-380 亿美元 (前值为 377-380 亿美元); 上调运营利润率指引至 19.8% (前值为 19.7%)。考虑到公司 AI 产品进展顺利, 有望打开公司业绩增长空间, 预计 FY2025-FY2027 公司实现营业收入为 378.34/410.46/446.8 亿美元; 归母净利润为 54.92/65.21/78.06 亿美元, 对应当前 PS 为 9.0/8.3/7.6 倍, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。5) **风险提示:** AI 应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动、新产品研发不及预期。

评论:

◆ 全球第一大 CRM 提供商, 基于自身优势推动 AI 时代

赛富时成立于 1999 年, 是全球第一大 CRM 平台提供商。传统企业软件部署需要硬件购置、定期咨询、服务支持、人员培训等步骤, 通常会产生数百万美元的前期成本, 并需要花费大量时间维护和安装。针对用户的痛点, 公司创新性的向企业提供不需要本地部署的、按需使用的互联网软件服务 (SaaS), 并迅速颠覆了企业软件行业。截至 FY25Q3 公司已创建了由管理员、开发人员、顾问和用户组成的生态系统, 并连续 11 年蝉联全球第一大 CRM 软件提供商。自 1999 年成立以来, 公司发展大致经历了以下阶段:

1) **提出 SaaS 模式, 颠覆传统企业软件 (1999-2004 年):** 公司创立于 1999 年, 提出了采用多租户结构和订阅制付费的 SaaS 概念; 2000 年, 公司发布了第一款 SFA 产品; 2003 年, 第一届 Dreamforce 会议举办, 并发布 Sforce 2.0 产品。此时公司仍处于初创阶段, 与其他行业巨头相比仍有着较大差距;

2) **构筑自身平台, 推动生态建设 (2005-2008 年):** 2005 年, 公司推出了 AppExchange 服务, 为合作伙伴提供了可以开发自己的应用程序, 并向所有客户开放的平台; 2006 年, 公司推出了 Apex 编程语言, 允许第三方在公司平台上编写和运行代码; 同年, 推出 Visualforce, 允许用户创建自己所需的界面, 以上工具为客户提供了在 Force.com 平台上构建自定义应用程序的可能性, 公司成功地从 CRM 软件厂商转型为平台、生态提供商;

3) **基于云平台, 专注丰富产品矩阵 (2009-2022 年):** 2009 年, 服务云正式推出; 2012 年, 公司在收购 Radian 6、Buddy Media 和 ExactTarget 的基础上, 推出了 Marketing Cloud; 2013 年, 公司开始进入移动领域, 并推出了 Salesforce1 平台, 使用户可以访问在计算机上的信息; 2014 年, Trailhead 学习平台

推出，更丰富了公司的生态；2016年，公司发布了 Einstein，提供了先进的 AI 功能；2022年，公司宣布将 Flow 和 Apex 集成到 Slack 中，并进军 DevOps；

4) 基于自身优势，推动 AI 应用时代（2023 年至今）：2023 年，公司推出 Einstein GPT，为全球首个 CRM 生成式 AI，同年推出 Service Intelligence，通过 AI 生成更智能的数据洞察；2024 年，公司发布 Einstein Copilot 以及 Agentforce，支持用户轻松拓展其 AI 用例。

图1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司官微，国信证券经济研究所整理

公司主要提供客户关系管理技术，帮助企业通过数据、AI 和自动化与客户建立联系。公司通过 Customer 360 平台将销售、服务、营销和 IT 团队整合在一起，形成完整的客户视图，让企业能够提供个性化的客户体验，具体包括：1) Sales、Service、Marketing 和 Commerce：为 Customer 360 的核心组成部分，致力于创建无缝的客户互动；2) Platform(含 Einstein)：提供了开发和部署定制应用程序的能力，使用 AI 来增强生产力和服务质量；3) Slack：智能生产力平台，增强团队内部及跨部门间的沟通与合作效率；4) 集成和分析(含 MuleSoft 和 Tableau)：确保数据可以在各个系统之间共享，为决策者提供有价值的洞察；5) Data Cloud：大规模数据引擎，帮助组织将分散的数据整合起来；6) Industries：针对特定行业提供的定制化解决方案。

