

# 人工智能行业专题（17）

## 业绩分化下的美股软件重构与IGV底部修复

行业研究 · 海外市场专题

互联网 · 互联网 II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：陈淑媛

021-60375431

chenshuyuan@guosen.com.cn

S0980524030003

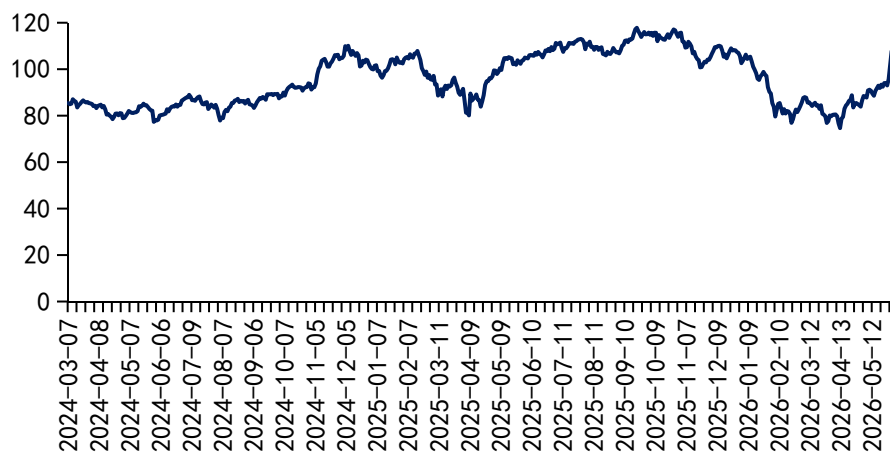
- 26Q1业绩后，随着北美SaaS公司业绩超预期、上调26年指引，市场开始重新思考AI吞噬一切软件的叙事，北美软件近一个月迎来反弹。随着多家公司超预期，市场开始分化，此次业绩或许表明，AI智能体越多，企业更需要流程编排、权限控制、审计和数据治理平台。除此以外，这一轮SaaS表现强劲，体现出传统软件工具从卖功能到卖产出和结果的转变：①AI产品主动智能化全面落地，变得更好用。②付费模式的变革，从订阅到按量；③工作流的深度重构，发挥编排层价值。
- 我们详细梳理AI对各类SaaS行业的影响和赋能，根据各个SaaS公司传统业务与AI发展阶段分类如下：
  - ① AI推动业绩持续增长优异：包括安全、语音、广告类。 Palantir、CrowdStrike、Twilio、Applovin；
  - ② 业绩明确反转，AI落地积极、加速业绩增长：数据&运维类，通过拓展自身业务盘子，实现了原有业务增长提速 ServiceNow、Datadog、Snowflake、MongoDB、Figma、Unity；
  - ③ 业绩底部企稳，预期指引积极，AI落地乐观： Salesforce、Shopify；
  - ④ 有积极信号，但需要观察趋势：主要由于原业务底盘过重，或者短期仍在生态调整期。 Duolingo、Adobe、Roblox。
- 我们认为，未来占优的SaaS包含：①AI基础设施（AI Infra）公司：底层数据与监控基础设施。②转型为“智能体编排层”的平台型公司，价值从提供访问界面，转向协调工作流、治理决策、交付可衡量结果的系统执行层。③行业独家数据、Know-how壁垒。
- 风险提示：AI产品进度以及性能水平不及预期的风险、AI技术发展不及预期的风险、下游需求不及预期、宏观经济波动。

- [ 01 ] 复盘美股SaaS发展历程、现状与演绎逻辑
- [ 02 ] 企业服务领域：ServiceNow、Salesforce
- [ 03 ] 数据与安全：Snowflake、Palantir、CrowdStrike、MongoDB、Datadog
- [ 04 ] 教育领域：Duolingo
- [ 05 ] 广告电商游戏：Shopify、Applovin、Unity、Roblox
- [ 06 ] 图形音频领域：Figma、Adobe、Twilio

# 美股SaaS板块估值处于较低水平，近期业绩后表现分化

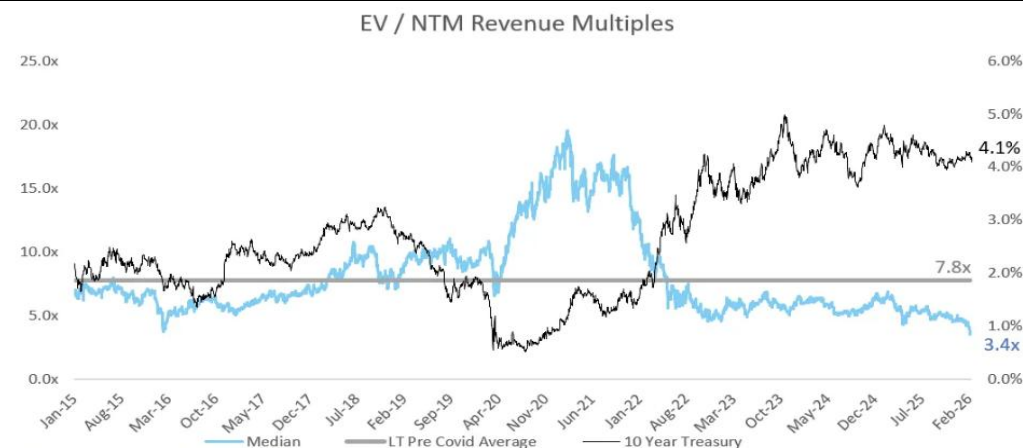
- SaaS板块受到AI吞噬的叙事影响。过去SaaS凭借高续费、高壁垒、订阅制吞噬传统行业，估值溢价极高；随着2025年大模型及自主智能体Agent的成熟，市场担心大模型与Agent正在反向吞噬SaaS的商业根基。**核心痛点在于 workflow 壁垒降维与按席位计费失效。**生成式AI让企业可以用极低门槛自研定制化工具，不再依赖高价采购；同时，AI的本质是替人类干活，导致企业员工减少，使得传统SaaS赖以生存的“按人头收费”模式陷入了客户裁员、自身收入减少的恶性循环。
- 26Q1业绩后，随着软件公司业绩超预期，上调26年指引，市场开始重新思考AI吞噬一切软件的叙事，北美软件近一个月迎来反弹。Snowflake、MongoDB、Datadog等持续超预期，AI带动原有产品的加速增长。特别是5月28日，Snowflake宣布其26Q1 AI战略迎来清晰的“拐点”，净收入留存率（NRR）止跌回升至 126%。市场开始思考：AI智能体越多，企业更需要流程编排、权限控制、审计和数据治理平台。

图：IGV指数（北美软件ETF）股价表现（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美股SaaS公司EV/未来十二个月收入（PS）、十年期美债利率

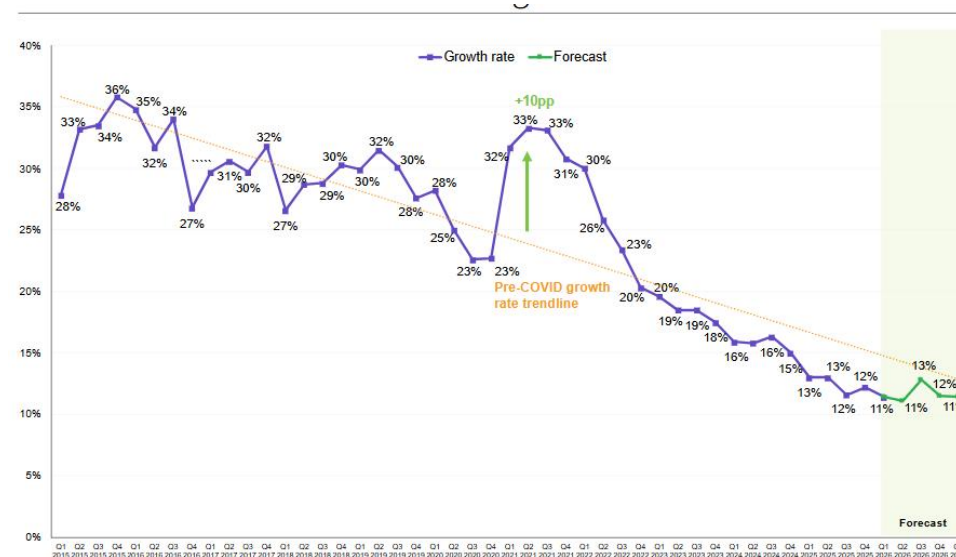


资料来源：ATIMETER，国信证券经济研究所整理

这一轮SaaS 表现强劲，体现出三点变化：

- **AI产品主动智能化全面落地，变得更好用。** 25年底以来，随着Agent逐渐可用，SaaS公司纷纷发布新产品，从单纯卖“线上看板”或“流程管理”的阶段，变成通过原生集成大模型，主动帮企业代替人工产出。比如Twilio从被动响应到主动预测与个性化；Datadog主动监控、为AI打造新产品；CrowdStrike主动监控。
- **付费模式的变革，从订阅到按量。** AI时代，SaaS企业从单纯的“按人头收年费”转向了“按 AI 消耗量/按效果付费”。降低了企业的采购门槛，带动了客单价和ARR提升。
- **工作流的深度重构：发挥编排层价值。** SaaS不仅是工具，而是演变成了逻辑操作系统(编排层)或AI Agent工作流。比如
  - ①ServiceNow表示不再另一个聊天框，而是企业的控制起点（Control Point）。通用模型懂文字，但不懂企业的权限、组织架构和商务流程。ServiceNow充当了治理、权限控制和可追溯性的安全外壳。
  - ②Snowflake正在从企业数据和上下文的可靠基础扩展为智能企业的控制平台。
  - ③MongoDB将应用层编排组件内化到数据库内核。

图：美股SaaS公司收入增速变化（%）



资料来源：Aventis Advisors，国信证券经济研究所整理

# 美股SaaS公司收入、利润以及估值情况

红色代表收入增速  
持平or加速

国信证券  
GUOSEN SECURITIES

表：美股SaaS公司收入、利润以及估值情况

		市值 (亿美元)	近30天涨跌幅	收入增速 上调幅度	经调整利润 (亿美元)			收入 (亿美元)				PS					
					2026E	2027E	2028E	2026E YOY	2026E	2027E	2028E	2025 YOY	2026EYOY	26-28CAGR	2026E	2027E	2028E
Palantir	PLTR.0	3851	12%	6%	34	47	69	111%	77	112	164	56%	73%	54%	50	34	24
Applovin	APP.0	2062	33%		54	71	88	61%	82	107	133	16%	49%	34%	25	19	16
Figma	FIG.N	143	45%		-6	-5	-3	-51%	14	17	21	41%	35%	25%	10	8	7
Snowflake	SNOW.N	971	99%		-13	-9	-7	4%	47	61	76	29%	29%	28%	21	16	13
Shopify	SHOP.0	1611	-3%		11	26	37	-9%	148	184	230	30%	28%	26%	11	9	7
Datadog	DDOG.0	988	97%		2	3	5	109%	43	53	64	28%	27%	23%	23	19	15
Gitlab	GTLB.0	57	40%		-1	-1	-1		10	11	13	31%	26%	19%	6	5	4
Zscaler	ZS.0	252	11%		-1	0	0	59%	33	39	45	23%	25%	19%	8	6	6
Atlassian	TEAM.0	306	30%		-1	3	4		65	75	87	20%	24%	18%	5	4	4
Rbbox	RBLX.N	337	4%		-11	-8	-6	0%	60	74	89	36%	23%	22%	6	5	4
MongoDB	MDB.0	325	53%		-1	0	1		25	30	35	19%	23%	20%	13	11	9
Palo Alto Networks	PANW.0	2452	66%		15	20	26	35%	113	135	155	15%	22%	19%	22	18	16
ServiceNow	NOW.N	1401	49%		21	30	39	23%	162	192	228	21%	22%	20%	9	7	6
CrowdStrike	CRWD.0	1991	72%		-2	1	3		48	59	72	29%	22%	22%	41	34	28
Elastic	ESTC.N	71	40%		4	1	2		17	20	23	17%	17%	15%	4	4	3
Microsoft	MSFT.0	34209	11%		1294	1448	1709	27%	3295	3840	4526	15%	17%	17%	10	9	8
Duolingo	DUOL.0	55	6%		1	2	2		12	14	15	39%	16%	14%	5	4	4
Unity	U.N	140	19%		-4	2	4	-10%	21	24	28	2%	15%	15%	7	6	5
Twilio	TWLO.N	345	24%		4	5	7		58	64	70	14%	15%	11%	6	5	5
SAP	SAP.N	2289	15%		94	109	129	16%	465	519	581	13%	12%	12%	5	4	4
Adobe	ADBE.0	1108	9%		73	82	91	3%	261	284	309	11%	10%	9%	4	4	4
Salesforce	CRM.N	1717	14%		75	69	80	20%	415	461	505	9%	10%	10%	4	4	3

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

# AI 赋能的SaaS行业与AI功能说明

表：AI赋能的SaaS行业与AI功能说明

行业与AI 赋能	公司与业务	AI功能说明	AI进展思路	重大产品时间	AI最新产品
企业服务：原有办公产品、CRM、ERP、HR系统产品增加内容生成、智能交互的AI功能，提效提价	Salesforce：CRM软件，服务客户营销；	Einstein Copilot：GenAI对话助理；	智能体、数据资产、变成可调用能力层	25年10月/26年4月	发布Agentforce智能体构建与协作平台，Data360激活全量数据资产，26年4月Headless 360落地，变成代理可直接调用的能力层，重塑企业级AI放生态
	ServiceNow：ITSM领域的SaaS服务商；	Now Assist：智能助手、AI搜索、流程设计；	AI控制塔	26年5月	从AI功能提供商转变为业务重塑的“AI控制塔”；26年5月，发布统一体验ServiceNow Otto，让AI从回答问题升级为能安全、合规地完成端到端工作的智能伙伴。
数据服务与安全：AI背景下数据分析处理、安全和数据上云、部署、训练需求提升，凭借原有技术优势、客群关系、品牌信任进一步打开市场空间	Palantir：企业解决方案定制；	AIP平台：支持多种开源LLM的数据分析平台；	数据本体论、精准可控	26年	2026年全面转向自然语言即操作界面和AI驱动应用生成，并强化了在高安全环境下的部署与自动化治理能力。
	Datadog：云监控和应用性能管理解决方案；	Bits AI：内容生成、汇总查询，AI部署、管理和监控；	智能体主动监控、为AI打造新产品	26Q1	① “AI for Datadog”：2025年12月发布的自主AI代理Bits AI SRE Agent，用于自动告警调查和根因分析；② “Datadog for AI”：LLM Observability大语言模型应用设计的可观测性产品；GPU Monitoring了解GPU利用率
	Crowdstrike：云安全、端点安全、网络安全；	Charlotte AI：自动化威胁分析与策略；	智能体主动监控	25年11月	2025年11月，发布Charlotte Agentic SOAR，是智能体安全编排平台。将静态SOAR工具转型为动态安全运营体系
	Snowflake：云数据存储管理服务；	Cortex：LLM托管服务，Copilot：内容生成和优化SQL	从企业数据和上下文的可靠基础扩展为智能企业的控制平台	26年2月	从SQL查询到智能体编排，Cortex AI 25H2使用效率提升，2026年2月，Cortex Code亮相和扩展
MongoDB：数据库管理系统	Atlas：向量检索功能；	将应用层编排组件内化到数据库内核	26年1月/5月	26年2月推出Voyage 4系列模型，新一代文本嵌入模型系列；26年5月用户大会上推出新一代AI数据平台功能，	

资料来源：各公司官网，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

# AI赋能的SaaS行业与AI功能说明

表：AI赋能的SaaS行业与AI功能说明

行业与AI赋能	公司与业务	AI功能说明	AI进展思路	重大产品时间	AI最新产品
教育：口语交互训练功能	Duolingo: C端在线学习APP	Max: 口语对练、错题纠正;	推动语音交互新形式	25年2月	2026年2月公司计划将Max高端AI功能 Video Call下放至Super订阅层级，并考虑对免费用户开放，以推动用户增长
图形音频：AIGC与编辑功能，提效提价、扩展用户	Figma: 全球设计协作龙头	Figma Agent: 内嵌画布、覆盖设计全流程	自然语言交互，覆盖全流程；支持代码反向生成，向外扩容至前端工程师	26年5月	Figma Agent: 2026年5月封闭Beta；画布内全能AI助手，直接在设计界面做自然语言编辑、批量改样式
	Adobe: 图形设计、图像数码视频和网页制作	Firefly: 通过文字创建编辑图像、插图或视频；	自然语言交互，针对细分场景不断完善	26年4月	Firefly AI助手（Beta版）于2026年4月推出，为代理型AI（Agentic AI）。能够理解自然语言指令，并自动规划和执行跨应用的多步骤 workflows
	Twilio: 云通信服务公司	CustomerAI: 智能对话、信息分析	从被动响应到主动预测与个性化	26年3月	Twilio Agentic AI 2026年3月正式发布；2026年5月，全面推出了针对Agent时代的统一的对话基础设施
广告/游戏/电商：AI智能对话，进行广告数据归因分析、AIGC素材生成	Shopify: SaaS模式的电商服务平台	Sidekick: AI助理，为卖家提供任务处理、商业分析	布局代理商务（Agentic Commerce）	26年3月	Catalog商品数据基础设施已具备规模化服务AI代理经济的能力，Shopify于2026年3月正式宣布推出Agentic Storefronts（代理商店）功能。
	Applovin: 移动应用发行、分析、变现获客平台；	AXON2: 增强广告主和目标客户之间的匹配；	拓展电商领域	26年6月	核心AI广告引擎Axon（Self-serve）将于6月正式向全球开放
	Unity: 实时3D互动内容创作和运营平台	Unity Vector: AI广告平台	提升广告能力	26年3月	于2025年5月正式上线了 Vector AI 广告算法；26年3月，推出Unity AI 测试版，允许开发者仅用自然语言指令就能生成完整的休闲游戏
	Roblox: 大型多人在线UGC游戏平台	Roblox Assistant: 对话式人工智能工具	辅助编码向自主开发与实时生成演进	26年4月	Roblox Assistant 26年4月升级为智能体级开发助手。

资料来源：各公司官网，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

# 各个SaaS公司传统业务与AI发展阶段

- 表现一直较好的SaaS公司包括安全、语音、广告类。他们顺应了AI时代需要安全防护、语音客户、营销升级的趋势。
- 此次业绩主要超预期的在数据&运维类，通过拓展自身业务盘子，实现了原有业务增长提速。AI带来了Datadog、MongoDB大客户增长需求，他们打造了适合AI时代的产品，比如Datadog发布GPU Monitoring了解GPU利用率，MongoDB将应用层编排组件内化到数据库内核。AI带来了ServiceNow、Snowflake原客户增长需求。背后原因是25年底以来，智能体能力提升，这些公司的AI产品从被动执行转化为主动规划，提升了编排层的作用，ServiceNow提升26年AI占比收入预期为10%，30年可达30%。Unity业绩反转主要系聚焦主业，拥有专属游戏开发数据，发力广告业务。Figma业绩超预期主要系从单一的设计和UI协作工具，进化为“设计+协作+开发”的一体化平台。

表：各个SaaS公司传统业务与AI发展阶段（蓝色为企业服务公司、黄色为数据&安全公司、绿色是教育类公司、粉色是图像音频公司、灰色为广告游戏电商公司）

	公司与业务	收入增速	指引与业绩	AI对原业务影响	AI进展与赋能
AI推动业绩持续增长优异	Palantir	85%	收入持续加速增长，需求旺盛，大幅度上调全年指引预期，但有高基数压力	AI拉动单客户需求增加，NRR达150%，同比提升提升26pct，环比提升11pct，体现品牌心智提升和深入合作的趋势	除政府外，美国商业收是估值向上的核心支撑点，需求仍旺盛
	CrowdStrike	23%	收入增长略加速，新增ARR创历史新高，上调收入指引	AI推动原业务增长，老客户净留存率（NDR）稳健回升至 115%，环比提升3pct。	Falcon Flex订阅增长较猛，Falcon Flex（弹性订阅）账户同比增长120%，表明企业正在加速淘汰其他分散的零碎安全工具，将预算合流并全量托管至CrowdStrike单一平台。
	Twilio	20%	收入明显提速，上调全年收入指引	推动老业务增长，基于美元的净扩张率（DBNE）从去年同期的107% 提升至114%，现有客户在Twilio平台上的支出持续增加	26Q1，Programmable Voice（语音业务）同比增长20%，连续6个季度实现加速增长；2025年，其语音AI客户收入更是增长49%
	Applovin	24%	维持高增长，指引超预期	成功破圈至非游戏领域，26年中自服务平台将开启新增长曲线。	

# 各个SaaS公司传统业务与AI发展阶段

表：各个SaaS公司传统业务与AI发展阶段（蓝色为企业服务公司、黄色为数据&安全公司、绿色是教育类公司、粉色是图像音频公司、灰色为广告游戏电商公司）

公司与业务	收入增速	指引与业绩	AI对原业务影响	AI进展与赋能
ServiceNow	22%	收入增长略有提速，大单签约强劲。略上调全年收入预期，但Q2 cRPO指引偏弱，受宏观IT预算收紧以及中东等签单影响	将AI能力全面嵌入原先产品组合，捆绑订阅+点数收费。表示ServiceNow不是另一个聊天框，而是企业的控制起点（Control Point）	提升26年AI收入目标，占比收入约10%，根据5月投资者大会，预计30年AI贡献30%ACV。Now Assist全面部署的速度比预期更快。
Datadog	32%	收入增长加速，RPO增长强劲，上调收入指引，AI拉动高价值客户增长	AI产品已成为高价值客户增长的核心引擎。26Q1RPO同比增长51%	26Q1目前超过6,500家客户使用至少一个AI集成，虽仅占总客户数的约20%，却贡献了公司约80%的经常性收入（ARR）；在25Q3业绩会中披露AI原生客户贡献了12%的营收
Snowflake	33%	收入增速连续两季度加速，上调全年指引	AI推动核心数据平台业务的加速发展。Cortex Code于二月份全面上市成为重要推动因素，进一步推动核心数据平台的应用场景扩展。CEO在财报中表示，AI持续为Snowflake提供强劲动力，FY27Q1标志着这一发展历程中的清晰拐点。FY27Q1净收入留存率NRR环比提升至126%，环比提升1pct	截至2025年底，Snowflake的AI业务ARR已达到1亿美元，测算占比收入2%。FY27Q1，Snowflake Intelligence用户数环比翻倍，Cortex Code已在7100多个账户中投入使用。
MongoDB	26%	收入维持高增，AI带来大客户增加，上调指引	FY27Q1（截至4月底）RPO14.6亿美元，同比增长88%。AI带来大客户增加；其中45%的大客户使用两项及以上平台功能，较去年同期37%大幅提升	向量搜索和文本搜索采用是大客户增加主要驱动。已在企业客户中完成早期AI部署，并在AI原生客户中录得增长势头，包括前沿AI实验室和AI编码工具类客户
Figma	46%	收入连续两季度增长加速，限制AI积分后使用需求仍旺盛，上调全年业绩指引	提升原有客户ARPU，净美元留存率(NDR)提升至139%，是两年多来的最高水平，环比提升3pct	AI提升付费转化，新转用Pro Team用户增长迅猛，长超过150%，反映长尾用户持续采用Figma的AI功能。
Unity	17%	营销Grow业务增长加速，聚焦主业，给了清晰的盈利预期	Vector AI广告系统超预期增长。Vector连续第四个季度实现15%的环比增长，Q1收入同比增长80%	26Q2 Runtime data将进入线上生产模型，开发者数据框架注册率超过90%。

业绩明确反转，AI落地积极、加速业绩增长

资料来源：各公司财报会，国信证券经济研究所整理

# 各个SaaS公司传统业务与AI发展阶段

- 仍需观察的公司主要由于原业务底盘过重，或者短期仍在生态调整期。Salesforce AI商务营销云等老业务增长较弱，但是和数据等相关的中间层表现较好；Shopify主要受到AI原生购物进度影响。多邻国、Adobe、Roblox短期都在生态调整期，多邻国主动下放AI权益以提升用户增长；Adobe AI让利，观察用户增长指标；Roblox受到儿童监管影响，当前主动加快成人生态建设。

表：各个SaaS公司传统业务与AI发展阶段（蓝色为企业服务公司、黄色为数据&安全公司、绿色是教育类公司、粉色是图像音频公司、灰色为广告游戏电商公司）

	公司与业务	收入增速	指引与业绩	AI对原业务影响	AI进展与赋能
业绩底部企稳，预期指引积极，AI落地乐观	Salesforce	13%	当前AI增量并未带来增长明显提速，2027财年全年营收指引略上调，下季度指引偏弱	商务/营销云、分析/集成云 (Tableau) 表现疲软；Data 360 & Platform 提供中间层的平台和数据服务增长较好达到23%	FY27Q1（截至26年4月）Agentforce ARR已突破12亿美元，占比收入接近3%；叠加Data 360相关业务，AI与数据合计ARR达约34亿美元，占比收入8%
	Shopify	34%	收入增长亮眼，但指引增速略有降速	前瞻指标MRR（月经常性收入）2.12亿美元，同比+16.5%，虽然加速，但略低于市场预期，MRR 受免费试用影响。	受到ChatGPT等AI购物进展影响，26年3月，OpenAI在大幅缩减直接在ChatGPT内部进行购物结账的计划
有积极信号，但需要观察趋势	Duolingo	27%	收入略超预期，但增速连续放缓，用户增长预计稳健；维持全年收入预期	牺牲短期变现，以恢复用户健康扩张，优化免费用户体验，增加免费周期，为2028年翻倍至1亿DAU的目标铺路	2026年2月公司计划将Max高端AI功能 Video Call 下放至Super订阅层级，并考虑对免费用户开放，以推动用户增长
	Adobe	12%	收入好于预期，RPO增速持平，维持全年指引不变	年化ARR 261亿美元，同比增长11%，增速较上季度环比下降。	AI原生产品占比小，FY26Q1 Firefly ARR超过2.5亿美元，测算占比1%。对于ARR，公司认为和此前购买产品就转化为ARR不同，用户增长是更前瞻性指标。
	Roblox	39%	用户增长放缓，下调收入指引	受到监管影响，用户数连续两季度增长放缓。全年收入增速指引从此前约 26% 下调至20-25%	加强成人化内容生态加速构建，上调DevEx费率，面向美国已年龄核验018用户，短期利润受到影响

