

# SNOWFLAKE (SNOW.N)

专注于数据云服务，分析、AI 与应用开发一体构筑生态壁垒

优于大市

## 核心观点

**领先数据云供应商，打破下游数据孤岛。**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。公司主要收入来源是基于平台的使用量确认产品收入，主要来自客户在平台上对计算、存储和数据传输资源的消耗。FY2026Q2 公司实现收入 11.45 亿美元，同比增长 31.78%，公司实现 GAAP 净亏损 2.98 亿美元，同比增长 5.96%。公司当前正采用团队集中化、去除冗余的管理层以及持续的绩效管理等方式提高运营效率。

**平台优势：高扩展性、成本可控，综合表现最优。**公司旨在基于云构建数据存储服务平台，不提供本地部署选项，完全作为仓库即服务（DWaaS）产品。在 TPC-H 测试中，公司平台在成本、扩展性方面具有最佳表现，同时在计算引擎稳健性方面表现出色，并且在易用性和文档质量等所有类别中都保持了最高的评分，总体的测试表现在 DWaaS 产品中位居第一。公司的多集群共享数据架构独特地满足了从灵活的 Y Combinator 创业公司到全球财富 500 强企业的不同需求。

**平台生态：生态系统和数据共享创造网络飞轮，全球客户快速导入。**随着 2021 年推出 Snowflake Marketplace，来自不同组织的客户（数据提供者和数据消费者）能够在跨区域和跨云服务商的情况下直接共享数据。这种独特的架构激励了数据共享，并创造了强大的网络飞轮效应，从而推动平台的客户留存和消费。公司推出 Snowflake Intelligence 平台，使用 Cortex AI 作为引擎，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。2025 年更新后的 Snowflake Intelligence 允许用户使用自然语言发掘数据，支持提出复杂问题并自动操作，能力进一步提升。

**风险提示：**估值的风险、盈利预测的风险、AI 落地不及预期的风险、技术被赶超或替代的风险等。

**投资建议：**全球领先的数据管理平台，AI 推动商业化进程，首次覆盖，给予“优于大市”评级。随着公司 AI 产品持续拓展，有望推动自身市场进一步扩张。考虑到公司为全球领先的数据管理平台，AI 新品推进顺利，预计 2025/2026/2027 年公司实现营业收入分别为 35.07/43.92/54.93 亿美元，增速分别为 25%/25.2%/25.1%，对应当前 PS 为 24.92/19.9/15.91 倍，给予 2026 年 22-23 倍 PS，对应估值区间为 966.24-1010.16 亿美元市值，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

|              | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E    |
|--------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 营业收入(百万元)    | 2,066  | 2,806  | 3,507  | 4,392  | 5,493    |
| (+/-%)       | 69.4%  | 35.9%  | 25.0%  | 25.2%  | 25.1%    |
| 净利润(百万元)     | -797   | -836   | -614   | -356   | 65       |
| (+/-%)       | —      | —      | —      | —      | -118.2%  |
| 每股收益(元)      | -2.35  | -2.47  | -1.81  | -1.05  | 0.19     |
| EBIT Margin  | -56.8% | -54.2% | -22.9% | -12.3% | -2.3%    |
| 净资产收益率 (ROE) | -14.6% | -16.1% | -13.4% | -8.5%  | 1.5%     |
| 市盈率 (PE)     | -102.4 | -97.6  | -133.0 | -229.2 | 1262.6   |
| EV/EBITDA    | -73.8  | -59.0  | -124.8 | -203.6 | -80003.4 |
| 市净率 (PB)     | 14.96  | 15.75  | 17.87  | 19.38  | 19.09    |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究 · 海外公司财报点评

### 计算机 · 软件开发

证券分析师：熊莉

联系人：侯睿

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

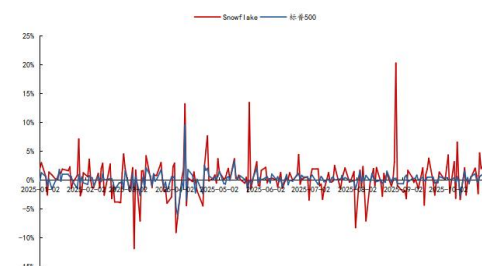
hourui3@guosen.com.cn

S0980519030002

### 基础数据

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 投资评级        | 优于大市(首次)         |
| 合理估值        |                  |
| 收盘价         | 274.88 美元        |
| 总市值/流通市值    | 931/931 亿美元      |
| 52 周最高价/最低价 | 274.88/113.23 美元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 12.46 亿美元        |

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

◆ 公司概况：领先数据云供应商，打破下游数据孤岛

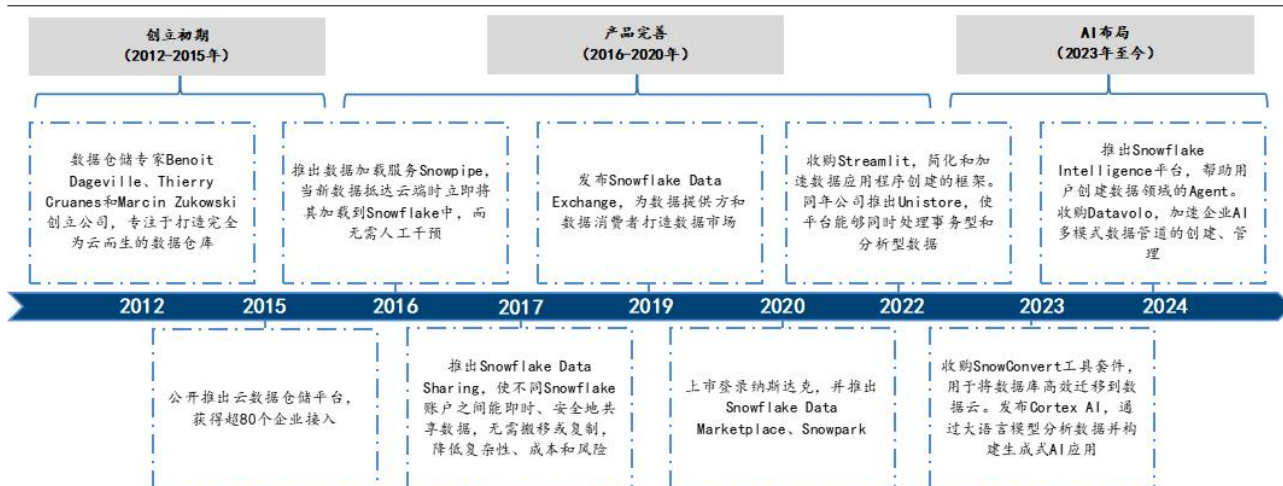
Snowflake 专注于数据云服务，旨在通过其创新平台帮助组织打破数据孤岛，实现数据的统一管理和高效利用。公司平台将数据计算与存储分离，企业能够根据需求灵活扩展或缩减数据使用，使客户能够将数据整合为单一可信来源以驱动洞察、应用 AI 解决业务问题、构建数据应用并共享数据及数据产品。公司平台被全球不同规模、不同行业公司广泛采用，公司向客户收取其使用资源的费用。截至 FY2026Q2，平台在全球拥有 12062 位客户。其中包括福布斯全球 2000 强中的 751 家企业，并贡献了约 42% 的收入。公司从创立至今，公司大致经历以下发展阶段：

1) **创立初期（2012-2015 年）**：2012 年，公司由数据仓储专家 Benoit Dageville、Thierry Cruanes 和 Marcin Zukowski 创立，三人意识到现有解决方案的限制，包括可扩展性差、管理复杂以及无法有效应对企业日益增长的数据量等，开始专注于打造完全为云而生的数据仓库，利用云计算和存储的灵活性，提供动态且可扩展的数据存储与分析。2015 年，公司公开推出其云数据仓储平台，获得超 80 个企业接入；

2) **产品完善（2016-2020 年）**：2016 年，公司推出数据加载服务 Snowpipe，当新数据抵达云端时立即将其加载到 Snowflake 中，而无需人工干预。2017 年，公司推出 Snowflake Data Sharing，使不同 Snowflake 账户之间能即时、安全地共享数据，无需搬移或复制，降低复杂性、成本和风险。2019 年，公司发布 Snowflake Data Exchange，为数据提供方和数据消费者打造数据市场。2020 年，公司上市登录纳斯达克，并推出 Snowflake Data Marketplace，在数据共享基础上改进，提供平台让数据提供方发布数据集，数据消费者可直接在 Snowflake 账户中访问和分析。同年公司发布 Snowpark，允许数据工程师、科学家和开发者使用 Java、Scala 和 Python 等语言编写代码直接在 Snowflake 上运行工作负载。2022 年，公司收购 Streamlit，简化和加速数据应用程序创建的框架。同年公司推出 Unistore，使平台能够同时处理事务型和分析型数据；

3) **AI 布局（2023 年至今）**：2023 年，公司收购 SnowConvert 工具套件，用自动化编码将数据库高效迁移到数据云，同年发布 Cortex AI，通过大语言模型分析数据并构建生成式 AI 应用。2024 年，公司推出 Snowflake Intelligence 平台，帮助用户创建数据领域的 Agent。

图1: Snowflake 发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，公司财报，国信证券经济研究所整理

