

# AIGC 行业投资手册：挖掘美股 “七巨头”外的 AI 软件核心标的

近期, Sora 横空出世再一次引发市场对 AIGC 的关注, 成为继 ChatGPT 后的又一里程碑式产品。当前全球人工智能发展日新月异, 加速向 AGI 时代迈进。我们坚信, 人工智能是未来十年最值得关注的投资方向之一, AI+ 也将逐步渗透并重塑大部分行业, 市场空间广阔。我们对美股 AI 软件标的进行梳理, 除了众所周知的“七巨头”中的微软, 谷歌, 亚马逊以及 Meta 四家超大盘股外, 我们进一步梳理细分赛道, 筛选出如下值得关注的美股 AI 软件十家标的。

- **Adobe:** 旗舰产品包括 Photoshop、Acrobat PDF 等, 公司为行业绝对龙头。产品标准化高。公司是利润率最高的美股软件企业之一, 利润率近 40%。创意设计或是最先受益于 AI 推动的行业。
- **CrowdStrike:** 全球终端网络安全龙头, 通过自动检测和预防来阻止威胁, 端点保护约占其当前一千亿美元 TAM 的 20%。公司处于 AI+ 安全领域前沿, 推出 Charlotte AI, 持续赋能。
- **Duolingo:** 全球用户最多的语言学习平台, 将游戏元素融入免费内容, 通过广告、付费订阅和考试认证变现。公司在 AI 教育商业试水, 已上线付费产品 Duolingo Max。
- **MongoDB:** 全球最大 NoSQL 数据库平台, 公司通过免费开源社区吸引用户并提供配套服务按订阅模式收费。NoSQL 可存储和处理大量的半结构化数据, 在 AI 领域有广泛应用前景。
- **Palantir:** 大数据分析公司, 与美国政府密切合作, 政府国防业务壁垒高, 加速拓展商业业务。四大产品包括: Gotham (政府)、Foundry (商业)、Apollo 和人工智能 AIP。
- **Salesforce:** 全球第一大 CRM 厂商, 业务从 CRM 售中管理, 延伸至售前营销、售后客服等。公司持续发力 AI, 推出 AI 工具 Einstein Copilot, 并扩大 AI 风险投资基金规模。
- **ServiceNow:** 公司为企业 IT 自动化操作提供云计算服务, 包括 ITSM 和 ITOM, 已覆盖 85% 的财富 500 强企业。公司持续通过并购 AI 企业, 提升技术储备, 上线 Now Intelligence 等产品。
- **Snowflake:** 全球最大的云数据仓库解决方案提供商, 提供存储和管理结构化和非结构化数据服务。数据仓库是数据分析重要基础设施, AI 发展有望带动产品需求提升。
- **UiPath:** 全球领先的 RPA (机器人流程自动化) 企业, 通过 AI 将重复业务流程实现自动化。公司 2022 年市场份额约 36%, 排名第一。RPA 在大模型 AI 加持之下, 或迎来加速发展。
- **Unity:** 公司提供世界领先实时 3D 开发工具, 全球前 1000 手游中约 70% 使用 Unity 制作。AIGC 将使游戏“更快、更好、更便宜”。公司业务不断拓展, 覆盖电影、汽车、航空等领域。

**投资风险:** AI 商业化贡献不及预期; 行业竞争加剧。

赵丹

首席互联网分析师  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2024 年 3 月 6 日

相关报告:

[AIGC 行业趋势: Sora 横空出世, 向多模态应用加速迈进](#) (2024-02-21)

[互联网行业 2024 年展望: 波谷后的洗牌之年, 在成长股和价值股间摇摆](#) (2023-12-13)

[AIGC 行业趋势: 大模型趋于分化, 关注应用场景落地](#) (2023-07-10)

[互联网行业 2023 年中期展望: AIGC, 能否拯救互联网的“中年危机”?](#) (2023-06-26)

[序幕揭开: ChatGPT 将 AIGC 推向“平民化”时代](#) (2023-02-14)



扫码关注浦银国际研究

# 目录

Adobe (ADBE.US) : AI 驱动创意设计行业革新, 标准化带来超高利润率.....	3
CrowdStrike (CRWD.US) : 重塑网络安全, AI 助力端点保护服务.....	6
Duolingo (DUOL.US) : AI+教育商业化试水, 打造全球最大语言学习平台.....	9
MongoDB (MDB.US) : 全球领先的 NoSQL 数据库平台, 免费开源+付费订阅.....	12
Palantir (PLTR.US) : 专注大数据分析, 政府业务高筑壁垒, 商业业务加速推进.....	15
Salesforce (CRM.US) : 全球 CRM 龙头, 通过自研+收购不断完善生态.....	17
ServiceNow (NOW.US) : IT 服务管理巨头, 助力企业数字化转型.....	20
Snowflake (SNOW.US) : 全球云数据仓库龙头, 打造 AI 数据基础设施.....	23
UiPath (PATH.US) : 全球 RPA 领导者, 打造企业自动化引擎.....	25
Unity (U.US) : 头部游戏引擎, 构建跨行业通用能力.....	28

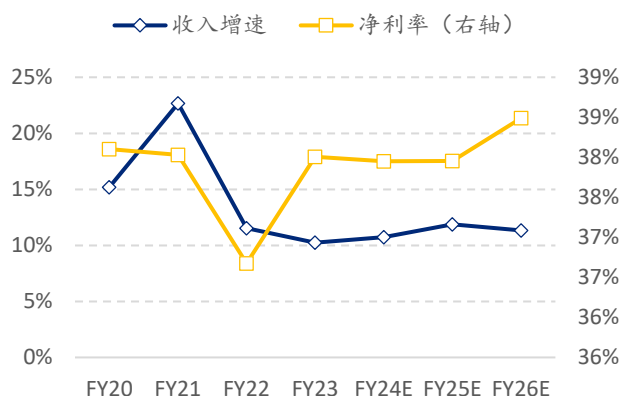
# Adobe (ADBE.US)：AI 驱动创意设计行业革新，标准化带来超高利润率

## 公司简介

Adobe 成立于 1982 年，主要从事多媒体制作、图形处理、影像编辑与网络协作等软件的开发和销售。公司旗舰产品包括 Photoshop、Illustrator、Acrobat PDF 等，满足企业和个人需求，属于所在领域的绝对龙头。由于产品的标准化水平较高，公司的毛利率和利润率在美国软件公司中位于前列。

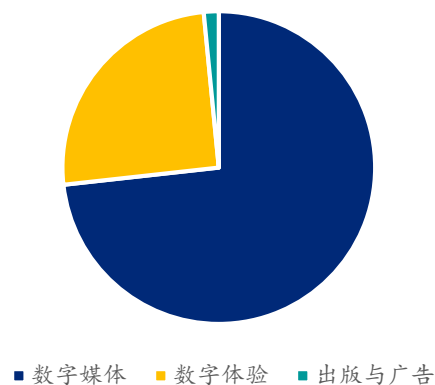
随着人工智能日新月异的发展，公司所处的创意文化赛道将是最先受益的领域之一。2023 年 3 月，Adobe 推出生成式 AI 专业模型 Firefly，包含 Firefly 图像模型、Firefly 矢量模型和 Firefly 设计模型，并通过效果、照片设置和生成匹配等提供高度差异化的控制级别。相对于竞争对手，其优势在于解决了生成式 AI 商业化面临的版权问题，Firefly 大模型的训练数据来源 Adobe 的图库 Adobe Stock，其内容为公开授权图片或版权过期的图片。创作者可以把作品上传到图库，并且获得相应的版税收入。

图表 1：Adobe 收入增速及利润率



E=Bloomberg 一致预测  
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 2：Adobe 收入结构 (FY23)



资料来源：公司财报、浦银国际

## 主营业务

2023 财年，数字媒体、数字体验以及出版和广告这三大业务占 Adobe 总收入比重分别为 73%、25%、2%。数字媒体业务是公司业绩基本盘，数字体验业务是第二增长曲线。

数字媒体业务包括两大旗舰产品：一是针对影像编辑和设计的 Creative Cloud，贡献数字媒体业务约 80% 的收入；另一个是以 PDF 文档为核心的 Document Cloud，主要针对文档管理业务场景。数字体验是为客户提供数字化体验和实现数字化转型的基于云的解决方案。

在公司 SaaS 转型加速后，订阅收入已成为公司主要收入模式，在 2023 年已经达到总收入的 94%。其他收入模式还包括产品收入（即本地软件许可证）和服务及其他收入（即咨询、培训、维护和广告等收入）。

从地域分布来看，2023 年公司 60% 的收入来自于美洲；25% 的收入来自于欧洲、中东、非洲区域；15% 的收入来自亚太区域。三大区域的收入占比基本保持稳定。

## 竞争格局

公司是所在行业的绝对龙头：公司在图形设计软件赛道占有垄断性地位。在 2023 年全球图形设计软件前 5 名中，公司旗下软件占据 4 名，合计市占率约 80%。公司在 PDF 阅读软件赛道也占有垄断地位。2023 年全球 PDF 软件前 5 名中公司旗下软件占据 3 名，合计市占率 95%。在营销科技领域，公司的体验云占据全球 9% 的市场份额，排名第二，仅次于排名第一的 HubSpot Marketing Hub（18%）。

