

计算机

证券研究报告
2020年09月27日

大数据：Palantir 高毛利率与高估值的背后

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《计算机-行业专题研究:核心软件国产化率几何?》 2020-09-21
- 《计算机-行业研究周报:蚂蚁上市临近,持续看好金融科技板块》 2020-09-20
- 《计算机-行业点评:阿里加码,5G工业软件大风已起》 2020-09-16

从 TO G 到深入多个垂直行业, TO B 占比已达近 54%

由秘密服务政府到走向商业化、通过与大型机构合作将业务逐渐覆盖至多个行业是 Palantir 发展的两大战略。这两大战略帮助公司发展阶段相互承接、循序渐进,市场开拓顺利。2020H1 Palantir 企业业务占比首次超过政府业务占比,达 53.55%。

基于平台 17 种解决方案覆盖 36 行业,大数据创造实际价值

Palantir 形成 Palantir 云、本地软件和专业服务三大业务模块,开发 Palantir Gotham 和 Palantir Foundry 两大平台,已打造 17 种解决方案覆盖 36 个行业。Palantir 平台将所有结构化及非结构化数据关联到一个统一的数据模型,并具有强大的可视性和交互性,深谙用户业务逻辑,能够真正发挥组织现有及相关数据流、信息流的价值。

大数据仍存广阔空间(1190 亿美元潜在市场),无论是 TO G 还是 TO B

Palantir 估计其软件在全球的总潜在市场(TAM)约为 1190 亿美元。其中企业市场为\$560 亿,政府市场\$630 亿,其测算来自于对供给和需求两端的综合分析。2016 年 Palantir 打赢了针对陆军的诉讼,2018 年美国联邦法院指示美国陆军在尝试制造自己的软件之前,首先考虑现有的商用产品。预计陆军采购方案的转变将影响到整个美国联邦政府,政府业务空间将进一步扩大。

毛利率逐年攀升至 72%, PaaS 平台提升实施效率,产品化提升

Palantir 的营业收入早期年复合增长率曾高达 700%,近年保持 10%-20%的速度增长。公司 2020H1 毛利率为 72.42%,2019 年为 67.36%。除了规模效应带来产品成本的摊薄,业务效率的提升表现在安装阿波罗平台(PaaS)后,所需软件工程师的时间和数量的显著减少,及每周人均维修更新软件数量的大幅提高。基于此,预计未来毛利率将进一步提升。

估值分析:行业空间与产品化提升下,我们预计公司 PS 在 55X 左右

大数据行业空间广阔,行业先驱者毛利率呈现逐年提升趋势,估值角度看我们预计 PS 在 55X 左右。基于此,国内大数据行业推荐美亚柏科,建议关注每日互动、恒为科技、烽火通信、中新赛克

风险提示:大客户流失风险;客户隐私、数据安全风险;研发进展不及预期



内容目录

1. Palantir 成长历程及未来空间	4
1.1 初创即具技术优势，战略定位独树一帜	4
1.2 以政府业务起家，逐渐完善垂直行业布局	4
1.3 供给需求双向驱动，扬帆未来广阔市场	6
1.4 美国加强信息安全网络协同，可能加入“爱因斯坦计划”	8
2. Palantir 产品及服务	9
2.1 三大业务模块相辅相成，构建业务闭环	9
2.2 专注研发两大产品，以数据融合共享为核心	9
2.3 打造 17 种解决方案，变革多个领域业务模式	11
2.4 致力解决客户痛点，秉承独特产品哲学	12
3. Palantir 高毛利率成因	14
3.1 毛利率相较于净利润更适合作为公司价值的衡量标准	14
3.2 高毛利率成因之一：规模效应形成	16
3.3 高毛利率成因之二：业务效率提升	16
4. Palantir 高收入成因	17
4.1 Palantir 收入增长势头迅猛	17
4.2 高收费模式及大型客户定位使公司天然具有高收入属性	17
4.3 得当客户关系经营策略为收入提升注入长期驱动	18
5. Palantir 估值分析	19
5.1 Palantir PS 估值分析	19
5.2 Palantir 历年估值表现亮眼	20
6. 风险提示	20

图表目录

图 1: Palantir 创始团队技术背景深厚	4
图 2: Palantir 早期以政府机构为主要客户	4
图 3: Palantir 近年企业客户占比不断加大	5
图 4: Palantir 不断开拓与大型机构合作	5
图 5: Palantir 业务自 2008 年以来已覆盖至 36 个行业	6
图 6: Palantir 政府及企业市场规模预测	6
图 7: Palantir 企业市场空间广阔	7
图 8: Palantir 成功起诉美国陆军执行 FASA	7
图 9: Palantir 政府业务收入自 FASA 执行后大幅增加	8
图 10: NCPS 技术架构	8
图 11: NCPS 操作界面	8
图 12: Palantir 三大业务板块	9
图 13: Palantir Gotham 强大分析能力来自多个功能模块的支撑	9

图 14: Palantir Foundry 具备远超普通软件的用户体验和数据处理效率	10
图 15: 典型行业解决方案	11
图 16: Palantir 提高卫生部门对疫情防控的响应效率	11
图 17: Palantir 解决客户痛点	12
图 18: Palantir 秉承“数据融合”及“人机结合”理念	13
图 19: Palantir 主张机器辅助人而非取代人做决策	13
图 20: Palantir 构建平台前充分了解客户业务	13
图 21: Palantir 近年来毛利率维持高位	14
图 22: Palantir 近年来仍在亏损	14
图 23: Palantir 研发投入持续增长	15
图 24: Palantir 技术人员占比较大	15
图 25: Palantir 积极开拓海外合作伙伴拓宽营销渠道	15
图 26: Palantir 成本占收入比重逐渐降低	16
图 27: Palantir 业务效率提升表现的三个方面	16
图 28: Palantir 收入不断增长	17
图 29: 2019 年平均每位客户带来的收入	17
图 30: 2019 年总收入的客户构成	17
图 31: 前 20 大客户平均客户收入增长迅速	17
图 32: Palantir 客户关系经营模式	18
图 33: Palantir 历年 PS	19
图 34: Palantir 历年估值	19

1. Palantir 成长历程及未来空间

1.1 初创即具技术优势，战略定位独树一帜

多名创始人来自 Paypal，起家的反恐情报业务可视为 Paypal 时期技术积累的自然迁移。创始人 Peter Thiel 是 Paypal 前高管，Nathan Gettings 曾是 Paypal 负责风险和研发的总监，创始人兼现任 CEO Alex Karp 和创始人 Joe Lonsdale、Stephen Cohen 都毕业于斯坦福计算机系。他们利用在 Paypal 时期的反洗钱、反欺诈技术开发可服务于政府反恐及情报任务的产品，并主动向中央情报局、国家安全局、联邦调查局等机构推销。

