

公司報告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

Veeva System (VEEV US)

赋能生命科学行业数智化转型的高质量成长标的

- 我们看好Veeva作为全球医药与生命科学行业的数字化基础设施，其Vault平台已深度嵌入全球药企的研发、注册与商业化核心流程，成为行业合规与数据流通的事实标准。
- 我们通过分析未来的竞争格局，认为Veeva在稳健盈利与智能化成长间实现良性平衡，当前估值相较长周期成长空间仍具上行弹性。
- 首予增持评级，基于DCF目标价350.9美元，对应FY26E / FY27E的P/E为44.5x / 38.2x。

从垂直SaaS龙头迈向智能化平台，踏上“平台自主+AI赋能”成长拐点

医药与器械行业专业性强、监管严格、流程复杂，当前产业链正从研发到商业化的各环节加速迈向智能化与合规化并行的数智化阶段。

凭借对生命科学业务流程和监管体系的深刻理解，以及18年的纵向积累，Veeva在Salesforce、Oracle等通用SaaS巨头主导的市场中脱颖而出，构建了覆盖研发、注册与商业化全周期的行业级数字基础设施；目前公司已服务全球约1500家医药与生命科学企业，其中包括绝大部分跨国药企，

市场地位稳固且商业模式具备长期扩张空间。面向生命科学的可服务市场约200亿美元，我们认为未来增长将来自现有客户的交叉/向上销售。

当前，Veeva正处于“平台自主化、数据驱动化与智能化”三大结构性拐点的起点阶段，有望开启下一段的增长周期。1) 平台自主化方面，公司正将商业端业务从Salesforce迁移至自研Vault平台，优化成本结构，同时强化系统整合，为客户提供端到端的一体化体验；2) 数据层面，近期与IQVIA达成和解协议，消除了长期历史性竞争与数据隔阂，推动客户在真实世界数据与商业分析环节的渗透提升；在3) 智能化方面，公司正通过Veeva AI将智能能力嵌入研发、质量与商业化全流程，推动行业生产率结构性提升。管理层预计到2030年，Veeva AI有望帮助生命科学行业整体生产效率提升15-20%，公司计划将在今年12月推出首批4个AI Agent。

中国创新药出海提速，新兴市场有望打开第二增长曲线

在医疗与生命科学行业，我们通过下游客户访谈观察到，中国区业务有望成为Veeva另一条重要增长曲线。公司早在2016年就推出了面向服务本土市场的China CRM Suite，帮助药企以数字化方式管理药物上市全流程，实现运营合规与降本增效。随着中国创新药出海步伐加快，全球监管趋严正推动Veeva的合规与质量模块需求快速上升，我们认为符合国际标准的数字化合规体系将成为创新药出海的“必备基础设施”，Veeva则是主要受益者。

稳健基本面与AI成长共振，首次覆盖予“增持”评级，目标价350.9美元

我们认为，Veeva兼具稳定盈利与长期成长的稀缺特征，是典型的“质量投资(Quality Investment)”标的；公司财务结构健康，现金流充沛、负债率极低，Rule of 40(自由现金流率+收入增速)稳定维持在50%以上。与此同时，Veeva通过垂直一体化平台构筑深厚护城河，在降息周期带来的需求复苏与AI应用深化的双轮驱动下，估值与成长预期有望共振上行。

主要风险：1) 药企销售队伍缩减、2) 数据与地缘风险、3) 宏观利率波动、4) 平台迁移及 5) AI落地监管风险。

| 百万美元 | 2024A | 2025A | 2026A | 2027E | 2028E |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 收入 | 2,364 | 2,747 | 3,162 | 3,634 | 4,151 |
| 同比 | 10% | 16% | 15% | 15% | 14% |
| 毛利润 | 1,686 | 2,047 | 2,445 | 2,856 | 3,300 |
| 归属股东净利润 | 526 | 714 | 945 | 1,159 | 1,406 |
| 同比 | 8% | 36% | 32% | 23% | 21% |
| 经调整 P/E (x) | n.a | n.a | 44.5 x | 38.2 x | 31.9 x |

资料来源：彭博、公司、招商证券(香港)预测 基于DCF目标价推算的市盈率倍数

陈泓道

+852 3189 6142

georgechen@cmschina.com.hk

谭震，PhD

+852 3189 6288

zhentan@cmschina.com.hk

陈铸鸿，PhD

+852 3189 6354

jonahchen@cmschina.com.hk

与市场的预期差

市场关注点仍集中于北美核心业务，而对中国创新药出海加速带来的合规与质量数字化增量空间反映不足。

增持

| | |
|----------------------|-----------------|
| 股价(2025年10月10日) | 286.6美元 |
| 12个月目标价 (上涨/下跌空间) | 351美元 (+22%) |

股价表现



资料来源：彭博

| | 1m | 6m | 12m |
|--------------|-------|-------|-------|
| Veeva System | 2.6% | 31.5% | 35.6% |
| 纳斯达克指数 | 0.96% | 29.6% | 19.5% |

资料来源：彭博

重要数据

| | |
|-------------|-----------|
| 52周股价区间(美元) | 201 - 310 |
| 公司市值(百万美元) | 46,970 |
| 日均成交额(百万美元) | 371.9 |

生命科学行业的隐形基础设施—KOL 眼中 Veeva 的价值地位 我们从专家访谈中整理了各个维度有关 Veeva 的行业竞争力的评价

数据统一与全球上市:

- “跨国新药上市最怕的就是各市场数据割裂，延误推广。采用 Veeva 的原因就是为了把不同区域的销售、医学和市场数据打通，这能帮我们节省 6-12 个月的准备期。”— *Former Digital Lead, Novartis/Leo Pharma* (负责商业数字化转型)

销售合规与市场推广 (CRM):

- “在医药行业，Veeva 几乎是唯一的 CRM 选择。它不仅帮销售代表追踪医生互动，还能确保采样合规，FDA 审计时随时能调出清晰的记录。”— *Former Executive Consultant, Boehringer Ingelheim*, 覆盖心血管业务

AI 驱动的销售洞察:

- “Veeva 能实时提醒你：某位医生刚刚开了竞争对手的药，你该立即拜访。这些 AI 生成的 *suggestions*，真正改变了销售代表的日常。”— *Former Specialty Sales Rep, Harmony Biosciences* (罕见病销售经理)

大型研发管线合规:

- “我们公司同时在跑 60 多个临床试验，产生的质量与合规文档海量。Veeva Vault 让所有数据集中管理，并提供审计追踪，确保任何修改都可追溯。这在 IND 和 BLA 申报时至关重要。”— *Former Head of Discovery, argenx* (主管生物药研发，负责管线与合规文件)

数据追踪与版本管理:

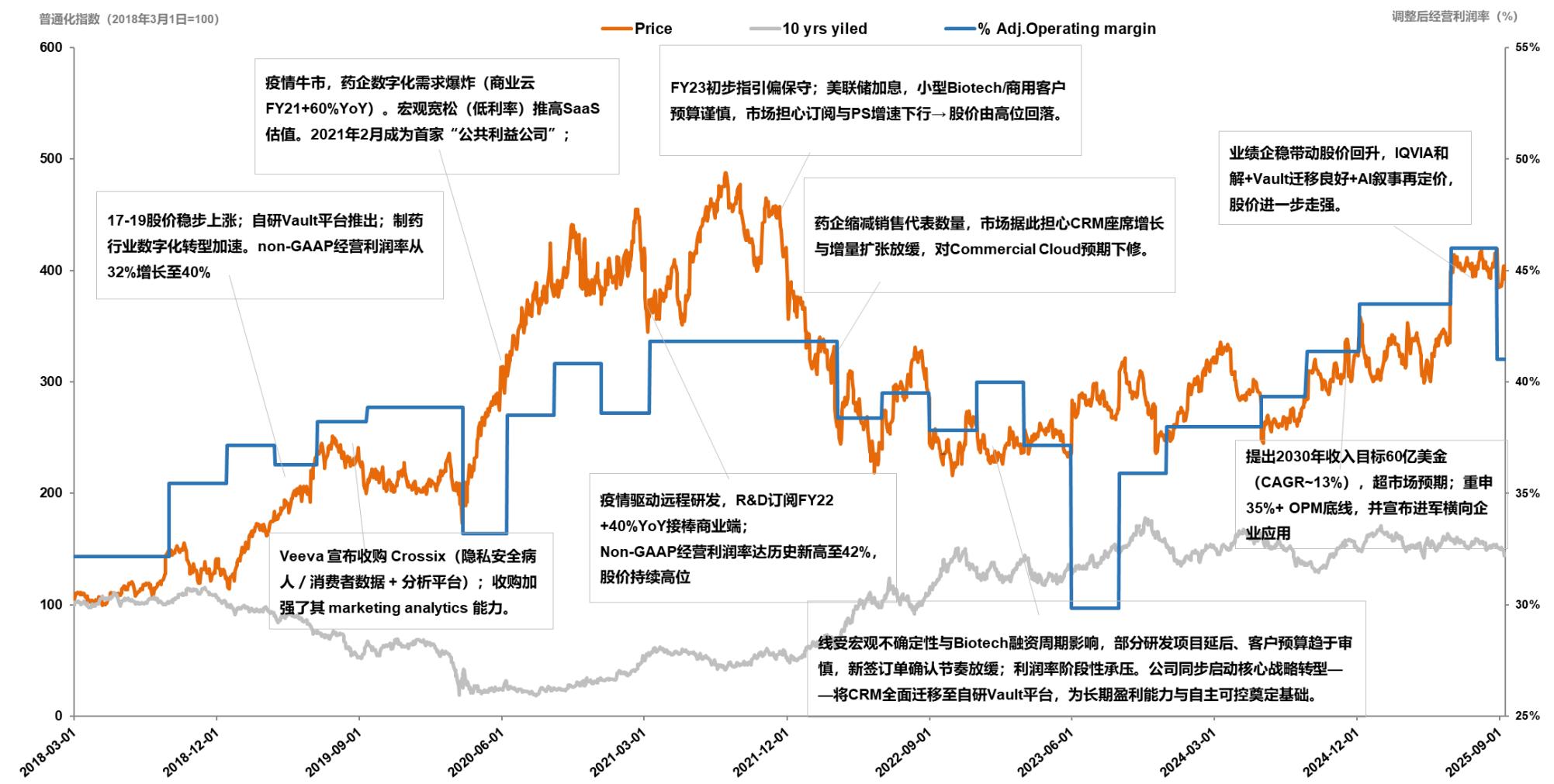
- “Vault 的最大价值之一是能精确追踪每份文档的版本和签批。谁在什么时候改过，全部有审计轨迹。在 FDA 审计时，这帮我们避免了巨大风险。”— *Former Head of Discovery, argenx* (两年使用 Vault 进行临床/质量数据管理)
- “在 Veeva，我们被灌输了一种纪律：要小心翼翼地安排你的时间……即使有客户挥舞着 500 万美元的支票，如果这个需求会让我们偏离达成 10% 市场份额的目标，那就不值得去做。”
- “我们曾对像诺和诺德和 LEO Pharma 这样的公司说‘不’……‘我们很高兴与你们交流我们的计划，但我们还没有为欧洲市场做好准备，请你们再等两年’。我从未在任何我工作过的其他公司见过这种情况。”— *Former Director, Veeva Systems* (内部管理者)

资料来源：Alpha Sense

.....IQVIA 已经出局了。他们的 CRM 产品早已过时。我们正在与 Salesforce 竞争。但他们还没有产品。
— Veeva 商业战略副总裁 Paul Shawah (3Q25 业绩会)

股价复盘

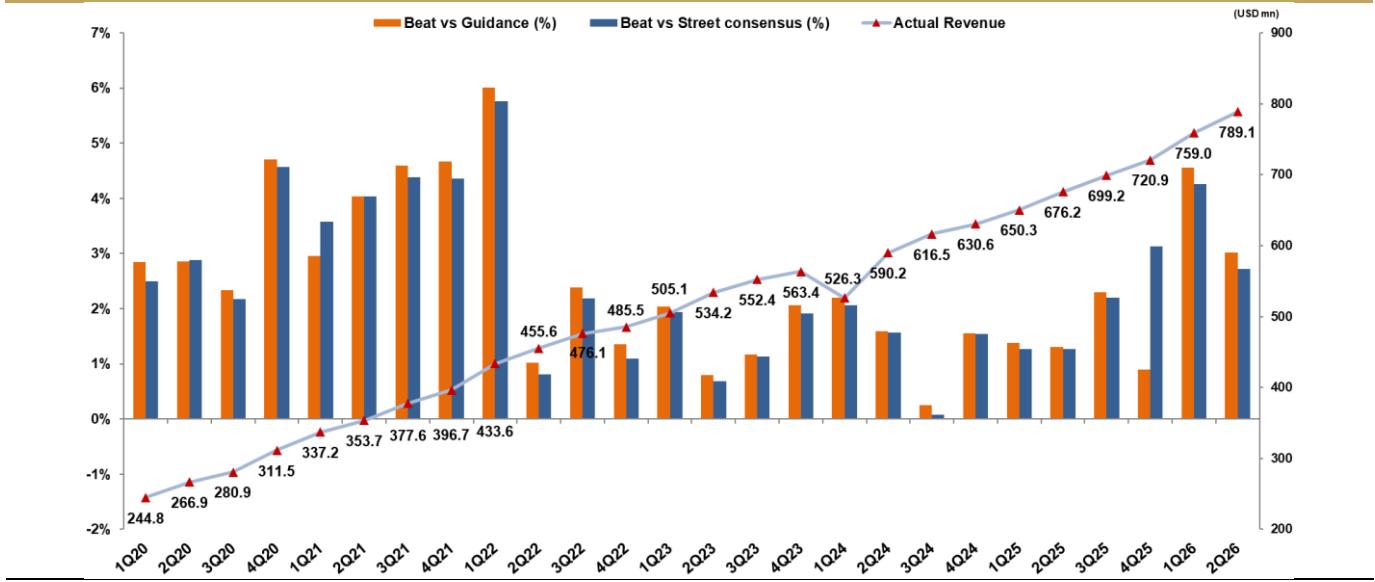
图1: Veeva股价与经营利润率复盘; 股价(橙色)走势与宏观利率(灰色)及经营利润率(蓝色)高度相关



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)整理

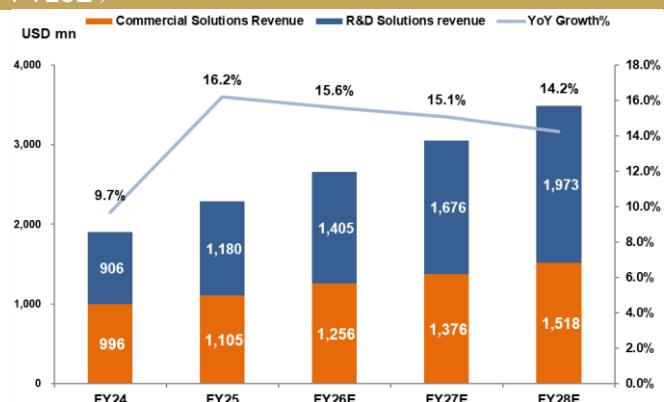
重点图表

图2: Veeva已连续26个季度超越指引和市场一致预期。即使在2022–2024年全球医药支出收紧,公司依然实现稳健增长,印证其订阅业务模式具备高度可预测性与抗周期韧性以及卓越的公司治理能力。



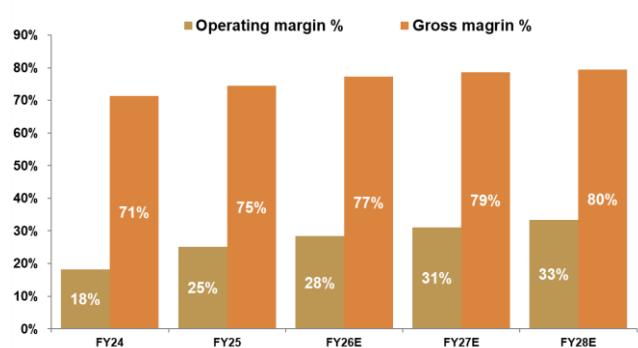
资料来源:彭博、公司数据、招商证券(香港)

图3:招商证券国际对Veeva未来三年收入预测(FY26–FY28E)



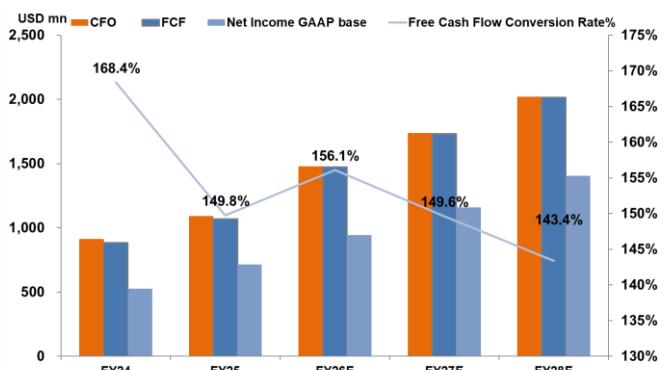
资料来源:公司数据、招商证券(香港)预测

图5: GAPP口径毛利/经营利润率预测(FY26E–FY28E)



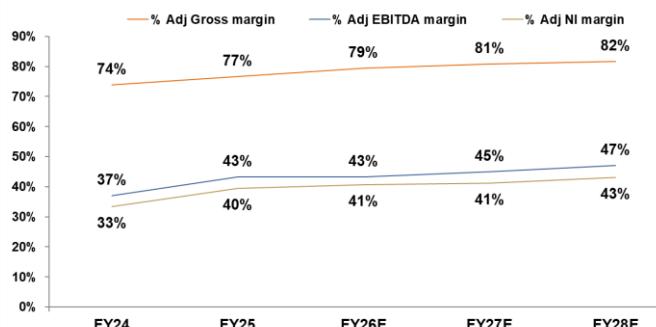
资料来源:公司数据、招商证券(香港)预测

图4: 稳健增长与高自由现金流转换率驱动的可持续盈利模式(FY26–FY28E)



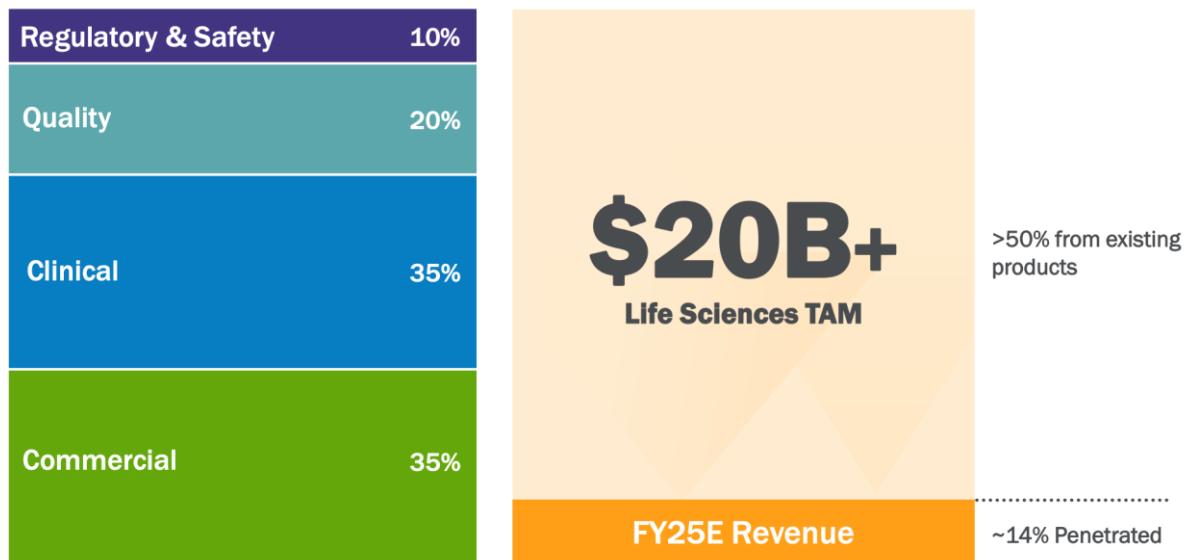
资料来源:公司数据、招商证券(香港)预测

图6: 经调整毛利率、经营/利润率预测(FY26–FY28E)



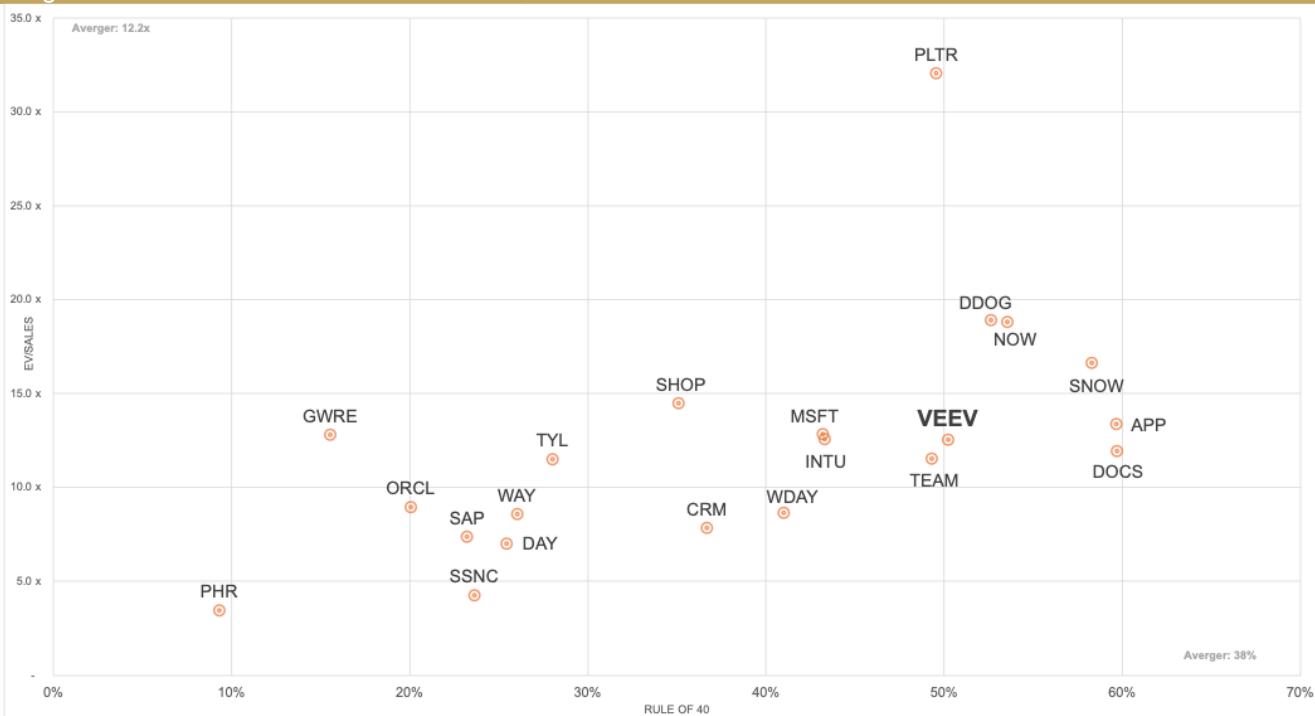
资料来源:公司数据、招商证券(香港)预测

图7: 根据公司测算, Veeva面对的是一个超过200亿美元的广阔市场, 目前渗透率仅为14%



资料来源：公司资料

图8: Veeva在SaaS与AI软件估值矩阵中的相对位置, 按照SaaS行业常用的“Rule of 40”标准(营收增速与FCF Margin之和大于40%), Veeva的50%处于优秀区间,



