

公司报告 > 销售人员公司

销售人员公司

CRM: XNYS (美国)

查看库存摘要

晨星股票评级	公允价值	经济护城河	资本配置
★★★	\$300.00	宽的	标准

Salesforce 无与伦比的产品组合有助于打造宽阔的护城河



丹·罗曼诺夫 • 2024 年 2 月 29 日

分享

股票分析师笔记



Salesforce 盈利: Salesforce 宣布派发股息

丹·罗曼诺夫 • 2024 年 2 月 29 日

在需求紧张的环境下，Salesforce 继续表现良好，第四财季的营收和利润均高于我们的预期。指引好坏参半，收入略差于我们的预期，而每股收益（EPS）略好一些。最大的头条新闻是资本配置策略的演变，回购计划又扩大了 100 亿美元，并设立了 0.40 美元的季度股息。管理层对人工智能的所有讨论都充满热情，我们认为这将是

Salesforce 的优势领域，因为 Einstein 1 平台已经产生了收入。基于持续的季度上涨和新的指引，我们正在上调中期盈利预测，并将公允价值预测从每股 265 美元上调至 300 美元。我们认为该股票估值合理。

第四季度收入同比增长 11%（按固定汇率计算增长 10%）至 92.9 亿美元，而指导上限为 92.3 亿美元。与过去几个季度一样，MuleSoft、数据云和扎实的执行力推动了公司的实力。按固定汇率计算，剩余履约义务同比增长 13%，连续第二个季度超过收入增长。专业服务仍然面临压力，根据困难的比较和客户承担的较小项目，同比下降了 9%，并且未达到我们的预期。多云交易十分强劲，前 10 笔交易中有 8 笔涉及 6 个或更多云，而 100 笔最大交易中超过一半涉及 6 个或更多云。

尽管盈利能力仍然是一个亮点，但即使该公司投资于近期人工智能创新，我们仍然看到利润率扩大的道路。非 GAAP 运营利润率为 31.4%，而一年前为 29.2%。2023 年 1 月起的重大重组行动继续提高利润率，但内部文化转变仍然明显，我们预计运营效率和定价将在未来几年成为利润率的推动力。

经营策略及展望

我们认为 Salesforce 代表了软件领域最好的长期投资机会之一，特别是因为该公司应该为投资者提供收入增长和提高盈利能力之间的良好平衡。尽管收入增长随着时间的推移而放缓，但我们相信，对利润率扩张、股票回购和股息的新关注应该会在未来几年继续促进强劲的盈利增长。

在我们看来，在向世界推出软件即服务模式后，Salesforce.com 已经组建了一个可以在未来几年继续发展的前台帝国。Sales Cloud 代表原始的销售人员自动化产品，它简化了销售线索和机会、联系人和客户数据、流程跟踪、审批和区域跟踪的流程管理。Salesforce 的关键区别在于该软件可以通过网络浏览器访问并通过互联网交付，从而发明了 SaaS 软件交付模型。Service Cloud 引入了客户服务应用程序，Marketing Cloud 提供了营销自动化解决方案。最后，我们认为数据云有助于将这些产品联系在一起。这些解决方案几乎涵盖了客户获取和保留的所有方面，在我们看来，它们是关键任务。Salesforce Platform 还为客户提供平台即服务解决方案，并配有 AppExchange，作为快速创建和分发应用程序的方式。我们相信这进一步加强了 Salesforce 用户的庞大社区。

我们认为，Salesforce 将进一步受益于其云之间的自然交叉销售、产品线、垂直解决方案、定价行动和国际增长中更强大的功能。Salesforce 被广泛认为是其所服务的每个市场的领导者，这本身就很有吸引力，但在我们看来，解决方案之间的紧密集成以及它们之间的自然契合构成了强大的价值主张。为此，超过一半的企业客户使用多个云。此外，随着时间的推移，客户保留率逐渐提高，超过 92%，我们预计未来几年还会继续提高。

