

一体化架构驱动工具向平台转型, 强化渠道合作提升研发&销售效率

核心观点

长期目标下修充分计价风险, 后续等待催化落地加速增长

长期目标下修基本反映宏观&竞争风险, 而 Workday 在渠道侧调整逐步在 CY25 体现为运营效率提升。短期催化包括 HCM 模块在服务行业(如金融、医疗)的持续渗透及 FINS 交叉销售进展。长期关注 AI 商业化机会(如 ASOR、Evisort), 招聘、合同管理等流程标准化程度在企业管理系统中相对较高, ROI 相对可清晰计算, 预计落地确定性较高, 但形成可观收入预计需要一定的周期(前端 PoC+数据工程需要较长时间)。

投资要点

Workday 的核心优势在于一体化云端架构与易用性, 实现标准化场景的高性能与低成本。Workday 通过业务对象模型(BOM)实现 HCM 与财务模块的深度集成, 降低客户总拥有成本(TCO)。例如, 员工报销与薪资数据无缝同步, 避免传统 ERP(如 SAP/Oracle)的多系统集成复杂性。本质上是切分业务场景做针对性优化, 从而提升产品竞争力。

基于 Workday 架构和产品定位的差异化, Workday 成功在 HCM 领域超越 Oracle/SAP 等厂商, 并逐步渗透至财务模块市场。据 IDC, Workday 截止 2023 年连续八年在 HCM 及 Payroll 市场取得行业第一水平, 行业地位稳固, 且在财务模块市场也不断缩小与 SAP/Oracle 的差距。

长期收入目标下调后基本反映外部风险, 目前看可实现性提升
长期看, HCM 及财务模块市场仍有 11-12% 的增速中枢, 主要来自于存量负载扩张及少量迁移(HCM 仍有 20% 本地部署, 财务模块仍有 40% 本地部署)。而 Workday 通过引入模块化+定制化插件提升产品对于复杂场景的适配度, 有机会提升在 Mid-Market/Enterprise 的 Win Rate。我们认为, 过去 1-2 年 Backlog 的增长持续高于收入, 反映了客户结构从传统的科技/媒体、医疗等行业拓展至高等教育、政府/公共部门等行业, 从而延长合同周期并拓展 SKU 采购, 预计会在未来逐步拉动收入加速增长, 当前至 FY27 14% 的收入复合增速目标较为合理。

Workday(WDAY.O)

首次评级

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期: 2025 年 04 月 21 日

当前股价: 221.02 美元

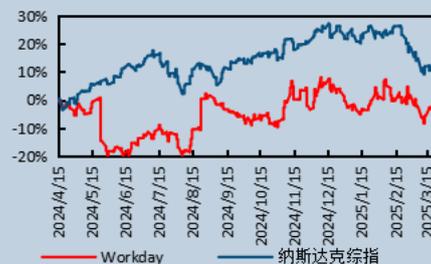
目标价格 6 个月: 265 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-6.79/-2.53	-9.29/3.43	-15.12/-18.55
12 月最高/最低价(美元)			279.91/207.08
总股本(万股)			26,600.00
流通股本(万股)			21,500.00
总市值(亿美元)			602.52
流通市值(亿美元)			602.52
近 3 月日均成交量(万)			245.31
主要股东			
David A. Duffield;Aneel Bhusri			19.62%

股价表现



相关研究报告

利润率扩张方面，参考 Salesforce/ServiceNow 的经验，对既有客户交叉销售的比例逐步提升至 80% 以上，同时引入渠道合作伙伴辅助部署及定制化开发，可大幅提升销售效率，从而降低销售费用率。对于 Workday，当前对既有客户交叉销售的比例逐步提升 50% 以上，渠道合作伙伴对新增订单的贡献在 15% 左右（低于 ServiceNow FY20 的 75%），我们认为 Workday 的利润率扩张仍然处于非常初期的阶段，且渠道合作伙伴的引入对于 Workday 的研发效率有更大的帮助，目前市场对于 Workday 利润率扩张的预期在长期看来是低估的。短期叠加 FY26 开启的 8% 裁员+全球服务中心转向印度、哥斯达黎加等优化成本，利润率的扩张确定性较高。

潜在催化方面，短期关注 HCM 模块在服务行业（如金融、医疗）的持续渗透及 FINS 交叉销售进展，例如在①能源、电力等强监管行业（如 NERC/FERC）推出适应合规要求的解决方案；②强化 Prism Analytics/Apache Ignite 底座，增强 Workday 的水平扩展性，缩小复杂场景下与 SQL 方案的差距；③DOGE 驱动美国政府开支削减，存在潜在的 HCM/FINS 模块由 SAP/Oracle 替换为 Workday 的机会（TCO 优化）。长期关注 AI 商业化机会（如 ASOR、Evisort），招聘、合同管理等流程标准化程度在企业管理系统中相对较高，ROI 相对可清晰计算，预计落地确定性较高，但形成可观收入预计需要一定的周期（前端 PoC+数据工程需要较长时间）。

投资建议：总体而言，我们认为长期目标下修基本反映宏观&竞争风险，而 Workday 在渠道侧调整逐步在 CY25 体现为运营效率提升。短期催化包括 HCM 模块在服务行业（如金融、医疗）的持续渗透及 FINS 交叉销售进展。长期关注 AI 商业化机会（如 ASOR、Evisort），招聘、合同管理等流程标准化程度在企业管理系统中相对较高，ROI 相对可清晰计算，预计落地确定性较高，但形成可观收入预计需要一定的周期。首次覆盖并给予“买入”评级。给予 CY25 30x P/E，反映 HCM 领域的竞争格局稳定+FINS 交叉销售潜力以及后续 AI 订单落地的机会，对应目标价\$265/sh。

目录

公司分析：全球 HCM 领域龙头，单点工具向平台拓展，利润率稳步扩张	1
产品结构：AI 产品处于初期阶段，年内收购 HiredScore、Evisort 但贡献较小，增速主要由既有模块驱动	1
渠道拓展：全球招聘疫情以来需求回落，欧洲尤其疲软，美国复苏相对健康	6
运营效率：外部合作伙伴可支持部分研发工作，收入增速提升有望带动经营杠杆释放	8
如何理解 Workday 的竞争力？	10
一体化架构+易用性高：易用性降低采用门槛，根本优势来自于数据管理架构	10
数据管理架构：Workday 采用 BOM 架构提升灵活性，而 Oracle/SAP 采用关系型数据库管理，扩展性较弱	12
后续的增长：模块化+定制化插件支持 Win Rate 提升，中期 14% 增速较为合理	16
估值：当前交易于 CY25 25x P/E，低于可比公司均值	20
投资评价和建议	21
风险分析	22
报表预测	23

图目录

图 1:1Q24 Workday 完成 HiredScore 收购，目前具备辅助增强候选人筛选（主要通过硬性条件），招聘信息嵌入协作软件（缩短流程周期）等功能	2
图 2:Workday AI Marketplace 自 2Q24 发布以来数量较少，功能较为简单，预计仍处于初期阶段	2
图 3:Workday Illuminate 架构基于 8000 亿参数大模型及 7000 万用户 HR、财务数据微调	3
图 4:Evisort 提供合同审查、要点提取、权限管理等功能	4
图 5:Workday Agent System of Record 用例	5
图 6:Workday 2024 年以来 AI 商业化进展	5
图 7:4Q24 开始美国新增岗位招聘指数企稳	7
图 8:APAC 及 EU Zone 新增岗位招聘数据显示，澳大利亚、爱尔兰 4Q24 企稳，但英国、加拿大、法国、德国仍然渐弱	7
图 9:Workday 专注于拓展医疗、高等教育、联邦/地方政府等客户	8
图 10:Workday FY25 OpEx 比例远高于行业平均水平	9
图 11:Workday FCF 利润率处于行业领先水平	9
图 12:Workday 销售费用率低于平均水平，但仍高于 SAP	9
图 13:Workday 研发费用率处于行业领先水平，远高于 SAP	9
图 14:Salesforce FY15-23 Land/Expand Mix	10
图 15:ServiceNow FY14-21 Land/Expand Mix	10
图 16:ServiceNow 看到渠道合作伙伴带来的销售效率提升	10
图 17: Workday 尚未明显看到渠道合作伙伴带来的销售效率提升	10
图 18:Workday UI 的易用性的一个例子是交互式图表	11
图 19: Workday UI 的易用性的一个例子是功能栏结合用户偏好调整排序，节约搜索时间	11
图 20:Workday 应用的组件（从底层数据组织形式，分析报告到安全、UI/UX）	12

图 21:传统的关系型数据库利用 ID 关联.....	13
图 22:Workday 数据管理架构.....	13
图 23:FY21-FY25 Workday 总收入规模及同比增速（%，百万美元）.....	16
图 24:Workday CY4Q20-4Q24 收入增速与美国新增岗位招聘指数自 2021 年后拟合较好.....	16
图 25:CY2022-2024 Workday 订单增速快于收入增速（%）.....	16
图 26:Workday 收入及订单增速复盘.....	17
图 27:2021 年 ERP 细分市场的上云率，HCM 已处于较高水平.....	18
图 28:2021 年 ERP 细分市场上云率，财务模块上云率~51%，仍有一定空间.....	18
图 29:Workday 对财务软件市场的结构分解.....	19
图 30:Workday 对财务软件市场的进一步结构分解.....	19

表目录

表 1:Workday 2021-24 年所有产品模块 Attach Rate 变化情况.....	1
表 2:Workday 方案与 SAP/Oracle 方案的差异不仅仅在于一致性.....	14
表 3:对比 Workday 方案与 SQL 方案在查询方面的优劣势.....	14
表 4:对比 Workday Prism Analytics 方案与 SQL 方案在查询方面的优劣势.....	15
表 5:对比 Workday 方案与 SQL 方案在存储方面的优劣势.....	15
表 6:2020-24 年 HCM/FINS 市场规模拆分（单位：亿美元，%）.....	19
表 7:Workday 可比公司估值（截止 2025/4/19）.....	20
表 8:Workday 订阅收入/服务收入对于 FY26E EPS 的敏感性分析.....	22

公司分析：全球 HCM 领域龙头，单点工具向平台拓展，利润率稳步扩张

产品结构：AI 产品处于初期阶段，年内收购 HiredScore、Evisort 但贡献较小，增速主要由既有模块驱动

目前的产品模块扩张中 AI 影响非常有限，收购产品年收入增长贡献~1000 万美元，主要增长依靠既有产品扩张。根据 Workday，CY21-24 年各产品 Attach Rate 如下表，核心 HCM 产品模块包括招聘（Recruiting）、Time Tracking、Payroll 等，渗透率基本在 60%+，但基本较为饱和，平均年度新增渗透率~1%，因此增长主要依靠 Talent Optimization、Help、Peakon、Journey、Extend 等产品驱动，这些产品平均年度新增渗透率在 4~10% 区间。

表 1: Workday 2021-24 年所有产品模块 Attach Rate 变化情况

模块 Attach Rate%	2024	2023	2022	2021	平均年度增长%
Recruiting	77.0%	75.0%	74.0%	73.0%	1%
Time Tracking	69.0%	68.0%	67.0%	65.0%	1%
Payroll	63.0%	63.0%	63.0%	62.0%	0%
Learning	55.0%	52.0%	48.0%	45.0%	3%
Talent Optimization	54.0%	45.0%	35.0%	23.0%	10%
Expenses	38.0%	37.0%	36.0%	35.0%	1%
Core Financials	36.0%	34.0%			2%
Financial Planning	36.0%	33.0%	35.0%	30.0%	2%
Prism Analytics	30.0%	27.0%	23.0%	20.0%	3%
Procurement	28.0%	27.0%	27.0%	26.0%	1%
Help	19.0%	14.0%	10.0%	4.9%	5%
Peakon	19.0%	14.0%	9.2%	4.9%	5%
Journeys	18.0%	13.0%	8.0%	4.9%	4%
Extend/Extend Pro	17.0%	12.0%	8.0%	4.9%	4%
People Analytics	16.0%	16.0%	13.0%	8.8%	2%
Workforce Planning	15.0%	14.0%	11.0%	8.8%	2%
Messaging	12.0%	5.7%	0.8%		6%
Strategic Sourcing	10.0%	8.9%	7.2%	5.8%	1%
Candidate Engagement	6.5%	2.4%	0.3%		3%
Accounting Center	5.4%	2.9%	2.0%	1.0%	1%
Scheduling	5.0%	2.7%	0.8%		2%
VNDLY	3.2%	1.6%	1.2%		1%
HiredScore	1.1%				1%

