

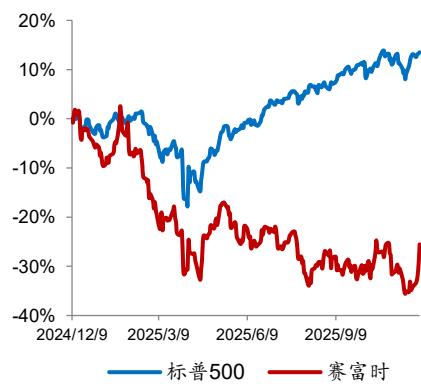
Agentforce 和 Data 360 ARR 驱动增长

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-12-8

收盘价（美元）	260.57
近 12 个月最高/最低（美元）	367.15/221.96
总股本（亿股）	9.37
流通股本（亿股）	9.37
流通股比例 (%)	100.00
总市值（亿美元）	2441.54
流通市值（亿美元）	2441.54

公司价格与标普 500 指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

联系人：刘政

执业证书号：S0010125070006

邮箱：liuzheng @hazq.com

相关报告

1. 公司深度 | Salesforce(CRM): AI 工具多场景覆盖，经营利润持续释放
2024-05-13

2. 公司点评 | Salesforce (CRM): 数据云和 AI ARR 高速增长，管理层上调 26 财年指引 2025-09-22

主要观点：

● FY26Q3 业绩：

公司发布 FY26Q3 业绩，营业收入 103 亿美元，yoY+9%，其中订阅业务收入 97 亿美元，YoY+10%，收入占比达 95%；Non-GAAP 经营利润率 35.5%，Non-GAAP 净利润 31 亿美元，YoY+33%；经营性现金流 23 亿美元，自由现金流 22 亿美元；Non-GAAP 摊薄每股收益 3.25 美元，YoY+35%；分部收入来看：Agentforce 销售收入 23 亿美元，YoY+8%；Agentforce 服务云收入 25 亿美元，YoY+8%；Agentforce 平台与其他收入 22 亿美元，YoY+19%；Agentforce 市场营销及商务收入 14 亿美元，YoY+1%；Agentforce 整合与分析收入 14 亿美元，YoY+6%。

● Agentforce 和 Data 360 ARR 高速增长，软件 token 化进程显著

Q3 Agentforce 和 Data 360 合计 ARR 达 14 亿美元，YoY+114%，其中 Agentforce ARR 超 5 亿美元，YoY+330%；Agentforce 账户数环比增长 70%，Q3 50% Agentforce 和 Data 360 订阅来自现有客户业务扩展；Agentforce 累计合同数 18500 单，其中已付费合同数 9500 单，环比增长 50%；Agentforce 已通过大语言模型网关处理超 32 万亿美元 tokens，体现公司在构建智能体企业及软件 token 化进程显著；完成 Informatica 收购，将 Informatica 丰富数据目录、元数据管理等纳入 Salesforce 平台。

● cRPO 及 RPO 增长超预期，管理层上调全年指引

Q3 cRPO 达 294 亿美元，YoY+11%，RPO 达 595 亿美元，YoY+12%，未来收入增长空间大。管理层上调全年营收指引至 414.5~415.5 亿美元区间（Q2 预期为 411~413 亿美元），营收增速指引 9%~10%（其中包括 Informatica 80 基点贡献）；Non-GAAP 摊薄每股收益上调至 11.75~11.77 美元（Q2 指引为 11.33~11.37 美元）；经营性现金流增速上调至 13%~14%（Q1 指引为 12%~13%）；自由现金流增速上调至 13%~14%（Q2 指引为 12%~13%）。

● 投资建议

预计公司 FY2026-2028 营收分别为 415.3/463.6/512.2 亿美元（前值为 413.9/454.6/502.3 亿美元），同比增长 9.6%/11.6%/10.5%；Non-GAAP 净利润分别为 112.1/131.7/152.4 亿美元（前值为 110.7/127.8/147.8 亿美元），同比增长 12.9%/17.5%/15.7%，维持“增持”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧风险，政策不确定性风险，AI 监管不确定性风险，AIGC 产品功能落地不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	37,895	41,530	46,358	51,224
收入同比 (%)	8.7%	9.6%	11.6%	10.5%
归母净利润 (Non-GAAP)	9,930	11,208	13,174	15,237
归母净利润同比 (%)	22.8%	12.9%	17.5%	15.7%
毛利率	77.2%	79.5%	79.1%	79.5%
ROE (%)	16%	18%	20%	21%
经调整每股收益 (美元)	10.38	11.77	13.91	16.17
P/E	29.6	21.8	18.5	16.0
P/B	4.8	3.9	3.7	3.4
EV/EBITDA	18.4	13.9	12.5	11.2