图 1: Palantir 创始团队部分成员及现任员工



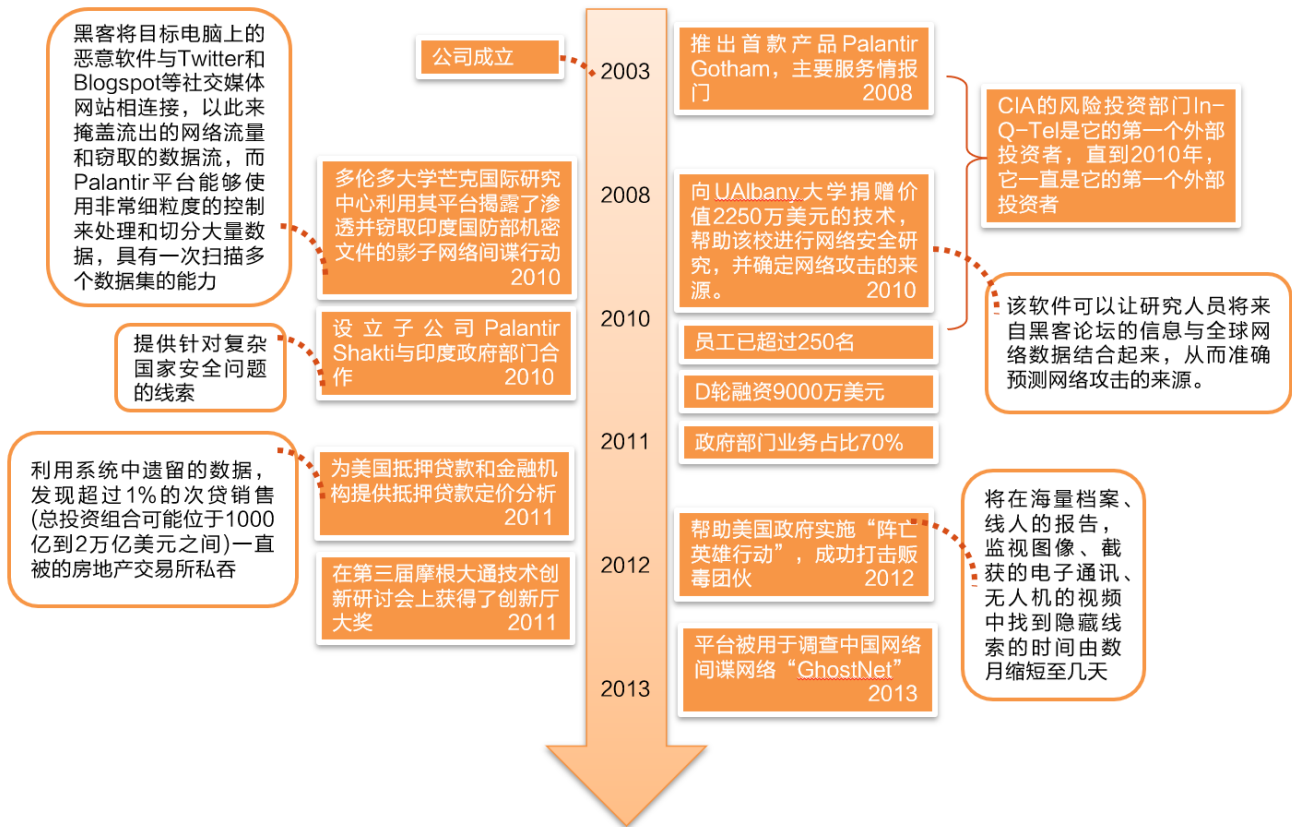
资料来源：Palantir 官方宣传片，天风证券研究所

公司虽成立于硅谷，但初期即自我定位不同于硅谷大数据公司。Palantir 以数据分析产品为导向，而非像硅谷众多大数据公司通过挖掘、包装并销售数据来获取利润。Palantir 认为采集和销售数据是一种较为低级的业务模式，因为这种模式常常侵犯数据生成者的隐私，对其商业伦理的合理性提出质疑。

1.2 以政府业务起家，逐渐完善垂直行业布局

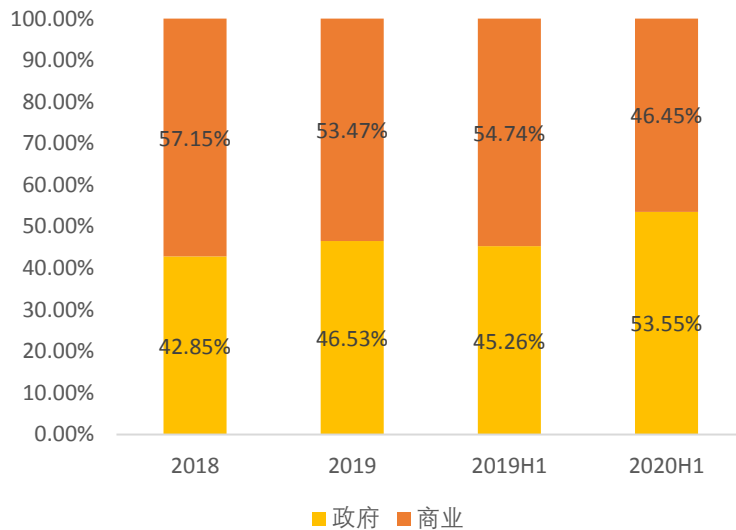
由秘密服务政府到走向商业化是 Palantir 成长的第一大逻辑。Palantir 成立于 2003 年，成立最初志在解决美国政府机构数据处理低效的问题，为反恐行动开发软件。2008 年，为情报部门的客户发布第一个平台 Palantir Gotham(“Gotham”)。Palantir 早期的客户包括美国国家安全局(NSA)、联邦调查局(FBI)和中央情报局(CIA)。其中 CIA 还是其 2009 年之前的唯一投资人，下属 In-Q-Tel 风险基金为公司带来第一笔外部资金。2011 年通过与摩根的合作获得摩根创新厅大奖，为迈足金融领域打开通道，此后 Palantir 的客户构成中商业企业占比不断增加。

图 2: Palantir 早期以政府机构为主要客户



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

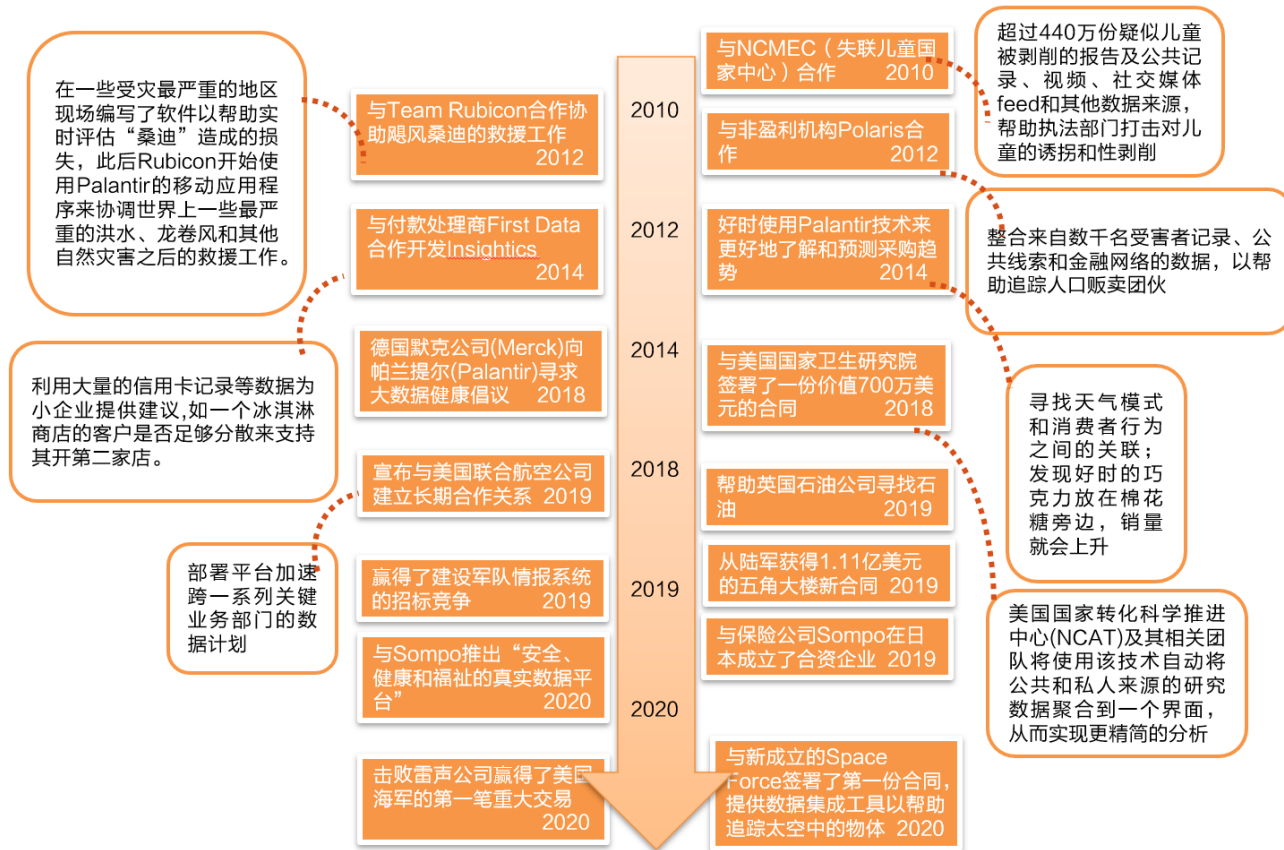
图 3: Palantir 近年企业客户占比不断增大



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

通过与大型机构合作将业务逐渐覆盖至多个行业是 Palantir 发展的第二大逻辑。2012 年以来, Palantir 的客户来源更加广泛, 包括非盈利机构、食品公司、制药企业、汽车厂商等。2016 年, 发布了第二个软件平台 Palantir Foundry(“Foundry”), 以应对其在在大公司业务中看到的一系列常见挑战。在与大型机构的合作中, Palantir 并不满足于只为单一组织解决问题, 而是思考如何变革整个行业的数据处理方式, 这一高立足点使其业务不断深入各个垂直行业, 在多个领域率先确立竞争优势。

图 2: Palantir 不断开拓与大型机构的合作



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 5: Palantir 业务自 2008 年以来已覆盖至 36 个行业



