



行业研究 | 深度报告 | 软件与服务

AI 沉思录（四）：复盘 AI 时代北美软件叙事演绎，把握当下时点应用侧投资机遇

报告要点

23 年以来每轮行情均由高业绩兑现标的+Infra 引领，26 年初北美软件反弹行情分化，网安及数据工具表现突出。网络安全方面，企业规模化部署 AI 催生出 AI 原生安全需求，虽然 Mythos 等产品一度引发 AI 吞噬担忧，但模型存在能力边界且当下正在成为网安公司业绩核心驱动力；数据工具方面，在 AI 从模型走向场景的最后一公里中，数据工具备有典型“卖铲”属性，有望持续受益于 AI 应用渗透率提升；SaaS 方面，随着模型能力、调用成本及工具调用能力加速收敛，具备“数据+流程+用户”闭环能力的平台型应用公司值得关注。

分析师及联系人



杨洋

SAC: S0490517070012

SFC: BUW100



郭敬超

SAC: S0490525120002

AI 沉思录（四）：复盘 AI 时代北美软件叙事演绎，把握当下时点应用侧投资机遇

行业研究 | 深度报告

投资评级 看好 | 维持

行情演绎：从“AI 吞噬”叙事下的恐慌抛售回归理性

23 年以来每轮行情均由高业绩兑现标的+Infra 引领。以 IGV（北美技术软件指数 ETF）为参考复盘 2023~2025 年美股软件走势，可以发现其历经了两轮行情，而每轮行情的领涨赛道均为 Infra 及实现高业绩兑现的 AI 应用。过去两轮软件行情共同说明，AI 时代至今软件公司超额收益来自于 AI 能力驱动的叙事变化、公司向 AI 的转型及边际业绩兑现的交织演绎。2026 年年初的美股软件反弹行情亦呈现明显的结构分化，真正具备 AI 受益逻辑的赛道——网安、数据工具赛道表现强势。以 Salesforce 为代表对 SaaS 公司演绎进行复盘后，可以看到目前股价压制 SaaS 的核心为 AI 吞噬叙事带来的估值折价。

归因拆解：为何网安、数据工具能在本轮反弹中脱颖而出

网络安全方面，企业规模化部署 AI 催生出 AI 原生安全需求。进入 AI 时代，网络安全行业增量主要体现在以下四点：1) 保护对象增加，需要 AI 原生安全平台；2) AI Agent 成为新身份，扩大身份安全市场；3) AI 提升攻防速度，推动安全运营升级；4) AI 流量和基础设施扩张，重新拉动传统安全产品。虽然 Mythos 等产品一度引发 AI 吞噬担忧，但模型存在能力边界且当下正在成为网安公司业绩核心驱动力，证伪了 AI 吞噬叙事；**数据工具方面，AI 正走向从模型到场景的最后一公里，数据工具赛道核心受益。**随着企业 AI 应用从“以模型为中心”转向“以数据为中心”，数据质量、数据治理和数据调用效率将成为决定 AI 落地效果的关键变量。因此，在 AI 从模型走向场景的最后一公里中，数据工具具备典型“卖铲”属性，有望持续受益于 AI 应用渗透率提升。业绩端，2026 年一季度头部数据工具公司指引普遍上调，验证 Agent 时代数据基础设施、可观测性和运营型 AI 平台的真实需求；**应用方面，AI 吞噬叙事背景下的估值折价仍为股价反弹的核心压力。**但是我们认为具备“数据+流程+用户”闭环能力的公司仍值得关注。当下时点随着 SaaS 公司估值进一步下探，部分“数据+流程+用户”闭环能力、能够迅速转型适配 AI 的 SaaS 公司，其性价比或将逐渐显现。未来估值能否修复，关键取决于其是否具备“数据+流程+客户”壁垒，是否能够在模型向场景的渗透中占据优势生态位。

关注网安及数据工具等 Infra 赛道+打通“数据+流程+用户”闭环的平台应用

北美 AI 叙事演绎在时间线上往往领先于国内市场。综上所述，参照年初至今北美软件演绎，以及各个细分赛道于当下时间点的行业叙事，我们建议应重点关注网安、数据工具行业在 AI 时代迎来的需求扩容，以及能够打通“数据+流程+用户”的平台型应用公司在估值底部的反转机遇。

风险提示

- 1、下游需求不及预期；
- 2、AI 吞噬叙事反复；
- 3、AI 收入兑现不及预期；
- 4、地缘政治风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《AI 沉思录（三）：越过技术青春期，模型走向智能扩散与 ROI 突围—Anthropic 复盘为鉴》2026-07-31
- 《筹码底逐步显现，重仓超配比例持续回升——计算机行业 2026Q2 基金持仓分析》2026-07-28
- 《Kimi K3 发布，关注国产大模型及国产算力 2026 年第 29 周计算机行业周报》2026-07-26



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

行情演绎：从“AI 吞噬”叙事下的恐慌抛售回归理性	6
历史复盘：23 年以来每轮行情均由高业绩兑现标的+Infra 引领	6
本轮反弹：网络安全+数据工具领涨，从恐慌抛售回归理性	9
吞噬演绎：SaaS 股价下行核心为 AI 吞噬叙事带来估值中枢下移，估值已进入历史底部区间	11
归因拆解：为何网络安全、数据工具能在本轮反弹中脱颖而出	12
网络安全：AI 带来网络安全需求全面升级，头部公司业绩预期证伪吞噬叙事	12
数据工具：AI 时代软件行业确定性最高的“卖铲”赛道，防御性与进攻性兼备	23
传统 SaaS：AI 吞噬叙事演绎最剧烈且仍在持续，具备“数据+流程+用户”闭环能力的公司仍值得关注	29
投资建议：关注网安及数据工具等 Infra 赛道+打通“数据+流程+用户”闭环的平台应用	34
风险提示	35

图表目录

图 1：2023 年 1 月至 2026 年 5 月 IGV（北美技术软件指数 ETF）涨幅图	6
图 2：2023 年 Q2 起 APP 和 PLTR 营收开启加速上涨	7
图 3：2022 年至 2025 年 PLTR 和 APP 净利率	7
图 4：第一轮行情区间（2023.1.1~2024.12.31）IGV 股票池内核心标的涨幅	7
图 5：第二轮行情区间（2025.4.1~2025.10.1）IGV 股票池内核心标的涨幅	8
图 6：FY24Q4 Palantir 继续上修下一季度及 FY25 全年指引	8
图 7：本轮反弹前（2026.1.1~2026.4.10）北美软件公司遭恐慌抛售	9
图 8：2026 年现象级 Agent 产品 OpenClaw 发布	9
图 9：2025Q4 软件企业业绩出现分化，SaaS 企业边际降速	10
图 10：本轮反弹（2026.4.10~2026.5.31）北美软件涨幅	10
图 11：2026Q1 软件企业业绩普遍超出此前公司指引上限	11
图 12：IGV 走势伴随营收边际增速变化，本轮业绩期增速仍可观	11
图 13：本轮反弹之前 IGV 大幅跑输纳斯达克	11
图 14：2023 年初至 2026 年初 Salesforce 股价演绎复盘	12
图 15：传统网络安全核心需求	13
图 16：进入 AI 时代网络安全需求存在四类核心增量	13
图 17：FY26Q1~FY26Q3 Prisma AIRS 客户数快速增加（个）	14
图 18：Prisma AIRS 产品示例：连接模型、数据、网络与使用者	14
图 19：AI Agent 已经成为生产力，带来新增的身份安全需求	14
图 20：Okta for AI Agents 产品将 AI Agent 作为一等身份纳入管理	14
图 21：AI 攻击能力进化速度（2026.5.13）	15
图 22：AI 流量增长推动硬件与软件安全需求同步扩容	16
图 23：AI 推动更多网络流量检查需求带动 SASE ARR 加速增长	16
图 24：CrowdStrike Agentic 安全平台	16
图 25：2024-2026 全球终端用户信息安全支出（亿美元）	17
图 26：2025-2027 全球 AI 网络安全支出（亿美元）	17

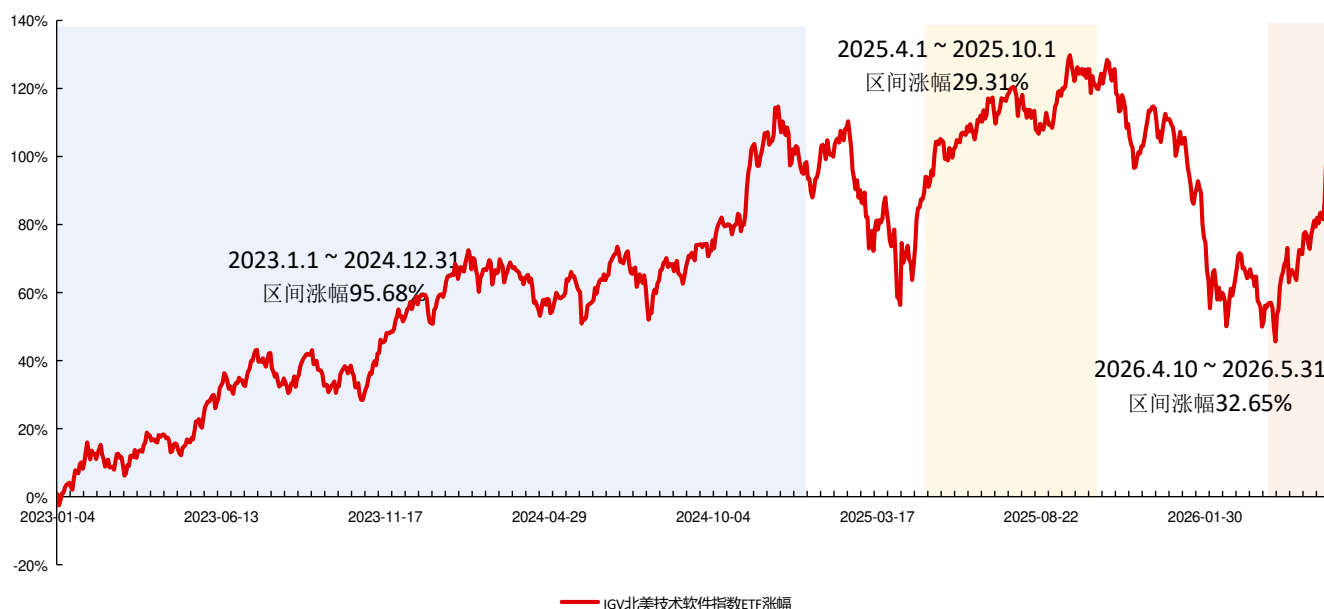
图 27: CIBR (网络安全指数 ETF) 涨跌幅 (2025.10.1~2026.5.31)	17
图 28: 大模型“The Last Ones”测试中 Token 消耗与完成的攻击步数 (2026.5.13)	18
图 29: 前沿 AI 模型能力不断提升 (2026.5.13)	19
图 30: Claude Mythos Preview 大幅拉高 CyberGym 测评表现 (2026.4)	19
图 31: 2026 年一季度北美头部网安公司业绩指引情况、AI 时代进展及业绩驱动力	20
图 32: FTNT 营业收入同比增速于 26Q1 显著提升 (亿美元)	21
图 33: FTNT 毛利率和净利率于 26Q1 显著改善	21
图 34: 2026Q1AI 驱动的安全运营业务 ARR 增速重新抬升	21
图 35: AI、OT、Edge 推动攻击面扩大, 复杂威胁环境驱动网安长期需求和方案集成趋势	22
图 36: AI 正在加速网络与安全的结合	22
图 37: AI 时代 FTNT 的产品体系	23
图 38: 数据生命周期及主要数据工具用例	23
图 39: 数据工程各环节、核心功能介绍及产品示例	24
图 40: 2023.1.3 至 2026.6.15 区间 Innodata 涨跌幅	24
图 41: 2023.1.3 至 2026.6.15 区间 Snowflake 涨跌幅	24
图 42: 26Q1Innodata 营收边际加速	25
图 43: 26Q1 Snowflake 营收边际加速	25
图 44: Palantir 通过构建 Ontology (本体论) 为企业进行数据治理, 搭建 Agent 的数据基建	25
图 45: Salesforce 数据平台需与 Snowflake 等数据公司合作搭建	26
图 46: 数据工具龙头 Snowflake TAM 预计 2029 年翻倍至 3550 亿美元	26
图 47: 2026 年一季度北美头部数据工具公司业绩指引情况、AI 时代进展及业绩驱动力	27
图 48: Snowflake RPO 及预计 12 个月内确收金额 (亿美元)	27
图 49: 2026Q1 Snowflake NRR (净收入留存率) 达 126%	27
图 50: Snowflake 定位为 agentic control plane 连接模型、数据与应用	28
图 51: Natoma 补足 Snowflake AI Agent 产品可观测能力	29
图 52: 2026 年以来 IGV 及 SaaS、数据工具和网络安全代表公司涨跌幅对比	29
图 53: 2025 年以来头部 SaaS 公司 PE-TTM 分位数	30
图 54: 2023Q1 至 2026Q1 主要 SaaS 公司营收同比增速	30
图 55: 2023Q1 至 2026Q1 主要 SaaS 公司毛利率	30
图 56: SAP Agent 产品宣传点: 拥有完整上下文的助手	31
图 57: SAP 外部与合作伙伴客户用例	32
图 58: SAP 内部 AI 提效成果	32
图 59: SAP 构建的 AI 平台深度整合业务上下文及各关键系统的互连治理	32
图 60: Salesforce 产品基座搭建于 Data 360 数据平台, 并在此基础上构建 Agent 产品	33
图 61: FY27Q1 Salesforce AI 相关商业化指标显示 Agentforce ARR 已达 12 亿美元	33

行情演绎：从“AI 吞噬”叙事下的恐慌抛售回归理性

历史复盘：23 年以来每轮行情均由高业绩兑现标的 +Infra 引领

以 IGV（北美技术软件指数 ETF）为参考复盘 2023~2025 年美股软件走势，可以发现其历经了两轮行情，而每轮行情的领涨赛道均为 Infra 及实现高业绩兑现的 AI 应用。过去两轮软件行情共同说明，AI 时代至今软件公司超额收益来自于 AI 能力驱动的叙事变化、公司向 AI 的转型及边际业绩兑现的交织演绎。

图 1：2023 年 1 月至 2026 年 5 月 IGV（北美技术软件指数 ETF）涨幅图



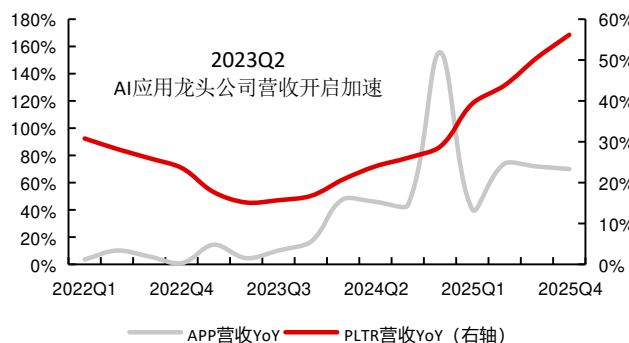
资料来源：iFinD，长江证券研究所

第一轮行情区间为 2023 年初~2024 年末，领涨标的为率先实现业绩兑现的 AI 应用公司 Applovin (+2975%) 与 Palantir (+1078%)。IGV 区间涨幅超 95%，跑赢纳斯达克 11%，期间头部 AI 应用公司业绩迎来爆发：AI+广告龙头 Applovin 自 2023Q2 其营收开始同比加速，2024 年各季度营收同比增速维持 40%左右，全年归母净利润实现同比增速 344%；AI+数据分析龙头 Palantir 营收亦从 2023Q2 起同比持续加速，2024 全年归母净利润实现同比增速 120%。网络安全（CRWD+225%，PANW+161%）、云（ORCL+109%）及部分 SaaS 公司（NOW+173%，CRM+154%）实现翻倍以上涨幅。本轮行情美股软件板块的定价逻辑为 AI 应用的商业化落地与业绩兑现验证，资金集中配置具备明确业绩弹性的 AI 应用龙头，高确定性的企业级基础设施与积极布局 AI 应用的 SaaS 标的亦同步受益。

