

買入

2024年6月6日

盈利穩健增長，但營收增長指引乏力

- FY25Q1 收入低於市場預期：** FY2025Q1 公司實現收入 91.3 億美元 (YoY+11%, CC+11%)，低於彭博一致預期的 91.7 億美元，由於專業服務的持續壓力、一些許可證收入的波動和持續的審慎購買環境導致收入增長不及預期。GAAP 經營利潤率為 18.7%，Non-GAAP 營業利潤率 32.1%。GAAP 淨利潤 15.3 億美元 (YoY+670%)，GAAP 淨利潤率達 16.8% (YoY+14.4%)，Non-GAAP 淨利潤 24.1 億美元 (YoY+43.8%)，均超過彭博一致預期。經營資料方面，RPO 達 539 億 (YoY+15%)，cRPO 264 億 (YoY+10%)，主要受緩慢的需求環境和銷售延長的影響。財務方面，公司 Q1 經營現金流 62.5 億美元 (YoY+39%)，運營現金流 60.8 億美元 (YoY+43%)。一季度完成股票回購 22 億美元及派發季度股息 4 億美元，自資本回報計畫開始以來，總現金回報超過 140 億美元，注重股東回報。
- 資料雲成為新增長引擎，海外業務穩定擴張：** 本季度訂閱和支援收入為 85.9 億美元 (YoY+12%)，專業服務和其他收入為 5.5 億美元 (YoY-9.4%)，按產品劃分其中銷售雲、服務雲、平臺及其他、市場行銷和商業雲、資料雲分別實現收入 20.0、21.8、17.2、12.8、14.1 億美元，分別同比增長 11%、11%、10%、10%、25%。公司作為全球第一的 CRM 提供商，受益於用戶對 AI 轉型的需求帶動，資料雲業務將持續推動業績增長。分區域看，本季度美洲區、歐洲區及亞太地區分別實現收入 60.6、21.5、9.3 億美元，同比增長 11%、9%、21%，公司海外佈局穩定擴張。
- 下調 FY25 財年營業利潤率指引：** (1) FY25Q2 收入指引為 92-92 億美元 (YoY+7-8%)，低於市場預期的 93.7 億美元；(2) 維持 FY25 財年全年收入指引為 377-380 億美元 (YoY+8-9%)；(3) 將 FY25 財年 GAAP 營業利潤率下調至 19.9%，Non-GAAP 營業利潤率維持為 32.5%，全年運營現金流量同比增長約 21-24%。
- 下調目標價至 278 美元，買入評級：** Salesforce 一季度收入增長 11%至 91.3 億美元，但下調了收入和利潤率指引，反映了客戶支出縮減、交易週期延長等因素，顯示軟體行業當前面臨困境。儘管現金流強勁(一季度 62.5 億美元)，並通過派息和回購股票提高了股東回報，但 Salesforce 已進入成熟穩態，收入增速從過去 20% 下降至現在 10%左右的低雙位數增長。未來需要繼續削減運營費用，釋放利潤提升空間。基於對公司利潤持續釋放的預期，我們維持買入評級，給予 25 財年經調整利潤 27 倍 PE，對應 2700 億美元市值估值，目標股價 278 美元，較當前價格有 18% 的上漲空間。
- 風險提示：** 並購整合不及預期、公司新產品和新客戶拓展不及預期、銷售額增長減速、銷售雲業務增長過於滯後、與傳統供應商競爭加劇等。

羅凡環

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk
李京霖

852-25321539

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

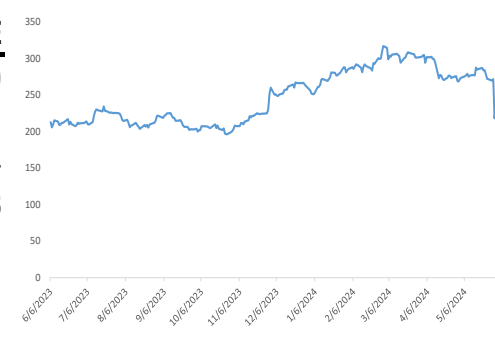
主要資料

行業	TMT
股價	236 美元
目標價	278 美元 (+18%)
股票代碼	CRM
已發行股本	9.69 億股
市值	2292 億美元
52 周高/低	318/194 億美元
每股淨現值	61 美元
主要股東	The Vanguard Group 8.7% BlackRock Inc 7.5%

