

Salesforce(CRM.N): 全球云计算领导者, 强壁垒高留存打开云化趋势下长期空间

分析师

Franky Lau

SFC CE Ref: BRQ 041

frankyliu@futuhk.com

团队成员

Richard Li

richardli@futunn.com

Evelyn Ye

evelynye@futunn.com

2022年07月04日

核心要点

- **Salesforce为全球 SaaS CRM 市场的启蒙者，连续占据CRM市场份额的第一位。**据Statista，近6年Salesforce占据全球 CRM 市场份额第一位，且占比不断提升。2021年公司占据23.80%的CRM市场份额，较去年同期增长了4.3%。
- **“平台+产品”布局，打造360度服务的产品体系，生态完善构建强壁垒。**公司提供核心CRM产品、开发平台及支撑产品，生态完善可满足客户几乎所有需求，再结合开发者平台助力公司形成的网络效应，构建强壁垒。
- **客户留存率保持高位。**近十年公司客户留存率于90%~93%之间波动，并有略微上升趋势。据公司公告估算，2021年公司客户留存率为 92.75%，较十年前上升了 3.25pcts。高留存率是公司未来营收和利润的保障，因为存量客户只需少量维护费用便能给公司带来高价值。
- **行业垂直解决方案渗透率的提高以及全球化战略扩张预计会使公司业绩进一步增长。**公司于2018年进入垂直行业领域，2021年垂直行业解决方案为公司带来了29亿美元ARR，相比2020年增长了45%，垂直行业利润可观。随着行业垂直解决方案继续下沉，渗透率提高，公司业绩会有所增长。且公司于2017年开展全球化战略，进行国际化扩张，而目前国际地区渗透率仍处于低位，未来有较大发展潜力，预计扩张会使公司业绩进一步增长。
- **放缓并购战略预计带来盈利水平提升。**公司前期由于大量的扩张和并购使得经营成本快速增加，造成公司利润亏损。公司目前已经打算将并购战略放缓，不再重点投入大型并购案，而是专注于将历来所并购的公司与本源业务进行深度协同，预计此调整将提高公司资金配置效率，进一步改善公司利润率。
- **盈利预测方面**，我们预计2023-2025财年，公司营业收入为337亿美元、420亿美元、513亿美元，对应GAAP净利润为77亿美元、105亿美元、149亿美元，长期看好公司发展。

目录

一、SaaS行业：商业模式优越，发展前景广阔

二、公司深度分析：全球CRM SaaS龙头，“平台+产品”构建强壁垒

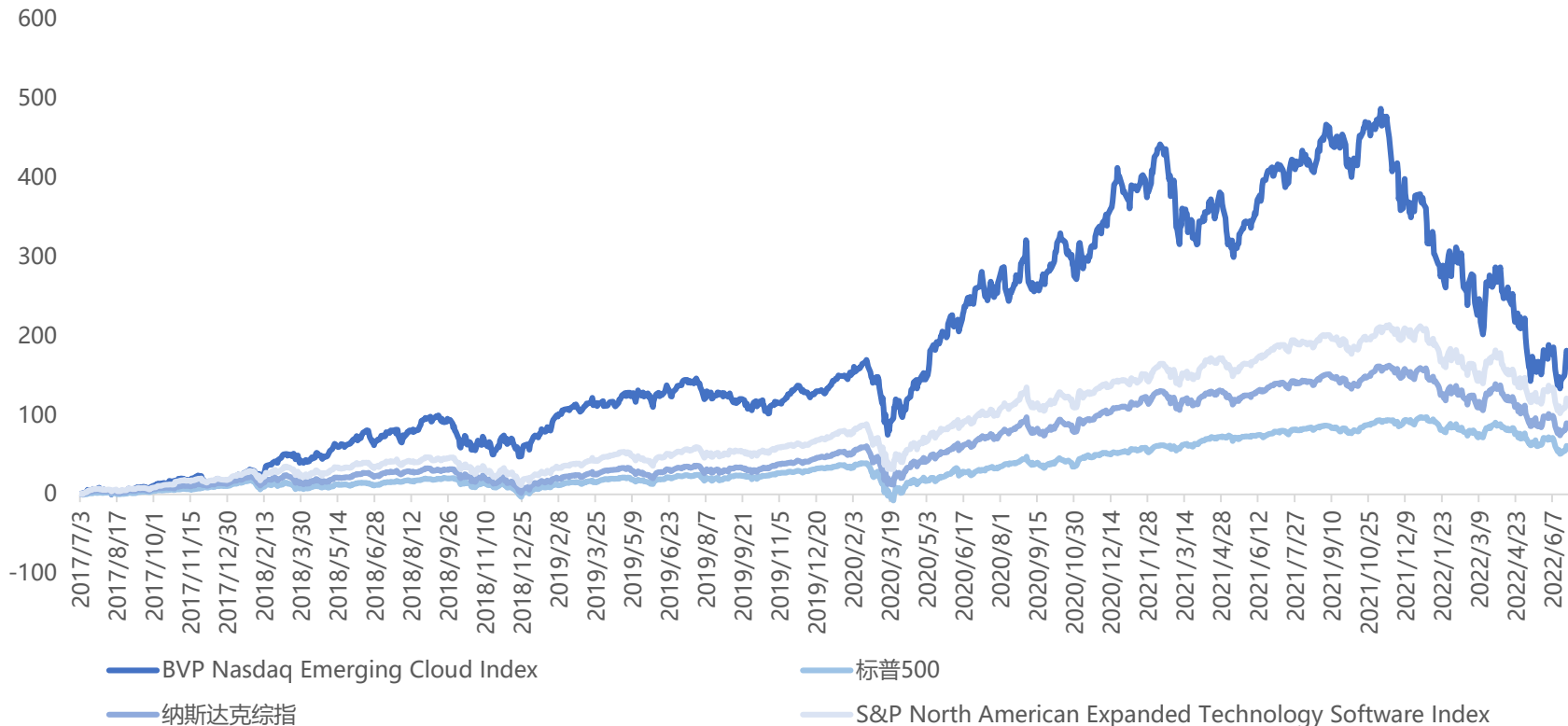
三、投资逻辑：特征指标表现优异，云化趋势下仍有提升空间

四、盈利预测及风险提示

美股SaaS、软件板块相对大盘超额收益明显

- 2017~2022五年间，成分股以**新兴SaaS公司**为主的**BVP Nasdaq Emerging Cloud Index**涨幅**320%**，大幅超过同期**纳斯达克综指 +137%**、**标普500 +89%**的表现。成分股以**软件公司**为主的**标普北美科技软件指数**涨幅**171%**，也跑赢了同期**纳斯达克综指、标普500**。

图：美股SaaS、软件板块相对标普500、纳指超额收益明显（2017~2022）



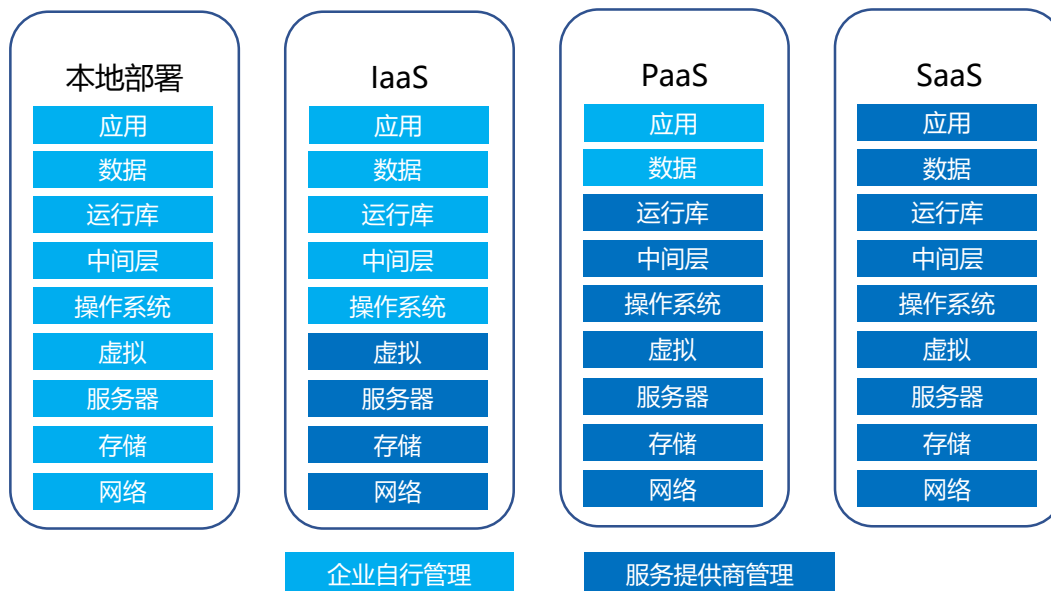
SaaS 业务模型：公有云交付、订阅制

- **交付模式：公有云。**区别于传统软件主要采用的On-premises本地部署模式，服务器、存储、网络设备等基础设施需企业自行购买，SaaS 通过公有云进行交付，软件基础设施和其相关的管理都由 SaaS 服务商负责。
- **商业模式：订阅制。**区别于企业需一次性购买付费的传统软件，SaaS 提供订阅制服务，企业支付费用以获得在一定时间内使用 SaaS 软件的许可。通常情况下，企业按年付费。SaaS 模式将传统的软件采买变成了软件租赁形式。

图：Salesforce产品之一销售云订阅制（按年付费）



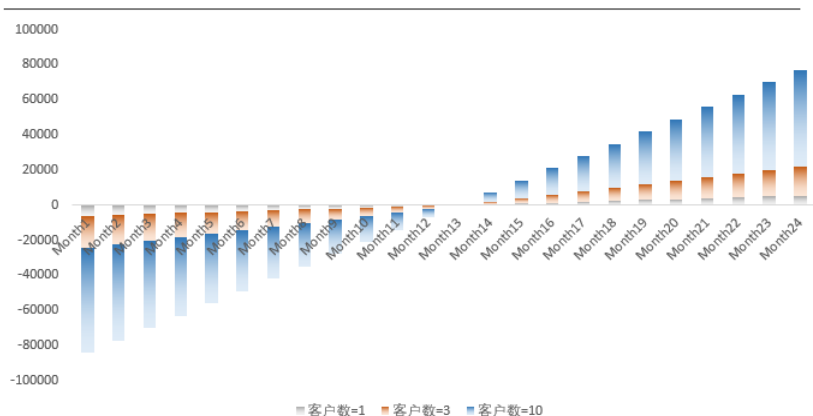
图：SaaS、PaaS、IaaS、传统模式区别



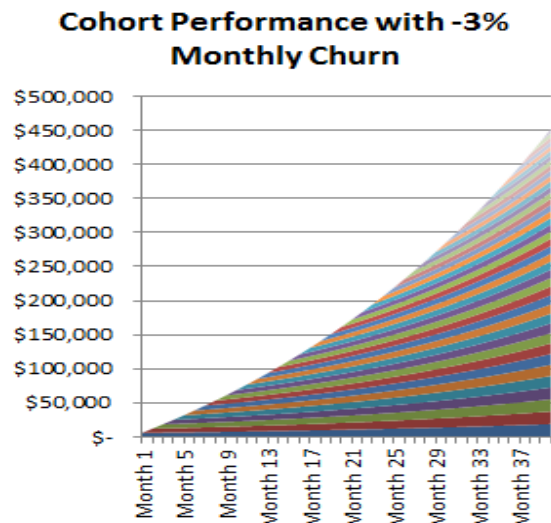
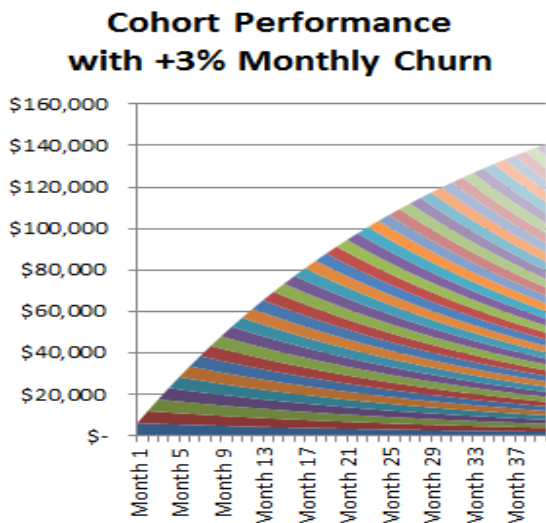
订阅制：非零基式增长，收入可持续