资料来源：彭博、招商证券（香港）注*横轴为“Rule of 40”(营收增速+FCF Margin)，纵轴为 EV/Sales。行业均值12.2x EV/Sales, 38% FCF Margin。Veeva处于50%优秀区间，作为制药与生命科学垂直领域的龙头，壁垒高、可替代性低，当前估值凸显其投资吸引力，在增长与盈利均衡的前提下估值偏低。我们采用自由现金流率而非传统利润率，是因为FCF更能真实反映SaaS企业的现金创造能力，避免会计处理和股权激励的干扰，也更适合跨领域比较。

投资逻辑

Veeva 作为生命科学领域的垂直 SaaS 龙头，凭借在高合规、高壁垒市场的长期深耕，构筑了稳健可持续的成长模型，是数字化与智能化浪潮下最具代表性的长期投资标的。其核心竞争力体现在：

- 在该赛道的绝对领先地位（覆盖全球 80% 以上药企销售团队，在临床研发管理系统中被全球前 20 大制药公司和其他主流药企广泛采用）
- 贯穿药物研发与商业化的高集成产品体系，以及可验证的长期增长路径
- 长期高速增长：公司长期保持双位数增长，并在 2024 年投资者日提出“2030 年实现 60 亿美元营收”目标

我们分析，未来 Veeva 能在以下方面释放其业务及利润的上行空间：

1. 行业层面：药企数字化需求加速释放，TAM 空间广阔。

Veeva 的市场空间是一个超 200 亿美元生命科学数字化市场，主要来自研发与商业场景（各占约 35%），目前渗透率仅约 14%，成长空间充足。过去十年全球药企研发与管理支出年复合增速达 6-8%，为公司长期成长提供稳固需求基础。目前 Veeva 客户数接近 1,500 家，已基本覆盖全球主流跨国药企和生物技术公司（如默沙东、GSK、翰森制药等）；我们认为未来收入增量将主要来自对现有客户的交叉销售（Cross-sell）与新模块拓展（Upsell）推动 Veeva 在高壁垒垂直市场中持续扩大份额。

图9：研发云客户多模块采纳加速，使用5个产品或以上客户增速近5年CAGR达33%

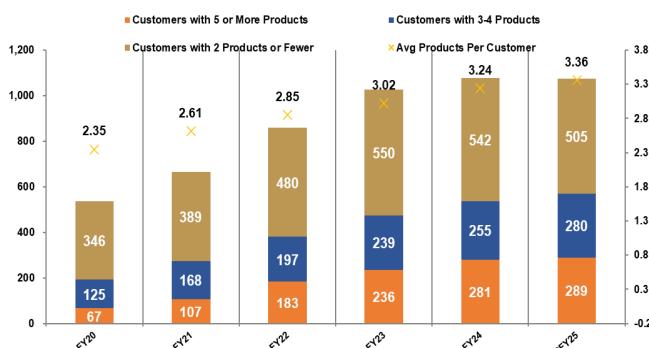
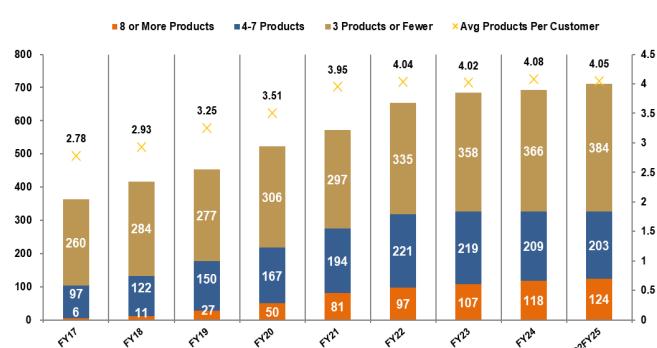


图10：商业云交叉销售驱动产品深度扩展，使用8个产品或以上客户增速近8年CAGR达45%



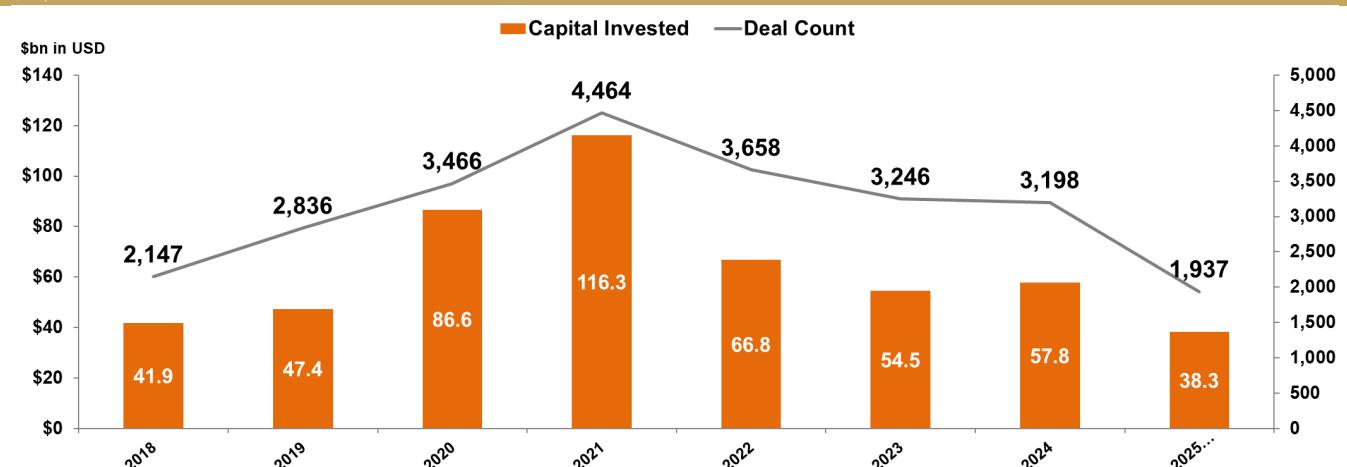
资料来源：公司数据、招商证券（香港）

资料来源：公司数据、招商证券（香港）

2. 宏观层面：降息周期助推中小型生物制药客户预算修复

Veeva 约 35% 的收入来自中小型生物制药客户（SMB），该群体在 2022-2024 年受融资收紧与资本开支下滑影响，成为市场担忧的主要来源之一。随着美联储降息周期临近、资金成本回落，SMB 预算有望恢复增长。历史上 Veeva 股价与 10 年期美债收益率高度负相关（见图 1），估值修复与强劲基本面有望形成共振，为公司带来新一轮上行契机。

图11：2018年到2025年9月全球生物科技PE/VC和IPO融资趋势，2024年开始回暖，2025年有望回到2022年以上水平



资料来源：pitchbook 招商证券（香港）

3. 公司自身层面：迎来战略拐点，平台转移、Agentic AI 与数据限制解除三重共振

Veeva 依托对生命科学流程与合规的深度理解，在 Salesforce、Oracle 等巨头夹缝中突围，正迎来智能化、数据化与平台自主化的三重拐点。

- a. Vault 平台转移标志着公司从生态附属向自研平台跃迁，既提升系统集成效率，又削减 Salesforce 分成；提高毛利率，为 AI 智慧化与数据云协同奠基。
- b. Agentic AI 深度嵌入 Vault 平台，使智能体能在合规环境中执行任务、生成内容，有望实现平台架构层的生产力跃迁。作为垂直 SaaS 领导者，我们认为 Veeva 凭借流程与合规壁垒，在 AI 时代展现出独特韧性与护城河。
- c. 与 IQVIA 和解打通长期数据壁垒，Veeva 获得合法访问其商业数据库的权利，CRM、Crossix 与 Data Cloud 可实现数据互通。将显著强化 Veeva 提升交叉销售潜力与高毛利数据业务占比。

4. 新兴市场驱动：中国创新药出海加速，新兴市场增长前景明朗：

随着中国创新药加速国际化，Veeva 正成为出海药企的“合规底座”。全球监管趋严正推动的合规与质量模块需求快速上升。随着 FDA、EMA 等机构将数据完整性监管从 GMP 前移至临床阶段，数据质量已成为中国创新药出海的关键门槛。Veeva Vault 平台可帮助药企构建统一的临床与质量管理体系，实现从研究中心、患者到药企的全程数据闭环。系统具备审计追踪 (Audit Trail) 与远程审计预演 (Audit War Room) 功能，显著提升审查透明度与通过率。客户案例包括：复宏汉霖通过 Veeva 研发云整合方案，将 TMF 搭建时间缩短逾 50%；翰森制药借助 Vault CTMS 与 QualityDocs 强化多国临床协作与质量管理。

随着更多药企迈向 FDA/EMA 注册阶段，标准化合规系统需求将持续释放，Veeva 有望在中国与其他新兴市场开启新的增长曲线。

5. 优秀的财务基本面：Veeva 财务结构稳健、流动性充裕：

Veeva 是垂直 SaaS 领域最具韧性的公司之一。公司手持超 50 亿美元现金，自由现金流转换率常年保持 140% 以上，并有着连续 20 多个季度业绩超预期的记录，展现出卓越的财务纪律。

凭借高毛利、高自由现金流转换率与低资本开支，公司在扩张过程中保持稳健的财务纪律与资本效率，确保增长具备可持续性。其市值与日均成交额均居垂直 SaaS 板块前列，反映出投资者对其长期盈利模式与行业领导地位的高度信任。

目錄

| | |
|--|----|
| 公司简介 | 9 |
| Veeva 产品概览：以 Vault 平台为核心提供端到端产品矩阵 | 12 |
| 研发云 (R&D Cloud)：渗透绝大多数 Top-20 制药，核心模块奠定行业标准 | 14 |
| 商业云 (Commercial Cloud) 龙头地位稳固，Veeva 产品套件覆盖全球约 80% 医药销售代表 | 16 |
| 我们看好未来公司的战略拐点，旗下 Vault CRM 将带领 Veeva 进入利润释放与生态整合新周期 | 19 |
| 数据云：与 IQVIA 良性竞争，打造生命科学全域数据底座 | 21 |
| Veeva AI：从平台智能到生态智能的稳健进化 | 23 |
| 竞争格局：端到端一体化壁垒巩固，行业竞争由 IQVIA 转向 Salesforce | 27 |
| 财务分析 | 29 |
| 收入：稳健增长的典范，持续兑现中长期目标 | 29 |
| 盈利预测 | 30 |
| 费用分析：FY25 经营杠杆显著放大 | 33 |
| 费用预测：毛利率扩张驱动利润率回升 | 34 |
| 经营效率与同行对比 | 37 |
| 运营资本和资产负债表 | 38 |
| 估值 | 39 |
| 投资风险 | 42 |
| 附录：Veeva 商业、临床与合规产品全景表 | 43 |
| 财务预测表 | 46 |
| 投资评级定义 | 47 |

公司简介

- Veeva Systems 由 CEO Peter Gassner 创立于 2007 年，是一家专注生命科学行业的垂直 SaaS (软件即服务) 提供商，以统一平台覆盖研发到商业全流程，帮助药企提升效率并确保合规。Gassner 曾是 Salesforce 的员工，拥有 30 年以上行业经验。Veeva 最初依托与 Salesforce 的 OEM 合作，构建了基于 Salesforce 平台的 CRM 系统 (Veeva CRM)，并逐步扩展至临床、质量管理与法规合规等多个环节，覆盖了从药品研发到商业化的完整价值链。
- 2013 年，Veeva 上市成功。经过近十余年的发展，Veeva 在全球生物制药行业中建立了强大的客户基础。
- 截至 2025 年 1 月，公司共为全球 1,477 家客户提供服务，其中 1,125 家客户使用 Veeva 研发云解决方案，730 家客户使用商业云解决方案。
- 自 2021 年起，Veeva 成为首家上市的公众利益企业 (PBC)，在保持盈利性的同时，依法平衡员工、客户、社会及股东利益。公司通过开放数据生态、优化数字化临床试验平台、提升员工发展与工作灵活性等举措，践行“商业向善”的长期承诺。

图 12: PBC 是在盈利同时锁定公益目标的公司形式，Veeva 和 OpenAI 都以此模式兼顾股东回报与社会价值。



资料来源：公司官网；*Public Benefit Corporation (PBC, 公益性公司) 是一种在美国特拉华州法律 (Delaware General Corporation Law §§361–368) 下设立的特殊公司形式。兼具营利性和社会效益的双重属性，是传统公司和非营利组织之间的混合形式。

Veeva 的核心愿景是打造生命科学领域专属的“行业云” (Industry Cloud)；通过软件 (Software)、数据 (Data) 和业务咨询 (Consulting) 帮助药企和医疗科技企业实现数字化与高效运营。

在顶级制药公司中，Veeva 展现出卓越的市场渗透率。

- **研发端 (R&D solution) ,**
 - 全球前 20/20 生物制药公司已全部选择使用 Veeva eTMF 系统；
 - 19/20 家选择了 Veeva QualityDocs 质量管理解决方案；
 - 18/20 家选择了 Veeva Submissions 监管提交系统；
 - 前 20 大制药公司中有 9 家正在使用 Veeva 的 EDC 临床数据管理系统。
- **商业端 (Commerical solution) ,**
 - 全球 80% 的药企选择使用 Veeva 的 CRM 系统，是生命科学商业云领域的绝对龙头。此外 2022 年，Veeva 宣布将 CRM 从 Salesforce 的 PaaS 平台迁移至自研的 Vault 平台，7 家已承诺采用 Vault CRM 作为其商业运营基础平台（另有另外 2 家口头承诺，而竞争对手 Salesforce 只获得 3 家承诺。）

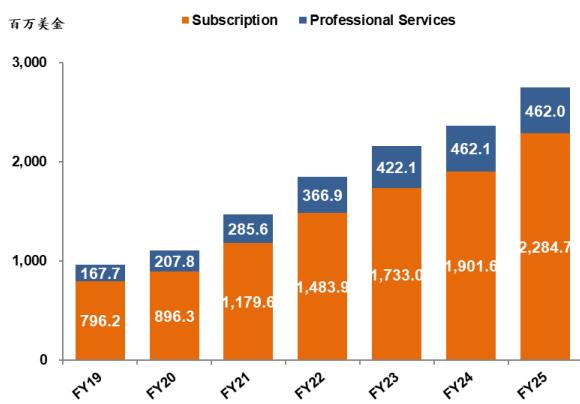
通过将商业、研发、合规、临床等解决方案统一运行在同一平台底座上，不仅实现数据互通、流程一体化与合规可追溯，也意味着交叉销售效应不断增强。从而强化长期经营杠杆并构筑长期护城河。

收入结构&模式

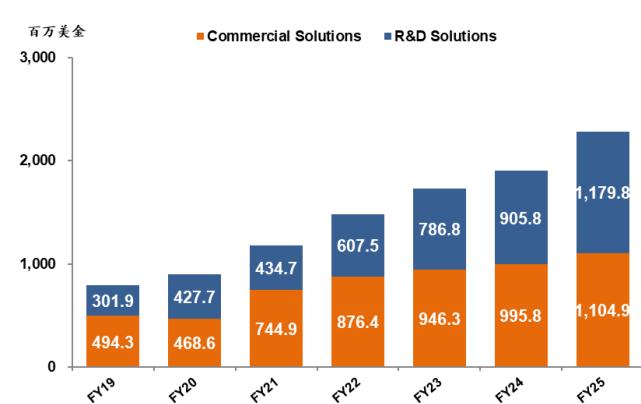
- 公司采用以订阅为核心的定价模式，公司收入结构中订阅产品（Subscription）占总收入约 80%，专业服务（Professional Service）约 20%。
- 在合同条款方面，Veeva 的订阅协议通常期限为一年，采用年度或季度增量在订阅期开始时计费，并设置自动续约机制。对于 CRM 应用程序等核心产品，公司主要实行按用户计费（席位费）的定价结构，订阅服务收入主要受客户数量、每个客户的用户规模以及订阅解决方案数量等因素影响。
- 在定价策略上，Veeva 历史上保持了卓越的价格稳定性，在长达 15 年时间里未对客户进行任何许可费涨价（也未降价），直到 2023 年才引入首次 4% 的年度通胀调整机制，该调整按 4% 或消费者物价指数中较低者执行，并以客户友好的方式提前通知实施，体现了公司对可预测性和客户关系稳定性的重视。

图13：公司FY25总收入达27.5亿美金；订阅产品约占总收入的83%，而专业服务占其余17%。

图14：2025财年公司订阅收入近23亿美元，研发端收入首次超过商业端



资料来源：公司数据、招商证券（香港）



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

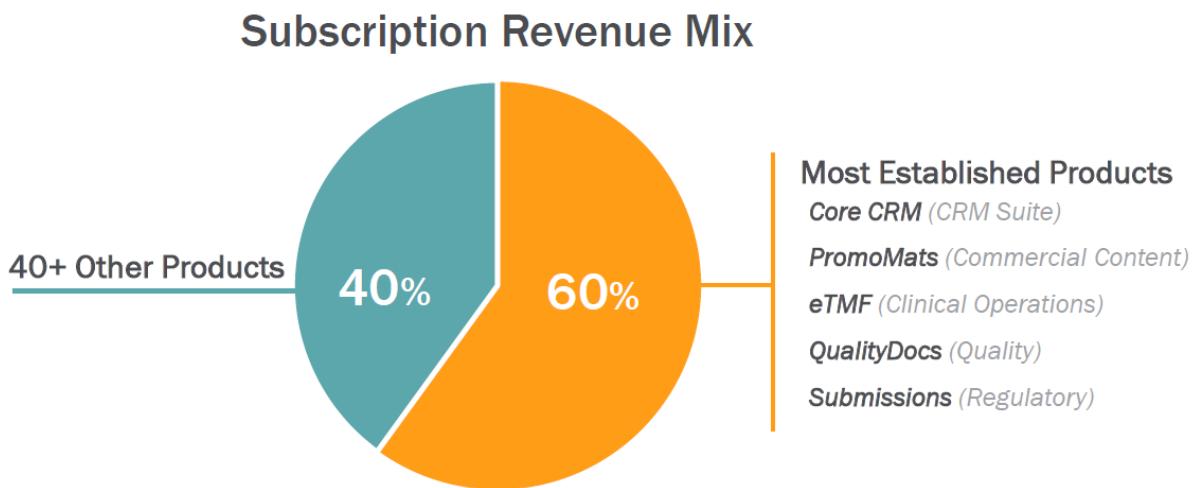
从收入结构来看，Veeva 将其生物制药客户分为三个主要群体：前 20 大全球制药公司贡献约 50% 的生物制药收入，企业客户（包括其余的前 50 大制药公司和前 6 大 CRO）占收入的 15%，中小型生物技术企业构成剩余的 35%。这种客户结构显示了 Veeva 从大型跨国制药企业到新兴生物技术公司的全方位服务能力，巩固了其作为生命科学行业战略技术合作伙伴的市场地位。

图15：Top 20 MNC客户是Veeva核心客户群。这些Top 20客户贡献了Veeva约一半收入。



资料来源：Veeva 2024投资者日

图16: 订阅收入结构: 核心产品占比约六成, 产品矩阵持续扩张



资料来源: 公司官网

专业服务方面, 公司专业服务架构分为两个主要部分:

1. **核心专业服务团队:** 为客户提供实施和部署规划、需求分析、解决方案设计配置、系统环境管理、数据迁移、技术咨询、培训以及持续托管服务等全方位支持;
2. 而独立的 **Veeva 商业咨询 (Business consulting)** 部门: 则利用公司独特的行业视角和专有数据提供战略咨询服务, 涵盖商业策略、业务流程转型以及药物开发价值链的持续创新。

在战略定位上, **Veeva** 的专业服务业务是为了客户成功, 而不是作为主要收入驱动力, 服务始终保持 25% 左右的毛利润率。从增长前景看, 传统专业服务业务 (实施、托管服务) 趋于稳定, 随着订阅基数增长, 服务附加率通常会下降, 预计到 2030 年不会有显著增长, 而商业咨询业务仍处于发展早期, 为服务增长的主要驱动力。

Veeva 产品概览：以 Vault 平台为核心提供端到端产品矩阵

作为生命科学领域 SaaS 公司龙头，Veeva 在研发云、商业云和数据分析打造的产品矩阵，致力于解决生命科学企业在临床运营、数据采集、法规合规、药物安全和商业推广中的效率与合规难题。

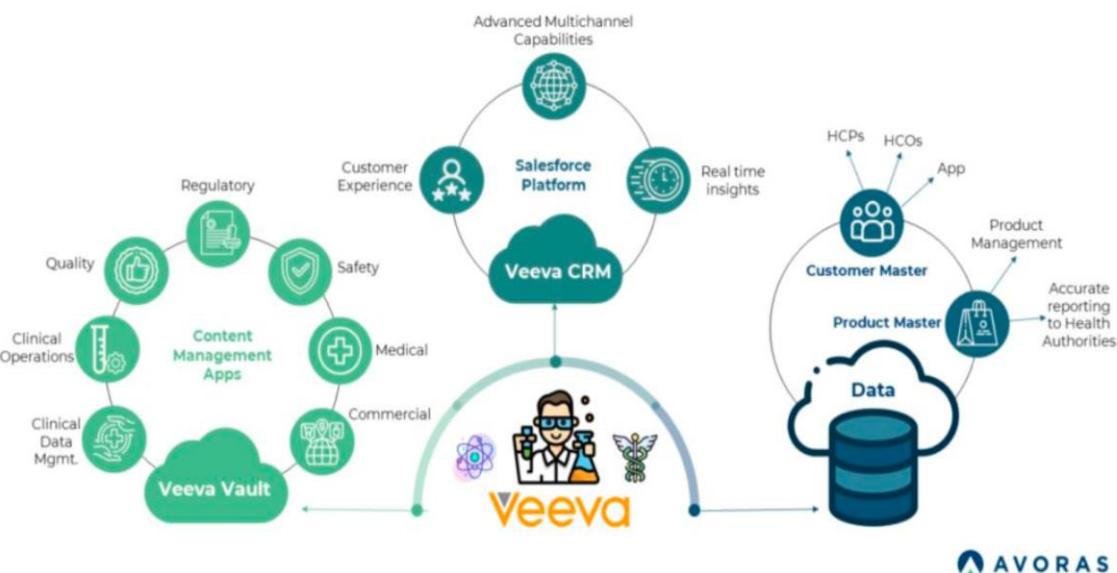
通过建立在自研的 Vault 平台上（类 iOS），产品间互联互通，使 Veeva 能够提供端到端、跨环节互通的数据与合规管理能力，形成强大的平台型优势，是单点工具或通用 SaaS 难以复制的长期壁垒。

Veeva 的主要产品包括

- 开发云 (Development Cloud)：基于 Veeva Vault 平台进行管理和协作，涵盖临床、监管和安全功能的文件管理、质量与供应链管理等，通过全面且互联的技术生态系统来增强临床试验的执行。
- 商业云 (Commercial Cloud)：包含通过 Vault CRM 进行客户关系管理、内容和跨平台互动，经过验证的医疗内容单一来源 Veeva Vault Medical，进行集中医疗查询和内容，以及 Veeva Vault PromoMats 帮助生命科学公司更有效率和更有效地商业化其产品。
- 数据云 (Data Cloud)：通过 Veeva OpenData 连接参考数据、深度数据和交易数据，结合 Veeva Link 自动化与人工智能能力，通过平台提高生命科学公司的临床和商业运营的效率和精确性

