

人工智能专题：2024年美股SaaS回顾—— 整体估值修复，关注AI技术赋能

行业研究 · 行业专题

计算机 · 人工智能

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

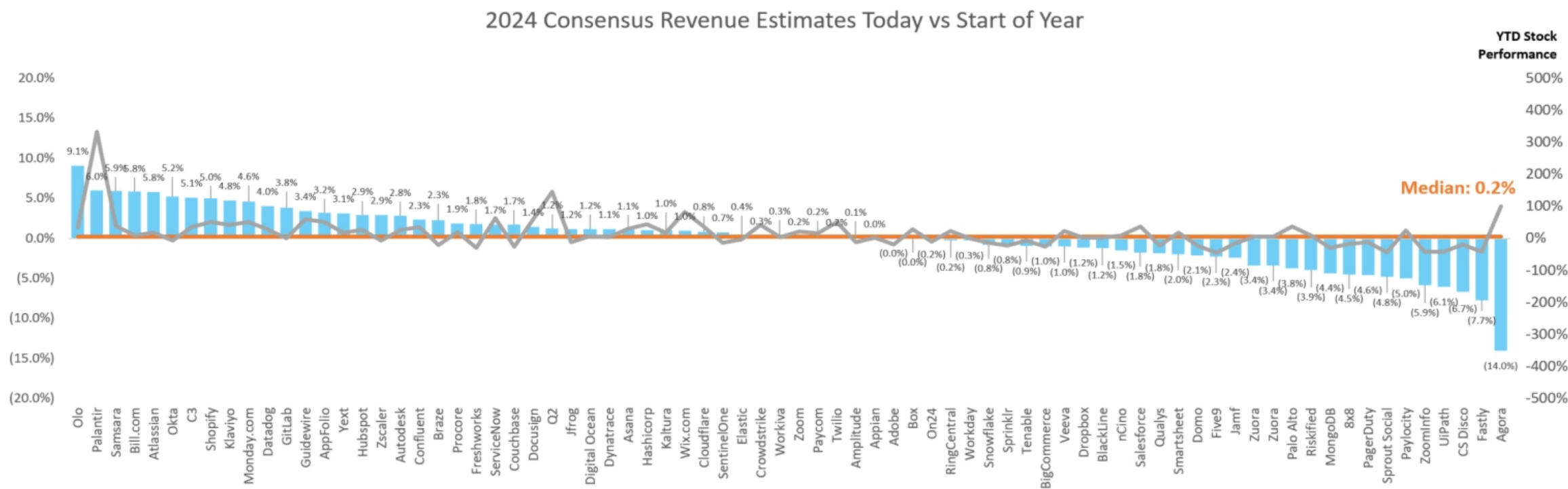
- **2024年SaaS板块回顾：整体估值逐步修复。** 对比2024年初及当前时点对SaaS企业2024年全年收入的一致预期，大多数公司本年度收入一致预期相对年初有所上调，营收一致预期中值变化为提高0.2%。使用EV（市值+净债务）/未来12个月预计收入作为指标进行参考，目前SaaS企业整体EV/NTM收入的中位数为6.7倍，三季度后有明显回暖迹象。同时，全球IT投入开始向软件领域迁移，这一趋势预计将在2025年延续，软件公司或将继续延续估值修复态势。
- **SaaS企业全面切入AI，关注AI Agent进展。** 目前传统SaaS企业开始全面切入AI，各场景AI应用蓬勃发展，随着下游企业客户需求回暖，SaaS企业有望迎来AI应用爆发。未来AI应用将受以下因素推动：1) 大模型全面转向MOE、思维链等技术，从基于文本向图片、视频、音频等多模态加速迭代；2) API调用价格下降，模型交互方式拓展；3) 微调方式迭代；4) 人机协同从Copilot转向Agent。AI Agent将重塑工作范式，市场规模快速增长。
- **AI Agent重点公司梳理。** 1) 赛富时：公司推出名为Agentforce的AI代理软件服务产品，让用户可以通过自然语言打造定制化AI助手，并支持自定义功能等灵活扩展；2) ServiceNow：公司与英伟达扩大合作，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；3) Palantir：发布AI平台AIP，支持创建AI应用、Agent，构建的Agent可以独立完成相应操作；4) Snowflake：公司推出Snowflake Intelligence平台，使用Cortex AI作为AI引擎，帮助用户创建数据领域的Agent，从而自动分析、汇总企业数据并执行任务。
- **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、新技术研发不及预期。

- [01] 2024年SaaS板块回顾：整体估值逐步修复
- [02] SaaS企业全面切入AI，关注AI Agent进展
- [03] AI Agent重点公司梳理
- [04] 风险提示

年初至今SaaS公司收入预期提升

- **SaaS公司整体营收表现平稳，预期有所提振。** 对比2024年初及当前时点对SaaS企业2024年全年收入的一致预期，大多数公司本年度收入一致预期相对年初有所上调（占比约60%），营收一致预期中值变化为提高0.2%。
- **公司股价与业绩预期变化正相关。** 大部分市值表现较好的公司集中在左侧部分，即公司2024年营收一致预期有所上调，而右侧部分公司股价表现相对较弱。总体来看，公司股价表现与其营收表现呈现较强关联性，偏离中位线较多的公司往往与股价表现的方向一致。

图：2024全年SaaS公司表现回顾

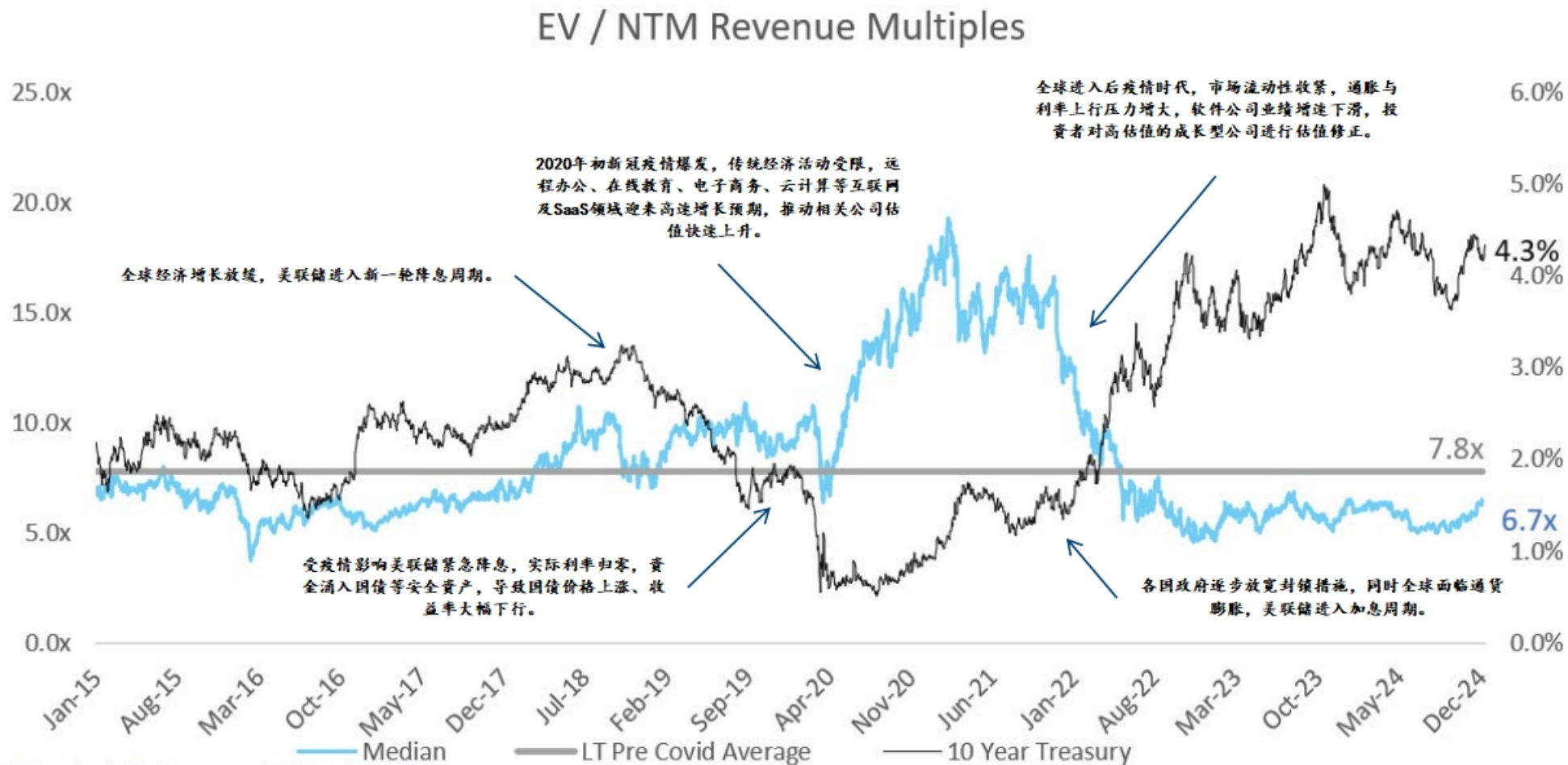


资料来源：Altimeter Capital，国信证券经济研究所整理

企业估值仍存在修复空间

- **SaaS企业估值回暖，但仍存在修复空间。** SaaS企业通常以收入为指标进行估值，使用EV（市值+净债务）/未来12个月预计收入作为指标进行参考，目前SaaS企业整体EV/NTM收入的中位数为6.7倍，三季度后有明显回暖迹象，但受到国债收益率维持高位影响，以SaaS企业为代表的成长型企业市值受到冲击，估值仍未恢复至疫情前的长期均值水准。

图：SaaS企业估值回暖，但仍未恢复疫情前水准



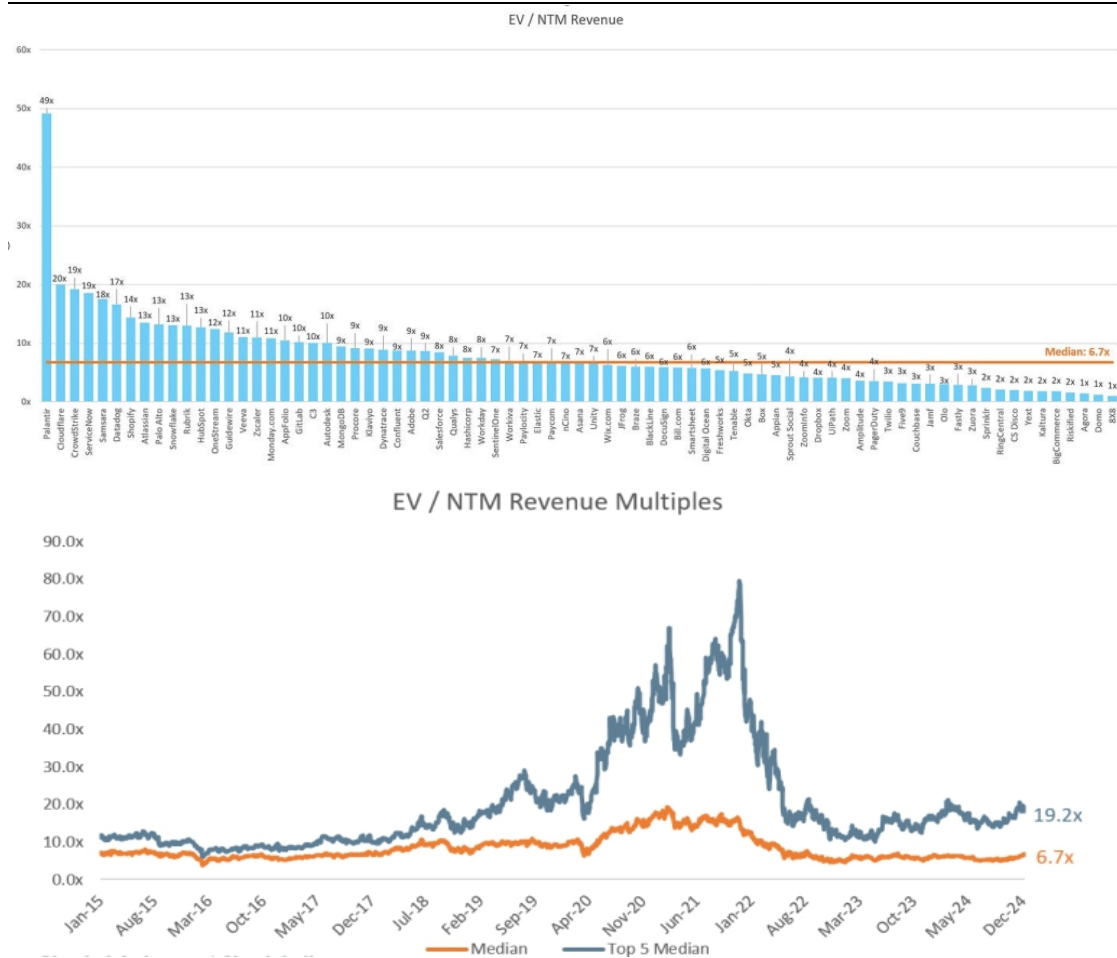
资料来源：Altimeter Capital，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

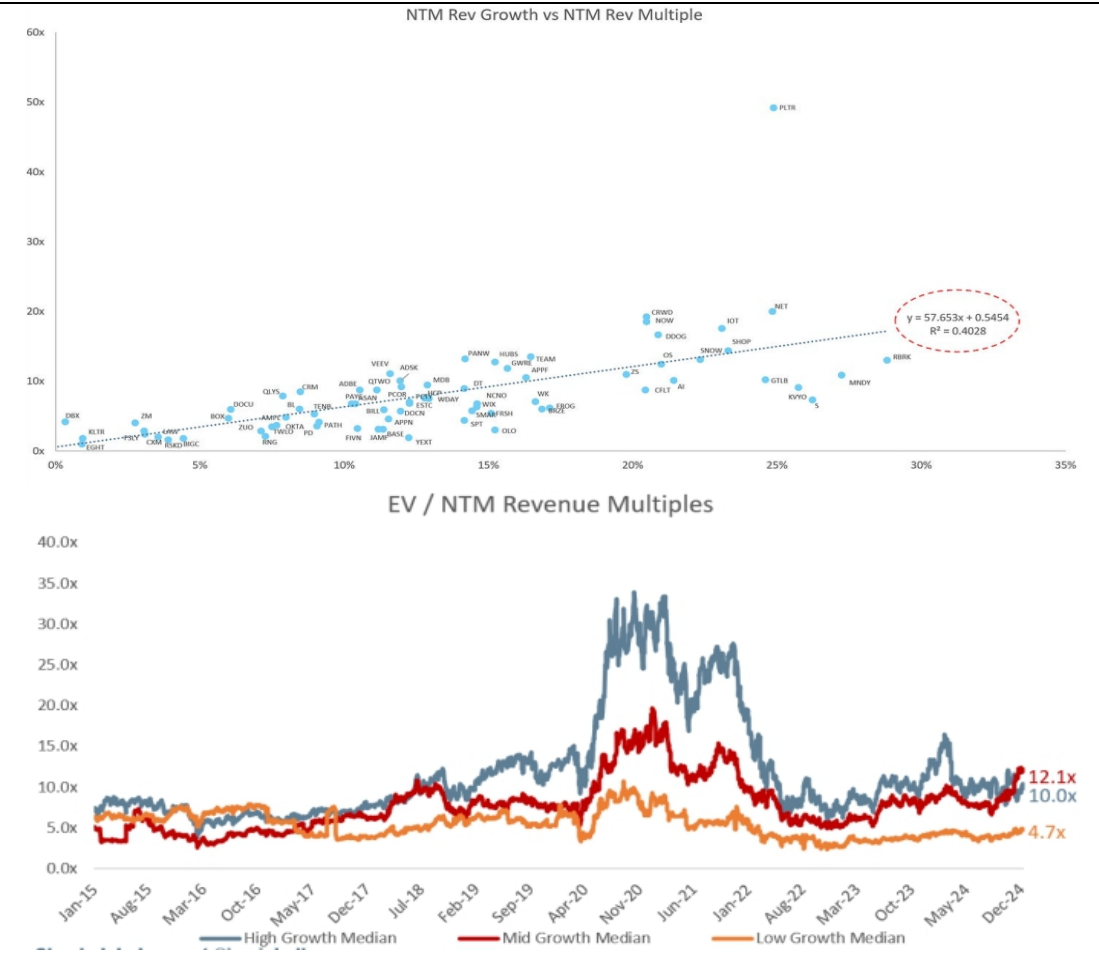
收入增速与企业估值有明显相关性

- 目前SaaS板块头部企业估值倍数明显高于行业整体水准。估值前五名的公司整体估值倍数为19.2倍，其中Palantir估值倍数最高。
- SaaS公司估值倍数与其预期增速有着明显相关性，将SaaS公司按照增速27%以及15%作为分界线，分为高、中、低收入增速三类公司，其中中、高增速公司估值倍数明显较高，中等收入增速公司估值最高，达12.1倍。