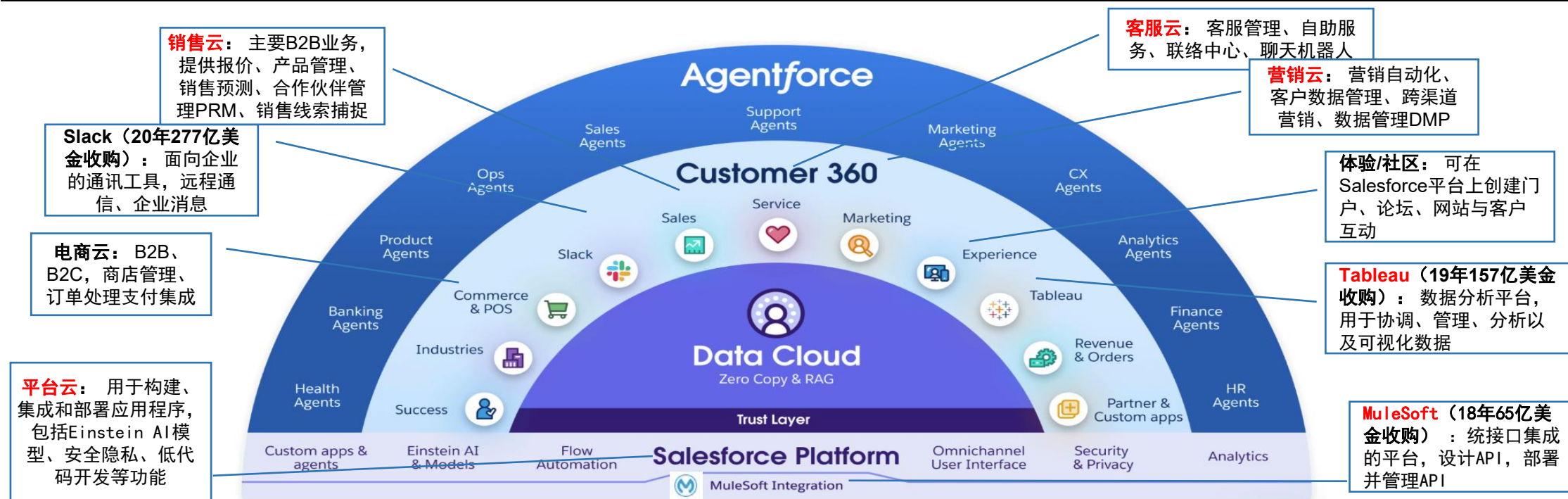
资料来源：各公司财报会，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 复盘美股SaaS发展历程、现状与演绎逻辑
- [ 02 ] 企业服务领域：ServiceNow、Salesforce
- [ 03 ] 数据与安全：Snowflake、Palantir、CrowdStrike、MongoDB、Datadog
- [ 04 ] 教育领域：Duolingo
- [ 05 ] 广告电商游戏：Shopify、Applovin、Unity、Roblox
- [ 06 ] 图形音频领域：Figma、Adobe、Twilio

# Salesforce: 客户关系管理 (CRM) 龙头

- Salesforce是一家全球领先的客户关系管理 (CRM) 软件公司, 围绕客户的售前 (营销云) -》售中 (销售云/电商云) -》售后 (客服云) 整个销售过程提供一系列基于云计算的解决方案, 同时也包括支持其核心销售产品的平台云以及数据分析集成工具。业务主要分为两大来源: 1) 订阅与支持收入, 通常按年预付; 2) 专业服务与其他: 占总收入的 6%。
- AI时代: 以智能助手/代理的形态嵌入现有产品与企业工作流程中, 提高现有企业工作效率。但需关注: ①AI时代从按席位订阅到按量付费, **按量付费打破原有订阅稳定现金流回报模式, 对于产品粘性、客户需求判断提出更高挑战。** ②预计随着AI技术和产品的发展推广, 在各个应用场景下算力代替人力将成为大势所趋, 按人头的客户需求减少。

图: Salesforce产品一览



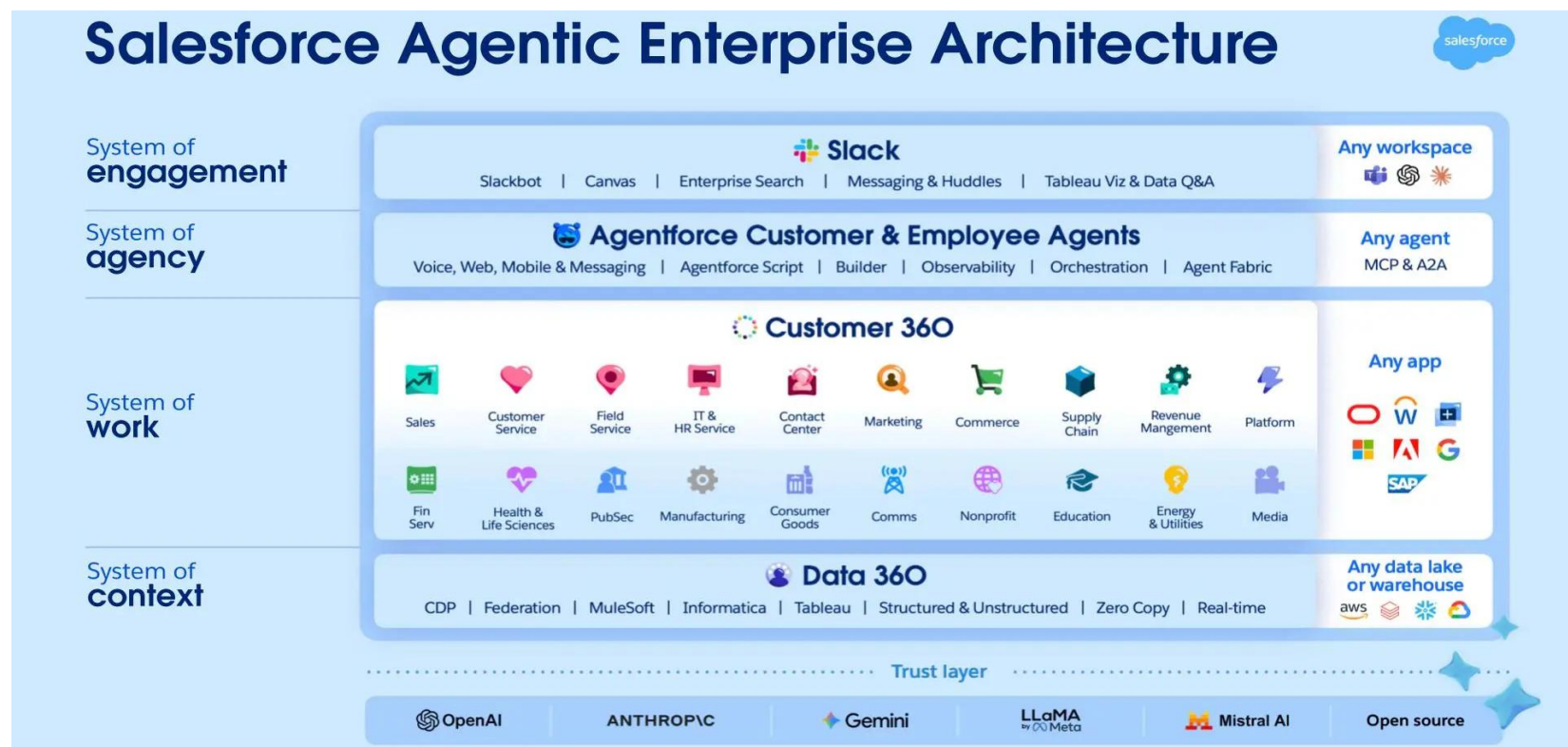
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# Salesforce: 构建“感知-推理-执行”企业级 AI 智能体操作系统

- **交互系统**: Slack作为人类与AI代理相遇的主要界面, 是一个聊天超级应用。用户交互的界面不再是展示数据的应用程序, 而是编排数据的对话层。
- **代理系统**: Agentforce是构建、部署和管理企业级AI代理的基础层, 提供构建器支持自然语言设计代理, 通过混合推理与脚本治理代理行为, 并通过可观测性仪表盘监控代理的推理与合规性。
- **工作系统**: Customer 360应用承载企业的业务逻辑与机构记忆, AI代理深度理解每一个客户和流程, 能够服务客户、赋能员工并与其他代理协作。
- **上下文系统**: Data 360作为可信的统一数据层, 为每一个代理提供上下文, 使代理访问非结构化内容, 并将数据转化为商业语言。
- **信任层**: 贯穿所有四层, 覆盖每一个主流大语言模型生态系统, 使架构保持模型无关。

图: Salesforce智能体架构



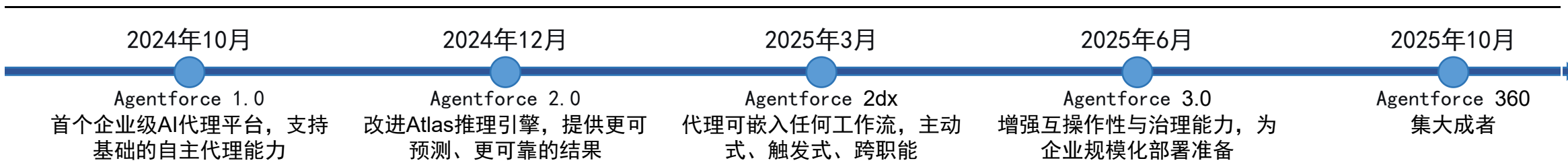
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

# Agentforce是智能体构建与协作平台，Data360激活全量数据资产



- Agentforce是Salesforce AI战略的核心，它不是传统的聊天机器人或AI助手，而是能够自主执行多步骤任务的企业级数字劳动力。Agentforce 360是Salesforce 25年10月推出的企业级AI代理平台，让代理能够与人类一起推理、行动和协作。案例：销售智能体自动完成查库存→生成报价单→发邮件给客户→跟进回复→更新 CRM→通知财务开票全流程。Agentforce采用分层计费：按量付费可选按对话（\$2/次）或按行动（500\$/10万点）；按用户包月则分为全员轻度使用（\$5/月，需搭配用量包）、业务人员专业使用（\$125/月，含无限制用量）、行业专属（\$150/月）及高用量套餐（550\$起/月）。
- Data 360（原Data Cloud，2023年推出）从25年10月开始全面启用，是Salesforce智能体企业架构中的数据层，其核心使命是激活企业的全部数据——无论是结构化还是非结构化——为每一个AI代理提供业务上下文和个性化能力。Salesforce于25年11月以80亿美元完成对Informatica的收购，将其数据集成 / ETL能力深度嵌入Data 360层。通过将Informatica的能力封装为标准化的MCP服务器，所有数据管理服务（如地址验证、黄金记录查询、数据质量检查）均可被AI代理自主调用，无需人工介入编写定制代码。Data 360提供三种计费模式：Flex Credits按量付费（\$500/份），信用点可在Data 360和Agentforce间通用；Profiles档案包年模式（\$240）；Enterprise Profiles企业版（\$420），包含数据屏蔽等高级功能。

图：Agentforce版本迭代



# Salesforce: 26年Headless 360落地，重塑企业级AI放生态

- 2026年4月15日，Salesforce在年度开发者大会TDX上正式发布Headless 360。Headless 360的核心突破在于将过去紧耦合在图形用户界面中的CRM能力彻底拆解，剥离为代理可直接调用的能力层，是史上重大的架构转型。将Salesforce平台的各项能力（数据、 workflow、业务逻辑）全部转化为API、MCP工具和CLI命令。这使得AI智能体无需登录Salesforce的图形界面，就能直接在Slack、Teams、WhatsApp、ChatGPT等任何外部平台或对话界面中调用并执行任务。根据业绩会，管理层正与客户和合作伙伴探讨在新交互场景中公平变现的方式。
  - 长期以来，企业软件的设计围绕人类操作GUI展开，但GUI包含大量为人类视觉体验设计的信息冗余，且隐藏了底层数据逻辑，使得AI代理难以高效操作系统。Headless 360顺应了交互主体从“人”向“代理”的转变，消除了代理运行环境中的执行障碍。这一架构标志着企业软件正从“系统记录”向“系统执行”演进，Salesforce正在重新定位为企业业务流程的“无形操作系统”。

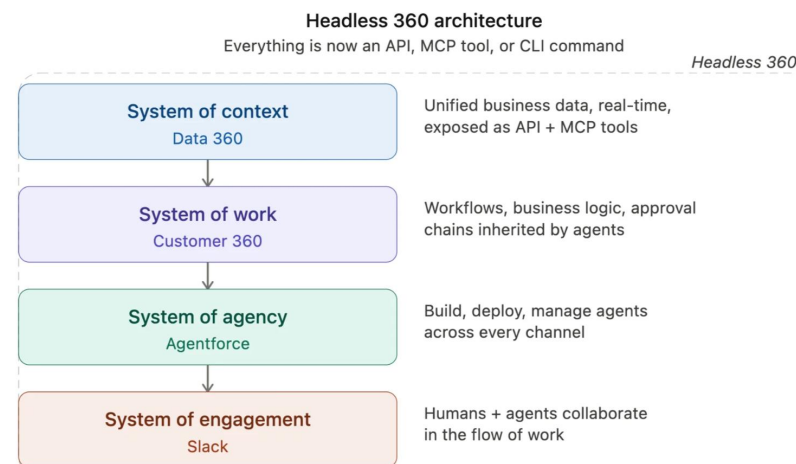
图：Headless 360 开放生态体系



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：Headless 360 架构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

# Salesforce Agent使用案例

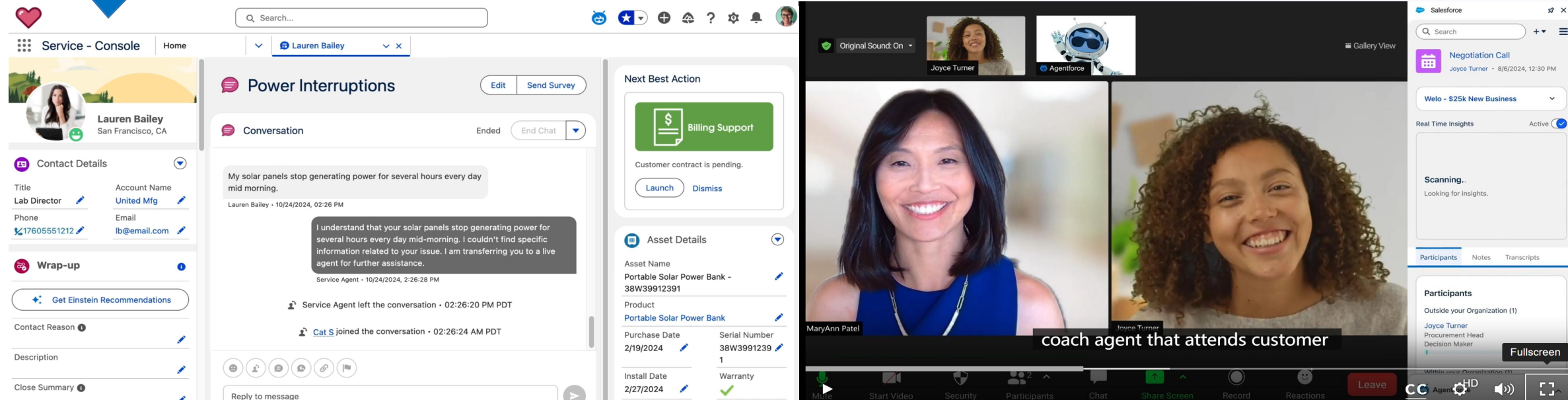
图：使用Salesforce Agent使用案例

Agent作为会议管理，可以查询所有员工空闲时间，根据开会者需求预定会议并邮件通知。

Agent作为售后客服，可以查询客户订单、解答产品问题、提供故障售后解决方案、预约线下维修时间，如不能解决可转接对口工程师。

对比：GPT/Copilot为通用产品，Agent提供定制化能力（类似GPTs），可用操作端口影响现有 workflows，从辅助人到代替人。

Agent作为会议助手，可以提前通知会议、同步参会者信息，在参会过程中实时生成总结摘要。

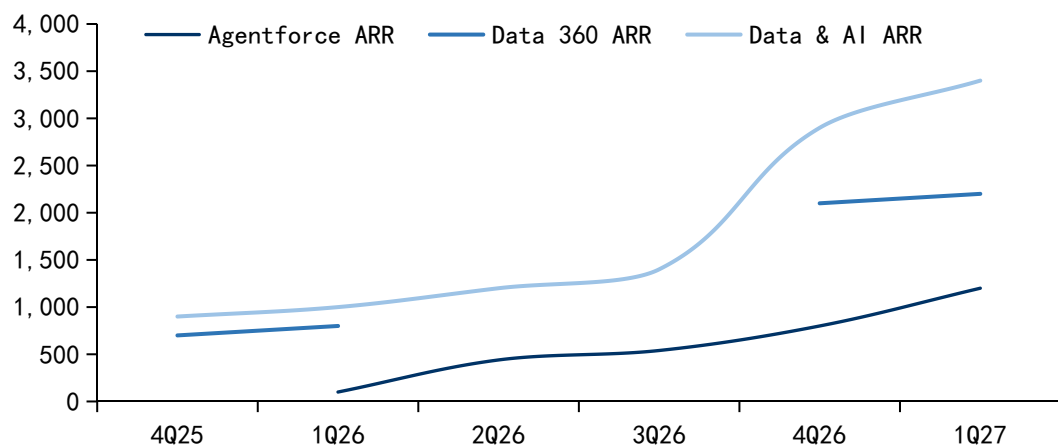


The screenshot displays the Salesforce Agent interface. On the left is the 'Service - Console' for user Lauren Bailey, showing contact details for a 'Lab Director' at 'United Mfg'. The main area shows a conversation about 'Power Interruptions' where the agent has transferred the user to a live agent. On the right, a video call is in progress with 'Joyce Turner' and 'Agentforce'. The call interface includes a 'Next Best Action' for 'Billing Support' and 'Asset Details' for a 'Portable Solar Power Bank'. A caption at the bottom of the video call reads 'coach agent that attends customer'.

# Salesforce: AI产品收入占比8%，创设AWU指标

- AWU指标将AI价值衡量从传统的Token消耗转向实际工作成果。AWU (Agentic Work Unit, 智能体工作单元) 是Salesforce为衡量AI实际产出价值而引入的全新指标, 定义为AI代理完成的一个离散任务单元 (如一次记录更新、一个 workflows 被触发、一个决策被做出)。FY27Q1 (截至26年4月) 累计处理28.6万亿tokens, 环比增长 152%; 转化为38亿个AWU, 环比增长111%。
- AI产品收入占比7%。①公司FY26Q4 (截至26年1月), Agentforce ARR达到8亿美元, 占比收入2%; Agentforce和Data360 (包含Informatica11亿美元并表影响) ARR超过29亿美元, 同比增长超过200%, 占比收入7%。②公司FY27Q1 (截至26年4月), Agentforce年度经常性收入 (ARR) 已突破12亿美元, 占比收入接近3%; Agentforce 在产客户数环比增长 50%。叠加Data 360相关业务, AI与数据合计ARR达约34亿美元, 同比增长超过200%, 占比收入8%。Agentforce 和 Data 360 的预订中, 50%来自现有客户的扩展采购。

图: Salesforce AI产品ARR(百万美元)



资料来源: 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

图: Salesforce AWU增长速度

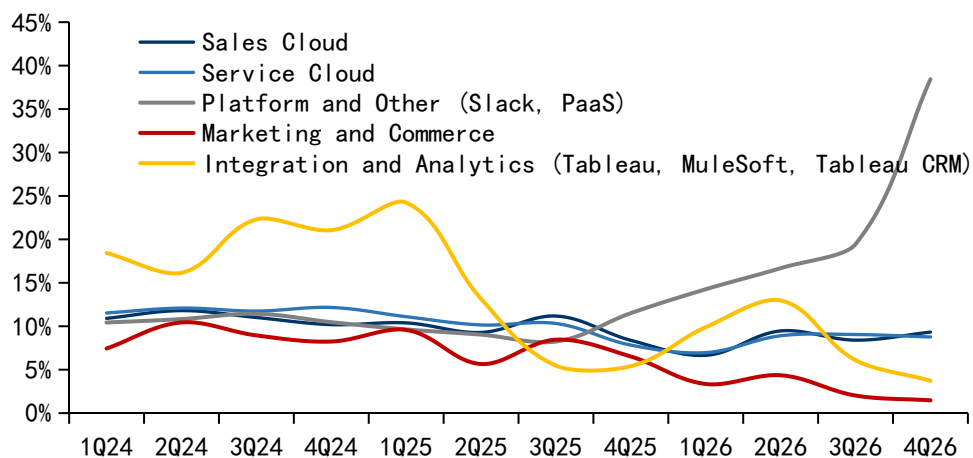


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

# Salesforce业绩：当前AI增量并未带来增长提速

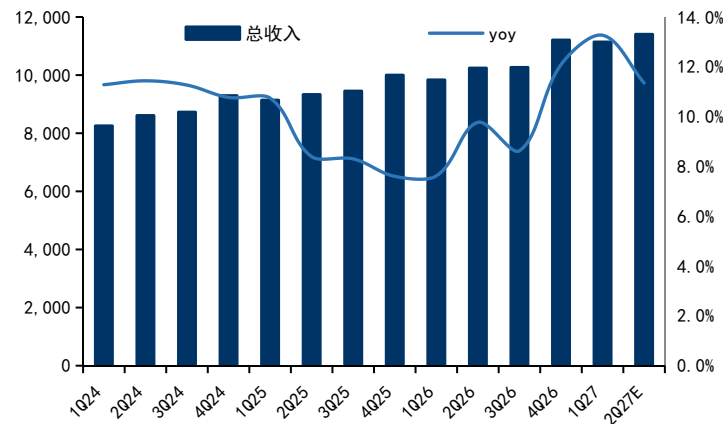
- 传统业务表现疲软，抵消了AI带来的增量。FY27Q1（截至4月），收入111.3亿美元，同比增长13%，低于114亿美元的市场预期。有机增速（剔除Informatica约4.4亿美元贡献后）在低双位。数商务/营销云、分析/集成云(Tableau)表现疲软。Agentforce Apps板块69亿美元，固定汇率下增长 7%，环比提升1pct；Data 360 & Platform 36.8亿美元，固定汇率下收入同增 23%，环比提升2pct。本季度cRP0固定汇率下增长 13%，和上季增速持平。下季指引偏弱，下季营收增速预期为固定汇率下增长10%，环比降速 2pct。2027财年全年营收指引中值略上调，预计全年营收区间同比增幅约11%
  - 公司更换业务口径，Agentforce App偏SaaS 定位，包括原本的 Sales、Service、Slack 等。Data 360 & Platform 偏 PaaS 定位，主要是提供中间层的平台和数据服务，包括 Data 360, Headless Platform、Informatica、MuleSoft等。
- 史上最大规模股东回报：FY27Q1执行了250亿美元加速股票回购（ASR），是 500 亿美元回购授权的一半。

图：CRM各项业务增速yoy



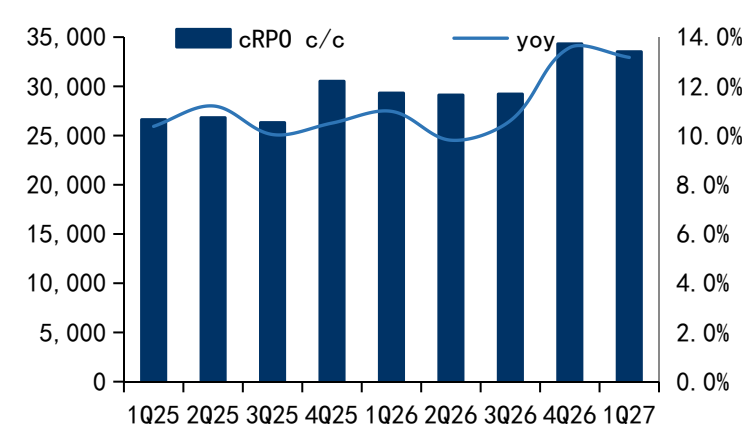
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：CRM自然年收入与增速(百万美元)



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

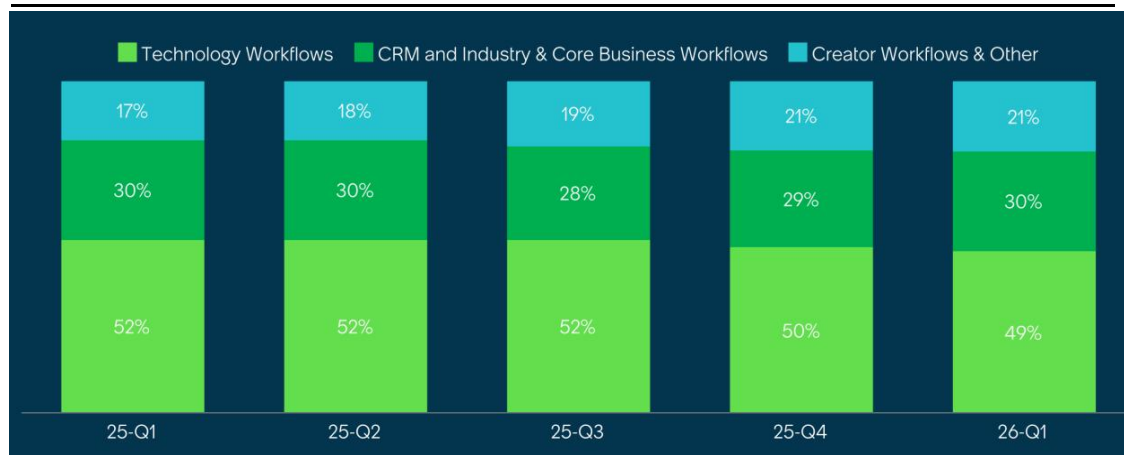
图：CRM cRP0与增速(百万美元)



