

软件 & IT 服务

在共识中寻新机

我们选取港美股 83 家软件及相关科技公司（49 家软件、34 家相关科技），对其近期股价修复进行归因，并通过比较收入增长、利润率变化及 AI 商业化进展以尝试量化评估 AI 对基本面带来的实质性增益，及判断软件板块目前是否具备成为新的交易主线的潜力。主要结论为：1) 得益于经济基本面持续具备韧性，2Q26 软件公司收入提速的公司范围同比有所扩大，但 AI 为基本面带来的实质性拉动作用目前在子板块间仍分化；2) 美股软件本轮股价反弹行情（6 月 25 日至 10 月 8 日；下同）主要由估值修复驱动，基本面受益于 AI 的标的股价修复力度更强；3) 从基本面角度而言，2Q26 所有软件子板块中，基础设施软件的收入增长提速与利润率改善幅度最大、网络安全板块次之。展望而言，我们认为高价值且 ROI 具备吸引力、产出结果具备可验证性、数据充足、环境可程序化、出错代价可控是推动 AI 在不同垂类场景渗透进一步提升的关键要素，递归自我改进（RSI）的持续深化或有望带来积极的示范效应而进一步推动 AI 渗透率提升，而在此背景下软件子板块的估值分化态势或将延续。在板块整体估值已修复到接近十年均值水平的背景下，我们建议：1) 仍优先关注市场叙事维持积极、且 AI 为业绩带来实质性增益的基础设施和网络安全板块，推荐派拓网络（PANW US）和 Datadog（DDOG US），回调或将带来买点；2) 关注企业应用和垂直行业软件板块中 AI 渗透持续起量推动业绩有望超出市场预期的公司。

■ **估值回升为本轮股价修复的主要驱动。**截至 10 月 8 日，S&P 500 软件与服务指数 NTM PE 为 25.4x，已修复至接近十年均值的 26.3x 和 2026 年 1 月市场担忧“AI 吞噬软件”叙事发酵前的 26.7x。6 月 25 日至 10 月 8 日，49 家我们选取的样本软件公司中，有一致预期 EPS 且为正的 44 家软件公司股价/滚动 NTM EPS/NTM PE 变化的中位数分别为+45%/+8%/+32%，估值修复相较 EPS 提升为更主要的股价修复驱动因素。

■ **修复行情在子板块间展现分化趋势，基本面受益更多的板块涨幅领先。**软件板块整体基本面向好，在我们统计的 49 家样本软件公司中 31 家（占整体 63%；下同）2Q26 收入增速加快，而其中 25 家（51%）实现收入增速与经营利润率同步提升。基础设施/网络安全板块相对而言基本面表现更为领先，2Q26 收入增速同比变化的中位数分别为+4.3pps/+2.1ppts，经营利润率同比变化的中位数分别为+7.2ppts/+6.0ppts，均高于企业应用及垂直软件板块的中位数。在本轮反弹行情中，基础设施/网络安全板块个股股价涨幅中位数分别为 51%/58%，高于企业应用/垂直行业软件的 40%和 36%。

■ **投资建议：子板块间估值分化趋势或持续，建议精选个股。**在我们统计的 49 家样本软件公司中，8 家公司 2Q26/1H26 的收入增速及经营利润率同比提升幅度超过所属子板块中位数，包括基础设施板块的 MongoDB、Fastly、JFrog，网络安全板块的 Fortinet，企业应用板块的 Palantir、Atlassian、金蝶，以及垂直软件的 Procore。其中，MongoDB、Fortinet、Atlassian 和 Palantir 四家公司在收入增速及经营利润率同比提升幅度超过所属子板块中位数的同时，当期收入增速及经营利润率的绝对值水平也高于所属板块中位数。展望而言，我们建议在软件板块投资时精选个股，优先关注市场叙事维持积极、且 AI 为业绩带来实质性增益的基础设施和网络安全板块中的优质个股，同时关注企业应用和垂直行业软件板块中 AI 渗透持续起量推动业绩超出市场预期的公司，与此同时回避结构性受损、AI 营收较难量化、同时因采用 AI 功能提升成本而导致利润率结构性下滑的公司。

优十大市
(维持)

软件 & IT 服务行业

贺赛一, CFA

(852) 3916 1739

hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA

(852) 3850 5226

franktao@cmbi.com.hk

郭书音

(852) 3916 3716

guoshuyin@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA

luwentao@cmbi.com.hk

相关报告：

[1. 互联网软件&半导体北京调研总结：算力端需求旺盛，AI 应用迅速起量 - 22 Sep](#)

[2. Adobe \(ADBE US\) - Inline 3QFY26 results: focus on user acquisition to drive long-term growth - 11 Sep](#)

[3. Palo Alto Networks \(PANW US\) - Net new ARR inflects: platformization compounds - 3 Sep](#)

[4. Salesforce \(CRM US\) - 2QFY27 review: robust bookings growth on strong AI momentum - 31 Aug](#)

[5. Kingdee \(268 HK\) - 1H26 results: AI-native revenue ramping up - 13 Aug](#)

[6. Datadog \(DDOG US\) - Results beat: still a key beneficiary in AI era - 7 Aug](#)

[7. Microsoft \(MSFT US\) - Tangible ROI increasingly evident - 31 Jul](#)

[8. ServiceNow \(NOW US\) - 2Q26 results: results beat; AI business momentum continues to build - 24 Jul](#)

[9. 海外龙头 TMT 公司业绩启示：盈利增长支撑股价上行，持续关注盈利成长性 - 18 Jun](#)

[10. 26 年 1 季度美股 13F 追踪 - 科技板块资金轮动，偏好盈利验证标的 - 29 Jun](#)

目录

投资策略：基本面整体向好，但估值分化趋势或延续，建议优选个股3

样本范围：83 家整体样本与 49 家核心软件公司	4
经营表现：收入增速提升的公司占比提高，经营杠杆释放推动利润率扩张	5
板块股价：网络安全与基础设施涨幅领先，估值回升为反弹主要驱动因素	8
AI 商业化：付费规模扩大，但为基本面带来的实质性拉动作用在子板块间仍分化	11
关注收入增速与经营利润率提升超过同业的公司	13
其他板块：AI 变现在广告与创作场景持续深化	15
股票推荐	17

投资策略：板块基本面整体向好，但估值分化趋势或延续，建议 优选个股

我们选取港美股 83 家软件及相关科技公司（49 家软件、34 家相关科技），对其近期股价修复进行归因，并通过比较收入增长、利润率变化及 AI 商业化进展以尝试量化评估 AI 对基本面带来的实质性增益，及判断软件板块目前是否具备成为新的交易主线的潜力。主要结论为：1) 得益于经济基本面持续具备韧性，2Q26 软件公司收入提速的公司范围同比有所扩大，但 AI 为基本面带来的实质性拉动作用目前在子板块间仍分化；2) 美股软件本轮股价反弹行情主要由估值修复驱动，基本面受益于 AI 的标的股价修复力度更强；3) 从基本面角度而言，2Q26 所有软件子板块中，基础设施软件的收入增长提速与利润率改善幅度最大、网络安全板块次之。