表1: 公司平台产品介绍

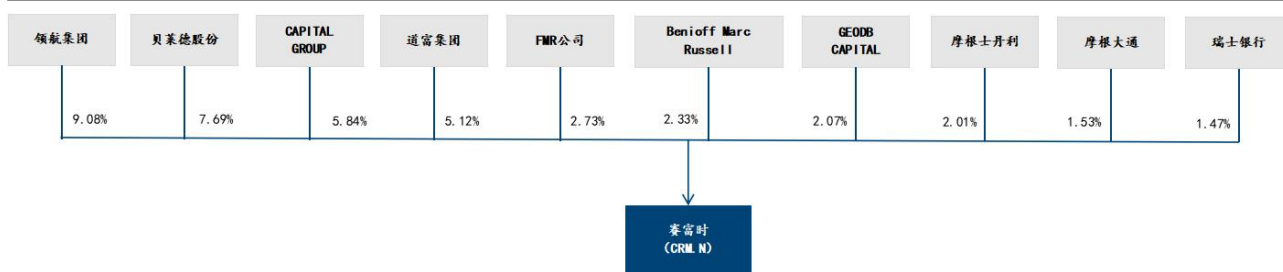
平台	产品组合	服务内容
Customer 360	销售 (Sales)	通过数据和 AI 帮助销售团高效管理和自动化整个销售流程，客户使用销售服务来存储数据；监控潜在客户和进展；预测商机；通过 AI 和分析获得见解；以及发送报价单、合同和发票。借助公司的 AI 技术，销售团队能够识别销售线索、自动总结会议纪要要点、自动生成电子邮件、推荐下一步行动。
	服务 (Service)	使各行各业的公司能够将其所有的客户服务和现场服务需求整合到一个集成的、由 AI 驱动的平台，从而大规模地提供值得信赖的、高度个性化的客户支持。凭借公司的 AI 技术，服务团队可以自动将案例路由给最合适的客服人员，用基于公司数据的个性化、相关答案回应客户，并执行诸如自动总结支持案例和现场工作订单等任务。
	平台及其他服务 (Platform and Other)	Salesforce Platform 统一了数据、AI、CRM、开发、安全性和合规性，提供了一个全面的单一平台，促进了可信赖的、由 AI 驱动的应用程序和自动化流程的快速开发，从而提高效率、增加生产力并节省 IT 成本。Einstein 是公司的人工智能生产力和开发平台，它将 AI 融入 Salesforce 应用和工作流中，并提供了部署对话式、生成式 AI 助手的能力。Slack 服务是智能生产力平台，连接人员、技术和业务流程，通过无代码工作流自动化来提高性能，使搜索和知识共享无缝衔接。凭借内置的 AI 技术，组织可以轻松总结和搜索他们的客户数据和重要员工知识，以便更智能地工作并更快地做出更明智的决策。
	市场营销和商务 (Marketing and Commerce)	市场营销借助 AI 技术可以使用自然语言提示创建精准的目标受众群体和内容；识别顶级潜在客户；并根据客户行为提供个性化的营销旅程。商务服务利用公司的 AI 技术，使品牌可以根据客户的购买历史提供产品推荐；生成产品描述和网页；并通过自然语言提供个性化的购物辅助。
	集成和分析 (Integration and Analytics)	集成由 MuleSoft 提供支持，提供了实现端到端连接体验的基本构建块，客户可以安全地连接任何数据或 AI 模型，并使用可发现且可重用的 API 和集成来自自动化任务和流程。分析服务包括 Tableau，为客户提供了先进的端到端分析解决方案，可以在工作流程中从任何设备更高效地工作、发现趋势、预测结果、创建摘要、获得及时建议并采取行动。
其他 Customer 360 服务项目	Data Cloud 赋予了团队关于客户的综合数据和见解的访问权限，包括客户与公司产品和服务的互动，使公司能够摄取和联合数据，以为多个服务项目的自动化和分析提供动力。行业垂直服务项目旨在满足金融服务、医疗健康和生命科学、制造业、汽车业和政府等特定行业的客户需求，包含了利用 Salesforce 全部功能的开箱即用的能力，提供了速度和灵活性。	

资料来源：公司财报，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司 CEO 有高技术实力，管理团队从业经验丰富。截至 2024 年 9 月，公司前三大股东分别为领航集团、贝莱德股份及 CAPITAL GROUP，分别持有公司 9.08%、7.69% 以及 5.84% 的股权，公司前十大股东合计持有公司 39.87% 的股权。公司首席执行官 Marc Benioff 先生为公司联合创始人之一，曾任甲骨文公司副

总裁，2003 年曾被美国时任总统任命为总统 IT 顾问委员会主席，在 IT 领域具有高技术能力。管理团队其他成员曾任甲骨文、麦肯锡、Expedia 等知名企业的高级管理人员，有着丰富的从业经历。

图2: 公司前十大股东情况 (截至 2024 年 9 月)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

表2: 公司高级管理人员

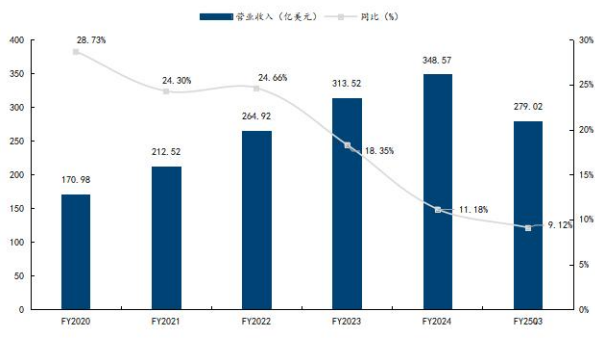
姓名	职务	性别	年龄	履历
Marc Benioff	首席执行官兼董事会主席	男	59	公司联合创始人，南加州大学学士；1986-1999 年，在甲骨文公司工作，历任销售、市场、产品开发等部门，后任甲骨文副总裁、2003 年任总统 IT 顾问委员会主席；自 2001 年起担任公司首席执行官，2009 年起担任公司董事长。
Parker Harris	首席技术官、董事	男	57	公司联合创始人，米德尔伯里学院学士；1996-1999 年担任 Left Coast Software 副总裁；2004 年起任公司科技部执行副总裁、2016 年担任首席技术官、2018 年任职董事会成员。
Srinivas Tallapragada	联席总裁兼首席工程师	男	54	瓦朗加尔国家理工学院学士、加尔克汉德邦 XLRI 人力资源学院硕士；2009-2011 年，担任 SAP 高级副总裁、2011-2012 年，担任甲骨文高级副总裁；2018 年起担任公司技术总裁、2019 年起担任总裁兼首席工程官。
Miguel Milano	联席总裁兼首席营收官	男	55	泰罗尼亚理工大学学士及硕士、麻省理工学院斯隆管理学院硕士；2020-2023 年任 Celonis 合伙人及首席营收官，曾任甲骨文、i2 Technologies、Telefónica 和麦肯锡等公司领导职位；2023 年起担任公司总裁兼首席营收官。
Brian Millham	联席总裁兼首席运营官	男	57	加州大学伯克利分校学士；曾任 Oracle 管理人员、Remedy Corporation 全球联盟团队领导等职务；1999 年加入公司，历任客户集团总裁、全球分销首席运营官，现任公司总裁兼首席运营官。
Sabastian Niles	联席总裁兼首席法务官	男	44	马里兰大学学士、哈佛大学法学博士；曾任 Wachtell、Lipton、Rosen&Katz 合伙人；2023 年起担任公司总裁兼首席法律官。
Amy Weaver	首席财务官	女	56	韦尔斯利学院政治学学士学位、哈佛法学院法学博士；曾任 Expedia 高级副总裁兼副总法律顾问、2010 起担任 Univar Inc 执行副总裁兼法律总顾问；2015 年起担任公司执行副总裁兼法律总顾问、2021 起担任总裁兼首席财务官。