图：头部企业估值明显高于SaaS企业整体情况



图：SaaS企业估值倍数与增长率正相关



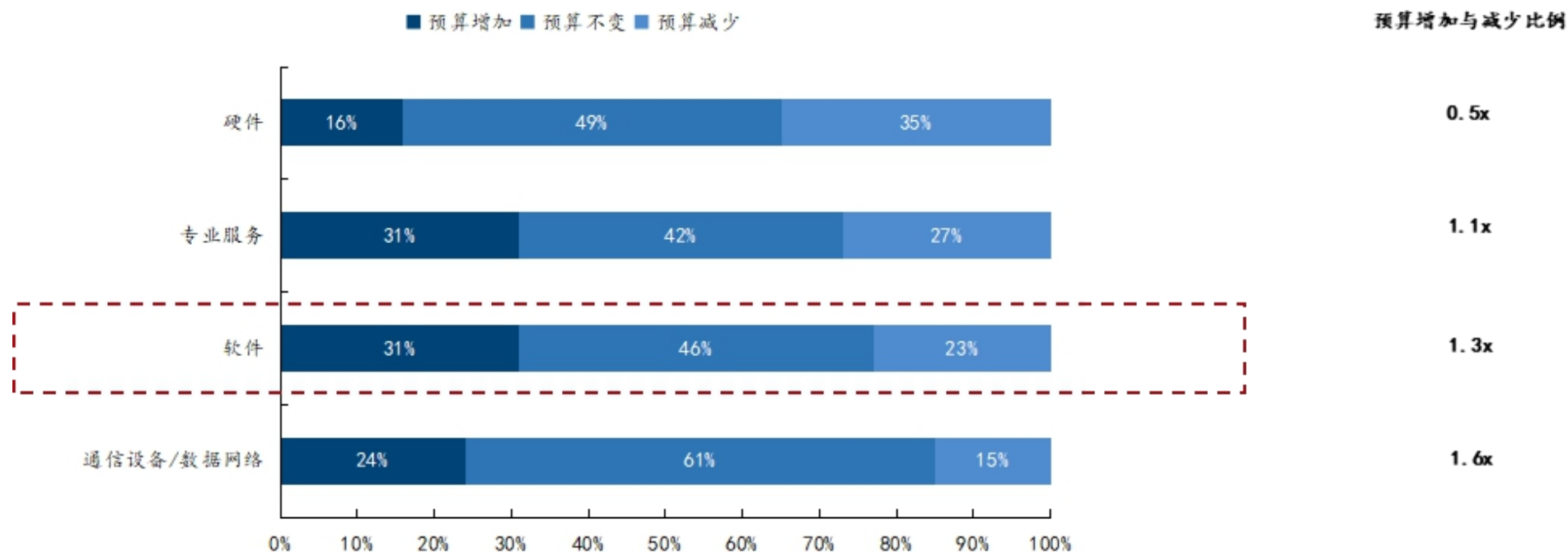
资料来源：Altimeter Capital，国信证券经济研究所整理

资料来源：Altimeter Capital，国信证券经济研究所整理

科技领域下游需求向软件切换

- 进入2024年后，美国稳定的宏观经济环境为企业提供了信心。随着新一轮降息周期开启、选举后的政治环境维持稳定以及生成式人工智能进入实际应用阶段，企业投资开始逐步转向软件领域，从而加速数字化转型推进以优化其业务流程和服务质量。
- 据Morgan Stanley数据，截至24Q3，约有31%的企业已提高了本年度在软件领域预算，为预算提升占比最高的领域，约有23%的企业缩减了在软件领域的预算，软件领域整体投资意向提升。硬件方面，约有16%的企业提高了本年度在硬件领域投资的预算，而本年度硬件投资预算缩小的企业占比达35%，全球IT投入开始向软件领域迁移，这一趋势或将在2025年延续。

图：全球科技领域预算向软件切换



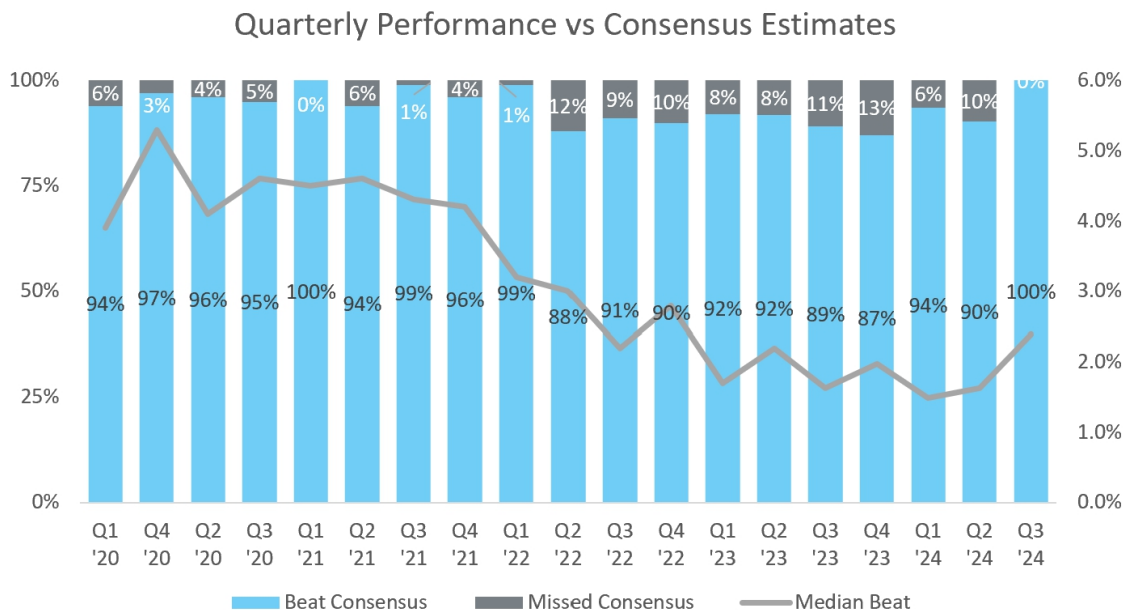
资料来源：AlphaWise，Morgan Stanley，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

24Q3板块表现大幅改善

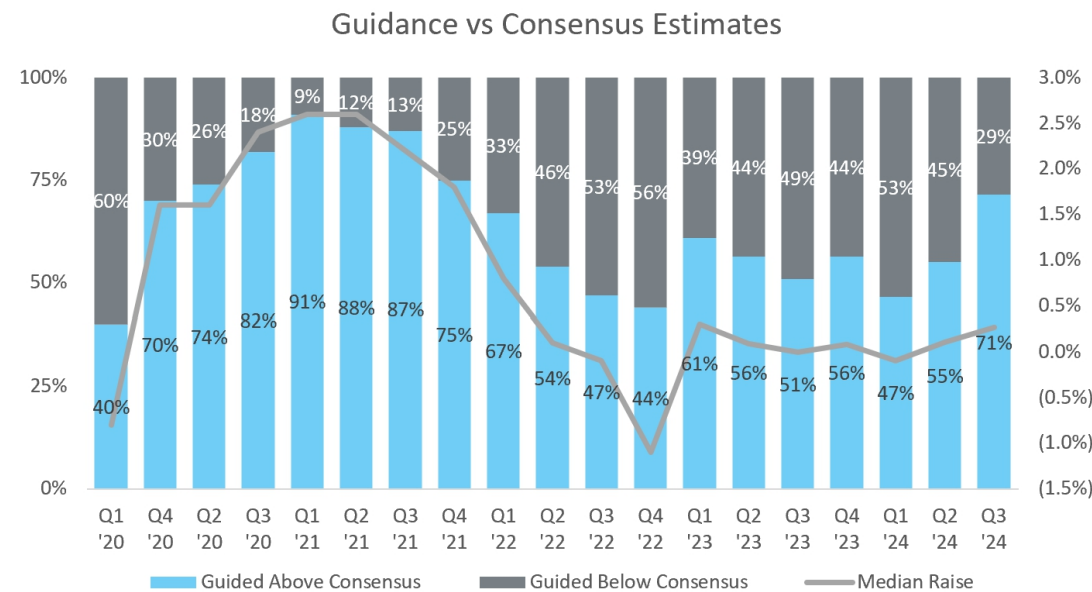
- 回顾SaaS板块三季度业绩，整体收入情况迅速回暖。所有公司收入端增速均达到一致预期，其中收入增速中位数超出一致预期幅度达2.4%，在过去两年当中，达到一致预期公司占比平均为90%，中位数超出幅度平均为1.5%。说明SaaS板块在三季度表现有着明显回暖，收入增速、超预期幅度均为近两年当中最佳表现。
- 四季度指引方面，公司延续三季度积极预期，四季度约有71%的公司指引超出一致预期，超出幅度中位数为0.3%，过去两年当中，四季度业绩指引超预期公司占比平均约为50%，超出幅度中位数约为0。本季度业绩展望为2022年来最好季度，同时SaaS公司对于未来收入增速的预期明显提振。

图：24Q3板块业绩大幅改善



资料来源：Altimeter Capital，国信证券经济研究所整理

图：四季度业绩指引延续乐观



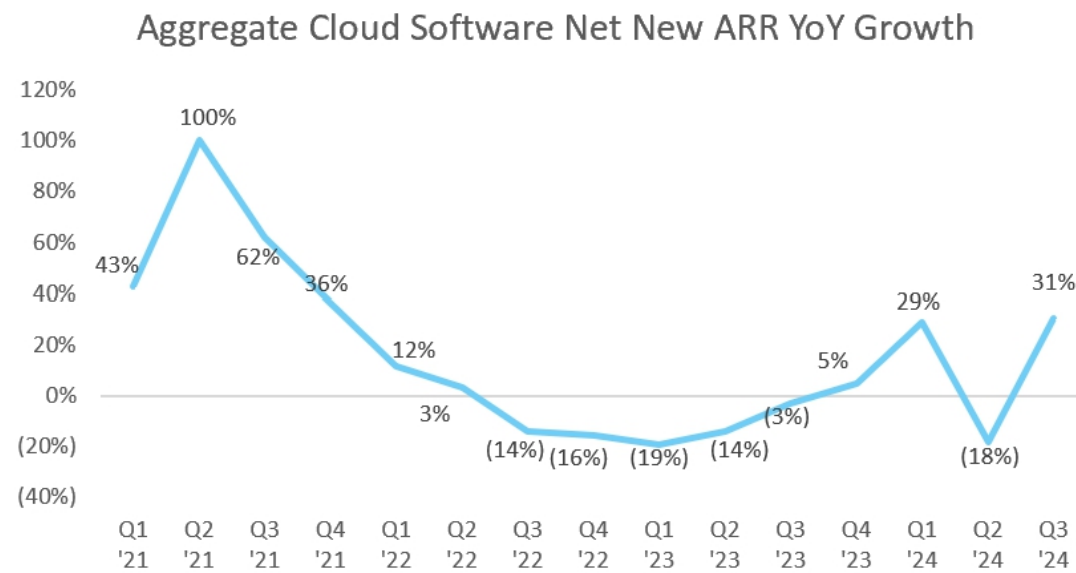
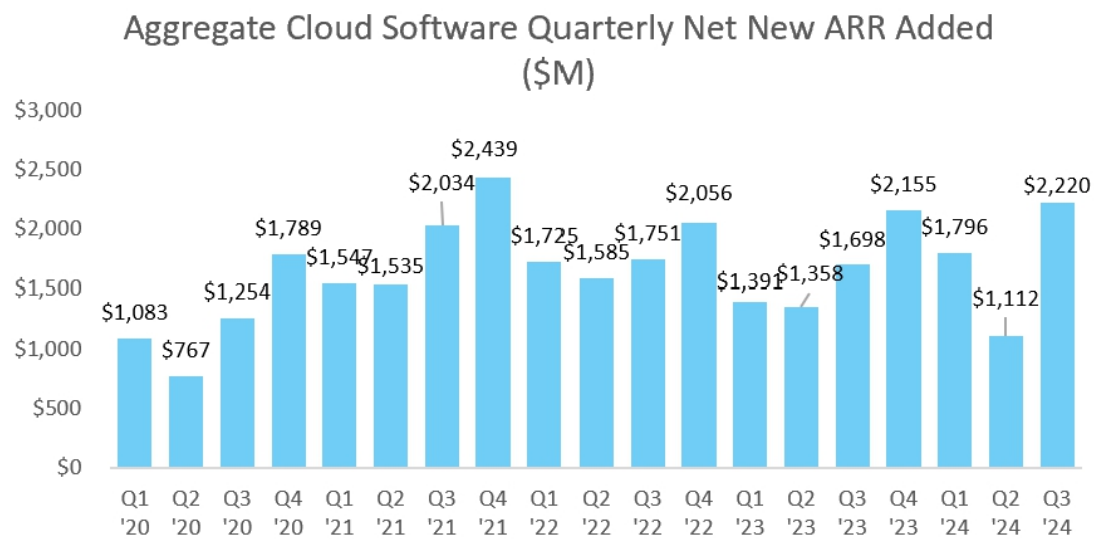
资料来源：Altimeter Capital，国信证券经济研究所整理

ARR环比高增，新技术推动发展空间

- 从本季度新增净年度经常性收入 (Net New ARR) 的角度来看，24Q3行业整体ARR同比环比均大幅提升。24Q3，行业整体ARR新增22.2亿美元，同比增长30.74%，环比接近翻倍。
- 目前，美股SaaS板块延续估值提升趋势，主要基于以下原因：1) 宏观经济环境趋于稳定，企业恢复数字转型方面投入，或将推动SaaS公司收入增速提升；2) 受24Q3美国市场AI应用收入集体放量驱动，市场重塑对AI软件的价值评估，目前AI导入尚处于早期，预期AI相关的收入将在明年进一步反映在软件公司中，为板块业绩增长带来全新动力；3) 市场普遍预期利率将继续下探，当前国债收益率对风险资产估值的压制或将缓解，以SaaS公司为首的高增长公司估值将继续提升。