展望而言，我们认为高价值且 ROI 具备吸引力、产出结果具备可验证性、数据充足、环境可程序化、出错代价可控是推动 AI 在不同垂类场景渗透进一步提升的关键要素，递归自我改进（RSI）的持续深化或有望带来积极的示范效应而进一步推动 AI 渗透率提升，而在此背景下软件子板块的估值分化态势或将延续。在板块整体估值已修复到接近十年均值水平的背景下，我们建议：1) 仍优先关注市场叙事维持积极、且 AI 为业绩带来实质性增益的基础设施和网络安全板块，推荐派拓网络（PANW US）和 Datadog（DDOG US），回调或将带来买点；2) 关注企业应用和垂直行业软件板块中 AI 渗透持续起量推动业绩有望超出市场预期的公司。

1) 估值修复主导软件板块本轮反弹，基础设施与网络安全子板块的涨幅更大。10 月 8 日，S&P 500 软件与服务指数 NTM PE 为 25.4x，已从短期底部修复至接近十年均值的 26.3x 和 2026 年 1 月时市场担忧“AI 吞噬软件”叙事发酵前的 26.7x。本轮股价修复周期（以 6 月 25 日 S&P 500 软件与服务指数 NTM PE 触底日为起点至 10 月 8 日，下同），49 家我们选取的样本软件公司中，有一致预期 EPS 且为正的 44 家软件公司股价、滚动 NTM EPS 及 NTM PE 变化的中位数分别为+45%、+8%及+32%，估值回升幅度领先 NTM EPS 增幅；而本轮股价修复行情在子板块间亦出现分化，基础设施与网络安全涨幅领先。在本轮反弹行情中，基础设施/网络安全板块个股股价涨幅中位数分别为 51%/58%，高于企业应用/垂直行业软件的 40%和 36%。

2) 收入增长与费用控制共同支撑利润率扩张。在经济具备韧性且运营效率提升的趋势带动下，我们观察到较为广泛的营收增长加速和利润率提升趋势。我们选取的 83 家公司中，42 家同时实现收入增长加速和经营利润率提升；而 49 家软件公司中有 25 家同时实现收入增速加快和经营利润率提升。以变化中位数计算，49 家软件公司 2Q26 收入增速同比提高 0.9 个百分点，经营利润率同比提高 4.9 个百分点；细拆驱动因素，收入增长、人员开支控制及股权激励费用率下降共同驱动经营杠杆释放驱动利润率扩张，AI 投入则抵消部分收益。

3) AI 商业化持续推进，但业绩受益程度仍较为分化。在软件公司的子板块间，基础设施受益于承接 AI 工作负载扩大平台消费及企业数字化需求提升，网络安全通过 AI 防护和身份管理形成订单，横向应用通过独立付费、套餐升级及按量收费变现，垂直软件则承接 AI 相关行业投资产生关联的相关收入。

我们认为，高价值且 ROI 具备吸引力、产出结果具备可验证性、数据充足、环境可程序化、出错代价可控是推动 AI 在不同场景渗透进一步提升的关键要素，递归自我改进（RSI）的持续深化和优化或有望带来积极的示范效应而进一步推动 AI 在不同使用场景的渗透率提升，而在此背景下软件子板块的估值分化态势或将维持。短期而言，从 AI 带来的实质性商业化进展来看，基础设施软件板块从基本面的维度相较其他子板块受益趋势更为明显，而网络

安全板块的市场叙事持续积极。企业应用软件和垂直行业软件尽管亦受益于 AI 功能的商业化推动，但相关营收起量的趋势较为温和。

4) 广告与创作工具已有 AI 业绩兑现，成熟收费渠道缩短商业化链路。在 34 家相关科技公司中，我们观察到广告平台通过 AI 改善投放效果、获取更多客户预算，创作工具则将 AI 功能融入订阅产品，扩大付费用户。

样本范围：83 家整体样本与 49 家核心软件公司

我们在港美股软件及相关科技公司中，选取收入增速、毛利率、经营利润率及其同比变化数据完整的 83 家公司，基于 2Q26 最新的财务表现，比较收入增长及盈利水平变化情况 & 关注其 AI 商业化进展。样本包含 63 家美股标的及 20 家港股标的，按主要业务划分为九类，其中 49 家为软件公司，34 家为相关科技公司，样本名单如下。

图 1：样本 83 家公司行业分类说明

样本范围	细分板块	公司数
核心软件		49
	数据与开发者基础设施	8
	网络安全	10
	企业应用	19
	垂直行业软件	12
相关科技		34
	云与算力服务	11
	AI 模型与企业 AI 平台	6
	AI4Science 与医疗 AI	4
	互联网/内容/游戏与广告科技	10
	IT 服务与商户科技	3
完整可比样本		83

资料来源：招银国际环球市场

49 家核心软件样本包括四类：1) 数据与开发者基础设施 8 家，涵盖数据管理、可观测性及软件开发工具；2) 网络安全 10 家，涵盖网络、云、终端及身份安全等领域；3) 企业应用 19 家，主要提供客户关系管理、协作办公、人力资源及企业流程管理等跨行业应用；4) 垂直行业软件 12 家，面向建筑、医疗、餐饮、零售及金融等特定行业。我们后文的分板块经营趋势、估值比较及 AI 变现分析主要围绕这 49 家核心软件公司展开，比较不同业务类型的收入加速、利润率变化及 AI 需求转化情况。

34 家相关科技公司包括云与算力服务 11 家、AI 模型与企业 AI 平台 6 家、AI4Science 与医疗 AI 4 家、互联网/内容/游戏与广告科技 10 家，以及 IT 服务与商户科技 3 家。我们纳入这些公司，以将核心软件的经营变化放在更广泛的科技产业背景下比较，区分软件产品及客户需求带来的改善，与相关科技行业在经济较为具备韧性的情况下共同出现的增长和盈利变化。因此，83 家公司用于呈现软件及相关科技公司的整体经营情况，49 家核心软件公司则构成本文分析软件板块及筛选个股的主要样本。

图 2：样本公司名称及行业分类

细分板块	家数	公司及证券代码
数据与开发者基础设施	8	Datadog (DDOG US)、Fastly (FSLY US)、MongoDB (MDB US)、Dynatrace (DT US)、Elastic (ESTC US)、Snowflake (SNOW US)、JFrog (FROG US)、GitLab (GTLB US)
网络安全	10	Palo Alto Networks (PANW US)、Tenable (TENB US)、Zscaler (ZS US)、Qualys (QLYS US)、Okta (OKTA US)、Rubrik (RBRK US)、Fortinet (FTNT US)、Cloudflare (NET US)、SentinelOne (S US)、CrowdStrike (CRWD US)