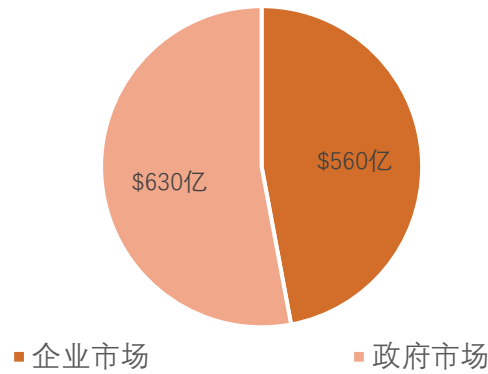
注：蓝色字体为企业业务，黑色字体为政府业务

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3 供给需求双向驱动，扬帆未来广阔市场

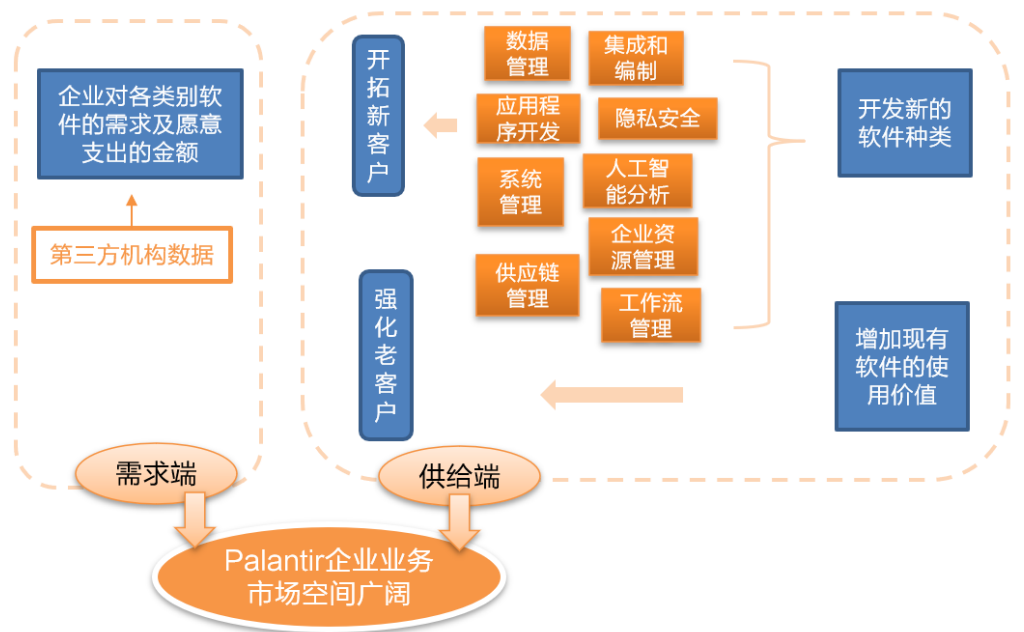
企业市场凭借业务创新吸引新客户，升级更新现有软件强化老客户而充分释放潜力。Palantir 估计其软件在全球的总潜在市场(TAM)约为 1190 亿美元。其中企业市场为\$560 亿，政府市场\$630 亿。Palantir 将年收入超过 5 亿美元的公司视为其潜在客户，并根据第三方机构提供的潜在客户的组织规模和现有客户的付费金额估算每位潜在客户的合同价值，进而通过潜在客户数量乘以相应合同价值估算出其企业市场规模。随着组织的日益复杂及业务的数字化转型，Palantir 认为其新老客户都具有长期合作空间。

图 6：Palantir 政府及企业市场规模预测



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

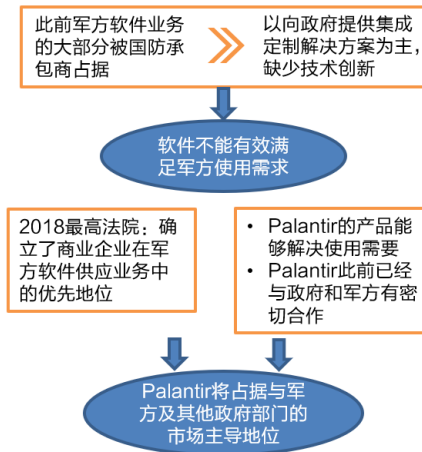
图 7：Palantir 企业市场空间广阔



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

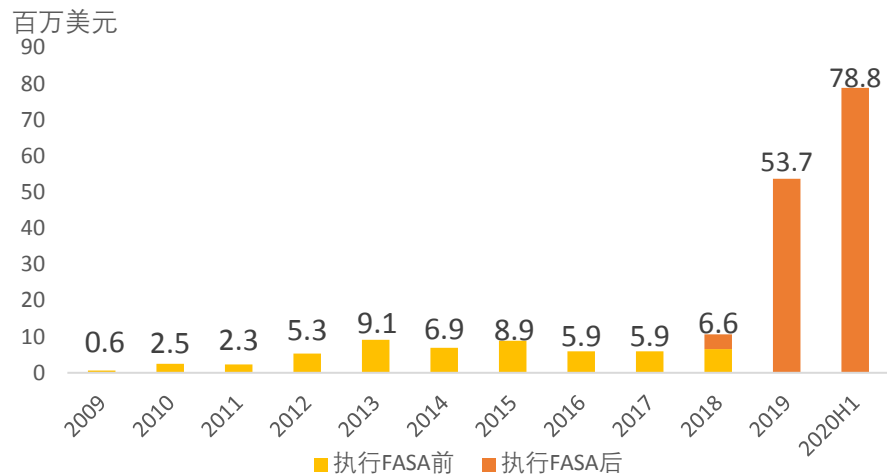
Palantir 成功起诉美国陆军执行 FASA，政府订单受到法律层面支持。联邦收购精简法案 (“FASA”)要求美国联邦政府开始自行定制开发项目之前，必须考虑商用软件，而该法案在 1994 年通过后，基本上被忽视。多年来，尽管 Palantir 努力向美国陆军销售软件且前线超过一半的陆军士兵请求使用 Palantir 的软件，但他们的请求经常被政府延迟或拒绝。2016 年 Palantir 打赢了针对陆军的诉讼，2018 年美国联邦巡回上诉法院维持这一裁决，并指示美国陆军在尝试制造自己的软件之前，首先考虑现有的商用产品。军方在使用真实数据测试了市场产品后，选择将 Palantir 的软件部署到整个部队。这一裁决以及随后陆军采购方面的转变将影响到整个美国联邦政府，而不仅仅是军方，因此 Palantir 政府部门业务空间将进一步扩大内容。

图 8：Palantir 成功起诉美国陆军执行 FASA



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 9：Palantir 政府业务收入自 FASA 执行后大幅增加



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

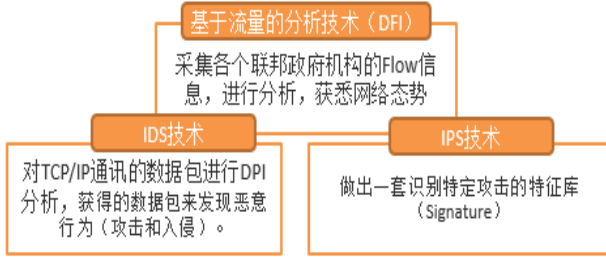
1.4 美国加强信息安全网络协同，可能加入“爱因斯坦计划”

“爱因斯坦计划”（2009年改名 NCPS）是美国国土安全部主导的一个网络安全自动监测项目，主要解决政府信息安全保护问题。由国土安全部下属的美国计算机应急响应中心（US-CERT）开发，计划始于2003年，通过建立能够自动地收集、关联、分析和共享美国联邦国内政府之间的计算机安全信息的系统，使得各机构能够接近实时地感知其网络基础设施面临的威胁，并更迅速地采取恰当的对策。

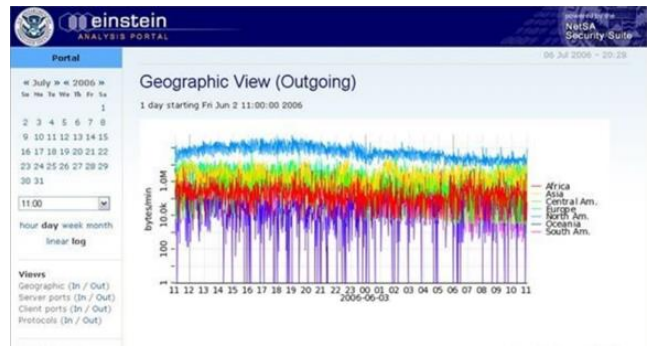
基于 Palantir 与政府多年的密切合作，很可能加入该计划。这一计划实际上是一个政府主导的，商业厂商参与的项目，如互联网服务提供商 AT&T 为其提供防入侵服务。到2016年为止，项目已经在政府网络出口部署了228台入侵检测传感器，一共部署了超过9000条入侵检测软件，其中大约2300条处于全天候激活状态。这些软件大部分是商业化的，少部分是政府自己开发的。

