Salesforce（CRM）

更新报告

买入

2023 年 7 月 3 日

营业收入增长仍具韧性，回购规模升至 200 亿美元

- **FY24Q1 收入和利润均超预期，未来重点布局 AI 领域：**FY2024Q1 公司实现收入 82.5 亿美元（YoY+11%,CC+13%），高于彭博一致预期的 81.8 亿美元。GAAP 经营利润率为 5.0%，Non-GAAP 营业利润率 27.6%。GAAP 净利润 1.99 亿美元（YoY+611%）,GAAP 净利润率达 2.4%（YoY+2%）,Non-GAAP 净利润 16.7 亿美元（YoY+70.5%），均超过彭博一致预期。经营数据方面，RPO 达 467 亿（YoY+21%），cRPO 241 亿（YoY+12%）,超市场预期但仍为过去十年最慢的季度扩张，主要受缓慢的需求环境和销售延长影响。在 6 月 12 日的 AI Day 发布会中，公司宣布将在其生成的 AI 产品中添加 Marketing GPT 和 Commerce GPT，并推出 AI Cloud。财务方面，公司 Q1 经营现金流 44.9 亿美元（YoY+22%）,运营现金流 42.5 亿美元（YoY+21%）,并在 23 年 3 月宣布将回购规模升至 200 亿美元。
- **数据云成为新增长引擎，海外业务稳定扩张：**本季度订阅和支持收入为 76.4 亿美元（YoY+11%）,专业服务和其他收入为 6.1 亿美元（YoY+9%），按产品划分其中销售云、服务云、平台及其他、市场营销和商业云、数据云分别实现收入 18.1、19.6、15.7、11.7、11.3 亿美元，分别同比增长 13%、13%、12%、10%、20%。受到用户对资料湖（data lake）的需求带动，数据云业务或提供最大增长机会；分区域看，本季度美洲区、欧洲区及亚太地区分别实现收入 54.8、19.5、8.1 亿美元，同比增长 10%、17%、24%。过去四年非美洲地区 CAGR 26%高于美洲地区 21%，表明公司海外布局稳定扩张。
- **上调公司 FY24 财年收入指引，上调全年利润率指引：**（1）FY24Q2 收入指引为 85.1-85.3 亿美元（YoY+10%），高于市场预期的 84.9 亿 美元；(2) FY24 财年全年收入指引对比此前上个季度指引略微下调至 345-347 亿美元（YoY+10%）；(3)将 FY24 财年 GAAP 营业利润率上调至 11.4%，Non-GAAP 营业利润率上调至 28%（原指引为 27%），全年运营现金流量同比增长约 16-17%。
- **目标价 296 美元，买入评级：**考虑到公司未来将继续推进降本增效的计划，包括降低行销推广费、裁员（约 10%员工）、和“选择房地产退出”并减少某些市场的办公空间；同时，继续股票回购（未来两年仍然有 200 亿美元股票回购量执行空间，约为当前市值 10%）我们认为 Salesforce 在拥有高客户留存率以及高客户粘性、积极参与全球 AI 创新企业布局的条件下（预计自身 TAM 在 CY2025 年将达到 2480 亿），未来仍然有望保持较高的复合增长速度，维持公司目标价 296 美元，较当前价格有 40%的上涨空间，给予买入评级。
- **风险提示：**并购整合不及预期、公司新产品和新客户拓展不及预期 、销售额增长减速、销售云业务增长过于滞后、与传统供应商竞争加剧等。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321539

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	211.26 美元
目标价	296 美元（+40%）
股票代码	CRM
已发行股本	9.76 亿股
市值	2058 亿美元
52 周高/低	225/126 亿美元
每股净现值	57 美元
主要股东	The Vanguard Group 8. BlackRock Inc 7.1%