### ◆ 公司治理：创始人持股 1.5%，管理层经验丰富

**高管及董事持股，管理团队经验丰富。**截至 2025 年 5 月，公司第一大股东为领航集团，持有公司 8.1% 的股权。公司创始人 Benoit Dageville 持有公司 1.5% 的股权，现任董事与高管合计持股占比达 6.8%。公司管理团队成員均曾在相关领域知名公司担任高管职务，具有丰富管理经验，其中核心技术人员曾在谷歌、VMware 任职，对云、AI 等领域有着深度理解，有助于后续公司产品持续创新。

表1: 公司股权结构（截至 2025 年 5 月，\*代表持有股份小于 1%）

| 股东名称                  | 实际持有股份数  | 占已发行股份比例（%） |
|-----------------------|----------|-------------|
| Sridhar Ramaswamy     | 402505   | *           |
| Michael P. Scarpelli  | 2723457  | *           |
| Benoit Dageville      | 5084886  | 1.5         |
| Christian Kleinerma   | 795830   | *           |
| Vivek Raghunathan     | 72340    | *           |
| Christopher W. Degnan | 963506   | *           |
| Grzegorz Czajkowski   | 233702   | *           |
| Frank Slootman        | 11221243 | 3.3         |
| Teresa Briggs         | 31955    | *           |
| Jeremy Burton         | 41615    | *           |
| Mark S. Garrett       | 693146   | *           |
| Kelly A. Kramer       | 55136    | *           |
| Mark D. McLaughlin    | 11235    | *           |
| William F. Scannell   | -        | -           |
| Michael L. Speiser    | 2389922  | *           |
| Jayshree V. Ullal     | 55136    | *           |
| 所有现任董事和高管持股（15 人）     | 23578406 | 6.8         |
| The Vanguard Group    | 27154056 | 8.1         |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2: 公司高级管理人员情况

| 姓名                   | 职务         | 性别 | 年龄 | 履历                                                                                                                              |
|----------------------|------------|----|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Sridhar Ramaswamy    | 首席执行官      | 男  | 58 | 印度理工学院马德拉斯分校计算机科学学士、布朗大学计算机科学硕士与博士学位；曾任 Greylock Partners 风险合伙人、Neeva Inc. 首席执行官、谷歌广告与商业高级副总裁；2023 年加入公司，历任人工智能高级副总裁，现任公司首席执行官。 |
| Michael P. Scarpelli | 首席财务官      | 男  | 58 | 西安大略大学经济学学士；曾任 ServiceNow 首席财务官、戴尔备份与恢复系统事业部担任财务与业务运营高级副总裁；2019 年加入公司，现任首席财务官。                                                  |
| Michael Gannon       | 首席营收官      | 男  | 50 | 纽约州立大学奥斯威戈分校经济与会计学学士；曾任 VMware 美洲区高级副总裁兼总经理、美国企业销售副总裁、博通北美区总裁；2025 年加入公司，担任首席营收官。                                               |
| Christian Kleinerma  | 产品管理执行副总裁  | 男  | 49 | 安第斯大学工业工程学士；曾任谷歌 YouTube 基础设施与数据系统管理职务；2018 年加入公司，历任产品高级副总裁，现任产品管理执行副总裁。                                                        |
| Vivek Raghunathan    | 工程与支持高级副总裁 | 男  | 46 | 印度理工学院孟买分校学士、伊利诺伊大学厄巴纳-香槟分校电气与计算机工程硕士和博士学位；曾任谷歌工程副总裁、Neeva 联合创始人；2023 年加入公司，历任人工智能工程副总裁，现任工程与支持高级副总裁。                           |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 主营业务：云原生数据库，覆盖全球 47 个区域

公司平台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。该架构建立在三大公有云之上，覆盖全球 47 个区域部署。

表3: 公司平台功能

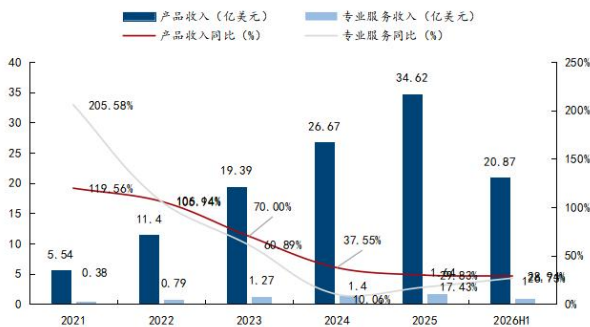
| 平台                 | 模块   | 功能                                                              | 介绍                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|--------------------|------|-----------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Snowflake Platform | 分析   | 提供报表和分析功能，以提升商业智能。                                              | 支持多用户并发与多种活动：支持重复性分析、仪表盘渲染或临时性探索（如数据科学模型训练）等多种任务，具备灵活的计算能力，无资源争用，无需配置任何基础设施。<br>生成全面的数据洞察：可对结构化、半结构化和非结构化数据运行查询，帮助组织获得更全面的的数据视角，从而挖掘最大化洞察。<br>简化数据治理：即时洞察数据与使用模式，并可设置策略与配置，以增强治理能力。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|                    | 数据工程 | 使组织能够高效构建和管理 SQL 或 Python 的流式与批处理数据管道，为数据科学团队、分析团队及业务应用等下游用户服务。 | 简化开发，将事务数据与分析数据统一：分析产品包括 Unistore，利用混合表 (Hybrid Tables)，客户可以在平台内开发轻量级事务用例（如数据服务或应用状态存储）。Unistore 还允许客户快速分析整个组织生态系统中的事务数据与历史数据，构建全新且更优的客户体验，并通过整合事务数据与分析数据，在单一数据集中获得更深入的洞察。<br>推动更快速的决策：实时摄取并转换数据，确保能够随时访问最新信息，以实现更优业务成果。<br>动态应对业务高峰需求：按需即时扩展或缩减资源，以满足波动的业务需求。<br>构建现代化、可扩展的云数据湖 / 湖仓 (Lakehouse)：将数据整合到一个集中化的存储中，依托云的可扩展性、安全性和算力，对所有数据进行实时分析。在单一存储中保存结构化和非结构化数据，让数据团队能够在共享数据集上集成不同工具与平台。客户可依赖这一集中式数据仓库来应对多种应用场景。                                                                                        |
|                    | AI   | 统一的数据与 AI 平台，使组织能够构建和部署大型语言模型 (LLMs)、机器学习 (ML) 模型及其他 AI 功能。     | 实现更好的治理与安全以扩大数据访问：简化数据治理，并提供丰富的安全与控制能力，确保数据的管理与访问符合监管及企业要求。<br>将非结构化数据转化为洞察：利用 Document AI 与 Cortex LLM Functions，在规模化条件下高效、安全地运行自然语言处理任务（如摘要、翻译、分类）以处理非结构化数据。<br>在企业数据上开发对话助手：通过会话式应用与数据交互，借助 Cortex AI 的语言模型结合实时结构化数据检索 (Cortex Analyst) 与非结构化数据检索 (Cortex Search)，回答临时用户查询。                                                                                                                                                                                                                           |
|                    | 应用   | 驱动新应用的开发，也能赋能现有应用，增强其 AI、报表与分析能力。                               | 构建与部署 LLMs、ML 与嵌入模型：利用 Snowflake ML 开发套件与 Snowpark Container Services（基于 GPU 的托管计算服务），训练和部署机器学习模型，并对嵌入模型和语言模型进行微调，使其结合专有数据以输出符合特定行业或组织需求的结果。<br>开发分析型 AI 应用：利用平台作为分析与 AI 引擎，构建具备大规模可扩展性与深度洞察能力的 AI 应用，并保持极低的运维开销。<br>将 Snowflake 嵌入现有应用：将数据与分析直接嵌入到日常业务工作流程中的应用。                                                                                                                                                                                                                                         |
|                    | 协作   | 使组织能够安全地共享、变现和获取实时数据、应用及 AI 产品。针对协作场景                           | 开发与分发 Snowflake 原生应用：通过 Native Application Framework，在客户自身的 Snowflake 账户范围内，安全地构建、扩展与部署应用。<br>安全共享实时数据：构建内部数据市场，让组织内各部门员工访问、共享和分析实时数据，同时也能共享与访问 AI 产品。<br>获取数据集以丰富分析：通过 Snowflake Marketplace 获取公共或商业可用的数据集，以增强洞察、拓展分析，并训练 AI 模型。<br>变现新的数据产品和应用：在 Snowflake Marketplace 上架数据、应用和 AI 产品，开拓新的变现渠道。<br>邀请外部方访问治理数据：允许客户、供应商和合作伙伴安全访问数据，从而简化运营并提升透明度。<br>便捷的数据复制：支持跨多个公有云与区域轻松复制数据、账户、策略和管道，同时不损害数据完整性和治理，使客户与用户能够依赖单一可信数据源，实现跨云业务连续性。<br>支持数据安全协作空间 (Data Clean Rooms)：平台提供数据清洁室功能，使组织能够设计符合隐私合规要求的协作数据环境。 |