图 10：NCPS 技术架构

图 11：NCPS 操作界面



资料来源：DHS 官网，天风证券研究所



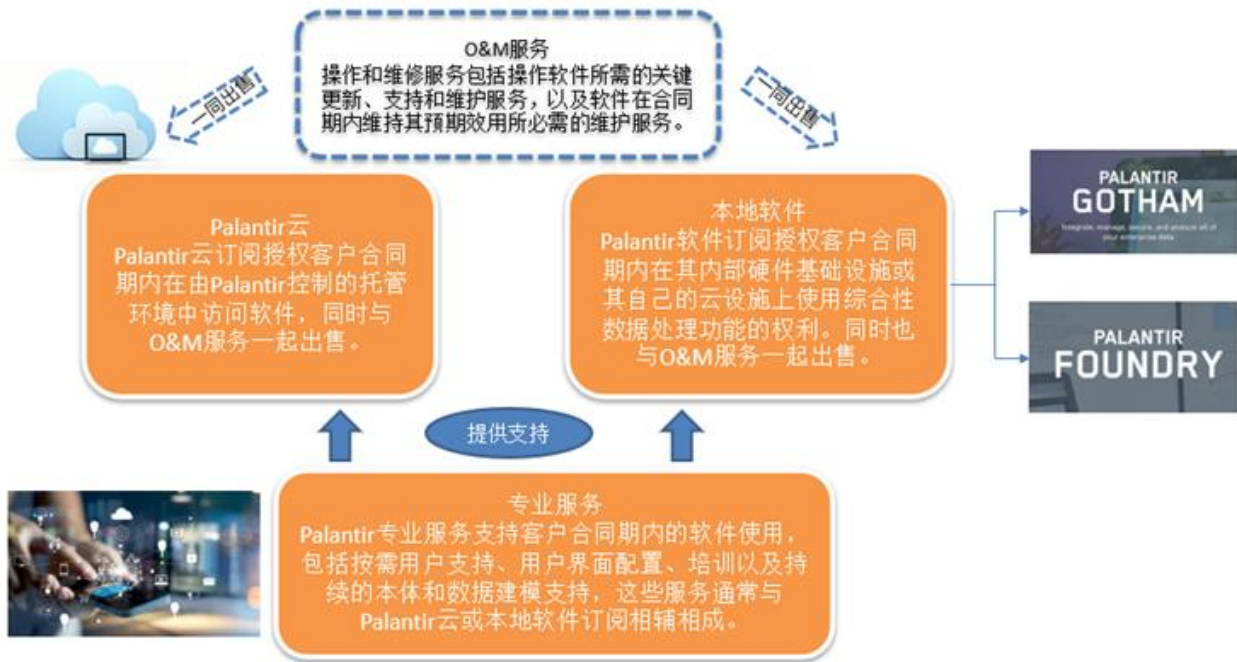
资料来源：走进科学，天风证券研究所

2. Palantir 产品及服务

2.1 三大业务模块相辅相成，构建业务闭环

Palantir 具有三大业务模块，三者差异化定位的同时互为补充。三大模块分别是在 Palantir 的托管环境中访问软件的运行服务订阅(“Palantir 云”), 在客户的环境中的软件服务订阅 (“On-Premises software”), 以及辅助前二者的专业服务。

图 12: Palantir 三大业务模块



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2 专注研发两大产品，以数据融合共享为核心

2.2.1 针对政府业务的 Palantir Gotham 具有在海量信息中发现线索的“嗅觉”

Gotham 的前端是一套集成应用程序，适用范围广包括语义、时间、地理空间和全文分析，结合后端勾连的海量数据库使用户能够识别隐藏在数据集深处的模式。最初由美国国防机构用来调查潜在威胁，并帮助士兵免受简易爆炸装置的袭击。如今，该平台被美国政府机构及其盟友广泛使用。平台能够整合从侦察终端信号到来自线人的报告，当数据流入平台时，它并映射到统一的数据模型中。在此基础上客户可根据具体需求配置不同的功能模块进行数据分析，如用户可以将数据对象从一个应用程序拖放到下一个应用程序，从而获得

流畅的分析体验。

图 13: Palantir Gotham 强大分析能力来自多个功能模块的支撑

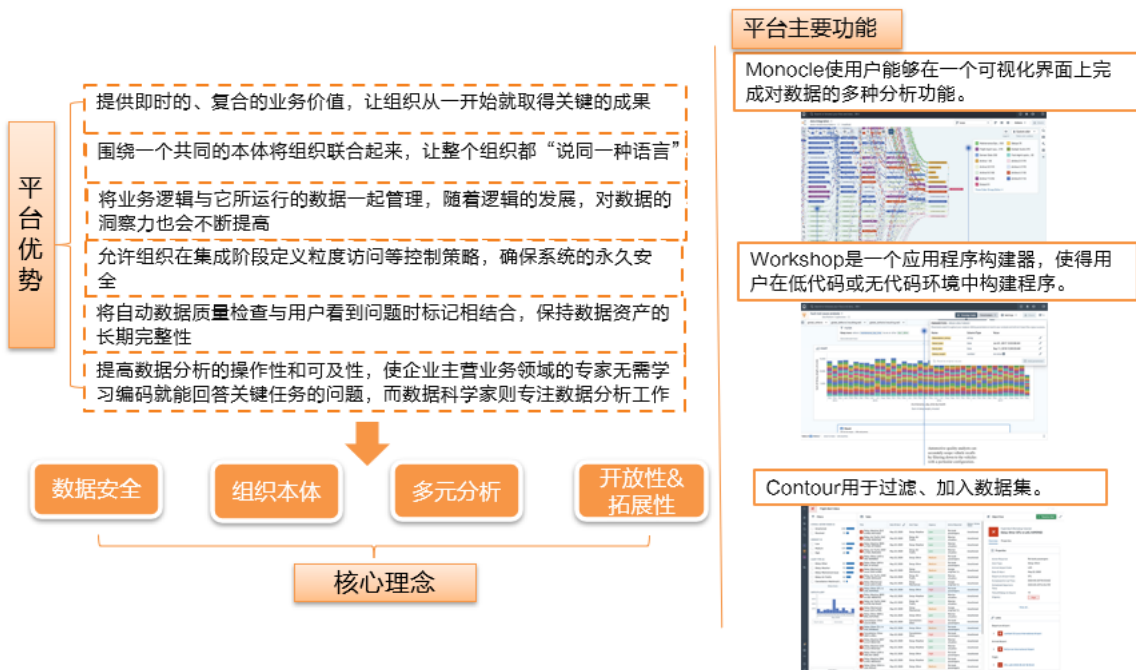


资料来源：公司官网，招股说明书，天风证券研究所

2.2.2 针对企业业务的 Palantir Foundry 具有让普通人也能与机器交互的“语言”

Palantir Foundry 构建了全新的数据使用方式，消除了后端数据管理和前端数据分析之间的障碍，使即使计算机技术能力有限的用户也能够在其专业领域内处理数据。通过 Foundry，任何人都可以获取、连接并将数据转换成他们想要的任何形式。平台使用人们能理解的语言，把数据放在语境中，将数据转换为对组织中的每个人都有意义的对象。物流公司的数据具象化为港口、船只、集装箱和客户；一个国防机构的数据具象化为人员、设备、任务和指挥结构。用户可以一次搜索所有的数据源，探索不同的假设，显示未知的连接和模式，并与同事分享见解。