盈利摘要

截至1月31日止財政年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
總營業收入 (美元千元)	31,352,000	34,857,000	37,850,161	41,407,641	45,327,780
變動 (%)	18.3%	11.2%	8.6%	9.4%	9.5%
GAAP 淨利潤 (美元千元)	208,000	4,136,000	6,076,151	7,265,002	8,519,784
GAAP EPS (美元)	0.2	4.2	6.3	7.5	8.8
變動 (%)	-85.9%	1888.5%	50.9%	19.6%	17.3%
GAAP 市盈率 (倍, @236)	1,131	57	38	32	27
PS	7.3	6.6	6.1	5.5	5.1

股價表現



來源：公司資料，第一上海預測

來源：彭博

2025 財年第一季度業績情況

十八年來收入首遜預期，
25 財年業績指引疲弱

第一季度，公司實現營收 91.3 億美元，同比增長 11%。總毛利率為 76.3%，同比增長 2.1%。運營總費用為 52.6 億，同比減少 7.8%；運營利潤率為 18.7%，同比增長 13.7%。淨利潤為 15.3 億，季度末現金即現金等價物增加至 99.6 億，其中自由現金流達到 60.8 億。

公司預計 FY25Q2 收入指引為 92.0–92.5 億美元，同比增長 7%–8%，收入指引疲弱，這是至上市以來 20 多年首個錄得個位數營收增長幅度的季度；FY25 財年全年收入指引為 377–380 億美元，同比增長 8%–9%，區間上限仍低於市場預期的 381 億美元。公司高管在財報電話會上稱，第一財季客戶支配預算更為審慎，交易週期也比平時更長，預計 2025 財年的“專業服務”業務交易將減少，專案也將放緩。

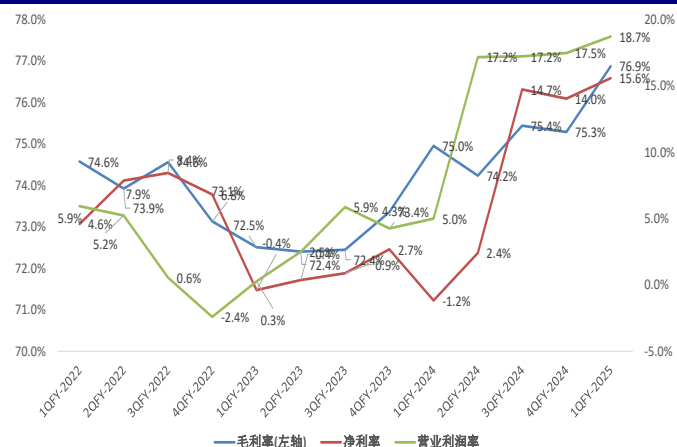
公司下調全年的訂閱和支持收入增幅預期至略低於 10%，此前認為“大致增長 10%”，並將 2025 財年的 GAAP 營業利潤率指引下調至 19.9%，不過維持非 GAAP 的營業利潤率為 32.5%不變。

圖表 1: FY2024Q1–2025Q1 主營業務訂閱服務收入拆分 (百萬美元)