牛市说，熊市说

公牛队

Salesforce.com 在 SFA 领域占据主导地位，但在这个高度分散的市场中仍仅控制着 30% 的份额，而该市场每年仍以两位数的速度增长，这表明仍有增长空间。

该公司为整体增长故事增添了基础，包括客户服务、营销自动化、电子商务、分析和人工智能。

在经历了多年的小规模盈利之后，管理层可能会专注于扩大利润率。

熊

随着公司规模不断扩大，Salesforce 的增长速度可能越来越难以超过其各个终端市场。

Salesforce 通过收购进入了新领域，并且可以说在此过程中支付了物质溢价。整合风险是真实存在的，规模日益庞大、稀释性或考虑不周的交易的风险也是如此。

尽管规模庞大，但 Salesforce 近年来的利润率仍不达标，其对盈利能力的重新关注可能会对本已放缓的增长产生负面影响。

财务实力

我们相信 Salesforce.com 是一家财务稳健的公司。收入呈现稳健增长，而利润率则迅速扩大。截至 2024 年 1 月，Salesforce 拥有 142 亿美元的现金和投资，被 94 亿美元的债务所抵消，这些债务主要与收购 Slack 相关，从而实现了稳健的净现金状况。总杠杆率为非公认会计原则 EBITDA 的 0.9 倍，考虑到我们预计公司的自由现金流在未来几年将快速增长，我们认为这没有问题。

随着 Salesforce 不断扩大规模，并首次强调盈利能力，营业利润率不断提高。管理层预计未来几年非公认会计原则营业利润率将持续扩大。此外，Salesforce 在过去三年中每年产生的自由现金流利润率都超过 19%，其中 2024 财年为 27%。我们认为，随着增长放缓，利润率最终应超过 30%，并且我们赞赏管理层在增长与增长之间采取更加平衡的方法。边距。我们认为，这种水平的自由现金流产生应该有助于未来几年强劲的资产负债表。

经济护城河

总体而言，对于 Salesforce.com，我们赋予了广泛的护城河评级，这主要来自于转换成本，同时也得到了网络效应的支持。

2000 年，Salesforce.com 发布了销售自动化（SFA）应用程序，彻底改变了软件行业。该功能集总体上与同行提供的功能集相似：针对销售线索和机会、联系人和帐户数据、流程跟踪、审批和区域跟踪的简化流程管理。Salesforce.com 的关键区别在于该软件可通过网络浏览器访问并通过互联网交付。现在看来，这是理所当然的，这在互联网泡沫时期是一个新颖的概念。该公司首先向潜在客户销售软件即服务的概念，然后销售实际的 SFA 产品，为现在的软件行业铺平了道路。

SaaS 业务模型和 Salesforce 的 SFA 应用程序越来越受欢迎，因为客户能够避免高昂的前期成本和漫长的安装或潜在的痛苦升级周期，始终运行最新版本，具有更可预测的运营费用和资本支出，并且正在运行现代最佳应用程序。此外，SaaS 供应商还受益于更可预测的收入流、消除盗版以及仅支持一种产品版本。因此，一种使用软件的新方式诞生了，各方都受益。

Salesforce.com 仍然是销售人员自动化（销售云）领域明显的领导者。过去 20 年来，该公司从无产品发展到拥有 33% 的市场份额。客户和行业观察家都将 Salesforce.com 视为提高销售代表工作效率的领域中明显的领跑者。换句话说，这是有助于为用户带来收入的关键任务软件。我们相信这个细分市场拥有宽阔的护城河——实际上是 Salesforce.com 四种云解决方案中作为独立产品最宽的护城河。各种行业数据点清楚地表明 Sales Cloud SFA 解决方案是同类最佳解决方案，它本身会产生一定程度的组织惯性，因为 IT 经理和高管会从事自私行为。也就是说，他们可能会因为被迫放弃运行良好并能满足公司需求的领先解决方案而危及自己的职业生涯。我们相信，客户也不愿意放弃销售云，因为实施新应用程序和迁移数据需要时间、费用和风险，以及在新平台上重新培训员工需要时间、费用和生产损失。SFA 是一项创收计划，因此对用户至关重要。我们认为，进行变革的组织风险很高。