- **非零基式增长，续费率高。** SaaS模式初期为了获客，在销售费用方面会产生大笔投入。随着客户增加，公司将积累现金流，规模效应明显。且由于用户粘性高，续费率高，公司维系成本低，现金流将持续稳定流入。
- **非零基式增长，收入可持续。** 在 SaaS 服务商可及时满足客户需求的前提下，一旦公司和客户建立良好信任，客户留存率便高，再结合基于订阅制的 SaaS 收入模式，公司将会有可持续的收入和现金流。且随着客户增加，规模效应明显。

图：客户数对现金流的影响



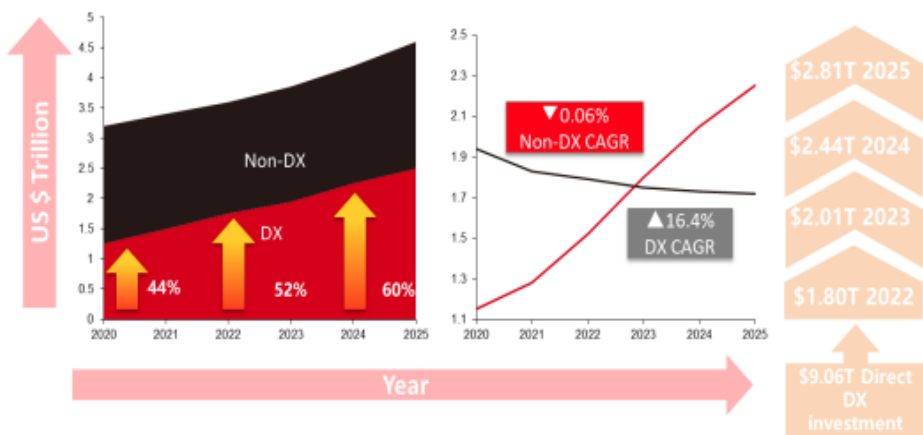
图：高留存带来的复利效应



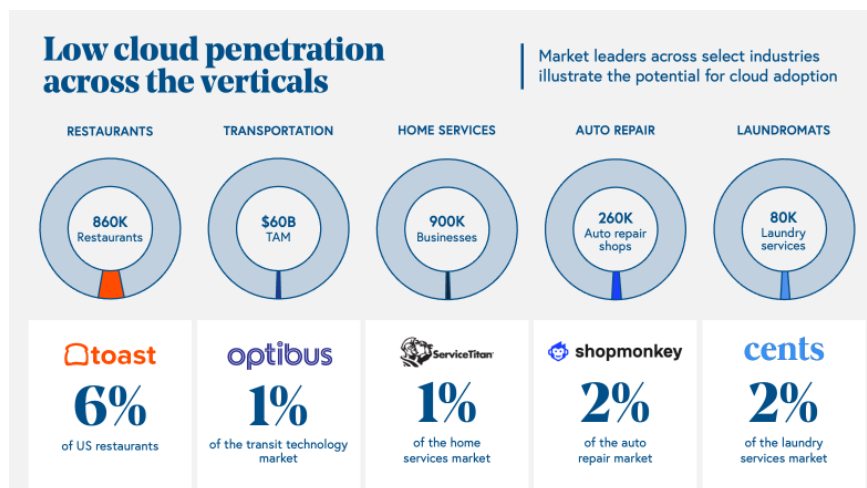
发展前景：数字化进程不断加深，垂直行业渗透率低

- 全球企业持续加速数字化转型。**据IDC预测，2022-2025年，企业数字化转型（DX，digital transformation）直接投资的复合增长将进一步加速，预计达到16.4%。从企业层面来看，2021年53%的企业已经制定了全企业范围的数字化转型策略，较2019年上升了16pcts。全球范围内的企业正在进入一个以数字化竞争为核心的新阶段。
- SaaS垂直行业渗透率低。**全球范围内，IT总支出为4万亿美元，其中公共云支出仅占10%。在公认SaaS成熟度很高的美国，垂直行业渗透率仍较低。截止2021年，美国餐饮管理SaaS公司Toast在美国餐厅的渗透率仅为6%，公共交通SaaS软件Optibus在公共交通软件市场占比不到1%，家庭服务行业头部公司ServiceTitan在核心受众（90万户家庭）中仅渗透了1%。

图：企业数字化转型直接投资加速



图：垂直行业渗透率低



目录

一、SaaS行业概览：商业模式优越，发展前景广阔

二、公司深度分析：全球CRM SaaS龙头，“平台+产品”构建强壁垒

三、投资逻辑：特征指标表现优异，云化趋势下仍有提升空间

四、盈利预测及风险提示

Salesforce: 全球 CRM SaaS 开拓者, 软件行业排名第四

- **Salesforce为全球 SaaS CRM 市场的启蒙者, 连续占据 CRM市场份额的第一位。**据Statista, 近6年Salesforce占据全球 CRM 市场份额第一位, 且占比不断提升。2021年公司占据23.80%的CRM市场份额, 较去年同期增长了4.3%。此外, Statista预计未来5年, SaaS行业中CRM细分市场营收增长最快, 2027年 SaaS CRM 市场规模将达到1190亿美元。
- **Salesforce在美国软件行业排名第四。**公司市值、总营收在美国软件行业均排名第四, 2021年总营收2498亿美元, 仅次于微软、甲骨文和思爱普。

图: CRM SaaS市场份额 (%)

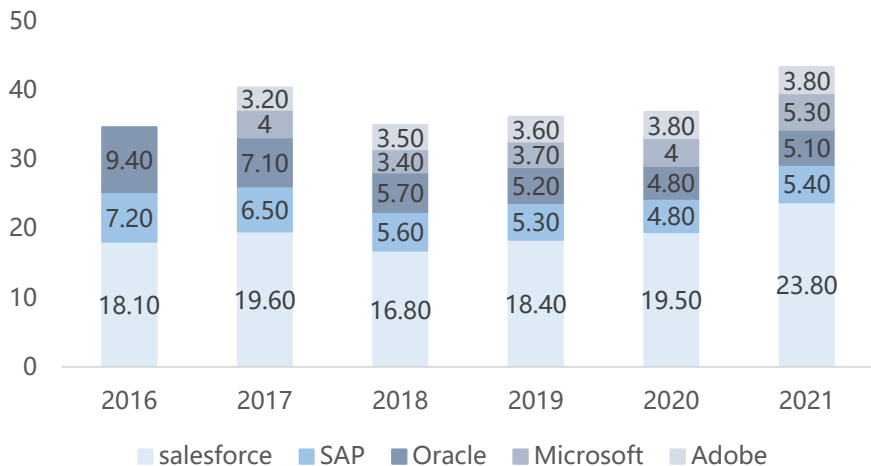


图: SaaS未来市场规模 (十亿美元)

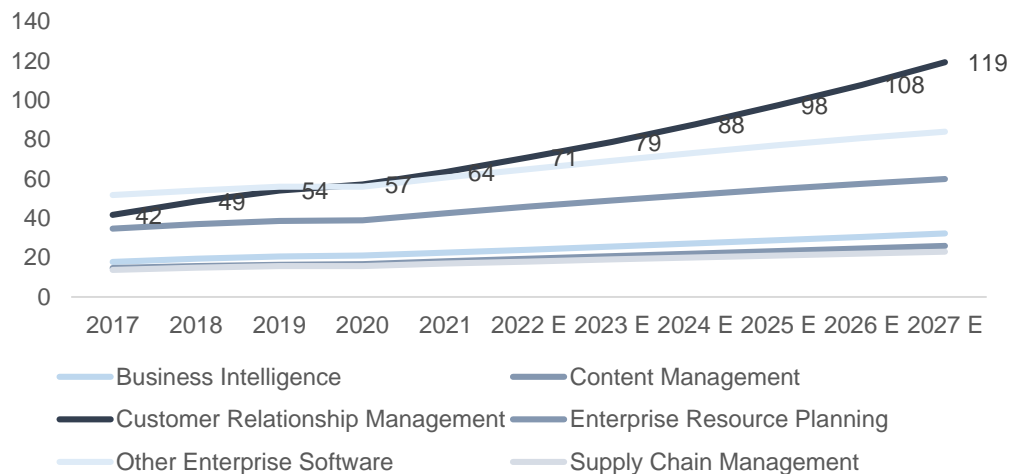


图: 美国软件行业营收前十的公司

公司	总市值	总市值排名	2021年营业总收入	总营收排名
微软	1,892,120,592,824	1	176,251,000,000	1
甲骨文	179,140,060,980	3	41,399,000,000	2
思爱普	117,743,908,090	5	31,789,751,642	3
赛富时	177,557,750,000	4	24,983,000,000	4
奥多比	186,286,320,000	2	15,785,000,000	5
优步	46,578,021,201	11	14,842,000,000	6
威睿	52,853,465,357	9	12,614,000,000	7
财捷	107,533,403,471	6	10,317,000,000	8
动视暴雪	59,798,294,979	8	9,052,000,000	9
艺电	37,349,002,651	19	6,396,000,000	10

不局限于 CRM，致力打造“SaaS+PaaS+数据&AI&协同办公”的产业生态圈

- Salesforce 于1999年在旧金山创立，于2004年在纽交所上市。近几年，Salesforce已经不局限在CRM领域发展，而是致力于延伸产品边界，打造“SaaS+PaaS+数据&AI&协同办公”的产业生态圈。



高管团队多有数字化背景，软件行业从业经验丰富

- Marc Benioff是 Salesforce 的创始人、主席和首席执行官，也是云计算 SaaS 的先驱者。在创立 Salesforce 之前，Marc 在 Oracle工作了 13 年，成为Oracle历史上最年轻的副总裁。而后Marc在一次印度旅行途中，因为预见企业对 CRM 的需求日增，而决定放弃高薪职位并打着 “No Software” 的大旗创立 Salesforce 公司。
- **Salesforce**高管团队多具有数字化背景且多数来自于**龙头软件企业**如Oracle、Sap等等，在软件行业有较丰富的从业经验。