	Units	1QFY-2024	2QFY-2024	3QFY-2024	4QFY-2024	1QFY-2025
		A	A	A	A	A
Revenue						
Disaggregation of Revenue						
Sales	\$M	1,810.00	1,895.00	1,906.00	1,969.00	1,998.00
		10.9%	11.8%	11.0%	10.2%	10.4%
	YoY%	21.9%	22.0%	21.9%	21.2%	21.9%
	As of %					
Service	\$M	1,964.00	2,049.00	2,074.00	2,158.00	2,182.00
		11.5%	12.1%	11.7%	12.2%	11.1%
	YoY%	23.8%	23.8%	23.8%	23.2%	23.9%
	As of %					
Platform and other	\$M	1,567.00	1,638.00	1,686.00	1,720.00	1,718.00
		10.4%	10.8%	11.4%	10.5%	9.6%
	YoY%	19.0%	19.0%	19.3%	18.5%	18.8%
	As of %					
Marketing and Commerce	\$M	1,170.00	1,238.00	1,230.00	1,274.00	1,282.00
		7.4%	10.4%	8.9%	8.2%	9.6%
	YoY%	14.2%	14.4%	14.1%	13.7%	14.0%
	As of %					
Data	\$M	1,131.00	1,186.00	1,245.00	1,627.00	1,405.00
		18.4%	16.2%	22.3%	21.1%	24.2%
	YoY%	13.7%	13.8%	14.3%	17.5%	15.4%
	As of %					
Total revenue	\$M	8,247.00	8,603.00	8,720.00	9,287.00	9,133.00
	YoY%	11.3%	11.4%	11.3%	10.8%	10.7%
	As of %					
Revenue by geography						
America	\$M	5,482.00	5,769.00	5,862.00	6,176.00	6,062.00
		10.3%	9.7%	9.3%	9.2%	10.6%
	YoY%	66.5%	67.1%	67.2%	66.5%	66.4%
	As of %					
Europe	\$M	1,951.00	1,974.00	1,998.00	2,205.00	2,145.00
		12.3%	13.1%	14.5%	14.0%	9.9%
	YoY%	23.7%	22.9%	22.9%	23.7%	23.5%
	As of %					
Asia pacific	\$M	814.00	860.00	860.00	906.00	926.00
		16.0%	20.4%	17.6%	14.4%	13.8%
	YoY%	9.9%	10.0%	9.9%	9.8%	10.1%
	As of %					
Total revenue	\$M	8,247.00	8,603.00	8,720.00	9,287.00	9,133.00
	YoY%	11.3%	11.4%	11.3%	10.8%	10.7%
	As of %					

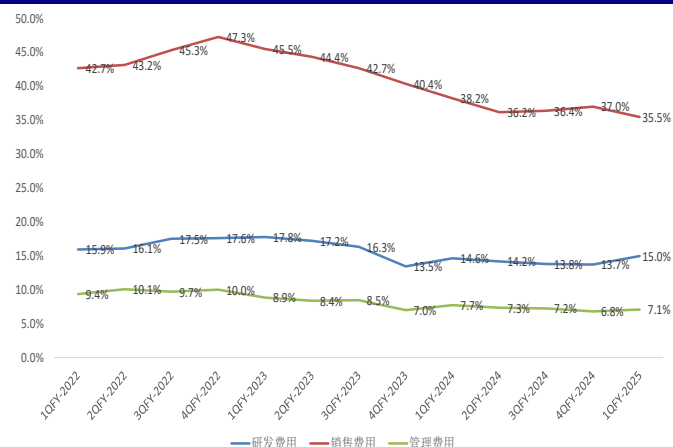
資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 2: FY22Q1–FY25Q1 毛利率和淨利潤率