“AI 吞噬软件”的市场担忧逐步演绎，业绩兑现与产品布局成为定价锚点。24 年年初美股 Salesforce、Workday 等 SaaS 公司业绩指引不及预期，“AI 吞噬软件”的担忧在市场开始演绎，引发板块在 4-5 月出现小幅下滑。24 年下半年起市场逐步进入降息周

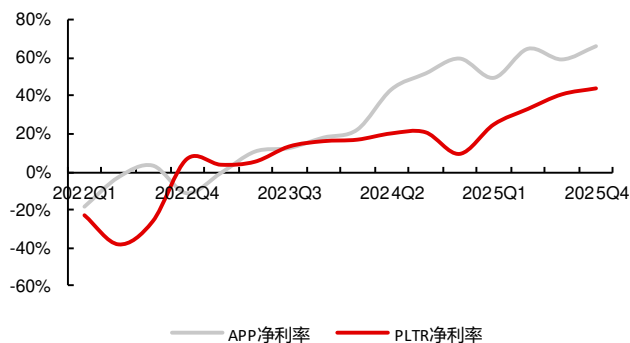
期，叠加 Salesforce、ServiceNow 等 SaaS 公司陆续推出 Agent 产品，且下半年业绩普遍优于预期，市场担忧得以缓解，美股软件板块开始反转上行。

图 2：2023 年 Q2 起 APP 和 PLTR 营收开启加速上涨



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 3：2022 年至 2025 年 PLTR 和 APP 净利率



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 4：第一轮行情区间（2023.1.1~2024.12.31）IGV 股票池内核心标的涨幅

股票代码	核心业务关键词	总市值 (亿美元)	反弹以来涨跌幅	跑赢IGV	跑赢纳斯达克
APP	移动营销	1,101	2975%	2879.63%	2890.81%
PLTR	数据分析	1,769	1173%	1076.89%	1088.07%
MSTR	商业智能	712	1946%	1850.10%	1861.27%
CRWD	网络安全	843	225%	129.29%	140.47%
PANW	网络安全	1,194	161%	65.12%	76.30%
ORCL	数据库	4,661	109%	13.82%	24.99%
CRM	CRM	3,200	154%	57.89%	69.06%
NOW	企业 SaaS	2,189	173%	77.36%	88.54%
MSFT	云服务	31,339	79%	-17.04%	-5.86%
CDNS	芯片设计	823	87%	-8.64%	2.54%
FTNT	网络安全	725	93%	-2.43%	8.75%
DDOG	数据监控	489	94%	-1.27%	9.91%
INTU	财务软件	1,759	64%	-32.05%	-20.87%
SNPS	芯片设计	750	52%	-43.66%	-32.49%
ADBE	设计软件	1,961	32%	-63.54%	-52.36%
ADSK	设计软件	635	58%	-37.51%	-26.33%
EA	游戏开发	383	21%	-74.57%	-63.39%

资料来源：iFinD，长江证券研究所（注：总市值数据时间点为 2024.12.31，仅梳理非推荐）

第二轮行情区间为 2025 年 4 月~10 月，结构性行情分化，高业绩兑现标的及 Infra 公司继续占据主线。区间内 IGV 涨幅 29.31%，同期纳斯达克指数上涨 31.54%，板块整体小幅跑输大盘，但结构性行情分化，高业绩兑现标的及 Infra 公司领跑板块：AI 应用龙头延续高弹性进攻属性，Applovin、Palantir 分别录得 166%、119% 的涨幅，跑赢 IGV 指数幅度分别达 136%、90%；云和数据工具标的全面爆发，龙头 Oracle 区间涨幅达 108%，数据监控龙头 Datadog 录得 54% 涨幅。

除受益于美股整体 beta 外，应用核心标的业绩持续兑现增强信心。2025 年 4 月以来，关税政策边际放缓，前期贸易摩擦与通胀再上行担忧有所缓解，叠加美国宏观数据逐步修复，纳斯达克整体风险偏好回升，为软件及 AI 应用板块反弹提供了底层β。除此之外，该阶段内龙头公司业绩持续兑现推动股价反转走强。

图 5：第二轮行情区间（2025.4.1~2025.10.1）IGV 股票池内核心标的涨幅

股票代码	核心业务关键词	总市值（亿美元）	反弹以来涨跌幅	跑赢IGV	跑赢纳斯达克
APP	移动营销	2,384	165.72%	136.42%	134.19%
PLTR	数据分析	4,408	119.14%	89.83%	87.60%
ORCL	数据库	8,239	107.90%	78.59%	76.36%
DDOG	数据监控	535	53.92%	24.61%	22.38%
CRWD	网络安全	1,255	41.80%	12.49%	10.26%
EA	游戏开发	503	39.85%	10.55%	8.31%
MSFT	云服务	38,635	38.93%	9.62%	7.39%
CDNS	芯片设计	958	38.39%	9.08%	6.85%
PANW	网络安全	1,400	21.19%	-8.12%	-10.35%
ADSK	设计软件	673	20.60%	-8.71%	-10.94%
MSTR	商业智能	972	17.39%	-11.91%	-14.14%
NOW	企业 SaaS	1,894	14.61%	-14.70%	-16.93%
SNPS	芯片设计	908	13.97%	-15.33%	-17.56%
INTU	财务软件	1,894	11.01%	-18.29%	-20.53%
ADBE	设计软件	1,439	-10.38%	-39.69%	-41.92%
FTNT	网络安全	633	-11.51%	-40.82%	-43.05%
CRM	CRM	2,244	-11.74%	-41.05%	-43.28%

资料来源：iFinD，长江证券研究所（注：总市值数据时间点为 2025.10.1，仅梳理非推荐）

以 Palantir 为例详细来看，公司在 FY24Q4 业绩会中给出的 2025 全年收入指引为 37.41 – 37.57 亿美元，美国商业收入指引为 10.79 亿美元、同比增速至少 54%；至 FY25Q1，公司将全年收入指引上调至 38.90 – 39.02 亿美元，美国商业收入指引上调至 11.78 亿美元以上、同比增速至少 68%；至 FY25Q2，Palantir 单季度收入首次突破 10 亿美元，同比增长 48%，美国商业收入同比大涨 93%，TCV 达 23 亿美元、同比增长 140%，并再次上调全年指引，将 2025 全年收入上调至 41.42 – 41.50 亿美元，美国商业收入上调至 13.02 亿美元以上、同比增速至少 85%，全年调整后营业利润和自由现金流指引同步上修。**Palantir 继续维持每个季度上调收入指引，叠加美国商业业务和 AIP 签约高增，为股价上行筑牢基本面支撑。**

图 6：FY24Q4 Palantir 继续上修下一季度及 FY25 全年指引

Q1 2025	FY 2025
For first quarter 2025, we expect:	For full year 2025, we expect:
→ Revenue of between \$858 million – \$862 million.	→ Revenue of between \$3.741 billion – \$3.757 billion.
→ Adjusted income from operations of between \$354 million – \$358 million.	→ US commercial revenue in excess of \$1.079 billion, representing a growth rate of at least 54%.
	→ Adjusted income from operations of between \$1.551 billion – \$1.567 billion.
	→ Adjusted free cash flow of between \$1.5 billion – \$1.7 billion.
	→ GAAP operating income and net income in each quarter of this year.

资料来源：Palantir，长江证券研究所

本轮反弹：网络安全+数据工具领涨，从恐慌抛售回归理性

年初回落：OpenClaw 引领 Agent 产品走向落地，“AI 吞噬软件”持续发酵

IGV 自 2026.1.1 至 2026.4.10 下跌近 30%，其中 SaaS 软件领跌，Intuit、ServiceNow、Applovin 跌超 40%，此外，数据工具、云、网安及各类行业垂直工具软件均有不同程度下挫。

图 7：本轮反弹前（2026.1.1~2026.4.10）北美软件公司遭恐慌抛售

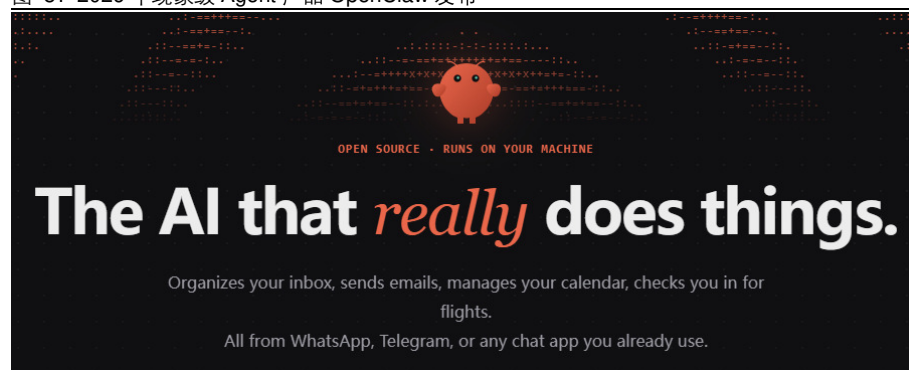
股票代码	核心业务关键词	总市值（亿美元）	反弹以来涨跌幅	跑赢 IGV	跑赢纳斯达克
INTU	财务软件	971	-46.76%	17.41%	45.30%
NOW	企业 SaaS	856	-45.82%	16.47%	44.36%
APP	移动营销	1,316	-41.92%	12.57%	40.46%
CRM	CRM	1,349	-37.57%	8.22%	36.12%
ADBE	设计软件	911	-35.61%	6.26%	34.15%
ORCL	数据库	3,972	-28.72%	0.63%	27.26%
PLTR	数据分析	3,070	-27.95%	1.39%	26.50%
MSFT	云服务	27,552	-23.14%	6.21%	21.68%
CRWD	网络安全	965	-19.14%	10.21%	37.69%
SNPS	芯片设计	751	-16.49%	12.86%	35.04%
PANW	网络安全	1,263	-15.46%	13.89%	34.00%
CDNS	芯片设计	733	-15.01%	14.34%	33.55%
FTNT	网络安全	563	-3.41%	25.94%	1.95%
EA	游戏开发	508	-0.68%	28.67%	0.77%

资料来源：iFinD，长江证券研究所（注：总市值数据时间点为 2026.4.10，仅梳理非推荐）

叙事端：Agent 爆发再次引发“AI 吞噬软件”担忧，26 年年初软件行业遭无差别抛售。

2026 年初自 OpenClaw 开始模型公司陆续推出 Agent 产品：1 月，OpenClaw 发布并爆火；2 月，Anthropic 发布 Claude Cowork，OpenAI 发布 Codex for (almost) everything。AI 能力从“回答问题”走向“处理任务”，企业软件的工具价值与商业模式再一次引发市场担忧。担忧延续的核心在于 AI 对 SaaS 商业模式的影响和对功能的替代。从商业模式来看，传统 SaaS 高度依赖按席位收费，而 AI Agent 直接处理任务的工作模式削弱了人机交互频次，引发市场对席位缩减的持续性顾虑；从功能替代来看，随着 AI 能力从对话走向执行任务，简单工作流应用极易被 AI 原生工具低成本替代，从而使得终端价值归零。受此悲观预期影响，软件被无差别抛售。

图 8：2026 年现象级 Agent 产品 OpenClaw 发布



资料来源：OpenClaw，长江证券研究所

业绩端：出现指引回落或增速放缓，进一步加强担忧。以 Salesforce 为例，Salesforce FY26Q4 Agentforce 数据虽迎来爆发，但营收并未超出此前指引，市场担忧公司无法同时做大 AI Agent 业务的同时维持传统产品线增长。本季度软件公司业绩及指引虽普遍稳健，但增速出现放缓，叠加 AI 吞噬叙事持续发酵及资金向高确定性的硬件赛道集中，致使股价出现大幅回调，传统 SaaS 公司领跌。

图 9：2025Q4 软件企业业绩出现分化，SaaS 企业边际降速

细分领域	股票代码	财季	发布日期	本季营收 (百万美元)	营收YoY	上一季度营收 YoY	边际加速/降 速	此前指引下限 (百万美元)	此前指引上限 (百万美元)	较中点	达成判断
数据工具	DDOG	Q4 FY2025	2026-02-10	\$953	29%	28%	加速	\$912.0	\$916.0	4.3%	超上限
网络安全	FTNT	Q4 FY2025	2026-02-05	\$1,905	15%	14%	加速	\$1,825.0	\$1,885.0	3.0%	超上限
SaaS	APP	Q4 FY2025	2026-02-11	\$1,658	66%	68%	降速	\$1,570.0	\$1,600.0	4.6%	超上限
数据工具	PLTR	Q4 FY2025	2026-02-02	\$1,407	70%	63%	加速	\$1,327.0	\$1,331.0	5.9%	超上限
SaaS	CRM	Q4 FY2026	2026-02-25	\$11,200	12%	9%	加速	\$11,130.0	\$11,230.0	0.2%	区间内
SaaS	NOW	Q4 FY2025	2026-01-28	\$3,568	21%	22%	降速	\$3,420.0	\$3,430.0	4.2%	超上限
SaaS	INTU	Q2 FY2026	2026-02-26	\$4,651	17%	18%	降速	\$4,519.0	\$4,549.0	2.6%	超上限

资料来源：DDOG、FTNT、APP、PLTR、CRM、NOW、INTU 公司官网，长江证券研究所（仅梳理非推荐）

四月反弹：财报季集中缓解短期担忧，数据工具及网络安全赛道强势反弹

恐慌性无差别抛售是对 AI 吞噬风险的过度定价，AI 时代各软件赛道身位变化反映于本轮反弹表现分化。从行业整体来看，5 月前后的财报季集中证伪了“AI 吞噬软件”的极端叙事，行业整体迎来反转，IGV 自 2026.4.10 至 2026.5.31 上涨幅度达 32.65%，跑赢纳斯达克指数 14.46%。从内部结构来看，数据 Infra 与网络安全成为本轮修复行情的核心赛道，数据监控龙头 DDOG 本轮领涨，涨幅达 126.97%；网安三巨头 CRWD、FTNT、PANW 涨幅分别为 85.21%/71.05%/68.69%，云与数据库龙头 Oracle 涨幅 63.77%。除数据工具及 Infra、网络安全赛道外，其他传统 SaaS 软件公司反弹幅度有限。

图 10：本轮反弹（2026.4.10~2026.5.31）北美软件涨幅

股票代码	核心业务关键词	总市值 (亿美元)	反弹以来涨跌幅	跑赢IGV	跑赢纳斯达克
DDOG	数据监控	988	126.97%	94.32%	108.78%
CRWD	网络安全	1,991	85.21%	52.57%	67.03%
FTNT	网络安全	1,078	71.05%	38.41%	52.87%
PANW	网络安全	2,449	68.69%	36.04%	50.50%
ORCL	数据库	7,137	63.77%	31.13%	45.59%
APP	移动营销	2,062	61.71%	29.06%	43.52%
NOW	企业 SaaS	1,401	38.48%	5.84%	20.30%
CDNS	芯片设计	1,142	33.42%	0.78%	15.24%
MSTR	商业智能	525	23.46%	-9.19%	5.27%
MSFT	云服务	34,209	20.95%	-11.70%	2.76%
PLTR	数据分析	3,851	19.96%	-12.68%	1.78%
SNPS	芯片设计	943	17.46%	-15.19%	-0.72%
ADBE	设计软件	1,108	12.73%	-19.92%	-5.46%
CRM	CRM	1,717	11.85%	-20.79%	-6.33%
ADSK	设计软件	524	2.75%	-29.90%	-15.44%
EA	游戏开发	507	-0.14%	-32.79%	-18.33%
INTU	财务软件	968	-8.34%	-40.98%	-26.52%

资料来源：iFinD，长江证券研究所（注：总市值数据时间点为 2026.5.31，仅梳理非推荐）

业绩端，软件公司营收呈现边际加速短期内缓解 AI 吞噬担忧。头部软件公司本季度业绩普遍超出此前指引，且出现边际加速迹象，一定程度上缓解了短期内大模型对应用公司业绩削弱的担忧。除下表所列示的 IGV 成分股外，如 Snowflake 2026Q1 收入同比增长约 33%至 13.9 亿美元，产品收入同比增长约 34%，并上调全年产品收入指引至 58.4