图：24Q3板块ARR同比、环比高增

图：SaaS公司ARR同比变动情况



资料来源：Altimeter Capital，国信证券经济研究所整理

资料来源：Altimeter Capital，国信证券经济研究所整理

SaaS板块公司估值情况汇总

	股价表现	24Q3业绩				价值指标		EV/Revenue		
	2024年涨幅 (%)	营业总收入 (亿美元)	营业总收入同比 (%)	净利润 (亿美元)	营业利润 (亿美元)	市值 (亿美元)	企业价值 (亿美元)	LTM	NTM	2025
PALANTIR TECHNOLOGIES	340.48%	20.3799	26.0615	3.8318	2.9936	1666.92	1624.75	61.4x	49.2x	46.4x
Q2	131.86%	5.1342	11.0081	-0.3870	-0.3547	63.96	65.31	9.7x	8.7x	8.5x
RUBRIK	76.65%	6.2844	38.7664	-10.3993	-10.1792	137.43	134.28	16.7x	13.0x	12.2x
WIXCOM	74.40%	13.0020	12.2896	0.9030	0.6412	123.07	123.12	7.2x	6.3x	6.1x
GUIDEWIRE SOFTWARE	54.60%	2.6290	26.7561	0.0914	-0.0472	145.09	141.54	13.7x	11.8x	11.4x
DOCUSIGN	51.29%	22.0049	7.3672	9.8439	1.6918	190.95	182.83	6.3x	5.9x	5.8x
SERVICENOW	50.05%	80.2700	22.8497	10.4100	9.9000	2365.75	2335.25	22.3x	18.5x	17.7x
KLAVIYO	48.45%	6.6730	34.4059	-0.1917	-0.4942	107.13	99.29	11.4x	9.1x	8.6x
HASHICORP	44.71%	4.9911	16.7901	-0.9060	-1.4089	69.14	55.68	8.5x	7.5x	7.2x
TWILIO	42.45%	32.6320	6.0171	-0.9693	-0.6744	176.33	160.61	3.7x	3.4x	3.4x
APPFOLIO	42.42%	5.9054	31.6358	1.0133	1.1269	95.78	92.89	12.2x	10.5x	10.1x
SHOPIFY	36.50%	60.6800	23.4337	7.2600	6.1000	1491.92	1454.38	17.7x	14.4x	13.6x
OLO	34.27%	2.0887	26.3684	-0.0026	-0.1470	12.74	9.39	3.5x	3.0x	2.9x
CROWDSTRIKE	34.01%	28.9509	30.9863	0.7301	-0.3513	900.33	866.02	23.2x	19.2x	18.2x
SAMSARA	30.89%	9.0291	36.5745	-1.4371	-1.7156	260.56	254.7	21.6x	17.5x	16.6x
CLOUDFLARE	29.33%	12.0968	29.4784	-0.6595	-1.2004	395.7	391.97	24.9x	20.0x	18.8x
SALESFORCE	27.76%	279.0200	9.1201	44.8900	55.4800	3426.35	3420.56	9.2x	8.5x	8.3x
MONDAY.COM	25.36%	4.5302	34.0551	0.2139	-0.0323	137.98	125.02	13.8x	10.8x	10.2x
BOX	23.39%	8.1061	4.6133	0.5061	0.6170	47.45	53	4.9x	4.7x	4.6x
AUTODESK	21.39%	44.9200	11.5194	8.0900	9.8800	665.08	671.09	11.3x	10.1x	9.8x
PAYLOCITY	21.00%	3.6296	14.2859	0.4957	0.6414	114.05	110.05	7.8x	7.0x	6.8x
HUBSPOT	20.02%	19.2437	21.1576	-0.0036	-0.5395	379.17	367.37	14.7x	12.7x	12.2x
G3.AI	19.92%	1.8155	24.6993	-1.2880	-1.4787	49.37	42.38	12.2x	10.1x	9.6x

- [01] 2024年SaaS板块回顾：整体估值逐步修复
- [02] SaaS企业全面切入AI，关注AI Agent进展
- [03] AI Agent重点公司梳理
- [04] 风险提示

SaaS企业全面切入AI



- 目前传统SaaS企业开始全面切入AI，各场景AI应用蓬勃发展，随着下游企业客户需求回暖，SaaS企业有望迎来AI应用爆发。

图：SaaS公司切入AI应用领域

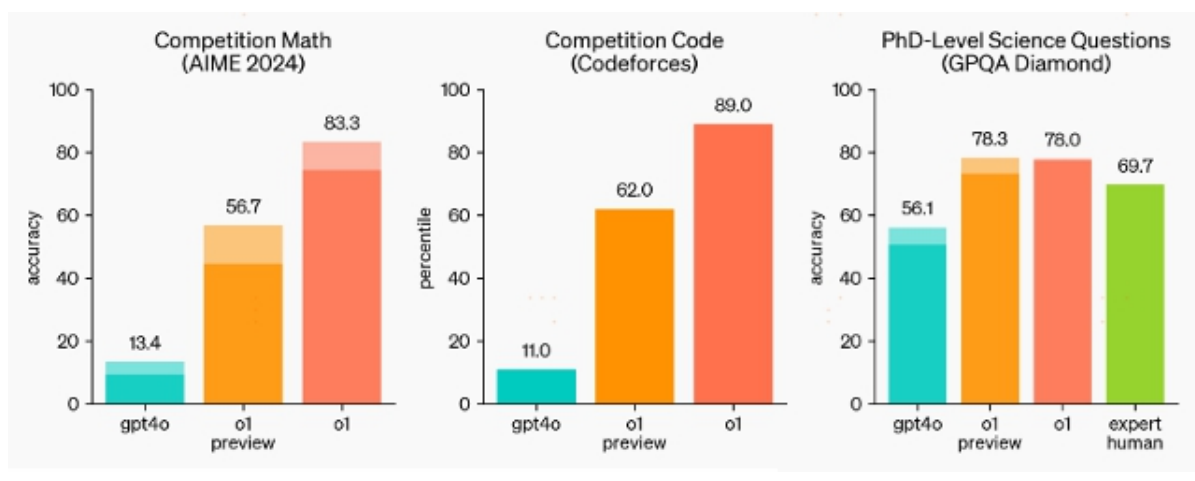
领域	公司	主营业务	AI应用
AI+企业服务	ServiceNow	企业自动化 workflow 平台	Now Assist: 内置于平台 workflow 中, 通过生成式AI提升企业在IT、客服、HR和开发等关键领域的生产力
	Salesforce	客户关系管理平台	Agentforce: 可以通过简单的配置打造定制化的AI助手, 同时面向客服提供AI服务助手
	SAP	ERP系统及其他解决方案	Joule: 内置于SAP应用中, 能够整合、分析企业数据, 打破信息孤岛, 提升业务流程效率
	Asana	工作管理和协作平台	AI Studio: 无代码构建器, 允许用户设计和部署关键 workflow 中的人工智能代理
	GitLab	DevOps平台	Duo: AI驱动的开发工具, 提供自动化测试、智能代码建议等功能
AI+教育	Duolingo	语言学习平台	Max: 提供由GPT-4支持的AI角色互动对话等功能, 该功能允许学习者与AI角色Lily进行互动对话
AI+金融	Intuit	财税管理和金融服务	Intuit Assist: AI财务助手, 可以帮助用户完成创建发票、发送提醒以及优化营销活动等业务
AI+电商	Shopify	电子商务平台	Magic: 提供撰写产品描述、编辑图片、撰写博客内容和营销邮件, 为客户提供AI客服支持等功能
AI+医疗	Tempus	综合基因组分析及临床诊断	olivia: 利用生成式AI为患者及护理人员提供个性化健康管理支持, 包括汇总档案、健康监测等功能
AI+广告	Applovin	广告投放平台	AXON 2.0: 高效地在需求方和供应方之间进行大规模广告拍卖, 极大提升广告投放的精准度和效率
AI+游戏	Unity	游戏开发引擎	Muse: AI辅助创作平台, 加速视频游戏、数字孪生等实时3D应用程序及体验的创建过程
AI+设计	Adobe	数字媒体解决方案	Firefly: 提供多种图像、视频编辑的功能, 应用于图像生成、合成、修复及风格迁移等任务
	Autodesk	3D设计解决方案	Autodesk AI: 集成在公司产品当中, 通过自动化、分析和增强功能来改善设计与制造的工作流程
AI+数据服务	Palantir	数据分析平台	AIP: 运用大语言模型, 赋能传统数据分析平台, 并允许客户构建定制化AI应用
	Snowflake	数据仓库及分析	Snowflake Intelligence: 基于Cortex AI和Cortex Search, 为企业提供基于数据基础构建的数据代理
AI+合同管理	DocuSign	合同管理平台	IAM: 使组织能够集中存储、管理和分析来自任何来源的协议, 并有效地将非结构化协议转换为结构化数据
AI+项目管理	Atlassian	项目管理工具	Atlassian Intelligence: 帮助团队实现生成与转换内容、汇总关键信息、加速搜索等功能
AI+搜索	Elastic	数据搜索引擎	Elastic AI Assistant: 帮助工程师实现解读日志消息和错误、优化代码、撰写报告、增强安全等功能

资料来源：公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理

AI应用基座：大模型能力持续提升

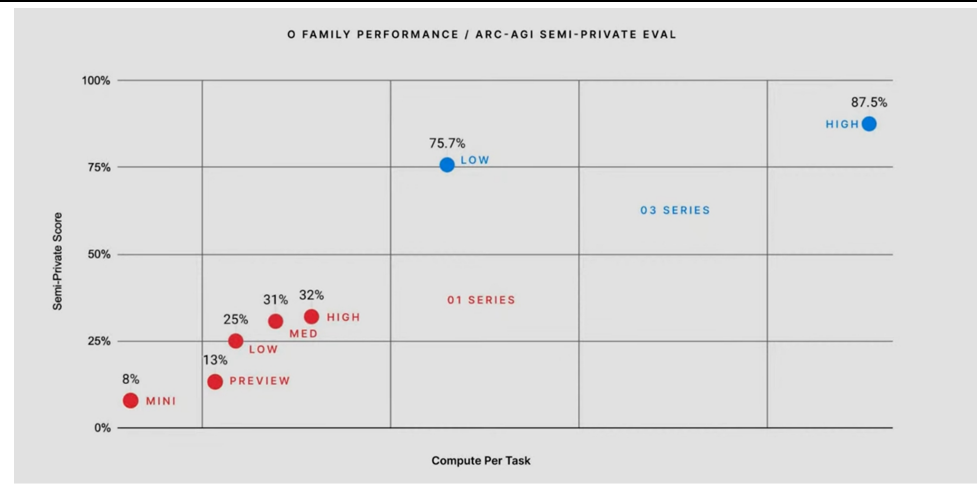
- 进入2024年，大模型全面转向MOE、思维连等技术，从基于文本向图片、视频、音频等多模态加速迭代。
- 1) **Sora**: 用户可以使用文本、图像来生成480p-1080p分辨率、5-20秒、宽屏、竖屏或方形的视频。并且用户可以利用资源进行扩展、remix (用户只需描述对视频的更改, Sora将自行完成) 和融合。
- 2) **Gemini 2.0**: 性能进一步提升, 在代码、数学等关键领域全方面超越1.5 Pro, 同时速度是1.5 Pro的两倍, 除了能够支持图片、视频和音频等多模态输入, 2.0 Flash现在还可以支持多模态输出。
- 3) **o1**: 将更多计算资源应用于推理侧, 赋予模型深度思考并解决复杂问题的能力, 在数学、编程、博士阶段科学问题 (困难问题) 领域的性能远超通用模型GPT4o, 同时较预览版新增支持图像、文本两种输入方式的功能。
- 4) **豆包Pro**: 新版本迭代后性能全面对齐GPT-4o, 综合处理任务、推理、代码、数学等方面能力大幅提升, 应用覆盖广泛通用任务场景, 支持联网问答、角色扮演和工具调用, 满足精细化业务需求。
- 5) **o3**: 在数学、编程、博士阶段科学问题等领域较o1进一步提升, 引入自适应思考机制, 能够根据任务难度自动调整推理深度, 成本最低可接近o1-mini。同时, o3在ARC-AGI测试中表现超越人类评估, 其泛化能力或有显著提升。

图：o1通过思维连大幅提升性能



资料来源：OpenAI, 国信证券经济研究所整理

图：o3在面对新问题时的适应能力有巨大突破

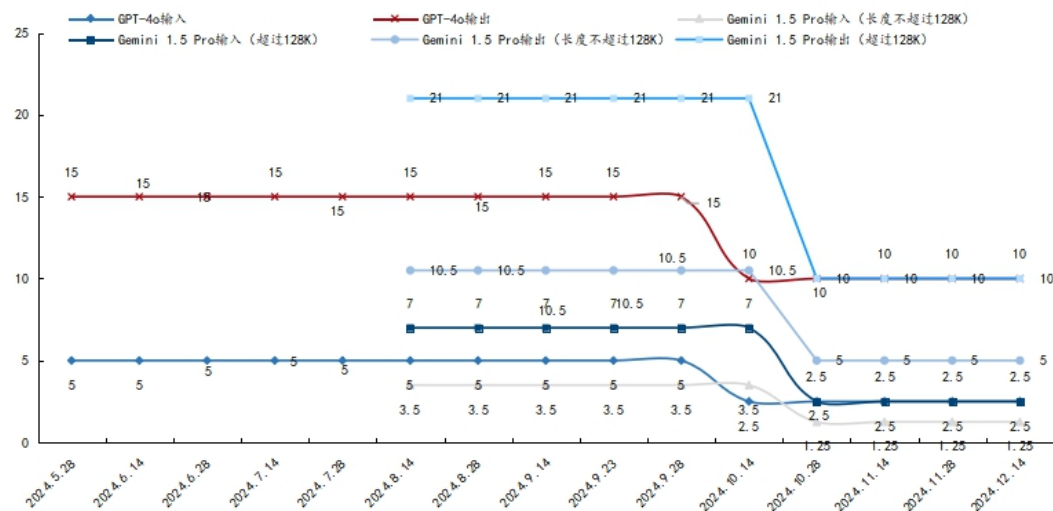


资料来源：OpenAI, 国信证券经济研究所整理

AI应用基座：API调用价格下降，模型交互方式拓展

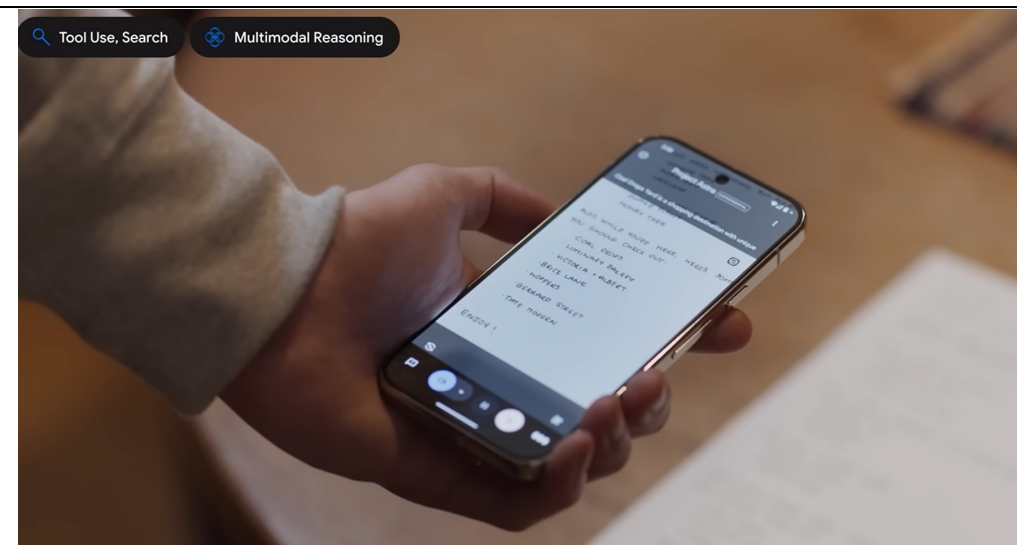
- 大模型API调用价格下降：**根据OpenAI和谷歌官网API调用价格数据，24年10月双方主力模型API调用价格均出现大幅下降，其中GPT-4o输入API调用价格为2.5美元/百万Tokens（下降50%），输出API调用价格为10美元/百万Tokens（下降33%）；谷歌Gemini 1.5 Pro输入API调用价格为2.5美元/百万Tokens（下降64%，超过128k），Gemini 1.5 Pro输出API调用价格为10美元/百万Tokens（下降52%，超过128k），大模型API调用价格下降利好AI应用厂商成本下降，进而传导至终端AI应用消费者费用的下降。
- 模型交互方式拓展：**随着模型多模态能力持续提升，人与模型的交互方式不再局限于文本交互，用户可实现通过上传图片或视频来询问内容相关问题、通过语音指令与模型进行交流等能力，极大的扩展了AI使用的场景，AI从单一任务执行者逐步向智能体进化。
OpenAI：目前已将ChatGPT深度整合至Apple Intelligence中，支持通过Siri调用ChatGPT来实现语音交互，可通过相机调用视觉智能分析信息、调用写作助手对现有文档档进行分析、总结，还可以基于文档直接生成图像，并可通过最新版搜索功能调用地图等应用程序，实现从搜索商店到直接导航的无缝体验。在Mac中，用户可调用ChatGPT与正在使用的应用协同，实现代码编写、写作协同等功能，并支持语音交互；增强版高级语音模式支持实时视频通话、屏幕共享等功能，用户可将屏幕内容分享给ChatGPT，以获取ChatGPT提供的技术支持或协助处理屏幕内容。谷歌：基于Gemini2.0对Project Astra进行了更新，可在手机、眼镜等多种端侧设备使用，支持语音、视频等多种交互方式，并可直接调用谷歌搜索、谷歌地图等应用程序。