资料来源: Wind, 公司财报, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 三季度费用率改善，营业利润率创新高

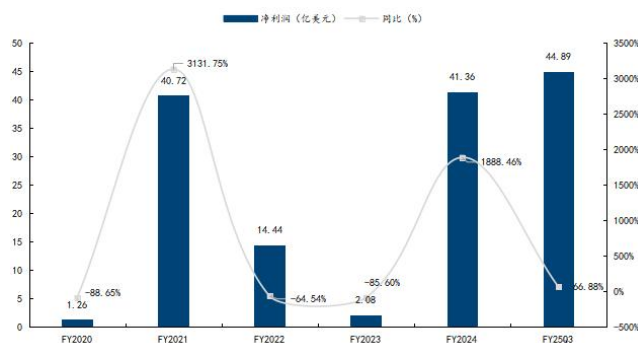
收入同比提升 8%，营业利润率首次达 20%。分季度方面，FY25Q3 公司实现营业收入 94.4 亿美元，同比+8.3% (+8%cc)，环比+1.3%，其中实现订阅收入 88.8 亿美元，同比+9% (+9%cc)，销售和服务均实现了双位数增长。公司 GAAP 运营利润率达 20%，同比+2.8 个 pct，创新高；非 GAAP 营业利润率为 33.1%。公司实现净利润 15.3 亿美元，同比+24.8%，环比+6.9%，GAAP 每股摊薄收益为 1.58 美元，同比+26%。分财年来看，公司近年来收入呈稳定上升趋势，FY2020-2024 营业收入 CAGR 达 19.5%。受战略投资损失等非经常项目影响，公司净利润波动较大，自 FY2024 开始净利润明显回升，FY2025 前三季度公司已实现净利润 44.9 亿美元，同比+66.9%。

图3: FY2025 前三季度营收 279.02 亿美元, 同比+9%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

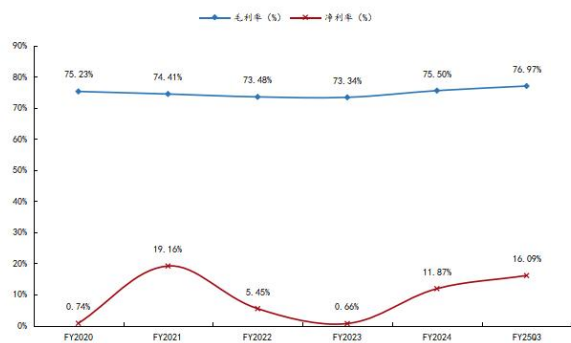
图4: FY2025 前三季度实现净利润 44.89 亿美元, 同比+67%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

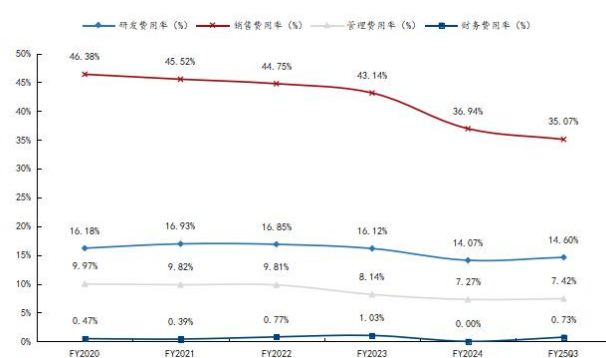
公司毛利率、调整后营业利润率近年呈持续增长态势。2023 年, 公司推出的重组计划, 该计划包括减少公司员工人数以及在某些市场选择退出房地产和减少办公空间, 旨在降低运营成本、提高运营利润率。2024 年, 公司批准了新的重组举措, 优化了公司的管理层结构并加强成本优化。受公司重组计划推动, 公司利润率及期间费用率明显改善。分季度来看, FY25Q3 公司实现毛利率 77.71%, 同比+2.42 个 pct; FY22Q1 至 FY25Q3 期间, 公司毛利率整体呈现持续增长态势, 由 72.41% 增长至 77.71%; 净利率方面, 三季度公司实现净利率 16.17%, 同比+2.13 个 pct。期间费用率方面, FY25Q3 单季度公司销售费用率为 35.19%, 同比下滑 1.2 个 pct, 公司研发、管理、财务费用率分别为 14.36%、7.53% 以及 0.71%。分财年来看, 公司近年来毛利率、净利率有所提升, 期间费用率逐渐降低, FY2025 前三季度公司实现毛利率 76.97%, 实现销售费用率 35.07%。