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

- ServiceNow的核心主业是企业数字化 workflow。通过一个统一的代码库和数据模型，打破企业内部的部门孤岛，将IT、HR、客户服务、法律、财务等零散的工作流集成。ServiceNow的核心产品是Now Platform，这是一个基于云的企业 workflow 平台，目前该平台支持以下几大核心领域：Technology（技术 workflow）、CRM and Industry（CRM与行业）、Core Business（核心业务）、Creator and Other（创建者与其他）。目前拥有约8800家企业级客户。ServiceNow 是基于订阅的许可模式，根据许可证的类型ServiceNow的年合同成本通常在50,000美元至500,000美元之间。
- **AI时代**：以内置原生智能助手/自主代理（Now Assist）的形态重塑企业基础设施，**提高 workflow 软件效率、提高ARPU**。帮助开发者、管理员、用户、客服、公司员工等多方实现提效，如问答交互、协调运营、AI主动学习与即时决策、定制化运营模式。**AI时代需关注：合同价格较高，在企业IT预算受限下，难以支付较高AI溢价。**

图：NOW平台不同业务对净新增年度合同价值的贡献比例



资料来源：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

图：NOW的产品线和定位

产品线	核心定位	代表性产品
Technology（技术 workflow）	IT服务与运营管理、安全与风险管理	ITSM、ITOM、Asset Management、Security Operations、Risk Management
CRM and Industry（CRM与行业）	客户服务、现场服务、销售与订单管理	CSM、FSM、Sales and Order Management、行业解决方案
Core Business（核心业务）	HR、法务、采购、职场服务	HR Service Delivery、Legal and Contract Operations、Source-to-Pay、Workplace Service Delivery
Creator and Other（创建者与其他）	低代码开发、平台隐私与安全、数据能力	App Engine、Platform Privacy and Security、RaptorDB、Workflow Data Fabric

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

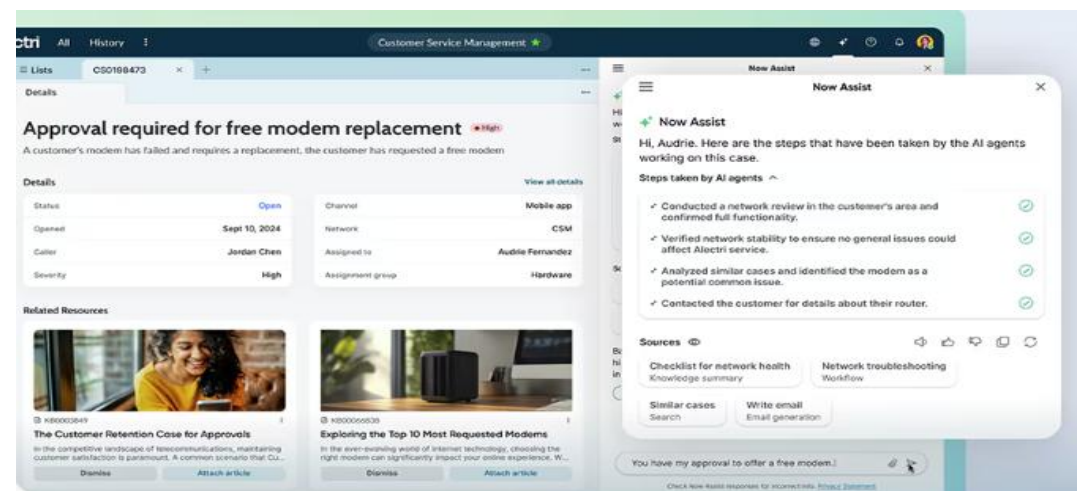
# ServiceNow AI: 从AI功能提供商转变为业务重塑的“AI控制塔”

- **Now Assist**: 于2023年6月推出，整合了此前发布的生成式AI功能。包括内容总结生成、对话交流、代码生成、虚拟客服、AI搜索和生成式AI控制器等，同时面向企业发布了大模型Now LLM。迭代方向，领域专业化：推出针对IT、HR、财务、法务、订单管理等数十个具体业务线的专用Now Assist应用。
- **逐步强化智能体的自主化执行能力**。25年，通过构建AI Platform和AI Control Tower，转向“平台化”与“可治理”，为Agent提供基础；**26年5月，发布统一体验ServiceNow Otto，实现了“体验统一”与“自主化”，让AI从回答问题升级为能安全、合规地完成端到端工作的智能伙伴**。例如，新员工入职，Otto可自动在HR系统创建档案、在IT系统开通账户、在门禁系统设置权限，并全程通知相关人员。整个流程中Otto动作都会被记录在后台的 AI Control Tower中。

图：Now Assist 迭代情况

产品/功能名称	核心定位/能力	首次推出/重要更新时间
Now Assist for ITSM, CSM, HRSD, Creator	首批四大核心产品，将生成式AI嵌入IT服务、客户服务、HR服务和低代码开发工作流，提供摘要生成、代码生成等能力。	2023年9月
Now Assist in Virtual Agent & Now Assist for Field Service Management (FSM)	首次产品线扩展，将生成式AI能力注入虚拟客服和现场服务管理场景。	2023年11月
Now Assist for Security Operations & Sourcing & Procurement Operations	向关键企业职能扩展，将AI能力引入安全运营和采购运营等新领域。	2024年9月
Now Assist for Creator	为开发者新增应用摘要生成、RPA流程生成、表单生成等五项新技能，提升开发效率。	2025年2月
ServiceNow Otto	统一的AI体验品牌，整合了Now Assist、收购的Moveworks（对话AI）和AI Experience（智能体编排），旨在解决跨部门、跨系统的“工作完成”问题。AI成为所有产品的默认能力。	2026年5月

图：NOW Assist使用案例



# ServiceNow AI:提高AI收入目标, 预计30年AI贡献30%收入

- 业绩会表示, **ServiceNow 不是另一个聊天框, 而是企业的控制起点 (Control Point)**。通用模型懂文字, 但不懂企业的权限、组织架构和商务流程。ServiceNow充当了治理、权限控制和可追溯性的安全外壳。收购提升平台网络、数据安全性。26Q1完成对Armis (实时资产与网络安全曝光管理) 和Veza (数据访问治理) 的收购。
- **AI收费方式: 将AI能力全面嵌入其产品组合, 捆绑订阅+点数收费**。计价模式采用“订阅承诺+按量消耗”的混合模型, 核心计量单位为“信用点”, 不同AI操作消耗不同信用点, 客户按年购买信用点包, 超出部分按超额费率计费。
- **提升26年AI收入目标, 测算占比收入约10%, 预计30年AI贡献30%ACV**。26Q1, 将2026年人工智能相关收入目标从10 亿美元提高到15亿美元, 理由是客户从实验阶段过渡到全面部署的速度比预期更快。购买包含3个以上Now Assist产品的综合大单数量增长近70%。根据投资者大会, 目标是到 2030 年实现超过 300 亿美元的订阅收入。预计AI将贡献其中约30%, 其中 Now Assist 的年度合同价值 (ACV) 在 26Q1已达到7.5亿美元, 并有望在年底前达到15亿美元新目标。

图: ServiceNow AI产品矩阵

层级	核心产品/品牌	定位与关键能力	首次/重要发布时间
统一AI体验层	ServiceNow Otto	跨企业、跨系统的统一AI交互界面。整合Now Assist、Moveworks和AI Experience, 让用户通过自然语言提出请求, 由Otto驱动AI智能体完成端到端工作。	2026年5月
	ServiceNow AI Platform	提供数据、工作流、AI模型和安全的统一基础平台。	2025年5月
AI平台与治理层	AI Control Tower	AI治理核心。提供对全企业AI的发现、观测、治理、安全和价值衡量。	2025年5月
	AI Agents / Autonomous Workforce	角色化AI专家 (数字员工)。能自主处理复杂、端到端工作流, 如L1服务台专家、CRM销售专员等。	2026年2月, 于5月扩展至更多业务职能
垂直领域AI应用层	Now Assist for [业务线]	嵌入特定工作流的生成式AI助手。覆盖ITSM、CSM、HRSD、Creator、FSM、安全、采购等数十个业务领域。	2023年9月

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

# ServiceNow: 略上调全年收入预期, Q2 cRPO指引偏弱

- 26Q1业绩:** 收入增长略有提速, 大单签约强劲。26Q1, 订阅收入36.71亿美元, 同比增长22%, Non-GAAP营业利润率32%, 同比+1pct, 略超预期。公司剩余履约义务(RPO)为277亿美元, 同比增长25%, cRPO为126.4亿美元, 同比增长22.5%。本季度新增年度合同价值(ACV)超500万美元的交易达16笔(同比增长近80%), 其中最大新客户交易金额超1,500万美元创历史新高。
- 业绩指引:** 由于收购, 上调略上调全年收入预期, 略下调利润率预期, 26Q2 cRPO指引偏弱。公司上调2026全年订阅收入指引至157.35-157.75亿美元, 同比增长约21%, 其中Armis收购贡献约1.25pct。订阅毛利率受Armis整合及AI投资影响下调至81.5%(约0.25pct), 营业利润率约下调0.75pct。公司预计Q2订阅收入38.15-38.20亿美元, 固定汇率增长21%-21.5%。Q2 cRPO固定汇率增速将放缓至19.5%, 短期受宏观IT预算收紧以及中东等部分地区大单延迟签约的影响。

图: NOW 收入及增速 (百万美元)

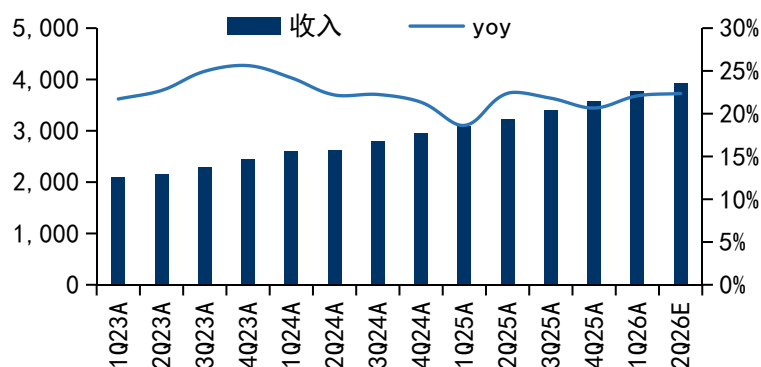


图: NOW RPO与cRPO变化情况 (百万美元)

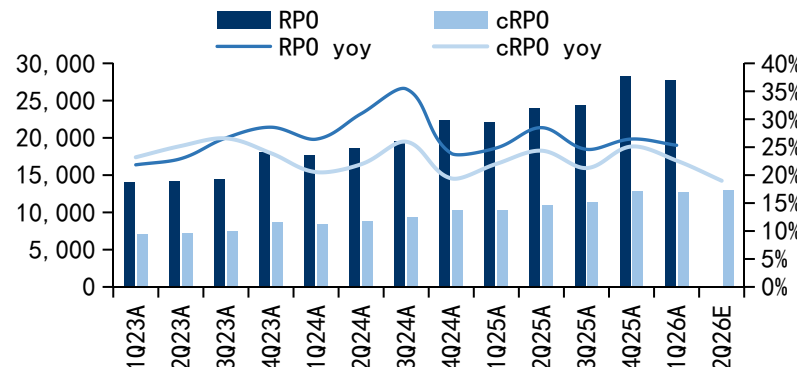
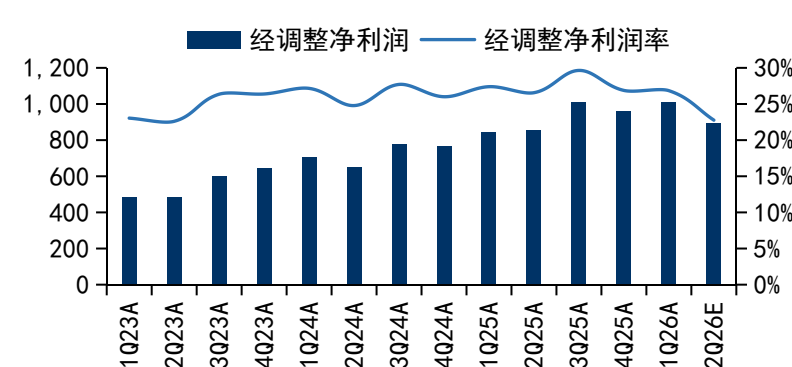


图: NOW Non-GAAP利润以及利润率



- [ 01 ] 复盘美股SaaS发展历程、现状与演绎逻辑
- [ 02 ] 企业服务领域：ServiceNow、Salesforce
- [ 03 ] 数据与安全：Snowflake、Palantir、CrowdStrike、MongoDB、Datadog
- [ 04 ] 教育领域：Duolingo
- [ 05 ] 广告电商游戏：Shopify、Applovin、Unity、Roblox
- [ 06 ] 图形音频领域：Figma、Adobe、Twilio

- Snowflake是云存储技术服务公司，提供基于云的数据仓库服务以用于存储（存）和查询（算）。相比传统数据库云原生数据库特点：浏览器界面进行数据管理，操作简单；多云部署；商业模式是存算分离、按照实际存储数据量和查询量收费。  
**Snowflake 定位为安全合规、极简易用的企业级AI数据云。** AI时代，Snowpark虽然汇入其他模型的功能，但主要是衔接AI/ML工作流程的后段、发挥模型版本管理的价值。聚焦 LLM 推理、RAG、轻量模型微调、行业智能体等落地场景。
- **早期AI劣势：非结构化数据处理积累弱，不支持分布式GPU训练，数据封闭。** 大模型时代，企业对非结构化数据（如客服录音、监控视频、合同扫描件、自动驾驶雷达数据）等需求旺盛。而Snowflake“微分区”和“列式存储”等，是专门为SQL表格设计的，擅长调用、查询数据仓库中结构化数据。由于商业模式设定，前期数据必须以Snowflake的专有格式存储，离开Snowflake平台就无法高效读取或处理，导致“供应商锁定”，无法在Snowflake内部完成大规模AI模型训练和部署。

图：Snowflake产品功能与服务内容



资料来源：Snowflake 官网、国信证券经济研究所整理

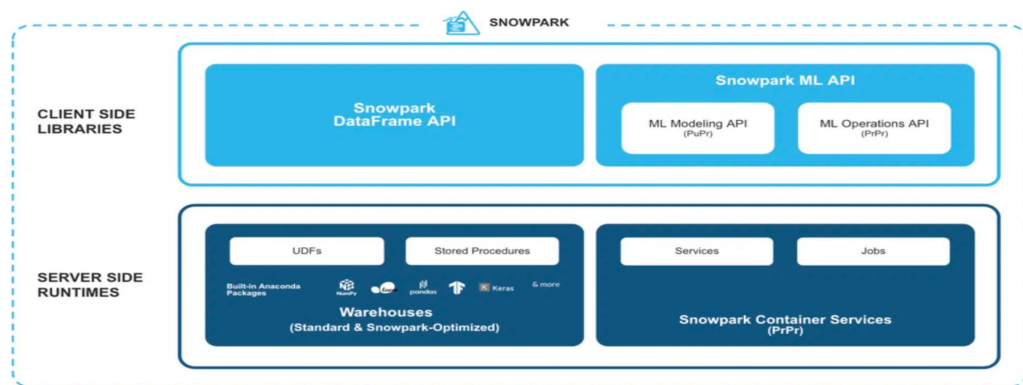
表：Snowflake、Databricks 对比

维度	Snowflake	Databricks
出身基因	云原生数据仓库 (Data Warehouse)	云原生数据湖仓 (Data Lakehouse)
存储范式	历史上以闭源、专有的微分区存储为主；现支持 Iceberg 等开放格式。	基于云端对象存储 (S3/GCS/ADLS)，采用 Delta Lake 开放格式。
计算引擎	自研的 SQL 引擎（极其擅长高并发、标准 SQL 查询）。	基于 Apache Spark，SQL 端由 C++ 编写的 Photon 引擎加速。
数据类型优势	极度擅长结构化和半结构化数据 (JSON/Avro)。	极度擅长非结构化数据（图像、音视频、大规模文本）。
运维难度	开箱即用，几乎不需要手动调优。	推出了 Serverless，但依然需要一定的数据工程背景进行集群调优。
数据来源	公司官网、国信证券经济研究所整理	公司官网、国信证券经济研究所整理

# 24年梳理基础能力，补齐AI时代短板，升级为一体化智能数据平台

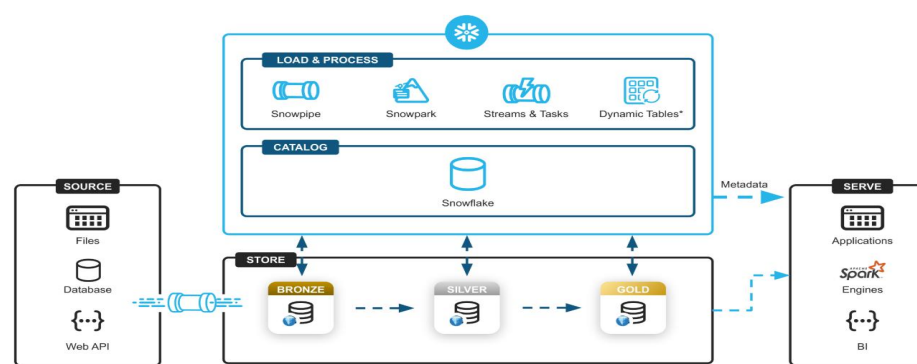
- 2024年6月Iceberg Tables 全面上市，解决供应商锁定问题。Snowflake将 Iceberg（开源）作为一种表类型纳入平台，用户可以直接查询存储在外部数据湖中的Iceberg 数据。
- Document AI 24年正式可用，处理非结构化文档。Snowflake于2022年8月宣布收购Applica（文档理解的AI平台），收购后一年，推出 Document AI预览版，获取先进的文档理解AI技术，为处理非结构化文档（如合同、发票）奠定基础。
- Snowpark Container Services (SPCS)作为基础设施层24年8月全面上市，从数据仓库升级为一体化平台。①全托管服务：负责底层容器编排、节点管理和运维，用户无需管理 Kubernetes 等控制平面；②可配置硬件（含 GPU）；③支持使用编程语言，不再受限于原生的 SQL等。公司25财年有3%的产品收入来自Snowpark，接近1亿美元（24财年收入是3500万美元）。

图：Snowpark 架构图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：Snowflake Iceberg表交互架构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

# 从SQL查询到智能体编排，Cortex AI 25H2使用效率提升，推动AI收入增长



- Cortex AI 2024年5月正式商用，25年下半年多组件落地使用效率提升，收入开始明确体现。Cortex AI的将AI能力直接嵌入数据库内部，让用户能用SQL（以及Python等语言）在数据存储地直接进行分析和AI模型调用。收费方式为基于使用量的积分（Credit）消耗。
  - 2025年11月核心 AI Functions 全面上市，意味着多组件已稳定、可靠，可用于生产环境。同时，Snowflake Intelligence 的上线为非技术用户提供了直观的交互方式。25年底，与Anthropic签订价值2亿美元的多年期协议。旨在将 Anthropic的 Claude模型深度集成到Snowflake平台。2026年2月，Cortex Code 正式亮相和扩展。
  - 案例：美国大型银行耗时两年完成 Teradata 到 Snowflake 的迁移，后续将迁移更多遗留系统，正基于 Snowflake 构建 AI 驱动的合规分析、自然语言洞察。

表：Snowflake Cortex AI 关键组件迭代

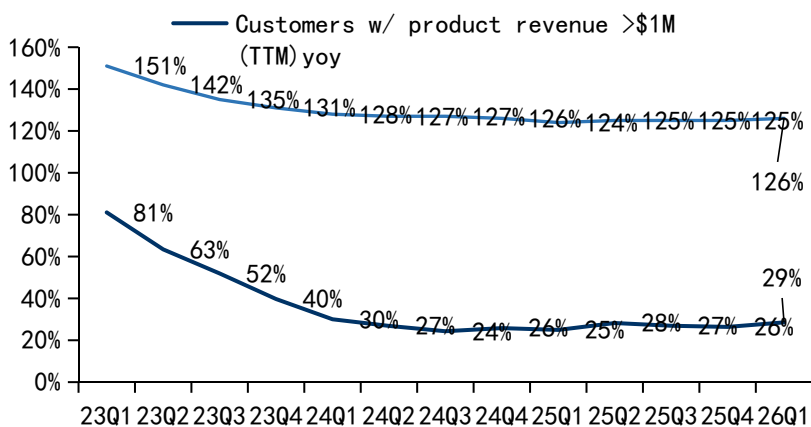
组件	功能	上线时间
Cortex Search	面向非结构化数据的语义搜索与关键词混合搜索服务，支持RAG应用	2024年10月
Cortex Document AI	文档智能处理，支持 OCR、表格提取、敏感信息脱敏、多语言文档分析	2024年10月
Snowflake Open Catalog	基于Apache Polaris的托管元数据目录，为Iceberg表提供统一的跨引擎互操作性和治理能力	2024年10月
Cortex Knowledge Extensions (CKEs)	支持在RAG框架中安全集成外部知识源（如第三方新闻、文档、技术社区等），通过Snowflake Marketplace共享	2025年8月
Cortex AI Functions	SQL内置的AI函数，涵盖内容生成（AI_COMPLETE）、文本分类（AI_CLASSIFY）、情感分析（AI_SENTIMENT）、翻译（AI_TRANSLATE）、信息提取（AI_EXTRACT）、音视频转录（AI_TRANSCRIBE）、向量嵌入（AI_EMBED）等	2025年11月
Cortex AISQL	支持在SQL中直接处理非结构化数据（文档、图像、音频等）的查询执行引擎	2025年11月
Cortex Agents	AI应用编排框架，可协调使用Cortex Analyst和Cortex Search等多种工具处理多步推理任务	2025年11月
Snowflake Intelligence	面向业务用户的对话式AI代理平台，支持自然语言查询数据并获得洞察和可视化结果	2025年11月
Cortex Code	数据原生AI编程助手，覆盖SQL/Python/ML开发全流程	2026年2月

数据来源：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

- AI对原先收入影响？短期帮助客户降本增效形成阵痛，但AI时代需求总体提升。短期阵痛：帮助客户通过AI实现降本增效，客户优化查询、清理冗余数据、合并任务，导致计算消耗量下降。随着AI模型复杂，预训练数据集规模持续扩大，从几十到几百TB、未来可达PB级别，变动将对数据存储技术提出更高的要求。同时企业对数据策略和数据资产的关注度提高，促使企业将本地数据迁移至云端进行AI模型训练与应用开发。FY27Q1净收入留存率NRR环比提升至126%，环比提升1pct。
- AI原生收入：截至2025年底，Snowflake的AI业务ARR已达到1亿美元，占比收入2%。FY27Q1，Snowflake Intelligence用户数环比翻倍，Cortex Code已在7100多个账户中投入使用。CEO在财报中表示，AI持续为Snowflake提供强劲动力，FY27Q1标志着这一发展历程中的清晰拐点。公司正在从企业数据和上下文的可靠基础扩展为智能企业的控制平台。

图：Snowflake NRR以及支出超过100万美元客户数量增速

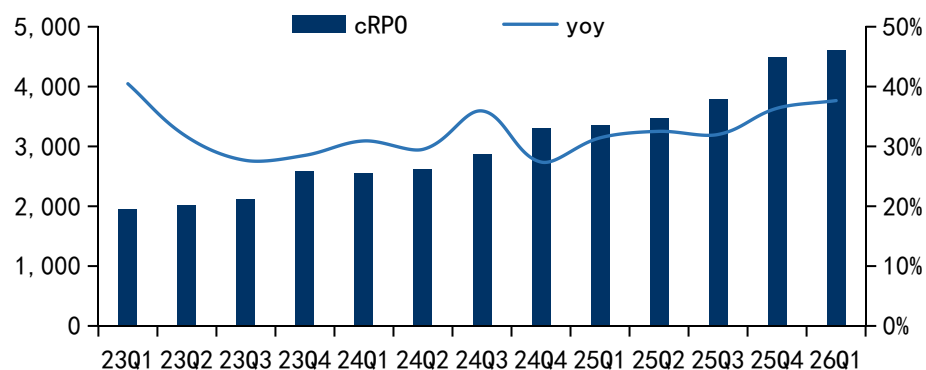


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

Databricks的横向对比：全栈大数据与 AI 开发平台，擅长模型训练和深度定制，AI 收入增长迅猛。25Q4，AI 产品ARR已达14亿美元，占比收入26%，提升5pct，估值达1340亿美元（25xPS）。Databricks适应于ML全生命周期管理：从特征工程、模型训练、实验跟踪到模型服务的完整流程；适合复杂 ML 工程与大规模模型训练场景。

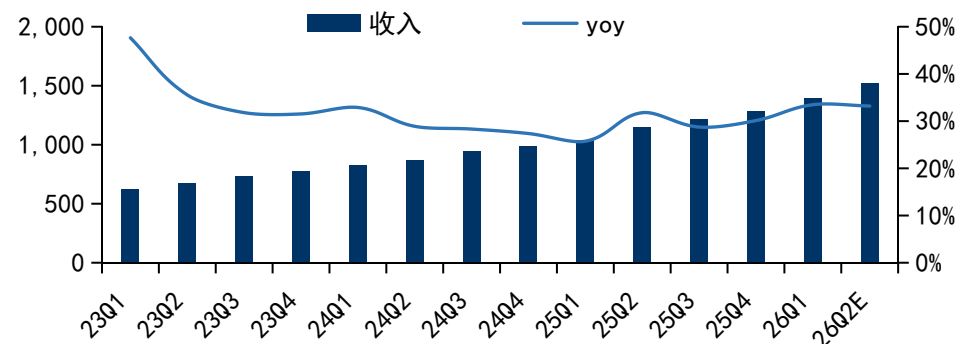
- 收入增速连续两季度加速，上调全年指引。FY27Q1（截至4月底），Snowflake收入同比提升33%至13.91亿美元，高于市场预期13.2亿美元；产品收入按年升34%至13.34亿美元（环比增长两季度加速，上季度增长30%）。Q2指引同比+30%（超市场预期的+26%）。**FY27全年指引|上调至+31%（之前为+27%）**。FY27Q1（截至4月底），**AI推动核心数据平台业务的加速发展**。
- 业绩会表示，**Cortex Code于二月份全面上市成为重要推动因素**。亮点在于它能进一步推动核心数据平台的应用场景**扩展**。无论是构建数据处理流程、开发新代理程序、配置动态表，甚至进行系统迁移，操作效率都大幅提升。目前，有779家客户在最近12个月内的支出超过100万美元，其中46家客户在第一季度达到了这一门槛，而去年同期只有26家。剩余履约义务RPO为92.1亿美元，同比增长38%。