资料来源：公司公告，中信建投

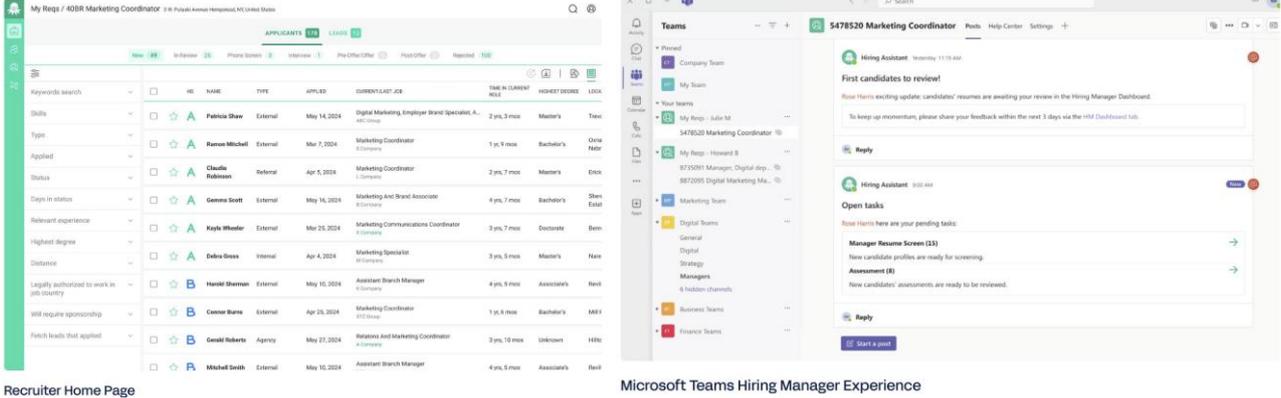
注：数据截止每年 7/31。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

Workday 自 2024 年以来陆续发布 AI 产品，包括 1) 1Q24 完成对 HiredScore 收购，HiredScore 目前提供①从人才库中智能提取匹配空缺职位的候选人；②根据岗位需求智能评估外部候选人；③融入其他工作流程例如 Teams 中，并实时更新招聘流程和下一步通知，简化流程负担；

图 1:1Q24 Workday 完成 HiredScore 收购，目前具备辅助增强候选人筛选（主要通过硬性条件），招聘信息嵌入协作软件（缩短流程周期）等功能

HiredScore 包括 1) 从人才库中智能提取匹配空缺职位的候选人；2) 根据岗位需求智能评估外部候选人；3) 融入其他工作流程例如 Teams 中，并实时更新招聘流程和下一步通知，简化流程负担。

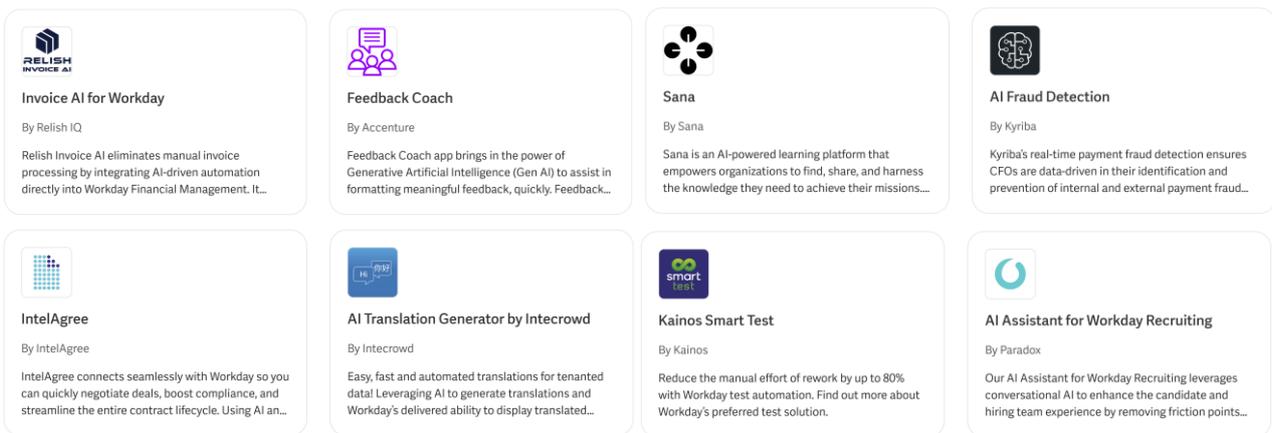


数据来源: Workday¹, 中信建投

2) 2Q24 Workday 发布 AI Marketplace, 经由 Workday 认证的解决方案在 AI 合规/治理方面符合欧盟、美国等主要地区的法律和监管框架。AI 解决方案数量反馈合作伙伴在项目部署中基于客户反馈构建的解决方案，当前数量较少 (~20 个，剔除 HiredScore 后 19 个) 且大多数解决方案功能与传统 AI 差异不大，反映 Workday AI 项目部署进度仍处于初期阶段；

图 2:Workday AI Marketplace 自 2Q24 发布以来数量较少，功能较为简单，预计仍处于初期阶段

截止 2025 年 3 月 11 日，Workday AI Marketplace 共有 20 个 AI 解决方案，包括 1) 智能审计，2) 全球税务合规系统；3) 员工文档管理；4) 合同助手；5) 技能培训；6) 发票单据自助审核+防欺诈。



数据来源: Workday², 中信建投

3) 3Q24 Workday 发布 Workday Illuminate 并收购 Evisort, Workday Illuminate 是对 Workday AI 的品牌化再

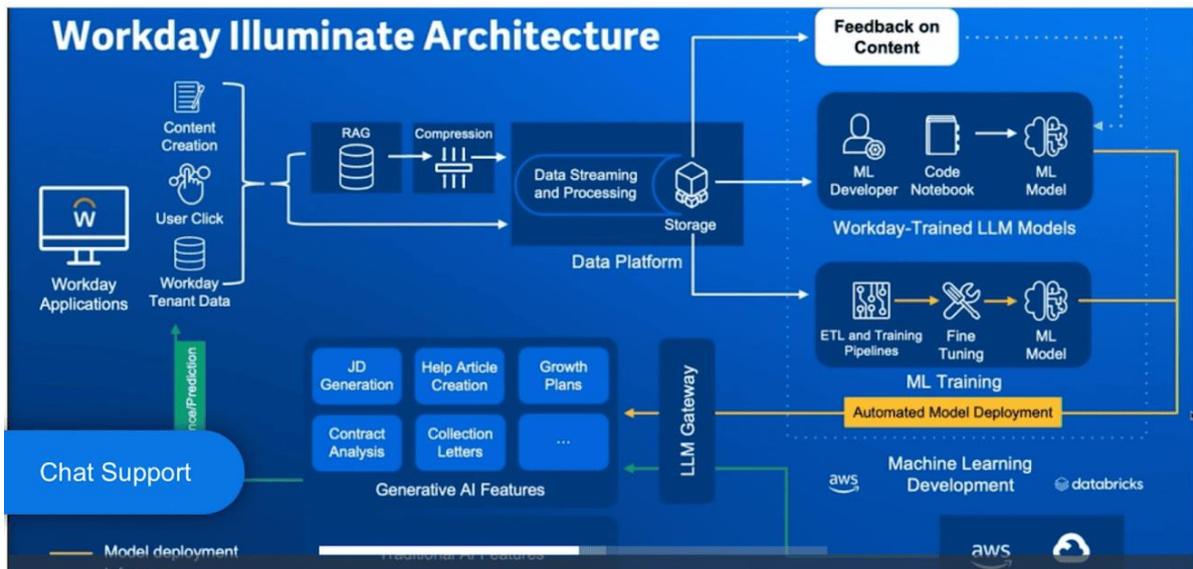
¹ <https://forms.workday.com/en-us/quick-demos/the-future-of-integrated-talent-acquisition/form.html/dl/5>

² https://marketplace.workday.com/en-US/listing#ff-appdirect_category_id=AI

包装，主要功能包括①AI Agent 可检测预算超支、查找异常指标以及通知经理员工过度加班；②智能职位架构代理帮助人力资源经理识别需要哪些技能，以及哪些具有相似技能的职位可以合并。同时，该代理还能够识别可能被分配在错误岗位上的员工，或者可以从职位变动中受益的员工；③Workday Assistant 具有与微软 Copilot 相似的用户界面，并且能够通过回答问题来帮助用户完成任务，同时提供有助于完成交易的信息。

图 3: Workday Illuminate 架构基于 8000 亿参数大模型及 7000 万用户 HR、财务数据微调

Workday Illuminate 架构上包括 1) 应用交互；2) RAG+数据平台；3) MLOps 等组件。



数据来源: Workday³, 中信建投

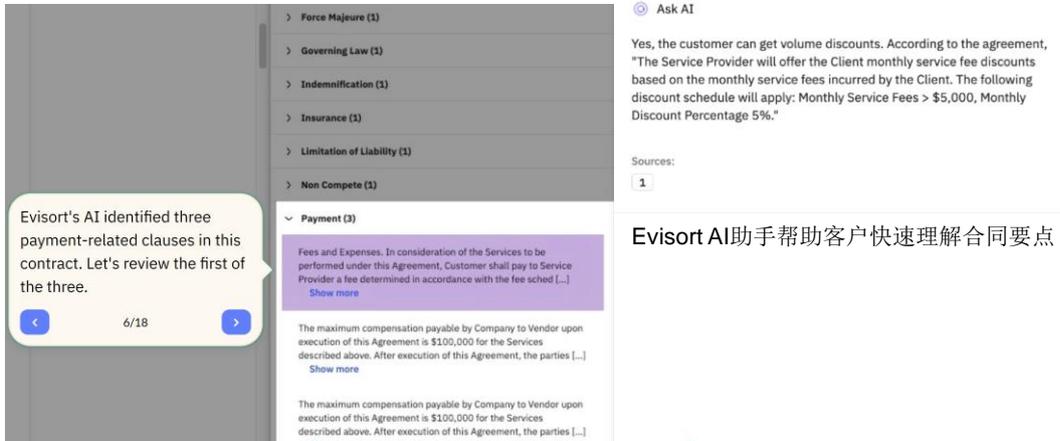
Evisort 是一家 AI 合同管理公司，Evisort 的 AI 平台能够读取并解析法律文件（如销售合同、卖方文书）中的关键数据点（如条款、义务、风险项），并将其可视化，从而减少人工审核需求。例如，其算法可自动提取合同中的付款条款或违约责任，辅助企业进行风险评估。此外，Evisort 提供 AI 驱动的合同生命周期管理（CLM）软件，覆盖合同起草、分析、存储及合规监控全流程，旨在提升企业法务和财务部门的效率。客户可通过该平台快速识别合同中的错误或缺失信息，并生成数据驱动的业务决策。截止 2024 年 9 月，Evisort 预估 ARR 3000 万美元，同比增速 25%⁴。

³ <https://www.workday.com/content/dam/web/en-us/documents/solution-brief/workday-illuminate.pdf>