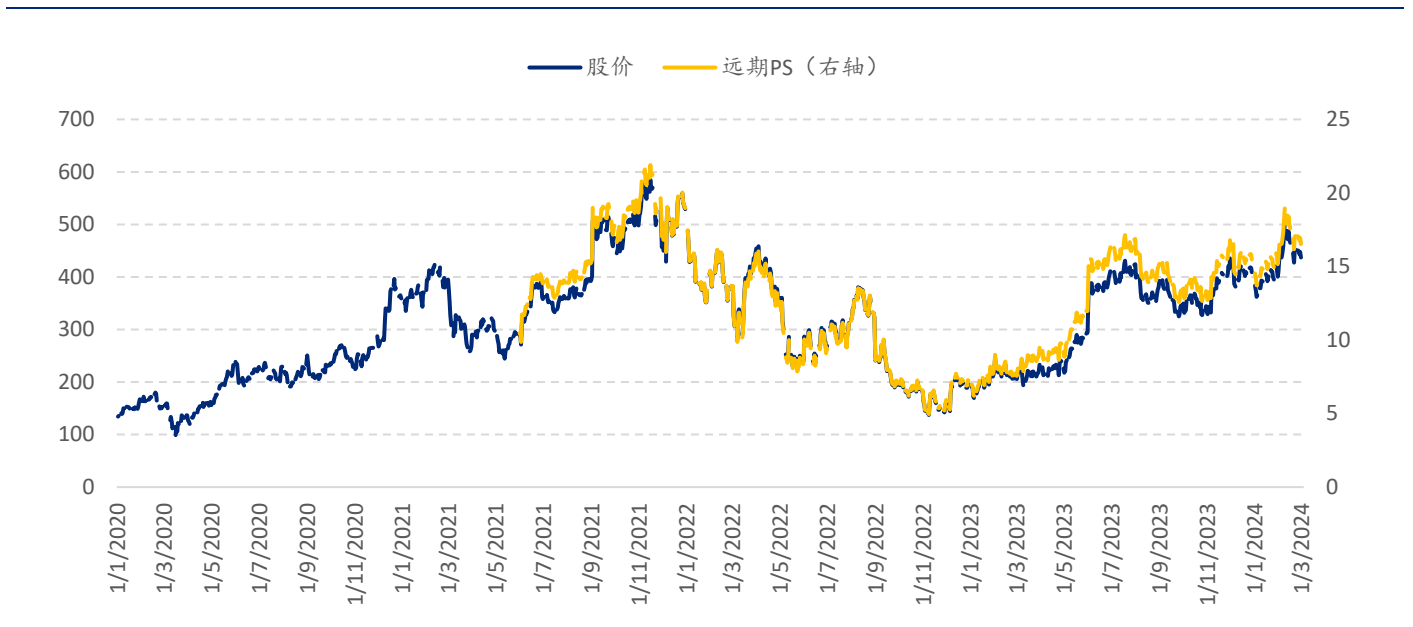
## 财务表现

Adobe 预计 2024 财年营收约为 214 亿美元，同比增长 10%；调整后每股收益为 17.8 美元，同比增长 11%。公司预计 2024 财年数字媒体部门的净新增年度经常性收入（Net New ARR）将达到 19 亿美元。公司 2023 年调整后经营利润率为 46%。

## 估值情况

2023 年公司股价上涨幅度达 77%。截至 3 月 1 日的收盘价，公司股价对应 16.5x 远期 P/S。

图表 3: Adobe 股价和估值



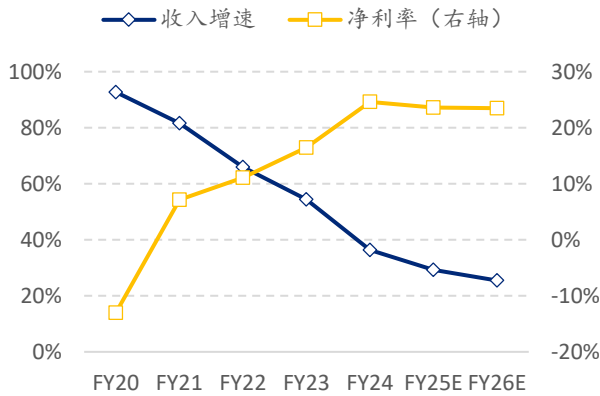
注：股价截至 2024 年 3 月 1 日  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

# CrowdStrike (CRWD.US)：重塑网络安全，AI 助力端点保护服务

## 公司简介

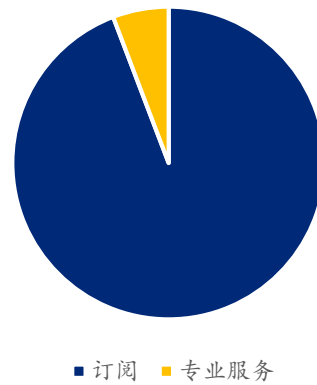
CrowdStrike 成立于 2011 年，是全球知名的终端安全龙头。公司主要提供以云服务为基础的终端安全解决方案，帮助客户防范和应对各种网络攻击和数据泄露风险。公司在许多领域中处于领先地位，包括端点安全、云安全和威胁情报。目前公司客户主要包括企业、政府机构、教育机构等，其中，财富 500 强企业中占据 271 家。

图表 4：CrowdStrike 收入增速及利润率



E=Bloomberg 一致预测  
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 5：CrowdStrike 收入结构 (FY23)



资料来源：公司财报、浦银国际

持续推进全球化战略，完善业务生态。目前，公司海外市场营收占比约三成，保持高速增长。公司计划增加海外业务投资以及增加在欧洲、中东、亚太的员工数量，从而进一步开拓全球市场。同时，公司积极推动平台交叉销售，目前 63%的订阅客户购买了 5 个或更多“模块”，42%购买了 6 个或更多“模块”，26%购买了 7 个或更多“模块”。

此外，公司也在联手第三方合作伙伴，快速创新及部署新的云模块，实现 SaaS+PaaS 完整生态，推出 CrowdStrike 商店，支持客户发现、试用和购买来自公司或合作伙伴的应用程序。随着产品品类的延伸，CrowdStrike 预计 2024 年总目标市场为 1000 亿美元，到 2028 年将达到 2250 亿美元，复合增速为 25%。



## 主营业务

公司主要产品是云原生平台 Falcon Platform。该平台通过 AI 将数万亿起网络安全事件和攻击指标、威胁情报、企业数据关联及分析，预防终端受到恶意攻击。公司整合“云平台+大数据分析+网络安全”优势，通过自动检测和预防威胁来阻止违规行为，从而使客户领先于攻击者，阻止各种安全威胁等。此外，该平台具备全球化部署，自动化响应，实时可视化等功能。目前，公司的订阅收入占总收入比例达到 94%。

## 竞争格局

根据 IDC 发布的全球现代端点安全报告（2023 年 1 月），CrowdStrike 是终端安全软件的领导者，市场份额达到 17.7%，排名第一，略微领先于微软的 16.4%。CrowdStrike 优势在于易于部署维护，预防更有效；而微软优势则在于更为完善的生态系统和各种集成服务。

## 财务表现

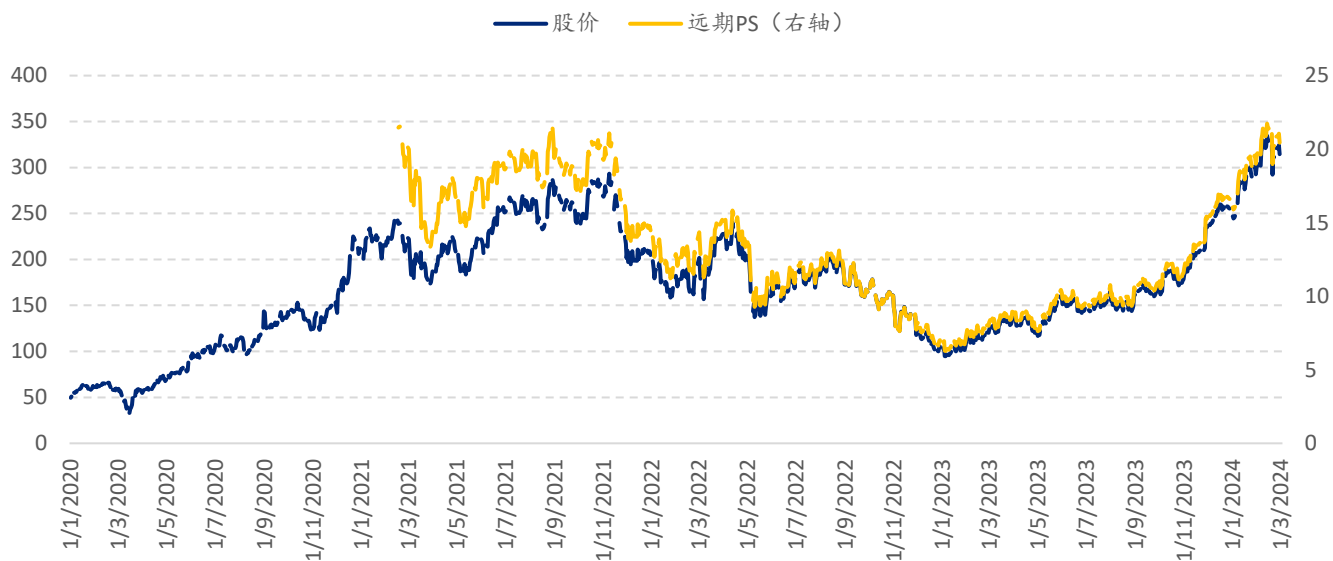
公司 2025 财年全年营收指引为 39.249-39.890 亿美元，同比增长约 29%；调整后净利润约 9.304-9.897 亿美元，同比增长约 28%。