图：大模型API调用价格下降



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：Project Astra通过视频交互调用搜索等应用

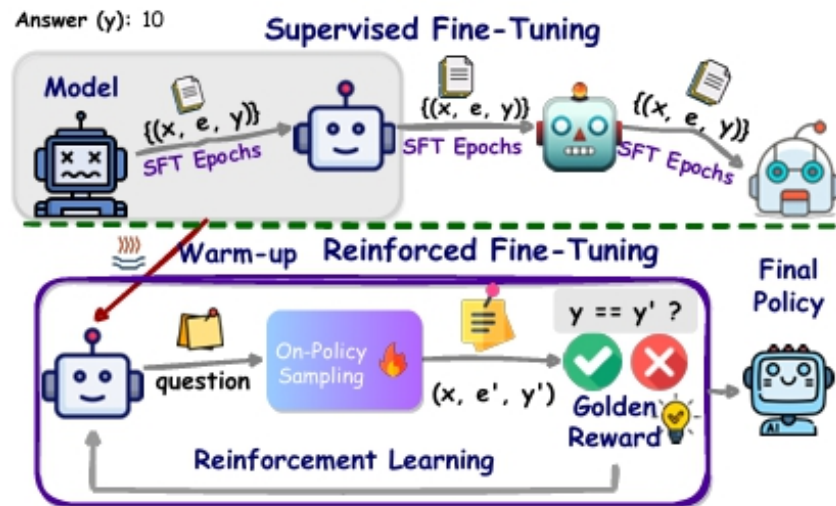


资料来源：谷歌官网，国信证券经济研究所整理

AI应用基座：微调方式迭代，行业模型落地加速

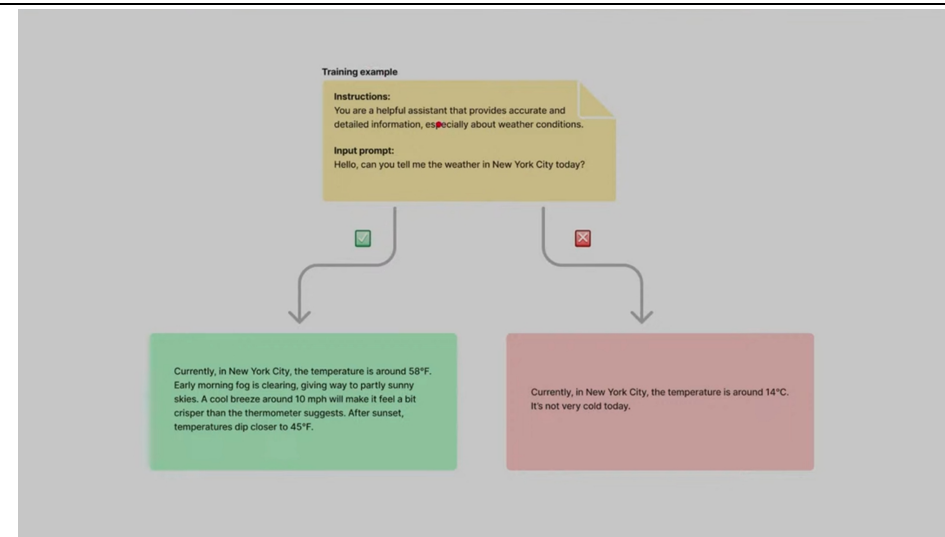
- 通用大模型基于公开文献和网络信息训练，缺乏专业知识和行业数据的积累，在行业针对性和精准度方面存在不足，阻碍在垂类行业领域应用的进程。此时需要使用行业数据对大模型进行调优，从而构建行业专家模型，以提高模型在具体使用场景中的表现。目前，随着模型在垂类行业应用的需求不断提升，模型的微调技术正在经历从传统的监督微调向强化微调和偏好微调等方向发展。
- 强化微调 (RFT)**：不同于监督微调让模型模仿它在输入文本或图像中找到的特征，强化微调不仅会教模型模仿其输入，更是会让其学会在特定领域以新的方式进行推理。当模型发现问题时，要为其提供思考问题的空间，然后再对模型给出的响应进行打分。之后，利用强化学习，可以强化模型得到正确答案的思维方式并抑制导向错误答案的思维方式。强化微调允许开发者仅通过数十个高质量任务的数据集来实现领域专家模型的定制，较之前需要大量数据的微调方法有了极大提高，为领域垂直模型开辟了极大的空间。
- 偏好微调 (PFT)**：偏好微调允许开发者通过提供成对的响应来训练模型，其中一个响应比另一个响应更受欢迎，模型可自行学习，并减少不受欢迎的输出结果。与监督微调（提供确切的输入和输出）不同，偏好微调侧重于优化模型以捕获用户偏好中的细微差别。通过微调，开发者可以利用自己的数据集对模型进行训练，从而提高模型在特定场景下的性能和准确性。偏好微调使模型在金融等专业领域能够更准确的响应，达到远超监督微调的效果。

图：强化微调不同于监督微调



资料来源：《REFT: Reasoning with REinforced Fine-Tuning》，国信证券经济研究所整理

图：偏好微调允许模型学习更受欢迎的响应

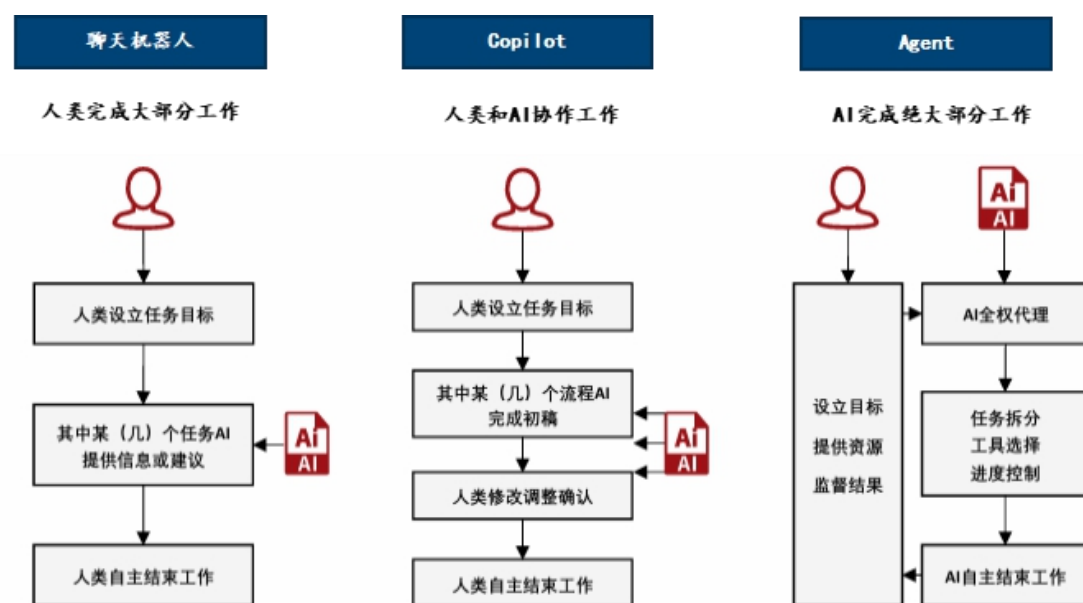


资料来源：OpenAI官网，国信证券经济研究所整理

AI应用基座：人机协同从Copilot转向Agent

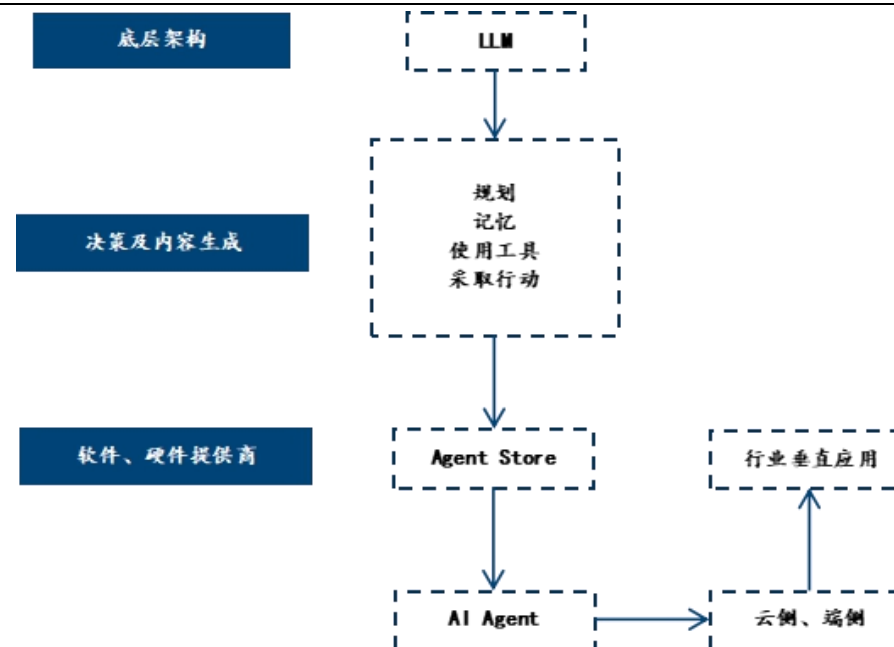
- **AI Agent (人工智能体) 是一种能够感知环境、进行决策和执行动作的智能实体。**不同于传统的人工智能，AI Agent具备通过独立思考、调用工具去逐步完成给定目标的能力。AI Agent和传统大模型的区别在于，大模型与人类之间的交互是基于prompt实现的，用户prompt是否清晰明确会影响大模型回答的效果，而AI Agent的工作仅需给定一个目标，它能够针对目标独立思考并做出行动。
- **基于大模型的Agent不仅可以让每个人都有增强能力的专属智能助理，还将改变人类与AI协同的模式。**随着大模型的发展，人类与模型的协同方式从最初的聊天机器人转变为Copilot，并逐步向Agent探索。Agent的落地将给AI应用带来颠覆性变化，打开AI在垂直行业渗透的入口。随着自然语言处理、机器学习和生成式AI的进步，AI Agent的多功能性和部署量将急剧增长。

图：人类与AI交互方式转变



资料来源：头豹研究院，Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图：AI Agent打开垂直行业应用入口

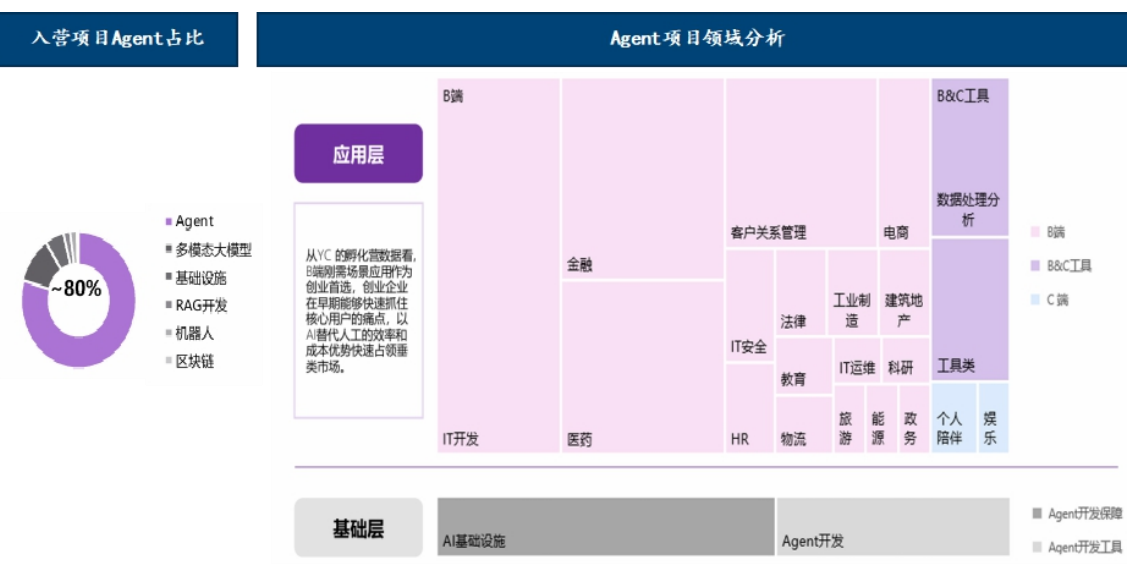


资料来源：头豹研究院，Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

AI应用基座：AI Agent重塑工作范式，市场处于爆发前夕

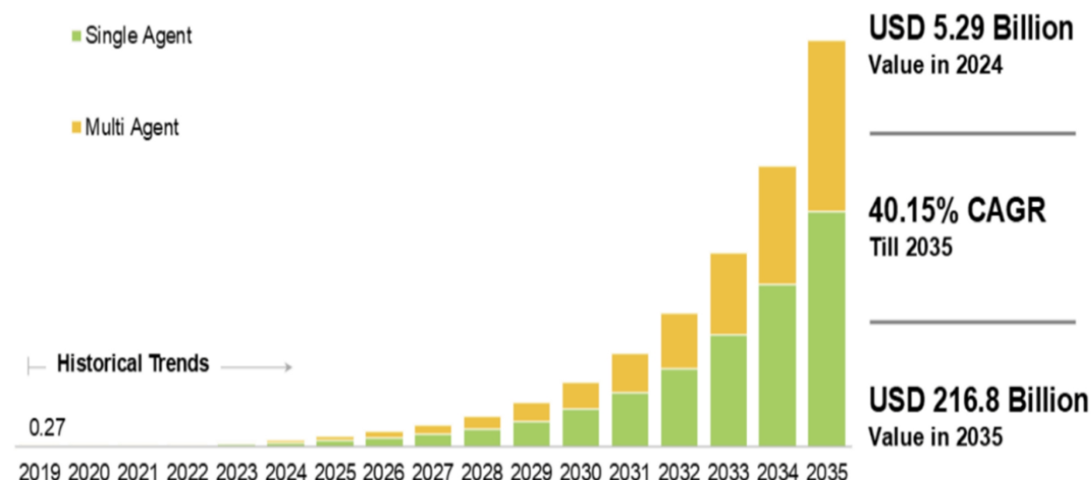
- **AI Agent持续提升，有望改变传统工作范式。**传统的工作范式是基于面向过程架构，以人为中心，AI为辅助，有固定形态的交互界面、预定义有限域的任务、信息分发平台等；基于AI Agent的工作范式基于面向目标架构，以AI为中心，人为辅助，变更为动态人机交互界面、无预限制有限域任务、知识和世界模型的分发平台等。
- **AI Agent市场处于早期阶段，商业化产品落地前夕。**目前，商业类AI Agent产品处于探索期，根据Y Combinator披露数据，24年冬季入营项目中，AI Agent项目占比接近80%，处于规模化应用前夕。根据Roots Analysis预测数据，预计24年全球AI Agent市场规模为52.9亿美金，预计2035年达到2168亿美金，对应24-35年CAGR为40.15%。国内AI Agent快速发展，根据华经产业研究院披露数据，23年中国AI Agent市场规模为59.81亿元人民币，预计24年将超过百亿元，市场规模快速增长。

图：24年Y Combinator冬季入营项目中Agent项目占比近80%



资料来源：YC数据，甲子光年，国信证券经济研究所整理

图：24年全球AI Agent市场规模为52.9亿美金，预计35年达2168亿美金



资料来源：Roots Analysis，国信证券经济研究所整理

- [**01**] 2024年SaaS板块回顾：整体估值逐步修复
- [**02**] SaaS企业全面切入AI，关注AI Agent进展
- [**03**] AI Agent重点公司梳理
- [**04**] 风险提示

赛富时：全球CRM龙头，产品涵盖多领域 workflows



- 赛富时主要提供客户关系管理技术，帮助企业通过数据、AI和自动化与客户建立联系。公司通过Customer 360平台将销售、服务、营销和IT团队整合在一起，形成完整的客户视图，让企业能够提供个性化的客户体验，具体包括：1) Sales、Service、Marketing和Commerce：为Customer 360的核心组成部分，致力于创建无缝的客户互动；2) Platform(含Einstein)：提供了开发和部署定制应用程序的能力，使用AI来增强生产力和服务质量；3) Slack：智能生产力平台，增强团队内部及跨部门间的沟通与合作效率；4) 集成和分析(含MuleSoft和Tableau)：确保数据可以在各个系统之间共享，为决策者提供有价值的洞察；5) Data Cloud：大规模数据引擎，帮助组织将分散的数据整合起来；6) Industries：针对特定行业提供的定制化解决方案。

图：赛富时平台产品

平台	产品组合	服务内容
Customer 360	销售 (Sales)	通过数据和AI帮助销售团队高效管理和自动化整个销售流程，客户使用销售服务来存储数据；监控潜在客户和进展；预测商机；通过AI和分析获得见解；以及发送报价单、合同和发票。借助公司的AI技术，销售团队能够识别销售线索、自动总结会议纪要要点、自动生成电子邮件、推荐下一步行动。
	服务 (Service)	使各行各业的公司能够将其所有的客户服务和现场服务需求整合到一个集成的、由AI驱动的平台，从而大规模地提供值得信赖的、高度个性化的客户支持。凭借公司的AI技术，服务团队可以自动将案例路由给最合适的客服人员，用基于公司数据的个性化、相关答案回应客户，并执行诸如自动总结支持案例和现场工作订单等任务。
	平台及其他服务 (Platform and Other)	Salesforce Platform统一了数据、AI、CRM、开发、安全性和合规性，提供了一个全面的单一平台，促进了可信赖的、由AI驱动的应用程序和自动化流程的快速开发，从而提高效率、增加生产力并节省IT成本。Einstein是公司的人工智能生产力和开发平台，它将AI融入Salesforce应用和工作流中，并提供了部署对话式、生成式AI助手的能力。Slack服务是智能生产力平台，连接人员、技术和业务流程，通过无代码工作流自动化来提高性能，使搜索和知识共享无缝衔接。凭借内置的AI技术，组织可以轻松总结和搜索他们的客户数据和重要员工知识，以便更智能地工作并更快地做出更明智的决策。
	市场营销和商务 (Marketing and Commerce)	市场营销借助AI技术可以使用自然语言提示创建精准的目标受众群体和内容；识别顶级潜在客户；并根据客户行为提供个性化的营销旅程。商务服务利用公司的AI技术，使品牌可以根据客户的购买历史提供产品推荐；生成产品描述和网页；并通过自然语言提供个性化的购物辅助。
	集成和分析 (Integration and Analytics)	集成由MuleSoft提供支持，提供了实现端到端连接体验的基本构建块，客户可以安全地连接任何数据或AI模型，并使用可发现且可重用的API和集成来自动化任务和流程。分析服务包括Tableau，为客户提供了先进的端到端分析解决方案，可以在工作流程中从任何设备更高效地工作、发现趋势、预测结果、创建摘要、获得及时建议并采取行动。
	其他Customer 360服务项目	Data Cloud赋予了团队关于客户的综合数据和见解的访问权限，包括客户与公司产品和服务的互动，使公司能够摄取和联合数据，以为多个服务项目的自动化和分析提供动力。行业垂直服务项目旨在满足金融服务、医疗保健和生命科学、制造业、汽车业和政府等特定行业的客户需求，包含了利用Salesforce全部功能的开箱即用的能力，提供了速度和灵活性。

资料来源：公司财报，公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

赛富时：以PaaS为基础，提供SaaS服务

- **赛富时成立于1999年，是全球第一大CRM平台提供商。**传统企业软件部署需要硬件购置、定期咨询、服务支持、人员培训等步骤，通常会产生数百万美元的前期成本，并需要花费大量时间维护和安装。针对用户的痛点，公司创新性的向企业提供不需要本地部署的、按需使用的互联网软件服务（SaaS），并迅速颠覆了企业软件行业。截至FY25Q3公司已创建了由管理员、开发人员、顾问和用户组成的生态系统，并连续11年蝉联全球第一大CRM软件提供商。
- 2005年，公司推出了AppExchange服务，为合作伙伴提供了可以开发自己的应用程序，并向所有客户开放的平台；2006年，公司推出了Apex编程语言，允许第三方在公司平台上编写和运行代码；同年，推出Visualforce，允许用户创建自己所需的界面，以上工具为客户提供了在Force.com平台上构建自定义应用程序的可能性，公司成功地从CRM软件厂商转型为平台、生态提供商。
- 目前公司拥有以PaaS平台为底层的架构，提供SaaS服务的模式，公司生态平台包括MuleSoft（打通软件间的数据连接）、AppExchange（生态伙伴应用分享平台）、Lightning（低代码、无代码开发平台）、Heroku（支持多种编程语言PaaS平台）和Force.com（统一架构部署PaaS平台）。

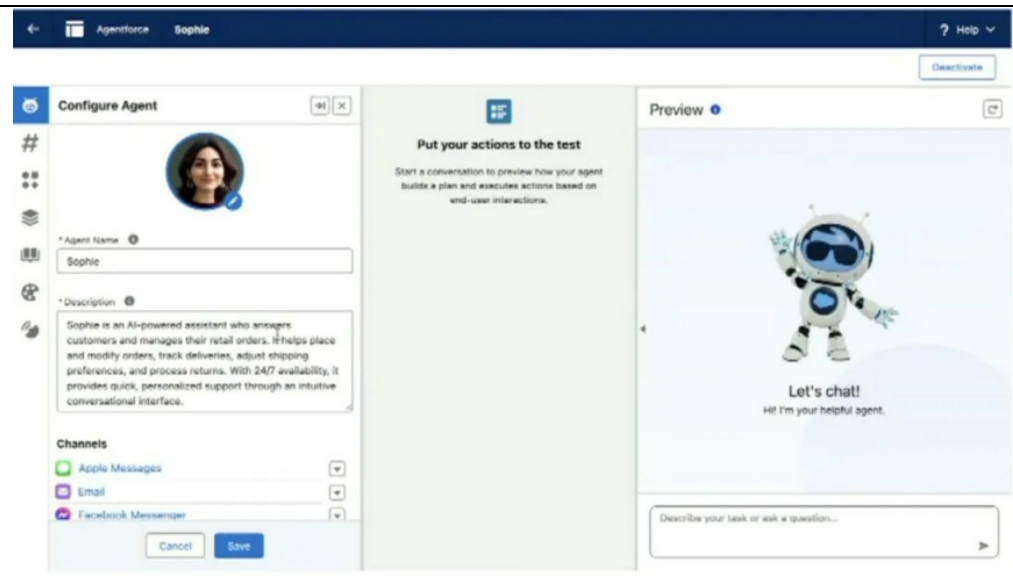
图：AppExchange构筑公司生态



赛富时：AI赋能自身业务，Agent加速构建

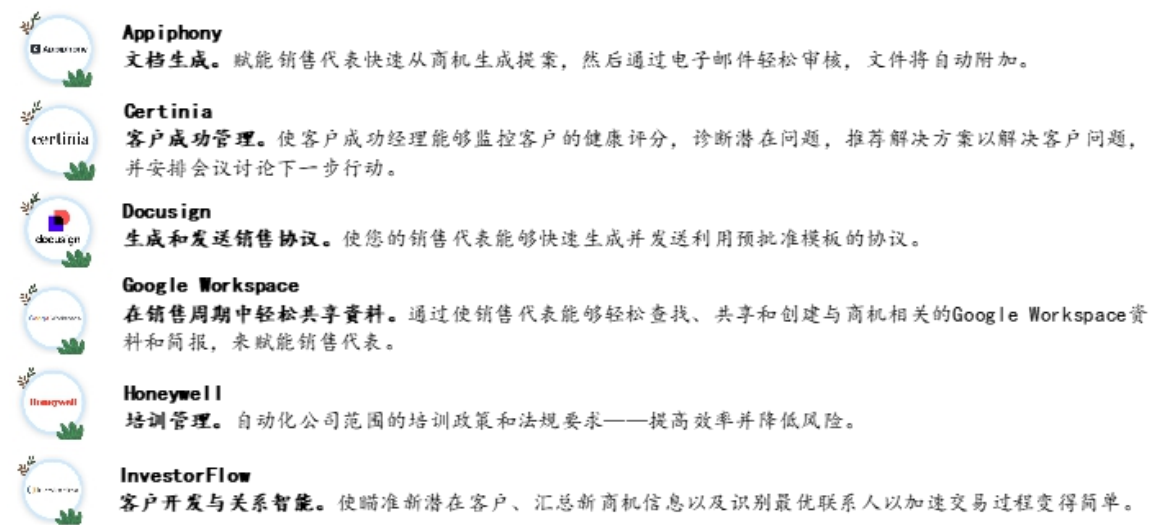
- 2024年10月，公司推出名为Agentforce的AI代理软件服务产品，由两部分功能组成：1) Agent Builder让用户可以通过自然语言打造定制化AI助手，并支持自定义功能等灵活扩展，满足不同业务场景需求；2) Agentforce Service Agent是面向客户的AI服务助手，支持多渠道（如语音、WhatsApp、Facebook Messenger）自助服务，帮助企业快速响应客户需求。公司为Agentforce引入了基于使用量的定价模式，初步的产品定价约为每次AI Agent对话2美元，极大降低了客户的试用门槛，从而加速了其产品的推广。
- **AI平台快速迭代，公司生态持续扩展。**12月17日，公司发布Agentforce 2.0，包含以下功能升级：1) 将下游数据进一步整合，优化了底层数据跨多个软件时上层Agent的构建效果；2) 将Agentforce集成到Slack中，以用户为单位把用户相关数据进行汇总，优化用户与Agent的交互；3) 通过增强推理和数据检索技术使面临复杂多步骤问题时能够深入思考、跨数据源推理，以采取最优行动并提供准确回复。目前公司AI产品推广迅速，三季度公司超100万美元的AI订单数量同比增长超三倍，并签署了超2000个AI合同，其中包括超200个Agentforce订单。目前超过80000名系统集成商完成了Agentforce培训，数百家ISV和技术合作伙伴正在构建和销售Agent。

图：Agentforce支持定制化AI Agent



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：生态合作伙伴联合构建Agent

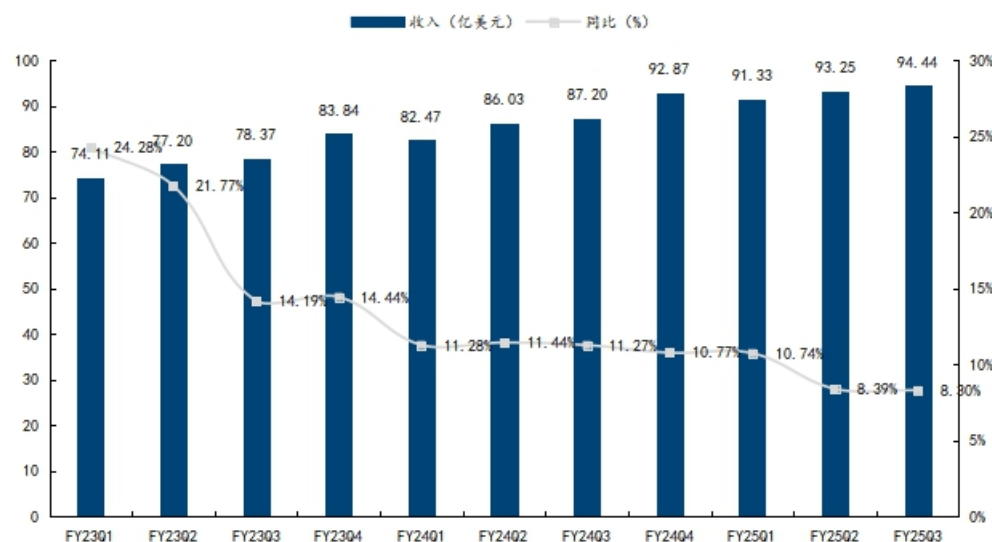


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

赛富时：利润率创新高，上调全年业绩指引

- **收入同比提升8%，营业利润率首次达20%。** FY25Q3公司实现营业收入94.4亿美元，同比+8.3% (+8%cc)，环比+1.3%，其中实现订阅收入88.8亿美元，同比+9% (+9%cc)，销售和服务均实现了双位数增长。公司GAAP运营利润率达20%，同比+2.8个pct，创新高；非GAAP营业利润率为33.1%。公司实现净利润15.3亿美元，同比+24.8%，环比+6.9%，GAAP每股摊薄收益为1.58美元，同比+26%，非GAAP每股收益为2.41美元。
- **受季度业绩增速推动，公司上调全年业绩指引。** 公司预计FY25Q4实现营业收入为99-101亿美元，同比+7-9%，GAAP每股收益为1.55-1.6美元，非GAAP每股收益为2.57-2.62美元。受过去两个季度业绩增速影响，公司上调了FY2025全年业绩指引，预计实现收入378-380亿美元（前值为377-380亿美元），同比+8-9%；预计全年订阅收入同比增长略低于10% (+10%cc)；上调GAAP运营利润率指引至19.8%（前值为19.7%），同比提高5.4个pct，非GAAP经营利润率的指引提高至32.9%（前值为32.8%），同比提高2.4个pct；上调经营活动产生的现金流增长率指引至同比+24-26%（前值为23-25%）；预计GAAP每股收益将为6.15-6.2美元，非GAAP每股收益预计为9.98-10.3美元。

图：公司FY25Q3实现收入94.4亿美元



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司四季度及全年业绩指引

报告期	FY25Q4	FY25
总收入 (亿美元)	99-101	378-380
同比 (%)	7-9	8-9
外汇影响 (百万美元)	-25	-100
订阅和支持收入增长 (%)	N/A	10%
GAAP运营利润率 (%)	N/A	19.8
非GAAP运营利润率 (%)	N/A	32.9
GAAP摊薄每股净收益 (美元)	1.55-1.60	6.15-6.20
非GAAP摊薄每股净收益 (美元)	2.57-2.62	9.98-10.03
运营现金流增长 (%)	N/A	24-26
当前剩余履约义务增长 (%)	9	N/A
外汇影响 (百万美元)	100	N/A

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

ServiceNow：基于平台延伸四大垂类领域



- 公司致力于构建数字化企业的端到端智能 workflows 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。

图：ServiceNow 平台产品

平台	工作流	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> <p>客户与行业工作流</p> <p>通过将前端客户服务能力与运营、订单履行和现场服务资源集成，客户与行业工作流产品通过连接的数字工作流，从请求到解决创建了无缝的客户体验。</p> <p>员工工作流</p> <p>员工工作流通过让员工更轻松地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> <p>创造者与其他工作流</p> <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>	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，识别客户的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。		
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盘获取需求洞察，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。		
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力效率的提升。		
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。		

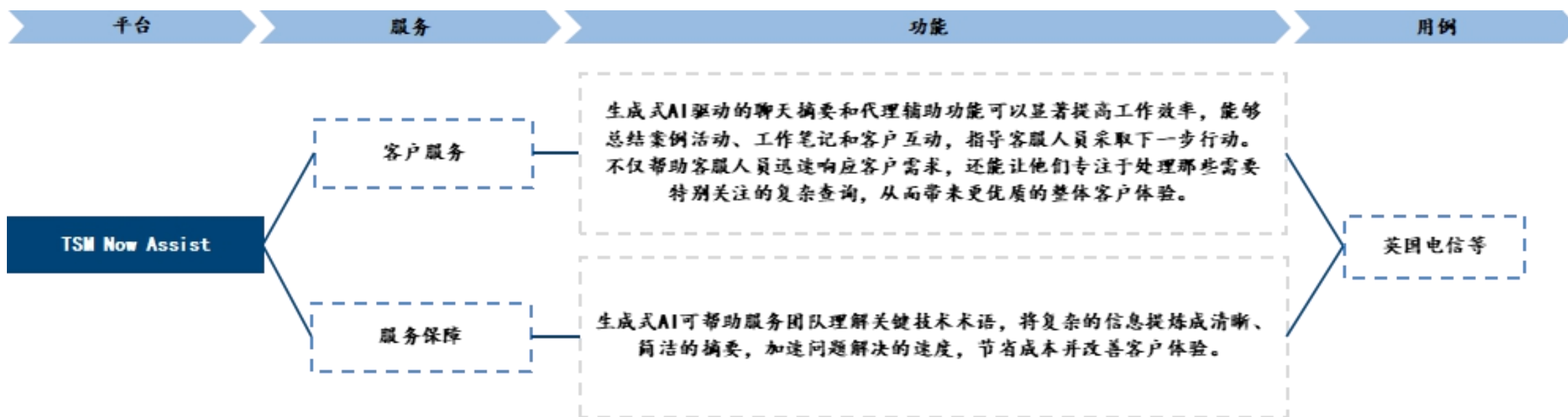
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

ServiceNow：与英伟达深度合作

- **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，目前双方解决方案已拓展至金融、公共部门等领域。

图：公司推出电信服务管理解决方案

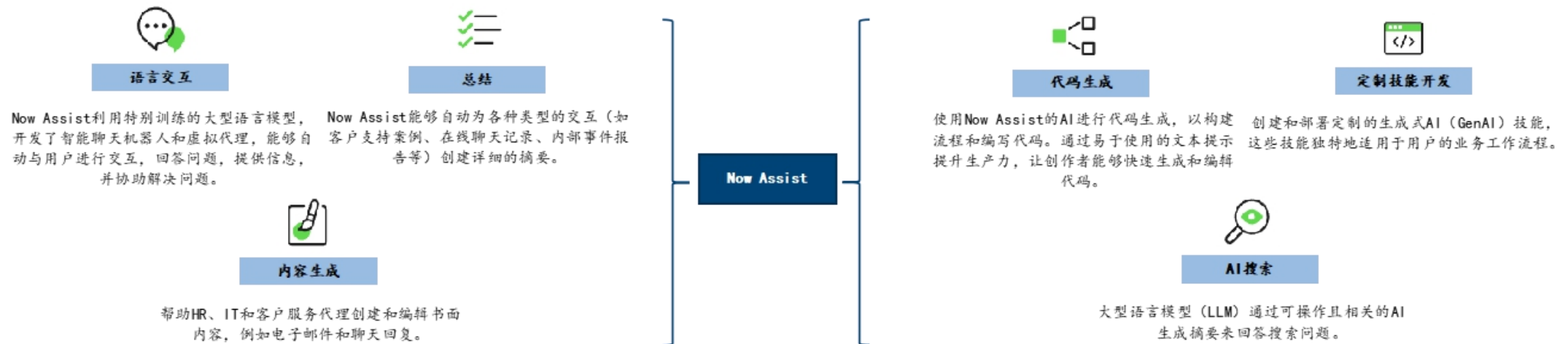


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

ServiceNow: Now Assist全面赋能公司业务

- **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。HR经理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，使开发团队能够在Now平台上更快地创建和扩展应用程序，其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。

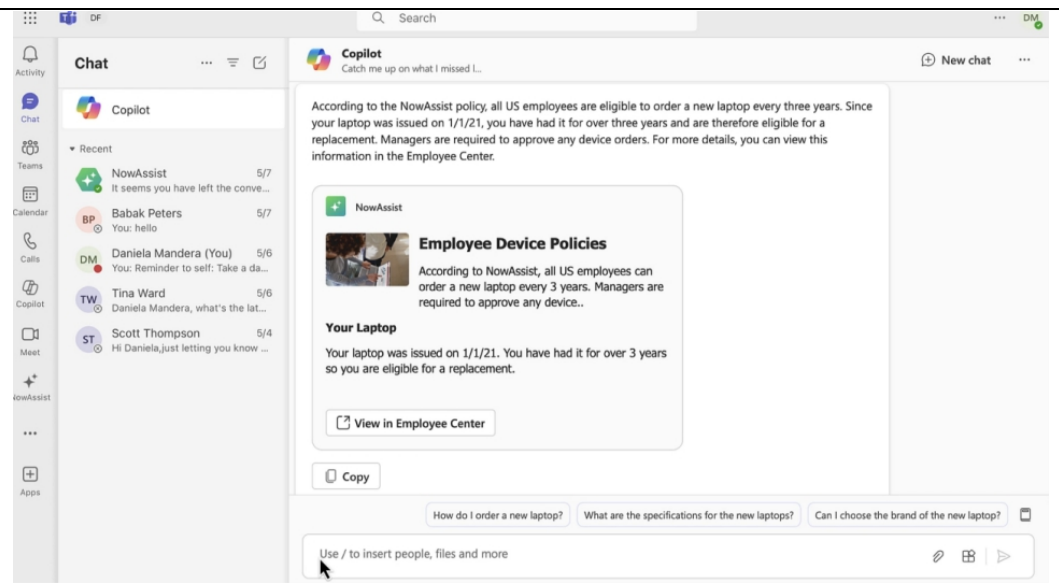
图：Now Assist主要功能



ServiceNow：平台全面迭代，拓展行业解决方案

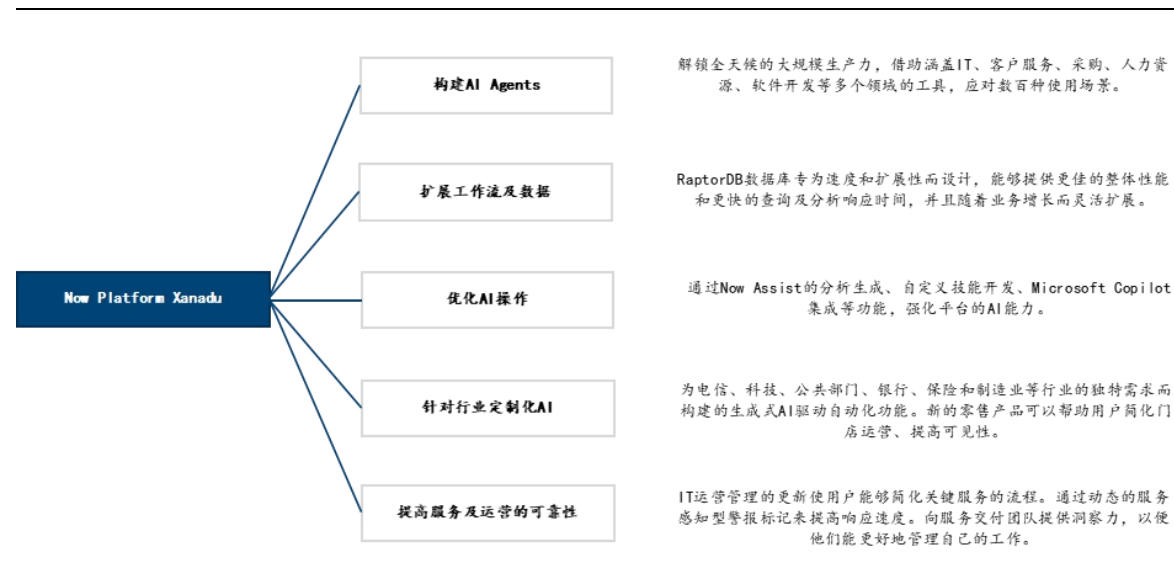
- **大幅扩展AI功能，深度集成Microsoft Copilot。** 2024年9月，公司发布了最新的Now平台更新Xanadu，该版本大幅扩展了Now平台的AI功能，新增了超350个开箱即用的新一代AI功能。Xanadu集成的AI数据可视化生成功能，使用户可轻松获取有关数据的信息，同时动态生成不同的图表类型，并将可视化效果添加到现有仪表板中。同时，公司将Microsoft Copilot接入平台，使得用户可以通过Copilot for Microsoft无缝调用Now Assist，从而实现整理重要事项、更换硬件设备等内部流程自动化。
- 公司将针对不同行业的Now Assist应用集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

图：Xanadu平台功能更新



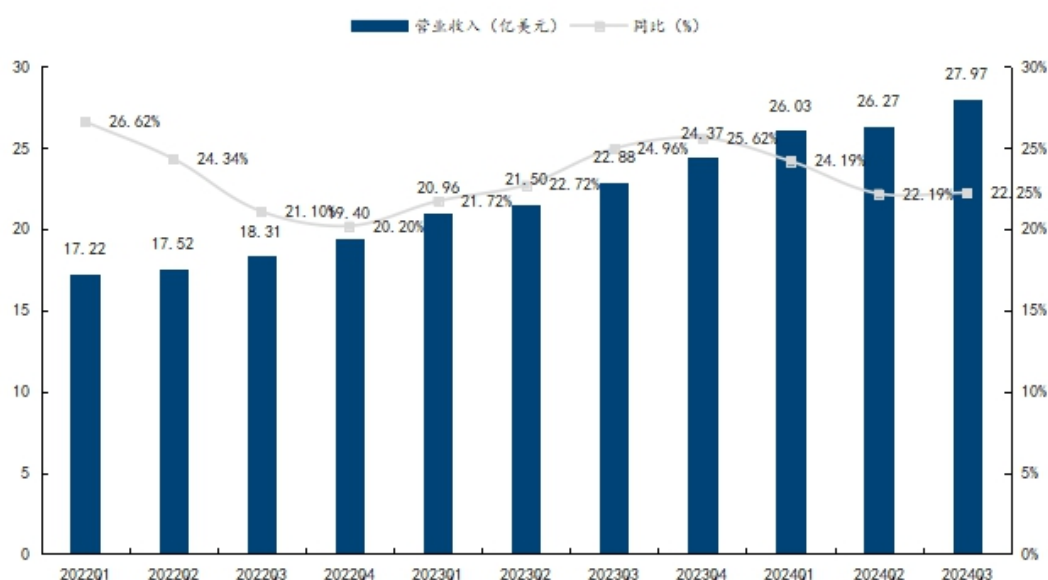
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

ServiceNow: 收入超指引上限, 上调全年业绩指引



- 收入超出业绩指引上限, 净利润同比大幅提升。**分季度看, 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, 24Q1-Q3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%。
- 季度业绩增速提振预期, 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。

图: 公司24Q3收入达27.97亿美元



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图: 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

Palantir: AI赋能数据整合与Agent构建

- **Palantir Technologies旨在帮助组织有效地整合其数据、决策和运营。**该公司最初为美国情报界开发软件，以协助反恐调查和行动。后来，公司开始与商业企业合作，为企业数据处理提供解决方案。Palantir Technologies已开发了四个主要的软件平台：Gotham、Foundry、Apollo和Palantir Artificial Intelligence Platform（“AIP”），其中Gotham、Foundry为公司基础平台，Apollo为支持平台，帮助其他平台顺利部署到任何环境中，AIP为公司于2023年4月发布的AI平台，专注于提供高级数据整合、分析和智能决策支持解决方案、AI应用及Agent构建。公司平台的核心为Ontology，通过定义语义关系、动态行为定义等方式集成数据并提高可读性。

图：Palantir平台产品

产品	主要领域	简介	核心功能
Gotham	国防、情报和执法等安全领域	通过整合多种数据来源（如传感器数据、情报报告、地理数据等），帮助用户识别和分析潜在的安全威胁、事件趋势和相关联的情报信息。Gotham提供强大的数据搜索、分析和可视化工具，使分析人员能够快速发现模式并支持关键决策。	1) 无缝集成了目标识别和效应器配对，提升了战场态势感知和作战效能；2) 通过AI驱动的规则或手动输入，实现从无人机到卫星等传感器的自主任务分配，支持人机协同控制，能够帮助用户在复杂的操作环境中做出明智决策；3) 提供混合现实技术，能将操作中心与边缘环境连接，将任何掩体或前哨站转变为即时指挥中心。
Foundry	医疗、金融、能源、零售、建筑等	用于帮助企业 and 组织把各种数据整合到一个系统中，让用户能够在同一个平台上查看、分析和理解数据，并快速进行测试和实验。Foundry的可视化界面让数据流程更清晰，用户可以追踪数据的来源和变化，理解每个数据的含义，确保数据项目更容易成功。	1) 能够连接和定期导入导出来自数百种支持的类型的数据库，包括ERP、CRM、云等；2) 提供数据分析工具，可实现基于表格的分析、可视化分析、地理空间分析、时间分析等；3) 提供低/无代码应用程序构建工具，可以快速构建和部署应用程序，利用公司的模型和数据产品。
Apollo	软件管理平台	帮助企业 and 政府机构在不同的环境中（如本地服务器、云平台、私有网络）进行软件部署和管理。它支持跨平台的软件更新，确保在各种复杂环境中，应用程序能够安全、稳定地运行，极大地简化了软件运维的复杂性。	1) 开发人员只需编写通用代码即可针对不同的环境进行多次部署；2) 部署、更新由系统自主在后台完成，无需开发者手动操作，不影响客户的正常使用；3) 帮助用户了解软件的当前健康状况，及时对异常做出反应。
AIP	通常与传统平台结合使用，场景涵盖航空、能源、金融等领域	可以统一访问各种AI模型，把企业的数据库转化为AI可理解的信息，让AI辅助企业完成决策、提供反馈和执行任务。AIP还提供了安全控制和审核机制，确保AI与人工操作员的交接安全可靠。这个平台可以与Palantir的其他产品（如Foundry、Gotham和Apollo）无缝结合使用。	1) 集成大型语言模型来构建可扩展的数据通道，将AI与内部系统和工作流程结合；2) 支持创建AI应用、Agent，创建AI驱动的流程代理，可以独立完成相应操作；3) 自然语言交互（AIP Assist）、AI自动解决问题，用户只需审核（AI APP）、主动定义AI如何自动完成工作（AIP Logic）、允许用户通过自定义触发条件及效果，实现工作流自动化（AIP Automate）等。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