資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 3: FY22Q1–FY25Q1 三大費用占收入比



資料來源：公司資料，第一上海整理

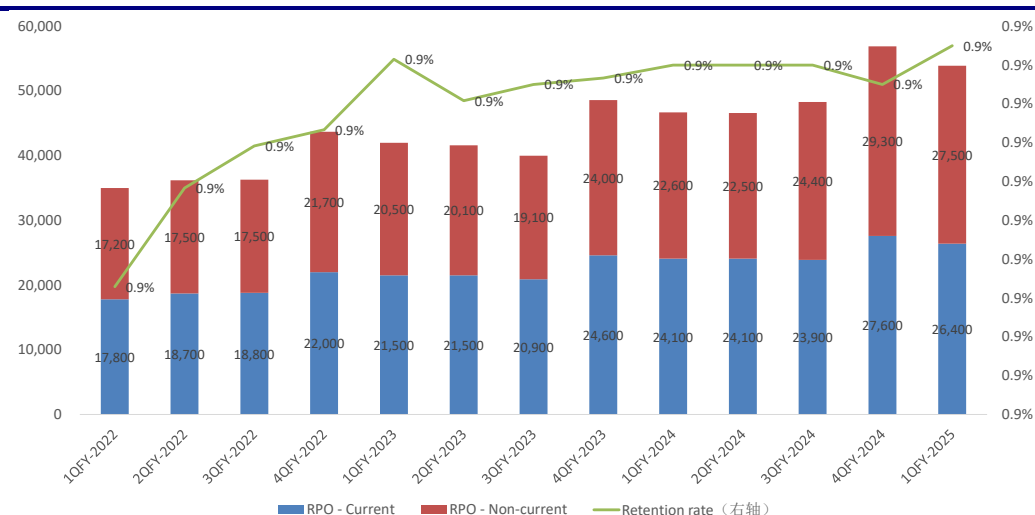
公司主要運營資料

RPO 保持穩健增長，AI 貢獻收入增量暫未明顯

截至第一季度末，RPO 為 539 億，同比增長 15%，cRPO 為 264 億，同比增長 10%，CRPO 增長主要是核心產品的彈性推動。資料雲正在改變客戶體驗並為下一代人工智慧做好準備。本季度 25% 的 100 萬美元以上交易涉及資料雲，連續第二個季度增加了 1000 多個客戶。資料雲接收了 8 萬億條記錄，同比增長 42%，處理了 2 千萬億條記錄，增長 217%。客戶參與度超過 1 萬億次啟動，同比增長 33%。Salesforce 與亞馬遜、Databricks、穀歌、IBM、微軟和 Snowflake 等合作夥伴創建了零複製合作夥伴網路，客戶可隨時訪問即時資料。這將成為未來增長和人工智慧發展的引擎。

AI 方面，Einstein AI 多年來在所有雲平臺上提供預測性 AI，每天生成數千億次預測。第一季度，公司推出了 Einstein Copilot、Prompt Builder 和 Einstein Studio，並完成了數百筆 Copilot 交易。Einstein Copilot 功能不斷提升，對說明客戶取得的成功感到滿意。隨著 Einstein 深度整合至公司各個產品中，為公司的產品組合提供全新力量，不斷滿足客戶需求，提高運營效率，從而帶動公司雲業務的不斷增長。

圖表 4: FY22Q1-FY25Q1 公司 RPO 和 cRPO、客戶留存率（百萬美元）



資料來源：公司資料，第一上海整理

目標價 278 美元，買入評級

考慮到軟體行業支出的疲軟，下調目標價至 278 美元

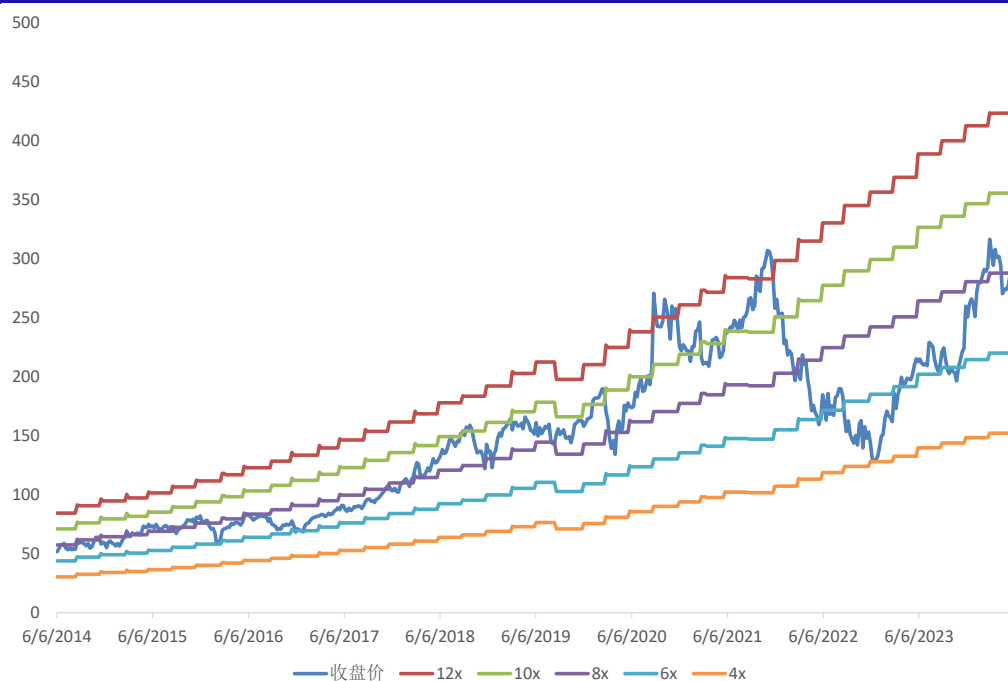
Salesforce 的業績表明軟體行業正面臨困境。儘管第一季度收入增長了 11%，達到 91.3 億美元，但公司的收入指引顯示出市場的疲軟。預計第二季度收入增長僅為 7%至 8%，全年收入增長為 8%至 9%，低於之前的預期。此外，公司下調了全年訂閱和支持收入增長預期，並預計 GAAP 運營利潤率將下降至 19.9%。這一系列調整反映了客戶支出縮減、交易週期延長以及市場需求疲軟等因素，顯示出軟體行業在當前經濟環境下面臨的挑戰和不確定性。