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
	百万美元					百万美元			
	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E		FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
资产					营业收入	37,895	41,530	46,358	51,224
现金及现金等价物	8,848	11,078	17,723	26,896	营业成本	8,643	8,504	9,701	10,479
有价证券	5,184	2,345	2,345	2,345	毛利	29,252	33,026	36,657	40,745
应收账款	11,945	10,597	11,713	12,383	研发费用	5,493	5,096	6,576	7,255
其他流动资产	3,750	4,671	5,339	5,719	销售费用	13,257	12,525	15,023	15,755
流动资产	29,727	28,690	37,119	47,343	管理费用	2,836	2,656	3,351	3,651
固定资产	3,236	2,710	2,216	2,027	营业费用合计	22,047	20,571	24,950	26,662
商誉	51,283	52,457	52,457	52,457	营业利润	7,205	12,455	11,706	14,083
投资	4,852	6,410	6,410	6,410	Non-GAAP 调整项	5,293	1,711	4,530	4,310
其他长期资产	13,830	12,944	12,216	11,718	经调整营业利润	12,498	14,166	16,236	18,393
资产总计	102,928	103,211	110,418	119,954	战略投资收入/支出	133	16	23	26
负债					其他收入/支出	354	291	482	787
应付账款	6,658	5,853	6,585	7,280	利润总额	7,438	10,355	12,212	14,896
经营租赁负债	579	635	702	774	所得税费用	-1,241	-2,167	-2,577	-3,168
递延收入	20,743	19,495	21,544	23,808	其他	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	税后利润	6,197	8,187	9,634	11,728
流动负债	27,980	25,983	28,830	31,863	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	8,433	8,438	8,438	8,438	归母净利润	6,197	8,187	9,634	11,728
非流动经营租赁负债	2,380	2,431	2,687	2,965	Non-GAAP 调整项	0	0	0	0
其他长期负债	2,962	3,346	3,698	4,080	经调整净利润	9,930	11,208	13,174	15,237
负债合计	41,755	40,198	43,653	47,345	经调整EBITDA	15,975	17,456	18,797	20,206
权益					经调整EPS	10.38	11.77	13.91	16.17
优先股	0	0	0	0					
股东权益合计	61,173	63,013	66,765	72,609					
负债股东权益总计	102,928	103,211	110,418	119,954					
现金流量表					核心指标				
	百万美元					FY2025A FY2026E FY2027E FY2028E			
	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E		FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
税后利润	6,197	8,187	9,634	11,728	盈利指标				
折旧和摊销	3,477	3,290	2,561	1,813	营收增长率	8.7%	9.6%	11.6%	10.5%
股权薪酬激励	3,183	3,245	3,276	3,276	EBITDA增长率	9.5%	9.3%	7.7%	7.5%
营运资金变动	-1,981	-3,224	-134	527	EPS增长率	26.2%	13.5%	18.2%	16.3%
其他经营现金流	2,216	1,858	1,894	2,012	毛利率	77.2%	79.5%	79.1%	79.5%
经营现金流合计	13,092	13,356	17,231	19,356	营业利润率	33.0%	34.1%	35.0%	35.9%
资本支出	-658	-677	-927	-1,024	ROIC(%)	192.4%	221.7%	151.1%	110.8%
其他投资现金流	-2,505	570	0	0	ROE (%)	16.2%	17.8%	19.7%	21.0%
投资现金流合计	-3,163	-107	-927	-1,024	估值指标				
权益变动	-7,829	-9,159	-9,159	-9,159	P/E (X)	29.6	21.8	18.5	16.0
其他融资现金流	-1,600	-2,008	-500	-	P/B (X)	4.8	3.9	3.7	3.4
融资现金流合计	-9,429	-11,167	-9,659	-9,159	EV/EBITDA (X)	18.4	13.9	12.5	11.2
现金流总计	376	2,230	6,645	9,173	EV/营收 (X)	7.8	5.8	5.1	4.4
期初现金	8,472	8,848	11,078	17,723	偿债能力				
期末现金	8,848	11,078	17,723	26,896	资产负债率	41%	39%	40%	39%
					流动比率	71%	71%	85%	100%
					速动比率	0.66	0.68	0.83	0.98

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。

联系人：刘政，美国约翰霍普金斯大学经济学硕士，主要覆盖SaaS、AI、软件等领域，2025年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。