

## 公司報告

招商證券(香港)有限公司  
研究部

## Veeva System (VEEV US)

## 3QFY26业绩稳健上行，呈现强韧性与高质量增长

- 3Q业绩超预期，订阅与专业服务双线强劲，盈利能力进一步提升，AI加速落地、CRM强势推进、研发云渗透加速，长期增长路径进一步强化
- 公司上调4Q指引，尽管受AI板块回调和市场情绪影响盘后股价回落约5%，但相较同类AI SaaS个股本轮调整幅度显著更小，股价韧性依旧突出
- 维持增持评级，建议把握下跌后的买入机会。基于DCF目标价350.3美元，对应FY26E / FY27E的P/E为44.5x/38.2x

## 3Q再度超预期，多业务线同步发力延续Veeva一贯稳健增长轨迹

公司26财年3Q业绩略超出市场及我们的预期，3Q总收入达8.1亿美元(+16% YoY)，较我们模型高出1.2%。分业务看，商业云/研发云订阅均录得超预期，其中研发云延续强势(+21% YoY)；专业服务收入亦高于预期(+9% YoY)，毛利率维持在75%的稳健区间。经调整经营利润率达45%(+20% YoY)，盈利能力表现扎实。

## AI加速落地、CRM强势、研发云渗透提升2030年60亿美元营收目标确定性

公司在本季度披露的多项业务进展进一步强化了我们对其中长期增长前景的信心。1) 4Q指引上调反映成交提速与多业务线的同步向好。上调的主要原因在于Q3部分交易提前确认，商业(CrossX、SMD)、研发、及服务(专业服务与业务咨询)等板块表现均优于内部预期。2) Veeva AI持续迈向关键里程碑，首批面向CRM与商业内容的AI agents将于12月推出，26年将扩展至研发、质量与安全等核心领域，有望全面嵌入各大工作流并逐步实现按使用量收费模式的货币化。3) Vault CRM延续强势表现，单季新增23家客户、累计上线客户达115家，并成功完成一家Top20药企在日本的全面部署。4) 研发云保持高动能，本季度再获三家Top20药企作为企业级标准，药物安全领域已有第三家Top20药企客户成功上线。

## 股价韧性凸显基本面护城河：Veeva在AI板块回调中更加稳健

尽管Q3业绩稳健、指引亦同步上调，但受AI板块大幅回调及风险偏好降温影响，Veeva公布财报后股价盘后仍回落约5%。宏观层面，AI巨头亮眼业绩未能扭转市场对AI投资周期可持续性的担忧；叠加美联储降息路径不确定、科技股估值持续回调与避险情绪升温，AI板块整体面临系统性压力。

值得注意的是，从过去一月相对表现来看，Veeva股价在大盘和AI主题股显著回调的背景下表现出强韧性，明显优于医疗AI概念和横向AI SaaS可比公司(见图2)。我们认为这与其扎实的基本面结构密切相关：生命科学行业需求稳定、客户粘性强、收入结构以高可见度订阅为主，同时稳健基本面托底的基础上兼具AI驱动的上行空间，呈现出“防御型成长”的特征。

## 维持“增持”评级，盈利预测与目标价350.3美元不变

整体来看，Veeva业绩稳健、增长质量高、行业需求持续向好，AI产品与平台化能力正在成为新一轮增长曲线。短期股价波动更多反映宏观与板块情绪，而非公司基本面变化。我们维持对Veeva长期增长的积极判断，认为其在生命科学垂直云中的结构性地位仍将持续加强。

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

百万美元	2024A	2025A	2026E	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	44.5x	38.2x	31.9x

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

陈铸鸿, PhD

+852 3189 6354

jonahchen@cmschina.com.hk

谭震, PhD

+852 3189 6288

zhentan@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11月20日)	270.5美元
12个月目标价	350.3美元
(上涨/下跌空间)	(+29.5%)