细分板块	家数	公司及证券代码
企业应用	19	Salesforce (CRM US)、Adobe (ADBE US)、金蝶国际 (268 HK)、Asana (ASAN US)、monday.com (MNDY US)、Atlassian (TEAM US)、Dropbox (DBX US)、ServiceNow (NOW US)、Box (BOX US)、Autodesk (ADSK US)、Zoom (ZM US)、HubSpot (HUBS US)、UiPath (PATH US)、Twilio (TWLO US)、Paycom (PAYC US)、Paylocity (PCTY US)、Workday (WDAY US)、Palantir (PLTR US)、Intuit (INTU US)
垂直行业软件	12	Guidewire (GWRE US)、Toast (TOST US)、AppFolio (APPF US)、明源云 (909 HK)、Shopify (SHOP US)、中国有赞 (6051 HK)、Procore (PCOR US)、迅策 (3317 HK)、Samsara (IOT US)、Veeva Systems (VEEV US)、Q2 Holdings (QTWO US)、微盟集团 (2013 HK)
云与算力服务	11	Alphabet (GOOG US)、Amazon (AMZN US)、Microsoft (MSFT US)、阿里巴巴 (BABA US)、腾讯控股 (700 HK)、金山云 (3896 HK)、DigitalOcean (DOCN US)、IBM (IBM US)、Oracle (ORCL US)、CoreWeave (CRWV US)、Nebius (NBIS US)
AI 模型与企业 AI 平台	6	智谱 (2513 HK)、商汤-W (20 HK)、BigBear.ai (BBAI US)、滴普科技 (1384 HK)、C3.ai (AI US)、明略科技-W (2718 HK)
AI4Science 与医疗 AI	4	Tempus AI (TEM US)、医渡科技 (2158 HK)、讯飞医疗科技 (2506 HK)、英矽智能 (3696 HK)
互联网/内容/游戏与广告科技	10	快手-W (1024 HK)、AppLovin (APP US)、哔哩哔哩 (BILI US)、Duolingo (DUOL US)、美图公司 (1357 HK)、Unity Software (U US)、Take-Two Interactive (TTWO US)、Roblox (RBLX US)、心动公司 (2400 HK)、网易 (NTES US)
IT 服务与商户科技	3	亚信科技 (1675 HK)、移卡 (9923 HK)、中国软件国际 (354 HK)

资料来源：招银国际环球市场

注：我们选取的样本公司中剔除了部分彭博一致预期数据较为有限的公司

经营表现：收入增速提升的公司占比提高，经营杠杆释放推动利润率扩张

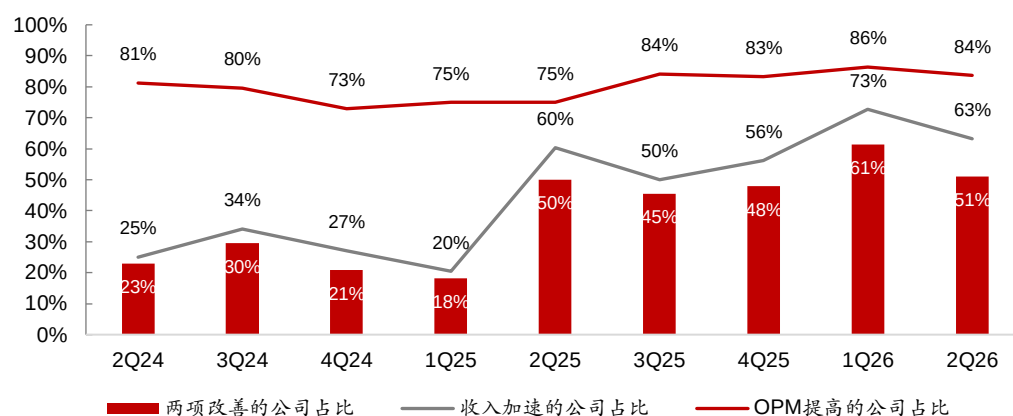
83 家公司 2Q26/1H26（注：有季报的公司采用 2Q26 及相近财季数据，仅有半年报的港股公司采用 1H26 财务数据）收入增速/经营利润率中位数分别为 19.7%/9.1%，两项指标同比变化的中位数分别为+2.5ppts/+2.7ppts；其中 42 家公司同时实现收入增速加快和经营利润率提升。

聚焦基础设施、网络安全、企业应用及垂直行业软件四类核心软件公司，49 家公司中有 25 家实现两项改善，占比 51%。核心软件公司收入增速及经营利润率同比变化的中位数分别为+0.9 及+4.9 个百分点，而同期毛利率同比变化的中位数为-0.3 个百分点，毛利率的下降或部分与 AI 相关使用成本相关，而经营费用率下降抵消了部分毛利率压力。

■ 收入加速覆盖面扩大，约半数核心软件公司实现收入增速与经营利润率同步提升

自 2Q25 起，收入增速加快的公司范围较此前明显扩大，而多数公司持续展现利润率提升的趋势。收入增速同比提高的公司占比由 1Q25 的 20% 升至 2Q25 的 60%，此后多数季度超过半数；自 2Q24 以来，各季均有超过七成公司实现经营利润率同比提升。2Q26，49 家核心软件公司中，31 家（63%）收入增速加快，41 家（84%）经营利润率提升，25 家（51%）实现两项同步改善。

图 3：软件经营改善从利润率提升扩展至收入增速回升



资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：1) 2Q26 49 家核心软件公司收入增速、经营利润率和毛利率的水平值与同比变化均可得，按同一样本取中位数；2) 图中固定母样本为 49 家核心软件公司，但各期统计时纳入当期及同比期均有收入增速、经营利润率数据的公司，所以部分季度对财务数据不完整的样本公司进行了剔除；3) 财报仅有半年报的公司按 1H→2Q、2H→4Q 映射，1Q/3Q 留空；4) 收入加速及利润率改善分别指收入增速同比加速及经营利润率同比提高。

■ 收入增长加速与人员费用控制共同推动经营杠杆释放

收入加速、人员开支及股权激励费用控制共同推动经营费用率下降。2Q26/1H26，83 家公司毛利率同比变化的中位数为-0.1ppt，而经营利润率同比变化的中位数则为+2.7ppts。按毛利率减去经营利润率测算，经营费用率同比变化的中位数为-3.6ppts；64 家（约八成）公司经营费用率下降。83 家公司中，26 家在毛利率下降的同时仍实现经营利润率提升，36 家实现毛利率与经营利润率的同时提升。

49 家核心软件公司收入同比增速和经营利润率中位数分别为 19.3%及 7.1%；按照变化幅度的中位数计算，收入增速同比提高 0.9ppts，经营利润率同比提高 4.9ppts。同期毛利率同比变化的中位数为-0.3ppts，经营费用率同比变化的中位数为-4.2ppts，盈利改善主要来自经营费用率下降。

人员与费用增速控制支撑利润率改善。例如，Atlassian 将利润率改善归因于控制招聘规模、调整资源配置，以及放缓股权激励费用增长；HubSpot 在收入增长的同时控制人员及其他费用；Monday.com 2Q26 通过组织和费用调整释放约 1 亿美元成本空间。

■ 细分板块：基本面均有优化，而基础设施与网络安全的收入增速和经营利润率提升幅度高于其他子板块

我们的统计结果表明，2Q26 数据与开发者基础设施子板块的收入提速及增长与盈利综合改善幅度最大。数据与开发者基础设施/网络安全的收入增速中位数分别为 26.0%/25.3%，经营利润率中位数分别为-3.9%/1.9%；企业应用/垂直行业软件的收入增速中位数分别为 13.4%和 18.0%，经营利润率中位数分别为 11.9%/7.6%。在我们统计的四个子板块中，数据与开发者基础设施子板块收入增速同比提高的中位数为 4.3ppts，在四个板块中最高，或部分展现 AI 及数字化需求提升对基本面带来了相对更明显的利好。

而基础设施内部增长亦有分化，8 家中有 5 家公司在 2Q26 实现收入和毛利率同比改善。其中，MongoDB 收入增速加快、经营利润率提升，是该子板块中经营状况优化最好的标的；GitLab 收入增速和经营利润率则均较上年同期下降。MongoDB 2QFY27（财年结于 1 月 31 日）收入同比增长 30.5%，增速较上年同期加快 6.8ppts，GAAP 经营利润率同比提高 14.7ppts 至 3.7%，主要由于 EA 占比提高、第三方咨询成本下降，以及上年同期有约 480