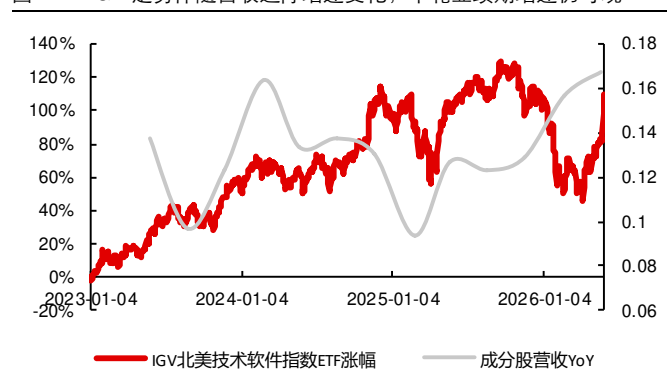
亿美元，同时宣布与 AWS 扩大 60 亿美元合作以加速企业 AI 落地，且管理层在一季度业绩会中明确表示“第一季度是公司人工智能发展历程中的一个重要转折点”亦带动股价上行。市场从无差别抛售转向结构性反弹，本质是数据工具、网络安全等深度受益于 AI 的赛道的重新定价。

图 11：2026Q1 软件企业业绩普遍超出此前公司指引上限

细分领域	股票代码	财季	发布日期	本季营收 (百万美元)	营收YoY	上一季度营收 YoY	边际加速/降速	此前指引下限 (百万美元)	此前指引上限 (百万美元)	较中点	达成判断
数据工具	DDOG	Q1 FY2026	2026-05-07	\$1,006	32%	29%	加速	\$951.0	\$961.0	5.2%	超上限
网络安全	FTNT	Q1 FY2026	2026-05-06	\$1,850	20%	15%	加速	\$1,700.0	\$1,760.0	6.9%	超上限
SaaS	APP	Q1 FY2026	2026-05-06	\$1,842	59%	66%	降速	\$1,745.0	\$1,775.0	4.7%	超上限
数据工具	PLTR	Q1 FY2026	2026-05-04	\$1,633	85%	70%	加速	\$1,532.0	\$1,536.0	6.4%	超上限
SaaS	CRM	Q1 FY2027	2026-05-27	\$11,133	13%	12%	加速	\$11,030.0	\$11,080.0	0.7%	超上限
SaaS	NOW	Q1 FY2026	2026-04-22	\$3,671	22%	21%	加速	\$3,650.0	\$3,655.0	0.5%	超上限
SaaS	INTU	Q3 FY2026	2026-05-20	\$8,558	10%	17%	降速	\$8,520.0	\$8,553.0	0.3%	超上限

资料来源：DDOG、FTNT、APP、PLTR、CRM、NOW、INTU 公司官网，长江证券研究所（仅梳理非推荐）

图 12：IGV 走势伴随营收边际增速变化，本轮业绩期增速仍可



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 13：本轮反弹之前 IGV 大幅跑输纳斯达克



资料来源：iFinD，长江证券研究所

吞噬演绎：SaaS 股价下行核心为 AI 吞噬叙事带来估值中枢下移，估值已进入历史底部区间

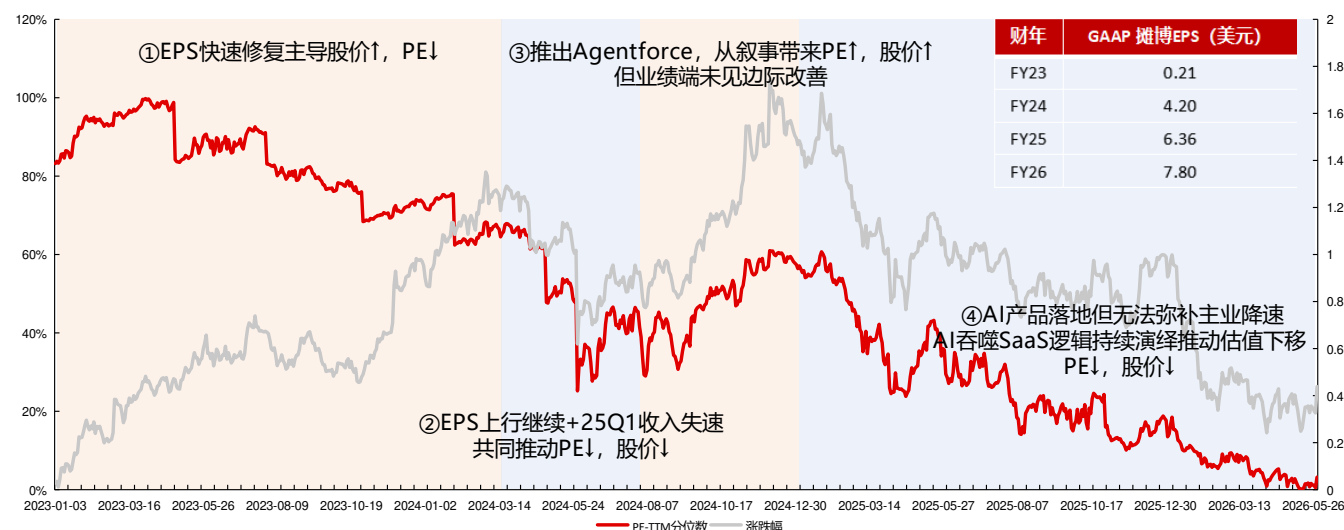
2023 年至 2024 年初，Salesforce 股价受益于利润持续兑现而继续上行，此后 2024 年 5 月迎来关键拐点：市场开始担忧传统 CRM 进入个位数增长阶段；与此同时，当季 GAAP EPS 仍大幅增长，收入预期下修与 EPS 上行共同推动 PE 和股价快速下跌，Salesforce 由“利润率修复”阶段转入“增长可持续性验证”阶段。

2024 年下半年，Salesforce 推出 Agentforce，从叙事上为 Salesforce 带来 AI 估值溢价。Agentforce 将 AI 从辅助员工的 Copilot 升级为可自主执行销售、客服和营销任务的数字劳动力，市场将其重新定价为企业级 AI 受益者，推动 PE 与股价同步修复；但随着产品逐步落地，Agentforce 的高增 ARR 尚不足以对冲核心业务降速，公司整体有机收入仍徘徊于高个位数，AI 叙事未能及时转化为主业再加速。

2025 年后，模型与 Agent 能力不断提升背景下，AI 吞噬软件持续演绎。首先，AI Agent 提升单人产出、减少客户所需人工席位，对 Salesforce 按席位收费的传统模式形成潜在侵蚀；其次，通用 AI Agent 可以直接连接企业数据并执行工作流，可能削弱应用层软件的差异化价值；最后，下游公司硬件预算挤占导致软件预算持续下行，部分公司选择通过 AI 自主构建软件以缩减开支从而进一步压低传统 SaaS 公司 TAM。由此，尽管公司

依靠利润率提升、回购及并购并表继续推动 EPS 增长，估值中枢仍持续下移，并最终压制股价表现。

图 14：2023 年初至 2026 年初 Salesforce 股价演绎复盘



资料来源：iFinD，Salesforce 官网，长江证券研究所

推而广之，目前 SaaS 股价压制核心为 AI 吞噬叙事带来的估值折价，未来估值能否修复，关键在于其是否具备“数据+流程+客户”壁垒，是否能够在模型向场景的渗透中占据优势生态位。

归因拆解：为何网络安全、数据工具能在本轮反弹中脱颖而出

网络安全：AI 带来网络安全需求全面升级，头部公司业绩预期证伪吞噬叙事

需求增量：企业规模化部署 AI 催生出 AI 原生安全需求

传统网络安全的核心需求，是企业需要保护“网络入口、办公设备、账号权限、业务系统、重要数据”并及时发现处置安全威胁。这些需求衍生出了网络安全公司的产品与服务：1) 网络入口：防火墙、DDoS 防护等产品负责阻止外部攻击进入企业网络；2) 终端安全：负责保护员工电脑和服务端；3) 身份安全：产品用于确认“谁可以访问什么”，防止账号被盗或权限滥用；4) 云安全：负责保护部署在云端的业务系统；5) 数据安全：用于防止客户信息、源代码等敏感数据外泄；6) 安全运营：汇总各类告警，帮助企业发现并处置已经发生的攻击。Palo Alto Networks、CrowdStrike、Fortinet、Zscaler、Cloudflare 和 Okta 等头部网安公司虽然分别从防火墙、终端、零信任或身份等领域起家，但解决的本质问题相同，即降低企业遭受攻击、业务中断和数据泄露的风险。因此，传统网安需求本质上是对企业数字资产进行“边界防护、访问控制、行为监测和事件响应”，其增长主要来自云化、远程办公、监管强化和攻击复杂度提升。

图 15：传统网络安全核心需求



资料来源：长江证券研究所（图片由 AI 生成）

企业规模化部署 AI 催生了网络安全行业增量需求，主要体现在以下四点：1) 保护对象增加，需要 AI 原生安全平台；2) AI Agent 成为新身份，扩大身份安全市场；3) AI 提升攻防速度，推动安全运营升级；4) AI 流量和基础设施扩张，重新拉动传统安全产品。

图 16：进入 AI 时代网络安全需求存在四类核心增量



资料来源：长江证券研究所（图片由 AI 生成）

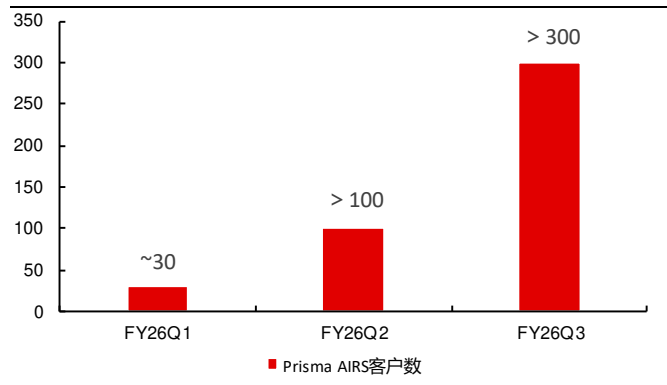
➤ 保护对象增加，需要 AI 原生安全平台

AI 时代网络安全行业核心增量为需要企业需要保护的从人、设备和应用，进一步扩展至模型、AI 代理及其交互过程。传统安全体系主要识别员工、服务器、终端和应用，但 AI 应用进入生产环境后，模型、提示词、训练数据、推理数据、AI 代理、MCP 服务器以及代理调用的外部工具都成为新的攻击面。因此，AI 安全并非简单地在传统产品中增加 AI 功能，而是在原有安全体系之上新增一套围绕“模型—数据—Agent—工具调用”的安全体系，形成 AI 原生的网络安全需求。

需求旺盛，头部网安厂商商业化进展迅速。Palo Alto Networks 的 Prisma AIRS 在 Q3 FY26 已拥有超过 300 家客户，较上一季度约增长两倍；Zscaler 的 AI Protect 过去 12

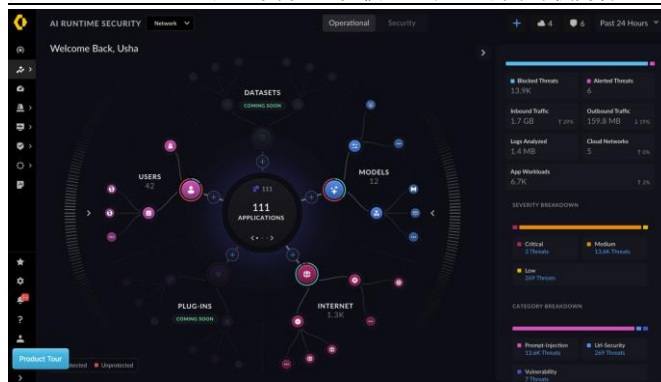
个月 Bookings 超过 1 亿美元；CrowdStrike 的 AIDR 期末 ARR 环比增长超过 250%，下一季度销售管线已超过 5,000 万美元。

图 17: FY26Q1~FY26Q3 Prisma AIRS 客户数快速增加 (个)



资料来源: Palo Alto Networks, 长江证券研究所

图 18: Prisma AIRS 产品示例: 连接模型、数据、网络与使用者



资料来源: Palo Alto Networks, 长江证券研究所

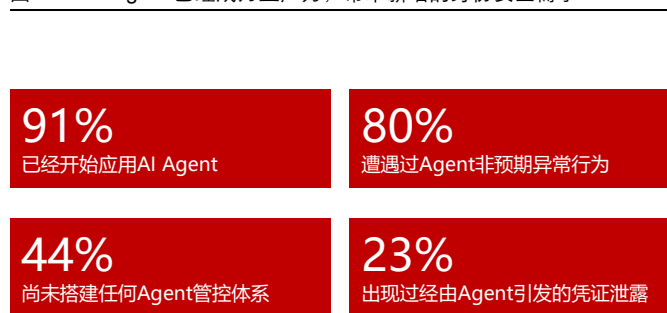
➤ AI Agent 成为新身份, 扩大身份安全市场

AI Agent 的大规模应用, 将推动身份安全从管理人类员工转向同时管理人和非人身份。

传统身份安全主要解决员工登录、客户认证、权限审批和离职回收等问题, 身份数量通常与员工、客户和应用账户相关; 而 AI Agent 能够自主访问文件、调用 API、操作业务系统并继续委托其他代理执行任务, 其权限范围和行为速度都显著高于传统服务账户。Okta 认为 AI Agent 正在成为组织内部的新型劳动力, 需要像管理员工身份一样完成发现、注册、授权、审计和权限回收, 并将身份定位为代理企业的统一控制平面; Palo Alto Networks 也强调, 在人类和 Agent 共同工作的环境中, 每个自主实体都是需要管理的新身份; Zscaler 提出通过身份、任务意图和实时风险决定 Agent 访问是否应被允许。

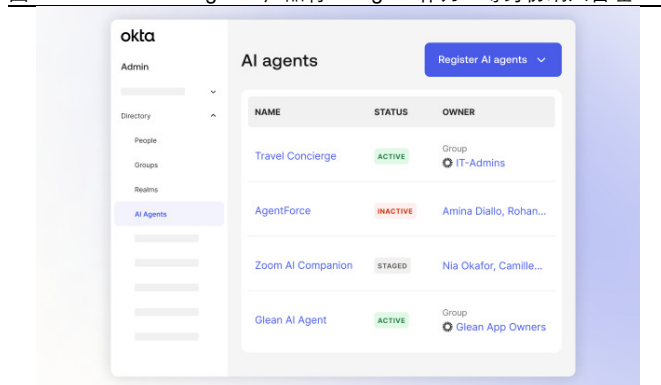
AI Agent 有望显著扩大身份安全的管理对象, 推动身份治理、特权访问和非人身份安全成为 AI 时代的重要绿地市场。