图5: FY2025 前三季度实现毛利率 76.97%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: FY2025 前三季度销售费用率为 35.07%



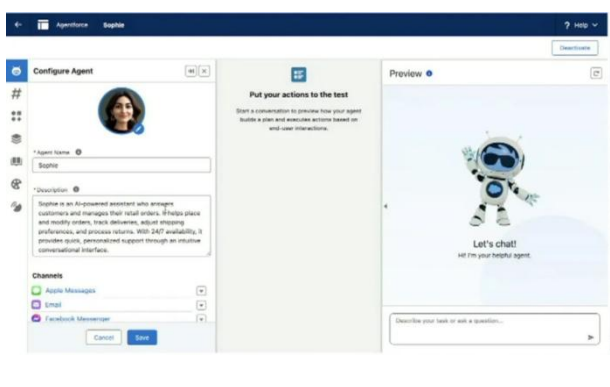
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ AI 产品稳步推进, RPO (剩余履约义务) 持续扩张

Agentforce 快速推广, 新产品催化值得期待。2024 年 10 月, 公司正式推出名为 Agentforce 的 AI 代理服务产品, 主要由两部分功能组成: 1) Agent Builder 让用户可以通过简单的配置, 轻松打造定制化的 AI 助手, 并支持自定义功能等灵活扩展, 满足不同业务场景需求; 2) Agentforce Service Agent 是面向客户的 AI 服务助手, 支持多渠道 (如语音、WhatsApp、Facebook Messenger) 自助服务, 帮助企业快速响应客户需求。公司为 Agentforce 引入了基于使用量的定价模式, 初步的产品定价约为每次 AI Agent 对话 2 美元, 极大降低了客户的试用门槛, 从而加速了其产品的推广。目前公司 AI 产品推广迅速, 三季度公司超 100 万美元的 AI 订单数量同比增长超三倍, 并签署了超 2000 个 AI 合同, 其中包括超 200 个 Agentforce 订单。目前超过 80000 名系统集成商完成了 Agentforce 培训, 数百家 ISV 和技术合作伙伴正在构建和销售 Agent。公司计划于当地时间 12 月 17 日发布 Agentforce 2.0, 新品推出或将进一步加速公

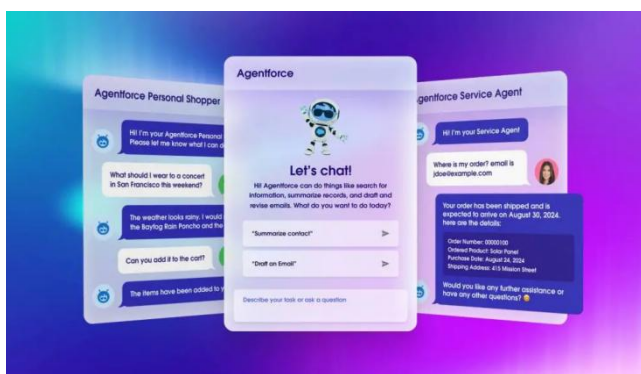
司 AI 产品放量进程。

图7: Agentforce 支持客户打造定制化 AI 助手



资料来源: 赛富时官网, 国信证券经济研究所整理

图8: Agentforce 打造全新 AI 客服



资料来源: 赛富时官微, 国信证券经济研究所整理

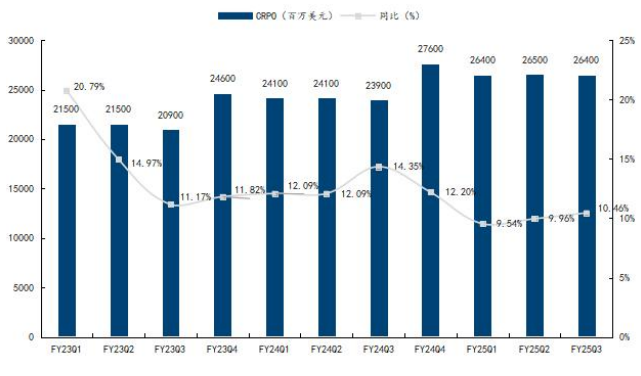
RPO 持续增长, Agentforce 处于导入早期。在过去几个季度, 公司交易业务的稳定性有所提升, 特别在 Create and Close 和中小企业领域。得益于在早期进行续约时的有利条件以及新订单超预期的增长, 三季度公司剩余履约义务达 531 亿美元, 同比+10%, 当前 RPO (CRPO) 为 264 亿美元, 同比增长超 10%, 由于 Agentforce 仍处于采纳周期的早期阶段, 因此尚未对 CRPO 产生重大贡献。

图9: 公司 FY25Q3 RPO 达 531 亿美元, 同比+9.94%



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司 FY25Q3 RPO 达 264 亿美元, 同比+10.46%