图17: Veeva通过研发、商业与数据三大核心模块，打通药企从研发、注册到营销的业务全流程。

Veeva Products



资料来源: Avoras (安永)

从客户覆盖与渗透率来看，Veeva 在生命科学垂直 SaaS 领域几乎没有可匹敌的竞争者。公司凭借先发优势与深度行业积淀，在研发、商业与数据三大核心模块中建立起高粘性、强路径依赖的客户关系，形成难以替代的行业壁垒。

我们看到即使 Salesforce、IQVIA、Oracle 等拥有雄厚的资源与技术能力的大型厂商，也难以复制 Veeva 在合规体系嵌入、数据结构统一及客户关系纵深整合上的独特优势。这种纵向整合的行业深度，使其在生命科学 SaaS 领域保持长期领先与高护城地位。

Veeva 的产品已经涵盖药企绝大部分业务流程

Veeva 的产品覆盖了药企运营流程中绝大部分环节和岗位，几乎贯穿了从研发、注册、生产到市场推广与患者管理的全生命周期。对药企 CTO 而言，这种“**端到端、统一架构**”的解决方案尤具吸引力。传统药企的信息系统往往由多个供应商、数十个模块拼凑而成，各部门之间数据割裂、接口复杂、合规维护成本高。而 Veeva 基于 Vault 平台构建的垂直云体系，能够在同一底座上实现跨部门数据流通和权限控制，将研发、合规、质量与商业团队连接起来，大幅降低系统整合和维护成本。

图 18: Veeva 产品族主要使用受众梳理

| 云类别 | 大类 | 主要受众 (部门/组织) | 实际使用者 (岗位/角色) |
|-----|-----------|---------------------------|-----------------------------|
| 研发云 | 临床运营 | 临床运营部、临床项目管理团队、CRO | 临床运营经理、临床项目经理 |
| | 临床数据 | 生物统计与数据管理部、临床研究团队 | 数据管理人员、CRC、患者 |
| | 法规事务 | 法规事务部 (RA) | 法规事务专员、提交经理 |
| | 药物警戒 | 药物警戒部、医学安全团队 | PV 专员、安全医学科学家 |
| | 质量管理 | 质量保证部 (QA)、生产制造部门 | 质量经理、QA/QC 检测员、验证专员、实验室人员 |
| | 内容管理 | 市场部、合规部、医学事务 | 市场专员、合规经理、医学写作人员、品牌经理 |
| 商业云 | 医学事务 | 医学事务部、MSL 团队 | 医学科学联络员 (MSL)、医学信息专员、合规支持人员 |
| | 客户关系管理 | 商业化部门 (销售、市场)、医学事务、KOL 管理 | 销售代表、销售经理、MSL、市场经理、KOL 管理专员 |
| | 患者管理 | 患者支持中心、患者关系管理团队 | 患者支持专员、患者服务经理、病程管理专员 |
| | 数据分析与营销洞察 | 市场洞察部、数据科学部、商业分析 | 数据分析师、市场准入团队、商业智能人员、数字营销人员 |

资料来源：公司资料，招商证券（香港）

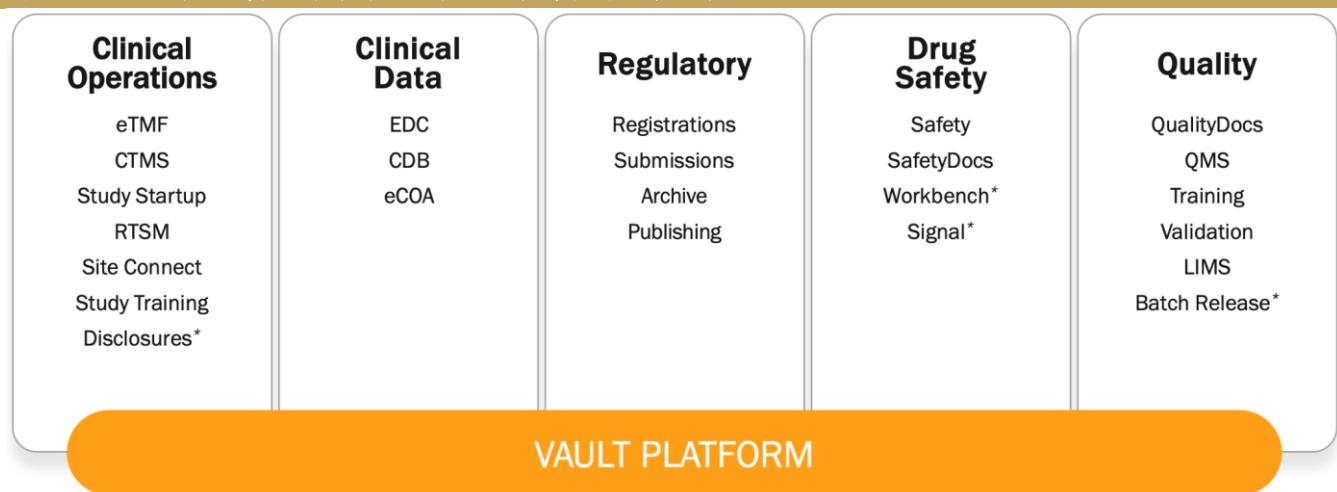
研发云 (R&D Cloud)：渗透绝大多数 Top-20 制药，核心模块奠定行业标准

药物研发涉及研发、注册、药安、质量等多个职能部门与外部 CRO，研发过程高度复杂、合规要求极高，传统系统分散、数据割裂、人工接口繁多，严重影响研发效率与合规追踪。Veeva 研发云凭借其统一的 Vault 平台，在临床试验、注册报批等流程中，Veeva 可使试验启动周期缩短 30–50%，试验数据录入和审核效率提升 70% 以上。

Veeva 构建了覆盖临床、注册、质量与药物警戒等核心环节的一体化应用体系：

- **临床套件 (Clinical Suite)**：临床试验是药物研发最核心的阶段，涉及患者、研究中心和 CRO (合同研究组织) 等多个参与方。Veeva 的临床套件解决了传统临床试验中数据孤岛、流程割裂、文档审批周期长等痛点，支持从方案设计、试验启动到结果归档的平台化全流程数字化管理。
- **注册套件 (RIM Suite)**：新药上市必须经过全球各国监管机构审批，提交的资料往往成千上万页，且必须满足严格的电子化合规标准。注册套件帮助药企统一各市场的注册申报与变更管理，满足 EMA、FDA 等全球监管要求。
- **药物警戒套件 (Safety Suite)**：药物上市前后都需要进行药物警戒，监测和管理不良事件。药物警戒套件支持药物不良事件的自动化收集、分析与上报，提升安全监测效率与准确性。
- **质量套件 (Quality Suite)**：药物研发与生产必须严格遵循 GxP 规范 (如 GMP、GLP、GCP)，确保药品质量和患者安全。质量套件帮助实现生产、研发和供应链质量文件的统一追踪与审计，确保合规可追溯。

图19: Veeva研发云贯通新药研发上市全生命周期的数字化平台



资料来源：公司资料，*注；详细研发云产品功能见附录 图54/55。

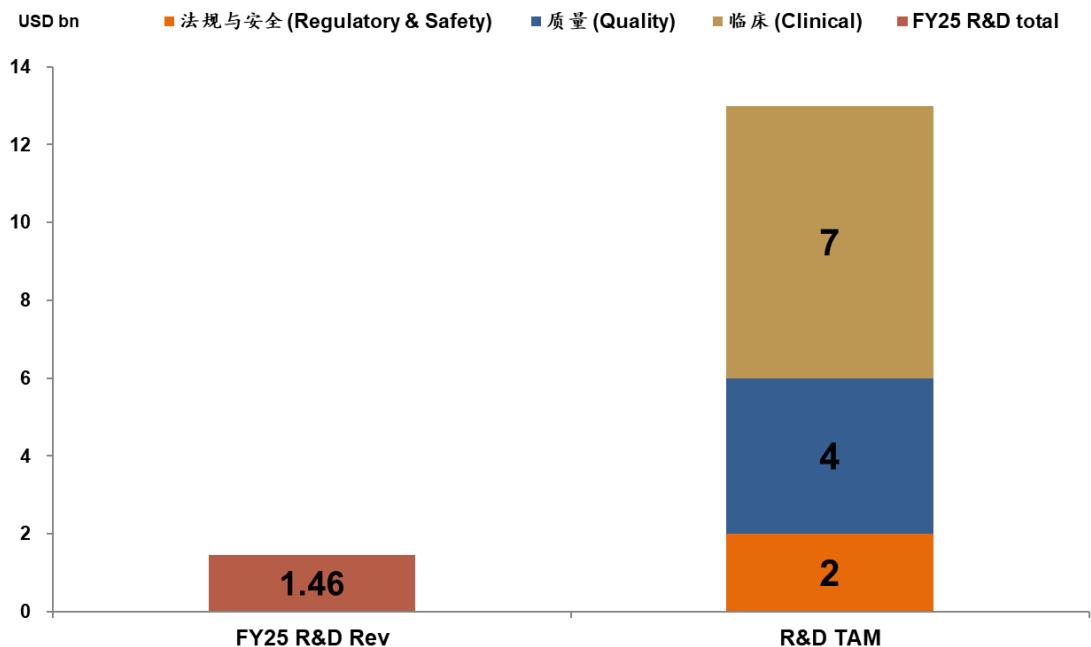
通过统一平台，Veeva 不仅解决了系统分散、人工交接与集成复杂度的问题，也让不同规模的企业都能灵活使用：同时也为 Veeva 带来了交叉/向上销售的机会；同时，未来随着 AI 的逐步融入（2026 年计划推出临床运营、监管、安全、质量等新代理），Veeva 正在推动自动化与智能化，进一步提高生产力与合规水平。

截至 2025 年 1 月，Veeva 已在研发云 (Development Cloud) 领域实现了广泛的行业渗透，覆盖 1,125 家客户，其中包括全球 Top-20 制药企业的绝大多数核心研发流程。

- 其核心产品 Vault eTMF 已成为药企临床试验档案管理的事实标准，被全球 Top-20/20 大药企采用，累计超过 450 家生物医药公司是其客户。
- 用于给药企管临床试验的“项目管理工具”Veeva CTMS 也被 200 多家公司采用，其中包括 Top17/20 制药公司
- 在用于管理药企研发和生产过程中的质量文件合规，和用于准备和递交新药审批所需的申报资料。Veeva 的 QualityDocs 与 Submissions 已分别进入 Top19/20 和 18/20 制药企业。
- 同时，Veeva 正加速新兴模块的渗透，例如 Site Connect 和 Clinical Database (CDB) 已分别进入 7 家 Top-20 药企。

根据公司口径，研发云拥有高达 130 亿美元的潜在市场 (TAM)，其中包括临床 (\$70 亿)、质量 (\$40 亿)、以及法规与安全 (\$20 亿) 三大板块。该市场是 Veeva 超 200 亿美元生命科学总 TAM 的核心。根据公司 FY25 财年的数据，研发云收入达 **14.6** 亿美金，渗透率为 11%，意味着研发云业务的增长远未饱和，其结构性增长潜力尤为突出。

图20：研发云 (R&D Cloud) 拥有高达130亿美元的市场空间（目前渗透率仅为11%），是Veeva 200多亿美元生命科学总TAM的核心组成部分。



资料来源：公司资料,招商证券 (香港)

商业云（Commercial Cloud）龙头地位稳固，Veeva 产品套件覆盖全球约 80% 医药销售代表。在生命科学行业这一监管严格、产品复杂、销售链条漫长的领域，CRM 系统是药企合规推广与高效运营的核心基础。Veeva 的商业云起步最早、壁垒最高，其核心产品 Veeva CRM 套件已覆盖全球约 80% 医药销售代表。

截至 2025 年 1 月，公司商业云服务覆盖约 730 家生命科学客户。

Veeva 商业云以 Vault 平台为核心，构建了覆盖内容管理、医学联络、销售执行、患者关系和营销分析的全栈体系，帮助药企在“合规前提下实现最大触达”。其核心模块包括：

- **内容套件 (Content Suite)**：以 PromoMats 为核心，用于药企市场与医学部门的宣传资料、学术内容和合规审查管理。该系统实现了从内容创作、审批到分发的全流程追踪，确保宣传素材符合全球药品推广规范（如 FDA 21 CFR Part 11）。
- **医学套件 (Medical Suite)**：包括 MedComms 与 MediInquiry，用于管理医学事务沟通、应答与咨询流程。通过集中化的信息记录与追踪，药企可实现跨地区、一致化的医学信息传递与合规响应。
- **CRM 套件 (CRM Suite)**：Veeva 的核心产品模块，覆盖销售代表拜访（Core CRM）、邮件营销（Approved Email）、会议活动（Events Management）、团队排程与区域规划（Align）等功能。该系统帮助药企在全球范围内标准化销售流程，确保所有推广活动均留痕可追溯。
- **患者套件 (Patient Suite)**：面向患者关系管理（Patient CRM），帮助药企和医疗机构在合规框架下开展随访、用药教育和慢病管理。
- **Crossix 套件 (Crossix Suite)**：基于数据分析与隐私合规技术，帮助药企评估广告投放、渠道触达与医生/患者受众的真实效果，是衡量 ROI 和优化营销决策的重要模块。

图21：基于CRM，Veeva逐步构建了覆盖内容管理（Content）、医学信息沟通（Medical）、患者服务（Patient）的完整商业执行闭环，高效赋能从市场到一线的全链条团队。

The Technology Foundation for Commercial Execution



资料来源：公司资料 *注：详细研发云产品功能见附录图53。

Veeva China CRM: 针对中国市场

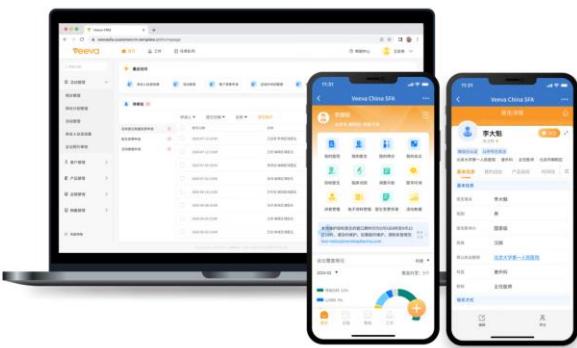
中国是 Veeva 全球最重要的市场之一，超过 100 家全球性的跨国制药企业和本土创新药企都在中国使用 Veeva 的产品。从 2011 年进入中国以来，Veeva 就关注到中国生命科学行业独特的市场规则，其商业观念、市场行为、流程和用户体验与海外有着巨大差别。为了更好的服务跨国制药企业和本土创新药企，Veeva 决定筹建中国本地的产品研发中心，并于 2016 年开始设计本土化 SaaS 产品 ChinaSFA，结合 OpenData 数据服务打造新一代适合中国市场的行业云，助力本地市场的药企客户成功。

随着《数据安全法》、《关键信息基础设施安全保护条例》、《个人信息保护法》等系列法律法规的出台，中国对网络安全的高度重视和立法进程正在加速。如今，Veeva China SFA 已经通过由公安部颁发的网络安全等级保护（三级）认证，以确保产品符合中国信息安全规范和法律法规的要求，由此助力生命科学企业利用 China SFA 平台合规拓展中国市场业务。

图22: 针对中国生命科学行业独特的市场规则，Veeva打造了一套专为中国市场设计的CRM系统

未来式客户互动体验

凭借统一的数据模型和仅在China CRM Suite平台上可用的本土化功能，China CRM Suite 平台为面向客户的团队提供了更高的敏捷性和更强的洞察力。



China CRM

以客户为中心，帮助药企数字化管理药品上市营销全流程，通过赋能医药代表，整合销售、市场与医学团队力量，实现对HCP的高效触达。

Approved WeChat (原RTW)

数字化管理一线团队与HCP互动的多种渠道，双向、可信的沟通互动，可及时获取HCP的见解与偏好，个性化内容传递，大幅提升学术推广效果。

China Engage (原Remote Meeting)

与腾讯会议无缝集成，赋能医药代表随时开启远程会议，让代表与医生的远程学术沟通变得简单又合规。

China Events Management

一体化会议管理平台，无缝嵌入China CRM Suite，赋能药企实现会议全生命周期管理，并通过内置无感合规引擎，保障合规的同时为HCP带来良好会议体验。

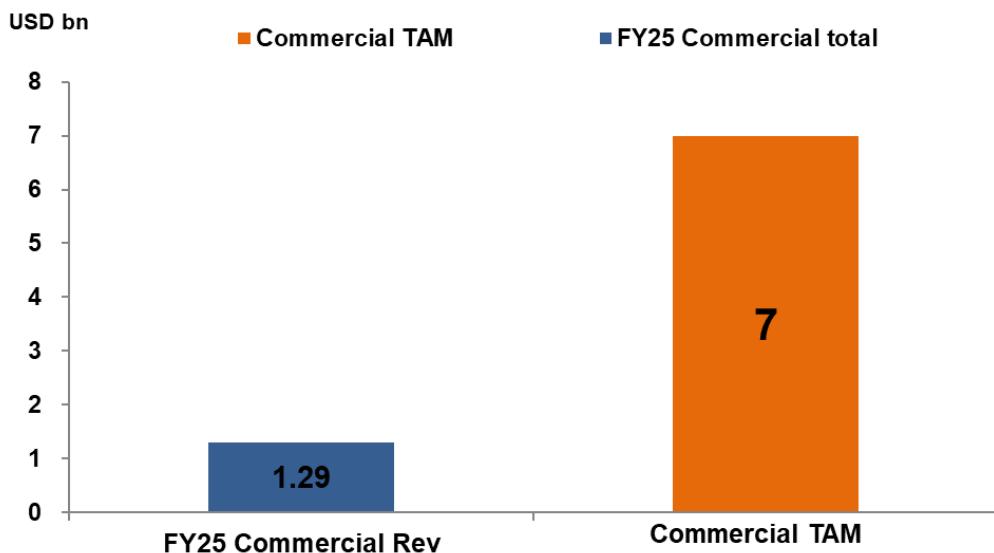
China Campaign Manager

全渠道营销活动管理平台，无缝嵌入China CRM Suite，形成对HCP全触点的洞察，助力药企打通市场与销售协同链路，驱动个性化营销执行。通过以目标为导向管理各渠道活动，实现全渠道营销策略高效落地。

资料来源：公司数据

根据公司口径，商业云拥有高达 70 亿美元的潜在市场 (TAM)，根据公司 FY25 财年的数据，商业云收入达 **12.9** 亿美元，渗透率约为 18.4%。尽管商业云是 Veeva 的成熟业务，但在 AI 应用、与 IQVIA 重新建立合作和新平台应用的驱动下，仍具备显著的增长潜力。

图23：商业云TAM约70亿美元，FY25收入仅12.9亿美元（18%渗透率）

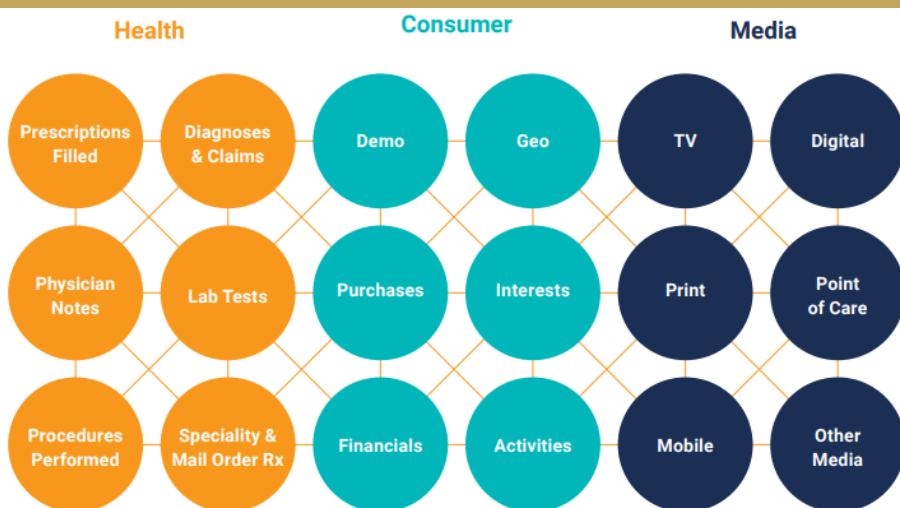


资料来源：公司资料, 招商证券(香港)

从未来增长动能来看，我们认为 Veeva 商业云的两大核心驱动力正在逐步显现：

- **头部客户迁移趋势强劲：**CRM 系统正从 Salesforce 平台战略性迁移至自研的 Vault 平台。截至目前，已有 9 家全球 Top-20 药企确认迁移计划，这一进程不仅降低外部依赖，也将推动 Veeva 商业云在产品集成度与盈利能力上的结构性提升。
- **增长引擎强化：**继 PromoMats 在内容合规领域确立主导地位后，商业数据分析平台 Crossix（尤其是 Audience 模块）正成为新的核心增长引擎。凭借强大的真实世界数据分析与 ROI 测算能力，Crossix 已在全球药企的市场营销预算分配中扮演关键角色，业务渗透率持续提升。

图24：Crossix能将健康数据（如诊断、治疗、结果）与消费者及媒体数据（如人口统计、网络行为、广告展示）相结合，将营销活动与后续结果（例如新患者开始接受治疗）关联起来，让营销人员清晰地了解哪些策略是有效的。



资料来源：公司资料

我们将在下文中进一步分析公司两大核心业务的竞争格局与中长期增长路径。

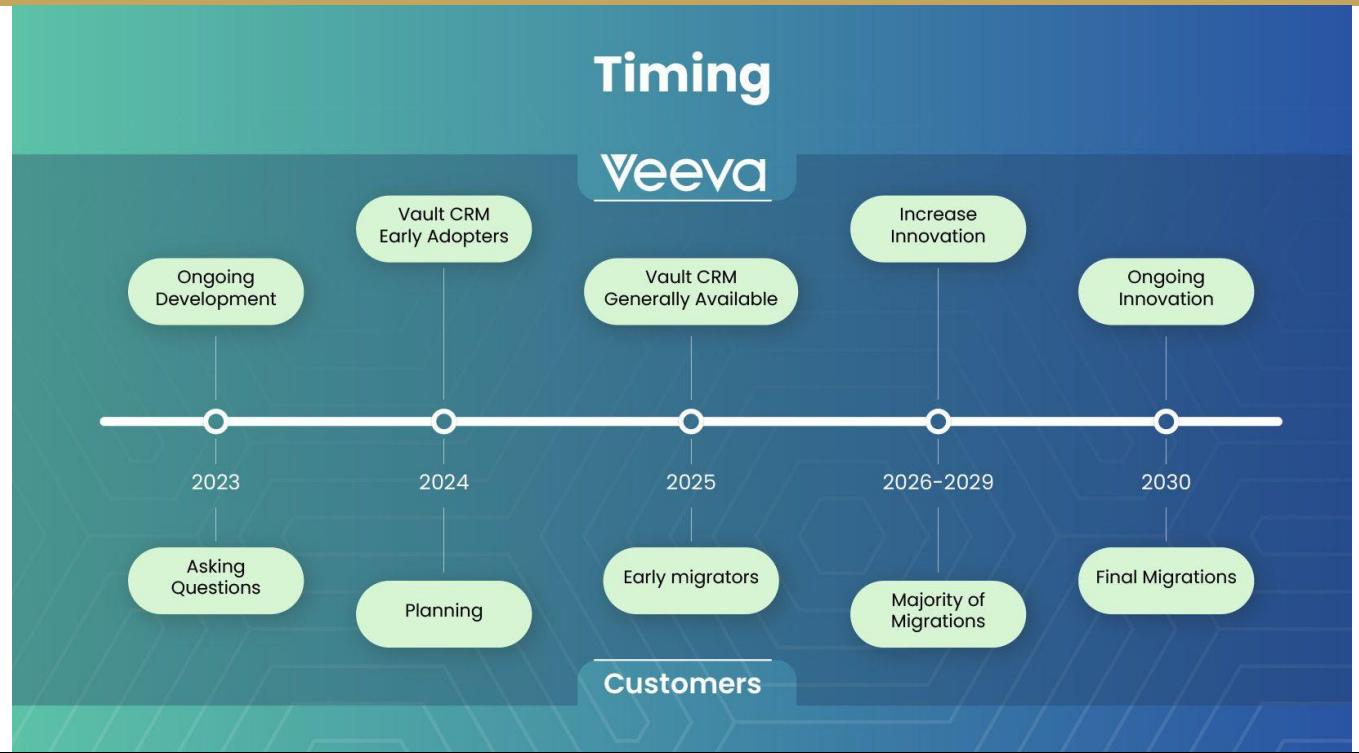
我们看好未来公司的战略拐点，旗下 **Vault CRM** 将带领 **Veeva** 进入利润释放与生态整合新周期。自 2007 年以来，Veeva CRM 长期构建于外部 Salesforce 的 Force.com 平台上，凭借 OEM 授权模式快速扩张全球客户群。然而，这种模式同时也带来了显著限制：产品创新节奏受制于 Salesforce 架构、毛利率被高额平台分成侵蚀、跨模块整合受限。

