

Workday: FY1Q26 点评, 等待 2H 可见度提升

Workday(WDAY.O)

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)。

Workday 发布 FY1Q26 业绩, 2Q 指引略弱于预期, 全年指引维持不变

Workday FY1Q26 实现收入 22.4 亿美元, 同比 12.6%, 其中订阅收入 20.6 亿美元, 同比 13.4%, 基本符合一致预期。订单增速 15.6%, 剔除一次性会计调整后处于指引中值。2Q 指引方面, cRPO 增速 15-16%, 剔除 1pct 的会计政策影响后弱于市场预期, 且过去三个季度分别为 15.4%、15.3%、15.1%, 对下个季度指引为 14.5% (指引中值), 持续下滑压制市场对于收入增速预期。FY26 全年指引不变, 但本季度指引汇率的拖累从上个季度的 3000 万美元修正为 2000 万美元, 隐含有有机增速略微放缓。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	7,259.00	8,446.00	9,510.20	10,698.97	11,982.85
YOY(%)	16.78	16.35	12.60	12.50	12.00
净利润(百万美元)	1,381.00	526.00	773.52	1,051.12	1,383.30
YOY(%)	476.55	-61.91	47.05	35.86	31.59
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
EPS(元/股, 摊薄)	5.19	1.98	2.91	3.95	5.20
P/E(倍)	43.63	114.55	82.03	60.37	45.87
P/B(倍)	7.46	6.67	6.47	5.84	5.18

资料来源: iFinD, 中信建投

维持

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 05 月 29 日

当前股价: 238.01 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
	7.70/-7.25	-7.17/-3.14	-8.42/-19.94
12 月最高/最低价(美元)	279.91/207.08		
总股本(万股)	26,700.00		
流通股本(万股)	21,600.00		
总市值(亿美元)	635.49		
流通市值(亿美元)	635.49		
近 3 月日均成交量(万)	236.51		
主要股东	David A. Duffield 18.93%		

股价表现



相关研究报告

【中信建投海外研究】
25.04.21 WORKDAY(WDAY):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

宏观经济仍然波动，DOGE冲击公共部门的IT支出意愿。业绩会上，管理层提到AI产品如（VNDLY、Extend/Pro）需求较好，且大型企业周期保持稳定，受益于Workday Go产品，中型市场交易加速推进，且合作伙伴带来的新增合同金额（ACV）已超20%。美国教育与地方政府（SLED）市场的销售管线正在放缓，原因是联邦资金不确定性增加；若宏观环境恶化，国际客户对采购美国供应商产品的态度可能更加谨慎。虽然整体收入、订单增速仍然放缓，但出现了一些结构性积极信号。管理层认为DIA Deals/Wellness平台的健康推进有望驱动下半年订单增速回升，例如Workday Go将中型市场部署周期缩短至30-60天，服务业务中合作伙伴占比增加。

运营杠杆持续释放，利润率好于预期。相较于收入表现混合，FY1Q26 OPM 30.2%，好于28.1%的市场预期，主要受益于Q1宣布的裁员，合作伙伴ACV占比提升带来的销售效率提升，海外地区收入占比提升等，我们认为这些因素并非周期性，而是趋势性的，我们在首次覆盖报告《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》中提到，参考ServiceNow、Salesforce的经验，对渠道合作伙伴的持续投入将逐步释放Workday的经营杠杆，带来利润率的持续修复。

AI取得积极进展，但年内商业化贡献较低。目前60%客户已经采用Illuminate AI，交叉销售中已经有25%涉及AI SKU，其中招聘Agent、Talent mobility Agent等产品反馈最好，后续3-6个月Workday将加速推广7个Agent面市。类似于Snowflake的产品迭代期，我们预期Workday也将进入2-3个季度的快速迭代期，并在此后逐步看到AI收入产生实质性业绩贡献，大概率是FY27-28，因此Workday短期仍然面临业绩压力。

投资建议：2H26能见度仍然较低，宏观&地缘政治风险并未完全出清，如果风险释放担忧收入/订单增速继续放缓，导致估值进一步压缩。后续DOGE如进一步压缩财政开支，导致SLED部门签单迟滞，可能进一步影响Workday订单增速，而美国与其他国家的贸易冲突也可能影响国际客户采购美国软件的意愿，这些因素下当前管理层指引2H26订单增速回升仍然缺乏一定的能见度，因此虽然当前公司估值与可比公司相比存在折价，但风险并未完全出清，我们认为r/r处于平衡状态，略微偏向于向上，维持“买入”评级。

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。

报表预测

资产负债表 (百万美元)

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合	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合	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 (百万美元)

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 (百万美元)

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)	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	82.03	60.37	45.87
P/B	7.46	6.67	6.47	5.84	5.18
EV/EBITDA	-4.83	-3.45	-4.76	-4.70	-4.67

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，2023-24 第十七届、十八届水晶球最佳分析师海外行业入围，2024 年度证券时报·新财富杂志海外市场研究团队第五名。

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。版权所有，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