公司长期目标是订阅业务毛利率达到 82%-85%，调整后经营利润率为 28%-32%，自由现金流利润率为 34%-38%。

## 估值情况

2023 年，公司股价上涨幅度达 143%，公司市值在全球网络安全公司位居第一。截至 3 月 1 日收盘价，公司股价对应 20x 远期 P/S。

图表 6: CrowdStrike 股价和估值



注：股价截至 2024 年 3 月 1 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际



# Duolingo (DUOL.US)：AI+教育商业化试水，打造全球最大语言学习平台

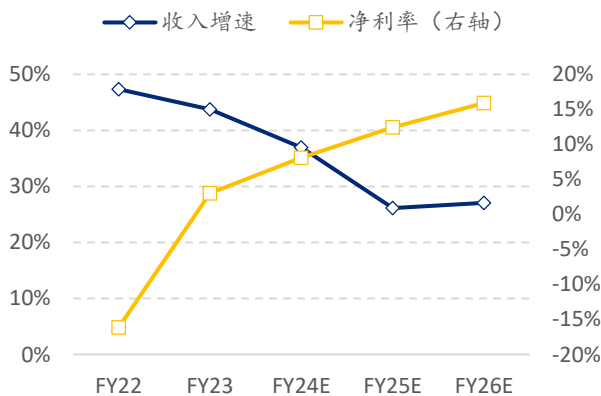
## 公司简介

Duolingo 创建于 2011 年，总部位于美国宾夕法尼亚州匹兹堡，专注科技赋能教育。公司旗舰产品 Duolingo APP，是全球最多在线用户学习语言的 APP 平台，月活高达 8800 万。Duolingo APP 面向全球各年龄段用户提供 40 多种语言的学习课程，覆盖语法、词汇、听说读写等方面。公司基于提供免费的语言学习内容，通过广告、付费订阅和考试认证等方式获取收入。

Duolingo 结合语言教育属性，将游戏元素融入其中。公司采用了多种游戏化设计，包括经验值系统、排行榜、宝石机制等。游戏机制显著提高用户参与度，进一步提升用户粘性。此外，Duolingo 采取“社交优先”的营销策略，通过流行文化、社交媒体进行品牌宣传，吸引年轻用户。根据 MyClassTracks 统计，全球约有 12 亿人正在学习一门外国语言。目前 Duolingo 在全球语言学习人群的渗透率仅为 6%，仍有很大提升空间。

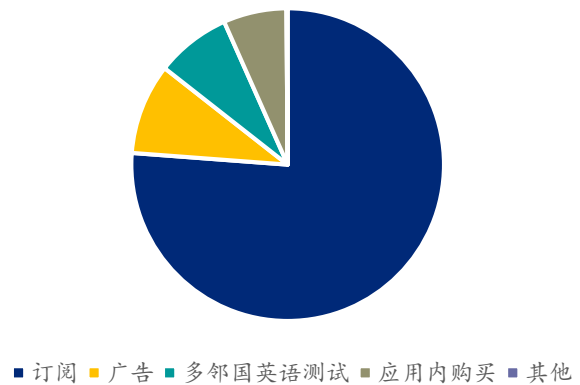
AI+教育商业化率先落地：Duolingo 拥有强大的 AI 技术实力，基于用户数据训练出 AI 算法，产品功能适配性更高。公司拥有机器学习模型 Birdbrain，利用 Duolingo 平台上每天超十亿练习的数据，提供定制难度的练习和个性化服务。AI 还为公司带来了新的产品套餐：公司于 2021 年开始与 OpenAI 合作，并于 2023 年宣布将 ChatGPT-4 接入其产品，推出新的付费选项 Duolingo Max，包括几大新功能：解释答案、角色扮演和课堂教练。

图表 7：Duolingo 收入增速及利润率



E=Bloomberg 一致预测  
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 8：Duolingo 收入结构 (FY23)



资料来源：公司财报、浦银国际

## 主营业务

Duolingo 的营收主要来源于产品订阅收入、广告收入、Duolingo English Test 收入及其他收入。

公司不断丰富产品矩阵，打造 Duolingo 全面学习平台：

- 1) Duolingo 是旗舰的语言学习应用，提供基础的免费语言学习服务；
- 2) SuperDuolingo 是 Duolingo 的付费增值服务，为订阅用户提供无广告和更多高级功能。相比于免费版本，Super 用户可以享受无广告学习，可下载离线课程，拥有无限测试机会，设定每日学习目标等功能；
- 3) Duolingo English Test (DET) 是公司自主研发的 AI 驱动在线英语考试服务，考生可以自行进行在线英语测试，只需要用电脑、摄像头和麦克风参加为期一个小时的在线考试，并在 48 小时内获得成绩报告。DET 已获得全球 4500 多所高校认可，其中美国认可项目占比超过 78%。考试单次费用仅为 59 美元，远低于雅思和托福考试价格；
- 4) Duolingo ABC 面向 3-6 岁儿童提供早期语言学习；
- 5) Duolingo Math 是 2022 年 10 月推出的学习数学的独立 APP 应用；
- 6) Duolingo for School，提供教师使用的语言教学工具，可以给学生分配学习任务并跟踪他们的学习进度，提高教学效率。

## 竞争格局

根据 AppMagic 数据（2023 年 2 月），Duolingo 是全球下载量最高的语言学习应用，下载量远高于第二名。

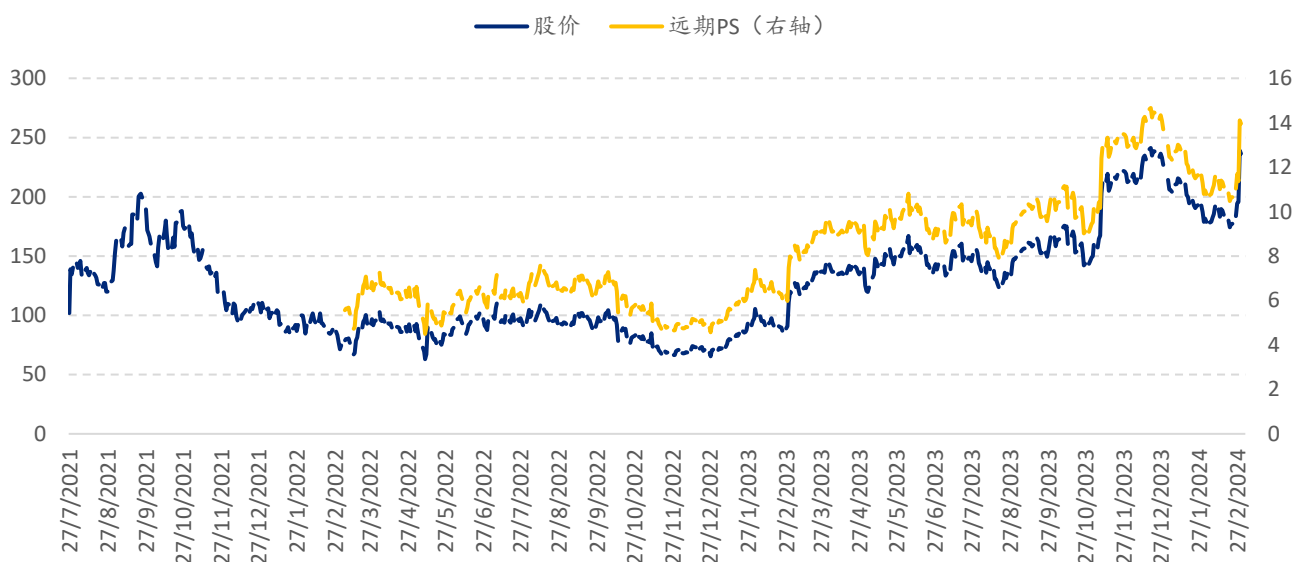
## 财务表现

公司预计 2024 财年收入为 7.175-7.295 亿美元，中位数同比增长 36%，调整后 EBITDA margin 为 21.5%-23.5%。

## 估值情况

2023 年，公司股价上涨幅度达 219%。截至 3 月 1 日收盘价，公司股价对应 14x 远期 P/S。

图表 9: Duolingo 股价和估值



注：股价截至 2024 年 3 月 1 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

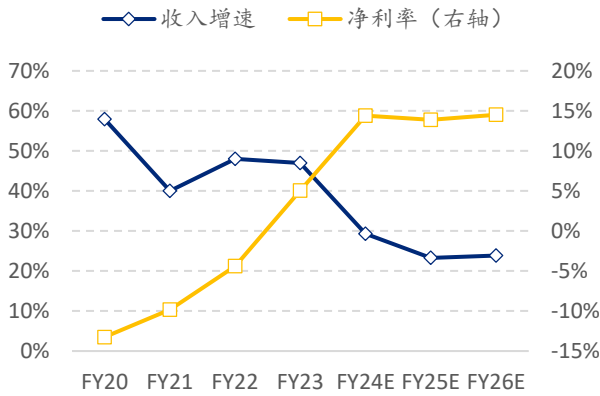
# MongoDB (MDB.US)：全球领先的 NoSQL 数据库平台，免费开源+付费订阅