2022 年底，公司正式宣布将 CRM 全面迁移至自研的 Vault 平台，并于 2024 年 4 月完成上线。此举标志着 Veeva 从“依附平台”转向“自主平台”，将在三个层面重塑其增长曲线：

- 财务层面：取消 OEM 分成后，预计长期毛利率可提升约 3-5 个百分点；
- 战略层面：CRM 与研发、合规、临床模块实现底层统一，Vault 生态加速形成闭环；
- 市场层面：摆脱 Salesforce 限制后，公司可进一步进入医疗器械、非药物和跨健康产业市场，打开新的收入空间。

我们预计该迁移将使 Veeva 的商业云业务重新进入结构性上行通道。随着头部客户加速采用 Vault CRM（目前已有 9 家 Top-20 药企承诺迁移），公司未来三年商业云收入有望维持双位数 CAGR 的增长节奏，而盈利能力改善将推动估值重定价区间上移。

图25: Veeva CRM迁移路径时间线：从Salesforce到Vault平台的战略转折



资料来源: assemble

图26: 头部客户转向Vault CRM势头强劲, 已有9家Top-20跨国药企 (包含2个口头承诺) 决定迁移或采用Vault CRM, 公司预计到2026年中会有200家客户上线

| 药企 | 已知承诺状态 / 备注 | 出处 |
|---|---|--|
|  MSD | Merck & Co. (MSD) 已正式宣布承诺迁移 Vault CRM | “Merck Commits to Veeva Vault CRM” 公告。(Veeva 投资者关系) |
|  BAYER | Bayer 已承诺迁移 Vault CRM (Top-20 药企之一) | Veeva 官方博客指出 Bayer 是早期承诺者之一。(Veeva Systems) |
|  GSK | GSK 已承诺迁移 Vault CRM (早期 adopter) | “Top Biopharma Commits to Veeva Vault CRM for Global Customer Engagement” 公告。(Veeva Systems) |
|  Boehringer Ingelheim | Boehringer Ingelheim 已宣布标准化使用 Vault CRM; 加入 Bayer, GSK, Novo Nordisk 的承诺行列 | Veeva 博客 + LinkedIn 帖子。(Veeva Systems) |
|  Novo Nordisk | Novo Nordisk 被列入承诺标准化 Vault CRM 的 Top-20 药企中 | 在 Boehringer Ingelheim 的标准化宣布中提到 Novo Nordisk 是其中之一。(Veeva Systems) |
|  GILEAD | Gilead Sciences 确认承诺迁移 Vault CRM | Veeva 官方博客: “Gilead Sciences Commits to Veeva Vault CRM” (Veeva Systems) |
|  Bristol Myers Squibb | Bristol Myers Squibb (BMS) 正式宣布承诺迁移 Vault CRM | “Bristol Myers Squibb Commits to Veeva Vault CRM” 公告 (Veeva Systems) |

资料来源: 公司官网, 招商证券 (香港) 整理, *截止至2025年10月

数据云：与 IQVIA 良性竞争，打造生命科学全域数据底座

Veeva 数据云是专为生命科学行业打造的现代化数据平台，旨在提升临床与商业运营的效率与精度。平台通过统一的数据架构与模块化设计，将原本分散在不同系统中的患者、医生、机构、市场与行为数据进行标准化整合，使生命科学企业能够在药物开发、市场准入与商业化全流程中实现数据驱动决策。

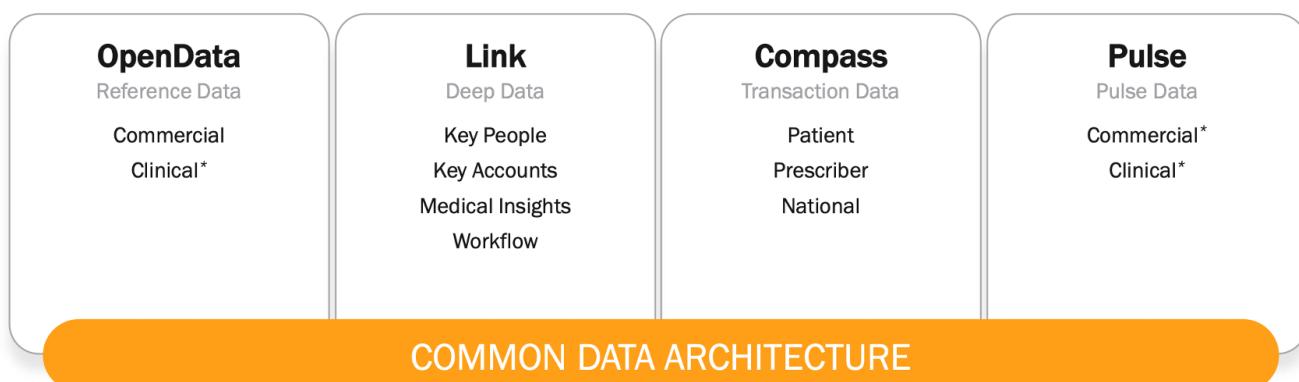
Veeva 数据云由四个核心模块构成：

- **OpenData** (参考数据)：覆盖 80+国家、超百万医生与医疗机构的学术与执照信息，是生命科学企业的“百科全书”。
- **Link** (深度关系数据)：追踪关键专家、学术会议、KOL 及处方趋势，帮助药企建立精准客户画像与影响力网络。
- **Compass** (交易数据)：聚焦美国市场的处方与销售数据，每日更新、覆盖药品销售至院内用药，被视为 IQVIA 传统数据产品的现代替代方案。
- **Pulse** (脉搏数据)：基于 Veeva 平台的实时业务指标，追踪医生互动与多渠道营销，为客户提供闭环反馈与策略优化。

通过这四大数据模块，Veeva 打造出贯穿商业与研发的数据底座，实现了跨部门、跨职能的数据协同与智能分析。

图27：生命科学行业的数据底座，打通商业与研发的关键中枢

The Modern Data Platform for Life Sciences



资料来源：公司资料

与 IQVIA 和解：从竞争转为互补合作，生态整合再升级

公司的另一个长期催化剂是与 IQVIA 在 2025 年 8 月正式达成和解，结束了长达八年的法律纠纷。双方撤回全部索赔与反诉，并在商业与临床数据领域重启合作。这一事件的核心意义在于：Veeva 彻底消除了数据访问限制，为其商业云和研发云的进一步整合打开了通道。

诉讼的缘由

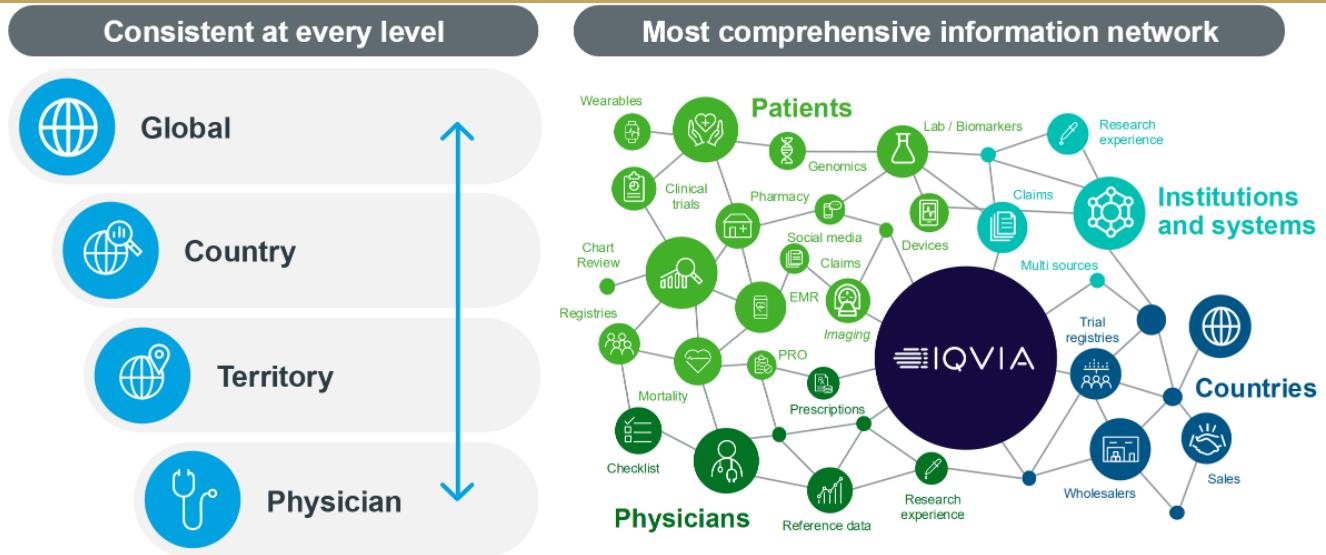
两家公司之间的矛盾起源于 2010 年代中期。当时，Veeva 客户可通过第三方访问 (TPA) 协议，将 IQVIA 的数据导入其 CRM 系统。然而，自 Veeva 推出自有数据产品 (OpenData、Network、Nitro) 后，IQVIA 开始担心数据被用于竞争性用途，因而限制数据导入，引发双方诉讼。

长期的法律争端不仅造成客户在系统集成上的高成本与操作摩擦，也直接拖慢了 Veeva 相关产品的推广节奏。

优势对比：数据 vs 软件

- **IQVIA** 的核心优势在于拥有全球最完整的医疗数据体系 (涵盖处方、诊断、销售及机构关系)，其数据已深度嵌入药企日常运营，迁移成本极高，是典型的“数据壁垒型”龙头。
- **Veeva** 在软件与工作流方面持续领先，覆盖从商业到临床的端到端流程。凭借强大的合规能力与产品迭代速度，形成高客户粘性，但此前在数据层面受限于 IQVIA 授权。

图28: IQVIA强项在于数据, Veeva强项在于软件开发; Veeva的软件与IQVIA的数据结合, 将为整个生命科学行业的数字化转型注入了新的动力。



资料来源: 公司资料

达成和解

根据 2025 年 8 月宣布的和解协议, 双方同意永久性地撤销所有索赔和反诉, 且无需向对方支付任何损害赔偿金。近期提交给美国证券交易委员会的文件披露, 作为和解的一部分, Veeva 向其律师事务所一次性支付了约 3100 万美元的法律费用。

我们认为, 此次协议的最大成果是恢复数据互通, 允许双方产品在共同客户体系中无缝集成:

商业端:

- IQVIA 的数据可直接用于 Veeva 的 Vault CRM、Network、Nitro、Crossix 及 AI 平台, 大幅减少以往的数据隔离与集成摩擦。
- 客户不再需要复杂的审批流程即可在同一项目中使用双方系统, 集成成本显著下降。
- 双方在项目实施和技术支持层面也将展开合作, 形成更开放的服务生态。

研发端:

- IQVIA 已加入 Veeva 的 CRO 合作伙伴计划, 未来可使用 Veeva Clinical Suite (如 EDC、CDB) 执行临床研究。
- 这有助于提升试验数据流转效率, 加快数据库锁定与交付, 增强 Veeva 在临床信息化链条中的影响力。

管理层在近期的电话会表示: “在 IQVIA 方面, 他们曾经是 CRM 的历史竞争对手, 但现在不是了... 我们仍然在参考数据 (OpenData)、Compass 产品等领域与 IQVIA 竞争。但这没关系, 这是正常的健康竞争。我们在很多很多领域都是合作伙伴, 在某些领域竞争, 客户从中受益, 他们不再需要那么多创可贴来拼接 Veeva 和 IQVIA 之间的的东西了”

我们认为, IQVIA 的“数据护城河”与 Veeva 的“工作流系统”本质互补。虽然此次和解在短期内不会对 Veeva 的收入结构产生立竿见影的影响; 但从中长期看其意义重大, 不仅为 Veeva 消除结构性限制, 恢复商业闭环, 还奠定开放生态基础。

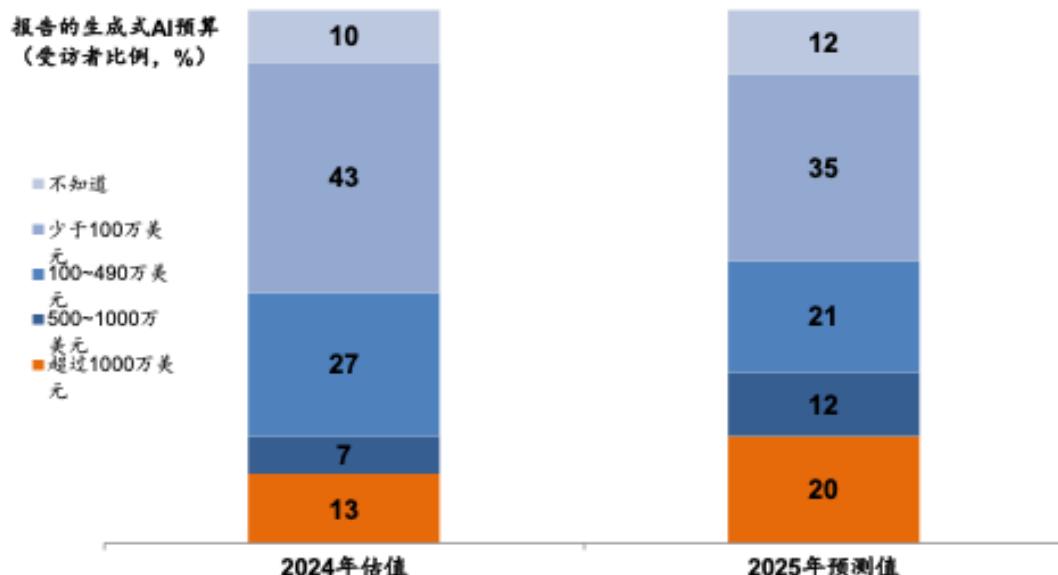
Veeva AI: 从平台智能到生态智能的稳健进化

AI重塑SaaS, 生命科学或成“避风港”

生成式AI浪潮正重塑全球SaaS格局, 软件的角色正在从“提供工具”向“交付结果”演进。传统SaaS通过功能模块提升效率, 而Agentic AI(智能体式AI)则进一步将决策与执行自动化, 使软件或不再依赖用户操作即可完成任务。这一转变意味着行业竞争焦点正从“工具之争”转向“智能体之争”, SaaS厂商须重新定义价值创造方式。

尽管生成式AI在企业级场景中快速扩散, 但生命科学行业整体仍较为保守。根据麦肯锡的调研, 仅约20%的药企在AI项目上投入超过1000万美元, 显示出行业AI渗透率仍处早期阶段。然而, 预算提升意愿明显增强——受访企业中计划提升AI投入的比例从2024年的13%上升至2025年的20%。这意味着随着合规框架逐步明确、数据安全体系完善, AI在制药研发与商业化环节的应用需求将快速释放。

图29: AI在生命科学渗透率仍低, 但预算增长反映强劲采纳意愿



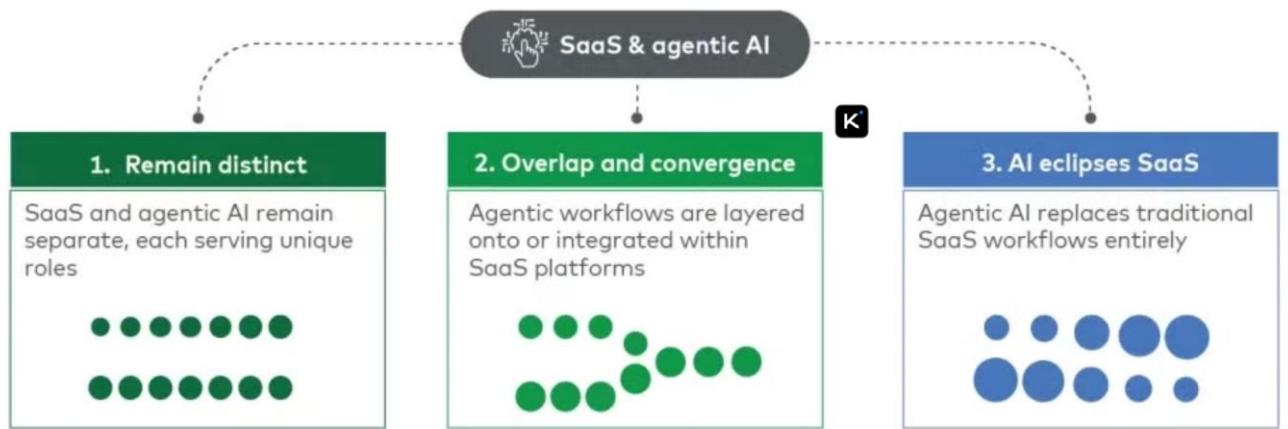
资料来源: 麦肯锡

当前, 在快速更迭的浪潮中, 企业的采用速度并未同步提升。过多的AI方案与不确定的收益预期, 导致决策者普遍出现“AI决策疲劳”——在面对选择时更加谨慎、观望。这种“技术迭代加快但客户采纳趋缓”的结构性错位, 正在成为当前SaaS行业的核心矛盾。

在此背景下, 生命科学行业的特性凸显。高合规要求、复杂流程与数据敏感性, 使其成为AI变革中最慢、但也最稳固的板块。相比其他行业的激进颠覆, 生命科学领域更强调“防御式创新”——以安全、可验证、可追溯为前提的稳健升级。这一行业属性不仅延缓了AI对现有体系的冲击, 也为像Veeva这样深耕垂直领域、具备合规与流程壁垒的厂商提供了时间窗口与护城河。

图30: 在高度受监管行业, SaaS与Agentic AI工作流往往更倾向于保持独立运行, 或仅在特定场景下与AI工作流实现融合。

SaaS 和智能体 AI 的三种潜在未来



资料来源: L.E.K

在生成式 AI 重塑 SaaS 行业的背景下,许多科技公司正以激进的速度推出 AI 产品、追逐市场话题和估值溢价。然而, Veeva 却选择了一条截然不同的路线——“防御式创新”。这种策略并非保守,而是一种以稳健、合规和客户信任为核心的创新方式。

从管理层表态来看, Veeva 对 AI 的推进是审慎、渐进、平台优先的。CEO Peter 在 2026 财年二季度业绩会上多次强调,公司采取的是“有节奏的进展 (measured progress)”与“以平台为先”的策略。

我们认为, Veeva 的 AI 战略深植于对生命科学行业的理解。医药客户是全球最注重合规与可追溯性的群体,任何未经验证的 AI 应用都可能带来合规风险和监管隐患。管理层表示:“我们的客户要的是交付结果,而不是噱头和口号。”因此, Veeva 选择让 AI 在 Vault 平台上深度嵌入,而非独立成模块推向市场。通过延续 Vault 原有的审计、验证、权限和可追溯体系, Veeva 确保 AI 功能都符合 GxP 和 21 CFR Part 11 等生命科学法规要求。这种做法虽然推进较慢,却最大化了落地的安全性与可持续性。

Veeva AI 技术架构与产品蓝图

Veeva AI 的产品体系分为两层：

1. **Vault 内置的 agentic AI** 作为底层引擎，负责对数据与内容的直接处理；

- Veeva 目标将 AI 直接嵌入 Vault 平台架构中，形成可在数据与内容层之上原生运行的智能引擎。这些智能体 (Agents) 能够直接访问和处理受监管的数据，具备任务自动化、语义搜索、异常检测和内容生成等能力。

图31：Veeva AI 双引擎：平台智能化 × 应用智能化，共同驱动生命科学生产率提升



资料来源：公司官网

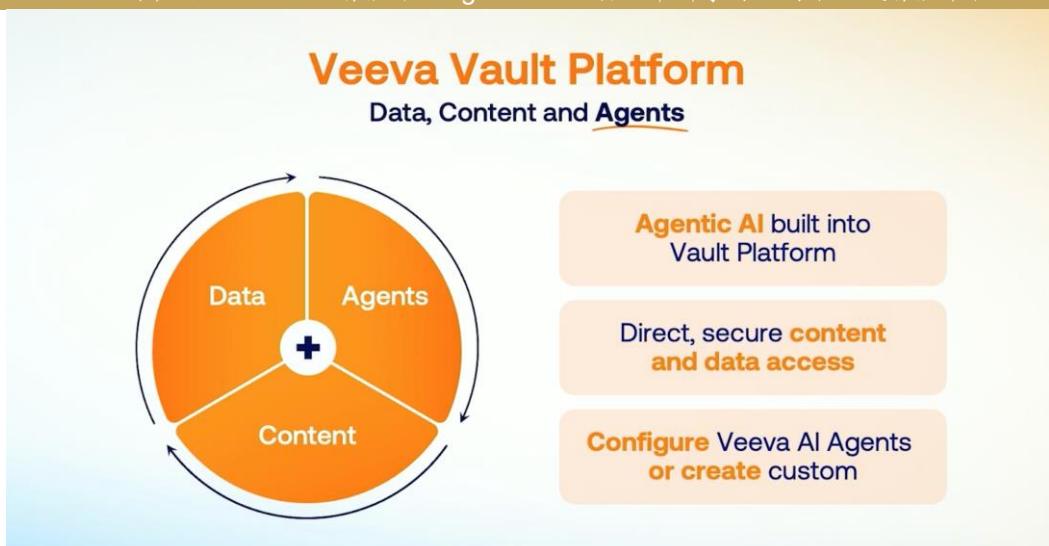
2. 在 Veeva 应用中推出行业专属智能体，面向 CRM、法规、药物安全等场景解决具体痛点，在此基础上，Veeva 构建面向生命科学各核心环节的专属智能体体系。公司规划了的三阶段落地路线图：