图：Snowflake cRPO及增速



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：Snowflake 收入及增速



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

# Palantir：专注大数据分析，定制型数字化服务

- Palantir介绍：专注于大数据分析的定制化软件公司，应用于**国防、安全和金融领域等高价值大客户**，26Q1客户数1007个。
- 产品矩阵：Palantir有两个核心平台Gotham（主要面向政府），Foundry（主要面向企业），Apollo（方便大规模交付和管理软件，中后台支持），AIP（通过调用ChatGPT或LLaMA等大模型实现AI能力）。还有一个**决策核心Ontology**集成和保存所有数据集作为企业决策模型和AIP产品的核心。
- 商业化方式：基于合同的定价（100万美元到1亿美元）、订阅模式、许可选项（基于CPU核心）以及支持和维护四种方式。
- AI时代：决策式AI。Palantir在人工智能时代通过其核心平台（特别是人工智能平台AIP）实现企业及政府数据与AI能力的深度集成，将分析洞察直接转化为自动化决策和业务流程操作，从而驱动组织运营效率与响应速度的实质性提升。
- AI时代特色：数据本体论（Ontology）和高度定制化的服务模式，在安全隔离、权限审计下调用大模型。数据本体论帮助AI理解业务：为AI提供可理解的上下文，让AI不只是回答问题，更能看懂业务逻辑并执行任务，**精准可控、零垃圾输出**。

图：Palantir产品矩阵

产品名称	目标客户	主要功能	AI特性	部署模式
Palantir Gotham	政府（国防、情报、执法部门）	数据整合、模式识别，支持复杂政府任务（如反恐、军事行动、执法分析等）。	包括预测分析、异常检测、情报整合等 AI 驱动功能。	本地部署或云端部署
Palantir Foundry	商业企业领域（医疗、金融、能源等）	企业级数据管理、分析和优化，支持跨部门实时决策，提升业务运营效率。	支持机器学习模型、预测分析和自动化决策。	云端、本地或混合部署
Palantir Apollo	软件基础设施管理（内部平台）	自动化管理 Palantir 软件部署、更新和扩展，支持多环境运行（如本地、云端）。	支持实时 AI 平台优化和自动化任务管理。	云端为主，支持混合架构
Palantir AIP	美国国防部等政府组织及商业企业	借助智能平台（AIP），企业能利用大型语言模型（LLM）的优势，为运营提供精准可靠的解答与支持，并通过连接组织的数字孪生（Ontology）来“引领”模型的运作。	<b>能够处理企业内各种非结构化数据</b> （如电子邮件、Slack消息、PDF、图像、评论、音频等），并将其转化为结构化行动和输出。 <b>支持将应用程序内的AI功能转化为代理与自动化流程</b> ，使大模型能够被整合进具备生产级特性。	<b>Foundry和AIP经常一起部署</b>

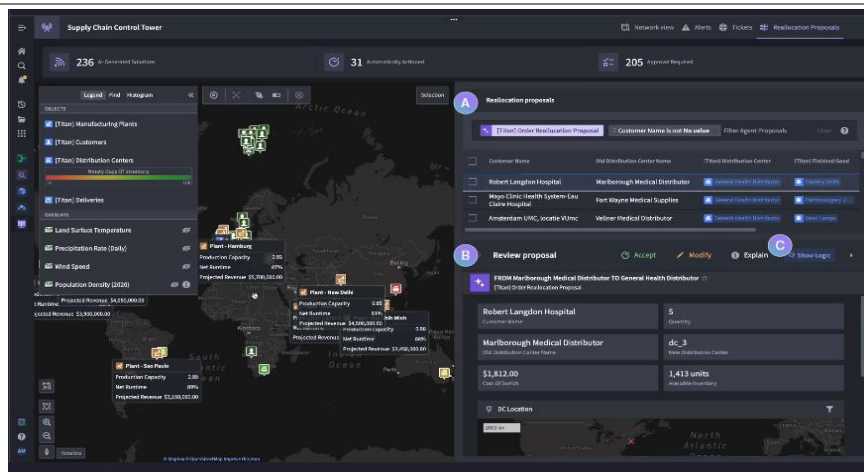
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# Palantir AIP: 企业级 AI 操作系统

- **AIP**: 2023年4月, Palantir正式推出其开发的AI产品AIP, 其核心在于AI应用而非开发大模型LLM。AIP的技术特点包括:  
**数据的整合、管理及安全**。AIP拥有着强大的数据管理能力, 能够控制大模型学习接口和运行范围(细化数据颗粒度等), 采取多层次的安全防护措施(数据加密、访问控制等), 对构建安全有效的AI至关重要, 因为AI模型的表现往往取决于训练数据的质量和多样性。2025年AIP深化文档智能与评估能力, 2026年全面转向“自然语言即操作界面”和“AI驱动应用生成”, 并强化了在高安全环境下的部署与自动化治理能力。
- 根据Palantir在英国政府G-Cloud体系下公开的定价文件, 其AIP定价分层渗透: 从£1试用、£5万-£50万的Discovery/Pilot, 到核心的£300万/年组织级授权(PT-ORG), 辅以按量计费的Usage Token和专业服务。

图: Palantir AIP界面



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图: Palantir公开定价文件

Palantir Platform: Foundry & AIP – Pricing Document

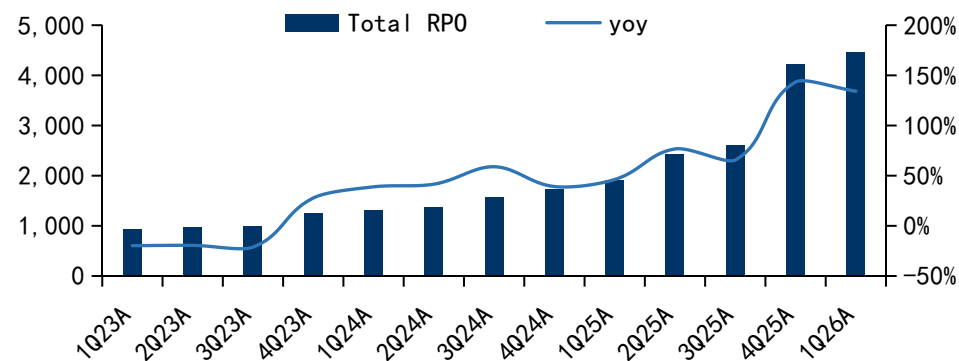
No.	Item Reference	Product Descriptions	Publisher List Price
	<b>Trial Software Licences</b>	Trial Software Licences are priced at a nominal cost which can be adjusted, if required, if required by the customer. Evaluation of customer requirements will be conducted prior to provision of any trial, with term and scope to be determined at Palantir's discretion.	
1	TRIAL	Provision of Palantir Software for a trial period.	£1.00
	<b>Discovery packages</b>	Discovery packages are priced on a term basis not to exceed 3 months. Discovery level will be determined based on the anticipated scope. Term and scope will be determined at Palantir's discretion.	
2	DISC-1	Discovery package for a small use case.	£50,000.00
3	DISC-2	Discovery package for a medium use case.	£125,000.00
4	DISC-3	Discovery package for a large use case.	£250,000.00
	<b>Pilot Software Licences</b>	Pilot Software Licences are priced on a term basis. Term and scope will be determined at Palantir's discretion.	
5	PILOT-1	Pilot 1 Term Licence.	£50,000.00
6	PILOT-2	Pilot 2 Term Licence.	£100,000.00
7	PILOT-3	Pilot 3 Term Licence.	£250,000.00
8	PILOT-4	Pilot 4 Term Licence.	£500,000.00
	<b>Organisation Licences</b>	Organisation licences are priced on a per annum basis. Included usage must be utilised in the year in which it is purchased (i.e. no roll-over).	
9	PT-ORG	Single environment, single organisation Foundry Licence. Inclusive of £3,000,000.00 of usage.	£3,000,000.00
10	PT-ORG-ADD	Additional organisation on existing Foundry Licence. Inclusive of £2,500,000.00 of usage.	£2,500,000.00

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

# Palantir：政府订单做托底，DOGE利于公司发展

- **特朗普政策推动公司政府业务发展：**在特朗普的第一个任期（2017-2021）中，国防预算大幅增加美国政府业务方面。面对市场变化和DOGE带来的机遇，Palantir认为政府软件项目的低效和缺乏问责是主要弊端，DOGE（数据导向型政府企业）有望带来政府的精英管理和透明度。**公司表示，面对商业上看起来一样的机会时，100% 优先考虑国家安全。**
- **政府业务是Palantir护城河。**Palantir以美国为基本盘发展政府业务，在美国政府部门中，与公司合作金额最多的是国防部，其次是公共卫生部与财政部。农业部一季度和 Palantir 签下了 3 亿美金额度上限的合作框架。
- **美国商业收是估值向上的核心支撑点。**26Q1，公司美国政府业务6.87亿美元，同比增长84%，占比收入42%。美国商业5.95亿美元，同比增长133%，增速略有放缓，占比收入36%。公司对全年美国商业收入给增长120%+ 的指引，下半年在显著更高的基数下，Palantir 在美国企业客户上的需求仍旺盛。

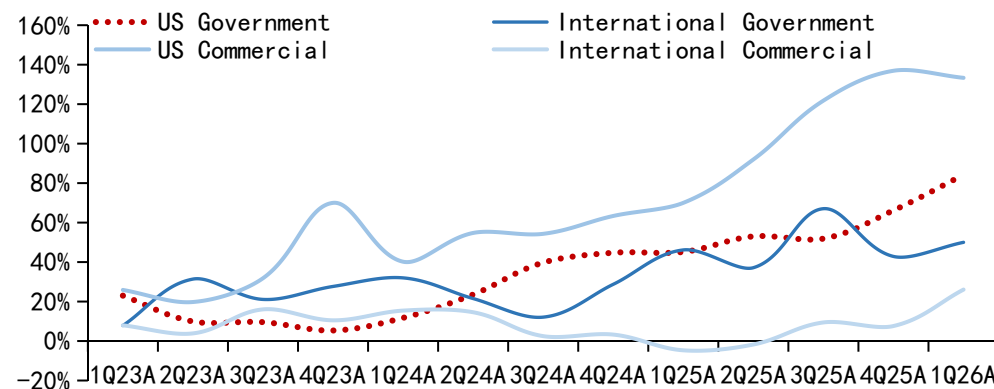
图：Palantir RPO变化



资料来源：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

图：Palantir与美国政府Top5部门合作订单金额

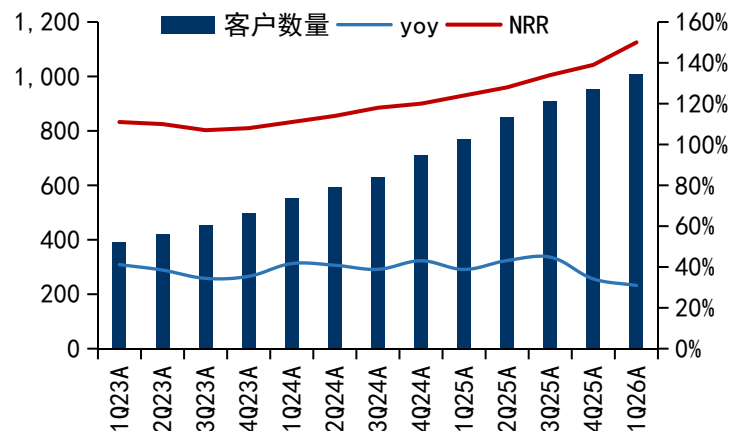


资料来源：USASPENDING.gov、国信证券经济研究所整理

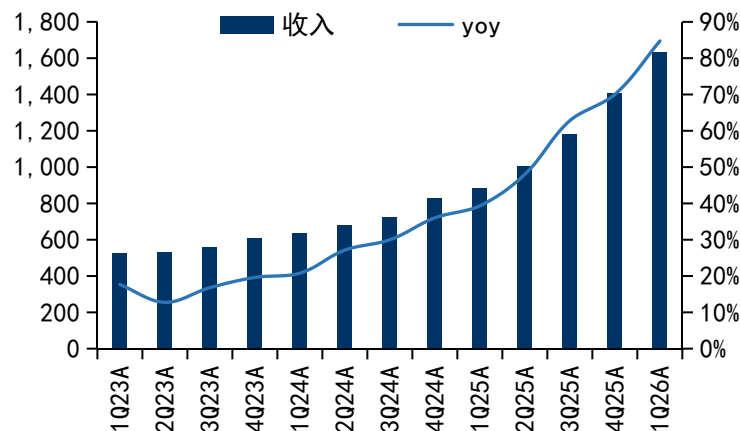
# Palantir业绩：需求旺盛，但有高基数压力

- **收入持续加速增长。** 26Q1，总收入16.3亿美元，同比增长85%。Q1 TCV签约24亿美元，同比增长61%；RPO 45 亿美元，同比 +134%。经营利润9.84亿元，同比增长152%，经营利润率达60%，连续第11个季度扩张，主要系业务产品化，减少定制开发与现场人力，高毛利的AIP AI 平台收入增长。**AI拉动单客户需求增加。** Palantir将AI转化为高价值产品和服务。26Q1客户数量同比增加31%达到1007个。**NRR达150%，同比提升提升26pct，环比提升11pct**，体现品牌心智提升和深入合作的趋势。
- **大幅度上调全年指引预期，但存在高基数压力。** 公司对Q2的指引增长79%左右，全年收入预期上调到超76亿，同比增长71%，较上季度指引大幅上调10pct。

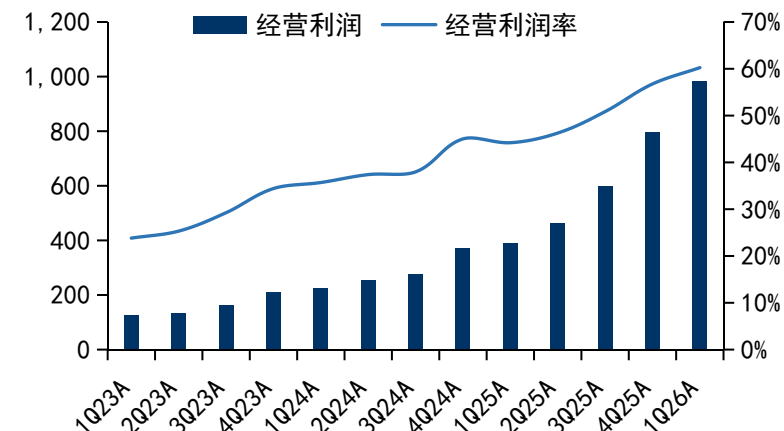
图：Palantir客户数量及增速、NRR



图：Palantir收入及增速（百万美元、%）



图：Palantir利润及利润率（百万美元、%）



# CrowdStrike: 终端保护、身份安全、云安全和SIEM业务

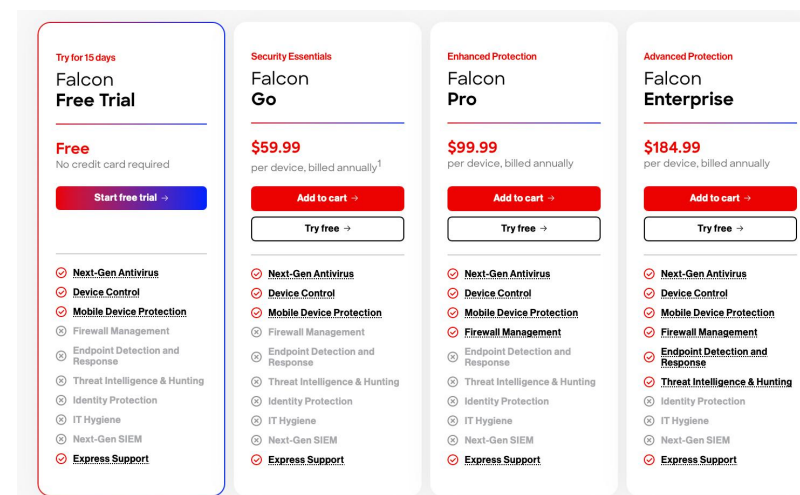
- CrowdStrike提供跨多个安全领域的全面威胁检测和响应能力。CrowdStrike的核心业务涵盖端点安全、安全与IT运营、威胁情报、托管服务、云安全、身份保护、SIEM和数据保护等，能力通过统一的Falcon平台和单一轻量级代理交付。Falcon X 2018年推出，是CrowdStrike的AI引擎，利用机器学习和行为分析来自动检测和阻止复杂的攻击模式。该引擎可以分析来自端点、云和身份安全解决方案的大量数据，以识别潜在的威胁和异常行为。商业模式采用SaaS订阅制，模块按需订阅、灵活扩展。AI时代采用混合计费模式：传统按端点/年订阅；信用点模式用于Charlotte Agentic SOAR，按AI操作消耗点数计费。Falcon Flex允许客户在承诺的消费额度内，按需激活和使用不同的安全模块。
- AI逻辑时代，客户更加重视云安全、身份保护和SIEM，对Falcon平台的多模块采用率增加。

图：CrowdStrike核心产品和功能

业务模块	核心产品	功能
终端安全 (EPP/EDR)	Falcon Prevent / Insight	电脑 / 服务器防病毒、勒索、恶意软件；入侵检测与响应 (基本盘) CrowdStrike Holdings, Inc.
云安全 (CNAPP)	Falcon Cloud Security	保护 AWS/Azure/ 阿里云 等云主机、容器、K8s、SaaS 应用CrowdStrike
身份安全	Falcon Identity Protection	管人机账号、AI 账号、SaaS 账号；防账号被盗、权限滥用CrowdStrike Holdings, Inc.
SIEM+SOAR (日志自动化)	Falcon Next- Gen SIEM	统一日志、告警、溯源；AI 自动分析 + 自动处置，替代传统 Splunk 等CrowdStrike
威胁情报 + 狩猎	Falcon OverWatch	跟踪 280+ 国家级 / 黑产组织；主动找隐蔽攻击
MDR 托管服务	Falcon Complete	7x24 专家 + AI 帮你盯安全、处理事件 (外包 SOC) CrowdStrike
AI 安全 (2025 - 2026 重点)	Charlotte AI / AgentWorks	安全 AI 助手、低代码建安全智能体、保护 LLM/AI 模型不被窃取 / 注入CrowdStrike

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：CrowdStrike 核心产品定价模式



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

- Charlotte AI: ①Copilot 阶段: 2023年推出的AI工具, 处理最繁重的告警分类工作; ②Agentic 智能体进化: 2025年开始Charlotte AI 开始具备主动思考和中枢编排能力。能够主动监听全网最新的威胁情报, 自发去企业的资产库里进行影子漏洞扫描, 并向人类专家主动弹窗。26年3月25日, CrowdStrike联合了包括OpenAI、Anthropic、英伟达 (NVIDIA)、AWS、埃森哲、德勤、Salesforce等在内的多家重量级合作伙伴, 正式推出了 Charlotte AI AgentWorks 生态系统。
- Charlotte AI底层依赖的核心大数据平台是Threat Graph (威胁图谱), 形成原生数据与行动闭环。Threat Graph (威胁图谱) 是云原生的安全数据湖。CrowdStrike通过“免费收集燃料”(全球用户的遥测数据)的机制形成极强的网络效应。Charlotte 生长在纯原生的 Falcon 平台与 Threat Graph™ 之上, AI身份、端点、云端数据在收集瞬间就自动连成了线, 让大模型无需盲目计算, 就能获取准确的全局上下文, 并直接通过轻量级插件对威胁进行瞬间反击与阻断。

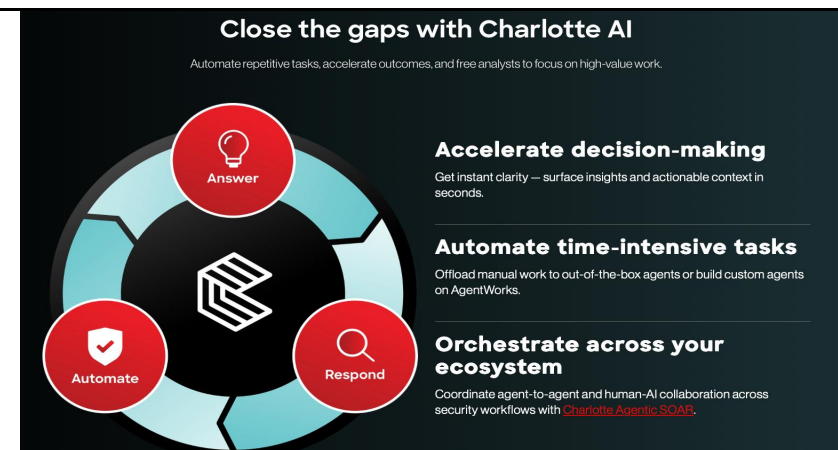
图: Charlotte AI 产品迭代历程

时间节点	关键迭代	核心意义
2025年2月	Charlotte AI Detection Triage 全面上市	标志着 AI 开始以超过 98% 的准确率自主处理最繁重的告警分类工作, 进入“有界自主”操作模式。
2025年4月	发布 Agentic Response 与 Agentic Workflows 功能	AI 从“分类”进阶到“响应”, 能够在分析师设定的规则内自主推理并采取行动, 实现动态 workflows。
2025年9月	推出 Charlotte AI AgentWorks 无代码代理开发平台及首批7个任务就绪代理	将 AI 能力民主化, 允许客户自行构建专属安全代理, 开启了“代理式安全工作团队”的生态构建。
2025年11月	Charlotte Agentic SOAR	<b>CrowdStrike的智能体安全编排平台。</b> 将静态 SOAR 工具转型为动态安全运营体系。用户可以使用自然语言拖拽编排CrowdStrike原生代理、下定目标、划红线, 无需编写代码。

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: Charlotte AI的功能

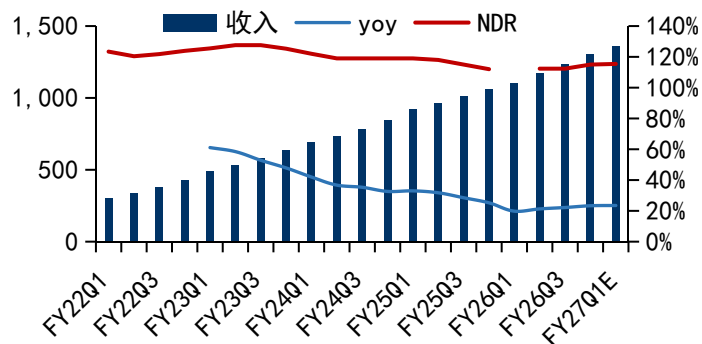


资料来源: 公司官网、Gartner、国信证券经济研究所整理

# CrowdStrike业绩：新增ARR创历史新高，上调收入指引

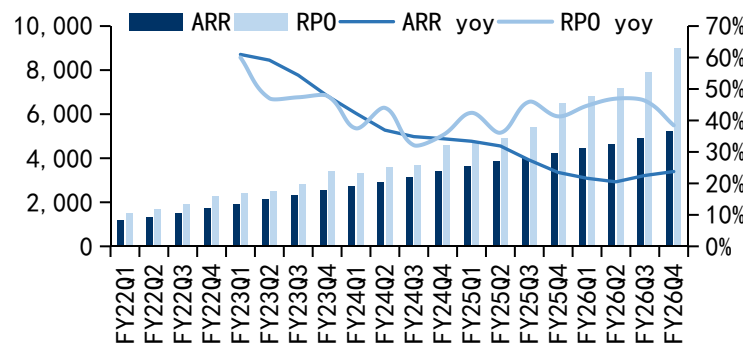
- 业绩概览：季度新增ARR创历史新高。** FY26Q4（26年1月）总营收达13.05亿美元，同比增长23%，高于市场预期，增速环比略加速。Non-GAAP调整后每股收益为1.12美元，同比增长38%。首次实现季度GAAP净盈利，0.39亿美元。年度经常性收入（ARR）加速增长，同比增长24%至52.50亿美元。**其中第四季度新增净ARR达到创纪录的3.31亿美元，同比增长47%，反映了客户续约和增购意愿极强。** FY26Q4RPO达到90亿美元，同比增长38%。上调全年指引：2027全财年营收指引上调至58.68 亿至 59.28 亿美元（同比增长22%-23%）。**管理层重申，公司正全速向2036财年实现200亿美元ARR。**
- Falcon Flex订阅增长较猛**，Falcon Flex（弹性订阅）账户的结束ARR达到16.9亿美元，同增长120%。这表明企业正在加速淘汰其他分散的零碎安全工具，将预算合流并全量托管至CrowdStrike单一平台。老客户净留存率（NDR）稳健回升至115%，环比提升3pct。 CrowdStrike模块采用率：六个或以上模块占50%，七个或以上模块占34%，八个或以上模块占24%。

图：CrowdStrike收入及增速、NDR



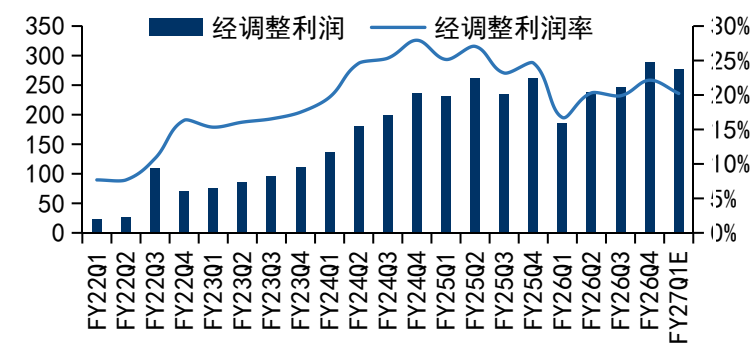
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：CrowdStrike ARR/RPO及增速



