下载日志已记录，仅供内部参考

计算机

行业深度报告

2026 年 10 月 29 日

ROI 已在多个产业链环节初步验证

——2026Q2 美股科技财报总结

投资评级： 看好（维持）

证券分析师

宁柯瑜

SAC：S1350525020001

ningkeyu@huayuanstock.com

袁子翔

SAC：S1350525040001

yuanzixiang@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- **云的供需关系或进一步变紧张。**本季度（以下均指自然季度 2026Q2）Hyperscaler 云收入增速集体升至历史高位，其中 AI 贡献了较大比例的增量。Google、AWS 积压订单分别达 5140 亿美元、4960 亿美元的历史峰值。供给侧方面，Neo Cloud 算力单价大幅上行，部分短期的合同单价或已上行至 4000-5000 万美元/兆瓦，CoreWeave 于 7 月对全 SKU 提价约 25%，Nebius 表示 Capex 回收期缩短至两年以内。我们认为，单价上行的本质是供需紧张的量化体现。

- **Infra 层开始承接 AI 红利。**当前 AI 红利正沿产业链从模型层向 Infra 层扩散，工具类软件率先迎来发展红利，驱动力包括：AI 原生企业的增量采购、AI 场景的直接工具需求、以及 Agent 与 Coding 对既有工具链的增量需求。另外，大数据类企业也进入业绩兑现阶段，得益于 Agent 的记忆、检索与上下文能力建立在向量数据库、实时数据管道与非结构化数据治理之上，数据平台正从分析工具升级为 AI 数据底座。Infra 已成为模型和云以外，另一个具备较高的确定性与业绩兑现度的环节。

- **SaaS 的货币化路径开始清晰。**本季度，SaaS 企业一方面继续将 Copilot、Agent 嵌入既有产品线，同时发力中台布局，以及探索席位以外的按用量、按结果付费的商业模式。从财报来看，SaaS 货币化的路径开始清晰，如 Agentforce ARR 在 FY27Q2 达 15 亿美元，同比+240%；ServiceNow AI 业务在 26Q2 新增的 ACV 突破 10 亿美元；微软在 FY26Q4 的 Copilot 付费席位增至 3000 万、净增环比翻倍。

- **投资分析意见。**从本季度财报中，我们可以观察到 ROI 已在产业链各个环节得到初步验证。对于云，无论是 Neo Cloud 新签订单的算力单价大幅上行，还是 Hyperscaler 的云收入增速和积压订单来到历史高位，均表明了 AI 云的供需关系或在进一步紧张。Infra 环节，板块充分受益于 AI 对于网络流量、软件开发、安全的重塑，以及带来的增量需求。SaaS 环节，Agentforce ARR 在 FY27Q2 同比增长 240%，微软在 FY26Q4 的 Copilot 付费席位增至 3000 万，货币化路径开始清晰。从 B 端落地的节奏看，AI Coding 普及率已来到阶段性高位，客服等场景的降本幅度可量化，企业正从试点转向规模化复制。沿“云—算力—Infra—应用”主线，建议关注：云厂商（MSFT、AMZN、GOOG、SPCX、NBIS、CRWV），算力芯片（TSM、AVGO、NVDA、QCOM、MRVL），存储（MU、SNDK、三星电子、SK 海力士），光模块（LITE、COHR、GLW、中际旭创、新易盛），CPU（AMD、ARM、INTC、禾盛新材、海光信息），AI Infra（PANW、DDOG、NET、TWLO、FTNT、PLTR、NOW、SNOW）等。

- **风险提示。大模型性能成长速度低于预期；AI 产品落地低于预期；行业相关公司业绩不及预期等。**

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 云：AI 云的供需关系或进一步变紧张 4
1.1. CSP：云收入增速来到历史高位，AI 贡献了大部分增量 4
1.2. Neo Cloud：订单价格短期上升至 400-500 亿美元/GW 6
2. AI Infra：开始承接 AI 红利 9
2.1. 工具类软件已率先迎来发展红利 9
2.2. 数据类企业开始进入业绩兑现阶段 11
3. SaaS：货币化路径开始清晰 13
3.1. Salesforce：Slackbot 是本季度最大的惊喜 13
3.2. ServiceNow：AI 转型进度领先于 2030 年目标 14
3.3. HubSpot：Agent 产品渗透率稳步提升 15
3.4. Microsoft：Copilot 新增席位大超市场预期 15
4. 从需求侧看 AI 落地进展 17
4.1. AI 已实质性的加速了产品开发 17
4.2. 企业在通过模型的多元化来优化成本 17
4.3. 提人效是低垂的果实，最能算清 ROI 的场景 18
5. 投资分析意见 20
6. 风险提示 21

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 谷歌、亚马逊、微软云业务增速 4
图表 2： AWS 中 AI 与非 AI 收入占比 5
图表 3： 微软 Intelligent Cloud 中 AI 与非 AI 收入占比 5
图表 4： FY26Q1-FY26Q2 AWS 收入增量贡献拆分 5
图表 5： FY25Q2-FY26Q3 Intelligent Cloud 收入增量贡献拆分 5
图表 6： Nebius 每兆瓦合同价格 6
图表 7： 截至 2026 年 8 月，Anthropic 已有 26%的工作由 AI 主导 7
图表 8： CoreWeave 的单客户合约单元经济模型以 5 年生命周期为假设 7
图表 9： CoreWeave 的客户多元化 8
图表 10： Nebius 的 Token factory 负载 26Q2 增长超 3 倍 8
图表 11： AI 加速了网站、App 的创建速度 9
图表 12： AI 可观测性需求变化趋势 10
图表 13： Twilio 收入增长趋势 10
图表 14： Prisma AIRS 在 FY26Q4 ARR 已突破 1 亿美元 11
图表 15： XSIAM 与可观测性业务的需求旺盛 11
图表 16： Cowork 带动了客户使用量 12
图表 17： CoCo 带动了用户使用量 12
图表 18： MongoDB 业绩受到了 AI 的拉动 12
图表 19： AWU（Agentic work unit）环比大幅增长 13
图表 20： Slack 是 Agent 的最佳入口 14
图表 21： ServiceNow AI 收入目标 14
图表 22： HubSpot Agent 架构 15
图表 23： 微软 Copilot 付费席位数 16
图表 24： AI Coding 占总代码比重 17
图表 25： 单位成本的模型能力 18
图表 26： 不同行业 AI 理论替代率与实际进展 19

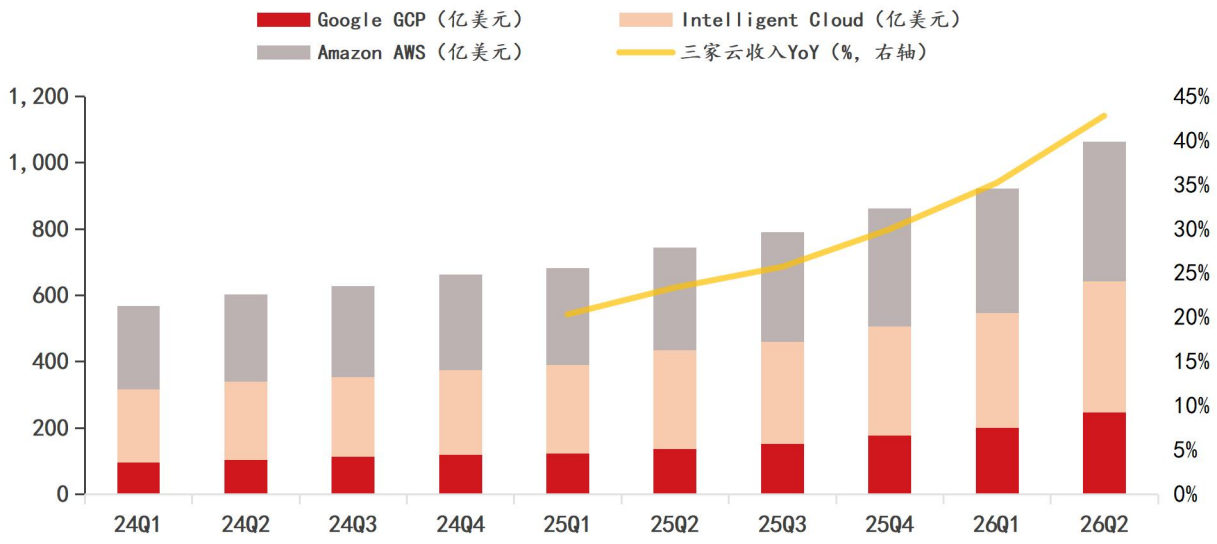
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 云：AI 云的供需关系或进一步变紧张

