

# 赛富时 (SALESFORCE) (CRM. N)

AI 收入快速增长，剩余履约义务表现亮眼

优于大市

## 核心观点

**利润表现超预期，多云业务稳健提升。**2025Q3 (FY2026Q3) 公司实现收入为 102.6 亿美元，同比增长 9%，符合预期的 102.8 亿美元，增长主要由 Agentforce、Data 360 以及 Agentforce for Sales & Service 的表现推动；实现 GAAP 净利润 20.86 亿美元，超预期的 15.81 亿美元，非 GAAP 经营利润率上升 240 个基点，达到 35.5%，GAAP 经营利润率上升 130 个基点。公司实现经营现金流 23 亿美元，同比增长 70%，自由现金流为 22 亿美元，同比增长 22%。云业务方面，销售云和服务云增速环比持平；平台及其他云增速环比加速约 3 个 pct，而集成与分析云、营销与商务云增速环比略有放缓。

**剩余履约义务高速增长，AI 收入快速提升。**1) 当前剩余履约义务 (CRPO) 达 294 亿美元，同比增长 11%，超预期的 290 亿美元，为近年来最大的 pipeline 生成季度之一，剩余履约义务达 595 亿美元，同比增长 12%；2) Agentforce 和 Data 的 ARR 在本季度达到近 14 亿美元，同比增长 114%。其中 Agentforce 的 ARR 约 5.4 亿美元，同比增长 330%。公司完成超 18500 笔 Agentforce 交易，其中 9500 笔是付费交易，环比增长 50%；3) 公司提前三个月完成了对 Informatica 的收购，预计 2027 财年 Data 360、MuleSoft 和 Informatica 收入规模将达 100 亿美元；4) 发布 Agentforce IT Service，Agentforce 进入生产环境的账户数环比增长 70%，超 50% 的 Agentforce 新订单来自现有客户。

**上调全年业绩指引，利润率指引上修。**公司预计自身 2026 财年实现收入 411.5 - 412.5 亿美元，同比增长约 9%，预计 Informatica 将贡献约 80 个基点，使总收入达 415.45 - 415.5 亿美元（前值为 411-413 亿美元），维持非 GAAP 经营利润率指引 34.1%，上调全年经营现金流增长指引至约 13 - 14%（前值为 12-13%）。

**风险提示：**行业竞争加剧、AI 落地不及预期、宏观经济波动影响下游需求、关键技术人员流失风险等。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司 AI 业务迅速推进，当前剩余履约义务大幅增长，预计 2025/2026/2027 年（对应 2026/2027/2028 财年）实现收入为 413.67/462.48/506.81 亿美元（原预期值为 2025/2026 年实现收入分别为 410.67/446.8 亿美元），实现净利润为 64.89/79.9/94.16 亿美元（原预期值为 2025/2026 年实现净利润分别为 65.21/78.06 亿美元）。

## 盈利预测和财务指标

	2023	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	34,857	37,895	41,367	46,248	50,681
(+/-%)	11.2%	8.7%	9.2%	11.8%	9.6%
净利润(百万元)	4136	6197	6489	7990	9416
(+/-%)	1888.5%	49.8%	4.7%	23.1%	17.9%
每股收益(元)	4.41	6.61	6.93	8.53	10.05
EBIT Margin	11.7%	14.7%	12.1%	14.5%	16.4%
净资产收益率(ROE)	6.9%	10.1%	9.6%	10.6%	11.1%
市盈率(PE)	59.4	39.6	37.9	30.8	26.1
EV/EBITDA	28.7	25.8	31.7	27.1	24.0
市净率(PB)	4.12	4.02	3.63	3.25	2.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究 · 海外公司财报点评

### 计算机 · IT 服务 II

证券分析师：熊莉

联系人：侯睿

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn hourui3@guosen.com.cn  
S0980519030002

