

# CRM 行业龙头，“PaaS+SaaS”核心优势稳固，AI 有望贡献新增量

## 核心观点

Salesforce 作为全球 CRM 行业龙头，凭借“PaaS+SaaS”双轮驱动模式构建深厚护城河。其产品矩阵覆盖销售云、服务云、营销云、电商云等全链条数字化能力。公司作为成熟的 SaaS 公司，已经度过了早期重投入阶段，同时公司近年来也降低了大规模的并购重组，业务端其订阅&支持业务边际收入远大于边际成本，预计未来公司营业费用率仍有下降空间，未来公司利润率仍有进一步提升空间，我们看好公司长期利润释放逻辑。AI 时代下，公司具备数据、Know-How 等核心优势，看好公司 Data Cloud、Agentforce 对营收的贡献。

## 摘要

Salesforce 作为全球 CRM 行业龙头，凭借“PaaS+SaaS”双轮驱动模式构建深厚护城河

其产品矩阵覆盖销售云、服务云、营销云、电商云等全链条数字化能力，服务超 55,000 家企业，根据 Gartner 最新数据显示，公司在全球 CRM 市场份额已突破 24%，连续 8 年稳居行业榜首；此外公司凭借“PaaS+SaaS”稳固公司核心生态；公司核心优势体现在：1) 基于元数据驱动的云原生架构，支持低代码开发与生态扩展，AppExchange 汇聚超 7000 个应用；2) Einstein GPT 实现智能预测与自动化决策，25 财年 Data Cloud 年 ARR 增速达 120%；3) 25 年积累的 CRM 领域 Know-how 与跨行业数据资产，形成难以复制的竞争壁垒。

### 费用仍有下行空间，看好长期利润释放

公司 23-25FY 经调整营业利润率分别为 22.5%、30.5%、33.0%，主要系优化订阅收入组合及削减营业费用率开支所致，公司作为成熟的 SaaS 公司，已经度过了早期重投入阶段，同时公司近年来也降低了大规模的并购重组，业务端其订阅&支持业务边际收入远大于边际成本，预计未来公司营业费用率仍有下降空间，未来公司利润率仍有进一步提升空间，我们看好公司长期利润释放逻辑。

## 赛富时 (CRM.N)

首次评级

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

向锐

xiangrui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070008

发布日期：2025 年 06 月 24 日

当前股价：260.63 美元

目标价格 6 个月：307 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
	-9.39/-10.59	-6.71/-16.27	12.43/3.56
12 月最高/最低价 (美元)			367.87/236.26
总股本 (万股)			95,600.00
流通股本 (万股)			95,600.00
总市值 (亿美元)			2,491.62
流通市值 (亿美元)			2,491.62
近 3 月日均成交量 (万)			727.23

主要股东

The Vanguard Group 8.70%

### 股价表现



### 相关研究报告

“AI+Data”成为新的增量；在 AI 时代下我们认为公司核心 AI 相关收入主要体现在：1) **Data Cloud**: Data Cloud 提供了一个桥梁，可以利用跨多个组织、Marketing Cloud、网络参与、跨仓库和湖屋的数据，将其用于 AI、分析和自动化。截至 2026Q1 财报，Data Cloud 业务实现年度经常性收入 (ARR) 10 亿美元，同比增长高达 120%，成为公司增长最快的业务模块之一。管理层明确将其作为未来核心增长引擎。2) **Agentforce**: Agentforce 是 Salesforce 基于其 PaaS 平台、Data Cloud 数据资产及 CRM 领域多年行业 Know-how 构建的 AI 驱动型智能体平台。通过整合 Einstein GPT、低代码开发工具及跨云数据中台，可快速生成销售、客服、营销等场景的自主智能体。我们预计，基于客服环节 10% 左右的 Agentforce 渗透率，客服 Agentforce 收入在公司整体 CRM Agentforce 占比为 60% 的假设下，预计 26 财年有望带来 5 亿美金左右 Agentforce 收入。

**盈利预测**：我们预计公司 26-27 FY 营收为 412、449 亿美元，增速分别为 8.8%、8.9%；其中订阅&支持业务营收为 390、426 亿美元，同比增长 8.6%、9.2%；专业服务业务营收为 22、22 亿美元，分别同比变化为 0%、0%。公司 26-27 FY 经调整净利润分别为 109、124 亿美元，分别同比增长 10.2%、13.3%。

**风险提示**：1) 欧美主要市场宏观经济衰退导致市场需求不足风险；2) 地缘政治冲突导致风险；3) 海外 IT Budget 未如预期增长风险，以及公司内部 IT Budget 未向 SaaS 软件倾斜风险；4) 在和微软等竞对竞争过程中，公司成熟产品市场份额丢失风险；5) AI 降本增效导致裁员带来的订阅业务席位减少风险；6) 公司 Agentforce 等 AI 产品技术成熟度不足，有效市场不足，成本过高等风险，带来公司剩余履约价值下行风险；7) 潜在通胀导致的公司营收成本和经营成本上行风险；8) 公司 Capex 投入过高以及投资过高导致的现金流承压风险；公司营收&利润或存在不及预期的风险。

## 目录

一、公司概况：CRM 行业龙头，核心竞争优势明显，核心业务有望充分受益 AI 赋能.....	3
二、行业分析：CRM 行业格局稳定，Salesforce 持续领先，AI 为行业带来新机遇.....	9
三、核心优势：核心竞争优势突出，未来看点在“AI+Data”.....	14
四、财务分析.....	27
五、估值&盈利预测.....	31
风险提示.....	33
报表预测（M\$、%）.....	34

## 图目录

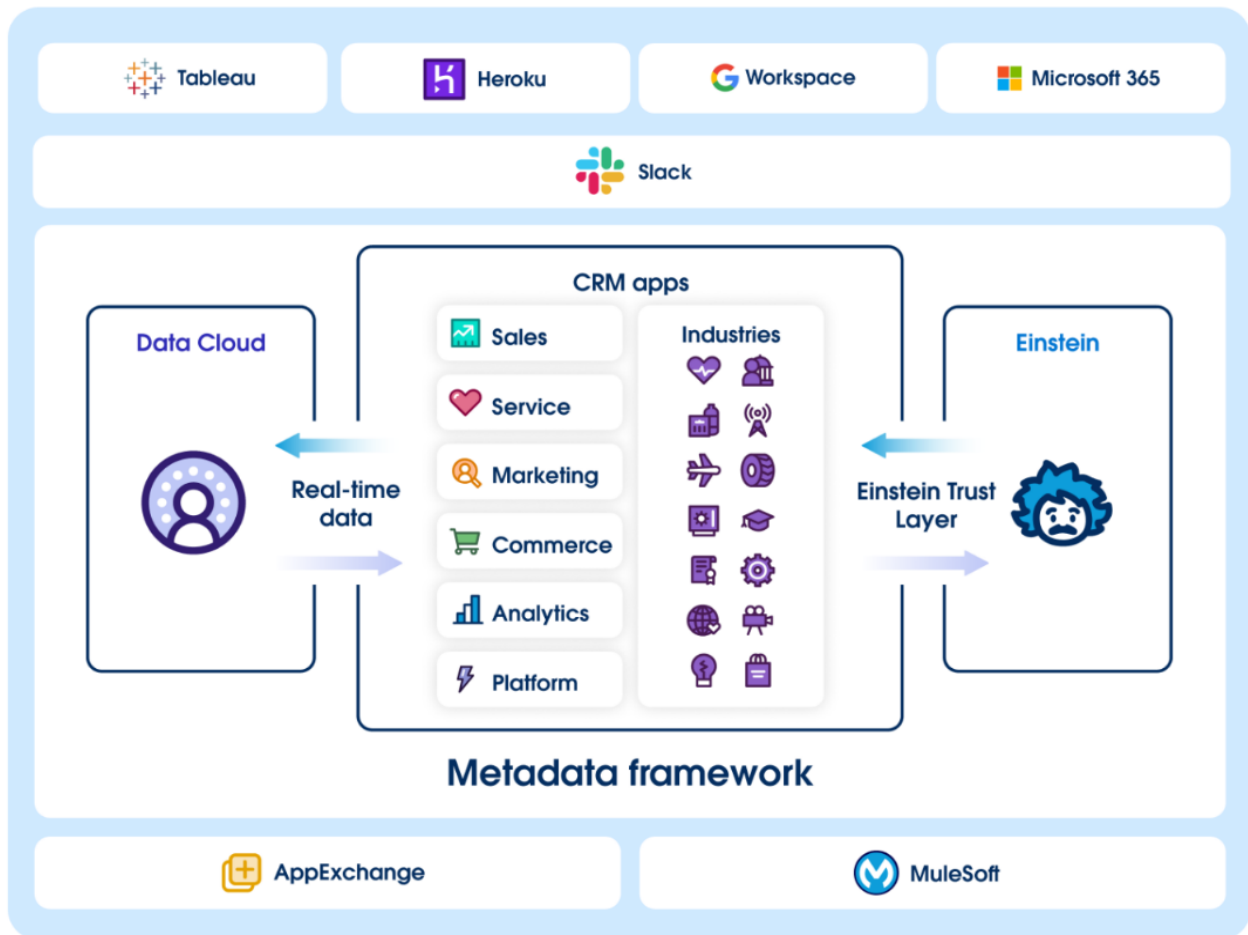
图表 1 : 公司主要业务产品矩阵.....	3
图表 2 : 公司主要云业务概述.....	4
图表 3 : 公司营收分项&同比 (M\$, %).....	5
图表 4 : 公司订阅业务占比 (%).....	5
图表 5 : 公司核心发展历程.....	6
图表 6 : 公司并购历史.....	7
图表 7 : 公司后续将持续提升利润率 (%).....	8
图表 8 : 公司部分 AI 产品.....	8
图表 9 : 公司剩余履约义务 (M\$, %).....	8
图表 10 : CRM 市场收入及同比 (B\$, %).....	9
图表 11 : CRM 市场份额 (%).....	9
图表 12 : CRM 头部企业对比.....	10
图表 13 : AI Agent 对比人类与其他模式的区别.....	11
图表 14 : Salesforce AgentForce 工作原理.....	11
图表 15 : AI 企业软件的市场空间 (B\$).....	12
图表 16 : 以 Service Agent 为例的成本节约 (\$、%).....	12
图表 17 : 主要 CRM 公司在 AI 的布局.....	12
图表 18 : 公司主要业务布局.....	14
图表 19 : 公司营收分项占比 (M\$, %).....	14
图表 20 : 公司剩余履约价值 (M\$, %).....	15
图表 21 : 公司营收分项占比 (M\$, %).....	15
图表 22 : 公司营收行业分布 (%).....	15
图表 23 : 公司营收国别分布 (%).....	15
图表 24 : Service Cloud 主要功能.....	16
图表 25 : 公司 Service Cloud 营收及增速 (M\$, %).....	16
图表 26 : 23H1 Service Cloud 市场份额 (%).....	16
图表 27 : Service Cloud 产品价格对比 (\$/Users/M).....	17
图表 28 : Sales Cloud 主要功能.....	18
图表 29 : 公司 Sales Cloud 营收&增速 (M\$, %).....	18
图表 30 : 23H1 Sales Cloud 市场份额 (%).....	18
图表 31 : Sales Cloud 产品价格对比 (\$/Users/M).....	19
图表 32 : 公司 Marketing Cloud 功能.....	20
图表 33 : 公司 Marketing Cloud 主要特征.....	20
图表 34 : 23H1 Marketing Cloud 市场份额 (%).....	20
图表 35 : Marketing Cloud 产品价格对比.....	21
图表 36 : 公司电商云主要功能.....	21
图表 37 : 公司 Marketing&Commerce 营收&增速 (M\$, %).....	21
图表 38 : 公司 Platform 功能.....	22
图表 39 : 公司 Platform&other 营收&增速 (M\$, %).....	22

图表 40 : 公司 Integration&Analysis 功能: Mulesoft & tableau .....	23
图表 41 : 公司 Integration & Analysis 营收&增速 (M\$, %) .....	23
图表 42 : 公司 Data Cloud 的核心流程.....	24
图表 43 : INformatica 营收&同比 (M\$, %) .....	25
图表 44 : INformatica Non-GaaP 净利润&同比 (M\$, %) .....	25
图表 45 : INformatica 数据处理过程.....	25
图表 46 : Salesforce Agent 对 2026FY 营收增量测算 .....	26
图表 47 : 公司营收及同比 (M\$, %) .....	27
图表 48 : 公司经调整营业利润及同比 (M\$, %) .....	27
图表 49 : 公司营收业务分项 (M\$) .....	27
图表 50 : 公司营收分项占比 (%) .....	27
图表 51 : 公司营收地域分项 (M\$) .....	28
图表 52 : 公司营收地域分项占比 (%) .....	28
图表 53 : 公司调整后毛利及同比 (M\$, %) .....	28
图表 54 : 公司调整后毛利率&同比 (M\$, %) .....	28
图表 55 : 公司经调整净利润&同比 (M\$, %) .....	29
图表 56 : 公司经调整净利率&同比 (M\$, %) .....	29
图表 57 : 公司营业费用 (M\$) .....	29
图表 58 : 公司三费率 (%) .....	29
图表 59 : 公司资本支出及同比 (M\$, %) .....	30
图表 60 : 公司现金流 (M\$) .....	30
图表 61 : Salesforce 营业收入测算 (M\$, %) .....	31
图表 62 : Salesforce 股价与预期 PE 对比 (\$) .....	32
图表 63 : Salesforce 可比公司相对估值 (亿\$) .....	32
图表 64 : Salesforce 目标价的敏感性测算 (M\$, %) .....	33