⁴ <https://mgiresearch.com/research/workday-evisort-acquisition/>

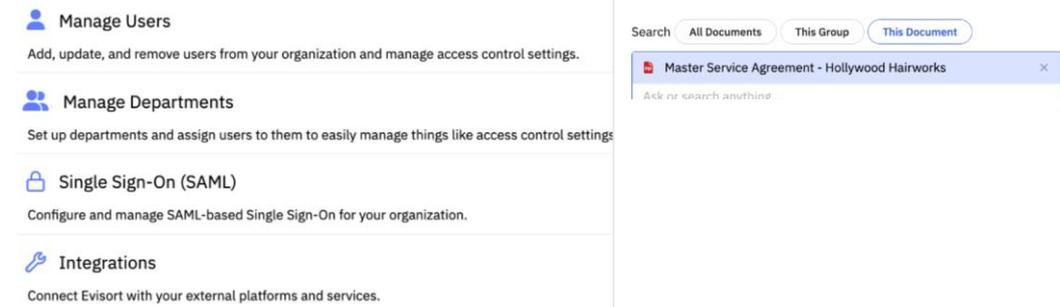
图 4:Evisort 提供合同审查、要点提取、权限管理等功能

Evisort AI助手自动审查合同条款，并基于用户自定义条款库提供支付建议（付款周期，逾期利率）



Evisort AI助手帮助客户快速理解合同要点

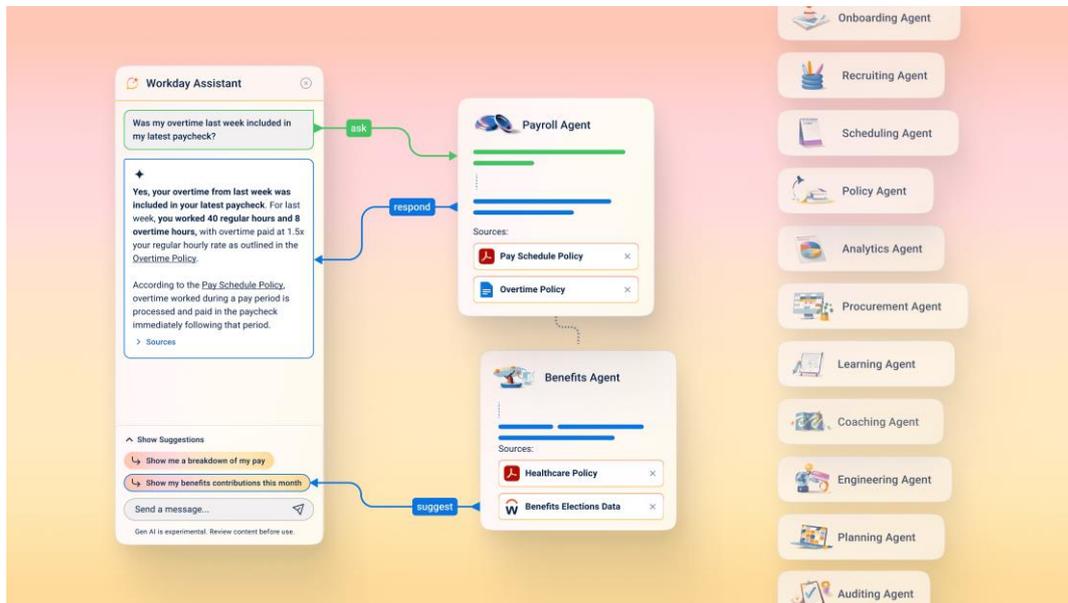
Evisort AI助手支持权限和合同管理



数据来源: Evisort, 中信建投

4) 4Q24 Workday 发布 Agent System of Record(ASOR), 主要面向企业管理 Agent 工具, Workday 的系统将允许企业注册和管理 AI 代理, 帮助培训和监控这些代理的性能和安全性。Workday 的目标是简化 AI 代理的整个生命周期管理, 包括配置、控制、培训和集成到 Workday Assistant 中。

图 5: Workday Agent System of Record 用例



数据来源: Workday⁵, 中信建投

图 6: Workday 2024 年以来 AI 商业化进展

- AI 商业化主要来自 Extend Pro (相比 Essentials 提价 1x) 以及 Recruiter Agent
 - FY25Q1, 在 Extend Pro 方面, 超过 50% 的 Q1 的 Extend ACV 来自于 Extend Pro
 - FY25Q2, Extend 是 Workday 增长最快的产品之一, 新的年度合同价值 (ACV) 在第二季度增长了超过 75%, 这部分增长是由 Extend Pro 驱动的
 - FY25Q3, Recruiter Agent 在第三季度新增客户数量超过过去 12 年总和, 而且其 new ACV 比第二季度增长了四倍以上
 - FY25Q4, Recruiter Agent 和 Extend Pro 的新增年度合同价值 (new ACV) 在第四季度几乎翻了一番

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
AI 驱动订单	超过 50% 的 Q1 Extend ACV 来自 Extend 结合 Workday AI 和第三方解决方案的订单。	Talent Optimization 产品继续作为增长最快的 SKU 之一, 推动客户续订和扩展。HiredScore 整合后首个联合交易完成, 并快速积累潜在客户 (尤其是 4000+ 招聘客户)。	30% 的客户扩展涉及至少一个 AI 解决方案 (如 Recruiter Agent、Extend Pro 等)。Recruiter Agent 使核心招聘解决方案平均售价提升约 1.5 倍, 新签约 ACV (年度合同价值) 环比 Q2 增长超 4 倍。	30% 的客户扩展包含 AI SKU (如 Extend Pro、Recruiting Agent、Evisort 等)。Recruiter Agent 新 ACV 环比 Q3 翻倍, 售价提升幅度超过 Q3 的 1.5 倍。Extend Pro 新 ACV 环比 Q3 翻倍, 成为增长最快的 SKU 之一。
AI 产品研发进展	新增 AI 内容生成功能 (如职业发展计划、职位描述生成), 推出 AI 异常检测工具。收购 HiredScore, 增强 AI 招聘能力。已有 65+ 传统 AI 用例在生产中, 24+ 生成式 AI 用例在路线图。发布 Workday Extend Pro (含 AI Gateway 和 Developer Copilot)。	在 HCM 中新增 AI 技能识别和职位管理功能, 优化内部流动性。整合 HiredScore 至平台, 实现端到端 AI 招聘流程。推出新 APIs 和 AI Gateway 工具, 支持客户/合作伙伴开发 AI 应用。	发布 Recruiter Agent (已上市) 和 Expenses Agent (预计年底推出)。收购文档智能平台 Evisort, 用于解析非结构化数据 (如合同、发票)。更新 Workday Assistant, 支持自然语言问答 (如薪酬、政策查询)。	推出 4 个新角色代理 (合同、工资单、财务审计、政策), 支持多任务技能配置。发布 Agent System of Record, 支持统一管理 Workday、客户自建及第三方 AI 代理。Developer Copilot (Extend Pro 功能) 帮助客户应用开发效率提升超 50%。
AI 生态合作	与 AWS 扩大生成式 AI 合作, 联合开发联邦政府解决方案。与 Kyriba 达成银行网络集成合作, 覆盖 1000+ 银行。	与 Salesforce 深化合作, 整合 HR 与财务数据驱动 AI 应用 (如员工入职加速)。推出 Equifax 就业验证连接器, 简化数据流转。合作伙伴通过 Built on Workday 计划开发 AI 应用, 生态应用数量增长。	与微软合作开发 M365 Copilot Employee Self-Service Agent。与 Salesforce 合作实现代理间通信。在日本与 NTT Data 达成战略合作, 推动本地化部署。	与 Google 前高管 Gerrit Kazmaier (新任产品与技术总裁) 合作, 强化 AI 与数据分析能力。与合作伙伴共同构建并销售基于 Workday 平台的 AI 应用。
AI 用例	平台年交易量达 8000 亿次, 支撑 AI 模型训练。	· 用户规模增至 7000 万, 维持 8000 亿年交易量。	超过 2,000 家 HCM 客户使用 Workday Assistant, 某客户 HR 案例量减少近 30%。	Extend Pro 客户通过 Developer Copilot 实现应用开发效率提升超 50%。 · Workday Student 客户超 135 家, 其中半数预计春季上线。

数据来源: 公司公告, 中信建投

FY26 年考虑合并后 Evisort 的 ARR, 对 Backlog 增速预计拉动 0.8pct, 考虑其他模块的自然增长, 现有市场预期 FY26 Backlog 增长 19%, 我们认为较为合理, 隐含了既有模块轻微降速的假设, 对应企业 IT 预算环境无大幅变化, 宏观经济保持稳定。相应的风险为美国陷入衰退, 地缘政治紧张拖累部署/订单。

⁵ <https://joshbersin.com/2025/02/workday-makes-a-play-to-manage-your-ai-agents/>

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

渠道拓展：全球招聘疫情以来需求回落，欧洲尤其疲软，美国复苏相对健康

全球招聘需求回落，影响潜在需求（Workday 的核心产品是 HCM 招聘模块）。在欧洲内部，意大利、西班牙岗位招聘需求 24 年下半年以来快速反弹，2025 年 1 月较 2020 年 2 月提升 78%/52%，而英国、德国、法国恢复较慢，其中英国岗位招聘需求 2025 年 1 月较 2020 年 2 月下降 15%，德国、法国基本增长 25-30%。

意大利、西班牙的恢复主要受益于 1) 旅游在经济结构中占比较高（西班牙、意大利旅游业占 GDP 比例均在 10-13%），且旅客来源主要是欧洲其他国家及美国；2) 意大利采取更灵活的就业政策，例如允许短期合同工等（变相减轻职工福利保障对企业的负担），2023 年 1 月意大利新总理梅洛尼推动通过劳动法改革⁶，允许企业在没有任何理由的情况下聘用临时工两年，并且在某些条件下可以延长到三年，需要工会同意。政府还计划减少临时合同的劳动成本。

相反，英国、德国、法国恢复较慢主要由于 1) 经济结构依赖工业、金融业，对于能源成本及供应链灵活性较为敏感，俄乌冲突直接导致能源价格高企，对欧洲的工业竞争力造成较为严重影响。与意大利、西班牙类似，英法德的服务业恢复领先于工业，例如 IT、专业服务；2) 政府转向基建投资同时保持对居民补贴，间接推升通胀，而财政赤字削减计划执行不及预期；3) 供需关系扭曲，疫情期间的财政刺激推动部分劳动力退出市场，叠加俄乌冲突推升供应短缺，导致上游成本大幅攀升。

面临供应侧导致的通胀，英国 2022 年特拉斯政府试图通过减税+扩张财政支出解决⁷，结果导致更高的通胀和金融市场恐慌。后续苏纳克政府则扭转了政策方向，转向加税+缩减财政开支，但此前特拉斯的政策造成党内分裂，苏纳克难以弥合分歧导致新政府难以一致转向抑制通胀，更多是解决前任政府遗留的问题。2024 年 7 月斯塔默(工党)赢得大选，突破保守党连续多年的执政，转向向低收入者发放补贴+对高收入者加税，保持财政平衡。结果上看，虽然对新能源、建筑、工程等行业的财政投入创造了一些岗位，但并未系统性地解决企业能源成本/供应链成本问题，因此失业率、通胀并未出现明显改善迹象。

法国、德国也是类似，欧洲高通胀、高失业率的根源问题在于能源对外依存度高，工业成本受到上游高度影响，一旦供应扭曲，需要在本土建设、挖掘新产能周期较长，这一期间内高通胀会持续削弱企业盈利能力，进而传导到居民部门。由于政府缺乏对上游能源供应的管控能力，对需求侧的刺激/抑制无法根本上解决这一困局。

我们认为其中的重要催化剂即俄乌达成和平协议，目前债券市场定价概率约为 50~60%。特朗普上任后持续推进与俄罗斯的谈判，并敦促乌克兰接受其提出的条款尽快停火。如果以 2024 年 11 月初特朗普胜选、2023 年 4 月俄罗斯持续推进战线两个节点乌克兰 1 年期的国债收益率作为参考，2025 年 2 月 17 日乌克兰 1 年期国债收益率定价的概率粗略估计在 50~60% 区间。如果俄乌冲突能够停止，欧洲的能源供应将会恢复，且美国如果解除部分对俄罗斯的部分制裁，可能大幅改善能源供给，同时俄罗斯的工业品和消费品需求也是欧洲需求复苏的重要驱动力。

⁶

<https://www.reuters.com/markets/europe/italy-promotes-short-term-job-market-shunning-spains-example-2023-01-31/#:~:text=Under%20rules%20imposed%20in%202018,or%20to%20substitute%20other%20staff>