Palantir: AIP核心在于Agent构建

- **AIP平台的核心不在于公司基于自身开发大模型，更偏向于数据汇总及Agent的构建。**具体来说，AIP提供统一的数据接入平台，可以访问开源、自托管和商业的大模型，通过将企业数据转化为AI可理解的对象，企业可以应用定制化后的AI赋能自身业务。
- **使用者可通过Workflow Builder构建AI应用、AI Agent:** 1) Data pipelining: 集成大模型到工作流中并运行，包括错误处理、自动重试、保障输出质量等；2) Logic building: 构建、测试、发布于Ontology上构建的AI应用；3) 工作流可视化: 可视化连接应用的功能和动作；4) 工作流监控: 记录操作以改进和调试工作流。
- **评估工具:** 1) 逻辑调试: 调试并改善AIP逻辑功能和提示；2) 模型比较: 比较不同模型在功能上的表现；3) 性能监控: 自定义标准。
- **Ontology SDK加速应用开发:** 1) 基于公司业务语言开发应用；2) 在任何开发环境中构建AI；3) 通过相似功能的重复应用减少成本。
- **解决方案和示例库:** 1) AIP Now提供开箱即用的AI产品及智能 workflow 库，帮助开发者快速构建用例；2) AIP构建: 访问平台内的启动包、模板和其他工作流基础组件；3) 学习AIP: 包含示例、教程和学习资料的资源库，旨在加速构建工作流程。

图: AIP创建AI Agent

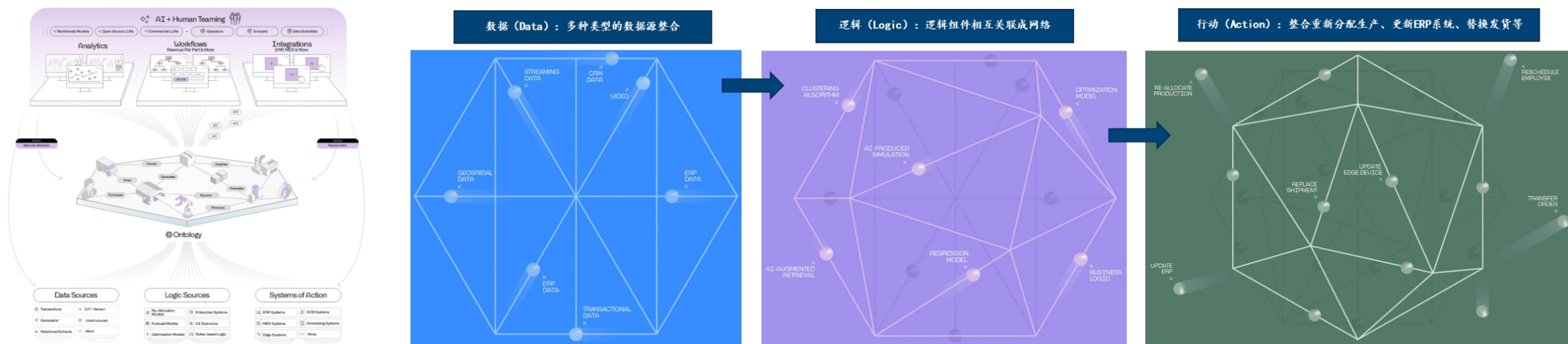


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

Palantir: Ontology构建数据底座, Bootcamp助推客群扩张

- 为帮助客户快速实施符合其组织需求的AI解决方案,公司于2023年三季度推出了强化培训项目AIP Bootcamp,通过为期1到5天的训练营,参与者能够在短时间内掌握如何利用AIP来解决实际业务问题,并加速从原型到生产级别的AI应用部署过程。自引入AIP以来,公司已经在全球范围内举办了超1300场AIP Bootcamp活动,超1000家公司或组织报名。
- Ontology**为公司特有的数据处理技术,它将企业的**数据资产与现实世界的对应物连接起来**。Ontology为公司AI技术的核心,能够帮助用户在极短时间内用AI赋能传统业务,其价值体现在以下方面:**1) 数据**:各种数据源(如ERP、MES、WMS等)可以与来自物联网和边缘系统的数据流、非结构化数据存储中的相关部分、地理空间数据存储等同步和上下文化,以对象、属性和链接的形式展现出来,并能够实时演化,为AI学习提供优质数据基础;**2) 逻辑**:提供逻辑资产集,汇总企业如何做出决策的计算和过程,并在AI和人类用户之间进行上下文化。为构建 workflow 提供接口,使来自不同环境(如本地数据中心、企业云环境、SaaS环境等)的异构逻辑资产能够无缝结合和整合,因此AI推理可以引入到利用逻辑的决策过程中;**3) 行动**:使人工和AI的执行能够以场景进行不同阶段处理,在处理过程中只有授权的用户或系统能够访问和修改,决策及执行将被写回到公司的各个运营系统中,保证了决策不仅能够在理论上生成,还能够在实际操作中得以执行,并与现有的业务系统同步,确保决策的执行过程是安全和可控的。

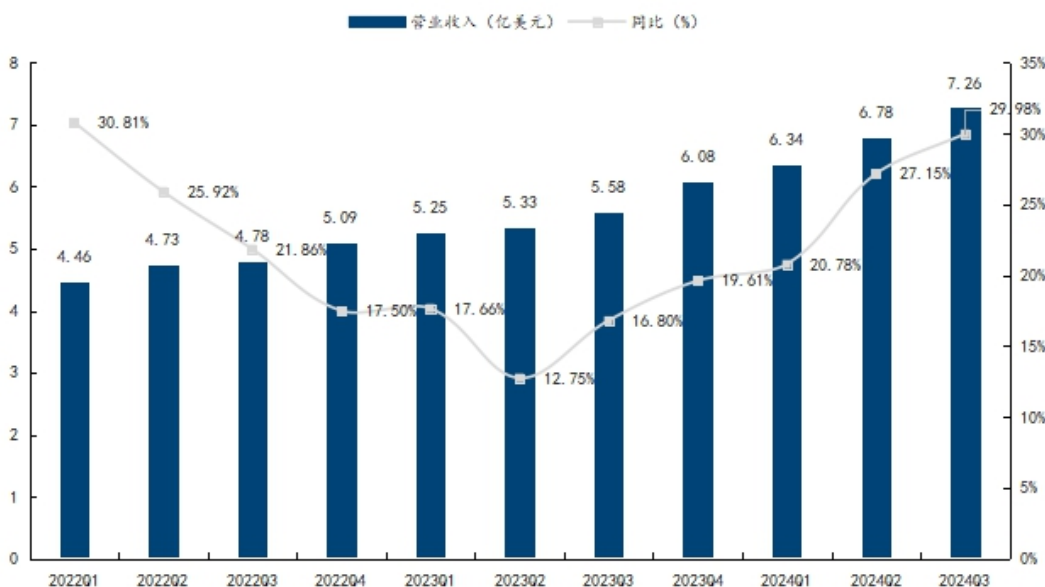
图: Ontology为公司平台核心



Palantir: 收入超指引上限, 在美业务大幅提升

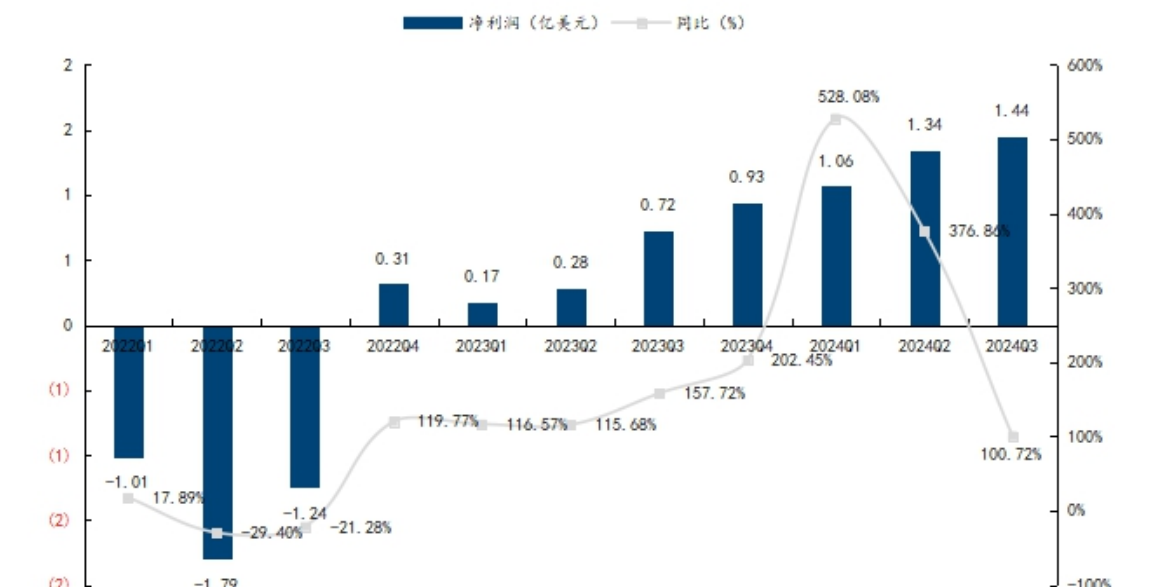
- **收入超出业绩指引上限, 受AI推动在美收入提振。** 24Q3公司实现营业收入7.26亿美元, 同比+29.98%, 超出公司指引上限4.5个pct。其中商业收入达3.17亿美元, 同比+27%, 环比+3%, 政府收入达4.08亿美元, 同比+33%, 环比+10%。AI需求的增长推动了公司在美业务快速提升, 美国业务同比+44%, 美国商业业务同比+54%, 美国政府业务同比+40%。24Q3调整后毛利率为82%, 营业利润为1.13亿美元, 营业利润率达16%。公司实现净利润1.44亿美元, 同比+100.72, 净利率为20%, 调整后每股收益为0.10美元。
- **受下游AI需求推动, 公司上调全年业绩指引。** 公司预计24Q4实现收入为7.67-7.71亿美元, 同比+26.15-26.81%, 调整后营业利润为2.98-3.02亿美元。受下游AI需求推动, 公司上调了2024全年业绩指引, 预计实现收入28.05-28.09亿美元(前值为27.42-27.5亿美元), 同比+26.07-23.6%; 预计全年美国商业收入为6.87亿美元, 同比增长超50%。2024全年预计实现调整后营业利润上调为10.54-10.58亿美元(前值为9.66-9.74亿美元), 预计实现自由现金流超10亿美元。

图: 公司24Q3收入达7.26亿美元



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图: 公司24Q3实现净利润1.44亿美元



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

Snowflake: 通过AI赋能数据云

- 公司专注于数据云服务，旨在通过其创新平台帮助组织打破数据孤岛，实现数据的统一管理和高效利用。公司平台使客户、合作伙伴、开发者、数据提供者和消费者能够在安全、合规的环境中共享和分析数据，由三层独立可扩展的部分构成，并在全球多个公共云和区域之间连接：1) 存储：基于可扩展的云存储，能够管理结构化、半结构化和非结构化数据，存储资源可以独立于计算资源进行扩展；2) 计算：能够从存储层中检索所需的最佳数据，进行查询和数据转化，允许多个用户和用例在同一数据副本上操作；3) 云服务：操作平台，包括安全操作、系统监控、查询优化、元数据和状态跟踪等功能。

图：Snowflake平台产品

平台	功能	介绍
Snowflake Platform	数据仓库	提供报告和分析，提升商业智能：1) 支持多个用户和活动并行进行：应用多种活动，如可重复的分析、仪表盘展示或临时探索（例如数据科学模型训练），具有灵活的计算能力，无资源争用，也无需配置任何基础设施；2) 生成数据洞察：对结构化、半结构化和非结构化数据执行查询，以全面了解数据，提升洞察力；3) 简化数据治理：快速了解数据和使用模式，并设置使用政策和配置以最大化治理能力。
	数据湖	中央数据存储库，保障数据安全：1) 在云中构建现代可扩展的数据湖：将数据整合、集中，利用云的可扩展性、安全性和强大能力，实现对所有数据的实时分析，客户可以依赖集中的数据存储库，处理多种使用场景；2) 实施更好的治理和安全性：提供丰富的安全性和控制，确保数据根据监管和公司要求进行管理和访问。
	数据工程	使数据工程师、IT部门、数据科学团队和商业分析团队能够高效构建和管理批处理和流数据管道：1) 加快决策过程：实时获取并转换数据，确保最新信息以推动更好的商业成果；2) 动态满足业务需求：通过即时调整资源，实现应对波动性业务需求的能力。
	AI/ML	使组织能够安全地构建和部署大语言模型和机器学习模型：1) 将生成式AI引入企业数据：通过Cortex快速且安全地分析数据并构建AI应用程序；2) 构建和部署机器学习模型：使用Snowpark ML快速构建功能、训练模型并部署到生产环境；3) 微调大语言模型：通过Snowflake管理的安全基础设施微调开源和其他第三方LLMs；4) 将模型转化为互动应用程序：管理数据转换资源，在单一的云平台中构建机器学习算法。
	应用程序	支持新应用程序的开发，也可以为现有应用程序提供报告和分析功能：1) 开发分析应用程序：使用平台作为分析引擎，构建数据应用程序，提供大规模的可扩展性和洞察；2) 将Snowflake嵌入现有应用程序：将数据和分析直接嵌入到业务应用程序中，融入日常工作流；3) 开发和分发Snowflake原生应用程序：构建、扩展和部署在最终客户Snowflake账户内安全运行的应用程序。
	协作	使组织能够安全地共享、获取实时数据集和数据产品：1) 安全共享实时数据：为整个组织的员工构建私有数据交换途径；2) 获取数据集以分析：利用Snowflake市场上的公共数据集，丰富洞察；3) 货币化数据产品：将数据集或数据产品列到Snowflake市场，开辟货币化渠道；4) 邀请外部方访问数据：可邀请客户、供应商和合作伙伴安全访问数据；5) 数据清洁室：提供多个组织共享和分析数据的环境；6) 数据复制：允许轻松复制数据、账户、政策和途径，支持跨多个公共云提供商和区域的多个用户，实现跨云业务连续性。
	网络安全	消除数据孤岛，保障网络安全：1) 加速安全分析：统一日志、企业数据和上下文数据集，以实现更高的准确度和自动化；2) 利用定制资源：访问来自Snowflake市场的动态更新的威胁情报，并借助提供的开箱即用（即无需额外开发或配置）集成、内容和可视化工具，来支持威胁检测和响应等安全工作。
	Unistore	通过使用混合表，将事务性数据和分析数据结合以简化开发：1) 通过混合表解锁事务性案例：如提供数据或存储应用程序状态；2) 分析事务性和历史数据：即时处理来自整个组织生态系统的数据，构建新的、更好的客户体验，并通过将事务性和分析性数据集集成到单一数据集中获取深度洞察。

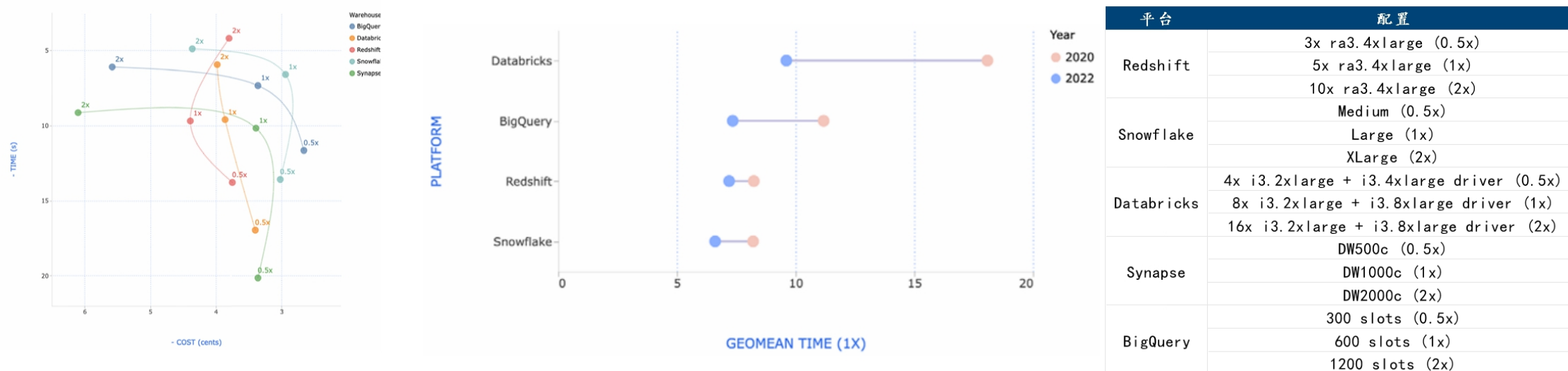
资料来源：公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

Snowflake: 性价比最高的DWaaS平台

- 公司旨在基于云构建数据存储平台，不提供本地部署选项，完全作为仓库即服务 (DWaaS) 产品。DWaaS是基于云计算的解决方案，将数据仓库作为服务提供给客户，企业无需自行购买、安装和维护数据仓库硬件和软件基础设施，而是可以通过互联网按需使用云服务提供商提供的数据存储和分析能力，与公司商业模式相同的平台包括Google BigQuery、Azure Synapse、Databricks、Amazon Redshift等。
- **Snowflake在标准规模查询中优势明显。** TPC-DS为目前主流的数据仓库基准测试，旨在模拟一个虚构但高度真实的零售环境，以评估数据库管理系统在复杂查询和数据分析任务中的性能。Fivetran于2022年5-10月基于1TB的TPC-DS对主流的DWaaS平台进行了测试，包含了大量的连接操作、聚合计算及子查询等复杂测试。其结果显示，在标准计算资源下Snowflake具有最低的成本以及最快的响应速度。据谷歌工程师Jordan Tigani分析，目前约99%的客户查询数据都小于1TB，因此Snowflake在大部分使用场景下性价比最高。

图：Snowflake在标准计算资源下有最快响应速度

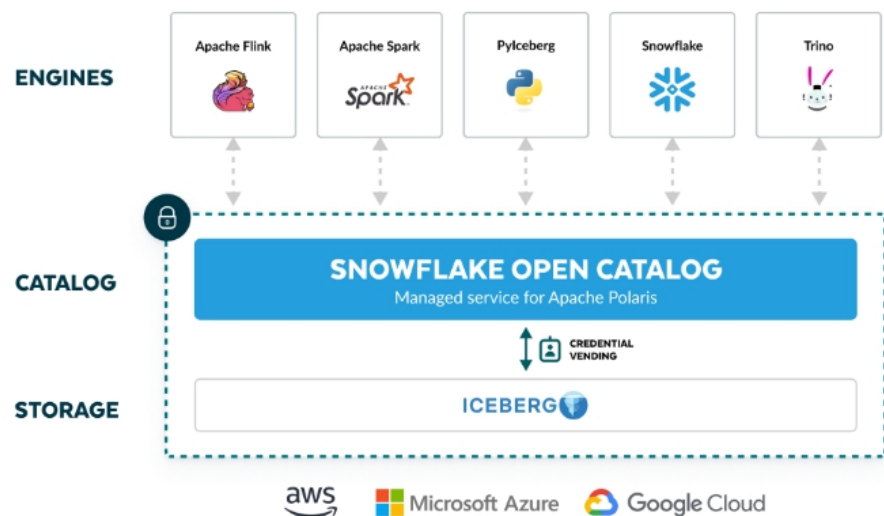


资料来源：Fivetran，国信证券经济研究所整理

Snowflake：平台持续扩张，以适应AI时代

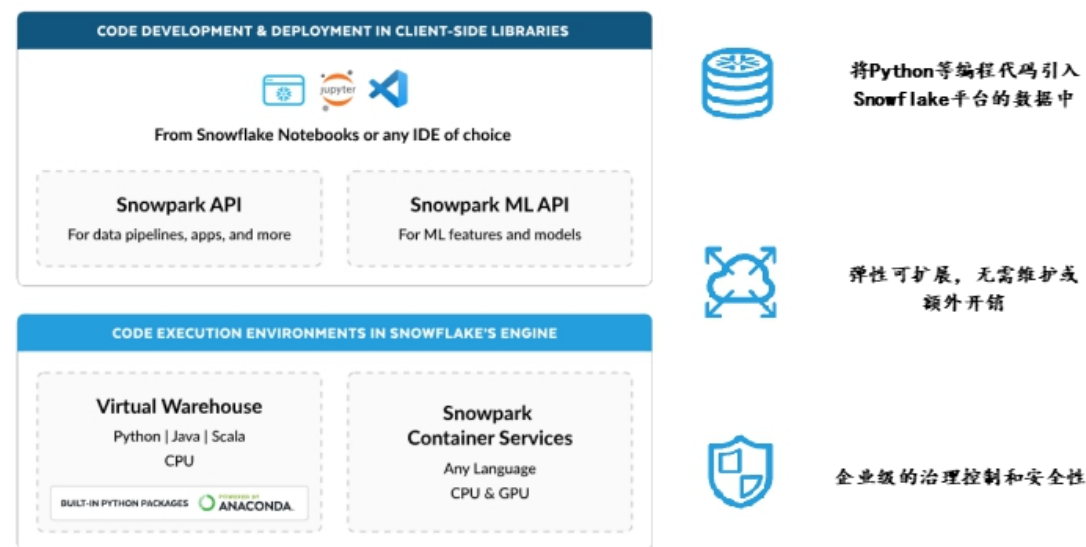
- **2022年，公司推出Unistore及Snowpark，简化AI部署操作。** Unistore引入了混合表，能够支持事务处理，可以提供快速的单行操作，并允许客户直接在Snowflake上构建事务性业务应用程序。Snowpark为库和代码执行环境，支持开发者使用熟悉的编程语言（如Java、Python）进行编码，同时可通过API使用户能够在平台上直接构建、训练和部署机器学习模型。
- **编码加入Iceberg生态，提高非结构化数据处理能力。** 随着AI时代的到来，数据量及系统数量呈指数级增长，数据类型也由结构化数据逐渐演变成了非结构化数据和半结构化数据。非结构化数据指的是不易被传统关系数据库表格化的数据，如文本、图片、视频等，这类数据通常不遵循固定的格式或结构，其信息量大且提取信息的难度较高。数据湖提供了灵活的环境，可以在不转换原始数据的前提下存储大量数据，因此成为非结构化数据管理的理想解决方案。目前数据湖存储的主流格式包括Iceberg/Hudi/Delta，分别由Netflix/Uber/Databricks主导研发并开源。2024年10月，公司推出Snowflake Open Catalog，通过支持Apache Iceberg扩大平台在开放数据格式方面的覆盖范围，优化平台在AI时代的数据处理能力。

图：通过Snowflake Open Catalog集中管理Iceberg表



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：Snowpark扩展平台代码开发能力

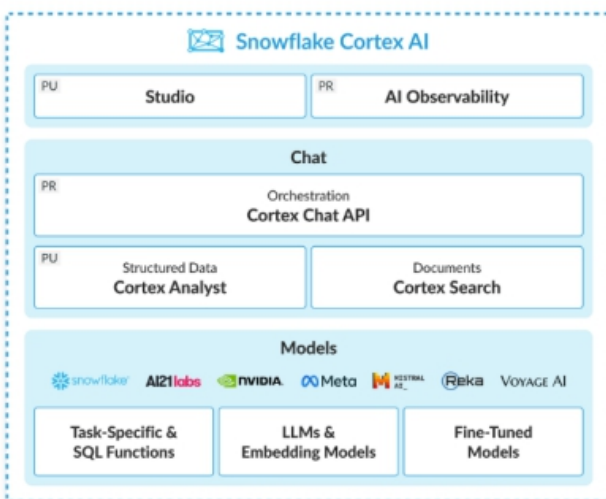


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

Snowflake: 基于Cortex AI构建数据Agent

- **Cortex AI赋能应用构建。** 2023年11月，公司推出生成式AI平台Cortex，通过完全托管的大型语言模型、向量搜索和完全托管的文本到SQL服务等，使用户能够快速分析数据并构建生成式AI应用。Cortex AI包含以下主要功能：**1) Cortex Analyst:** 使用Llama和Mistral模型构建，使用户能够使用自然语言与数据进行交互，简化用户开发自助分析应用程序的过程；**2) Cortex Search:** 通过混合搜索（语义+关键词）和检索功能，通过在给定的企业文档集内提问进行信息查询；**3) 大语言模型和嵌入模型:** 通过无服务器功能访问大语言模型，如Snowflake Arctic、Meta Llama 3、Mistral Large等；**4) Cortex微调:** 安全且轻松地定制大语言模型，以提高模型在特定任务中的准确性和性能；**5) AI & ML Studio:** 内置无代码开发界面，使所有技术水平的用户都能安全地使用AI。
- 2024年11月，公司推出Snowflake Intelligence平台，使用Cortex AI作为AI引擎，帮助用户创建数据领域的Agent，从而自动分析、汇总企业数据并执行任务。同期，公司与Anthropic签署多年合作关系，Claude 3.5模型将可供用户在Snowflake Cortex AI中使用，企业将获得增强的推理和自然语言对话能力，实现通过自然语言与企业数据进行交互、构建关键任务AI应用等功能。

图：Cortex AI提供全托管AI平台



Snowflake Copilot

AI驱动的SQL助手，通过对话提供查询，从而提高生产力

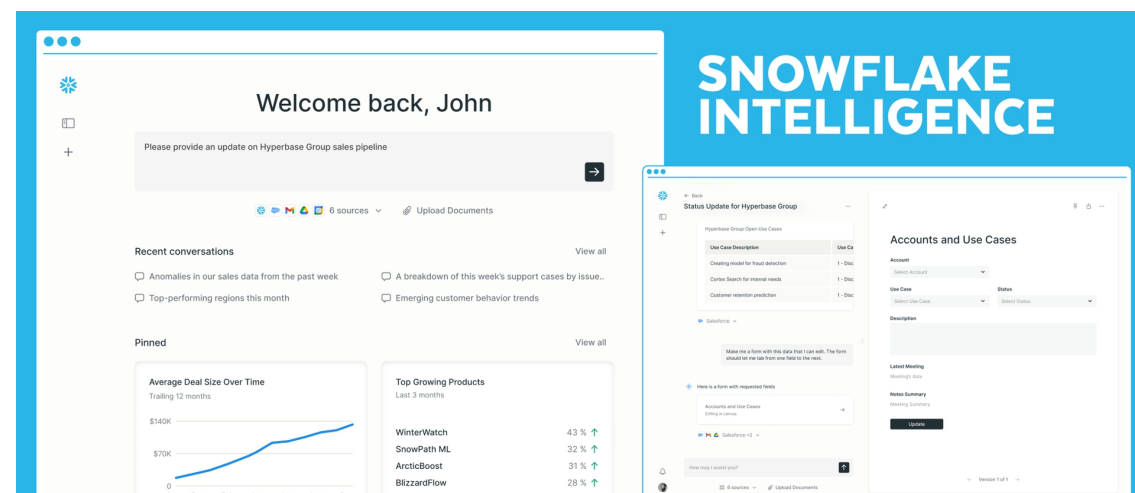
Document AI

使用Snowflake开发的多模态大语言模型Arctic-TILT，从多个PDF和其他文档中提取信息

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：Snowflake Intelligence提供Agent构建

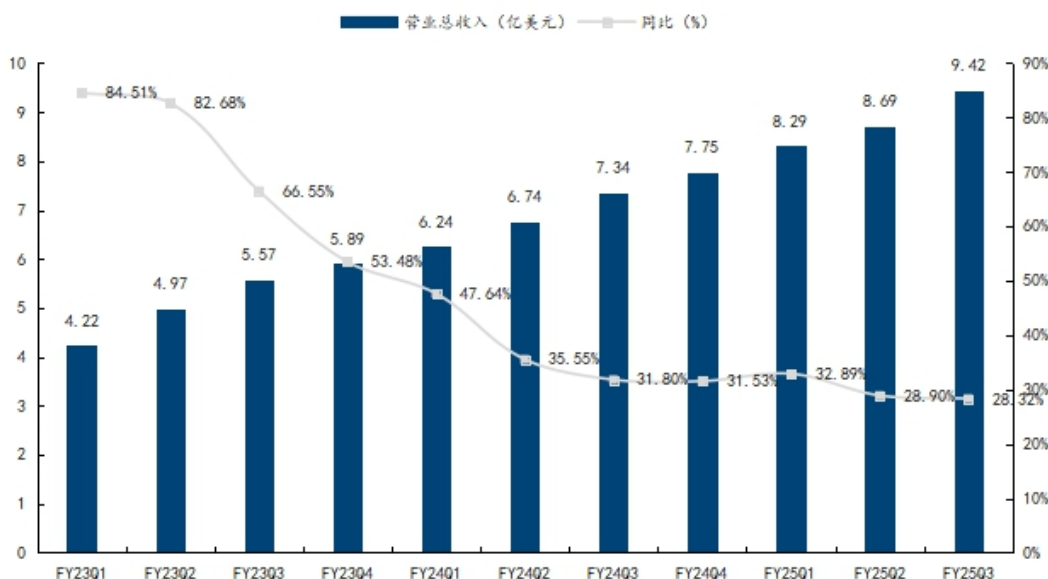


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

Snowflake: 收入快速提升, 上调收入、利润业绩指引

- AI产品快速导入, 季度收入同比+28%。** 得益于Snowflake Cortex采用率快速提升, 截至三季度超3200个账户正在使用平台的AI/ML功能。同时, 公司与ServiceNow扩大合作, 使客户能够直接从Snowflake触发ServiceNow的工作流。FY25Q3公司实现营业收入9.42亿美元, 超出公司业绩指引上限的8.55亿美元, 同比+28.32%。公司实现调整后毛利率76%, 实现调整后的营业利润率6%, 超出公司业绩指引3个pct。公司实现调整后净利润为0.73亿美元, 调整后净利率为8%。
- 受季度业绩增长驱动, 公司上调收入、利润业绩指引。** 公司预计25Q4实现产品收入为9.06-9.11亿美元, 同比+23.43-24.11%, 调整后营业利润率为4%。受季度业绩快速增长推动, 公司上调了FY2025全年业绩指引, 预计实现产品收入34.3亿美元(前值为33.56亿美元), 同比+29%。FY2025全年预计实现调整后毛利率上调为76%(前值为75%), 预计实现调整后营业利润率为6%(前值为3%), 预计实现调整后自由现金流利润率为26%。

图: 公司25Q3收入达9.42亿美元



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图: 公司上调FY2025全年业绩指引

	FY25Q4	FY2025全年
产品收入 (亿美元)	9.06-9.11	34.3
同比 (%)	23%	29%
调整后毛利率 (%)	N/A	76%
调整后营业利润率 (%)	4%	5%
调整后自由现金流利润率 (%)	N/A	26%

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

- [01] 2024年SaaS板块回顾：整体估值逐步修复
- [02] SaaS企业全面切入AI，关注AI Agent进展
- [03] AI Agent重点公司梳理
- [04] 风险提示

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、新技术研发不及预期。

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.GSI）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

分析师承诺

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。

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

GUOSEN SECURITIES

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楼

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