- **2025 年**：商业端推出首批四款 AI Agent (Pre-Call、Content、Free Text、Voice)，聚焦销售代表赋能与合规沟通；
- **2026 年**：研发与临床运营扩展 Agent 应用至临床管理、药物安全、法规与质量体系；
- **2027 年**：临床数据层面进一步引入智能体协同，实现跨系统、跨阶段的自动化数据流与智能分析。

从商业到研发、再到临床的“纵向渗透”路径，既反映了 Veeva 在客户需求驱动下的节奏控制，也体现了公司从流程自动化向智能协同的逐步演进逻辑。

管理层提出了雄心勃勃的愿景：到 2030 年，Veeva AI 有望推动生命科学行业整体生产率提升逾 **15%-20%**，并计划在同一时间点实现 75% 的 Vault 应用全面启用 AI 功能，反映出其推动 AI 从试点走向规模化普及的信心。

图32：数据 (Data) + 内容 (Content) + 智能体 (Agents)：驱动生命科学行业的下一代智能平台



资料来源：公司官网

此外, Veeva 计划自 2026 年起引入 **MCP (Model Context Protocol)** 标准与 **AI Partner Program** 构建开放生态, 使 Vault 内的智能体能够与外部系统及合作伙伴智能体进行安全互通。比如, 用户在 Microsoft Office 中通过自然语言指令让文档自动归档到 Veeva 的 TMF 系统, 展示了跨平台智能体协作的潜力。

图33: MCP允许Veeva系统内的智能体与其他企业软件(如SAP、Workday、Salesforce等)中的智能体进行对话和协作。管理层表示MCP和相关的AI技术将为整个行业创造数十亿美元的价值。

Agents Talking with Agents

MCP
Model Context Protocol

Open standard

Planned for Veeva AI in 2026

Veeva AI Agents

Talk with agents in **other Vaults**

Talk with agents in **other systems**

Talk with agents from **partner solutions**

资料来源: 公司官网 *注: MCP (Model Context Protocol) 是由 Anthropic、OpenAI、Google DeepMind、Microsoft 等公司 共同推动的一种新兴 AI 模型互操作标准协议, 目的是让不同的大模型 (LLMs) 与外部应用、数据源或工具之间能以统一格式交互上下文信息。

Veeva 通过 AI Partner Program 构建了一个跨越研发与商业全周期的智能生态, 吸引咨询公司、云服务商与垂直 AI 初创共同参与。当前合作伙伴覆盖算法、内容、数据与应用集成等多个层面, AI Partner Program 让其以开放生态方式“放大平台边界”, 实现 Vault AI 从核心引擎到行业智能化的协同共建路径。

图34: Veeva代表AI合作伙伴

| 合作伙伴 | | AI 用例 | 集成 Veeva 应用 | 价值主张 |
|--|-----------------|---|---------------------|------------------------------|
|  accenture | Accenture | Pharmasage 聊天机器人: 即问即答、数据可视化 | Vault 数据源, CRM | 赋能销售代表即时洞察和决策, 提高外勤效率 |
|  ACTO | ACTO | LAICA™ 知识助手: 为 MSL 提供 MLR 审批后的精准回答 | PromoMats | 快速调用合规内容, 提升市场与医学信息传播的合规性和效率 |
|  AWS | AWS | Next Best Action、Pre-call Planning、自动分类 | Vault CRM、PromoMats | 提供底层算力与 AI 能力, 支持全链条生产力提升 |
|  CluePoints | Cluepoints | 智能医学编码 (99%准确率) | EDC | 减少临床不良事件和药物编码的人工工作量 |
|  Deloitte | Deloitte | Health Authority Query (HAQ) 智能应答 | RIM | 自动生成监管问答, 提高申报效率和合规性 |
|  Microsoft | Microsoft | Copilot 扩展: 内容生成、自动标注、CRM 辅助 | Vault 全平台 | 与 Office 生态打通, 赋能跨平台生产力 |
|  ODAIA | Odaia | 实时预测洞察、销售分层 | CRM | 为代表提供智能化 Pre-call 计划和 HCP 分层 |
|  whiz.ai an IQVIA business | Whiz.AI (IQVIA) | 自助分析 Co-pilot | CRM | 实时生成可执行洞察, 提升商业决策速度 |
|  ZS | | SmartAssist: 内容自动标注、下一步行动、Pre-call 助手 | CRM、PromoMats | 提升代表拜访计划和内容审批效率 |

资料来源: 公司官网, 招商证券(香港)整理

竞争格局：端到端一体化壁垒巩固，行业竞争由 IQVIA 转向 Salesforce

在全球生命科学 SaaS 市场中，Veeva 是目前唯一实现端到端覆盖的垂直云平台，其核心竞争力在于以 Vault 为底层架构，将商业（Commercial）与研发（R&D）全流程统一至同一数据与内容体系中。

然而，行业竞争格局正悄然变化：IQVIA 的优势正逐步集中于数据领域，而 Salesforce 则成为 Veeva 在商业云方向上最直接的竞争对手。

- 商业端（CRM与商业分析）：**Veeva 的 Vault CRM 在功能深度与行业特化程度上仍领先同业，但 Salesforce 凭借通用型 AI 平台与 Agentforce 生态，正在争夺大型药企的数字化预算。数据与分析领域仍由 IQVIA 主导，二者竞争焦点正转向数据接入与智能化整合层。
- 研发端（临床、法规、安全、质量）：**竞争者更为分散，主要包括 Medidata/Dassault（临床数据管理）、Oracle（CTMS/EDC）、ArisGlobal（药物警戒）、MasterControl/Sparta（质量管理）等。但这些厂商多聚焦单一功能模块，缺乏端到端数据协同能力。

相较之下，Veeva 的差异化优势在于纵深一体化与跨域整合能力：Vault 平台打通了从临床运营到商业销售、从法规合规到质量管理的全链路数据流，使其不仅是应用集成，更是流程与数据的统一底座。

我们认为，生命科学 SaaS 属于“小而深”市场——客户集中度高、合规壁垒深、系统黏性极强，难以容纳多家平台长期并存。

从当前格局看，Veeva 已在功能深度、客户信任和生态整合上形成闭环；Salesforce 虽具全球通用 CRM 优势，但缺乏垂直沉淀与行业 know-how，无法在中短期建立同等的合规与产品深度。

图35: Veeva在主要垂直领域的布局与竞争格局

| 垂直领域 | 主要竞争对手 | 市场份额领先者 |
|--|--|-----------------------------------|
| 商业云 (Commercial Cloud / CRM) | Salesforce、IQVIA OCE | Veeva (≈80-90% 市占，绝对龙头) |
| 商业数据与分析 (Commercial Data & Analytics) | IQVIA、Ipsos、Definitive Healthcare | IQVIA (近乎垄断地位，客户流程粘性强) |
| 临床运营 (Clinical Operation) | Medidata (Dassault)、Oracle | Veeva eTMF (≈75% 收入份额，品类龙头) |
| 临床数据 (Clinical Data) | Oracle InForm、Medidata | Oracle、Medidata 领先，但 Veeva 份额快速提升 |
| 法规 (Regulatory / RIM) | Wingspan、Intralinks、Documentum | Veeva RIM |
| 药物安全 (Drug Safety) | Oracle Argus、ArisGlobal | Oracle Argus (既有领导者，Veeva 处早期阶段) |
| 质量 (Quality) | Sparta Systems TrackWise、MasterControl | Sparta Systems / MasterControl |

资料来源：公司官网，专家访谈，媒体研究

行业格局演化：从 IQVIA vs Veeva 到 Salesforce vs Veeva

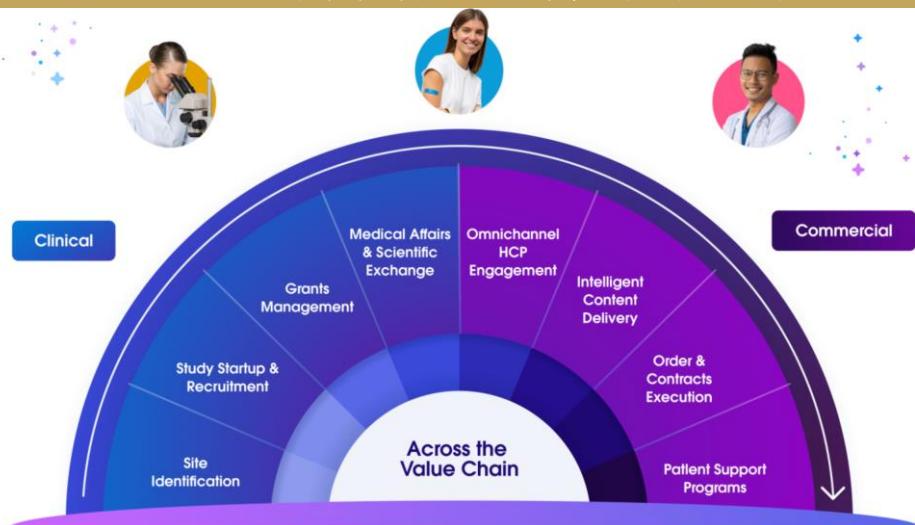
Veeva 的平台迁移正重塑生命科学 SaaS 竞争版图。

过去十年，全球生命科学 IT 市场的主线竞争围绕“IQVIA vs Veeva”展开：前者依托数据垄断优势，后者凭借软件创新崛起。随着两家公司在 2025 年达成和解转向非全面竞争。同时 Veeva 决定将 CRM 从 Salesforce 的 PaaS 平台迁移至自研的 Vault 平台后，Salesforce 在生命科学 CRM 市场失去了其最大合作入口，也就开启了新一轮生命科学 CRM 市场的争夺。

2024 年 4 月，Salesforce 发布 Life Sciences Cloud，并与 IQVIA 建立战略合作，将其 OCE 软件与数据分析能力嵌入自身生态。根据协议，IQVIA 将继续为现有约 400 家 OCE 客户提供支持至 2029 年。

截至目前，Salesforce Life Sciences Cloud 仍处早期试水阶段，该平台以 Agentforce (AI Agent 框架) 为核心，整合了公司在销售、客服与营销领域的通用能力，试图复制 Veeva 在垂直 SaaS 领域的成功。

图36: Salesforce Life Sciences Cloud 全景布局：覆盖从临床到商业的全价值链场景



Global life sciences organizations trust Salesforce's life sciences CRM.

资料来源：Salesforce 公司官网

然而，生命科学行业的业务模型高度复杂、合规要求极高，客户若要实现全面部署，仍需大量行业定制和二次开发，迁移成本较高。

截至目前，仅有三家 Top 20 制药公司——辉瑞 (Pfizer)、武田 (Takeda) 与赛诺菲 (Sanofi) ——确认进入试点阶段，产品仍处探索与共创阶段，尚无客户正式上线。相比 Veeva 约 730 家生命科学客户，覆盖 80%+ Top 20 药企，差距甚远。

图37: Veeva与Salesforce竞争壁垒对比：深度 vs 广度

| 维度 | Veeva | Salesforce |
|------|---------------------------------|-------------------------------------|
| 定位 | 垂直 SaaS 龙头 (生命科学专注) | 通用平台延伸 (CRM 基因) |
| 核心资产 | Vault 平台 (研发+商业一体化) | Force 平台 (Agentforce + Einstein AI) |
| 合规能力 | 深度内嵌 GxP / HIPAA / EMA 规范 | 需客户自行定制合规模块 |
| 生态延展 | 与 IQVIA 重启合作，构建数据+工作流闭环 | 依赖外部合作伙伴 (IQVIA 等) |
| 客户基础 | 约 730 家生命科学客户，覆盖 80%+ Top 20 药企 | 尚无正式上线客户，仅 3 家试点 |

资料来源：公司数据，招商证券 (香港)

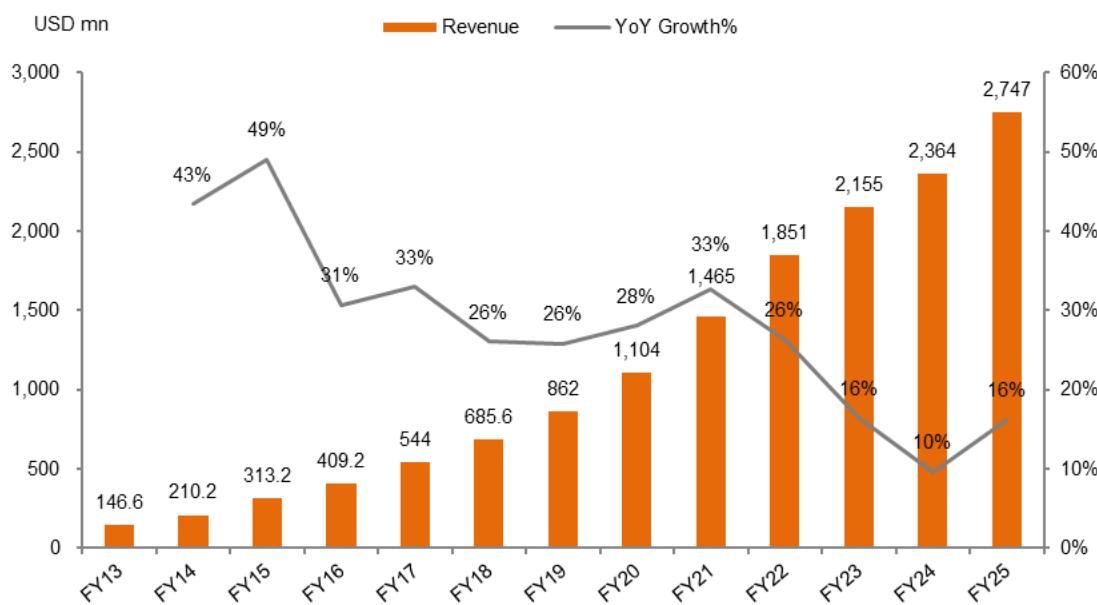
财务分析

收入：稳健增长的典范，持续兑现中长期目标

Veeva 长期保持稳健的双位数收入增长，展现出突出的经营稳健性。自 2013 年上市以来，公司收入增长高达 1950.48%，对应复合年增长率 (CAGR) 29.3%。公司整体发展可分为两个阶段：

- 高速增长期 (FY14–FY21)：以 Veeva CRM 为核心的 Commercial Cloud 业务为主要驱动力，迅速奠定市场领先地位；
- 稳健增长期 (FY22–FY25)：增长引擎逐步从单一产品转向多元协同，Vault 产品组合快速渗透，研发云成为新的核心增长驱动力。

图38：从FY2014的2.10亿美元增长至FY2025的27.5亿美元，12年复合年均增长率 (CAGR) 为29.3%



资料来源：公司数据，招商证券（香港）

另外，Veeva 在战略规划与目标兑现方面一贯保持出色的记录。公司在五年前提出的 2025 年 (FY26) 收入目标为 30 亿美元，即使生命科学领域在 22 年和 23 年面临重大困难，从当前 FY26Q2 的收入运行率 (Revenue Run Rate) 来看，极有可能如期达成。与此同时，在 2024 年 11 月的投资者日上，公司进一步提出 **2030 年实现 60 亿美元营收规模的新目标 (CAGR~13%)**。我们认为，在 Veeva 与质量领域的持续渗透，以及对 AI 技术的深度布局，将为其实现这一长期目标奠定坚实基础。

图39：公司秉持长期主义，以五年为步设定收入目标并有着非常出色的达成记录。管理层表示2030年未来60亿美元收入目标主要依靠有机增长 (Organic growth)，不假设重大并购贡献

| Revenue Run Rate Goal | Status |
|--------------------------------------|---------------|
| 2020 Goal <small>set in 2015</small> | \$1B Achieved |
| 2025 Goal <small>set in 2019</small> | \$3B On Track |
| 2030 Goal <small>set in 2024</small> | \$6B New Goal |

资料来源：公司2024年投资者日

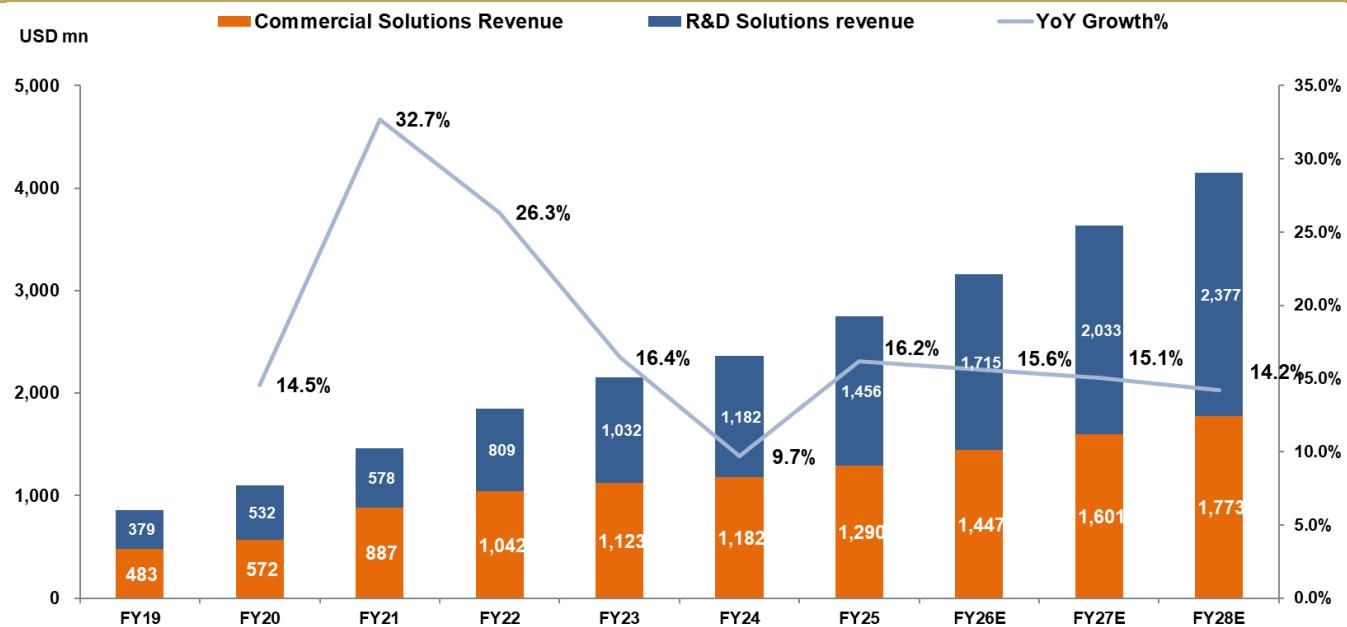
盈利预测

我们认为，在降息周期推动下的宏观流动性改善、AI 驱动的订阅结构优化、平台协同效应释放以及中小药企数字化投入回升的多重因素共同作用下，公司有望在生命科学垂直领域的稳固领先地位上继续实现中双位数的稳健增长。

以公司 2030 年实现 60 亿美元营收目标为锚，我们对 FY25–FY28E 期间的收入增速预计 CAGR 约为 15%，较管理层内生规划的 13% 增速更为乐观，其中，增长动能主要来自研发云的持续渗透与跨模块联动，以及商业云在数据产品协同下的稳健扩张。

- 我们预计研发云 (R&D Solutions) 在 FY25–FY28E 期间实现约 17–18% CAGR，收入占比进一步提升；
- 在已建立庞大客户基础的情况下，我们预计商业云 (Commercial Solutions) 将在 FY25–FY28E 期间实现约 9–10% 的收入 CAGR，主要受益于与 IQVIA 的战略合作与 Data Cloud 的协同增长。

图40：我们预测公司未来3年的收入增速分别为16%/15%/14%，CAGR约为15%，高于公司指引的13%



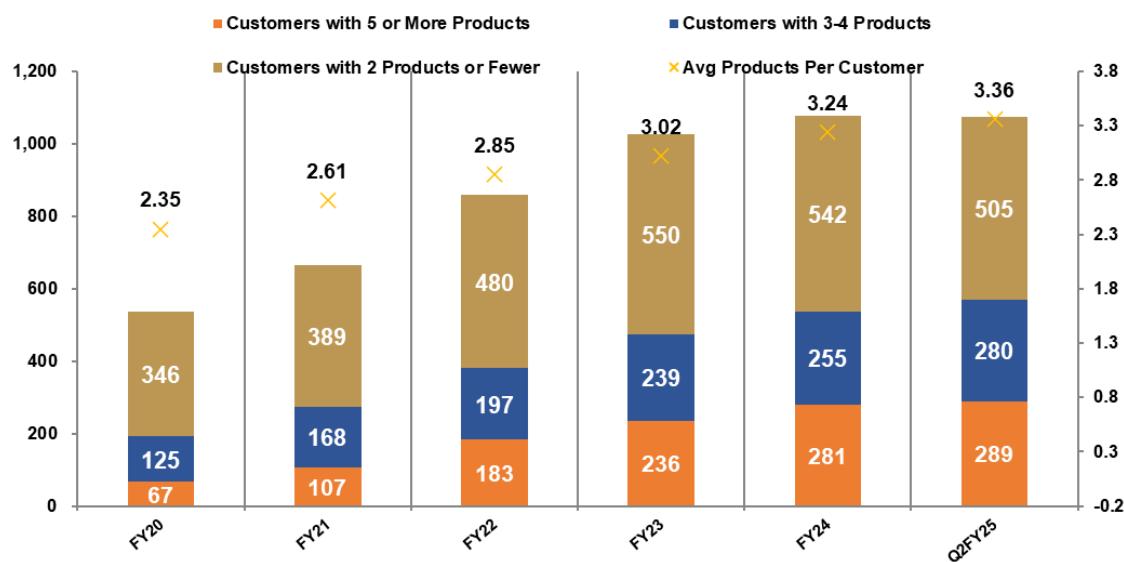
资料来源：公司数据，招商证券（香港）预测

核心增长驱动分解

1. 平台渗透+交叉销售/向上销售：结构性增长主轴

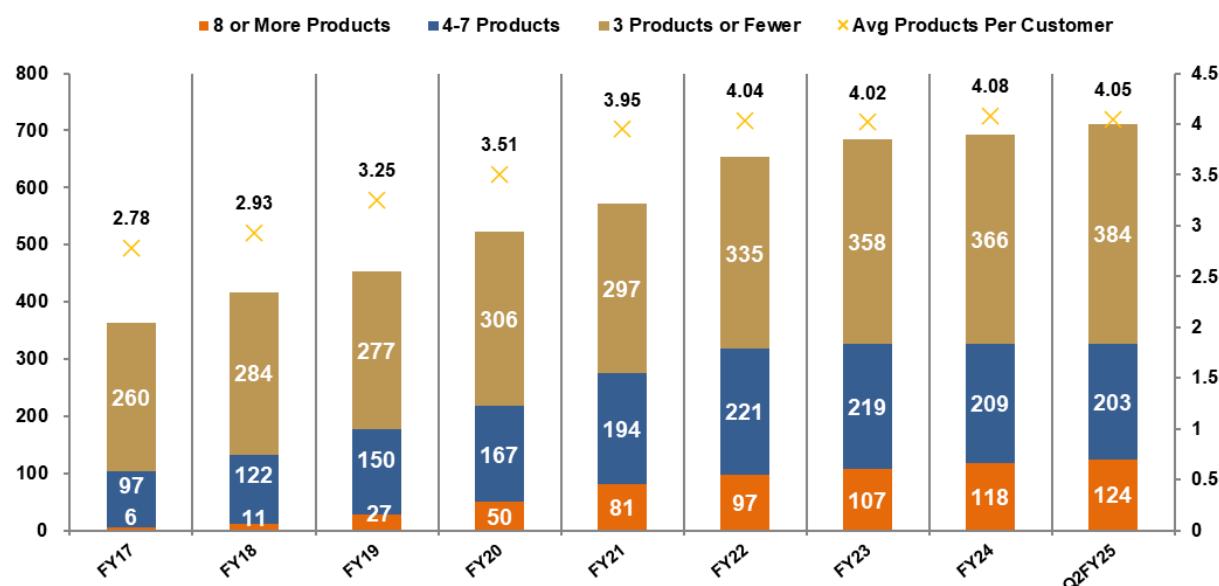
Veeva的核心增长逻辑依然来自于平台渗透率的持续提升与跨模块订阅。Top20药企与生物科技公司正加速将Vault作为研发、法规、质量、安全与商业的一体化底座，从“点状上云”转向“平台标准化”。既有客户的Cross-selling(交叉销售)，如eTMF→CTMS→EDC/CDB、QMS→LIMS、RIM→Publishing)与Up-selling向上销售(用户数和地域扩张)趋势延续，平均合同规模(ACV)与续费可见度进一步提升。随着全球前20大药企逐步形成“Vault优先”策略，Veeva下一增长曲线正进入加速兑现阶段。