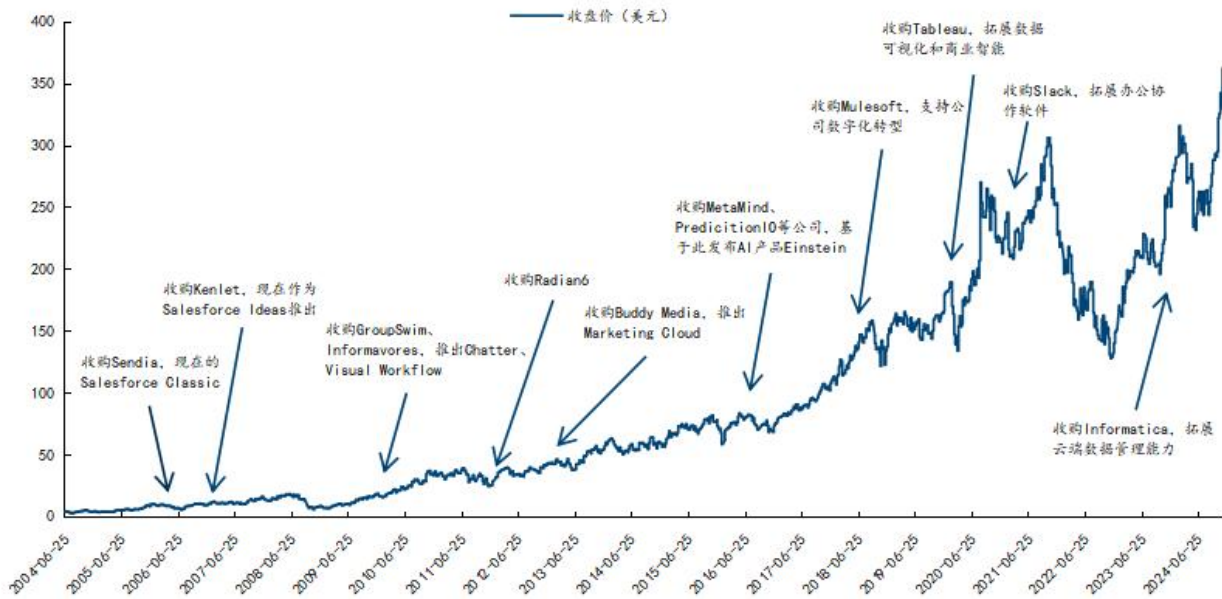


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

◆ 持续并购拓展业务, 强化企业优势地位

公司长期通过并购扩张自身业务矩阵, 均取得出色效果。自 2006 年开始, 公司便持续通过并购来不断扩充自身业务版图, 并丰富 Customer 360 的平台生态, 随着 AI 时代的到来, 公司加大了并购力度, 从而维护自身在 AI 领域的领先优势。2006 年, 公司收购了开发平台公司 Sendia, 利用其技术技术进一步拓展了公司的 PaaS 业务, 即 Force.com 平台; 2011 年起, 公司陆续收购了社交倾听工具 Radian 6、发布和分析社交媒体工具 Buddy Media、媒体营销工具 ExactTarget, 构成了 Marketing Cloud 的基础; 2016 年, 公司收购了 10 余家公司, 重点为 AI 和预测分析, 赋能公司最新产品 Einstein; 2018 年, 公司收购了 Mulesoft, 使公司可以将后端旧系统连接到云; 2019 年, 公司收购了 Tableau, 强化 Einstein Analytics 的数据可视化和商业智能。回顾公司的收购历程, 公司通过持续并购不断扩充自身业务矩阵, 推动了公司收入的持续增长, 对公司维持自身发展速度有明显帮助。

图11：公司通过收购不断优化自身业务



资料来源：Wind，公司官微，companieshistory，腾讯云，国信证券经济研究所整理

FY25Q3 公司完成了对 Own Company 和 Zoomin 的收购，持续扩充自身 AI 能力。 Zoomin 专注于处理和使非结构化数据对 AI 引擎和自主模型可访问,其产品为可在最少人为干预下执行复杂数据处理任务的 AI 系统。收购完成后 Zoomin 的技术将被整合到 Salesforce 的 Agentforce 平台中,允许客户轻松连接他们现有的组织数据,并在基于 AI 的产品中使用相关数据。同时,Zoomin 的解决方案将被整合到 Salesforce 的 Data Cloud 和 Service Cloud 中,并计划在未来将其使用扩展到所有 Salesforce 解决方案。Own 专注于在软件应用程序中保护数据,使组织能够确保关键任务数据的可用性、安全性和合规性,同时从数据中获取深层次洞察。收购 Own 将补充公司的 Salesforce Backup、Shield 和 Data Mask 等产品,将使公司能够提供更全面的数据保护和防丢失产品集,为 AI 系统提供更可靠的数据基础。进入 AI 时代后,公司将通过收购进一步强化自身技术优势,并丰富此前推出的 Agentforce 平台, AI 将成为公司发展的重要动能。