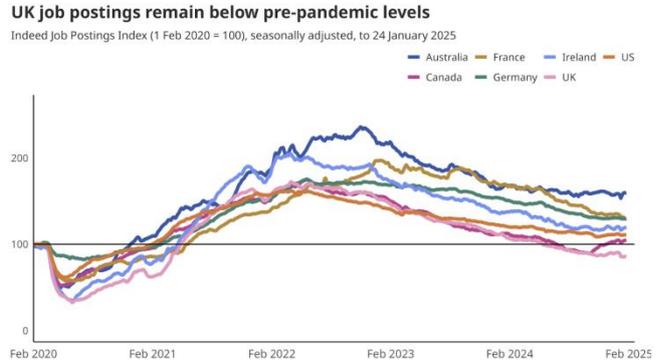
⁷ 中国人民银行驻欧代表处，陆简博士《英国特拉斯政府减税方案失败的启示》，国际视角。

图 7:4Q24 开始美国新增岗位招聘指数企稳



数据来源: Indeed, 中信建投

图 8:APAC 及 EU Zone 新增岗位招聘数据显示, 澳大利亚、爱尔兰 4Q24 企稳, 但英国、加拿大、法国、德国仍然渐弱



数据来源: Indeed, 中信建投

根据财报电话会, 渠道合作伙伴 (Partner Ecosystem) 对 Workday 新增订单的贡献可拆分如下:

- ① FY25Q1, Q1 合作伙伴对 New ACV 的贡献大于 24 年全年。
- ② FY25Q2, 合作伙伴对于 Workday Q2 的净新增年度合同价值 (ACV) 贡献相比于 Q1 翻倍, 本季度 Workday 推出 “Built on Workday”, 简化合作伙伴部署、商业化。Kainos 等合作伙伴最早加入。
- ③ FY25Q3, 合作伙伴对于 Workday 的增长至关重要, 他们为 Q3 的净新增年度合同价值 (ACV) 贡献超过 10%, 同时也为新的管道贡献了类似比例。Workday 在过去六个月内推出 “Built on Workday” 计划, 目前已有超过 40 个合作伙伴加入, 其中一些合作伙伴如 Kainos 已经开始从中产生收入。
- ④ FY25Q4: 合作伙伴贡献显著增长, Q4 净新 ACV (年度合同价值) 中 15% 以上来自合作伙伴, 高于上一季度的 10%。例如, Workday 与全球人才公司 Randstad 达成战略合作伙伴关系, 整合其招聘代理 (Recruiting Agent) 与 Randstad 的候选人数据池, 以提高招聘效率。

行业分布方面, Workday 前四大行业分别为医疗、金融、零售/住宿、专业服务, 预估 FY 占比 50%+, 而结合投资者日的披露, Workday 目前专注于拓展医疗、教育、联邦/地方政府等行业客户, 这些客户预算韧性较强, 且倾向于采购套件而非单点产品, 一旦成功突破, 会同步带动财务模块、HCM 模块的销售, 但相应这类客户的部署周期也较长, 从订单计入到收入的周期有所延长, 因此我们看到 Workday 过去 2 年订单增速持续高于收入增速。

图 9: Workday 专注于拓展医疗、高等教育、联邦/地方政府等客户


数据来源: Workday, 中信建投

FY25Q2: Workday 在国际市场取得进展, 例如在新西兰、日本和澳大利亚的新兴市场。Workday 进入到澳大利亚政府的数字转型代理市场, 为进一步的合作机会创造条件。此外, Workday 宣布新的合作关系, 例如与 Salesforce 的合作, 这为加速员工入职、持续的财务规划和更快的成交奠定基础。

FY25Q3: Workday 在多个行业都取得增长, 特别是在政府和高等教育领域, 其中大约 90% 的新增客户选择了全套解决方案。Workday 在医疗保健行业也取得了重大的全套客户, 包括 Common Spirit Health、Community Health System 和 Valley Children's Healthcare。35% 的新订单都是全套采购 (FINS+HCM)。在 Q3, Workday 与日本的 NTT Data 形成了战略合作伙伴关系, 并在澳大利亚与 Estia 和 Flight Centre Travel Group 建立了新的关系, 同时在新加坡与联合海外银行 (United Overseas Bank) 扩大了合作范围。

FY25Q4: ①Workday 在美国政府和教育市场中取得了显著成果, 特别是在高等教育和州地市府 (SLED) 部门。②Workday 在医疗领域取得了新的业绩, 包括与北密根医院 (North Mississippi Medical Center) 和哈克斯梅医疗中心 (Hackensack Meridian Health) 的合作。③Workday 与美国能源部 (Department of Energy, DOE) 和国防部情报代理 (Defense Intelligence Agency, DIA) 建立了新的合作关系。30% 的新订单都是全套采购 (FINS+HCM)。此外 Workday 与 Randstad⁸ 达成合作, 这一合作将 Workday 的人力资源解决方案与 Randstad 的全球候选人数据库相结合。

运营效率: 外部合作伙伴可支持部分研发工作, 收入增速提升有望带动经营杠杆释放

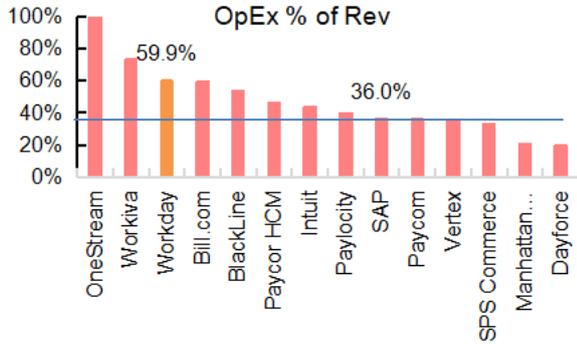
随着 Workday 下调 FY27 的中期增速目标, 我们转向关注一种更加平衡的思路——更温和的收入增长+利润率扩张, 总体资本回报率仍然具备吸引力。从财务指标上看, Workday 运营费用率高于同行平均水平, 主要是研发费用率更高。我们认为这主要是由于 Workday 过去强调用内部研发人员为行业客户大量开发垂直解决方案, 较少依赖合作伙伴。

但情况正在发生变化: ①随着 Extend Pro 发布, 行业合作伙伴在部署中介入程度提升, 可以帮助分担部分的研发职能, 撬动更多社会化资源, 提升 Workday 的运营效率。截止 2024 年 7 月, Extend Pro 的客户渗透率~17%, 按照过往渗透进度预估 2025 年中旬可达 20%+; ②推动 Workday Wellness、Built on Workday 等计划, 鼓励合作伙伴帮助 Workday 产品本土化改造 (适应不同国家的语言/法律/税务等), 并针对本土化需求做定制化开发;

⁸ Randstad 是全球最大的人才公司。

③随着订单进入部署，收入增速有望跟随订单增速回升，进而释放经营杠杆。

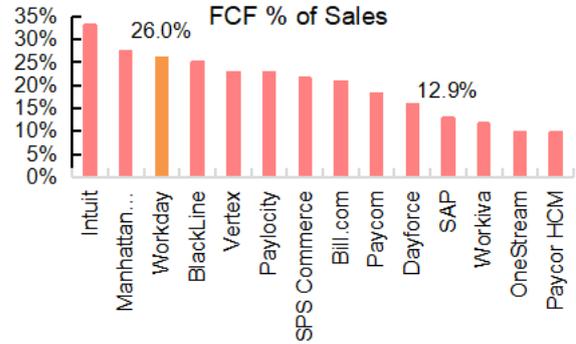
图 10: Workday FY25 OpEx 比例远高于行业平均水平



数据来源: SoftwareIQ, 中信建投

注: 行业平均水平为 46.8%, 若剔除 OneStream 99% 的 OpEx 比例等异常值, 行业平均水平回落至 42.8%。

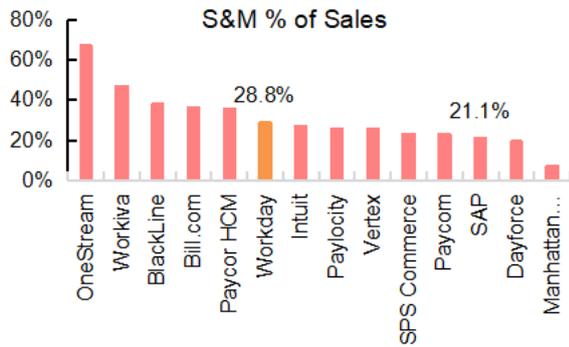
图 11: Workday FCF 利润率处于行业领先水平



数据来源: SoftwareIQ, 中信建投

注: 行业平均水平为 19.9%。

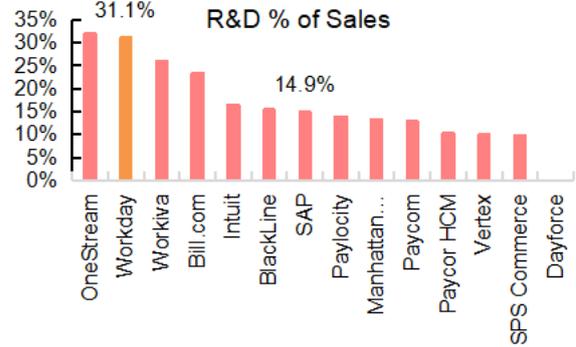
图 12: Workday 销售费用率低于平均水平, 但仍高于 SAP



数据来源: SoftwareIQ, 中信建投

注: 行业平均水平为 30.4%。

图 13: Workday 研发费用率处于行业领先水平, 远高于 SAP

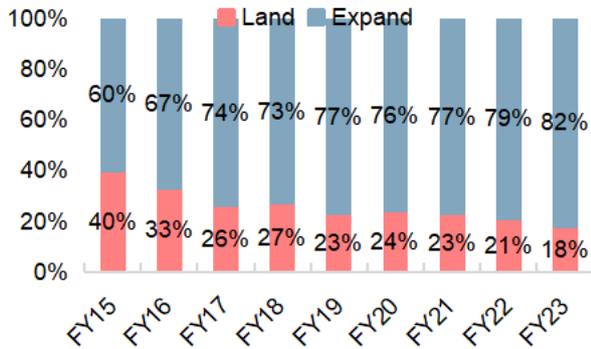


数据来源: SoftwareIQ, 中信建投

注: 行业平均水平为 17.7%。

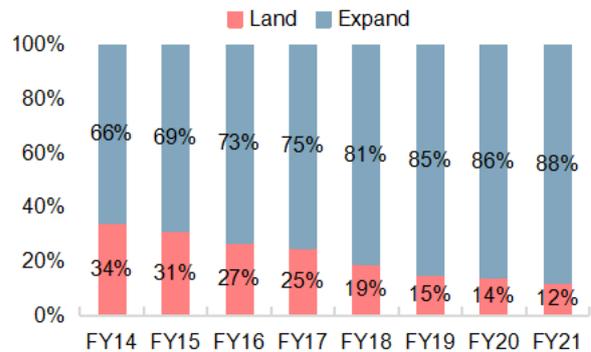
边际上看, Workday 于 2025 年 2 月, Workday 宣布将裁撤 8% 的岗位, 对应约 1632 名员工。根据 Workday 公告, 本次裁员集中在“冗余岗位”(如重复性行政、低效流程相关岗位), 以优化效率。部分地区的支持团队可能缩减, 但同时增加印度、哥斯达黎加等全球服务中心的招聘, 以服务国际客户。在研发&产品层面, 资源向 AI (如 Agent System of Record) 和平台整合倾斜, 边缘化模块或旧系统支持团队可能受影响。因此, FY26 初步指引 Non-GAAP 经营利润率为 28%, FY27 中期目标则是 30%。上述目标随着 Workday 的重组措施推进, 置信度进一步提升。