万美元的一次性重组费用（对 GAAP 经营利润率提升贡献约 0.8ppts）；GitLab 收入同比增长 21.3%，增速较上年同期放缓 7.9ppts，GAAP 经营利润率同比下降 12.1ppts 至 -19.9%。

MongoDB 本季收入增长加速，主要由 Enterprise Advanced (EA) 业务带动，管理层表示 AI 对当前业务的贡献尚相对有限。2QFY27，Atlas 收入同比增长约 29%，连续五季维持这一增速；EA 及其他收入同比增长 36%，按合同金额年化、消除期限长短影响的 EA 及其他 ARR 则增长约 11%。

据公司业绩会信息，GitLab 的订单和客户追加采购已有回升，但收入增速仍在放缓。2QFY27（财年结于 1 月 31 日）订单创历史新高，净收入留存率回升至 117%，为 2024 年以来首次环比提升；计算账单金额同比增长 24%，增速高于上一季的 12%。盈利方面，本季非 GAAP 经营利润率约为 15%，销售效率改善及部分投资支出时点使其高于指引，但仍低于上年同期的 16.8%；公司另确认 2,330 万美元重组费用。FY27 收入增长指引为 18%—19%，公司预计下半年订单将恢复正常节奏，并将 2Q 创纪录的订单水平延续至全年。

图 4：49 家核心软件公司的分板块增长、盈利与估值比较

细分板块	公司数	收入增速 ／增速同比变动	经营利润率 ／同比变动	2026E EV/Sales	前瞻 Rule of 40
数据与开发者基础设施	8	26.0% / +4.3ppt	-3.9% / +7.2ppt	12.0x	42.1%
网络安全	10	25.3% / +2.1ppt	1.9% / +6.0ppt	15.7x	43.7%
企业应用	19	13.4% / +0.4ppt	11.9% / +4.1ppt	4.7x	37.4%
垂直行业软件	12	18.0% / +1.4ppt	7.6% / +2.7ppt	6.7x	39.2%

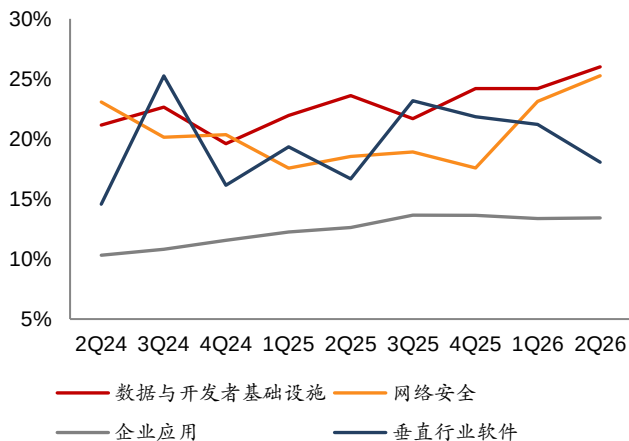
资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：1) 49 家核心软件按完整同比可比样本统计，最新披露期为 2Q26 及类似可比财季（仅披露半年报的公司以 1H26 财务数据映射）；2) 数值取公司指标的中位数；3) 同比变化先按各公司财务数据分别计算，再取中位数；4) 经营利润采用彭博调整后数据；5) Rule of 40 为 2026E 自由现金流率+2026-28E 收入 CAGR；6) 估值统计时间截至 2026 年 10 月 8 日。

四个子板块的收入增速和经营利润率中位数均提高。收入方面，基础设施/网络安全的收入增速中位数分别由 2Q25 的 23.6%/18.6% 升至 2Q26 的 26.0%/25.3%；企业应用/垂直行业软件则分别由 12.6%/16.7% 升至 13.4%/18.0%。四个子板块对比而言，网络安全的收入增速中位数上升幅度最大，企业应用的变化相对较小。

盈利方面，基础设施经营利润率中位数由 2Q25 的 -9.0% 升至 2Q26 的 -3.9%，亏损幅度收窄；网络安全由 -2.7% 升至 1.9%，转为正值。企业应用的经营利润率中位数由 10.9% 小幅升至 11.9%，垂直行业软件则由 5.2% 升至 7.6%，两类应用软件的经营利润率中位数仍高于基础设施与网络安全。

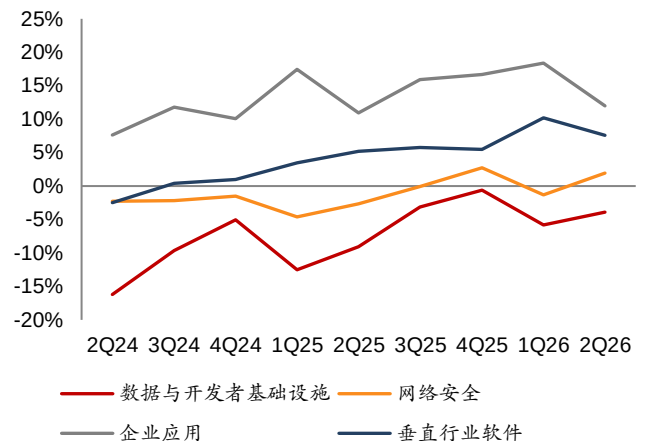
图 5：核心软件分板块收入同比增速



资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：2Q24 - 2Q26 各期公司收入同比增速中位数。采用 49 家核心软件固定母样本，各季纳入当期及上年同期收入增速、经营利润率均可得的公司。

图 6：核心软件分板块经营利润率

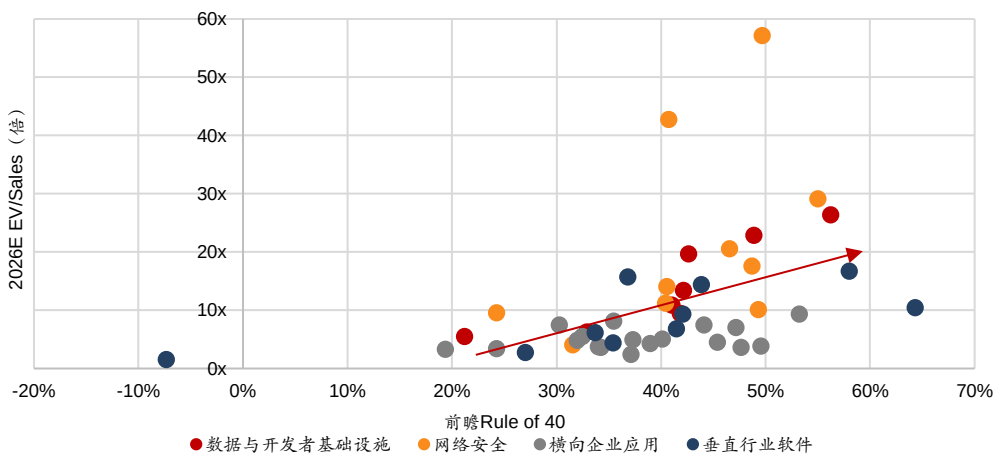


资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：2Q24 - 2Q26 各期公司经营利润率中位数。采用 49 家核心软件固定母样本，各季纳入当期及上年同期收入增速、经营利润率均可得的公司。

根据我们的统计，软件样本公司的 2026E EV/Sales 与前瞻 Rule of 40 近似呈正相关。Rule of 40 不低于 40% 的 27 家公司 EV/Sales 中位数为 11.1 倍，其余 20 家公司中位数为 4.5 倍。