## 公司简介

作为全球领先的 NoSQL 数据库平台，MongoDB 的主要商业模式有两种，一是通过免费开源软件社区生态来吸引用户，建立庞大的潜在客户群；二是提供如数据库托管服务和配套辅助开发等类似产品，按订阅模式收费。MongoDB 数据库平台的下载量已超过 2 亿次，在 100 多个国家和地区有三万多个客户，其中约 45% 的收入来自北美以外地区。

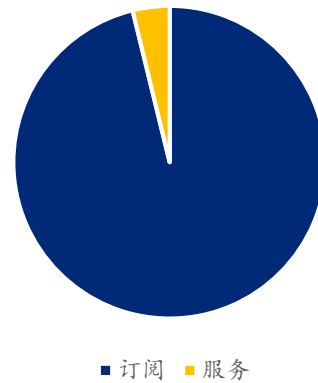
MongoDB 作为一种流行的非关系型数据库，在人工智能和机器学习中发挥着重要的作用。MongoDB 基于文档的数据库结构，可以通过较低的成本提供灵活性和可扩展性，并支持在公有云、本地和混合云环境中大规模部署。

图表 10: MongoDB 收入增速及利润率



E=Bloomberg 一致预测  
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 11: MongoDB 收入结构 (FY23)



资料来源：公司财报、浦银国际

## 主营业务

作为现代化的通用数据库平台，MongoDB 的核心产品主要包括 MongoDB Enterprise Advanced、MongoDB Atlas 和 Community Server 和 MongoDB Realm。

- 1) MongoDB Enterprise Advanced 是由客户自行管理的企业级数据库平台，包括商业数据库服务器、企业级管理工具、图形用户界面、分析工具集成和技术支持等；
- 2) MongoDB Atlas 是完全托管的 DBaaS 云数据库产品，包括自动资源调配、全面系统监控、托管的备份和恢复等功能。目前 Atlas 是 MongoDB 最大的收入来源，贡献公司总收入的 66%；
- 3) Community Server 是 MongoDB 数据库的开源免费下载版本，包含开发人员使用 MongoDB 所需的核心功能，有助于数据库产品在开发者群体中快速推广；
- 4) MongoDB Realm 则是用于数据密集型网页和移动应用程序的移动数据库，开发者可以借助 Realm Sync 将边缘设备的数据无缝同步到后端云数据库。

## 竞争格局

在 NoSQL 数据库领域，根据 Seekingalpha，2022 年 MongoDB 以 46% 的优势领先于其他 NoSQL 数据库的市场份额。MongoDB 主要竞争对手包括 Amazon DynamoDB（9.95%）和 Apache Cassandra（4.62%）。

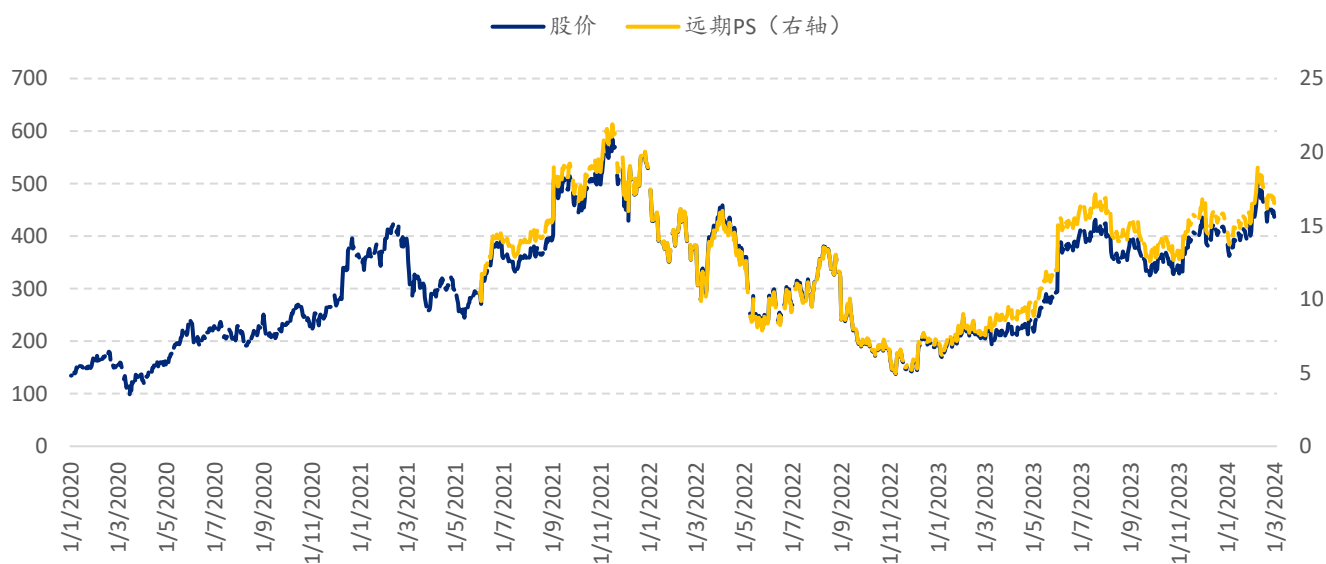
## 财务表现

MongoDB 预计 2024 财年收入为 16.54-16.58 亿美元，同比增长 29%；预计调整后经营利润在 2.363 亿至 2.393 亿美元之间。

## 估值情况

2023 年，公司股价上涨幅度达 108%。截至 3 月 1 日收盘价，公司股价对应 16.5x 远期 P/S。

图表 12: MongoDB 股价和估值



注：股价截至 2024 年 3 月 1 日

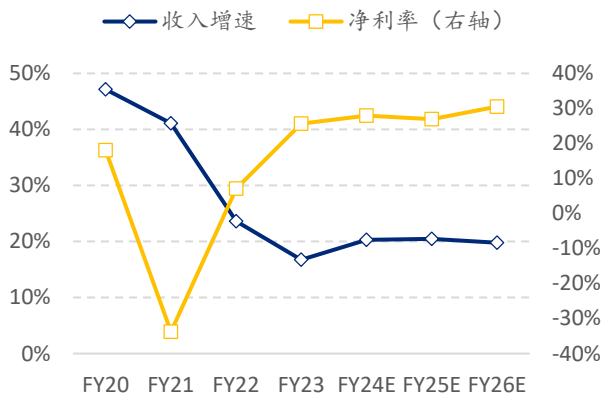
资料来源：Bloomberg、浦银国际

# Palantir (PLTR.US)：专注大数据分析，政府业务高筑壁垒，商业业务加速推进

## 公司简介

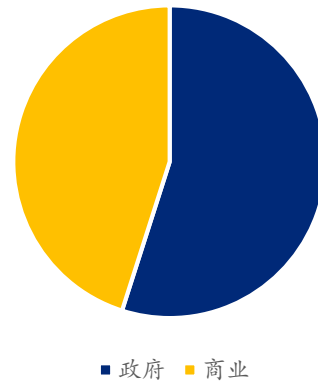
Palantir 是一家与美国政府密切合作的大数据分析服务公司，基于知识图谱技术，提供数据集成、搜索、管理、协作等大数据功能。Palantir 核心技术在于多源异构数据的处理分析，即如何从一大堆碎片化数据中找出相关性，有效分析后给出有价值的信息。公司多年来在非结构化信息处理和大数据分析领域积累了深厚的技术优势，利用大数据解决复杂问题，例如反恐、犯罪打击、金融欺诈、风险管理等。主要客户包括美国政府、军方、金融机构、医疗保健行业等。

图表 13: Palantir 收入增速及利润率



E=Bloomberg 一致预测  
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 14: Palantir 收入结构 (FY23)



资料来源：公司财报、浦银国际

To G 业务发展稳定，ToB 业务持续推进。公司从 2005 年起，长期为美国国防部门提供产品和服务。由于涉及到数据安全，政府客户迁移成本高。1994 年美国《联邦采购精简法案》规定，“美国政府部门必须优先考虑目前现有可行的商业软件，而非定制开发”，因此政府部门对数据软件依赖性越来越强，短时间内很难替代。同时，也由于数据敏感性，To G 业务很难大规模切入美国以外市场。商业业务呈爆发式增长，管理层也将商业业务视为战略重点之一。截至 2023 年，公司商业客户数量达到 375 家，同比增长 44%；其中美国商业客户 221 家，同比增长 55%。