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：CrowdStrike 利润以及利润率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

- MongoDB专注数据库领域，提供非关系型数据库 MongoDB，为开发者提供灵活、可扩展、云原生的数据存储与处理平台。商业模式是云原生按需订阅。
  - ①MongoDB Atlas：于2016年6月推出，是MongoDB的完全托管云数据库服务，支持在AWS、Azure、Google Cloud上部署，不仅提供核心文档数据库，还集成了多种面向现代应用的数据服务。Atlas是公司的核心收入来源。
  - ②MongoDB Enterprise Advanced：企业级自托管版本，供客户在自己的基础设施环境中运行MongoDB，包含企业级安全特性、Ops Manager管理平台和Kubernetes集成。
  - ③MongoDB Community Edition：开源免费版本。
- AI时代：非结构化文档型数据库在AI时代至关重要，并成为RAG（检索增强生成）架构的重要数据底座。MongoDB以原生向量搜索（Vector Search）、语义检索和 AI应用开发平台的形态嵌入现有企业应用架构，一站式构建生产级RAG和智能体。

图：MongoDB Atlas服务内容

服务名称	核心功能
Atlas Database	完全托管的操作型与事务型文档数据库服务。
Atlas Vector Search	向量搜索服务，用于构建由语义搜索和生成式AI驱动的智能应用。
Atlas Search	全托管搜索服务，将数据库、搜索引擎和同步机制集成，为应用添加相关性搜索。
Atlas Stream Processing	流处理服务，用于近实时处理来自Kafka等源的高流速数据流。
Atlas Data Federation	跨多个数据源进行查询的联合数据服务。
Atlas Online Archive	自动将不常访问的数据归档至成本更低的存储层。
Atlas Charts	数据可视化与图表构建工具。

资料来源：MongoDB官网、国信证券经济研究所整理

图：MongoDB产品功能与服务内容

Free			Flex			Dedicated		
<p><b>\$0</b>/hour</p> <p>Free forever</p> <p>For learning and exploring MongoDB in a cloud environment.</p>			<p><b>\$0.011</b>/hour</p> <p>Up to \$30/month</p> <p>For application development and testing; resources and costs scale to your needs.</p>			<p><b>\$0.08</b>/hour</p> <p>Starts at \$56.94/month</p> <p>For production applications with sophisticated workload requirements.</p>		
STORAGE	RAM	vCPU	STORAGE	RAM	vCPU	STORAGE	RAM	vCPU
512 MB	Shared	Shared	Up to 5 GB	Shared	Shared	10 GB	2 GB	2vCPUs

资料来源：Snowflake 官网、国信证券经济研究所整理

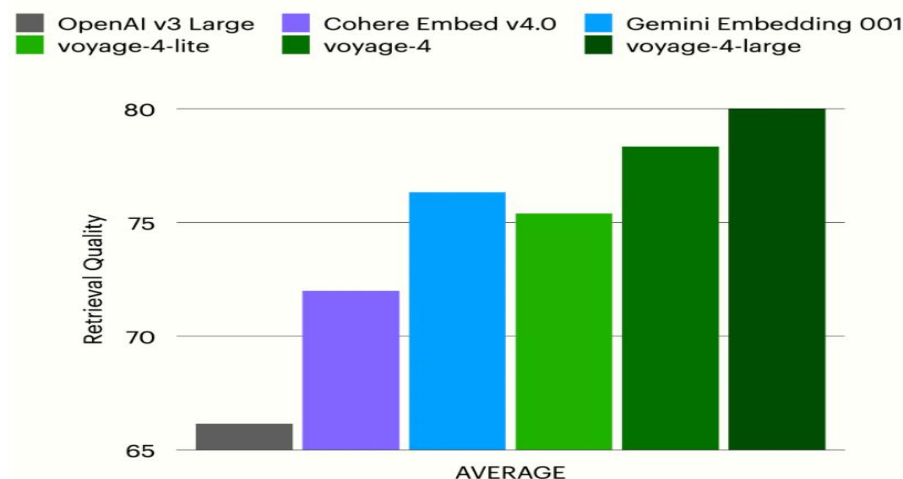
# MongoDB: Voyage4锚定模型领先，新一代AI数据平台功能推出

- 2026年1月，MongoDB正式推出Voyage 4系列模型，新一代文本嵌入（Embedding）模型系列。25年2月MongoDB 收购 Voyage AI（顶尖向量嵌入 / 重排序模型公司）。特点：所有Voyage4模型共享同一向量空间——可以用large存、用small查，跨模型兼容、灵活调优精度/成本。模型通过MongoDB Atlas API直接提供，嵌入和重排序API按使用量计费。
- 26年5月用户大会上推出新一代AI数据平台功能，将应用层编排组件内化到数据库内核中。将实时数据库、向量搜索、记忆管理和模型嵌入等关键能力整合为统一架构。传统“拼凑式”方案需对接多个组件，存在数据一致性风险、性能瓶颈和运维复杂度三大痛点。而开发者可以在MongoDB同一个数据库内时处理传统的业务数据（如订单、用户信息）和 AI 所需的语义向量数据，融合了关键词搜索、元数据过滤和高维向量检索，并针对需要频繁读写长短期记忆、实时更新状态的 AI 智能体。

图：MongoDB AI数据平台功能与之前流程对比

步骤	之前（传统拼凑式架构）	现在（MongoDB统一AI平台）
1. 嵌入生成	手动且复杂：需从上百个模型中挑选，编写代码调用外部API，处理认证、输入输出格式等。	自动且原生：在创建向量搜索索引时，一键选择 Voyage AI 模型，平台在服务器端自动处理所有嵌入生成。
2. 数据同步	需自建同步管道：必须监控数据变更流，编写逻辑在数据变化时触发重新生成嵌入并更新向量存储，极易出现数据不一致。	平台自动实时同步：通过字段级增量检测，仅当索引字段实际变更时才重新生成嵌入，同步近乎实时，无需人工干预。
3. 记忆存储	需集成外部存储：为实现智能体长期记忆，需额外引入并维护一个专门的存储系统（如Redis或其他数据库）。	原生集成：直接使用 LangGraph.js Long-Term Memory Store，以MongoDB Atlas为统一后端，无需额外基础设施。
4. 检索与搜索	系统碎片化：操作数据库、向量搜索引擎、记忆存储是多个独立系统，存在数据孤岛和一致性问题。	统一平台内完成：操作数据、向量、记忆全部在同一个MongoDB Atlas平台内，使用统一的API和技能栈。
总体耗时	275ms - 1000ms+（秒级）	< 100ms（毫秒级）

图：通用检索质量对比（Voyage 4系列 vs 其他主流嵌入模型）

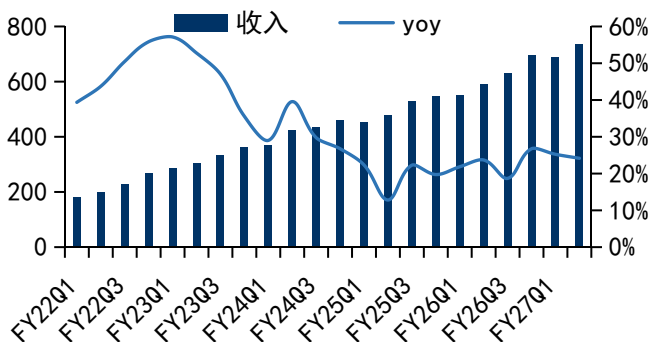


五个主要模型：voyage-4（通用型）、voyage-4-large（最高检索准确性）、voyage-4-lite（成本和延迟优化）、voyage-4-nano（开源权重模型，支持本地开发测试）以及voyage-multimodal-3.5（支持视频、图像和文本混合内容）。

# MongoDB业绩：AI带来大客户增加，上调指引

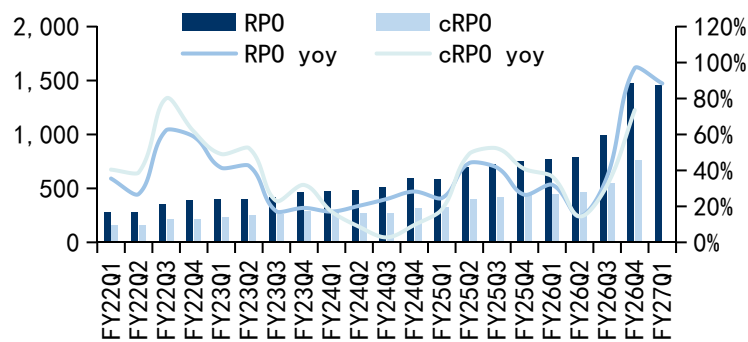
- 收入维持高增，上调全年指引。** FY27Q1（截至4月底），MongoDB 收入同比提升25%至 6.88亿美元，其中核心Atlas云服务收入同比增长29%至5.16亿美元，高于市场预期3pct，已连续多季维持近29%增速。**剩余履约义务RPO14.6亿美元，同比增长88%。** AI带来大客户增加，ARR超\$10万的大客户增至2,900家，同比增长16%。其中45%的大客户使用两项及以上平台功能，较去年同期37%大幅提升，主要受向量搜索和文本搜索采用的驱动。MongoDB 已在企业客户中完成早期AI部署，并在 AI 原生客户中录得增长势头，包括前沿AI实验室和AI编码工具类客户。
- 上调收入与利润目标：** 上调FY27收入至29.2亿-29.6亿美元，同比增长19%-20%（此前约17%）。调整后每股收益（Non-GAAP EPS）上调3%至5.95至614美元。FY27Q2收入指引7.29亿-7.34亿美元，同比增长23%-24%，Atlas增长26%。

图：MongoDB收入及增速



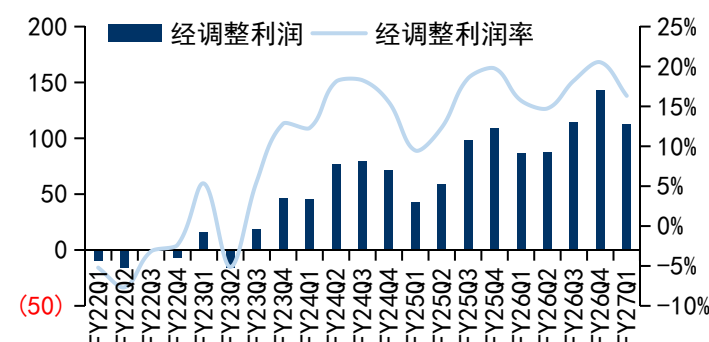
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：MongoDB RPO及增速



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：MongoDB 利润以及利润率

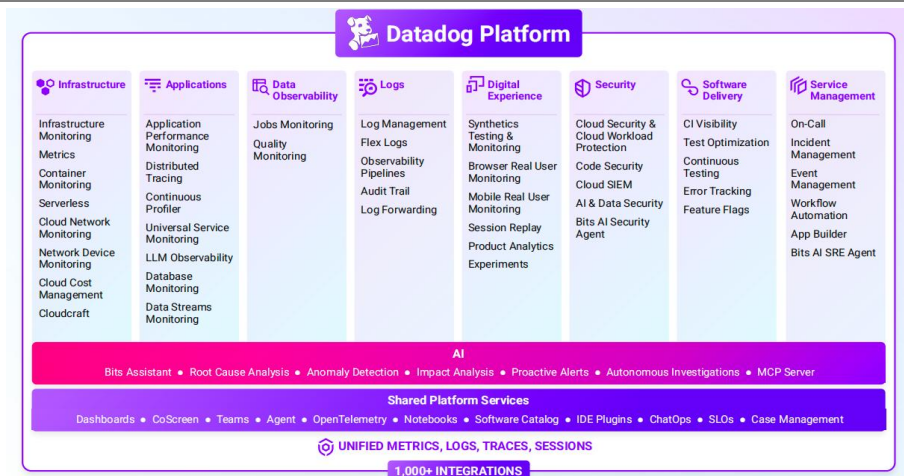


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

# Datadog: 云监控与可观测性平台

- **Datadog 是一家提供云监控与可观测性平台的 SaaS 公司。**核心使命是帮助企业的开发、运维和安全团队统一监控其整个技术栈（基础设施→应用→日志→用户体验→安全）的健康状况、性能和安全，实现快速故障排查与业务洞察。商业模式是用量+席位混合计费模式，比如按照按监控的服务器数量、按采集的日志GB数量等收费。
- **Datadog的产品体系覆盖八大领域：**基础设施监控、应用性能监控 (APM)、日志管理、数据可观测性、数字体验 (DEM)、安全、软件交付和服务管理。平台内置Bits Assistant、根因分析等AI能力，通过统一的指标、日志、链路和会话数据底座及1000多个集成，实现全栈统一监控与协作。
- **AI逻辑：AI Agent 爆发带来“数据与复杂性的指数级增长”，驱动高价值客户增长。**以“AI 原生智能体”的形态深度嵌入可观测性全流程，实现从“被动告警”到“主动根因分析 + 自动修复”的升级，降低运维与安全团队的工作负担。

图：Datadog产品矩阵



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：Datadog产品时间轴

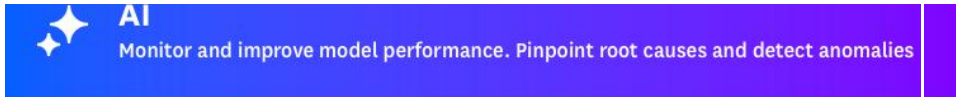
核心产品	发布时间
Infrastructure Monitoring (基础设施监控)	2012年
APM (应用性能监控)	2017年
Log Management (日志管理)	2018年
Synthetic Monitoring (合成监控)	2018年
Real User Monitoring (真实用户监控)	2019年
Network Performance Monitoring (网络性能监控)	2019年
Cloud SIEM (云安全信息与事件管)	2020年
Cloud Cost Management (云成本管理)	2022年
LLM Observability (大语言模型可观测性)	2024年
Bits AI SRE	2025年

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

# Datadog: AI 深度渗透平台, 驱动高价值客户增长

- Datadog将AI产品分为“AI for Datadog”（如MCP Server、Bits AI Security Analyst、Bits Assistant）和“Datadog for AI”（如GPU Monitoring、LLM Observability）两大方向。
- **Bits AI SRE Agent**: 是Datadog于2025年12月发布的自主AI代理, 用于自动告警调查和根因分析。该代理可执行多步骤推理、关联多项服务数据、从历史调查中学习, 在几分钟内定位根因。收费模式方面, 按调查次数计费: 年付500/20次调查/月, 或按需36/次。Bits AI SRE Agent调查次数从25年12月至26年3月增长超过一倍。Bits Assistant消息量增长12倍。
- **Bits AI Security Analyst**: 于2026年3月正式GA发布, 是Cloud SIEM的原生组件, 可自主对安全信号进行分类、调查威胁并提供处理建议。其技术特色在于将资深SOC分析师的调查能力以机器规模运行, 将调查时间从小时级缩短至仅30秒。
- **LLM Observability**: 是Datadog APM平台中专为大语言模型应用设计的可观测性产品, 可端到端追踪LLM调用链, 包括完整prompt、response、token用量、模型延迟等。26Q1LLM Observability的spans环比增长近3倍。
- **GPU Monitoring**: 于2026Q1正式发布, 帮助团队了解GPU利用率、工作负载效率和功耗等性能指标。只需在Datadog Agent中开启一个配置标志, 即可统一监控跨云、本地及GPU即服务平台的GPU集群。

图: Datadog AI产品



AI  
Monitor and improve model performance. Pinpoint root causes and detect anomalies

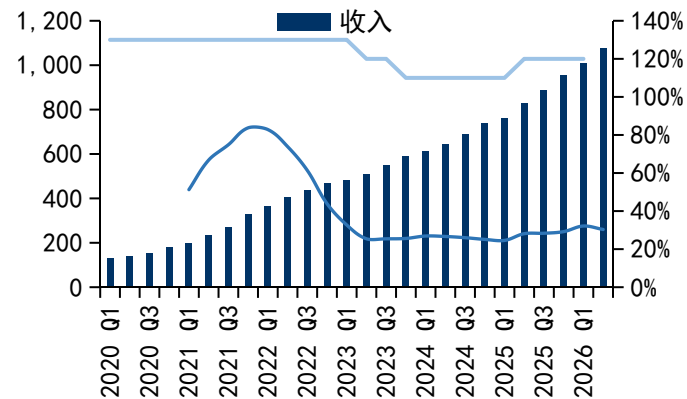
AI OBSERVABILITY	AGENTIC & EMBEDDED	RELATED PRODUCTS
LLM Observability	Bits AI Agents	Incident Response
GPU Monitoring	Bits AI SRE	Workflow Automation
AI Integrations	Bits AI Security Analyst	Application Performance Monitoring
	MCP Server	Universal Service Monitoring
	Pup CLI	Log Management
	Agent Directory	
	Watchdog	
	Event Management	

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

# Datadog业绩：上调收入指引，AI拉动高价值客户增长

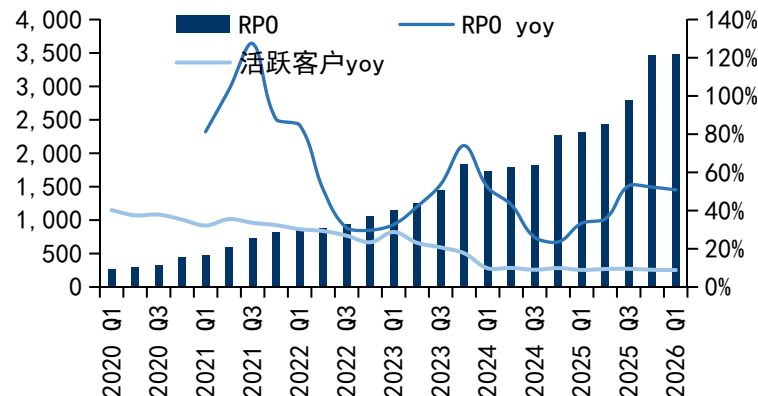
- 业绩概览：收入增长加速，RPO增长强劲。** 26Q1总收入10.1亿美元，同比增长32%，增速环比加速，超出公司指引；账单收入10.3 亿美元，同比增长37%。**剩余履约义务 RPO 34.8亿美元，同比增长51%**。总客户数约33200名，同比9%。NRR 120%，环比持平。Non-GAAP 运营利润：2.23 亿美元，利润率 22%，持续扩张。**上调收入指引：预计26Q年收入43 - 43.4 亿美元，同比增长25%-27%，上调2-4pct。** 26Q2收入10.7 - 10.8 亿美元，同比+29%-31%。
- AI产品已成为高价值客户增长的核心引擎。** 26Q1业绩会中披露目前超过6,500家客户使用至少一个AI集成，虽仅占总客户数的约20%，却贡献了公司约80%的年经常性收入（ARR）。现在56%的客户使用四个或更多产品，高于一年前的51%。35%的客户使用六个或更多产品，高于一年前的28%。在25Q3业绩会中披露AI原生客户贡献了12%的营收，高于上季度的11%和去年同期的6%；有15家AI原生客户年支出超过100万美元，约100家年支出超过10万美元。

图：Datadog 收入及增速



资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

图：Datadog RPO及增速



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：Datadog 利润及增速

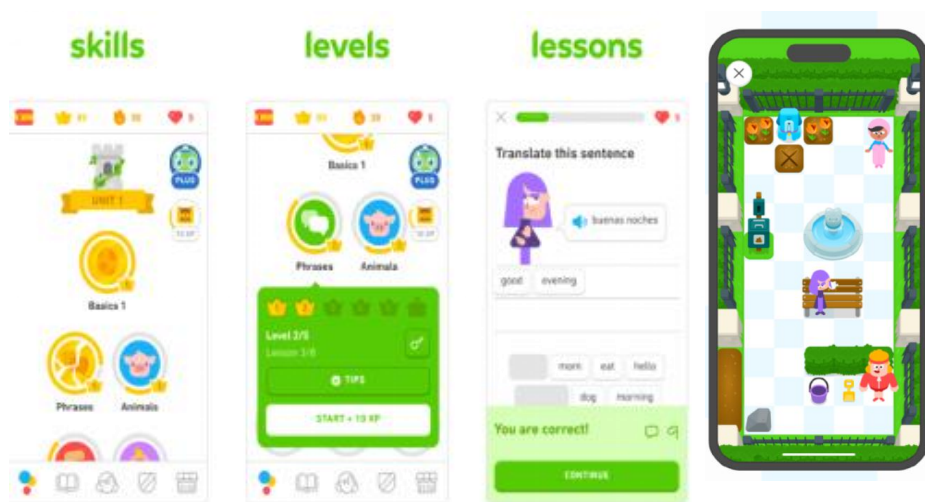


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

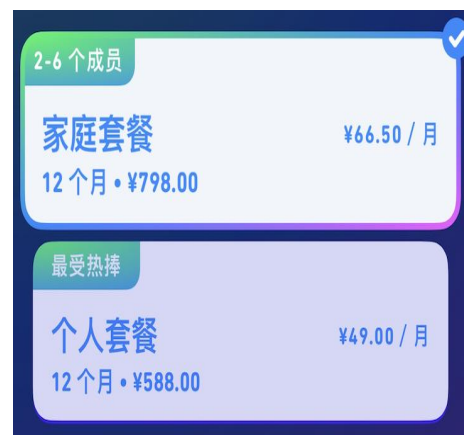
- [ 01 ] 复盘美股SaaS发展历程、现状与演绎逻辑
- [ 02 ] 企业服务领域：ServiceNow、Salesforce
- [ 03 ] 数据与安全：Snowflake、Palantir、CrowdStrike、MongoDB、Datadog
- [ 04 ] 教育领域：Duolingo
- [ 05 ] 广告电商游戏：Shopify、Applovin、Unity、Roblox
- [ 06 ] 图形音频领域：Figma、Adobe、Twilio

- Duolingo是全球最多人使用的语言学习平台，游戏化设计，让学习“上瘾”。核心商业模式为订阅会员费。①Super Duolingo：普通会员订阅服务，12.99美元/月。可以享受无广告学习、拥有无限测试机会、设定每日学习目标、跟踪个人学习进度数据、解锁额外语言内容等功能。②MAX：2023年4月发布基于GPT-4的AI功能/高级订阅，价格为30美元/月。
- AI时代：AI推动语言交互新模式，提升付费转化，提升课程制作效率。AI时代需解决问题：①舆论危机，因裁撤合同工并转向AI生成内容，引发了用户抵制和品牌形象受损。②竞争，OpenAI的ChatGPT等通用大模型提供免费的语音对话功能。

图：Duolingo课程示意图



图：Duolingo家庭计划定价



图：Duolingo视频电话功能介绍



资料来源：Duolingo招股书（2021）、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

资料来源：Duolingo官网、国信证

券经济研究所整理

资料来源：Duolingo官网，国信证券经济研究所整理

# Duolingo AI：推动语音交互新形式，AI加速开发制作

- 多邻国在AI时代的核心产品是 Duolingo Max，23年3月推出Explain My Answer（解释答案）；Roleplay（角色扮演）：用户可以与 AI 角色进行互动对话，练习语言技能。2024年9月，Video Call（视频通话）可以与角色莉莉（Lily）自由对话，具备记忆性，适用于英语、西班牙语或法语学习。**2026年2月公司计划将Max高端AI功能 Video Call下放至 Super 订阅层级，并考虑对免费用户开放，以推动用户增长。**根据26Q1业绩会，目前只开放新的Super会员，Max暂时没有变化——可能降价，也可能让 Max 用户享受无限 Video Call 而 Super 有限制。
- AI提升课程制作效率，拓展更多领域。26Q1推出了“Spoken tokens（口语令牌）”、“Flashcards（单词卡）”和“Speaking adventures（情景对话）”三个功能，同时上线了2万多个单元课程，这个产出是去年一年的产出量。跨学科布局：，数学、音乐和国际象棋被视为“下一代增长引擎”。当前数课程终于覆盖了2年级到12 年级的全部内容。

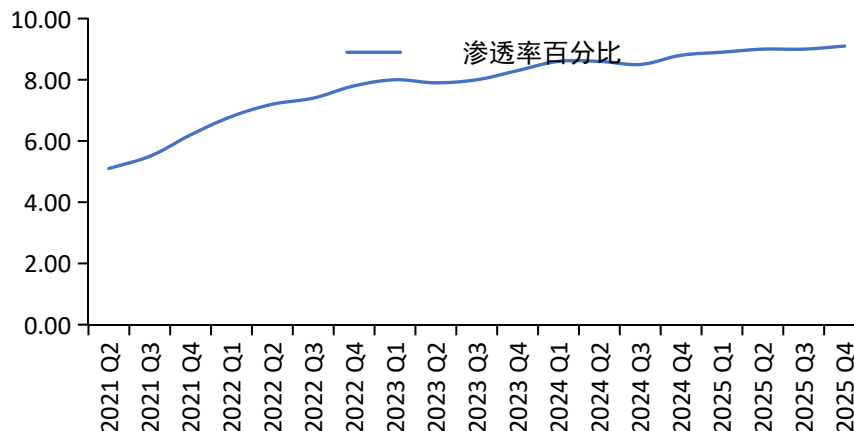
图：LLM进行学习内容制作

编写一个使用西班牙语单词“VISITAR”的练习。  
规则：  
1. 练习必须有两个答案选项。  
2. 练习必须少于 75 个字符。  
3. 练习必须用 A2 级西班牙语水平编写。  
4. 练习必须包含过去时和未完成过去时。

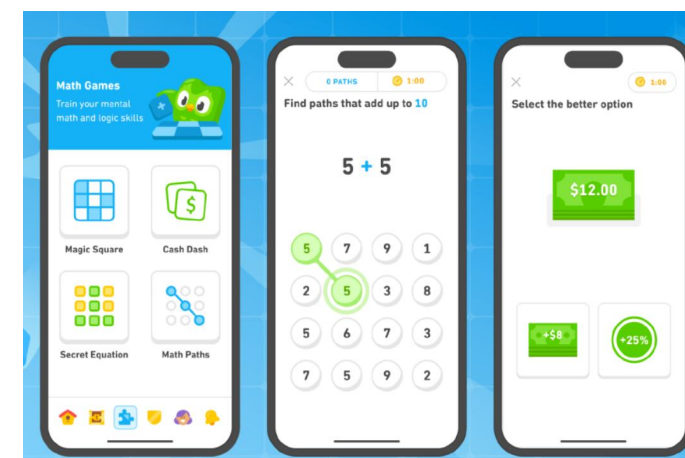
fries	very high
movies	high
movie	low
the	very low
are	almost impossible

I really like French...

