仅供内部参考，请勿外传！

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

AI重构软件价值，如何把握刚需高确定性赛道？

——美股AI应用深度报告

【光大海外】

付天姿 CFA，FRM 研究所所长助理，海外组组长，海外TMT首席，执业证书编号：S0930517040002

杨朋沛 海外&互联网传媒分析师，执业证书编号：S0930524070002

2026年6月23日

证券研究报告

仅供内部参考，请勿外传！

核心观点

美股AI应用行情复盘：2026年市场围绕大模型是否吞噬软件展开新一轮博弈，美股AI应用软件呈现分化。64家重点AI应用公司当前估值为历史较低水平，反映软件行业多数风险已被市场定价。细分领域来看，数据基础设施、IT运维、网络安全等领域具备高准确性、高稳定性的特性，并深度嵌入企业核心流程，护城河相对较深。

AI应用行情分化体现了怎样的产业趋势？

1）软件应用行业基本面稳健，趋势上行但边际改善有限：标普北美技术软件成分股公司中，26Q1有85.5%的公司营收超预期，相比25Q4超预期公司占比有所提升。营收超预期的公司中，超预期程度的中位数为2.2%，相比25Q4的超预期程度维持稳定。

2）C端AI应用：生成式AI应用网站总体流量整体分化，角色对话（Character&Chat）赛道整体表现更具韧性。

3）B端AI应用：定制化Agent是落地的主要场景，商业价值厚积薄发。AI Agent是海外B端AI应用落地的理想形态，关键在于强大的个性化、定制化能力，以适应不同领域的复杂工作需求。MCP、Agent2Agent等标准化协议推动了Agent快速发展，云厂商和SaaS公司将Agent作为战略重点，Agent开发平台的使用量快速增长。

AI软件应用底层逻辑与分场景分析：

数据Infra、IT运维、网络安全：AI催化或带来新增需求，龙头公司AI产品货币化已验证。后续重点关注：1）Snowflake、Datadog等公司的AI相关产品能否在总营收中持续环比高增；2）网络安全板块中，传统防火墙硬件升级需求能否持续转化为长期的SaaS订阅收入。

传统软件：传统软件公司通过AI赋能逐步实现了商业模式从单一的“按席位订阅”向“席位+按用量付费”的混合模式转型，关注AI Agent从“试点测试”走向“规模化生产环境”的实际转化率。

垂类应用：通用大模型无法满足特定行业的合规与精度要求，这赋予了垂类软件极深的护城河，能利用AI直接提升客户ROI（如广告营销）或能通过AI Agent替代繁重人力的深水区行业（如工业），被大模型替代/侵蚀份额风险较小。

投资建议：AI产业已经进入可核算投入产出的阶段，软件应用AI产品从Chatbot向Agent跃升，商业模型逐步切换打开了收入天花板，部分细分赛道已验证AI带来新增需求。当前美股AI应用投资逐步证伪“AI吞噬论”，聚焦寻找刚需&具备AI变现能力的软件应用层。我们认为，软件估值修复弹性依靠企业证明AI不是在侵蚀原有收入，而是通过“按用量/效果付费”创造新增收入。短期来看，数据基础设施、IT运维、网络安全等领域直接受益于AI算力需求增长，相比下游AI应用公司价值链条较短、确定性较强。长期来看，随着大厂AI投入具备商业闭环的支撑，下游AI应用的需求有望持续。建议关注：1）数据Infra： MongoDB、Snowflake。2）IT运维：Datadog；3）网络安全：Palo Alto Networks、Fortinet。此外，传统软件建议关注云通信领域，垂类应用建议关注AI+广告、AI+工业方向。

风险提示：AI技术研发和产品迭代不及预期、AI行业竞争加剧风险、AI应用商业化进展不及预期、国内外政策风险。

仅供内部参考，请勿外传！

目 录

1、AI重塑并分化软件价值，美股应用回归理性定价

2、产业趋势：AI增收为慢变量，Agent商业化蓄势待发

3、分化时代寻锚：优选落地快、高变现的刚需 AI 应用

4、投资建议：数据Infra、IT运维、网络安全三大配套赛道优势显著

5、风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

1、AI重塑并分化软件价值，美股应用回归理性定价

- 1.1 美股AI应用分化加剧，数据基础设施、网络安全相对跑赢
- 1.2 AI应用估值处于历史中枢下沿，替代风险已较为充分定价
- 1.3 重点AI应用公司：估值修复主导行情，业绩兑现带来结构性溢价
- 1.4 美股AI应用叙事从“产品可用”跨入“收入可见”阶段

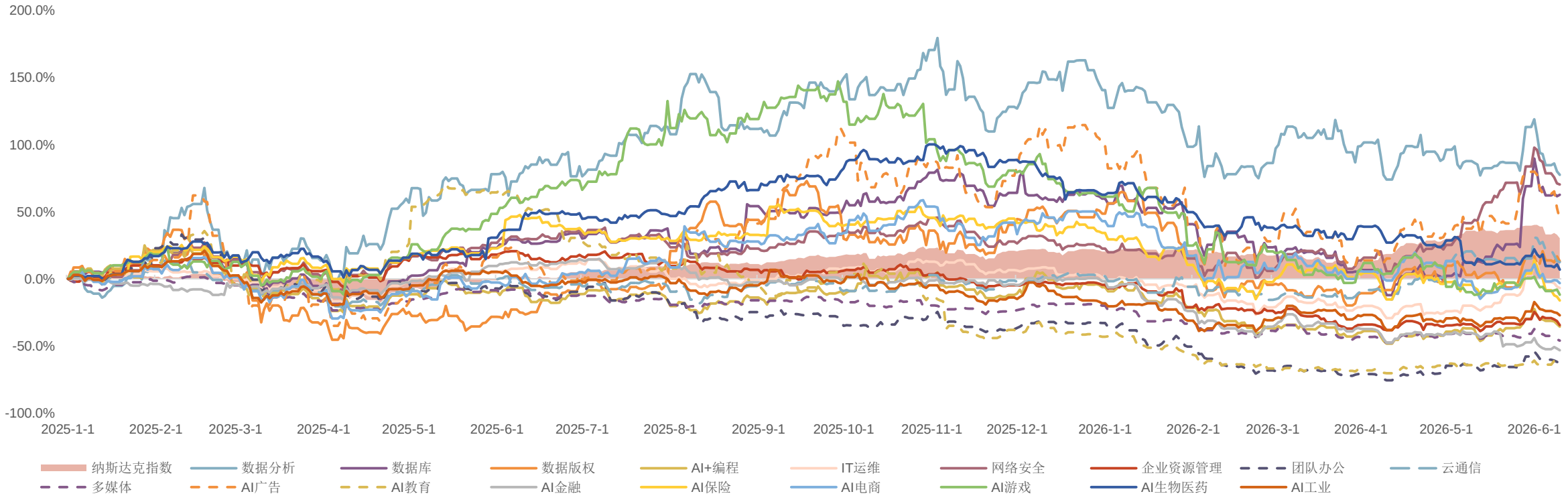
仅供内部参考，请勿外传！

1.1 美股AI应用分化加剧，数据基础设施、网络安全相对跑赢

25年以来数据基础设施、网络安全领域市值涨幅明显跑赢纳斯达克指数，行业垂类方面AI广告表现优异

1）2025-2-19至2025-4-8：DeepSeek冲击美股科技板块，特朗普关税政策引发消极情绪，纳斯达克指数-23.8%；
AI算力-16.0%、IT运维-22.4%、企业资源-19.2%、AI金融-7.7%、AI保险-21.3%、AI游戏-21.5%、AI生物医药-19.8%，相对跑赢大盘；
2）2025-4-9至2025-9-22：关税担忧缓解，美股软件享受AI带来的溢价，数据分析+132.9%，数据版权+195.1%，AI广告+172.1%，AI游戏+175.2%；
3）2025-9-22至2026-6-10：Anthropic推Clawbot后AI颠覆软件言论冲击软件板块，纳斯达克指数+10.4%，云通信+14.5%、网络安全+26.1%，相对跑赢大盘。

图1：25年以来纳斯达克指数与AI应用各细分领域重点公司市值涨跌幅



资料来源：彭博，光大证券研究所整理，数据时间2025-1-4至2026-6-10，AI应用各细分领域重点公司选取参考表1-表3（暂不重点分析CSP厂商，剔除谷歌，meta，亚马逊）

仅供内部参考，请勿外传！

1.2 AI应用估值处于历史中枢下沿，替代风险已较为充分定价

当前软件行业多数风险已被市场充分定价，重点AI应用公司与标普北美技术软件公司的估值均为历史较低水平

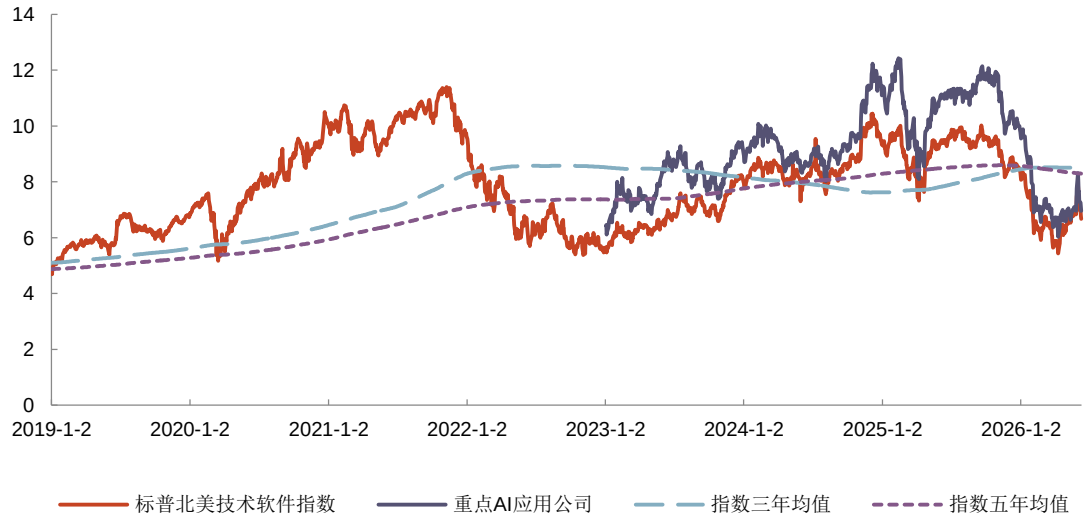
我们选取64家重点AI应用公司计算其远期12个月PS估值，与标普北美技术软件指数对比，2023年以来大部分时间段AI应用公司的远期12个月PS估值高于软件指数，2024年4月-2024年10月该估值差有所收窄，反映了AI应用公司的高估值更多由宏观经济和基本面驱动，AI驱动的投资情绪有所冷却;但2025年4月至12月该估值差迅速扩大并回到历史高位，表明AI应用交易情绪重新活跃。2026年1月起，随着“AI取代SaaS”的论调蔓延，估值差急剧缩小。截至2026年6月10日，标普北美技术软件指数远期12个月PS为6.8倍，重点AI公司远期12个月PS为7.0倍。

AI应用的不同细分领域估值出现分化，与网络安全、IT运维、数据相关的技术软件估值更高

1）“40法则”：在美股SaaS公司中，常使用营收同比增速+营业利润率之和衡量公司基本面强劲程度。若该指标大于40，则被认为是兼具营收成长性和盈利能力的公司。

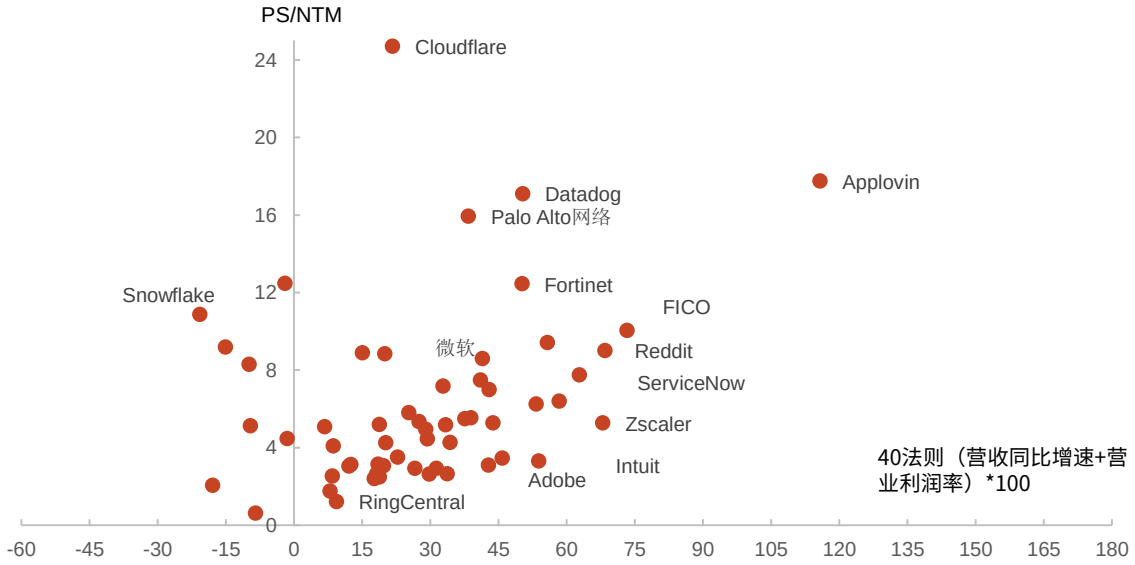
2）若以“40法则”指标为横轴，远期12个月PS估值为纵轴，部分领域公司估值明显偏离中枢。截至2026年6月10日，网络安全公司NET、PANW，IT运维领域DDOG，数据库SNOW，AI营销APP估值偏高；另一方面，数据相关公司SSTK，云通信RNG，多媒体Adobe，AI金融INTU等公司估值偏低。

图2：标普北美技术软件指数与重点AI应用公司PS-NTM



资料来源：彭博，光大证券研究所整理，数据时间2019-1-1至2026-6-10，
重点AI应用公司选取参考表1-表3（暂不重点分析CSP厂商，与图1一致，剔除谷歌，meta，亚马逊）

图3：重点AI应用公司“40法则”与PS-NTM的关系



资料来源：彭博，光大证券研究所整理，数据截止时间2026-6-10，重点AI应用公司选取参考表1-表3
注：排除极端值，即PS大于30或40法则小于-40/大于120，包括Palantir、C3.AI、Figma、CoreWeave和Nebius