图 19: AI Agent 已经成为生产力, 带来新增的身份安全需求



资料来源: Okta, 长江证券研究所

图 20: Okta for AI Agents 产品将 AI Agent 作为一等身份纳入管理

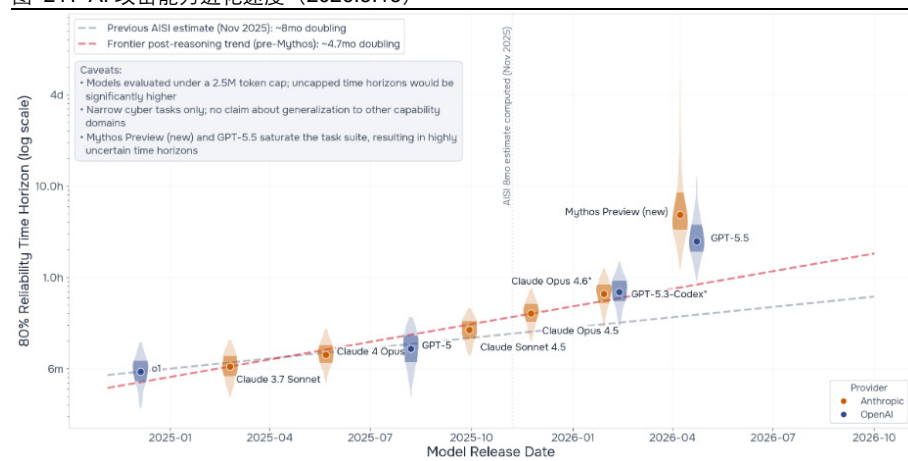


资料来源: Okta, 长江证券研究所

➤ AI 提升攻防速度, 推动安全运营升级

AI 将攻击与业务运行速度提升至机器级别，传统依赖人工分析和周期性扫描的安全运营模式需要全面升级。过去企业可以依靠定期漏洞扫描、告警看板和安全分析师逐项调查，但 AI 既能帮助攻击者批量发现漏洞、生成钓鱼内容和自动执行攻击，也会使企业自身产生更大规模的日志、调用和行为数据。当攻击周期压缩至分钟甚至秒级后，传统静态安全态势管理和人工查询式 SOC 已难以满足需求，因此需要通过 AI Agent 参与威胁发现、调查和修复，“用 AI 保护 AI”来缩短分析与响应时间。**因此，安全运营的竞争焦点将从“能否产生告警”转向“能否基于统一数据在机器速度下完成识别、判断和处置”，推动安全系统进一步向 Agentic SOC 演进。**

图 21：AI 攻击能力进化速度（2026.5.13）

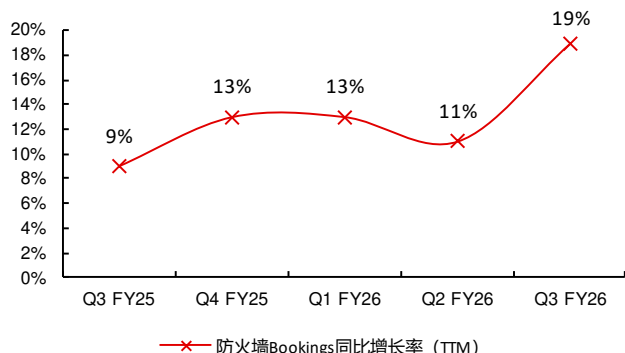


资料来源：AISI，长江证券研究所

➤ AI 流量和基础设施扩张，重新拉动传统安全产品

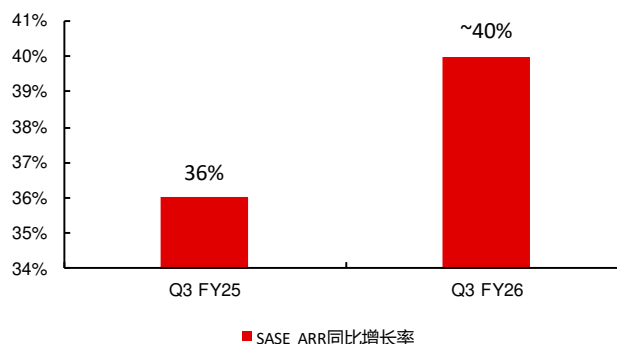
AI 基础设施建设不仅创造新的安全产品，也会放大防火墙、网络分段和流量检查等传统需求。模型训练、推理和 AI AGENT 运行会产生大量加密流量、东西向流量、API 调用和连接，使 AI 数据中心、云环境和企业网络面临更高的吞吐、时延和分段要求。AI 数据中心需要高性能边界保护、内部网络分段和安全连接，其专用 ASIC 和高端 FortiGate 能够受益于流量增长及设备升级；Palo Alto Networks 认为，AI AGENT 每秒发起大量动作，将使实时流量检查成为安全采用的基础，并已观察到软件防火墙和 AI 数据中心需求增长；Cloudflare 则认为 AI 正在重构互联网流量和软件交付方式，AI 公司的基础设施防护、代理流量路由、AI Bot 管理和 AI Gateway 正在形成新的需求。**因此，AI 并不会削弱传统网络安全，反而可能通过流量增长、架构重建和性能升级，为防火墙、SASE、应用安全和网络基础设施带来二次增长。**

图 22: AI 流量增长推动硬件与软件安全需求同步扩容



资料来源: Palo Alto Networks, 长江证券研究所

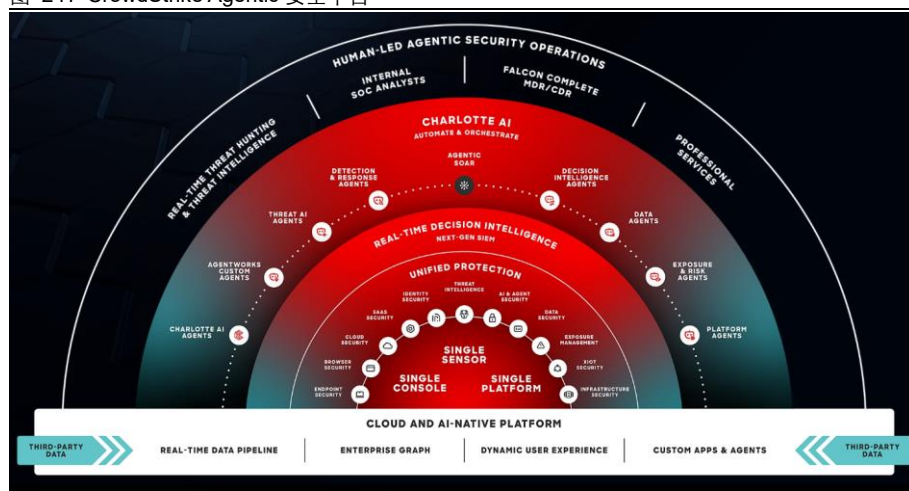
图 23: AI 推动更多网络流量检查需求带动 SASE ARR 加速增长



资料来源: Palo Alto Networks, 长江证券研究所

AI 时代的安全建设将进一步提升统一平台重要性。分别采购防火墙、终端、身份、云安全、数据安全和 SIEM 产品的方式容易导致安全数据分散、策略不一致、告警重复以及运维成本较高；在 AI 环境中，模型、代理、身份、数据和网络行为高度关联，单一控制点难以还原完整风险链条。因此从行业趋势来看，AI 新增需求既会扩大网安市场，也会加快预算向拥有统一数据、统一策略和跨控制点自动化能力的头部安全平台集中。

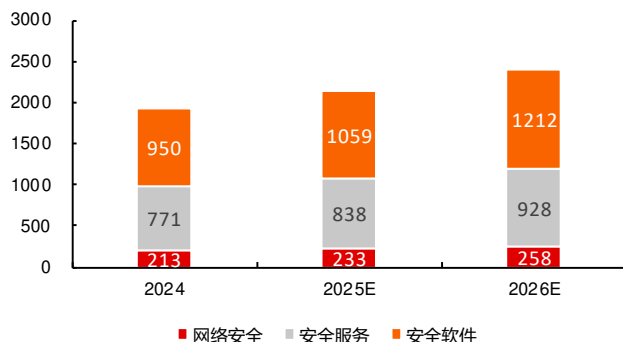
图 24: CrowdStrike Agentic 安全平台



资料来源: CrowdStrike, 长江证券研究所

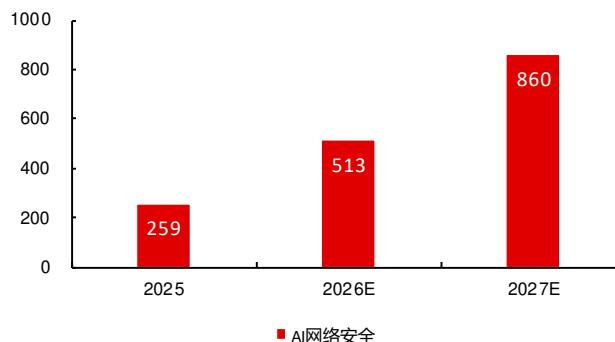
增量需求驱动市场空间进一步打开。据 Gartner 测算，2026 年全球终端用户信息安全支出将达 2398 亿美元，其中安全软件、安全服务、网络安全分别达 1212、928、258 亿美元；2026 年 AI 网络安全有望达 513 亿美元，并在 2027 年进一步增至 860 亿美元。因此，AI 时代不是对传统网安产品的替代，而是对既有安全控制点的全面升级，并在模型安全、代理身份、AI 运行时防护和 Agentic SOC 等方向创造新的增量市场。

图 25：2024-2026 全球终端用户信息安全支出（亿美元）



资料来源：Gartner，长江证券研究所

图 26：2025-2027 全球 AI 网络安全支出（亿美元）



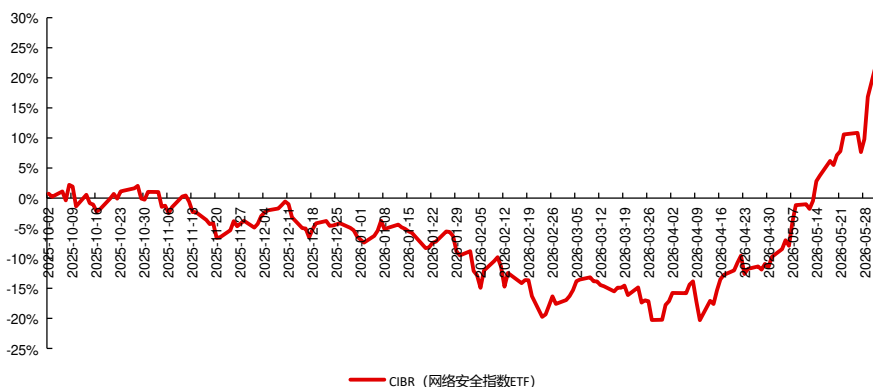
资料来源：Gartner，长江证券研究所

吞噬演绎：Mythos 等产品一度引发 AI 吞噬担忧，但模型存在能力边界且当下正在成为网安公司业绩核心驱动力

叙事端，2025 年末起各大模型厂商陆续发布 AI 安全相关产品，一度引发 AI 替代担忧。

2025 年 10 月，OpenAI 发布基于 GPT-5 的安全研究员 Agent：Aardvark，其能够持续监控代码仓库的提交变更，并利用 LLM 推理来识别漏洞，评估漏洞的可利用性，并提出修复方案；2026 年 2 月，Anthropic 发布 Claude Code Security，区别于采用 SAST（静态应用安全测试）等方式的传统安全工具，其不依赖任何预定义的规则库来进行模式匹配，而是利用大语言模型的阅读理解和逻辑推理能力分析代码，Anthropic 称其为“像人类安全研究员一样推理你的代码”。2026 年 4 月 8 日，Anthropic 发布 Claude Mythos Preview 模型相关信息。仅在几周时间内，Anthropic 内部团队使用 Claude Mythos Preview 便自主识别了数千个“零日漏洞”。受 AI 替代担忧影响，2025 年末至 2026 年初美股网络安全板块整体走弱，2025 年 10 月 1 日至 2026 年 4 月 10 日 CIBR（网络安全指数 ETF）区间跌幅达 20%。

图 27：CIBR（网络安全指数 ETF）涨跌幅（2025.10.1~2026.5.31）

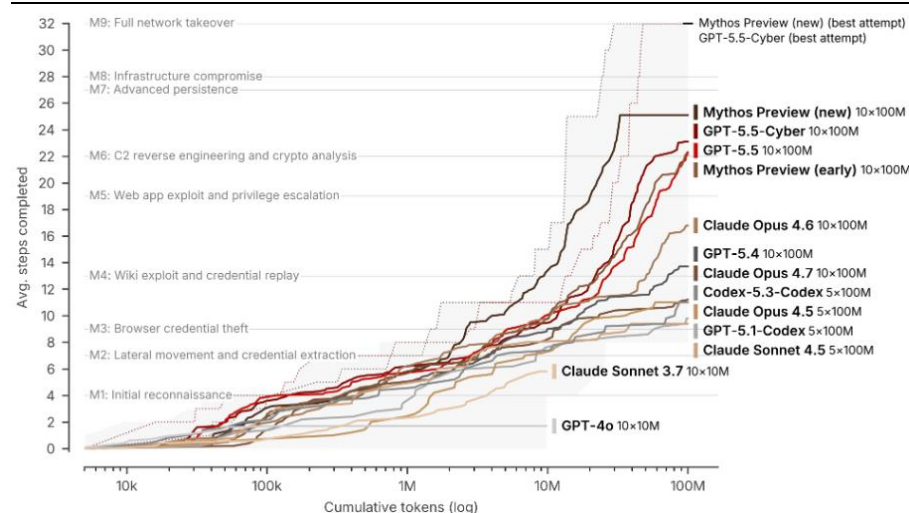


资料来源：iFinD，长江证券研究所

但是，模型于网安中亦存在能力边界。模型擅长的是漏洞分析、告警研判、策略生成和报告撰写等“认知型工作”，Anthropic 的 Project Glasswing 显示，前沿模型已经能够大规模发现软件漏洞、生成修复方案并参与红队测试；参与项目的约 50 家合作伙伴合计发现超过 1 万个高危或严重漏洞。因此过去由安全分析师和单点分析软件完成的工作或将被模型所取代。但模型本身通常不掌握企业实时网络、终端、身份和云环境数据，也不处在业务流量与访问控制链路中，难以独立完成认证、阻断、隔离、权限回收和审计。大模型容易替代安全咨询、安全副驾驶、基础漏洞扫描、告警分析和部分 MDR 人工服务，但很难直接替代防火墙、EDR、身份平台、SASE、WAF、DLP 和安全数据平台。因此网络安全中，越接近“阅读、理解、推理和生成”，模型替代能力越强；越接近“采集真实数据、控制流量、验证身份和执行动作”，模型越难脱离安全平台独立工作。

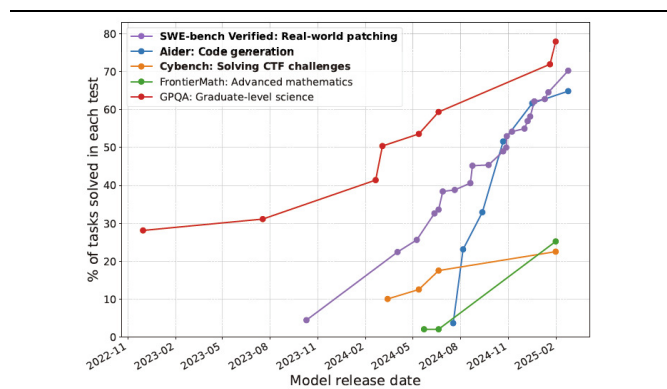
此外，AI 对于网络安全的影响同时作用于攻防两侧，网安需求取决于攻防博弈在 AI 时代的演绎。短期来看 AI 能力提升更有利于攻方，从而倒逼网安需求提升。AI 对于攻击的影响主要体现在两个方面：一是扩大了攻击面，AI 在企业中的部署引入了更多的攻击面，如提示词注入、数据污染、数据泄露、伪造技术和合成身份等。由于攻防难度存在先天差异，防守方要做到“万无一失”，攻击方仅需找到一个“突破口”，因而面对 AI 时代日益复杂的信息系统，短期防守方难以对整体资产系统做到全面防护；二是大幅提升攻击能力，降低攻击成本与门槛，AI 使得网络攻击的攻击效率、攻击能力数倍提升，攻击成本却数倍降低。非专业人士借助 Mythos 亦能够在一夜之间发现系统漏洞并有效利用。网络攻击能力是通用推理和编码能力的“涌现副产品”，模型的智力到达某个阈值时，会自动具备精英级渗透测试的水平，从而极大降低网络攻击的门槛，带动网安需求抬升。