## 主营业务

Palantir 的产品主要包含四大平台，Gotham、Foundry、Apollo 以及今年推出的 AIP 平台。四个平台定位清晰。Gotham 和 Foundry 面向终端客户，分别面向政府客户和商业客户。Apollo 是为了自动更新、修复、监控功能模块而推出的支持平台。Palantir AI Platform (AIP) 发布于 2023 年 4 月，该平台可将大语言模型集成到客户方的私人运营网络中，并在数据分析、数据安全、决策辅助和办公交互等层面为客户提供更优质的服务。目前 AIP 尚未开始变现。

## 竞争格局

根据 IDC 数据，Palantir 在 2021 年成为全球市场份额和收入排名第一的人工智能软件平台。

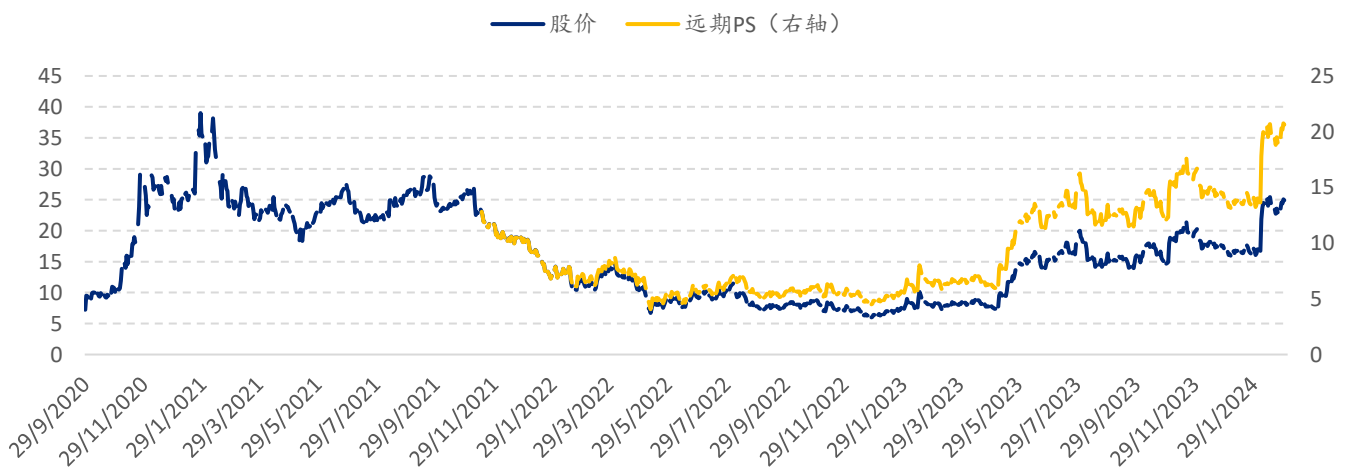
## 财务表现

Palantir 预计 2024 年全年营收为 26.52 亿至 26.68 亿美元，中位数同比增长 20%；调整后营业利润为 8.34 亿至 8.50 亿美元。公司预计美国商业市场全年保持 40% 增速。

## 估值情况

2023 年公司股价上涨幅度达 167%。截至 3 月 1 日收盘价，公司股价对应 21x 远期 P/S。

图表 15: Palantir 股价和估值



注：股价截至 2024 年 3 月 1 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

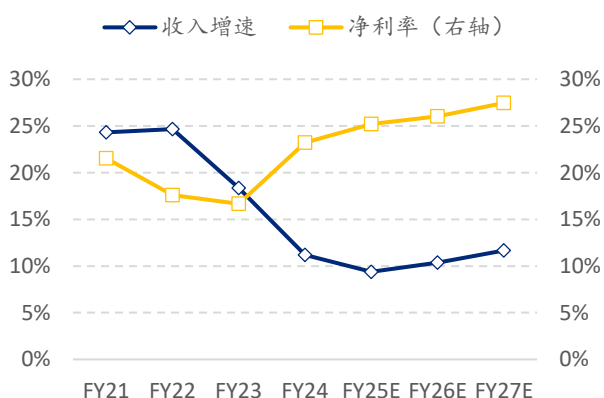
# Salesforce (CRM.US)：全球 CRM 龙头，通过自研+收购不断完善生态

## 公司简介

Salesforce 公司是全球第一大 CRM 厂商。在自研和收购的双轮驱动下，公司业务从 CRM 售中管理，延伸至售前营销、售后客户，以及协同产品，底层开发者平台等。公司历史上大规模并购案例包括 ExactTarget、Demandware、MuleSoft、Tableau、Slack 等。

公司持续发力 AI，进行产品赋能。2023 年 6 月，公司推出 AI Cloud，提供的服务包含了 Einstein、Data Cloud、Tableau、Flow 和 MuleSoft 在内的多个技术，可以为用户提供可信的、开放的、面向企业的生成式 AI。AI Cloud 的核心是 Einstein 技术，Einstein 通过生成式 AI 帮助公司和员工在销售、服务、营销和商业方面提升生产力和效率。

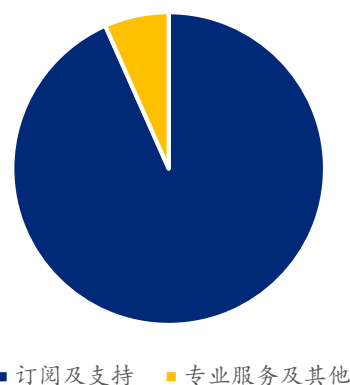
图表 16: Salesforce 收入增速及利润率



E=Bloomberg 一致预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 17: Salesforce 收入结构 (FY24)



资料来源：公司财报、浦银国际

## 主营业务

Salesforce 服务可分为：

- 1) 营销云：为团队成员提供智能营销自动化服务，使他们能够通过广告、电子邮件、电子商务和社交媒体培养关系和收入。
- 2) 销售云：通过提供工具来管理与他们合作的潜在客户、机会、业务和个人，帮助公司加快销售周期。销售云主要针对 B2B 业务，具有为销售经理提供报价、产品管理和预测等功能。
- 3) 商务云：建立简单的商务体验，以帮助增加收入、吸引客户并将商务与其它业务联系起来。
- 4) 服务云：协助企业客户支持团队的 CRM。它帮助客户通过电子邮件支持、实时聊天或电话与公司取得联系，然后帮助客户代理找到并处理客户问题的解决方案。
- 5) PaaS 平台：通过低代码、无代码等各种方式提供个性化定制，提高团队生产力。

## 竞争格局

根据 IDC 数据，在 2021 年全球 CRM 行业中，Salesforce 位居行业第一，市场占有率 23.8%，其次为 SAP、Microsoft、Oracle 和 Adobe，市场占有率分别为 5.4%、5.3%、5.1%和 3.8%。

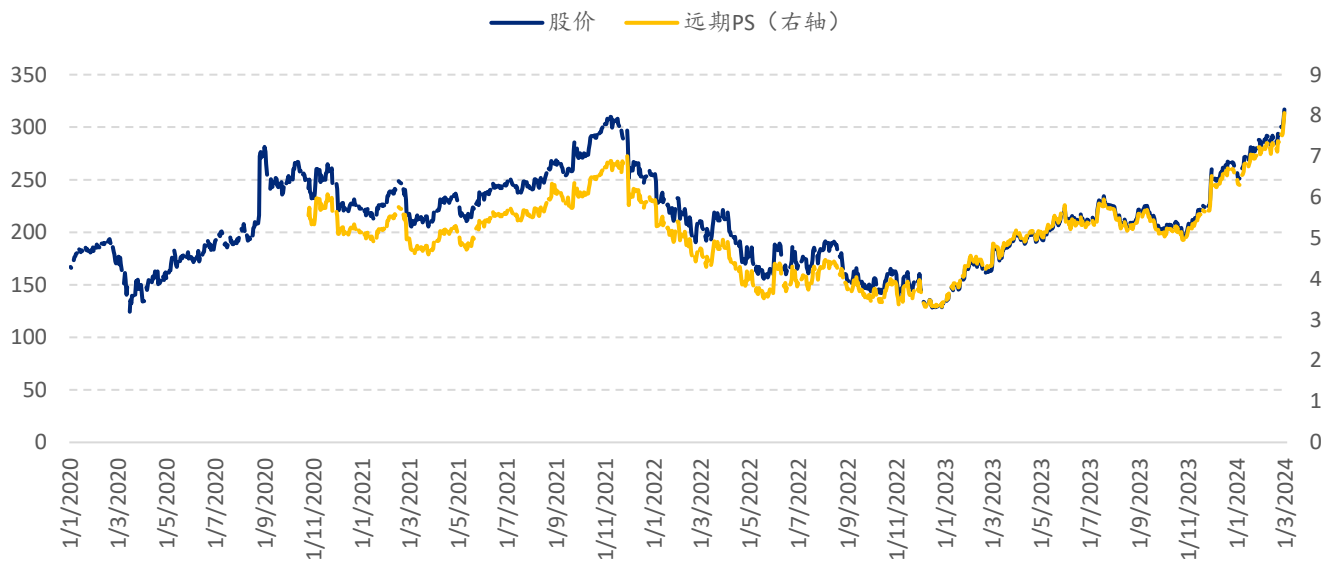
## 财务表现

公司 2025 财年全年收入指引 377 亿美元至 380 亿美元，同比增长 9%；GAAP 运营利润率指引至 20.4%，非 GAAP 运营利润率指引 32.5%。全年运营现金流同比增长 21%至 24%。