图 7：核心软件 EV/Sales 与 Rule of 40 近似呈正相关



资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：1) 样本为 49 家软件公司中 47 家同时具备 2026E EV/Sales 及前瞻 Rule of 40 数据的核心软件公司；2) Rule of 40 计算方法为 2026E 自由现金流率+2026—28E 收入 CAGR；3) 估值截至 2026 年 10 月 8 日；4) 线性回归的 R^2 为 0.38，基础设施/企业应用/垂直软件/网络安全板块的 R^2 分别为 0.76/0.77/0.46/0.22；5) 若基于截至 9 月 12 日数据计算，整体样本估值与前瞻 Rule of 40 线性回归的 R^2 为 0.68，基础设施/企业应用/垂直软件/网络安全板块的 R^2 分别为 0.71/0.83/0.54/0.44；9 月 12 日，Anthropic CEO Dario Amodei 强调了 AI 能力提升带来的网络攻击风险，相关讨论提升了市场对网络安全投入的关注并带动网络安全股显著上涨，致使网络安全板块的 R^2 有所下降。

板块股价：网络安全与基础设施涨幅领先，估值回升为反弹主要驱动因素

截至 2026 年 10 月 8 日，S&P 500 软件与服务指数 NTM PE 为 25.4x，约处于十年历史参考区间的 48% 分位，趋近十年均值的 26.3x。基于时间段拆分：1) 6 月底以来的指数反弹以估值回升为主要驱动。10 月 8 日，S&P 500 软件与服务指数 NTM PE 为 25.4 倍，较 6

月 25 日 19.5 倍的年内低点回升 31%，同期滚动 NTM EPS 增长 6%；2) 截至 10 月 8 日的 12 个月内，指数滚动 NTM EPS 增长 23.2%、PE 下降 22.1%，EPS 增长助力板块估值消化。

S&P 500 软件与服务指数估值相较于 S&P 500 估值的溢价程度也有所收敛。10 月 8 日，软件相对 S&P 500 的 PE 溢价为 33.4%，低于十年参考均值 36.7%；相对 S&P 500 IT 的 PE 溢价为 23.0%，约处十年历史参考区间 85%分位。

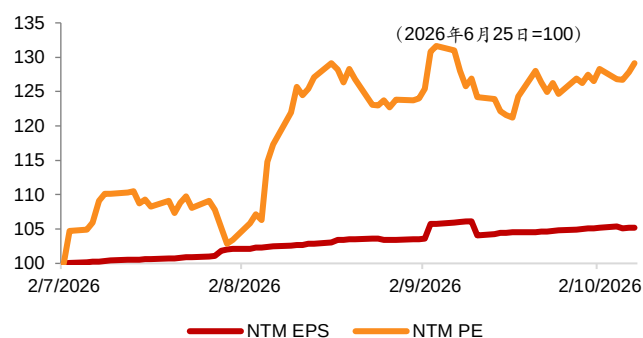
图 8：S&P 500 软件与服务指数 NTM PE 低于十年均值



资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2026 年 10 月 8 日。

图 9：6 月底以来软件与服务指数 PE 修复快于 EPS



资料来源：彭博，招银国际环球市场

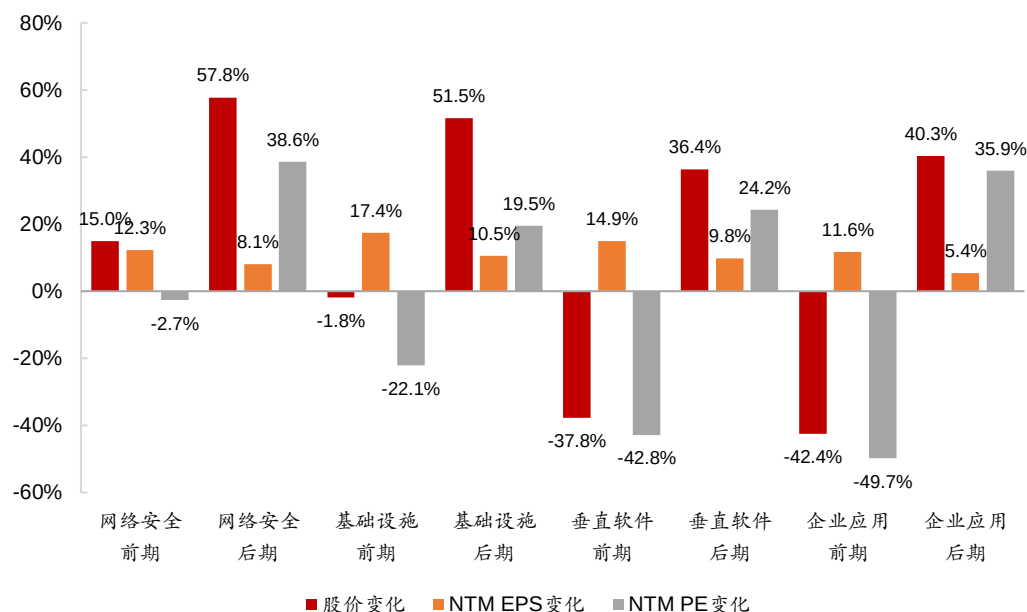
注：数据截至 2026 年 10 月 8 日。

■ 板块表现：应用软件前期估值压缩幅度大于基础设施与网络安全，但股价修复期表现反而更弱

个股反弹同样以估值修复为主。具备可比 PE 和 EPS 数据的 44 家核心软件公司中，估值压缩期（定义为 2025 年 12 月 31 日至 2026 年 6 月 25 日，期间“AI 吞噬软件”叙事发酵，下同）股价变化的中位数为-29%，滚动 NTM EPS 及 NTM PE 变化的中位数分别为+13%及-41%；股价修复阶段，三项分别为+45%、+8%及+32%。前期盈利指标增长未能抵消估值压缩，后期 PE 回升则为反弹带来主要支撑。

相较基础设施与网络安全，应用软件板块前期经历了更明显的估值压缩，但截至 10 月 8 日，6 月 25 日以来的股价涨幅已低于基础设施与网络安全。估值压缩期，企业应用与垂直行业软件的股价变化中位数分别为-42%和-38%，滚动 NTM EPS 变化中位数分别为+12%和+15%，PE 变化中位数分别为-50%和-43%，估值压缩为股价下跌的主要推动因素。股价修复期，两组股价涨幅中位数分别达到 40%和 36%，同期滚动 NTM EPS 变化中位数分别为+5%和+10%，PE 升幅中位数分别为 36%和 24%。基础设施与网络安全同期股价涨幅中位数分别为 51%和 58%。

图 10：核心软件股由前期估值压缩转向 6 月底后估值修复



资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：1) 我们基于 49 家公司中挑选出 44 家具备股价、NTM EPS 及 NTM PE 数据的公司进行对比分析；2) 图示为公司各自区间变化幅度的中位数，各项分别计算；3) 以指数年内 PE 低点 6 月 25 日回溯划分阶段：估值压缩期对应时间周期为 2025 年 12 月 31 日至 2026 年 6 月 25 日，股价修复期为 6 月 25 日至 10 月 8 日；4) NTM EPS 变化已经涵盖预测期滚动影响。