图 28：大模型“The Last Ones”测试中 Token 消耗与完成的攻击步数（2026.5.13）



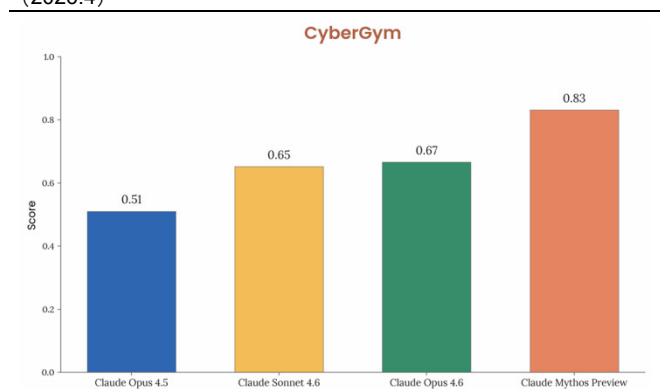
资料来源：AISI，长江证券研究所

图 29：前沿 AI 模型能力不断提升（2026.5.13）



资料来源：AISI，长江证券研究所

图 30：Claude Mythos Preview 大幅拉高 CyberGym 测评表现（2026.4）



资料来源：Anthropic，长江证券研究所

业绩端，2026 年一季度网安公司普遍上调指引且表示 AI 为未来增长核心驱动力。核心网安公司 PANW、FTNT、CRWD、ZS、NET 及 OKTA 在最近一次业绩披露中均上调或部分上调全年收入、ARR/Billings、利润或 EPS 指引，其中 PANW、FTNT、CRWD 和 NET 的上调幅度尤为突出；ZS 虽下调自由现金流利润率预期，但收入、ARR 及利润指引仍继续上修。驱动因素已不再局限于传统安全预算复苏，而是企业在 AI 基础设施、AI 应用、Agent 身份与权限、数据访问治理及 AI 驱动安全运营等领域新增投入。市场对“AI 吞噬网安公司”的担忧被业绩验证所修正，板块估值与股价亦随指引改善而回升。

图 31：2026 年一季度北美头部网安公司业绩指引情况、AI 时代进展及业绩驱动力

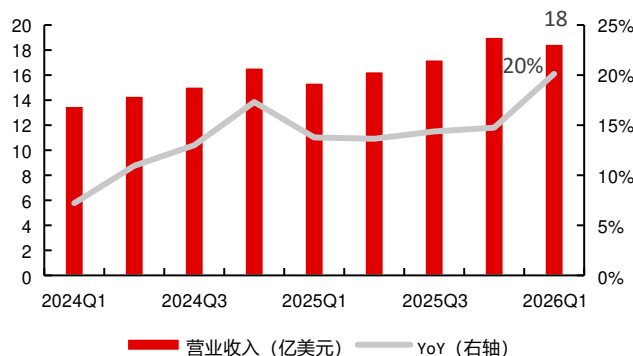
代码	公司	定位	最新财报 / 日期	下季度指引	全年指引	较此前是否上调	业绩核心驱动力	AI核心进展	AI时代战略
PANW	Palo Alto Networks	综合平台：网络安全、云安全、SecOps、身份/可观测性	FY26 Q3 2026-06-02	FY26 Q4: NGS ARR \$8.90-8.95bn (+59%-60%) ; RPO \$20.9-21.0bn (+32%-33%) ; 收入 \$3.345-3.355bn (+32%) ; Non-GAAP EPS \$0.96-0.98.	FY26: NGS ARR \$8.90-8.95bn; RPO \$20.9-21.0bn; 收入 \$11.415-11.425bn (+24%) ; Non-GAAP 经营利润率 28.9%-29.2%; EPS \$3.77-3.79; 调整后FCF 利润率37.5%。	明确上调。较2Q披露口径：收入由\$11.28-11.31bn上调；NGS ARR由\$8.52-8.62bn上调；RPO、经营利润率及EPS同步提高。	平台化 (Network / Cloud / SecOps) 带动交叉销售与单；企业为AI部署提升安全投入；有机bookings增长加速。	Prisma AIRS 3.0覆盖AI应用/模型/Agent从发现、风险评估到运行时防护；完成Portkey与Koi收购，补强Agent网关、运行时及Agentic Endpoint	以“AI安全平台+平台化”为主线：把Network、Cloud、SOC、Identity、Observability统一到少数平台；围绕Agent身份、MCP/工具调用、模型与数据、运行时执行建立端到端控制面。
FTNT	Fortinet	安全网络硬件/软件平台：NGFW、SD-WAN、SASE、SecOps	FY26 Q1 2026-05-06	2026 Q2: 收入 \$1.830-1.930bn; Billings \$2.090-2.190bn; Non-GAAP经营利润率 33%-35%; EPS \$0.72-0.76.	FY26: 收入 \$7.710-7.870bn; 服务收入 \$5.090-5.150bn; Billings \$8.800-9.100bn; 经营利润率33%-36%; EPS \$3.10-3.16.	明确上调。收入由\$7.50-7.70bn上调；Billings由\$8.40-8.60bn上调；EPS由\$2.94-3.00上调，服务收入下限办提高。	新FortiOS 8.0和FortiASIC技术等创新技术；网络与安全技术的持续融合；AI加剧的威胁环境日益复杂	FortiOS 8.0加入AI驱动安全、下一代SASE和量子安全；AI驱动需求提升；FortiGate G系列新增产品，包括FortiGate 3500G和FortiGate 400G; Anthropic、OpenAI合作	坚持Security Fabric与自研ASIC；融合网络与安全，覆盖Secure Networking、Unified SASE、SecOps三大支柱。
CRWD	CrowdStrike	端点/XDR平台：向云、身份、SIEM、暴露管理扩展	FY27 Q1 2026-06-03	FY27 Q2: 期末ARR \$5.7926-5.7946bn; 收入 \$1.436-1.442bn; Non-GAAP经营利润 \$345.6-349.1m; EPS \$1.16-1.17.	FY27: 期末ARR \$6.5317-6.5555bn; 收入 \$5.9147-5.9587bn; Non-GAAP经营利润 \$1.4523-1.4803bn; EPS \$4.88-4.96; 预计全年 FCF利润率至少30%。	明确上调。FY27净新增ARR增速中点上调520bp；收入、期末ARR、经营利润和EPS区间均较4Q26首次指引上移。	Falcon平台渗透与模块扩张；Falcon Flex/Re-Flex促进扩容；Cloud、Next-Gen Identity、Next-Gen SIEM合计净新增ARR创纪录；新客户、存量扩展及伙伴参与度提升。	推出Charlotte AI AgentWorks、Agentic MDR; Project QuiltWorks联合OpenAI/Anthropic等治理frontier AI风险，并与IBM/Google Cloud扩展生态。	把Falcon定位为“AI安全基础设施/Agentic Security Platform”；以endpoint为AI安全控制点，统一数据、身份、云与SIEM遥测；让AI Agent构建、调查和响应运行在Falcon之上，形成平台与生态飞轮。
ZS	Zscaler	云原生零信任/SSE/SASE与数据安全	FY26 Q3 2026-05-26	FY26 Q4: 收入 \$875-878m (约+22%) ; Non-GAAP毛利率约80%; 经营利润 \$206-208m (+30%-31%) ; EPS \$1.08-1.09.	FY26: ARR \$3.740-3.749bn (约+24%) ; 收入 \$3.3295-3.3325bn (+24.6%-24.7%) ; 经营利润 \$755-757m; EPS \$4.10-4.11; FCF利润率 22.8%-23.3%。	收入/利润指引上调，但FCF利润率下调。ARR、收入、经营利润及EPS均较2Q指引提高；因资本开支占收入高个位数，FCF利润率由26.5%-27%下调。	差异化的零信任SASE架构在防御前沿模型和被攻破的AI智能体暴露的威胁方面非常关键	加入Anthropic的Project Glasswing，旨在革新AI驱动的防御；宣布有意收购Symmetry Systems，用于大规模管理AI Agent；启动了Project AI-Guardian；通过DayBreak与OpenAI合作	基于差异化的零信任SASE架构的人工智能时代的网络安全平台
NET	Cloudflare	连接云：应用安全、网络性能、Zero Trust与边缘开发平台	FY26 Q1 2026-05-07	2026 Q2: 收入 \$664-665m; Non-GAAP经营利润 \$90-91m; EPS \$0.27.	FY26: 收入 \$2.805-2.813bn; Non-GAAP经营利润 \$418-421m; EPS \$1.19-1.20.	明确上调。收入由\$2.785-2.795bn上调；经营利润由\$378-382m显著上调；EPS由\$1.11-1.12上调。	人工智能正在推动互联网的根本性再平台化，以及软件创建和使用方式的范式转变	以AI-first重构自身组织；提供了完整的工具和基础设施，支持下一代AI Agent——推出了Artifacts、Agent沙盒正式开放、正在推出 Dynamic Workers。	成为“Agentic Internet”的运行与通行基础设施：Agent在Workers上运行、流量经过Cloudflare网络，再带动安全/性能/网络消费
OKTA	Okta	独立身份平台：Workforce Identity with Customer Identity	FY27 Q1 2026-05-28	FY27 Q2: 收入 \$790-794m (+9%) ; cRPO \$2.505-2.515bn (+11%) ; Non-GAAP经营利润 \$204-208m (利润率26%) ; EPS \$0.95-0.97; FCF \$155-165m.	FY27: 收入 \$3.185-3.205bn (+9%-10%) ; 经营利润 \$806-826m (利润率25%-26%) ; EPS \$3.79-3.87; FCF \$855-885m (利润率27%-28%) 。	小幅上调。收入、经营利润、EPS和FCF区间相对4Q26首次指引均提高；仍采用审慎假设，专业服务向伙伴转移约拖累收入增速1个百分点。	AI Agent正迅速成为每个组织中的新型劳动力带动需求；市场推广专业化正在推动实质性成果，包括与大型企业的持续强势合作和销售生产力的提升；新产品组合的成功，尤其是Okta身份治理	Okta for AI Agents于2026-04-30 GA: 发现/注册Shadow Agents，将Agent作为一等身份	打造为安全Agentic Enterprise的统一控制平面：帮助客户回答Agent在哪里、能连接什么、能做什么的关键疑问

资料来源：PANW、FTNT、CRWD、ZS、NET、OKTA 公司官网，长江证券研究所（仅梳理非推荐）

FTNT：业绩验证需求，带动本轮网安板块价值重估

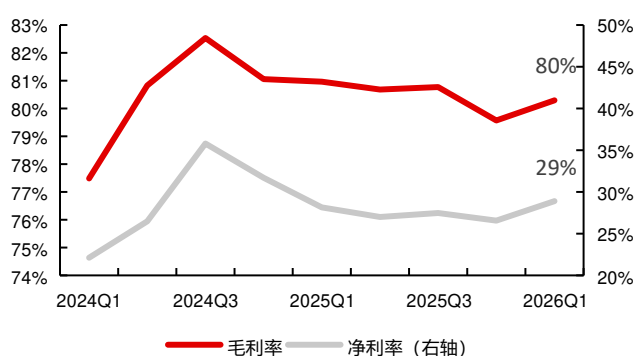
业绩全面超出指引，验证网安逻辑并非替代而是扩容。Fortinet 在 2026 年 5 月 6 日 FY26Q1 业绩发布及业绩说明会材料中表示，一季度业绩超过公司收入和盈利指引上限，并上调 2026 年收入指引至同比增长 15%（按指引区间中值计算）。FY26Q1 公司账单金额同比增长 31%至 20.9 亿美元，总营收同比增长 20%至 18.5 亿美元，产品收入同比增长 41%至 6.45 亿美元，非 GAAP 营业利润率达 36%，非 GAAPPEPS 同比增长 41%至 0.82 美元，经营现金流和自由现金流分别创下 10.8 亿美元和 10.1 亿美元纪录。

图 32: FTNT 营业收入同比增速于 26Q1 显著提升 (亿美元)



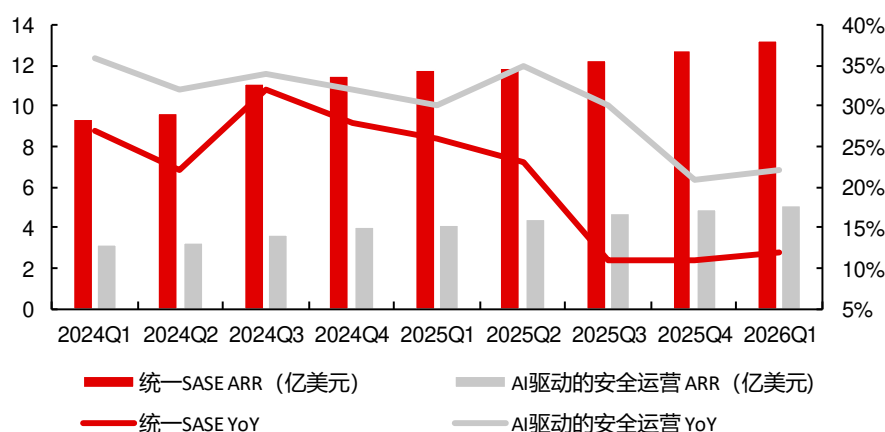
资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 33: FTNT 毛利率和净利率于 26Q1 显著改善



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

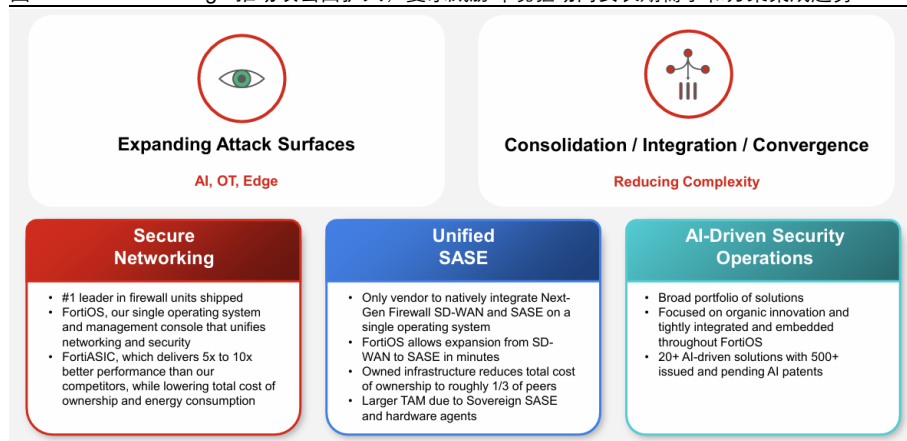
图 34: 2026Q1AI 驱动的安全运营业务 ARR 增速重新抬升



资料来源: FTNT 官网, 长江证券研究所

需求端, AI 正在成为网络安全行业最核心的长期增长红利。AI 并未削弱网络安全需求, 而是通过扩大攻击面、提升攻击效率、降低攻击门槛, 持续加剧企业所面临的复杂威胁环境。随着 AI 基础设施、OT、边缘计算和云端应用加速部署, 企业安全边界从传统 IT 网络延伸至数据中心、工业控制、终端、边缘和 SASE 场景, 网络安全预算具备持续上行基础。公司于 FY26Q1 业绩会中判断, 26 年及中长期网络安全预算将继续上行。

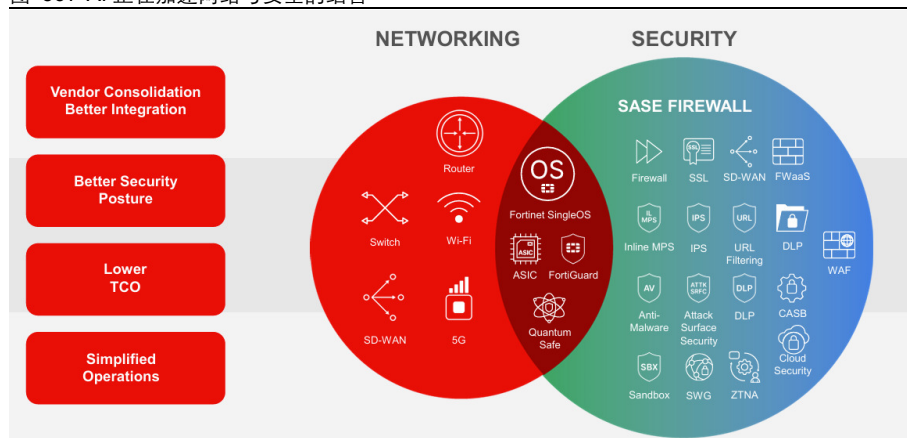
图 35: AI、OT、Edge 推动攻击面扩大，复杂威胁环境驱动网安长期需求和方案集成趋势