## 一、公司概况：CRM 行业龙头，核心竞争优势明显，核心业务有望充分受益 AI 赋能

Salesforce 是 CRM 行业龙头，公司具备“PaaS+SaaS”生态，具备核心护城河。Salesforce 作为全球企业服务软件领域的领军企业，凭借其构建的“平台即服务（PaaS）+软件即服务（SaaS）”双轮驱动生态体系，在 CRM 市场确立了显著竞争优势。根据 Gartner 最新数据显示，公司在全球 CRM 市场份额已突破 24%，连续 8 年稳居行业榜首。我们认为，公司核心竞争优势体现在三个维度：1）生态化：通过 Force.com PaaS 平台构建了全球最大的企业级应用开发生态系统，支持超过 500 万开发者在其平台上创建定制化解决方案；2）AI 赋能：依托 Einstein AI 等智能工具形成的技术矩阵，将数据分析能力深度嵌入销售、客服、营销等全业务流程；其 Agentforce 不断赋能 Service、Marketing、Sales 等环节；3）覆盖广度：依托全球超过 20 万家企业的数字化转型实践，形成了涵盖金融、医疗、教育等 20 余个垂直行业的解决方案库。

图表 1：公司主要业务产品矩阵



资料来源：公司官网，中信建投

**在订阅层公司核心云产品包括：**

- 1) **Sales cloud**: 服务于销售部门用于销售流程的规范化、提升销售效率、销售线索、潜在客户的获取，销售流程的自动化推进，销售过程跟踪和共享；
- 2) **Service cloud**: 服务于客服部门，高效互动，提升客服效率；
- 3) **Marketing cloud**: 服务于市场部门，营销策略的管理和销售数据传递。通过用户画像进行定制化的营销方式、社交媒体营销、数字化营销、跨渠道营销；
- 4) **Commerce cloud**: 提供商业变现的渠道。企业在线上进行直接的销售，提供交易撮合、订单管理等商业服务，提升消费体验。

**在支持层公司核心产品包括：**

- 1) **Platform**: 通过整合低代码开发、自动化、AI、数据分析和安全功能，为企业提供了一个全面且灵活的应用开发解决方案；
- 2) **Integration & Analytics**: 主要包括数据的整合与分析以及可视化，主要产品为 MuleSoft、Tableau 等产品。

**图表 2：公司主要云业务概述**

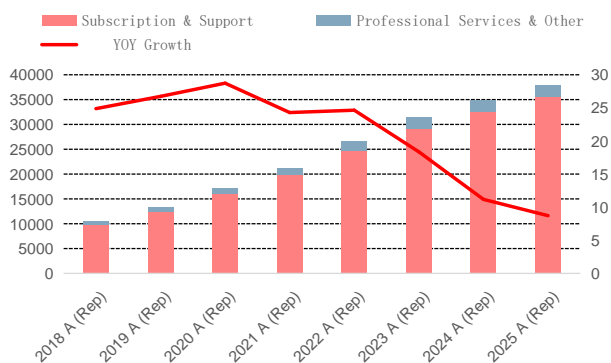
主要业务	业务概述	开始时间	典型功能	核心优势
Sales Cloud	客户关系管理 (CRM) 平台，专注于销售自动化和管理。	1999 年	销售渠道管理、联系人管理、机会管理、报告和分析	支持移动端和 AI 驱动的销售预测。
Platform (Force.com)	低代码开发平台，支持企业构建自定义应用和扩展 Salesforce 功能。	2007 年	应用开发、数据管理、流程自动化、API 集成	支持多租户架构，提供强大的安全性和可扩展性。
Service Cloud	客户服务和支持平台，帮助企业提供卓越的客户服务。	2009 年	案例管理、知识库、聊天机器人、多渠道支持（电话、邮件、社交媒体等）	集成 AI（如 Einstein AI）以提供智能建议和自动化服务。
Marketing Cloud	数字营销平台，帮助企业管理和优化营销活动。	2012 年	电子邮件营销、社交媒体管理、广告管理客户旅程分析	支持个性化营销和多渠道整合，提供数据驱动营销策略。
Commerce Cloud	电子商务平台，支持 B2B 和 B2C 电商业务。	2016 年	产品管理、订单管理、个性化购物体验、支付集成	集成 AI 以提供个性化推荐，支持全渠道销售。
Einstein AI	Salesforce 的 AI 平台，为各业务提供智能分析和自动化功能。	2016 年	预测分析、自然语言处理、图像识别、自动化建议	嵌入到 Salesforce 的各个产品中，提供智能化的业务洞察和自动化操作。
Integration Cloud (MuleSoft)	集成平台，帮助企业连接不同的应用、数据和设备。	2018 年	API 管理、数据集成、应用集成、流程自动化	MuleSoft 于 2018 年被 Salesforce 收购，支持跨系统的无缝集成。
Analytics Cloud (Tableau)	数据分析和可视化平台，帮助企业从数据中获取洞察。	2019 年	数据可视化、仪表盘、报告、预测分析	Tableau 于 2019 年被 Salesforce 收购，提供强大的数据探索和共享功能。

Slack	团队协作工具，集成到 Salesforce 生态系统中，增强团队沟通和协作。	2021 年	即时消息、频道管理、文件共享、与 Salesforce 应用的集成	Slack 于 2021 年被 Salesforce 收购，支持无缝集成 Salesforce 数据和流程。
data Cloud	能够近乎实时地处理数据，可以利用跨多个组织、网络参与、跨仓库和湖的数据，用于 AI、分析和自动化	2023 年	数据集成与同步、智能分析、跨组织连接数据、AI 分析自动化	强调 AI 驱动的洞察力，支持跨部门的数据共享，提高决策效率和客户体验

资料来源：公司官网，中信建投

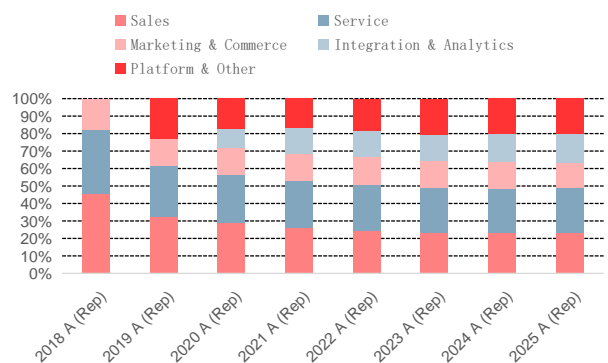
公司核心营收&利润主要靠订阅&支持业务驱动，各业务板块均衡发展。作为全球 SaaS 行业标杆企业，Salesforce 核心营收与利润高度依赖其订阅与支持业务体系。根据 2025 财年财报显示，公司全年订阅和支持业务收入达 357 亿美元，占总营收比重超 94%，是公司主要利润贡献业务，而专业服务业务主要包括定制化&咨询等业务，该业务毛利相对较低。公司“订阅&支持”五大核心业务板块发展均衡，其中销售云、服务云、平台云、营销&商业云、集成分析云 2025 财年营收分别为 83.2、90.5、72.5、52.8、57.8 亿美元，对收入贡献占比分别为 22.0%、23.9%、19.1%、13.9%、15.2%。

图表 3：公司营收分项&同比 (M\$, %)



资料来源：Bloomberg，中信建投

图表 4：公司订阅业务占比 (%)

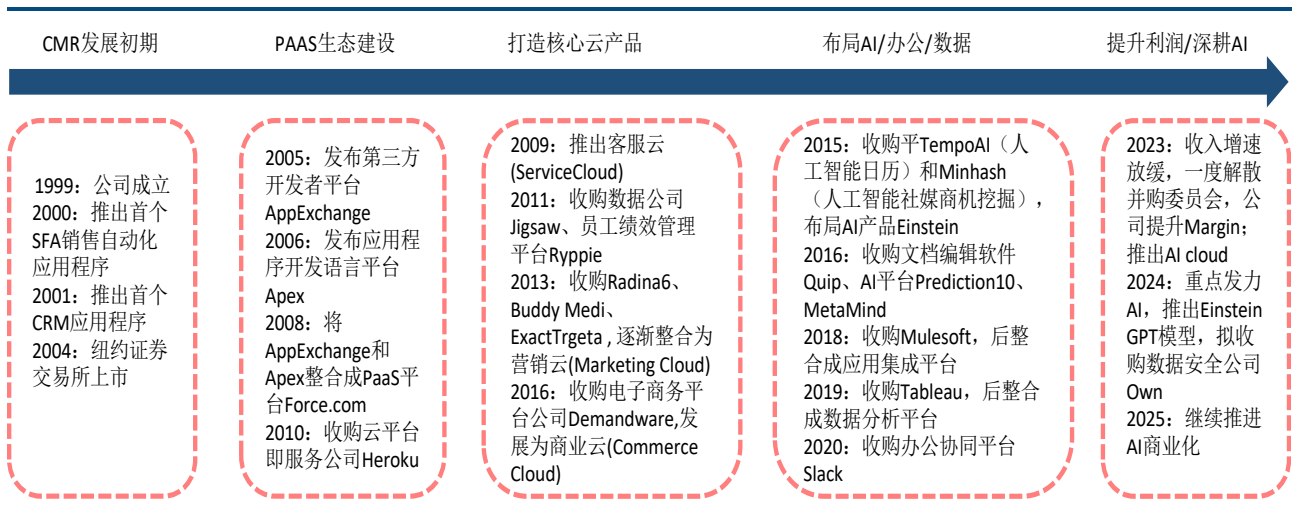


资料来源：Bloomberg，中信建投

经过 20 多年发展公司已经完成“PaaS+SaaS”生态建设以及底层工具支持，公司目前战略为持续提升利润&发力 AI。回顾公司发展历程：

1) 1999 年-2004 年：Salesforce 仅提供单一的客户关系管理产品并于 2004 年在纽交所上市。2) 2005 年-2016 年：Salesforce 发布三方开发者平台逐步搭建起了 PaaS 平台，完成了四朵云（销售云、客服云、营销云、商业云）的布局，“PaaS+SaaS”生态布局逐步成熟。3) 2016 年-2022 年：公司通过大金额收购 Mulesoft、Tableau、Slack 完成底层数据集成和分析工具；4) 2023 年-至今：公司放缓收购节奏，开始专注于利润提升以及 AI 战略的推进，其中重点项目为 Agentforce、Data Cloud（收购数据分析公司 INformatica）。



**图表 5：公司核心发展历程**


资料来源：公司官网，中信建投

公司通过持续并购壮大自身实现多元化布局，并且并购业务实现了比较好的协同。Salesforce 早期没有局限于 CRM 销售云，Salesforce 的多元化是自身内部孵化和成功外部并购的结合，回顾 Salesforce 的重要并购&事件：

**1) 1999-2008 年：**Salesforce 成立之初是一家专注于 CRM 的公司，但伴随着 Salesforce 的规模增长和客群的向上渗透，客户对服务的定制化需求也越发增长。因此在 2007 年 PaaS 平台 Force.com 和应用市场 AppExchange 的上线，Salesforce 持续不断的并购、扩张也随之展开。

**2) 2008~2013 年：**底层 PaaS 搭建完成后，Salesforce 首先开拓的即是客服云和营销云业务方向。收购了 InStranet（客服技术提供商），Buddy Media（社交媒体营销平台），ExactTarget（头部营销 SaaS 提供商）等，通过收购快速获得了在客服和营销相关的技术和客户资源，从而在 2009 年和 2012 年间先后上线了自身的客服云（Service Cloud）和营销云（Marketing Cloud）业务。

**3) 2016~2018 年：**伴随着电商或者说线上销售重要性的上升，Salesforce 这两年通过对 Demandware（B2C 电商服务商）和 CloudCraze（B2B 电商服务商），迅速补强了在电商 SaaS 上的能力。

**4) 2018~2021 年：**收购包括 MuleSoft（规模第一的集成云，使得用户可以跨不同公司的平台、系统、程序进行数据传输和操作交互），Tableau（头部可视化数据分析、商业分析功能），和 Slack（仅次于 Microsoft Teams 的第二大协同办公 SaaS）。

**5) 2021-至今：**公司在 2021 年之后，为了持续释放利润，公司放缓了并购的节奏，中间一度解散并购委员会，但是 2024 年开始，公司在 AI+Data 方向持续发力，宣布并购数据分析公司 Informatica 持续增强自己的数据分析能力，根据最新财报公司 Agentforce 已经卖出 8000 份，其中付费 4000 单。

**图表 6：公司并购历史**

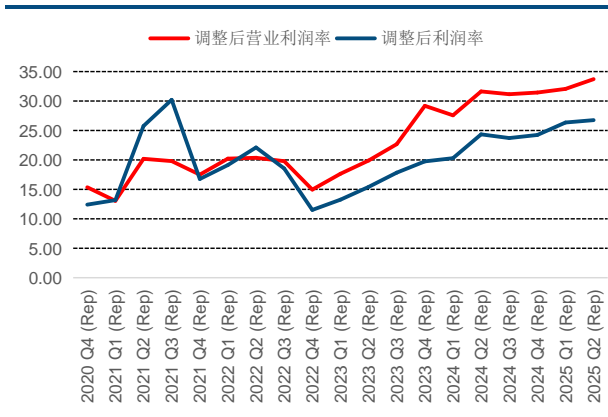
时间	并购项目	业务介绍	金额	时间	并购项目	业务介绍	金额
2008	InStranet (August 2008)	呼叫中心软件开发商	31.5M	2016	Krux (November 2016)	营销数据初创企业	700M
2010	Jigsaw (May 2010)	外包数据服务公司	142M	2016	Twin Prime (November 2016)	应用性能检测	NA
2011	DimDim (January 2011)	美国网络会议服务公司	31M	2017	Quip (November 2017)	办公协作软件公司	750M
2011	Heroku (January 2011)	程序开发云平台	212M	2018	CloudCraze (April 2018)	B2B 电商服务公司	NA
2011	Manymoon (February 2011)	项目任务协同软件	25-35M	2018	MuleSoft (May 2018)	数据集成平台	6500M
2011	Radian6 (May 2011)	网络监控服务商	326M	2018	Datorama (August 2018)	AI 营销平台	~800M
2011	Assistly (September 2011)	社交客户服务 SaaS 公司	50M	2019	MapAnything (May 2019)	地理位置解决方案平台	210M
2011	Model Metrics (November 2011)	社交和移动云计算服务公司	NA	2019	Salesforce.org (June 2019)	独立非盈利组织	300M
2012	Rypple (February 2012)	在线绩效管理平台	13M	2019	Tableau (August 2019)	BI 数据分析平台	15700M
2012	Buddy Media (August 2012)	社交媒体营销平台	689M	2019	ClickSoftware (October 2019)	现场服务管理解决方案	1350M
2012	GoInstant (September 2012)	致力于开发网页浏览新技术	70M	2020	Evergage (February 2020)	个性化和客户数据平台	100M
2013	Clipboard (May 2013)	社会化书签服务商	10M+	2020	Vlocity (June 2020)	政企行业软件定制服务商	1330M
2013	ExactTarget (July 2013)	数字营销软件提供商	2500M	2021	Acumen Solutions (February 2021)	政企行业咨询服务商	430M
2016	SteelBrick (February 2016)	CPQ (配置价格报价软件) 开发商	360M	2021	Slack (July 2021)	办公协同平台	22700M
2016	Metamind (April 2016)	专精于深度学习技术的创业公司	NA	2024	Spliff (February 2024)	销售软件公司	419M
2016	Demandware (July 2016)	企业电子商务平台提供商	2800M	2024	Own (September 2024)	SaaS 数据备份服务商	1900M