盈利摘要

截至1月31日止财政年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入（美元千元）	26,492,000	31,352,000	34,691,399	38,424,712	43,115,355
变动（%）	24.7%	18.3%	10.7%	10.8%	12.2%
GAAP净利润（美元千元）	1,444,000	208,000	2,533,511	4,842,742	6,361,217
GAAP EPS(美元)	1.48	0.21	2.55	4.87	6.39
变动（%）	-66.1%	-85.9%	1118.0%	91.1%	31.4%
GAAP市盈率（倍，@211.26）	142	1,011	83	43	33
PS	7.8	6.6	5.9	5.4	4.8

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现

来源：彭博

2023 财年第一季度业绩情况

营业收入超预期，上调 GAAP 营业利润率和 Non-GAAP 营业利润率

第一季度，公司实现营收 82.5 亿美元，同比增长 11%。总毛利率为 74.2%，同比增长 1.8%。运营总费用为 57.1 亿，同比增长 6.8%；运营利润率为 5.0%，同比增长 18.3%。净利润为 1.99 亿，季度末现金即现金等价物增加 21.4 亿至 91.6 亿，其中自由现金流达到 42.5 亿。

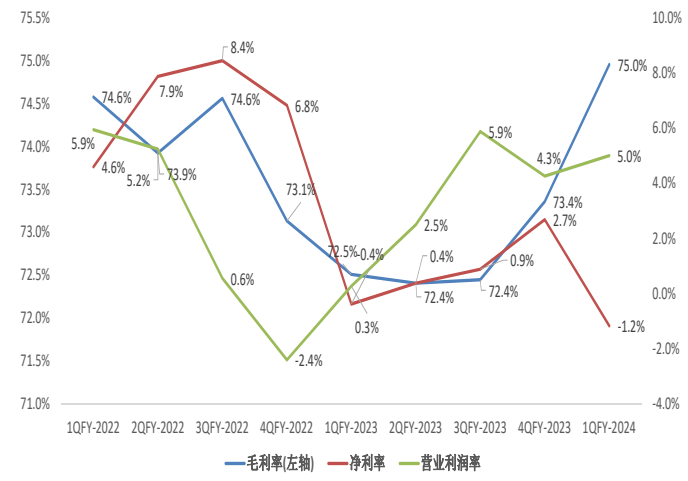
公司对 23 全年的 Non-GAAP 运营利润率指引为 28%，主要原因为 1）公司在 1 月份宣布的重组措施和执行情况，2）公司的再投资策略非常有纪律性。这也是公司预计今年余下时间的发展趋势，推动利润率扩大到 28%，并使公司在明年第一季度达到 30%的利润率。总的来看，公司的转型可以分为两个阶段：公司从初始转型中获得的好处；其次是公司通过全面的运营和市场进入审查，这将使公司的转型进入第二阶段，这将在未来几年中持续进行。