### 基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

262.23 美元

总市值/流通市值

2457/2457 亿美元

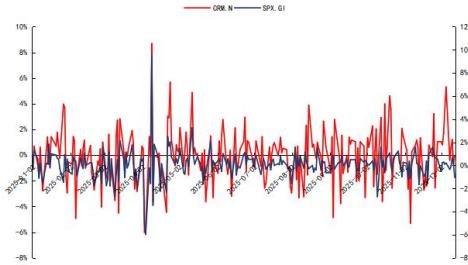
52 周最高价/最低价

367.09/228.68 美元

近 3 个月日均成交额

21.10 亿美元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

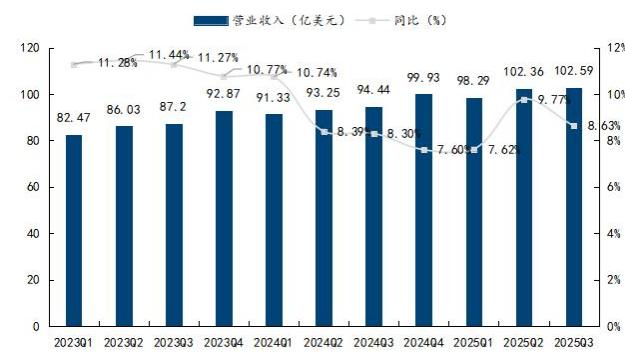
### 相关研究报告

《赛富时 (SALESFORCE) (CRM. N) - 自研+并购扩张 AI 版图，Agentforce 打开增长空间》——2024-12-25

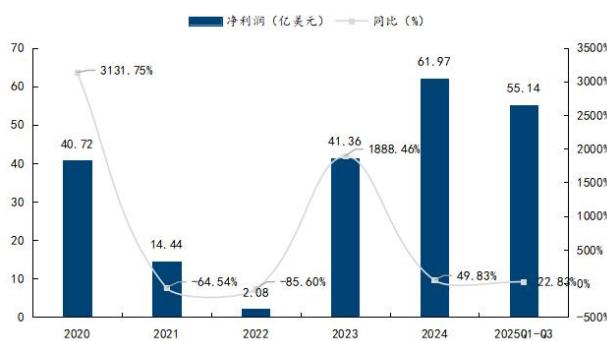
2025Q3(FY2026Q3)公司实现收入为 102.6 亿美元，同比增长 9%，符合预期的 102.8 亿美元，增长主要由 Agentforce、Data 360 以及 Agentforce for Sales & Service 的表现推动；实现 GAAP 净利润 20.86 亿美元，超预期的 15.81 亿美元，非 GAAP 经营利润率上升 240 个基点，达到 35.5%，GAAP 经营利润率上升 130 个基点。公司实现经营现金流 23 亿美元，同比增长 70%，自由现金流为 22 亿美元，同比增长 22%。云业务方面，销售云和服务云增速环比持平；平台及其他云增速环比加速约 3 个 pct，而集成与分析云、营销与商务云增速环比略有放缓。

**图1：赛富时营业收入及增速**

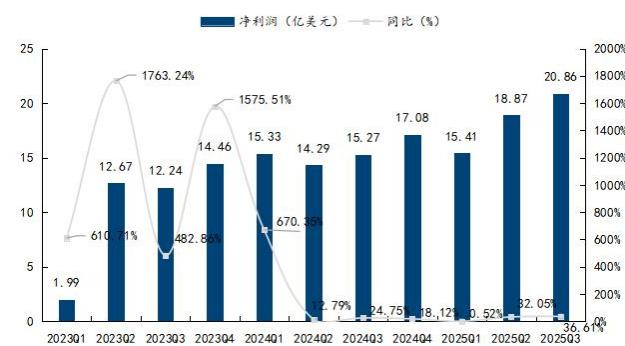

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图2：赛富时单季营业收入及增速**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图3：赛富时 GAAP 净利润及增速**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图4：赛富时 GAAP 净利润及增速**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司 AI 业务迅速推进，当前剩余履约义务大幅增长，预计 2025/2026/2027 年（对应 2026/2027/2028 财年）实现收入为 413.67/462.48/506.81 亿美元（原预期值为 2025/2026 年实现收入分别为 410.67/446.8 亿美元），实现净利润为 64.89/79.9/94.16 亿美元（原预期值为 2025/2026 年实现净利润分别为 65.21/78.06 亿美元）。