资料来源：公司官网，中信建投（注：金额来自新闻整合，仅作参考）

**Salesforce 未来尚有利润释放空间，“AI+Data”有望带来收入增量：Salesforce 通过系统性成本优化与战略重心调整，已实现显著利润扩张，且未来仍有提升空间。**公司 23-25FY 经调整营业利润率分别为 22.5%、30.5%、33.0%，主要系优化订阅收入组合及削减营业费用率开支所致，公司作为成熟的 SaaS 公司，其订阅&支持业务边际收入远大于边际成本，预计未来利润率仍有进一步提升空间。

数据云与 AI 业务已成为核心增长引擎。2025 财年，该板块实现 10 亿美元年度经常性收入（同比+120%），占整体收入 2.5%。技术层面，Salesforce 将 Einstein AI 深度集成至全产品线，并推出低代码 Agentforce 开发者套件，使企业客户部署智能代理的周期缩短至 3 天。生态合作方面，与谷歌云、阿里云的战略合作拓展了全球市场渗透能力，2025 年 AI 相关订单量突破数千单。

图表 7：公司后续将持续提升利润率（%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

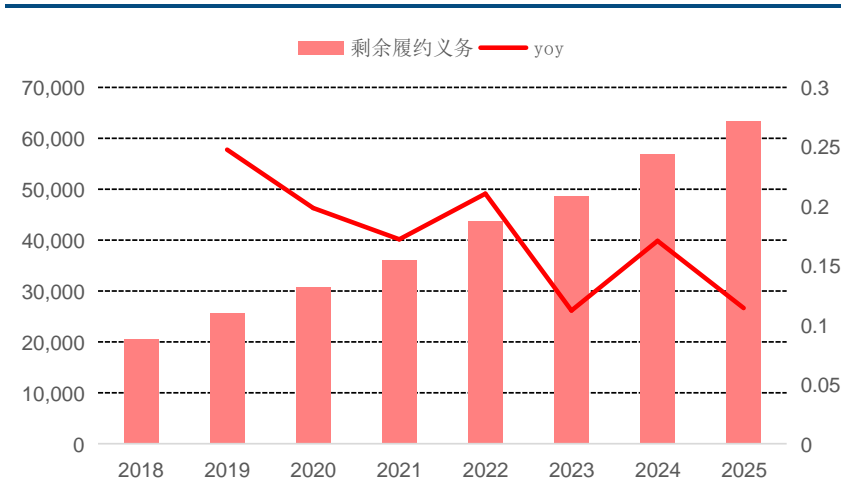
图表 8：公司部分 AI 产品

AI 产品	AI 产品介绍
Agentforce	AI Agent 使用大型语言模型分析和了解客户互动或自动触发的完整背景，然后自主推理下一步的决策，能够全天候在自助服务门户和消息渠道等各种平台上工作，在设定的护栏内主动处理任务。包括 Service Agent、Sales Development Representative (SDR) Agent、Sales Coach、Personal Shopper Agent 等
Einstein Copilot	Salesforce Einstein Copilot 是集成在 Salesforce 平台中的对话式 AI 助手，旨在通过提供 AI 驱动的建议和自动执行 Salesforce 生态系统中的日常任务来提高用户的工作效率。
Prompt Builder	AI Prompt Builder 可帮助用户创建和优化提示，以从 LLM 获得高质量的输出。一些典型功能包括编写说明、提供基础数据、配置 LLM 参数以及根据 LLM 测试提示。Salesforce 的 Prompt Builder 以独特的方式保护用户数据，允许客户使用点击构建可信提示，并使用相关的 CRM 数据为提示提供基础。
AI for Business	企业 AI 直接内置于您的 CRM 中。通过将业务 AI 引入每个应用程序、用户和工作流程，最大限度地提高整个组织的生产力。借助个性化 AI 帮助，让用户能够在销售、服务、商务等领域提供更具影响力的客户体验。

资料来源：公司官网，中信建投

我们认为，Salesforce 凭借客户关键任务数据垄断优势与持续技术迭代，在 AI 的长期竞争中有望持续保持竞争优势，“AI+Data”战略已通过 RPO（2025FY 为 634 亿美元）创新高验证其业务持续性，叠加并购协同效应，利润释放与收入增长将形成正向循环。我们看好公司核心竞争优势以及未来在 AI 端的收入贡献。

图表 9：公司剩余履约义务（M\$、%）



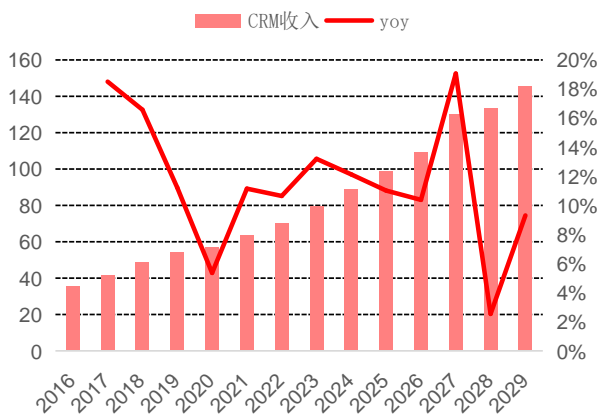
资料来源：Bloomberg，中信建投

## 二、行业分析：CRM 行业格局稳定，Salesforce 持续领先，AI 为行业带来新机遇

CRM 市场规模增速稳健，Salesforce 长期保持龙头地位，市场竞争格局稳定。全球 CRM 市场已经逐步成熟，目前营收增速保持稳健，根据 statista 数据，全球 CRM 行业收入 2025 年预计接近 1000 亿美元；随着行业渗透率逐步饱和，CRM 公司对客户价值深度挖掘将成为新的价值追求点，CRM 系统将从“效率工具”向“生态中枢”进行智能化跃迁。目前行业竞争格局保持稳定，Salesforce 凭借先发优势与持续技术创新处于领先地位，据 IDC 统计，2022 年 Salesforce 在全球 CRM 市场市占率为 23%，大幅领先其他同业公司排名第一。Salesforce 在 2023 年全球总收入排名前十的领先云计算供应商中排名第三，服务客户覆盖 90% 的《财富》100 强企业。

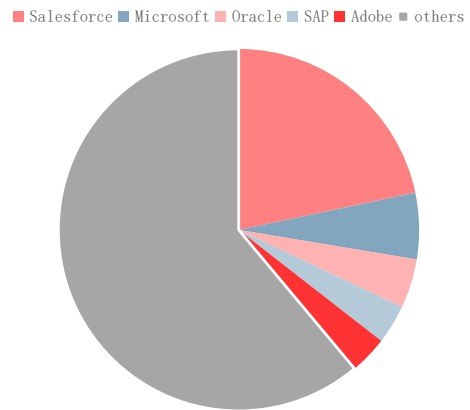
随着 AI 技术在 CRM 行业的持续渗透，我们认为未来 CRM 行业的竞争或聚焦三大维度：1) AI 对于传统 CRM 行业的深度赋能；2) 行业垂直模型的深耕，包括制造业、医疗等垂直领域的专属解决方案；3) 生态协同能力将进一步体现。

图表 10：CRM 市场收入及同比 (B\$, %)



资料来源：Statista，中信建投

图表 11：CRM 市场份额 (%)



资料来源：Statista，中信建投

CRM 行业头部竞争格局呈现高度集中化特征，Salesforce、微软 Dynamics、SAP、Oracle 及 Adobe 五家国际巨头占据主导地位：

1) **Salesforce**：以约 23% 的全球市场份额稳居榜首，依托 Einstein AI 实现销售预测、客户画像等全流程智能化；服务客户主要包括跨国公司和世界五百强等大型企业；公司持续推进 Agentforce 和 datacloud 的商业化；

2) **微软 Dynamics**：凭借与 Office 365、Azure 的深度集成，形成“ERP+CRM+AI”生态闭环；其可拓展性和灵活性比较突出；

3) **SAP**：以 ERP 云转型为核心，将 AI 嵌入 CRM 模块，推出 Joule Copilot 实现对话式决策支持；

4) **Oracle**：核心功能包括统一的数据平台、直观易用的现代化用户体验、客户智能、自动化、灵活部署等，

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

优势在于产品组合较为全面，集成能力比较强大，具有行业特性，全球化支持能力强，其 CRM 与 HCM 系统集成能力突出；

5) **Adobe:** 优势在于其强大的集成能力和智能分析能力，尤其是内容营销和个性化营销方面表现比较出色。

**CRM 行业正从“功能竞争”转向“AI 生态竞争”。**头部厂商通过技术代差与生态壁垒构建护城河，而中小厂商需在垂直领域（如医疗、农业）寻找差异化突破口。技术投入层面，2025 年头部厂商 AI 研发占比持续提升。生态竞争加剧，Salesforce AppExchange 聚集 7000+应用，微软则通过 Teams 实现 CRM 与协作工具的无缝衔接。

**图表 12: CRM 头部企业对比**

公司	核心功能	主要市场
Salesforce	Salesforce 是全球领先的 CRM 软件供应商，其核心功能包括客户信息管理、销售管理、市场营销自动化、客户服务和支持、分析和报告等；功能强大且灵活，具有高度集成性和强大的生态系统，技术创新能力强。	Salesforce 的客户包括跨国公司和世界 500 强企业在内的大型企业，也有需要标准化和部分定制化产品与服务的中型企业，以及需要快速扩展能力的小型 and 初创企业。在服务行业上比较全面，包括金融服务、医疗保健、零售、制造、电信与媒体、公共部门、教育和非营利组织等多个行业。在地域上，Salesforce 在全球超过 190 个国家和地区设有业务。
Microsoft Dynamics 365	Microsoft Dynamics 365 是微软的智能 ERP 和 CRM 云应用套件，其 CRM 的核心功能能为销售管理、客户服务、市场营销和数据分析，优势在于与微软全生态系统的无缝集成；此外，其扩展性和灵活性、安全性和可靠性也较为突出。	适用于大、中、小型企业，像国际知名户外品牌巴塔哥尼亚、大型零售企业名创优品、历史悠久的科勒公司等都是其客户。在服务行业上，包括且不限于零售、制造、金融、医疗保健、公共部门、教育机构、IT、电信、非营利组织、房地产与建筑、汽车行业。在地域覆盖上，Dynamics 365 支持超过 44 种语言版本，在 140 多个国家和地区提供服务。
SAP C/4HANA	SAP C/4HANA 是集成的客户体验解决方案套件，涵盖销售、服务、营销和电商，助力企业实现客户互动数字化转型，其核心功能包括客户数业均有覆盖；在管理、营销自动化、销售管理、客户服务与支	SAP C/4HANA 拥有广泛的客户群体，从小型企业到大型跨国企业，覆盖多个关键行业领域，包括但不限于金融、零售、制造、医疗保健、电信等；支持全球超过 180 多个国家和地区的企业用户，并提供对 64 个国家的支持，确保在型的一体化平台，支持云端、本地或混合部署方全球范围内的一致性和合规性。
Oracle CX	Oracle CX 是 Oracle 的客户体验云套件，涵盖营销、销售和服务等功能，其核心功能包括统一的司均能满足需求，特别受到中大型企业和需要复杂 CRM 解决方案、自动化、灵活部署等，优势在于产品组合较多个关键行业，针对每个行业都提供专门设计的产品和服务。	Oracle CX 在全球范围内拥有比较大的用户基础，业务遍及北美、欧洲、亚太地区以及其他新兴市场国家。
Adobe Experience Cloud	Adobe Experience Cloud 是集成的数字营销解决方案，其 CRM 模块主要是 Adobe Marketo Engage 组件，核心功能有营	服务于从小型企业到大型跨国公司的广泛客户群体，特别受到大中小企业和需要高度定制化解决方案的企业欢迎，拥有众多全球领先品牌客户，如可口可乐、迪克体育用品、美国职业棒球大联

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

销自动化、个性化推荐、RT CDP、客户旅程分盟、万豪国际、PaneraBread、高通和美国银行等。服务行业广析、内容管理、数据分析等，优势在于其强大的泛，包括零售、金融服务、旅游与酒店、媒体与娱乐、高科技等集成能力和智能分析能力，尤其是内容营销和个行业。在北美、欧洲、亚太等地区都有大量客户。个性化营销方面表现比较出色。

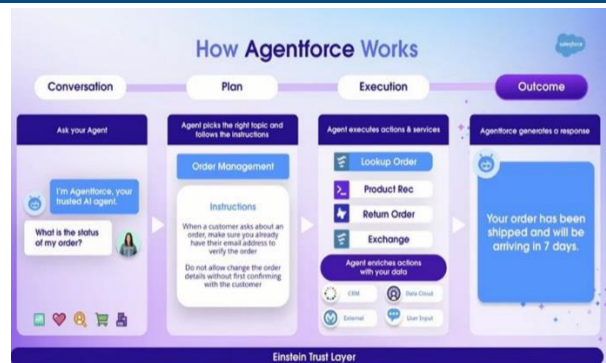
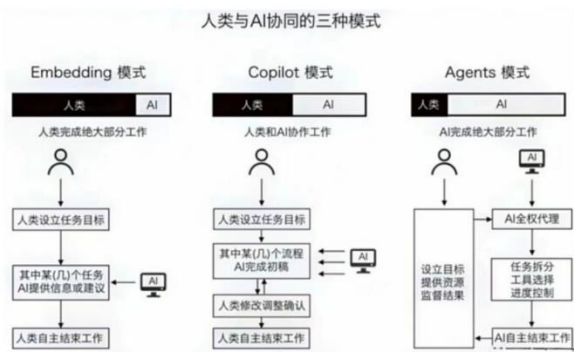
资料来源：公司官网，中信建投