图表 1：FY2022Q1-2024Q1 主营业务订阅服务收入拆分（百万美元）

	Units	1QFY-2022 A	2QFY-2022 A	3QFY-2022 A	4QFY-2022 A	1QFY-2023 A	2QFY-2023 A	3QFY-2023 A	4QFY-2023 A	1QFY-2024 A
Sales	$M	1,388.00	1,477.00	1,538.00	1,586.00	1,632.00	1,695.00	1,717.00	1,787.00	1,810.00
YoY%		*11.5%*	*15.5%*	*17.3%*	*17.0%*	*17.6%*	*14.8%*	*11.6%*	*12.7%*	*10.9%*
As of %		*23.3%*	*23.3%*	*22.4%*	*21.6%*	*22.0%*	*22.0%*	*21.9%*	*21.3%*	*21.9%*
Service	$M	1,506.00	1,600.00	1,658.00	1,710.00	1,761.00	1,828.00	1,856.00	1,924.00	1,964.00
YoY%		*20.3%*	*22.8%*	*20.5%*	*18.3%*	*16.9%*	*14.3%*	*11.9%*	*12.5%*	*11.5%*
As of %		*25.3%*	*25.2%*	*24.2%*	*23.3%*	*23.8%*	*23.7%*	*23.7%*	*22.9%*	*23.8%*
Platform and other	$M	913.00	969.00	1,277.00	1,350.00	1,419.00	1,478.00	1,513.00	1,557.00	1,567.00
YoY%		*16.9%*	*19.0%*	*51.3%*	*52.5%*	*55.4%*	*52.5%*	*18.5%*	*15.3%*	*10.4%*
As of %		*15.3%*	*15.3%*	*18.6%*	*18.4%*	*19.1%*	*19.1%*	*19.3%*	*18.6%*	*19.0%*
Marketing and Commerce	$M	895.00	955.00	1,006.00	1,046.00	1,089.00	1,121.00	1,129.00	1,177.00	1,170.00
YoY%		*25.4%*	*28.0%*	*25.1%*	*20.4%*	*21.7%*	*17.4%*	*12.2%*	*12.5%*	*7.4%*
As of %		*15.0%*	*15.1%*	*14.7%*	*14.3%*	*14.7%*	*14.5%*	*14.4%*	*14.0%*	*14.2%*
Data	$M	834.00	913.00	900.00	1,136.00	955.00	1,021.00	1,018.00	1,344.00	1,131.00
YoY%		*43.1%*	*30.8%*	*20.0%*	*23.5%*	*14.5%*	*11.8%*	*13.1%*	*18.3%*	*18.4%*
As of %		*14.0%*	*14.4%*	*13.1%*	*15.5%*	*12.9%*	*13.2%*	*13.0%*	*16.0%*	*13.7%*
Subscription and support	$M	5,536.00	5,914.00	6,379.00	6,828.00	6,856.00	7,143.00	7,233.00	7,789.00	7,642.00
YoY%		*21.0%*	*22.2%*	*25.4%*	*24.7%*	*23.8%*	*20.8%*	*13.4%*	*14.1%*	*11.5%*
As of %		*92.8%*	*93.3%*	*92.9%*	*93.2%*	*92.5%*	*92.5%*	*92.3%*	*92.9%*	*92.7%*
Professional services and c	$M	427.00	426.00	484.00	498.00	555.00	577.00	604.00	595.00	605.00
YoY%		*47.2%*	*37.0%*	*44.9%*	*46.0%*	*30.0%*	*35.4%*	*24.8%*	*19.5%*	*9.0%*
As of %		*7.2%*	*6.7%*	*7.1%*	*6.8%*	*7.5%*	*7.5%*	*7.7%*	*7.1%*	*7.3%*
Total revenue	**$M**	**5,963.00**	**6,340.00**	**6,863.00**	**7,326.00**	**7,411.00**	**7,720.00**	**7,837.00**	**8,384.00**	**8,247.00**
YoY%		*22.6%*	*23.1%*	*26.6%*	*25.9%*	*24.3%*	*21.8%*	*14.2%*	*14.4%*	*11.3%*