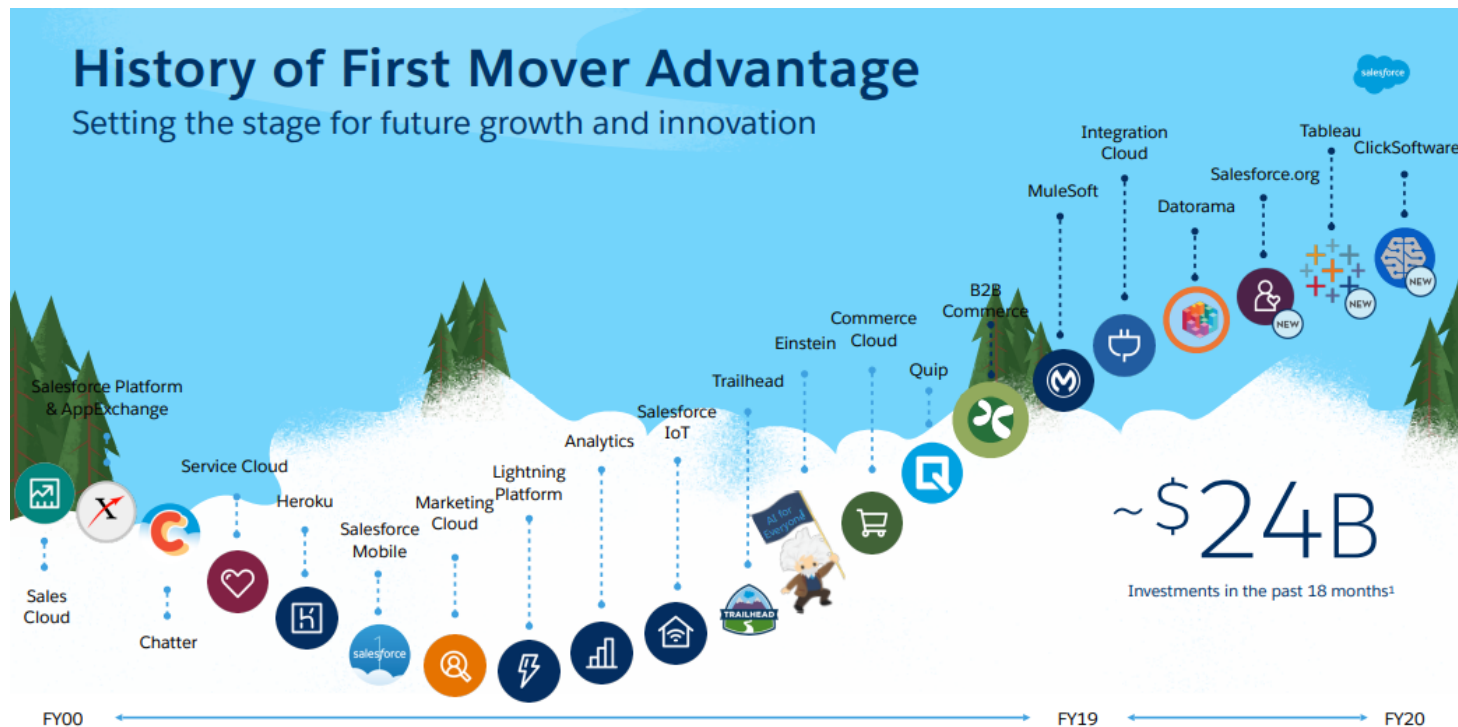
图：持股比例前十的高管团队介绍

姓名	职务	任职日期	持股比例	简介
马克·贝尼奥夫	董事会主席	1999.03	3.04	Oracle历史上最年轻的副总裁
Parker Harris	联合创始人	1999.03	0.28	曾在软件公司Honeybee Software和Metropolis Software担任软件工程师
Bret Taylor	联合CEO	2021.11	0.16	斯坦福大学计算机科学学士和硕士学位，Twitter 董事会主席
Srinivas Tallapragada	技术总裁	2018.06	0.04	曾担任Oracle、Sap高级副总裁
Amy Weaver	CFO	2015.07	0.01	曾担任全球最大的在线旅游公司expedia高级副总裁兼总法律顾问
Susan D. Wojcicki	独立董事	2014.12	0.01	YouTube首席执行官
Alan G. Hassenfeld	独立董事	2003.12	0.01	媒体/游戏/玩具公司孩之宝董事长兼CEO
Gavin Patterson	总裁	2020.05	0.01	担任多家科技初创公司的顾问和投资者
Sanford R. Robertson	独立董事	2003.10	0.01	技术收购基金Francisco Partners负责人，技术投资公司Robertson Stephens创始人&主席
Robin L. Washington	独立董事	2013.09	0.00	曾在软件公司Hyperion Solutions担任CFO，在应用软件供应商PeopleSoft担任执行职位

收购为公司关键增长战略，为公司战略转型提供支持

- 自上市以来，收购一直是公司的关键增长战略之一。在公司23年的发展历史中，三次的战略转型成功背后都依赖于收购公司获得的资源和技术支持。2004年公司初步开始搭建PaaS平台时期，收购了多语言应用程序开发平台Heroku，Heroku为公司提供了搭建PaaS所需的底层技术架构。2009年公司开始布局CRM四大云时期，收购了Radian6等媒体、营销和商务平台，为公司提供了营销云和商业云产品。2015年公司开始进军AI、数据分析、协同办公时期，收购了TempoAI等人工智能平台、Tableau等数据分析公司、Slack等协同办公工具，为公司完善了产品布局。

图：1999年至2019年公司收购历程



技术收购实现底层技术的跃迁，产品收购丰富可供产品的矩阵

公司收购逻辑分为技术收购和产品收购

- **技术收购帮助公司实现了底层基础技术的变革**，主要有云计算、AI、数据分析等公司。如2019年收购的数据分析与可视化Tableau为公司注入强大的快速分析、理解数据信息能力，并通过为销售云、客服云、营销云和电商云提供商业信息和数据的洞察和见解，大大推动了业务发展。此外，技术收购带来的高新科技也加速完善了公司PaaS平台的搭建。
- **产品收购拓宽了公司可提供的产品边界**，主要有CRM、财务、HR等公司。产品收购使得公司实现从单一产品销售云到拥有涵盖售前、售中到售后的全品类SaaS平台，大大丰富了产品矩阵。

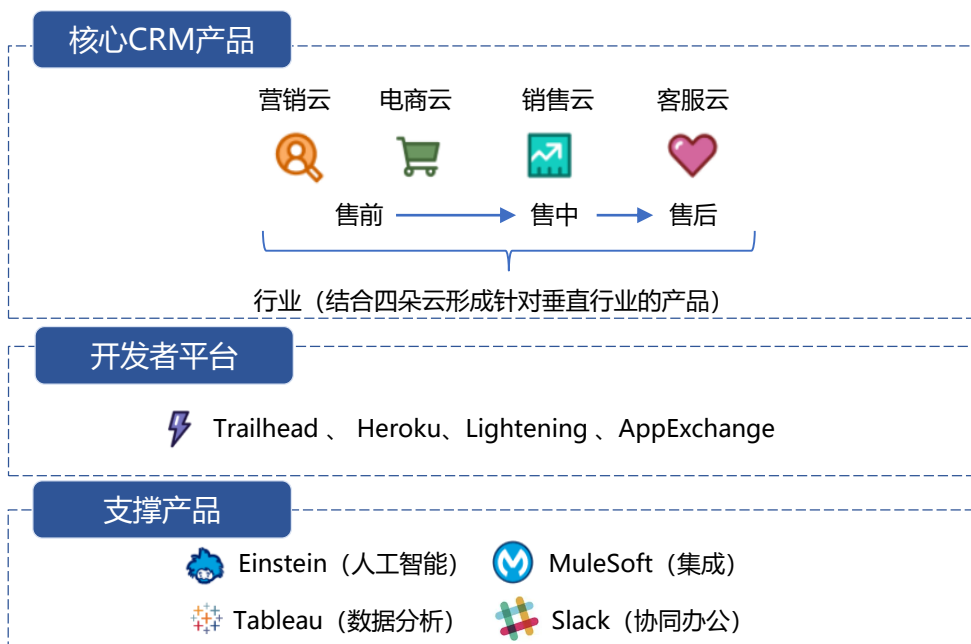
图：重要收购事件类型划分（部分）

	时间	公司	类型	金额	公司发展产品
产品并购					
	2011	Radian6	社交媒体监测平台	3.26亿美元	Marketing Cloud
	2012	Buddy Media	社会化营销平台	6.89亿美元	Marketing Cloud
	2013	ExactTarget	媒体营销工具公司	25亿美元	Marketing Cloud
	2016	Demandware	电子商务平台公司	28亿美元	Commerce cloud
	2016	Quip	文档编辑软件公司	7.5亿美元	协同办公
	2020	Slack	商务通讯	277亿美元	协同办公
技术并购					
	2011	Heroku	多语言应用程序开发平台	2.12亿美元	PaaS
	2014	RelateIQ	大数据智能关系管理	3.9亿美元	AI
	2015	TempoAI	人工智能平台	NA	AI
	2015	MinHash	人工智能平台	NA	AI
	2016	PredictionIO	机器学习平台	NA	AI
	2016	MetaMind	深度学习平台	NA	AI
	2018	Datorama	AI营销平台	大于8亿美元	AI
	2018	Mulesoft	API、数据集成平台	65亿美元	数据分析
	2019	Tableau	数据分析与可视化	157亿美元	数据分析
	2020	Vlocity	云平台服务提供商	13.3亿美元	垂直行业SaaS

“平台+产品”布局，提供全方位服务，争做Digital Workplace

- Salesforce形成“平台+产品”布局打造的360度服务的产品体系结合差异化定价，能够服务不同需求的公司。**公司提供的产品有核心CRM产品营销云、电商云、销售云和客服云，支撑产品人工智能、集成、数据分析和协同办公，以及开发者平台Trailhead、Heroku、Lightening、AppExchange。公司通过强关联的产品矩阵形式增强了用户粘性和转换成本，带来了很强的业务条线间的协同效应，公司未来的发展目标已经不局限在CRM领域，而是要做“Digital Workspace（公司员工未来办公的虚拟场所）”。此外，公司阶梯式定价的商业模式使得公司产品也能够覆盖不同规模的企业。

图：公司产品矩阵



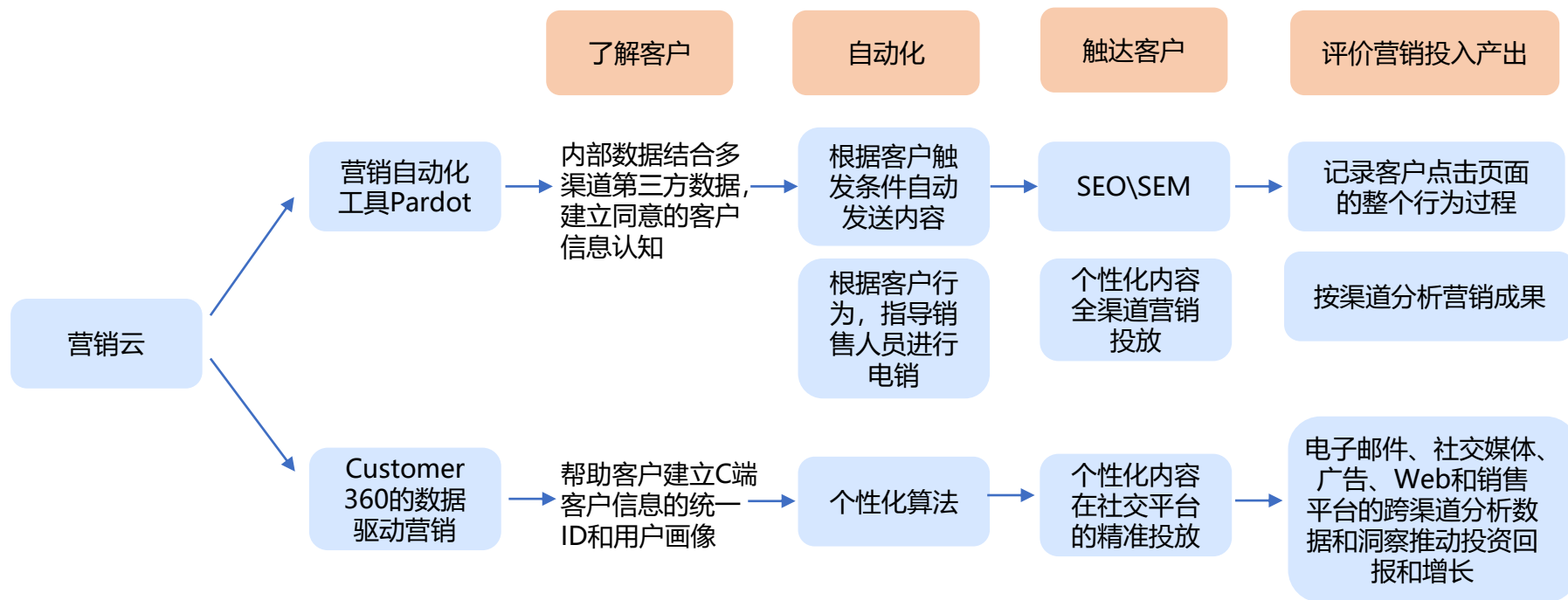
图：公司销售云定价

Salesforce Essentials基础版	Lightning Professional专业版	Enterprise企业版	Unlimited
即用型CRM，最多可支持十个用户	功能完整的CRM，适用于任何规模的团队	最热门产品 可针对您的业务进行深度自定义的销售型CRM	无限制的CRM功能和技术支持
\$ 25 美元/用户/月* (按年收费)	\$ 75 美元/用户/月* (按年收费)	\$ 150 美元/用户/月* (按年收费)	\$ 300 美元/用户/月* (按年收费)
免费试用	免费试用	免费试用	免费试用

CRM 业务：营销云和电商云助力售前个性化营销

- 营销云和商业云业务为公司营收占比第四的业务，2021年占总收入比14%，近年来呈略微上升趋势。
- 营销云能使营销团队开展数字化营销，多渠道和客户进行交互，并借助人工智能和数据分析，推动个性化精准营销。
- 商业云提供B2B和B2C电商解决方案，B2C可帮助企业在线上 and 线下提升购物体验，基于人工智能建议提供精准个性化销售方案，提高客户转化率。B2B帮助企业提供自助式在线购物体验，简化购买流程。