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

**产品为最大收入来源，FY2026Q2 增速重回 30%+**。公司主要收入来源是基于平台的使用量确认产品收入，主要来自客户在平台上对计算、存储和数据传输资源的消耗。客户在合同期内可以消耗超过其合同容量的资源，并且在续约时购买额外容量后，可以将未使用的容量结转至未来期间。公司的收入还包括专业服务收入，主要由与平台相关的咨询、技术解决方案服务和培训构成，依据工时和材料成本确认收入。FY2025，公司产品收入达 34.62 亿美元，占总收入比重达 95.48%，同比增长 29.83%，主要由现有客户对平台的使用量增加驱动；公司专业服务收入达

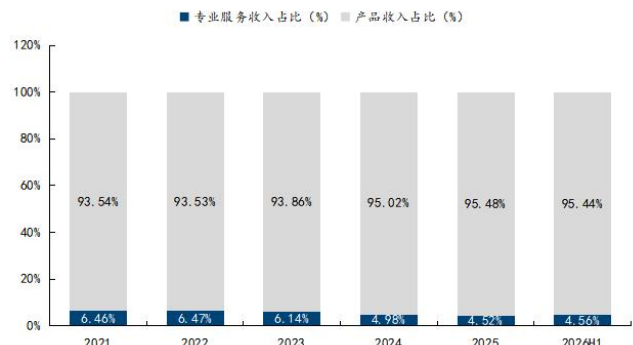
1.64 亿美元，同比增长 17.43%，占总收入比重达 4.52%，主要由公司持续扩展专业服务团队推动。分季度看，FY2026Q2 公司实现产品收入为 10.91 亿美元，占总收入比重达 95.24%，同比增长 31.5%，公司当前共有 654 位客户的产品收入超 100 万美元，同比增长 29.76%，贡献了 67%的收入；公司专业服务收入达 0.54 亿美元，占总收入比重达 4.76%，同比增长 37.65%。

图2：公司财年年度分业务收入情况



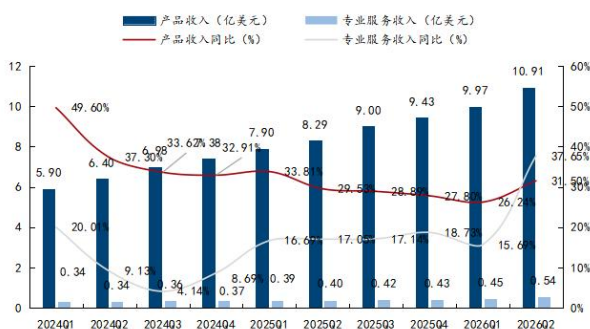
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图3：公司财年年度分业务收入占比



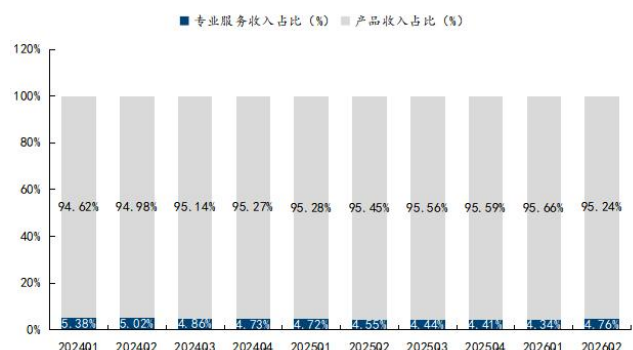
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图4：公司财年季度分业务收入情况



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

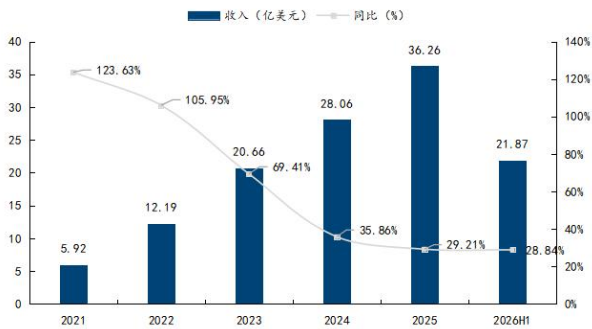
图5：公司财年季度分业务收入占比



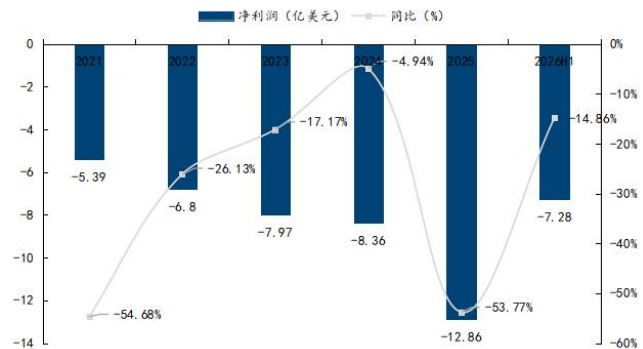
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

### ◆ 财务分析：收入持续高增，新产品推广影响利润

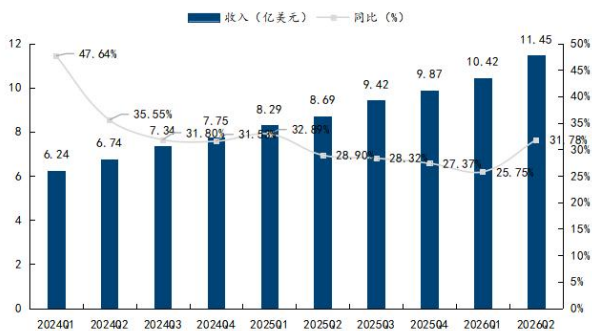
**收入快速增长，采取措施提升利润水平。**分年度看，FY2025 公司实现收入 36.26 亿美元，同比增长 29.21%，主要受产品收入增长推动；公司实现 GAAP 净亏损 12.86 亿美元，同比减少 53.77%，亏损主要受基于股票的薪酬费用等非现金成本影响，剔除相关影响后公司实现非 GAAP 净利润 3.01 亿美元，同比增长 8.31%，公司当前正采用团队集中化、去除冗余的管理层以及持续的绩效管理等方式提高运营效率。分季度看，FY2026Q2 公司实现收入 11.45 亿美元，同比增长 31.78%；公司实现 GAAP 净亏损 2.98 亿美元，同比增长 5.96%。

**图6：公司财年年度收入情况**


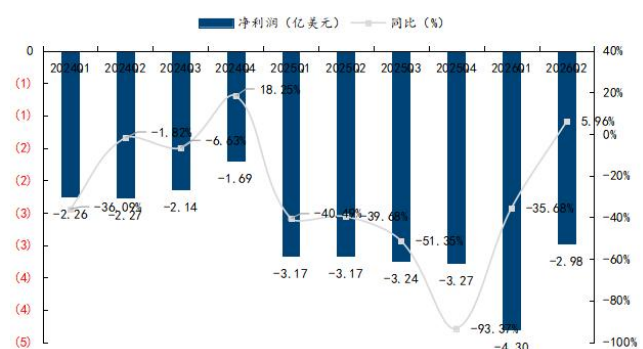
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

**图7：公司财年年度 GAAP 净利润情况**


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

**图8：公司季度收入情况**


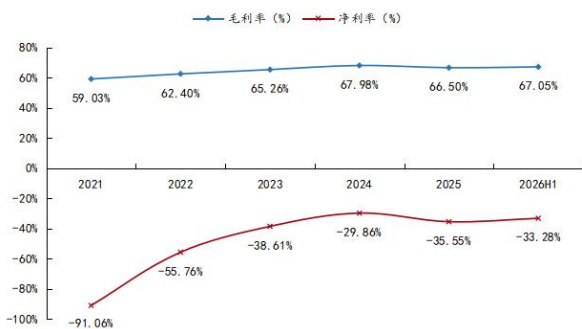
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

**图9：公司财年季度 GAAP 净利润情况**


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

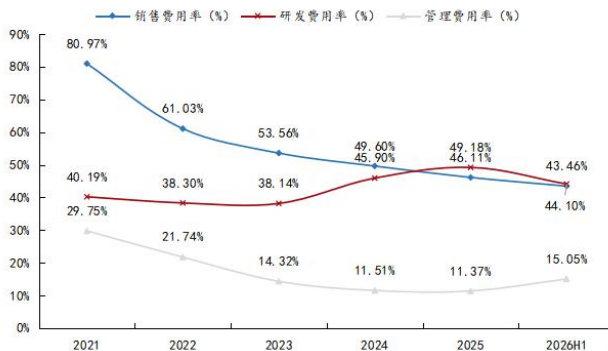
**新产品推广影响利润率，期间费用率逐步降低。** FY2025，公司实现销售毛利率66.5%，同比下降1.48个pct，主要受新推出的产品功能和特性尚未实现规模经济影响。实现GAAP销售净利率-35.55%，同比下降5.69个pct，主要受基于股票的薪酬费用影响。FY2025，公司实现销售、研发、管理费用率分别为46.11%、49.18%、11.37%，分别同比-3.49%、+3.28%、-0.14个pct。FY2026Q2，公司实现销售毛利率、GAAP净利率分别为67.53%、-26.02%，分别同比+0.69%、+10.55个pct，主要由于收入中基于股票的薪酬占比下降，但仍受新推出的产品尚未实现规模经济所带来的成本增加影响；实现销售、研发、管理费用率分别为43.87%、42.97%、10.43%，分别同比-2.27%、-7.4%、-0.82个pct。