图：Duolingo付费渗透率



图：Duolingo数学学习课程

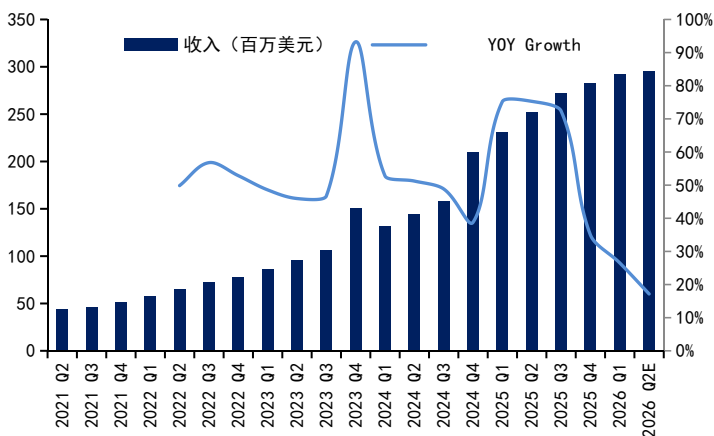


# Duolingo业绩：牺牲短期变现，恢复用户健康扩张，维持全年收入预期



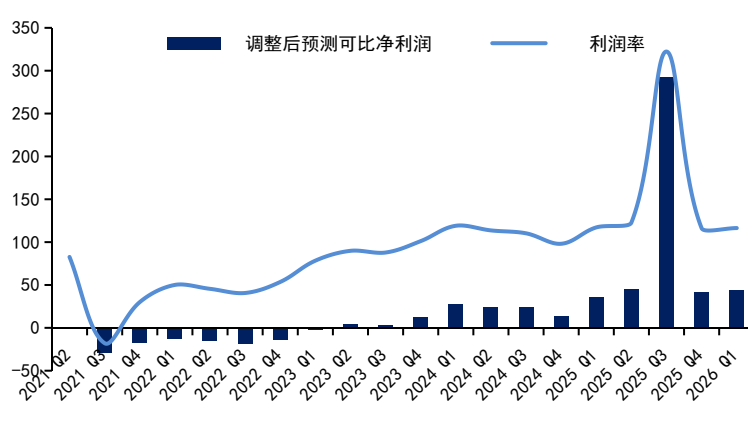
- **业绩概览：收入略超预期，但增速连续放缓，用户增长稳健。** 26Q1营收2.92亿美元，同比增长27%，略超预期。净利润4346万美元，同比增长23.7%。一季度DAU达5650万，同比增长21%，DAU增速降速；付费订阅用户规模达1250万，同比增长21%，付费用户渗透率保持稳定。**优化免费用户体验，增加免费周期，以促进用户增长。** 25Q4业绩会，公司意识到25年DAU增速放缓（突破5000万，但增速趋势向下），因此将改善免费版体验来重新激活用户增长引擎。**为2028年翻倍至1亿DAU的目标铺路。** 根据26Q1业绩会，目前将新用户免费体验周期从7天提高到1个月，反而间接拉高了付费变现。
- **业绩指引：维持全年收入预期，预计全年DAU增长预计20%左右。** 将全年调整后EBITDA指引上调至3.1亿美元，此前指引区间为2.99亿至3.05亿美元；全年营收指引维持在12.05亿美元，预计同比增长16%。

图：Duolingo收入及变化（百万美元）



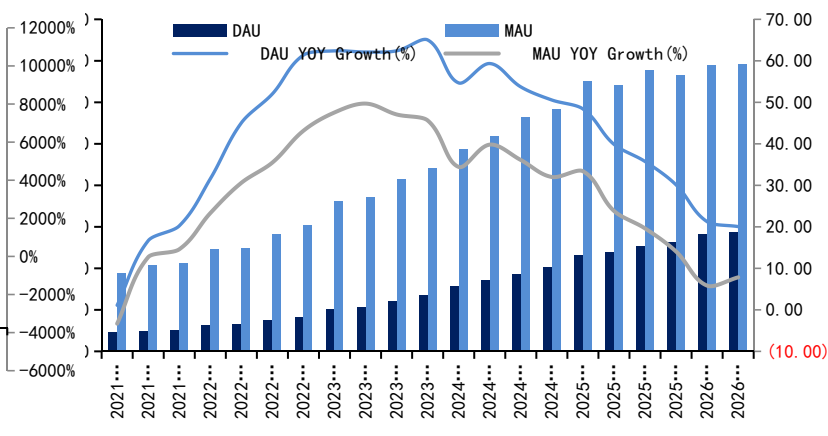
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：Duolingo利润及利润率（百万美元）



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：Duolingo DAU、MAU及增速



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 复盘美股SaaS发展历程、现状与演绎逻辑
- [ 02 ] 企业服务领域：ServiceNow、Salesforce
- [ 03 ] 数据与安全：Snowflake、Palantir、CrowdStrike、MongoDB、Datadog
- [ 04 ] 教育领域：Duolingo
- [ 05 ] 广告电商游戏：Shopify、Applovin、Unity、Roblox
- [ 06 ] 图形音频领域：Figma、Adobe、Twilio

- Shopify是全球领先的电商基础设施提供商，为商家提供从建站、支付到物流的一站式解决方案。核心商业模式由两部分构成：①订阅解决方案：公司订阅解决方案包括店铺开设和设计、市场营销、库存管理等基础电商SaaS服务；②商家解决方案：主要提供包括支付、物流、金融等服务，通过从GMV中进行抽成取得收入。
- AI时代，Shopify的AI产品矩阵帮助商家降低运营门槛、提升销售转化。除此以外，支持购物者在AI聊天界面内直接发现商品并完成结账，为店铺带来新的AI流量入口。AI时代需解关注：①AI投入回报率；②ChatGPT等AI购物进展。据3月The Information，OpenAI在大幅缩减直接在ChatGPT内部进行购物结账的计划，转而依赖接入聊天机器人的第三方App来完成交易。OpenAI员工发现，尽管用户在ChatGPT中研究和搜索产品，但并没有使用该聊天机器人来实际完成购买。

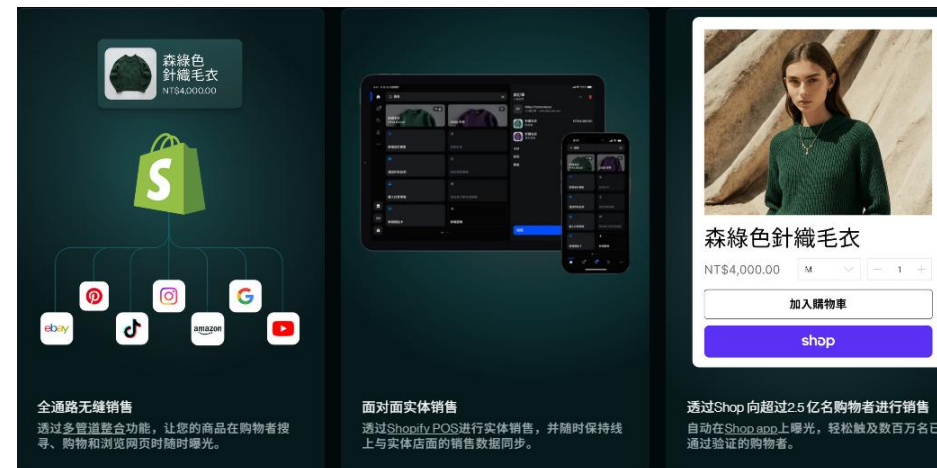
图：美国线上电商交易份额

Platform	2024 Share	2026 Share
Amazon	34.8%	35.7%
Shopify	12%	14%
Walmart	6.1%	6.4%
Apple	3.8%	3.6%
eBay	3.2%	3.0%
All Others	40.1%	37.3%

资料来源：novadata、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：Shopify产品介绍



资料来源：Shopify、国信证券经济研究所整理

# Shopify AI：全面布局代理商务（Agentic Commerce）



- Shopify的AI产品体系以赋能商家为核心，主要分为三大板块：面向商家内部的AI助手与工具套件（Magic、Sidekick）、面向AI时代的“智能体商业”基础设施（Shopify Catalog等），面向消费者的AI购物体验（Agentic Storefronts等）。AI代理Sidekick让公司能够将20年积累的商业洞察与每个商户的具体需求结合起来。公司表示，不把AI当作高价的加价插件（Add-on SKU），而是将其免费植入所有套餐。进入AI时代，全面布局代理商务。 Shopify于2026年3月正式宣布推出Agentic Storefronts（代理商店）功能。**Shopify是唯一在ChatGPT、Microsoft Copilot和Google内实现发现和销售的平台。** Catalog商品数据基础设施已具备规模化服务AI代理经济的能力，2026Q1 Catalog已完成超10亿件商品信息结构化处理，为AI代理提供标准化、可直接调用的商品数据。目录驱动的AI搜索转化率是一般AI搜索的2倍。

图：Shopify AI产品以及定位

产品名称	类别/定位	核心功能简介	推出/重要里程碑时间
Shopify Magic	AI功能套件	一套免费、内置于Shopify各工作流的AI工具，涵盖文本生成（产品描述、营销邮件）、图片编辑（背景移除、生成）、模板/区块代码生成、应用评论摘要、客户细分与消费预测等，旨在自动化内容创作与优化。	随平台更新逐步推出，是Shopify AI的基础能力层。
Sidekick	AI商务助手	内置于商家后台的对话式AI代理。它不仅能用自然语言解答业务问题、分析数据，还能执行操作如设置折扣、创建报告、甚至生成定制化应用。Q1数据周活跃商户增长385%，12,000个自定义应用被创建（环比增长超200%）， <u>近半数Shopify Flow由Sidekick构建。</u> 从使用模式看，大约一半的对话是关于店铺设置、设计和主题配置，之后就转向如何更快地增长业务。	2024年中推出抢先体验版；2025年全面开放；2026年起为新商店默认启用。
Agentic Storefronts	AI原生销售渠道	将商家的商品目录（Shopify Catalog）直接接入ChatGPT、Google Gemini、Microsoft Copilot等主流AI对话平台。用户可在AI聊天中直接发现、比较并购买商品，交易在商家店铺或AI界面内完成。	2025年12月发布；2026年3月24日向所有符合条件的美国商家默认开放。
Shopify Catalog	商品数据基础设施	经过结构化处理的全球商品数据库，为AI代理提供标准化、可直接调用的商品信息（标题、描述、价格、库存等），是Agentic Commerce的“数据燃料”。	2025-2026年作为AI战略核心被强化和开放。
Universal Commerce Protocol (UCP)	开放协议标准	与Google等共同开发的开放标准，旨在让任何AI代理都能大规模、标准化地接入商业服务，是Agentic Storefronts背后的技术协议。	2026年1月正式推出

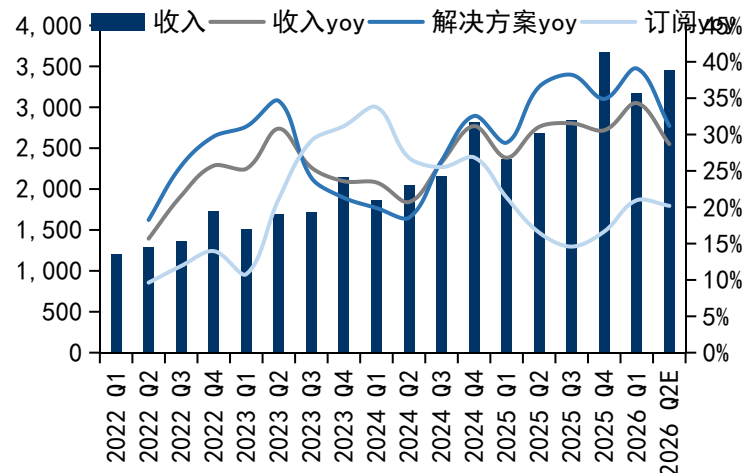
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# Shopify 业绩：收入侧增长亮眼，但指引增速略有降速

- 业绩概览：收入增长提速。** 26Q1收入31.7亿美元，同比增长34%，超出市场预期，增长持续提速，为四年多以来最高季度增速。GMV1007亿美元，同比增长35%，连续第二个季度突破千亿。①商家解决方案收入24.2亿美元，同比高增39%，占总营收76%，主要由支付业务（支付渗透率达66.5%）驱动。订阅解决方案收入7.5亿美元，同比增长21%。GAAP净亏损5.81亿美元，去年同期亏损6.82亿美元。自由现金流利润率约 15%。前瞻指标MRR（月经常性收入）2.12亿美元，同比+16.5%，虽然加速，但略低于市场预期，MRR 受免费试用影响。
- 指引：增长略有降速。** 指引Q2 收入同比增长预期为high 20s%；毛利润美元增长预期为 mid 20s%。维持在 mid-teens 的自由现金流利润率指引，利润率仍未到向上周期。

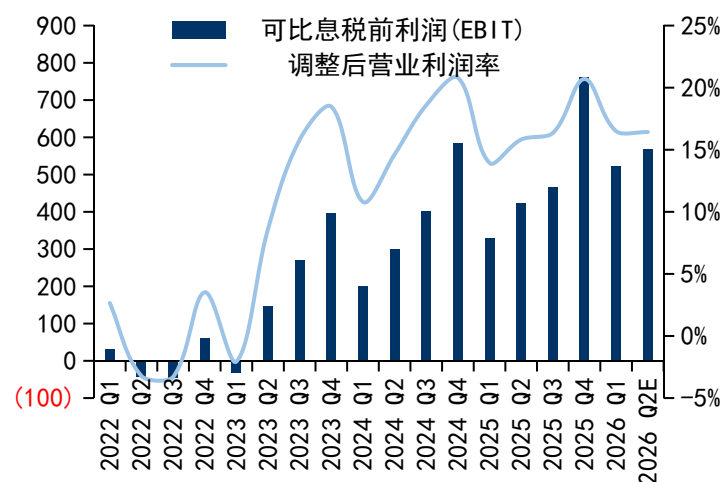
图：Shopify收入及增速



资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

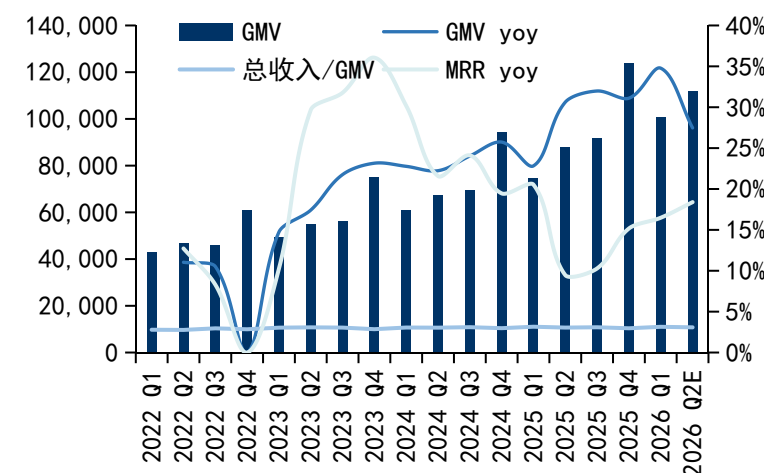
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：Shopify收入及增速



资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

图：ShopifyGMV以及增速、MRR增速、take rate

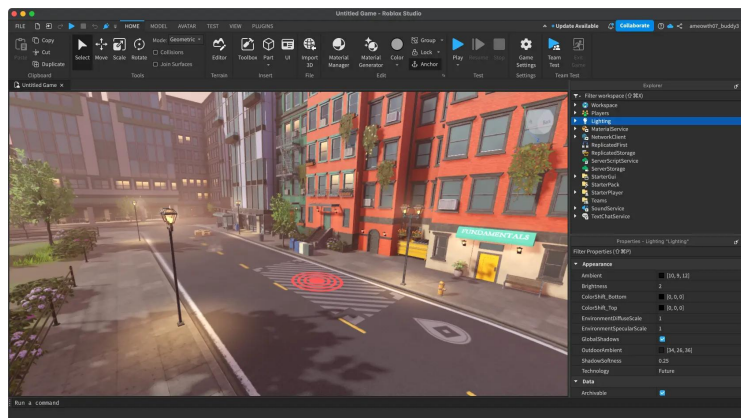


资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

# Roblox: 全球用户的大型多人在线UGC游戏平台

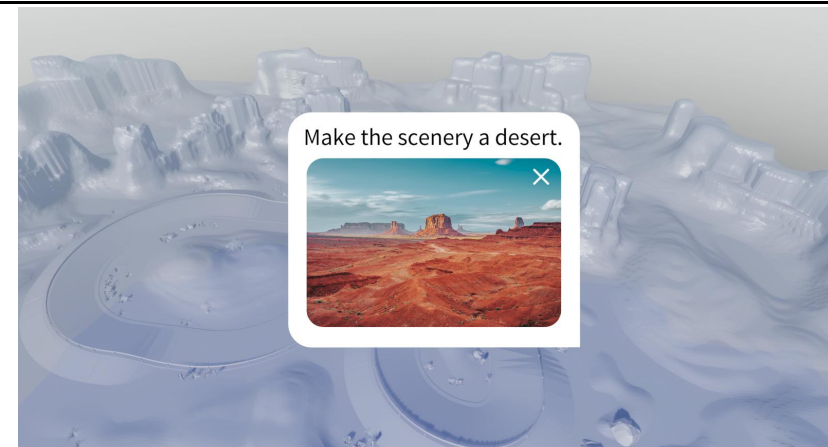
- Roblox领先的UGC游戏平台。通过Roblox Studio给创作者提供工具打造丰富的游戏社区生态，玩家可以免费游玩各种游戏，通过名为Robux的虚拟货币在游戏内购买道具和造型等，Roblox在玩家购买Robux后确认流水，Roblox再跟创作者分成
- AI时代：以“生成式 3D 创作智能体”的形态嵌入创作者 workflow，降低3D建模与编程门槛，提高内容爆发效率。AI时代困境：算力成本上升，实时云端AI渲染与3D资产生成的算力消耗，正在打破原有高毛利的成本模型，对平台的用户平均生命周期价值提出更高要求。但用户群体主要为青少年，提升ARPPU有限。公司表示，美国 18+用户货币化水平约为18 岁以下用户1.5倍。**对于其他世界模型威胁**，公司表示目前市面上的多数产品都还在视频生成模型的空间中运作，而非同步3D 多人云空间。公司技术的核心将继续是 3D 云同步这个非常困难的问题以及构建通信类技术。

图：Roblox Studio



资料来源：Roblox官网、国信证券经济研究所整理

图：Roblox新AI工具让创作者仅使用文本提示即可制作整个 3D 场景

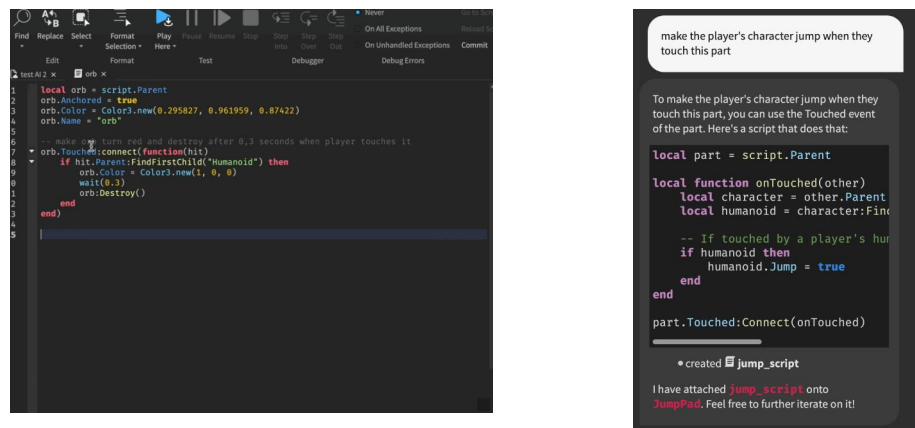


资料来源：Roblox官网、国信证券经济研究所整理

# Roblox AI：“辅助编码”向“自主开发与实时生成”演进

- Roblox已围绕AI辅助开发、3D/4D智能生成、跨语言交流及视频创作四大方向，推出了一系列AI工具。
- 开源3D模型 Cube 3D。25Q1Roblox推出了Roblox 文本生成功能，创作者将能够利用其制作基于AI的角色。此外，还在Studio中提供了一个3D基础模型Cube 3D并进行了开源。26年5月，计划推出CubePartAI（自研），能生成带有可运转部件、符合游戏物理规则的功能性物体（如车辆、武器），而不仅仅是静态模型。
- Roblox Assistant26年4月升级为智能体级开发助手。将Assistant升级为一个具备协作能力的开发伙伴，能够分析游戏代码和数据模型，主动提出问题进行澄清，并将提示词转化为可编辑的行动计划。规划模式帮助开发者为游戏制定方案、获取反馈以完善细节、确认执行思路，并最终落实计划。

图：从Code Assist建议代码到Roblox Assistant输入需求后即可生成脚本



资料来源：Roblox官网、国信证券经济研究所整理

图：Cube 3D根据文本生成的3D模型

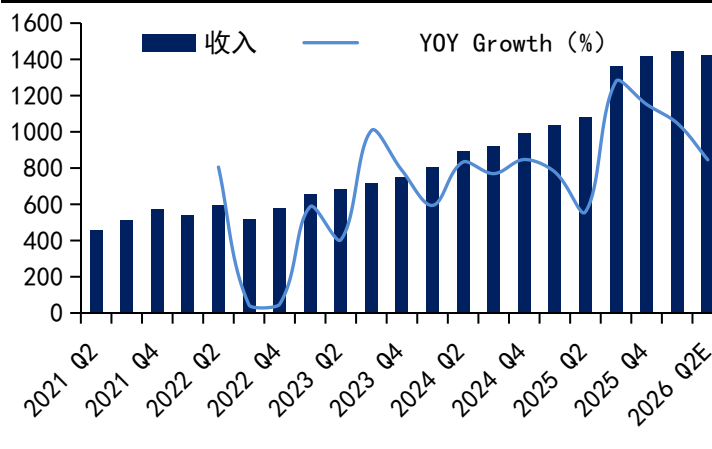


资料来源：Roblox官网、国信证券经济研究所整理

# Roblox: 用户增长放缓, 下调收入指引

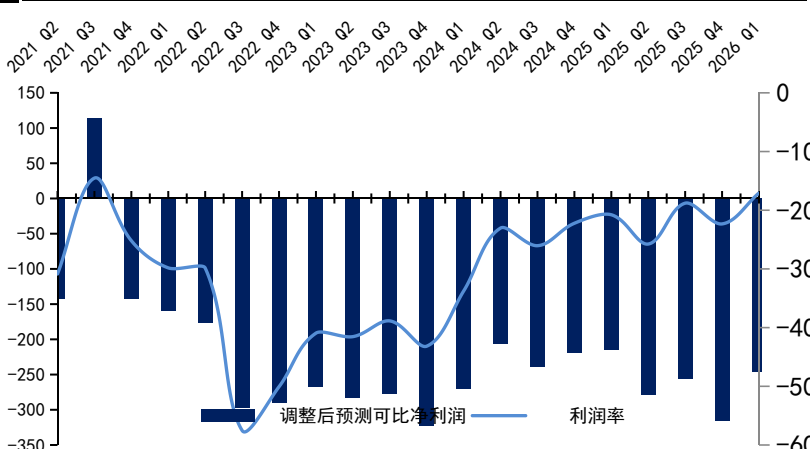
- 财务概览:** 2026Q1, Roblox实现收入14.42亿美元, 同比增长39%, 预订额17亿美元, 同比增长43%。运营亏损2.94亿美元, 净亏损扩大主要源于DevEx费用上调、基础设施支出增加, 以及与青少年消费者保护和数字安全事项。**受到监管影响, 用户数连续两季度增长放缓。** 26Q1 DAU同比增长35%至1.32亿, 但增速环比下降, 主要系年龄核验全球推进所带来的用户获取阻力, 以及2025年12月俄罗斯平台封禁的影响。**加强成人化内容生态加速构建。** 公司宣布自2026年6月8日起上调DevEx费率, 面向美国已年龄核验018用户, 创作者有效分成比例将从26.6%提升至37.8%, 提升幅度约42%。26Q1, 18岁及以上用户(已年龄验证 DAU 中)占比 26%。
- 业绩指引下调:** 26Q1业绩指引, **全年收入增速指引从此前约 26% 下调至20-25%; 全年预定额增速指引下调至8-12%。预期 Q2 DAU 继续环比下滑, Q3 恢复环比增长。**

图: Roblox收入及变化(百万美元)



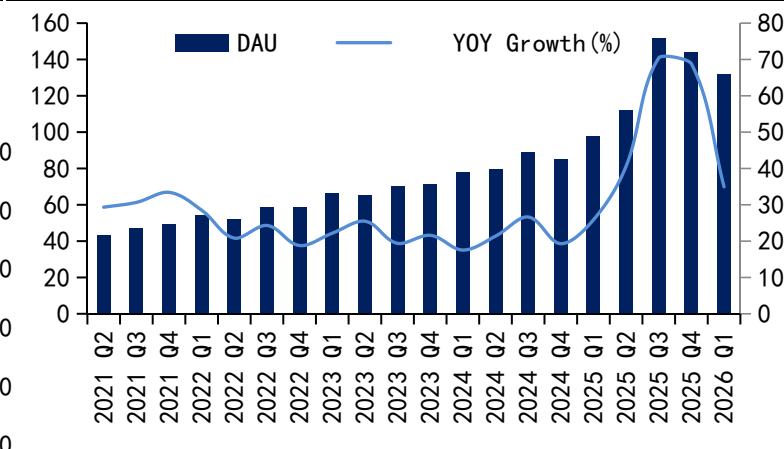
资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图: Roblox 利润及利润率