仅供内部参考，请勿外传！

1.3 重点AI应用公司：估值修复主导行情，业绩兑现带来结构性溢价

表1：美股AI应用公司（AI算力、数据分析、数据库、数据版权、AI编程、网络安全、IT运维）股价涨跌幅与驱动因素拆分、远期12个月PS估值

领域	公司	主营业务	股价涨跌幅				远期12个月营收一致预期涨跌幅				远期12个月PS一致预期涨跌幅				当前PS	五年均值
			25M2-25M4	25M4-25M9	25M9-26M4	26M4-26M6	25M2-25M4	25M4-25M9	25M9-26M4	26M4-26M6	25M2-25M4	25M4-25M9	25M9-26M4	26M4-26M6		
AI算力租赁	微软	云服务/办公	-13.4%	45.1%	-27.9%	7.1%	-0.1%	10.0%	9.0%	4.9%	-14.8%	33.1%	-34.6%	3.4%	7.7	10.5
	Oracle	云服务与ERP	-30.8%	163.6%	-57.9%	45.7%	2.9%	12.0%	16.5%	8.4%	-32.0%	138.3%	-64.5%	39.4%	6.4	6.2
	CoreWeave	高性能AI算力		205.5%	-23.4%	-6.3%		4.4%	47.2%	26.0%		189.1%	-44.4%	-18.7%	2.9	5.7
	Nebius	云服务	-58.3%	431.4%	36.0%	46.0%	20.6%	149.1%	138.7%	65.6%		69.9%	-39.8%	4.7%	7.5	6.4
数据分析	Palantir	数据分析	-38.0%	131.9%	-28.6%	1.7%	0.5%	28.8%	48.0%	18.5%	-40.5%	81.0%	-53.1%	-11.4%	33.7	31.2
	C3.AI	数据分析	-42.6%	1.5%	-55.3%	30.4%	3.9%	-31.5%	-29.9%	4.4%	-41.9%	57.2%	-35.0%	30.8%	6.9	9.3
数据库	Snowflake	数据仓库	-30.7%	71.9%	-47.2%	98.1%	6.9%	14.3%	15.7%	9.4%	-32.8%	53.4%	-53.9%	84.6%	12.5	22.6
	MongoDB	非结构化数据库	-51.1%	121.9%	-30.2%	54.1%	2.6%	11.4%	14.2%	6.4%	-46.6%	99.4%	-39.8%	46.5%	8.9	14.5
数据版权	Shutterstock	内容平台	-47.9%	45.0%	-21.0%	-17.8%	5.1%	-0.7%	-13.2%	-12.8%	-49.2%	43.5%	-5.7%	-5.9%	0.6	2.1
	Reddit	社交平台	-52.5%	189.8%	-45.7%	23.2%	-0.4%	33.0%	31.5%	9.3%	-54.0%	124.8%	-57.9%	15.1%	9.0	12.4
AI+编程	GitLab	一体化DevSecOps平台	-43.4%	22.1%	-60.8%	46.8%	5.5%	9.5%	7.9%	4.1%	-44.4%	14.5%	-62.8%	41.7%	4.1	13.2
	UiPath	企业自动化平台	-33.8%	33.1%	-28.6%	14.6%	-0.8%	7.4%	7.1%	3.1%	-31.8%	19.7%	-32.8%	7.8%	3.0	9.3
IT运维	Datadog	数据监测	-33.4%	59.0%	-23.8%	116.0%	0.0%	13.7%	12.9%	11.0%	-34.1%	42.5%	-32.1%	98.2%	17.1	18.0
	Dynatrace	APM	-33.9%	17.9%	-33.4%	25.4%	-0.1%	9.5%	8.9%	4.7%	-35.1%	9.2%	-40.1%	19.2%	4.9	10.0
	ElasticNV	数据搜索	-36.2%	21.4%	-51.4%	40.4%	5.0%	6.9%	10.1%	4.6%	-37.6%	16.6%	-57.1%	36.2%	3.1	7.1
	Nutanix	AI负载优化	-19.4%	29.6%	-54.4%	44.3%	6.7%	7.8%	2.7%	3.6%	-22.8%	21.3%	-56.2%	43.4%	4.3	4.9
	ServiceNow	低代码	-27.1%	30.3%	-56.2%	27.8%	-0.2%	10.1%	11.5%	5.9%	-28.4%	20.0%	-61.2%	21.9%	6.2	13.2
	IBM Corp	全栈型平台	-16.0%	22.8%	-15.0%	18.0%	-0.1%	5.6%	3.8%	1.5%	-16.2%	17.7%	-18.0%	16.9%	3.5	2.6
网络安全	CrowdStrike	端点网络安全	-28.6%	51.7%	-23.1%	70.9%	6.1%	10.5%	11.7%	5.8%	-30.5%	40.0%	-31.1%	64.7%	25.7	19.7
	Palo Alto	综合网络安全	-26.8%	36.5%	-25.2%	69.0%	0.2%	6.9%	20.6%	5.3%	-28.1%	30.3%	-24.0%	61.3%	15.9	10.3
	Fortinet	综合网络安全	-22.9%	-3.6%	-9.8%	81.1%	0.0%	5.3%	6.5%	5.1%	-23.9%	-7.9%	-18.5%	71.5%	12.4	9.9
	Cloudflare	Web应用安全	-42.3%	134.3%	-26.8%	31.5%	0.1%	13.4%	17.5%	7.2%	-44.1%	110.6%	-37.9%	26.1%	24.7	25.0
	Rubrik	云安全	-32.4%	52.4%	-45.6%	62.8%	11.0%	19.6%	16.0%	7.2%	-35.6%	43.1%	-49.8%	39.2%	8.3	10.1
	Zscaler	云安全/零信任	-18.4%	64.7%	-59.5%	5.7%	5.1%	12.9%	10.7%	3.5%	-20.1%	51.2%	-63.2%	4.9%	5.3	16.4

资料来源：彭博，光大证券研究所整理，数据截止时间2026-6-10

仅供内部参考，请勿外传！

1.3 重点AI应用公司：估值修复主导行情，业绩兑现带来结构性溢价

表2：美股AI应用公司（CRM、ERP、办公、通信、多媒体）股价涨跌幅与驱动因素拆分、远期12个月PS估值

领域	公司	主营业务	股价涨跌幅				远期12个月营收一致预期涨跌幅				远期12个月PS一致预期涨跌幅				当前PS	五年均值
			25M2-25M4	25M4-25M9	25M9-26M4	26M4-26M6	25M2-25M4	25M4-25M9	25M9-26M4	26M4-26M6	25M2-25M4	25M4-25M9	25M9-26M4	26M4-26M6		
客户关系管理	Salesforce	CRM	-25.8%	2.3%	-33.9%	3.6%	1.1%	5.3%	7.2%	2.1%	-25.3%	-3.5%	-40.5%	-9.4%	2.9	6.2
	HubSpot	CRM	-39.4%	7.4%	-63.2%	0.3%	0.2%	11.0%	11.0%	4.0%	-40.8%	-1.4%	-67.1%	-5.2%	2.5	10.9
	pegasystems	CXM AI合规	-27.5%	92.2%	-34.4%	-16.4%	0.0%	8.4%	14.9%	2.8%	-28.1%	73.8%	-43.4%	-18.7%	2.6	4.1
	Klaviyo	AI客户数据分析	-45.0%	38.0%	-54.3%	-11.5%	6.3%	14.0%	13.8%	5.6%	-47.1%	37.0%	-57.1%	-22.5%	2.6	7.4
	Appfolio	房地产SaaS	-2.1%	36.9%	-49.7%	17.4%	0.0%	8.9%	9.2%	4.6%	-4.2%	25.4%	-52.6%	12.9%	5.2	9.0
企业资源管理	SAP	ERP	-18.8%	11.7%	-38.5%	4.4%	-0.5%	1.4%	3.6%	2.7%	-23.8%	3.9%	-41.0%	4.2%	4.3	5.6
	Workday	人力资源	-20.8%	15.3%	-53.6%	22.2%	3.5%	6.4%	5.4%	2.6%	-22.1%	9.6%	-57.8%	15.3%	3.1	7.4
团队办公	Monday	团队办公	-32.2%	-2.9%	-72.3%	38.9%	0.0%	11.7%	7.2%	4.8%	-31.8%	-11.6%	-73.9%	34.3%	2.7	13.1
	Atlassian	团队办公	-41.7%	-7.2%	-66.5%	60.2%	-0.1%	8.8%	11.9%	3.2%	-43.0%	-13.6%	-70.0%	51.0%	3.2	14.0
	Asana	项目管理	-42.1%	4.7%	-62.2%	38.8%	0.8%	3.8%	4.6%	2.6%	-40.5%	2.5%	-63.0%	35.3%	2.1	9.9
云通信	Twilio	团队通讯	-35.2%	29.3%	11.8%	76.0%	0.0%	6.5%	10.9%	4.7%	-36.2%	22.4%	-0.8%	69.4%	5.2	5.3
	RingCentral	云通信平台	-36.4%	49.7%	4.0%	15.6%	-0.1%	2.3%	1.8%	1.2%	-35.1%	46.8%	-5.3%	14.5%	1.2	3.0
	Zoom	视频会议	-21.7%	25.2%	-5.1%	18.6%	0.7%	2.4%	3.3%	1.4%	-22.5%	23.8%	-8.5%	11.7%	5.3	6.9
	DocuSign	签名	-19.5%	20.6%	-49.5%	5.2%	1.3%	4.9%	6.0%	2.1%	-19.7%	14.2%	-53.9%	1.8%	2.4	6.6
多媒体	Adobe	数字设计	-26.7%	7.1%	-38.1%	3.6%	2.0%	5.5%	5.1%	0.0%	-29.1%	1.7%	-44.2%	2.1%	3.5	9.8
	Autodesk	工业设计	-19.2%	35.8%	-32.7%	1.3%	3.5%	7.5%	9.4%	2.9%	-21.5%	26.9%	-39.2%	-0.9%	5.5	9.0
	Figma	产品设计			-69.1%	9.0%			20.8%	9.2%			-73.1%	2.4%	6.7	14.8
	SoundHound AI	语音	-37.2%	141.1%	-62.9%	5.0%	12.1%	12.7%	24.4%	8.0%	-39.5%	120.1%	-68.3%	-2.4%	10.9	18.5

资料来源：彭博，光大证券研究所整理，数据截止时间2026-6-10

仅供内部参考，请勿外传！

1.3 重点AI应用公司：估值修复主导行情，业绩兑现带来结构性溢价

表3： 美股AI应用公司（行业垂类AI）股价涨跌幅与驱动因素拆分、远期12个月PS估值

领域	公司	主营业务	股价涨跌幅				远期12个月营收一致预期涨跌幅				远期12个月PS一致预期涨跌幅				当前PS	五年均值
			25M2-25M4	25M4-25M9	25M9-26M4	26M4-26M6	25M2-25M4	25M4-25M9	25M9-26M4	26M4-26M6	25M2-25M4	25M4-25M9	25M9-26M4	26M4-26M6		
AI广告	Meta	社交平台	-28.7%	49.9%	-17.7%	-9.3%	-0.4%	12.7%	18.2%	5.4%	-29.7%	32.3%	-31.0%	-12.8%	5.3	6.4
	谷歌	搜索引擎	-21.3%	74.5%	25.6%	12.3%	-0.5%	7.4%	13.7%	9.1%	-22.1%	60.1%	9.1%	3.9%	9.4	7.0
	AppLovin	移动营销	-52.6%	173.5%	-39.2%	26.0%	-0.6%	8.1%	29.9%	9.6%	-56.7%	139.9%	-52.0%	16.6%	17.8	11.0
AI教育	Duolingo	语言教育	-33.6%	5.5%	-70.9%	35.4%	7.1%	17.8%	5.5%	2.5%	-34.5%	-8.0%	-71.5%	32.7%	4.4	11.8
	Chegg	题库	-67.4%	274.1%	-56.5%	37.5%	-18.4%	-23.1%	-33.2%	-18.3%	-60.1%	378.2%	-30.4%	57.1%	0.6	2.7
AI金融	Intuit	金融财税	-6.2%	29.0%	-50.0%	-19.0%	3.0%	9.7%	5.8%	4.3%	-8.2%	19.2%	-53.8%	-21.6%	3.3	9.4
	Bill	财务自动化	-37.0%	41.2%	-35.0%	-6.7%	-0.1%	3.8%	7.7%	3.2%	-37.9%	37.3%	-41.6%	-7.7%	1.8	14.0
	FICO	信用评估	-6.5%	-8.2%	-40.1%	32.3%	-0.3%	6.5%	20.7%	4.2%	-8.1%	-13.8%	-51.0%	24.5%	10.0	14.4
	nCino	银行操作系统	-33.9%	37.5%	-42.4%	-11.7%	-2.9%	5.1%	5.7%	2.8%	-29.7%	29.3%	-45.8%	-17.3%	2.5	8.5
AI保险	Lemonade	保险	-34.7%	137.6%	-8.8%	2.6%	4.5%	40.9%	28.8%	10.0%	-35.7%	64.3%	-24.1%	-3.1%	3.1	6.6
	Guidewire	保险软件	-19.8%	41.6%	-51.8%	-1.2%	4.0%	12.1%	11.1%	5.5%	-21.4%	28.3%	-57.0%	-6.4%	5.8	10.0
AI电商	Amazon	电商平台	-24.7%	33.4%	4.7%	-0.2%	-0.3%	6.5%	8.4%	5.4%	-25.5%	26.4%	-3.4%	-4.7%	2.9	2.8
	Shopify	电商平台	-40.4%	103.8%	-29.5%	-2.3%	-0.3%	13.5%	18.3%	5.8%	-41.6%	79.6%	-40.4%	-7.5%	8.6	14.0
	曼哈顿联合软件	零售AI助手	-23.3%	50.0%	-44.0%	20.1%	0.0%	3.4%	4.1%	2.3%	-24.5%	44.7%	-47.5%	17.6%	7.2	12.1
AI游戏	Unity	游戏引擎	-23.2%	174.1%	-52.9%	23.3%	0.3%	6.1%	12.2%	4.1%	-21.8%	163.6%	-56.6%	18.6%	5.1	9.9
	Roblox	游戏创作社区	-22.5%	167.2%	-59.4%	-25.3%	-0.5%	11.3%	24.0%	-4.7%	-22.8%	135.6%	-65.2%	-20.4%	4.5	9.7
AI生物医药	TempusAI	精准医疗	-54.6%	130.6%	-50.0%	15.2%	34.6%	13.7%	13.2%	5.3%	-60.7%	107.4%	-54.8%	11.3%	5.1	8.2
	Veeva	生物医药	-10.1%	34.3%	-46.1%	8.1%	2.8%	8.7%	8.4%	4.1%	-11.1%	24.8%	-50.7%	4.1%	7.0	13.5
	Insmed	生物医药	-20.1%	123.2%	6.7%	-40.6%	13.1%	36.6%	173.1%	11.1%	-30.9%	82.0%	-53.8%	-43.4%	9.2	19.3
AI工业	Bentley	基建工程软件	-19.0%	38.8%	-41.6%	3.7%	1.6%	5.8%	8.4%	2.7%	-18.8%	31.8%	-46.5%	2.0%	5.5	10.5
	Samsara	AI物联网	-44.0%	15.1%	-34.2%	26.3%	5.4%	12.9%	14.1%	6.6%	-44.8%	11.7%	-46.1%	20.5%	8.8	13.8
	Descartes	地理空间AI	-18.0%	9.8%	-39.0%	17.2%	1.6%	5.5%	6.6%	3.0%	-18.4%	5.2%	-43.0%	14.0%	7.5	11.9

