

SERVICENOW (NOW.N)

优于大市

深度绑定英伟达，多行业 AI Agent 持续导入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 计算机 · IT 服务 II

◆ 投资评级: 优于大市(首次)

证券分析师: 库宏彦 021-60875168 kuhongyao@guosen.com.cn 执证编码: S0980520010001
联系人: 云梦泽 021-60933155 yunmengze@guosen.com.cn

事项:

事件: 当地时间 11 月 14 日, 巴克莱银行技术行业会议召开, ServiceNow 于会上分享了公司对 AI 的信心, 将继续着力于推动以生成式 AI 改变企业工作方式; 受 AI 需求推动, 公司三季度收入快速增长。

国信计算机观点: 1) 三季度收入同比+22%, 盈利能力大幅提升: 公司实现营业收入 27.97 亿美元, 其中实现订阅收入 27.15 亿美元, 同比+22.5%, 超出指引上限 2 个 pct, 非 GAAP 运营利润率超 31%, 超出指引上限 1.5 个 pct。2) 深度绑定英伟达, AI 全面赋能平台业务: a) 公司与英伟达的合作关系扩大, 双方将在 Now 平台上共同开发原生 AI 代理; b) 公司推出 Now Assist, 利用 AI 全面赋能自身业务。3) 平台全面迭代升级, 扩展行业解决方案: 公司发布平台更新 Xanadu, 与 Microsoft Copilot 深度集成, 同时将解决方案扩展至零售行业。4) 公司市场空间广阔, 上调全年业绩指引: 公司上调 2024 全年业绩指引, 预计实现订阅收入 106.55-106.6 亿美元(前值为 105.75-105.85 亿美元), 同比+23%。考虑到 2025 年或为 AI Agent 落地元年, 有望推动公司 AI 业务扩充至更多专业领域, 打开增长空间。预计 24-26 年公司实现营业收入为 110.92/134.83/161.34 亿美元; 归母净利润为 11.67/14.73/19.21 亿美元, 对应当前 PS 为 20.8/17.1/14.3 倍, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。5) 风险提示: AI 应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动、新产品研发不及预期。

评论:

◆ workflow 自动化龙头, 积极探索 AI 与业务融合

ServiceNow 成立于 2003 年, 专注于数字化 workflow 自动化, 旨在通过其智能平台 Now Platform 帮助企业实现端到端的数字化转型。企业的业务流程通常被嵌入到各部门独立的系统中, 使得各部门在发展过程中逐渐形成了信息孤岛, 导致了部门间协作困难、数据流通不畅, 同时限制了企业在面对市场变化时的适应能力, 阻碍了内部运营效率的提升。公司成立之初便致力于优化企业工作流程, 经过多年发展, 目前已成为全球最大的 SaaS 服务商之一, 其发展历程大致可分为以下阶段:

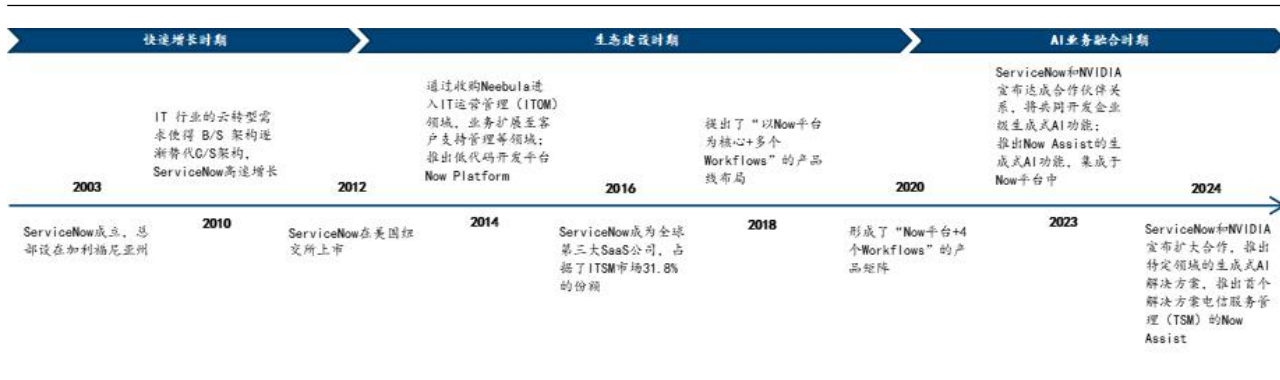
1) 第一家 ITSM 云服务企业, 替代传统架构快速增长 (2003-2012 年): 公司成立于 2003 年, 成立之初为 ITSM (IT Service Management) 领域的 SaaS 服务商, 帮助客户建立完整的 IT 服务管理流程, 提升 IT 运营效率。公司成立之初, ITSM 市场的主流架构是 C/S (客户端/服务器), 以本地部署为主, 而公司则专注云端, 选择了 B/S (浏览器/服务器) 架构, 以 Now 平台为核心打造产品, 成为第一家 ITSM 云服务企业。2010 年前后, IT 行业开始了 B/S 架构对 C/S 架构的替代, 公司由此开启了高速增长之路;

2) 扩充自身产品, 建设生态平台 (2013-2020 年): 2014 年, 公司通过收购 Neebula 进入 IT 运营管理 (ITOM) 领域, 同时将业务扩展至客户支持管理等领域。同年, 公司推出低代码开发平台 Now Platform, 使组织能够构建自定义应用程序和自动化流程, 为公司生态构建打下基础。2018 年, 公司提出了“以 Now 平台为核心+多个 Workflows”的产品线布局, 并在 2020 年形成了“Now 平台+4 个 Workflows”的产品矩阵;

3) 积极提升技术实力, 探索 AI 与业务融合 (2021 年至今): 2021 年后, 公司先后收购了机器学习模型管理服务商 Gekkobrain、AI 技术服务商 Element AI 等企业以提升自身生成式 AI 技术能力。2023 年, 公司宣布达成合作伙伴关系, 共同开发企业级生成式 AI 功能。同年公司发布 Now Assist, 在 Now 平台上嵌

入生成式 AI，使用生成式 AI 对问题提供对话式响应。2024 年，公司与英伟达宣布扩大合作，将推出特定领域的生成式 AI 解决方案。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，Zippia，国信证券经济研究所整理

公司致力于构建数字化企业的端到端智能工作流自动化平台，所有产品都基于其智能平台 Now Platform 交付。Now Platform 为基于云的低代码开发平台，内嵌人工智能 (AI) 和机器学习 (ML) 功能，能够连接不同部门、系统内的数据，使组织能够快速构建自定义应用程序、自动化流程和工作流。同时，Now Platform 提供简易的用户界面，使用户能够在网络端、移动端等不同设备上管理工作流。基于 Now Platform，公司将业务纵向延伸至技术 (Technology Workflows)、客户与行业 (Customer and Industry Workflows)、员工 (Employee Workflows) 和创造 (Creator & Other Workflows) 四大工作流。

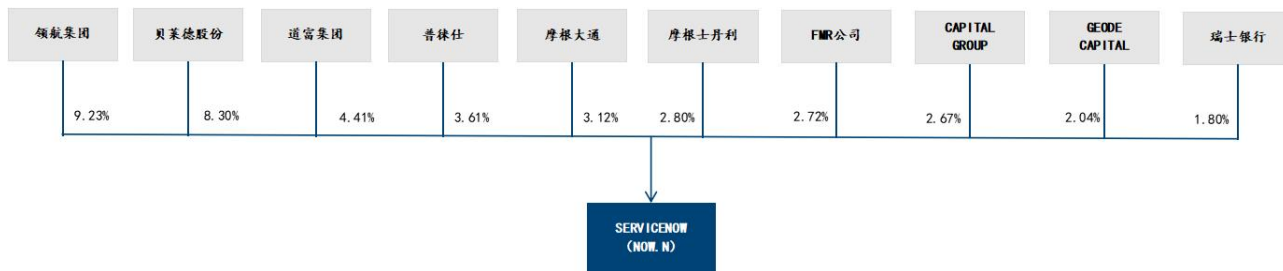
- 1) 技术工作流：**将 IT、技术、风险管理和安全运营等产品整合到同一平台上，使公司能够更高效地管理 IT 基础设施、识别并修复安全漏洞和威胁、优化成本并简化管理任务；
- 2) 客户与行业工作流：**通过将前端客户服务与运营、订单履行等资源集成，创建从客户请求到解决问题无缝衔接的工作流，从而帮助企业优化客户服务并提升客户满意度；
- 3) 员工工作流：**通过自动化和 AI 改善员工体验，使员工能够更高效地协作和工作，提升生产力和敏捷性；
- 4) 创造与其他工作流：**提供低代码和无代码工具，帮助企业快速构建和管理工作流，同时通过 AI 助手，开发团队可以在 Now Platform 上更快地创建和扩展专业化应用。

表1：公司主要产品

平台	workflows	业务板块	介绍
Now Platform	<p>技术工作流</p> <p>将 IT、技术、风险管理和安全运营统一到一个平台上，为客户提供服务，管理其 IT 基础设施，识别并修复安全漏洞和威胁，获得 IT 资源和资产生命周期的可见性，优化 IT 成本并减少在行政任务上花费的时间。</p>	资产管理	IT 资产管理通过工作流和分析对客户的软件、硬件和云资产生命周期进行清点和自动化，跟踪 IT 资产的财务、合同和库存细节。企业资产管理则在客户的物理业务资产的整个生命周期中自动化流程，包括规划、部署、库存管理和维护直到退役。
		云可观测性	提供对驱动客户内部和外部产品与服务的云原生和单体环境的深度、实时可见性。云可观测性赋能站点可靠性工程和应用开发团队，以减轻业务中断，加速创新，并提供出色的客户体验。
		ESG 管理	通过简化的数据收集、按需的进度监控和自动化报告，帮助客户提升其 ESG 项目。
		综合风险管理 (IRM)	帮助客户实时管理风险和弹性，包括政策与合规管理、法规变更管理、合规案例管理、IT 和运营风险管理、审计管理、业务连续性管理、隐私管理以及第三方和供应商风险管理。
		IT 运营管理	帮助识别、监控和管理客户的物理和基于云的 IT 基础设施组件（例如服务器）及其依赖的相关数字服务（例如电子邮件），还为所有 IT 可配置项维护单一数据记录，使客户能够控制其本地或基于云的基础设施，并协调关键流程和任务。
		IT 服务管理 (ITSM)	基于 AI 定义、结构化、整合、管理和自动化企业为其员工、客户和合作伙伴提供的数字服务，包括预测智能、虚拟代理、事件管理与响应、常规任务和请求自动化、绩效分析以及流程优化功能。
		安全运营	将安全与企业的其他部分连接起来，整合内部和第三方的安全与漏洞数据，以便快速响应安全事件和漏洞，并根据其对客户业务的潜在影响进行优先级排序
		战略组合管理 (SPM)	通过将客户的战略与投资和执行对齐，使客户能够驱动业务成果。SPM 帮助客户在相同平台上规划、可视化和跟踪其项目、数字产品组合。
		客户服务管理 (CSM)	通过连接前台、中台和后台，优化全渠道自助服务的自动化问题解决，并为代理提供实时智能，帮助团队提供无缝的客户服务体验。通过 CSM，公司可以根据优先级和类别将工作分配给合适的代理，通过基于以前的案例和互动推荐解决方案，减少错误。
		现场服务管理	通过将工单管理、日程优化、派遣和预防性维护集成在相同平台上，现场服务代理可以在客户服务管理平台上被分配、部署和管理。组织可以简化资源管理，并通过提供工作详情、客户信息和所需零件来赋能技术人员，以最大化效率并提供出色的客户体验。
行业解决方案	提供行业解决方案，以更好地满足特定行业的独特需求，包括银行、保险、电信、技术、医疗保健、生命科学、制造业和全球公共部门。		
员工工作流	<p>员工工作流通过让员工更轻松地在各种地点和方式下工作与协作，改善生产力、敏捷性和绩效，从而转变员工体验。还通过更高效地利用员工资源、人员配备和交付服务，帮助客户释放其劳动力的技能和能力。</p>	人力资源服务交付	产品帮助组织通过定义、结构化、整合、管理和自动化人力资源服务来管理员工请求。包括人力资源案例管理、员工自助服务、经理体验、知识管理以及跨多个部门管理员工生命周期事件，如入职、调动和离职。
		法律服务交付	法律团队可以通过部署专业实践领域的工作流、利用自动化响应以及通过实时报告和仪表板获取需求洞察，有效地提供支持。
		工作场所服务交付	帮助组织管理工作场所服务、设施和房地产。公司可以利用实时分析和室内地图功能优化其工作空间，并可以自动化工作场所请求、预订和维修，跟踪健康与安全事件，以保持工作场所的顺利运行。
创造者与其他工作流	<p>通过低代码开发体验，帮助客户快速构建和管理跨企业的工作流，安全地在大规模上交付敏捷服务，并具备允许客户管理安全和存储等功能。</p>	应用引擎 (App Engine)	使客户的员工能够使用低代码和无代码开发工具创建企业级工作流，无需正式的编码经验。应用引擎提供直观且智能的开发体验，旨在实现速度、安全和可扩展性。
		自动化引擎 (Automation Engine)	通过最少的代码连接或自动化系统、文档或任务，帮助工作流集成。同时包括流程挖掘功能，可以发现业务流程中的趋势和模式，帮助消除冗余，推动流程优化，以及实现成本和生产效率的提升。
		平台隐私与安全	提供高级的安全和隐私控制，帮助 ServiceNow 客户在云端保护和控制其敏感数据。
		采购到付款	连接到客户现有的企业资源规划 (ERP) 系统，提供采购到付款的工作流自动化解决方案。

资料来源：公司财报，公司官网，国信证券经济研究所整理

管理团队从业经验丰富。截至 2024 年 9 月，公司前三大股东分别为领航集团、贝莱德股份及道富集团，分别持有公司 9.23%、8.30% 以及 4.41% 的股权，公司前十大股东合计持有公司 40.7% 的股权。公司管理团队有着多年从业经验，核心技术人员曾在谷歌、甲骨文等知名企业任职。

图2：公司发展历程


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

表2：公司高级管理人员

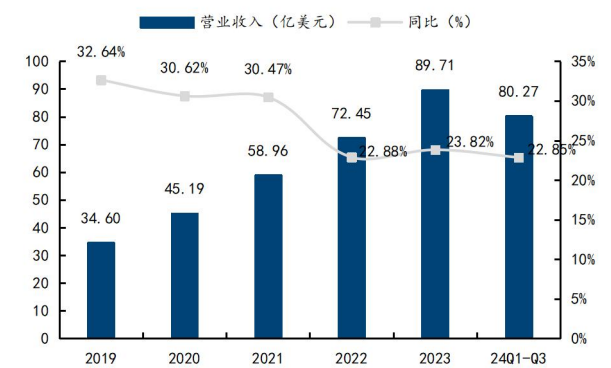
姓名	职务	性别	年龄	履历
Bill McDermott	董事长兼首席执行官	男	63	道尔学院学士，西北大学硕士；2000年起在 Gartner 担任总裁、2001年起在 Siebel CRM Systems 担任全球销售和运营执行副总裁、2010年起在跨国软件公司 SAP 担任首席执行官；现任公司董事长兼首席执行官。
Amit Zavery	总裁兼首席运营官	男	53	德克萨斯大学奥斯汀分校学士，卡内基梅隆大学硕士；自 1994 年起于甲骨文担任过各种领导职务，包括执行副总裁兼公司产品开发官、2019年起担任谷歌云副总裁/总经理兼平台主管；现任公司总裁、首席运营官、首席产品官。
Gina Mastantuono	首席财务官	女	54	纽约州立大学奥尔巴尼分校学士；自 2007 年起担任 Revlon 高级副总裁、首席会计官、控制器以及国际首席财务官、自 2016 年起在 Ingram Micro 担任执行副总裁和首席财务官；现任公司首席财务官。
Paul Smith	首席商务官	男	52	普利茅斯大学学士；自 2010 年起担任 Techlightenment 董事总经理、自 2012 年起担任赛富时执行副总裁及英国总经理；2020 年起担任公司欧洲、中东和非洲地区（EMEA）的总裁、现任公司首席商务官。
Christopher Bedi	首席信息官	男	49	密歇根大学学士；自 2002 年起担任 Verisign 首席信息官、企业发展副总裁和人力资源运营副总裁、2011年起担任 Viavi Solutions 首席信息官；现任公司首席信息官。
Nicholas Tzitzon	首席战略官	男	44	萨福克大学学士；自 2012 年起在 SAP SE 担任执行副总裁（以及其它高级职位）；现任公司首席首席战略官。
Jacqueline Canney	首席人力资源官	女	56	波士顿学院学士；自 2003 年起在埃森哲担任全球人力资源管理总监、自 2015 年起在沃尔玛担任执行副总裁、自 2019 年起在 WPP 担任全球首席人才官；现任公司首席人才官。

资料来源：Wind，公司财报，公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 三季度收入同比+22%，盈利能力大幅提升

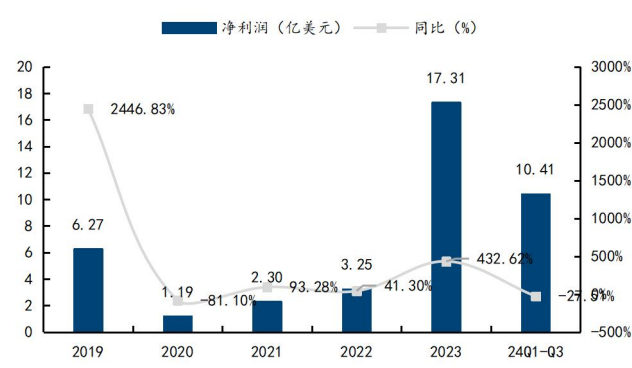
收入超出业绩指引上限，净利润同比大幅提升。分季度方面，24Q3 公司实现营业收入 27.97 亿美元，同比+22.25%，其中实现订阅收入 27.15 亿美元，同比+22.5%，超出公司指引上限 2 个 pct。公司非 GAAP 运营利润率超 31%，超出指引上限 1.5 个 pct；GAAP 营业利润率为 14.95%，同比提升 4.85 个 pct。公司实现净利润 4.32 亿美元，同比+78.51%，GAAP 每股摊薄收益为 2.07 美元，同比+76.92%。分财年来看，公司近年来收入呈稳定上升趋势，2019-2023 年营业收入 CAGR 达 26.89%。受递延税项等非经常项目影响，2023 年公司净利润波动较大，FY2024 前三季度公司已实现净利润 10.41 亿美元，同比-27.51%，扣除非经常项目影响后同比+92.89%。

图3: FY2024 前三季度营收 80.27 亿美元, 同比+22.85%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

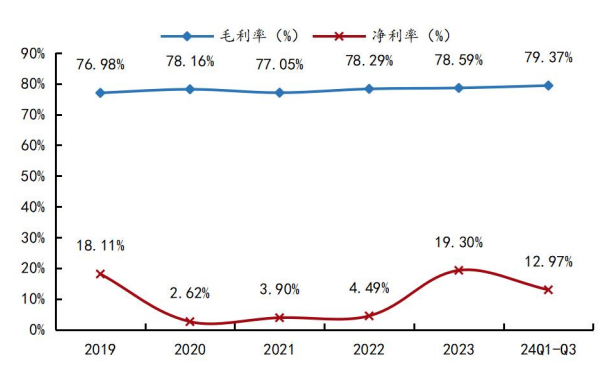
图4: FY2024 前三季度实现净利润 10.41 亿美元, 同比-27.51%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

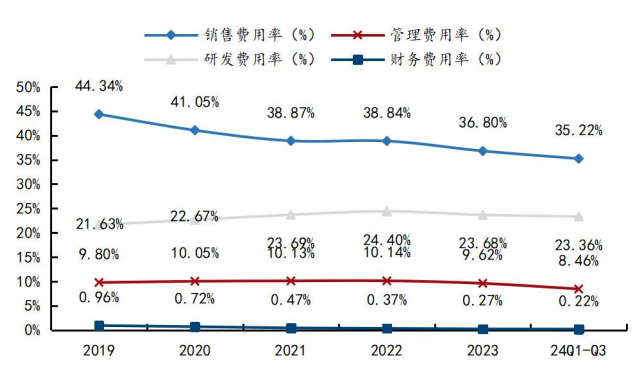
公司毛利率近年呈持续增长态势, 研发投入维持高位。分季度来看, 24Q3 公司实现毛利率 79.12%, 同比+0.29 个 pct; 公司实现净利率 15.45%, 同比+4.87 个 pct。期间费用率方面, 24Q3 单季度公司销售费用率为 33.97%, 同比下滑 0.95 个 pct, 公司研发、管理、财务费用率分别为 22.38%、8.04%以及 0.21%。分财年来看, 公司近年来毛利率稳步提升, 期间费用率逐渐降低, FY2024 前三季度公司实现毛利率 79.37%, 实现销售费用率 35.22%。公司研发费用稳步提升, 研发费用率维持高位, FY2024 前三季度公司研发费用率达 23.36%。

图5: FY2024 前三季度实现毛利率、净利率 79.37%、12.97%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: FY2024 前三季度销售费用率为 35.22%



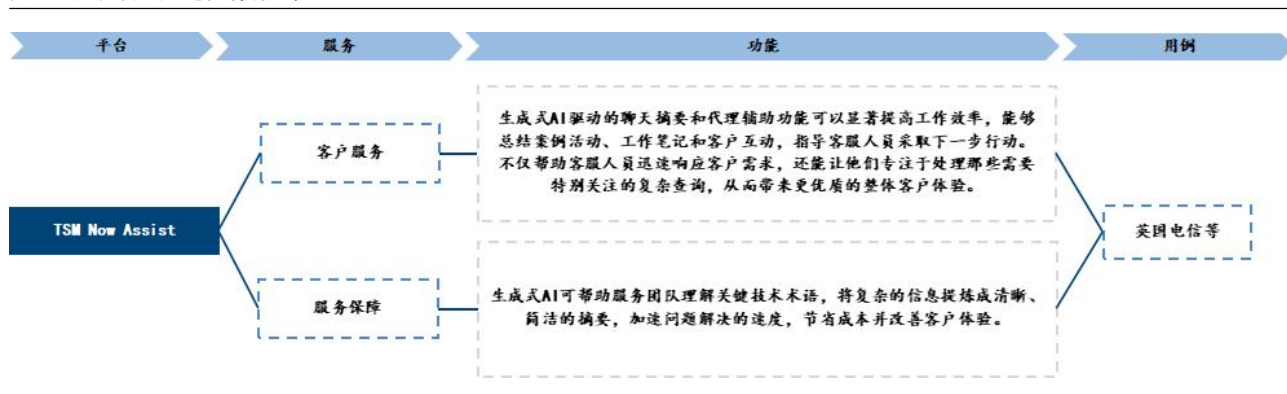
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 深度绑定英伟达, AI 赋能自身业务

与英伟达深度绑定, 双方合作不断深化。2023 年 5 月, 公司宣布与英伟达达成合作伙伴关系, 将共同开发企业级生成式 AI 功能, 通过实现 workflow 自动化来转变业务流程。公司基于英伟达的软件、服务和加速基础设施, 利用 Now 平台专有的数据训练自定义大型语言模型; 7 月, 公司联手英伟达、埃森哲推出 AI 灯塔计划, 将公司提供的企业自动化平台和支持、英伟达的 AI 计算能力和相关软件以及埃森哲的咨询及部署服务进行整合, 旨在让下游客户快速、安全地采用生成 AI 工具; 2024 年 2 月, 公司与英伟达扩大合作, 推出特定领域的生成式 AI 解决方案, 双方合作的首个解决方案是电信服务管理 (TSM) 的 Now Assist, 基于 Now 平台构建, 使用 NVIDIA Triton 推理服务器提供服务, 并通过 NVIDIA NeMo 进行定制; 10 月, 公司

与英伟达的合作关系进一步扩大，双方将使用 NVIDIA NIM Agent Blueprints 在 Now 平台上共同开发原生 AI 代理，为下游客户提供即开即用的解决方案。

图7: 公司与英伟达合作推出 Now Assist for TSM

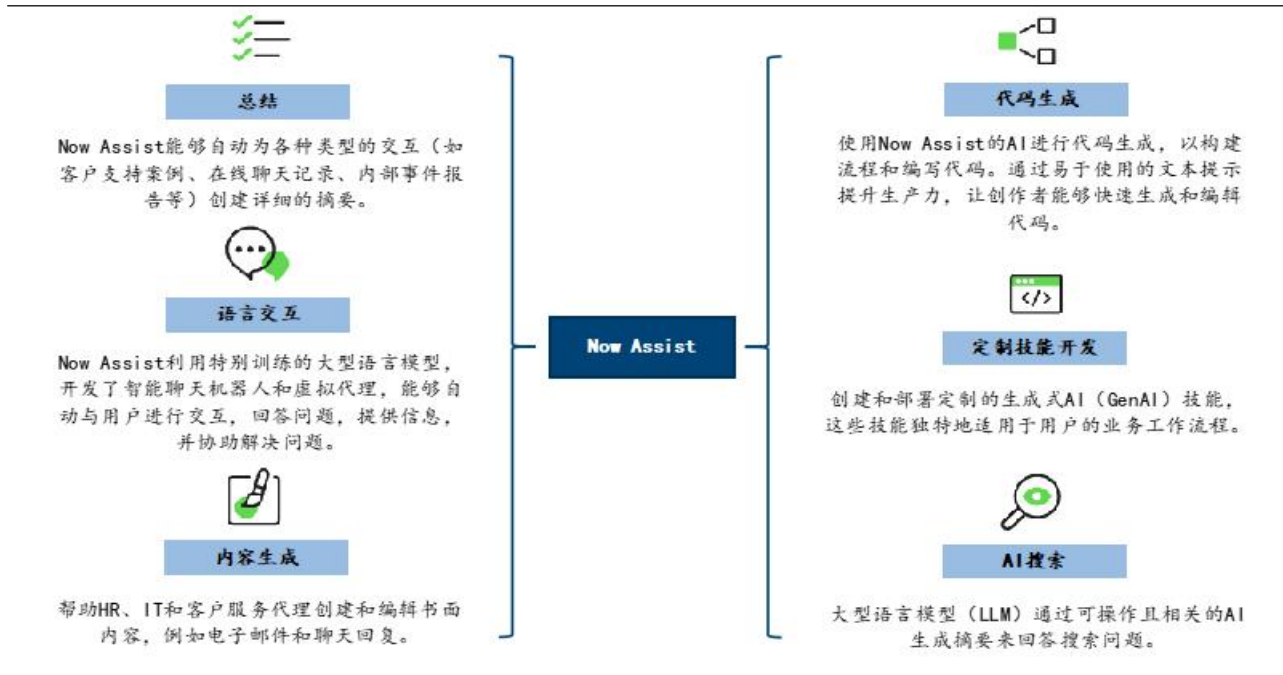


资料来源：英伟达官微，国信证券经济研究所整理

发布生成式 AI 解决方案,全面赋能自身平台。基于与英伟达的合作,公司于 2023 年 9 月推出了 Now Assist, 通过生成式 AI 提升企业在 IT、客户服务、人力资源和开发等关键领域的生产力与用户体验。2024 年 9 月, 公司对 Now Assist 的功能进一步拓展, 通过公司提供的 AI 代理库, 让客户可以通过 Now Assist Skill Kit 为 AI Agent 构建提示和技能。这项功能将使企业能够构建、测试并部署专业化定制的 AI Agent, 并将这些技能分配给应用程序。目前 Now Assist 已全面集成到公司平台中, 全方位赋能公司的四大业务流:

- 1) Now Assist for ITSM:** 通过提供详细的虚拟代理人交互摘要和事件历史记录, 使代理人能够在处理新问题时快速获取背景信息, 从而高效地解决事件。在事件关闭时, 自动生成解决方案注释以加快结案时间, 保证了服务质量的一致性;
- 2) Now Assist for CSM:** 能够快速为案例和聊天生成摘要, 减少手动工作量, 并使客服人员能够更快地解决客户问题, 有助于加速问题解决时间、减少案例数量, 并提供个性化服务, 从而提升客户满意度;
- 3) Now Assist for HR Service Delivery:** 减少 HR 团队的重复性手动任务, 并快速为员工提供所需答案。无论是薪资差异还是员工信息更新等问题, HR 经理都可以通过查看即时生成的案例主题摘要、实时聊天及虚拟代理交互的历史记录、之前的解决方案和已采取行动的概览, 迅速解决各种问题;
- 4) Now Assist for Creator:** 可以将自然语言文本转换为高质量的代码建议, 在某些情况下甚至转换为完整的代码, 使开发团队能够在 Now 平台上更快地创建和扩展应用程序, 该工具基于 ServiceNow 工程代码进行训练, 因此通过 Now Assist for Creator 生成的结果通常比其他任何代码生成技术产生的代码质量更高、更具可扩展性和安全性。

图8: Now Assist 主要功能

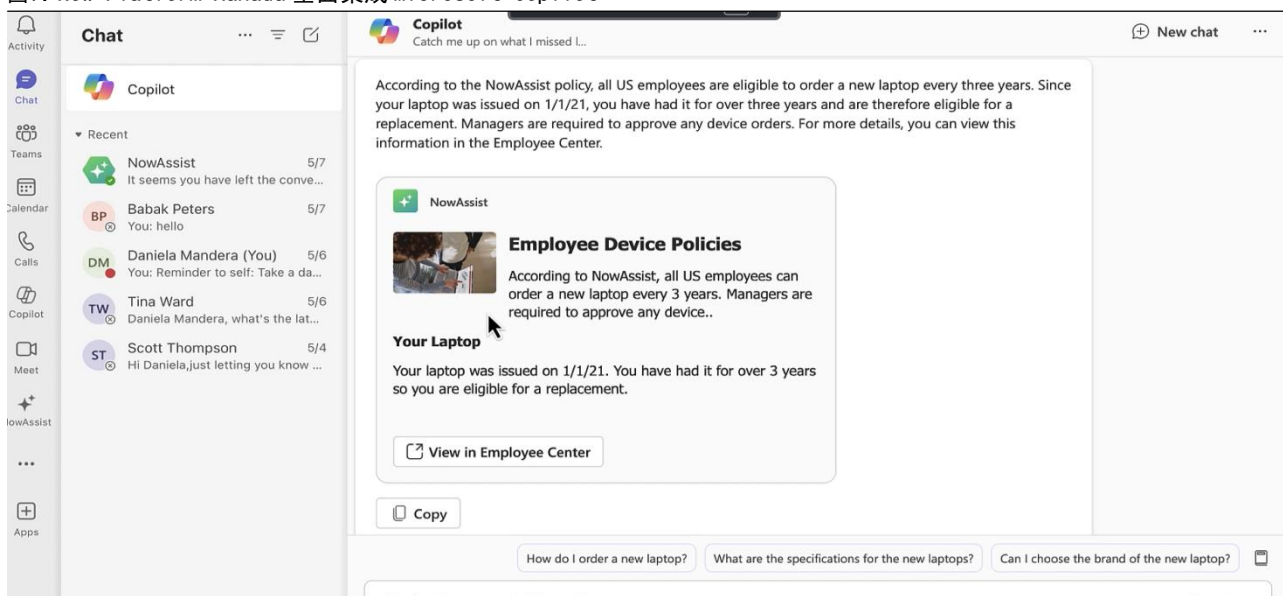


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 平台全面迭代升级，扩展行业解决方案

大幅扩展 AI 功能，与深度集成 Microsoft Copilot。2024 年 9 月，公司发布了最新的 Now 平台更新 Xanadu，该版本大幅扩展了 Now 平台的 AI 功能，新增了超 350 个开箱即用的新一代 AI 功能，覆盖数据可视化自动化、聊天和电子邮件回复生成等多个领域。Xanadu 集成的 AI 数据可视化生成功能，使用户可轻松获取有关数据的信息，同时动态生成不同的图表类型，并将可视化效果添加到现有仪表板中。同时，公司将 Microsoft Copilot 接入平台，使得用户可以通过 Copilot for Microsoft 无缝调用 Now Assist，从而实现整理重要事项、更换硬件设备等内部流程自动化。

图9: Now Platform Xanadu 全面集成 Microsoft Copilot



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

除了上述 Now Assist 功能升级外，公司还扩展了行业解决方案。公司将针对不同行业的 Now Assist 应用集成到了 Xanadu 平台当中，适用于金融、公共部门等领域，并向零售行业扩展。Retail Operations 等解决方案将零售商的店铺领导层、员工、总部和客户数据集成，通过 AI 和自动化，简化了店内任务和支持请求，促进了门店与总部之间的信息沟通，从而提高生产力并降低成本。此外，Xanadu 平台上还集成了公司最新的集成开发环境（IDE）以及 RaptorDB 数据库，IDE 使 Visual Studio 开发者能够与业务部门合作，在 Now 平台上进行创新；而 RaptorDB 数据库反应速度比之前提升了 27 倍，处理交易速度提升了 53%，数据吞吐量提高了 3 倍，为平台 AI 能力扩展提供了数据基础。

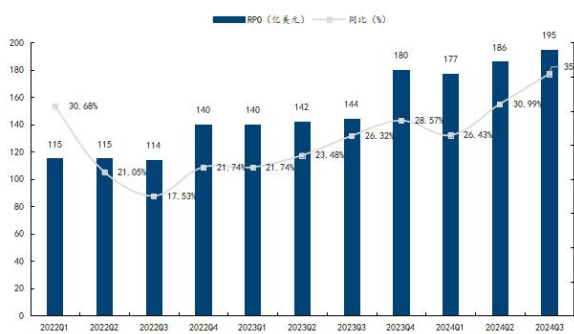
图10: Xanadu 平台功能更新



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

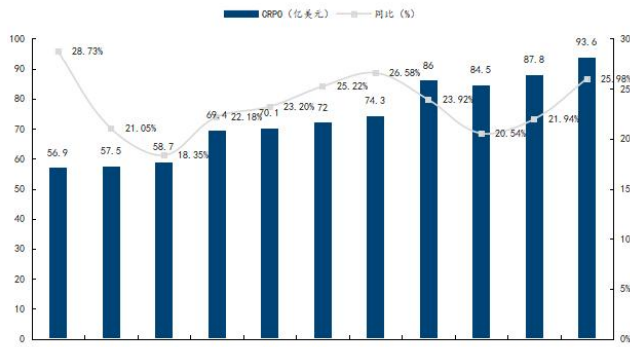
下游多行业快速放量，CRPO 增长超指引。在 Now 平台的基础上，公司不断扩展下游行业的专业化用例。Xanadu 扩展了电信、科技、公共部门、银行、保险和制造业的行业垂直 AI 自动化流程，并取得显著成果。24Q3 公司科技、媒体和电信行业净新增年合同价值（ACV）同比增长超过 100%，零售和酒店行业同比增长超过 80%。下游客户需求驱动公司剩余履约义务（RPO）及当前剩余履约义务（CRPO）高速增长，24Q3 公司 RPO 达 195 亿美元，同比+36%，CRPO 达 93.6 亿美元，同比+26%，超出公司指引上限 1.5 个 pct。分年度看，公司近年来 PRO 及 CPRO 保持较高增速，2019-2023 年期间，公司剩余履约义务 CAGR 达 28.51%，当前剩余履约义务 CAGR 达 27.06%。

图11: 截至 24Q3 公司 RPO 达 195 亿美元，同比+36%



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图12: 截至 24Q3 公司 CRPO 达 93.6 亿美元，同比+26%

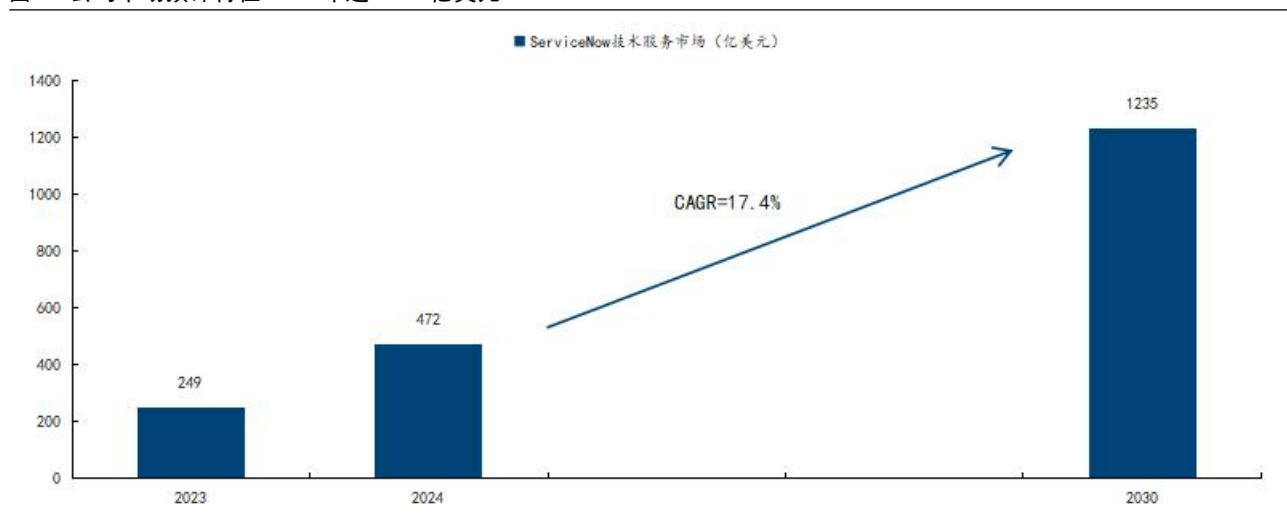


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

◆ 公司市场空间广阔，上调全年业绩指引

随着企业数字化转型推进，公司技术服务市场将进一步增长。公司通过基于云的平台提供解决方案，其服务通过自动化重复性任务和整合各种业务流程，帮助组织降低运营成本、提高员工生产力并提升客户满意度。同时，公司产品具有高可扩展性和适应性，能够针对不同客户提供定制化解决方案，以满足不同行业的具体需求。随着企业逐步推进数字化转型，并需要更高效的方式来管理其 IT 环境，对公司服务的需求不断增长。据 Verified Market Reports 预计，2023 年公司的技术服务市场规模约为 249 亿美元，预计到 2030 年将达到 1235 亿美元，期间 CAGR 为 17.4%。

图13: 公司市场预计将在 2030 年达 1235 亿美元



资料来源: Verified Market Reports, 国信证券经济研究所整理

受季度业绩增速推动，公司上调全年业绩指引。公司预计 24Q4 实现订阅收入为 28.75-28.8 亿美元，同比+21.5-22%，营业利润率为 29%，CRPO 同比增长 21.5%。受三季度业绩增速推动，公司上调了 2024 全年业绩指引，预计实现订阅收入 106.55-106.6 亿美元（前值为 105.75-105.85 亿美元），同比+23%；预计全年订阅收入毛利率为 84.5%，同比持平；运营利润率达 29.5%，同比提升 2 个 pct。

表3: 公司上调全年业绩指引

	业绩指引	同比	汇率影响	非 GAAP 固定汇率年增长率
24Q4				
订阅收入	28.75-28.8 亿美元	21.5%-22%	+100 个基点	20.50%
非 GAAP 营业利润率	29%	-50 个基点	N/A	N/A
当前剩余履约义务增长	21.50%	N/A	平稳	21.50%
2024 全年				
订阅收入	106.55-106.6 亿美元	23%	+50 个基点	22.50%
非 GAAP 订阅毛利率	84.50%	平稳	N/A	N/A
非 GAAP 营业利润率	29.50%	200 个基点	N/A	N/A
非 GAAP 自由现金流利润率	31%	50 个基点	N/A	N/A

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设：

订阅：主要为客户访问订阅服务所支付的费用，既包括自托管产品也包括基于云的订阅服务，以及订阅期间提供的支持与更新。2021-2023 年占公司总收入比重分别为 95%、95%以及 97%，为公司主要收入来源。当前公司积极布局 AI，Xanadu 发布后 AI 将全面集成在平台的各 workflows 中，以提升用户体验、帮助企业自动化更多流程。同时，公司在各行业的专属 AI 解决方案不断落地，行业垂直客户拓展迅速。我们预计 2024/2025/2026 年订阅及支持收入增速分别为 24%/22%/20%，占公司总收入比重分别为 97%/97%/98%。

专业服务：由公司独立提供或通过合作伙伴网络共同交付模式提供，包括流程设计、实施、配置、架构和优化服务，2022-2024 年占公司总收入比重分别为 5%/5%/3%。目前公司下游客户积极布局 AI 技术，公司与英伟达、埃森哲合作推出 AI 灯塔计划，基于各自专长为客户提供全面解决方案，有望打开公司专业服务市场。我们预计 2024/2025/2026 年专业服务收入增速分别为 12%/10%/10%，占公司总收入比重分别为 3%/3%/2%。

表4: 公司营业收入预测（单位：百万美元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,896	7,245	8,971	11,092	13,483	16,134
增速	25%	18%	11%	24%	22%	20%
毛利率	77%	78%	79%	79%	79%	79%
一、订阅	5,573	6,891	8,680	10,763	13,131	15,757
增速	30%	24%	26%	24%	22%	20%
占比	95%	95%	97%	97%	97%	98%
二、专业服务	323	354	291	329	352	376
增速	36%	10%	-18%	13%	7%	7%
占比	5%	5%	3%	3%	3%	2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

主要费率：参考过往期间费用率情况，考虑到随着公司规模扩大和产品矩阵成熟，近年来公司销售、管理费用率逐步下降，研发费用率基本稳定，因此假设 2024-2026 年销售费用率为 35.7%/35.3%/34.8%，管理费用率为 8.6%/8.4%/8.1%，研发费用率为 22.0%/22.1%/21.8%。

表5: 公司期间费用预测（单位：百万美元）

单位：百万美元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售成本	1,353	1,573	1,921	2,329	2,831	3,388
增速	37.1%	16.3%	22.1%	21.3%	21.6%	19.7%
毛利率	77.1%	78.3%	78.6%	79.0%	79.0%	79.0%
销售费用	2,292	2,814	3,301	3,961	4,753	5,609
增速	23.6%	22.8%	17.3%	20.0%	20.0%	18.0%
销售费用率	38.9%	38.8%	36.8%	35.7%	35.3%	34.8%
管理费用	597	735	863	949	1,139	1,310
增速	31.4%	23.1%	17.4%	10.0%	20.0%	15.0%
管理费用率	10.1%	10.1%	9.6%	8.6%	8.4%	8.1%
研发费用	1,397	1,768	2,124	2,443	2,980	3,516
增速	24.1%	26.6%	20.1%	15.0%	22.0%	18.0%
研发费用率	23.7%	24.4%	23.7%	22.0%	22.1%	21.8%
财务费用	28	27	24	28	29	30
增速	96.4%	-3.6%	-11.1%	15.0%	5.0%	5.0%
财务费用率	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

按上述假设条件与假设,我们得到公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 110.92/134.83/161.34 亿美元,归属母公司净利润分别为 11.67/14.73/19.21 亿美元,归母净利润年增速分别为-32.6%/26.3%/30.4%。2024-2026 年每股收益分别为 5.66/7.15/9.33 美元。

◆ 估值与投资建议

相对估值: 我们采用 PS 相对估值方法,主要基于以下考量: 1) SaaS 行业初期投入较大,公司盈利可能多年无法释放,但营收增长可观; 2) SaaS 行业通常具有较高的毛利率,关注其营业收入而非净收益更能体现其价值创造潜力; 3) 尽管公司目前已较为成熟,但 AI 等新开发业务在前期导入阶段仍存在盈利压力,关注收入更有助于体现新业务放量进度。公司为全球领先的工作流自动化平台 SaaS 供应商,主要基于 Now Platform,通过技术、客户与行业、员工和创造工作流,帮助企业自动化内部工作流程,从而提升效率,降低成本。考虑到业务相似性,我们选取全球领先的技术云服务公司 CrowdStrike、Salesforce、The Trade Desk 以及 Cloudflare 作为可比公司。

CrowdStrike: 专注于网络安全,提供基于云的端点保护解决方案。其产品通过云平台为客户提供防病毒、恶意软件检测、漏洞扫描和响应服务等功能。核心产品 CrowdStrike Falcon 基于 SaaS 模式交付,利用人工智能和机器学习技术为客户提供实时威胁检测和响应能力。

The Trade Desk: 全球领先的程序化广告平台公司,帮助广告主通过数据驱动的方式优化广告投放、提高广告效果,为广告主提供全面的广告管理和分析工具,支持跨设备、跨渠道的广告投放。其核心平台功能包括实时竞价、数据管理、跨渠道投放、广告效果分析等。

Cloudflare: 提供全球范围的网络性能优化和安全服务,帮助企业提升网站速度、可靠性和安全性。其服务通过全球分布的 CDN (内容分发网络) 加速、DDoS 防护等功能,帮助企业将其网站内容缓存并分发到全球的多个服务器节点,减少延迟并提高访问速度,广泛应用于中小型企业、大型公司以及各种在线平台。

根据彭博一致预期,2025 年可比公司平均 PS 为 20 倍,因此我们给予 ServiceNow 至 2025 年 19-20 倍 PS,对应估值区间 2561.77-2696.60 亿美元市值。

表6: 可比公司估值比较 (截至 2024 年 12 月 17 日)

公司代码	公司名称	收盘价 (美元)	总市值 (亿美元)	EPS			PS		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
NOW.N	ServiceNow	1121.10	2303.72	8.42	5.66	7.15	16.08	20.77	17.09
可比公司									
TTD.O	Trade Desk	132.42	643.61	0.37	1.64	1.88	18.09	26.58	22.04
NET.N	Cloudflare	113.60	392.82	-0.55	0.75	0.86	21.42	23.76	18.88
CRWD.O	CrowdStrike	368.02	938.10	0.37	3.76	4.40	22.84	24.34	20.10
均值				0.06	2.05	2.38	20.78	24.89	20.34

资料来源: 彭博一致预期, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 全球工作流自动化龙头, 积极开拓行业垂类 AI 打开增长空间, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。 1) 公司与英伟达深度合作, 即将推出特定领域的生成式 AI 解决方案, 首个解决方案 TSM Now Assist 已被英国电信集团等龙头客户采用, 市场潜力巨大; 2) 平台全面升级: 公司布了最新的 Now 平台更新 Xanadu 全面集成了 Microsoft Copilot, 以提升平台 AI 可用性。同时扩展了金融、公共部门等领域的解决方案, 并持续扩展至零售行业。考虑到 AI 对公司业务全面赋能, 下游客户放量节奏迅速, 有望打开公司增长空间, 预计 2024/2025/2026 年公司实现营业收入分别为 110.9/134.8/161.3 亿美元, 增速分别为 23.6%/21.6%/19.7%; 归母净利润为 11.7/14.7/19.2 亿美元, 对应当前 PS 为 20.8/17.1/14.3 倍, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

◆ 风险提示

估值的风险：我们选取了与公司业务相近的 SaaS 企业的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PS 做为相对估值的参考，同时考虑公司作为全球 SaaS 领域的龙头，最终给予公司 2025 年 16-17 倍 PS 估值，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险：1) 我们假设公司未来 3 年收入增速为 23.6%/21.6%/19.7%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。2) 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 79.0%/79.0%/79.0%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

AI 落地不及预期的风险：公司 AI 产品已经实现商业化，随着 AI 产业快速发展，AI 产品需要迅速迭代以满足市场需求，若公司新一代 AI 产品研发不及预期，将影响公司未来产品的市场份额；同时，目前市场已有同类产品上市或在研竞品，未来商业化预计会面临激烈竞争，出现商业价值低或不及预期的风险，如果不能如期获得市场认可，将会对公司经营发展产生不利影响。

产品价格下行及毛利率下降的风险：公司产品迭代速度较快，通常上一代产品价格下行速度较快。未来，如果产品迭代速度放缓，旧产品价格持续下行，将对公司整体营收和毛利率产生不利影响。

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，涉及软件平台构建、AI 产品研发等技术，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

宏观经济及行业波动风险：如果未来宏观经济发生剧烈波动，导致终端需求下滑，将对公司的业务发展和经营业绩造成不利影响。

相关研究报告：

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1470	1897	2628	3239	3749	营业收入	7245	8971	11092	13483	16134
应收款项	2005	2439	3191	3879	4641	营业成本	1573	1921	2329	2831	3388
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	369	461	621	755	887	销售费用	2814	3301	3961	4753	5609
流动资产合计	6654	7777	9420	10621	12005	管理费用	2584	3072	3537	4264	4971
固定资产	1053	1358	1815	2256	2690	财务费用	(55)	(278)	65	63	60
无形资产及其他	1738	2170	2025	1881	1736	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1737	2879	2879	2879	2879	资产减值及公允价值变动	0	0	(16)	(15)	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	70	53	220	237	261
资产总计	13299	17387	19342	20839	22513	营业利润	399	1008	1404	1794	2370
短期借款及交易性金融负债	0	0	92	74	59	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	274	126	247	300	359	利润总额	399	1008	1404	1794	2370
其他流动负债	5731	7239	7686	7547	7128	所得税费用	74	(723)	239	323	450
流动负债合计	6005	7365	8025	7921	7545	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1486	1488	1488	1488	1488	归属于母公司净利润	325	1731	1165	1471	1919
其他长期负债	776	906	1036	1166	1296	现金流量表(百万元)	2023	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	2262	2394	2524	2654	2784	净利润	325	1731	1165	1471	1919
负债合计	8267	9759	10549	10575	10329	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	433	562	220	237	261
股东权益	5032	7628	8793	10264	12184	公允价值变动损失	0	0	16	15	(3)
负债和股东权益总计	13299	17387	19342	20839	22513	财务费用	(55)	(278)	65	63	60
关键财务与估值指标	2023	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	586	(178)	(214)	(777)	(1126)
每股收益	1.58	8.40	5.66	7.14	9.32	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	1344	2115	1187	946	1052
每股净资产	24.43	37.03	42.69	49.83	59.14	资本开支	0	(782)	(548)	(548)	(548)
ROIC	16%	58%	38%	38%	37%	其它投资现金流	(1234)	(170)	0	232	21
ROE	6%	23%	13%	14%	16%	投资活动现金流	(1234)	(952)	(548)	(316)	(527)
毛利率	78%	79%	79%	79%	79%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	8%	11%	12%	13%	负债净变化	2	2	0	0	0
EBITDA Margin	10%	14%	13%	14%	15%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	23%	24%	24%	22%	20%	其它融资现金流	(372)	(740)	92	(18)	(15)
净利润增长率	41%	433%	-33%	26%	30%	融资活动现金流	(368)	(736)	92	(18)	(15)
资产负债率	62%	56%	55%	51%	46%	现金净变动	(258)	427	731	611	510
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1728	1470	1897	2628	3239
P/E	706.6	132.7	197.1	156.1	119.6	货币资金的期末余额	1470	1897	2628	3239	3749
P/B	45.6	30.1	26.1	22.4	18.8	企业自由现金流	0	765	508	253	341
EV/EBITDA	336	193	162	128	99	权益自由现金流	0	504	546	182	278

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032