图 14:Salesforce FY15-23 Land/Expand Mix



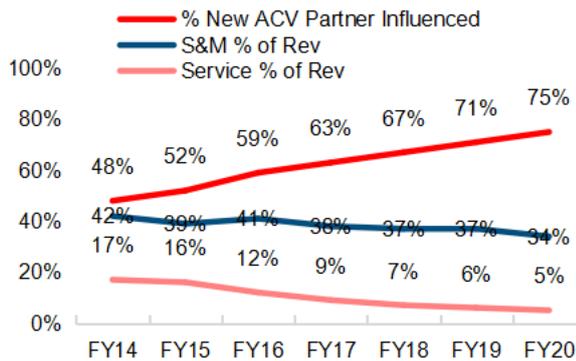
数据来源：公司公告，中信建投

图 15:ServiceNow FY14-21 Land/Expand Mix



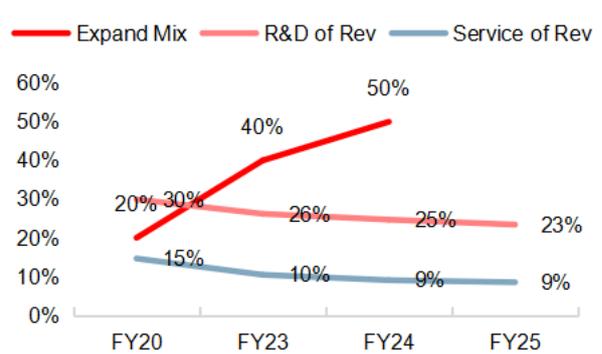
数据来源：公司公告，中信建投

图 16:ServiceNow 看到渠道合作伙伴带来的销售效率提升



数据来源：公司公告，中信建投

图 17: Workday 尚未明显看到渠道合作伙伴带来的销售效率提升



数据来源：公司公告，中信建投

如何理解 Workday 的竞争力？

一体化架构+易用性高：易用性降低采用门槛，根本优势来自于数据管理架构

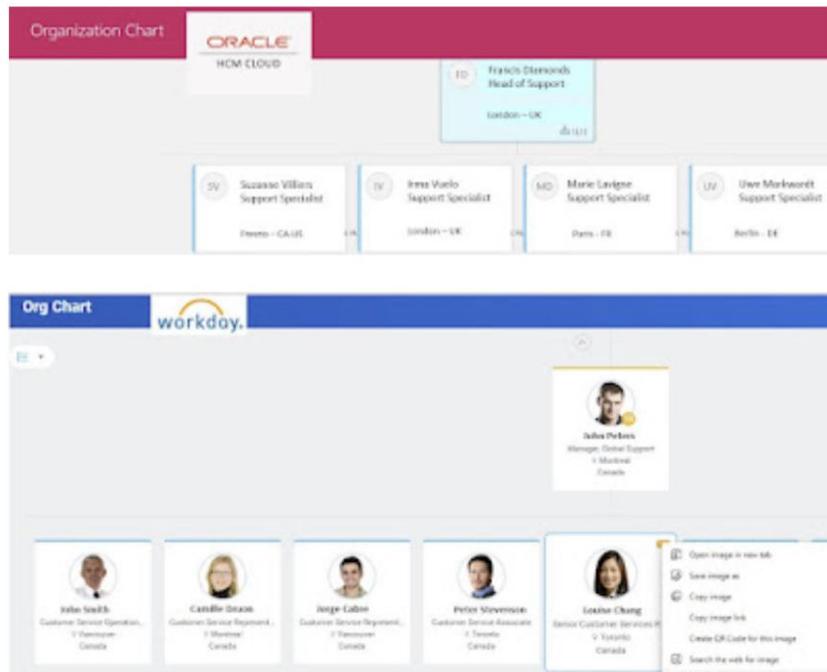
Workday 以其用户友好的界面和高度集成性而著称，这使得数据流动更加顺畅，有助于提高效率和准确性。相比之下，SAP 和 Oracle 虽然功能强大，但其复杂性可能会增加实施和维护成本。此外，Workday 采用云端架构，使得更新更为便捷，而传统系统通常需要更多时间进行升级。

易用性的一个例子：在 Workday 中，如果您正在查看组织结构图并想知道某个特定员工是谁，您只需右键点击那些点，该员工的记录就会在新的标签页中打开，供您浏览其数据。一旦您的好奇心得到了满足，您只需关闭那个标签页。而 Oracle Fusion 中如果您想查看某个员工的详细信息，没有办法在一个新的标签页中打开该员工的文件。您必须回到主页，搜索该员工，然后打开他们的记录。而且，如果您想回到之前的位置（假设您还记得您在做什么），您必须重新开始，回到组织结构图，输入您正在寻找的团队，系统才会显示您之前在电

子世界中查看的页面。另外，Oracle 的搜索工具性能有限，往往局限于精确匹配⁹，它对字母大小写和重音敏感。因此，如果你有一名名叫 Pénélope（法语）或 Penélope（西班牙语）的员工，你输入“Penelope”时，将得不到任何结果。

图 18: Workday UI 的易用性的一个例子是交互式图表

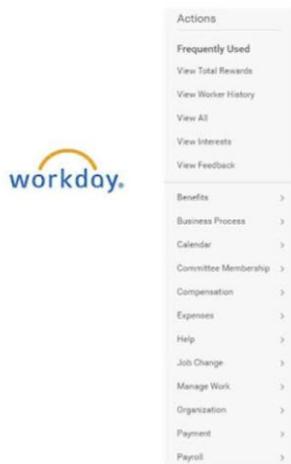
Workday 提供可交互的图表展示，而 Oracle 的 UI 则是不可交互的



数据来源：《Workday vs Oracle: A comparison of two cloud HR systems》，中信建投

图 19: Workday UI 的易用性的一个例子是功能栏结合用户偏好调整排序，节约搜索时间

Workday 的功能栏按照首字母排序，但优先展示用户最近频繁使用的功能



Oracle 的功能栏按照固定顺序展示，未考虑用户的使用习惯



数据来源：《Workday vs Oracle: A comparison of two cloud HR systems》，中信建投

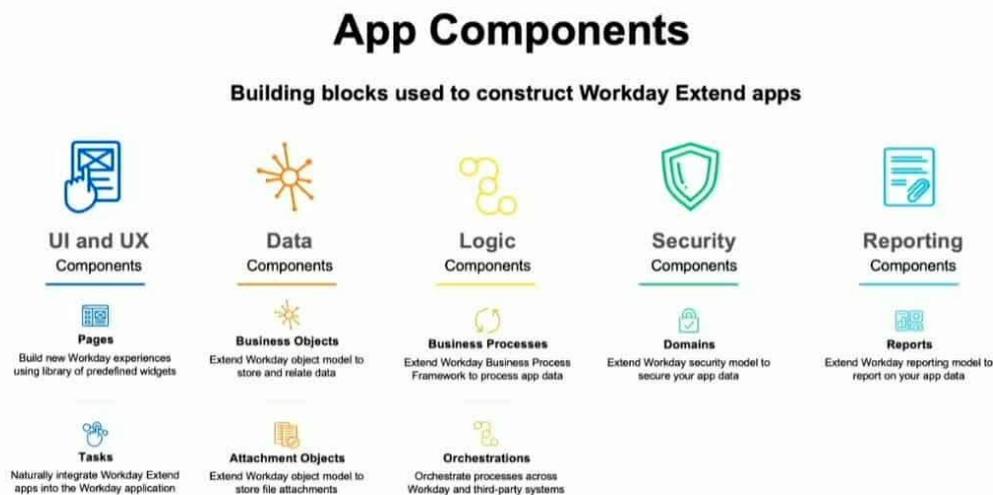
⁹ <http://ahmedsuniverse.blogspot.com/2022/10/workday-vs-oracle-comparison-of-two.html>

一体化架构的优势在于当客户同时引入 HCM 和财务时，他们可以依赖单一平台上的单一数据源。这意味着系统可以跨越这两个领域实现协同，而无需像 Oracle 或 SAP 那样需要额外构建并通过 API 集成，这些都是定制化工作且成本高昂。一旦企业收购其他业务或者缩减规模，这些工作都需要重新进行。而使用 Workday 则不需要这样做。我们认为这一点逐渐被认识到，从而推动了其财务产品的发展，使其逐步赶上 HCM。

从 HCM 拓展至 FINS 的好处在于：**首先是员工费用报销**。员工出差或产生业务费用时，可以直接登录同一系统提交报销申请，无需切换到不同系统。这不仅简化了操作，还避免了数据同步问题，例如员工离职后仍能上传报销单据的问题。**其次是薪资管理**。目前 Workday 支持美国、英国、加拿大和法国四个国家的薪资计算，通过 HR 系统获取员工薪酬数据，并生成相应的财务数据，实现无缝连接。这些集成使得数据传输更加顺畅，提高了工作效率并减少了错误风险。SAP 和 Oracle 尽管声称是云端系统，但实际上是多个云端，需要进行大量的系统集成。

易用性意味着低学习成本和低维护成本，底层优势来自于数据管理架构。复杂系统往往面临较高的培训成本，后续不断迭代产生技术债务会加重初学者的负担。此外，低易用性导致操作的复杂化，实现一个简单需求的成本都会被动提升，无形中提升运营成本。结合 Workday 2022 年分析师大会的分享，**UI/UX 的易用性是展现结果（用户直接感知），但底层仍然是数据管理方式和交互形式的差异**。

图 20: Workday 应用的组件（从底层数据组织形式，分析报告到安全、UI/UX）



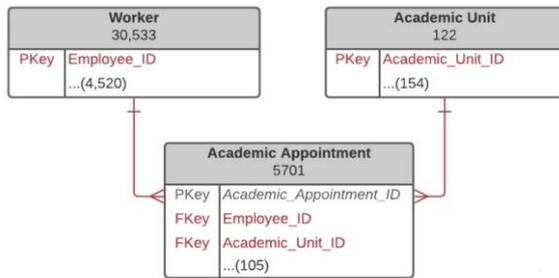
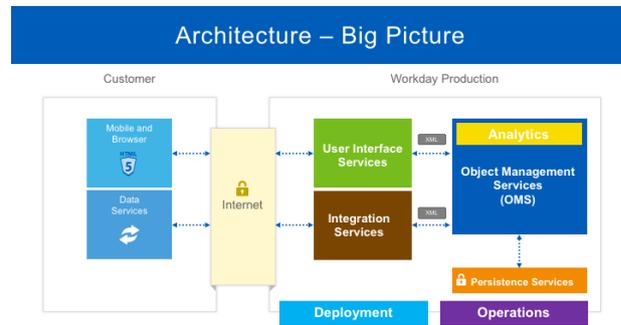
数据来源: Workday¹⁰, 中信建投

数据管理架构: Workday 采用 BOM 架构提升灵活性, 而 Oracle/SAP 采用关系型数据库管理, 扩展性较弱

Workday 采用 Business Objective Model 管理数据, 而非 Oracle/SAP 的关系型数据库, 这一架构的差异影响了 Workday 的扩展性, 但牺牲了一定的性能 (尤其是复杂场景下)。具体而言, Workday 不直接使用传统数据库表, 而是通过内存中的对象存储管理数据, 底层用 SQL 和 NoSQL 混合持久化, 但用户无法直接访问¹¹。

¹⁰ <https://joshbersin.com/2022/06/a-front-row-seat-at-workday-devcon/>

¹¹ <https://structuralambiguity.medium.com/understanding-workday-data-f3976af08af0>

图 21:传统的关系型数据库利用 ID 关联

图 22:Workday 数据管理架构


数据来源: 《Understanding Workday Data》, 中信建投

数据来源: 《Exploring Workday's Architecture》, 中信建投

根据《Exploring Workday's Architecture》¹², 对象管理服务(OMS)最初只有事务服务和存储业务数据和文档的 SQL 数据库。随着文档量的增加, Workday 引入了基于 NoSQL 的专用文档存储。OMS 通过自研语言 Xpresso 实现。OMS 启动时加载所有业务数据到内存, 运行时依赖内存计算提升性能, 仅在数据变更时更新底层 SQL 数据库。OMS 支持高并发事务处理, 并通过缓存 (Cache) 和搜索服务 (Elasticsearch) 优化读取效率。

具体技术方案参考 Workday 官方及其他解读文章, 大致思路是 BOM 架构通过内存计算 (OMS 服务) 绕过了传统关系型数据库的复杂性, 提升了事务处理速度。这种设计将计算成本从磁盘 I/O 转移到内存, 本质是用内存成本换通信成本, 并且进一步采用分层缓存策略——使用 Redis 管理用户会话和高频数据, 结合分布式缓存¹³ (如 Apache Ignite) 处理大规模数据, 减少单点内存压力。最终为了平衡一致性, 仍然采用 SQL 及 NoSQL 作为数据持久化机制, 但 SQL 数据库 (键值存储) 和 NoSQL 数据库 (文档存储) 仅在数据变更时更新, 避免频繁更新导致的资源损耗。