图10：公司财年年度毛利、净利情况



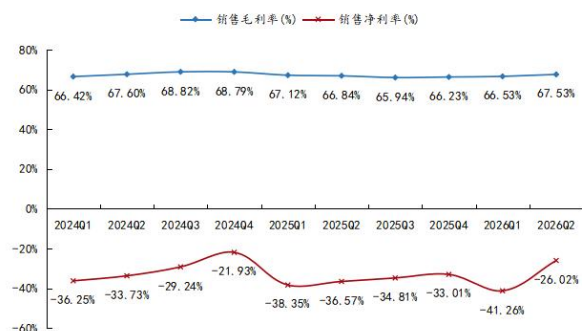
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图11：公司财年年度期间费用率情况



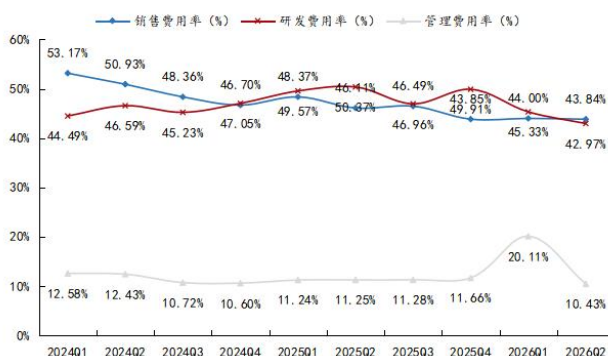
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图12：公司财年季度毛利、净利情况



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图13：公司财年季度期间费用率情况



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

### ◆ 平台优势：高扩展性、成本可控，综合表现最优

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。TPC-H（商业智能计算测试）是美国交易处理效能委员会组织制定的用来模拟决策支持类应用的测试集，目前在学术界和工业界普遍采用它来评价决策支持技术方面应用的性能。TPC-H 根据真实的生产运行环境来建模，模拟了一套销售系统的数据仓库。其共包含 8 张表，数据量可设定从 1GB-3TB 不等，基准测试共包含 22 个查询，其测试结果可综合反映系统处理查询时的能力。



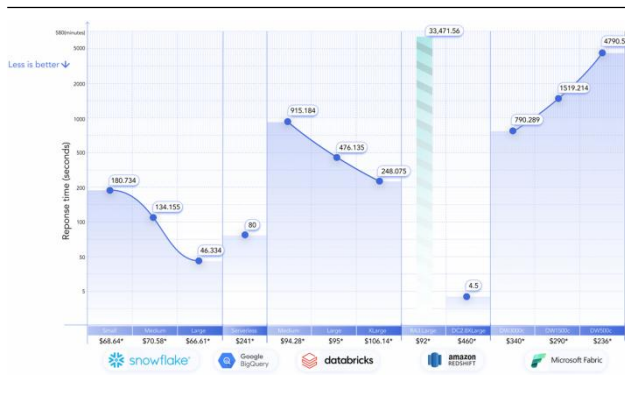
图14: 全球顶尖企业均为 TPC 会员



资料来源: TPC 官网, 国信证券经济研究所整理

TPC 测试覆盖多场景, Snowflake 表现最优。Estuary 是实时数据集成、变更数据捕获平台, 旨在简化并加速跨多样化系统的数据流动。其在 2025 年开源了主流 DWaaS 产品的 TPC 测试结果, 数据仓库均未被进行过超调优、自定义索引或其他优化, 每个平台均以开箱即用的配置和默认设置进行测评。Estuary 使用了 TPC-H SF1000 数据集 (1TB 数据) 进行测试, 鉴于 AI 时代半结构化和非结构化数据在分析中的重要性日益提高, Estuary 扩展了数据集, 在传统结构化表的基础上, 增加了 JSON 格式的数据, 不仅测试平台运行复杂 SQL 查询的能力, 还测试了在真实压力环境下处理大规模数据量的表现, 测试结果适用于电子商务、金融、医疗、通信、零售等近乎所有使用场景。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, 因此数据库反映了绝大部分使用情况。在成本与性能比方面, 在多重聚合操作+半结构化数据测试中, Snowflake Large 配置提供了最佳结果, 随着规模的扩大, 性能显著提升并成本可控。

图15: Snowflake 在复杂操作中提供了更优性能



资料来源: Estuary, 国信证券经济研究所整理

图16: 测试表现汇总 (多重聚合操作+半结构化数据)

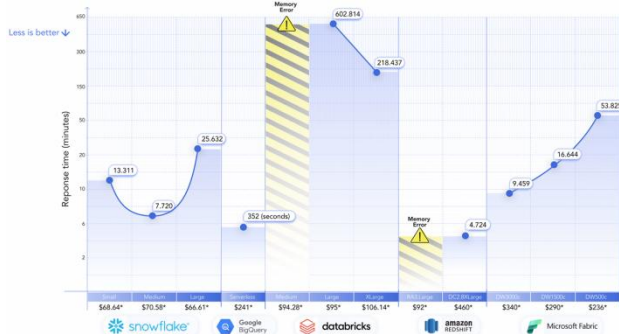
| 平台               | 测试表现                                                                                                            |
|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Snowflake        | 随着规模的扩大, 性能显著提升。Snowflake Large配置提供了最佳结果。                                                                       |
| BigQuery         | Serverless 模式 (80秒) 比 Snowflake Small 更快, 但总成本非常高 (241美元)。                                                      |
| Databricks       | 大多数数据库社区的人都认为 Databricks 的响应时间有点问题, 这张图也显示了相同的情况。                                                               |
| Redshift         | Redshift 的 RA3.large 配置 (2个节点) 完成该查询大约用了 574 分钟 (超过9小时), 明显不可接受的。Redshift 长期以来在执行某些查询时偶尔会耗费过多时间, 这是社区十多年来公认的问题。 |
| Microsoft Fabric | 查询优化效率低下, 即便在高阶引擎 (如DW3000c) 上, 性能依然较差。Microsoft Fabric 表明, 更高的资源配置并不总能带来更好的性能, 扩容会出现边际效益递减的问题。                 |

资料来源: Estuary, 国信证券经济研究所整理

半结构化数据查询下, 平台成本高度可控, 性价比较高。AI 数据通常不是纯表格化数据, 日志、事件流、埋点数据、API 返回结果、用户行为记录, 往往都是 JSON/Avro/Parquet 格式。AI 特征工程需要直接从这些原始半结构化数据提取特征, 能否高效查询 JSON, 决定了数据准备的速度和成本。在半结构化数据库多步查询中, 中等规模下 Snowflake 具有最佳表现, 随着规模扩张平台成本仍高度可控。在测试中, Snowflake 未出现其他出现的报错, 在可靠性方面亦表现突出。



图17: Snowflake 在半结构化查询中提供了更优性能



资料来源: Estuary, 国信证券经济研究所整理

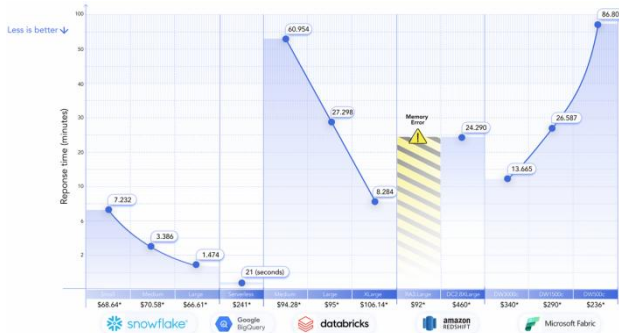
图18: 测试表现汇总 (半结构化数据查询)

| 平台               | 测试表现                                                          |
|------------------|---------------------------------------------------------------|
| Snowflake        | 中等计算规格的表现优于大规格，在扩大规模后成本仍可控。                                   |
| BigQuery         | 在复杂的 JSON 操作结合字符串处理和数学函数方面，BigQuery 占有着最快处理时间，但成本较高。          |
| Databricks       | 在测试中出现内存错误，Databricks 在这种多方面的分析型工作负载中表现得非常吃力，且成本大于 Snowflake。 |
| Redshift         | RA3 表现糟糕，原因是缺乏足够的计算强度，而 DC2.8XLarge 具有极高成本。                   |
| Microsoft Fabric | 在 DW1500c 和 DW500c 之间观察到显著的运行时间差异，且成本极高。                      |

资料来源: Estuary, 国信证券经济研究所整理

在结构化表上的分层查询中，Snowflake 在各个规模具有优异表现。结构化数据查询能够模拟企业日常最常见的业务分析场景，例如订单、客户、收入、发货率等指标的计算与筛选。在 Estuary 设计的结构化表查询测试中，Snowflake 展现了最佳性能，并且能够随着更大规模的数据仓库配置而有效扩展。同时，平台在各个规模下均有极低的成本表现，并随着数据规模变大呈现更高的性价比。