1.1. CSP：云收入增速来到历史高位，AI 贡献了大部分增量

CSP 厂商的云收入增速来到高点。1）Google Cloud 在 26Q2 实现收入 248 亿美元，同比增长 82%，营业利润率 35.6%，较去年同期提升 14.9pcts。业绩高增的主要驱动力来自于 AI，其中模型 API 每分钟处理的 Token 数量从 26Q1 的 160 亿个提升至 26Q2 的 220 亿个；订单层面，Backlog 达到 5140 亿美元，环比增长约 500 亿美元。2）FY26Q4，微软 Azure 收入同比增长 43%，并预期 FY27H1 的增长有望进一步加速，目前已有 10 万个 Foundry 客户，收入同比增长超过一倍，年化 token 消耗达到 1 万亿的 Foundry 客户数量同比增长了 4 倍。3）AWS 在 26Q2 实现收入 422 亿美元，同比增长 37%，营业利润率上升至 39%，较去年同期提升 6.5pcts，其中 AI 收入的 ARR 已突破 250 亿美元，同比增速超三位数，公司观察到目前 AI 需求呈杠铃式分布：一端是 AI Lab，另一端是企业通过 AI 降本增效，杠铃中间是企业现有生产工作负载，绝大多数尚未采用推理，公司预计长期 AWS 很可能最终成为营收达万亿美元的业务；订单层面，截至 26Q2 AWS 的 Backlog 升至 4960 亿美元，同比增速超三位数。

图表 1：谷歌、亚马逊、微软云业务增速



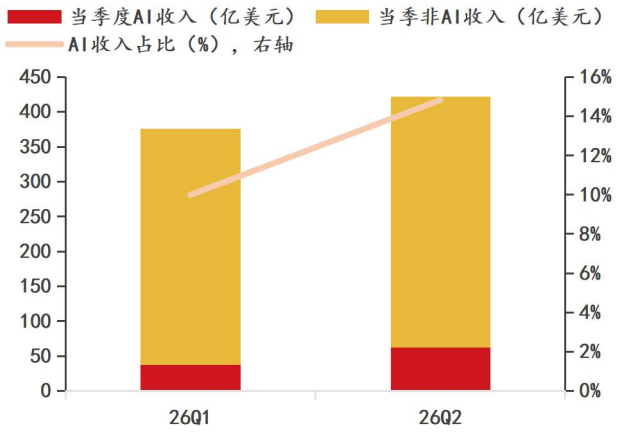
资料来源：Google 投资者交流材料、Amazon 投资者交流材料、Microsoft 投资者交流材料，华源证券研究所
注：微软的 Intelligent Cloud 采用自然年口径

AI 占云收入比重在提升。1）AWS 26Q1 的 AI 业务超 150 亿美元 ARR，26Q2 超 250 亿美元 ARR，对应到季度收入分别为 37.5/62.5 亿美元，占当季度云收入的比重分别为 10% 和 15%。2）Intelligent Cloud，微软不定期地公布 AI 收入，最新一次是在 FY26Q3，AI 业务的 ARR 达 370 亿美元，yoy+123%，而上次披露是在 FY25Q2 的 130 亿美元 ARR，FY26Q3 较 FY25Q2 增长 185%。考虑到微软的 AI 收入主要由 M365 中的 Copilot 与 Intelligent Cloud 中的 AI 业务组成，其中 M365 的 Copilot 在 FY26Q3 约 2000 万付费用户，按单客户 30 美元

下载日志已记录，仅供内部参考

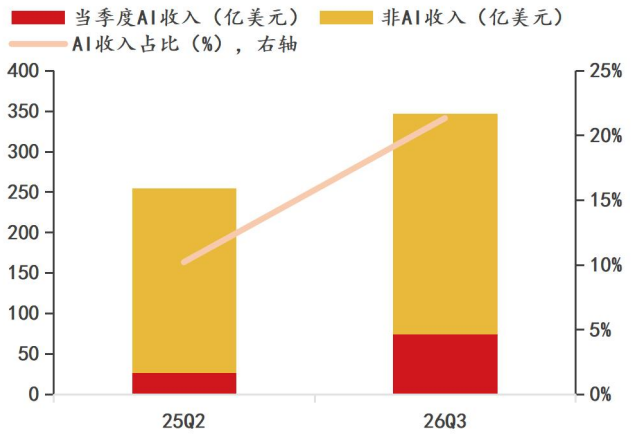
/月的价格计算，对应季度收入约 18 亿美元，约占当季度微软 AI 业务 ARR 的 20%，因此我们假设 Intelligent Cloud 贡献了微软 AI 收入的 80%。

图表 2：AWS 中 AI 与非 AI 收入占比



资料来源：Amazon 投资者交流材料，华源证券研究所
注：图中均指财年

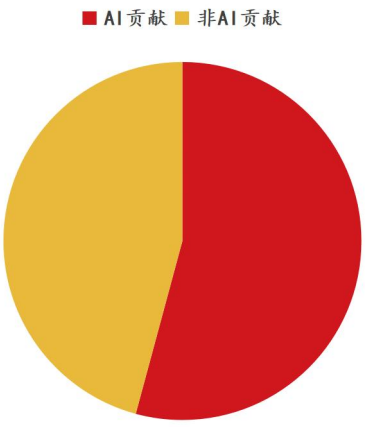
图表 3：微软 Intelligent Cloud 中 AI 与非 AI 收入占比



资料来源：Microsoft 投资者交流材料，华源证券研究所
注：图中均指财年，Intelligent Cloud AI 收入按微软 AI 收入的 80%计算

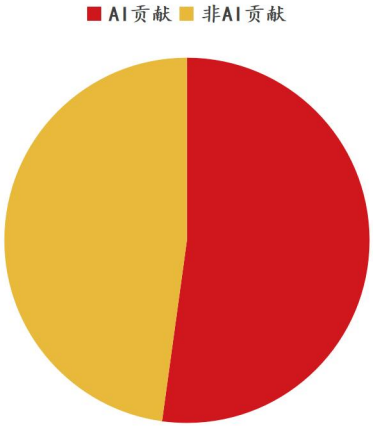
AI 贡献了较大比例的云收入增量。尽管 AI 占收入的绝对体量还不算高，但倘若以 AWS 和微软为例看增量的部分，AI 贡献了较大比例。具体来看，1）AWS：FY26Q1、FY26Q2 的云收入分别为 376/422 亿美元，季度间的环比增量为 46 亿美元。根据 AI 收入的 ARR 倒算，FY26Q1 到 FY26Q2，AI 贡献的增量部分为 25 亿美元，占增量的比例为 54%。2）微软 Intelligent Cloud：云收入从 FY25Q2 的 255 亿美元，增长到了 FY26Q3 的 347 亿美元，增量为 92 亿美元。根据 AI 收入的 ARR 倒算，FY25Q2 到 FY26Q3，AI 贡献的增量部分大约在 48 亿美元，占增量的比例过半。

图表 4：FY26Q1-FY26Q2 AWS 收入增量贡献拆分



资料来源：Amazon 投资者交流材料，华源证券研究所

图表 5：FY25Q2-FY26Q3 Intelligent Cloud 收入增量贡献拆分



资料来源：Microsoft 投资者交流材料，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2. Neo Cloud：订单价格短期上升至 400-500 亿美元/GW