◆ 上调全年业绩指引，预期保持较高增速

受季度业绩增速推动,公司上调全年业绩指引。公司预计 FY25Q4 实现营业收入为 99-101 亿美元,同比+7-9%,GAAP 每股收益为 1.55-1.6 美元,非 GAAP 每股收益为 2.57-2.62 美元。受过去两个季度业绩增速影响,公司上调了 FY2025 全年业绩指引,预计实现收入 378-380 亿美元(前值为 377-380 亿美元),同比+8-9%;预计全年订阅收入同比增长略低于 10%(+10%cc);上调 GAAP 运营利润率指引至 19.8%(前值为 19.7%),同比提高 5.4 个 pct,非 GAAP 经营利润率的指引提高至 32.9%(前值为 32.8%),同比提高 2.4 个 pct;上调经营活动产生的现金流增长率指引至同比+24-26%(前值为 23-25%);预计 GAAP 每股收益将为 6.15-6.2 美元,非 GAAP 每股收益预计为 9.98-10.3 美元。

表3: 公司上调全年业绩指引

报告期	FY25Q4	FY2025
总收入 (亿美元)	99-101	378-380
同比 (%)	7-9	8-9
外汇影响 (百万美元)	-25	-100
订阅和支持收入增长 (%)	N/A	10%
GAAP 运营利润率 (%)	N/A	19.8
非 GAAP 运营利润率 (%)	N/A	32.9
GAAP 摊薄每股净收益 (美元)	1.55-1.60	6.15-6.20
非 GAAP 摊薄每股净收益 (美元)	2.57-2.62	9.98-10.03
运营现金流增长 (%)	N/A	24-26
当前剩余履约义务增长 (%)	9	N/A
外汇影响 (百万美元)	100	N/A

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设:

订阅及支持: 涵盖销售、服务、平台及其他等细分业务, 全方位赋能客户管理服务, 2022-2024 财年占公司总收入比重分别为 93.1%、92.6%以及 93.3%, 为公司主要收入来源。当前公司积极布局 AI, 自 Agentforce 发布后 AI 将集成在平台的各业务条线, 进一步提升用户体验、帮助企业自动化更多流程, 从而对订阅及支持的细分领域进行全方位赋能, 打开收入的增长空间。随着后续 AI 产品持续推进以及迭代, 我们预计 2025/2026/2027 财年订阅及支持收入增速分别为 9.5%/9.0%/9.3%, 占公司总收入比重分别为 94.2%/94.6%/95.0%。

其他 Customer 360 服务项目: 涵盖数据云、行业垂直解决方案等业务, 为有特定需求的客户提供专业解决方案, 2022-2024 财年占公司总收入比重分别为 6.9%/7.4%/6.7%。数据云业务是公司 AI 转型的基础, 将企业内部分散的企业数据引入赛富时, 并供可操作的、全面的客户视图。随着下游各行业 AI 应用的推进, 高质量数据将成为 AI 训练、调优的重要保障, 公司数据云业务将受益。我们预计 2025/2026/2027 财年其他 Customer 360 服务项目收入增速分别为 -5.0%/0.4%/1.6%, 占公司总收入比重分别为 5.8%/5.4%/5.0%。

表4: 公司营业收入预测

年份: 财年	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入 (百万美元)	26,492	31,352	34,857	37,834	41,046	44,680
增速 (%)	24.7%	18.4%	11.2%	8.5%	8.5%	8.9%
毛利率 (%)	73.5%	73.3%	75.5%	76.8%	77.0%	77.0%
一、订阅及支持						
收入 (百万美元)	24657	29021	32537	35630	38833	42431
增速 (%)	23.4%	17.7%	12.1%	9.5%	9.0%	9.3%
占比 (%)	93.1%	92.6%	93.3%	94.2%	94.6%	95.0%
销售 (百万美元)	5989	6831	7580	8262	9006	9816
增速 (%)	15.4%	14.1%	11.0%	9.0%	9.0%	9.0%
占比 (%)	24.3%	23.5%	23.3%	23.2%	23.2%	23.1%
服务 (百万美元)	6474	7369	8245	9070	9886	10874
增速 (%)	20.4%	13.8%	11.9%	10.0%	9.0%	10.0%
占比 (%)	26.3%	25.4%	25.3%	25.5%	25.5%	25.6%
平台及其他 (百万美元)	4509	5967	6611	7206	7782	8405
增速 (%)	35.7%	32.3%	10.8%	9.0%	8.0%	8.0%
占比 (%)	18.3%	20.6%	20.3%	20.2%	20.0%	19.8%
市场及商业 (百万美元)	3902	4516	4912	5280	5650	6046
增速 (%)	24.6%	15.7%	8.8%	7.5%	7.0%	7.0%
占比 (%)	15.8%	15.6%	15.1%	14.8%	14.5%	14.2%
合并及分析 (百万美元)	3783	4338	5189	5812	6509	7290
增速 (%)	28.2%	14.7%	19.6%	12.0%	12.0%	12.0%
占比 (%)	15.3%	14.9%	15.9%	16.3%	16.8%	17.2%
二、其他 Customer 360 服务						
收入 (百万美元)	1835	2331	2320	2204	2213	2248
增速 (%)	44.0%	27.0%	-0.5%	-5.0%	0.4%	1.6%
占比 (%)	6.9%	7.4%	6.7%	5.8%	5.4%	5.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

主要费率: 公司分别于 2023、2024 年推出重组计划, 不断降低运营成本、提高运营利润率, 同时优化了公司的管理层结构。考虑到实施重组计划后, 公司销售、管理费用率明显改善, 因此假设公司未来销售、管理费用率逐步下降, 研发费用基本持平, 我们假设 2025-2027 财年销售费用率为 35.7%/34.9%/34.0%, 管理费用率为 7.2%/7.0%/6.8%, 研发费用率为 14.3%/14.2%/13.8%。