图41：研发云客户多模块采纳加速，使用5个产品或以上客户增速近5年CAGR达33%



资料来源：公司数据，招商证券（香港）

图42：商业云交叉销售驱动产品深度扩展,使用8个产品或以上客户增速近8年CAGR达45%

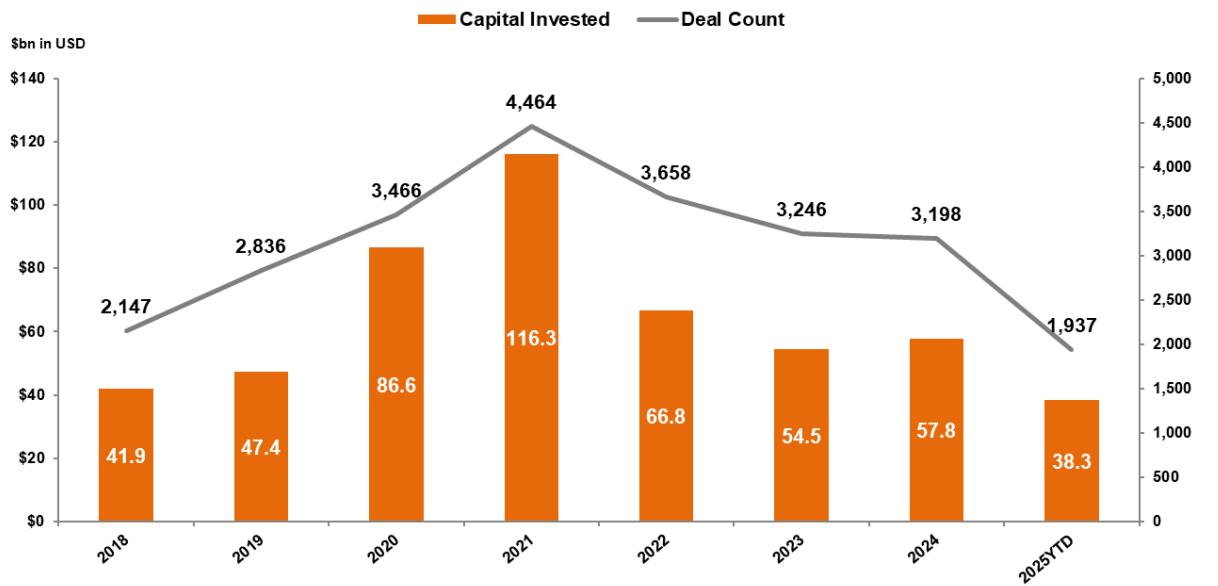


资料来源：公司数据，招商证券（香港）

2. 宏观与资金环境：降息周期改善需求侧弹性

宏观流动性回暖与降息周期的开启，有望缓解 2022–2024 年期间中小生物药企业（SMB）的预算压力。随着融资环境改善，SMB 开始恢复云化采购与订阅扩容。同时，大型药企在“专利悬崖”与“新品上市波峰”周期下，为压缩上市周期（TTM）和提升推广合规性，正加码数字底座与数据治理系统建设。这一轮支出恢复周期，将为新一轮扩张的现实助力。

图43: 2018年到2025年9月全球生物科技PE/VC和IPO融资趋势，2024年开始回暖，2025年有望回到2022年以上水平



资料来源: pitchbook 招商证券 (香港)

3. AI 商业化：现实且克制的推进节奏

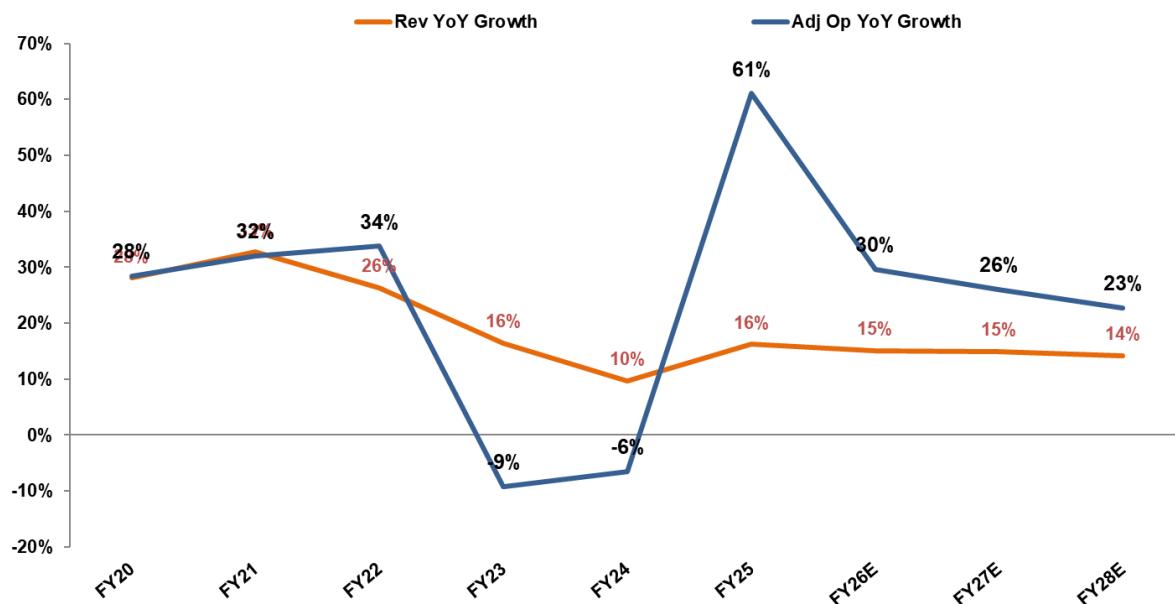
管理层明确指出，2026–2027 年 AI 仍处于功能打包与专业服务落地阶段，对收入贡献有限，但有助于拓展 TAM。我们假设 FY26–FY27 阶段 AI 贡献占比仍为个位数，FY28 起通过“平台订阅+智能体使用费”双层定价模式开始显性贡献，FY30E 预计占总收入中单位数百分比。中长期看，Veeva 的 AI 路线聚焦“垂直深耕、场景落地、审慎变现”，其行业 AI Agent 体系有望推动生命科学行业生产率整体提升 15%-20%，强化其作为“行业操作系统”的平台地位。

费用分析: FY25 经营杠杆显著放大

Veeva过去五年收入实现从11亿美元到27亿美元的稳健增长 (CAGR约22%)，其费用结构展现出“高毛利、重研发、低销售”的优秀垂直SaaS特征。

FY25公司GAAP经营利润率回升至25.2% (+7pp)，经营利润显著跑赢收入增速 (经营利润+61% vs 收入+16%)，反映出显著的经营杠杆释放。得益于订阅业务规模效应、销售效率提升与前期研发扩张的产出释放，这标志着公司在经历FY23-24投入期后进入“效率收获期”，**运营杠杆系数高达3.8x** (利润增速/收入增速)，验证了Veeva“高毛利+精益运营”模式的自我强化循环。

图44: Veeva收入和GAAP经营利润持续优化，我们预测，随着订阅业务规模效应显现、前期研发投入递延摊销、及销售效率提升，Veeva的经营杠杆将持续释放。



资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

销售成本结构 (COGS)

Veeva的销售成本包括订阅服务成本和专业服务成本两部分:

- 订阅服务成本** (FY2025: \$3.23亿, 占收入11.8%) 主要包括第三方云平台费用 (Salesforce、AWS)、托管与数据团队人力成本及数据采购开支。随着客户量增长与 Data Cloud 产品放量, 云计算和数据支出上升约+11%, 但由于收入增速更快 (+20%), 毛利率提升至 85.9%。未来关键驱动力为 2025 年起逐步完成从 Salesforce 向自研 Vault 平台的迁移, 消除约占收入 10-12% 的平台费, 带来持续的 COGS 下行空间。
- 专业服务成本** (FY2025: \$3.77亿, 占收入13.7%) 对应实施与咨询人力, 毛利率约 19%。公司正将服务重心从低毛利实施项目转向高附加值的流程咨询与数据策略服务, 缩减第三方外包比例。值得注意的是, Veeva 为少数长期维持服务盈利的 SaaS 公司之一。

运营费用 (OPEX) 分析

- 研发费用:** FY2025 为 6.93 亿美元, 占收入 25.2%, 是公司最大的运营开支项。研发投入占比自 FY2020 以来持续提高, 反映管理层“产品优先”的战略。公司大力扩充研发团队并投入云基础设施和开发工具, 以支持不断扩大的产品组合。管理层强调“在产品上的投入约为销售和市场的两倍”, 即通过卓越产品来驱动增长, 而非依赖庞大的销售团队。
- 销售与市场费用:** FY2025 为 3.97 亿美元, 占收入 14.4%, FY2025 该项费用略有增长 (约+4%), 但收入占比继续下降。Veeva 善用“参考销售”策略, 通过关键客户的口碑相传获取新客户, 从而减少传统销售开支。强大的产品力结合客户成功案例, 使其在保持业务增长的同时压低了销售费用率。
- 一般与行政费用:** FY2025 为 2.66 亿美元, 占收入 9.7%, 近年保持在收入的约一成左右。管理层将 G&A 定位为精简的“支持职能”, 以服务业务团队。FY2025 该费用小幅上升 (+7.8%)。与此同时, 公司在 FY2026 Q2 通过与 IQVIA 和解一次性支付约 3,100 万美元律师费后, 消除了未来潜在的法律费用不确定性。

费用预测：毛利率扩张驱动利润率回升

我们预计，未来三年Veeva的盈利改善将主要来自毛利率扩张，而运营费用（OPEX）保持相对平稳。

毛利率提升的核心动力包括两方面：

1. 架构自主化带来的结构性改善。

随着Veeva CRM逐步迁移至自研Vault平台，公司将摆脱对Salesforce的授权依赖，从而显著压缩第三方平台费用，并提升数据安全与产品迭代效率。

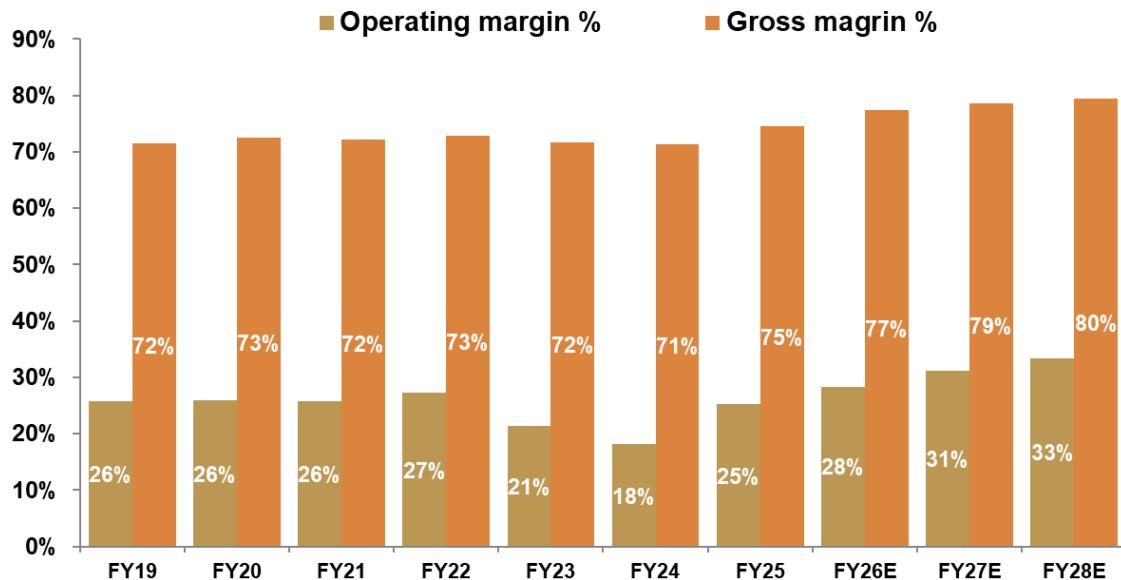
2. AI与自动化带来的交付效率提升。

在研发（R&D）与商业（Commercial）两端，公司正通过MLR Bot、Medical AI Agent及数据清洗自动化工具，降低人工参与度、提高单位人力产出。AI功能的落地将逐步推高订阅业务毛利率，同时带动专业服务业务亏损率收窄。

整体来看，我们预计公司综合毛利率将在FY26–FY28E期间由FY25的约75%提升至77%–79%区间。

运营支出方面，研发费用率将维持高位稳定（约23%-25%区间）以支撑持续创新；销售费用率稳步摊薄（14%-15%区间），反映销售效率提升与客户基数扩大；行政费用率保持刚性控制（9%-10%区间）。

图45: Veeva GAAP口径费用率持续优化，研发投入高位稳定，高毛利、低销售驱动经营利润率回升

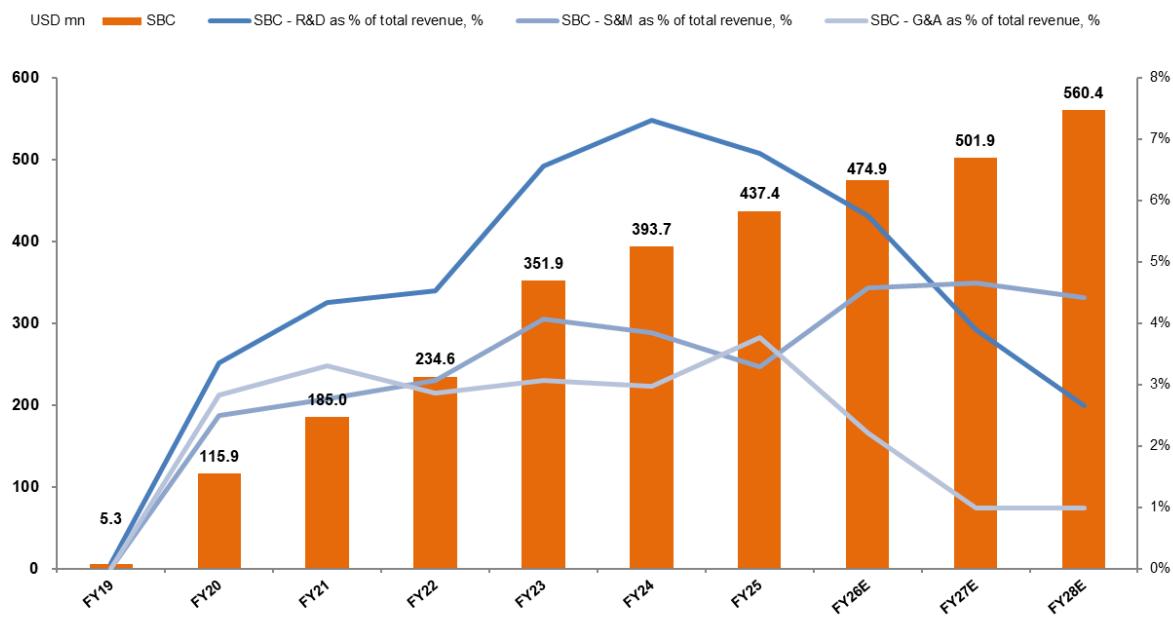


资料来源：公司数据，招商证券（香港）预测

股权激励费用影响

Veeva的股权激励结构在SaaS行业中属中等偏高水平, FY25股权激励费用达4.37亿美元, 占收入约16%, 是GAAP与Non-GAAP盈利差异的主要来源。公司以股权激励吸引和留住高端人才, 尤其在医疗软件等高技术壁垒领域, 这种长期激励具有一定合理性。凭借强劲的自由现金流 (FY2025 FCF10.7亿美元, 转化率约150%), Veeva能以股权形式支付薪酬, 从而保留51.5亿美元现金用于潜在收购或技术投入, 维持资本灵活性。

图46: 股权激励费用为Veeva运营成本关键组成, 为GAAP与Non-GAAP利润差异主因, 分部门看, 研发部门的股权激励费用最大



资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

不过, 从股东回报角度看, Veeva的稀释风险仍不可忽视。FY25年度净稀释率0.81%, 虽在行业内属低位, 但回购仅抵消22%的稀释影响, 股东权益仍被摊薄。更值得注意的是, 公司尚有约1,700万股未归属股权(潜在稀释约9.5%), 其中CEO一人期权授予高达265万股, 公允价值1.72亿美元, 约占未确认成本31%, 未来五年将逐步兑现。若缺乏同步的回购计划, 这部分“潜在稀释”将持续侵蚀每股收益。

图47: 股权稀释压力长期存在, FY25回购力度不足难抵稀释效应

图48: 未来稀释压力犹存——未行权股权占流通股10.5%构成稀释主因

| | FY22 | FY23 | FY24 | FY25 |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 期初流通股 | 152.1 | 154.2 | 158.2 | 161.3 |
| + 期权行权 | 1.5 | 3.4 | 2.3 | 0.7 |
| + RSU授予 | 0.9 | 1 | 1.2 | 1 |
| - 股票回购抵消 | -0.2 | -0.3 | -0.4 | -0.4 |
| 期末流通股 | 154.2 | 158.2 | 161.3 | 162.6 |
| 毛稀释率 | 1.58% | 2.85% | 2.21% | 1.05% |
| 净稀释率 | 1.38% | 2.59% | 1.96% | 0.81% |

| 项目 | 数量 (百万股) | 未确认成本 (百万美元) | 平均剩余期限(年) | 占流通股% |
|--------|----------|--------------|-----------|-------|
| 未行权期权 | 15.6 | 541.0 | 2.4 | 9.6% |
| 未归属RSU | 1.4 | 180.0 | 0.9 | 0.8% |
| 总计 | 17.0 | 550.0 | - | 10.5% |

资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)

资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)

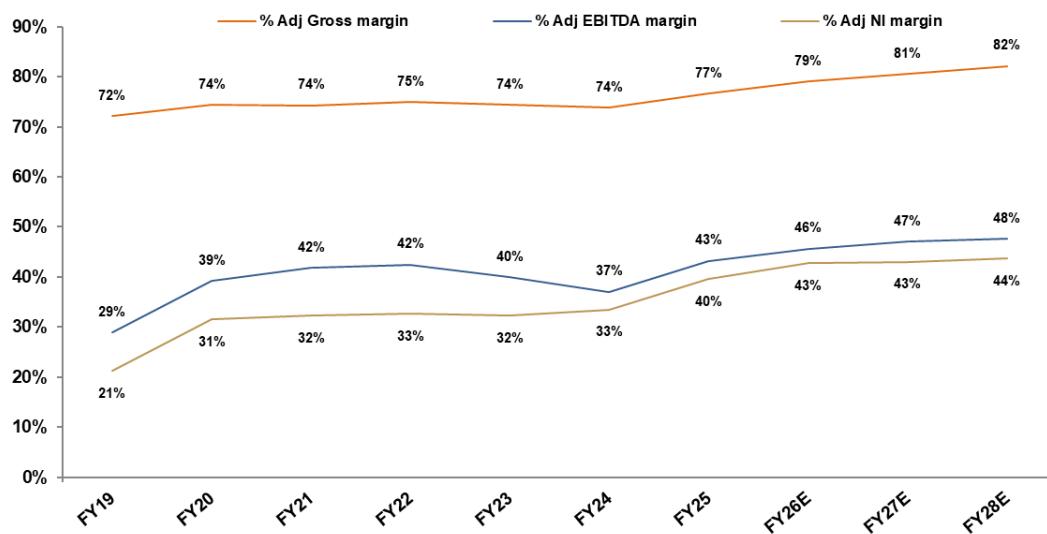
我们认为, 对Veeva这类高订阅占比、负营运资本(递延收入为主)且资本开支极低的行业云公司, P/FCF比P/E和经调整P/E更能反映运营实质:

- Non-GAAP会美化指标: Non-GAAP会把SBC(股权激励)加回, 看起来“利润更高”, 但并未反映股数被稀释。FCF虽然不计入SBC的非现金费用, 但我们用稀释后股本去算每股FCF, 能把稀释的影响真实地推到每股口径上。

- 贴合商业模式: Veeva的现金流强劲来自“先收款后履约”的合同结构（递延收入增长），再叠加极低 Capex (~0.7%/营收)，FCF天然高于净利，P/FCF能更好度量其“现金创造能力”。
- 少受会计噪音干扰: P/FCF不依赖于各类摊销、一次性诉讼、收购无形资产等会计处理假设，跨周期可比性更强。

股权激励不是“免费的午餐”——它用股东的稀释换取员工的忠诚。对Veeva而言，我们认为这笔交易目前还划算（因为FCF强劲），但投资者必须持续监控稀释率，不要被Non-GAAP EPS蒙蔽，用P/FCF估值或许更加合适。

图49: 综上，我们预计Non-GAAP EBITDA利润率预计将由FY2025的约43%提升至FY2028E的约48%，形成由毛利扩张主导的利润率改善周期。



资料来源: 招商证券(香港)预测

经营效率与同行对比

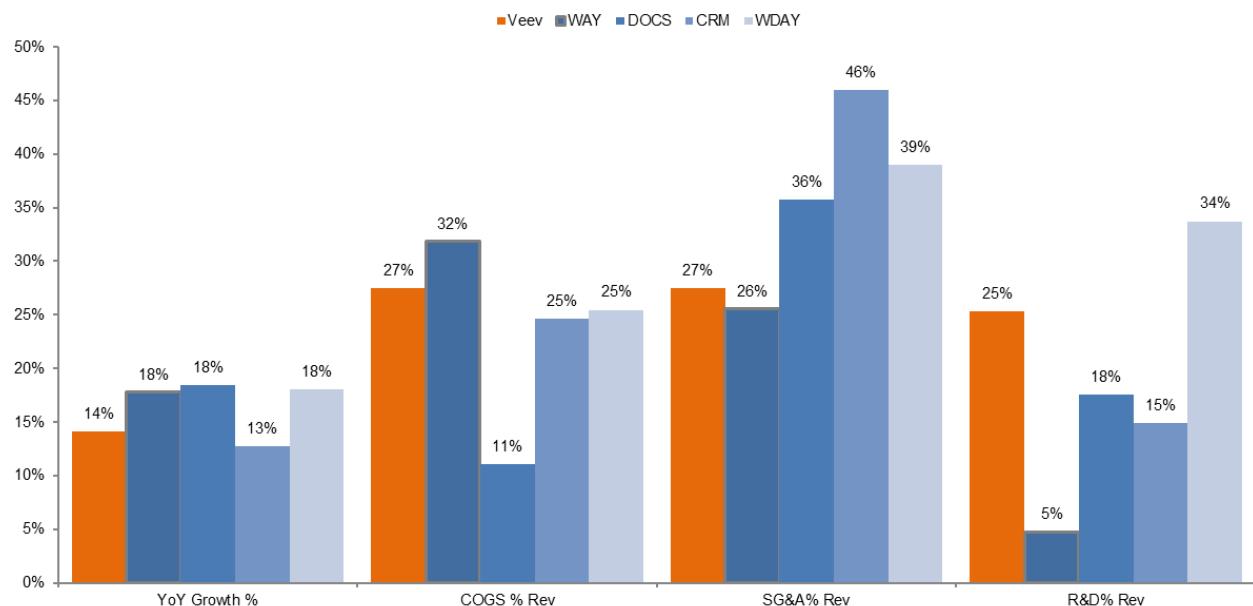
Veeva自创立以来奉行“增长与盈利并重”的理念。管理层强调精干高效的团队，以提升执行速度和质量；他们持续投资业务增长，但并不过度追求规模而牺牲效率。与同行对比，Veeva展现出独特的费用结构和效率优势：