这一方案一定程度上牺牲流程的一致性以换取性能优势, 但确保最终一致性, 这会导致业务层面的风险。在一些复杂、高并发场景可能出现风险, 例如①跨服务事务协调失败, 更新员工职位后, 搜索索引未同步刷新, 导致查询结果仍显示旧职位¹⁴; ②多个用户同时修改同一员工的薪资数据, OMS 的内存事务虽保证原子性, 但缓存节点间的数据同步可能存在延迟, 导致部分节点读取到旧值; ③通过 Integration Services 与外部系统 (如 SAP) 同步数据时, 若 Workday 端更新成功但外部系统失败, 需人工介入修复, 导致两端数据不一致¹⁵。

Workday BOM 架构适应高容错率的业务场景, 而关系型数据库则适应低容错率的业务场景。更进一步地, 如果我们考虑技术架构对业务的影响, 注意到 Workday 这类 BOM 架构适应于 HCM、财务等需要快速迭代、灵活配置的 SaaS 场景, 元数据驱动降低业务变更成本, 但不适合供应链等需要复杂事务和高数据一致性的场景 (如 SAP 的物料 BOM 管理)。例如供应链对于一致性要求较高, 且延迟敏感 (秒级错误对产线损失也较大)。正是这种架构的分化, 使得 HCM、FINS 从传统 ERP 系统中分离后系统 TCO 反而降低, 而 Oracle、SAP 等传统 ERP 厂商在 HCM、FINS 竞争中则面临技术债压力。

¹² <https://medium.com/workday-engineering/exploring-workday-s-architecture-73c5dbbffc35>

¹³ 通过 Apache Ignite 的分布式缓存网络, 将数据分片存储在多个节点, 既提升扩展性, 又通过冗余副本保障容错能力。

¹⁴ 当 Workday 的 OMS (内存事务服务) 与搜索服务 (Elasticsearch) 或缓存 (Redis/Apache Ignite) 协同工作时, 若事务提交后缓存未及更新, 可能导致短暂不一致, 原因在于分布式系统中, 跨服务操作需通过异步消息 (如 Kafka) 同步状态, 若某个环节 (如网络延迟、服务宕机) 失败, 可能引发数据不一致。

¹⁵ 分布式事务的两阶段提交在跨系统集成中难以实现, Workday 依赖补偿机制 (如重试、人工对账) 处理此类问题。

表 2: Workday 方案与 SAP/Oracle 方案的差异不仅仅在于一致性

维度	Workday BOM 方案	SAP/Oracle SQL 方案	备注
数据一致性	分布式架构可能引入最终一致性	ACID 事务保证强一致性	高并发、跨系统集成等可能造成 Workday 方案出现问题
查询灵活性	依赖预定义路径, 复杂 JOIN 需手动设计	SQL 支持即席查询	路径选择错误可能导致性能损失 (SQL 则有优化器), Workday 方案动态添加字段成本较高, 复杂场景 Workday 方案成本较高
存储效率	元数据冗余, 存储开销较大	规范化设计减少冗余	BOM 方案的存储扩展性弱于 SQL 及湖仓
并发写入性能	内存与持久化层同步可能成为瓶颈	高并发优化 (如行级锁)	BOM 方案异步写入优化写入性能, 但持久化策略可能导致延迟, Workday 以内存成本换低延迟, SQL 以磁盘 I/O 换高一致性
维护复杂度	需熟悉 Workday 生态, 调试成本高	成熟工具链, 开发门槛低	Workday 以低维护门槛换取灵活性限制, SQL 以高维护成本换取深度控制能力

资料来源: Workday, Oracle¹⁶, IBM¹⁷, NetApp¹⁸, 中信建投

查询方面由于关系模型定义问题, Workday 灵活性弱于 SQL 方案:

- ① Workday 的 BOM 模型通过业务对象关系定义数据关联, 而非显式外键。若路径选择错误, 会导致数据错位。举例而言, 学生张三同时选修了物理系和数学系的课程, 如果按照物理系/数学系为维度筛选学生数量, 学生总数会错误地将两个“张三”计入, 因此错误路径会导致数据计算错误。
- ② Workday 通过元数据定义业务对象的属性和关系, 用户无法像 SQL 那样动态添加字段或修改关联逻辑, 且字段数量受限。例如某公司需为“员工”对象添加一个“紧急联系人”字段, 管理员需登录 Workday 配置界面, 进入“自定义字段”模块, 选择“员工”业务对象, 手动创建新字段“紧急联系人”, 并设置数据类型 (如文本或电话号码), 若已达到单对象 100 个自定义字段的限制, 需先停用旧字段。而 SQL 则直接执行 ALTER TABLE Employee ADD COLUMN Emergency_Contact VARCHAR(20);, 无字段数量限制。
- ③ 间接数据访问导致复杂查询场景下性能损失。Workday 数据只能通过三种方式获取, 预定义报告、API 接口、手动导出 Excel, 用户无法直接执行 SQL 语句, 复杂分析依赖 API 集成或者中间件转换。复杂查询在 SQL 方案下一般采用 SQL 优化器自动选择最优 JOIN 路径和索引, 减少数据扫描量, 且直接返回聚合结果 (如 SUM(), GROUP BY), 避免全量数据拉取和转换。而 Workday 方案下由于数据不直接保存在 SQL 中, 只能通过多次 API 调用或中间件 (如 XSLT) 拼接数据, 增加延迟。另外, 由于 Workday BOM 架构对于路径敏感, 错误路径选择可能导致延迟进一步提升。

表 3: 对比 Workday 方案与 SQL 方案在查询方面的优劣势

场景	Workday API 集成	SQL 方案
简单查询	效率更高 (如单对象过滤)	效率较低
复杂 JOIN/聚合	需多次 API 调用+中间件转换, 效率较低	优化器自动处理, 效率更高
实时分析	受限内存同步延迟	直接读取持久化层, 延迟更低

¹⁶ <https://www.oracle.com/cn/a/tech/docs/technical-resources/sap-infrastructure-10reasons.pdf>

¹⁷ <https://cloud.ibm.com/docs/sap?topic=sap-sapmig-db-oracle&locale=zh-CN>

¹⁸

数据量级

适合中等规模数据（依赖缓存优化）

支持海量数据（如 TB 级）

资料来源: Workday, SelectDB, CSDN, io-meter, 中信建投

为解决 BOM 在复杂查询的问题，Workday 引入 Prism Analytics，通过结合分布式计算框架（如 Spark）和优化查询引擎。Prism Analytics 基于 HDFS（Hadoop 分布式文件系统）存储海量数据，并通过 Spark 直接在存储节点上执行计算（原地计算），避免传统 ETL 过程中的数据迁移开销。在优化查询方面，引入 Spark 的 Catalyst 优化器（参照 Databricks 思路）及 DataFrames API¹⁹，提升 Workday 在复杂查询方面的性能。

表 4:对比 Workday Prism Analytics 方案与 SQL 方案在查询方面的优劣势

场景	Workday Prism Analytics	SQL 方案
复杂查询优化	Catalyst 优化器自动优化 JOIN 和聚合操作	优化器自动处理
扩展性	基于 HDFS/Spark 横向扩展，支持 PB 级数据	依赖单机性能或分库分表，扩展性有限
实时性	数据定期同步（如每小时），近实时分析	直接读取事务数据库，实时性更高
集成成本	无缝对接 Workday BOM，降低数据转换开销	需 ETL 工具整合分散数据源

资料来源: Workday, CSDN, NACSHR, 中信建投

存储层面，Workday 的 OMS（对象管理服务）作为内存数据库，需在启动时加载所有业务数据到内存中。随着数据规模增长（如 TB 级），内存资源消耗显著增加，可能导致垂直扩展成本激增（需更高配置服务器）。虽然 Workday 引入了 Apache Ignite 构建分布式缓存网络以优化读取效率，但大规模部署时仍需处理数据分片、一致性问题，扩展难度高于传统分布式数据库，尤其考虑到 Oracle、SAP 针对数据分片做了针对性优化。另外，BOM 模型通过预定义路径（Schema）访问数据，复杂 JOIN 需手动设计路径，且无法像 SQL 优化器自动优化执行计划，导致计算资源消耗更高。

表 5:对比 Workday 方案与 SQL 方案在存储方面的优劣势

场景	Workday API 集成	SQL 方案
扩展性	依赖内存和缓存，垂直扩展成本高	水平扩展更灵活（如分库分表）
存储成本	元数据优化降低冗余，但混合存储增加复杂性	规范化设计更高效
计算成本	内存与分布式计算开销显著	批量处理优化更成熟（如 MapReduce）
适用场景	HCM、财务等中等规模 SaaS 场景	制造、供应链等海量数据场景

资料来源: Workday, AWS, CSDN, 中信建投

维护成本方面，1) **Workday 方案显性成本较低**，客户将基础设施外包给厂商（Workday）进行维护，厂商负责底层运维（如补丁、备份、高可用性），企业无需投入 DBA 团队或硬件资源。此外，客户可通过元数据配置实现业务变更（如新增字段、流程），减少开发成本，避免复杂的定制化开发。而对于 Workday，其强制同步升级，避免传统 ERP 的版本碎片化问题。2) **但 Workday 方案的隐性成本较高**，例如集成与 API 限制方面不支持直接 SQL 处理，而借助中间件处理分页、限流（如 XSLT 转换），增加维护开销；自定义字段受限（如单对象最多 100 个），复杂业务需额外设计绕过限制；自研业务编译语言，长期面临较高的锁定成本。3) **传统 SQL 方案显性成本较高**，客户需要持续投入数据库维护（如索引优化、版本升级）和专业 DBA 支持，且随着业务复杂度提升，分库分表或分布式改造（如 Citus）增加架构复杂性。4) **但隐性成本较低**，企业可自主优化技术栈，避免厂商生态限制。另外 SQL 方案支持企业深度定制化，在定制化场景相比于 Workday 方案成本优势明显。

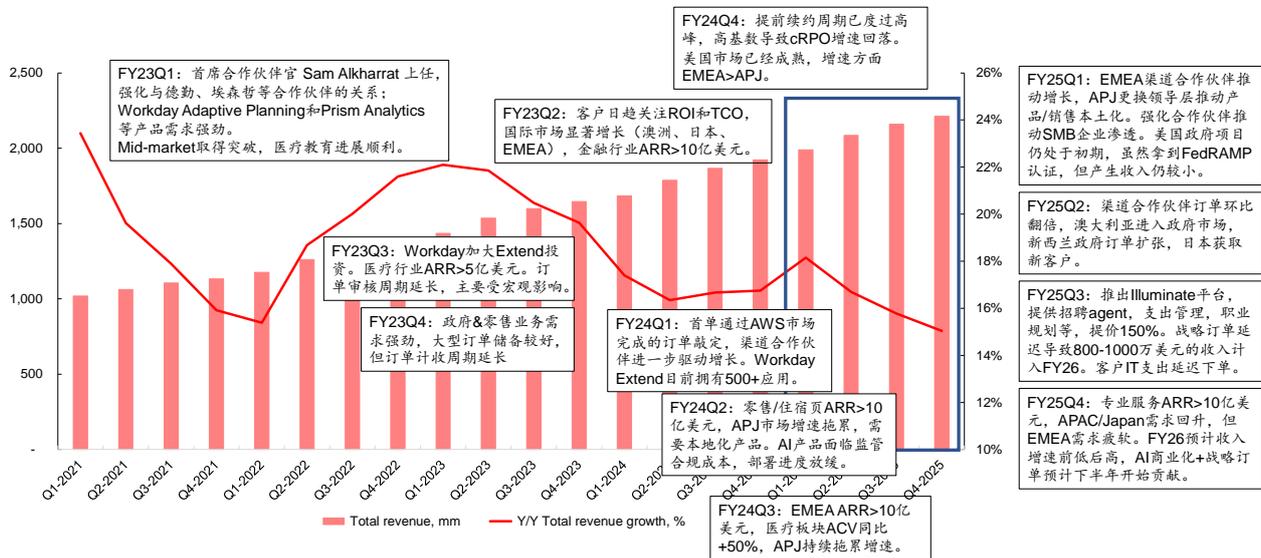
¹⁹ 相应的弊病是在一些 Corner Case 上，Catalyst 优化器的性能可能不如原生 SQL 优化器，但在大量主流查询中 Catalyst 优化器性能好于 SQL 优化器（主要由于 C++ 语言编译效率更高）。