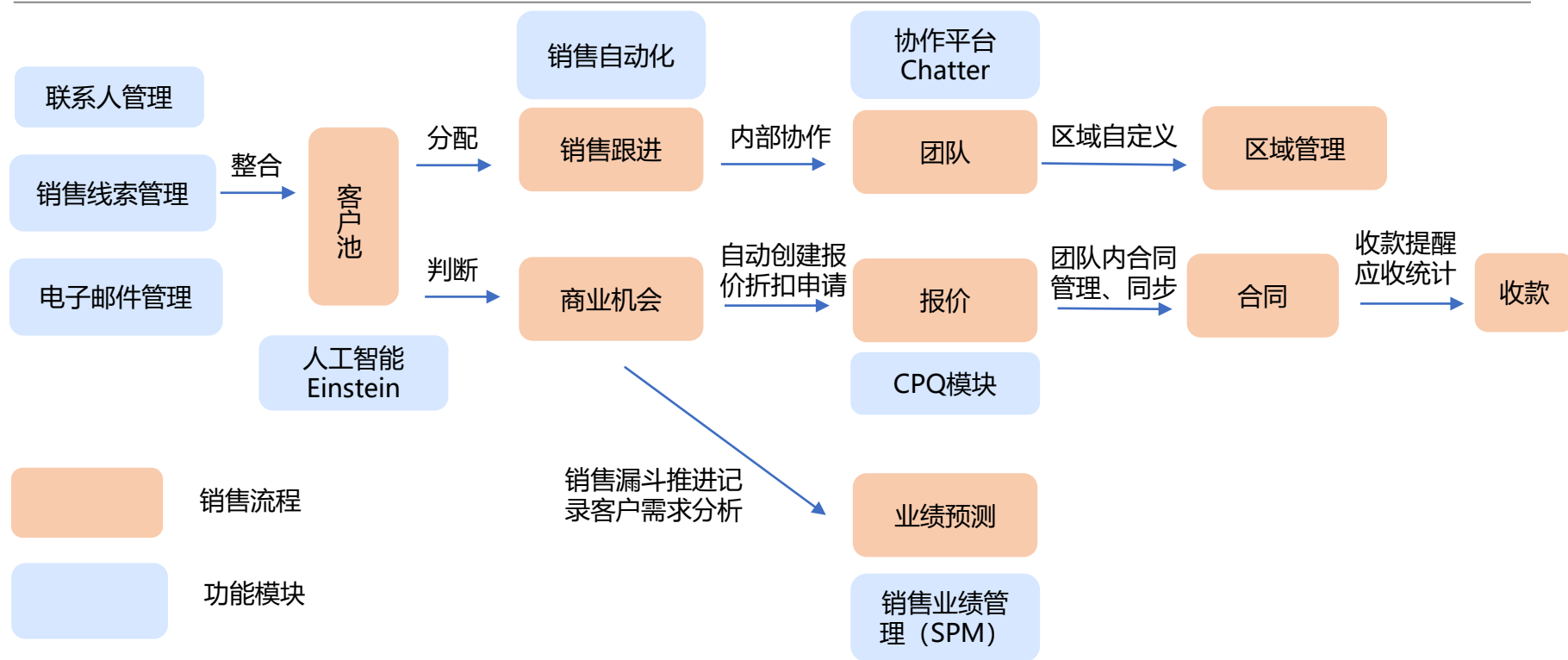
图：营销云流程



CRM 业务：销售云帮助实现智能销售

- 销售云业务为公司第二大业务，2021年占总收入比24%，近年占比呈下降趋势。
- 销售云能使销售团队管理和自动化整个销售过程，并与营销、服务、商务等各个职能部门连接起来，使销售变得更快、更智能。
- 销售云通过客户信息管理系统，实时存储销售数据供多部门协同共享，全程追踪销售线索，还提供报价、合同和发票等服务。目前在人工智能Einstein技术的加持下，可以主动挖掘商机进而指导销售代表，通过前瞻性预测获得交易。

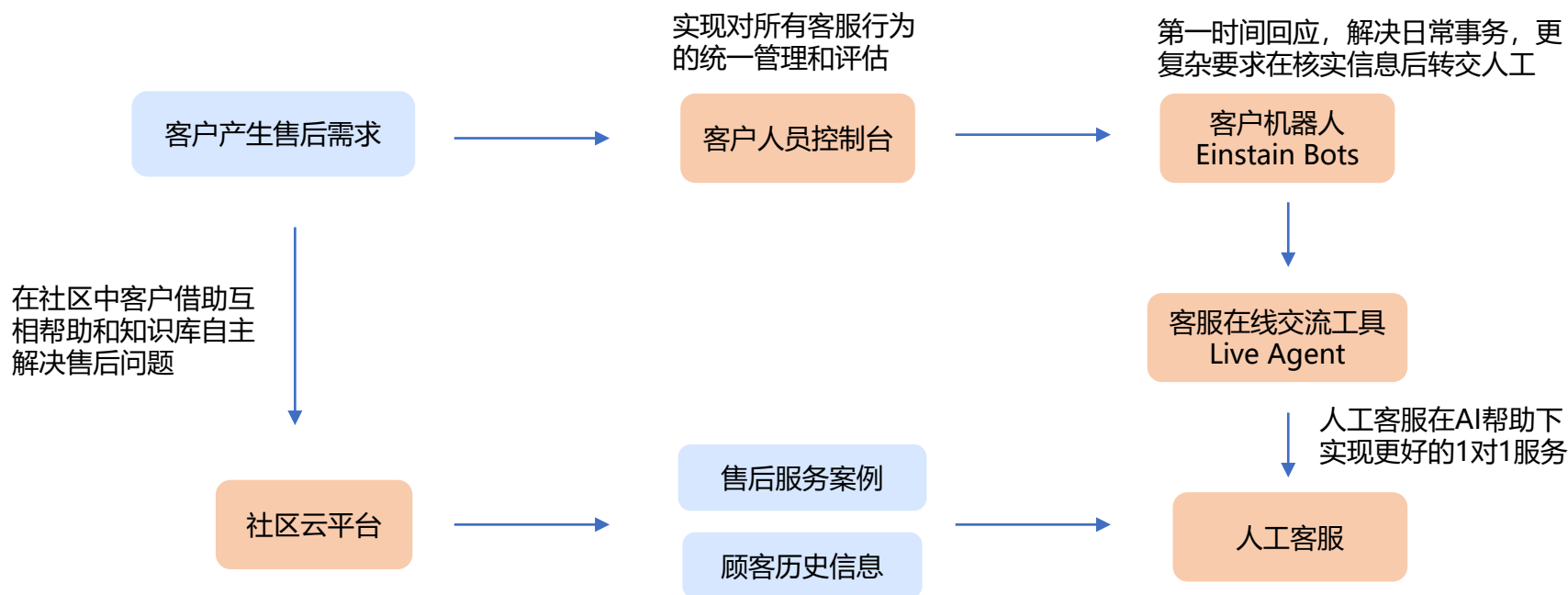
图：销售云功能流程图



CRM 业务：服务云助推客服高效快速响应客户需求

- 2020年服务云超过销售云比重跃居成为公司第一大业务，2021年服务云占总营收比例为23%，近年占比呈下降趋势。
- 服务云能使客服团队快速响应任何渠道的客户需求，提供顶级售后服务。
- 服务云通过集成客服人员所需的全部功能于同一控制台，并且通过对客服人员提供售后服务案例和顾客历史信息，大大提高客户服务效率和质量，使公司和客户实现有效链接。人工智能Einstein通过洞察聊天内容，会提供相关服务建议。此外，公司提供的社区云平台使得社区中客户互帮互助从而解决售后问题。

图：服务云功能流程图



平台业务：开发者平台生态完善，形成双边市场网络效应

- **公司开发者平台完善，可服务开发者所有需求。** Salesforce不仅提供标准化的 CRM SaaS 产品，还为商业用户和开发者用户提供 PaaS平台，以满足所有开发需求。首先，用户和开发者可以通过开发者学习社区 Trailhead 学习如何开发程序，此平台也为开发者、管理员及合作伙伴提供免费的培训、认证和交流。其次，公司同时提供两种方式构建应用程序：Lightning平台支持用户无代码或低代码编程，方便客户搭建业务流程，Heroku平台允许开发人员使用多种编程语言构建应用程序，如Python、Java、Ruby、Node.js、php。最后，构建完应用后，开发者可在已经与Salesforce预先集成的应用集市平台 AppExchange出售软件，企业客户也可通过此平台按需购买软件，目前，平台上已有超过5000款应用。
- **强大的开发者平台助力公司形成网络效应。** 公司一手掌握有 SaaS 需求的B端客户，一手掌握着手开发的独立软件开发商 ISV 和 IT 实施商，并通过PaaS平台使他们进行联结，让客户和 ISV 都能满足各自需求，公司因此形成了双边市场的网络效应，具差异化竞争优势。

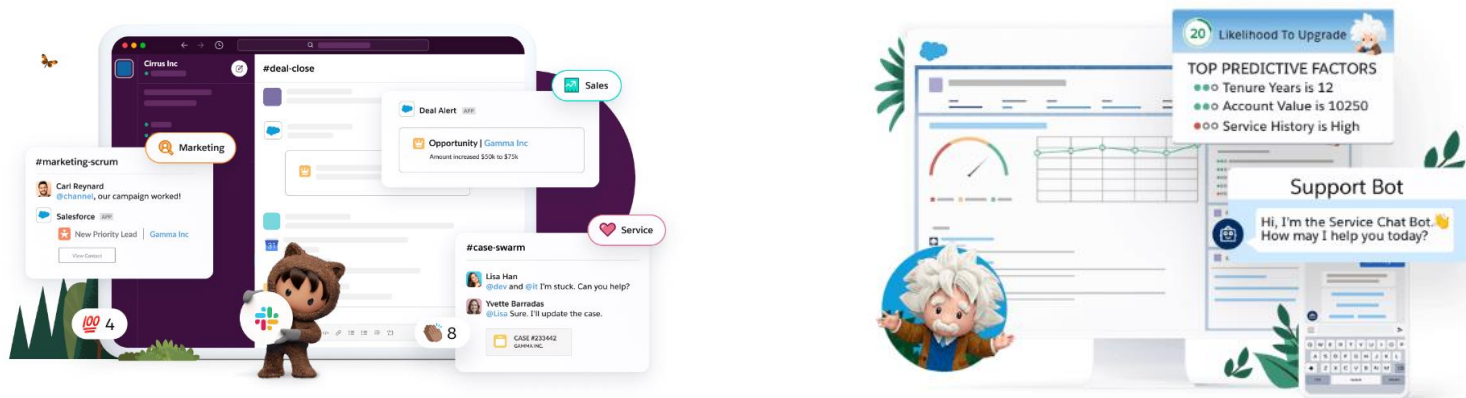
图：开发者平台生态



支撑产品：为业务发展赋能

- 公司的4个支撑产品——人工智能、数据分析、集成平台和协同办公，通过内嵌于CRM四大云中，共同支撑主要业务的发展。
- **人工智能 Einstein**：2015年至2016年，公司通过收购TempoAI和MinHash人工智能平台、PredictionIO机器学习平台、MetaMind深度学习平台，打造自己的人工智能产品 Einstein。2016年，公司在 DreamForce 大会上首次推出人工智能平台 Einstein，将 AI 引入到 SaaS 领域。Einstein 内嵌于公司四大云中，帮助自动执行、分析任务，深刻洞察业务并提供相应见解。
- **数据分析 Tableau**：2018年，公司收购数据分析与可视化公司Tableau，使公司具备了强大的快速分析、理解数据信息能力。Tableau 内嵌于公司四大云中，能够转化和汇集所有业务数据，从而衔接所有业务部门，并且能够通过自动分析数据，提供相应深刻见解，进而帮助推动业务发展。
- **集成平台 Mulesoft**：2018年，公司收购数据、API集成平台 Mulesoft。Mulesoft 可跨越公有云、私有云和数据源在整个企业中建立数据通道、链接数据信息，从而创建互联体验。
- **协同办公 Slack**：2020年，公司收购协作办公工具软件Slack，与Salesforce 2010年推出的通讯软件Chatter一起完善在协作办公领域的产品布局。Slack 支持各种类型的内部通讯，如：实时聊天、语音通话及视频通话等等，支持实时协作文档。