Neo Cloud 需求旺盛，算力价格大幅上行。根据 Nebius 的 2026Q2 致股东信，算力需求仍大幅增长，二季度新签署的合同单价超过了 2000 万美元/兆瓦，且三季度的前景进一步向好，部分短期的合同单价或已上行至 4000-5000 万美元/兆瓦，从而带动二季度的 Capex 回收期从此前的 2-3 年缩短至 1 年 10 个月。根据 CoreWeave 的信息，二季度公司 Blackwell 和 Rubin 型号的定价和利润率正创出新高，而上一代 SKU 的定价也处于与近几年持平或更高的水平；并且公司在 7 月再对全 SKU 提价了约 25%，公司预计利润率将在 Q3 和 Q4 继续环比扩张。此外，SpaceX 的 AI 收入也呈现出了相同的趋势，2026Q2 为 26 亿美元，同比增长 247%，且预计年底的 ARR 将达到 1000 亿美元，并表示“AI 算力回收期或不到一年，几乎像计入 COGS（营业成本）”。

图表 6：Nebius 每兆瓦合同价格

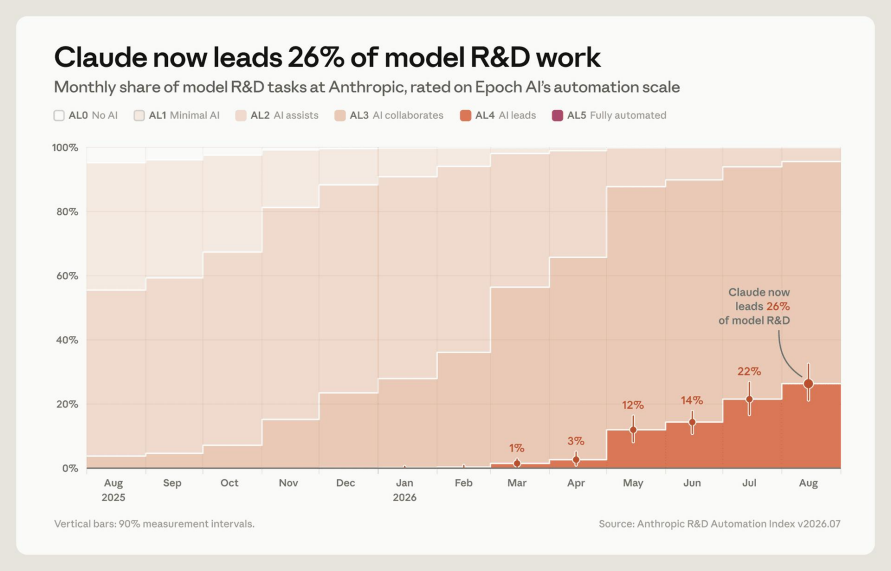


资料来源：Nebius 投资者交流材料，华源证券研究所

我们判断，400-500 亿美元/GW 的算力价格更多还是反映短期的供需关系紧张，体现出客户对于算力的渴求。一方面，RSI 已经有了一些初步的迹象，例如 Anthropic 此前发布的研发自动化指数显示，AI 正在从协作走向主导，由 AI 主导、人在旁监督的工作占比，3 月至 8 月依次是 1%、3%、12%、14%、22%、26%，因此能够提前几个月获得算力就意味着更快的研发速度、模型更早上线、产品更早迭代，甚至提前获得一整轮市场机会。此外，也可能是推理需求很旺盛，比起算力不足导致用户流失，额外多支付一些溢价来维持充足的算力留住用户也是合理的选择。

下载日志已记录，仅供内部参考

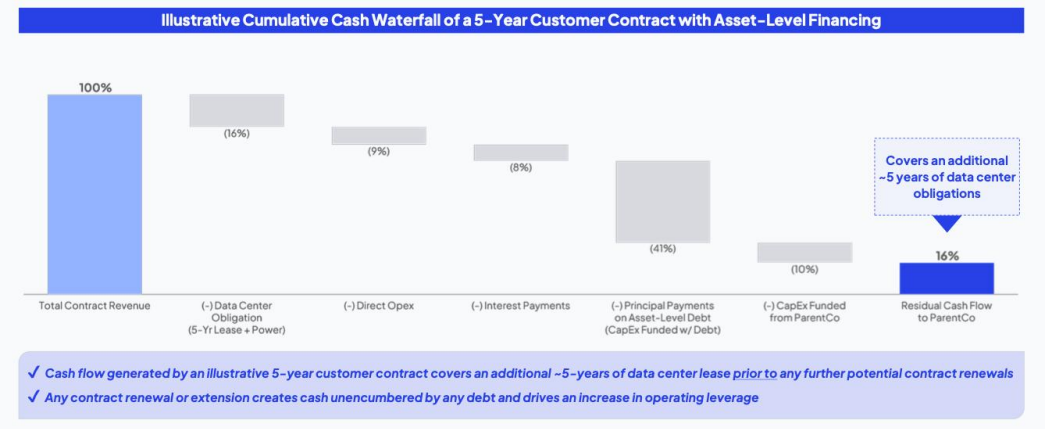
图表 7：截至 2026 年 8 月，Anthropic 已有 26%的工作由 AI 主导



资料来源：Anthropic 官网，华源证券研究所

老卡生命周期被严重低估。CoreWeave 在公开交流中披露刚签了一份 A100 合同，而且直接签到 2029 年，价格还很有诱惑力，约等于 A100 的经济寿命接近 9 年。按照 GPU 通常 5 年折旧的假设来看，现有算力将额外多出来 4 年时间来产生大量的自由现金流和利润。CoreWeave 的原话是“虽然我们建立的商业模式并不依赖初始合同期后的再签约，但我们越来越多地看到更长使用期限、更高价格带来的显著额外上行空间”。

图表 8：CoreWeave 的单客户合约单元经济模型以 5 年生命周期为假设

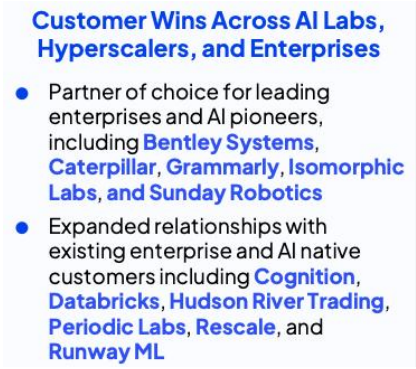


资料来源：CoreWeave 投资者交流材料，华源证券研究所

客户与商业模式均在加速多元化。客户侧，CoreWeave 26Q2 新增了 Bentley Systems、Caterpillar、Grammarly、Isomorphic Labs 和 Sunday Robotics 等客户；Nebius 26Q2 签下 4 笔 10 亿美元级交易，分别为 Reflection、Cohere、某 AI 新实验室、某大型量化基金。商业模式方面，Nebius 的 Token Factory 去年 Q4 发布，目前已经做到了对前沿开放模型提供发布当日支持，预计 27 年推理/Agent 将贡献更大收入份额。CoreWeave 26Q2 首次披露托管推理业务的 ARR，几个月内从 100 万美元增长到 1 亿美元以上。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9：CoreWeave 的客户多元化



资料来源：CoreWeave 投资者交流材料，华源证券研究所

图表 10：Nebius 的 Token factory 负载 26Q2 增长超 3 倍



资料来源：Nebius 投资者交流材料，华源证券研究所

总体而言，Neo Cloud 展现出来的趋势与 Hyperscaler 的类似，即 ROI、单价、盈利能力均在提升。例如，Nebius 表示当前就能按现有条款卖光 2027 年全部产能但选择不卖，CoreWeave 表示公司面对的不是需求不足，而是供给跟不上需求，且系统性供需失衡会持续，说明 2027 年 AI 算力需求的置信度也在提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