图 14: Palantir Foundry 具备远超普通软件的用户体验和数据处理效率



资料来源：公司官网，招股说明书，天风证券研究所

2.3 打造 17 种解决方案，变革多个领域业务模式

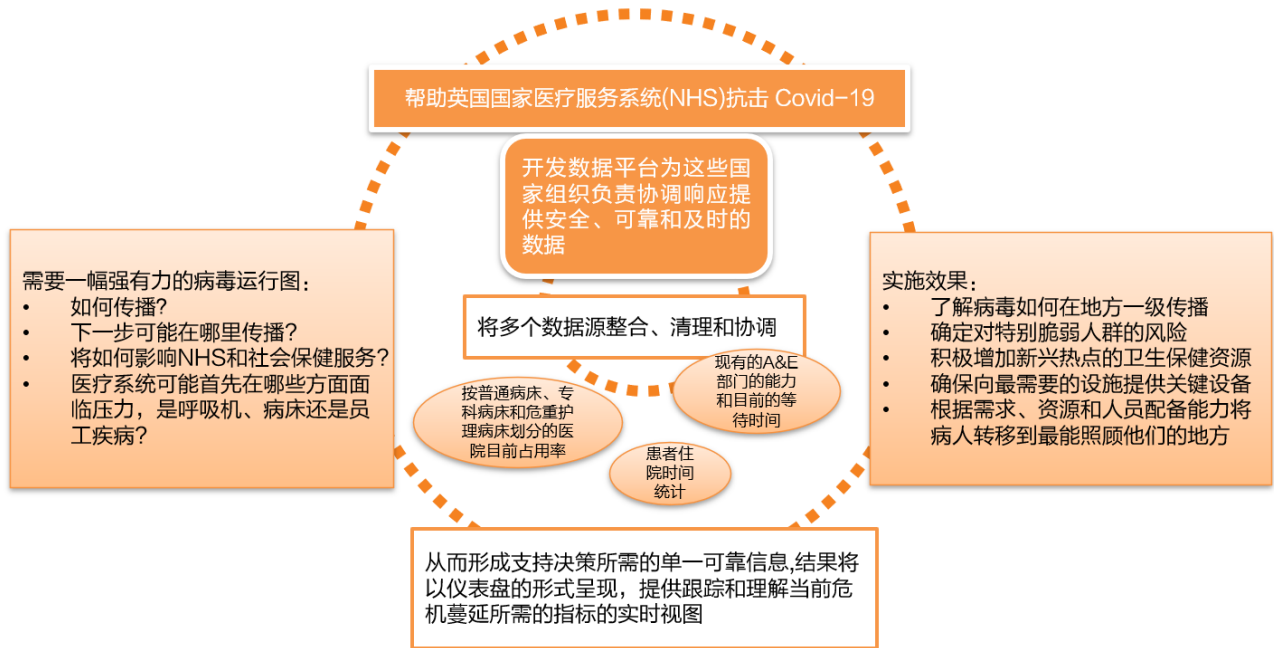
Palantir 依托两大产品，以不同行业客户业务特点为着眼点，深入垂直行业打造特定解决方案。企业部门典型行业包括医药健康、飞机制造、广告、质检等；政府部门包括军方、税收机构；以及非盈利组织。在今年全球蔓延的新冠疫情面前，Palantir 通过打通医疗行业数据，有效提高其对疾病防控的响应能力。

图 15：典型行业解决方案

<p>医药健康 制药的临床试验的高失败率导致高研发成本，Palantir产品服务可帮助节省研发费用、提高供应链效率和快速对接药品供需两端</p>	<p>飞机制造 通过平台整合和分析大量时间序列数据的能力，让工程师有更多精力处理复杂问题，在保障生产安全和质量的同时，大大加快飞机的生产周期。</p>	<p>广告传媒 电视已不再是人们接触广告的主要方式，Palantir能够整合各个社交媒体上孤立的数据资源，从而精准投放广告</p>	<p>质量检测 对众多制造企业，产品质量对其声誉及利润有重要影响，Palantir产品可发现次品出现模式，帮助企业改善质量控制流程，减少维修及处理投诉的费用</p>
<p>军方 利用平台数据决定行动的目的地及如何前往，预估可能出现的危局并制定应对计划</p>	<p>税收机构 通过梳理公司的纳税申报表，发现跨境洗钱及逃税企业</p>	<p>人道主义工作者 提升台风、洪水等自然灾害的灾后救助效果</p>	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 16：Palantir 提高卫生部门对疫情防控的响应效率

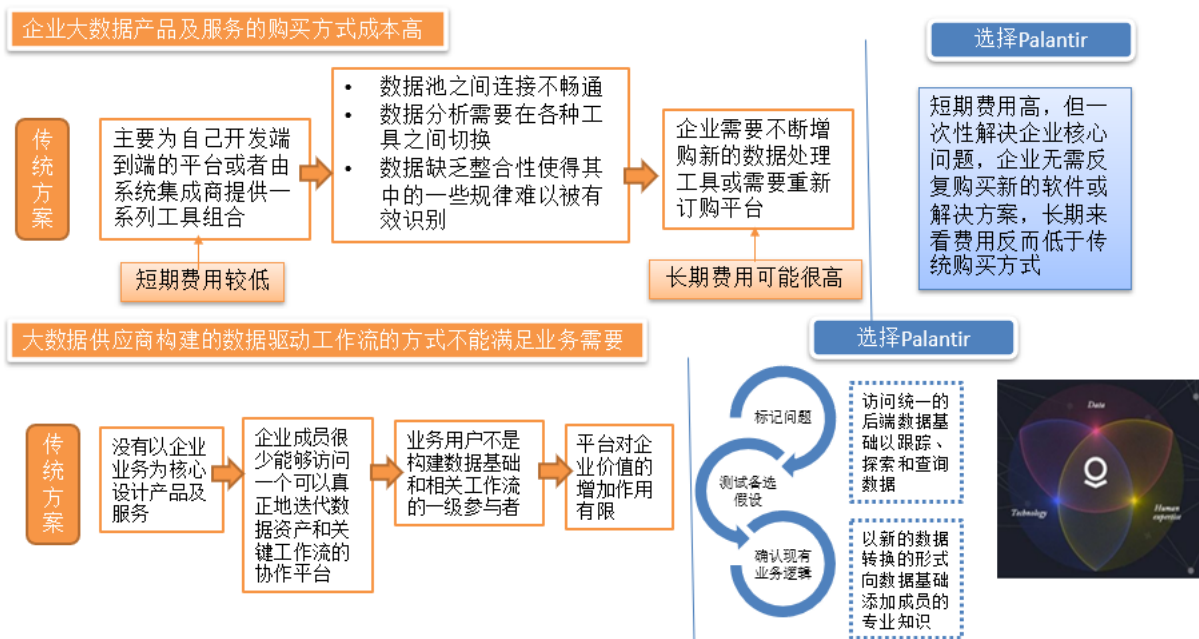


资料来源: GOV.UK, 天风证券研究所

2.4 致力解决客户痛点, 秉承独特产品哲学

Palantir 的产品与服务主要针对客户原有数据处理方式成本高及不能满足业务需要两大痛点。首先, 企业传统的数据服务方式是自己开发软件或向系统集成商购买, 数据处理工具之间是独立的, 导致数据整合和数据分析的不连贯, 随着业务发展要不断增加购买, 成本高。其次, 原有数据分析工具操作不够灵活便捷, 不能有效满足客户使用需求。

图 17: Palantir 解决客户痛点

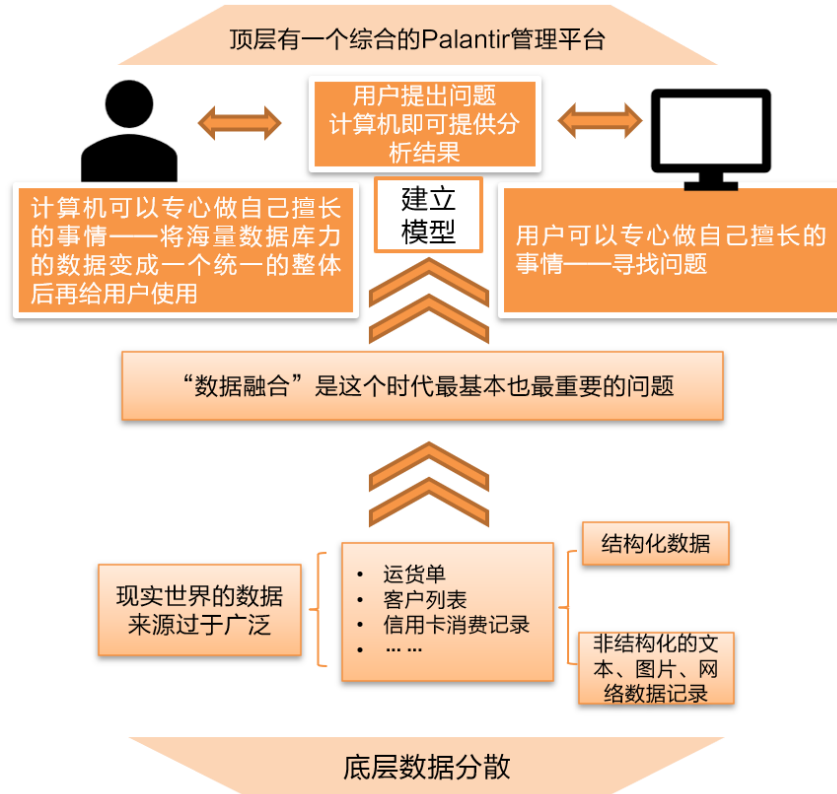


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

针对上述两大痛点, Palantir 一方面立足“数据融合”至简大道, 通过构建统一数据本体及统筹“人”“机”各自优势, 建立起全新数据处理方式。Palantir 整合组织所有数据流, 既包括结构化的也包括非结构化的, 将它们映射到一个统一的模型中, 提供一次性解决方