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2025	2026E	2027E	2028E 利润表 (百万元)	2023	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	8472	8848	26555	40622	55610 营业收入	34857	37895	41367	46248	50681
应收款项	12975	13724	14981	16749	18355 营业成本	8541	8643	9117	10184	11155
存货净额	0	0	0	0	0 营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1905	1971	2152	2405	2636 销售费用	12877	13257	14178	15450	16623
<b>流动资产合计</b>	<b>29074</b>	<b>29727</b>	<b>48872</b>	<b>65234</b>	<b>81970 管理费用</b>	9365	10424	13070	13908	14614
固定资产	3689	3236	3581	3910	4230 财务费用	(244)	(375)	348	280	202
无形资产及其他	59697	62638	58462	54286	50110 投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	2515	2475	2475	2475	2475 变动	0	0	(212)	(203)	(179)
长期股权投资	4848	4852	4856	4860	4864 其他收入	1897	2074	4349	4375	4408
<b>资产总计</b>	<b>99823</b>	<b>102928</b>	<b>118246</b>	<b>130765</b>	<b>143649 营业利润</b>	6215	8020	8790	10597	12316
短期借款及交易性金融负债	999	0	727	582	465 营业外净收支	(1265)	(582)	(971)	(971)	(971)
应付款项	6111	6658	11528	12869	14078 利润总额	<b>4950</b>	<b>7438</b>	<b>7818</b>	<b>9626</b>	<b>11345</b>
其他流动负债	19521	21322	24331	27442	29593 所得税费用	814	1241	1329	1636	1929
<b>流动负债合计</b>	<b>26631</b>	<b>27980</b>	<b>36586</b>	<b>40892</b>	<b>44136 少数股东损益</b>	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	8427	8433	8433	8433	8433 归属于母公司净利润	4136	6197	6489	7990	9416
其他长期负债	5119	5342	5565	5788	6011					
<b>长期负债合计</b>	<b>13546</b>	<b>13775</b>	<b>13998</b>	<b>14221</b>	<b>14444 现金流量表(百万元)</b>	2023	2025	2026E	2027E	2028E
<b>负债合计</b>	<b>40177</b>	<b>41755</b>	<b>50584</b>	<b>55113</b>	<b>58580 净利润</b>	4136	6197	6489	7990	9416
少数股东权益	0	0	0	0	0 资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	59646	61173	67662	75652	85068 折旧摊销	5884	5572	4349	4375	4408
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>99823</b>	<b>102928</b>	<b>118246</b>	<b>130765</b>	<b>143649 公允价值变动损失</b>	0	0	212	203	179
					财务费用	(244)	(375)	348	280	202
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E 营运资本变动</b>	51	1796	6664	2653	1748
每股收益	4.41	6.61	6.93	8.53	10.05 其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00 经营活动现金流	<b>10071</b>	<b>13565</b>	<b>17715</b>	<b>15221</b>	<b>15750</b>
每股净资产	63.66	65.29	72.21	80.74	90.79 资本开支	0	(3024)	(731)	(731)	(731)
ROIC	9%	11%	14%	20%	27% 其它投资现金流	(230)	538	0	(273)	88
ROE	7%	10%	10%	11%	11% 投资活动现金流	<b>(406)</b>	<b>(2490)</b>	<b>(735)</b>	<b>(1008)</b>	<b>(646)</b>
毛利率	75%	77%	78%	78%	78% 权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	15%	12%	14%	16% 债务净变化	(992)	6	0	0	0
EBITDA Margin	29%	29%	23%	24%	25% 支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	11%	9%	9%	12%	10% 其它融资现金流	(6225)	(10711)	727	(145)	(116)
净利润增长率	1888%	50%	5%	23%	18% 融资活动现金流	<b>(8209)</b>	<b>(10699)</b>	<b>727</b>	<b>(145)</b>	<b>(116)</b>
资产负债率	40%	41%	43%	42%	41% 现金净变动	<b>1456</b>	<b>376</b>	<b>17707</b>	<b>14067</b>	<b>14988</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0% 货币资金的期初余额	7016	8472	8848	26555	40622
P/E	59.4	39.6	37.9	30.8	26.1 货币资金的期末余额	8472	8848	26555	40622	55610
P/B	4.1	4.0	3.6	3.2	2.9 企业自由现金流	0	8986	14433	11863	12305
EV/EBITDA	29	26	32	27	24 权益自由现金流	0	(1407)	14872	11485	12021

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032