资料来源：彭博，光大证券研究所整理，数据截止时间2026-6-10

仅供内部参考，请勿外传！

1.3 重点AI应用公司：估值修复主导行情，业绩兑现带来结构性溢价

整体来看，美股应用软件股价上涨更多呈现为估值驱动为主、业绩驱动为辅，少数AI方向形成业绩与估值共振的局面。

传统SaaS、数据、安全、游戏/工业多受AI重估与风险偏好影响主要以估值驱动为主；业绩驱动集中在部分AI教育、AI生物医药、AI保险等少数基本面兑现方向；算力、广告、多媒体则由收入上修与AI估值共振。

估值驱动：AI主题重估/风险偏好切换主导

1）客户关系/企业资源/团队办公/云通信/部分多媒体等传统应用SaaS：AI Agent替代、席位制SaaS商业模式被重估；Salesforce、HubSpot、Atlassian、Monday、Zoom、Adobe这类收入预期变化不大，但PS压缩或修复幅度很大，是典型的估值驱动。Salesforce近年也持续受到“AI工具可能替代传统企业软件任务”的担忧影响。

2）数据库/数据分析/数据版权：AI数据层、训练数据、企业数据资产重估；Snowflake、MongoDB、Palantir、Reddit等股价弹性主要来自业务逻辑重估，其中Palantir被市场按“AI操作系统/企业AI平台”重新定价。

3）网络安全/IT运维/AI编程：Datadog、Dynatrace、Elastic、GitLab、MongoDB、Snowflake等公司在AI数据栈、可观测性、开发效率提升中有一定受益，但短期收入预期并未同步大幅上修，股价更多跟随估值扩张或收缩，核心是市场对AI基础设施、可观测性、自动化运维、AI编程效率、云安全等叙事的估值再定价。

4）AI金融：利率、监管、AI替代风险导致估值切换；FICO、Bill、nCino等主要是以估值压缩或估值修复为主。

5）AI游戏/AI工业：长久期成长股风险偏好修复+AI应用叙事；Unity、Roblox、Samsara、Descartes、Bentley等多数是PS扩张/收缩主导。

业绩驱动：收入预期上修或产品兑现

1）AI教育中的Duolingo：用户增长、订阅转化、AI学习产品兑现。

2）AI生物医药：产品商业化、管线/适应症预期、行业需求改善；Insmed一类公司收入预期上修幅度很大，股价偏业绩驱动；TempusAI则受益于AI诊断、医疗数据、检测量增长预期。

3）AI保险：保险核心系统云迁移、续费、实施兑现；收入预期上修较明显，估值也有帮助，但相对传统SaaS更接近基本面兑现。

共同驱动：业绩改善+AI估值重估共振

1）AI算力租赁/云基础设施：OpenAI、CoreWeave、Oracle、Stargate、GPU云算力合约推动收入预期上修，同时稀缺算力带来PS重估；CoreWeave与OpenAI在2025年多次扩大合作，合约总额被报道升至224亿美元，这类事件同时推升业绩预期和估值。

2）AI广告：广告算法效率提升+AI投放平台重估；AppLovin、Meta、Google既有收入/利润改善，也有AI广告平台化估值提升。AppLovin因AI广告模型、广告收入和利润率改善被市场重估，是“业绩+估值”共同驱动的代表。

3）多媒体：SoundHound、Figma等有产品收入预期改善，但更主要是AI原生应用重估；SoundHound涨幅明显超过收入预期变化，属于共同驱动但偏估值驱动。

仅供内部参考，请勿外传！

1.4 美股AI应用叙事从“产品可用”跨入“收入可见”阶段

2023年美股AI应用普涨：美国AI产业发展早期，叙事为王，表现优异的板块包括：

1）广告营销、数据分析：由于生成式AI的商业模式尚不成熟，基于传统决策式AI的广告营销、数据分析受益于全社会资金和人才资源倾斜，率先兑现业绩，走出业绩和估值双击的行情；

2）网络安全：在2017-2021云计算周期表现优异的网络安全板块继续被炒作，估值普遍达到15-20x PS，远超其他软件公司；

3）传统SaaS公司：在工作流中引入聊天机器人，商业逻辑未闭环，但AI叙事无法证伪，叠加业绩修复走出双击行情。

2024年美股AI应用波动加剧：宏观、基本面与AI预期开始博弈，股价走势出现明显分化

1）市场开始重视业绩：市场明白AI商业化需要时间，也不严格要求AI商业化兑现，但要求AI叙事不能脱离基本面，比如SaaS公司24Q1业绩指引承压引发AI应用普跌，SNOW和MDB虽然AI叙事通畅，但业绩承压导致股价大跌；而业绩相对稳健的NOW、SAP等，即便其业绩中AI贡献占比较低，也可以撑得起较高的估值。另一方面，若AI真能兑现业绩则不吝啬估值，比如20x PS以上的APP和FICO，50x PS以上的PLTR;

2）24M11以来，美股AI应用受宏观因素主导：特朗普胜选后市场对于美国经济预期乐观支撑牛市，2025年2月DeepSeek冲击美股科技板块，特朗普关税政策引发消极情绪，25M4随着关税担忧缓解+AI算力乐观情绪，科技板块估值持续攀升。

2025年美股AI应用分化加速：美国AI产业从“AI叙事普涨”进入“业绩兑现期”

1）AI广告、数据分析：AI最先在可量化ROI场景兑现，APP受益于AI广告引擎AXON带来的投放效率提升，成为AI广告商业化代表；PLTR则凭借AIP把AI嵌入政府和企业决策流程，2025年多次上调收入预期，股价一度成为S&P500中表现最强的AI应用标的之一;

2）AI云、数据基础设施： 随着企业AI应用从试点走向生产环境，算力租赁、云基础设施、数据库、数据仓库和数据治理的重要性继续提升。市场开始重视谁掌握企业私有数据、谁能提供稳定推理环境、谁能把AI接入真实业务流程，因此ORCL、SNOW、NBIS等相关方向获得更多关注。

2026年至今美股AI应用再定价：市场围绕大模型是否吞噬软件展开新一轮博弈

1）“AI吞噬软件”叙事压制部分SaaS估值：26年初市场担心AI Agent会替代传统软件功能，尤其是写作、设计、查询、代码、办公协作等端用户工具，导致部分SaaS估值承压。市场开始重新评估席位制收费模式的长期稳定性，工具型软件和低壁垒SaaS成为风险暴露较高的方向;

2）确定性刚需软件被重新认识为AI受益者：市场逐渐认识到，AI Agent并不会替代所有软件，反而有望增强具备确定性流程、行业Know-how和数据壁垒的软件系统。IT运维、网络安全、数据库等领域具备高准确性、高稳定性的特性，并深度嵌入企业核心流程，护城河相对较深。AI在这些场景中更多体现为效率提升、自动化增强和使用场景扩展，而非对原有软件的完全替代，相关板块因而迎来估值修复。

仅供内部参考，请勿外传！

2、产业趋势：AI增收为慢变量，Agent商业化蓄势待发

- 2.1 软件行业基本面稳健，趋势上行但边际改善有限
- 2.2 C端AI应用：生成式AI流量整体分化，低门槛赛道有所承压
- 2.3 B端AI应用：定制化Agent是落地的主要场景，商业价值厚积薄发

仅供内部参考，请勿外传！

2.1 软件行业基本面稳健，趋势上行但边际改善有限

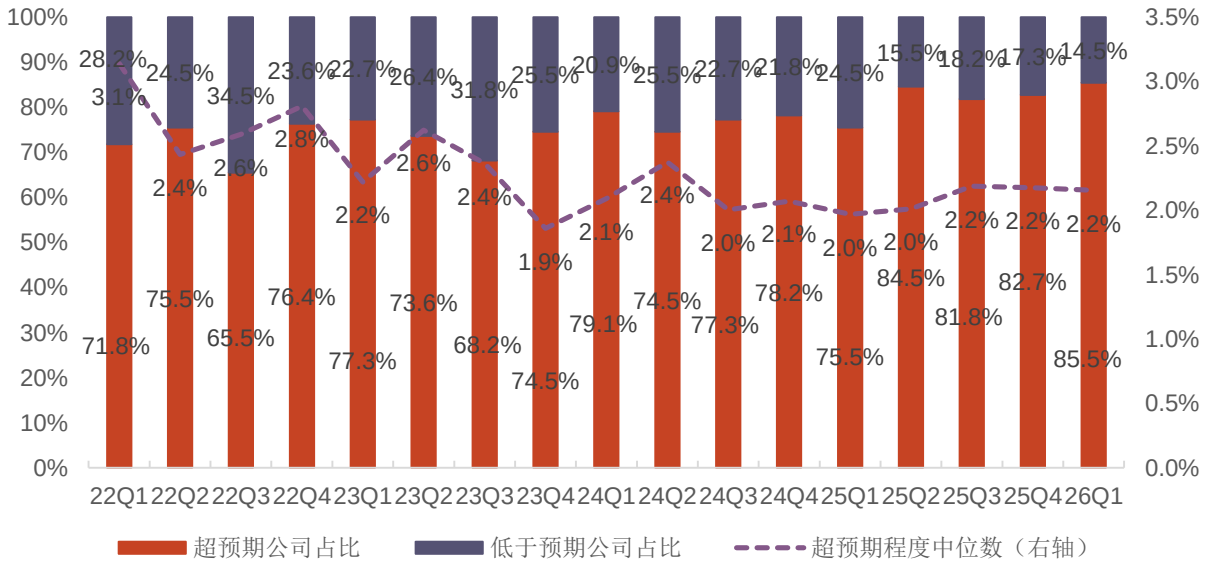
营收：超预期公司占比处于历史高位，超预期程度中位数较为稳定，表明业绩稳健，但AI尚未带来明显超预期的收入增量

标普北美技术软件成分股公司中，26Q1有85.5%的公司营收超预期，相比25Q4超预期公司占比有所提升。营收超预期的公司中，超预期程度的中位数为2.2%，相比25Q4的超预期程度维持稳定。

EPS：超预期公司占比较为稳定，超预期程度中位数下降，软件行业短期进入AI投资和扩张周期

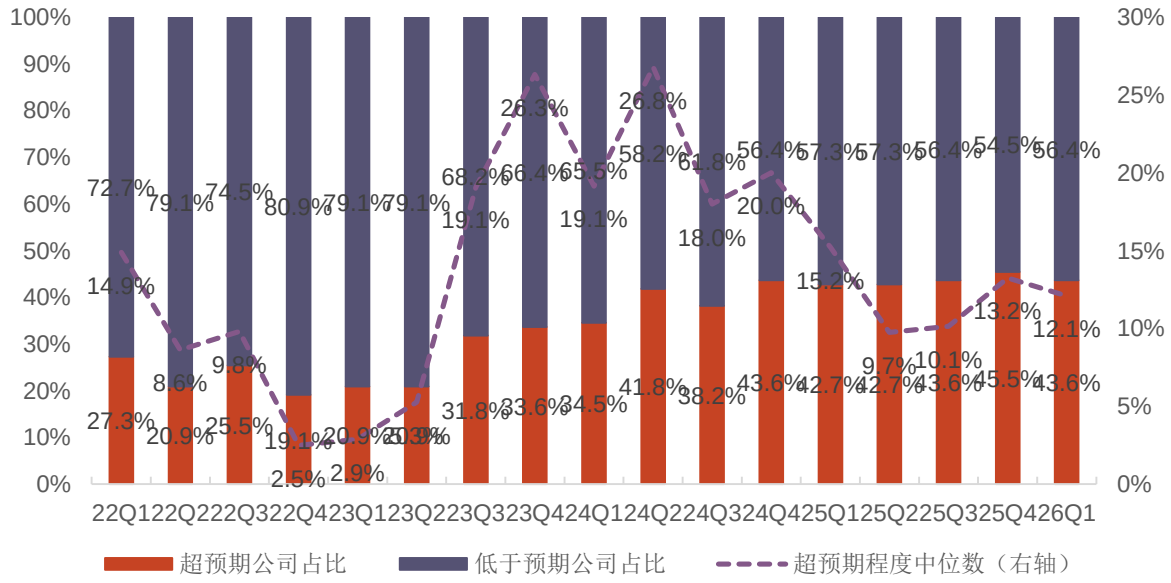
标普北美技术软件成分股公司中，26Q1有43.6%的公司EPS超预期，相比25Q4超预期公司占比有所下降，但近几个季度基本稳定在43%附近。EPS超预期的公司中，超预期程度的中位数为12.1%，延续了长期的下降趋势。

图4：22Q1-26Q1标普北美技术软件指数营收超预期公司占比和超预期程度中位数



资料来源：彭博，光大证券研究所整理

图5：22Q1-26Q1标普北美技术软件指数EPS超预期公司占比和超预期程度中位数



资料来源：彭博，光大证券研究所整理，已排除EPS为负的公司

仅供内部参考，请勿外传！

2.2 C端AI应用：生成式AI流量整体分化，低门槛赛道有所承压

生成式AI应用网站总体流量整体分化，多数赛道前期增长稳健，25年底出现集中回落，角色对话是唯一全程无大幅负增长的主流赛道。

●**通用AI前期稳健增长，年底与多赛道同步承压。**根据Similarweb，2025年8月-12月，通用AI赛道12周流量同比增速多数维持在4%-12%区间，整体呈平稳增长态势；但在2026年1月初，同比增速回落至-10%，与写作、图像生成赛道同步走弱。

●**角色对话（Character&Chat）赛道整体表现更具韧性。**2025年8月-2026年1月，角色对话赛道12周同比增速在-8%至7%区间窄幅波动，多数时段维持正增长，是主流赛道中表现最稳定的细分领域。

●**虽然生成式AI工具市场整体仍有韧性，但低门槛赛道年末下滑趋势凸显。**以2026年1月2日周流量为例，Writing&Content(-10%)、Design&Image Generation(-10%)、EdTech AI(-7%)、图像生成、教育类工具，因技术门槛较低、同质化竞争加剧，用户关注度正逐步向角色对话这类表现更稳定、更具差异化的赛道转移。