从近三年平均数据来看，Veeva展现出显著优于通用SaaS公司的费用结构与运营效率：其R&D费用率约25%，高于同业平均的15–20%，反映其持续深耕生命科学垂直领域的竞争优势与创新投入；而SG&A费用率仅约27%，显著低于同行平均的30–40%，这源于公司以产品实力和客户口碑驱动增长，大幅降低了获客成本。

此外，大多数SaaS公司的专业服务业务毛利率微薄甚至为负，而Veeva的服务收入占比近20%，毛利率接近20%，证明其专业服务不仅有战略价值，也对利润有所贡献。

得益于这种高研发投入、低销售开支的精益模式，Veeva过去五年在实现年收入两位数增长的同时，始终保持非GAAP营业利润率在35–40%以上的水平，呈现出少见的“高增长、高盈利”特征。

图50: Veeva费用结构显著优于同行，展现高效运营与结构性壁垒（近三年平均，GAPP口径）



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

运营资本和资产负债表

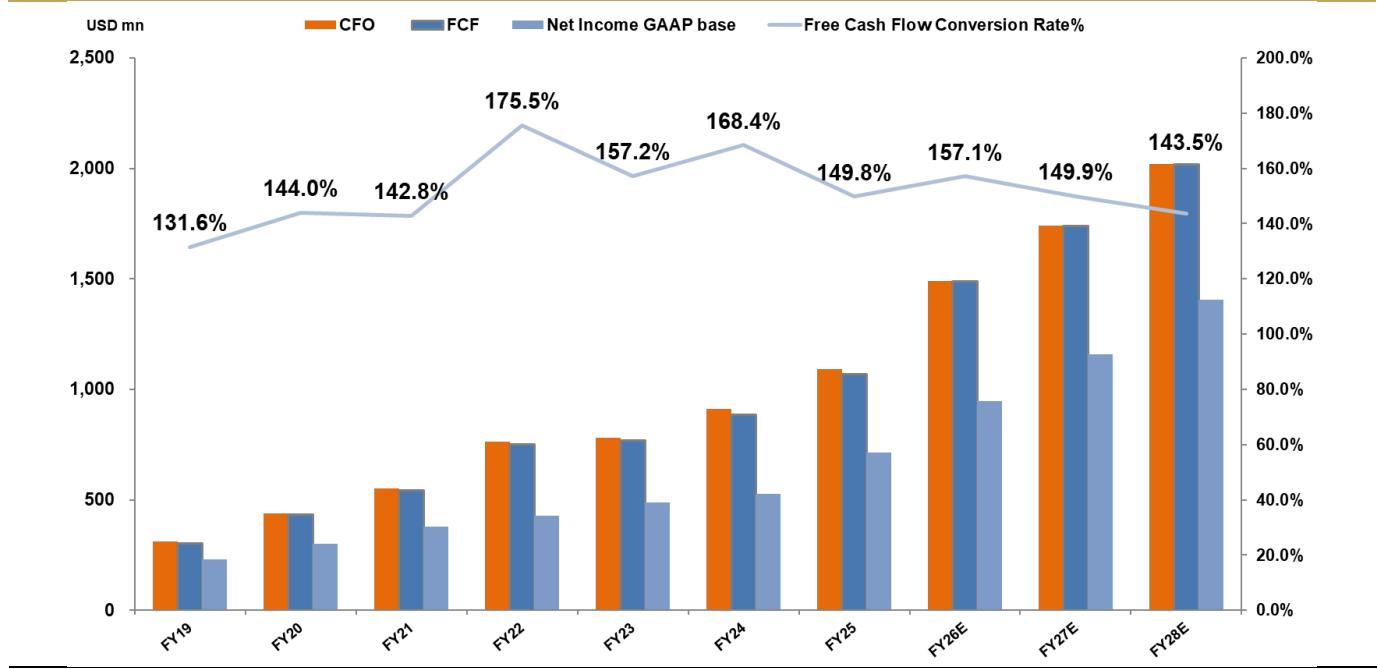
堡垒式资产负债表——零债务+51亿现金

Veeva拥有零债务的资本结构, FY25现金及短期投资高达51.5亿美元, 过去5年复合增长率约36.6%, 仅FY25一年就增加了11.1亿美元。资产负债率降至20.5%, 显著低于SaaS行业40-50%的均值, 展现出极强的财务稳健性和流动性(FY25流动比率高达4.51)。

Veeva的资产负债表结构极为轻盈: 固定资产净值仅占总资产的0.8%, 无形资产不到0.9%, 而现金及投资却占总资产的70%以上。这种“现金为王”的结构使公司在经济周期中进退自如。

Veeva的自由现金流持续超过净利润, 主要受非现金支出(股权激励费用)、递延收入增长超过应收帐款、较少资本支出驱动。FY2025自由现金流达10.7亿美元, 约为净利润7.0亿的154%。过去4年平均FCF转化率达164%, 体现出其盈利质量极高。

图51: 基于SaaS商业模式优势(客户预付费)、轻资产战略(极低Capex)和股权激励文化(保留现金)我们预计Veeva FCF转换率将保持在140%以上的高位



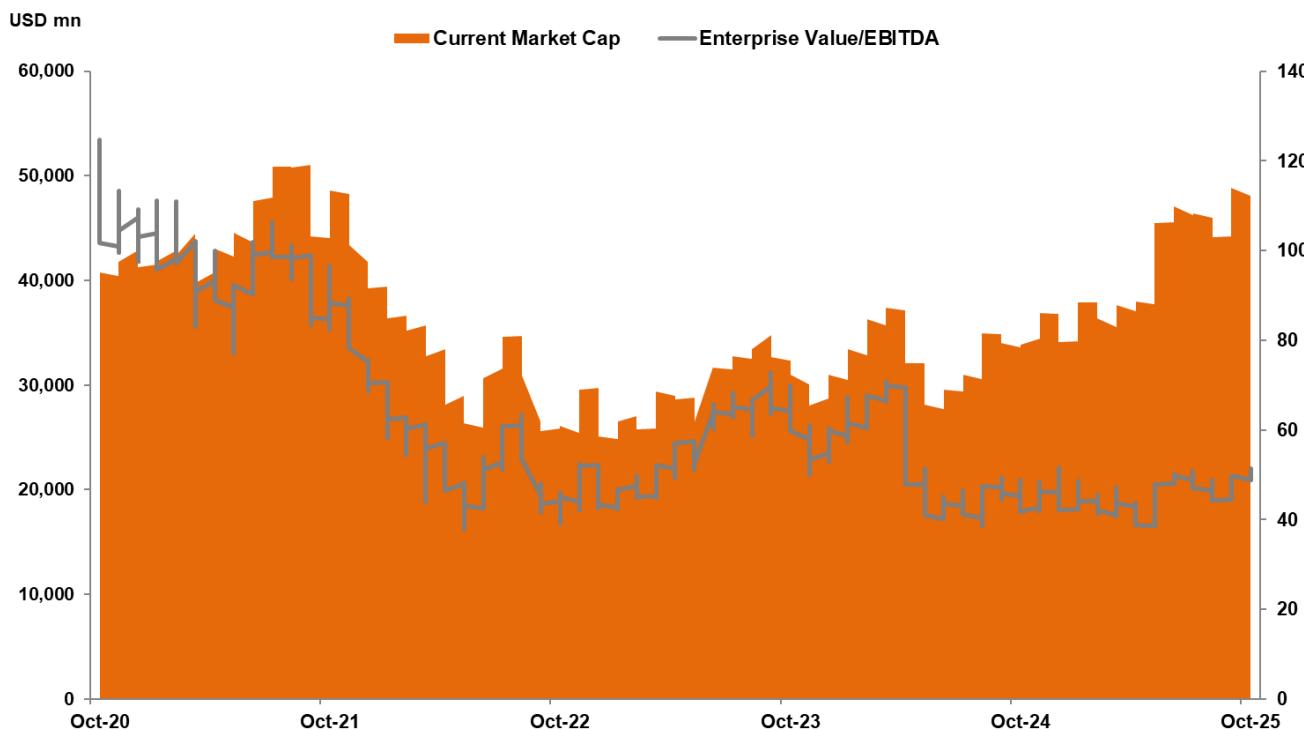
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

估值

通过分析Veeva过往的股价表现，我们看到Veeva的价值叙事逻辑正从“成长叙事”向“价值兑现”阶段演进。自2024年起，公司市值增长与估值倍数（EV/EBITDA）之间呈反向走势，形成显著“剪刀差”，体现出盈利质量提升与基本面支撑增强的结构性转变。

随着公司层面Vault平台迁移完成、AI与Data Cloud协同效应逐步释放，叠加宏观层面降息周期临近及IT预算回暖，我们预计公司估值中枢具备回归长期均值的空间，未来股价弹性将更多来自盈利与现金流的持续兑现。

图52：自2024年年中起，Veeva的EV/EBITDA倍数持续下行，而市值稳步上升，体现出公司通过业绩增长而非估值扩张驱动的健康上行，基本面支撑与内生增长动力进一步强化。



资料来源：公司数据，招商证券（香港）

我们基于11年期自由现金流折现模型（DCF）对Veeva进行估值，核心假设如下：

- **折现率（WACC）为8.5%：**反映在降息周期背景下，资金成本下行与估值修复的结构性趋势。随着美国长期利率逐步回落，生命科学垂直SaaS企业的风险溢价与贴现压力预计同步下降，而Veeva凭借稳定现金流与高续费率，具备更强的估值弹性与防御性。
- **永续增长率为3.5%：**考虑到公司在临床、质量、数据云等新兴模块的拓展潜力，Veeva客户粘性极高，叠加生命科学领域本身较为保守、AI渗透率仍处早期阶段，为公司未来数年的持续增长留出充足空间。3.5%的永续增速合理反映其作为成熟型高质量SaaS企业的稳态增长特征。

模型结果显示，Veeva的内在价值约为350.3美元/股，较当前股价（约286美元）仍具22%的上行空间。

我们同时进行了敏感性分析与可比公司估值（Comps）验证：

在WACC 8%-9%与永续增长率4%-5%区间下，Veeva的内在价值区间介于298-420美元/股。

与其他可比SaaS公司相比，Veeva当前FY26E/27E P/E约44.5x/38.2X，仍低于同业平均，反映出估值安全边际充足、上行弹性可期。

图53: DCF估值, 基于8.5%WACC与3.5%永续增长率假设, 模型对应股权价值350.3美元/股

| | | Historical: | | | | | | | | | | | | | | | | |
|--|------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|----------------------|------|
| | | Units: | FY21 | FY22 | FY23 | FY24 | FY25 | FY26 | FY27 | FY28 | FY29 | FY30 | FY31 | FY32 | FY33 | FY34 | FY35 | FY36 |
| Total Revenue | \$ M | 1,465.2 | 1,850.8 | 2,155.1 | 2,363.7 | 2,746.6 | 3,161.6 | 3,633.8 | 4,150.5 | 4,837.6 | 5,487.6 | 6,071.1 | 6,817.7 | 7,663.6 | 8,588.3 | 9,553.6 | 10,621.3 | |
| YoG Growth% | | | 26.3% | 16.4% | 9.7% | 16.2% | 15.1% | 14.9% | 14.2% | 16.6% | 13.4% | 10.6% | 12.3% | 12.4% | 12.1% | 11.2% | 11.2% | |
| (+) Stock-based compensation expense: | | 185.0 | 224.6 | 351.9 | 393.7 | 437.4 | 464.9 | 499.1 | 558.4 | 620.4 | 823.1 | 910.7 | 1,022.7 | 1,126.2 | 1,374.1 | 1,528.6 | 2,655.3 | |
| Adj Operating Income : | | 592.0 | 765.3 | 877.1 | 913.6 | 1,336.4 | 1,515.0 | 1,718.6 | 2,004.4 | 2,432.6 | 2,925.7 | 3,239.1 | 3,635.3 | 4,178.0 | 4,682.9 | 5,112.4 | 7,299.5 | |
| Adj operating Margin: | | 40% | 41% | 41% | 39% | 49% | 48% | 47% | 48% | 50% | 53% | 53% | 53% | 55% | 55% | 54% | 69% | |
| (-) Taxes, Including incometax effect on non-GAAP adj: | | (132.8) | (202.7) | (200.4) | (244.8) | (382.9) | (336.6) | (407.5) | (468.2) | (551.0) | (685.8) | (759.1) | (852.1) | (994.5) | (1,114.7) | (1,225.4) | (1,891.5) | |
| Net Operating Profit After Taxes (NOPAT): | | 459.1 | 562.7 | 676.7 | 668.9 | 953.4 | 1,178.5 | 1,311.1 | 1,536.2 | 1,881.6 | 2,239.9 | 2,480.0 | 2,783.2 | 3,183.4 | 3,568.3 | 3,887.0 | 5,407.9 | |
| (+) Depreciation & Amortization: | | 23.9 | 33.3 | 43.3 | 35.1 | 37.1 | 43.6 | 52.1 | 23.8 | 18.8 | 14.9 | 11.7 | 9.9 | 8.9 | 8.2 | 7.7 | 7.5 | |
| (+/-) Net Change in Working Capital: | | 49.7 | (46.4) | 42.5 | 36.1 | 67.8 | 54.9 | 47.1 | 74.6 | 51.2 | 67.8 | 74.4 | 28.6 | 73.9 | 81.8 | 88.1 | 487.4 | |
| (-) Capital Expenditures: | | (23.9) | (33.3) | (43.3) | (35.1) | (37.1) | (43.6) | (52.1) | (23.8) | (18.8) | (14.9) | (11.7) | (9.9) | (8.9) | (8.2) | (7.7) | (7.5) | |
| Free Cash Flow: | \$ M | 409.4 | 609.1 | 634.2 | 632.8 | 885.6 | 1,123.6 | 1,264.0 | 1,461.5 | 1,830.4 | 2,172.1 | 2,405.6 | 2,754.6 | 3,109.5 | 3,486.5 | 3,798.9 | 4,920.5 | |
| Growth Rate: | % | 48.8% | 4.1% | (0.2%) | 40.0% | 26.9% | 12.5% | 15.6% | 25.2% | 18.7% | 10.8% | 14.5% | 12.9% | 12.1% | 9.0% | 29.5% | | |
| Discount multiplier | | | 1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.9 | | |
| Discounted Cash Flow | | | | | 632.8 | 885.6 | 1,035.7 | 1,073.9 | 1,144.5 | 1,321.2 | 1,445.1 | 1,475.2 | 1,557.0 | 1,620.0 | 1,674.2 | 1,681.5 | 43,628.9 | |
| EBITDA: | \$ M | 615.9 | 798.6 | 920.4 | 948.7 | 1,373.5 | 1,558.7 | 1,770.7 | 2,028.2 | 2,451.4 | 2,940.6 | 3,250.7 | 3,645.1 | 4,186.9 | 4,691.1 | 5,120.1 | 7,307.0 | |
| Growth Rate: | % | | | | | 44.8% | 13.5% | 13.6% | 14.5% | 20.9% | 20.0% | 10.5% | 12.1% | 14.9% | 12.0% | 9.1% | 42.7% | |
| WACC: | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Cost of equity (CAPM) | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Beta | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Equity risk premium | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Risk free rate | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Cost of debt | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tax-adjusted cost of debt | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| % equity | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| % debt | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| WACC | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Terminal growth rate | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Enterprise value | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Debt & finance lease | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Equity value | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Shares outstanding | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Equity value per share | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Discount Rate (WACC): | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 7.5% 7.7% 7.9% 8.0% 8.3% 8.5% 8.7% 9.0% 9.2% 9.4% 9.6% | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 4.50% 4.30% 4.00% 3.80% 3.70% 3.50% 3.30% 3.20% 3.00% 2.80% 2.60% | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| \$ 557.4 \$ 529.8 \$ 494.4 \$ 473.9 \$ 464.5 \$ 447.1 \$ 424.1 \$ 410.4 \$ 397.9 \$ 386.4 \$ 369.5 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 520.4 \$ 496.6 \$ 465.6 \$ 447.7 \$ 439.4 \$ 420.0 \$ 399.9 \$ 381.4 \$ 375.7 \$ 369.1 \$ 354.0 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 487.8 \$ 467.1 \$ 439.9 \$ 424.0 \$ 416.7 \$ 402.9 \$ 384.5 \$ 390.4 \$ 351.4 \$ 363.4 \$ 354.0 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 473.0 \$ 433.1 \$ 410.0 \$ 398.1 \$ 361.3 \$ 344.8 \$ 329.7 \$ 315.8 \$ 302.1 \$ 296.7 \$ 286.0 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 410.0 \$ 395.8 \$ 376.8 \$ 359.4 \$ 336.1 \$ 322.1 \$ 309.1 \$ 297.1 \$ 284.0 \$ 270.7 \$ 260.0 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 389.1 \$ 365.5 \$ 344.5 \$ 327.4 \$ 314.1 \$ 301.9 \$ 290.6 \$ 287.4 \$ 274.0 \$ 261.7 \$ 250.0 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 361.3 \$ 350.6 \$ 335.2 \$ 321.0 \$ 307.9 \$ 293.6 \$ 281.3 \$ 270.0 \$ 257.7 \$ 245.4 \$ 233.0 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 344.8 \$ 329.7 \$ 315.8 \$ 302.1 \$ 290.6 \$ 280.0 \$ 268.0 \$ 256.0 \$ 243.7 \$ 231.4 \$ 219.1 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 329.7 \$ 315.8 \$ 302.1 \$ 290.6 \$ 280.0 \$ 268.0 \$ 256.0 \$ 243.7 \$ 231.4 \$ 219.1 \$ 207.8 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 315.8 \$ 307.9 \$ 290.6 \$ 280.0 \$ 268.0 \$ 256.0 \$ 243.7 \$ 231.4 \$ 219.1 \$ 207.8 \$ 195.5 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 307.9 \$ 290.6 \$ 280.0 \$ 268.0 \$ 256.0 \$ 243.7 \$ 231.4 \$ 219.1 \$ 207.8 \$ 195.5 \$ 183.2 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 290.6 \$ 280.0 \$ 268.0 \$ 256.0 \$ 243.7 \$ 231.4 \$ 219.1 \$ 207.8 \$ 195.5 \$ 183.2 \$ 171.9 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 280.0 \$ 268.0 \$ 256.0 \$ 243.7 \$ 231.4 \$ 219.1 \$ 207.8 \$ 195.5 \$ 183.2 \$ 171.9 \$ 160.6 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 268.0 \$ 256.0 \$ 243.7 \$ 231.4 \$ 219.1 \$ 207.8 \$ 195.5 \$ 183.2 \$ 171.9 \$ 160.6 \$ 149.3 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 256.0 \$ 243.7 \$ 231.4 \$ 219.1 \$ 207.8 \$ 195.5 \$ 183.2 \$ 171.9 \$ 160.6 \$ 149.3 \$ 138.0 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 243.7 \$ 231.4 \$ 219.1 \$ 207.8 \$ 195.5 \$ 183.2 \$ 171.9 \$ 160.6 \$ 149.3 \$ 138.0 \$ 126.7 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 231.4 \$ 219.1 \$ 207.8 \$ 195.5 \$ 183.2 \$ 171.9 \$ 160.6 \$ 149.3 \$ 138.0 \$ 126.7 \$ 115.4 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 219.1 \$ 207.8 \$ 195.5 \$ 183.2 \$ 171.9 \$ 160.6 \$ 149.3 \$ 138.0 \$ 126.7 \$ 115.4 \$ 104.1 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 207.8 \$ 195.5 \$ 183.2 \$ 171.9 \$ 160.6 \$ 149.3 \$ 138.0 \$ 126.7 \$ 115.4 \$ 104.1 \$ 93.8 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 195.5 \$ 183.2 \$ 171.9 \$ 160.6 \$ 149.3 \$ 138.0 \$ 126.7 \$ 115.4 \$ 104.1 \$ 93.8 \$ 83.5 | | | | | | | | | | | | | | | | | \$ 315.8 \$ 307.9 | |
| \$ 183.2 \$ 171.9 \$ 160.6 \$ 149.3 \$ 138.0 \$ 126.7 \$ 115.4 \$ 104.1 \$ 93.8 \$ 83.5 \$ 73.2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