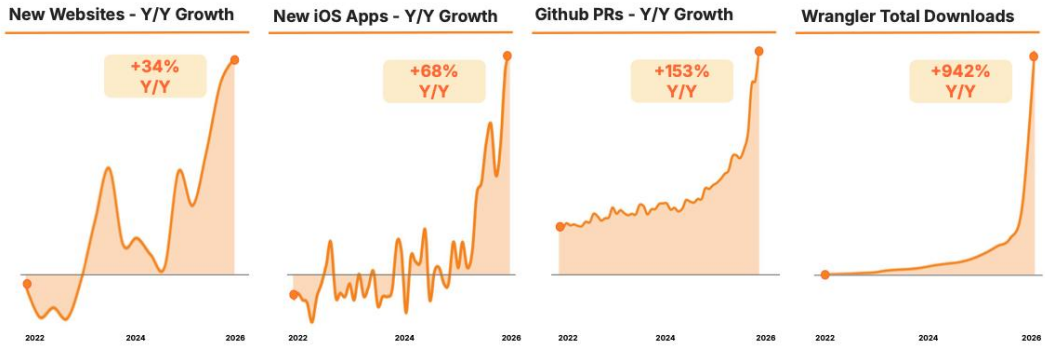
2. AI Infra：开始承接 AI 红利

2.1. 工具类软件已率先迎来发展红利

根据我们的观察，AI 正在给诸如网络安全、建站、容器类的工具应用带来广泛且显著的需求侧加速，包括，1）新增的 AI Native 企业，如同传统初创企业一样，都需要采购一系列的软硬件基础设施；2）直接面向 AI 场景的软件工具需求兴起，比如 AI 可观测性工具，AI 部署安全相关产品等；3）Agent 和 Coding 带来对现有工具的增量需求，比如 AI 客服 Agent 带来对语音相关产品的新增需求，AI Coding 使得开发加速，带来对于建站工具的增量需求等。

Cloudflare：26Q2 公司新客户订单量增速创五年多来新高，新增销售管线持续加速，环比增速为五年来最快；季度新增付费客户超 8 万名，付费客户总数同比增长 74%。一方面，Cloudflare 网络中的 Agent 比例持续提升，已有超过 50%的流量来自于非人类，其带来了对于网站安全防护和增值变现的增量需求。同时，AI 正在驱动互联网的根本性平台重构，以及软件创建与消费方式的范式转移。Workers 开发者平台继续保持快速增长，26Q2 末开发者总数超过 740 万，单季度新增 200 万。

图表 11：AI 加速了网站、App 的创建速度

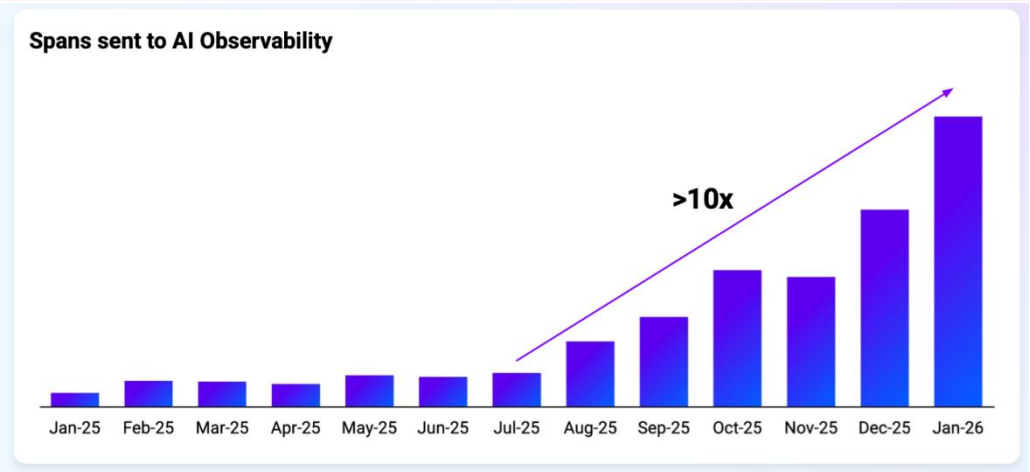


资料来源：Cloudflare 投资者交流材料，华源证券研究所

Datadog：26Q2 公司营收增长全面提速，驱动力来自于：1）AI 原生客户在数量和规模上全面扩张，超 750 家 AI 客户使用 Datadog 来观测 AI 和云负载，其中 Top 10 的 AI 公司全都是 Datadog 的客户，且与一家领先的 AI 公司签署了一份上亿美元的续约。2）非 AI 客户的营收同比增速提高到 20%区间高位（去年同期为 18%），主要得益于客户正在使用 AI 构建更多应用，加速了他们对云及现代化技术的使用，也加速了他们对于 Datadog 平台的使用—用于观测、安全防护与运维其云及 AI 工作负载。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12：AI 可观测性需求变化趋势



资料来源：Datadog 投资者交流材料，华源证券研究所

Twilio：26Q2 公司营收增长提速至 22%（去年同期为 13%），一方面是广大的 AI 原生企业给 Self-serve Voice 带来了同比超过 50%的增长；另一方面是很多更大、更成熟的 ISV 正在将语音嵌入更多 Agentic、Autonomous 的客户互动类型工作流中，比如 Car Finance 247 的 AI 助手 Carla 已经处理了 28.8 万次对话，与 Carla 互动的客户转化为合格销售线索的转化率约为未互动客户的 1.6 倍，带来每年数百万英镑的收入提升。

图表 13：Twilio 收入增长趋势



资料来源：Twilio 投资者交流材料，华源证券研究所

Palo Alto：1）保护 AI 部署安全的需求：Prisma AIRS 用于保护 AI Apps 和 AI Agent，其在 FY26Q3 客户已超过 300 家，环比增长两倍，且在 FY26Q4 的 ARR 已突破 1 亿美元。2）抵御 AI 攻击的需求，XSIAM 可以帮助企业将响应威胁的时间从数天或数周压缩到 10 分钟，FY26Q3 的 ARR 同比翻倍增长至 6 亿美元，客户数增长到 740 家。3）对于硬件的增量

下载日志已记录，仅供内部参考

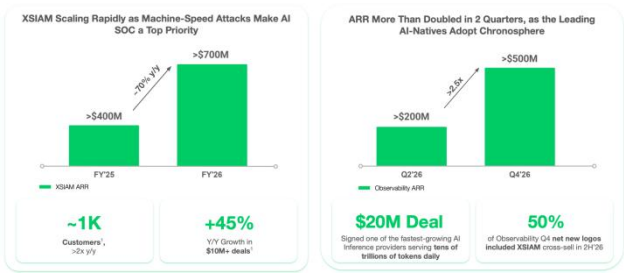
需求:FY26Q3 的业绩体现了十年来最强劲的硬件表现,下一代防火墙的订单同比增长近 40%,正在看到一类新买家开始早期采用，包括主权基础设施提供商和 AI 实验室。

图表 14：Prisma AIRS 在 FY26Q4 ARR 已突破 1 亿美元



资料来源：Palo Alto 投资者交流材料，华源证券研究所

图表 15：XSIAM 与可观测性业务的需求旺盛



资料来源：Palo Alto 投资者交流材料，华源证券研究所

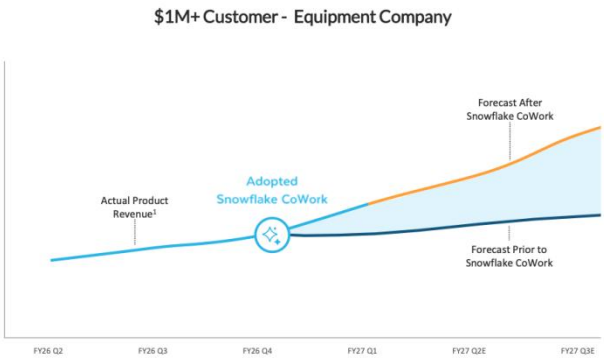
2.2. 数据类企业开始进入业绩兑现阶段

数据平台正从分析工具升级为 AI 数据底座。进入 Agent 时代后，高质量的上下文成为了 AI 能否落地的关键因素，而 Agent 的记忆、检索与上下文能力又建立在向量数据库、实时数据管道和非结构化数据治理之上，从而带动了 Snowflake、MongoDB、Databricks 等大数据公司的使用量，且已经在盈利能力上体现。