儘管面臨收入增長放緩的挑戰，Salesforce 通過減少運營費用來提高利潤率，公司的盈利增長軌跡推動了強勁的現金流產生（FY25Q1 產生現金流 62.5 億美元，全年預計 125 億美元，同比增長 22%），並通過精簡開支和優化運營效率，實現了更高的利潤率（預計 25 財年 Non-GAAP 營業利潤率達到 32.5%）。此外，公司通過派發季度股息和實施股票回購計畫，進一步提高了股東的回報。自資本回報

計畫啟動以來，Salesforce 已向股東返還超過 140 億美元，其中包括在本財年第一季度首次派發的季度股息。這些措施體現了公司在市場環境艱難的情況下，依然致力於為股東創造最大價值的承諾。

我們認為 Salesforce 公司已經進入到了成熟穩態發展階段，從過去 20% CAGR 的年收入高速增長，到現在進入 10% 左右的低雙位元數增長，未來需要通過降低運營費用，比如銷售費用占比從 35% 逐步降低到類似於 Oracle、SAP 同類軟體 23% 的水準，從而釋放利潤。我們更改估值的方式，預計 Salesforce 在 25 財年利潤率在 16% 水準，考慮到公司未來利潤的持續釋放，給予 25 財年經調整利潤的 27 倍 PE，對應 2700 億美元市值估值，目標價 278 美元，較當前價格有 21% 的上漲空間，給予買入評級

圖表 5: Salesforce 過去十年 PS 歷史估值



資料來源：Wind、第一上海整理

附錄 1：主要財務報表

利潤表

〈美元千元〉，財務年度截至〈一月〉

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	31,352,000	34,857,000	37,850,161	41,407,641	45,327,780
营业成本	-8,360,000	-8,541,000	-8,895,912	-9,317,949	-10,064,113
毛利	22,992,000	26,316,000	28,954,249	32,089,692	35,263,667
研发费用	-5,055,000	-4,906,000	-5,327,277	-5,827,980	-6,379,725
销售费用	-13,526,000	-12,877,000	-13,414,992	-13,847,694	-14,886,715
管理费用	-2,553,000	-2,534,000	-2,638,043	-2,678,951	-2,932,572
营业支出	-21,962,000	-21,305,000	-21,380,312	-22,354,625	-24,199,013
营业利润	1,030,000	5,011,000	7,573,937	9,735,067	11,064,655
其他收入	-239,000	-61,000	216,000	-300,000	0
除税前溢利	660,000	4,950,000	7,789,937	9,435,067	11,064,655
所得税	-452,000	-814,000	-1,713,786	-2,170,065	-2,544,871
净利润	208,000	4,136,000	6,076,151	7,265,002	8,519,784
营业收入增长率 (%)	18.35%	11.18%	8.59%	9.40%	9.47%
EBITDA增长率 (%)	25.22%	86.25%	10.84%	22.59%	11.64%