表4：2025年8月1日-2026年1月2日生成式 AI 各细分领域的网站流量周同比变化率趋势

12wk Change	8/1	8/15	8/29	9/12	9/26	10/10	10/24	11/7	11/21	12/5	12/19	1/2
General	6%	6%	4%	5%	12%	11%	11%	7%	11%	8%	1%	-10%
Character & Chat	-8%	-5%	-1%	2%	4%	7%	4%	7%	0%	-2%	-3%	7%
Design & Image Generation	-2%	0%	2%	-2%	-8%	-9%	-8%	-8%	-1%	0%	-1%	-10%
Writing & Content	-12%	-11%	-10%	-8%	-8%	-15%	-14%	-3%	1%	-3%	3%	-10%
EdTech AI	7%	-1%	5%	4%	4%	-1%	-10%	-13%	-12%	-8%	-14%	-7%
Customer Support & Experience	7%	11%	23%	16%	-5%	-20%	-22%	-23%	-27%	-20%	-7%	1%
All other	13%	10%	13%	3%	4%	-1%	1%	-3%	-5%	-9%	-5%	-30%

资料来源： Similarweb，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

2.3 B端AI应用：定制化Agent是落地的主要场景，商业价值厚积薄发

AI Agent是海外B端AI应用落地的理想形态：关键在于拥有强大的个性化、定制化能力，以适应不同领域的复杂工作需求

B端AI应用落地相较C端起步难，主要原因包括：1）企业内部决策流程较长：企业采购软件和解决方案通常需要经过内部测试、效果评估、合同审查等流程，延长了AI产品的交付周期；**2）业务复杂性与定制化需求：**不同行业甚至同一公司的不同部门对AI工具的需求都有较大差别，标准化产品很难推广，但定制化产品的推广效率和利润空间有限。**3）人机协同困难：**相比AI与人类员工协作，AI直接交付结果的效率更高。

但Agent能有效解决以上痛点：1）Agent具备将“定制化”转化为“标准化”的能力。使用Agent时可通过自然语言描述来定义工作内容，或通过自然语言处理和无代码的方式对工作流程进行改进，而无需进行额外的IT开发工作。**2）**Agent具备自主规划任务执行步骤、直接交付任务结果的能力，避免了低效的人机协同。

MCP、Agent2Agent等标准化协议推动Agent生态快速成熟，大型云厂商与SaaS企业将Agent作为战略核心，开发平台商业化落地进程加速

MCP已成为企业级工具链集成标准；Agent2Agent协议26M4生态伙伴破150家，成为跨框架 Agent通信事实标准降低异构智能体协作门槛。

2026年Q1，微软、谷歌、亚马逊、Salesforce均重点披露Agent开发平台的用户增长与收入数据，同时配套推出分布式运行时、托管服务等企业级基础设施。

图6：构建AI应用的五层基石理论



资料来源：Seednapse AI，光大证券研究所整理

表5：微软、谷歌、亚马逊、Salesforce Agent产品或开发平台26Q1商业化进展

公司	产品	近期商业化进展
微软	Agent 365	Agent 365于2026年5月1日正式商用（GA），推出统一控制平面，支持多云Agent治理与全生命周期管理
谷歌	谷歌云	26Q1推出 Gemini Enterprise Agent Platform，付费月活用户环比增长40%；Agent2Agent协议生态伙伴超150家，成为跨框架Agent通信标准；26M5 发布开源Agent Executor分布式运行时，全面完善谷歌云 Agent 开发、通信、部署全链路基础设施
亚马逊	Agentic AI	26Q1 Bedrock客户支出环比增170%，处理token量超此前历年之和；电商Agent Rufus月活同比+115%，用户互动量同比增近400%；26M4推出与OpenAI合作的Managed Agents预览版
Salesforce	Agentforce	FY2026Q4，Agentforce的ARR已达到8亿美元，同比增长169%，同时累计完成了29,000笔交易，环比增长50%

资料来源：各公司业绩电话会，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

3、分化时代寻锚：优选落地快、高变现的刚需 AI 应用

- 3.1 数据Infra：Token 驱动读写革命，数据底座迎来价值重估
- 3.2 IT运维：大模型推升遥测数据扩容，短期具备利好支撑
- 3.3 网络安全：AI扩张安全需求，平台化龙头率先受益
- 3.4 传统软件：商业模式重构，聚焦AI变现进展
- 3.5 垂类应用：高价值场景受益，关注AI落地效果

仅供内部参考，请勿外传！

3.1 数据Infra：Token 驱动读写革命，数据底座迎来价值重估

数据决策层： Palantir VS C3.AI

●**Palantir和 C3.AI**同样作为政企 AI 决策平台，两者均不绑定单一LLM大模型，均将语义本体、统一业务建模层作为打通底层异构数据、承接大模型推理的核心中间层。客户结构高度重合，均聚焦付费能力极强的大型企业与美国联邦政府、国防机构，差异在于Palantir政府业务基本盘稳固，C3.AI 联邦业务体量有限，增长重心持续分散至油气、制造、金融、医疗等多元垂直行业。市场进入策略方面，PLTR 依赖AIP Bootcamp模式（先验证价值、再谈合同），C3.AI依赖 IPD（初始生产部署）模式。

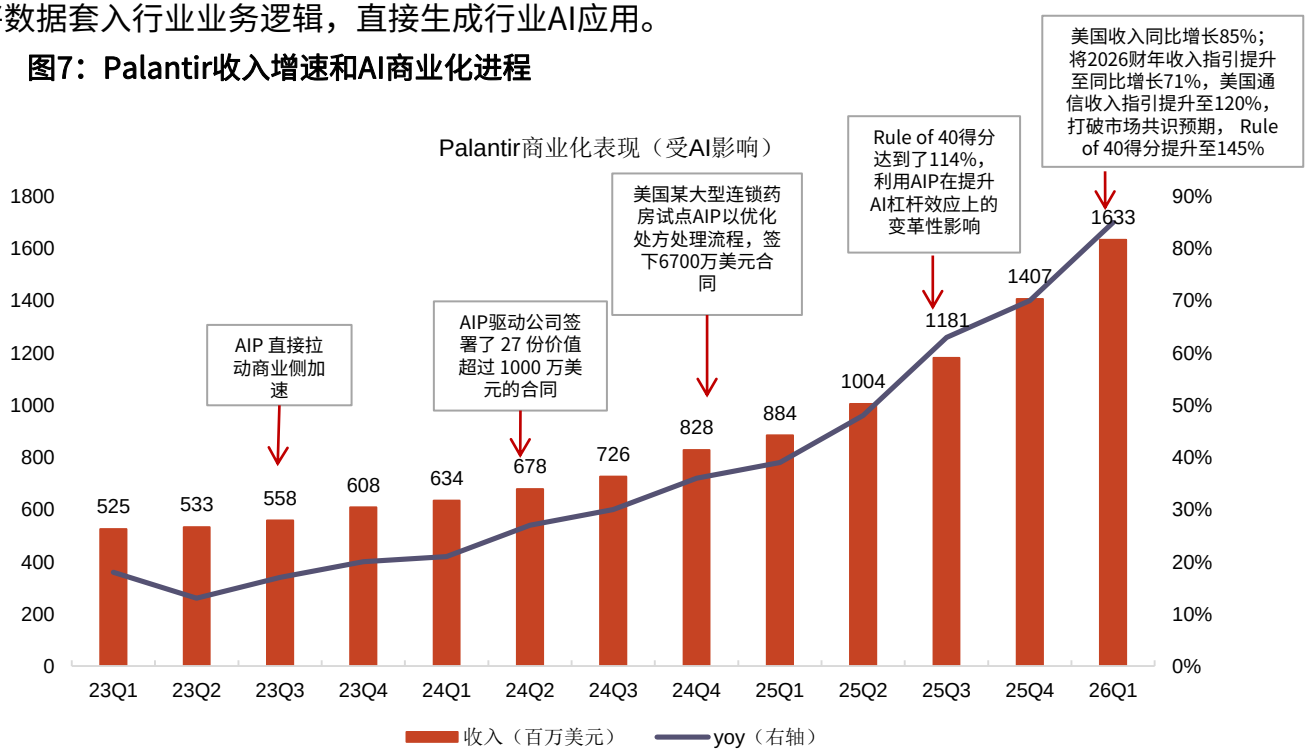
产品架构与交付模式的差异带来数据集成深度的不同。1）产品定位：PLTR 提供“全栈数据操作系统”，旨在重构企业核心IT架构；C3.AI则更偏向于提供预构建的垂直应用（如供应链优化、预测性维护），作为现有系统的补充；**2）交付模式：**PLTR 依赖其独创的 FDE（前沿部署工程师）模式，工程师直接嵌入客户业务，将定制化需求转化为平台可复用的能力；C3.AI则在重组后大幅依赖外部生态，推出 SIP（战略集成商计划），通过合作伙伴进行分销和实施。PLTR 在数据集成上不止打通内部数据，还打通外部、涉密等高敏感、高复杂度数据，直接输出最终决策结论；C3.AI则将数据套入行业业务逻辑，直接生成行业AI应用。

●**AI战略&商业化：**

1）**Palantir：**公司推出AIP平台，AIP的核心是将大模型与企业底层数据本体结合，使AI能够理解业务逻辑并执行跨部门的复杂工作流编排；随着底层推理成本大幅下降，AIP代理的调用量激增，每一次工作流执行都在丰富本体数据，形成极强的复利效应和客户粘性。PLTR的AI战略野心不仅是提升效率，而是直接消除传统静态工作流，实现企业运作方式的根本性重构（例如用AI原生CRM替代传统昂贵系统）；公司推出AI FDE（Agent+前端工程师），AI FDE已具备为复杂的 SAP ERP 系统迁移（从 ECC 转移至 S/4）提供支持的能力，以往需要数年时间才能完成的工作如今仅需短短 2 周即可完成。公司收入持续加速增长，某能源公司ACV从25Q1的400万增至25年末的2000万美元以上。

2）**C3.AI：**在新任CEO主导下AI战略转向“小而美”，放弃非核心领域，加倍投入其具备历史优势的工业和联邦政府领域，聚焦向核心客户兜售能快速带来“可衡量经济价值”的AI应用，而非底层IT重构。当前公司商业化的核心引擎是IPD（初始生产部署）模式，许多大客户如GSK、陶氏化学（Dow）、Holcim等都是通过这种方式逐步扩展合作的。公司正在有意识地提高IPD的准入门槛，更加注重项目质量而非数量，以确保每一个试点都能展现清晰的经济价值。FY26Q3，公司新增14个IPD项目（含5个生成式AI项目），累计达到408个，其中258个处于活跃状态。

图7：Palantir收入增速和AI商业化进程



资料来源：公司财报，公司业绩电话会，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

3.1 数据Infra：Token 驱动读写革命，数据底座迎来价值重估

数据存储层： MongoDB VS Snowflake

●**MongoDB 与 Snowflake** 通过云原生平台帮助客户统一归集数据，两者在底层架构（OLTP vs OLAP）上存在本质差异，但其AI战略殊途同归：致力于将AI能力深度内嵌至数据平台，实现“数据不出仓/库”。两者均处于从传统数据存储与分析向“AI原生应用与Agent基础设施”跨越的关键拐点，但会面临传统数据库（如Postgres）、云巨头（AWS、Azure）以及开源生态的竞争压力。

●**AI战略&商业化：**

1）**MongoDB：**公司推出 MongoDB Atlas 现代数据库，可与AI技术实现无缝集成，利用矢量搜索来创新数据处理，充分发挥检索增强生成（RAG）的强大功能。公司AI战略本质是以AI为工具，重做数据库迁移、检索、状态管理和应用开发范式。

AI采用率在提升，但收入贡献仍未穿透财务报表：公司于2025年2月收购了AI公司Voyage AI，并迅速将其先进的嵌入和重排序模型集成到Atlas平台中，通过API向开发者提供服务。FY27Q1自动化Voyage AI嵌入功能已进入公开预览阶段，极大地简化了开发者构建语义搜索应用的流程。FY26Q4管理层口径表述，AI尚未成为公司业绩的核心驱动，但公司已成功与多家前沿AI实验室及AI原生公司达成合作，并看到大型企业客户（如Adobe）开始利用其平台构建AI智能体应用；FY27Q1公司AI产品渗透进展显著，使用向量搜索和 Voyage 嵌入模型的客户数量同比几乎翻倍。

2）**Snowflake：**公司的核心产品 The Snowflake Platform 内置的 Snowflake Cortex 等AI能力，让用户能以自然语言查询和构建AI应用。FY26Q3 管理层已披露AI业务年化收入超过1亿美元，比原计划提前约一个季度实现，FY27 全年产品收入指引上调至58.4亿美元（增速31%），上调核心逻辑来自AI带来的客户用量提升。AI渗透率方面，截至FY27Q1共有超13900个账户启用任意AI功能，季度净新增了616名客户，同比增长38%；客户将更多工作负载迁移到Snowflake平台后，部署的用例数量同比增长114%。此外，截至FY27Q1核心AI产品CoCo（原Cortex Code）已经被超过7100个账户使用，CoCo为开发者提供了一种自然语言方式，可以直接在Snowflake中创建应用程序、管道、代理和工作流，带动核心数据平台的使用量。

表6：MongoDB和Snowflake对比

	MongoDB	Snowflake
技术架构和定位	MongoDB 围绕三项核心设计原则（文档数据模型、分布式系统设计、一致的体验）可以帮助更快地搭建一个优质的数据平台，以应对数据经济带来的挑战	Snowflake 的架构是传统共享磁盘和无共享数据库架构的混合体。与共享磁盘架构类似，Snowflake 使用中央数据存储库来存储可从平台中的所有计算节点访问的持久数据
客户	偏向开发团队、应用团队、AI-native 创业公司	偏向CIO/CDO、数据平台主管理者、分析与治理预算
市场进入策略	依赖强大的“开发者生态”作为增长飞轮	以大型战略合作为核心的“高打高走”模式，与埃森哲等SI巨头深度绑定
AI战略差异	其AI战略本质是以AI为工具，重做数据库迁移、检索、状态管理和应用开发范式	致力于将前沿智能带到企业数据的源头，确保安全、可扩展且不牺牲任何性能；通过Snowflake Cortex AI直接提供OpenAI最新模型
核心AI产品	MongoDB Atlas； Voyage AI	Snowflake Cortex AI； CoCo（原Cortex Code）
AI商业化进展	FY26Q4管理层口径表述，AI尚未成为公司业绩的核心驱动，FY27Q1公司AI产品渗透进展显著，使用向量搜索和 Voyage 嵌入模型的客户数量同比几乎翻倍	FY26Q3 管理层已披露AI业务年化收入超过1亿美元。截至FY27Q1共有超13900个账户启用任意Cortex AI 功能，核心AI产品CoCo（原Cortex Code）已经被超过 7100 个账户使用

资料来源：公司财报，公司业绩电话会，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

3.2 IT运维：大模型推升遥测数据扩容，短期具备利好支撑

AI 给 IT 运维工具软件带来好坏两面影响

●**利好：**1）AI通过告警降噪，有效缩短平均修复时间，减少系统停机、冗余人力投入等显性运营成本；2）AI基于历史运维数据挖掘与异常模式识别，可以在问题实际发生之前发出预警，实现预测性运维与自我修复；3）AIOps系统可实现更高的故障预测准确率和更高的异常检测精度；4）针对分布式复杂系统的多链路故障，AI可通过多维度运维数据关联分析与溯源拆解。