资料来源：FTNT 官网，长江证券研究所

供给端，AI 正在加速网络与安全的融合，并推动客户采购从点状工具转向统一平台。过去企业安全体系往往由防火墙、SD-WAN、SASE、ZTNA、DLP、CASB、SOC 等多个工具拼接而成，存在供应商分散、策略割裂、运维复杂和总体成本较高等问题；而 AI 时代攻击面扩大、流量复杂度提升、响应速度要求提高，使客户更倾向于通过单一平台实现供应商整合、统一策略管理、运维简化和 TCO 下降。因此，网络安全行业的竞争重点正在从单点产品能力，转向“网络+安全+运营”的平台化架构能力。

图 36: AI 正在加速网络与安全的结合

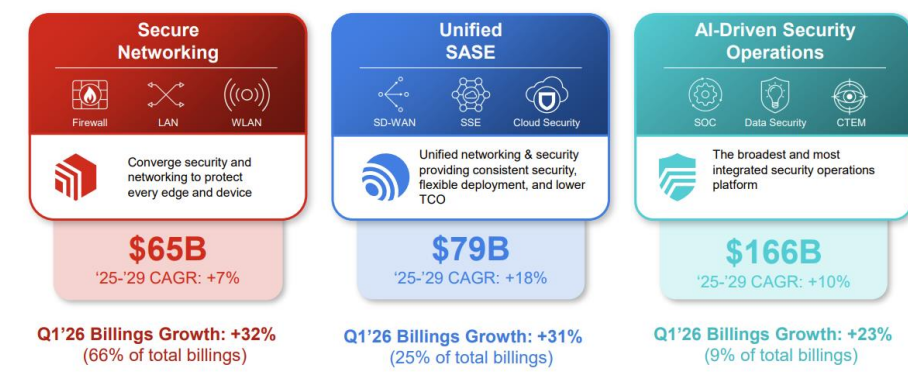


资料来源：FTNT 官网，长江证券研究所

从产品布局来看，Fortinet 围绕 **Secure Networking**、**Unified SASE** 和 **AI-Driven Security Operations** 三大支柱，承接 AI 时代从数据中心到边缘、从 IT 到 OT、从网络访问到安全运营的全链路安全需求。公司通过 FortiOS 8.0 实现统一操作系统和策略管理，通过自研 FortiASIC 和 FortiGate 400G/3500G 覆盖 AI 流量下的高性能、低功耗安全计算需求，通过 FortiSASE 承接网络与安全融合趋势，并通过嵌入 20 多个产品的 FortiAI 提升威胁检测、告警分诊、策略生成和事件响应效率。我们认为，Fortinet “安

全硬件+底层系统+网络基建+AI 解决方案”的一体化架构，为 AI 时代网络安全需求扩张和供应商整合趋势下的核心受益形态之一。

图 37：AI 时代 FTNT 的产品体系



资料来源：FTNT 官网，长江证券研究所

数据工具：AI 时代软件行业确定性最高的“卖铲”赛道，防御性与进攻性兼备

行业叙事：AI 应用落地的必经之路，Agent 时代云与数据等 Infra 重要性进一步抬升

AI 正走向从模型到场景的最后一公里，数据工具赛道核心受益。当 AI 真正进入业务流程后，决定效果的关键会逐步转向数据：能否采集到足够完整的业务信息，能否把结构化与非结构化数据处理成模型可理解的上下文，能否在应用过程中持续获得反馈，并进一步用于调优模型和业务流程。换言之，AI 应用的持续进化并不是一次性调用模型，而是依赖“数据采集-处理-应用-反馈-调优”的闭环。随着企业 AI 应用从“以模型为中心”转向“以数据为中心”，数据质量、数据治理和数据调用效率将成为决定 AI 落地效果的关键变量。因此，在 AI 从模型走向场景的最后一公里中，数据工具具备典型“卖铲”属性，有望持续受益于 AI 应用渗透率提升。

图 38：数据生命周期及主要数据工具用例



资料来源：IBM，长江证券研究所

数据工具是 AI 应用走向规模化部署的必经之路。无论是大模型训练、推理优化，还是企业 AI 应用落地，背后都离不开数据的持续供给和治理。对企业来说，AI 不是简单接入一个模型，而是要把业务过程中不断产生的数据获取进来、存储下来、清洗转换成可用格式，再提供给模型、应用和业务系统调用，并在全过程中保证权限、安全、质量和可追溯性。**因此，企业数据工程本质上是一条完整链路：从数据生成、数据获取、数据存储，到数据处理与转换、数据提供，再到数据治理，每一个环节都会影响 AI 应用最终效果。**

围绕这条链路，数据工具提供的是一整套底层能力，包括数据采集、存储、加工、调度、分析、可观测性和安全治理。过去这些能力主要服务于报表分析和业务决策，到了 AI 时代，它们开始直接服务于模型训练、RAG 检索、Agent 执行和 AI 应用监控。也正因为 AI 对数据类型、调用频次和治理要求都明显提高，数据工具也在向新的产品形态延伸，包括向量数据库、AI 数据目录、AI 可观测性、数据质量管理和 Agent 运行监控等。换言之，AI 应用越规模化，企业越需要一套稳定、统一、可治理的数据工具体系来支撑。

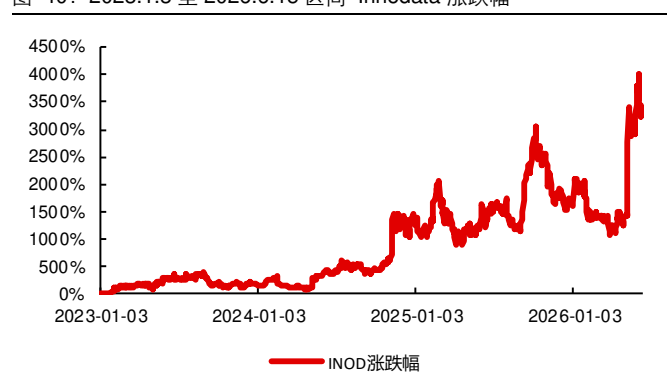
图 39：数据工程各环节、核心功能介绍及产品示例

层级	核心功能	产品和公司示例
数据摄取	将源系统原始数据导入存储层	Confluent
存储	存储原始及建模后的分析型数据	Snowflake (SNOW)
处理和转换	将原始表加工为可分析资产	Informatica (Salesforce)
服务	通过仪表盘向终端用户传递洞察	Power BI (Microsoft)
治理	跟踪数据质量、流程	Datadog

资料来源：Confluent、Snowflake、Salesforce、Microsoft、Datadog 官网，长江证券研究所（注：云厂商普遍提供较为完整的数据工具，此处仅作部分列示作为示例）

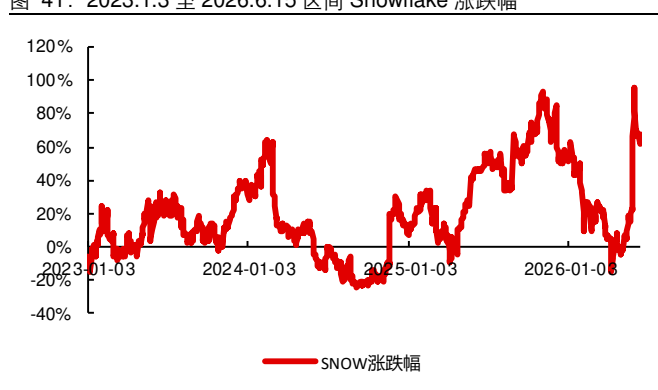
从训练来看，当前互联网上的模型预训练已经撞上了“数据墙”，模型训练已将互联网上的公域数据消耗殆尽，几乎找不到新的数据源来有效拉升模型能力，数据已成为制约模型性能进一步提升的核心因素，**而破解瓶颈需要依靠针对特定行业和场景的私域数据进行深度开发利用，以及以先进的数据工程手段不断优化已有数据的品质来服务于 AI 模型的进化，数据工具重要性进一步抬升。**

图 40：2023.1.3 至 2026.6.15 区间 Innodata 涨跌幅



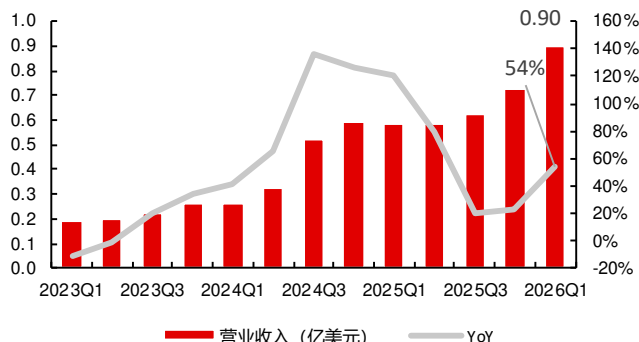
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 41：2023.1.3 至 2026.6.15 区间 Snowflake 涨跌幅



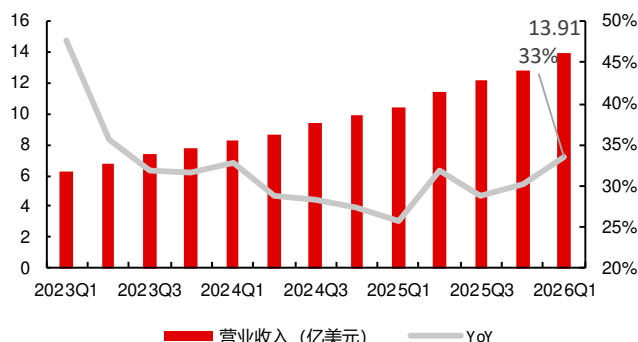
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 42：26Q1Innadata 营收边际加速



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 43：26Q1 Snowflake 营收边际加速

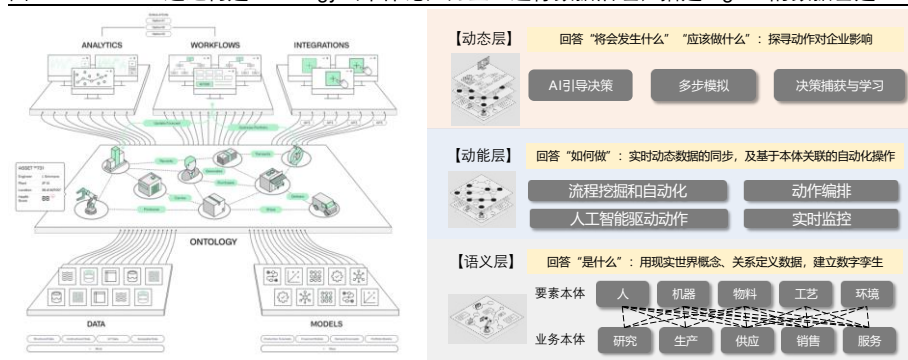


资料来源：iFinD，长江证券研究所（已对财年进行对齐化处理）

从推理来看，AI 应用从训练转向大规模推理时，数据不只是训练素材，而是成为实时交互的核心，对数据的快速读取、分析和检索能力决定了推理性能；从企业 AI 应用落地来看，企业的真实数据分散在本地、云端、不同业务系统中，“数据孤岛”对 AI 应用落地形成一定的制约，因而需要通过数据工具进行连接、治理和统一才能更好地发挥 AI 能力。

Agent 规模化部署为数据工具创造第二价值曲线。AI Agent 对数据工具的影响是结构性需求扩容，本质是 Agent 时代数据量级和系统复杂度提升带来的价值量提升，包括存储扩容（记忆库/向量库）、可观测性扩容（推理链路/工具调用/行为监控）、数据治理扩容（统一元数据管理确保 Agent 可发现/合规/安全访问）、实时数据流扩容（Agent 实时感知事件并触发动作）。

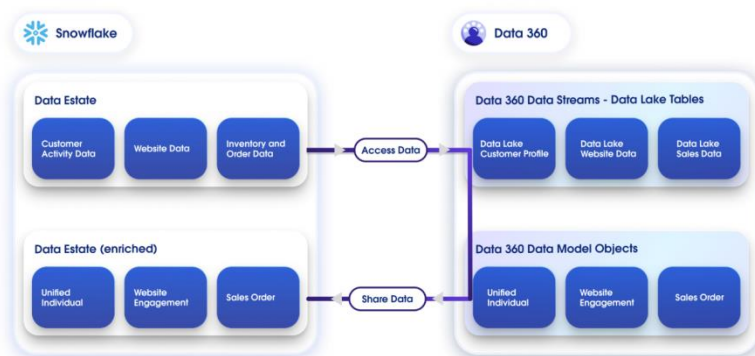
图 44：Palantir 通过构建 Ontology（本体论）为企业进行数据治理，搭建 Agent 的数据基建



资料来源：Palantir，长江证券研究所

因而从应用来看，当下已进入从模型到场景的“最后一公里”，企业只有将自身数据与业务 Knowhow 与模型及 Agent 进行深度适配与打通的企业才能真正让 AI 走向可靠、好用。Agent 及其平台属于应用层，核心在于任务的调度与交互，本身并不具备底层支撑能力，因而若想使得 Agent 能够与企业适配并持续发挥强大能力，核心需要构建能够驱动模型持续优化的数据闭环。以 Agent+Harness 的产品范式，本质上需要将企业的业务流程、业务 Knowhow 转换为模型懂的数据与知识，以保障其可用性和可靠性。

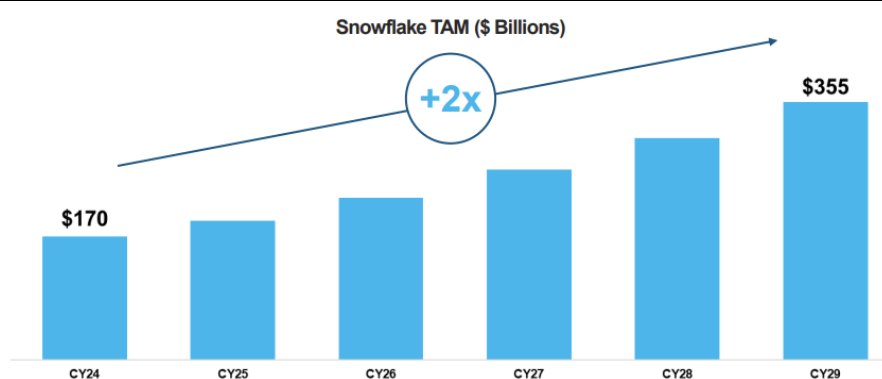
图 45: Salesforce 数据平台需与 Snowflake 等数据公司合作搭建



资料来源: Salesforce 官网, 长江证券研究所

因此, 从防御性来看, 数据工具为 AI 落地提供基础设施而不与 AI 竞争, 不存在“AI 吞噬”逻辑; 从进攻性来看, 目前数据工具赛道具备“卖铲”逻辑, 其中为模型到场景的“最后一公里”提供基础, 即搭建数据平台、业务本体、流程监测等 Infra 赛道将享受核心增量, 直接受益于企业 AI 支出增长。

图 46: 数据工具龙头 Snowflake TAM 预计 2029 年翻倍至 3550 亿美元



资料来源: Snowflake, 长江证券研究所

业绩端, 2026 年一季度头部数据工具公司指引普遍上调, 验证 Agent 时代数据基础设施、可观测性和运营型 AI 平台的真实需求。Snowflake 将 FY27 产品收入指引由 56.6 亿美元上调至 58.4 亿美元, 增速由 27%提升至 31%, 并同步上调经营利润率预期; Datadog 将 FY26 收入指引由 40.6–41.0 亿美元上调至 43.0–43.4 亿美元, EPS 与经营利润指引亦同步提高; Palantir 则将 FY26 收入增速预期上调 10 个百分点至 71%, 美国商业收入目标增长至少 120%。