## 估值情况

2023 年，公司股价上涨幅度达 98%。截至 3 月 1 日收盘价，公司股价对应 8x 远期 P/S。

图表 18: Salesforce 股价和估值



注：股价截至 2024 年 3 月 1 日

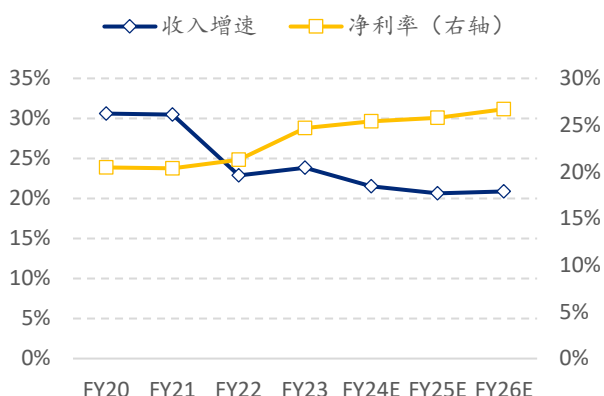
资料来源：Bloomberg、浦银国际

# ServiceNow (NOW.US)：IT 服务管理巨头，助力企业数字化转型

## 公司简介

ServiceNow 作为全球业务流 SaaS 龙头，于 2004 年成立。公司的核心服务是 ITSM(IT Service Management, IT 服务管理)和 ITOM(IT Operation Management, IT 运维管理)等 SaaS 化业务。ITSM 服务管理，是一套帮助企业对 IT 系统的规划、研发、实施和运营进行管理，从而实现自动化的工作流程、智能化的服务解决方案等。此外，公司还将业务逐步延伸至 IT 资产管理、IT 治理和 risk 管控、IT 安全等领域。公司产品具备易用性、灵活性、功能完整性、更新频率快等优势。ServiceNow 目前已覆盖 85% 的财富 500 强企业。

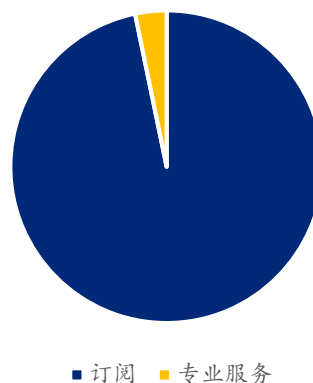
图表 19: ServiceNow 收入增速及利润率



E=Bloomberg 一致预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 20: ServiceNow 收入结构 (FY23)



E=Bloomberg 一致预测

资料来源：公司财报、浦银国际

拓展品类和升级提价双轮驱动公司业绩。一方面，公司具备极强的议价能力，平台升级需求推动价格提升：2018 年，ServiceNow 从 ITSM 标准版到 ITSM 专业版的价格上涨 25%。ServiceNow 现在正在推广 ITSM 企业版。与 ITSM 专业版相比，ITSM 企业版价格提升 50%。另一方面，对于已经采用 ITSM 产品的客户，公司也在推广其他配套产品，如安全、风险等产品。这些产品可以省去系统转换的成本。目前，安全和风险产品的渗透率低于 15%，仍有很大提升空间。

2023 年 6 月，ServiceNow 推出了全新的生成式 AI 解决方案 Now Assist for Virtual Agent，以创造更智能的自助会话体验，开发人员可以利用 Now Assist 在 ServiceNow 平台上更快地构建应用程序。2023 年 7 月，ServiceNow 联合英伟达、埃森哲推出 AI 灯塔计划，旨在快速推进企业级生成式 AI 功能的开发和采用。

## 主营业务

ServiceNow 产品体系主要包括 Now 平台及 Workflows。底层 Now Platform 包含统一数据模型、代码库，提供机器学习、低代码、RPA 等在内的底层能力，上层 Workflows 产品定位为企业数字化转型所必须解决各类数字化服务及业务管理问题，包括：IT Workflows、Employee Workflows、Customer Workflows、Creator Workflows。

从业务板块来看，ServiceNow 分为订阅业务和专业服务及其他业务两类：

- 1) 订阅收入主要来自包括 Workflows 产品线订阅服务以及 Now 平台，其中 ITOM 根据节点付费，其余 Workflows 产品根据用户数量进行计费，Now 平台有许可证与抽取手续费两种计费方式。
- 2) 专业服务及其他收入来自包括产品相关的流程设计、实施、配置、架构和优化服务，以及课程、年度知识用户大会和其他客户论坛的出席费和赞助费。

## 竞争格局

从竞争格局来看，全球 ITSM 市场中，根据 Apps Run the World，2022 年 ServiceNow 市场份额占比 23.6%，排名第一，其次是 Atlassian。

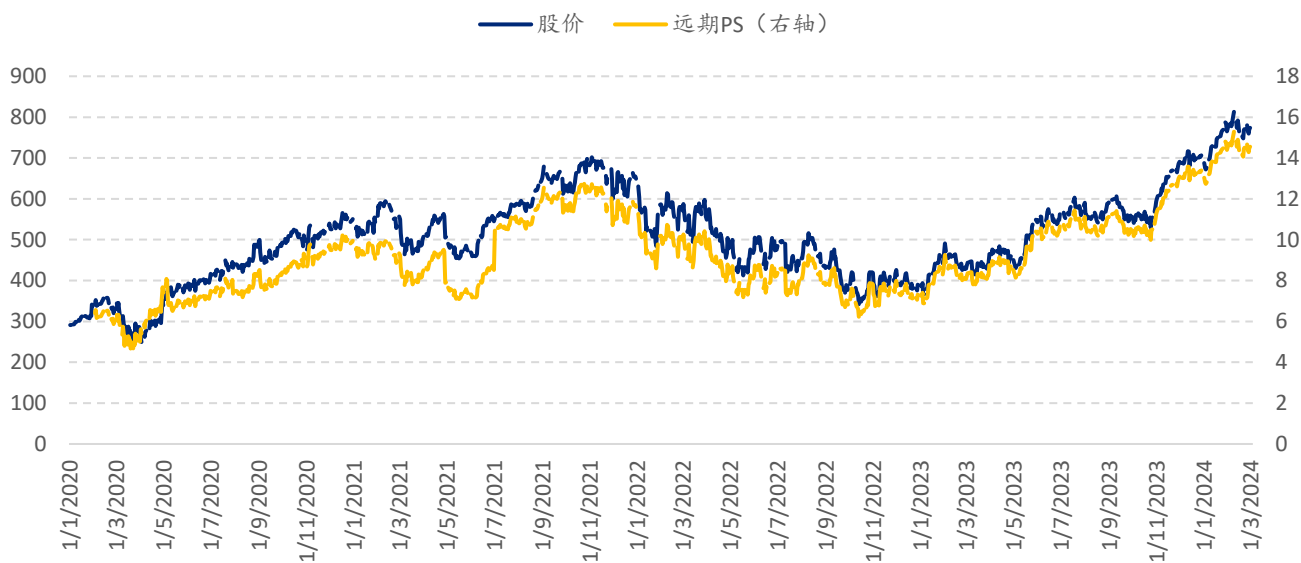
## 财务表现

ServiceNow 预计 2024 财年全年订阅收入 105.55-105.75 亿美元，同比增长 21.5%-22%；订阅调整后毛利率为 84.5%；调整后经营利润率为 29%。

## 估值情况

2023 年，公司股价上涨幅度达 82%。截至 3 月 1 日收盘价，公司股价对应 14.5x 远期 P/S。

图表 21: ServiceNow 股价和估值



注：股价截至 2024 年 3 月 1 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

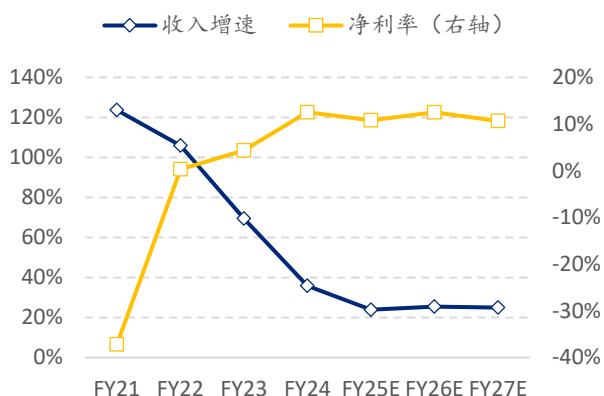


# Snowflake (SNOW.US)：全球云数据仓库龙头，打造 AI 数据基础设施

## 公司简介

Snowflake 成立于 2012 年，是一家云数据仓库解决方案提供商，帮助客户存储和管理结构化和非结构化数据。Snowflake 的产品特点是支持多租户、弹性伸缩、多维数据模型和可视化查询。数据仓库是数据分析的重要基础设施，随着数据爆炸性增长和云计算技术的不断成熟，数据仓库的需求量也逐步提升。