**AI有望深度赋能 CRM行业,为行业带来新的发展机遇。人类与 AI的三种交互方式——Copilot、Embedding 和 Agent——在交互模式、任务执行及自主性层面存在显著差异，我们认为 Agent 或将引领 CRM行业发展：**

1) Copilot (副驾驶模式)：需用户提供明确指令 (Prompt)，通过实时交互辅助完成任务，如编程助手或销售策略生成工具。其核心价值在于提升人类效率，但决策权仍由人类掌握，适用于标准化程度高的场景。2) Embedding (嵌入式模式)：AI作为后台系统集成到现有流程中，如搜索引擎推荐算法或 CRM 系统自动化规则。用户感知不到 AI 存在，仅通过结果优化体验，强调技术对现有业务的增强而非颠覆。3) Agent (智能体模式)：具备自主决策与多任务执行能力，可独立规划并调用工具链完成任务，如自动处理客户咨询或供应链优化。其核心特征是“数字劳动力”，能突破人类能力边界，代表 AI 交互的终极形态，我们认为，Agent 通过重构人机协作范式与商业模式，正推动 CRM 行业从“功能竞争”转向“数字劳动力竞争”，未来 Agent 或将成为 CRM 工具的重要变革以及未来趋势，有望带来行业的“效率革命”以及商业模式革新。

图表 13: AI Agent 对比人类与其他模式的区别

图表 14: Salesforce AgentForce 工作原理

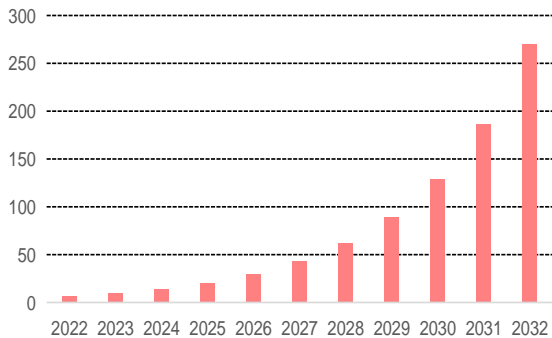


资料来源：公司官网，中信建投

资料来源：公司官网，中信建投

以 Service Agent 为例，其对传统客服市场的降本增效及行业定价模式的重构，反映了 AI 技术对商业逻辑的颠覆性影响：Service Agent 通过自然语言处理 (NLP) 与知识图谱技术，实现客户咨询的自动化响应。这种效率跃升源于 AI 代理的边际成本趋近于零，支持 7×24 小时服务且无需额外人力投入。以 Salesforce Service Agent 每次 1-2 美金对话收费计算，相对于传统客服环节(年成本 5 万美金左右)单次对话成本能替代 80% 左右。传统订阅制 (如按席位收费) 逐渐被结果导向型定价 (OBP) 取代。如 Salesforce Agentforce 按对话次数收费 (\$2/次)，如 ServiceNow 采用“价值抽成”模式，保留客户增量价值的 10% 作为收益。这种模式将软件价值与业务成果绑定。

图表 15: AI 企业软件的市场空间 (B\$)



资料来源: precedenceresearch, 中信建投

图表 16: 以 Service Agent 为例的成本节约 (\$, %)

	悲观	中性	乐观
人均成本/年	55000	50000	45000
人均对话次数/天	20	25	30
工作天数/年	250	250	250
总对话次数	5000	6250	7500
平均对话成本	11	8	6
Service Agent 对话成本	2	2	2
成本节约	9	6	4
成本节约比例	82%	75%	67%

资料来源: 中信建投

我们认为, AI Agent 时代, 头部 CRM 企业凭借其核心生态、数据、客户等优势有望强者恒强, 市场份额集中度或进一步提升。AI Agent 时代 CRM 行业正从“功能竞争”转向“生态+数据+AI”三维竞争。Salesforce 凭借技术整合能力、行业专精度及生态协同优势, 有望在未来三年内将市场份额持续提升, 巩固其全球 CRM 市场绝对领导者地位。

图表 17: 主要 CRM 公司在 AI 的布局

公司	AI 相关布局
Salesforce	Agentforce 是 Salesforce 推出的一个人工智能平台, 企业可以在上面创建自主的 Agent(智能体), IBM、埃森哲、联邦快递等客户都开始使用。推出 Agentforce 后, Salesforce 配置了销售、营销、分析、人力等全方位的 Agent, 涵盖企业服务的方方面面。完成产品的 AI 化后, Salesforce 的新产品体系中: 最下层是平台层, 内置 MuleSoft、Einstein AI 及流程自动化产品和服务, 是 Salesforce 整个产品体系的基石; 之上是 Data Cloud (数据云) 和 TrustLayer (信任层), 前者帮助用户处理包括结构化及非结构化数据等不同数据类型, 后者用于保障数据安全和用户数据隐私; 再上面是传统的 Customer 360, 包括销售、服务、营销、Slack 等产品和服务, 是整个产品体系的功能区。最上面就是 Agentforce, 预先配置了多个行业和多种岗位的 Agents。
Microsoft Dynamics 365	Dynamics 365 在 2024 年全面引入多个 AI 自主 Agents: 1) 销售领域销售资格认定 Agent: 帮助销售人员筛选和优先处理潜在客户, 腾出时间专注于更有价值的活动。销售订单 Agent: 自动化订单输入流程, 从录入到确认, 并与客户交互, 获取他们的偏好。2) 供应链领域供应商沟通 Agent: 自动管理与供应商的协作, 确认订单交付, 并预警潜在的延迟。3) 财务领域财务对账 Agent: 帮助财务团队准备和清理数据集, 简化和减少财务期末流程所需的时间。账户对账 Agent: 自动匹配和清除总账和明细账之间的交易, 加快财务结算流程。4) 客户服务领域客户意图 Agent: 从客户对话中持续发现新的意图, 并将问题和解决方案映射到知识库中, 提升自助服务的效率。客户知识管理 Agent: 通过分析案例记录、对话记录和摘要, 确保知识库文章保持最新。案例管理 Agent: 自动执行案例生命周期中的关键任务, 例如创建、解决、跟进和关闭案例, 减少客服人员的工作量。5) 运营领域调度运营 Agent: 为技术人员提供优化的日程安排。时间和支出 Agent: 自主管理时间录入、费用跟踪和审批流程。
SAP C/4HANA	利用先进的 AI 算法, C/4HANA 可以为客户提供更准确的需求预测和高度个性化的营销内容推荐, 从而提高转化率和客户满意度。针对零售行业的特点, 推出了新的库存优化工具和全渠道购物体验平台, 帮助零售商实现线上线下无缝融合, 同时改善供应链管理和顾客服务。对于制造商来说, C/4HANA 增加了对工业物联网 (IIoT) 的支持, 允许企业实时监控生产设备的状态, 并通过预防性维护减少停机时间。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

---

为了确保符合最新的数据保护法规，特别是欧盟的《通用数据保护条例》（GDPR），C/4HANA 增强了其内置的数据治理框架，使得企业在处理个人数据时更加透明和安全。

Oracle CX

---

Oracle 包括为 Fusion Cloud CX 增加了生成人工智能辅助答案生成、现场服务辅助调度、机会质量评分和卖家参与建议等功能；以及对 Unity 客户数据平台（CDP）进行更新，添加可基于角色、职位和汇总主题参与度来获得信号，在客户服务中引入辅助编写等新功能，以帮助企业改善客户体验和参与度，优化营销支出。

Adobe Experience Cloud

---

Adobe 宣布与亚马逊云科技深化合作，在亚马逊云科技上提供 Adobe Experience Platform 解决方案，通过深度洞察打造高度个性化的体验，为品牌赋能，加强客户关系。

---

资料来源：各公司官网，中信建投



### 三、核心优势：核心竞争优势突出，未来看点在“AI+Data”

“PaaS+SaaS”生态深筑公司护城河，技术架构与生态协同效用突出，公司通过“AI+Data”形成差异化优势。Salesforce自2005年起布局PaaS平台Force.com，通过低代码开发框架和开放API生态，吸引超过10万项应用和12.4万开发者入驻AppExchange。这种“SaaS应用商店+开发者生态”的模式，使其在AI时代能够快速整合Einstein GPT、Agentforce等智能体，实现从数据采集到决策闭环的全链路自动化。例如，Agentforce开发者套件支持企业3天内完成智能库存管理代理部署，开发效率较传统模式有大幅提升。公司通过“AI+Data”形成差异化优势：

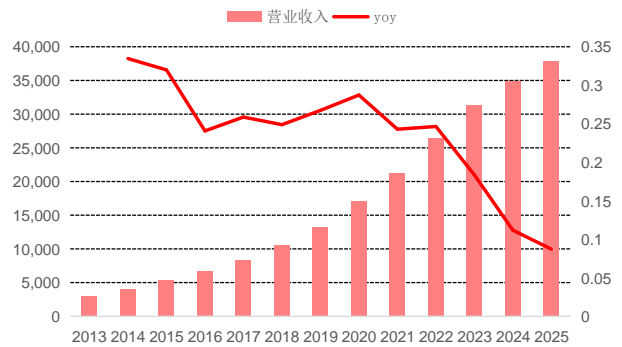
- 1) 数据资产壁垒：整合Tableau、MuleSoft等工具构建统一客户视图，数据调用效率较行业平均提升40%；
- 2) 行业专精深度：在制造业，AI驱动的供应链优化使缺货率下降25%；在医疗领域，代理可基于患者历史数据生成诊疗建议，准确率达行业领先水平；
- 3) 生态协同效应：与阿里云、谷歌云的合作降低IaaS成本30%，同时通过AppExchange聚集7000+应用，形成“开发-部署-变现”闭环。

图表 18：公司主要业务布局



资料来源：公司官网，中信建投

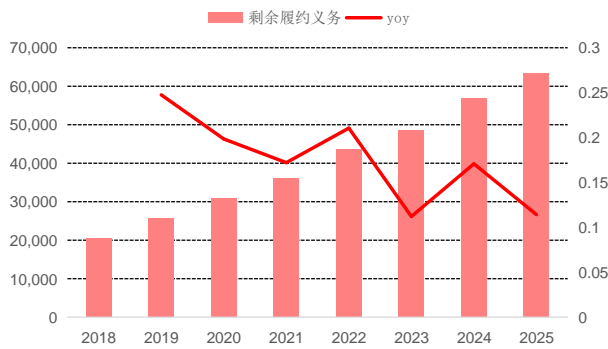
图表 19：公司营收分项占比（M\$、%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

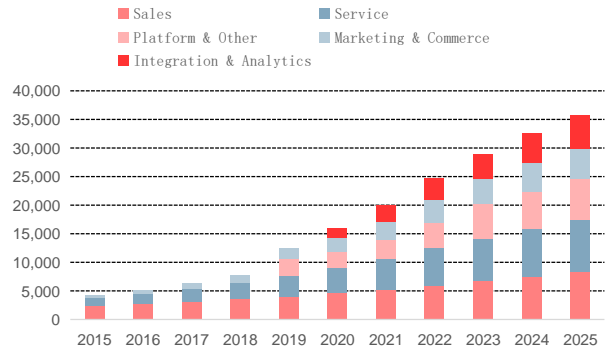
**AI收入端显现与商业化加速：**根据2026Q1财年财报，其核心产品Agentforce已销售8000单，其中付费订单为4000单，前十大客户交易均包含AI模块。数据云（Data Cloud）作为AI训练的燃料，整合230-300PB客户行为数据，支持精准营销与风险预测，ARR增速达120%。同时公司RPO（剩余履约义务）突破634亿美元，同比增长11.4%，首次超过600亿美元大关。这一指标反映客户对Salesforce AI+Data解决方案的长期承诺。

图表 20：公司剩余履约价值（M\$、%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

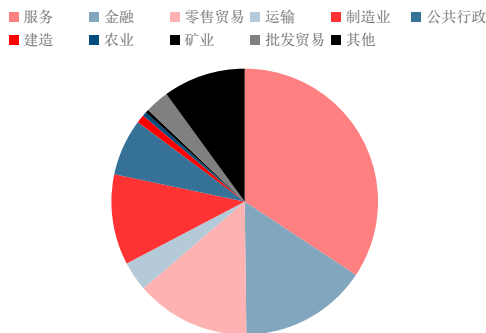
图表 21：公司营收分项占比（M\$、%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

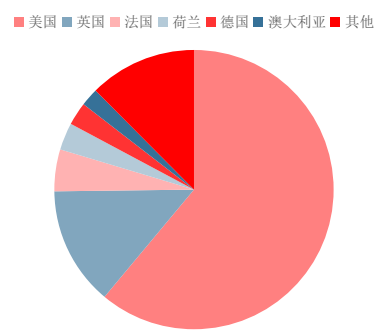
公司 CRM 产品覆盖各个行业，主要市场来自欧美，赋能多个跨国 500 强企业。Salesforce 作为全球领先的 CRM 解决方案提供商，其产品通过高度标准化和模块化设计，实现了跨行业、跨地域的深度渗透，尤其在欧美市场占据主导地位，并持续赋能跨国 500 强企业数字化转型。截至 2025 年，Salesforce 已服务全球超过 15 万家企业，覆盖金融、医疗、零售、制造等 19 个行业，其中《财富》世界 500 强企业中 70% 以上采用其 CRM 解决方案。Salesforce 通过“核心功能+行业解决方案”的双轨模式实现全行业覆盖。其标准化产品（如销售云、服务云）提供通用型功能模块，而针对金融、医疗等垂直领域推出定制化方案。