图 47：2026 年一季度北美头部数据工具公司业绩指引情况、AI 时代进展及业绩驱动力

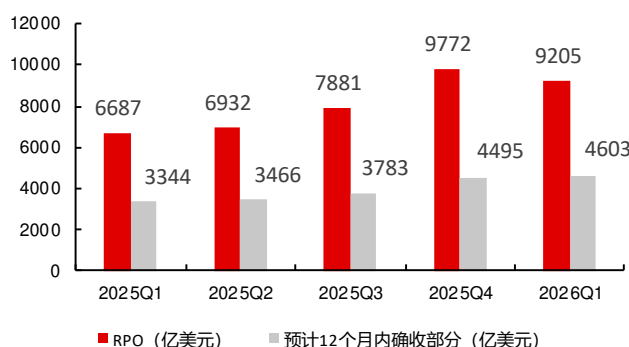
代码	公司	最新财报 / 日期	下季度指引	全年指引	较此前是否上调	业绩核心驱动力	AI核心进展	AI时代战略
SNOW	Snowflake	FY27 Q1 2026-05-27	FY27 Q2: 产品收入 \$1.415-1.420bn (+30%); Non- GAAP经营利润率12.5%。	FY27: 产品收入 \$5.84bn (+31%); Non-GAAP产品毛利率 75.0%; 经营利润率 13.5%。	明确上调。全年产品收入由\$5.66bn (+27%)上调至\$5.84bn (+31%); Non-GAAP经营利润率由12.5%上调至13.5%，产品毛利率维持75%。	消费型数据云业务加速，核心平台与AI产品共同驱动；Q1产品收入+34%，创历史最大单季环比增量；\$1m+客户779家 (+29%)，RPO \$9.21bn (+38%)。	Cortex Code、Snowflake Intelligence成为一方AI产品增长点；与OpenAI深化共创和联合GTM；拟收购Natoma，将企业MCP连接、Agent工具调用与治理纳入平台；SAP合作能力GA。已GA MCP Server、Bits AI Security Agent、GPU Monitoring和Experiments；收购Adaptive ML强化AI研发。	从AI Data Cloud升级为“Agentic Enterprise”的控制平面
DDOG	Datadog	FY26 Q1 2026-05-07	2026 Q2: 收入 \$1.070-1.080bn; Non-GAAP经营利润 \$225-235m; EPS \$0.57-0.59。	FY26: 收入 \$4.300-4.340bn; Non-GAAP经营利润 \$940-980m; EPS \$2.36-2.44。	明确上调。FY26收入由\$4.06-4.10bn上调至\$4.30-4.34bn; EPS由\$2.08-2.16上调至\$2.36-2.44，经营利润指引同步提高。	云迁移、数字化与AI部署提升可观测性/安全需求；Q1收入+32%；\$100k+ ARR客户约4,550家 (+21%)		定位为AI时代统一可观测性与安全平台
PLTR	Palantir	FY26 Q1 2026-05-04	2026 Q2: 收入 \$1.797-1.801bn; 调整后经营利润 \$1.063-1.067bn; 公司预计全年各季均实现GAAP经营利润及净利润。	FY26: 收入 \$7.650-7.662bn (+71%); 调整后经营利润 \$4.440-4.452bn; 调整后FCF \$4.2-4.4bn; 美国商业收入>\$3.224bn (至少+120%)。	大幅上调。全年收入指引大幅上调；源于对加速中的美国市场及AIP需求的信心，同时上调经营利润和美国商业收入预期。	美国业务加速是核心：Q1总收入+85%，美国收入+104%，其中美国商业+133%、美国政府+84%。	AIP将LLM接入企业本体 (Ontology)、私有数据和运营流程，使企业“操作型AI”基础Agent在可控权限下执行真实任务	以Foundry/AIP/本体为企业“操作型AI”基础设施

资料来源：SNOW、DDOG、PLTR 公司官网，长江证券研究所（仅梳理非推荐）

SNOW：上调业绩增速指引，收购 Notoma 扩展应用业务

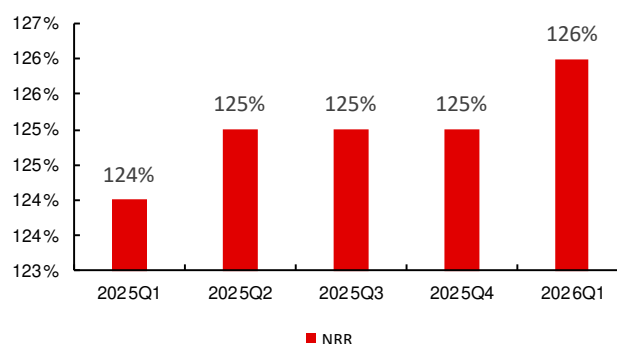
公司上调后续增速指引，表示 AI 是核心催化剂。2026Q1 (FY27Q1) Snowflake 实现产品收入 13.3 亿美元，同比增长 34%；前瞻指标 RPO（剩余履约义务）为 92.1 亿美元，同比增长 38%，表明需求仍在持续扩容；NRR（净收入留存率）达 126%，同比+2pcts，证明 AI 驱动下 Snowflake 产品价值量持续攀升。此外，公司大幅上调全年业绩预期，FY27 全年产品收入指引由 56.6 亿美元上调至 58.4 亿美元，同比增长 31%。公司于 2026Q1 电话会中表示，本季度是一个清晰的拐点（marks a clear inflection point），业绩增长主要催化是 AI 相关收入增长及核心数据平台业务加速发展。

图 48：Snowflake RPO 及预计 12 个月内确收金额（亿美元）



资料来源：Snowflake，长江证券研究所

图 49：2026Q1 Snowflake NRR（净收入留存率）达 126%

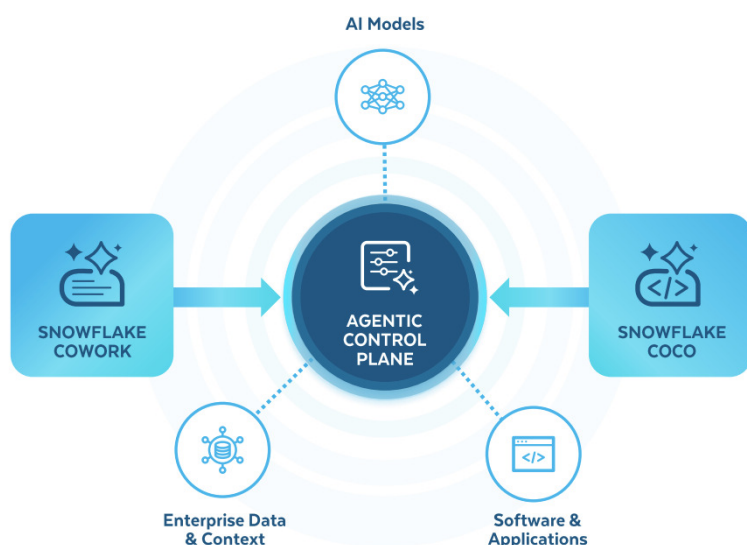


资料来源：Snowflake，长江证券研究所

从 AI 时代数据库产业趋势来看，Snowflake 认为企业数据平台正在从传统“数据仓库/分析工具”升级为企业 Agent 执行任务的底层控制平面。管理层在 FY27Q1 业绩会中指出，AI 正在根本性改变工作方式，企业未来将进入员工与智能 Agent 协同工作的

“agentic enterprise”阶段，而 Snowflake 的价值不再只是存储和计算数据，而是将统一、可信、可治理的数据基础，领先 AI 模型，企业应用与工作流连接，以及 Agentic control plane 整合在一起，使企业能够把“意图”转化为“可治理的行动”。**公司强调，企业 AI 落地的关键不只是调用模型，而是模型能否理解企业数据、业务上下文、权限体系和工作流，并在安全治理框架下执行动作，AI 时代数据库/数据平台的竞争重点将从单纯性能、成本和 SQL 能力，转向“数据+上下文+治理+应用连接+Agent 执行”的综合平台能力。**Snowflake 自身的优势在于其位于客户企业数据、业务语义、AI 模型和应用工作流的交汇点，既能通过 Cortex、Snowflake Intelligence 和 CoCo 让业务用户用自然语言访问数据，也能让开发者直接在 Snowflake 内构建应用、数据管道、Agent 和工作流，从而成为企业 AI 时代的 agentic control plane。

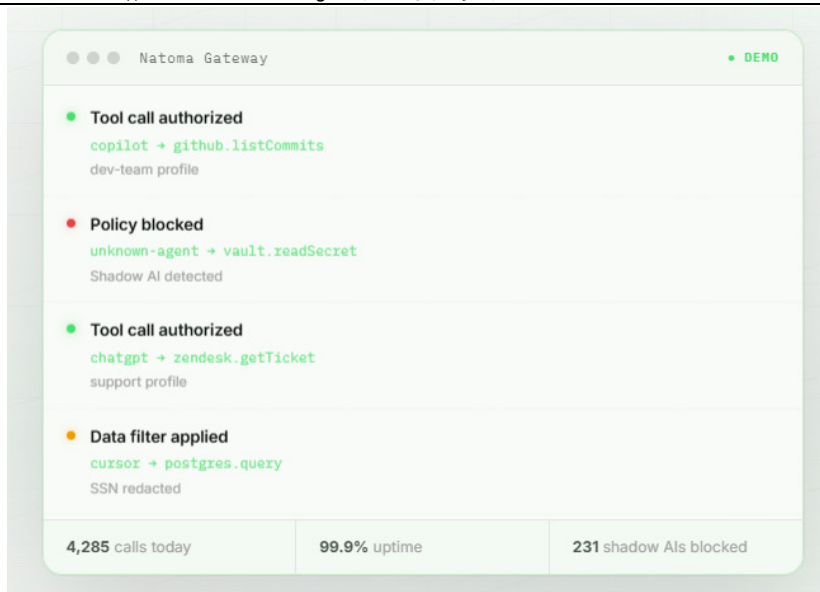
图 50: Snowflake 定位为 agentic control plane 连接模型、数据与应用



资料来源：Snowflake，长江证券研究所

AI 产品需求旺盛，收购 Natoma 打通数据治理。从 AI 产品来看，截至 2026Q1，Cortex Code（开发者 AI 工具，可使用自然语言在 Snowflake 中构建应用程序）使用账户超过 7100 个，Snowflake Intelligence 用户数环比增长超过一倍。此外，公司收购 Natoma（企业级 AI Agent 治理平台）以补足，其能够将 SaaS 应用中完整的上下文整合到 Snowflake 的 AI 产品 Cortex Code 和 Snowflake Intelligence 中，**补足了工具的可见性和可审计性，使客户能够安全、大规模地将 Cortex 连接到日常使用的企业应用程序。**

图 51: Natoma 补足 Snowflake AI Agent 产品可观测能力



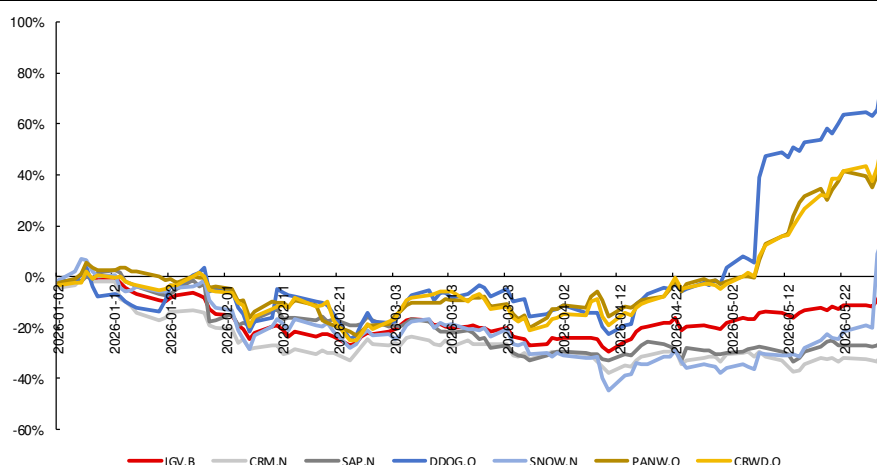
资料来源：Natoma，长江证券研究所

传统 SaaS：AI 吞噬叙事演绎最剧烈且仍在持续，具备“数据+流程+用户”闭环能力的公司仍值得关注

行业叙事：商业模式+功能替代为核心的 AI 吞噬担忧仍在持续

从本轮反弹弹性较弱判断传统 SaaS 的 AI 吞噬担忧仍在延续。自年初以来我们观察到尽管 5 月前后的财报季对 AI 吞噬叙事有所缓解，带动 IGV 指数实现超跌反弹，但内部分化显著：除网络安全与数据 Infra 等核心受益赛道外，传统 SaaS 软件公司反弹幅度明显受限。

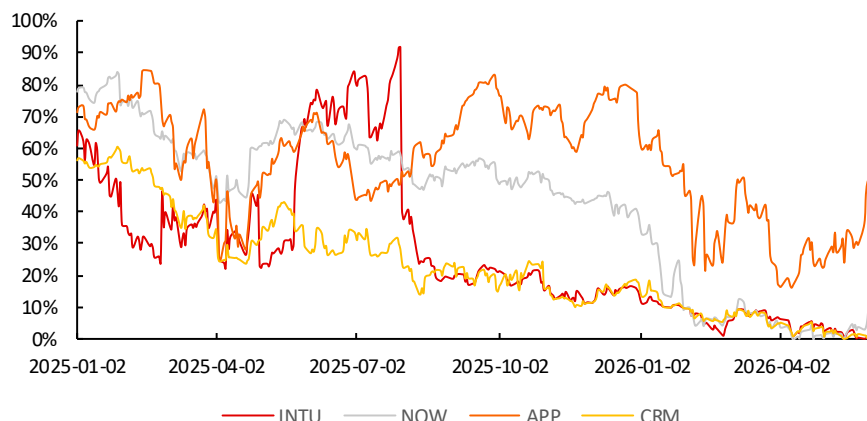
图 52: 2026 年以来 IGV 及 SaaS、数据工具和网络安全代表公司涨跌幅对比



资料来源：iFinD，长江证券研究所

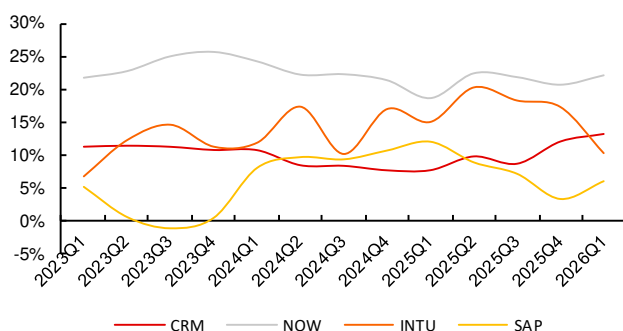
具体来看，AI 吞噬叙事背景下的估值折价仍为股价反弹的核心压力。业绩端，SaaS 公司营收增速出现边际改善，但仍无明显回到加速区间迹象。而从估值端来看，进入 2026 年以后头部 SaaS 公司估值普遍进一步下探，进入 2023 年以来分位数底部区间，AI 吞噬交易 PEG=1 所造成的估值折价仍对股价造成较大压力。

图 53：2025 年以来头部 SaaS 公司 PE-TTM 分位数



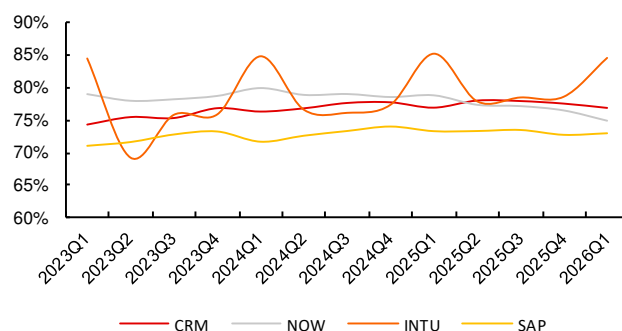
资料来源：iFinD，长江证券研究所（分位数区间为 2023.1.1~2026.5.31，此处仅展示 2025 年后部分）