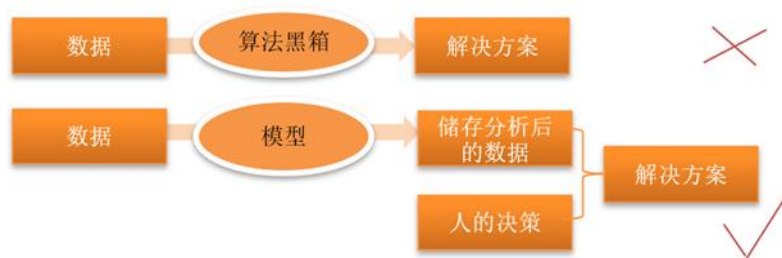
案，降低客户长期成本。不同于直接提供解决方案的算法黑箱，Palantir 致力于将机器的计算能力的优势及人的思维逻辑相结合，将人机各自优势发挥到极致。Palantir 认为数据融合不是为了让机器取代人的决策，而是为人提供辅助，人思考并提出问题、判断需要哪些数据，而机器则负责查找数据和识别规律，二者共同解决问题。

图 18: Palantir 秉承“数据融合”及“人机结合”理念



资料来源: Palantir 官方宣传片, 天风证券研究所

图 19: Palantir 主张机器辅助人而非替代人做决策



资料来源: Palantir 官方宣传片, 天风证券研究所

Palantir 另一方面形成了与客户合作的独特方式，以客户业务为核心实现真正为客户创造价值。Palantir 注重研发人员从直接参与客户的工作中获得的经验，经验的积累将带来业务效率的提升。Palantir 认为工程师必须亲身体验，通过实地参与客户的工作，对客户需要什么、如何做决策、如何计算权衡有深刻理解，才能了解不同行业面临的具体问题，并确保平台继续进行相应改进。Palantir 在构建平台时往往要对该行业进行数万个小时的实际工作学习。

图 20: Palantir 构建平台前充分了解客户业务



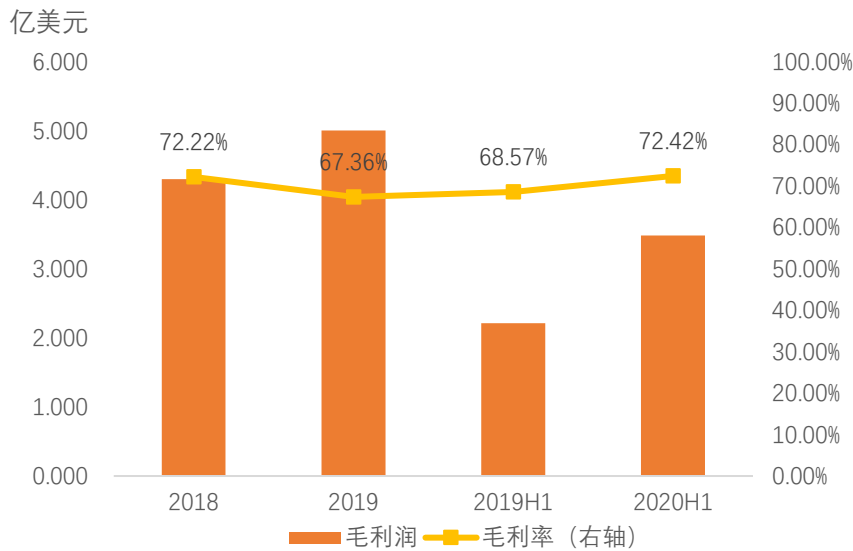
资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. Palantir 高毛利率成因

3.1 毛利率相较于净利润更适合作为公司价值的衡量标准

Palantir 的毛利率保持高位并稳步增长。对于仍处于成长期的 Palantir 而言，其费用支出可视为对未来收入的投资，因此毛利率相较于净利润更能反映其公司价值。2018 年以来，毛利润维持在 70% 左右。

图 21：Palantir 近年毛利率维持高位



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

Palantir 仍处于业务成长期，公司的成长潜力与未来价值并未反映在净利润上。2020 年上半年，公司净亏损 1.647 亿美元，剔除基于股权的薪酬后净利润为 1720 万美元。2019 年上半年，我们的净亏损为 2.805 亿美元，剔除基于股权的薪酬后为 1.676 亿美元；2019 年的净亏损为 5.796 亿美元，剔除基于股权的薪酬后为 3.377 亿美元。最近，在 2020 年第二季度，净亏损 1.105 亿美元，或剔除股权薪酬后净收入 1740 万美元。

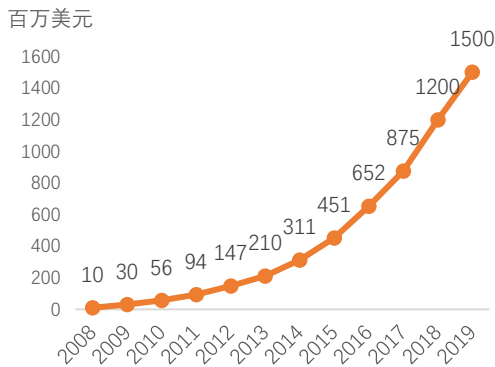
图 22：Palantir 近年来仍在亏损



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

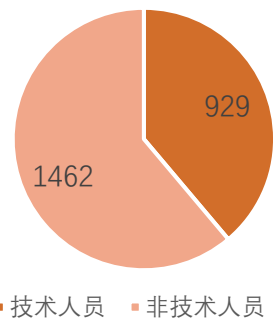
Palantir 净利润低主要由于研发及销售费用支出大，而这两方面的支出将为收入增长提供支撑，长期来看将转化为核心竞争力。一直以来 Palantir 都重视研发能力的培育，表现为技术人员占比较大且研发投入持续增加。2018 年底，Palantir 开始招聘直销人员，他们的主要职责是向特定客户和特定地区销售软件。这种新方式的投资在 2019 年底开始产生效果，使其在 2019 年拥有多家跻身《财富》100 强的新客户，Palantir 计划继续扩大其直销队伍。此外 Palantir 探索在特定行业建立伙伴关系以拓宽销售渠道。2019 年开始与领先的公共云服务供应商合作，加快和海外企业建立合作伙伴关系，利用其影响力拓宽在特定国家以及全球范围内的客户关系。

图 33：Palantir 研发投入持续增长



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 24：Palantir 技术人员占比较大



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 25：Palantir 积极开拓海外合作伙伴拓宽营销渠道

2019年，与SOMPO Holdings, Inc.合作成立Palantir Technologies Japan K.K. (或称Palantir Japan)

开始在日本市场的商业和政府机构中部署Palantir的平台，进军日本大数据市场

2020年，德国达姆施塔特默克公司(Merck KGaA)的子公司EMD Digital Inc.和Palantir启动了名为Syntropy的合作伙伴关系

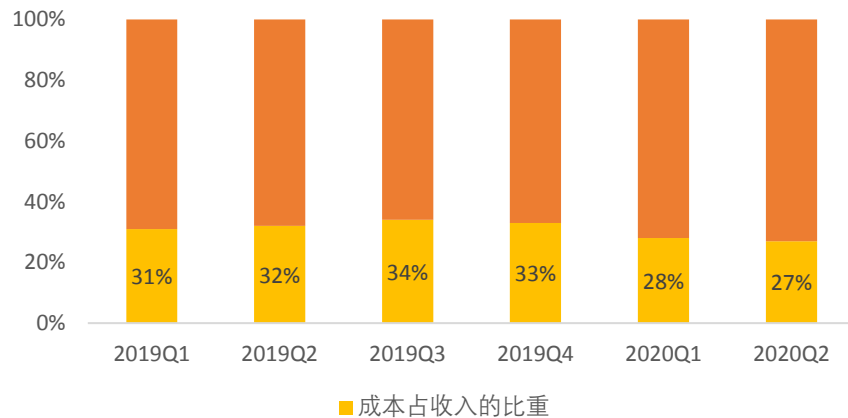
通过全球科学界的安全合作来加速癌症研究，整合医疗领域数据，进军医疗产业

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2 高毛利率成因之一：规模效应形成

由于 Palantir 为客户提供产品及服务前都会对行业进行极深入的了解，其产品具有很强的推广性，这使得每进入一个行业后其单位合同成本随合同数量的增加而逐渐摊薄。Palantir 的收入成本主要包括工资、基于股票的薪酬费用、执行操作和专业服务的人员的福利，以及第三方云托管服务、分配的开销和其他直接成本。在刚进入一个领域时由于对行业了解的不充分，其需要的研发人员工资、与第三方的沟通成本都较高，而随着对各个垂直行业的了解不断深入，后续订单所需成本都将大大降低，2019 年以来 Palantir 收入成本的绝对值随着收入的增长而增加，而成本在收入中的占比仅为 30%左右。