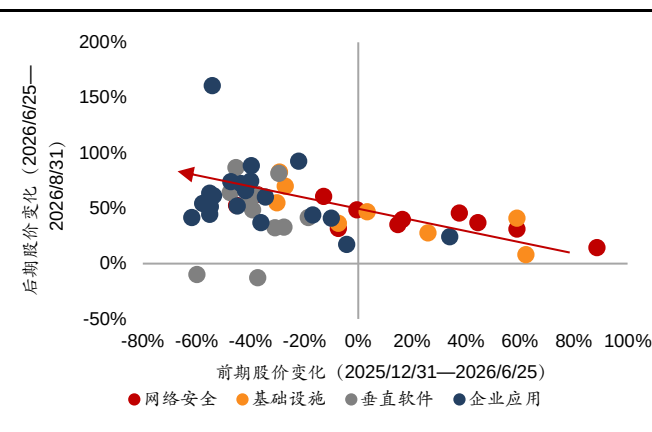
■ 反弹特征：跌深组在 6 月底至 8 月底估值修复明显，但 8 月末后基本面预期及叙事重新主导股价走势

我们以标普软件服务指数的年内高点 8 月 31 日为阶段性观察节点，分别比较 6 月 25 日至 8 月 31 日及 6 月 25 日至 10 月 8 日的累计修复表现，以观察板块指数表现变化的主导因素。在 44 家样本公司中，我们按估值压缩期的股价涨跌幅排序，将跌幅最大的 11 家公司（即后 25 分位）归为“跌深组”，涨幅最大的 11 家公司（即前 25 分位）归为“强势组”，比较两组在不同观察区间的股价、盈利预期及估值变化。

6 月 25 日至 8 月 31 日，跌深组的股价涨幅中位数为 60.6%，明显高于强势组的 34.6%。两组滚动 NTM EPS 增幅中位数分别为 6.8% 和 7.0%，基本相近；而 NTM PE 增幅中位数则分别为 49.3% 和 19.9%。跌深组相较强势组在反弹的初期获得了更大的估值修复。

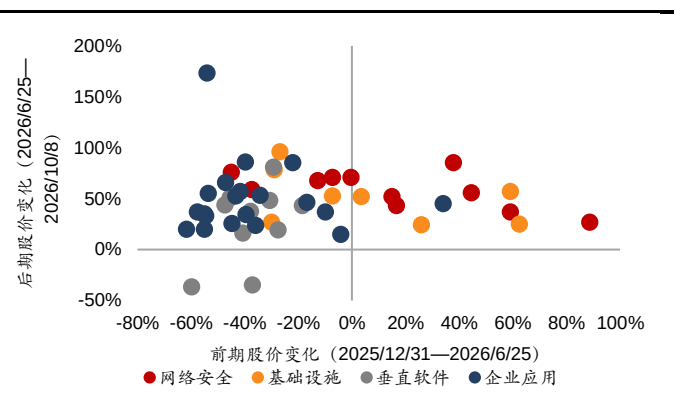
而进一步将观察终点延长至 10 月 8 日，跌深组的累计股价及 PE 涨幅均落后于强势组。6 月 25 日至 10 月 8 日，跌深组的股价涨幅中位数为 36.2%，低于强势组的 44.5%。两组滚动 NTM EPS 增幅中位数分别为 11.6% 和 11.8%，仍较为接近；NTM PE 增幅中位数则分别为 21.1% 和 28.6%。数据表明，截至 8 月底较明显的跌深修复优势并未能延续至整个股价修复期。

图 11: 6 月 25 日-8 月 31 日，估值压缩期跌幅越大的公司股价修复越明显



资料来源：彭博，招银国际环球市场
注：每个散点代表一家核心软件公司，共 44 家，颜色区分细分板块。
横轴为 2025 年 12 月 31 日至 2026 年 6 月 25 日股价表现，纵轴为 2026 年 6 月 25 日至 8 月 31 日股价表现，线性回归的 $R^2=0.41$ 。公司所属分类见图 2。

图 12: 若将观察终点延至 10 月 8 日，股价修复幅度与估值压缩期涨跌幅的关系减弱，或部分表明股价重回基本面预期及叙事驱动



资料来源：彭博，招银国际环球市场
注：1) 数据截至 2026 年 10 月 8 日；2) 线性回归的 $R^2=0.01$ 。

AI 商业化：付费规模扩大，但为基本面带来的实质性拉动作用在子板块间仍分化

AI 对收入增长的贡献因板块和公司而异。基础设施受益于承接 AI 工作负载扩大平台消费及企业数字化需求提升，网络安全通过 AI 防护和身份管理形成订单，横向应用通过独立付费、套餐升级及按量收费变现，垂直软件则承接 AI 相关行业投资产生关联的相关收入。部分公司的进展已体现为收入加速，而其他公司的增长仍取决于产品规模、客户用量和收入确认节奏影响。

图 13: 软件各子板块 AI 需求来源、付费进展及业绩影响

公司／期间	本季 AI 商业化进展	对收入及利润的影响
数据与开发者基础设施：AI 训练、推理及企业应用增加数据处理和可观测性需求，通过核心平台消费、席位订阅及用量收费变现。		
Snowflake 2QFY27	产品收入同比增长 37%，连续第三季加速。管理层表示，AI 产品贡献约一半的增速加快幅度，采用 AI 的客户亦增加核心平台消费。	FY27 产品收入增长指引为 36%，含 Observe 约 1 个百分点贡献。AI 工作负载当前贡献利润率较低，FY27 非 GAAP 产品毛利率指引调整至 74%；人员费用控制支持非 GAAP 经营利润率指引上调至 14.5%。
Datadog 2Q26	AI 客户超过 750 家，其中 31 家年化支出超过 100 万美元、8 家超过 1,000 万美元；与一家 AI 客户签署亿美元级续约合同。MCP 工具调用量约为上季的 4 倍，并超过 4Q25 的 22 倍。	训练及推理需求带动客户对云资源、应用性能和可靠性监控的支出。管理层预计最大 AI 客户自 3Q 起减少用量，已将该变化纳入收入指引。
MongoDB 2QFY27	管理层表示，AI 对当前业务的贡献在早期阶段。Atlas 收入同比增长约 29%，连续五季维持这一水平；本季总收入加速主要由 Enterprise Advanced (EA) 业务驱动。	EA 及其他收入同比增长 36%，按年化合同金额计量的 EA 及其他 ARR 同比增长 11%。
GitLab 2QFY27	客户通过 Flex 承诺一定采购金额，并可在订阅席位、使用额度及其他按量计费产品之间灵活分配。期末按付费使用及合同承诺计算的年化金额 (paid CRR) 超过 4,000 万美元，包含 Flex 承诺、积分承诺及付费用量。	订单创历史新高，NRR 回升至 117%，收入仍处减速阶段。部分客户自行部署的软件许可收入，由签约时确认改为在合同期内分期确认；FY27 最大潜在递延约 1,300 万美元，尚未纳入指引，公司称本季影响并不重大。
网络安全：AI 云基础设施防护、Agent 身份管理及数据安全形成需求，通过安全订阅、产品搭售及防火墙采购变现。		
Fortinet 2Q26	取得一笔八位数美元的 AI 云安全合同；AI 驱动的安全运营产品 (AI-driven SecOps) billings 增长 25%。	AI 云基础设施建设带动安全产品新增订单，AI 增强型 SecOps 产品亦录得 billings 增长。