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图: Roblox DAU及增速



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

# Unity：游戏引擎领导者，广告增长服务占收入主导

- Unity是一个为创建和发展交互式2D/3D、VR/AR体验提供实时开发的平台，目前转变为以广告与增长服务（Grow）为主导的平台型公司。①其创作解决方案业务通过面向不同专业度的用户群体提供包括UnityHub、Unity引擎等创作工具进行订阅制收费。②Grow 解决方案（变现/营销云）：采用效果广告分成 / 按使用量付费等模式。26Q1，Grow收入占比约70%。
- AI 时代：以AI Agent和生成式 AI 的形态深度嵌入引擎编辑器（Editor）与广告投放 workflow，利用多模态模型实现自然语言生成游戏资产、代码及自动化广告创意。困境在于： AI技术降低了3D内容创作门槛，加剧了引擎市场的竞争。

图：Unity核心产品和面向客户群

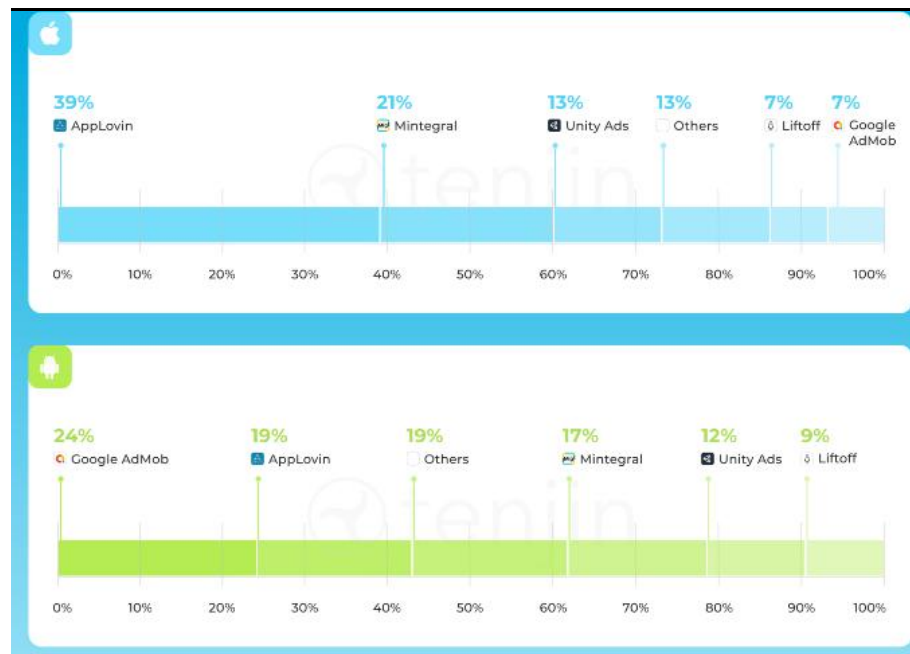
团结引擎	团结引擎	团结引擎	Unity
<b>团结引擎专业版 (Pro)</b>	<b>团结引擎车机版</b>	<b>团结引擎工业套件</b>	<b>Unity Pro 专业版</b>
面向企业团队与专业开发者	面向汽车行业客户	面向工业行业客户	专为企业开发和专业开发者打造的Unity订阅版本
<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 具备核心引擎功能及优化的图形能力，包括虚拟几何体、虚拟阴影贴图等先进渲染技术</li><li>✓ 覆盖主流平台以及OpenHarmony/小游戏/车机平台</li><li>✓ 一站式支持微信、抖音等小游戏平台</li><li>✓ 提供云存储、团队协作及专属技术支持</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 强大的实时3D渲染能力</li><li>✓ 快速设计开发3D HMI交互内容</li><li>✓ 多平台支持，稳定支持HMI Android、QNX、Embedded Linux车机平台</li><li>✓ Render As Service人机界面架构</li><li>✓ 具备实时模拟仿真能力</li><li>✓ 内置适配主流车型屏幕及主流车机芯片</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 支持模型格式转换优化（80+类型）、标准工业协议接入与孪生同步</li><li>✓ 跨平台兼容，覆盖 PC 端、移动端、ARM Linux、WebGL 等 20+ 平台</li><li>✓ 支持工业软件实时同步，实现“所见即所得”</li><li>✓ 可实时可视化大型数据集，助力工业数据分析</li><li>✓ 云渲染支持私有化部署，保障数据安全可控</li><li>✓ 具备强大工业级 3D 渲染能力，适配多场景工业需求</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 更完善的线上技术支持</li><li>✓ 支持企业采购所需的采购单及合同</li><li>✓ 可提供增值税专用发票</li><li>✓ 灵活回收发放许可证</li></ul>
<a href="#">开始使用</a> <a href="#">了解详情</a>	<a href="#">联系我们</a> <a href="#">了解详情</a>	<a href="#">联系我们</a> <a href="#">了解详情</a>	<a href="#">开始使用</a> <a href="#">了解详情</a>

资料来源：Unity、国信证券经济研究所整理

# Unity: 推出统一 AI 套件“Unity AI”，Vector AI广告系统

- 核心产品线已从早期的独立工具（如 Muse 和 Sentis）演进为2026年推出的统一 AI 套件“Unity AI”。26年3月，推出Unity AI 测试版，允许开发者仅用自然语言指令就能生成完整的休闲游戏，从原型到成品的流程极大简化，帮助非编程人员游戏开发。新定价模型按 agent 连接数 + 席位 + 消费量计费，适配人机并行的未来模式。与其他AI工具差异化体现在：完整的项目上下文，能看到 package、资产、代码构成的统一系统；Unity 特有的调优，理解平台适配和资产管线集成。
- Vector AI广告系统超预期增长。**公司于2025年5月正式上线了 Vector AI 广告算法。Unity Vector是一个基于机器学习的广告平台，通过实时优化数据来提升用户获取效率，直接对标AppLovin的Axon。26Q1业绩表明，Vector连续第四个季度实现15%的环比增长，Q1 收入同比增长 80%，超出内部预期。Runtime Data指的是玩家在游戏运行过程中产生的实时行为数据，而非仅仅是广告点击或安装后的粗粒度结果。这些数据来自Unity引擎本身（全球70%的头部移动游戏都基于Unity引擎开发）。**26Q2 Runtime data将进入线上生产模型**，开发者数据框架注册率超过 90%。

图：2026年第一季度各广告渠道的广告收入份额

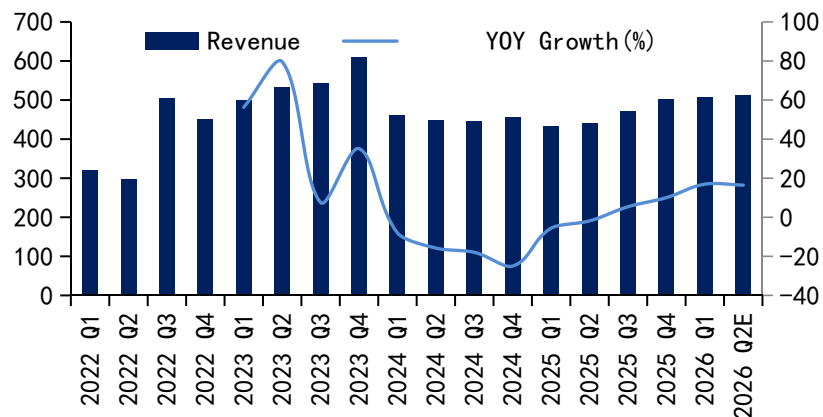


资料来源：tenjin、国信证券经济研究所整理

# Unity: 聚焦主业, 给了清晰的盈利预期

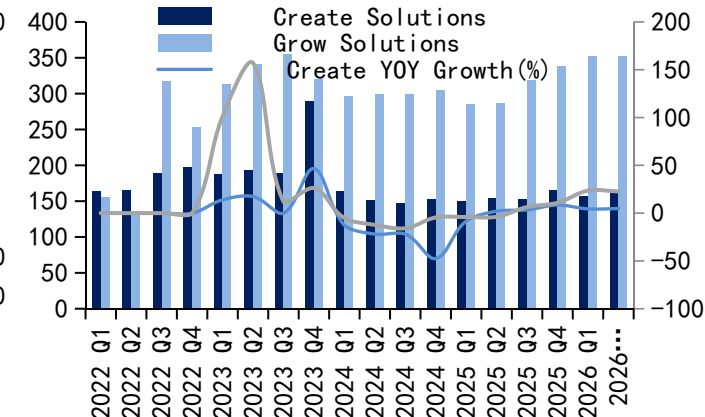
- **财务概览: 营销Grow业务增长加速。**收入5.08亿美元, 同比增长17%, 小幅超预期, Create业务增长4%, Grow业务增长24% (明显加速)。剔除关停影响的战略收入4.32亿美元, 同比增长35%, Create业务增长15%, Grow业务增长49%。净亏损3.47亿美元, 同比扩大, 主因关停 IronSource 广告网络 + 剥离Supersonic 发行业务, 产生2.79亿美元一次性减值。战略 Grow 收入同比增长超50%, 其中80%来自Vector驱动的Unity Ad Network。
- **收入指引上调, 预计26Q4 GAAP利润转正。**Q2 战略收入指引同比+29%-32%, 其中**战略 Grow 同比增长 50%-52%**, Q2 指引**尚未包含 runtime data 的贡献**, 战略 Create 同比增长 11%-14%。Q2 调整后 EBITDA 指引同比 +44%-49%, GAAP 盈利时间表大幅提前, **预计2026Q4 实现GAAP净利润转正**。公司正通过关停非核心业务 (如IronSource、Supersonic 发行业务) 进行“战略简化”, 并将资源集中投向高增长的 Vector AI广告平台 和AI工具套件。

图: Unity收入及变化 (百万美元)



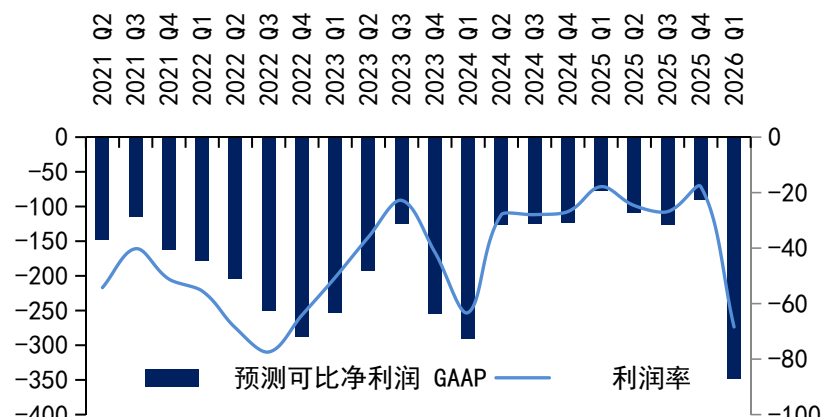
资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图: Unity Grow/Create收入及增速



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图: Unity利润及利润率





资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

- AppLovin是全球领先的移动营销平台之一，为开发者提供移动应用的发行、获客、分析以及变现。公司既服务广告主、承接应用获客和曝光需求，同时也拥有自身游戏广告库存，以及与游戏开发者或发行商合作在游戏中植入广告。其收入模式包括赚取广告商支出与投放买量之间的差价（APPDiscovery），撮合交易抽佣等。
- AXON AI广告推荐引擎，重构了效果广告的匹配效率与盈利模式。AppLovin的AXON引擎（特别是2023年上线的Axon 2.0）是一个基于深度学习的推荐系统。不再依赖人工投手的经验和规则，而是通过Embedding技术将海量、稀疏的用户与广告数据转化为统一的向量，让神经网络自动学习其中的高阶关系，从而具备了强大的“泛化能力”。

图：AppLovin核心产品

 **AppDiscovery**  
游戏的成长引擎 **获取海量优质用户**  
移动端和CTV端的效果广告，面向**超过14亿日活跃用户**，帮助开发者更精准地定位目标用户，提高应用的曝光度和下载量，进而提升应用营收。


 **MAX**  
将游戏流量变现的更佳选择 **移动游戏领域最大的竞价聚合平台**  
**统一竞价**：涵盖超过20家SDK广告网络、超过20家应用内竞价渠道；  
**广告形式**：利用所有主流广告形式，以及包括应用开屏广告和锁屏广告在内的创新广告场景来推动更高应用内广告收入。2020年被APP收购。


 **SparkLabs**  
提升投放转化的广告创意 **广告制作**  
试玩广告、视频广告、CTV广告、展示广告；

 **AppLovin Exchange**  
触达更多受众 **ALX实时竞价交易平台**  
广告主、代理商可以通过与ALX合作的DSP访问海量的全渠道广告库存。将广告主与全球15亿设备和6万款应用紧密连接起来，为广告主提供了更广泛的广告覆盖和更高的投资回报。

 **Array**  
最大化您的商机 **端到端应用管理套件**  
通过整个客户生命周期提升价值。Array帮助广告商管理用户生命周期价值，优化用户保留和复购，最终提高客户的整体生命周期收益。

 **Adjust**  
移动营销数据监测 **移动应用数据分析和归因平台**  
帮助应用开发者、营销人员和广告主优化广告投放、分析用户行为以及提高投资回报率（ROI）。Adjust 2012年被收购，在归因占据重要份额。

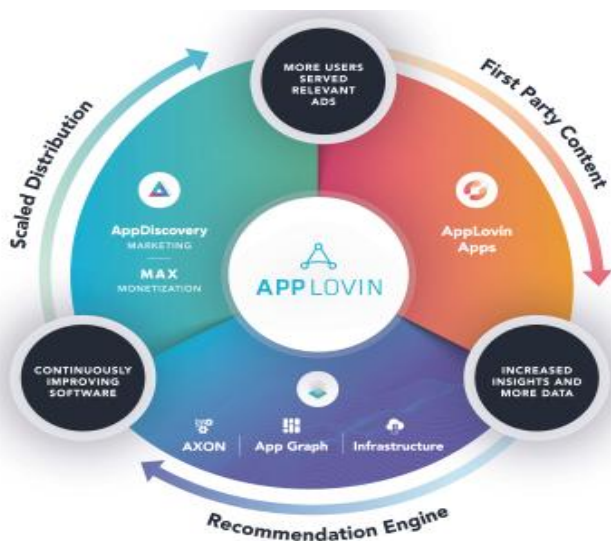
 **Wurl**  
来强化您的CTV策略 **面向电视的内容分发和广告方案**  
CTV（Connected TV，连接电视）接入大量的电视内容和观众资源，面向电视流媒体内容创作者和发行商。Wurl为App 2022年收购。

 **LION STUDIOS**  
AppLovin旗下的游戏工作室  
专注于独立应用开发者，为开发者提供了全方位的支持和服务，包括开发工具、推广资源、数据分析等，开发并发行了多款畅销移动游戏。先后收购了PeopleFun和Machine Zone两家知名手游开发商

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

- AXON 2.0效率大幅提升的关键在于AppLovin的业务飞轮，通过收购游戏公司等方式构建起了全链路的数据收集方式。利用各类数据资源训练AI模型，提升营销效率，从而吸引更多广告主，进一步带来更多数据，实现闭环。因此相比其他只做DSP或SSP业务的公司有更强壁垒，且随着规模的持续扩大，这一优势将进一步体现。
- **核心AI广告引擎Axon (Self-serve) 将于6月正式向全球开放。**这是14年来首次开放自服务入口，广告主可自助上传并规模化投放广告。公司展望：当前每个新客户预计首年广告支出超过7万美元；若开放后一年内签约10万客户，仅首年收入即约 70 亿美元。

图：AppLovin业务飞轮



资料来源：App招股书、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

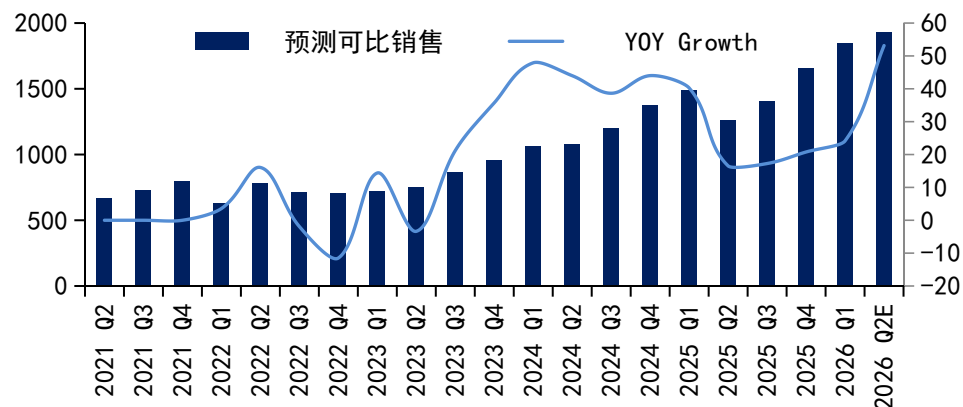
图：AppLovin和Unity广告业务对比

对比维度	AppLovin	Unity
核心定位	跨行业AI广告巨头：从游戏扩展至电商等消费领域，吃尽AI红利。	垂直引擎生态服务商：剥离非核心资产，All in Vector AI与LevelPlay，深耕游戏开发者。
技术护城河	Axon 2.0 AI引擎：微秒级预测用户价值，用算法重构广告匹配效率，大幅替代人工。	Vector AI + LevelPlay：聚焦游戏全生命周期的AI商业化，强调引擎内生广告与试玩广告的整合。
适合对象	适合全品类移动应用（含非游戏类）开发者，尤其擅长全球化、规模化的广告变现与用户获取，适合有精细化运营需求、希望最大化全域广告收益的中大型开发团队	重度依赖Unity引擎、追求开发到变现一体化的开发者及精品游戏团队。
广告主丰富度	拥有全球头部广告聚合平台 MAX，覆盖超1000家广告主与30+第三方广告网络，支持全品类广告格式，广告填充率全球领先；同时自有广告网络与品牌广告主深度绑定，直客广告占比超40%	拥有Unity LevelPlay聚合平台，覆盖全球主流广告网络，2025年完成与Vector AI的深度打通，实现聚合广告的智能出价与eCPM自动优化；同时依托引擎生态，与全球超1000万游戏开发者原生绑定

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

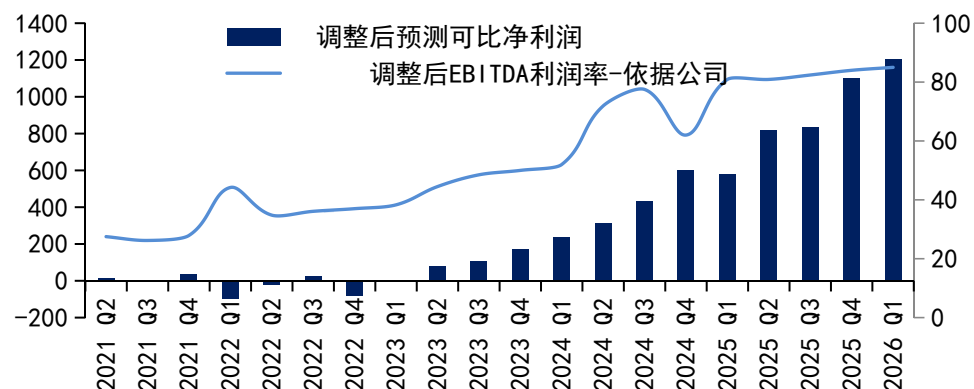
- **业绩概览：维持高增长，但增速持续放缓。** 26Q1 AppLovin在竞争压力下，AppLovin实现总营收18.4亿美元，同比增长24%，内生增速59%，环比上季度的66%有所放缓，但也超过了公司此前给出的指引上限。调整后EBITDA为15.57亿美元，同比增长66%；净利润为12.06亿美元，同比增长109%至12.06亿美元。
- **①成功破圈至非游戏领域：**业绩会表示AXON引擎在电商和消费者App领域的投放效果大幅超预期；消费垂类产品仅上线18个月，增速已超过游戏。26年3月零售消费广告收入较1月增长约25%；4月创历史单月广告主支出纪录，超过任何Q4峰值月份；**②26年中自服务平台将开启新增长曲线。**
- **指引：Q2指引超预期。** Q2收入预期同比+52%-55%，环比+4%-6%；调整后EBITDA预期16.15-16.45亿美元，维持高利润率约84%-85%。

图：AppLovin 收入及增速



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：AppLovin 利润及利润率

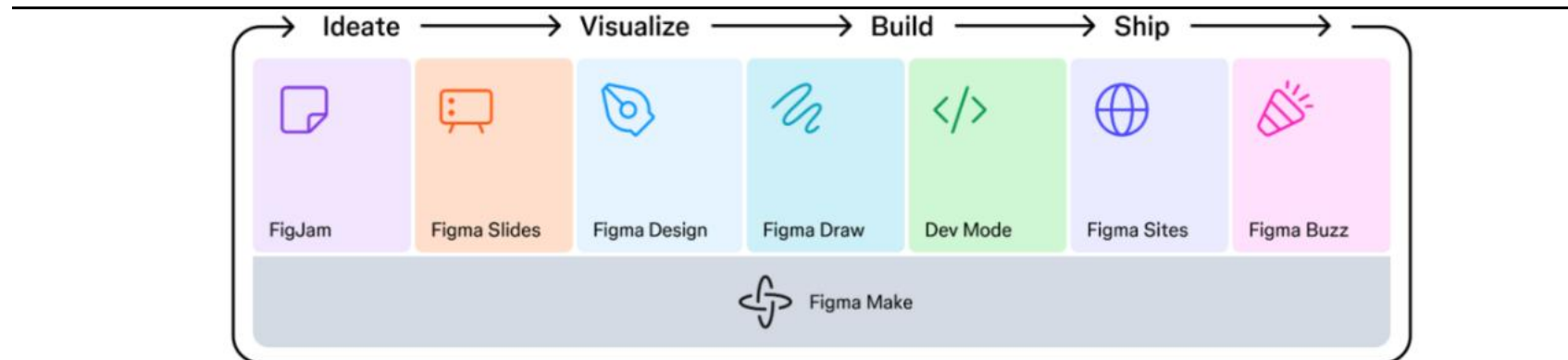


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 复盘美股SaaS发展历程、现状与演绎逻辑
- [ 02 ] 企业服务领域：ServiceNow、Salesforce
- [ 03 ] 数据与安全：Snowflake、Palantir、CrowdStrike、MongoDB、Datadog
- [ 04 ] 教育领域：Duolingo
- [ 05 ] 广告电商游戏：Shopify、Applovin、Unity、Roblox
- [ 06 ] 图形音频领域：Figma、Adobe、Twilio

- Figma 是一款基于云端的多人实时协作 UI/UX 设计与产品开发平台。打破了传统设计软件需要下载安装的限制（可在浏览器运行），让产品经理、设计师和开发人员能在同一个平台上无缝合作，围绕**互联网与产品开发团队**的UI/UX 视觉设计与原型构建（Figma Design）→ 团队头脑风暴与敏捷白板协作（FigJam）→ 设计稿向代码资产转化整个生态提供一整套基于浏览器的实时协同解决方案。根据招股书，Figma只有1/3是设计师用户，剩余2/3分别是前端工程师、产品经理。收入主要分为两大来源：1) 协同设计订阅收入（主力来源），按月/年预付的 SaaS 席位费；2) 插件与资源社区市场（Figma Community）分成等。**多人协作壁垒**：自研了以中心化服务器为权威、处理复杂树结构同步与冲突的混合系统，而非采用通用的协同算法，支撑**数百人**同时在线编辑的复杂场景。
- AI 时代：AI产品降低界面设计、原型连线及组件标准化的门槛，提高跨团队交付效率。**需思考AI原生工具的快速崛起**。比如Google Stitch（2026.3）：免费、Gemini 驱动、UI/UX 全流程，但只有基础协作，单人为主。

图：Figma核心产品矩阵

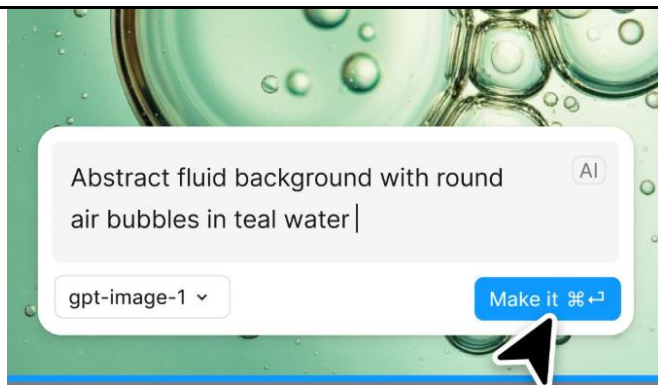


资料来源：Figma、国信证券经济研究所整理

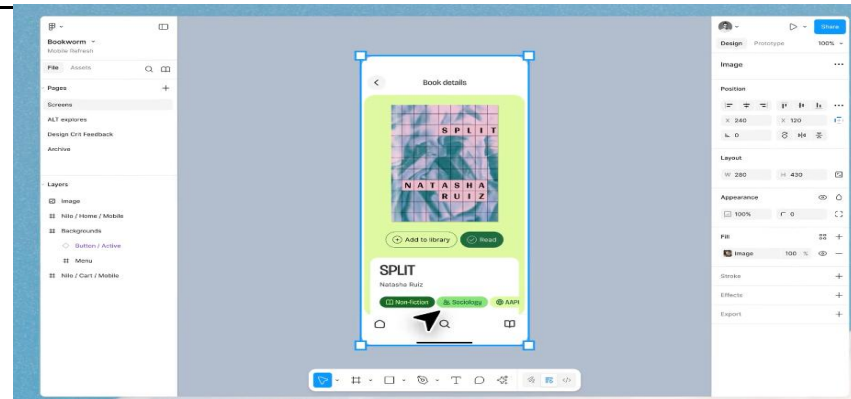
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 25年起上线独立AI模块，26年5月Figma Agent内测。收费方式：席位费内含（捆绑销售）+ 超额按量付费。1) Figma Make：2025年5月正式全量上线；是Figma 核心生成式 AI，用文字直接生成高保真 UI、页面布局和可交互原型，也能生成/编辑图片（背景移除、扩图、矢量化）；2) Figma Sites：2025年5月开 Beta，AI 驱动的内置网站构建工具，可在 Figma 内设计、制作响应式网站并直接发布；3) Figma MCP：2025年10月发布，连接 VS Code/Cursor与 Figma的 AI桥梁，支持代码反向生成设计、设计自动生成 React/Vue/SwiftUI 代码等。4) Figma Agent：2026年5月封闭Beta；画布内全能 AI 助手，直接在设计界面做自然语言编辑、批量改样式、切暗黑模式、按设计系统生成组件、自动整理图层、把评论转成修改动作，仅限 Pro/Org/Enterprise 付费用户。业绩会表示，AI 的核心使命不是直接作为一笔单独的收入进账，而是作为“高阶席位的增值红利（Value Add）”，用来推动客户向高单价席位升级。
- **集成第三方模型**：使用 OpenAI 的 gpt-image-1 和 Gemini 制作和编辑图像。