●**利空：**1）AI的有效性依赖于数据的质量和完整性，并伴随着持续的模型漂移管理与维护成本；2）传统标准化流程型运维SaaS面临替代压力，如果没有对AI模型行为（如幻觉率、输出质量、token消耗）的深度可观测能力，AI系统本身可能成为新的运维风险源；3）AIOps实际落地情况仍显滞后，工具碎片化严重制约了AI的规模化部署；4）AIOps赋能效果高度依附企业现有IT运维基础，对于数据治理薄弱、运维流程不规范的企业，AI会进一步放大原有管理与技术短板。

表7：IT运维头部公司核心定位、AI产品以及商业化进展

公司	生成式AI产品	主要切入场景	AI商业化进展
Datadog	Bits AI Agents, AI Observability	Bits AI 提供智能排障、代码修复、安全研判、自然语言查询、自定义自动化工作流能力；AI Observability 实现全栈统一观测，覆盖 AI 底层硬件资源、中层模型与 Agent 逻辑、上层用户交互及安全合规全链路	AI原生客户的收入在25Q3达到了总收入的12%；26Q1已有超过6500家客户使用至少一个AI集成功能（占总客户数约20%）；AI原生客户增长继续显著超过其他业务，22家客户每年花费超过100万美元，5家客户每年花费超过1000万美元
Dynatrace	Davis AI，Dynatrace Intelligence, AI Observability	Davis AI是Dynatrace 底层核心 AI 引擎，融合因果、预测、生成式能力；Dynatrace Intelligence提供 SRE/研发/安全专用智能Agent；AI Observability为面向客户自有 AI 业务的全栈观测模块	截至FY26Q4(26Q1)，已有500+客户正在部署Agentic AI，已有超过850个客户使用AI Observability
Elastic NV	Elastic search&AI套件	面向业务、AI 研发、知识库团队的生成式AI检索一体化产品	FY26Q4（26M2-26M4）17%的专业开发人员和19%的人工智能开发者使用Elasticsearch；FY26年度合同价值（ACV）10万美元及以上的客户中，已有超过600家在使用公司的AI能力
ServiceNow	Now Assist, Agentic AI（AI Control Tower等）	Now Assist本质上是嵌入在 ServiceNow 平台各模块中的生成式AI工具集；Agentic AI是运行在 Now 平台上的自主AI智能体，能感知、推理并独立完成复杂业务流程	公司指引26年AI收入突破15亿美元（原目标10亿美元）。26Q1 Now Assist相关业务表现超预期，年消费超百万美元的客户数同比增长超130%，包含3个及以上 AI 模块的复合订单数同比增长70%；AI Control Tower平均交易规模同比翻倍。
IBM	watsonx	统一生成式AI/基础模型/数据/治理/智能体一体化商用平台	26Q1AI相关软件业务规模超15亿美元，同比增长40%+，在软件业务中渗透率达25%；生成式 AI 订单占整体咨询业务积压订单的30%
Nutanix	Nutanix Agentic AI, Nutanix Enterprise AI	Nutanix Agentic AI 全栈方案简化架构、强化性能与安全，可控智能体 AI 令牌成本；Nutanix Enterprise AI凭借统一管理平台，在企业混合云环境中，安全高效推动 AI 从测试走向量产	FY26Q3（26M2-26M4）AI解决方案已在金融服务、医疗、高等教育等多个行业实现落地，但仍处于早期阶段

资料来源：各公司财报，各公司业绩电话会，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

3.2 IT运维：大模型推升遥测数据扩容，短期具备利好支撑

AI交易在IT运维软件内部的强分化：

- **Datadog：已从传统的云监控平台转型为AI原生基础设施可观测性平台。**我们认为，AI让基础设施复杂度、数据量、监控频率和故障处理需求同时上升，而Datadog的商业模式正好与这些变量同向放大。

1）统一云安全监控与可观测性SaaS平台，通过单一代理和统一平台提供服务：以“平台广度”著称，其Bits AI是一组智能体产品（SRE、安全分析师等），可用于自主告警调查与修复，公司亦提供LLM Observability模块追踪大语言模型应用。

2）AI战略清晰：一是监控AI栈，包括GPU/CPU、模型调用、应用层LLM性能；二是把AI注入自身平台，提升告警调查、根因分析和修复效率；三是抓住AI-native客户群，把当年的cloud-native成长逻辑复制到AI-native生态。

3）AI商业化：AI原生客户的收入在25Q3达到了总收入的12%；26Q1已有超过6500家客户使用至少一个AI集成功能（占总客户数约20%）；AI原生客户增长继续显著超过其他业务，22家客户每年花费超过100万美元，5家客户每年花费超过1000万美元。

- **Dynatrace：**与Datadog同属可观测性领域核心厂商，但主打服务大型复杂企业。公司不单独售卖AI模块，而是将Dynatrace Intelligence嵌入平台，通过提升整体平台使用量来变现。截至FY26Q4超850家客户使用其AI Observability，超500家部署了AI agent；其DPS模式已覆盖超75%的ARR，DPS客户的消耗量是非DPS客户的2倍，AI能力的加入正促使大客户更快地消耗其DPS额度。
- **Elastic NV：**通过其领先的混合搜索和向量数据库技术向“搜索AI公司”转型，客户采纳度持续提升，FY26Q4已有超过600家年度合同价值（ACV）超10万美元的客户使用其AI功能。
- **ServiceNow ：**Anthropic推出Managed Agents后，ServiceNow单日下跌约7.86%，市场担心AI侵蚀工作流软件的终局价值。公司正通过从附加功能转向内置AI能力的分层套餐，Now Assist 的 ACV 在 2025 年突破6亿美元（同比翻倍），并在 2026 Q1 进一步攀升至7.5亿美元。公司指引26年AI收入突破15亿美元。
- **IBM：**公司通过软件、咨询与基础设施的协同为客户提供一体化解决方案。IBM通过其watsonx平台，为企业提供构建、部署和管理AI模型及AI代理的工具。26Q1公司完成了对数据流平台Confluent收购，旨在解决AI应用中实时数据供给的瓶颈，将实时治理的数据流无缝对接至模型和Agent。截至2025年底，公司的生成式AI累计合同额已超过125亿美元，显示出强劲的市场需求和商业化进展；26Q1AI相关软件业务规模超15亿美元，同比增长40%+，在软件业务中渗透率达25%。
- **Nutanix：**公司近两年重点布局的项目是支持外部存储和企业级 AI 平台。公司于2026年3月发布了 Nutanix Agentic AI 全栈软件方案，旨在为企业提供安全、高效的本地 AI 推理平台，目前已支持 NVIDIA GPU，并计划通过与 AMD 的合作支持其 GPU；该业务在FY26Q3已在金融、医疗等受监管行业获得初步订单，作为独立 SKU 销售，为公司提供了新的增量收入来源。

仅供内部参考，请勿外传！

3.3 网络安全：AI扩张安全需求，平台化龙头率先受益

网络安全板块走势复盘：26年至今板块呈现V型反转，龙头公司股价再创新高

●下行段（26Q1）：

1）“AI直接替代安全软件”的叙事引发估值下杀：26M2 Anthropic推出了“Claude Code Security”，一款号称可以自主扫描企业代码库、识别漏洞并主动打补丁的AI智能体，触发美国网络安全公司与更广泛软件板块的连续回调与负反馈交易。

2）AI 原生安全需求被巨头自产能力承接：26年3月6日，微软宣布将安全智能体深度集成至M365 E7 Frontier Suite；26年3月12日谷歌则宣布将Wiz全面整合至Gemini赋能的“Agentic SOC”。26年4月7日，一份关于Anthropic新一代模型“Claude Mythos”的预览版由公司发布，描述该模型可在极低成本下自主识别零日漏洞并修复网络入侵。市场担忧企业削减外购安全产品预算，CrowdStrike、Palo Alto、Zscaler、Okta单日跌幅达6-7%。

●上行段（26M4至今）：市场逐步纠正“AI替代”叙事，转向AI扩张安全需求、行业扩容的共识

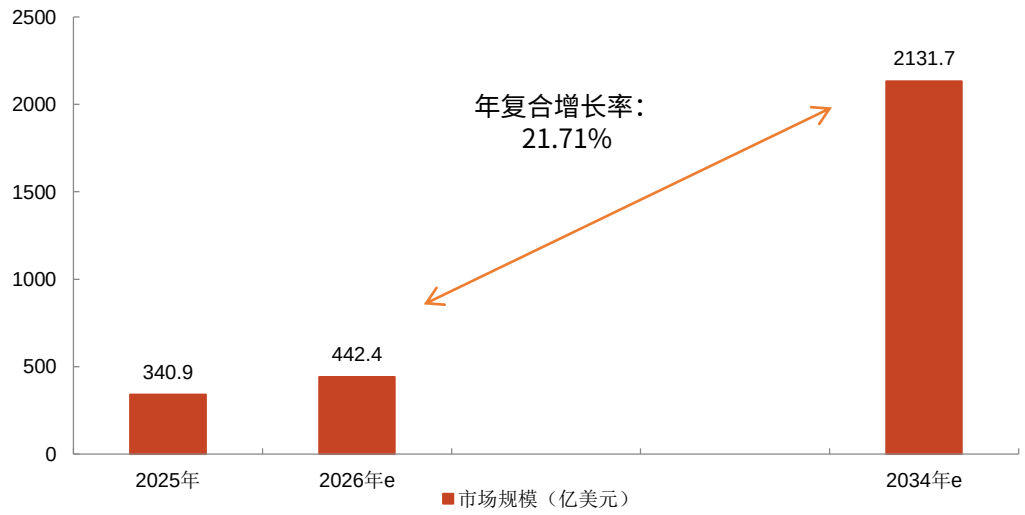
1）AI使得网络攻击面增加，倒逼企业加大安全预算：黑客使用AI批量生成钓鱼、恶意代码、漏洞利用，攻击成本近乎归零、攻击量级指数抬升；企业落地大模型、AI Agent带来提示词注入、权限越权、数据泄露、API失控全新风险，AI全链路都新增防护需求。尽管个别环节（如代码安全、部分人工服务）面临被自动化重塑，但AI新增网络安全细分赛道，例如AI Agent安全、AI应用自身安全、AI安全治理与合规等。

2）美国监管落地AI合规，强制支出：美国AI合规立法的多层结构已经形成，联邦层面出台框架性法案定规则、州层面先行落地具体条款、各法案之间交叉覆盖，企业落地AI必须配套安全审计，合规刚性采购打开增量空间，共同构筑了企业必须投入的合规底线。

3）AI大模型厂商与安全巨头合作：Anthropic推出Project Glasswing，OpenAI推出Trusted Access for Cyber（TAC）框架，均选择与CrowdStrike、Palo Alto Networks等头部安全厂商结盟，同时CrowdStrike自身亦启动了Project QuiltWorks行业联盟。这向市场释放了明确信号：安全巨头是AI落地的核心基础设施，而非被颠覆者。

●根据Fortune Business Insight，2025年全球人工智能在网络安全市场规模为340.9亿美元，预计将从2026年的442.4亿美元增长到2034年的2131.7亿美元，预测期内复合年增长率为21.71%。AI时代下网络安全整体预算仍然保持稳健增长。

图8：全球人工智能在网络安全市场规模



资料来源：Fortune Business Insight预测，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

3.3 网络安全：AI扩张安全需求，平台化龙头率先受益

网络安全板块：基本面与产品验证在龙头上先行兑现

从商业化成熟度看，Palo Alto Networks与CrowdStrike目前最接近“已验证的AI货币化”阶段：

1）AI驱动的需求下，Palo Alto Networks FY26Q3（26M2-26M4）显示下一代安全年化经常性收入（NGS ARR）同比增长60%至81.3亿美元，近期完成的对CyberArk（身份安全）和Chronosphere（可观测性）的重大收购整合进展顺利；SASE ARR达到了16亿美元（同比增长40%），XSIAM ARR超过6亿美元（同比翻倍）；其AI安全平台Prisma AIRS从FY26Q2的约100家跃升至FY26Q3的300余家。

2）CrowdStrike则依托平台销售模型，FY27Q1（26M2-26M4）Falcon Flex ARR超过19亿美元（同比增长超过99%），客户量升至超1900家； AI检测与响应产品AIDR的季度末ARR环比增长超过250%， Q2销售pipeline已超5000万美元；Charlotte AI的ARR环比加速增长。

3）Zscaler管理层明确给出FY26的AI Security ARR指引为超过5亿美元（vs前次指引为超过4亿美元）；FY26Q3（26M2-26M4）非seat型方案已占新增ACV超过30%，说明其AI货币化已经开始脱离传统座席模式。

Cloudflare与Rubrik为“高景气但仍在早期验证”的AI受益者：

1）Cloudflare尚未单独披露AI产品收入线，但AI已促使公司拿到更多大单，26Q1年付费超10万美元的大客户数量达4,416家（同比增长25%），贡献总营收的72%。公司内部AI使用量三个月增长超600%，97%研发工程师使用AI编码工具，开发者平台新增100万开发者（总数达550万），AI和代理型工作负载持续驱动网络和Workers开发者平台需求增长。

2）Rubrik则刚把Agent Cloud从测试推向正式可用，当前更多体现为产品方向与POC推进，而非收入兑现；不过其底座业务较强，FY27Q1（26M2-26M4）云ARR达13.94亿美元（同比增长43%），净留存率120%，订阅ARR超10万美元的客户达2946家（对比FY2026的2805家），为AI新模块扩张提供了客户基础。

此外，Fortinet不是最典型的“AI安全软件平台扩张”，而是AI带来的网络流量、内部分段、AI数据中心安全、SecOps自动化需求，反向推升FortiGate、SASE与SecOps增长。26Q1公司已披露AI驱动安全运营（SecOps）开票金额同比增长23%，达到1.66亿美元，占总开票金额的9%。

表8：网络安全代表公司季度收入增速

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
CrowdStrike	33.0%	31.7%	28.5%	25.2%	19.8%	21.3%	22.2%	23.3%	25.6%
Palo Alto网络	15.3%	12.1%	13.9%	14.3%	15.3%	15.8%	15.7%	14.9%	31.1%
Fortinet	7.2%	10.9%	13.0%	17.3%	13.8%	13.6%	14.4%	14.8%	20.1%
Cloudflare	30.5%	30.0%	28.2%	26.9%	26.5%	27.8%	30.7%	33.6%	33.5%
Rubrik	38.0%	35.2%	42.6%	47.5%	48.7%	51.2%	48.3%	46.3%	39.0%
Zscaler	32.1%	30.3%	26.4%	23.4%	22.6%	21.3%	25.5%	25.9%	25.4%