## 股价表现



资料来源：彭博

	1m	6m	12m
Veeva System	(6.7%)	16.1%	26.1%
纳斯达克指数	(3.3%)	15.0%	15.8%

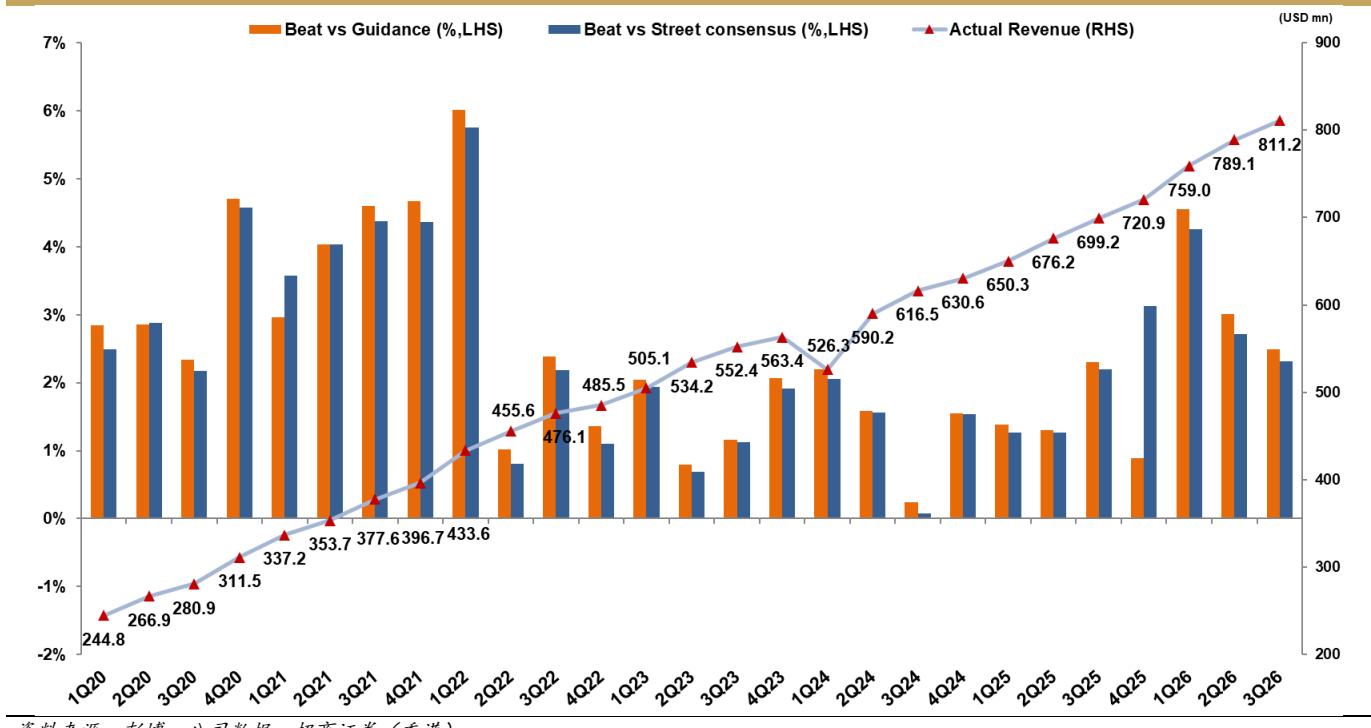
资料来源：彭博

## 重要数据

52周股价区间(美元)	201 - 311
公司市值(百万美元)	44,337
日均成交额(百万美元)	359.0

## 重点图表

图1: 连续27个季度超预期: Veeva本季营收再次优于自身指引与市场一致预期



资料来源: 彭博、公司数据、招商证券(香港)

图2: 3Q26主要财务数据与招证国际预测对比——收入全面超预期, 利润端整体稳健

项目	CMSI 预测 (百万美元)	实际值(百万美元)	差异(百万美元)	差异 (%)	超预期/不及预期
总收入	801.6	811.2	+9.6	+1.2%	超预期
订阅收入	675.5	682.5	+7.0	+1.0%	超预期
— 商业订阅	315.4	317.7	+2.3	+0.7%	超预期
— 研发订阅	360.1	364.8	+4.7	+1.3%	超预期
专业服务	126.1	128.7	+2.6	+2.1%	超预期
— 商业专业服务	48.5	47.5	-1.0	-2.1%	不及预期
— 研发专业服务	77.6	81.3	+3.7	+4.8%	超预期
毛利	630.2	611.8	-18.4	-2.9%	不及预期
营业利润	237.4	240.9	+3.5	+1.5%	超预期
非 GAAP 营业利润	352.0	364.9	+12.9	+3.7%	超预期
净利润	233.4	236.2	+2.8	+1.2%	超预期
非 GAAP 净利润	352.0	345.3	-6.7	-1.9%	不及预期