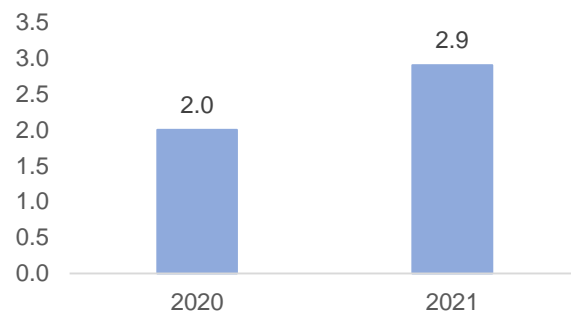
图：协同办公工具Slack和人工智能Einstein辅助CRM云业务



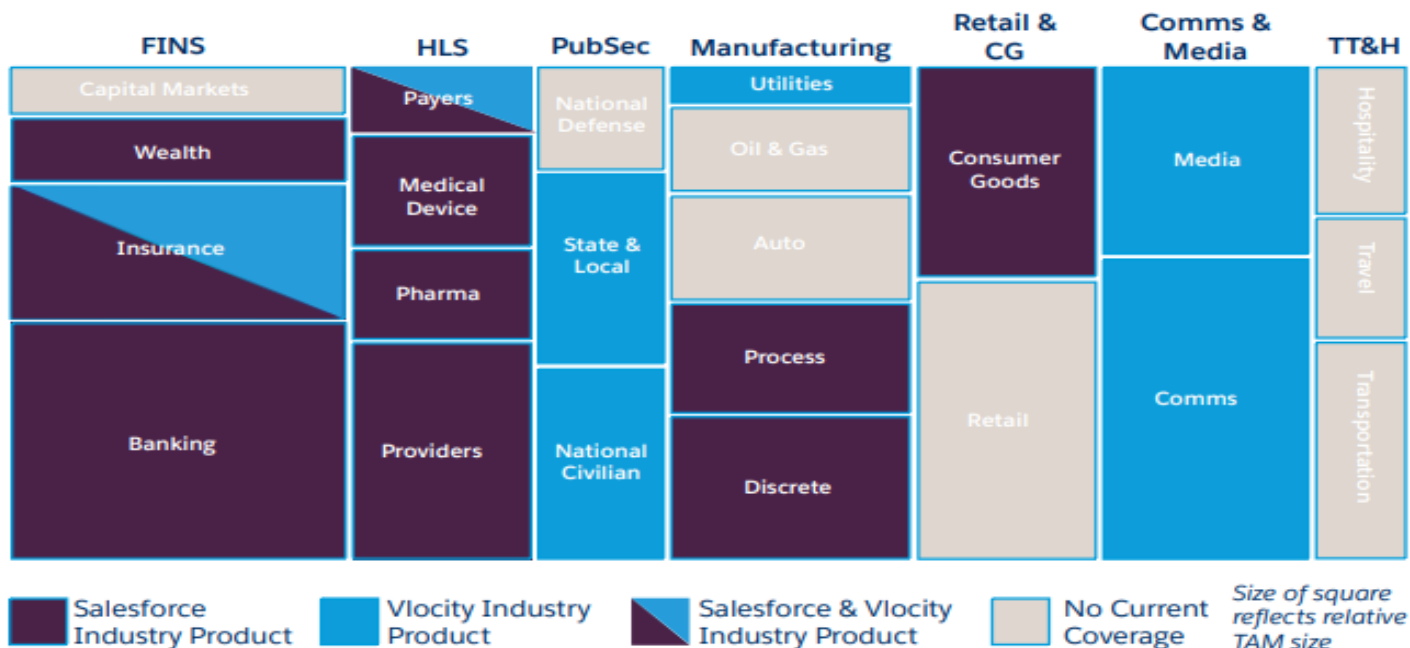
纵向深耕垂直细分市场，扩大商业版图

- 除了面向重度应用市场，Salesforce 于2018年进入垂直细分市场，推出针对医疗健康领域的CRM系统——Salesforce Health Cloud。之后陆续进入财富管理、银行、通信、消费、制造业等领域，推出针对这些垂直行业的解决方案。2020年，Salesforce 收购多垂直行业云服务商Vlocity，继续拓展垂直行业解决方案业务。
- 相较于通用市场，垂直行业市场客户价值更高。据公司公告，公司垂直行业客户流失率较通用市场低3%，客单价较通用市场高30%。且 2021年垂直行业解决方案为公司带来了29亿美元ARR，比2020年增长了45%。

图：垂直领域ARR（十亿美元）



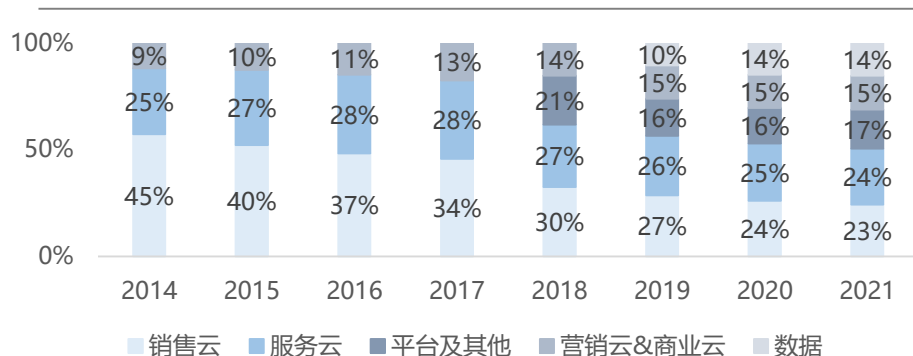
图：目前垂直行业解决方案覆盖情况



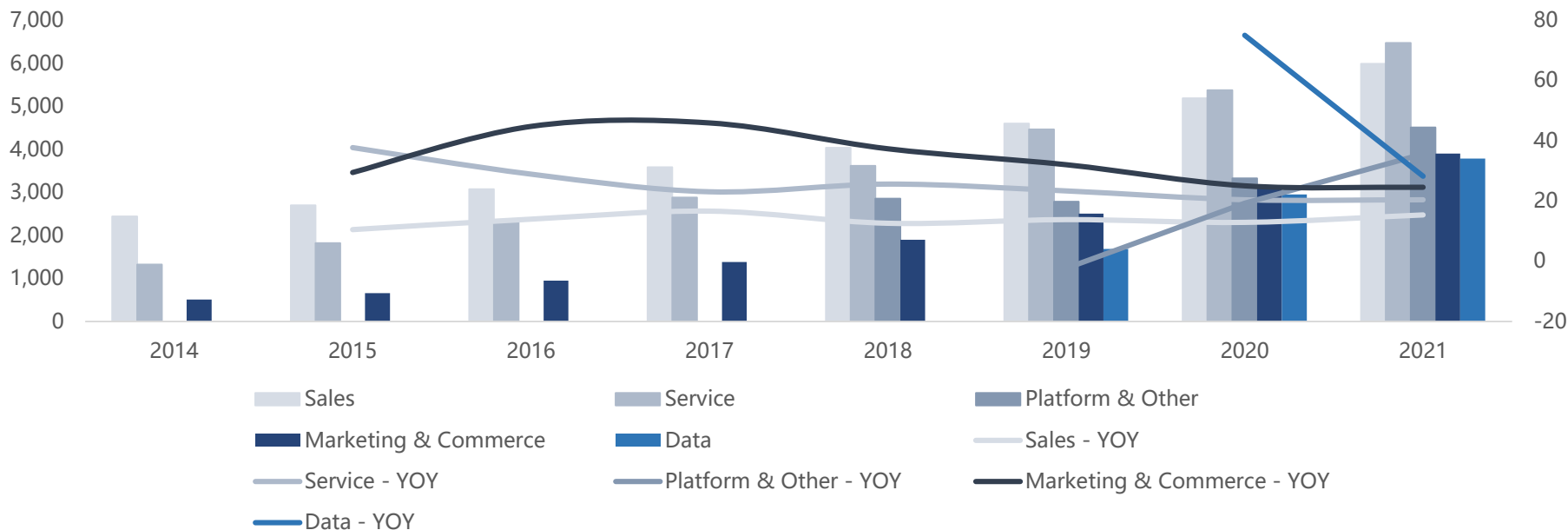
收入结构：新业务成为收入增长的主要来源

- **公司的核心收入来源为CRM四大云，即销售云、服务云、营销云和商业云。**公司收入为订阅收入和专业服务收入，其中订阅收入为公司主要收入，2021年占比超93%。订阅收入中，核心收入来源为CRM四大云。自2014年订阅收入披露分业务收入以来，四大云收入占比均超60%。
- **但随着公司对平台、数据分析业务进行拓展，新业务成为收入增长的主要来源。**2021年四大云收入占比为62%，较2014年下降17%，平台及数据业务占比31%，较三年前上涨10%。

图：总收入分业务收入占比



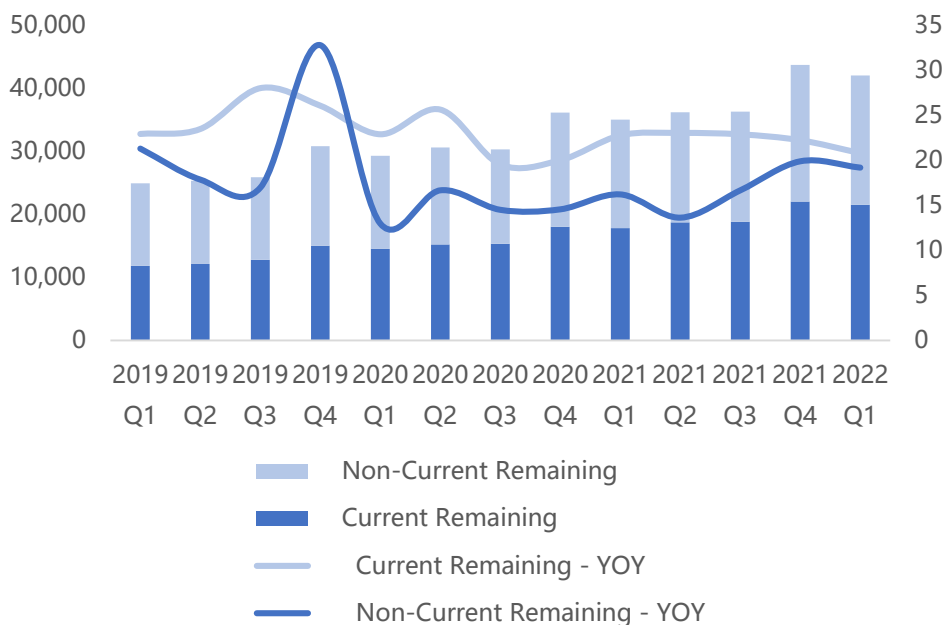
图：分业务收入（百万美元）及其同比增速（%）



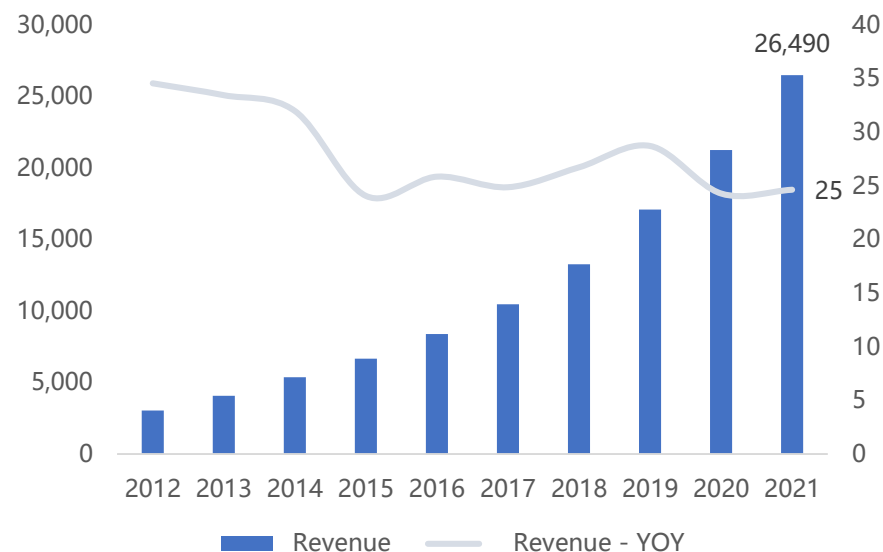
公司财务分析：RPO持续增加助力远期营收稳健增长

- **公司 RPO 保持双位数增长。** 剩余履约义务 (RPO) 代表公司所有合同下尚未确认的未来收入，短期剩余履约义务 (RPO) 则代表未来12个月内确认的未来收入。近三年公司短期 RPO 和长期 RPO 均保持双位数的稳健增长，且未见明显放缓痕迹。
- **RPO 推动远期营收稳健增长。** 自上市以来，公司营收增长稳健，增速保持在25%~35%之间。2021年实现收入264亿美元，同比增长25%。由于 RPO 代表着未来收入，RPO 的持续增加意味着公司未来的营收也将继续保持强劲的增长速度。