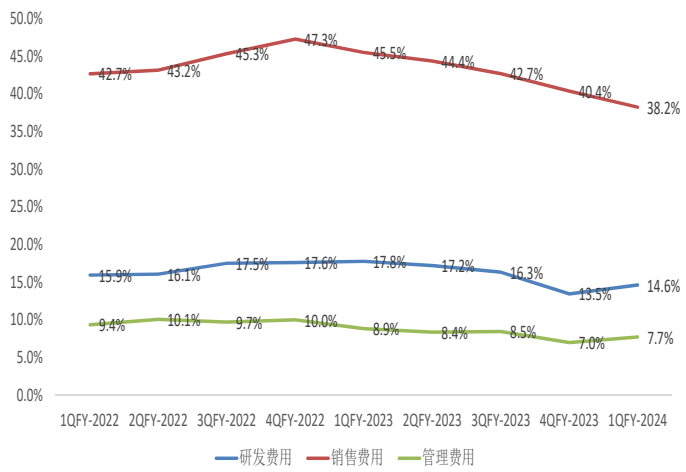
资料来源：公司资料、第一上海

图表 2：FY22Q1-FY24Q1 毛利率和净利润率



资料来源：公司资料、第一上海

图表 3：FY22Q1-FY24Q1 三大费用占收入比



资料来源：公司资料、第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

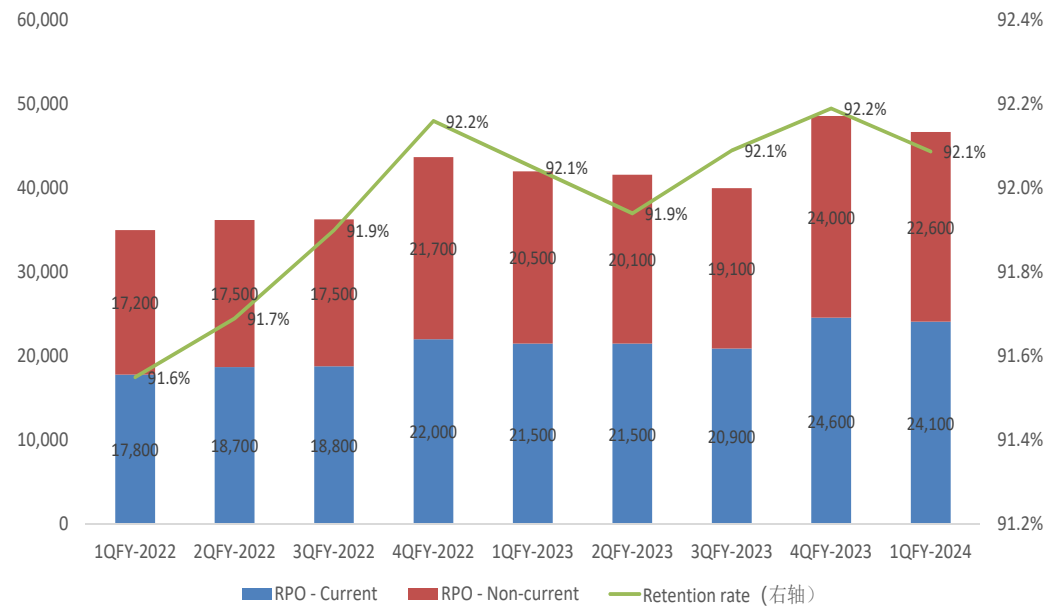
公司主要运营数据

RPO 保持稳健增长

截至第一季度末，RPO 为 467 亿，同比增长 11%，cRPO 为 241 亿，同比增长 12%。强劲的 RPO 增长，将为公司未来 1-3 年提供稳定的收入确认，因为 RPO 和 cRPO 都将会在未来的一段时间内确认为公司的收入。8 个行业云的 ARR 增长超 50%，核心产品弹性增强。此外，公司的客户流失率（不包括 MuleSoft、Tableau 和 Slack）下降到 7.0%-7.5%之间，数据表明客户对公司的产品粘性不断增强，低客户流失率有利于公司实现利润趋势不断改善的长期目标。

公司在业绩会上宣布 CRM 的下一次重大革命——在公司的整个产品组合中注入可信、安全的生成式 AI。Salesforce 的生成式 AI 生态系统使用 Einstein GPT、Slack GPT 和 Tableau GPT，为公司的产品组合提供值得信赖的力量。Salesforce GPT 信任层将保护客户数据，安全地实现生产自动化和智能企业增强。