图19: Snowflake 在结构化查询中提供最佳性能



资料来源: Estuary, 国信证券经济研究所整理

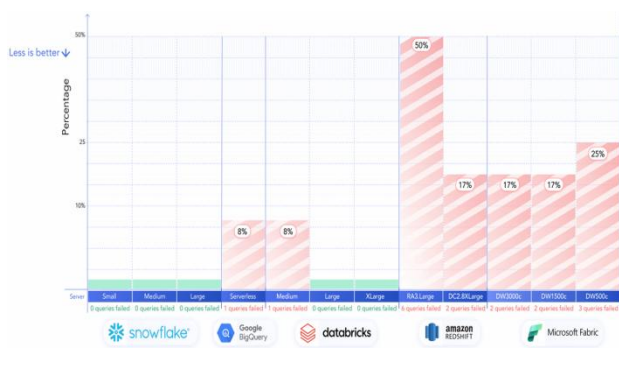
图20: 测试表现汇总 (结构化数据查询)

| 平台               | 测试表现                                                                 |
|------------------|----------------------------------------------------------------------|
| Snowflake        | Snowflake 展现了最佳性能，能够随着更大规模的数据仓库配置而有效扩展。其 XLarge 配置仅用 1.474 分钟就完成了查询。 |
| BigQuery         | BigQuery 在这种查询类型上的响应时间表现极佳，显著优于其他系统（在计算和成本没有限制的情况下）。                 |
| Databricks       | 被 Snowflake 超越，无法处理 Query-10 这样的分析型工作负载。                             |
| Redshift         | RA3 表现较差，而 DC2.8XLarge 的表现则略好于 Fabric 的 DW1500c。                     |
| Microsoft Fabric | 性能几乎接近 Databricks，但如果考虑成本因素则表现不足。                                    |

资料来源: Estuary, 国信证券经济研究所整理

Snowflake 在测试中零报错，显示出高度的可靠性。Estuary 设计的测试中执行复杂的分析查询，在极端条件下严格压力测试每个数据仓库的架构韧性，通过这种方式暴露出仅在极端压力下才会显现的架构差异。经过多轮不同任务的查询测试，Snowflake 即使在最小的计算引擎上也零失败，显示了极强的运行稳定性。

图21: Snowflake 在测试中零报错



资料来源: Estuary, 国信证券经济研究所整理

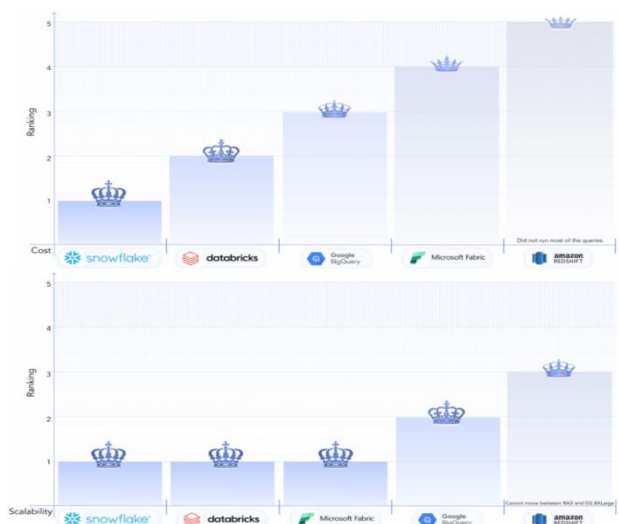
图22: 测试表现汇总 (可靠性)

| 平台               | 测试表现                                                                                                                                |
|------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Snowflake        | 即使在最小的计算引擎上也零失败, 这增强了对其运行稳定性的信心。                                                                                                    |
| BigQuery         | BigQuery 在 Query-F 上出现了一次内存错误——这是一个孤立的边缘案例——但仍然揭示了一个关键的架构局限性, 尽管 Google 一直以强大的可扩展性著称。虽然现实中的工作负载很少达到 Query-F 的复杂程度, 但这一故障突显了潜在的处理边界。 |
| Databricks       | Databricks 展现了基础性的稳健性, 仅在最小机器上运行 Query-F 时出现一次异常。                                                                                   |
| Redshift         | 一半的查询因内存错误失败, 这清楚地表明其底层架构存在脆弱性。                                                                                                     |
| Microsoft Fabric | Fabric 尚未达到企业级成熟度, 在多个实例规格上持续出现内存错误。                                                                                                |

资料来源: Estuary, 国信证券经济研究所整理

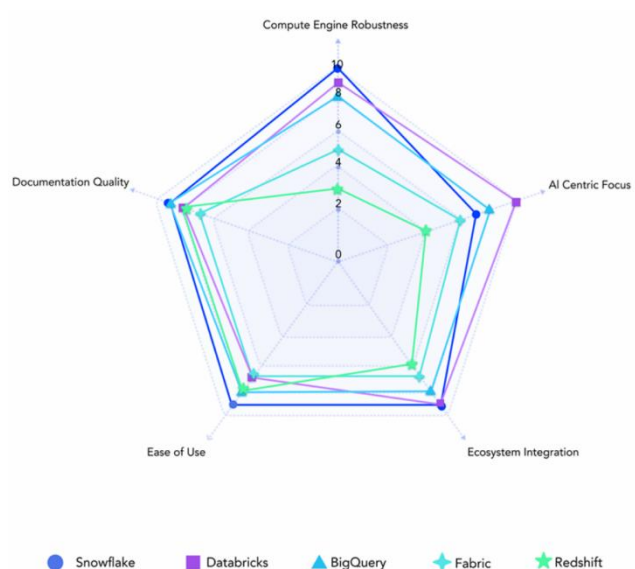
经过多轮测试, Estuary 总结 Snowflake 在成本、扩展性方面具有最佳表现, 同时在计算引擎稳健性方面表现出色, 并且在易用性和文档质量等所有类别中都保持了最高的评分, 总体的测试表现在 DWaaS 产品中位居第一。Snowflake 的多集群共享数据架构独特地满足了从灵活的 Y Combinator 创业公司到全球财富 500 强企业的不同需求。平台提供详细的查询文档和执行元数据, 支持精确的性能调优, 同时预构建的连接器和 SQL 扩展简化了实现过程, 支持通过 REST API 进行自定义集成, 并能与 Salesforce 等工具实现双向同步。通过从传统数据仓库演进为集分析、AI 与应用开发于一体的统一平台, 公司构建起了竞争对手难以复制的技术壁垒。

图23: Snowflake 在成本、可扩展性方面排名第一



资料来源: Estuary, 国信证券经济研究所整理

图24: Snowflake 综合表现位居第一

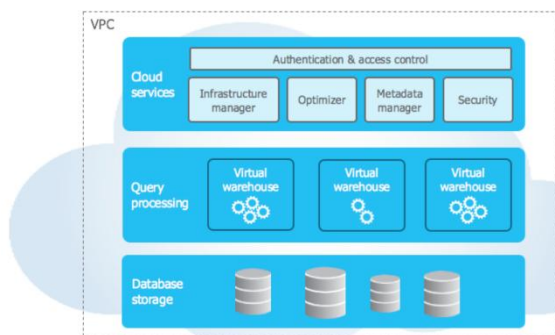


资料来源: Estuary, 国信证券经济研究所整理

◆ 平台生态：生态系统和数据共享创造网络飞轮，全球客户快速导入

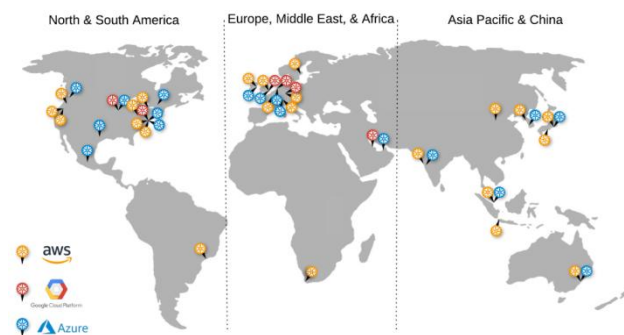
云端数据仓库领域具备先发地位，提供可扩展性与成本优势。公司是第一个在云端原生构建数据仓库的企业，数据云仅提供全托管的云部署方案。这免除了企业需要昂贵的数据库管理员（DBA）来维护本地数据仓库的负担，并且将部署时间从数小时甚至数天缩短到几分钟。公司具备跨 AWS、Azure 和 GCP 的多云能力，保证了即时弹性、最小化数据孤岛，并避免了云厂商锁定。公司能够实现全球范围的数据本地化，在全球支持超过 40 个云区域，其数据仓库和数据湖中同时运行多种数据集，包括结构化、半结构化和非结构化数据。同时，平台开发了覆盖八大行业的垂直数据云解决方案，包括金融服务、媒体与娱乐、医疗健康、零售与消费品等。平台的多集群共享数据架构允许计算与存储分离消除了为不同工作负载重新分配数据存储的需求，并提供了可扩展性。此外，该架构会根据工作负载需求自动创建新集群或缩减计算资源，帮助客户实现性能提升并避免资源过度配置。