资料来源：彭博，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

仅供内部参考，请勿外传！

3.3 网络安全：AI扩张安全需求，平台化龙头率先受益

网络安全板块：基本面与产品验证在龙头上先行兑现

表9：网络安全头部公司AI产品以及AI商业化进展

公司	代表性生成式AI产品	主要切入场景	AI商业化进展
CrowdStrike	Falcon AIDR, Charlotte AI	Falcon AIDR：AI检测与响应；Charlotte AI：智能安全助手，不只是能查资料，还能够自动完成告警分类、威胁追踪、自动化检测和日常安全任务	FY27Q1（26M2-26M4） AI检测与响应产品AIDR的季度末ARR环比增长超过250%， Q2销售pipeline已超5000万美元；Charlotte AI的ARR环比加速增长
Palo Alto Networks	Cortex XSIAM, Prisma AIRS	Cortex XSIAM：扩展安全智能与自动化管理平台；Prisma AIRS：AI安全响应平台	截至FY26Q3（26M2-26M4）Prisma AIRS产品拥有超 300 家企业客户，单季度净增约200 家
Fortinet	FortiAI套件（Assist/Protect/SecureAI）	FortiAI套件：面向检测、运营与防护的三大“AI安全智能体”应用，覆盖威胁情报自动化收集与分析、运营辅助与治理能力演示与实操	26Q1公司已披露 AI驱动安全运营（SecOps）开票金额同比增长23%，达到1.66亿美元，占总开票金额的9%
Cloudflare	Workers AI, AI Gateway, Firewall for AI	Workers AI：促进AI应用在边缘的可扩展开发和部署，快速、经济实惠且遍布全球的开源AI推理；AI Gateway：连接任意模型，动态路由请求，并从一个统一网关管理使用、计费和日志；Firewall for AI：补充了现有的WAF规则，并针对这些LLM特有威胁设计了检测功能	26Q1年付费超10万美元大客户4416家（yoy+25%）；公司内部AI使用量三个月增长超600%，97%研发工程师使用AI编码工具，开发者平台新增100万开发者（总数达550万）
Rubrik	Rubrik AI，Rubrik Agent Cloud，Rubrik Annapurna	Rubrik AI：嵌入 Rubrik Security Cloud（RSC）的全域自主运营智能体；Rubrik Agent Cloud：企业 AI 智能体全生命周期韧性管控平台；Rubrik Annapurna：解锁非结构化数据中的AI	FY27Q1（26M2-26M4）云ARR达13.94亿美元、同比增长43%，净留存率120%，订阅ARR超10万美元的AI客户达2946家（对比FY26的2805家），为AI新模块扩张提供了客户基础
Zscaler	AI Protect，Agentic AI安全平台	AI Protect：通过发现和控制，扩大安全团队在AI生态系统中可见、管理和防御的内容；Agentic AI安全平台：扩展整个AI生态系统的保护，帮助组织以更强的安全性和更高的信心将代理型AI运用	管理层明确给出FY26的AI Security ARR指引为超过5亿美元（vs前次指引为超过4亿美元）

资料来源：各公司财报，各公司业绩电话会，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

3.4 传统软件：商业模式重构，聚焦AI变现进展

传统软件平台力与“AI落地-变现”节奏显著分化，商业模式普遍从订阅转向按调用量/结果计费，企业AI采购决策周期拉长与评估复杂度提高，需要关注AI商业化进展。

1）客户关系管理：Salesforce已披露AI相关（Agentforce）ARR规模（FY27Q1约12亿美元、yoy+205%）且消耗＋AELA并轨，显示“从试点到生产到计费”链路已打通；HubSpot与Klaviyo的AI用量与KPI上行明确，但收入侧仍按“先普及后收费”推进，HubSpot更体现为Credits、成果计费和高阶套餐拉动，Klaviyo更体现为消息量、服务模块和客户扩张。Pega与AppFolio更处于垂直流程渗透阶段，前者通过ACV、云迁移和流程现代化推进，后者通过Plus/Max升级、VAS和垂直ARPU提升变现。

表10：客户关系管理软件公司AI产品以及AI商业化进展

公司	定位	商业模式	AI战略	AI产品	AI商业化进展
Salesforce	综合CRM/客户平台	按用户席位订阅为主：按Sales Cloud、Service Cloud等产品模块和增值功能扩展；辅以消耗制：Agentforce、可按每次 Conversation$2计费，也可Flex Credits按Action消耗计费，官方口径为 100k credits/500美元，约等0.10美元/次Action	以Data Cloud为数据基座，将Agentforce深度嵌入现有CRM与客户平台	Agentforce系列（对话/Action代理），Einstein为内核驱动，配套Data Cloud激活与AELA合同	FY27Q1，Agentforce+Data 360 ARR接近34亿美元，同比超过200%，其中包括Informatica Cloud ARR约1亿美元、Agentforce ARR 约12亿美元，同比+205%；Agentforce 和 Slack 已交付38亿个Agentic Work Units，环比+111%。从客户扩张看，FY27Q1 Agentforce和Data 360的预订单来自现有客户，Agentforce One Edition和Agentforce for Apps等预订量同比增长近60%
HubSpot	中小企业CRM/营销销售一体化	按Hub模块、套餐等级和seats收费；部分AI产品（如Breeze Customer Agent）按成果计费（每次对话0.5美元）。AI商业模式为先普及后变现，短期AI收入贡献有限，但有助于拉动高阶套餐、Credits用量	AI-first增长平台，将Breeze作为AI Agent层嵌入Smart CRM	Breeze系列（Copilot/Agents/Intelligence），配套AEO及MCP/LLM连接	内部82%官网聊天由AI处理；deal胜率提升 13%，更好的prospecting每季度带来10k+ meetings；active core seat users同比+90%，AI credits消耗环比 +67%。获客侧，AI-generated answers带来的qualified leads在Q12025至Q1 2026间增长1850%，且转化率最高为传统搜索的3倍
Pegasystems	企业流程自动化/客户决策平台	按案例数量计价，客户只为产生价值的流程单元付费，增长主要以现有大客户ACV扩张和云迁移为主	以GenAI为核心融入Pega Infinity平台	Pega GenAI系列（Blueprint/Autopilot/Infinity 25）	FY26Q1 Pega Cloud ACV同比+29%（按固定汇率+27%），总ACV +12%（按固定汇率+11%）；FY25全年Pega Cloud ACV +33%（按固定汇率+28%），net new ACV 同比+37%（按固定汇率），管理层称增长由Blueprint experiential sales、全球销售执行和客户/伙伴对 Predictable AI Agents的需求共同推动。
Klaviyo	电商/B2C营销自动化	按档案/消息/解决等结果计费（活跃联系人规模、邮件发送量及功能套餐）；短信采用信用额度计费	将真实、实时的客户数据作为统一上下文，通过自主化AI代理与MCP连接生态	Marketing Agent + Customer Agent系列，配套Customer Hub与分析套件	26Q1客户Agent解决84%对话，AOV+28%；平台每日新增约40亿信号；2026年收入增长指引上调至+23%
AppFolio	物业管理垂直SaaS	订阅（Plus/Max）+增值服务（支付/居民权益包等）提升ARPU，AI深嵌关键流程带动高续费/高转化	以构建“AI-native 绩效平台”为核心，通过 Agentic AI 执行复杂工作流	RealmX系列（Assistant/Messages/Flows等），配套Resident Onboarding与FolioSpace	26Q1超过99%的客户使用AI-powered Realm suite；AI操作同比+7倍，Performer adoption 环比近+500%。2025年Realm-X自动化1,500万+ actions，用户每周节省10.3小时，每条消息节省26秒

资料来源：各公司财报，各公司业绩电话会，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

3.4 传统软件：商业模式重构，聚焦AI变现进展

传统软件平台力与“AI落地-变现”节奏显著分化，商业模式普遍从订阅转向按调用量/结果计费，企业AI采购决策周期拉长与评估复杂度提高，需要关注AI商业化进展。

2）企业资源管理：SAP与Workday都在把AI嵌入企业核心数据和流程，但商业化路径不同。SAP更强调“ERP即AI平台层”和“套件一体化飞轮”，通过Business AI、BDC、BTP、Joule/Autonomous Suite，把AI绑定在云迁移、数据统一和跨域流程编排中，商业化更偏“迁移提速+套件扩张+AI附着”。Workday则更快给出“AI收入化”的早期量化信号，AI已体现在ACV、ARR和扩容订单结构中：FY27Q1agentic AI产品新增ACV同比200%+，AI ARR接近5亿美元；其Illuminate+角色型Agent+ASOR路线，把人财系统从“记录系统”升级为“智能体治理与流程执行平台”，并通过Flex Credits降低客户采用门槛。整体看，SAP的优势在于ERP生态、行业流程和套件深度，路径更稳但验证周期更长；Workday的优势在于AI收入指标更清晰、采用门槛更低，短中期商业化可见度更高。

表11：企业资源管理软件公司AI产品以及AI商业化进展

公司	定位	商业模式	AI战略	AI产品	AI商业化进展
SAP	ERP/财务/供应链/HCM	云订阅为主，按FUE/用户使用权、模块范围和合同年限收费；通过RISE/GROW推动ERP上云与套件扩展，按模块和credits/成果/用量计费的方式	以BTP+BDC+Business AI为数据与语义基座，将Joule作为统一交互层嵌入ERP/企业应用，打造Agentic ERP平台层	Joule系列（统一交互层）+Autonomous Suite（50+领域助理，含30+已上线Agents）+Industry AI（覆盖7大行业）	26Q1云业务提速：CCB同比+20%（cc+25%）、Cloud Revenue同比+19%（cc +27%)、Cloud ERP Suite同比+23%（cc+30%），管理层称受Business AI动能支持。产品采用上，已有30+ agents、2,500+ Joule Skills，Sapphire 2026发布Autonomous Suite，规划50+Joule Assistants/200+agents
Workday	HCM/财务管理云	席位分级订阅为主，按员工/用户规模、购买模块、企业复杂度和合同报价收费	以Workday Data Cloud打通人财数据与流程，通过Illuminate统一交互层嵌入HR/财务流程	Illuminate系列+ 角色型Agent系列（嵌入HR/财务流程，如Recruiter/Expenses）+Workday Data Cloud（数据基座）	FY27Q1 AI商业化更直接：agentic AI产品新增ACV同比200%+，AI ARR接近5亿美元；自研agents客户4,000+，Recruiting Agent支撑1,400万招聘流程；扩容订单中AI贡献25%+new ACV，含AI订单规模高50%+

资料来源：各公司财报，各公司业绩电话会，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

3.4 传统软件：商业模式重构，聚焦AI变现进展

传统软件平台力与“AI落地-变现”节奏显著分化，商业模式普遍从订阅转向按调用量/结果计费，企业AI采购决策周期拉长与评估复杂度提高，需要关注AI商业化进展。

3）团队办公：Monday 与 Atlassian 均已将“AI从功能到平台/系统”的战略落地到产品与商业模式，形成“人+AI智能体”的新范式并开始以“席位+用量（Credits）/按交互”混合计费进行早期商业化；其中Monday在产品矩阵（Sidekick/Vibe/Magic/Agents）与定价改革（Seats+Credits）推进更快，AI对净新增ARR的贡献已显性化，但处于由采纳向规模化变现过渡期；Atlassian以Rovo（Search/Chat/Studio/Dev Agent）为核心的“System of Work”策略更强调先普及后变现（Premium/Enterprise免费内嵌+低价外部附加），短期AI直接收入占比有限、但MAU与云迁移/捆绑正形成间接变现闭环。Asana以AI Studio+AI Teammates+Work Graph切入人机协作工作流，AI product bookings已占Q1FY27 net new ARR的17%，且AI Studio客户留存和NRR高于整体客户，早期收入化路径也已开始显现。

表12：团队办公软件公司AI产品以及AI商业化进展

公司	定位	商业模式	AI战略	AI产品	AI商业化进展
Monday	通用工作管理/项目管理	以席位订阅为主，AI与新产品（Vibe/Sidekick/Agents/Blocks）走用量计费；推动从“卖协作软件席位”向“卖工作流自动化与AI执行量”演进	从Work Management Platform升级为AI Work Platform	Sidekick+Agents系列（Sidekick个人代理、Agents多智能体、Vibe应用生成、Magic方案生成、AIBlocks动作底座）	26Q1约10% net new ARR由AI产品直接贡献，公司强调不包含刚发布的agents产品，主要来自AIBlocks、Sidekick等既有AI产品；同时推出seats+AI credits定价模型，AI credits用于支持AI使用量。内部效率上，AI带来开发者产出+32%、产品上市时间-38%
Atlassian	研发协作/ITSM/知识库	按产品、版本和用户数收费，Cloud订阅为主；通过Jira、Confluence、JSM、Loom等多产品扩张、企业版升级和Market place生态变现；对非Atlassian用户$5/月；通过迁移/捆绑/座席扩展间接变现，短期直收占比有限	以Rovo+Teamwork Graph为核心，将Rovo内嵌至Jira/Confluence/JSM	Rovo系列（Search/Chat/Studio/DevAgent）+ LoomAI	FY26Q3 Rovo客户ARR增速约为非Rovo客户的2倍，Rovo客户AI credits使用量月环比+20%+；Teamwork Collection是主要AI变现路径，Teamwork Collection客户每付费用户使用的AI credits约为stand alone客户的2倍，agent数量也约为2倍
Asana	项目协作/工作流管理	按套餐等级和用户数收费，项目/工作管理订阅为主；通过Starter、Advanced、Enterprise升级和跨团队seat扩张变现	以AI Studio+AI Teammates+Work Graph为核心，从项目管理工具升级为人机协作的工作流编排层	AI Studio + AI Teammates系列（含Smart Workflow Gallery、Smart Assists、WorkGraph）	FY27Q1 AI product bookings占net new ARR的17%，高于全年15%目标节奏；AI Studio客户留存和NRR高于整体客户，且主要由seat expansion驱动；年化AI Studio支出超过10万美元的客户数接近翻倍。AI Teammates已面向全客户推出，客户案例中AI Teammate相关任务完成速度接近9倍，COS案例中campaign setup time降低90%、每年节省近3,000小时人工

资料来源：各公司财报，各公司业绩电话会，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

3.4 传统软件：商业模式重构，聚焦AI变现进展

传统软件平台力与“AI落地-变现”节奏显著分化，商业模式普遍从订阅转向按调用量/结果计费，企业AI采购决策周期拉长与评估复杂度提高，需要关注AI商业化进展。

4）云通信：四家公司都已从“给原有产品加AI功能”转向“围绕AI Agent重构产品栈与商业模式”，中长期Twilio的上行空间最大但短期验证最弱：市场已开始按“Voice AI基础设施”而非传统CPaaS来重估Twilio，但公司层面仍未披露Voice AI对集团收入的明确占比，更多是用Voice收入26Q1同比+20%、Voice AI 4Q25同比+60%+等间接证据支撑。DocuSign与RingCentral已给出更清晰的量化抓手：FY27Q1DocuSignIAM 占总ARR12.6%，高于上一季度的10.8%，CEO 称已有40,000customers投资其 AI-native IAM roadmap；RingCentral披露使用至少一个付费AI产品的客户ARR已超过总ARR的10%，同比翻倍。ZOOM管理层明确表示AI Companion付费MAU同比+184%、My Notes上线4个月MAU超150万，Custom AI Companion已进入商业化扩张阶段，但整体仍属“渐进式增量”。