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图3: 基本面持续兑现, 短期市场情绪承压之下Veeva维持强劲的相对收益表现

Company name	TICKER	Since 10/11	Since "Liberation Day"	YTD
<b>Veeva System</b>	VEEV US	<b>-5.6%</b>	<b>29.2%</b>	<b>28.7%</b>
<b>AI-Enabled Healthcare Technology Stocks</b>				
Waystar	WAY US	-2.5%	-1.4%	-5.2%
Hims & Hers	HIMS US	-37.7%	28.8%	39.0%
Doximity	DOCS US	-29.2%	-8.5%	-13.1%
Tempus AI	TEM US	-31.8%	76.4%	94.6%
Recursion	RXRX US	-27.6%	-3.0%	-43.0%
Phreesia	PHR US	-14.4%	-19.5%	-24.3%
<b>Horizontal AI SaaS Stocks</b>				
Salesforce	CRM US	-6.7%	-7.6%	-32.6%
Shopify	SHOP US	-4.3%	87.5%	36.0%
ServiceNow	NOW US	-9.9%	10.0%	-24.5%
Monday.com	MNDY US	-21.5%	-33.5%	-38.3%
Workday	WDAY US	-7.0%	3.0%	-16.0%
Oracle	ORCL US	-28.1%	69.2%	26.4%
Datadog	DDOG US	0.5%	83.4%	11.7%

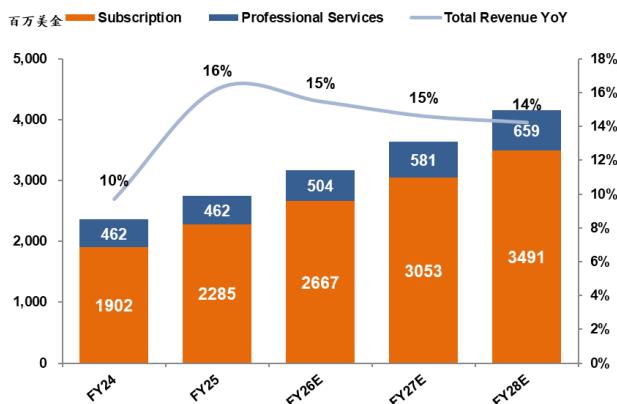
资料来源: 彭博, 截止至2025年11月20日收盘

图4: Veeva Commercial与R&D产品族群的市场成熟度与渗透率对比



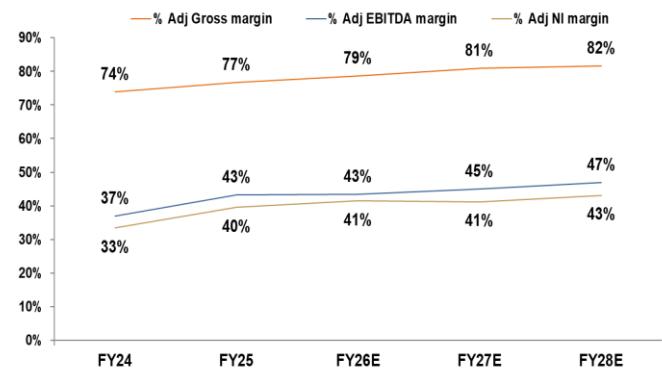
资料来源: Veeva 2025 Investor day, 招商证券 (香港)

图5: 招商证券国际对 Veeva 未来三年收入预测 (FY26–FY28E)



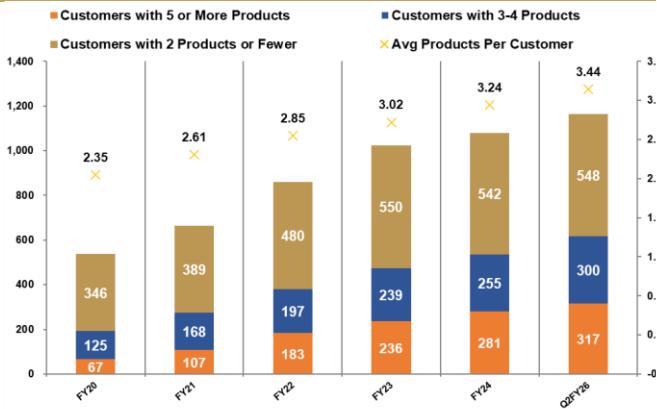
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图6: 经调整毛利率、经营/利润率预测 (FY26–FY28E)



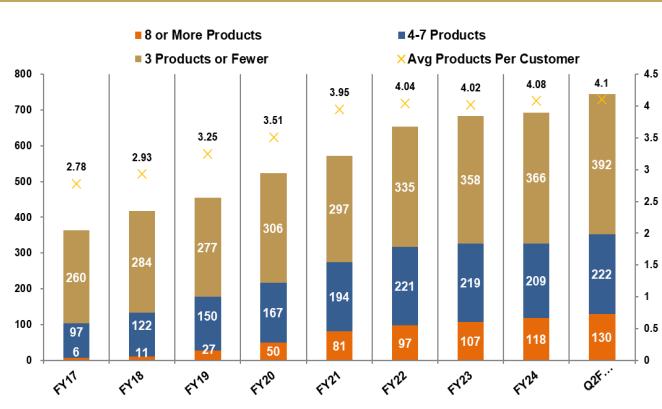
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图7: 研发云多模块采用持续加速, 5+产品客户 6 年 CAGR 约 30% (基于 2025 投资者日更新)



资料来源: Veeva 2025 Investor day, 招商证券 (香港)

图8: 商业云交叉销售深化, 8+产品客户 9 年 CAGR 约 41% (基于 2025 投资者日更新)



资料来源: Veeva 2025 Investor day, 招商证券 (香港)

## 估值

我们维持此前的估值假设，继续采用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270.5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 经调整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9: 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	2,746.5	3,161.6	3,633.8	4,150.5	4,837.5	5,487.6	6,071.1	6,817.7	7,663.6	8,588.3	9,553.6	10,621.3
YoY 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	234.6	351.9	393.7	437.4	464.9	499.1	558.4	620.4	823.1	910.7	1,022.7	1,226.2	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)	(396.6)	(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	0.4	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
EBITDA:	\$ M	615.9	798.6	930.4	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	5,110.1	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%
<b>WACC:</b>																	
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																	
<b>Discount Rate (WACC):</b>																	
7.5%	7.7%	7.9%	8.0%	8.3%	8.5%	8.7%	9.0%	9.2%	9.4%	9.6%							
4.50%	\$ 557.4	\$ 520.4	\$ 487.8	\$ 473.0	\$ 433.1	\$ 410.0	\$ 389.1	\$ 361.3	\$ 344.8	\$ 329.7	\$ 315.8						
4.30%	\$ 529.8	\$ 496.6	\$ 467.1	\$ 453.5	\$ 417.1	\$ 395.8	\$ 376.4	\$ 350.6	\$ 335.2	\$ 321.0	\$ 307.9						
4.00%	\$ 494.4	\$ 465.6	\$ 439.9	\$ 428.1	\$ 395.8	\$ 376.8	\$ 359.4	\$ 336.1	\$ 322.1	\$ 309.1	\$ 297.1						
3.80%	\$ 473.9	\$ 447.7	\$ 424.0	\$ 413.1	\$ 383.2	\$ 365.5	\$ 349.3	\$ 327.4	\$ 314.1	\$ 301.9	\$ 290.6						
3.70%	\$ 464.5	\$ 439.4	\$ 416.7	\$ 406.1	\$ 377.4	\$ 360.2	\$ 344.5	\$ 323.2	\$ 310.4	\$ 298.5	\$ 287.4						
3.50%	\$ 447.1	\$ 424.0	\$ 402.9	\$ 393.2	\$ 366.3	\$ 350.3	\$ 335.5	\$ 315.5	\$ 303.3	\$ 292.0	\$ 281.5						
3.30%	\$ 431.4	\$ 409.9	\$ 390.4	\$ 381.3	\$ 356.2	\$ 341.1	\$ 327.2	\$ 308.2	\$ 296.7	\$ 286.0	\$ 276.0						
3.20%	\$ 424.1	\$ 403.4	\$ 384.5	\$ 375.7	\$ 351.4	\$ 336.8	\$ 323.2	\$ 304.8	\$ 293.6	\$ 283.1	\$ 273.3						
3.00%	\$ 410.4	\$ 391.1	\$ 373.5	\$ 365.2	\$ 342.4	\$ 328.6	\$ 315.8	\$ 298.3	\$ 287.6	\$ 277.6	\$ 268.2						
2.80%	\$ 397.9	\$ 379.9	\$ 363.4	\$ 355.6	\$ 334.0	\$ 321.0	\$ 308.8	\$ 292.2	\$ 282.0	\$ 272.4	\$ 263.5						
2.60%	\$ 386.4	\$ 369.5	\$ 354.0	\$ 346.6	\$ 326.3	\$ 313.9	\$ 302.3	\$ 286.5	\$ 276.7	\$ 267.6	\$ 259.0						