公司／期间	本季 AI 商业化进展	对收入及利润的影响
Okta 2QFY27	获得数十笔 AI 身份安全订单，其中数笔超过 100 万美元，Agent 身份管理需求已形成客户采购。	新增订单扩大 AI 身份安全业务，公司预计 FY27 相关收入贡献仍较小。
Qualys 2QFY26	出现十万美元级及百万美元级的 AI 产品增购案例，既有客户通过采购 AI 产品扩大支出。	公司披露的潜在项目处于产品验证、预算确认等采购阶段。
Palo Alto 4QFY26	Prisma AIRS ARR 超过 1 亿美元，可观测性业务 ARR 超过 5 亿美元；AI 数据中心建设同时带来硬件防火墙采购。	大型 LLM 客户迁移至 Chronosphere 在 3Q、4Q 分别贡献逾 1 亿美元净新增 ARR，公司预计客户迁移将在 FY27 第一季度完成，该季度新增 ARR 贡献低于 FY26 第四季度。并购、客户迁移及部分防火墙收入前置确认共同影响增长。
Zscaler 4QFY26	Security for AI bookings 环比增长超过 50%，约 70% 的 AI 安全交易同时包含数据安全方案。	剔除 Red Canary 后净新增 ARR 增长 17%，高于 FY25 的 7% 及 1HFY26 的 10%。Red Canary 续约客户流失率较高，已计入 FY27 收入增长指引 16.6%—17.5%。
企业应用：AI 嵌入客户管理、内容创作及企业 workflow，通过独立订阅、套餐升级、扩席和使用额度收费变现。		
Salesforce 2QFY27	Agentforce ARR 超过 15 亿美元，与 Data 360 合计 ARR 接近 39 亿美元。季度新增 2,000 家已付费并将 Agentforce 投入实际业务使用的客户，新增数量环比增长 70%；开展智能体转型客户的平均订单金额约为其他客户的 2 倍。	公司上调 FY27 收入指引，其中 Agentforce、Data 360 及 Slack 等业务贡献约 1 亿美元的上调额。本季收入同比增长 10.8%，其中包含 Informatica 并表收入 4.56 亿美元。
Adobe 3QFY26	AI-first ARR 超过 6.5 亿美元，同比增长超过 150%；Firefly 应用及积分包 ARR 环比增长 40%；Acrobat AI Assistant 月活环比翻倍。AI-first 范围广于 Firefly 单项指标。	全年收入及 EPS 指引上调，维持财年末 ARR 增长 10.2% 的目标。公司扩大付费规模的同时，继续培育免费增值用户与 AI 使用，收入增长受免费用户转为付费用户的节奏影响。
ServiceNow 2Q26	AI ACV 超过 10 亿美元，AI 净新增 ACV 环比增长超过 40%；客户升级至新的 AI 原生产品套餐，价格提高 20%—30%，首次购买 agentic AI 的交易量同比增长超过 45%。	订阅收入按固定汇率增长 23%。管理层表示，订阅收入超出指引的金额中，约一半来自原计划在 3Q 确认、提前至 2Q 确认的本地部署收入；AI 合同增长与确认时点共同影响本季表现。
Monday.com 2Q26	应用订阅与按量收费相结合，AI ARR 环比翻倍，按公司口径相当于本季净新增 ARR 的 17%；已有客户用完套餐内的 AI 使用额度后，继续购买额外额度。	管理层表示 AI 业务绝对规模仍小。集团收入增速同比放缓 4.7 个百分点，NRR 承压，原有客户扩容放缓。
Atlassian 4QFY26	Rovo 覆盖 80% 以上 Fortune 500 企业，辅助操作量环比增长 50%；采用 Rovo 客户的 ARR 增速为未采用客户的 2 倍以上。Teamwork Collection 以更多 Rovo 使用额度吸引客户升级套餐。	管理层将采用客户的增长表现与套餐升级、扩席及交叉销售联系起来。FY27 集团收入增长指引为 13%，其中云收入增长 25.5%、数据中心收入下降 17%。
HubSpot 2Q26	使用 Pro 及更高档订阅套餐的客户中，超过 55% 使用 Agent 或 Breeze Assistant；年初以来月度智能体操作次数增长超过 3 倍，Customer Agent 可自主解决 72% 的客户问题。	AI 使用额度消耗增加，但价格调整和试用安排延长了客户从试用到付费的周期，NRR 大致持平。
垂直行业软件：AI 数据中心建设增加项目管理需求，既有行业软件承接新增项目；行业 Agent 扩大流程应用范围。		
Procore 2Q26	北美前十大数据中心项目中有 9 个使用 Procore，本季签署近 700 万美元跨区域 AI 数据中心合同；20 个建筑 Agent 已全面可用。	新增合同覆盖项目执行、文档控制和成本管理，AI 数据中心建设带动项目管理软件新增订单。客户亦扩大建筑 AI 产品的使用范围。

资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场
注：统计时间截至 2026 年 9 月 13 日

■ AI 降本增效：流程效率已有量化改善，厂商同时增加 AI 投入

AI 在客服处理和项目协作中已带来可量化的效率提升。Salesforce 内部 Help Agent 处理超过 500 万次对话，其中 64% 自主解决，公司披露，使用 Slackbot 按年化计算可节省 810 万工时；HubSpot Customer Agent 可自主解决 72% 的客户问题。Procore 客户 Consigili 将图纸搜索时间由 30 分钟缩短至 5 分钟，并将使用范围从 3 个测试项目扩大至 50 个项目。

AI 成本上升部分影响了利润率扩张幅度。Snowflake 管理层表示，AI 工作负载当前贡献利润率较低，因此将 FY27 非 GAAP 产品毛利率指引调整至 74%，但通过控制人员费用增长，将非 GAAP 经营利润率指引由 13.5%上调至 14.5%。HubSpot 表示 AI 成本部分抵消非 GAAP 经营利润率改善；monday.com 计划将约 1 亿美元成本节省的大部分重新投入 AI、人才及产品。

关注收入增速与经营利润率提升超过同业的公司

客户用量增长、产品升级及费用控制是软件公司经营改善的主要因素。49 家软件公司中，8 家公司的收入增速及经营利润率同比提升幅度均超过所属子板块中位数，包括基础设施板块的 MongoDB、Fastly、JFrog，网络安全板块的 Fortinet，企业应用板块的 Palantir、Atlassian、金蝶，以及垂直软件的 Procore。其中，MongoDB、Fortinet、Atlassian 和 Palantir 四家公司，在收入增速及经营利润率同比提升幅度超过所属子板块中位数的同时，当期收入增速及经营利润率的绝对值水平也高于所属板块中位数。从业务驱动看，MongoDB 受益于数据库客户需求增长，Fortinet 受益于安全设备销售加快，Atlassian 的云业务增长及费用控制共同支撑盈利改善，Palantir 则通过既有客户扩大产品使用，实现收入和利润的同步增长。

■ 基础设施：客户用量增长及产品升级推动收入加速，收入增长快于费用支出支撑利润率改善

MongoDB、Fastly 和 JFrog 最新财季的收入增速分别同比提高 6.8、10.9 和 5.3 个百分点，经营利润率分别提高 14.7、17.0 和 12.3 个百分点，均超过基础设施板块中位数。三家公司增长来源有所不同：MongoDB 主要由企业版业务及 Atlas 客户用量增长带动；Fastly 受益于网络服务用量回升及安全业务扩张；JFrog 则受益于云业务增长及高阶套餐渗透。盈利方面，MongoDB 已实现经营利润转正，Fastly 和 JFrog 仍处于亏损收窄阶段。