图表 4：FY22Q1-FY23Q2 公司 RPO 和 cRPO、客户留存率（百万美元）



资料来源：公司资料、第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

目标价 296 美元，买入评级

公司即使在面临当前欧洲地缘政治紧张，美国通胀高企以及美联储加息等宏观环境不确定性的背景下，依然有超越市场一致预期的收入，显示出了头部软件公司在面对外部环境不确定条件下的韧性。我们认为随着公司加强整合原有并购的企业，发挥好协同效应，以及加入 AI 生成式大数据功能对公司产品的整合，未来公司的营业收入增长仍然有望保持高于行业的增速水平。其次，在收入体量达到一定量级之后，公司后续更加注重运营效率的改善和提升，释放经营利润，同时加大回购公司股份，回馈股东，我们看好公司的长期投资价值。基于公司已有的剩余履约金额和公司产品的竞争力，预计营业收入未来三年收入将达到 347、384、431 亿美元，同比分别增长 10.7%、10.8%、12.2%，使用自由现金流折现对公司进行估值，WACC12%，永续增长率为 3%，求得合理股价应为 296 美元，比当前股价高出 40%，买入评级。

图表 5：DCF 估值模型

	高速成长期				稳定成长期					永续期	
折现年限	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
(千美元)											
CFO	8,219,444	10,700,518	12,371,363								
CAPEX	(710,000)	(710,000)	(710,000)								
自由现金流增长率	19.0%	33.0%	16.7%	15.1%	13.5%	12.2%	11.0%	9.9%	8.9%	8.0%	3.0%
自由现金流量	7,509,444	9,990,518	11,661,363	13,416,617	15,234,125	17,091,472	18,966,889	20,839,971	22,692,224	24,507,416	25,242,639
折合至2022年的现金流量	7,509,444	8,920,106	9,296,367	9,549,683	9,681,562	9,698,160	9,609,216	9,426,944	9,165,008	109,979,271	8,127,454
永续期折现值											280,473,765
											90,305,046

WACC	12.00%
长期增长率	3.0%

Valuation	
现金流折现	289,453,808
减：净金融负债	806,000
减：少数股东权益+合伙人权益	
股本价值	288,647,808
股本数量（预期）	974,000
DCF法之每股价值（美元）	296

资料来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

附录 1：主要财务报表

利润表

〈美元千元〉，财务年度截至〈一月〉

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	26,492,000	31,352,000	34,691,399	38,424,712	43,115,355
营业成本	-7,026,000	-8,360,000	-8,903,536	-9,669,565	-10,720,618
毛利	19,466,000	22,992,000	25,787,863	28,755,146	32,394,737
研发费用	-4,465,000	-5,055,000	-5,593,424	-6,195,360	-6,951,650
销售费用	-11,855,000	-13,526,000	-13,925,954	-13,119,112	-13,858,303
管理费用	-2,598,000	-2,553,000	-2,651,471	-2,744,685	-2,864,162
营业支出	-18,918,000	-21,962,000	-22,170,849	-22,059,157	-23,674,115
营业利润	548,000	1,030,000	3,617,014	6,695,989	8,720,622
其他收入	984,000	-239,000	-239,000	-239,000	-239,000
除税前溢利	1,532,000	660,000	3,378,014	6,456,989	8,481,622
所得税	-88,000	-452,000	-844,504	-1,614,247	-2,120,406
净利润	1,444,000	208,000	2,533,511	4,842,742	6,361,217
营业收入增长率（%）	24.66%	18.35%	10.65%	10.76%	12.21%
EBITDA增长率（%）	16.51%	25.22%	17.77%	55.50%	23.78%

主要财务比率

〈美元千元〉，财务年度截至〈一月〉

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率（%）	73.48%	73.34%	74.34%	74.84%	75.14%
净利润率（%）	5.45%	0.66%	7.30%	12.60%	14.75%
Non-GAAP营业利润率（%）	17.59%	16.66%	23.47%	28.32%	29.86%
营运表现					
销售及管理费用/收入（%）	54.56%	51.29%	47.79%	41.29%	38.79%
研发费用/收入（%）	16.85%	16.12%	16.12%	16.12%	16.12%
实际税率（%）	5.74%	68.48%	25.00%	25.00%	25.00%
应收账款周转天数	119	118	117	116	113
应付账款周转天数	252	263	286	290	288
财务状况					
总负债/总资产	38.94%	40.96%	39.10%	37.80%	36.47%
经营性现金流入/收入	22.65%	22.68%	26.79%	31.49%	33.46%
流动资产/流动负债	1.05	1.02	1.33	1.62	1.91

资产负债表

〈美元千元〉，财务年度截至〈一月〉

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	实际	实际	预测	预测	预测
货币现金	5,464,000	7,016,000	15,326,344	26,484,348	39,962,177
有价证券	5,073,000	5,492,000	5,766,600	5,997,264	6,237,155
应收账款	9,739,000	10,755,000	11,830,500	13,013,550	14,054,634
其他流动资产	2,574,000	3,132,000	3,306,360	3,490,504	3,684,984
流动资产总计	22,850,000	26,395,000	36,229,804	48,985,666	63,938,950
固定资产	2,815,000	3,702,000	2,879,000	2,911,000	2,943,000
商誉	47,937,000	48,568,000	48,568,000	48,568,000	48,568,000
其他非流动资产	21,607,000	20,184,000	19,348,528	17,902,654	16,384,487
非流动资产总计	72,359,000	72,454,000	70,795,528	69,381,654	67,895,487
资产总计	95,209,000	98,849,000	107,025,331	118,367,320	131,834,436
应付账款	5,474,000	6,743,000	7,417,300	8,159,030	8,974,933
递延收入	15,628,000	17,376,000	19,236,021	21,400,490	23,917,787
经营租赁负债-流动	686,000	590,000	590,000	590,000	590,000
流动负债合计	21,788,000	25,891,000	27,243,321	30,149,520	33,482,720
经营租赁负债-非流动	2,703,000	2,897,000	2,897,000	2,897,000	2,897,000
长期借款	10,592,000	9,419,000	9,419,000	9,419,000	9,419,000
其他非流动负债	1,995,000	2,283,000	2,283,000	2,283,000	2,283,000
非流动负债合计	15,290,000	14,599,000	14,599,000	14,599,000	14,599,000
负债合计	37,078,000	40,490,000	41,842,321	44,748,520	48,081,720
负债及股东权益合计	95,209,000	98,849,000	107,025,331	118,367,321	131,834,437

现金流量表

〈美元千元〉，财务年度截至〈一月〉

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	实际	实际	预测	预测	预测
净利润	1,444,000	208,000	2,533,511	4,842,742	6,361,217
折旧及摊销	3,298,000	3,786,000	2,055,023	2,123,874	2,196,167
股权激励费用计提	2,779,000	3,279,000	3,421,950	3,593,048	3,772,700
营运资本变动	-1,658,000	-2,069,000	1,284,461	1,539,006	2,097,635
其他非现金调整	137,000	1,907,000	0	0	0
经营活动产生的现金流	6,000,000	7,111,000	9,294,944	12,098,668	14,427,719
购买有价证券	-5,674,000	-557,000	-274,600	-230,664	-239,891
资本性支出	-717,000	-798,000	-710,000	-710,000	-710,000
其他投资活动现金流	-8,145,000	-634,000	0	0	0
投资活动产生的现金流	-14,536,000	-1,989,000	-984,600	-940,664	-949,891
支付资本租赁债务	-156,000	-419,000	0	0	0
偿还债务支付的现金	-4,000	-4,000	0	0	0
其他筹资活动产生的现金流	7,998,000	-3,139,000	0	0	0
筹资活动产生的现金流	7,838,000	-3,562,000	0	0	0
现金及现金等价物净增加	-731,000	1,552,000	8,310,344	11,158,004	13,477,829
期初现金及现金等价物余额	6,195,000	5,464,000	7,016,000	15,326,344	26,484,348
期末现金及现金等价物余额	5,464,000	7,016,000	15,326,344	26,484,348	39,962,177

资料来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。 第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。 信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括(但不限于)在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2023 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。