从长期看，Workday 适合标准化、快速迭代的 SaaS 场景（如 HCM/财务），长期维护成本因厂商支持而降低，但灵活性受限。SQL 方案适合高度定制化、复杂事务场景（如制造业 BOM 管理），长期可控性强，但需持续投入。因此在 HCM、FINS 等标准化场景，Workday 架构的长期 TCO 具备优势，而 SQL 方案则在 MES、SCM 等偏定制化、复杂度更高的场景长期 TCO 具备优势。

后续的增长：模块化+定制化插件支持 Win Rate 提升，中期 14%增速较为合理

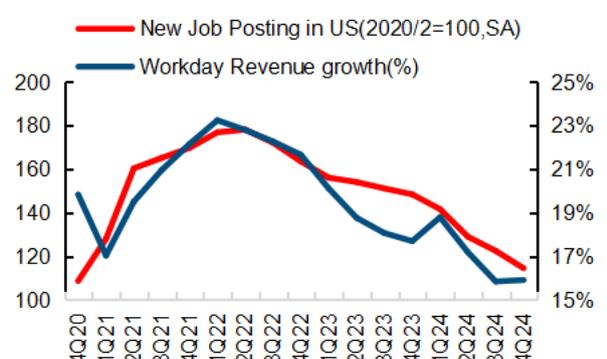
我们首先对 Workday FY21 以来的增长作简要复盘。核心结论为 Workday 已经在客户结构层面看到积极转变，但具备强预算韧性的政府/医疗等行业客户合同周期较长，业绩侧短期仍然承压，但随着管理层下调 FY27 中期收入增速目标，我们认为中期维度看目标实现的概率有所提升。

图 23: FY21-FY25 Workday 总收入规模及同比增速（%，百万美元）



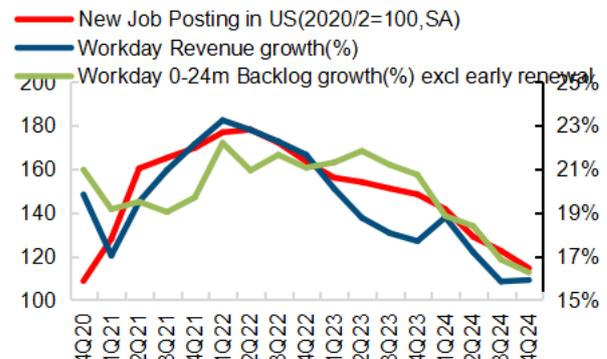
数据来源：公司公告，中信建投

图 24: Workday CY4Q20-4Q24 收入增速与美国新增岗位招聘指数自 2021 年后拟合较好



数据来源：公司公告，Indeed，中信建投

图 25: CY2022-2024 Workday 订单增速快于收入增速（%）



数据来源：公司公告，Indeed，中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

注：Workday 为订阅收入。

注：Workday 为订阅收入，绿色曲线为剔除提前续约影响后的订单增速。

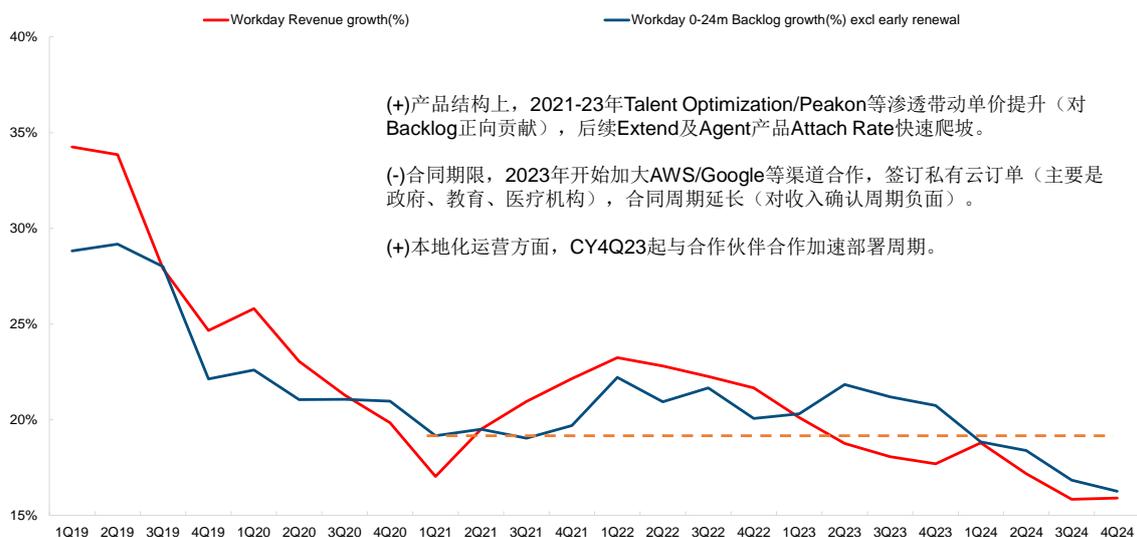
总体上看，我们注意到历史上 Workday 的订单(Backlog)增速与收入增速呈现周期收敛的关系，例如 CY2Q21-4Q22 收入增速快于订单增速，而 CY1Q23-4Q24 订单增速整体上快于收入增速。背后的原因在于每一笔订单都是按照合同年限分摊，合同年限延长会导致相同期限内分摊收入减少，反之则会增加。CY2Q21-4Q22 管理层提到新签合同中可能存在较多短期交付项目（如 Peakon 等模块化产品），收入确认周期较短，导致收入快速释放，而 backlog 积累相对较少；而 CY1Q23 以来客户开始出现提前续约，平台化整合（多个模块采购），合同年限延长导致当期收入分摊减少。

更进一步地，合同年限延长与缩短实际上是由于产品结构、渠道拓展、提前续订、运营效率提升影响的。例如财务套件（如 Adaptive Planning）和扩展模块（如 Spend Management）的快速增长可能以短期服务或附加模块为主，这类业务部署周期较短，收入确认较快，对长期 backlog 的积累作用较小；渠道拓展方面，EMEA 地区（尤其是法国、西班牙）的加速增长可能带来较多中小型客户或短期项目，这类客户合同金额较小且周期较短，导致 backlog 增速不及收入；运营效率方面，公司优化了实施周期（如加速客户上线，如 Harman International 等案例），缩短从签约到收入确认的周期，使得收入增长快于 backlog 的积累。

Workday CY1Q21-4Q23 订单/收入增速基本维持 High-teens 的增速，但 2024 年即使剔除提前续约的影响增速也明显走弱，核心原因仍然是宏观经济不确定性导致客户预算支出谨慎。尤其是迁移上云占据服务商产能，从而挤压原有业务的需求释放。依据在于参考 IDC 报告，2022 年 HCM 上云率已达 79%，FINS 51%，意味着 HCM 市场基本饱和，而 2023 年 Workday 占云 ERP 市场份额~19%，Oracle、SAP 分别为 11.5%、13.1%，而 Workday HCM 占据 60% 的财富 500 企业，反映 Workday、Oracle、SAP 主要聚焦的大型企业市场已经较为饱和，主要依靠对既有上云中型企业的争夺（从其他供应商及 SAP、Oracle 获取），另外就是对财务模块的交叉销售。

财务模块交叉销售放缓很大程度是受 1) Oracle、SAP 等本地软件供应商开启自身迁移周期，进行价格战；2) IT 支出谨慎，迁移决策延迟执行，预留预算给硬件采购以及 AI 用例测试。

图 26: Workday 收入及订单增速复盘



数据来源：公司公告，中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

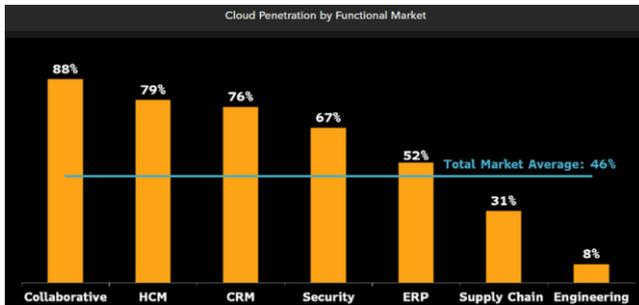
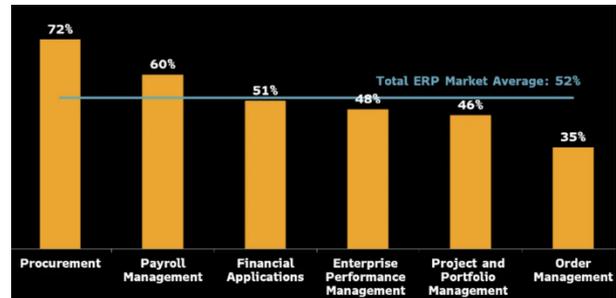
图 27:2021 年 ERP 细分市场的上云率, HCM 已处于较高水平

 数据来源: IDC, Bloomberg²⁰, 中信建投

图 28:2021 年 ERP 细分市场上云率, 财务模块上云率 ~51%, 仍有一定空间

 数据来源: IDC, Bloomberg²¹, 中信建投

Workday 在 HCM 领域的竞争力被广泛认可, 这点参照 IDC/Gartner 的报告可以得出结论。但 Workday 财务模块的交叉销售进度以及从 Mid-Market 向 Enterprise 市场拓展是后续增长的两大关键问题。

Workday 在财务 ERP 领域的表现不佳主要是因为他们进入市场的时间较晚, 大约是在三到五年前才推出相关产品。此外, Workday 无法处理某些行业的复杂性和监管要求, 例如能源、电力和公用事业行业中的 NERC 和 FERC 规定。在制造业、能源、电力和公用事业等领域, Workday 的财务 ERP 系统无法应对这些复杂性。因此, 与其他产品相比, Workday 在这些方面并不强。然而, 在服务行业中, Workday 的财务 ERP 系统得到了较好的应用, 但总体市场份额仍远低于其在人力资本管理 (HCM) 领域的表现。

这两个问题可以归结为一个问题: Workday 架构所适应的相对标准化场景还有多少市场空间?

我们首先对 HCM 和 FINS 的上云率做简要假设: 2021 年 IDC 报告显示 HCM 上云率 79%, FINS 为单独披露而是归结在 ERP 市场内, 其中 Financial Application 上云率 51%。

其次, 我们结合 Workday 的分析评估市场结构。Workday 2024 年投资者日提到, 财务模块市场中型企业占据市场份额的 50% 左右, 其中 10% (50% 内的 20%) 为遗留 ERP 市场, 剩余 40% 为其他现代化供应商。换言之, Workday 的可触达 TAM 对应这 40% 的市场。

²⁰ <https://www.bloomberg.com/professional/insights/data/software-cloud-shift-still-early-with-54-of-apps-on-premise/>

²¹ <https://www.bloomberg.com/professional/insights/data/software-cloud-shift-still-early-with-54-of-apps-on-premise/>

图 29: Workday 对财务软件市场的结构分解



数据来源：公司公告，中信建投

图 30: Workday 对财务软件市场的进一步结构分解



数据来源：公司公告，中信建投

表 6: 2020-24 年 HCM/FINS 市场规模拆分 (单位: 亿美元, %)

	2020	2021	2022	2023	2024E	Forecast
HCM	287.6	341.2	380.1	437.1	491.0	12% CAGR 2024-28
Human Capital Management	226.8	266.7	298.8	344.0		
Payroll Management	60.9	74.5	81.3	93.1		
HCM SaaS			299.1	348.1	401.0	
HCM On-Prem			81.0	89.0	90.0	
Financial Applications		355.5	408.8	470.6	527.1	11% CAGR 2024-28
TAM Breakdown						
HCM TAM		136.5	149.5	174.0	200.5	
FINS TAM		142.2	163.5	188.2	210.8	
Workday Addressible TAM						
HCM TAM		40.95	44.86	52.21	60.15	假设 30% Win Rate
FINS TAM		35.55	40.88	47.06	52.71	假设 25% Win Rate
Workday Revenue / Addressible TAM		67.2%	72.5%	73.1%	74.6%	
Workday Revenue / TAM		18.4%	19.9%	20.0%	20.5%	