图25: Snowflake 计算与存储分离架构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

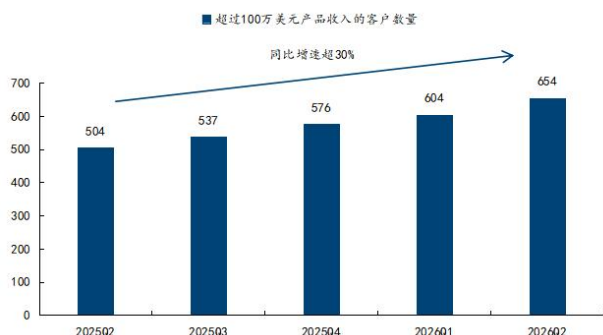
图26: Snowflake 全球布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

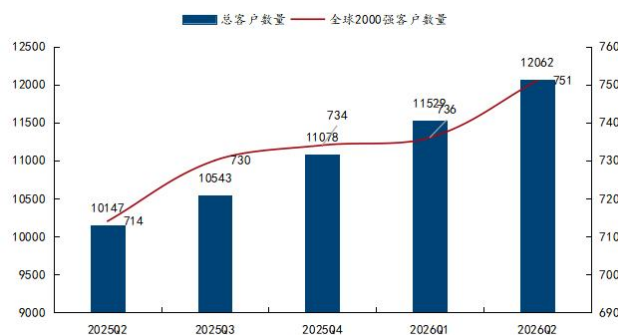
广泛的生态系统和数据共享创造网络飞轮效应，大型客户快速导入。随着 2021 年推出 Snowflake Marketplace，来自不同组织的客户（数据提供者和数据消费者）能够在跨区域和跨云服务商的情况下直接共享数据。通过利用数据云，所有客户都可以使用 Snowflake 的服务层和元数据存储，从而避免在账户之间复制或转移数据。这意味着消费者在使用共享数据时无需支付存储费用，只需为查询共享数据所用的计算资源付费。这种独特的架构激励了数据共享，并创造了强大的网络飞轮效应，从而推动平台的客户留存和消费，截至 FY2026Q2 已有 40% 的客户进行数据共享（FY2024Q2 为 26%）。公司采取了专业化企业销售战略，重点瞄准全球 2000 强和其他大型企业。在这些最大客户中，工作负载（特别是新型工作负载）的采用率远高于总体客户水平。截至 FY2026Q2，公司总客户数量达 12062 家，其中全球 2000 强客户达 751 家。

图27: Snowflake 大客户数量快速增长



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

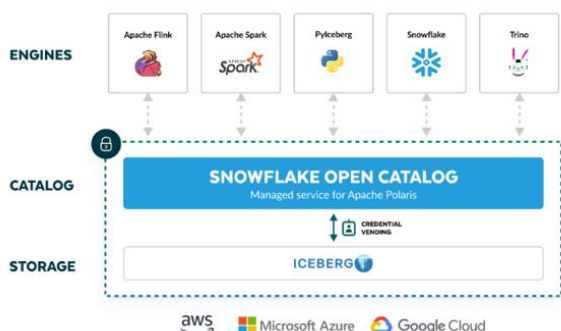
图28: Snowflake 客户数量快速增长



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

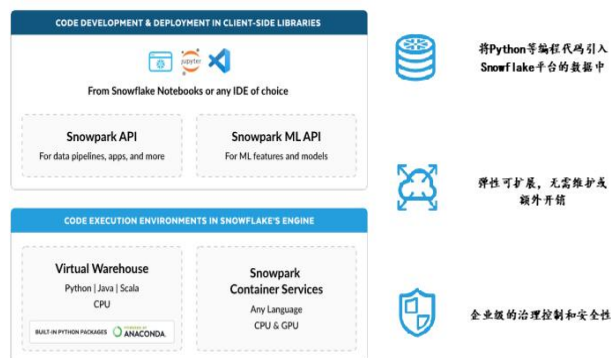
**提高非结构数据处理能力，简化 AI 操作。**2022 年，公司推出 Unistore 以及 Snowpark for Python，Unistore 引入了混合表，能够支持事务处理，可以提供快速的单行操作，并允许客户直接在 Snowflake 上构建事务性业务应用程序。Snowpark 为库和代码执行环境，支持开发者使用熟悉的编程语言（如 Java、Python）进行编码，同时可通过 API 使用户能够在平台上直接构建、训练和部署机器学习模型。随着 AI 时代的到来，数据量及系统数量呈指数级增长，数据类型也由结构化数据逐渐演变成了非结构化数据和半结构化数据。非结构化数据指的是不易被传统关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29: 通过 Snowflake Open Catalog 管理 Iceberg 表



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图30: 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

**Cortex AI 赋能应用构建，平台切入 Agent 领域。**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



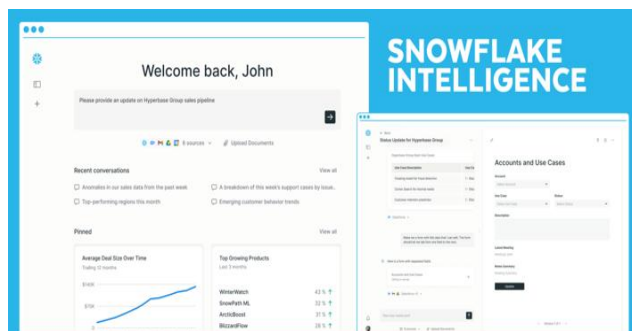
到 SQL 服务等，使用户能够快速分析数据并构建生成式 AI 应用。Cortex AI 包含以下主要功能：1) Cortex Analyst：使用 Llama 和 Mistral 模型构建，使用户能够使用自然语言与数据进行交互，简化用户开发自助分析应用程序的过程；2) Cortex Search：通过混合搜索（语义+关键词）和检索功能，通过在给定的企业文档集内提问进行信息查询；3) 大语言模型和嵌入模型：通过无服务器功能访问大语言模型，如 Snowflake Arctic、Meta Llama 3、Mistral Large 等；4) Cortex 微调：安全且轻松地定制大语言模型，以提高模型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31：通过 Snowflake Open Catalog 管理 Iceberg 表



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

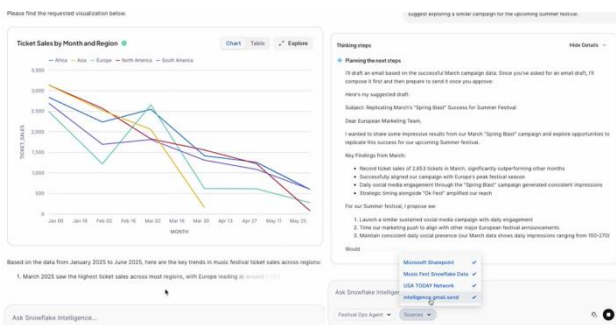
图32：Snowpark 扩展平台代码开发能力



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

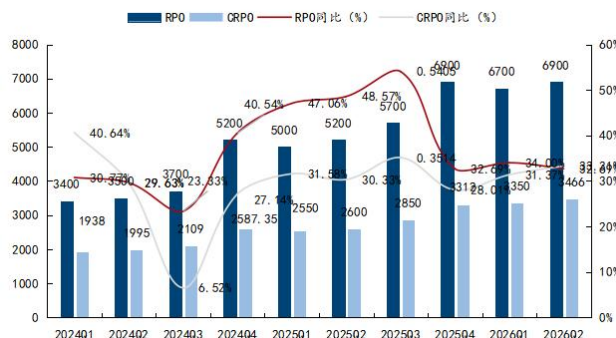
2025 年 6 月，公司推出更新后的 Snowflake Intelligence，允许用户使用自然语言发掘数据，支持提出复杂问题并自动操作，结合结构化和非结构化数据，并继承了 Snowflake 内建的数据治理和隐私保护机制。底层由 Anthropic 和 OpenAI 的大模型提供支持，并结合 Cortex Agents 技术。同时，公司发布多种全新 AI 产品：1) Data Science Agent：为数据科学打造的智能助手，通过自然语言自动执行机器学习全流程，包括数据准备、模型训练等；2) Cortex AISQL：将 AI 引入 SQL 语法中，支持多模态数据处理。团队可以使用 SQL 分析文档、图像等非结构化数据，包括增强版 Document AI（可从复杂 PDF 中提取表格结构）和 Cortex Search 的增强检索功能；3) AI observability：对生成式 AI 应用的无代码监控，提供与多个主流大模型的集成，包括 OpenAI、Anthropic、Meta、Mistral 等，并确保模型运行在 Snowflake 的安全范围内。截至 FY2026Q2，平台超 6100 个账户每周都在使用 Snowflake AI。