图表 22：公司营收行业分布（%）



资料来源：Ascendix，中信建投

图表 23：公司营收国别分布（%）



资料来源：Ascendix，中信建投

公司核心收入来自：1) Service Cloud; 2) Sales Cloud; 3) Marketing & Commerce Cloud; 4) Platform & Others; 5) Integration & Analysis; 其中客服、销售、营销、电商云是公司核心订阅 SaaS 产品，而平台、数据集成与分析则专注于公司的数据支持、办公协同等环节。

**Service Cloud:** 作为全球领先的客户服务平台，其核心价值在于将传统客服系统升级为智能化、多渠道协同的数字化中枢。其核心功能模块包括：

- 1) 多渠道协同服务：支持电话、邮件、社交媒体（如微信、WhatsApp）及实时聊天工具的全渠道接入，通过统一服务门户实现跨渠道数据融合；
- 2) 智能工单管理系统：基于 Einstein AI 的工单分配引擎，可自动识别客户需求类型并匹配最合适的服务人

员。

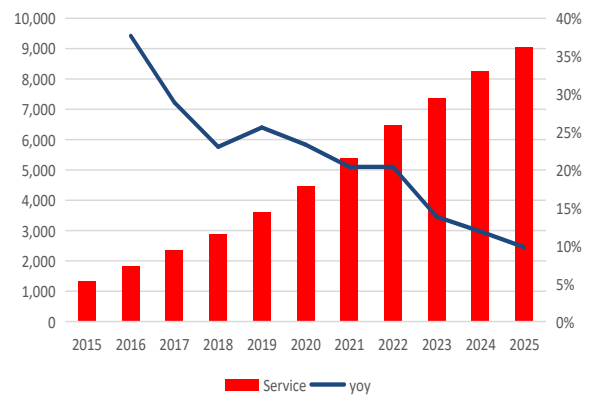
3) 知识库与自助服务: 通过 AI 驱动的内容生成技术, 自动将历史服务案例转化为结构化知识, 支持客户自助查询;

4) 数据驱动决策: 公司整合 230-300PB 客户行为数据, 结合 Tableau 数据分析工具, 提供客户旅程热力图、服务效能评估等深度洞察。随着 AI Agent 技术成熟, Service Cloud 正从“任务执行工具”向“客户关系合伙人”升级。

图表 24: Service Cloud 主要功能



图表 25: 公司 Service Cloud 营收及增速 (M\$, %)



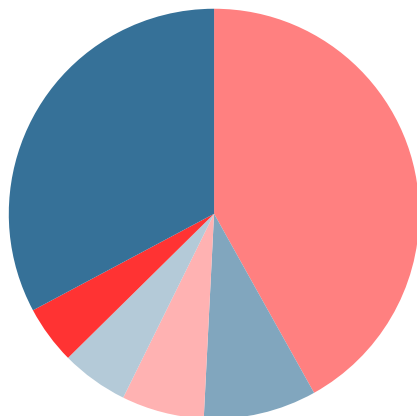
资料来源: 公司官网, 中信建投

资料来源: Bloomberg, 中信建投

在 Service Cloud 行业中 Salesforce 市占率超过 40%。根据 IDC 数据, 23H1 Service Cloud 市场 Salesforce 持续处于龙头地位, 前五大公司分别为 Salesforce、Oracle、Zendesk、ServiceNow、SAP; 市场份额分别为 41.9%、8.9%、6.3%、5.3%、4.6%;

图表 26: 23H1 Service Cloud 市场份额 (%)

■ Salesforce ■ Oracle ■ Zendesk ■ ServiceNow ■ SAP ■ Others



资料来源: IDCData, 中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

**图表 27: Service Cloud 产品价格对比 (\$/Users/M)**

	Salesforce		Hubspot		Microsoft Dynamics 365		SugarCRM		Zendesk	
Starter	25	Professional	90	Professional	50	Serve	80	Support	19	
Pro	100	Enterprise	150	Enterprise	105			Suite	55	
Enterprise	165			Premium	195			Professional	115	

资料来源: 各公司官网, 中信建投

**Sales Cloud:** 旨在帮助企业更有效地管理销售流程, 帮助企业推动销售增长、实现自动化、简化工作流程并提高客户参与度。Sales Cloud AI 功能以智能驱动为核心, 涵盖线索挖掘、销售协同与决策优化三大维度。

经典 AI 功能包括, 通过 Agentforce 平台整合多模态数据, 实现 AI 代理主动识别高意向客户并生成个性化沟通内容; Einstein Copilot 嵌入 CRM 全流程, 支持销售报告自动生成、会议纪要提炼及动态定价策略优化, 使操作效率提升 30%。同时构建 AI 原生组织架构, 配备 AI 训练师与伦理顾问团队, 推动模型可解释性与合规性。自主代理构建功能支持无代码开发, 结合 Tableau 实现客户对话实时分析与洞察提取, 案件解决率显著提高。Sales GPT 进一步赋能个性化营销, 基于客户画像自动推荐产品方案, 加速销售周期。

**Sales Cloud 核心功能板块包括:**

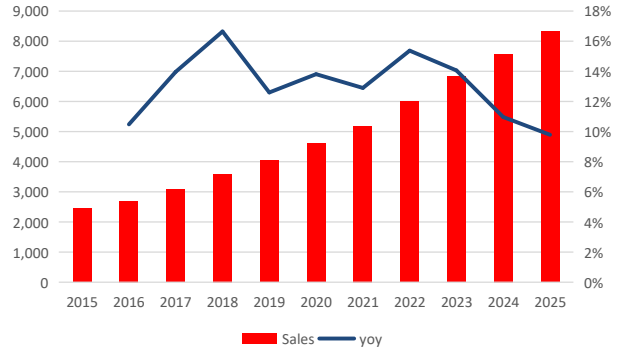
- 1) 账户和联系人管理: 可让用户查看重要的客户信息;
- 2) 客户 360: Salesforce Customer 360 可帮助客户连接部门和客户信息;
- 3) 潜在客户管理: 借助潜在客户管理, 用户可以快速跟踪潜在客户;
- 4) 机会管理: 管理客户的所有销售交易, 同时跟进其他运营;
- 5) 报告和仪表盘: 用户可以使用 Salesforce 销售云轻松创建定制的销售预测报告;
- 6) 数据管理: Salesforce 的销售云数据管理可让用户在正确的时间向正确的人提供正确的数据;

图表 28: Sales Cloud 主要功能



资料来源: 公司官网, 中信建投

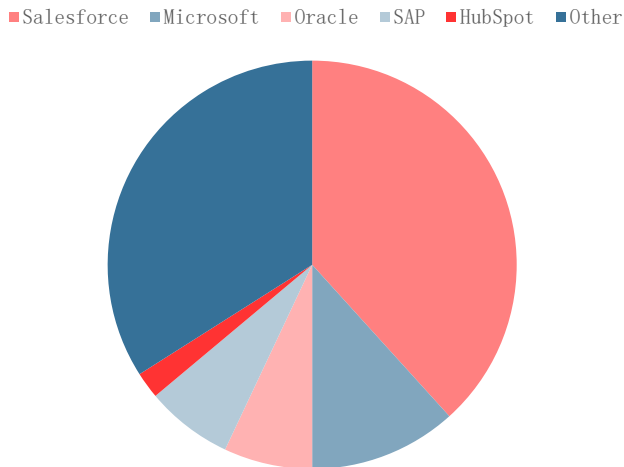
图表 29: 公司 SalesCloud 营收&增速 (M\$, %)



资料来源: Bloomberg, 中信建投

在 Sales Cloud 市场中, Salesforce 处于领先地位。根据 IDC Data 数据, Salesforce 23H1 在 Sales Cloud 市场份额为 38.3%, 紧随其后分别为 Microsoft Dynamics、Oracle、SAP、HubSpot, 市场份额分别为 11.7%、7.0%、6.9%、2.1%。

图表 30: 23H1 Sales Cloud 市场份额 (%)



资料来源: IDCData, 中信建投

**图表 31: Sales Cloud 产品价格对比（\$/Users/M）**

	Salesforce		HubSpot		Microsoft Dynamics 365		SugarCRM	FreshSales	
Enterprise	165	Professional	90	Professional	65	Essentials	19	Growth	11
Unlimited	330	Enterprise	150	Enterprise	105	Standard	59	Pro	47
Einstein 1	500			Premium	150	Advanced	85		
						Premier	135		

资料来源：各公司官网，中信建投

**Marketing Cloud:** 是数字化营销平台，客户可以通过电子邮件、社交媒体、移动应用程序、短信、网站等平台向客户进行营销。其特点是可以顺滑地与其他 Sales Cloud 和 Service Cloud 产品相连接，实现数据内容共享。市场云核心产品包括：

- 1) Journey Builder。针对 B2C 营销领域建造的营销枢纽；
- 2) Email Studio：支持多功能邮件编辑功能；
- 3) Mobile Studio：支持移动端的内容创建；
- 4) Marketing Cloud Customer Data Platform（Customer 360 Audiences）：提供所有用户数据的平台；
- 5) Marketing Cloud Advertising（Advertising Studio）：搭建与主流社交媒体与浏览器等广告平台渠道；
- 6) Marketing Cloud Personalization（Interaction Studio）：修改网站信息；
- 7) Marketing Cloud Intelligence（Datorama）：整合所有营销数据；
- 8) Account Engagement（Pardot）：B2B 解决方案，专注于电子邮箱营销。

**Salesforce Marketing Cloud**：AI 通过大模型构建智能体中台，实现多源数据整合与动态客户画像。其核心功能包括：AI+CDP 打破数据孤岛，实时更新用户行为预测；AI+BI 通过自然语言交互生成营销策略建议，支持多维分析；AI 自动化建模精准识别高价值客户群体，优化投放 ROI；Marketing GPT 基于客户画像自动生成个性化营销内容，提升触达效率。智能体平台可自动执行从策略制定到效果评估的全链路闭环。

图表 32: 公司 Marketing Cloud 功能



资料来源: 公司官网, 中信建投

图表 33: 公司 Marketing Cloud 主要特征

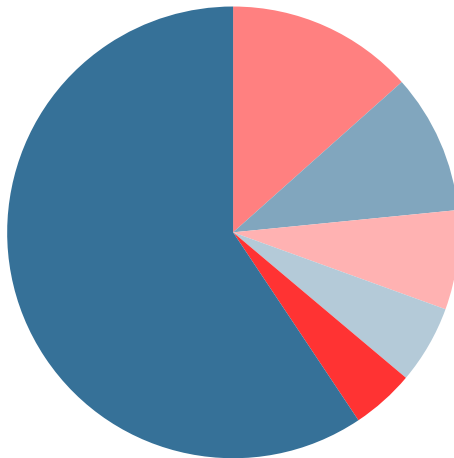


资料来源: 公司官网, 中信建投

Marketing Cloud 市场份额相对比较分散, 市场前五大供应商分别为 Salesforce、Adobe、Microsoft Dynamics、HubSpot、Cision, 其市场份额分别为 13.4%、10.0%、7.1%、5.6%、4.5%.

图表 34: 23H1 Marketing Cloud 市场份额 (%)

■Salesforce ■Adobe ■Microsoft ■HubSpot ■Cision ■Others



资料来源: IDCData, 中信建投

图表 35: Marketing Cloud 产品价格对比

	Salesforce	Hubspot	Microsoft Dynamics 365	SugarCRM
Growth (\$/机构/月)	1500	Professional (3 核心席位/额外席位 45\$/M)	800	Dynamics 365 Customer Insights
Advanced (\$/机构/月)	3250	Enterprise (5 核心席位/额外席位 75\$/M)	3600	Market (额外用户 150\$/M)

资料来源: 各公司官网, 中信建投

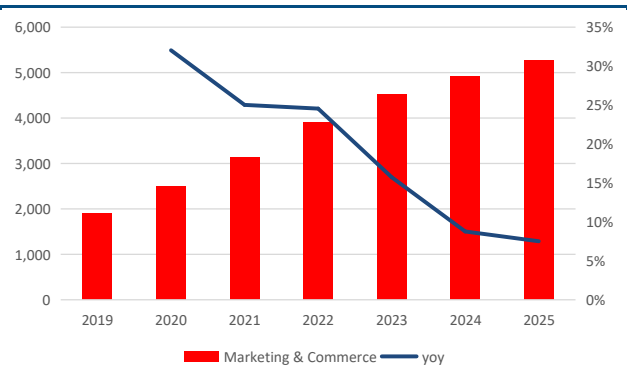
**Commerce Cloud:** 电子商务工具包括营销、销售、产品详情和搜索结果页面、内容、促销、购物车、结账客户服务、履行和预测智能功能。Commerce Cloud 是 Salesforce 客户成功平台的重要组成部分, 为 B2C (企业对消费者) 和 B2B (企业对企业) 客户提供电子商务解决方案。Commerce Cloud 具有三大核心功能: B2B 电子商务、B2B2C 电子商务和 B2C 电子商务。在与 AI 结合方面, Salesforce Commerce Cloud AI 通过 Einstein 产品推荐实现动态商品推荐, 结合客户画像与购买历史预测库存优化; 集成 AI 定价引擎实现动态定价策略; 通过 AgentForce 构建自主代理处理订单审核、物流调度等流程。其 AI 驱动的统一数据中台可实时同步 CRM、营销云数据, 支持千人千面购物体验, 并通过自然语言处理技术实现智能客服问答。

图表 36: 公司电商云主要功能



资料来源: 公司官网, 中信建投

图表 37: 公司 Marketing&Commerce 营收&增速 (M\$, %)



资料来源: Bloomberg, 中信建投

**PaaS 平台:** Salesforce 的 PaaS 平台以 Force.com 为核心, 提供低代码开发环境与模块化架构, 支持企业快速构建定制化应用。其主要功能包括:

1) 应用开发与集成: 通过 Apex 编程语言、Visualforce 框架及元数据驱动模型, 开发者可自定义功能模块, 并与 Sales Cloud、Marketing Cloud 等 SaaS 产品无缝集成;