Snowflake 是最能体现数据中台需求逻辑的公司。FY27Q2，公司收入同比增长 37%至 14.9 亿美元，连续第三个季度加速增长（过去四个季度的趋势是 29%（FY26Q3）→30%（FY26Q4）→34%（FY27Q1）→37%（FY27Q2）），全年产品收入指引同步上调至约 60.7 亿美元。AI 对于 Snowflake 的拉动体现在两方面，1）数据中台需求，FY27Q2 公司的客户总数达 14554 家，单季度净新增 692 家（同比+32%），并且 NRR 维持在 126%的高位，新客户数量和老客户的用量都在提升，说明企业正在为 Agent 加速推进数据资产迁移。2）AI 降低了数据中台迁移的难度，以及 BI 和经营分析的壁垒，扩大了用户群体。FY27Q2，CoCo 账户数超 9100 个，单季度净新增 2000 个以上，且留存率保持平稳，体现出 AI 大幅加速客户工作负载迁移，例如某大型网络设备厂商从 Teradata 的迁移耗时从以往 2-3 年缩短至今年的 3 个季度以内；CoWork 账户数环比增长 11%，达 5800 个，说明客户覆盖已从技术岗拓展至业务用户、知识工作者。

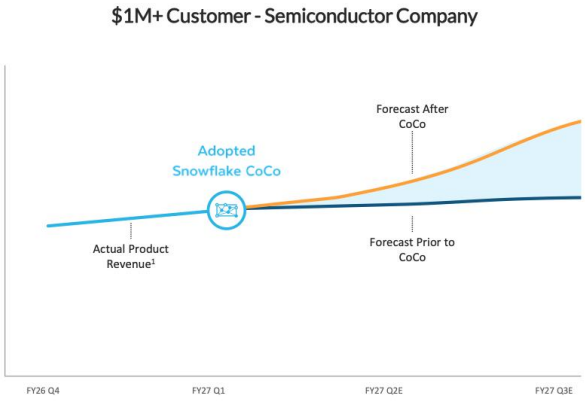
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 16：Cowork 带动了客户使用量



资料来源：Snowflake 投资者交流材料，华源证券研究所

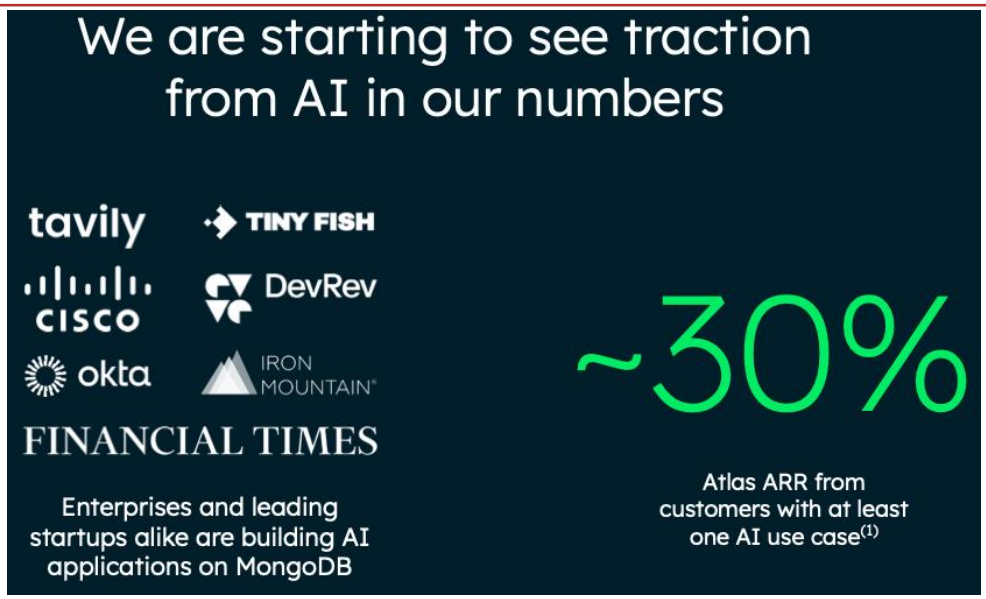
图表 17：CoCo 带动了用户使用量



资料来源：Snowflake 投资者交流材料，华源证券研究所

MongoDB 的业绩同样体现了 AI 对于数据类基础设施的拉动。FY27Q2，MDB 的核心数据库产品 Atlas 收入同比增长 29%，且把全年增速指引上调 300 个基点至 27%。增长的驱动力来自成熟企业客户使用场景，企业客户 AI 早期部署、前沿实验室及 AI 原生公司业务为次要增长驱动。目前来看，AI 对于 MongoDB 的业绩贡献来自于，1）企业搭建 Agent 直接用 Atlas 作为记忆层，例如 Adobe 以 MongoDB 作为长期记忆与推理层；2）AI 原生企业的需求，包括聊天机器人、欺诈及身份识别工作流等场景；3）AI Lab，明确了已有多家前沿实验室选择 MongoDB 作为核心业务的数据平台，虽然仍在早期阶段。

图表 18：MongoDB 业绩受到了 AI 的拉动



资料来源：MongoDB 投资者交流材料，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

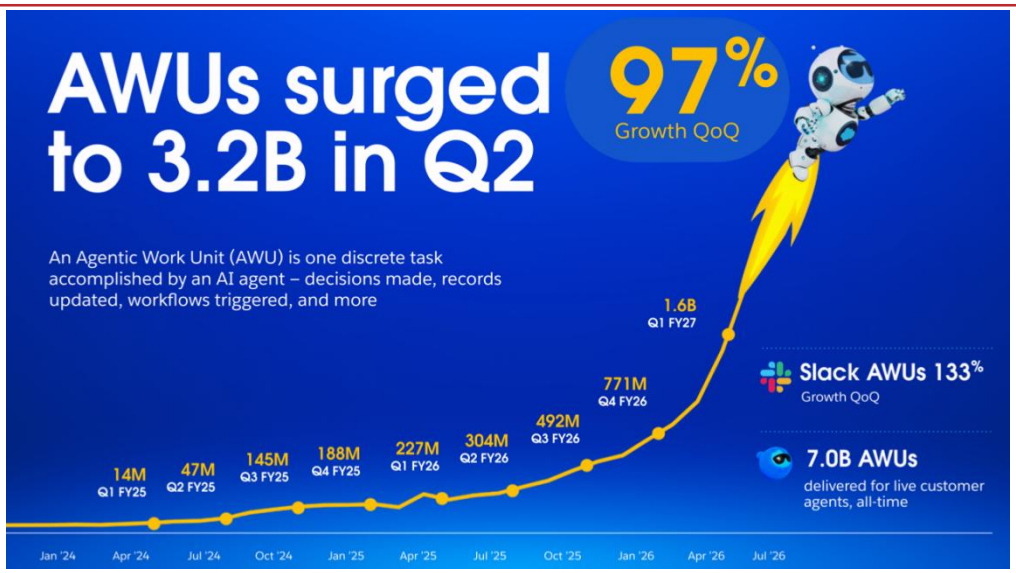
3. SaaS：货币化路径开始清晰

我们观察到大多数的 SaaS 企业仍处于货币化的过程中。具体而言，货币化的路径可以分为 3 个层级。**1）产品层面，**是最容易直观看到的领域，即将 AI 功能加入现有的产品线中，如各类 Copilot、Agent 应用；**2）中台层面，**是企业发力较多且已有部分业绩兑现的领域，包括 Workflow、Agent 搭建功能，AI 资产管理平台、数据治理平台等；**3）商业模式层面，**SaaS 企业正积极引入基于席位以外的商业模式，包括按使用量收费与按结果付费等模式。