图：近三年RPO (百万美元) 及同比增速 (%)



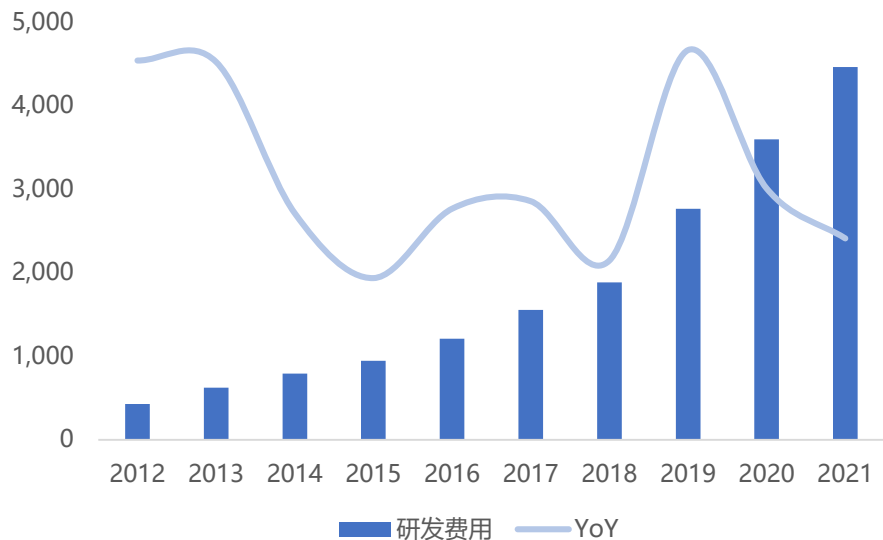
图：近十年营收 (百万美元) 及其同比增速 (%)



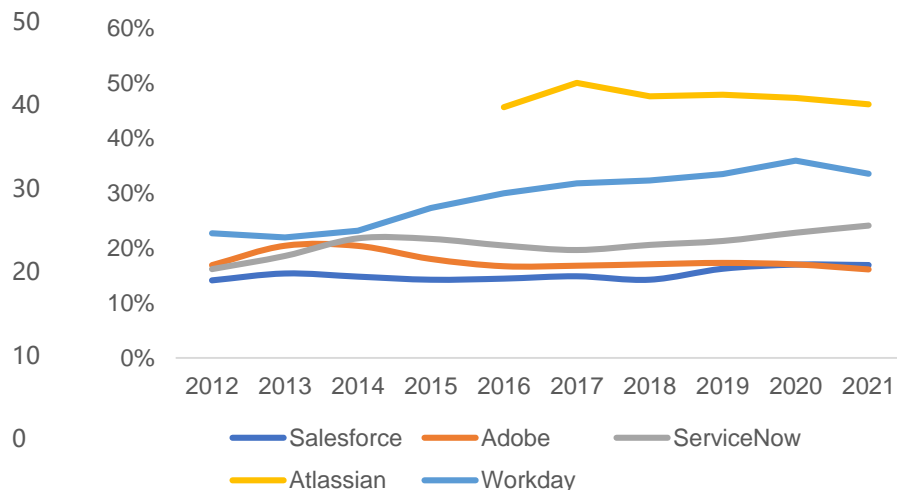
公司财务分析：并购战略下研发费用率低，但近年有上升趋势

- **公司的并购战略使得研发费用率低。**由于公司主要通过外部并购，而不是内生孵化来实现产品线的延伸，研发费用率相比同业较低，近十年研发费用率维持在14%~17%，2021年研发费用率为16.86%。
- **但研发费用率有逐步上升趋势。**2008年公司研发费用率仅为9.24%，2021年研发费用率为16.85%，Salesforce的研发费用率有缓慢上升趋势。

图：研发费用（百万美元）及同比增长（%）



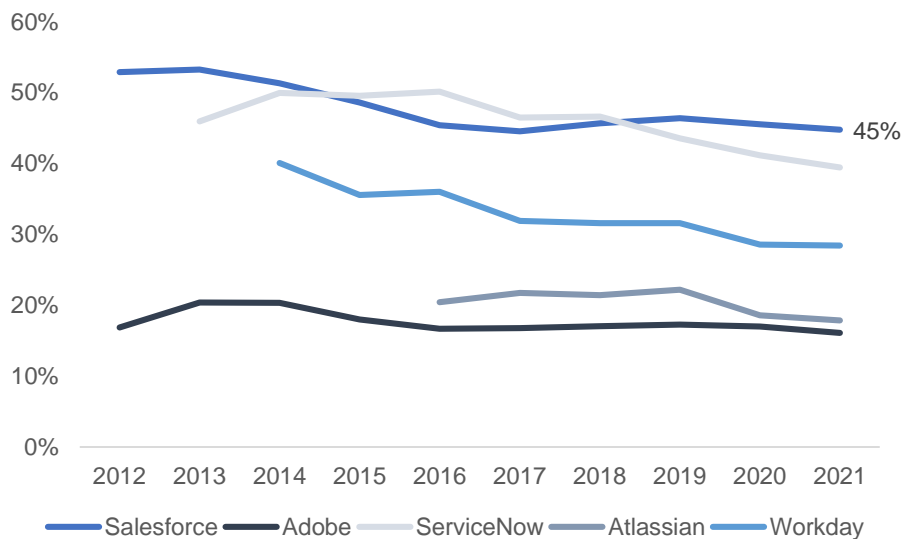
图：研发费用率（%）



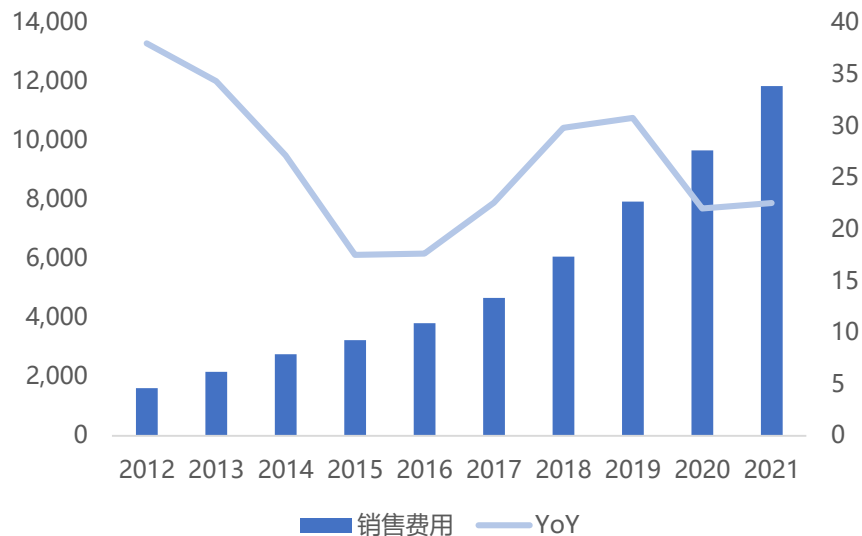
公司财务分析：销售费用有所优化，费用率呈下降趋势

- 销售费用率高于同业。** 公司近10年的销售费用率维持在45%~54%之间，相比于同业的 SaaS 公司较高，主要是因为公司依赖直销渠道，即通过内部销售、电话销售和现场销售人员组成的直销团队三种方式销售产品。据公司公告，近6年来，销售团队员工数占公司总员工数量的50%左右，且公司销售员工2013年至2019年的6年CAGR为23%。此外，公司还在全球20多个主要城市设立了现场销售办事处。
- 但销售费用率整体呈下降趋势。** 2021年公司销售费用率为45%，相比十年前2012年的53%下降了8 pcts，销售费用有所优化。预计随着公司渗透率的进一步提升，客户群趋于稳定后，销售费用率会继续下降，公司会有更多的收入来自于老客户的续费，而无需再花重金拓展新客户。

图：销售费用率 (%)



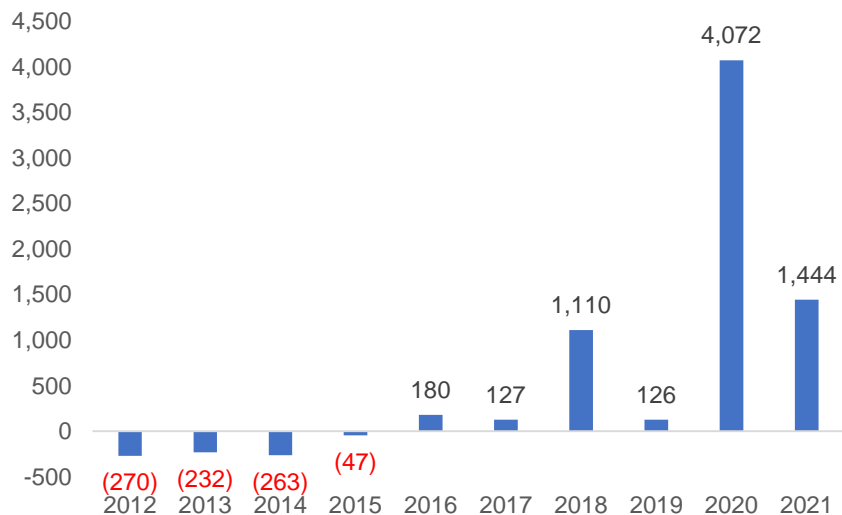
图：销售费用 (百万美元) 及同比增长 (%)



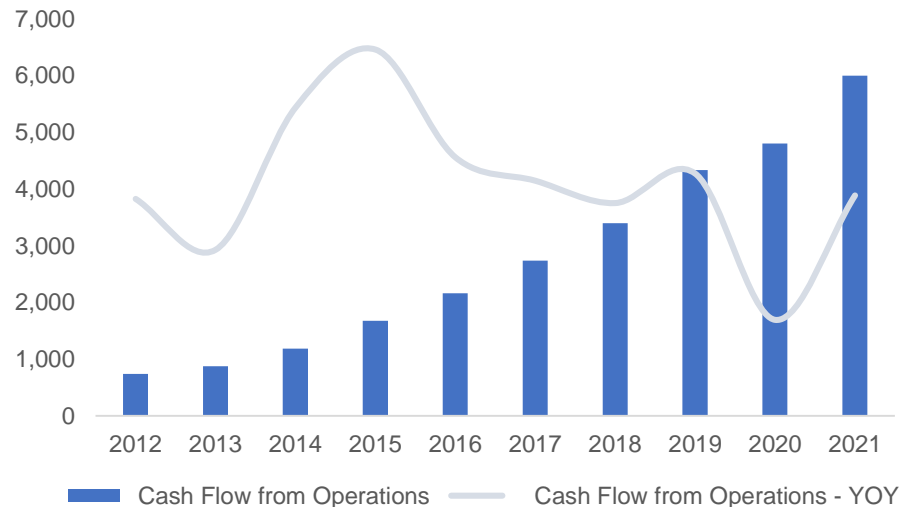
公司财务分析：步入盈利阶段，经营现金流持续表现良好

- **公司步入盈利阶段。**公司前期由于大量的扩张和并购使得经营成本快速增加，造成公司利润亏损，但近六年利润扭亏为盈，公司开始步入盈利阶段。2020年净利润高主要是因为战略投资获得的未实现盈利和无形资产内部转移导致的离散税项一次性收益。据公司公告，公司已经打算将并购战略放缓，不再重点投入大型并购案，而是专注于将历来所并购的公司与本源业务进行深度协同，预计此调整将提高公司资金配置效率，进一步改善公司利润率。
- **经营现金流持续表现良好。**尽管前期利润表现不佳，但公司经营现金流持续表现良好，同比维持双位数增长。2021年经营现金流为 60 亿美元，同比增加25%。预计公司放缓并购的战略也会进一步提高经营现金流。