资产负债表

〈美元千元〉，財務年度截至〈一月〉

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
货币现金	7,016,000	8,472,000	20,528,321	34,301,290	47,686,173
有价证券	5,492,000	5,722,000	5,950,880	6,188,915	6,436,472
应收账款	10,755,000	11,414,000	12,555,400	13,559,832	14,644,619
其他流动资产	3,132,000	3,466,000	3,658,350	3,861,461	4,075,938
流动资产总计	26,395,000	29,074,000	42,692,951	57,911,498	72,843,201
固定资产	3,702,000	3,689,000	3,747,000	3,805,000	3,863,000
商誉	48,568,000	48,620,000	48,620,000	48,620,000	48,620,000
其他非流动资产	20,184,000	18,440,000	16,749,500	14,974,475	13,110,699
非流动资产总计	72,454,000	70,749,000	69,116,500	67,399,475	65,593,699
资产总计	98,849,000	99,823,000	111,809,451	125,310,973	138,436,900
应付账款	6,743,000	6,111,000	6,722,100	7,394,310	8,133,741
递延收入	17,376,000	19,003,000	21,400,000	23,917,000	24,584,037
经营租赁负债-流动	590,000	518,000	518,000	518,000	518,000
流动负债合计	25,891,000	26,631,000	29,639,100	32,828,310	34,234,778
经营租赁负债-非流动	2,897,000	2,644,000	2,644,000	2,644,000	2,644,000
长期借款	9,419,000	8,427,000	8,427,000	8,427,000	8,427,000
其他非流动负债	2,283,000	2,475,000	2,475,000	2,475,000	2,475,000
非流动负债合计	14,599,000	13,546,000	13,546,000	13,546,000	13,546,000
负债合计	40,490,000	40,177,000	43,185,100	46,374,310	47,780,778
负债及股东权益合计	98,849,000	99,823,000	111,809,452	125,310,974	138,436,901

資料來源：公司資料、第一上海預測

主要财务比率

〈美元千元〉，財務年度截至〈一月〉

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	73.34%	75.50%	76.50%	77.50%	77.80%
净利润率 (%)	0.66%	11.87%	16.05%	17.55%	18.80%
Non-GAAP 营业利润率 (%)	16.66%	23.20%	29.25%	30.57%	31.65%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	51.29%	44.21%	42.41%	39.91%	39.31%
研发费用/收入 (%)	16.12%	14.07%	14.07%	14.07%	14.07%
实际税率 (%)	68.48%	16.44%	22.00%	23.00%	23.00%
应收账款周转天数	118	114	114	114	112
应付账款周转天数	263	271	260	273	278
财务状况					
总负债/总资产	40.96%	40.25%	38.62%	37.01%	34.51%
经营性现金流入/收入	22.68%	29.36%	34.40%	35.61%	31.70%
流动资产/流动负债	1.02	1.09	1.44	1.76	2.13

现金流量表

〈美元千元〉，財務年度截至〈一月〉

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
净利润	208,000	4,136,000	6,076,151	7,265,002	8,519,784
折旧及摊销	3,786,000	3,959,000	2,368,500	2,453,025	2,541,776
股权激励费用计提	3,279,000	2,787,000	2,902,200	3,047,310	3,199,676
营运资本变动	-2,069,000	-2,850,000	1,674,350	1,981,668	107,204
其他非现金调整	1,907,000	2,202,000	0	0	0
经营活动产生的现金流	7,111,000	10,234,000	13,021,201	14,747,004	14,368,439
购买有价证券	-557,000	-121,000	-228,880	-238,035	
资本性支出	-798,000	-736,000	-736,000	-736,000	-736,000
其他投资活动现金流	-634,000	-470,000	0	0	-247,557
投资活动产生的现金流	-1,989,000	-1,327,000	-964,880	-974,035	-983,557
支付资本租赁债务	-419,000	-629,000	0	0	0
偿还债务支付的现金	-4,000	-1,182,000	0	0	0
其他筹资活动产生的现金流	-3,139,000	-5,666,000	0	0	0
筹资活动产生的现金流	-3,562,000	-7,477,000	0	0	0
现金及现金等价物净增加	1,552,000	1,456,000	12,056,321	13,772,969	13,384,883
期初现金及现金等价物余额	5,464,000	7,016,000	8,472,000	20,528,321	34,301,290
期末现金及现金等价物余额	7,016,000	8,472,000	20,528,321	34,301,290	47,686,173

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中71號

永安集團大廈19樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、僱員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。