图 26：Palantir 成本占收入比重逐渐降低

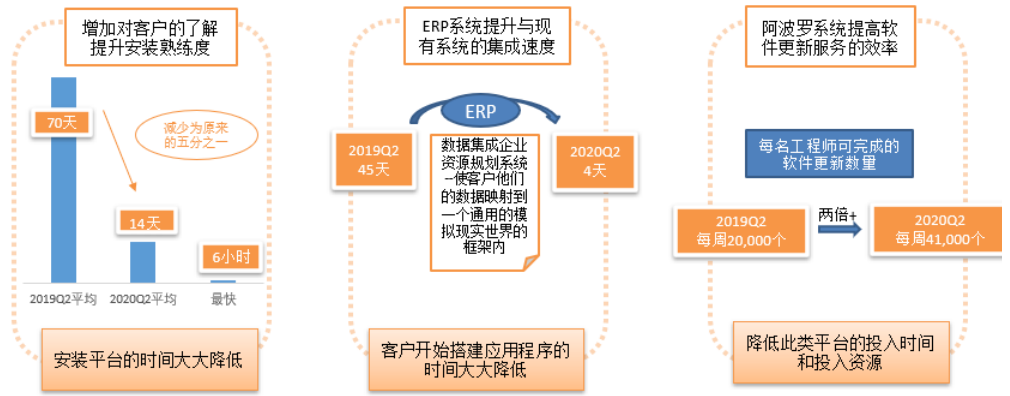


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3 高毛利率成因之二：业务效率提升

ERP 系统和阿波罗平台的开发及部署，使得安装平台所需软件工程师的时间和数量的显著减少，每周人均维修更新软件数量的大幅提高。自 2019 年第二季度以来，客户下单到开始使用数据所需的时间减少为原来的五分之一。这是主要得益于 Palantir 开发了数据集成企业资源规划(ERP)系统，专门针对大型组织来管理数据的需求，使客户他们的数据映射到一个通用的模拟现实世界的框架内，缩短开始设计应用程序所需的时间。此外，Palantir 还投入巨资发展用于向客户提供软件更新的基础设施，如阿波罗系统。Palantir 称其在软件平台开发方面的投资将会继续，并期望这些投资会继续减少安装和管理其平台所需的时间和资源。

图 27：Palantir 业务效率提升表现的三个方面



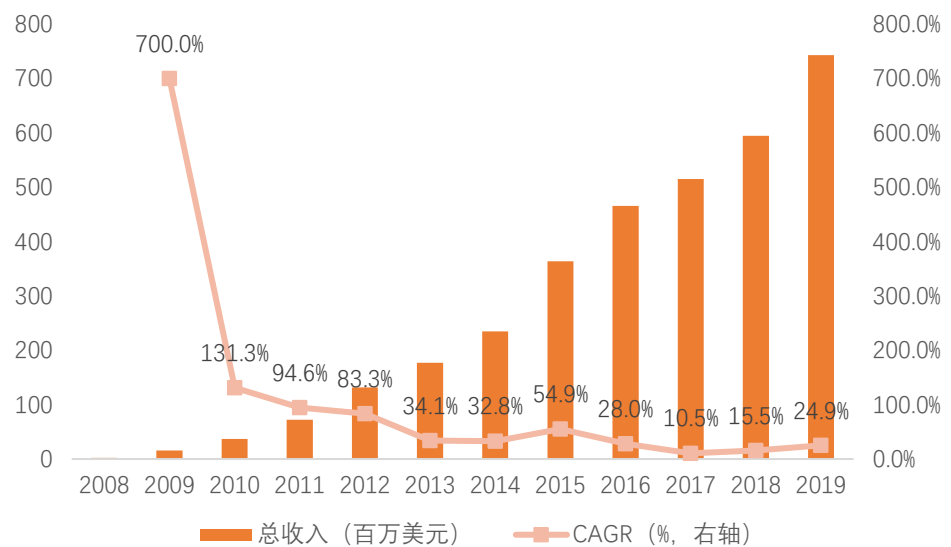
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.Palantir 高收入成因

4.1 Palantir 收入增长势头迅猛

Palantir 的营业收入早期年复合增长率曾高达 700%，近年保持 10%-20%的速度增长。从 2008 年到 2019 年，Palantir 总共创造了 34 亿美元的收入。Palantir 在 2019 年收入为 7.426 亿美元，比 2018 年增长了 25%。在地缘政治不稳定和经济萎缩的 2020 年上半年，Palantir 收入的增长反而加快了，2020 年上半年创造了 4.812 亿美元的收入，比 2019 年上半年的 3.277 亿美元增长 49%。

图 28：Palantir 收入不断增长



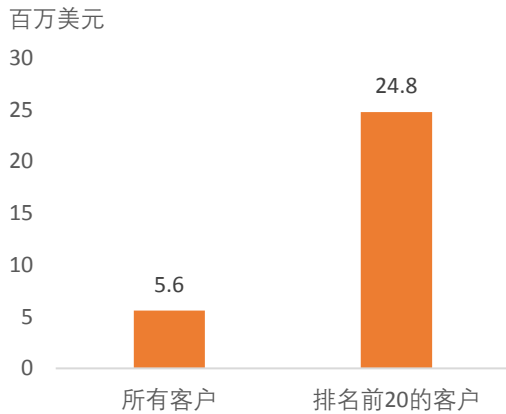
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.2 高收费模式及大型客户定位使公司天然具有高收入属性

Palantir 单位客户合同单价高，头部客户贡献大部分收入。对公客户主要为政府机构，对私客户主要为美国大型企业，面对的问题复杂且定制化需求程度大。每一份合同都代表着与客户的长期合作，一般订单周期为 3 年。单价也较高，通常购买费用在 500 万美元到 1000 万美元之间，要求客户先支付 20% 的费用，剩余部分在顾客满意之后支付。除了提供服务器，Palantir 还提供培训和工程支持，这将大大增加产品的总体成本。维护费用每年也要 3 万美元，培训费用每名用户为 1 万美元。此外，公司还提供咨询服务，每小时为 150 至 300

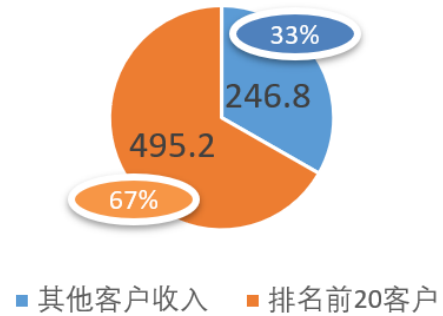
美元。2008-2019 年 Palantir 平均客户收入年复合增长率为 30%，前 20 大客户为 35%，未来 Palantir 将继续保持这一营收特点，深化大客户的获取与培育。

图 29：2019 年平均每位客户带来的收入



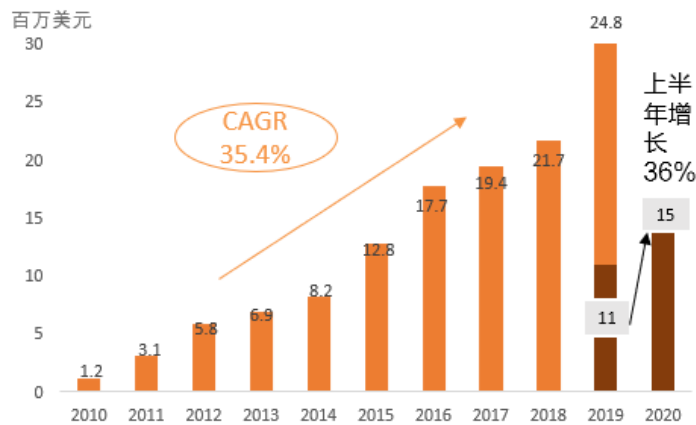
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 30：2019 年总收入的客户构成