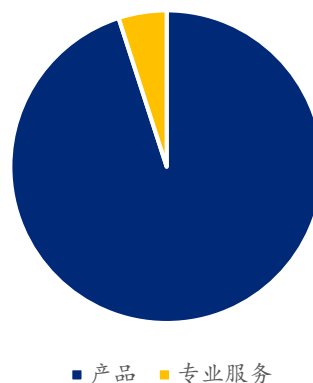
图表 22: Snowflake 收入增速及利润率



E=Bloomberg 一致预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 23: Snowflake 收入结构 (FY24)



E=Bloomberg 一致预测

资料来源：公司财报、浦银国际

## 主营业务

Snowflake 的核心产品云数据仓库可以协助企业进行数据的收集、存储和处理。在数据收集和储存过程中，Snowflake 可以对存储进行优化，降低客户云计算支出。除了数据仓库，Snowflake 还提供数据共享功能，用户可以将数据共享或交易，以便更好地共同利用数据。

Snowflake 的商业模式基于订阅，收入来源主要是用户购买云数据仓库服务和数据共享服务。Snowflake 的定价模式基于使用量，即根据用户实际使用的存储空间、数据传输量和计算资源量来计费。此外，Snowflake 还提供了各种付费支持服务，包括实施、培训和咨询等。

## 竞争格局

根据 Graphext，Snowflake 在 2022 年市场份额约 18.3%，Amazon Redshift 和 Databricks 分别占据 17.7%和 8.7%的市场份额。行业竞争元素主要包括价格、性能、可扩展性、数据集成和生态系统等方面。

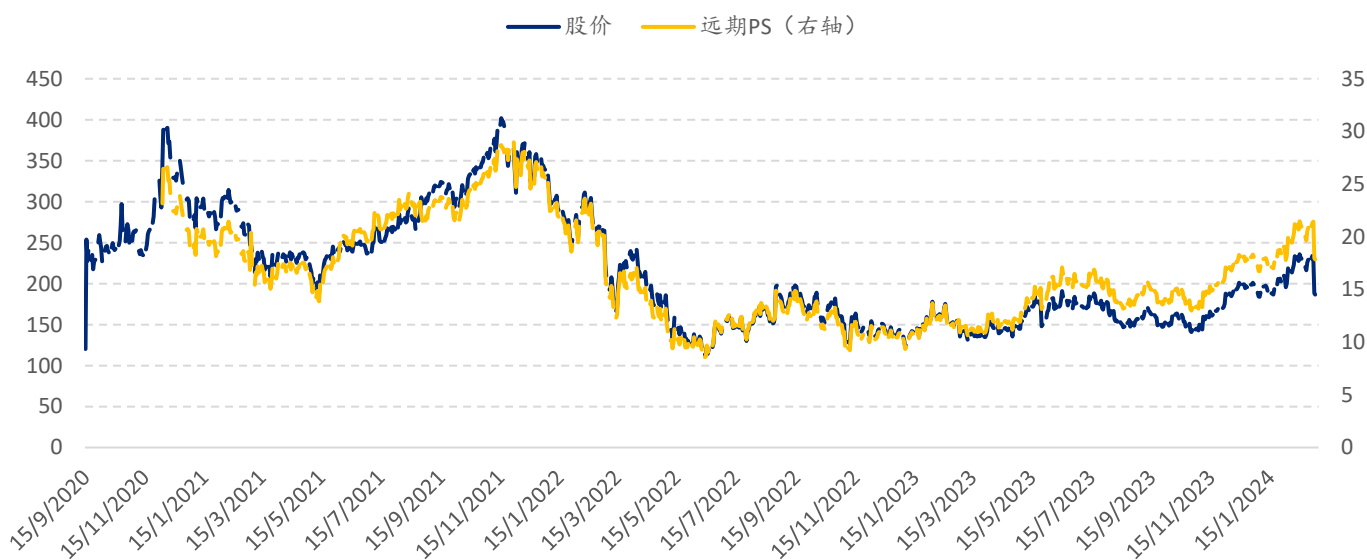
## 财务表现

Snowflake 预计 2025 财年产品收入 32.5 亿美元，同比增长 22%；调整后营业利润率为 6%。

## 估值情况

2023 年，公司股价上涨幅度达 39%。截至 3 月 1 日收盘价，公司股价对应 18x 远期 P/S。

图表 24：Snowflake 股价和估值



注：股价截至 2024 年 3 月 1 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

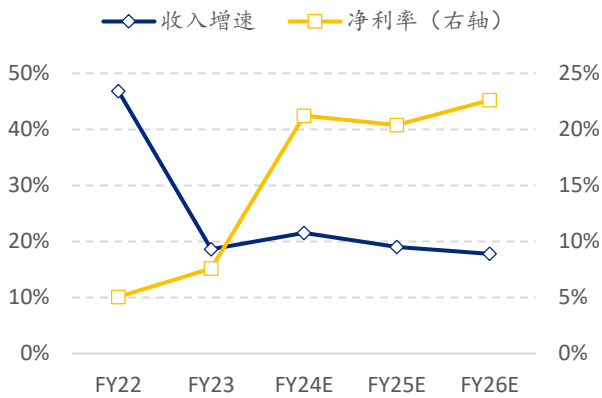
# UiPath (PATH.US)：全球 RPA 领导者，打造企业自动化引擎

## 公司简介

UiPath 是全球领先的 RPA (Robotic Process Automation 机器人流程自动化) 企业，RPA 机器人主要通过模拟、录屏、脚本等形式模拟人类工作方式，将那些基于规则的重复业务流程实现自动化，从而节省时间，提高效率。因此，那些重复性信息化劳动占比高的行业场景对于 RPA 的需求则更加强烈。

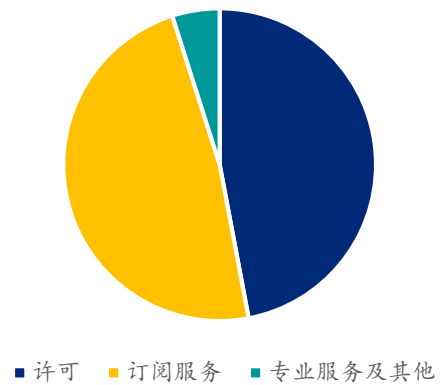
UiPath 平台允许用户构建自动化，使用软件机器人来执行各种业务任务，包括登录应用程序、更新信息字段和数据库、归档表格和文档理解等。UiPath 可以利用计算机视觉“看”屏幕，再通过虚拟鼠标键盘等，在操作系统及第三方软件中完成相关操作，并能通过不断学习，提供自动化建议。目前，全球财富 500 强企业中的六成均是公司客户，美国以外地区收入占比约 54%。

图表 25: UiPath 收入增速及利润率



E=Bloomberg 一致预测  
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 26: UiPath 收入结构 (FY23)



E=Bloomberg 一致预测  
资料来源：公司财报、浦银国际

## 主营业务：

UiPath RPA 平台包括三大产品：UiPath Studio、UiPath Robot 和 UiPath Orchestrator：

- 1) UiPath Studio 主要是 UiPath 的编辑工具，利用其图形化界面或者编程功能，可以方便地设计出各种自动化的流程。
- 2) UiPath Robot 是用来执行 Studio 创建的自动流程，按照设计的方式运行。Robot 的运行方式有两种，一是不需要人工参与，即可运行在各种环境下，包括虚拟环境；另外则是需要人工参与，需要人控制流程开关。
- 3) UiPath Orchestrator 是一种基于 web 的程序，用来帮助客户实施，计划管理，监控和管理 Robot 等流程，从而实现由中心工作组进行对业务的管理。

UiPath 的营收来源主要有订阅服务、许可证和专业服务，收入占比分别为 51.4%、45.4%和 3.2%，本地部署的收入比重仍占有一定比重，上云有很大提升空间。公司目前目标市场总额大约为 610 亿美元，预计未来会增长至 930 亿美元。

## 竞争格局

目前，在全球 RPA 领域，UiPath、Blue Prism、Automation Anywhere (AA) 位于前三甲。根据 Gartner 数据，UiPath 在 2022 年的市场份额约 36%，是全球最大的 RPA 软件供应商，AA 和 Blue Prism 分别占据 9.7%和 8.7%的市场份额。