图 54：2023Q1 至 2026Q1 主要 SaaS 公司营收同比增速



资料来源：iFinD，长江证券研究所（财报区间已对齐为自然年）

图 55：2023Q1 至 2026Q1 主要 SaaS 公司毛利率



资料来源：iFinD，长江证券研究所（财报区间已对齐为自然年）

我们认为，随着模型能力、调用成本及工具调用能力加速收敛，AI 对 SaaS 行业的影响将从“替代单点工具”逐步转向“嵌入真实 workflow、获取数据与决策权限”。竞争重心不再仅是模型能力本身，而在于谁能依托场景入口、行业数据、客户关系及交付能力，形成“数据—流程—用户—执行”的闭环。因此，SaaS 行业或将呈现结构性分化：业务逻辑相对简单、数据沉淀不足、与客户核心流程绑定较弱的纯工具型软件，其功能溢价可能受到 AI 压缩，并面临更大的竞争与出清压力；而具备深度领域知识、复杂业务整合及流程嵌入能力的平台型和垂类软件企业，尤其是服务于高监管、高粘性、专业化场景的公司，如大型 ERP 及 EDA 等专业工具，其价值不易被基础模型在短期内直接替代。

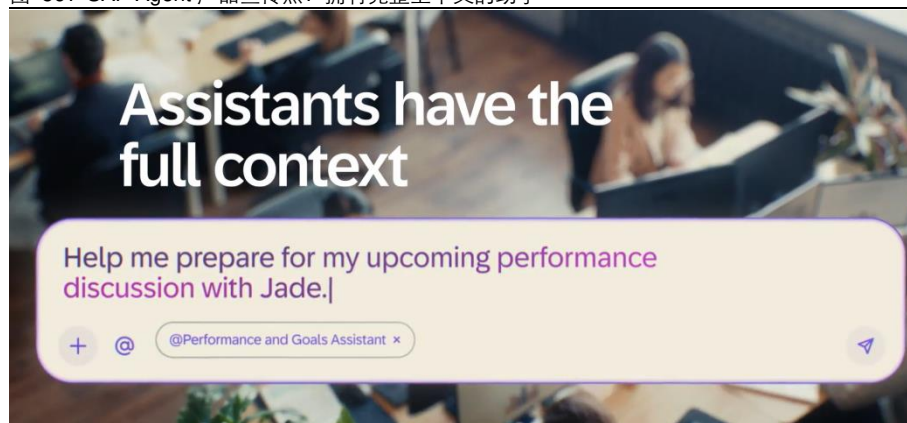
具备“数据+流程+用户”闭环能力的平台型应用公司值得关注。一方面，模型厂商正通过行业产品、连接器、咨询及交付伙伴向专业数据与业务流程下沉；另一方面，垂类软件企业亦有机会借助 AI 从传统工具收费，延伸至按用量、联合解决方案乃至结果付费，

切入原本由人力承担的预算池。当下部分 SaaS 公司估值已明显调整，具备上述闭环能力、且能够较快完成 AI 产品化与商业模式升级的企业，其配置性价比或将逐步显现。未来估值能否修复，关键取决于其是否具备“数据+流程+客户”壁垒，并成功转型，在模型向场景的渗透中占据优势生态位。

SAP：深度绑定复杂场景构筑壁垒，Business AI 驱动云订单加速

AI 不会简单“吞噬”ERP 等核心企业软件，反而会强化 SAP 作为企业数据与流程底座的战略价值。公司在 FY26Q1 业绩会中回应市场对于“agentic layer 捕获软件价值”的担忧，指出客户确实会尝试基于 SAP 数据和流程开发部分自定义 Agent，但当涉及财务、供应链、制药合规等高复杂度、强监管、强准确性要求的核心业务流程时，客户更倾向于由 SAP 提供可被信任、可治理、可规模化部署的 Agent 能力。SAP 认为其 ERP 系统沉淀了 50 年的业务流程与行业知识，可以被视为企业的“institutional brain”，其中包含大量语义化数据模型、流程知识、权限体系和合规逻辑。管理层强调，客户数据属于客户，SAP 不会因访问数据收费，但 SAP 会保护并变现其 ERP 中沉淀的语义数据模型、流程知识、ontology、map 和 graph 等核心 IP。换言之，AI 可能改变软件交互方式和部分实施方式，但并不会绕开任务关键型系统；相反，企业要让 Agent 在核心业务中可靠执行动作，需要依赖 SAP 这类具备深度业务流程、数据语义、权限治理和企业级安全能力的平台。

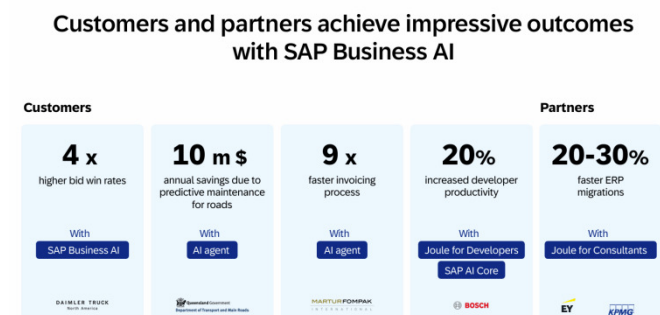
图 56：SAP Agent 产品宣传点：拥有完整上下文的助手



资料来源：SAP 官网，长江证券研究所

从 AI 核心指标和落地表现来看，SAP Business AI 已进入客户价值验证和内部效率兑现阶段。外部客户侧，FY26Q1 公司披露 Business AI 已在多个场景产生明确业务效果：Daimler Trucks North America 通过 SAP Business AI 将车队客户投标胜率提升 4 倍；另有客户将发票流程提速超过 9 倍。内部采用侧，SAP 作为“customer zero”已有约 230 个内部 AI 用例上线、140 多个基于 SAP BTP 和 GenAI Hub 的 AI 扩展，开发者生产力提升约 30%，AI 触达 100%支持工单。

图 57: SAP 外部与合作伙伴客户用例



资料来源: SAP, 长江证券研究所

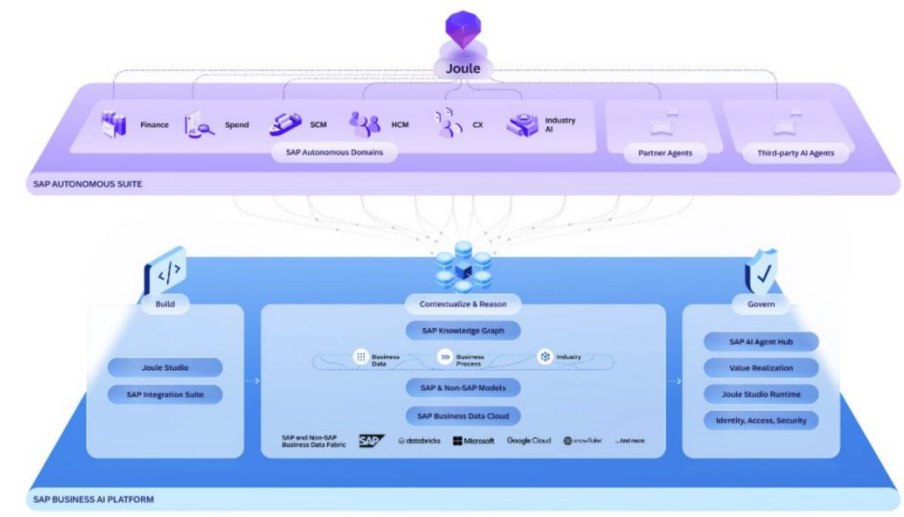
图 58: SAP 内部 AI 提效成果



资料来源: SAP, 长江证券研究所

SAP 在 Agent 时代具备两点核心价值：一方面，SAP 构建起了 AI 的正向飞轮，通过将 Business AI 与底层数据平台及 ERP 核心系统深度协同，基于数十载沉淀的海量历史与合规专有数据，构筑了完整的“数据+流程”正向飞轮；另一方面，**替代成本极高**，ERP 系统锚定企业最关键的业务流程并深度集成于复杂的 IT 架构中，替换不仅意味着巨大的沉没成本，更伴随着极高的业务中断风险。**后续反转判断的重点关注指标包括 Cloud ERP Suite 收入增速、Current Cloud Backlog、云收入增速与软件支持收入降幅的剪刀差等。**

图 59: SAP 构建的 AI 平台深度整合业务上下文及关键系统的互连治理



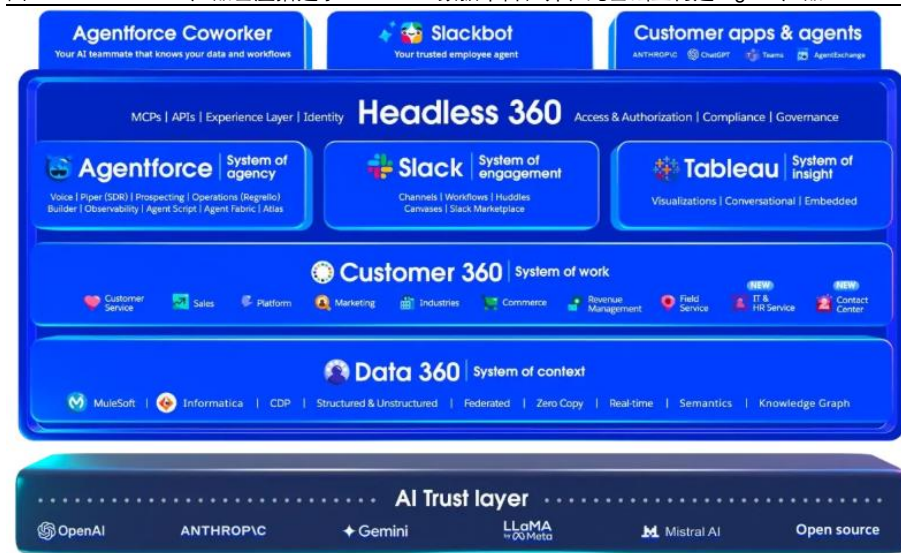
资料来源: SAP 官网, 长江证券研究所

Salesforce: 客户基础+Data 360+Agentforce 形成正向飞轮，交叉使用强化防御属性

从被 AI 替代的担忧来看，Salesforce 管理层并不认为 AI 会简单“吞噬”SaaS，而是认为 AI 正在重塑 SaaS 的使用入口和价值实现方式。公司在 FY27Q1 业绩会中正面回应“AI 吞噬 SaaS”叙事，强调客户并不是绕开 Salesforce、用 AI 原生工具重建 CRM 系统，而是希望通过 Agent、Headless、MCP、API 等方式，在 Slack、Claude、Codex

或其他工作界面中更高频地调用 Salesforce 底层数据、流程和权限体系。其核心逻辑在于，企业级 AI 落地并不只需要模型能力，更需要可信的数据底座、复杂业务流程、权限控制、合规体系和长期服务能力。因此，Salesforce 对 AI 替代的判断是 AI 会替代部分传统交互界面和低价值操作，但不会替代深度绑定客户数据、业务流程和企业权限体系的平台型 SaaS；相反，Agent 会让 Salesforce 从“应用界面”进一步延伸为企业 AI 调用数据和执行流程的底层操作系统。

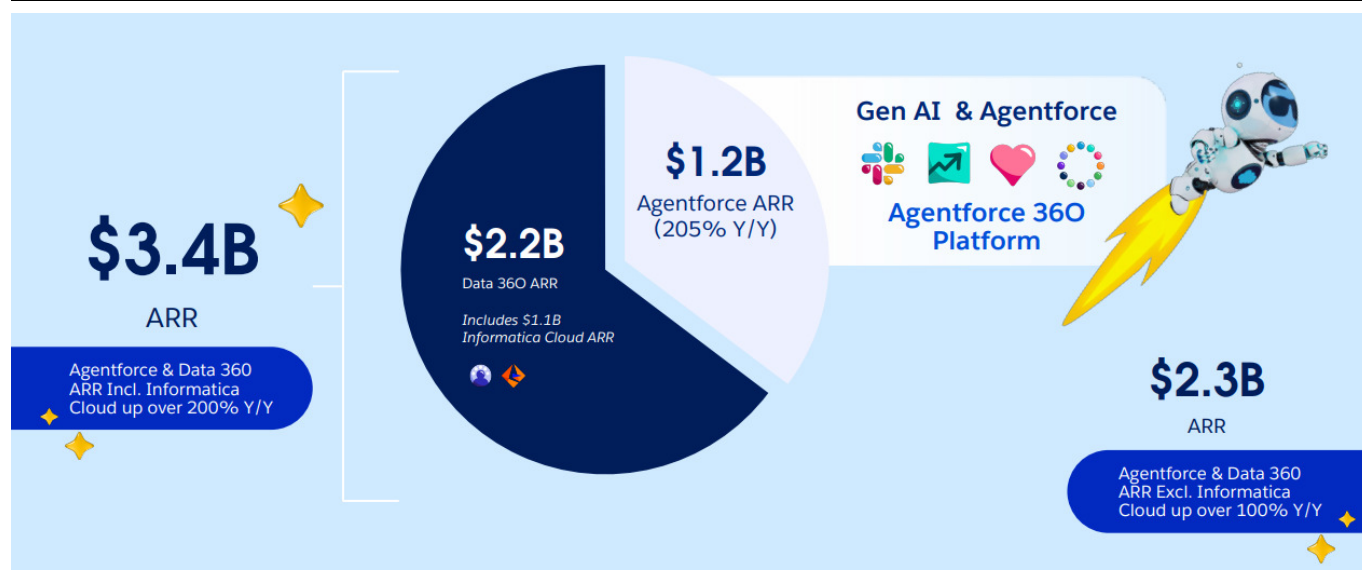
图 60: Salesforce 产品基座搭建于 Data 360 数据平台，并在此基础上构建 Agent 产品



资料来源：Salesforce 官网，长江证券研究所

从 AI 核心指标来看，Salesforce FY27Q1 已经开始体现 Agentforce 和 Data 360 的商业化兑现。FY27Q1 Agentforce ARR 达到 12 亿美元，同比增长 205%；Agentforce & Data 360 ARR 剔除 Informatica Cloud 后达到 23 亿美元，同比增长超过 100%；若纳入 Informatica Cloud，则达到 34 亿美元，同比增长超过 200%。使用量指标同样高增：公司在电话会中披露，累计处理 28.6 万亿 tokens，环比增长 152%。

图 61: FY27Q1 Salesforce AI 相关商业化指标显示 Agentforce ARR 已达 12 亿美元



资料来源：Salesforce 官网，长江证券研究所

按照与 SAP 类似的思路，我们认为 Salesforce 作为历经数十载沉淀的 CRM 龙头亦具备类似的价值：首先数据飞轮方面，Salesforce 通过构建 Data 360 数据底座与 Agentforce 智能体的深度协同，基于数十载 CRM 客户沉淀，构筑了完整的“数据+客户”正向飞轮；其次替代成本方面，CRM 软件绑定销售流程，在商业环境中被广泛交叉使用，绑定公司与上下游客户交互。Salesforce 将 AI 能力内嵌于 CRM 全流程，并探索基于用量与生产力的定价模式。从 26Q1 财报来看，Agentforce 的 ARR 突破 10 亿美元。从估值来看，目前 Salesforce 估值已进入历史低位，后续反转点核心关注相关 Agent 产品是否能够弥补公司主业收入降速，支撑公司在 AI 时代走出第二成长曲线。

投资建议：关注网安及数据工具等 Infra 赛道+打通“数据+流程+用户”闭环的平台应用

北美 AI 叙事演绎在时间线上往往领先于国内市场。综上所述，参照年初至今北美软件演绎，以及各个细分赛道于当下时间点的行业叙事，我们建议关注网安、数据工具行业在 AI 时代的需求增量逻辑，以及能够打通“数据+流程+用户”的平台型应用公司在估值底部的反转机遇。

风险提示

- 1、下游需求不及预期。目前 AI 应用仍处于初步商业化阶段，部分场景 AI 应用可靠性仍不足。若产品力在未来无法持续提升，下游需求或不及预期。
- 2、AI 吞噬叙事反复。若 Anthropic、OpenAI 等发布更具颠覆性的 AI Agent 产品，可能再次引发“AI 吞噬”恐慌，或将对股价造成短期不利影响。
- 3、AI 收入兑现不及预期。AI 收入兑现为定价和叙事核心观测指标，收入兑现不及预期将对股价造成影响。
- 4、地缘政治风险。若地缘政治持续动荡，或将影响高成长板块估值，从而对股价造成不利影响。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。