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 31：前 20 大客户平均客户收入增长迅速

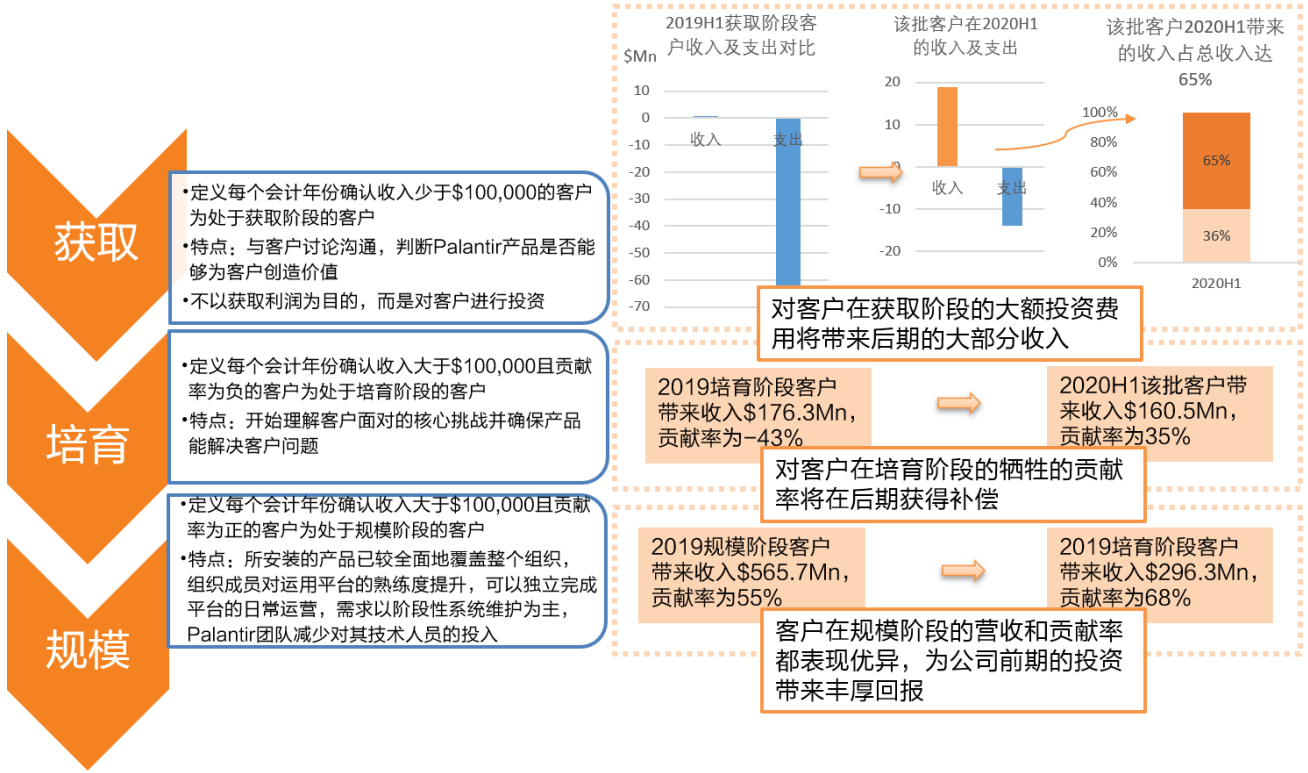


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.3 得当客户关系经营策略为收入提升注入长期驱动

Palantir 将其所有客户划分为三个阶段，每个阶段对应不同的经营策略，每年结束时对客户调整分类。公司认为要形成稳定的客户基础需要在前期对客户进行投资，其前两个阶段的客户随未能带来经济效益，但 Palantir 认为最终所有客户都有机会进入规模阶段，成为公司的稳定营收来源。

图 32：Palantir 客户关系经营模式



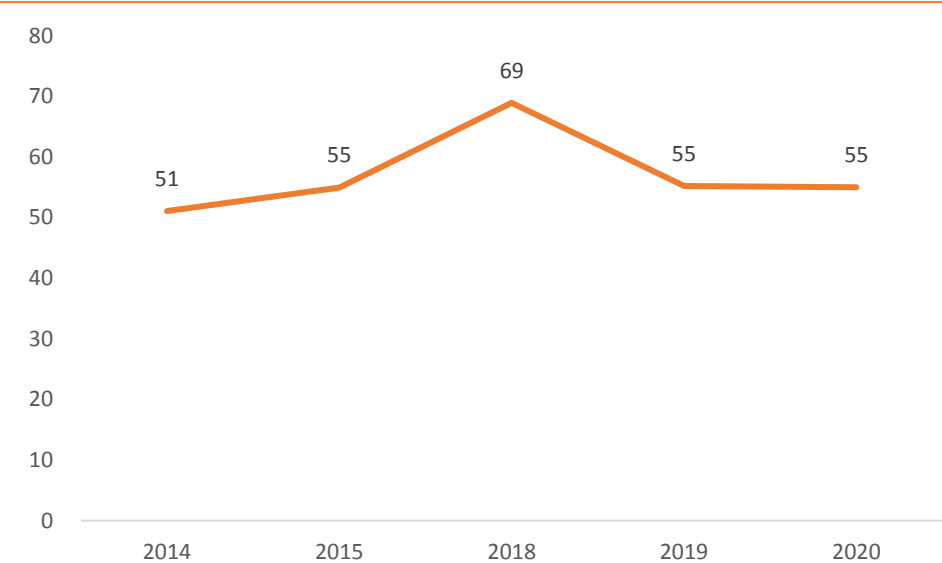
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5. Palantir 估值分析

5.1 Palantir PS 估值分析

考虑公司的高收入和高成长性，而由于对技术和客户的大量投入未能在利润上反映出来，因此我们采用 PS 估值法对 Palantir 进行估值分析。Palantir 的 PS 值持续保持高位，其中 2014 年为 51 倍，2018 年增长至 70 倍。考虑行业空间、公司地位及上半年收入，我们预计公司今年 PS 仍为 55 倍。

图 33：Palantir 历年 PS

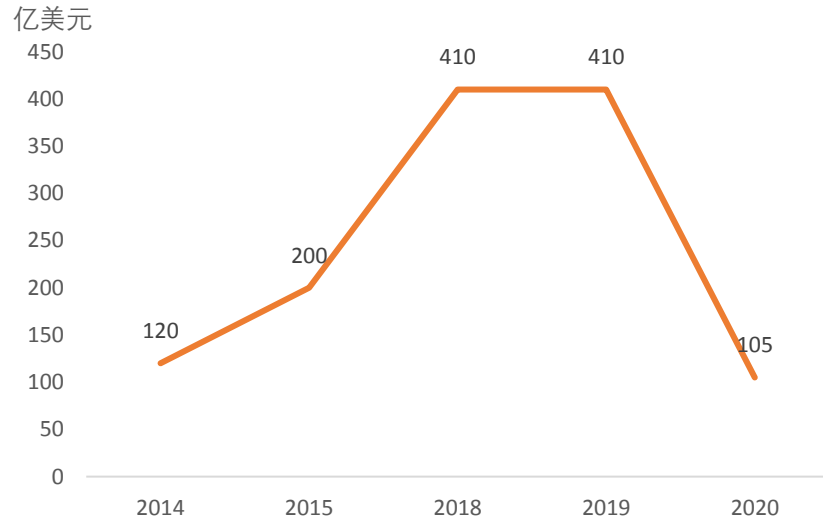


资料来源：招股说明书，福布斯，智通财经，36 氪，腾讯科技，天风证券研究所

5.2 Palantir 历年估值表现亮眼

根据历次投融资的情况，Palantir 估值从 2014 年的 120 亿美元一路攀升至 2018 年的 410 亿美元。公司估值的增长主要由于 Palantir 原先一直保持神秘身份，随着其走向商业化，知名度提升使得投资人对其兴趣骤增。2018 年之后，估值理性回落，但仍保持高位，其高估值来自其行业覆盖面的拓宽，以及产品优势驱动下的收入稳步增长。

图 34：Palantir 历年估值



资料来源：福布斯，智通财经，36 氪，腾讯科技，天风证券研究所

6. 风险提示

大客户流失风险。 Palantir 销售周期长，在销售初期采取让客户低成本体验产品的获客策略，同时初期服务单个客户的人工成本较高，这使得在每名客户合作初期需要的成本投入很高。如果客户最终未能进入成熟阶段，这些前期的大量投入将无法收回，成为现实亏损。由于 Palantir 收入的大部分由头部大客户贡献，一旦这些客户未能新签合同或是终止原有合同，Palantir 的业绩表现将受到极大冲击。

客户隐私、数据安全风险。 Palantir 的业务受制于关于隐私、数据保护与安全、技术保护等方面的法律法规。由于美国及全球市场日益复杂及不断发展，许多这些法律和法规可能会发生变化和不确定的解释，改变其原有的业务惯例，并可能导致索赔、罚款等，增加运营成本，或以其他方式损害公司的业务。

研发进展不及预期。 Palantir 之所以保持收入规模持续增长，主要是其产品及服务的持续改进，能够解决其他软件供应商或系统集成商所无法解决的问题。如果 Palantir 未能继续保持其产品优势，由于其产品定价高，客户可能选择其他成本较低的软件服务。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com