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图 10: 可比公司对比

Company Name	Rating	11/20/2025	CMSI	Mkt Cap (USDm)	Price	Rev Growth			FCF margin (%)			EV/Sales(x)			EV/EBITDA (x)			P/E(x)			PEG		
		20/11/25	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
<b>Horizontal Software</b>																							
MICROSOFT CORP	BUY	3,670,034	\$493.8	16.0%	14.9%	15.6%	27.4	21.9	24.2	14.6 x	11.7 x	10.2 x	24.7 x	17.9 x	15.5 x	39.4 x	30.1 x	25.6 x	1.5	1.1	1.5		
ORACLE CORP	NR	628,571	\$220.5	16.3%	24.7%	51.1%	-0.7	8.6	-11.6	14.1 x	11.6 x	9.3 x	17.4 x	11.6 x	9.2 x	52.1 x	30.9 x	26.5 x	1.0	0.6	1.6		
PALANTIR TECHN-A	NR	398,649	\$167.3	56.0%	42.9%	39.0%	39.8	44.3	43.4	169.5 x	110.5 x	77.3 x	447.7 x	88.5 x	64.4 x	835.0 x	156.8 x	113.7 x	3.5	0.7	3.0		
SAP SE-SPONS ADR	NR	292,372	\$238.0	20.0%	10.6%	12.7%	12.9	21.7	23.1	8.5 x	7.9 x	7.1 x	27.8 x	21.4 x	17.7 x	52.5 x	27.0 x	21.6 x	0.0	0.0	1.0		
APPLOVIN CO-CL A	NR	177,768	\$526.0	24.2%	37.6%	25.0%	44.5	60.9	61.9	44.8 x	37.0 x	26.9 x	47.6 x	26.2 x	18.4 x	109.6 x	35.9 x	27.7 x	1.2	0.4	0.5		
SALESFORCE INC	NR	222,292	\$233.5	8.8%	9.1%	9.3%	32.8	29.3	31.1	6.4 x	5.9 x	5.4 x	24.7 x	16.3 x	14.8 x	31.8 x	19.8 x	17.7 x	0.5	0.3	1.5		
SHOPIFY INC - A	NR	182,606	\$140.5	30.1%	23.8%	22.2%	18.0	17.1	18.2	23.1 x	17.9 x	14.4 x	123.8 x	69.9 x	53.0 x	165.1 x	77.6 x	62.4 x	2.3	1.1	2.3		
INTUIT INC	NR	181,148	\$649.7	12.5%	12.6%	13.3%	35.4	29.4	29.1	11.5 x	9.3 x	8.3 x	38.7 x	20.5 x	18.1 x	56.0 x	27.6 x	24.3 x	0.5	0.3	1.8		
SERVICENOW INC	NR	169,714	\$818.0	20.3%	18.5%	18.3%	31.1	34.0	34.1	16.9 x	14.1 x	11.9 x	101.7 x	46.6 x	38.5 x	115.9 x	39.2 x	33.0 x	0.8	0.3	1.9		
WORKDAY INC-A	NR	60,246	\$225.6	13.3%	12.6%	12.3%	26.0	21.6	24.8	6.7 x	5.9 x	5.3 x	125.8 x	23.7 x	19.8 x	96.9 x	24.3 x	20.4 x	0.7	0.2	1.1		
DATADOG INC-A	NR	61,923	\$176.5	27.4%	21.3%	21.0%	28.9	26.2	26.8	23.8 x	18.8 x	15.5 x	300.2 x	61.3 x	48.1 x	333.8 x	66.4 x	54.0 x	1.3	0.3	2.8		
ATLASSIAN CORP-A	NR	39,138	\$148.8	20.3%	18.7%	17.8%	29.5	22.8	23.6	8.5 x	6.5 x	5.4 x	28.6 x	23.3 x	n/a	29.6 x	25.6 x	0.2	-0.1	1.7			
GUIDEWIRE SOFTWARE	NR	18,222	\$214.3	17.6%	15.1%	17.0%	27.2	17.8	20.8	16.4 x	12.7 x	11.1 x	38.9 x	29.4 x	426.3 x	70.5 x	55.1 x	0.9	0.2	2.0			