表5: 公司期间费用预测

年份: 财年	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售成本 (百万美元)	7,026	8,360	8,541	8,777	9,441	10,276
增速 (%)	16.9%	19.0%	2.2%	2.8%	7.6%	8.9%
毛利率 (%)	73.5%	73.3%	75.5%	76.8%	77.0%	77.0%
销售费用 (百万美元)	11,855	13,526	12,877	13,521	14,332	15,192
增速 (%)	22.5%	14.1%	-4.8%	5.0%	6.0%	6.0%
销售费用率 (%)	44.7%	43.1%	36.9%	35.7%	34.9%	34.0%
行政费用 (百万美元)	2,598	2,553	2,534	2,737	2,874	3,017
增速 (%)	24.5%	-1.7%	-0.7%	8.0%	5.0%	5.0%
行政费用率 (%)	9.8%	8.1%	7.3%	7.2%	7.0%	6.8%
研发费用 (百万美元)	4,465	5,055	4,906	5,397	5,828	6,178
增速 (%)	24.1%	13.2%	-2.9%	10.0%	8.0%	6.0%
研发费用率 (%)	16.9%	16.1%	14.1%	14.3%	14.2%	13.8%
财务费用 (百万美元)	216	287	0	275	289	303
增速 (%)	96.4%	32.9%	-100.0%	100.0%	5.0%	5.0%
财务费用率 (%)	0.8%	0.9%	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

按上述假设条件与假设, 我们得到公司 2025/2026/2027 财年营业收入分别为 378.3/410.5/446.8 亿美元,

归属母公司净利润分别为 54.9/65.2/78.1 亿美元，归母净利润年增速分别为 32.8%/18.7%/19.7%。25-27 财年每股收益分别为 5.74/6.81/8.16 美元。

◆ 估值与投资建议

相对估值：我们采用 PS 相对估值方法，主要基于以下考量：1) SaaS 行业初期投入较大，公司盈利可能多年无法释放，但营收增长可观；2) SaaS 行业通常具有较高的毛利率，关注其营业收入而非净收益更能体现其价值创造潜力；3) 尽管公司目前已较为成熟，但 AI 等新开发业务在前期导入阶段仍存在盈利压力，关注收入更有助于体现新业务放量进度。公司为全球最大的客户关系管理 SaaS 供应商，主要基于其 Customer 360 平台，通过 Sales、Service、Marketing 等产品线及 AI 技术，帮助企业更好地管理销售、服务、营销等业务流程。考虑到业务相似性，我们选取全球领先的 SaaS 公司 Adobe、ServiceNow、Snowflake 以及 Intuit 作为可比公司。

ServiceNow：专注于 IT 服务管理（ITSM），基于 Now 平台提供自动化解决方案，帮助企业通过云端管理其 IT、客户服务、人力资源等流程，通过自动化和标准化流程来减少手动任务，从而提升企业的运营效率和服务质量。

Adobe：主要提供创意和设计软件解决方案，包括 Photoshop、Illustrator、Premiere Pro 等，产品广泛应用于设计、摄影、视频编辑等领域。此外，Adobe 还提供文档管理和数字营销解决方案，如 Adobe Acrobat 和 Adobe Experience Cloud 等。

Snowflake：提供云端数据仓库和数据湖解决方案，核心产品是基于云的数据平台，旨在帮助企业和组织存储、管理和分析大规模的数据集。Snowflake 的数据平台支持多种数据源和数据类型，提供高性能的数据处理能力，同时支持实时分析和数据共享。

Intuit：提供财务管理和税务软件的公司，最知名的产品包括 QuickBooks 和 TurboTax。QuickBooks 主要用于小型企业和自雇人士的会计和财务管理，而 TurboTax 则是一款帮助个人和企业完成税务申报的软件。Intuit 通过其软件和服务简化财务和税务管理过程，帮助用户更高效地管理财务事务。

根据彭博一致预期，2025 年可比公司平均 PS 为 12 倍，因此我们给予赛富时 2025 年 11-12 倍 PS，对应估值区间 4515.06-4925.52 亿美元市值。

表6: 可比公司估值比较（截至 2024 年 12 月 12 日）

公司代码	公司名称	收盘价 (美元)	总市值 (亿美元)	EPS			PS		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
CRM.N	赛富时	348.82	3408.32	4.25	10.04	11.21	7.85	9.01	8.30
可比公司									
ADBE.O	奥多比	547.05	2413.71	12.43	20.44	23.03	10.72	10.26	9.32
NOW.N	SERVICENOW	1127.84	2339.25	8.48	13.91	16.61	16.08	21.50	17.83
SNOW.N	SNOWFLAKE	171.55	532.64	-2.55	0.71	1.01	22.86	15.79	12.80
INTU.O	财捷	647.07	1904.02	10.58	19.28	22.08	11.13	10.29	9.14
均值				7.24	13.58	15.68	15.20	14.46	12.27

资料来源：彭博一致预期，国信证券经济研究所整理

投资建议：全球 CRM 龙头，布局 AI 领域打开增长空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。1) Agentforce：公司创新性的引入了基于使用量的定价模式，据摩根士丹利预计，Agentforce 可降低客户 12-16% 的客服成本，市场潜力巨大；2) 并购扩张：公司长期通过并购扩充自身产品矩阵，推动自身业绩增长。进入 AI 时代后，公司进一步加大并购力度，持续提升自身技术能力，AI 产品有望加速迭代。考虑到公司 AI 产品进展顺利，有望打开公司业绩增长空间，预计 2025/2026/2027 财年公司实现营业收入分别为 378.3/410.5/446.8 亿美元，增速分别为 8.5%/8.5%/8.9%；归母净利润为 54.92/65.21/78.06 亿美元，对