资料来源：IDC，Workday，中信建投

结合 IDC 报告，2021-23 年 HCM、FINS 市场基本以 15% 左右的速度增长，结构上变化不大，Enterprise 市场主要以迁移上云驱动增长，Mid-Market/SME 受企业负载驱动增长。受数据管理架构影响，Workday 在 Enterprise 市场较 SAP/Oracle 竞争胜率较低，主要通过模块化+插件提升 Mid-Market 胜率。换言之，增长主要靠竞争存量预算。如果 Win Rate 未来维持不变，预计 25-27 年增速与市场持平（11-12% CAGR），低于 Workday 中期展望订阅收入 14% 的复合增速。

长期空间取决于 Mid-Market Win Rate 的变化趋势，目前看 Workday 在 HCM、FINS 市场中科技/电信行业、金融服务、医疗、专业服务等领域份额较高，但制造业、零售、政府/公共部门、重工业（例如汽车/航天）等份

额较为有限²²。边际上，Workday 在英国、澳大利亚、新西兰政府/高等教育部门取得订单突破，传统强势行业 Workday Win Rate 基本保持稳定。

后续我们认为应当关注 1) Workday 引入 AI 优化路径选择，从而提升 BOM 架构处理查询的精度和效率；2) 在能源、制造业等强数据监管的行业，联合合作伙伴推出适应特定行业的解决方案，或通过 Extend 等插件形式满足更多大客户的定制化需求。这两者均可边际上提升 Workday 在 Mid-Market/Enterprise 的 Win Rate。

估值：当前交易于 CY25 25x P/E，低于可比公司均值

截止 2025 年 4 月 19 日，根据彭博一致预期，Workday 交易于 25x CY25 P/E，较可比公司存在一定折价，主要由于招聘需求持续疲软，宏观具备挑战性情况下持续面临预算压力。我们认为公司的长期逻辑并未改变，短期关注 HCM 模块在服务行业（如金融、医疗）的持续渗透及 FINS 交叉销售进展，例如在①能源、电力等强监管行业（如 NERC/FERC）推出适应合规要求的解决方案；②强化 Prism Analytics/Apache Ignite 底座，增强 Workday 的水平扩展性，缩小复杂场景下与 SQL 方案的差距；③DOGE 驱动美国政府开支削减，存在潜在的 HCM/FINS 模块由 SAP/Oracle 替换为 Workday 的机会（TCO 优化）。长期关注 AI 商业化机会（如 ASOR、Evisort），招聘、合同管理等流程标准化程度在企业管理系统中相对较高，ROI 相对可清晰计算，预计落地确定性较高，但形成可观收入预计需要一定的周期（前端 PoC+数据工程需要较长时间）。给予 CY25 30x P/E，反映 HCM 领域的竞争格局稳定+FINS 交叉销售潜力以及后续 AI 订单落地的机会，对应目标价 \$265/sh。

表 7: Workday 可比公司估值（截止 2025/4/19）

名称	Ticker	市值 (USD)	BF P/E	BF EV/EBITDA	BF EV/EBIT	BF EV/Rev	LF P/BV
Workday	WDAY US	588 亿	25.01	17.11	19.26	5.54	6.52
相对可比公司溢价(%)			-16.5%	-21.0%	-21.9%	-1.4%	-35.8%
均值 (不含 Workday)			29.96	21.66	24.68	5.62	10.14
Intuit	INTU US	1637 亿	27.44	20.10	20.87	8.43	9.12
Salesforce	CRM US	2376 亿	21.62	13.98	16.40	5.67	3.89
Dayforce	DAY US	86 亿	22.30	14.21	17.58	4.61	3.38
Workiva	WK US	38 亿	53.21	53.03	60.85	4.13	/
Cadence	CDNS US	714 亿	37.15	28.82	30.34	13.29	15.25
Adobe	ADBE US	1487 亿	16.34	12.72	13.19	6.07	11.59
SAP	SAP GR	3158 亿	33.64	22.45	25.06	7.01	5.79
BlackLine	BL US	28 亿	21.35	14.26	17.96	4.01	6.25
Onestream	OS US	47 亿	259.46	334.45	290.80	6.91	12.10
Paycom	PAYC US	125 亿	24.16	14.17	17.93	5.87	7.69
Bill	BILL US	41 亿	19.39	13.29	14.39	2.27	1.09
Vertex	VERX US	62 亿	57.51	35.70	41.64	7.87	34.39
Sage	SGE LN	153 亿	25.46	17.20	19.89	4.61	11.18

资料来源: Bloomberg, 中信建投

²² 制造业、零售、政府部门是 Oracle 的强势行业。

投资评价和建议

总体而言，我们认为长期目标下修基本反映宏观&竞争风险，而 Workday 在渠道侧调整逐步在 CY25 体现为运营效率提升。短期催化包括 HCM 模块在服务行业（如金融、医疗）的持续渗透及 FINS 交叉销售进展。长期关注 AI 商业化机会（如 ASOR、Evisort），招聘、合同管理等流程标准化程度在企业管理系统中相对较高，ROI 相对可清晰计算，预计落地确定性较高，但形成可观收入预计需要一定的周期。首次覆盖并给予“买入”评级。给予 CY25 30x P/E，反映 HCM 领域的竞争格局稳定+FINS 交叉销售潜力以及后续 AI 订单落地的机会，对应目标价\$265/sh。

风险分析

竞争风险：SAP、Oracle 通过混合云方案（如 SAP S/4HANA Cloud、Oracle Fusion）强化 HCM 与财务模块集成，直接对标 Workday 的一体化优势。SAP 的制造业 BOM 管理、Oracle 的供应链优化能力仍具技术壁垒，Workday 在复杂场景（如能源、重工业）渗透率不足。

市场饱和风险：Workday 核心 HCM 模块（如 Recruiting、Payroll）渗透率超 60%，接近饱和（年增~1%），增长依赖新兴模块（如 Talent Optimization）。整体 HCM 上云率 80%+，HCM 后续增长主要依靠存量份额竞争。

宏观风险：全球经济衰退风险上升可能影响企业 IT 支出预算。中美关系等地缘政治因素影响国际业务拓展。美元走强带来汇率波动风险。

技术风险：Workday 的元数据驱动架构在制造业、能源等强监管行业（如 NERC/FERC）适配性不足，核心财务功能（GL）仍依赖外部数据仓库（PrismAnalytics）。竞争对手（如微软 Copilot）已实现 AI 与业务流程深度结合，而 Workday 的 AI 代理（ASOR）仍处早期，商业化落地需时间验证。

表 8: Workday 订阅收入/服务收入对于 FY26E EPS 的敏感性分析

	-4.0%	-2.0%	0.0%	2.0%	4.0%
-4.0%	-6.77%	-3.97%	-1.43%	1.64%	4.44%
-2.0%	-6.19%	-3.39%	-0.72%	2.22%	5.02%
0.0%	-5.61%	-2.80%	0.00%	2.80%	5.61%
2.0%	-5.02%	-2.22%	0.72%	3.39%	6.19%
4.0%	-4.44%	-1.64%	1.43%	3.97%	6.77%

资料来源：公司公告，中信建投

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9,939.00	10,545.00	12,220.34	14,129.29	16,390.97
现金	7,813.00	8,017.00	9,329.77	10,877.41	12,748.85
应收票据及应收账款	1,639.00	1,950.00	2,248.41	2,529.46	2,832.99
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	255.00	311.00	343.19	386.09	432.42
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	232.00	267.00	298.97	336.34	376.70
非流动资产	6,513.00	7,432.00	7,177.72	6,925.85	6,675.72
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,234.00	1,239.00	1,044.89	850.78	656.67
无形资产	233.00	361.00	300.83	240.94	181.42
其他非流动资产	5,046.00	5,832.00	5,832.00	5,834.12	5,837.63
资产总计	16,452.00	17,977.00	19,398.06	21,055.14	23,066.69
流动负债	5,055.00	5,548.00	6,195.54	6,800.51	7,426.75
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	78.00	108.00	141.42	155.79	170.77
其他流动负债	4,977.00	5,440.00	6,054.12	6,644.72	7,255.98
非流动负债	3,315.00	3,395.00	3,395.00	3,395.00	3,395.00
长期借款	2,980.00	2,984.00	2,984.00	2,984.00	2,984.00
其他非流动负债	335.00	411.00	411.00	411.00	411.00
负债合计	8,370.00	8,943.00	9,590.54	10,195.51	10,821.75
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	9,792.00	10,155.00	10,155.00	10,156.00	10,158.00
留存收益	-1,710.00	-1,121.00	-347.48	703.63	2,086.94
归属母公司股东权益	8,082.00	9,034.00	9,807.52	10,859.63	12,244.94
负债和股东权益	16,452.00	17,977.00	19,398.06	21,055.14	23,066.69

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,149.00	2,461.00	1,128.91	1,364.77	1,689.58
净利润	1,381.00	526.00	773.52	1,051.12	1,383.30
折旧摊销	495.00	577.00	254.28	254.88	256.13
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营现金流	273.00	1,358.00	101.11	58.78	50.15
投资活动现金流	-1,751.00	-1,781.00	183.86	182.86	181.86
资本支出	-276.43	-348.00	0.00	3.00	6.00
其他投资现金流	-1,474.57	-1,433.00	183.86	179.86	175.86
筹资活动现金流	-268.00	-1,150.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	4.07	4.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-272.07	-1,154.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	130.00	-470.00	1,312.77	1,547.63	1,871.45

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,259.00	8,446.00	9,510.20	10,698.97	11,982.85
营业成本	1,771.00	2,069.00	2,282.45	2,514.26	2,756.05
其他营业费用	0.00	84.00	94.15	105.92	118.63
销售和管理费用	2,841.00	3,252.00	3,490.24	3,766.04	4,038.22
研发费用	2,464.00	2,626.00	2,928.19	3,262.12	3,617.62
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
营业利润	183.00	415.00	715.17	1,051.64	1,454.32
其他非经营损益	173.00	223.00	223.00	223.00	223.00
利润总额	356.00	638.00	938.17	1,274.64	1,677.32
所得税	-1,025.00	112.00	164.65	223.52	294.02
净利润	1,381.00	526.00	773.52	1,051.12	1,383.30
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,381.00	526.00	773.52	1,051.12	1,383.30
EBITDA	851.00	1,215.00	1,192.44	1,529.52	1,933.45
EPS (元)	5.19	1.98	2.91	3.95	5.20
Non-GAAP 净利润	1,549.43	1,957.00	2,448.76	2,730.53	3,117.92
Non-GAAP 净利率	21.3%	23.2%	25.7%	25.6%	26.3%
主要财务比率					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	16.78	16.35	12.60	12.50	12.00
归属于母公司净利润(%)	236.95	79.21	47.05	35.86	31.59
获利能力					
毛利率(%)	75.60	75.50	76.00	76.50	77.00
净利率(%)	19.02	6.23	8.13	9.82	11.54
ROE(%)	17.09	5.82	7.89	9.68	11.30
ROIC(%)	23.19	8.61	12.17	19.63	29.68
偿债能力					
资产负债率(%)	50.88	49.75	49.44	48.42	46.92
净负债比率(%)	-59.80	-55.71	-64.70	-72.69	-79.75
流动比率	1.97	1.90	1.97	2.08	2.21
速动比率	1.92	1.85	1.92	2.03	2.16
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.47	0.49	0.51	0.52
应收账款周转率	4.43	4.33	4.23	4.23	4.23
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	5.19	1.98	2.91	3.95	5.20
每股经营现金流(最新摊薄)	8.08	9.25	4.24	5.13	6.35
每股净资产(最新摊薄)	30.38	33.96	36.87	40.83	46.03
估值比率					
P/E	43.63	114.55	77.89	57.32	43.56
P/B	7.46	6.67	6.14	5.55	4.92
EV/EBITDA	-4.83	-3.45	-4.52	-4.46	-4.43

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网及美股软件研究，2022 年加入中信建投海外前瞻组，2023 年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023 第十七届水晶球最佳分析师海外行业入围，2024 年新财富海外研究团队第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：(8610) 56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk