

Salesforce 季度更新：收购整合效果佳，业务发展趋势好

过往业绩历史：

CRM Earnings History														
Fiscal Q	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Revenue (Mn)	1,511	1,635	1,712	1,809	1,917	2,037	2,145	2,294	2,388	2,562	2,680	2,851	3,006	3,281
Consensus	1,502	1,598	1,700	1,791	1,893	2,020	2,118	2,275	2,351	2,518	2,650	2,813	2,939	3,228
% Surprise	0.6%	2.3%	0.7%	1.0%	1.2%	0.8%	1.3%	0.8%	1.6%	1.7%	1.1%	1.4%	2.3%	1.6%
Guidance	1,495	1,595	1,695	1,787	1,890	2,015	2,115	2,272	2,345	2,515	2,645	2,806	2,940	3,225
% Surprise	1.1%	2.5%	1.0%	1.3%	1.4%	1.1%	1.4%	1.0%	1.8%	1.9%	1.3%	1.6%	2.2%	1.7%
Our Estimate							2,115	2,272	2,362	2,527	2,657	2,850	2,966	3,318
% Surprise							1.4%	1.0%	1.1%	1.4%	0.9%	0.0%	1.3%	-1.1%
Non-GAAP EPS	0.16	0.19	0.21	0.19	0.24	0.24	0.24	0.28	0.28	0.33	0.39	0.35	0.74	0.71
Consensus	0.138	0.175	0.187	0.191	0.232	0.220	0.211	0.248	0.259	0.316	0.365	0.335	0.454	0.472
% Surprise	15.9%	8.6%	12.3%	-0.5%	3.4%	9.1%	13.7%	12.9%	8.1%	4.4%	6.8%	4.5%	63.0%	50.4%
Guidance	0.135	0.175	0.185	0.185	0.235	0.215	0.205	0.245	0.255	0.315	0.365	0.325	0.465	0.465
% Surprise	18.5%	8.6%	13.5%	2.7%	2.1%	11.6%	17.1%	14.3%	9.8%	4.8%	6.8%	7.7%	59.1%	52.7%
Our Estimate							0.21	0.27	0.27	0.32	0.36	0.40	0.49	0.50
% Surprise							14.3%	3.7%	3.7%	3.1%	8.3%	-12.5%	51.0%	42.0%

Guidance:

(Millions) except for per share data	3Q19E Guidance		Consensus
	Prior	Post	
Total Revenue	3,355 – 3,365		3,352
GAAP EPS	0.01 – 0.02		0.052
Non-GAAP EPS	0.49 – 0.50		0.534
UR YoY Growth	~20%		

(Billions) except for per share data	FY2019 Guidance		Consensus
	Prior	Post	
Total Revenue	13.075 – 13.125	13.125 – 13.175	13.127
GAAP EPS	0.49 – 0.51	0.97 – 0.99	0.545
Non-GAAP EPS	2.29 – 2.31	2.50 – 2.52	2.313
OP Cash Flow YoY Growth	14% - 15%	15% - 16%	
CAPEX YoY Growth	4% - 5%		
OPM improvement	0-25 bps	25-50 bps	
Non-GAAP Tax Rate	21.5%	21.5%	

EPS 提升由于新会计准则的 mark-to-market adjustment, Guidance 考虑了 75-100M 的 FX headwind。

一. 业绩要点:

1. 营收情况: 总体营收 3,281M 同比增长 27.3%。

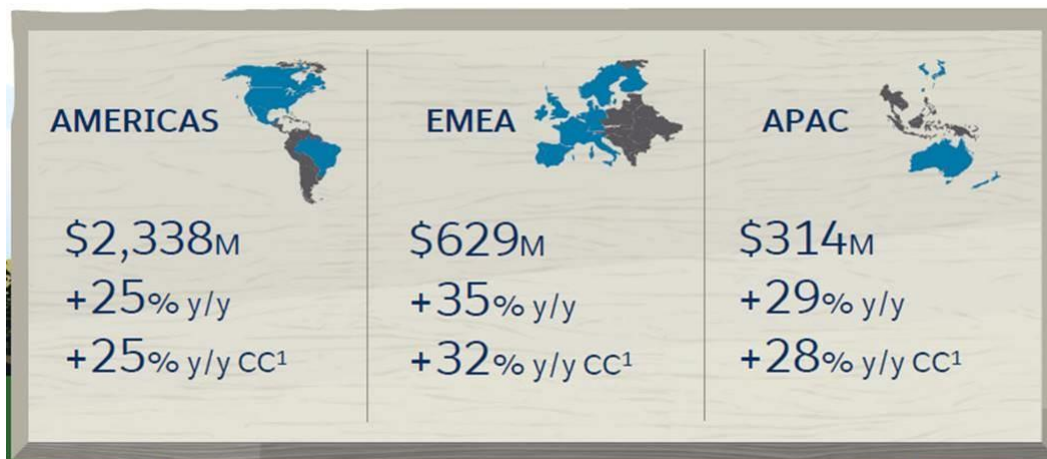


按 cloud 划分



- a) Sales Cloud: 1,004M, 同比上升 12.7%;
- b) Service Cloud: 892M, 同比上升 27.4%;
- c) Marketing & Commerce Cloud: 452M, 同比上升 37.4% ;
- d) Platform & other: 712M, 同比上升 53.8%, 剔除 MuleSoft 的 122M, 同比增速 27.4%;

按地区划分



- a) 美洲区域，营收 2,338M，同比增长 25.2%；
- b) 欧洲、中东及非洲区域，营收 629M，同比增长 35.0%；
- c) 亚太区域，营收 314M，同比增长 29.2%；

2. 市场空间

...Growing to \$123B in 2021



3. ASC 606 下的新指标 (Unearned Revenue & RPO)

- Unearned Revenue 类似于之前的 Deferred Revenue，由于新会计准则对于收入的确认会快于原准则。未来公司不再按照 DR 进行披露，作为过渡期，FY19 剩余季度会还给 UR 的增速指引，FY20 开始不再给这个指标的增速指引。

$$\text{Unearned Revenue} = \text{Deferred Revenue} - \text{Contingency Revenue}$$

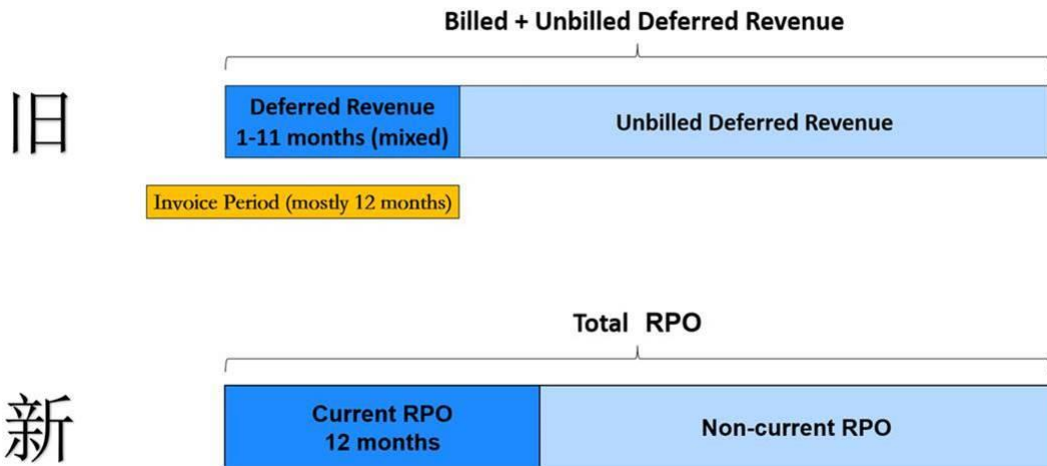
CRM Deferred Revenue/Unearned Revenue, Guidance vs. actual performance

	Guidance Range	Actual
3Q15	30%	28.2%
4Q15	27%	31.7%
1Q16	Mid-to-high 20%	31.5%
2Q16	Mid-to-high 20%	29.0%
3Q16	Mid-20% Range	28.0%
4Q16	23% to 24%	29.2%
1Q17	24% to 25%	31.1%
2Q17	26% to 28%	26.0%
3Q17	20%	22.8%
4Q17	22% to 23%	29.2%
1Q18	22% to 23%	25.8%
2Q18	22%	26.0%
3Q18	18% to 19%	24.9%
4Q18	19% to 20%	28.0%
1Q19	DR 23%	UR 24.8% DR Slightly < UR
2Q19	UR 22-23% excl. Mule	UR 23.9% Excl. Mule 22.3%

➤ RPO (Remaining Performance Obligation)

Remaining Performance Obligation

New disclosure in FY19



Total RPO 类比之前的 Billed + Unbilled Deferred Revenue，都是对于未来收入增长性的一个反应指标。相对于原来的指标，新指标可以剔除由 invoice timing 和 billing terms 带来的影响，会是一个更平滑的未来增速指引指标。

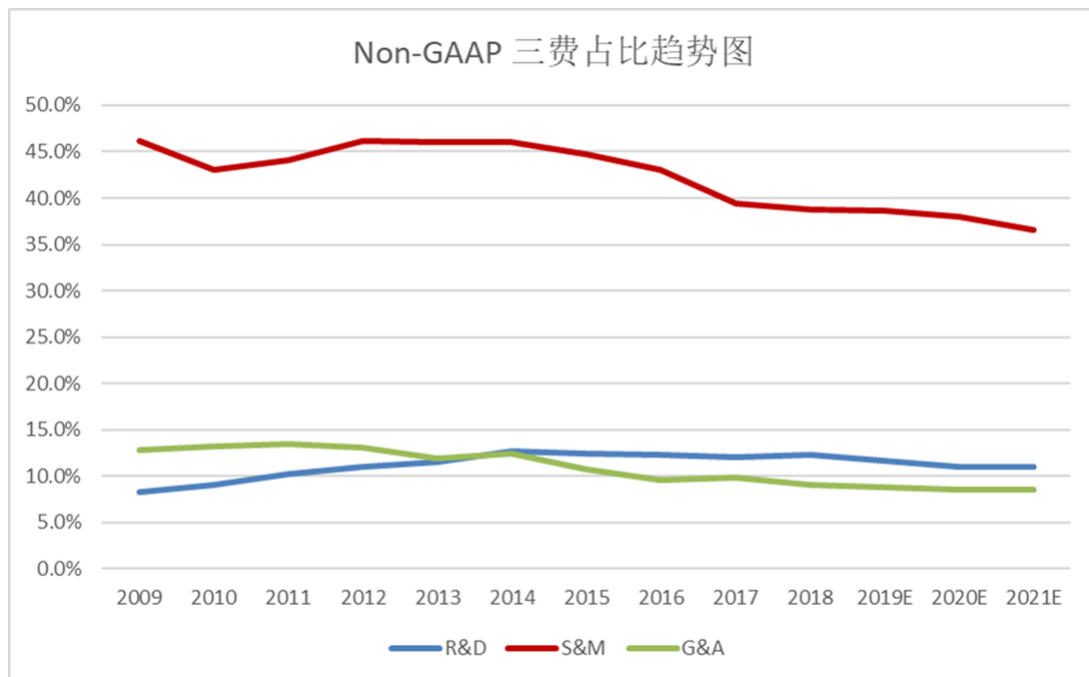
Current RPO 本季同比增长 27.3%，Noncurrent RPO 本季度同比增长 45.5%，Total RPO 本季同比增长 36.4%。都反应出来了未来营收增长的可持续性非常好。公司给出了 FY22 做到 23B 的长期营收指引，DTC 认为做到这个目标没有什么压力。

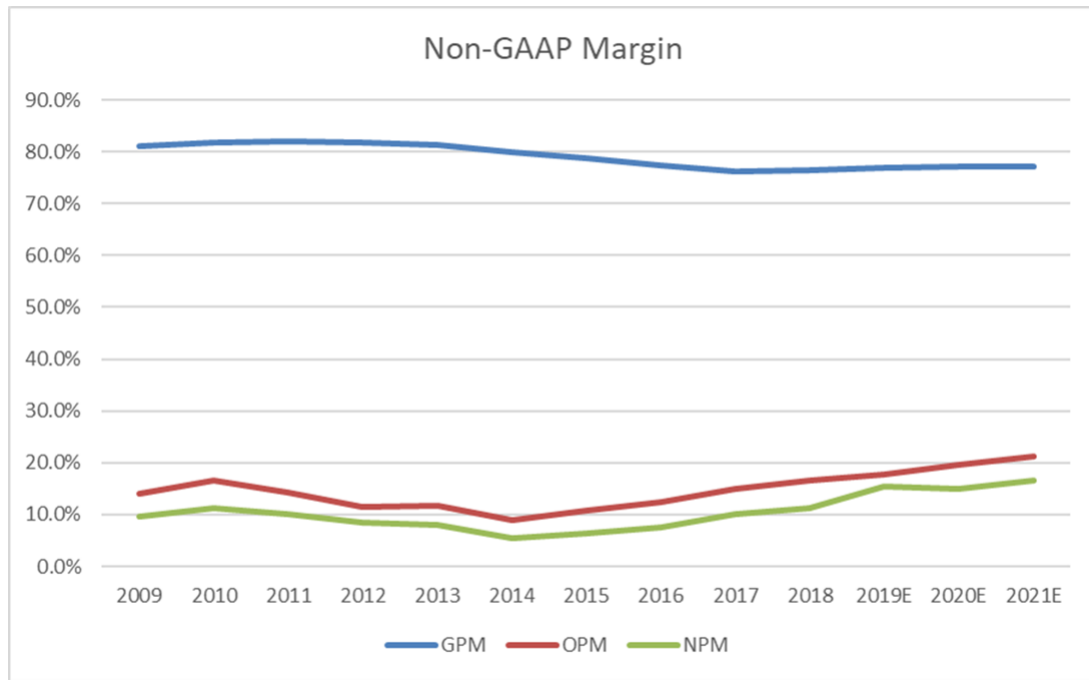
营收简评：

- 内生增长良好，各条业务线均保持稳定增长：
 - 全面产品线带来的交叉销售机会；
 - Einstein 人工智能底层嵌入各产品线带来的 Upsell 机会，本季度 Einstein 每天产生的预测数达到 3B，较上季度增长 50%；
 - MuleSoft 收购，进一步打通企业内部数据孤岛的问题，客户反馈佳，跟现有产品整合非常顺畅。
- 全球的 IT 支出增长趋势好，软件支出持续增长，而且美国税改和鼓励本土投资，企业把数字化转型作为重要的事项，今年会有大量的 CAPEX 投入到了这方面，CRM 是绝对受益者。

二 . 运营情况 (Non-GAAP)

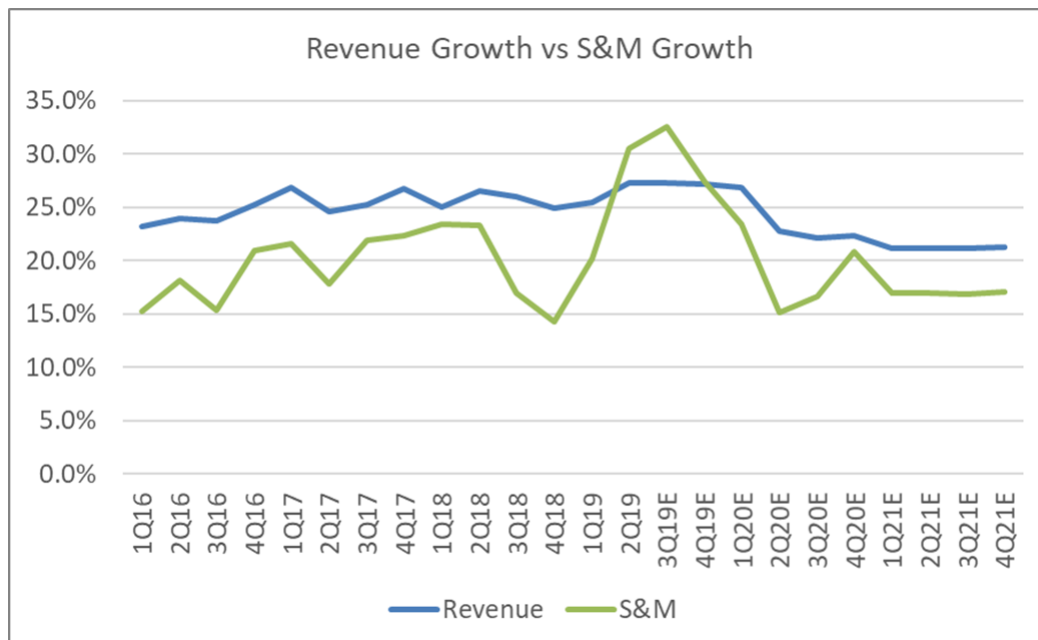
- Gross margin 为 77.0%，MuleSoft 对于整体毛利率的影响好于预期（收购前 MuleSoft 的毛利率约 74%）；
- OP margin 为 17.8%，提升速度好于预期；
- NP margin 为 16.8%，由于新会计准则对于投资收益的核算改变，导致 NPM 提升；
- R&D 382M，占比 11.6%，逐步改善；
- S&M 1,263M，占比 38.5%，继续改善；
- G&A 297M，占比 9.1%，收购影响略有增加；
- 费用方面，我们看到了越来越明显的 S&M 改善的趋势，速度优于我们的预期。



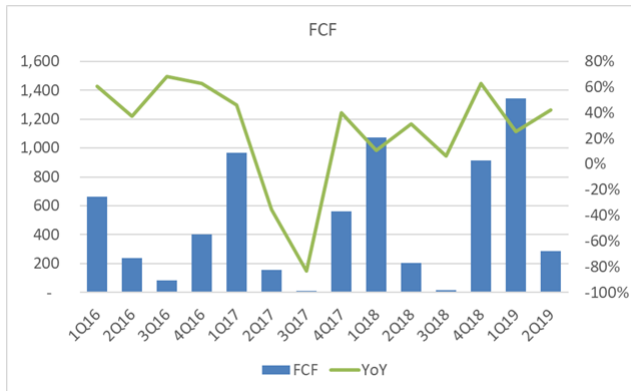
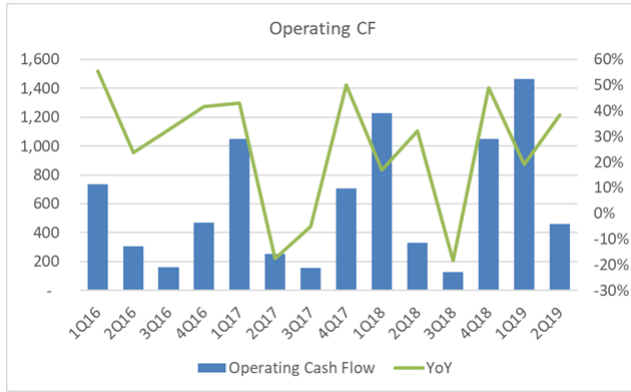


销售费用情况：

由于 MuleSoft 的收购，我们预计接下来的几个季度整合过程会带来一定的费用波动，但整体上看，销售费用增速与收入增速基本同向，但小于利润增速，因此占比会不断改善，这也是 OPM 提升的关键。



公司现金流情况整体良好，但是季节性影响加大，OCF 同比增长 38.4%，FCF 同比增长 41.9%，对应的 OCF 和 FCF margin 持续增长。

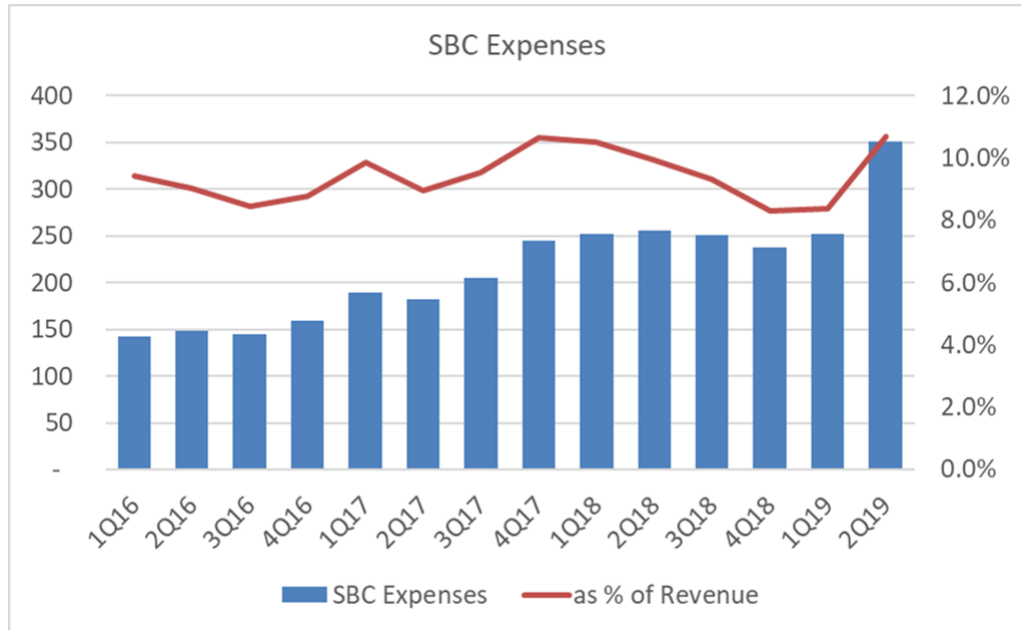


公司目前有 3.427B 的现金及可出售证券，Q1 的增长主要是发行了 2.5B 的债用于支付 MuleSoft 的收购，已经于 Q2 支付了相应的对价~4.9B。

Quarterly Cash, Cash Equivalents, and Marketable Securities



SBC 支出 351M，因为收购原因有一定提升。



运营情况简评:

- 费用持续改善，体现 leverage;
- FY19 会因为 MuleSoft 的收购带来一定的波动，但是全年预计 OPM 仍能实现提升，管理层较上季度略微提高了全年的提升指引。预计之后将进入一个加速提升的通道。
- 管理层给出的长期 OPM 指引是~35%，意味着还有巨大提升空间；

三 . 电话会议纪要:

会议信息:

时间: 2018-08-29

参会管理层:

- Marc Russell Benioff, Chairman and Co-CEO;
- Keith G. Block, Co-CEO;
- Mark J. Hawkins, President and CFO;
- Bret Taylor, President and Chief Product Officer;
- John Cummings, VP – Investor Relations;

管理层讨论:

- CRM 将是企业软件细分行业中最大且增速最快的行业，Salesforce 是行业第一。
- FY22 年收入做到 23B。
- 业务线方面:
 - Sales Cloud 首次突破单季度 1B，拓展了与一家百年历史的快消品公司的合作，涉及 multi-cloud 的多年合同；
 - Service Cloud，新签约 National Grid 和 Southwest Airline 等；
 - Marketing and Commerce Cloud，拓展了与 Kimberly-Clark、Hulu 等的合作；

- Platform 方面，完成了 MuleSoft 的收购，本季度包括 New York Life, State of Colorado, Schneider Electric 都选择了 MuleSoft;
- 国际扩张方面：
 - EMEA, 拓展了 Rabobank Group 的合作, 新签约了荷兰食品零售商 Ahold Delhaize;
 - APAC, 在日本拓展了 MUFG 以及 Mitsui Sumitomo Insurance 的合作, 在澳洲推展了最大的通讯运营商 Telstra 的合作, 新签约了公共事业单位 Australian Health Practitioner Regulation Agency;
- 垂直行业方面：
 - 医疗板块, 推出了 Health Cloud, 能够帮助保险公司更有效的连接会员和服务提供商, 拓展了与 IQVIA 的合作;
 - 金融行业: 拓展了与 BBVA 的合作, 并新签约了英国最大之一的银行;
 - 公共事业: 拓展了与美国农业部的合作;
- Ecosystem 方面：
 - 全球最大的前五位系统集成商 (SIs) 的业务同比增加了 50%;
- Einstein 目前每天的预测次数超过 3B, 本季度还推出了加载 AI 能力的客服机器人 Einstein Bots。
- Datorama 的收购使得 Marketing Cloud 的数据能够在智能的 dashboard 上集成;
- 加深了与 Google 的战略合作, 更好的整合 Salesforce marketing cloud 和 Google analytics 360。
- 超过 1M 的用户使用免费的 Trailhead 平台来学习 Salesforce 的使用技巧, 到 2022 年 Salesforce 生态将创造超过 3.3M 的工作机会;
- 今年的 Dreamforce 将在 9 月 25-28 日在旧金山举行;

问答环节:

1. (Bhavan Suri with William Blair) 开始看到有一些通过 MuleSoft 对 ERP 以及后台系统的整合, 而 Salesforce 是比较聚焦与前台系统的, 比如 Financial Cloud, Health Cloud 等。是否有考虑与后台系统的整合? 会不会推出类似 Supply Chain Cloud 之类的潜在产品线? 如何抓住那些与 ERP 系统整合数据的价值?
 - MuleSoft 的重要机会就是帮助客户打通那些存在传统系统中的数据, 这是企业 IT 战略的问题而不是战术问题, 是 CEO 需要考虑的事情;
 - 我们有过很多的收购, MuleSoft 的收购可能是整合起来最顺畅的一次;
 - Public Cloud 快速增长的重要原因就是 MuleSoft 可以打通这些数据;
2. (Kirk Materne with Evercore ISI) 公司与客户 CEO 交流时, Einstein 是否经常被提及? AI 平台是否是现在数字化转型被主要考虑的东西? 对 FX headwind 的预期相对于几个月前是增加了对么?
 - AI 被确认为 Salesforce 平台核心部分已经有几年时间了。Einstein 的发展非常的成功, 整合到全部的云产品中。
 - 关于 FX headwind 的解读是对的。
3. (Raimo Lenschow with Barclays) MuleSoft 收购后销售团队的反馈是怎么样的? 怎么把 MuleSoft 整合到其他的产品线里面去?

- 数字化转型的一个重点就是打通传统系统的数据，MuleSoft 已经有一个非常有能力且高效的销售团队，与 Salesforce 现有的销售体系整合顺利；
 - 关于产品整合，整体的产品 portfolio 本身就不是割裂的，而是一个整体的方案，客户都希望能获得 AI 能力，都希望将不同部门，不同系统的数据整合起来。
4. (Keith Weiss with Morgan Stanley) 关于 marketing cloud,已经几个季度快速增长了，上次提到了 GDPR 会带来一些正面影响，是否已经体现在现在业绩里面了？将 Einstein data framework 开源的背后逻辑是什么？期望达到什么样的效果？
- 与欧洲很多 CEO 的交谈可以看到，公司都希望与客户建立一对一的关系，不只是电商、营销还包括客服、销售等等，这需要 AI 能力的支撑，Salesforce 向客户提供这种能力。
 - 收购的 ClouCraze 提供 B2B 和 B2C 的体验，Datorama 让 marketing cloud 的 dashboard 更自动化。都为 marketing cloud 未来的发展打下基础。
 - 关于开源，这是我们 AI 战略的一个关键，我们与整个 AI 社区都紧密的合作。
5. (Heather Bellini with Goldman Sachs) 关于 MuleSoft，是否可以帮助改善自身的内部 IT 系统和云？会不会基于此推出新的云产品？今年整体 IT 支出环境已经谈很多了，对于明年有没有一些预期？
- 关于整体 IT 支出，我们从未看到过如此强健的环境，基本上所有聊到的 CEO 都很激进。美国的税改以及去监管肯定是有推动的，但是不只是美国，欧洲，亚洲的整体支出环境都很好；
 - 数字化转型确实是很多企业未来定位的基础。我们在对的时间提供了对的产品服务；
 - 整合被越来越多的企业提及，众所周知，公有云的主导地位越来越强，但企业并不是所有的数据都在云上，这为整合带来的一些难度。MuleSoft 提供的 API-driven 的整合方案，为企业提供他们客户 360 度的全景。
 - 过去所有的收购中，从来没有客户接受度如此之好的；
6. (Mark Murphy with JPM) MuleSoft 对 total RPO 以及 Current RPO 的影响？电商的 CloudCraze 业务以及报价管理的 SteelBrick 等产品的客户反馈都非常好，这些是否有能力成为 Sales、Service、Marketing Cloud 之后的第四个增长支柱？有没有签 billion dollar multiyear 合同的潜力？
- MuleSoft 贡献 200M in Total RPO，大概 100M in current RPO；
 - CloudCraze 和 SteelBrick 都是整合在我们行业云解决方案里面的，我们现在关注的重点并不是单一云，而是整体的 multi-cloud 解决方案；
7. (Ross MacMillan with RBC Capital Markets) 在多个新签大合同都谈到了 Einstein，是否其已经成为公司的一个重要的商业化增量机会？
- Einstein 集成到现有云产品里面，为客户带来了新的价值，有助于提升 deal sizes，加深和拓展客户关系，还有很长的路要走，在收入和利润贡献上还是早期；
8. (John DiFucci with Jefferies) 关于 Public Cloud，听起来发展很好，这块业务会不会受到近期的员工抗议行动影响？
- Public Cloud 是重要的垂直行业之一，不论是美国政府、英国政府或者任何政府，他们都希望能够用到更现代化的系统和技术去服务国民，这项业务非常健康；

9. (Terry Tillman with SunTrust Robinson) 关于 platform 一直都保持 35%左右的快速增长? 主要的推动力是什么? 是客户定制化需求、核心云产品的功能延申、还是 ISV 带来的客群?

- 提到的方方面面都有, 看到的这些还会持续下去;

四 . 投行观点 (Bloomberg - 37 Buy / 4 Hold / 0 Sell)

机构	评级	TP	报告时间	观点
GS	Buy	168 上调 158→168	20180829	<ul style="list-style-type: none"> • 剔除 MuleSoft 的 billings 测算增长仍然良好; • 公司指引过于保守; • 估值 8.5x EV/billings CY19, 40x EV/FCF CY19;
MS	Buy	178 上调 153→178	20180829	<ul style="list-style-type: none"> • 持续的 20%+Billings 增长; • OPM 提升好于预期; • 全年指引提升; • 关注 Q3 季节性增强, Sales Cloud 增速放缓, Q3 的 OPEX 提升; • 估值 23x EV/FCF @ FY24 discounted by WACC of 9.7%;
CS	Buy	170 上调 155→170	20180829	<ul style="list-style-type: none"> • 市场需求强劲; • MuleSoft 整合情况良好; • Billings 增长良好; • Q3 指引低于预期;
Bernstein	Hold	146 上调 135→146	20180830	<ul style="list-style-type: none"> • 当季业绩较好, 但仍对长期的 Margin 提升有所疑虑; • 估值 6.5x TTM P/S + cash discounted by 15%.

CRM 季度总结:

业绩上看, 收入、利润都超市场预期。

营收方面, 各个板块的内生增长良好。

由 UR 计算出的 Billings 指标来看, 在 Q2 billings 略超市场预期, RPO 指标显示出长期收入增长稳健, 未来 Topline 20%+的增速很有保障。

收购 MuleSoft 更是在战略上跨出新的的一步, 通过提供处理企业存储在不同位置的信息孤岛问题的方案, 加强 Salesforce 竞争力。虽然会在 FY19 带来一定的费用压力, 但收购长远看战略协同效应很强。

行业需求方面，全球 IT 支出稳步提升，软件支出持续稳定增长，加上美国税改和 Trump 鼓励本土投资，大部分美国企业都会加大在数字化转型上的投入，需求非常的旺盛，Salesforce 各个产品都在持续获得市场份额，是这一趋势的绝对受益者。

运营方面，费用率逐步改善，实现了 174bps 运营利润率同比提升，MuleSoft 收购的影响小于预期，公司提升了全年 OPM 提升的指引。CRM 在 FY18 的 OPM 是 16.5%，而 ADBE 这样的成熟企业 OPM 达到 40%+，CRM 也给出了长期运营利润率 35%的目标，还有非常大的改善空间。

公司现金流情况良好，在手现金充足，可以支持未来持续的 CAPEX 投入和收购。

Q3 的指引一般，收入复合预期，EPS 低于预期，但同时提升了全年指引，Q3 UR 增长 implied billings 低于市场预期，体现了更强的季节性。另外有一部分原因是今年的 Dreamforce 将在 9 月底在旧金山举行，费用将计入 Q3。

仍然坚定的长期非常看好，作为 SaaS 软件行业的龙头，已经形成了庞大的客户基础，作为唯一提供销售、服务、营销、商业、数据整合、人工智能全套解决方案的 SaaS 公司，能够为用户企业带来 360 度考察和服务客户的能力。在企业数字化转型，特别是 CRM 软件转 SaaS 的过程中仍然在不断地提升市场份额。

本文仅供参考，不作为投资建议。