图54: 可比公司对比

| Company Name | 10/9/2025 Rating | Ticker | CMCI | Mkt Cap (USDm) | Price | | | Rev Growth | | | FCF margin (%) | | | EV/Sales(x) | | | EV/EBITDA (x) | | | P/E(x) | | | PEG | | | |
|--------------------------------------|---------------------|--------|----------------|-------------------|---------|-------|-------|------------|-------|-------|----------------|---------|--------|-------------|--------|--------|---------------|---------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 9/10/25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| Horizontal Software | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| MICROSOFT CORP | MSFT US | BUY | 3,883,086 | \$522.4 | 14.8% | 14.5% | 15.0% | 27.4 | 22.2 | 25.2 | 14.6 x | 11.9 x | 10.4 x | 24.7 x | 17.9 x | 15.5 x | 41.7 x | 33.5 x | 28.6 x | 1.7 | 1.4 | 1.7 | | | | |
| ORACLE CORP | ORCL US | NR | 846,571 | \$297.0 | 16.4% | 22.5% | 48.3% | -0.7 | 8.6 | -12.0 | 14.1 x | 11.6 x | 9.4 x | 17.4 x | 11.6 x | 9.2 x | 70.1 x | 43.6 x | 37.5 x | 1.3 | 0.8 | 2.2 | | | | |
| PALANTIR TECHN-A | PLTR US | NR | 439,998 | \$185.5 | 48.1% | 36.1% | 35.6% | 39.8 | 44.0 | 43.2 | 149.3 x | 102.5 x | 75.3 x | 447.7 x | 88.5 x | 64.4 x | 921.6 x | 218.7 x | 164.0 x | 4.5 | 1.3 | 6.3 | | | | |
| SAP SE-SPONS ADR | SAP US | NR | 338,809 | \$275.8 | 23.3% | 11.7% | 13.2% | 12.9 | 20.6 | 22.9 | 8.3 x | 7.7 x | 6.9 x | 27.8 x | 21.4 x | 17.7 x | 60.9 x | 33.5 x | 26.7 x | | | | 2.1 | | | |
| APPLOVIN CO-CL A | APP US | NR | 203,058 | \$600.3 | 22.4% | 36.2% | 23.6% | 44.5 | 57.2 | 58.0 | 45.8 x | 38.3 x | 28.1 x | 47.6 x | 26.2 x | 18.4 x | 125.2 x | 42.8 x | 33.4 x | 1.4 | 0.7 | 0.8 | | | | |
| SALESFORCE INC | CRM US | NR | 233,554 | \$245.3 | 8.8% | 9.0% | 9.5% | 32.8 | 29.3 | 31.2 | 6.4 x | 5.9 x | 5.4 x | 24.7 x | 16.3 x | 14.8 x | 33.4 x | 21.6 x | 19.3 x | 0.5 | 0.3 | 1.6 | | | | |
| SHOPIFY INC - A | SHOP US | NR | 213,352 | \$163.9 | 28.0% | 22.7% | 22.9% | 18.0 | 18.2 | 18.9 | 21.8 x | 17.2 x | 14.0 x | 123.8 x | 69.9 x | 53.0 x | 192.9 x | 89.1 x | 69.1 x | 2.7 | 1.6 | 3.4 | | | | |
| INTUIT INC | INTU US | NR | 179,807 | \$644.9 | 12.3% | 12.6% | 13.3% | 35.4 | 29.4 | 28.9 | 11.5 x | 9.3 x | 8.3 x | 38.7 x | 20.5 x | 18.1 x | 55.6 x | 27.9 x | 24.6 x | 0.5 | 0.3 | 1.8 | | | | |
| SERVICENOW INC | NOW US | NR | 190,934 | \$918.0 | 19.8% | 18.6% | 18.9% | 31.1 | 32.0 | 32.3 | 16.8 x | 14.0 x | 11.8 x | 101.7 x | 46.6 x | 38.5 x | 130.4 x | 46.1 x | 38.3 x | 0.9 | 0.4 | 2.6 | | | | |
| WORKDAY INC-A | WDAY US | NR | 63,605 | \$238.2 | 13.1% | 12.5% | 12.5% | 26.0 | 21.6 | 24.8 | 6.7 x | 5.9 x | 5.3 x | 125.8 x | 23.7 x | 19.8 x | 102.3 x | 26.8 x | 22.5 x | 0.7 | 0.2 | 1.2 | | | | |
| DATADOG INC-A | DDOG US | NR | 57,219 | \$164.1 | 24.6% | 20.0% | 21.1% | 28.9 | 25.1 | 25.9 | 16.4 x | 13.3 x | 11.1 x | 300.2 x | 61.3 x | 48.1 x | 308.4 x | 72.6 x | 57.5 x | 1.3 | 0.4 | 3.0 | | | | |
| ATLASSIAN CORP-A | TEAM US | NR | 38,757 | \$147.7 | 17.9% | 19.2% | 19.1% | 29.5 | 23.3 | 23.5 | 7.9 x | 6.1 x | 5.1 x | 28.6 x | 23.3 x | n/a | 34.4 x | 28.4 x | 0.3 | -0.1 | 1.3 | | | | | |
| GUIDEWIRE SOFTWARE | GWRE US | NR | 19,994 | \$236.5 | 17.7% | 14.9% | 16.6% | 27.2 | 17.8 | 20.7 | 16.4 x | 12.7 x | 11.1 x | 38.9 x | 29.4 x | 29.4 x | 467.7 x | 79.6 x | 63.1 x | 1.0 | 0.2 | 2.3 | | | | |
| DAYFORCE INC | DAY US | NR | 10,827 | \$68.5 | 10.9% | 11.4% | 12.3% | 9.7 | 13.7 | 15.6 | 6.5 x | 5.9 x | 5.3 x | 34.4 x | 19.6 x | 17.0 x | 230.7 x | 26.2 x | 22.2 x | 0.3 | 0.0 | 2.9 | | | | |
| MONDAY.COM LTD | MNDY US | NR | 9,678 | \$190.6 | 27.0% | 22.2% | 20.3% | 30.4 | 26.4 | 26.8 | 9.8 x | 7.8 x | 6.4 x | 61.9 x | 44.9 x | 39.0 x | 299.0 x | 40.6 x | 30.7 x | 0.6 | 0.1 | 2.0 | | | | |
| Vertical Software/ Healthtech | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| VEEVA SYSTEMS-A | VEEV US | BUY | 48,922 | \$298.5 | 15.1% | 14.9% | 14.2% | 38.9 | 46.6 | 47.7 | 16.1 x | 14.0 x | 12.8 x | 55.7 x | 44.5 x | 36.4 x | 44.5 x | 38.2 x | 32.0 x | 0.8 | 0.4 | 4.2 | | | | |
| IQVIA HOLDINGS I | IQV US | NR | 34,510 | \$203.0 | 5.1% | 4.9% | 6.0% | 13.7 | 11.2 | 12.2 | 2.9 x | 2.8 x | 2.7 x | 13.1 x | 12.4 x | 11.8 x | 24.2 x | 15.8 x | 14.2 x | 0.5 | 0.3 | 1.8 | | | | |
| PTC INC | PTC US | NR | 24,165 | \$201.7 | 13.3% | 7.9% | 8.7% | 31.8 | 32.7 | 35.2 | 11.2 x | 9.9 x | 9.2 x | 31.8 x | 20.6 x | 19.3 x | 61.3 x | 27.3 x | 25.2 x | 0.6 | 0.3 | 3.2 | | | | |
| TYLER TECHNOLOG | TYL US | NR | 21,910 | \$506.5 | 9.8% | 9.3% | 10.2% | 26.9 | 26.0 | 27.6 | 11.1 x | 10.1 x | 9.3 x | 54.1 x | 36.7 x | 32.5 x | 83.0 x | 40.2 x | 35.2 x | 1.0 | 0.5 | 3.6 | | | | |
| SS&C TECHNOLOGIE | SSNC US | NR | 20,683 | \$84.7 | 6.6% | 5.1% | 4.7% | 19.3 | 20.5 | 21.9 | 4.7 x | 4.5 x | 4.3 x | 12.2 x | 10.2 x | 9.7 x | 25.5 x | 13.0 x | 12.0 x | 0.3 | 0.2 | 1.3 | | | | |
| DOXIMITY INC-A | DOCS US | NR | 13,592 | \$72.6 | 11.8% | 10.4% | 11.9% | 49.7 | 40.2 | 44.3 | 24.6 x | 21.4 x | 19.2 x | 23.0 x | 12.4 x | 11.1 x | 66.8 x | 48.3 x | 44.1 x | 1.8 | 1.2 | 4.3 | | | | |
| WAYSTAR HOLDING | WAY US | NR | 7,145 | \$37.4 | 11.5% | 11.0% | 11.4% | 15.1 | 23.1 | 23.8 | 7.8 x | 7.1 x | 6.3 x | 22.1 x | 17.4 x | 15.8 x | 8061.6 x | 23.9 x | 20.9 x | 0.3 | 0.0 | 2.0 | | | | |
| PHREESIA INC | PHR US | NR | 1,428 | \$23.8 | 14.1% | 12.2% | 12.1% | 5.6 | 1.0 | 9.2 | 4.2 x | 3.7 x | 3.3 x | | 15.1 x | 11.8 x | n/a | 83.1 x | 34.0 x | 0.2 | 3.9 | 0.5 | | | | |
| 总计 | | | 300,070 | | 17.1% | 15.7% | 16.6% | 26 | 26 | 26 | 18.9 x | 15 x | 12 x | 80 x | 31 x | 25 x | 490 x | 49 x | 38 x | 1 | 1 | 2 | | | | |

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

投资风险

(1) 医药代表队伍收缩风险:

Veeva 商业云的收入与制药企业的销售人员规模高度相关。若大型跨国药企在成本控制或组织重组下减少医药代表人数、缩减 CRM 及多渠道营销 (MCM) 预算, 将对公司商业云的扩张带来阶段性压力, 尤其在中小药企 (SMB) 预算恢复不及预期时影响更为明显。

(2) 数据安全与地缘政治风险:

Veeva 在全球运营中需同时符合欧美《GDPR》、中国《数据安全法》等多国法规。若地缘政治紧张或监管趋严, 导致数据跨境传输、云部署许可受限, 可能影响公司在新兴市场的业务拓展和客户交付。

(3) 宏观流动性与利率周期风险:

Veeva 股价与美债收益率呈负相关。在降息周期未如预期推进或宏观风险偏好下降的情境下, 估值修复节奏或被延缓, 叠加 SaaS 板块普遍估值波动, 短期市场情绪可能对公司股价造成扰动。

(4) 平台迁移风险

Vault CRM 替代 Salesforce 是 Veeva 未来五年最关键的战略转折点。迁移过程涉及大型制药客户的系统重构、数据迁移与培训。如果客户采用节奏慢于预期或在迁移过程中出现稳定性问题, 将直接影响 CRM 续约率与新增合同确认节奏。

(5) AI 落地与监管风险

尽管 Veeva 积极布局 Agentic AI, 但生命科学行业合规标准极高, AI 应用仍需通过等监管备案和审计。若 AI 功能无法快速获得监管机构或客户批准, 可能低于市场预期。

附录：Veeva 商业、临床与合规产品全景表

图55: Veeva在商业端的产品套件梳理

| 产品名称 | 核心定位 | 解决的痛点 | 关键功能与价值 | 上线日期 | 成熟度与客户基数 |
|-------------------------------|--------------------|----------------------------|---|-------------|------------------------|
| Vault CRM | 下一代生命科学 CRM 平台 | 传统 CRM 割裂，无法与研发、合规系统统一 | 连接销售、市场和医疗团队，支持客户画像、区域/大客户管理、样品管理、全渠道互动 | 2022 | Mature; 100+ 客户 |
| Veeva AI for Vault CRM | 行业专属 AI 智能体 | 传统 CRM 智能化不足 | 提供 Pre-Call、Content、Free Text、Voice Agents，提升一线生产力和合规性 | 2025 (年底上线) | 即将推出；0 客户 |
| Approved Email | 合规邮件发送工具 | 邮件沟通缺乏合规追踪 | 提供合规模板、内容片段，自动追踪发送/打开/点击，沉淀 CRM 数据 | 2013 | Very Mature; 100+ 客户 |
| Engage | 数字互动平台 | 传统 HCP 沟通低效，缺乏数据沉淀 | 支持会议安排、视频、合规聊天，互动数据自动沉淀 CRM | 2018 | Mature; 100+ 客户 |
| Events Management | 端到端活动管理工具 | 活动分散，缺乏合规与可视化 | 管理内容、参会者、讲者、预算、合规，支持透明化报告 | 2015 | Mature; 100+ 客户 |
| Align | 销售区域规划平台 | 区域规划缺乏动态反馈 | 覆盖名册管理、区域划分、互动目标与反馈整合 | 2015 | Mature; 51-100 客户 |
| Align+ | 地理化区域设计应用 | 区域划分缺乏科学决策 | 基于地理、市场潜力、工作量、通勤时间优化设计 | 2020 | Mature; 11-50 客户 |
| Service Center | 内部销售与客服平台 | 内部销售/客服数据割裂 | 多渠道交互、案例管理、采样、合规内容，数据沉淀 CRM | 2023 | Early; 1-10 客户 |
| Campaign Manager | 多渠道营销指挥所 | 市场与销售互动割裂 | 协同执行跨渠道营销活动，沉淀绩效数据于 CRM | 2023 | Early; 1-10 客户 |
| Patient CRM | 患者支持与服务平台 | 患者服务合规与协作难题 | HIPAA 合规的数据管理，支持患者旅程导航、多渠道互动 | 2024 | Early; 0 客户 |
| PromoMats | 制药/生物科技内容合规管理平台 | MLR 审批环节分散、周期长、合规风险高 | 管理内容全生命周期（创建-审查-分发）；自动生成合规包；支持 AI 智能审查（提效 75%） | 2011 | 成熟/覆盖全球 80% Top50 制药公司 |
| Medical | 医学事务合规与沟通管理平台 | 医学交流分散、合规风险高、信息追踪难 | 覆盖 MSL 拜访、医学问答、不良事件与证据传播；支持 AI 合规审查与 Medical AI Agent 智能推荐；与 PromoMats、CRM、Data Cloud 无缝衔接 | 2022 | 成熟 / Top 制药客户快速采用 |
| Crossix | 医疗健康行业的数据驱动营销与测量平台 | 医疗广告投放效果难量化、数据来源分散、隐私合规要求高 | 构建覆盖 3 亿患者的匿名数据网络；整合 Rx、理赔、EHR、消费者与媒体数据；提供 Audience Segments（规划）与 Measurement Suite（衡量）双套方案；支持 HIPAA 合规与 ROI 追踪 | 2019 (收购) | 成熟 / 服务 200+ 制药品牌 |

资料来源：公司产品说明书

图56: Veeva临床运营/数据环节的产品套件梳理

| 产品名称 | 核心定位 | 解决的痛点 | 关键功能与价值 | 上线日期 | 成熟度与客户基数 |
|----------------------|----------|----------------------------------|--|------|----------------|
| Veeva eTMF | 试验主文件管理 | 传统 TMF 依赖纸质或分散文件夹, 文件易丢失、难追踪、难审计 | 集中化、合规的文件库, 支持实时上传、版本控制与自动分类, 确保质量、完整性和可审计性 | 2012 | 非常成熟 / 100+客户 |
| Veeva CTMS | 临床试验管理系统 | 临床运营复杂, Excel/多系统管理效率低, 缺乏实时视图 | 提供端到端试验管理, 自动化流程与实时追踪, 常与 eTMF 一体采购 | 2016 | 非常成熟 / 100+客户 |
| Veeva Payments | 研究中心付款管理 | 向全球站点支付繁琐、易出错, 延迟损害关系 | 自动化支付流程, 确保及时透明, 减少摩擦 | 2020 | 早期 / 11-50 客户 |
| Veeva Study Startup | 研究启动管理 | 选址/资质/激活最耗时, 易致延迟 | 标准化流程+国家模板, 加快启动进度, 提升可见性 | 2015 | 成熟 / 11-50 客户 |
| Veeva RTSM | 随机化与供应管理 | 随机分组和药物供应往往需独立系统, 数据割裂 | 与 EDC、CDB 打通, 实现随机化和供应管理一体化 | 2010 | 成熟 / 51-100 客户 |
| Veeva Site Connect | 研究中心协作平台 | 邮件/电话/邮寄方式低效、不透明 | 提供统一协作平台, 自动化信息共享与归档 | 2020 | 成熟 / 11-50 客户 |
| Veeva Study Training | 研究培训管理 | GCP/方案培训难追踪, 合规风险大 | 自动分配与记录培训, 确保检查就绪 | 2022 | 成熟 / 11-50 客户 |
| Veeva Disclosures | 信息披露管理 | 手工提交试验注册/结果复杂易错, 影响合规 | 自动化管理披露流程, 确保合规性与及时性 | 2023 | 早期 / 1-10 客户 |
| Veeva EDC | 电子数据采集系统 | 临床数据录入分散、纸质流程低效、易出错 | 提供统一电子病例录入平台, 支持实时数据校验与自动同步, 显著提升数据质量 | 2019 | 成熟 / 100+客户 |
| Veeva CDB | 临床数据库 | 多源数据割裂、人工清洗成本高 | 聚合 EDC、eCOA 及实验室数据, 自动清洗与标准化, 减少 30-50% 数据整理时间 | 2020 | 成熟 / 50+客户 |
| Veeva eCOA | 电子临床结果评估 | 患者数据采集依赖问卷、滞后且易遗漏 | 移动端实时采集患者及医生报告数据, 与 EDC/CDB 集成, 构建完整患者画像 | 2021 | 早期 / 20-30 客户 |

资料来源: 公司产品说明书

图57: Veeva监管、质量与安全产品套件梳理

| 产品领域 | 产品名称 | 核心定位 | 解决的痛点 | 关键功能与价值 | 上线日期 | 成熟度与客户基数 |
|---|------------------------|----------|------------------------|------------------------------------|---------------|----------------|
| 监管提交 (Regulatory (RIM)) | Registrations | 全球注册管理 | 注册数据分散、变更 追踪难、合规复杂 | 跟踪全球注册、标签变更, 支持 EMA IDMP/xEVMPD | 2015 | 成熟 / 100+ |
| | Submissions | 申报文档管理 | 文档撰写/版本控制 分散, 审评效率低 | 一体化撰写、审批、版本控制, 实时协作 | 2013 | 非常成熟 / 100+ |
| | Submissions Publishing | 出版与提交 | 模板更新频繁, 出版耗时 | 自动生成 eCTD, 快速出版并直接提交 | 2017 | 成熟 / 51-100 |
| | Submissions Archive | 档案归档 | 提交材料分散, 难以搜索和追溯 | 安全归档+Active Dossier, 可视化管理 历次提交 | 2015 | 成熟 / 100+ |
| 质量&生产管理 (Quality & Manufacturing) | QualityDocs | GxP 文档管理 | 文档碎片化、版本不一致 | 全生命周期文档管理, 支持协作与合规追踪 | 2013 | 非常成熟 / 100+ |
| | QMS | 质量管理系统 | 偏离/投诉/审计流程割裂 | CAPA、变更、风险、供应商质量全流程统一 | 2016 | 非常成熟 / 100+ |
| | Training / LearnGxP | 培训与学习 | 培训追踪难、合规风险大 | LMS+内容库, 自动分配与追踪培训 | 2016- 2018 | 成熟 / 100+ |
| | Station Manager | 生产现场文档工具 | 操作员无法实时获得合规文件 | 平板端实时提供工站文档 | 2018 | 成熟 / 11-50 |
| 药物警戒 (Drug Safety) | Validation Mgmt | 验证管理 | IT/设备验证流程纸质低效 | 无纸化验证, 覆盖系统/设备全周期 | 2021 | 成熟 / 11-50 |
| | LIMS | 实验室信息系统 | QC 流程割裂、测试追踪难 | 样本、方法、批次测试数字化管理 | 2021 | 早期 / 1-10 |
| | Batch Release | 批次放行 | 跨 QMS/LIMS/ERP 数据汇总耗时 | 自动聚合批次数据, 加速 GMP 放行 | 2023 | 早期 / 1-10 |
| | Product Surveillance | 上市后监测 | 投诉与事件报告标准不一 | 自动化不良事件上报, 统一决策树 | 2020 | 早期 / 1-10 |
| 药物警戒 (Drug Safety) | Safety | 药物警戒核心 | ICSR 处理依赖旧系统、数据割裂 | 全流程病例 intake、处理、报告 | 2019 | 成熟 / 51-100 |
| | SafetyDocs | 安全文档管理 | PSMF/PVA 分散, 监管追踪难 | 管理安全主文件、风险计划、聚合报告 | 2019 | 成熟 / 11-50 |
| | Safety Workbench | 报告与分析 | 安全数据量大, 报表慢 | Redshift 支持快速报表和分析 | 2023 | 早期 / 1-10 |
| | Safety Signal | 信号检测 | 手工检测低效, 漏报风险 | 自动信号检测+告警, 整合 FAERS/VAERS 数据 | 2023 | 早期 / 1-10 |

资料来源: 公司产品说明书

财务预测表

资产负债表

| 百万元人民币 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 百万元人民币 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物 | 4,028 | 5,150 | 6,625 | 8,359 | 10,374 | 收入 | 2,364 | 2,747 | 3,162 | 3,634 | 4,151 |
| 应收账款 | 889 | 1,057 | 1,205 | 1,356 | 1,551 | 成本 | 677 | 700 | 717 | 778 | 851 |
| 预付款项及其他应收款 | 87 | 101 | 117 | 134 | 153 | 毛利 | 1,686 | 2,047 | 2,445 | 2,856 | 3,300 |
| 流动资产总额 | 5,003 | 6,309 | 7,947 | 9,850 | 12,079 | 研发费用 | 629 | 693 | 780 | 862 | 945 |
| 固定资产 | 59 | 56 | 54 | 53 | 52 | 销售费用 | 381 | 397 | 442 | 525 | 590 |
| 商誉 | 440 | 440 | 440 | 440 | 440 | 行政管理费用 | 247 | 266 | 326 | 339 | 377 |
| 其他非流动资产 | 409 | 535 | 522 | 513 | 506 | 经营利润 | 429 | 691 | 897 | 1,130 | 1,387 |
| 资产总额 | 908 | 1,031 | 1,016 | 1,005 | 998 | 非经营性收入(亏损) | 159 | 228 | 215 | 233 | 267 |
| 应付贸易账款 | 5,911 | 7,340 | 8,963 | 10,855 | 13,077 | 税前盈利 | 588 | 919 | 1,111 | 1,363 | 1,654 |
| 递延收入 | 32 | 30 | 40 | 42 | 46 | 税费 | 62 | 205 | 167 | 204 | 248 |
| 其他流动负债 | 1,050 | 1,274 | 1,466 | 1,686 | 1,925 | 归属股东净利润 | 526 | 714 | 945 | 1,159 | 1,406 |
| 流动负债总额 | 98 | 94 | 105 | 118 | 132 | | | | | | |
| 非流动负债总额 | 1,179 | 1,398 | 1,612 | 1,846 | 2,104 | | | | | | |
| 负债总额 | 87 | 109 | 109 | 109 | 109 | | | | | | |
| 资本公积 | 1,266 | 1,507 | 1,721 | 1,955 | 2,213 | | | | | | |
| 储备 | 1,915 | 2,386 | 2,851 | 3,350 | 3,909 | | | | | | |
| 所有者权益 | 2,740 | 3,455 | 4,399 | 5,558 | 6,964 | | | | | | |

利润表

| 年成长率 (%) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入 | 9.7% | 16.2% | 15.1% | 14.9% | 14.2% |
| 营业利润 | -6.5% | 61.0% | 29.7% | 26.0% | 22.8% |
| 净利润 | 7.8% | 35.8% | 32.3% | 22.6% | 21.3% |
| 盈利与营运能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 (%) | 71.3% | 74.5% | 77.3% | 78.6% | 79.5% |
| 营业利润率 (%) | 18.2% | 25.2% | 28.4% | 31.1% | 33.4% |
| 净利率 (%) | 22.2% | 26.0% | 29.9% | 31.9% | 33.9% |
| 资产/股东权益 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 总负债/股东权益 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |

现金流量表

| 百万元人民币 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 911 | 1,090 | 1,478 | 1,737 | 2,019 |
| 投资活动现金流 | (1,076) | (700) | (3) | (4) | (4) |
| 筹资活动现金流 | -16 | 26 | 0 | 0 | 0 |
| 现金及现金等价物净变动 | (183) | 414 | 1,473 | 1,734 | 2,015 |
| 期初现金数 | 890 | 707 | 1,121 | 2,594 | 4,327 |
| 期末现金数 | 707 | 1,121 | 2,594 | 4,327 | 6,343 |

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

投资评级定义

| 行业投资评级 定义 | |
|-----------|------------------------|
| 推荐 | 预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场 |
| 中性 | 预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致 |
| 回避 | 预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场 |

| 公司投资评级 定义 | |
|-----------|---------------------------|
| 增持 | 预期股价在未来 12 个月上升 10%以上 |
| 中性 | 预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内 |
| 减持 | 预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上 |

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页
<http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或
<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828