2) 多租户架构: 统一数据模型与 API 接口, 实现跨应用数据互通, 降低开发复杂度;



3) 生态扩展：通过 AppExchange 市场提供第三方插件（如财务工具、营销模板），形成开放的技术生态。

**Salesforce 的生态系统由独立软件供应商（ISV）、咨询合作伙伴和开发者组成；其生态化核心优势突出主要有以下几个原因：**

1) 开放的生态平台：Salesforce 通过其 AppExchange 平台，建立了一个庞大的开发者和合作伙伴生态系统。AppExchange 不仅是企业应用的市场，还允许第三方开发者构建和销售其应用，增加了 Salesforce 平台的功能扩展性和吸引力。

2) Trailhead 学习平台：Trailhead 是 Salesforce 的免费在线学习平台，为个人和企业提供了学习 Salesforce 技能的机会。

3) 广泛的客户覆盖：Salesforce 的解决方案几乎覆盖了所有行业和公司规模，特别是在财富 500 强企业中，Salesforce 的使用率超过 90%。

4) AI 和自动化的集成：通过 Einstein 和其他 AI 驱动的工具，Salesforce 提供了无缝的 AI 集成，帮助企业提升运营效率。

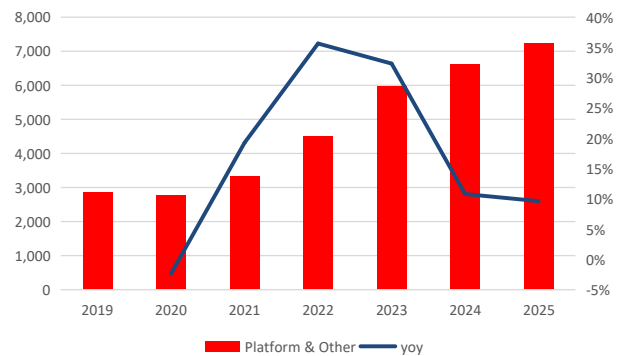
5) 全球数据管理与合规性：Salesforce 为客户提供了更多的数据驻留选择和控制权，这意味着企业可以根据地理位置选择数据存储和处理的地点，确保合规性和安全性。

图表 38：公司 Platform 功能



资料来源：公司官网，中信建投

图表 39：公司 Platform&other 营收&增速（M\$, %）



资料来源：Bloomberg，中信建投

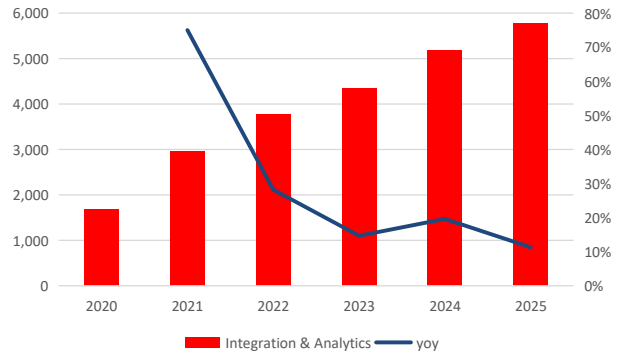
**Integration & Analysis：**该业务数据整合与智能分析为核心，提供跨平台数据互通、实时洞察生成及自动化决策支持功能。主要产品为 Mulesoft、Tableau 等，其核心能力包括：

1) 多源数据整合；2) 智能分析工具；3) 自动化流程；通过“数据整合-智能分析-AI 决策”闭环，Salesforce 将 Integration & Analysis 升级为业务增长引擎，推动企业从经验驱动向数据驱动转型。

图表 40: 公司 Integration&Analysis 功能: Mulesoft & tableau



图表 41: 公司 Integration & Analysis 营收&增速 (M\$, %)



资料来源: 公司官网, 中信建投

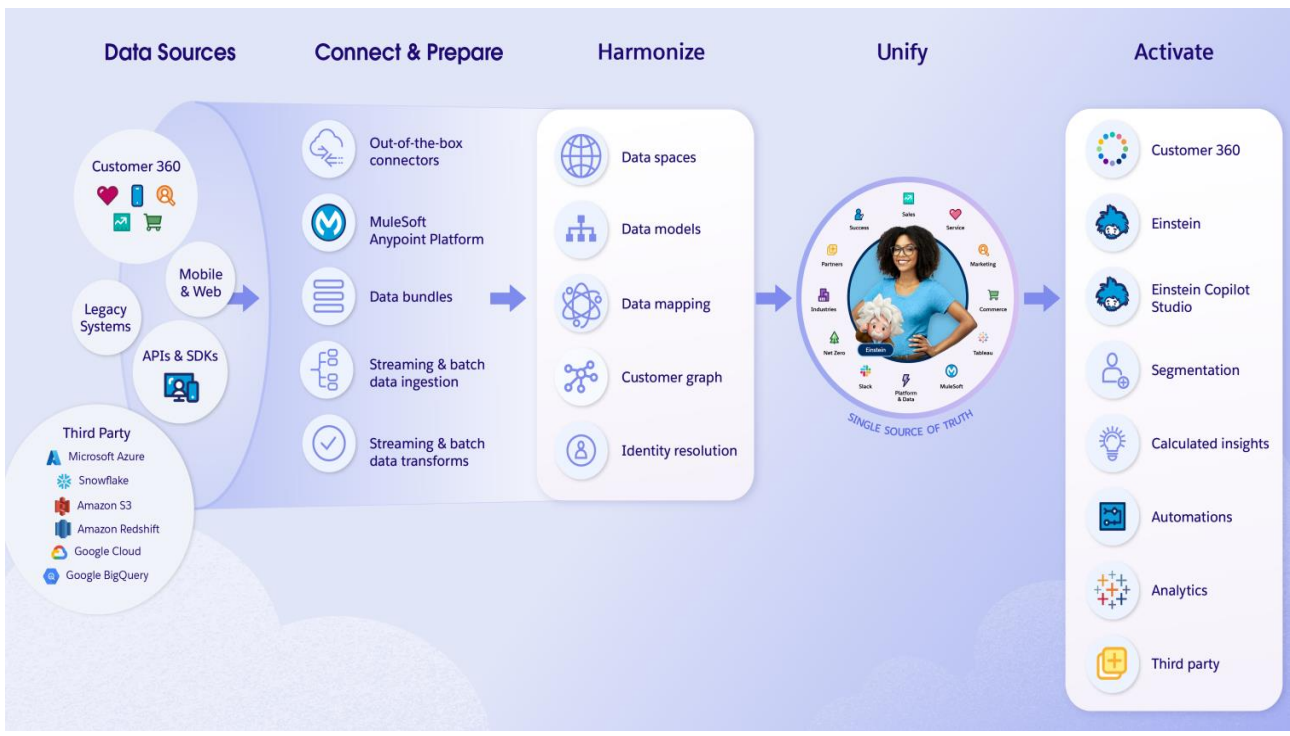
资料来源: Bloomberg, 中信建投

公司核心订阅产品与支持工具丰富, 具备“PaaS+SaaS”核心生态优势, 在 AI 时代下, 我们认为公司核心 AI 相关收入主要体现在: 1) Data Cloud; 2) Agentforce;

一、**Data Cloud:** 它将 Salesforce Platform 的强大功能与基础设施的可扩展性相结合, 能够近乎实时地处理数据, Salesforce Data Cloud 提供了一个桥梁, 可以利用跨多个组织、Marketing Cloud、网络参与、跨仓库和湖屋的数据, 将其用于 AI、分析和自动化。作为 Agentforce 的“数据燃料”, 其客户接受度非常高。在 25 财年报中管理层表示, 客户对 Data Cloud 投资增加, 数据量超 50 万亿条, 同比翻倍, 近四分之一记录通过零拷贝网络 (zero-copy network) 从 Salesforce 外部摄取。截至 2026Q1 财年, Salesforce Data Cloud 业务实现年度经常性收入 (ARR) 10 亿美元, 同比增长高达 120%, 成为公司增长最快的业务模块之一。这一成绩主要得益于其数据整合与 AI 分析能力的深度结合, 例如与 Tableau 和 MuleSoft 的集成, 帮助企业构建统一客户视图并支持 AI 模型训练。此外, Data Cloud 在前十大客户交易中实现全覆盖, 凸显其战略优先级。尽管 AI 相关收入目前仅占总营收的比例较少, 但管理层明确将其作为未来核心增长引擎。

**Data Cloud 核心功能包括:** 1) 连接所有数据源; 2) 通过转换和数据治理功能准备数据; 3) 将数据调整为标准数据模型; 4) 使用身份解析规则集统一数据; 5) 使用见解查询和分析数据; 6) 利用 AI 预测行为; 7) 在任何渠道中分析、扩展和处理数据; 8) 细分受众并创造个性化体验; 9) 将数据输出到多个源, 以便根据业务需求处理数据; 10) 持续审查、测量和优化数据。

图表 42：公司 Data Cloud 的核心流程



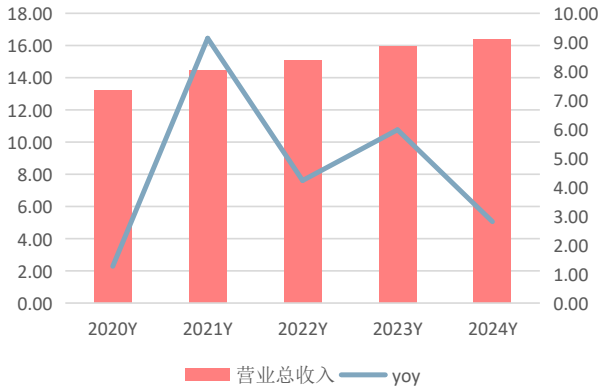
资料来源：公司官网，中信建投

公司宣布收购数据公司 Informatica，旨在强化数据生态布局：

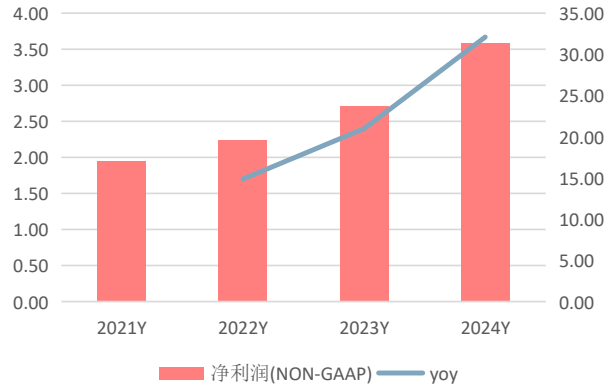
Informatica 是领先的企业云数据管理平台提供商，专注于数据集成、数据质量治理、主数据管理（MDM）及数据目录等解决方案。其核心产品 Intelligent Data Management Cloud（IDMC）通过 AI 驱动的自动化能力，帮助客户实现跨多云和混合环境的数据整合与治理。公司的核心竞争力在于其强大的数据编织（Data Fabric）架构，能够无缝连接异构数据源，并确保数据的可靠性、安全性与合规性。Informatica 在金融、医疗等强监管行业积累了深厚的客户基础，其低代码/无代码平台也降低了企业数据管理的技术门槛，形成了较高的客户黏性。

Salesforce 此次收购旨在强化其数据生态的战略布局，弥补 Data Cloud 在复杂数据治理与企业级集成能力的短板。Informatica 的技术将直接增强 Salesforce 的客户数据平台（CDP）功能，尤其是在跨系统数据清洗、元数据管理和实时数据流水线方面。长期来看，双方可结合 Salesforce 的 CRM 场景与 Informatica 的数据底层能力，打造端到端的“数据到洞察”闭环，加速 AI 驱动的分析应用（如 Einstein AI）。此外，Informatica 的行业客户资源将为 Salesforce 拓展至传统企业市场提供跳板。

图表 43: Informatica 营收&同比 (M\$, %)



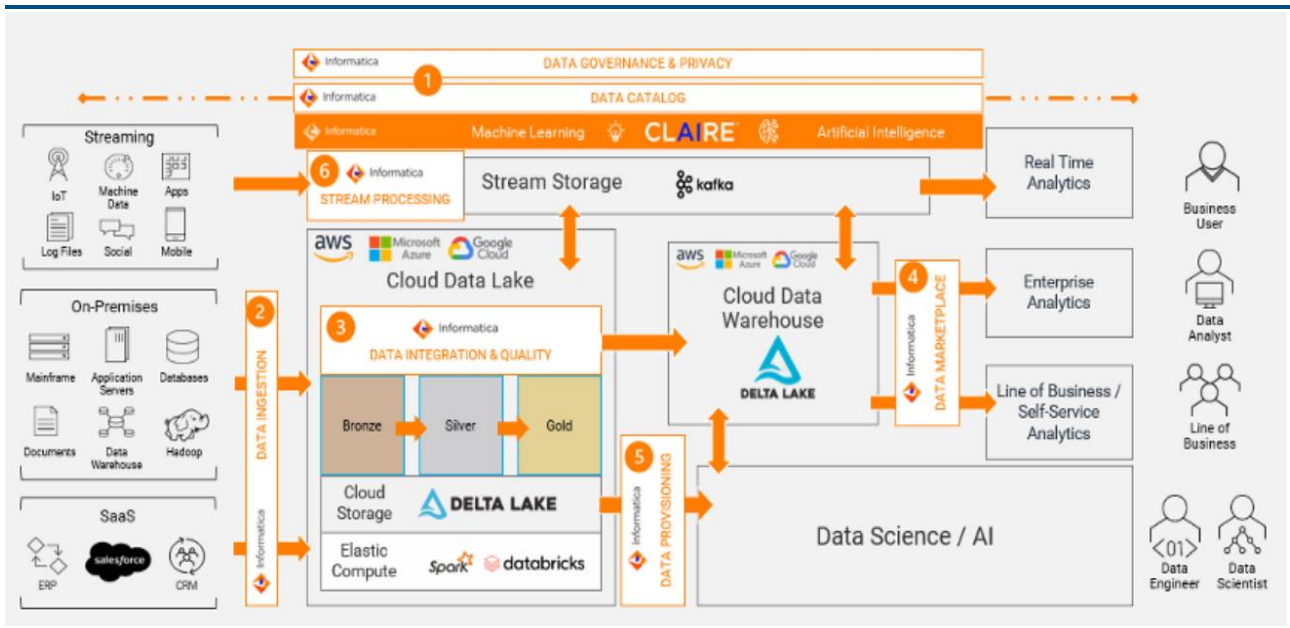
图表 44: Informatica Non-GAAP 净利润 & 同比 (M\$, %)