有一种观点认为 SaaS 软件解决方案的转换成本较低。我们不同意这个立场。虽然在 SaaS 模型中从一个供应商物理切换到另一个供应商可能更容易，但随着行业从本地永久许可证转向云交付的 SaaS 解决方案，数据通常不会显示客户流失增加。我们将 SaaS 中缺乏客户流失的原因归因于与现有应用程序和基础设施的更轻松集成、最佳解决方案、移动关键任务数据的时间、费用和风险，以及对员工进行再培训以学习新的应用程序。我们认为，同样的考虑因素为 Salesforce.com 带来了高额经常性收入。沿着这些思路，我们认为公司的保留率随着时间的推移略有改善，从 88% 提高到约 92%，但近 20 年来一直保持相对稳定。事实上，我们分析过的几乎所有其他 SaaS 公司都表现出类似的保留率。

SaaS 模型以及公司最初的 SFA 解决方案都被设想为中小企业产品。随着公司添加功能并不断完善产品，潜在买家对 SaaS 越来越满意，它逐渐

发展为企业级产品。随着最初的销售人员自动化产品添加了功能，用例也同样增长。Salesforce.com 最终将产品分成单独的“云”（套件）。该公司目前提供四种不同的云：销售云、服务云、营销和商务云以及 Salesforce 平台和其他。Salesforce 通常被认为是这两项领域的领导者。也就是说，该公司的云之间的界限有时是模糊的，因为可以在多个云中找到类似的功能。

我们认为，服务云是销售云的自然延伸，并且是提供一些相似功能的两个细分市场的明显示例。Service Cloud 包括一组旨在帮助企业大规模提供客户服务和支持的解决方案。客户服务是另一个关键任务职能，它直接帮助公司吸引和留住客户，因此也与增加收入有关。我们相信，基于转换成本，Salesforce.com 享有广泛的护城河，原因与其 SFA 服务相同。我们认为，除了成为同类最佳产品之外，客户还不愿意投入时间和费用将关键的收入驱动功能从一种应用程序转换为另一种应用程序，包括员工的实施和再培训。我们认为，Service Cloud 所涵盖的创收功能的组织风险很高。寻找新客户比保留现有客户的成本更高。

Salesforce.com 目前可能根据每种产品的基本规模将营销云和商务云作为一个细分市场进行讨论。作为一个业务部门，它是公司最小的业务部门，占收入的 15%。Marketing Cloud 涉及营销自动化，或者为目标受众创建大规模定制的跨平台营销活动的的能力，其本身代表了 SFA 的另一个自然延伸。虽然我们并不认为 Commerce Cloud 是 SFA 的明确附加组件，但我们确实看到了与 Marketing 更明显的关系，因为它支持由数据和分析驱动的电子引擎。我们认为，数字营销更具活力，因为它是一个较新的类别，随着领先的独立产品已成为良好数字营销平台的标准功能，其演变过程有些不稳定。竞争者越来越多，单点解决方案多种多样，而且没有一个明确的领导者。Adobe 的数字体验套件似乎拥有微弱但不断增

长的领先优势，Salesforce 也处于领先地位。IBM、SAS、Oracle 和 SAP 应该被视为其他主要竞争对手。该公司的解决方案套件较少是有机组装的，更多的是通过在过去十年中出现了各种私人 and 上市公司收购的利基市场中的收购来组装的。该公司的主要收购包括 ExactTarget、Buddy Media、Radian6 以及各种规模较小的交易。我们认为，作为一个独立的解决方案，Salesforce.com 的营销云受益于高转换成本驱动的狭窄护城河。同样，将数据和应用程序从已经领先的解决方案迁移出去所需的时间、费用和风险，以及组织惯性，有助于保持客户关系的粘性。虽然我们认为，通过与其他云一起提供营销云，该公司的整体护城河得到了加强，因为它主要是通过快速在快速发展的利基市场中进行收购而形成的，但我们不认为它已经建立了宽阔的护城河。

Commerce Cloud 基于 2016 年 7 月收购的 Demandware，产生了营销和商务云合并后的 15%-20%。收购时，我们相信 Demandware 是领先的独立平台，可让客户轻松启动和管理多个电子商务网站、更快地发起营销活动并提高电子商务网站流量。我们相信 Salesforce.com 此后已经增强了平台功能。与 Marketing Cloud 所在的行业一样，我们相信 Commerce Cloud 也是一个在过去几年中不断发展的新兴利基市场。这也是各公司云所代表的最小市场。由于 Salesforce.com 通过收购普遍强大的 Demandware 平台进入了一个年轻且不断发展的领域，因此我们认为它拥有由转换成本支撑的狭窄护城河。

Salesforce Platform 等包括 2018 年 5 月收购的 MuleSoft。MuleSoft 自然而然地进入了这一领域，因为它帮助客户解决了一个主要痛点：跨平台集成数据和应用程序。我们相信这个细分市场拥有由高转换成本和网络效应支持的宽阔护城河。应用程序开发平台具有粘性，因为它们是构建业务和流程的核心平台，而切换对于开发人员来说可能具有高度破坏性且成

本高昂。该公司很早就进入市场，为客户提供基于云的应用程序开发平台。该平台的使用提供了 SaaS 产品的低投资优势，可以与 Salesforce.com 的解决方案立即、顺利地集成，还允许开发人员出售（或赠送）他们在这家公司的 AppExchange 上开发的应用程序。

AppExchange 在当时不仅是一个新颖的概念（它比苹果的 App Store 早两年），而且是革命性的，而且它本身对开发者来说非常有吸引力。许多上市公司最初都是在该平台上开发应用程序，并最初在 AppExchange 上分发。早年，SFA 产品的流行吸引了开发人员，Salesforce.com 提供了强大且易于使用的应用程序开发平台，开发人员创建了其他应用程序，这些应用程序通常作为各种 Salesforce.com 解决方案的附加组件构建。我们相信这些动态使 Salesforce 能够继续受益于网络效应。也就是说，随着越来越多的客户采用该公司的任何解决方案，AppExchange 提供的受众不断扩大，这使得 AppExchange 对开发人员越来越有吸引力，从而使良性循环永久化。

我们认为，这些云的优势很重要，但不应掩盖 Salesforce 在同一保护伞下提供的所有解决方案的重要性。我们相信客户将 Salesforce.com 的离散云视为独立的解决方案，但各种云具有高度互补性并且彼此紧密集成，使得整套解决方案更具吸引力。客户还希望整合供应商。这些因素结合起来强化了我们宽阔护城河的主张。由于该公司提供了更广泛的相关且一流的解决方案，我们相信，随着客户采用多云，该公司将在客户中变得更加根深蒂固。

公允价值 and 利润驱动因素

我们对 Salesforce.com 的公允价值估计为每股 300 美元，这意味着 2025 财年企业价值/销售额 (EV/S) 为 7 倍，调整后市盈率 (P/E) 为 32 倍，以及 3% 的自由现金流收益率。

我们对五年复合年增长率 (CAGR) 进行了建模，到 2029 财年总收入将达到 10%，我们认为这将由所有云的稳健增长推动，其中最显着的优势来自数据云。我们的收入预测假设，在 2023 财年和 2024 财年增长低迷之后，收入将适度加速。我们预测，非 GAAP 营业利润率将从 2024 财年的 31%（实际）扩大到 2029 财年的 30% 左右，我们认为这一情况是一致的随着管理层新的盈利重点。

我们相信潜在市场巨大且不断增长。据管理层称，到 2025 年，潜在市场总额将增长至 2480 亿美元，Salesforce 各种云所服务的市场的复合年增长率通常在 10% 到 15% 之间。我们认为，该公司将受益于云中解决方案的自然交叉销售。为了帮助支持十年的强劲增长，在战略转型后，我们每年都会进行价值数亿美元的补强收购。

价格与公允价值

[查看历史记录 >](#)

CRM 的交易价格处于我们认为合理估值的范围内。

一 公允价值

\$300.00

2024年2月29日

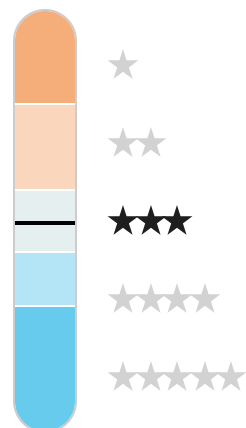
不确定

高的

..... 价格

299.76 美元

2024年2月29日



一星级价格

\$465.00

五星级价格

\$180.00

经济护城河

宽的

资本配置

标准

条款 ①

风险和不确定性

我们为 Salesforce.com 授予晨星高不确定性评级。从大局来看，我们相信马克·贝尼奥夫将很难被取代，因为他开创了软件行业，共同创立了该公司，并带领该公司成为拥有广泛的销售和营销相关解决方案组合的主导力量。

我们认为，对于 Salesforce.com 投资者来说，最重要的指标是收入增长。因此，我们认为，销售云的持续减速，或者服务、营销和商务云或 Salesforce 平台的增长未按预期实现，可能会对股票产生不利影响。

为了帮助推动增长，Salesforce.com 还进行了收购。虽然我们不认为收购具有变革性，但该公司肯定已经执行了一些规模较大的交易，以帮助通过特定解决方案建立立即或更大的影响力。投资者有时会担心高额估值和有机增长前景，过去几年收购 Slack、Tableau 和 Mulesoft 的情况就是如此。我们认为该公司可能会继续进行收购，但已退出较大的交易。在这些情况下，估值和整合仍将存在风险。

基于收购驱动的风险，Salesforce.com 可能会面临新的竞争对手，因为它继续通过收购进入该公司以前未涉足的市场。收购 Demandware 推动公司进入一个全新的领域，并带来了公司以前从未遇到过的各种竞争对手。

虽然我们没有看到重大的 ESG 风险，但我们注意到 Salesforce 在招聘方面面临着软件工程师的激烈竞争，并且还面临着其数据中心内潜在数据泄露带来的风险。

资本配置

我们为 Salesforce 授予标准资本配置评级。这一评级反映了我们对健全的资产负债表、公平的投资和适当的股东分配的评估。Salesforce 从 2022 年 8 月开始大幅改变其资本配置策略，开始正式的股票回购计划，截至 2024 年 2 月，回购授权剩余 180 亿美元。2024 年 2 月，该公司制定了季度股息。我们期望在回购、股息和产品创新内部投资之间采取平衡的方法。虽然从收购的角度来看，该公司历史上一直很活跃，包括大型交易，但我们预计未来交易的规模会较小，发生的频率也会较低。

马克·贝尼奥夫 (Marc Benioff) 在 Oracle 工作了 13 年，在销售和产品开发方面担任过各种领导职务，之后于 1999 年与他人共同创立了

Salesforce.com，其使命是“终结软件”。2000 年，该公司发布了其销售自动化产品的原始版本，并仅以 SaaS 模式提供。这种交付模式彻底改变了行业，在公司成立 20 年后，虽然贝尼奥夫尚未完全实现结束本地软件模式的目标，但显然他已经引导行业沿着他设想的道路前进。

分享此报告



公司报告档案

[查看全部 >](#)

股票分析师笔记

Salesforce 盈利：Salesforce 宣布派发股息



丹·罗曼诺夫 • 2024 年 2 月 29 日

公司报告

Salesforce 无与伦比的产品组合有助于打造宽阔的护城河



丹·罗曼诺夫 • 2024 年 2 月 29 日

股票分析师笔记

Salesforce 盈利：MuleSoft 在另一个整体良好的季度中大放异彩



丹·罗曼诺夫 • 2023 年 11 月 30 日



© 版权所有 2024 Morningstar, Inc. 保留所有权利。道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 指数、纳斯达克指数和晨星指数（市场晴雨表）报价均为实时。



美国