表13：云通信AI产品以及AI商业化进展

公司	定位	商业模式	AI战略	AI产品	AI商业化进展
Twilio	通信API/CPaaS	通信API用量计费为主，SMS、Voice、Email、WhatsApp 按消息、分钟、邮件等收费；AI切入客服和销售对话，用Conversation Relay、Conversation Intelligence、Conversation Memory支持AI语音/客服Agent，继续按用量变现	以通信API和Segment数据为基座，构建可插拔模型的AI语音客户参与层	Conversation系列（Relay/Intelligence/Memory/Orchestrat/AI Assistant/Agent Connect）	因AI-powered通信需求强劲，公司将2026年收入增长指引上调至14%–15%。Voice业务1Q26同比+20%；软件附加收入中Branded Calling与Conversational Intelligence同比+100%+
RingCentral	企业电话/UCaaS/ContactCenter	UCaaS/CCaaS席位订阅为主，按用户购买电话、会议、短信、Contact Center；AI切入企业电话入口，用 AI Receptionist、RingSense做自动接听、路由、摘要、线索捕获，作为增值模块提升ARPU	以企业电话语音入口为护城河，升级为Agentic Voice AI平台	RingSense + AIR系列（AIR/AIR Pro/AVA/ACE/Customer Engagement Bundle/RingCX）	26Q1使用至少一个付费AI产品的客户贡献ARR已超过总ARR的10%，同比翻倍；AIR客户11,800+；ACE客户5,200+；CEB客户5,000+，约40%含付费AI
Zoom	视频会议/协作通信	按用户订阅为主，叠加Phone、Rooms、Webinar、ContactCenter、AI等模块和部分用量，基础AI多随付费版内含，高阶AI作为 add-on	AI-first system of action for modern work，把协作与CX打通	AI Companion系列 + ZVA系列（Companion 3.0/Custom/My Notes/ZVA Voice/ZCX/ZVA Receptionist/ZRA）	FY27Q1 AI Companion付费MAU同比+184%；My Notes MAU 150万+；ZCX高双位数增长，top 10 ZCX deals中9单由paid AI 驱动
DocuSign	电子签名/合同流程管理	按用户订阅为主+按用量附加费，同时受envelope/文件发送额度、CLM合同管理模块、企业版功能和使用量影响	创建AI-native Intelligent Agreement Management（IAM）平台，成为agreement system of action，把“签字工具”扩展成合同全生命周期智能平台	IAM + Navigator系列（Agreement Desk/AI-Assisted Review/Iris/AI Contract Agents/AI-powered eSignature）	FY27Q1 IAM占总ARR的12.6%，较上一季度的 10.8%继续提升；CEO称已有40,000customers 投资其AI-nativeIAM roadmap.公司预计FY27末IAM占ARR约18%ARR超6亿美元

资料来源：各公司财报，各公司业绩电话会，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

3.5 垂类应用：高价值场景受益，关注AI落地效果

教育更容易被通用AI分流，金融/保险因场景高价值、数据闭环强，逻辑偏利好，但监管、隐私、解释性要求高，落地与估值催化都更慢。

1）金融/保险：AI逻辑整体偏利好，但强监管、数据隐私、可解释性和低容错要求决定了落地更慢，商业化更看真实ARR、用量、交易费和经营指标。Intuit是AI+专家服务的财税平台，已通过QuickBooks/TurboTax的订阅升级和Live专家服务拉动高价值产品渗透。BILL是SMB财务自动化平台，AI主要通过提升TPV、支付渗透和客户留存间接变现，未来按 Agent/角色收费仍是期权。FICO是最成熟的 AI 决策平台，Platform ARR、usage-based 和决策价值定价已形成较清晰收入闭环。nCino是银行AI治理与编排层，已有Intelligence Units/token包收费雏形，但仍处于“先使用后付款”阶段。Lemonade不单独卖AI，而是用 AI改善保险经营模型，体现在理赔成本、人效和LTV/CAC改善。Guidewire是P&C保险核心系统控制点，AI主要强化云迁移和模块增购，短期AI的独立收入贡献仍处于早期的阶段。

2）教育：AI 对教育软件的影响分化最明显，多邻国主张利用ai产品增强+高价订阅升级，Chegg的核心业务被通用AI分流。

表14：金融保险、教育软件公司AI产品以及AI商业化进展

公司	定位	AI产品	AI商业化
Intuit	财税经营平台，从税务/会计工具升级为SMB财务管理与专家服务入口	Agent系列（QuickBooks/TurboTax AI Agents、Accounting/Payments/Tax Agent）	订阅+高阶SKU+专家服务+用量收费。基础AI放进现有订阅提升留存，高级Agent放入更高套餐推动升级；Turbo TaxLive、Quick BooksLive通过“AI+人类专家”收更高服务费；后续引入consumption-based model，对AI/HI服务按使用量收费，并带动Payroll、Payments等交叉销售。FY26Q3发布业绩，收入yoy+10%，CEO将强劲业绩归因于AI-driven expert platform strategy，给出26财年的全年ARPU的guidance将增长约 11%
BILL	SMB财务后台自动化平台，从AP/AR工具走向touchless finance/do-it-for-you财务运营	Agent系列（W-9 Agent、Invoice Coding Agent、Pay-for-you Agent）	订阅+交易费+支付takerate+未来Agent收费。当前AI不一定单独收费，而是通过自动化发票、W-9、付款流程，把更多AP/AR和支付流水迁入BILL平台，提升TPV、虚拟卡/即时转账等高货币化支付方式渗透；中长期可能按Agent、角色或任务结果收费
FICO	可解释、可审计的金融决策平台，AI不是Copilot，而是信贷、欺诈、风控决策基础设施	FICO Platform系列（AI Decisioning、欺诈/信贷决策模型）	平台ARR+usage-based+决策价值定价。FICO不是卖聊天助手，而是卖可解释、可审计的决策平台；客户按平台订阅、使用量、决策调用付费。评分业务也在探索从前端per-score收费，转向按贷款成交或价值链结果分摊收费，是金融AI中商业化最成熟的一类
nCino	银行AI治理与编排层，定位为强监管银行场景里的Agentic Operating System	AOS系列（Banking Advisor、Digital Partners）	平台费+AItoken包+数据层收费。银行客户先迁移到新平台定价模型，使用AI需要购买Intelligence Units/token bundles；后续客户或SI自建Agent也可能通过nCino的数据层和治理层计费。短期是“先使用后付款”阶段，收入兑现偏慢
Lemonade	AI-native保险公司，用AI重构保险经营模型	AI Maya + AI Jim系列（理赔/定价/获客自动化）	收入仍来自保费/IFP，但AI降低理赔处理成本、提升自动化赔付比例、优化定价和营销投放，体现为更低LAE、更高LTV/CAC、更高IFP/employee
Guidewire	P&C保险核心系统控制点，AI绑定system of record，强化核心系统护城河	ProNavigator + Agent Studio系列（承保/理赔助手）	核心系统ARR+模块增购+DWP定价。AI绑定P&C核心系统和云迁移，先作为增强功能提升平台粘性和模块增购率；后续可能按直接承保保费基点收费，同时设置token调用限额控制模型成本
多邻国	AI增强型语言学习平台	Max订阅、Video Call / Lily口语练习、AI 内容生成	通过AI功能拉动Max高价订阅、提升口语互动和内容供给，本质是订阅升级；短期受AI成本和毛利压力影响
Chegg	学术问答与学习辅导平台	SolutionScout、AI 学习助手、Busuu、Chegg Skills	核心问答订阅被通用AI分流，AI更多用于降本和转型；Busuu/Skills通过B2B、B2C订阅和培训收入补位

资料来源：各公司财报，各公司业绩电话会，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

3.5 垂类应用：高价值场景受益，关注AI落地效果

AI+生物医药/医疗已从“有没有AI叙事”进入“能否交付真实ROI” 阶段，市场更关注AI是否能缩短研发周期、提升销售峰值、嵌入现有流程，并最终体现为收入、订单、客户数或支付体系

AI生物医药行业目前主要沿着三类路径落地，不同商业路径决定AI价值兑现差异：第一类是“数据/诊断变现”，核心是把多模态临床数据、算法模型、医生诊疗工作流和支付体系连接起来，让AI直接参与诊断、患者分层和药企研发决策；第二类是“垂直SaaS/工作流自动化”，核心是把AI嵌入药企已有的高粘性系统，在研发、监管、安全、商业化等流程中替代部分重复性知识劳动；第三类是“药企自身研发/商业效率提升”，本质是内部提效工具或早期研发能力，帮助药企提升靶点发现、材料生成、患者识别和商业触达效率，但通常不形成独立对外收入产品。

我们选择3家美股AI+生物医药相关公司：Tempus AI、Veeva、Insmed，分别代表上述三类落地路径。1）Tempus AI是AI原生精准医疗平台，AI与多模态临床数据、诊断和药企建模深度绑定，已经体现在Data & Applications收入、药企订单和TCV中；2）Veeva是生命科学行业云解决方案提供商，AI主要作为Vault AI、Falcon、Ostro、Agentic Commercial等产品层，嵌入药企研发、监管、安全和商业化工作流，当前产品路线清晰但收入贡献仍后置；3）Insmed本质仍是创新药公司，AI更多用于内部研发、商业效率、患者识别和蛋白工程等环节，短期不构成独立收入线，市场主线仍是BRINSUPRI放量、ARIKAYCE扩适应症和TPIP临床推进。

总体看，三家公司AI商业化成熟度排序为：Tempus AI ＞ Veeva ＞ Insmed

表15：生物医药软件公司AI产品以及AI商业化进展

公司	核心AI定位	代表AI产品 / 能力	AI商业化进展
Tempus AI	数据/诊断变现平台	Lens、Hub、Tempus One、TIME、Next	2026Q1 Data & Applications收入8700万美元，同比+40.5%，累计签约合同超过20亿美元；截至2025年末剩余TCV超过11亿美元
Veeva	生命科学垂直SaaS + AI工作流自动化	Vault AI、Falcon、Ostro、Agentic Commercial、Vault CRM AI Agents	FY2027Q1（26M2-M4） Ostro已服务50+品牌；Vault CRM新增 27个客户，live客户超 150家
Insmed	药企内部研发提效工具	InQuiry、AI-driven protein engineering、Synthetic Rescue、CT/EHR患者识别、patient services next-best-action	2025年完成12项AI initiatives；InQuiry已用于文档摘要、内容生成、会议纪要；AI用于翻译、HEOR dossier、Patient Services next-best-action，并探索IND初稿和BD机会评估；早研平台包括AI-driven protein engineering与synthetic rescue

资料来源：各公司财报，各公司业绩电话会，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

3.5 垂类应用：高价值场景受益，关注AI落地效果

AI在工业软件与实体运营领域的落地偏结构性利好

工业软件的护城河不在于简单代码生成或软件界面，而在于物理世界专有数据、复杂工作流、行业Know-how、工程责任链条与严苛合规壁垒，这些均是通用LLM无法凭空生成的。AI更多作为既有垂直平台的“增强层”，嵌入设计、仿真、调度、运维、安全、合规等高价值流程，提升自动化、预测和决策效率，强化客户ROI与平台粘性。我们认为，AI有望帮助工业软件突破传统“席位/订阅”收费天花板，推动商业模式向资产消耗、API调用、Agent工作流和结果导向计费延展。

我们选取3家AI+工业软件相关公司：Bentley、Samsara、Descartes，Bentley偏“基础设施工程AI”，Samsara偏“实体运营Operational AI”，Descartes偏“物流网络+合规AI”。总体判断：AI是显著利好，但兑现节奏分化——Bentley已有AI相关收入run-rate，Samsara体现为ARR/ACV和大客户扩张，Descartes体现为网络效率、并购补强和利润率提升。**商业化兑现度排序：Bentley > Samsara > Descartes**

表16：工业软件公司AI产品以及AI商业化进展

公司	核心AI定位	代表AI产品/能力	当前商业化进展
Bentley	基础设施行业的工程智能引擎	Bentley Asset Analytics、OpenTower iQ、Blyncsy、Pointivo/Talon、STAAD MCP	FY2025Asset Analytics收入run-rate >$5000万；Talon已形成SPIDA仿真七位数API年消费，公司称API消费具备AI规模化变现潜力
Samsara	实体运营场景的AI操作系统	Samsara Intelligence、AI Multicam、AI Safety、Connected Workflows、Waste/Ground/Ridership Management	FY2027 Q1受Operational AI momentum推动；Emerging Products连续2个季度贡献20%+净新增ACV；2025 年AI Safety方案使175辆以上车队30个月事故率下降73%；客户对Operational AI和agents兴趣快速提升
Descartes	物流网络的AI协同层	OpsForce AI agents、Fleet Data Intelligence、René AI Agent、Visual Compliance AI Assist、Idelic AI Driver Safety	2026年3月AI Agent已完成72万+次司机自动触达，新增连接司机43.5万+；客户免人工货运跟踪自动化水平平均提升30%；2026年4月Fleet Data Intelligence早期部署route density最高提升30%

资料来源：各公司财报，各公司业绩电话会，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

3.5 垂类应用：高价值场景受益，关注AI落地效果

AI对电商效率增益明确，但竞争格局重塑有待验证

●**利好：**AI正在从“流量驱动”转向“智能驱动”，系统性提升电商全链路效率与体验。1）AI优化内容生成、推荐、客服、供应链及物流，降低人工成本与响应时延；2）AI赋能营销投放与需求预测，降低库存，AI+RPA降低退换货率；3）智能体商务重构消费发现路径，AI对话式交易兴起；，AI推荐流量占比显著提升。

●**利空：**市场对AI电商前端转化效果谨慎，担心通用AI工具分流、AI投入未形成利润池。1）小部分消费者愿用AI比价/推荐，大部分消费者认为AI应优化后端降本，前端导购转化被高估；2）通用AI工具（ChatGPT、Google AI搜索等）整合导购，可能导致平台流量外流；3）AI投入未形成独立利润池，转化效率不及预期，消费者后端诉求与前端体验错配。

我们选择3家美股电商公司：Amazon从芯片、云平台到购物入口、广告、履约全链条布局，AI收入已在AWS、广告、芯片三条线明确兑现，市场共识度最高；Shopify定位为AI购物时代的商家底层系统，AI渠道流量和订单增长强劲，但AI成本侵蚀利润率、估值偏高且去中介化担忧未消，属于高弹性高波动资产；曼哈顿联合软件专注供应链执行环节的AI自动化，客户ROI验证扎实，但市场担忧云订阅节奏、AI收入短期难放量，定价最为保守。**整体判断：AI对电商平台偏正面，但消费者核心决策因素仍是商品性价比与履约效率，AI前端功能对平台竞争格局的重塑尚未形成实质性冲击。**