图：近十年净利润（百万美元）



图：近十年经营现金流（百万美元）及其增速（%）



目录

一、SaaS行业概览：商业模式优越，发展前景广阔

二、公司深度分析：全球CRM SaaS龙头，“平台+产品”构建强壁垒

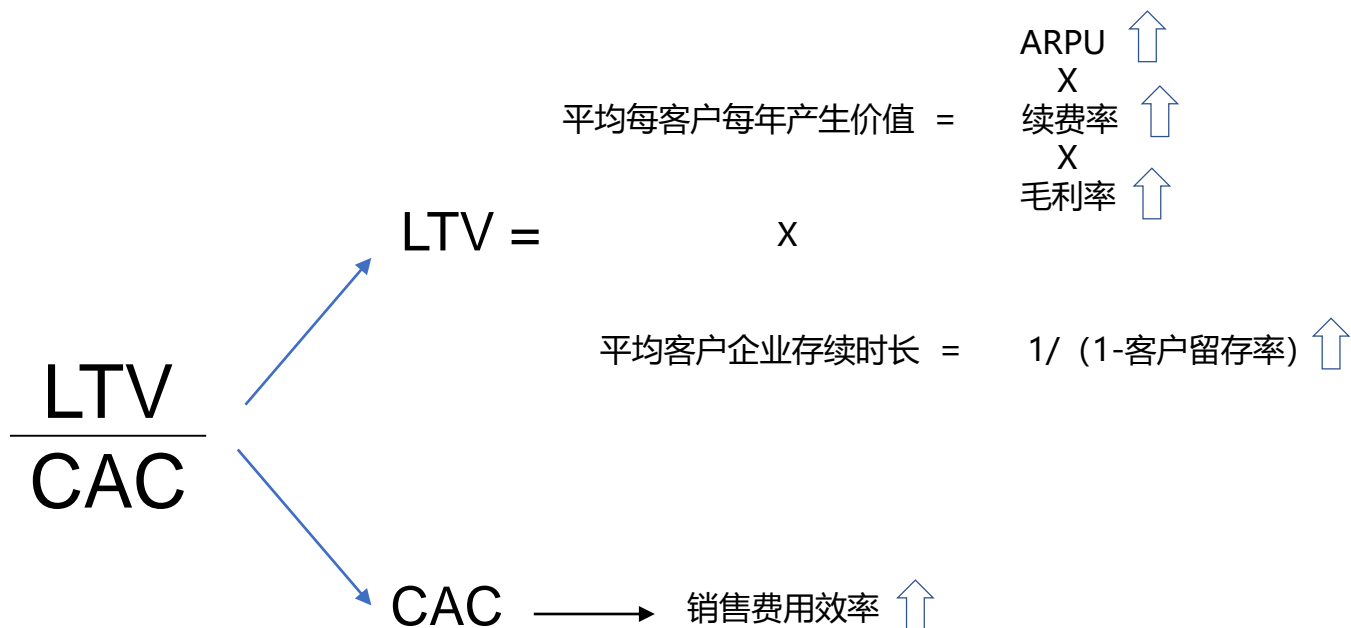
三、投资逻辑：特征指标表现优异，云化趋势下仍有提升空间

四、盈利预测及风险提示

投资逻辑：“平台+产品”铸就高壁垒，云化趋势下特征指标仍有提升空间

- LTV/CAC为新客户生命周期内价值贡献/客户获取成本，为衡量SaaS企业经营效率指标之一。将该指标拆解分析，Salesforce各项细分指标均表现突出，个别指标具备优化提升空间。

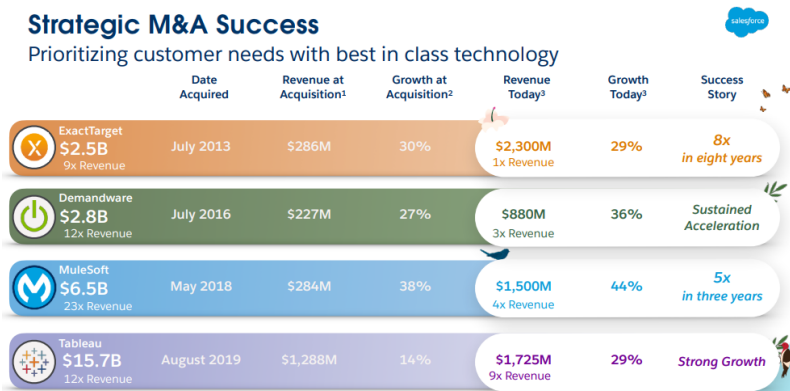
图：LTV/CAC指标拆解分析



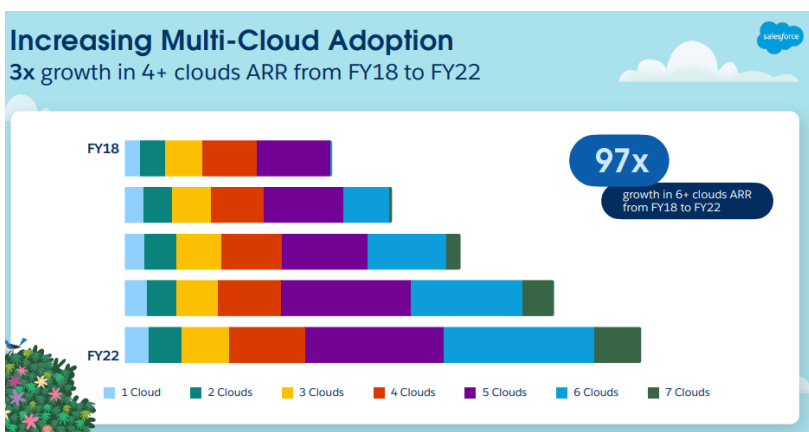
持续的并购整合带来产品延伸，既有客户群 ARPU 提升

- **公司在整合外部标的方面具突出能力，收购公司不断丰富公司产品服务生态。**据公司公告，Salesforce 于 2013 年收购的营销公司 ExactTarget 至今收入已翻8倍，并且被发展为公司 CRM 产品之一 Marketing Cloud，于 2018年收购的集成平台 MuleSoft 至今收入已翻5倍，并且成为公司的支撑集成产品。公司在整合并购、发挥协同作用等方面的突出能力，使得公司可以进一步完善产业生态，丰富可提供的产品矩阵。
- **通过在现有客户群upsell, X-sell可带来ARPU提升。**据公司公告，在既有客户群体中，5年来使用6个及以上云服务的ARR增长了97倍，使用4个及以上云服务的ARR增长了3倍；近几年来，公司的新增年化收入中，来自老客户的比例上升，2021年新增年化收入21%来自新客户，79%来自老客户。通过并购整合，公司继续带来产品拓展，故可面向存量老客户进行 upsell、crosssell，进而带来ARPU提升。

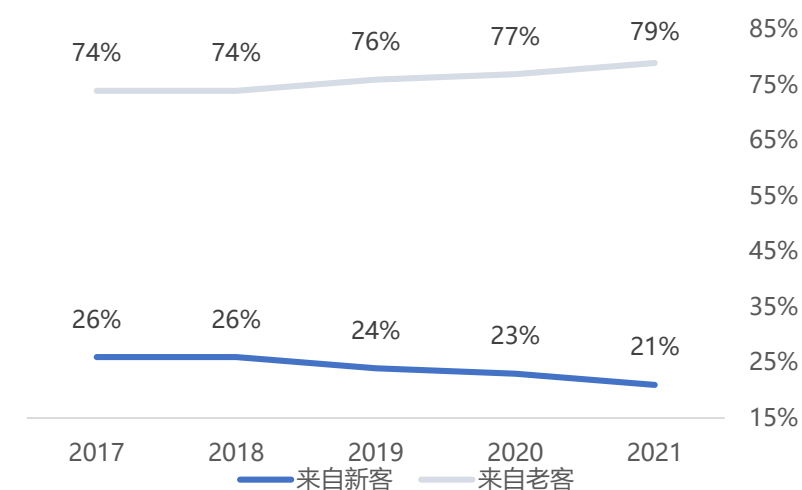
图：成功并购事件



图：FY2018到FY2022使用多云客户的ARR增长明显



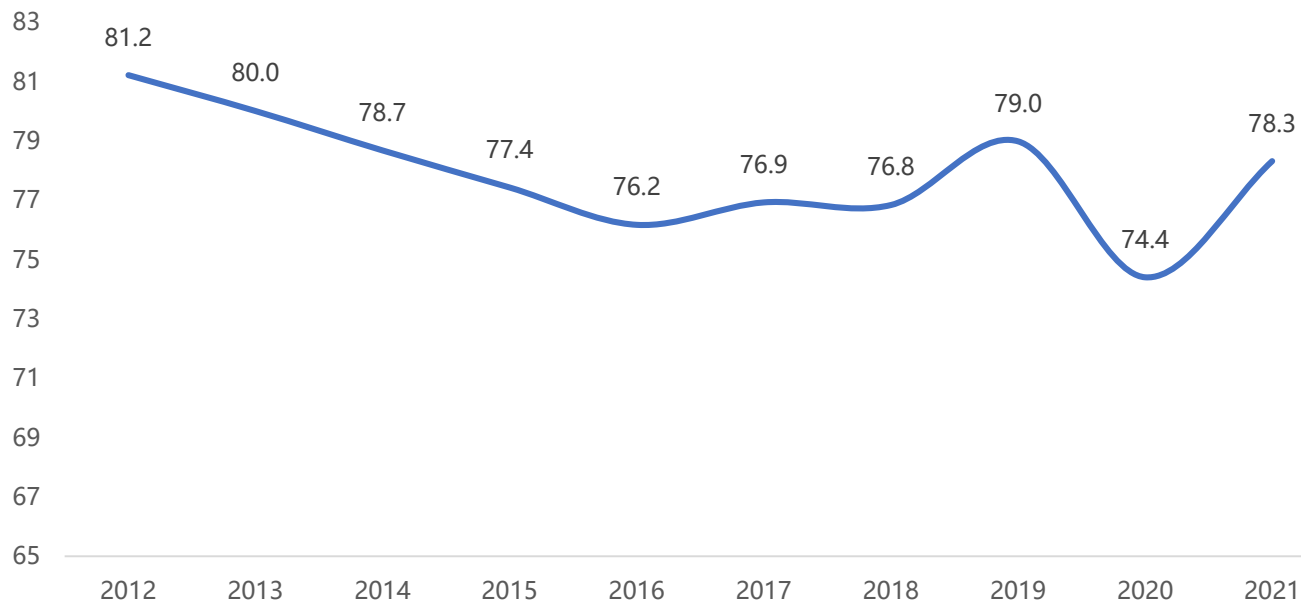
图：新增年化收入分客户占比



毛利率近十年保持稳定，预计中期会有所上升

- **公司毛利率较为稳定，自上市以来一直在 74%-82% 之间窄幅波动**，2021年公司毛利率为 78.33%。2020年毛利率低主要是因为公司增加数据中心容量导致成本上升，且此年有大量无形资产摊销和员工相关费用。
- **预计中期公司毛利率会有所上升**。收入端，公司通过在现有客户群upsell, X-sell可带来ARPU提升。成本端，公司前期大量的扩张和并购使得成本高企，近期管理层宣布的放缓并购专注协同的战略预计会使成本带来大幅回落。收入和成本端双重因素叠加，我们认为中期公司毛利率会有较大提升。

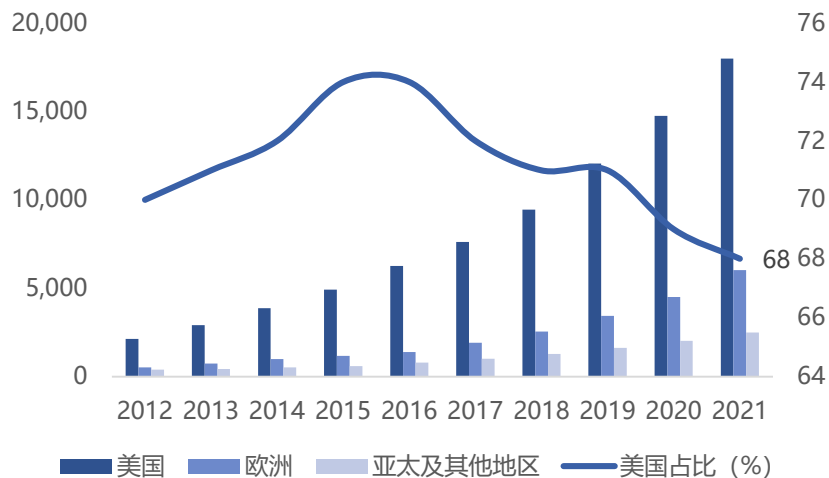
图：近十年毛利率 (%)