资料来源: 公司官网, 中信建投

资料来源: Bloomberg, 中信建投

图表 45: Informatica 数据处理过程



资料来源: Informatica 官网, 中信建投

二、**Agentforce**: Salesforce Agentforce 是 Salesforce 基于其 PaaS 平台、Data Cloud 数据资产及 CRM 领域多年行业 Know-how 构建的 AI 驱动型智能体平台。通过整合 Einstein GPT、低代码开发工具及跨云数据中台，可快速生成销售、客服、营销等场景的自主智能体。根据 2026Q1 年报，该平台已经获得 8000 单，其中 4000 单为付费客户，如 OpenTable 通过 Agentforce 处理 73% 的餐厅网络查询，效率提升 50%；Goodyear 借助其自动化销售流程缩短现场服务时间；Salesforce 内部使用后，Health 门户自主处理 38 万次服务请求，解决率达 84%，报价周期加速 75%，Q4 生产力同比提升 7%。目前该平台已覆盖医疗（Pfizer）、航空（新加坡航空）等高价值领域，成为企业智能化转型的核心引擎。

我们认为，由于 Agentforce 目前更加适用于客服等偏单一场景，预计未来 Agentforce 或现在客服环节落地，假设 2026FY 客服环节 10% 左右的 Agentforce 渗透率，客服 Agentforce 收入在公司整体 CRM Agentforce 占比为 60% 的假设下，预计 26 财年有望带来 5 亿美金左右 Agentforce 收入。

图表 46: Salesforce Agent 对 2026FY 营收增量测算

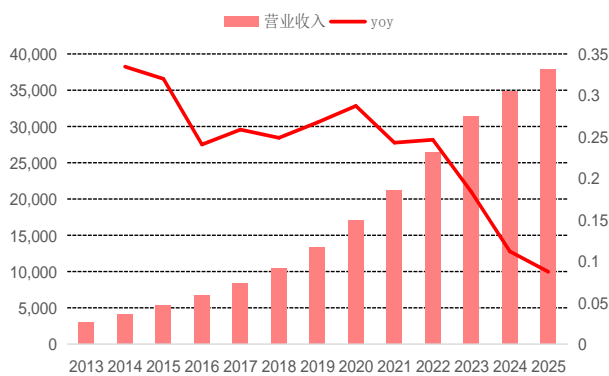
	悲观	中性	乐观
Service 产品 (M\$)	9943	9943	9943
假设每席位月度 ARPU (\$)	275	275	275
假设年度 ARPU (\$)	3300	3300	3300
总席位	3013030	3013030	3013030
假设 AgentForce 渗透率 (%)	5%	10%	15%
使用 Agentforce 员工数量	150652	301303	451955
假设 Service 单人工成本 (%)	45000	50000	55000
假设 Agentforce 生产力提升比例	5%	20%	25%
AgentForce 产生价值 (M\$)	339	3013	6214
SalesForce 获得价值差比例	5%	10%	15%
<b>Service Agentforce 收入 (M\$)</b>	<b>17</b>	<b>301</b>	<b>932</b>
Service 产品总收入	9960	10244	10875
价值提升比例 (%)	0.17%	3.03%	9.38%
假设 Service Agent 占 CRM Agent 比例	80%	60%	30%
<b>total CRM Agent 收入</b>	<b>21</b>	<b>502</b>	<b>3107</b>

资料来源: 公司官网, 中信建投

## 四、财务分析

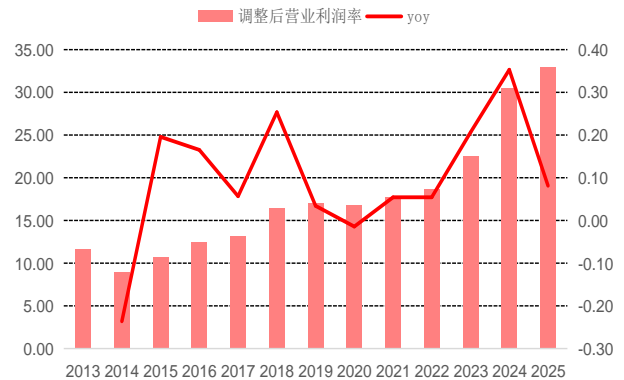
公司进入成熟期，营收增速趋于稳定，未来利润尚有提升空间。随着 CRM 行业市场区域成熟，且市场份额相对稳定，公司营收增速逐步趋于稳定，公司 2023-2025FY 营收分别为 314、349、379 亿美元，分别同比增长 18%、11%、9%；但是公司经调整营业利润率增速快于营收增速，2023-2025FY 公司调整后营业利润率分别为 23%、31%、33%，公司 SaaS 业务边际收入远大于边际成本，未来公司利润率有望进一步提升。

图表 47：公司营收及同比（M\$、%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

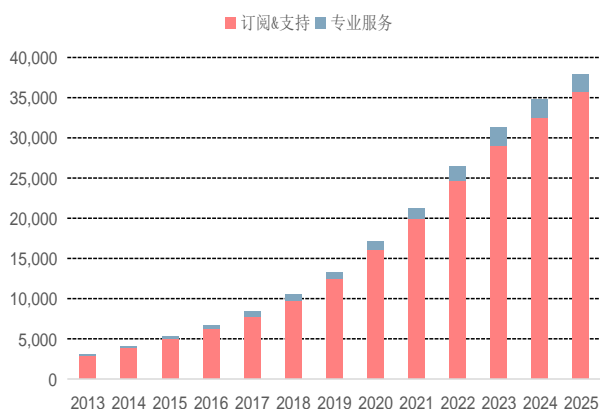
图表 48：公司经调整营业利润及同比（M\$、%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

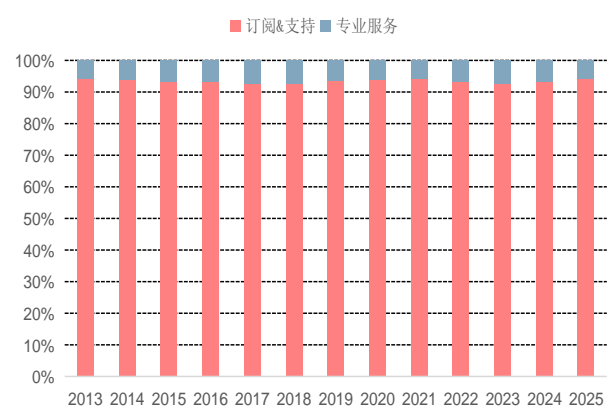
公司业务分为订阅&支持和专业服务业务，主要营收与利润来源于订阅&支持业务。公司营收贡献来自订阅&支持业务（该部分主要包括服务云、销售云、营销&商业云、平台&其他业务），2023-2025 财年公司该业务营收分别为 290、325、357 亿美元，分别同比增长 18%、12%、10%；在公司整体营收的占比为 92.6%、93.3%、94.2%；专业服务业务主要包括一些项目定制化以及咨询业务，该业务对利润贡献相对较低，2023-2025 财年该业务营收贡献比例分别为 7.4%、6.7%、5.8%；占比持续下降。

图表 49：公司营收业务分项（M\$）



资料来源：Bloomberg，中信建投

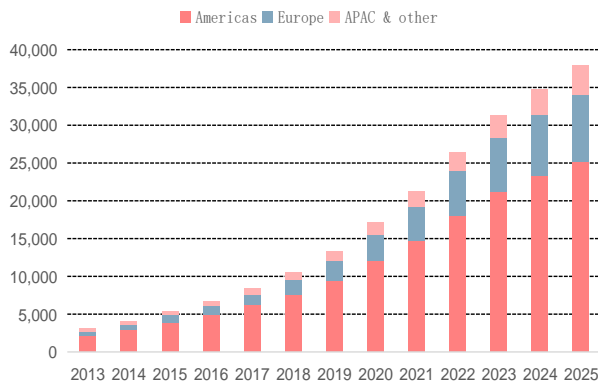
图表 50：公司营收分项占比（%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

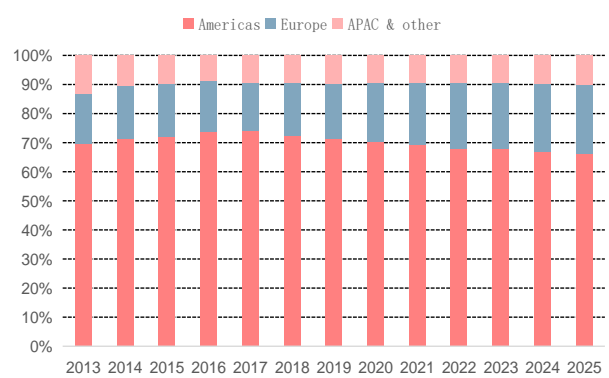
从市场分布来看，公司营业收入主要来自美国和欧洲市场，其中美国占比近 70%。2025 财年公司来自美国、欧洲、APAC&其他市场的营收分别为 251、89、39 亿元，分别同比增长 8.0%、9.4%、12.2%；其中大部分收入来自欧美市场，2025 财年公司营收中三块市场的营收占比分别为 66.3%、23.5%、10.2%；2023-2025 美国这部分主要市场营收分别为 213、233、251 亿美元，分别同比变化 19.2%、9.6%、8.0%。

图表 51：公司营收地域分项（M\$）



资料来源：Bloomberg，中信建投

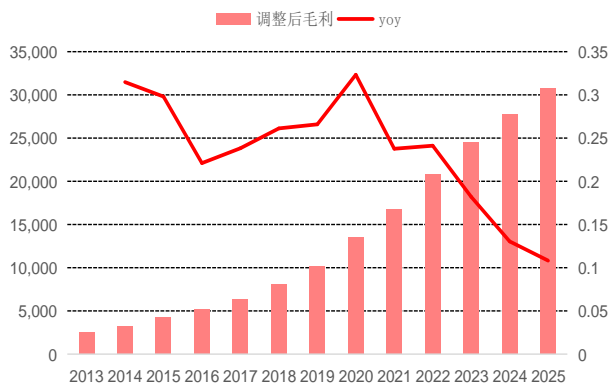
图表 52：公司营收地域分项占比（%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

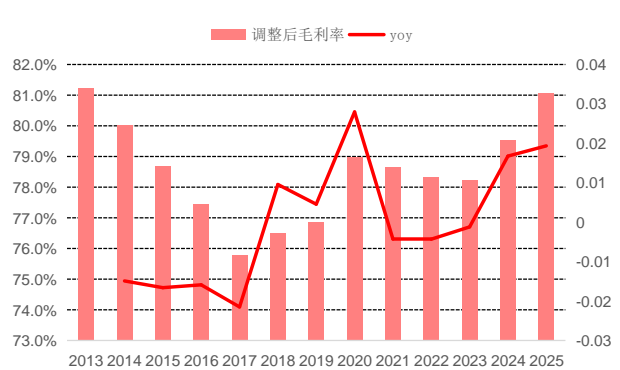
公司调整后毛利增速稳健，快于公司营业收入增速。2023-2025 FY 公司调整后毛利分别为 245、277、307 亿美元，分别同比增长 18.2%、13.0%、10.8%；公司近年来降本增效战略比较显著，公司调整后毛利率持续提升，2023-2025 FY 公司调整后毛利率分别为 78.2%、79.5%、81.1%，分别同比变化-0.1%、1.7%、1.9%，增速快于公司营收增速。随着公司增量边际营收远远大于收入成本，预计公司后续调整后毛利率有望进一步增长。

图表 53：公司调整后毛利及同比（M\$、%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

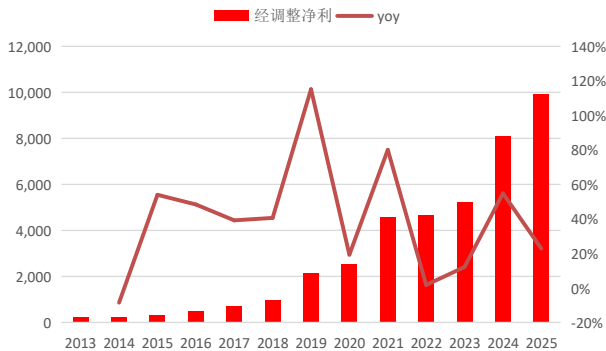
图表 54：公司调整后毛利率&同比（M\$、%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

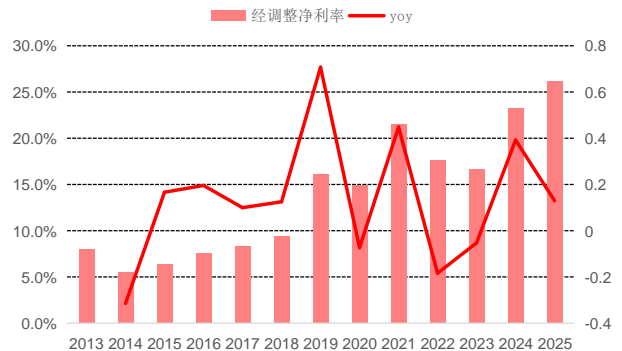
公司经调整净利润仍具备较快增速，主要系公司营业费用率持续降低。由于 2023 财年以来公司降低并购等动作叠加公司持续进行降本增效，因此公司利润率释放节奏明显快于公司营收增速。2023-2025 财年公司经调整净利润分别为 52、81、99 亿美元，分别同比增长 12.1%、54.8%、22.8%，利润增长明显快于营收增长；2023-2025FY 公司的经调整净利润率分别为 16.7%、23.2%、26.2%，分别同比变化-5.3%、39.2%、12.9%。我们看好公司后续持续的利润释放能力。公司营业费用率处于持续降低趋势，2023-2025FY 公司营收费率为 53%、41%、36%、管理费用率为 10%、8%、8%；研发费用率为 18%、15%、14%。