DAYFORCE INC	NR	11,038	\$69.0	10.8%	11.3%	12.2%	9.7	12.9	15.2	6.6 x	5.9 x	5.3 x	34.4 x	19.6 x	17.0 x	235.2 x	26.5 x	22.5 x	0.4	0.0	1.7		
MONDAY.COM LTD	NR	7,777	\$153.2	26.9%	21.6%	20.1%	30.4	26.9	27.4	7.1 x	5.6 x	4.6 x	61.9 x	44.9 x	420.2 x	29.7 x	23.1 x	0.4	0.1	1.6			
<b>Vertical Software/ Healthtech</b>																							
VEEVA SYSTEMS-A	BUY	48,922	\$298.5	15.9%	12.2%	13.0%	38.9	41.8	43.1	15.2 x	13.2 x	11.8 x	56.9 x	29.2 x	26.4 x	62.5 x	34.3 x	31.7 x	0.7	0.4	3.8		
IQVIA HOLDINGS I	NR	34,510	\$203.0	5.0%	5.3%	5.9%	13.7	12.0	12.9	3.3 x	3.1 x	3.0 x	14.2 x	13.4 x	12.7 x	25.9 x	16.8 x	15.1 x	0.5	0.3	1.7		
PTC INC	NR	24,165	\$201.7	7.5%	8.4%	8.7%	37.0	30.5	33.0	10.4 x	8.6 x	7.9 x	34.6 x	18.8 x	17.2 x	52.6 x	21.8 x	19.8 x	0.4	0.2	2.0		
TYLER TECHNOLOG	NR	21,910	\$506.5	9.9%	8.8%	9.6%	26.9	26.2	27.4	9.4 x	8.6 x	7.9 x	44.3 x	30.2 x	26.8 x	76.0 x	37.1 x	32.5 x	0.9	0.4	3.2		
SS&C TECHNOLOGIE	NR	20,683	\$84.7	6.7%	5.9%	4.7%	19.3	20.5	22.4	4.5 x	4.2 x	4.0 x	12.8 x	10.7 x	10.0 x	24.5 x	12.5 x	11.5 x	0.3	0.1	1.2		
DOXIMITY INC-A	NR	13,592	\$72.6	13.8%	11.1%	10.6%	49.7	39.5	46.2	19.9 x	17.0 x	15.3 x	46.4 x	30.7 x	27.6 x	43.9 x	29.8 x	27.4 x	1.0	0.7	3.1		
WAYSTAR HOLDING	NR	7,145	\$37.4	16.7%	16.4%	11.2%	15.1	24.1	24.4	9.0 x	7.8 x	6.7 x	25.4 x	18.7 x	16.2 x	7527.5 x	21.6 x	19.3 x	0.3	0.0	1.5		
PHREESIA INC	NR	1,428	\$23.8	14.2%	12.3%	11.7%	5.6	1.0	9.2	4.2 x	3.7 x	3.3 x	n/a	19.6 x	15.2 x	n/a	#N/A N/A	39.0 x	0.2	0.0	0.0		
		273,646		17.8%	16.3%	16.6%	26	26	27	19.7 x	15 x	12 x	75 x	31 x	25 x	455 x	39 x	33 x	1	0	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。

## 财务预测表

资产负债表

百万元美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	百万元美元	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						

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率 (%)</b>					
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%
<b>盈利与营运能力 (%)</b>					
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

百万元美元	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.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