行业垂直解决方案下沉，海外持续拓客，新的客户增量使续费率上升

- 行业垂直解决方案下沉，客户粘性高。** Salesforce目前已在众多垂直细分市场提出解决方案，如金融、医疗、制造业等。据公司公告，2021年垂直解决方案带来了29亿美元的ARR，远低于各个行业的TAM总和。随着行业垂直解决方案继续下沉，渗透率提高，Salesforce会有新的客户增量。且在垂直领域中，由于产品定制化的特性，客户可以接受更高的费用，由于转换成本高，客户粘性也较通用领域更高。
- 海外市场渗透率低，公司持续通过合作进行国际化扩张。** 公司来自美国市场的收入占总收入比近5年来呈现下降趋势，2021年美国收入占比为68%，亚太地区收入占比10%，欧洲地区收入占比23%，国际地区渗透率仍处于低位，未来有较大发展潜力。且从2017年开始，Salesforce开展全球化战略，致力于进行国际化扩张。2017年于亚太地区日本建立新数据中心，与公共云基础架构供应商AWS结成全球战略联盟，并先后与谷歌、阿里巴巴等科技巨头达成战略合作，开拓全球市场。

图：分地区营收（百万美元）及美国占营收比（%）



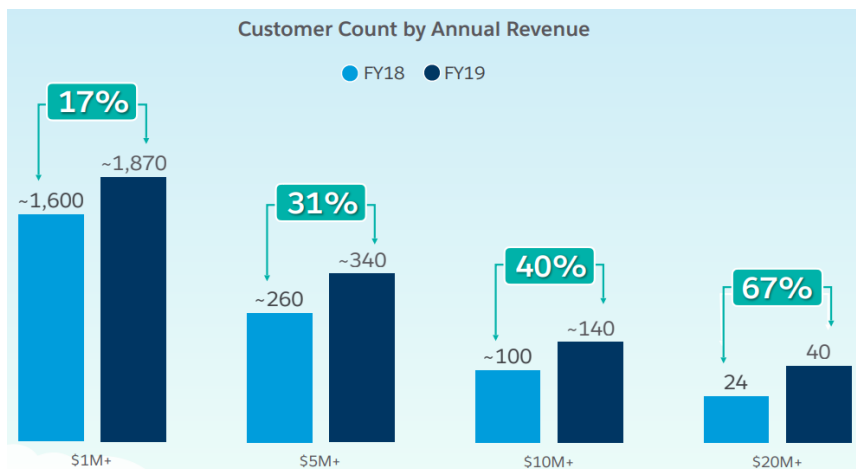
图：国际合作事件

时间	事件
2017	在日本神户设立新数据中心。
2017	与全球业界领先的公共云基础架构供应商AWS结成全球战略联盟，公司基础设施成功部署到加拿大的亚马逊AWS平台，且将进一步部署在AWS亚太地区（悉尼），开始为亚太区客户提供服务。
2017	与谷歌签署战略合作伙伴关系，使用Google Cloud Platform在全球范围内进行扩展，并将其CRM工具与G Suite和Google Analytics集成。
2018	宣布未来五年将在英国市场上投资19亿英镑(约合25亿美元)。
2019	与阿里巴巴达成战略合作，将集成阿里云向企业客户提供服务和支持，阿里将成为中国大陆、香港、澳门以及台湾客户的独家Salesforce软件提供商，并且只销售Salesforce的CRM产品。

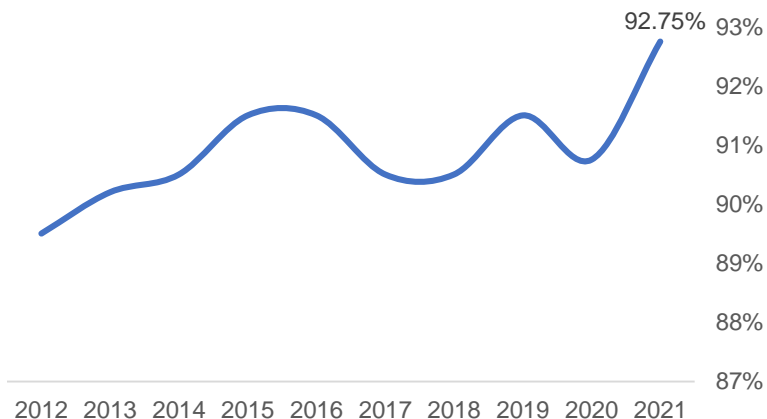
客户留存率保持高位，大企业客户持续增长

- 近十年Salesforce客户留存率保持高位，于90%~93%之间波动，并有略微上升趋势。据公司公告估算，2021年公司客户留存率为92.75%，较十年前上升了3.25pcts。高留存率是公司未来营收和利润的保障，因为存量客户只需少量维护费用便能给公司带来高价值，且高留存率更有利于销售人员面向老客户进行产品的交叉和向上销售。
- 公司大客户数量逐年递增。由于产品定制化且软件转换成本高，大企业客户留存率普遍高于中小企业客户。FY2018（对应自然年2017）年付费2000万美元以上的客户数为40个，同比增长67%，年付费1000万美元以上的客户数为14个，同比增长40%。同时，大客户带来的标杆作用能正向促进公司获取客户，也是公司整体业务能力的证明。

图：FY2018、2019公司大客户数量



图：客户留存率（根据公司公告进行估算）



图：公司标杆客户



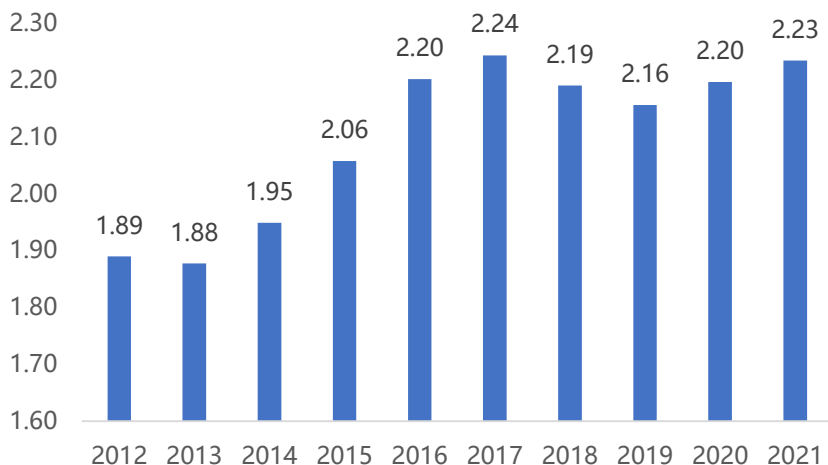
销售效率在高留存率下持续提升

- Salesforce销售效率逐渐提升，使得公司能用更小的成本获取客户。**公司十年来销售费用逐步提升，2021年销售费用达118.55亿美元，同比增长23%，但同时公司销售效率也在相应提升。营收/销售费用为反映销售效率的指标之一，表示每1单位销售费用能给公司带来多少单位收入，十年来Salesforce这一指标波动上升，2021年实现每1美元销售费用给公司带来2.23美元收入。此外，据公开数据，公司每员工销售额也在缓慢提升，2021年实现每员工销售额360美元，较2012年上升约50美元。

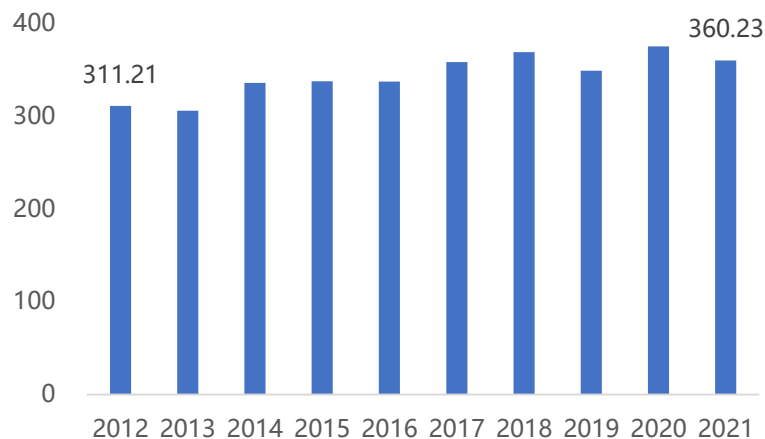
图：销售费用（百万美元）



图：Salesforce营收/销售费用（美元）



图：Salesforce每员工销售额（千美元）



目录

一、SaaS行业概览：商业模式优越，发展前景广阔

二、公司深度分析：全球CRM SaaS龙头，“平台+产品”构建强壁垒

三、投资逻辑：特征指标表现优异，云化趋势下仍有提升空间

四、盈利预测及风险提示

盈利预测假设

关键假设:

- **订阅收入业务:** 根据Statista第三方机构预测, SaaS行业中CRM细分市场将从2022年的710亿美元增长到2027的1190亿美元, CAGR为11%, 且公司在CRM市场领域一直远高于竞争对手, 短期来看不太可能被超越, 故我们预计Salesforce销售云、服务云、营销云和商业云、平台及数据业务的市场仍存在一定空间, 再结合Salesforce进军垂直领域的战略会使公司有新的客户增量, 故预计 FY 2023 (对应自然年2022.02.01-2023.01.30) 增速维持在15~30%之间, 之后有所放缓。
- **专业服务及其他收入:** 预计随着公司客户订阅产品增多且粘性增强, Salesforce能对老客推销此服务, 故预计增速在30~50%之间。
- **成本:** 预计公司将放缓并购的战略会给公司带来成本的大幅下降。
- **研发费用:** 公司专注深度协同目前所并购公司的战略, 会提升一定的研发费用, 且近十年有研发费用上升趋势, 故预计研发费用率提升至20%~21%。
- **销售费用:** 预计随着公司客户粘性增强, 公司无需再花重金拓客, 销售费用会有一定下降, 故预计销售费用率降低至39~42%。
- **管理费用:** 预计维持稳定, 波动幅度在1%~2%之间。
- **利润率:** 预计成本和费用的下降给盈利带来一定空间, 利润率会有所提升。
- 综上, 我们预计2023-2025财年, 公司营业收入分别为337亿美元、420亿美元、513亿美元。对应GAAP净利润为77亿美元、105亿美元、149亿美元, 长期看好公司发展。

营业收入预测

营业收入 (百万美元)	FY 2021	FY 2022	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
自然年	2020	2021	2022	2023	2024
订阅收入	19976	24657	31137	38597	46698
YOY	25%	23%	26%	24%	21%
销售云	5191	5989	7007	8128	9266
YOY	13%	15%	17%	16%	14%
服务云	5377	6474	7963	9635	11755
YOY	20%	20%	23%	21%	22%
平台及其他	3324	4509	6222	8338	10089
YOY	19%	36%	38%	34%	21%
营销云&商业云	3133	3902	4799	5807	7027
YOY	25%	25%	23%	21%	21%
数据	2951	3783	5145	6688	8561
YOY	75%	28%	36%	30%	28%
专业服务及其他收入	1276	1835	2532	3444	4615
YOY	21%	44%	38%	36%	34%
总营业收入	21252	26492	33669	42041	51313
YOY	53%	61%	27%	25%	22%

利润表预测

利润表 (百万美元)	FY 2021	FY 2022	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
自然年	2020	2021	2022	2023	2024
营业总收入	21252	26492	33669	42041	51313
营业成本	5438	7026	7954	9012	10987
毛利润	15814	19466	25715	33029	40326
毛利率	74%	73%	76%	79%	79%
研发费用	3598	4465	6734	8408	10776
研发费用率	17%	17%	20%	20%	21%
营销和销售费用	9674	11855	13978	16942	20146
营销和销售费用率	46%	45%	42%	40%	39%
管理费用	2087	2598	2968	3499	4398
管理费用率	10%	10%	9%	8%	9%
经营利润	455	548	2035	4180	5006
营业利润率	2%	2%	6%	10%	10%
GAAP 净利润	4038	1325	3030	6306	10263
GAAP 净利率	19%	5%	9%	15%	20%
Non-gaap 净利润	4580	4659	7744	10510	14881
Non-gaap 净利率	22%	18%	23%	25%	29%

风险提示

- 宏观经济下滑，企业 IT 支出不及预期的风险。
- 公司获客成本与研发成本上升的风险。
- 外延并购导致的经营不确定以及利润承压的风险。
- 公司行业垂直解决方案渗透不及预期的风险。
- 国际市场拓展不及预期的风险。
- 行业竞争加剧，企业过度竞争导致的行业整体盈利水平下降的风险。

研究报告免责声明

一般声明

本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。

未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。

本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受递送延误,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般浏览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

分析员确认分析员本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士,分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。

本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

可用性

对部分的司法管辖区或国家而言,分发,发行或使用本报告会抵触当地法律,法则,规定,或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futuhk.com>上的风险披露声明。