图33: Snowflake Intelligence 发掘数据并自动发送邮件



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

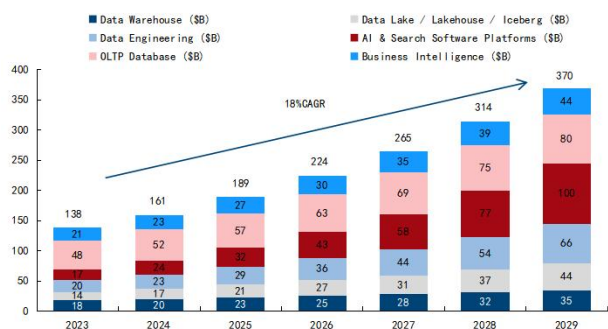
图34: 平台剩余履约义务快速增长



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

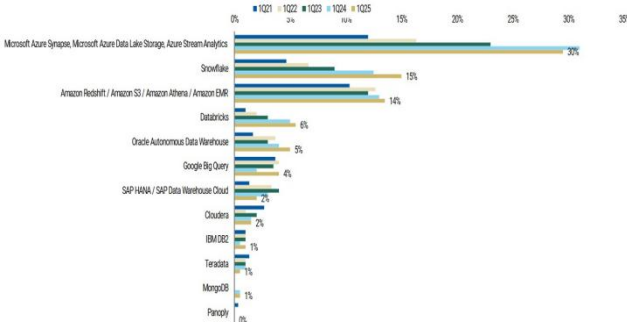
**TAM 快速增长，长期增长动能充裕。**据 IDC 数据，公司可服务市场（TAM）将从 2024 年的 1610 亿美元扩张至 2029 年的 3700 亿美元，期间 CAGR 达 18%，主要由 AI 与搜索软件平台与数据工程驱动。公司产品与战略高度贴合增长曲线，借助对 Apache Iceberg 的原生支持与 Open Catalog 打通多引擎、跨云与外部存储的互操作，降低数据复制与厂商锁定。同时，借助 Marketplace/数据共享网络效应提升留存与消费弹性，大型企业客户数与年化产品收入超 100 万美元的高价值客户持续上行。在 TAM 快速扩张与产品线对位的背景下，中长期增长动能充足。据 AlphaWise 数据，到明年底将有 46% 的数据集中在云数据仓库中，相比目前的 26% 有明显提升，有 15% 的 CIO 表示在数据集中化过程中首选公司作为供应商，同比提升 2 个 pct，成为所有厂商中增幅最大的数据库。

图35: 公司 TAM 快速增长



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图36: CIO 首选数据仓库调研



资料来源：AlphaWise，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：

**产品收入：**公司在客户基于平台进行消费后确认产品收入，主要包括客户在平台上对计算、存储和数据传输资源的消耗。当前公司拥有庞大的客户群体，随着全球企业数字化与智能化转型的深入推进，数据资产的集中化与 AI 化趋势不断加

强，公司产品收入有望持续增长，我们预计 2025/2026/2027 年公司产品业务收入增速分别为 25.4%/25.7%/25.6%，占公司总收入比重分别为 95.8%/96.2%/96.6%。

**专业服务：**包括迁移评估、上线落地、性能优化等由官方团队提供的实施与顾问服务以及官方教育服务与 Snow Pro 认证考试费用，项目服务费的计费方式按工时材料计费为主。随着生成式 AI、数据智能等新型应用的兴起，全球企业正在加速将核心数据与分析体系迁移至云端，从而带动实施与顾问类服务的增长。公司我们预计 2025/2026/2027 年公司专业服务收入增速分别为 15.8%/13.7%/12.9%，占公司总收入比重分别为 4.2%/3.8%/3.4%。

表4：公司营业收入预测（单位：百万美元）

|      | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2066  | 2806  | 3626  | 4532  | 5675  | 7098  |
| yoy  | 22.9% | 23.8% | 22.4% | 25.0% | 25.2% | 25.1% |
| 毛利率  | 65.3% | 68.0% | 66.5% | 68.6% | 72.2% | 74.3% |
| 产品收入 | 1939  | 2667  | 3462  | 4342  | 5459  | 6855  |
| yoy  | 70.0% | 37.6% | 29.8% | 25.4% | 25.7% | 25.6% |
| 收入占比 | 93.9% | 95.0% | 95.5% | 95.8% | 96.2% | 96.6% |
| 专业服务 | 127   | 140   | 164   | 190   | 216   | 244   |
| yoy  | 60.9% | 10.1% | 17.4% | 15.8% | 13.7% | 12.9% |
| 收入占比 | 6.1%  | 5.0%  | 4.5%  | 4.2%  | 3.8%  | 3.4%  |

资料来源：公司财报，彭博，国信证券经济研究所整理和预测

**期间费用率：**公司主营云数据管理与分析平台，核心产品为 Snowflake Platform，为客户提供数据存储、计算与共享能力，并通过 AI 功能模块实现数据驱动的决策支持与自动化分析。随着企业对生成式 AI 与大模型应用需求持续上升，公司在销售推广、研发创新及组织运营等方面的投入将保持增长。

**销售费用率：**公司销售与市场费用主要包括与公司销售和市场人员相关的人员成本，如薪资、福利、奖金以及基于股份的薪酬。此外，销售与市场费用还包括支付给销售团队的销售佣金和预支款项，以及支付给第三方的某些推荐费用，其中也包括递延佣金的摊销。随着公司持续扩展全球客户基础、加强行业渗透以及加大对生态伙伴（如系统集成商与云服务商）的合作投入，预计销售及市场费用将保持增长，预计 2025/2026/2027 年销售费用率分别为 43.4%/39.8%/35.8%。

**管理费用率：**公司管理费用主要包括公司财务、法务、人力资源、设施管理及行政人员的相关人员支出，如薪资、福利、奖金以及基于股份的薪酬。此外还包括外部法律、会计及其他专业服务费用，供行政职能使用的软件和订阅服务费用、保险费用，以及与未使用办公设施相关的非分配租赁成本。随着业务规模扩大、内部流程数字化管理水平提升，公司管理费用将得到控制，预计 2025/2026/2027 年管理费用率分别为 10.9%/9.9%/8.9%。

**研发费用率：**公司研发费用包括与公司研发人员相关的人员支出，如薪资、福利、奖金以及基于股份的薪酬。此外还包括外包人员或专业服务费用、为平台开发而发生的第三方云基础设施支出、已收购无形资产的摊销费用，以及专供研发部门使用的软件和订阅服务费用。公司当前处于 AI 产品推广阶段，将保持研发投入以提升自身竞争力，预计 2025/2026/2027 年研发费用率分别为 34.2%/32.4%/30.0%。

表5: 公司期间费用预测 (单位: 百万美元)

|            | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售及分销费用    | 1392  | 1672  | 1965  | 2259  | 2542  |
| yoy        | 25.8% | 20.1% | 17.5% | 15.0% | 12.5% |
| 销售及分销费用/营收 | 49.6% | 46.1% | 43.4% | 39.8% | 35.8% |
| 行政费用       | 323   | 412   | 493   | 563   | 632   |
| yoy        | 9.2%  | 27.6% | 19.6% | 14.3% | 12.2% |
| 行政费用/营收    | 11.5% | 11.4% | 10.9% | 9.9%  | 8.9%  |
| 研发费用       | 788   | 1288  | 1552  | 1841  | 2126  |
| yoy        | 68.8% | 63.4% | 20.5% | 18.6% | 15.5% |
| 研发费用/营收    | 28.1% | 35.5% | 34.2% | 32.4% | 30.0% |

资料来源: 公司财报, 彭博, 国信证券经济研究所整理和预测

### ◆ 估值与投资建议

**相对估值:** 我们采用 P/S 相对估值方法, 主要基于以下考量: 1) 公司当前仍处于盈利能力提升阶段, 虽然毛利率持续改善, 但由于股权激励费用、数据中心折旧、以及 AI 基础设施扩张投入等因素, 短期内净利润波动较大, 暂不足以反映公司真实的经营表现。此时使用 P/E (市盈率) 等盈利类估值指标可能会低估公司潜在价值; 2) 公司核心商业模式是基于云端的数据管理与 AI 分析平台, 公司收入主要来自客户对计算、存储和数据传输资源的持续消费, 具备较强的可预测性与可持续性。相较传统授权型软件, 公司的订阅式消费模型使收入更稳定、增长逻辑更清晰, P/S 能更好地反映公司在客户规模扩张与单位客户消费提升方面的成长潜力。考虑到业务相似性, 我们选取英伟达公司、CrowdStrike 以及数据狗作为可比公司。

**MongoDB:** 领先的云原生数据库平台提供商, 通过 Atlas 云数据库服务提供端到端的数据管理解决方案, 支持客户在多云环境中安全地构建、部署与扩展应用程序, 依托订阅制和基于使用量计费的模式实现收入。

**Palantir:** 领先的数据整合与人工智能分析平台提供商, 其核心产品 Foundry 和 AIP 能够帮助政府机构及大型企业实现从数据收集、清洗、管理到分析与 AI 建模的全流程智能化。公司通过可扩展的云原生架构, 为客户提供统一的数据底座与 AI 管控能力, 支持多源异构数据的融合与应用落地, 帮助企业加速数字化转型与业务智能决策。

**Datadog:** 全球领先的云应用可观察性与安全性平台提供商, 其产品体系覆盖基础设施监控、应用性能管理 (APM)、日志分析、安全监控与用户体验追踪等多个维度, 能够帮助企业在云环境中实现对关键系统与数据流的实时可视化与智能分析。公司通过统一的云原生架构, 将分散的数据源进行整合, 帮助客户在复杂的多云与微服务体系中实现性能优化与安全保障。

根据彭博一致预期, 2026 年可比公司平均 PS 为 33.54 倍, 公司业务与 Palantir 相似度较高, 因此我们给予公司 2026 年低于行业均值的 22-23 倍 PS, 对应估值区间为 966.24-1010.16 亿美元市值。