应当前 PS 为 9.0/8.3/7.6 倍，给予 2025 年 11-12 倍 PS，对应估值区间 4515.06-4925.52 亿美元市值，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

◆ 风险提示

估值的风险：我们选取了与公司业务相近的 SaaS 企业的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PS 做为相对估值的参考，同时考虑公司作为全球 SaaS 领域的龙头，最终给予公司 2025 年 11-12 倍 PS 估值，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险：1) 我们假设公司未来 3 年收入增长 8.5%/8.5%/8.9%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。2) 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 76.8%/77.0%/77.0%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

AI 落地不及预期的风险：公司 AI 产品已经实现商业化，随着 AI 产业快速发展，AI 产品需要迅速迭代以满足市场需求，若公司新一代 AI 产品研发不及预期，将影响公司未来产品的市场份额；同时，目前市场已有同类产品上市或在研竞品，未来商业化预计会面临激烈竞争，出现商业价值低或不及预期的风险，如果不能如期获得市场认可，将会对公司经营发展产生不利影响。

产品价格下行及毛利率下降的风险：公司产品迭代速度较快，通常上一代产品价格下行速度较快。未来，如果产品迭代速度放缓，旧产品价格持续下行，将对公司整体营收和毛利率产生不利影响。

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，涉及软件平台构建、AI 产品研发等技术，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

宏观经济及行业波动风险：如果未来宏观经济发生剧烈波动，导致终端需求下滑，将对公司的业务发展和经营业绩造成不利影响。

相关研究报告：

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7016	8472	11156	13547	17860	营业收入	31352	34857	37834	41046	44680
应收款项	12111	12975	13993	15181	16525	营业成本	8360	8541	8777	9441	10276
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1776	1905	2119	2299	2457	销售费用	13526	12877	13521	14332	15192
流动资产合计	26395	29074	32990	36575	42409	管理费用	9608	9340	12113	12682	13175
固定资产	3702	3689	4021	4308	4571	财务费用	287	0	386	325	267
无形资产及其他	61383	59697	55717	51737	47758	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	2697	2515	2515	2515	2515	资产减值及公允价值变动	0	0	(222)	(240)	(229)
长期股权投资	4672	4848	5024	5200	5376	其他收入	2156	2116	4176	4204	4238
资产总计	98849	99823	100268	100335	102629	营业利润	1727	6215	6991	8230	9778
短期借款及交易性金融负债	1182	999	727	582	465	营业外净收支	(1067)	(1265)	(374)	(374)	(374)
应付款项	6743	6111	7053	7575	8234	利润总额	660	4950	6617	7857	9405
其他流动负债	17966	19521	16629	12900	10322	所得税费用	452	814	1125	1336	1599
流动负债合计	25891	26631	24409	21057	19021	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	9419	8427	7584	6826	6143	归属于母公司净利润	208	4136	5492	6521	7806
其他长期负债	5180	5119	5058	4997	4936						
长期负债合计	14599	13546	12642	11823	11079	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	40490	40177	37052	32880	30101	净利润	208	4136	5492	6521	7806
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	58359	59646	63216	67455	72529	折旧摊销	3786	3959	4176	4204	4238
负债和股东权益总计	98849	99823	100268	100335	102629	公允价值变动损失	0	0	222	240	229
						财务费用	287	0	386	325	267
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1474	51	(3243)	(4636)	(3484)
每股收益	0.22	4.32	5.74	6.81	8.16	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	2.01	2.38	2.85	经营活动现金流	5468	8146	6648	6329	8789
每股净资产	60.98	62.33	66.06	70.49	75.79	资本开支	0	(2046)	(750)	(750)	(750)
ROIC	1%	9%	11%	12%	14%	其它投资现金流	(419)	(230)	0	174	(19)
ROE	0%	7%	9%	10%	11%	投资活动现金流	(307)	(2452)	(926)	(752)	(945)
毛利率	73%	75%	77%	77%	77%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-0%	12%	9%	11%	14%	负债净变化	(1173)	(992)	(843)	(758)	(683)
EBITDA Margin	12%	23%	20%	21%	23%	支付股利、利息	0	0	(1922)	(2282)	(2732)
收入增长	18%	11%	9%	8%	9%	其它融资现金流	(1263)	(2254)	(272)	(145)	(116)
净利润增长率	-86%	1888%	33%	19%	20%	融资活动现金流	(3609)	(4238)	(3037)	(3186)	(3531)
资产负债率	41%	40%	37%	33%	29%	现金净变动	1552	1456	2684	2391	4313
息率	0.0%	0.0%	0.6%	0.7%	0.8%	货币资金的期初余额	5464	7016	8472	11156	13547
P/E	1632.7	82.1	61.8	52.1	43.5	货币资金的期末余额	7016	8472	11156	13547	17860
P/B	5.8	5.7	5.4	5.0	4.7	企业自由现金流	0	5389	3024	2629	5014
EV/EBITDA	104	47	50	42	36	权益自由现金流	0	2143	1589	1455	3994

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032