3.1. Salesforce：Slackbot 是本季度最大的惊喜

Agentforce 持续加速，Credit 复购已占比过半。FY27Q2，Agentforce 的 ARR 达到 15 亿美元，同比增长 240%（上个季度 205%），环比增长 25%；Agentforce 与 Data360 的 ARR 即将突破 40 亿美元，同比增长 210%。Q2 单季度新增 2000 家进入生产环境的付费客户（环比+70%），单季度消耗 32 亿 AWU，环比+97%。订单方面，Agentforce bookings FY27Q2 实现三位数增长，约 50%来自存量客户的 flex credits 复购，剩余则来自于订阅升级，Agentforce 1 Edition（A1E）与 Agentforce for Apps（A4X）的 bookings 环比翻倍以上。

图表 19：AWU（Agentic work unit）环比大幅增长



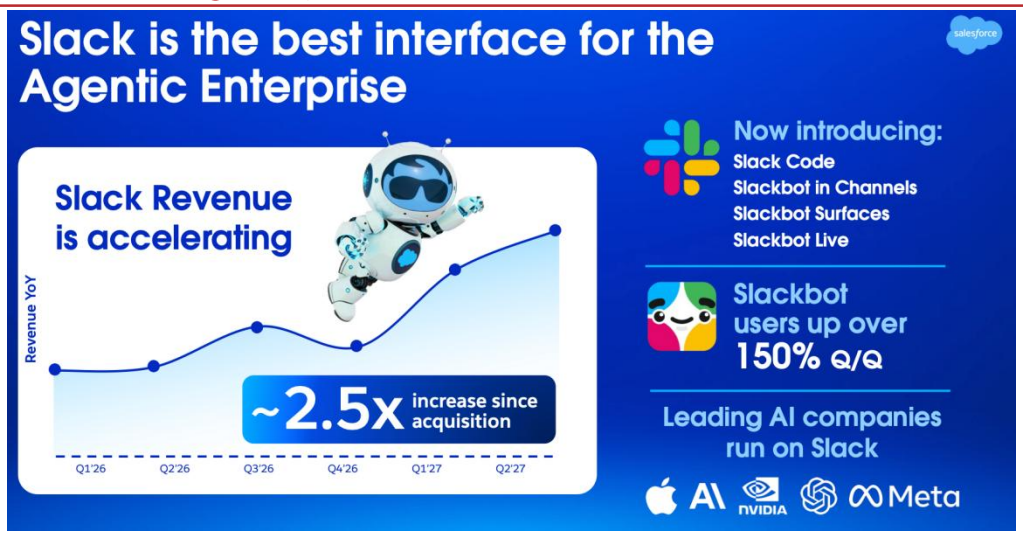
资料来源：Salesforce 投资者交流材料，华源证券研究所

Slackbot 是 Agentforce 加速的重要驱动力。Slackbot 发布 5 个月即达 100 万活跃用户，环比增长 150%，为 Salesforce 上被采用最快的 AI 产品。自发布以来，其一方面带动 Premium Slack 版本升级增至 3 倍，同时还带动了 Agentforce 的用量和高级版本的升级。我们认为，Slackbot 如此成功的原因在于：1）把企业内部分散的 agent 收敛成一个统一对话入口——解决了 agent 生态的"发现性"，本质上是个路由层，能够自动找到正确的 agent、skill 或 workflow；2）提供了业务系统以外的上下文，例如很多信息是 CRM 系统里不记录的，但 Slack 可以给 Agent 提供企业内部的上下文，从而提升输出质量；3）扩大了入口，把 Salesforce

下载日志已记录，仅供内部参考

的主要用户从以销售/服务等 CRM 核心岗位，拓展到 IT、HR、工程及全体知识型员工等更广泛的岗位。

图表 20：Slack 是 Agent 的最佳入口



资料来源：Salesforce 投资者交流材料，华源证券研究所

3.2. ServiceNow：AI 转型进度领先于 2030 年目标

ServiceNow 本季度 AI 业务新增 ACV 已突破 10 亿美元，预计 26 年末 ACV 达到 15 亿美元，且目前进度领先于 2030 年 AI 占总 ACV 30%的长期目标。**产品层面，**AI 正延伸至故障排查、事件管理、工单分类及全流程案件管理，生产环境部署 Agent 的客户数 9 个月增长 9 倍，L1 ITSM 已有 40 多家客户使用，可自动完成 80%-85%的服务请求，将原本约两天的处理时间压缩至约 20 分钟。**中台布局方面，**AI Control Tower 推出 6 个月已有 500+客户使用，其用于管理企业内所有 AI 资产及 Agent，可以阻止非法代理访问数据；此外 RaptorDB Pro 订单量同比增长 80%，Workflow Data Fabric 出现在前 20 大订单中的 17 个。**商业模式方面，**目前还是采用基础许可加使用量的混合定价模式，主要是为了兼顾客户预算可预测性和使用灵活性。此外，**公司明确表述了活跃 seats 仍在增长，不认同 AI 会直接导致席位业务压缩的判断。**

图表 21：ServiceNow AI 收入目标



资料来源：ServiceNow 投资者交流材料，华源证券研究所

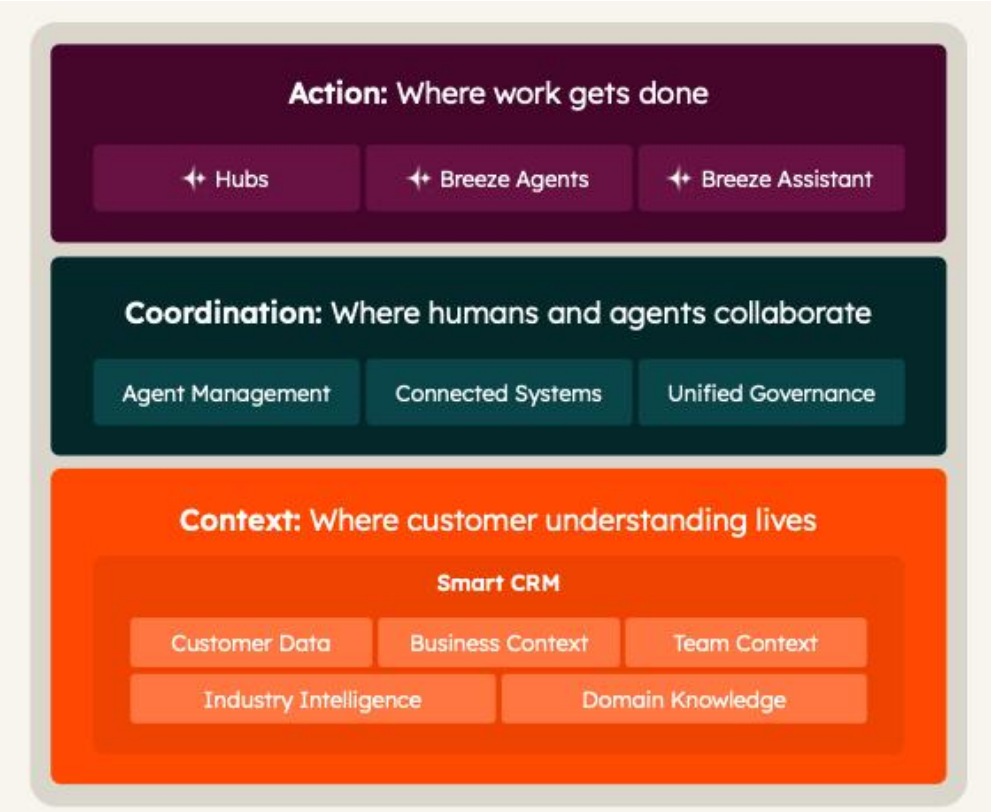
下载日志已记录，仅供内部参考

3.3. HubSpot：Agent 产品渗透率稳步提升

Pro Plus 客户中 Agent 采用率从年初的高个位数增长到中双位数。本季度，Hubspot 的 Data Agent 已激活用户数已超 16000 家，Prospecting Agent 已激活用户数超 17000 家（QoQ+28%），Customer Agent 已激活用户数超 10000 家。根据公司披露，在 Pro Plus 客户中，Agent 采用率从年初的高个位数增长到中双位数。与此同时，产品也在持续迭代，例如 Customer Agent 目前无需人工即可解决 72%的支持工单、Prospecting Agent 的响应率已与人工撰写内容相当，带来更多会议预约和更多成交。商业模式方面，公司强调可预测性已成为 AI adoption 的核心主题，即企业不愿意受到不可预测的 token 成本冲击，希望定价透明并与价值挂钩。基于该需求，Hubs 计划引入基于结果的计费模式，同时降低入门价格，并让客户清楚查看和控制用量与支出，包括设定符合预算的消费阈值。