表6: 可比公司估值比较 (截至 2025 年 10 月 28 日)

| 公司代码    | 公司名称      | 收盘价 (美元) | 总市值 (亿美元) | 2024A | EPS 2025E | 2026E | 2024A | PS 2025E | 2026E |
|---------|-----------|----------|-----------|-------|-----------|-------|-------|----------|-------|
| MDB US  | MongoDB   | 333.57   | 271.38    | -1.74 | 3.72      | 4.37  | 10.16 | 11.50    | 9.83  |
| PLTR US | Palantir  | 184.63   | 4380.06   | 0.21  | 0.65      | 0.85  | 59.39 | 104.95   | 77.11 |
| DDOG US | Datadog   | 156.47   | 545.68    | 0.55  | 1.84      | 2.25  | 17.90 | 16.43    | 13.68 |
| 均值      |           |          |           | -0.33 | 2.07      | 2.49  | 29.15 | 44.29    | 33.54 |
| SNOW US | Snowflake | 257.94   | 873.90    | -2.47 | -1.81     | -1.05 | 16.65 | 24.92    | 19.90 |

资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所预测 (可比公司 MongoDB、Palantir、Datadog 预测均来自彭博一致预期)

**投资建议: 全球领先的数据管理平台, AI 推动商业化进程, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。**1) 平台优势: 公司平台较竞品在成本、扩展性方面具有最佳表现, 多集群共享数据架构独特地满足了从灵活的 Y Combinator 创业公司到全球财富 500 强企业的不同需求。通过从传统数据仓库演进为集分析、AI 与应用开发于一体的统一平台, 公司已构建起竞争对手难以复制的技术壁垒; 2) 平台生态: 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。当前公司在全球支持超 40 个云区域, 总客户数量达 12062 家, 全球 2000 强客户达 751 家。随着公司 AI 产品持续拓展, 有望推动自身市场进一步扩张。考虑到公司为全球领先的数据管理平台, AI 新品推进顺利, 预计 2025/2026/2027 年公司实现营业收入分别为 35.07/43.92/54.93 亿美元, 增速分别为 25%/25.2%/25.1%, 实现归母净利润分别为-6.14/-3.56/0.65 亿美元, 对应当前 PS 为 24.92/19.9/15.91 倍, 给予 2026 年 22-23 倍 PS, 对应估值区间为 966.24-1010.16 亿美元市值, 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企业的相对估值指标进行比较, 选取了可比公司 2026 年平均 PS 做为相对估值的参考, 同时考虑公司与 Palantir 相似度较高, 最终给予公司 2026 年 22-23 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 年收入增长 25%/25.2%/25.1%, 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 年实现归母净利润分别为-6.14/-3.56/0.65 亿美元, 可能存在对公司费用估计偏低、利润高估, 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。

**技术被赶超或替代的风险:** 公司所处行业属于云计算与数据智能领域的技术密集型行业, 其核心竞争力依赖于在云原生架构、大规模分布式计算、数据存储与安全、AI 驱动分析及模型服务等方面的持续技术创新。若未来公司未能准确把握云数据基础设施及人工智能技术的发展趋势, 在产品架构、数据处理算法或平台智能化方向上判断失误, 可能导致研发资源配置不当或关键项目推进受阻。同时, 若新技术快速发展并被竞争对手率先应用, Snowflake 的技术优势和市场份额可

能被削弱或取代。

**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，导致全球 IT 投资下滑，将对公司的业务发展和经营业绩造成不利影响。

# 财务预测与估值

| 资产负债表(百万元)       | 2023        | 2024        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表(百万元)          | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 940         | 1763        | 1777         | 1777         | 1777         | 营业收入              | 2066         | 2806         | 3507         | 4392         | 5493         |
| 应收款项             | 909         | 1107        | 797          | 916          | 1129         | 营业成本              | 718          | 899          | 1103         | 1221         | 1412         |
| 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           | 68          | 86          | 124          | 145          | 181          | 销售费用              | 1392         | 1672         | 1520         | 1749         | 1967         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4985</b> | <b>5039</b> | <b>5337</b>  | <b>5434</b>  | <b>5527</b>  | 管理费用              | 1130         | 1757         | 1687         | 1964         | 2238         |
| 固定资产             | 161         | 247         | 307          | 376          | 445          | 财务费用              | (201)        | (206)        | (59)         | (48)         | (58)         |
| 无形资产及其他          | 1075        | 1559        | 1455         | 1352         | 1248         | 投资收益              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资性房地产           | 429         | 461         | 461          | 461          | 461          | 资产减值及公允价值变动       | 38           | 12           | 5            | 14           | 8            |
| 长期股权投资           | 1073        | 916         | 916          | 916          | 916          | 其他收入              | 119          | 453          | 117          | 120          | 123          |
| <b>资产总计</b>      | <b>7722</b> | <b>8223</b> | <b>8476</b>  | <b>8539</b>  | <b>8596</b>  | 营业利润              | (816)        | (849)        | (621)        | (360)        | 65           |
| 短期借款及交易性金融负债     | 0           | 0           | 599          | 575          | 77           | 营业外净收支            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项             | 24          | 52          | 66           | 74           | 88           | <b>利润总额</b>       | <b>(816)</b> | <b>(849)</b> | <b>(621)</b> | <b>(360)</b> | <b>65</b>    |
| 其他流动负债           | 1970        | 2680        | 2935         | 3370         | 3846         | 所得税费用             | (18)         | (11)         | (6)          | (4)          | 1            |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1994</b> | <b>2731</b> | <b>3599</b>  | <b>4019</b>  | <b>4011</b>  | 少数股东损益            | (1)          | (2)          | (1)          | (1)          | 0            |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>(797)</b> | <b>(836)</b> | <b>(614)</b> | <b>(356)</b> | <b>65</b>    |
| 其他长期负债           | 260         | 302         | 302          | 302          | 302          | <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2023</b>  | <b>2024</b>  | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>260</b>  | <b>302</b>  | <b>302</b>   | <b>302</b>   | <b>302</b>   | 净利润               | (797)        | (836)        | (614)        | (356)        | 65           |
| <b>负债合计</b>      | <b>2254</b> | <b>3033</b> | <b>3901</b>  | <b>4321</b>  | <b>4313</b>  | 资产减值准备            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 少数股东权益           | 12          | 10          | 9            | 8            | 8            | 折旧摊销              | 38           | 86           | 117          | 120          | 123          |
| 股东权益             | 5456        | 5180        | 4567         | 4211         | 4275         | 公允价值变动损失          | (38)         | (12)         | (5)          | (14)         | (8)          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>7722</b> | <b>8223</b> | <b>8476</b>  | <b>8539</b>  | <b>8596</b>  | 财务费用              | (201)        | (206)        | (59)         | (48)         | (58)         |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 营运资本变动            | 447          | 531          | 542          | 304          | 240          |
| 每股收益             | (2.35)      | (2.47)      | (1.81)       | (1.05)       | 0.19         | 其它                | (1)          | (2)          | (1)          | (1)          | 0            |
| 每股红利             | 0.00        | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>(350)</b> | <b>(233)</b> | <b>39</b>    | <b>53</b>    | <b>419</b>   |
| 每股净资产            | 16.11       | 15.29       | 13.48        | 12.43        | 12.62        | 资本开支              | (649)        | (852)        | (67)         | (72)         | (79)         |
| ROIC             | -74%        | -55%        | -30%         | -30%         | -2%          | 其它投资现金流           | (302)        | 984          | (556)        | 42           | 157          |
| ROE              | -15%        | -16%        | -13%         | -8%          | 2%           | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(767)</b> | <b>289</b>   | <b>(623)</b> | <b>(29)</b>  | <b>78</b>    |
| 毛利率              | 65%         | 68%         | 69%          | 72%          | 74%          | 权益性融资             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | -57%        | -54%        | -23%         | -12%         | -2%          | 负债净变化             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | -55%        | -51%        | -20%         | -10%         | -0%          | 支付股利、利息           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 69%         | 36%         | 25%          | 25%          | 25%          | 其它融资现金流           | 972          | 767          | 599          | (24)         | (497)        |
| 净利润增长率           | --          | --          | --           | --           | -118%        | <b>融资活动现金流</b>    | <b>972</b>   | <b>767</b>   | <b>599</b>   | <b>(24)</b>  | <b>(497)</b> |
| 资产负债率            | 29%         | 37%         | 46%          | 51%          | 50%          | <b>现金净变动</b>      | <b>(146)</b> | <b>823</b>   | <b>14</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 息率               | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 货币资金的期初余额         | 1086         | 940          | 1763         | 1777         | 1777         |
| P/E              | (102.4)     | (97.6)      | (133.0)      | (229.2)      | 1262.6       | 货币资金的期末余额         | 940          | 1763         | 1777         | 1777         | 1777         |
| P/B              | 15.0        | 15.8        | 17.9         | 19.4         | 19.1         | 企业自由现金流           | (1126)       | (1736)       | (203)        | (184)        | 161          |
| EV/EBITDA        | (74)        | (59)        | (125)        | (204)        | (80003)      | 权益自由现金流           | 10           | (765)        | 454          | (161)        | (279)        |

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<br>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 $\pm 10\%$ 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<br>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 $\pm 10\%$ 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

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