图：Figma Make



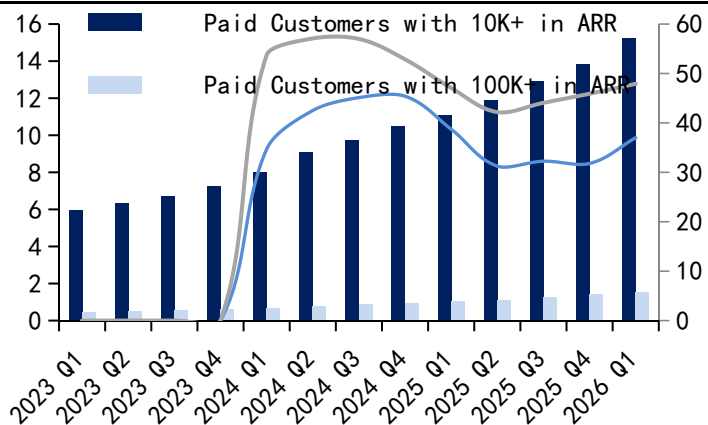
图：Figma Agent



# Figma业绩：AI提升付费转化，增加ARPU，上调指引

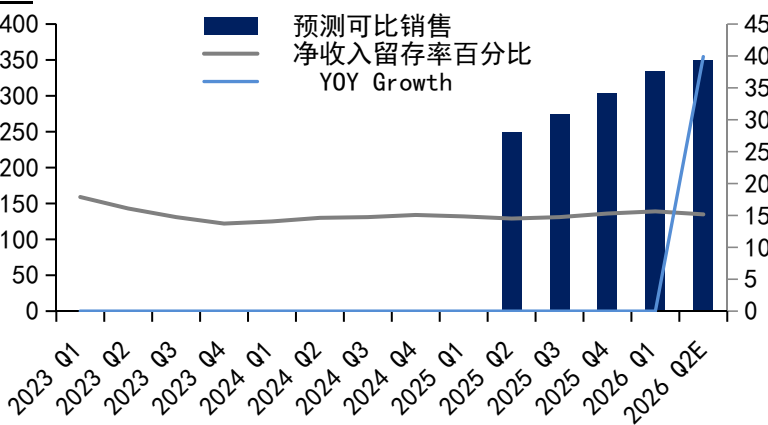
- **业绩概览：收入连续两季度增长加速，限制AI积分后使用需求仍旺盛。** 26Q1收入3.3亿美元，同比增长46%，高于市场预期的3.1亿美元。Non-GAAP净利润5650万美元，利润率为16%。3月18日，公司开始对所有席位实施AI积分限制，在高阶超量用户中，超过75%在4月份继续付费购买AI Credits。60%以上ARR超10万美元客户每周使用Figma Make的数据。
- **AI提升付费转化，新转用Pro Team用户增长迅猛。** 26Q1付费客户总数同比增长54%至约69万名，其中ARR超10万美元与超100万美元的客户数分别增长37%和48%。**净美元留存率(NDR)提升至139%，是两年多来的最高水平，环比提升3pct。** 值得注意的是，新转用Pro Team付费方案的用户同比增长超过150%，反映长尾用户持续采用Figma的AI功能。
- **上调全年业绩指引：26Q2收入3.48-3.5亿美元，预计同比增长40%；全年营收指引上修5500万至14.22亿-14.28亿美元，预计增长35%；Non-GAAP经营利润指引上调2500万至1.25亿-1.35亿美元。**

图：Figma不同等级客户增长



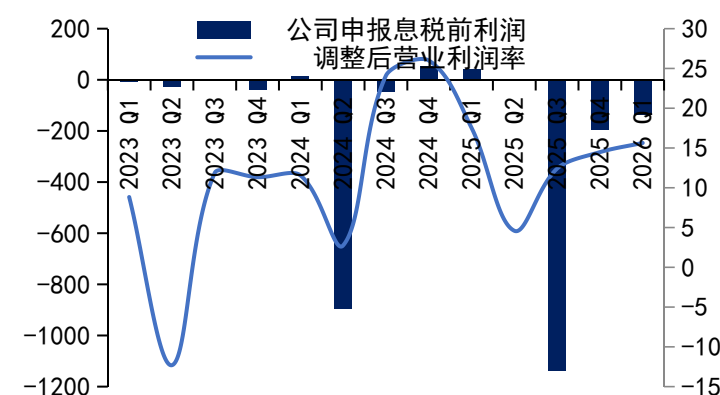
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：Figma 收入及增速、NDR



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

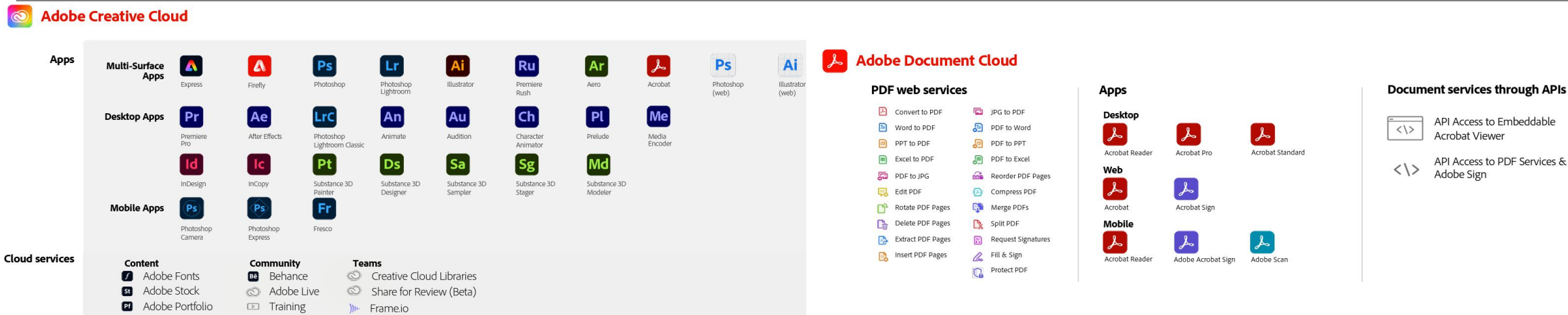
图：Figma 利润及利润率



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

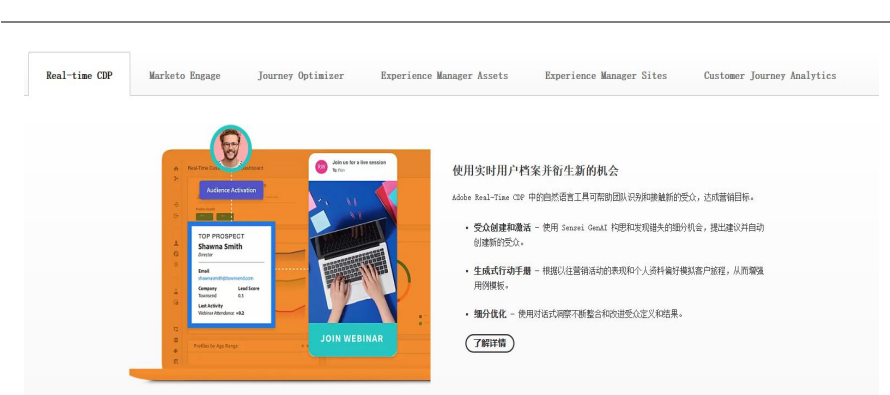
- Adobe是全球领先的数字媒体和在线营销解决方案供应商。按照业务划分包括：1) 数字媒体业务：主要由Creative Cloud（创意云）和Document Cloud（文档云）组成，包括Express、Photoshop等一系列创意软件；2) 数字体验业务：产品是Experience Cloud（体验云），为客户提供数字化体验和实现数字化转型的基于云的解决方案；3) 出版和广告：包含解决各种市场机会的传统产品和服务。核心产品采用订阅制。
- AI时代，构建以Firefly为核心的AI产品生态：Adobe Firefly是其生成式AI战略的核心载体，已从图像生成扩展到视频、音频、3D和设计全链路。**AI时代困境：①多方竞争者的结构性压力。**比如Canva以模板起家，简单易用的AI套件持续吸引Adobe的轻量级和入门级用户，Figma通过AI驱动设计协作；**②AI原生工具挤压。**Adobe传统的付费墙模式建立在“专业软件技能稀缺”的基础上。而AI正在降低创意工作的专业门槛，使更多人无需精通复杂软件也能产出内容。

图：Adobe 数字媒体业务（创意云和文档云）



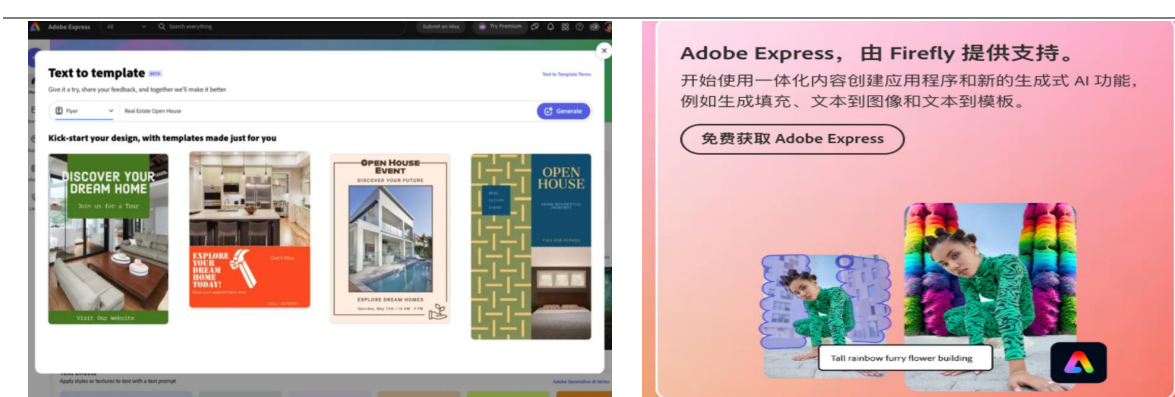
- Adobe的AI产品体系以Adobe Firefly（生成式AI模型系列）为核心，深度集成于Creative Cloud全系应用，并辅以Adobe Sensei（机器学习平台）和各类AI助手，共同构成一个覆盖图像、视频、音频、矢量图形和设计全流程的智能创作生态。在2023年3月，Adobe 发布其创新的人工智能辅助创作工具系列——“萤火虫”（Firefly）。**核心特点是商用版权安全。收费方式席位费内含（捆绑销售）+ 超额按量付费。Adobe集成超过30个第三方领先AI模型**（如 Google、OpenAI、Runway 等），构建了一个开放的AI创意聚合平台。
- Firefly AI助手（Beta版）于2026年4月推出，为代理型AI（Agentic AI）。能够理解自然语言指令，并自动规划和执行跨应用的多步骤工作流。Firefly视频编辑器（Beta版）增强，2026年4月直接增强音频，新增降噪、分离音乐/音效、提升语音清晰度等专业音频处理功能。

图：Sensei GenAI支持的产品



资料来源：Adobe官网、国信证券经济研究所整理

图：Adobe Express生成设计模板

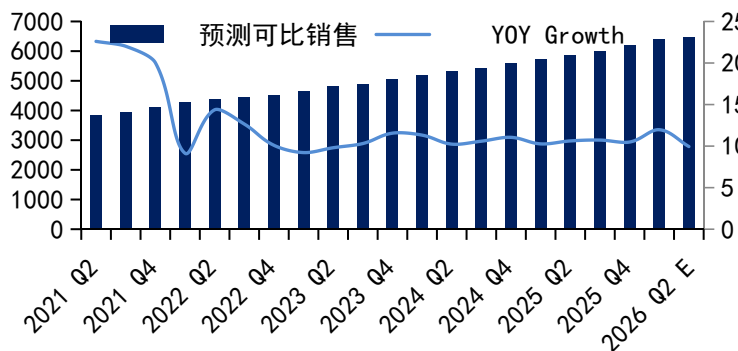


资料来源：Adobe官网、国信证券经济研究所整理

# Adobe业绩：维持全年指引不变，AI原生产品占比小

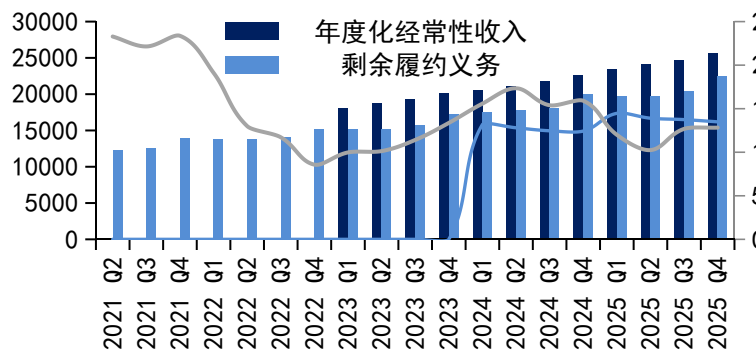
- **业绩概览：收入好于预期，RPO增速持平。** FY26Q1收入64.0亿美元，同比增长12%，高于彭博预期2%。经调整利润24.9亿美元，高于预期3%。FY26Q1 RPO 222.2 亿美元，同比增长12.8%，增速与上季度持平。年化ARR 261亿美元，同比增长11%，增速较上季度环比下降。**对于ARR，公司认为和此前购买产品就转化为ARR不同，用户增长是更前瞻性指标**，创意类免费增值产品MAU突破8000万，同比增长超50%，覆盖 Firefly、Express、Photoshop等网页/移动端产品，为长期增长储备用户池。**FY26Q2业绩指引略高预期，但收入增速放缓：** FY26Q2收入64.3亿美元-64.8亿美元，同比增长10%，略高于彭博预期64.3亿美元，维持2026财年全年业绩指引不变。
- **FY26Q1 AI优先ARR同比增长超三倍，生成式积分消耗环比增长45%。** FY26Q1 Firefly ARR，包括 Firefly App、Firefly 点数包等已超过2.5 亿美元。FY25Q3表示Adobe (受人工智能影响的ARR) 现已超过50亿美元，测算占比总ARR21%，其中AI 优先ARR（订阅方案、生成式点数基础包以及企业端特制的AI 衍生服务）已超过公司2.5亿美元的年底目标，占比ARR 1%。

图：Adobe收入及增速



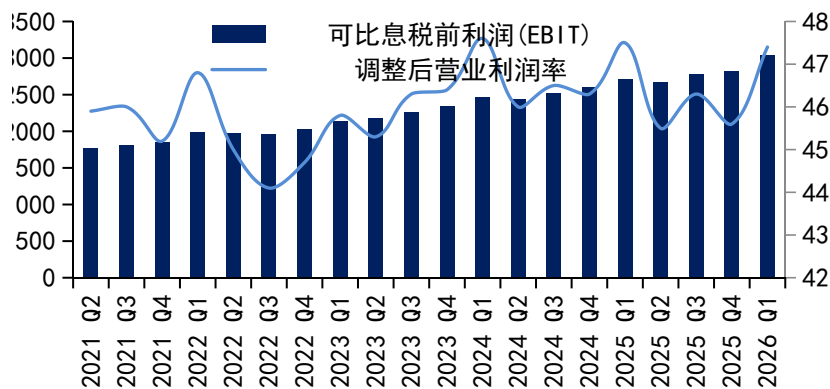
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：Adobe RPO/ARR及增速



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：Adobe利润及利润率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

- Twilio是一家云通信服务公司，属 CPaaS 领域（Communication PaaS）。通过API将复杂的电信网络能力（如短信、语音、视频、电子邮件）封装成简单易用的接口，开发者无需自建基础设施即可在应用中嵌入通信功能。商业模式按量收费。
- Twilio在AI时代已从通信管道转型为以数据与AI驱动的客户互动平台，强化了数据层并正式推出了全新的编排层。其核心是CustomerAI，旨在将预测性AI与生成式AI深度融合通信、数据与互动全流程，帮助企业实现个性化、自动化与效率提升。2026年5月，全面推出了针对Agent时代的统一的对话基础设施。主要由四大底层组件构成：Twilio 对话记忆（Conversation Memory）、Twilio 对话编排器（Conversation Orchestrator）、对话智能分析（Conversation Intelligence）& 语音智能（Voice Intelligence）、智能体互联（Agent Interconnect）。

图：Twilio产品矩阵和收费方式

产品类别	核心功能	收费模式	价格/费率示例
Messaging (可编程消息)	支持SMS、MMS、RCS及WhatsApp等渠道的全球消息发送，应用于通知、营销、客服等场景。	按量付费： • 按发送/接收的消息条数计费。 • 按需购买的号码月租及通道费。	是Twilio最大的收入来源。具体费率因国家、渠道（如WhatsApp）而异。
Voice (可编程语音)	支持全球电话呼叫及AI虚拟代理、会议、录音等高级功能，适用于联络中心和IVR等场景。	按量付费： • 按通话分钟数收费。	全球统一低费率（具体费率因呼叫类型和目的地而异）。 • 免费版：100封/天。 • 付费套餐：起价 \$19.95/月。
Email (邮件发送)	邮件发送API及无代码界面，支持营销邮件和交易邮件的规模化发送及收件箱优化。	按月订阅制： • 提供免费版和付费套餐。 “User + Usage”混合定价： • 坐席许可证费用（按用户）。 • 消费型费用（按使用量，如通话分钟、消息条数）。	结合低额坐席许可证与基于实际用量的消费型费用。
Flex (云联络中心)	覆盖售前到售后全流程，支持个性化、多渠道客户互动。		
User Authentication and Identity (用户身份验证)	提供短信、语音、邮件等多通道双因素认证及防欺诈功能。	按量付费： • 按验证次数收费，各通道另计。	• 成功验证：\$0.05/次。 • 各通道（短信/语音等）按条数或分钟数另行计费。

# Twilio AI：从被动响应到主动预测与个性化

- AI贯穿于Twilio全线产品，运作基于完整的智能闭环。首先，通过Segment客户数据平台统一数据；利用预测性AI分析行为、预判需求，同时用生成式AI创造个性化内容；在互动执行层，Conversational Intelligence提供实时对话洞察，AI Agent Observability监控虚拟座席表现，Agent Copilot辅助人工座席；安全方面则由Verify Fraud Guard提供智能风控。最终，数据反馈至平台，驱动下一次更智能的互动。Twilio Agentic AI 2026年3月正式发布，是首个端到端自主智能体产品。
- Twilio AI包含一系列具体产品来实现上述闭环。在语音AI（Voice AI）领域，核心是Conversation Relay平台，旨在帮助开发者构建能够处理实时、自然语音对话的AI代理，使企业能够通过AI代理接听电话、处理咨询、完成预约等任务。

图：Twilio AI产品核心组件

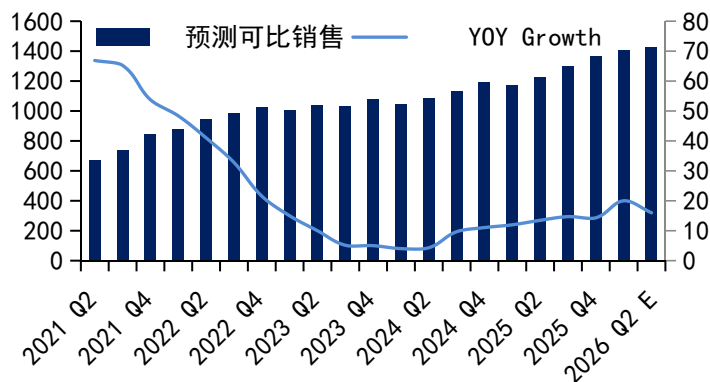
产品分类	核心产品/功能	主要价值
数据智能与营销自动化	Segment CDP with CustomerAI (含Predictive & Generative Audiences)	数据驱动决策：统一客户数据，利用预测性AI预判行为（如流失风险），利用生成式AI自动创建个性化内容与受众细分，实现精准营销。
智能通信与交互	Voice AI / Conversation Relay	拟人化语音交互：提供低延迟的语音转文本、文本转语音及大语言模型编排，用于构建高质量的AI语音对话（如虚拟座席）。
	Verify with Fraud Guard	智能风控：利用AI模型实时分析验证请求，识别并阻止机器人攻击、虚假号码等欺诈行为。
对话分析与质量管控	Conversational Intelligence (由Twilio提供)	全链路互动洞察：利用NLP对语音、消息等全渠道对话进行实时转录、情感分析、合规检查，并生成可操作的洞察报告。
	AI Agent Observability (由客户或第三方提供)	专有监控优化：这是一个框架或标准，允许客户或合作伙伴（如CCaaS厂商）基于Twilio提供的数据，构建监控和优化其自研AI座席表现的专属工具。
人机协同与开发提效	Agent Copilot (for Flex)	人工座席AI副驾驶：内嵌于Flex工作台，为人工客服提供实时知识库检索、对话总结、回复建议，提升效率与服务质量。
	Functions CoPilot	开发者AI助手：在Twilio Functions开发环境中，辅助开发者更高效地编写、调试和部署通信逻辑代码。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

# Twilio: AI带动原有业务增长, 上调全年收入指引

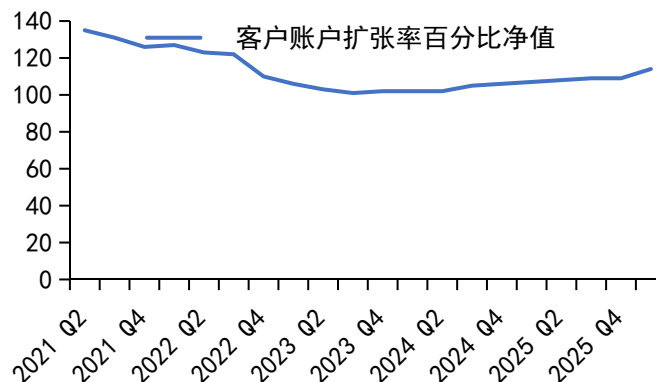
- **业绩概览: 营收明显提速, AI带动新客户同时拉动老客户支出增长。** 26Q1收入14.07亿美元, 同比增长20%, 有机增长率为16%, 创下三年多来的最高增速。非GAAP运营利润为2.79亿美元, 同比增长31%。基于美元的净扩张率 (DBNE) 从去年同期的107% 提升至114%, 表明现有客户在Twilio平台上的支出持续增加。上调全年收入预计, 将全年有机收入增长指引从原先的8%-9% 上调至9.5%-10.5%; 将报告收入增长指引从11.5%-12.5%上调至14%-15%。预计第26Q2营收为14.2亿至14.3亿美元, 对应有有机增长10%-11%, 继续维持双位数增长。
- **Programmable Voice (语音业务) 同比增长20%, 连续6个季度实现加速增长。** 短信收入增长25%, 其中约 7 个百分点来自运营商费用的增加。2025年, 其语音AI客户收入更是增长49%。各大企业都在部署 AI 虚拟客服、AI 电话销售 (如 Bland.ai 等AI原生独角兽)。这些AI智能体需要通过电话和人类交流, 导致了呼叫中心对 Twilio 语音通道 API的调用量出现爆发式增长。

图: Twilio收入及增速



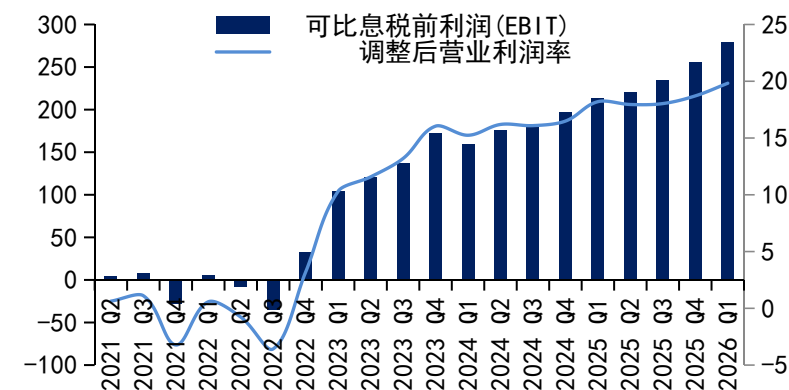
资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

图: Twilio DBNE(%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图: Twilio利润以及利润率



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

第一，宏观经济波动。若宏观经济波动，公司业务、产业变革及新技术的落地节奏或将受到影响。

第二，下游需求不及预期。若下游AI需求不及预期，相关的AI研发投入增长或慢于预期，致使行业增长不及预期。

第三，核心技术水平升级不及预期的风险。AI大模型研发进度落后，AIGC相关产业技术壁垒较高，核心技术难以突破，影响整体进度。

第四，AI快速迭代、平权化下竞争加剧，影响云业务利润率。

## 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