HubSpot 同样在向中台布局。7 月正式推出了 Agent Builder 与 Agent Hub。1）Agent Builder 的功能为让任何人都能构建定制 agents、agentic workflows，或将两者组合。2）Agent Hub 为客户提供统一入口，以管理 HubSpot、客户和合作伙伴构建的全部 agents。在 Beta 阶段已有 2700 家客户。

图表 22：HubSpot Agent 架构



资料来源：HubSpot 投资者交流材料，华源证券研究所

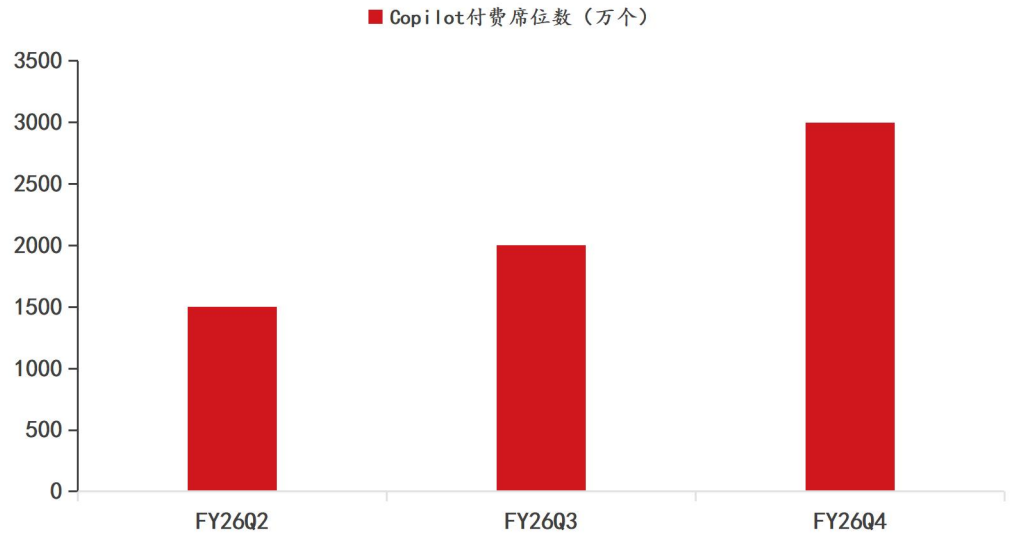
3.4. Microsoft：Copilot 新增席位大超市场预期

Copilot 新增席位大超市场预期。微软 FY26Q4 的季度净增席位环比增长超过一倍，增长到 3000 万个付费席位，我们认为最有可能的驱动力是微软在 26 年 3 月官宣的 Microsoft 365

下载日志已记录，仅供内部参考

Copilot 第三波重大产品更新，核心定位是推动 Copilot 从回答问题升级为自主完成工作，产品包括了：1）与 Anthropic 合作打造的 Cowork；2）Agent 365，作为 Agent 的统一管理平台；3）Work IQ，连接 Microsoft 365 信息（邮件、文件、会议、聊天）的一个工作上下文智能层；4）Copilot Studio 提供 Agent 的构建、测试和评估能力。并且，Copilot 还引入了多模型机制，能够自动选择最优模型，提到了多模型在很大程度上促进了客户的使用意愿。

图表 23：微软 Copilot 付费席位数



资料来源：Microsoft 投资者交流材料，华源证券研究所

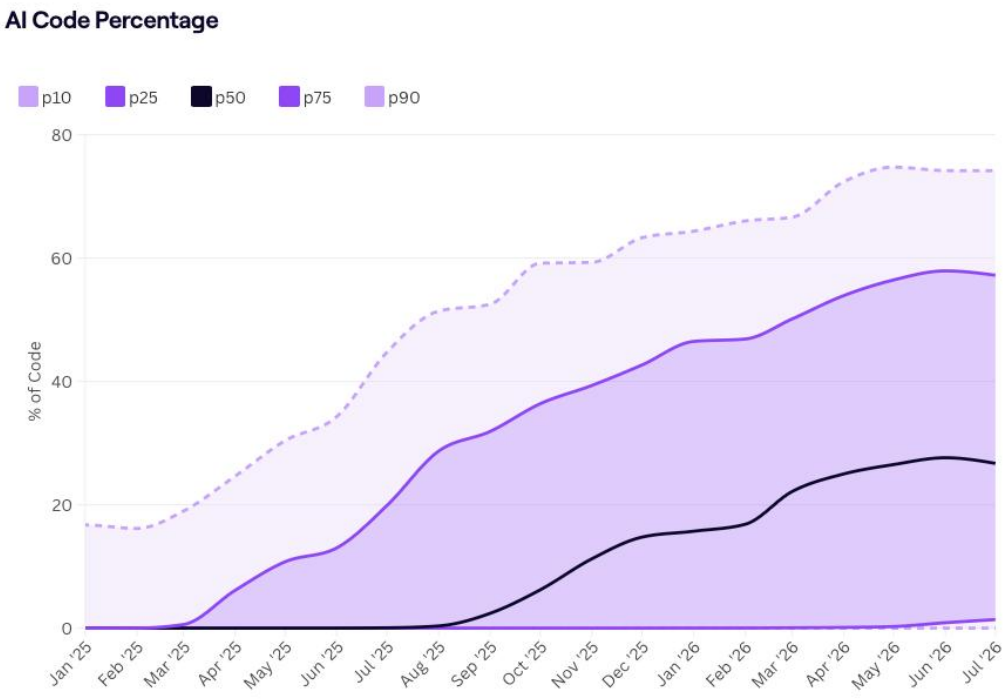
下载日志已记录，仅供内部参考

4. 从需求侧看 AI 落地进展

4.1. AI 已实质性的加速了产品开发

AI Coding 普及率已来到阶段性高位，加速产品开发。Airbnb 表示，工程师产出的代码中，近 60%由 AI 编写，估计约为行业平均水平的两倍。多个重点项目从概念到上线时间缩短最多 60%，上半年发布的 feature 与改进数量同比提升近 80%。HubSpot 表示，AI 工具在工程师中的普及率已达到 100%，人均代码更新行数提升 73%。Meta 表示，AI 使推出新应用变得容易得多，今年已相继推出 Instagram Instants、Groups 应用 Forum、Seller 等，计划用推荐系统把更多新创意规模化。Spotify 表示，内部 AI 编码工具 Honk 已全面普及，工程师在手机上通过 Slack 让 AI agent 修 bug 或加功能，尚未到办公室就能拿到可测试用例，正在解锁复利式优势。总体而言，AI Coding 普及率已来到阶段性高位，且企业已明确表达了 AI 对于产品开发的加速作用。