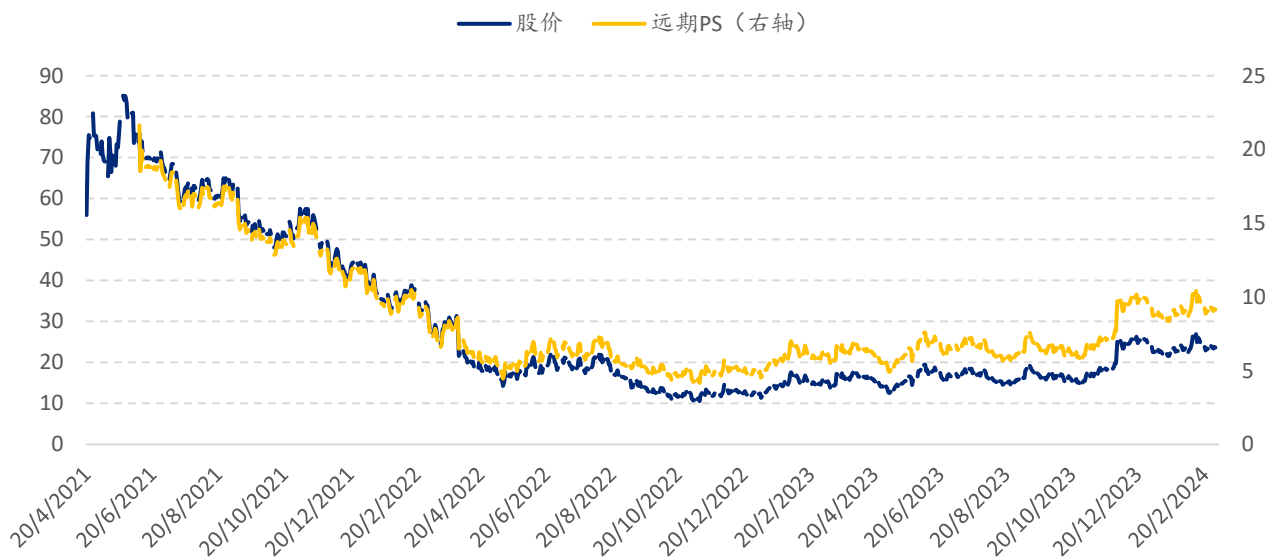
## 财务表现

公司预计 2024 财年收入为 12.84-12.89 亿美元，中位数同比增长 21.5%；调整后经营利润为 2 亿美元；财年末 ARR 为 14.50-14.55 亿美元，同比增长约 21%。

## 估值情况：

2023 年，公司股价上涨幅度达 95%。截至 3 月 1 日收盘价，公司股价对应 9x 远期 P/S。

图表 27：UiPath 股价和估值



注：股价截至 2024 年 3 月 1 日

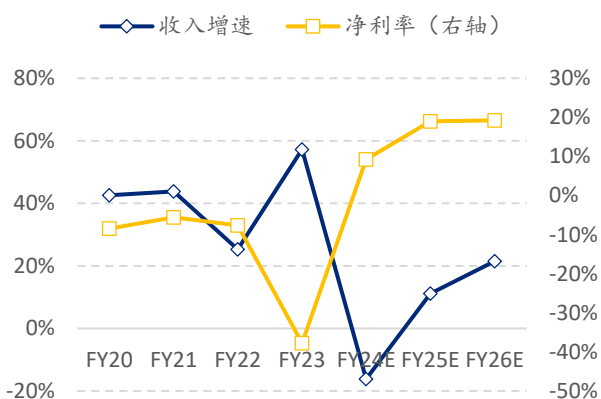
资料来源：Bloomberg、浦银国际

# Unity (U.US)：头部游戏引擎，构建跨行业通用能力

## 公司简介

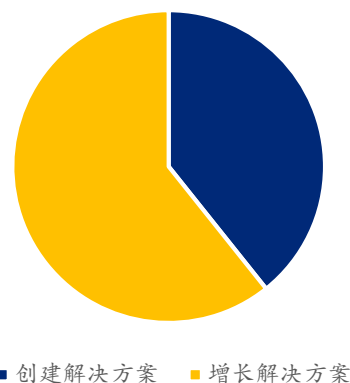
Unity 是世界领先的实时 3D 开发工具，为创作者提供可轻松编辑、运行和迭代交互式实时 3D 和 2D 体验，并实现跨平台部署。公司在游戏行业占据领先地位，苹果和谷歌应用商店排名前 1000 的移动游戏中约有 70% 使用 Unity 制作。公司长期客户包括 Electronic Arts、Nintendo、Take-Two、腾讯等头部发行商。同时，公司也在拓展游戏以外的业务，应用覆盖电影、零售、汽车、建筑、航空航天等领域。

图表 28：Unity 收入增速及利润率



E=Bloomberg 一致预测  
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 29：Unity 收入结构 (FY23)



E=Bloomberg 一致预测  
资料来源：公司财报、浦银国际

## 主营业务

公司业务主要分为 Create Solutions 和 Grow Solutions。Create Solutions 主要专注于内容开发和运营，而 Grow Solutions 则专注于营销服务，两者共同为客户提供了一个从内容开发到用户获取并实现商业化的平台。

Create Solutions 创建解决方案主要包括实时 2D/3D 开发工具，包括自定义脚本工具和高清渲染管道、图形、动画和音频工具等模块，为创建者提供可轻松编辑、运行和迭代交互式实时 3D 和 2D 体验，并实现跨平台部署。Create Solutions 主要通过订阅、企业支持、专业服务以及云和托管服务套件产生收入。

Grow Solutions 增长解决方案为公司的营销业务，主要通过货币化解决方案、用户获取产品和游戏发行服务产生收入。公司作为中介平台，帮助应用发行商、设备制造商、移动运营商将其广告库存出售给广告主，公司从交易中获得收入分成。公司也提供跨渠道营销解决方案，帮助开发人员通过广告网络、移动设备、社交媒体和搜索渠道商推广其应用来扩大用户群。游戏发行服务为游戏开发商提供适销性测试工具、实时游戏管理工具、游戏设计支持、商业模式优化等基础设施和专业服务，公司通过已发行游戏的应用内广告/应用内购买获得收入。

## 竞争格局

公司主要与其他内容开发工具和货币化服务竞争：

- 1) 创建解决方案：游戏开发领域，公司主要竞争对手包括 Epic Games 的虚幻引擎、触控科技的 Cocos 以及大型游戏工作室内部自建的游戏引擎。除了游戏之外，公司与虚幻引擎和其他提供 2D、3D 设计产品的开发平台竞争。
- 2) 增长解决方案：鉴于业务的广度，公司竞争对手包括 AppLovin、Voodoo 和 Digital Turbine 等移动应用发行营销平台，以及 Meta、谷歌、微软和腾讯等大型公司。

## 财务表现

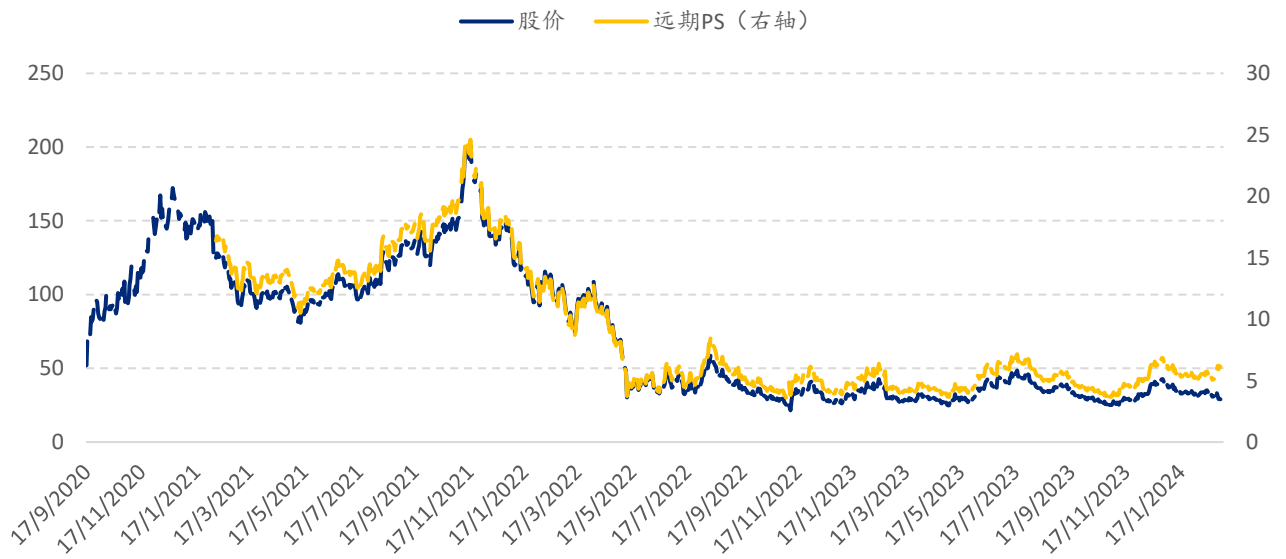
公司预计 2024 财年，核心业务收入为 17.60-18.00 亿美元，同比增长约 3%，调整后 EBITDA 为 4.00-4.25 亿美元。



## 估值情况

2023 年，公司股价上涨幅度达 43%。截至 3 月 1 日收盘价，公司股价对应 6x 远期 P/S。

图表 30: Unity 股价和估值



注：股价截至 2024 年 3 月 1 日  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