表17：电商公司AI产品以及AI商业化进展

公司	代表AI产品	商业化证据
Amazon	Rufus/Alexa for Shopping、Bedrock	26Q1 Rufus累计超3亿用户，使用后转化率+60%，驱动近120亿美元增量销售；Bedrock客户支出环比+170%，处理的token量超此前总和。26 Q2 Alexa for Shopping上线（含Buy for Me站外代购），搜索框AI生图及Shop by Style功能推出
Shopify	Sidekick、Catalog、UCP、Agentic Storefronts	26Q1 AI驱动流量同比+8倍，AI搜索订单同比+13倍，新买家来自AI渠道的发生率约2倍于传统渠道；Sidekick周活商家同比+385%，通过Sidekick创建超12,000个定制应用；Catalog已结构化超10亿件商品。但AI推理成本致订阅毛利率环比-70bps
Manhattan	Active Agent、Agent Foundry、Maven、Assist	26Q1 三款新Agent（门店店员/客服中心/订单配置）正式商用，内嵌于Active平台；客户ROI明确——订单周期改善5%，人工异常处理降75%。公司二次上调全年指引，但明确AI实现“有意义的影响”看2027年

资料来源：各公司财报，各公司业绩电话会，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

3.5 垂类应用：高价值场景受益，关注AI落地效果

AI广告是AI较早兑现商业化的垂类，Meta/Google/AppLovin已在推荐排序、智能投放、创意生成和竞价优化中体现收入弹性；游戏侧Unity/Roblox于26年初受世界模型冲击估值，但短期更多是对传统引擎价值的预期重估。

1）广告：AI最早落地的商业化场景，重点改善效果广告四因子

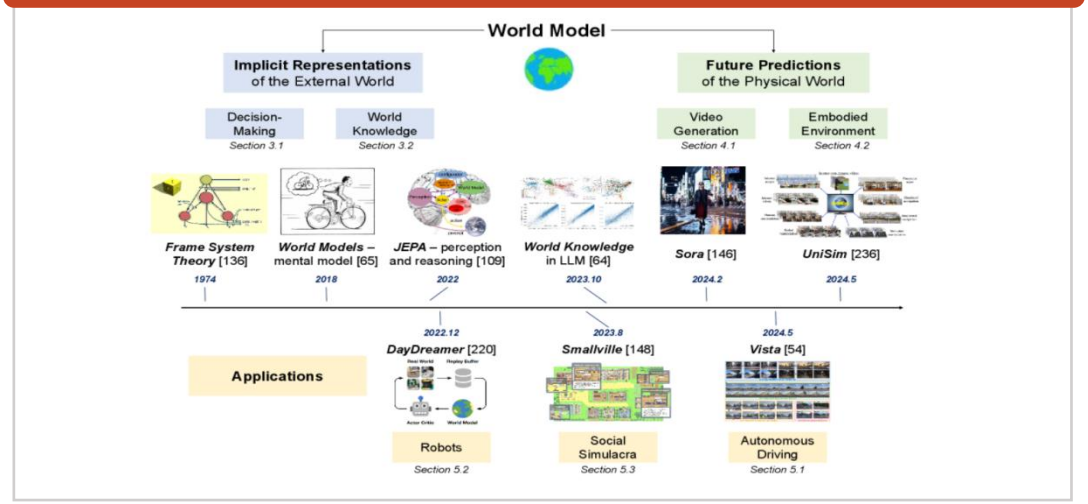
- AI先影响效果广告四因子：用户粘性/时长↑→库存与加载率↑；算法优化↑→定向与转化率↑；创意生成↑→CTR↑；最终推动eCPM/ROAS提升；
- Meta：AI推荐/排序和生成式广告工具推动“量价齐升”，FY26Q1广告收入同比+33%，Ad Impressions+19%，Average Price+12%；
- Google：AI Overview/AI Mode正在扩展搜索使用场景和新广告形态，AI Max/PMax/Demand Gen通过智能出价、创意优化和跨渠道投放提升转化效率；FY26Q1 Search收入同比+19%、queries创历史新高，说明AI搜索并未削弱广告韧性，反而在扩场景、提转化；
- AppLovin：公司内部模型更偏机器学习/竞价优化infra，AXON 2.0负责投放匹配与竞价优化，MAX 负责广告变现，AppDiscovery 负责用户获取，三者形成从获客到变现的闭环，因此广告 AI 商业化兑现较快、利润弹性更直接。

2）游戏：Google的世界模型带来短期估值扰动，但尚未改变传统引擎长期价值

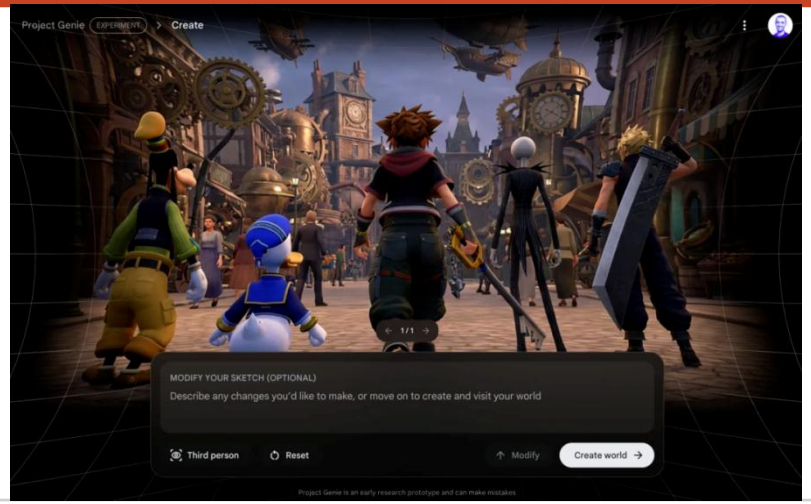
- Unity：市场担心其付费引擎与广告生态被“自动生成游戏”逻辑冲击，工具型护城河相对更弱；
- Roblox：短期也受情绪和指引影响，但长期拥有更强的创作者生态、分发推荐与审核数据壁垒，AI反而可能降低创作门槛、增强内容供给。
- 世界模型仍处早期，成本、稳定性、多人同步和物理确定性尚未成熟，中短期更像预期重估，中长期偏降本提效。

图9：谷歌世界模型核心逻辑&示意图

世界模型从“理解外部世界”走向“预测/生成可交互场景”



Google Genie3世界模型示意图：从Prompt生成可交互世界，短期冲击Unity/Roblox估值



资料来源：Understanding World or Predicting Future? A Comprehensive Survey of World Models, arXiv:2411.14499，光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

4、投资建议：数据Infra、IT运维、网络安全三大配套赛道优势显著

全球AI产业已经进入投入产出可核算、商业化可落地的实质增长期。产品端完成关键升级，AI应用从被动应答的Chatbot，迭代为具备自主决策、任务执行、记忆迭代能力的AI Agent，场景实用性与落地价值显著提升。伴随产品形态升级，AI应用商业模式持续优化，打破传统软件固定收费模式，形成按用量、按效果付费的弹性变现模式，有效打开收入增长天花板。目前数据基础设施、IT运维、网络安全等多个细分赛道，已规模化验证AI的增量创造能力，证明AI并非替代原有存量业务，而是挖掘全新行业需求、贡献新增营收的核心工具。

当前美股AI应用投资重心全面聚焦刚需场景、AI可落地&变现快的软件应用层。按量、按效果付费的新模式，让AI服务价值与客户需求深度绑定，企业可在保留原有存量业务的基础上创造增量收入，这是AI软件估值修复的核心逻辑。**短期来看**，数据基础设施、IT运维、网络安全三大配套赛道优势显著；板块直接受益于AI算力扩容、模型量产落地红利，产业链传导路径短、业绩兑现快、不确定性较低，是当下美股AI应用最优配置方向。**长期来看**，大厂AI研发与场景布局已形成完整商业闭环；技术迭代、场景丰富与盈利模式成熟，将持续驱动下游AI应用需求释放，下游应用赛道长期成长空间充足。

1）数据Infra：AI Agent与企业级AI应用需要海量数据检索、高频向量运算、长期上下文记忆支撑，对数据库算力、存储、实时交互能力提出更高要求。同时AI动态化场景推动按量付费模式普及，持续拉动数据库增量消费。随着AI模型训练、推理常态化，数据基础设施需求稳步高增。建议重点关注**MongoDB、Snowflake**。

2）IT运维：AI已全面进入企业生产环境，模型训练、线上推理的高频运行，带来算力波动大、迭代速度快、故障风险高等新特征，传统运维体系无法适配。市场对AI全生命周期监控、智能运维、性能调优的刚需快速释放，行业增量明确、业绩兑现清晰。建议重点关注AI运维监控龙头**Datadog**。

3）网络安全：AI大幅降低网络攻击门槛，攻击频次与破坏力持续提升；同时大规模AI Agent部署催生海量“非人类身份”端口，企业攻击面指数级扩张，传统安全防护体系失效。网络安全从企业可选支出转为刚性刚需，行业预算持续扩容、景气度上行。建议重点关注**Palo Alto Networks、Fortinet**。

传统软件领域，建议重点关注**云通信**赛道，作为企业AI数字化的基础连接工具，充分受益产业转型红利，业绩稳健性强。

垂类应用层面，我们看好**AI+广告、AI+工业**两大方向：AI+广告变现模式成熟、降本增效效果显著；AI+工业场景刚需明确、付费意愿高，是产业AI化落地的核心优质赛道。

仅供内部参考，请勿外传！

4、投资建议：数据Infra、IT运维、网络安全三大配套赛道优势显著

表18：重点AI应用公司估值表

分类	公司	市值（亿美元）	收入（百万美元）					25-28CAGR	PS				
			2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
数据库	Snowflake	831	3,626	4,684	6,078	7,642	9,521	27%	22.9	17.7	13.7	10.9	8.7
	MongoDB	274	2,006	2,464	2,964	3,490	4,128	19%	13.6	11.1	9.2	7.8	6.6
IT运维	Datadog	809	2,684	3,427	4,339	5,250	6,414	23%	30.2	23.6	18.7	15.4	12.6
	Dynatrace	119	1,699	2,018	2,329	2,667	3,037	15%	7.0	5.9	5.1	4.5	3.9
	ElasticNV	64	1,483	1,739	1,993	2,277	2,607	14%	4.3	3.7	3.2	2.8	2.4
	Nutanix	137	2,149	2,538	2,834	3,206	3,592	12%	6.4	5.4	4.8	4.3	3.8
	ServiceNow	1,103	10,984	13,278	16,193	19,205	22,837	20%	10.0	8.3	6.8	5.7	4.8
	IBM Corp	2,608	62,753	67,535	71,454	74,585	78,468	5%	4.2	3.9	3.7	3.5	3.3
网络安全	CrowdStrike	1,642	3,954	4,812	5,943	7,236	8,749	22%	41.5	34.1	27.6	22.7	18.8
	Palo Alto网络	2,123	8,028	9,222	11,423	13,795	15,630	19%	26.4	23.0	18.6	15.4	13.6
	Fortinet	1,014	5,956	6,800	7,800	8,653	9,548	12%	17.0	14.9	13.0	11.7	10.6
	Cloudflare	838	1,670	2,168	2,811	3,595	4,577	28%	50.2	38.7	29.8	23.3	18.3
	Rubrik	148	887	1,316	1,643	1,998	2,411	22%	16.7	11.2	9.0	7.4	6.1
	Zscaler	203	2,168	2,673	3,332	3,900	4,546	19%	9.4	7.6	6.1	5.2	4.5
云通信	Twilio	311	4,458	5,067	5,809	6,371	7,012	11%	7.0	6.1	5.3	4.9	4.4
	RingCentral	33	2,400	2,515	2,631	2,750	2,869	4%	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
	Zoom	284	4,665	4,869	5,088	5,293	5,514	4%	6.1	5.8	5.6	5.4	5.2
	DocuSign	86	2,977	3,220	3,497	3,771	4,050	8%	2.9	2.7	2.5	2.3	2.1
AI广告	Meta	14,839	164,501	200,966	253,029	301,689	353,460	21%	9.0	7.4	5.9	4.9	4.2
	谷歌	44,231	350,018	402,836	426,341	507,990	603,211	14%	12.6	11.0	10.4	8.7	7.3
	AppLovin	1,750	4,709	5,481	8,216	10,745	13,457	35%	37.2	31.9	21.3	16.3	13.0
AI工业	Bentley	101	1,353	1,502	1,700	1,878	2,091	12%	7.4	6.7	5.9	5.4	4.8
	Samsara	196	1,249	1,619	2,010	2,402	2,853	21%	15.7	12.1	9.7	8.2	6.9
	Descartes	64	651	729	813	905	1,005	11%	9.8	8.8	7.9	7.1	6.4

资料来源：彭博，光大证券研究所；时间截至2026-06-10

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

- **AI技术研发和产品迭代不及预期：**AI应用端使用体验与大模型性能和产品形式密切相关，直接影响用户付费意愿和商业前景。AI技术研发和产品迭代路径具有不确定性。
- **AI行业竞争加剧风险：**现阶段AI应用端产品同质化较严重，大模型API调用和MaaS服务削减了技术壁垒，互联网公司纷纷入局AI，增大了行业竞争加剧的风险。
- **AI应用商业化进展不及预期：**AI应用商业化模式仍在探索期，现阶段仅部分企业针对AI功能推出单独的定价方案，业绩验证仍需时间。
- **国内外政策风险：**中美两国互联网行业政策不同，因此在AI应用的发展路径和商业化进展上可能存在差异。

仅供内部参考，请勿外传！

衷心感谢

光大证券研究所

光大海外研究团队

分析师：付天姿（CFA，FRM）
执业证书编号：S0930517040002
电话：021-52523692
邮件：futz@ebscn.com

分析师：王贇
执业证书编号：S0930522120001
电话：021-52523862
邮件：yunwang@ebscn.com

分析师：黄铮
执业证书编号：S0930524070009
电话：021-52523825
邮件：huangzheng1@ebscn.com

分析师：杨朋沛
执业证书编号：S0930524070002
电话：021-52523878
邮件：yangpengpei@ebscn.com

分析师：董馨悦
执业证书编号：S0930525070008
电话：021-52523858
邮件：dongxinyue@ebscn.com

分析师：丁希璞
执业证书编号：S0930526050002
电话：021-52523681
邮件：dingxipu@ebscn.com

分析师：陈磊
执业证书编号：S0930526050003
电话：010-56513114
邮件：chenlei2@ebscn.com

联系人：沈昱恒
电话：021-52523686
邮件：shenyuheng@ebscn.com

联系人：杨桐
电话：021-52523656
邮件：yangtong1@ebscn.com

仅供内部参考，请勿外传！

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明： A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本

目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。