图表 24：AI Coding 占总代码比重



资料来源：Jellyfish 官网，华源证券研究所

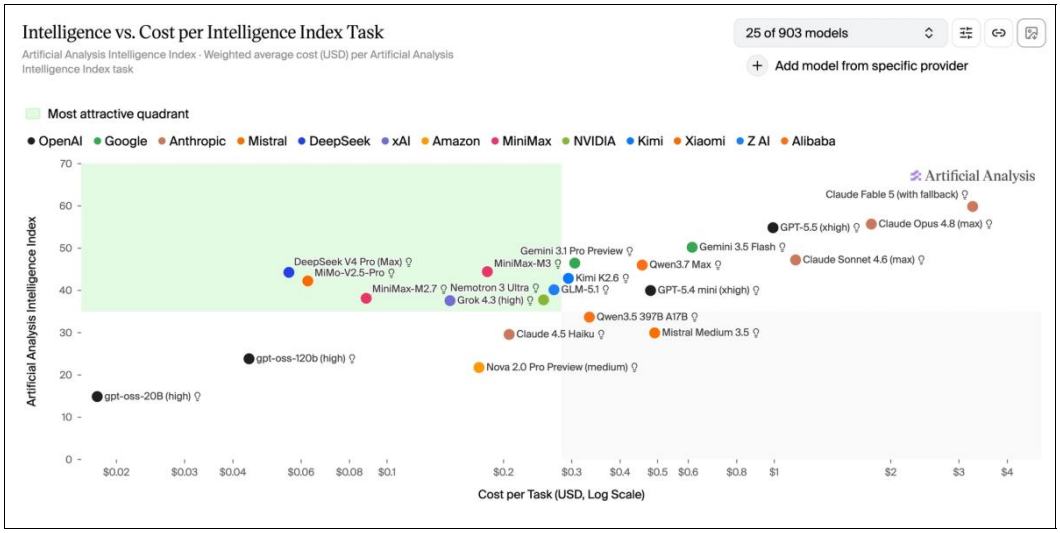
4.2. 企业在通过模型的多元化来优化成本

模型多元化已成为共识。本季度关于模型成本和多元化的讨论显著增加，Booking 表示，实施了 cost-aware model routing，简单任务使用更便宜的模型，复杂任务使用更昂贵的模型，以控制 AI 成本并确保投入回报，模型选择上不押注单一模型。Shopify 表示，模型策略核心原则是"为任务选最佳模型"，前沿智能用在关键处，便宜模型用在非关键处。Microsoft 表示，自 2026 年初以来，使用多家供应商模型进行构建的客户数增长 5 倍。Figma 表示，拥有一套明确的工具来管理推理成本，会根据任务复杂度在不同模型间进行路由，通过模型无关

下载日志已记录，仅供内部参考

架构在各家供应商之间进行优化。简而言之，模型成本已经是每家公司都会讨论的问题，共识是要保持多元化，根据任务复杂度在不同模型间进行路由。因此后续对于模型的评价，绝对性能是一方面，价格也很重要，重点是看是否在帕累托前沿上。

图表 25：单位成本的模型能力



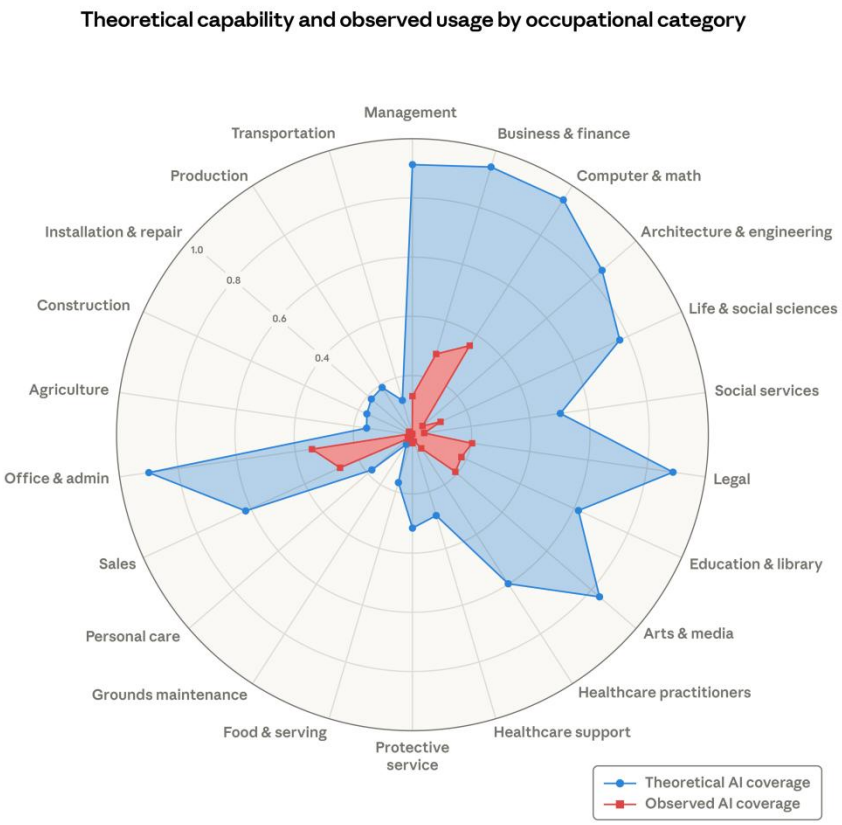
资料来源：Artificial Analysis 官网，华源证券研究所

4.3. 提人效是低垂的果实，最能算清 ROI 的场景

客服、核保、人力等岗位 AI 落地进度较快。我们观察到客服仍是目前 AI 最快落地的场景，Airbnb 表示，AI 客服助手已覆盖 50 多种语言，25Q4/26Q1/26Q2 在无人介入情况下的解决率分别为 33%/40%/45%，成功率显著上升。26Q2 客服单位成本同比下降约 16%，且预计随着 AI 助手解决更多问题以及 AI 语音客服上线，成本会继续下降。此外，在其他偏重复性交互的岗位，比如核保、IT 运维、行政、人力等也已经开始了替代的进程，联合健康表示，年初至今，AI 合计处理了约 50 万项事前授权，节省了 69000 个行政工时，承诺到 2027 年底前，实时处理 80%的事前授权。JPM 表示，已经在一些独立领域把岗位削减了 30%或 40%，其中大多数人获得了其他岗位的工作机会，预期这种情况还会继续。Spotify 表示，过去三年没有增加员工数量，而人均收入有望翻倍，运营费用的增长主要来自于算力和营销。从对于就业的影响来看，目前企业似乎更偏向于隐形收缩，例如减缓员工扩张速度或转岗，而非大规模裁员。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 26：不同行业 AI 理论替代率与实际进展



资料来源：Anthropic 官网，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 投资分析意见

从本季度财报中，我们可以观察到 ROI 已在产业链各个环节得到初步验证。对于云，无论是 Neo Cloud 新签订单的算力单价大幅上行，还是 Hyperscaler 的云收入增速和积压订单来到历史高位，均表明了 AI 云的供需关系或在进一步紧张。Infra 环节，板块充分受益于 AI 对于网络流量、软件开发、安全的重塑，以及带来的增量需求。SaaS 环节，Agentforce ARR 在 FY27Q2 同比增长 240%，微软在 FY26Q4 的 Copilot 付费席位增至 3000 万，货币化路径开始清晰。从 B 端落地的节奏看，AI Coding 普及率已来到阶段性高位，客服等场景的降本幅度可量化，企业正从试点转向规模化复制。沿“云—算力—Infra—应用”主线，建议关注：云厂商（MSFT、AMZN、GOOG、SPCX、NBIS、CRWV），算力芯片（TSM、AVGO、NVDA、QCOM、MRVL），存储（MU、SNDK、三星电子、SK 海力士），光模块（LITE、COHR、GLW、中际旭创、新易盛），CPU（AMD、ARM、INTC、禾盛新材、海光信息），AI Infra（PANW、DDOG、NET、TWLO、FTNT、PLTR、NOW、SNOW）等。

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 风险提示

（1）大模型迭代进度低于预期的风险。若 Scaling Law 边际收益递减、高质量数据与算力瓶颈显现，则模型存在迭代速度放缓的风险。

（2）AI 产品落地节奏低于预期。当前无论 B 端还是 C 端，AI 产品均处于落地的早期阶段，存在 C 端留存与付费转化、B 端企业级场景商业化不及预期的可能性。

（3）行业相关公司业绩不及预期。当前产业链公司估值已较充分反映乐观预期，若资本开支节奏波动、竞争加剧或商业化放缓导致业绩低于一致预期，板块整体将面临盈利下修与估值压缩的双重风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户 本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司对本报告保留一切权利 未经本公司事先书面授权 本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。
无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。