图表 55: 公司经调整净利润&同比 (M\$, %)



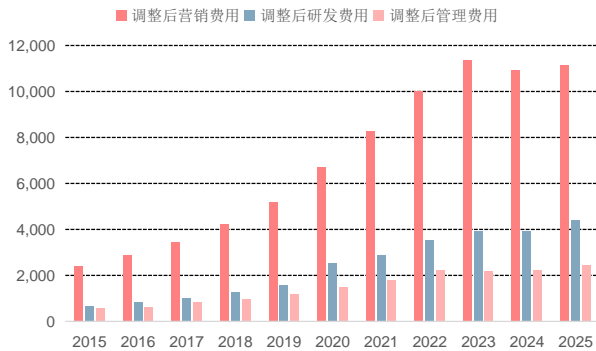
资料来源: Bloomberg, 中信建投

图表 56: 公司经调整净利率&同比 (M\$, %)



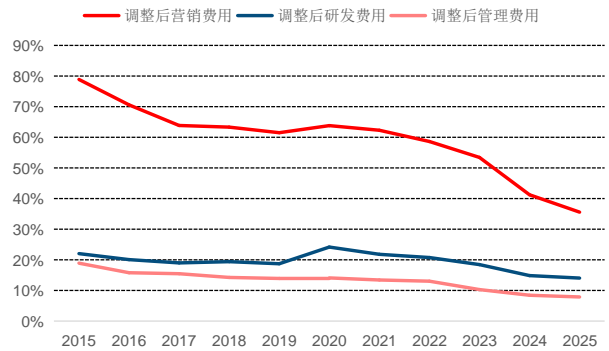
资料来源: Bloomberg, 中信建投

图表 57: 公司营业费用 (M\$)



资料来源: Bloomberg, 中信建投

图表 58: 公司三费率 (%)

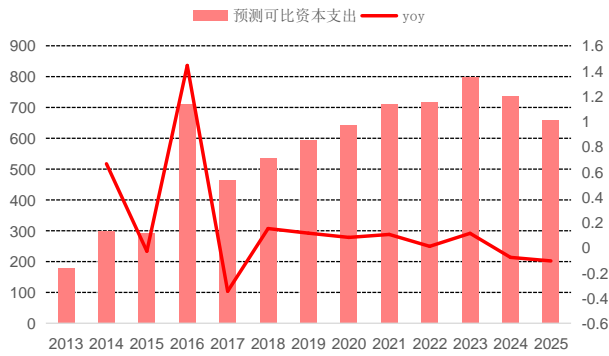


资料来源: Bloomberg, 中信建投

公司资本支出逐渐降低, 现金流表现稳健。从资本支出角度来看, 公司近年来资本支出持续降低, 2023FY-2025FY 公司资本支出分别为 7.98、7.36、6.58 亿美元, 分别同比变化-11.3%、-7.8%、-10.6%; 公司现金流保持相对稳健。其中经营性现金流持续提升, 2023FY-2025FY 公司经营性现金流分别为 71、102、131 亿美元, 分别同比增长 19%、44%、28%。

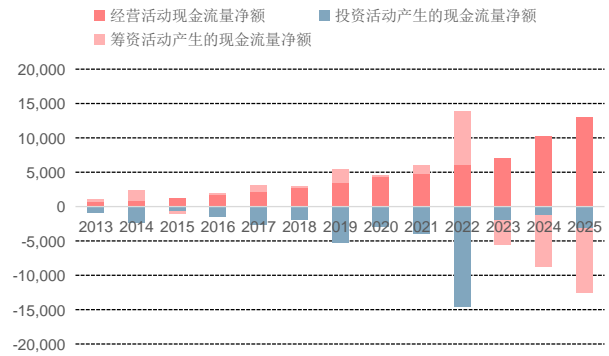


图表 59：公司资本支出及同比 (M\$, %)



资料来源: Bloomberg, 中信建投

图表 60：公司现金流 (M\$)



资料来源: Bloomberg, 中信建投

## 五、估值&盈利预测

**盈利预测：**我们预计公司 26-27 FY 营收为 412、449 亿美元，增速分别为 8.8%、8.9%；其中订阅&支持业务营收为 390、426 亿美元，同比增长 8.6%、9.2%；专业服务业务营收为 22、22 亿美元，分别同比变化为 0%、0%。

公司 26-27 FY 经调整净利润分别为 109、124 亿美元，分别同比增长 10.2%、13.3%。

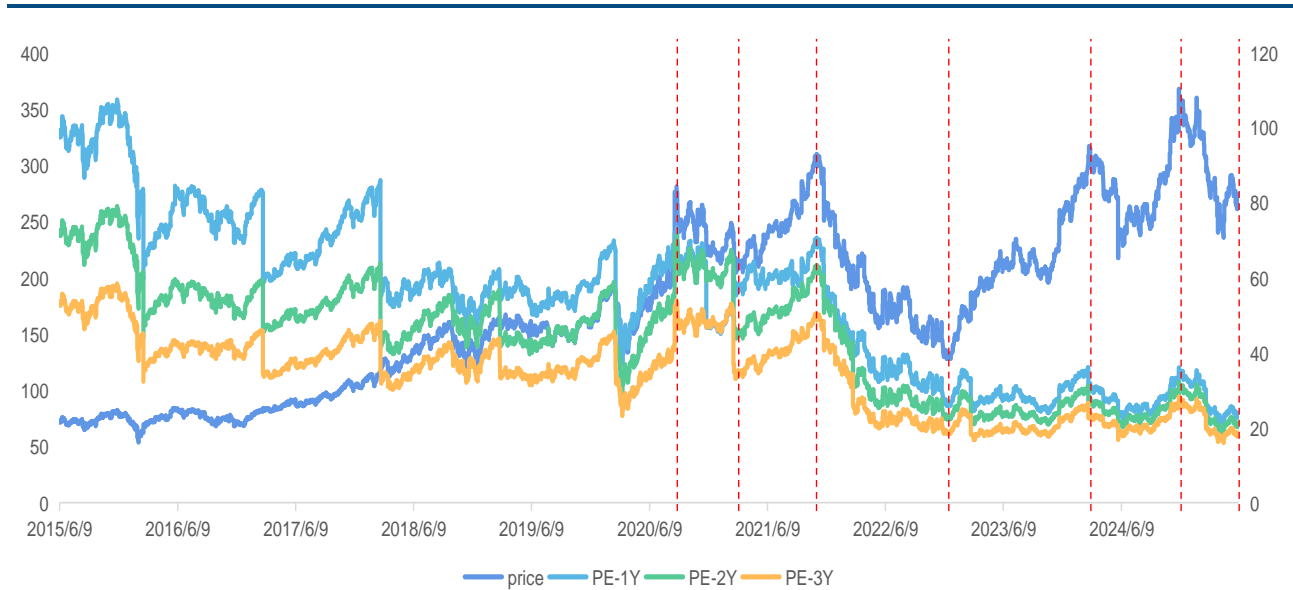
图表 61：Salesforce 营业收入测算（M\$、%）

财年	2023 A	2024 A	2025 A	2026 E	2027 E
<b>Subscription&amp;Support</b>	<b>29021</b>	<b>32537</b>	<b>35679</b>	<b>38998</b>	<b>42647</b>
yoy	17.7%	12.1%	9.7%	8.6%	9.2%
of total	92.6%	93.3%	94.2%	94.6%	95.1%
Sales	6831	7580	8322	9129	10033
yoy	14.1%	11.0%	9.8%	9.7%	9.9%
of total	21.8%	21.7%	22.0%	22.2%	22.4%
Service	7369	8245	9054	9914	10906
yoy	13.8%	11.9%	9.8%	9.5%	10.0%
of total	23.5%	23.7%	23.9%	24.1%	24.3%
Platform&Others	5967	6611	7247	7935	8689
yoy	32.3%	10.8%	9.6%	9.5%	9.5%
of total	19.0%	19.0%	19.1%	19.3%	19.4%
Marketing & Commerce	4516	4912	5281	5667	6063
yoy	15.7%	8.8%	7.5%	7.3%	7.0%
of total	14.4%	14.1%	13.9%	13.7%	13.5%
Integration & Analytics	4338	5189	5775	6353	6956
yoy	14.7%	19.6%	11.3%	10.0%	9.5%
of total	13.8%	14.9%	15.2%	15.4%	15.5%
<b>Professional Services &amp; Other</b>	<b>2331</b>	<b>2320</b>	<b>2216</b>	<b>2216</b>	<b>2216</b>
yoy	27.0%	-0.5%	-4.5%	0.0%	0.0%
of total	7.4%	6.7%	5.8%	5.4%	4.9%
<b>total revenue</b>	<b>31352</b>	<b>34857</b>	<b>37895</b>	<b>41214</b>	<b>44863</b>
yoy	18.4%	11.2%	8.7%	8.8%	8.9%

资料来源：Bloomberg，中信建投

从预期 PE 角度来看，公司目前估值处于历史底部，压制估值原因我们认为主要：1) 营收增速降至个位数，未来的发展空间受限；2) AI 产品商业化进展尚未明确；3) 市场对 INformatica 的收购保持谨慎态度；4) 宏观高利率环境下对估值的压制。我们看好公司后续的发展，一方面降息周期有望逐步开启，同时 AI 商业化逐步推进，看好公司与 INformatica 公司的协同效应。

图表 62: Salesforce 股价与预期 PE 对比 (\$)



资料来源: Bloomberg, 中信建投

考虑到公司的行业龙头效应叠加未来 AI 受益逻辑，我们给予公司 26 FY 27 倍 PE 预期，对应目标价为 307 美元，首次覆盖给予 Salesforce “买入” 评级。

图表 63: Salesforce 可比公司相对估值 (亿\$)

公司	市值	25E 经调整净利润	26E 经调整净利润	25-PE	26PE
Hubspot	282	5	6	57	46
Adobe	1606	89	98	18	16
Microsoft	35500	982	1121	36	32
Servicenow	2015	35	42	58	48
Sap	3355	81	96	42	35
Workday	636	23	28	27	23
Monday	142	2	2	77	58
Intuit	2072	55	63	38	33
Atlassian	497	9	12	53	43
Freshworks	44	2	2	27	22
<b>average</b>				<b>43</b>	<b>36</b>

资料来源: Bloomberg, 中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

## 风险提示

1) 欧美主要市场宏观经济衰退导致市场需求不足风险；2) 地缘政治冲突导致风险；3) 海外 IT Budget 未如预期增长风险，以及公司内部 IT Budget 未向 SaaS 软件倾斜风险；4) 在和微软等竞对竞争过程中，公司成熟产品市场份额丢失风险；5) AI 降本增效导致裁员带来的订阅业务席位减少风险；6) 公司 Agentforce 等 AI 产品技术成熟度不足，有效市场不足，成本过高等风险，带来公司剩余履约价值下行风险；7) 潜在通胀导致的公司营收成本和经营成本上行风险；8) 公司 Capex 投入过高以及投资过高导致的现金流承压风险；公司营收&利润或存在不及预期的风险。

### 敏感性测算：

图表 64：Salesforce 目标价的敏感性测算（M\$、%）

	26FY 经调整净利润 (亿美元)	对应增速	预期 PE	target price (\$)
悲观	102	2.5%	24	254
中性	109	10.2%	27	307
乐观	117	17.9%	30	366

资料来源：Bloomberg，中信建投

## 报表预测 (M\$, %)

资产负债表					利润表				
	2024	2025	2026E	2027E		2024	2025	2026E	2027E
货币资金	14194	14032	19147	28052	销售收入	34857	37895	41214	44863
应收账款	11414	11945	12991	14141	销售成本	8541	8643	9067	9735
预付款项	1561	1779	1935	2106	销售和管理费用	15411	16093	16486	17497
流动资产总计	29074	29727	36216	46633	研发费用	4906	5493	5770	6057
股权投资和长期投资	4848	4852	4852	4852	营业利润	5011	7205	9039	10703
非流动资产合计	70749	73201	74810	74570	税前利润	4950	7438	9272	10936
资产总计	99823	102928	111027	121204	所得税	814	1241	1547	1825
其他流动负债	25632	27980	28992	30812	净利润	4136	6197	7725	9111
流动负债合计	26631	27980	28992	30812	EBITDA	10834	13010	12114	14602
长期债务	8427	8433	8433	8433	经调整净利润	8087	9930	10944	12399
其他非流动负债	5119	5342	5342	5342					
非流动负债合计	13546	13775	13775	13775	<b>主要财务比率</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
负债合计	40177	41755	42767	44587	成长能力				
股东权益合计	59646	61173	68259	76617	销售收入增长率	11.2%	8.7%	8.8%	8.9%
负债和股东权益合计	99823	102928	111027	121204	净利润增长率	1888.5%	49.8%	24.7%	17.9%
					盈利能力				
<b>现金流量表</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	毛利率	75.5%	77.2%	78.0%	78.3%
税后经营利润	4187	6003	7531	8917	净利率	11.9%	16.4%	18.7%	20.3%
经营性现金净流量	10234	13092	10010	12891	ROE	6.9%	10.1%	11.3%	11.9%
投资性现金净流量	-1327	-3163	-3906	-2906	估值倍数				
筹资性现金净流量	-7477	-9429	-990	-1080	PE (Non-GAAP)	32.9	26.8	24.3	21.5
现金流量净额	1430	500	5115	8906	P/S	7.6	7.0	6.5	5.9

资料来源：公司公告，iFmD，中信建投证券

## 分析师介绍

### 崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技龙头公司研究。2024 新财富海外市场研究第五名；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。

### 向锐

本科毕业于武汉大学，硕士毕业于中国人民大学金融学专业，2022 年加入中信建投证券，主要研究游戏电商/美股科技/AI 方向。

## 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的 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。	买入	相对涨幅 15% 以上
	增持	相对涨幅 5%—15%
	股票评级 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
	强于大市	相对涨幅 10% 以上
	行业评级 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