MongoDB 的收入加速主要由 Enterprise Advanced (EA) 及其他业务带动。2QFY27 收入同比增长 30.5% (2QFY26: 23.7%)，其中 Atlas 收入增长约 29%，EA 及其他收入增长约 36%。Atlas 为客户提供托管云数据库服务，EA 则面向自行管理数据库部署的企业，两类产品共同覆盖企业不同的部署需求。本季大型存量客户增加 Atlas 使用量，企业版业务亦实现增长。盈利端，EA 等产品收入占比提高，以及 Atlas 规模扩大带来的成本效率改善，推动毛利率由约 71%升至 74%；同期经营费用增长约 12%，低于收入增幅，经营利润率由 -11.0%升至 3.7%。收入增长、产品结构变化及费用率下降共同推动公司经营利润转正。

Fastly 的增长改善来自存量客户用量回升及安全产品销售增加。2Q26 收入同比增长 23.3% (2Q25: 12.3%)，其中网络服务收入增长 17%，安全业务收入增长 43%，过去 12 个月净收入留存率达到 117%。公司以内容分发和边缘云服务为基础，向网站及 API 安全等领域拓展，网络服务客户增加使用量、安全业务扩大收入规模，共同带动集团增速回升。盈利方面，收入增长期间营业成本基本持平，毛利率由 54.5%升至 63.3%，经营利润率由 -24.8%升至 -7.9%。除业务规模扩大外，服务器预计使用寿命调整及部分无形资产摊销结束，也对成本优化带来正向贡献。

JFrog 的云业务及高阶套餐增长，反映客户增加平台使用并采购更多功能。公司围绕软件制品管理、分发及安全治理提供服务，客户扩大软件开发和部署规模，能够带动平台消耗增加。2Q26 收入同比增长 28.7% (2Q25: 23.5%)，约 83%的收入增量来自存量客户扩张。拆分看，云收入同比增长 53%，收入占比由 45%升至 53%；Enterprise+ 套餐收入占比由 55%升至 59%，带动客户支出提高。同期经营费用增长约 15%，低于收入增速，经营利润率由 -20.4%升至 -8.1%。相较于 Fastly 较多受益于营业成本下降，JFrog 的利润率改善主要来自客户扩张及费用增速控制。

■ 网络安全：Fortinet 受益于产品销售增长

Fortinet 产品收入增长加快，费用率下降支撑经营利润率进一步提升。2Q26 收入同比增长 25.6% (2Q25: 13.6%)，主因产品收入同比增长 52%，其中 FortiGate 出货量增加、高性能型号需求及提价共同推动增长。需求端，技术升级、AI 基础设施部署及既有客户追加采购带动安全设备销售，SASE 业务则同时受益于存量客户扩张和新客户增加。盈利端，尽管综合毛利率同比下降约 0.5 个百分点，但经营费用同比仅增长约 11%，由员工成本上升带来，低于收入增幅，推动经营利润率同比提升 5.6 个百分点至 33.7%。Fortinet 当期收入增速和经营利润率均高于网络安全板块中位数，收入增长仍能在较高盈利基础上进一步释放经营杠杆。

■ 企业应用：客户扩张、云订阅转型及费用控制共同推动改善，Palantir 的收入加速幅度较大

Palantir、Atlassian 和金蝶均实现收入增速及经营利润率提升，但驱动因素不同：Palantir 主要受益于客户扩大产品使用，Atlassian 受益于云产品席位增长及套餐升级，金蝶受益于订阅收入占比提高。

Palantir 的客户扩张已带动集团收入和利润快速增长。公司通过 Foundry、Gotham 及 AIP 等产品，将客户数据接入业务分析和执行流程，客户增加使用场景及扩大部署范围能够带动合同规模增长。2Q26 收入同比增长 92.8% (2Q25: 48.0%)，其中美国商业收入增长 149%，美国政府收入增长 90%。既有客户追加采购是主要驱动，按公司披露的收入增量测算，商业业务约 82% 的收入增量、政府业务约 98% 的收入增量来自 2025 年底已存在的客户，反映产品在客户内部的使用范围持续扩大。收入增长同时带来毛利率及费用率改善。2Q26 Palantir 毛利率由约 81% 升至 85%，经营费用同比增长约 34%，低于收入增幅，推动经营利润率由 26.8% 升至 47.1%。

Atlassian 云业务维持增长，产品交叉销售及费用控制支撑盈利改善。4QFY26（财年结于 6 月 30 日）收入同比增长 27.6% (4QFY25: 22.3%)，其中云收入增长 31%，主因 Jira、Confluence 席位增加，以及 Teamwork Collection、Service Collection 组合套餐的交叉销售。公司围绕项目协作、知识管理和企业服务流程提供产品，客户增加使用席位及采购更多产品，共同推动云收入扩张。盈利端，基础设施优化、客户支持效率提高、招聘放缓及此前重组后的人员成本下降，推动经营利润率由-2.1% 升至 11.9%。

Atlassian 当期收入加速亦包含 Data Center 业务收入前置确认的影响。停止支持计划提高了部分合同金额的前置确认比例，对本季收入及盈利形成贡献。因此，云业务增长和费用控制是本季经营改善的主要业务驱动，授权收入确认变化进一步提高了当期增速和利润率。

金蝶订阅收入增长快于集团收入，产品结构变化与费用率下降共同推动盈利改善。1H26 收入同比增长 13.6% (1H25: 11.2%)，订阅收入增长 20.4%，云业务收入占比达到 86%。公司围绕财务、供应链及制造等企业管理需求推进云订阅转型，较高毛利率的订阅收入占比提高，加上实施、咨询及维护服务毛利率改善，推动集团毛利率同比提高约 2.1 个百分点至 67.7%。同期销售费用率及研发费用率分别下降约 2.9 和 2.0 个百分点，基于彭博调整后口径计算，经营利润率由-5.5% 升至 0.1%。AI 产品亦开始贡献收入增量，1H26 AI 原生产品收入同比增长 189% 至约 2.96 亿元，但集团盈利改善的主要来源仍是订阅收入结构变化及费用效率提升。

■ 垂直软件：Procore 大客户扩张推动收入增长

Procore 的大客户扩张与费用增速控制共同推动经营改善。公司面向工程业主、总承包商及专业承包商提供建设管理软件，客户增加项目数量、扩大部署范围和采购更多产品，能够带动订阅收入增长。2Q26 收入同比增长 15.8% (2Q25: 13.9%)，年经常性收入超过 10

万美元的客户数量增长 14%，贡献总 ARR 的比例由 64% 升至 68%。当季约 88% 的收入增量来自既有客户，其中包括此前新增及扩容合同在本季的完整收入贡献，反映前期签约逐步转化为收入。

盈利方面，Procore 销售、研发及管理费用分别仅增长约 3%、5% 和 1%，均低于收入增速，推动经营利润率由 -9.3% 升至 1.2%。其中，租约修改产生非现金收益，使租金费用同比减少约 500 万美元，部分并购形成的客户关系资产摊销结束亦降低了费用。当季经营利润约 433 万美元，租约相关收益对实现经营利润转正具有较大贡献；大客户扩张和费用增速放缓则支撑了整体利润率改善。

其他板块：AI 变现在广告与创作场景持续深化

已有收费渠道的业务更容易将 AI 能力转化为收入与利润。相较于仍需完成客户部署、产品采用和收费调整的应用软件，广告平台和创作工具能够依托既有交易及订阅体系实现 AI 变现，商业化链路更短。AppLovin、Unity 及腾讯广告通过 AI 提高投放效果，获取更多客户预算。我们认为，广告效率提升、创作工具付费和服务成本下降，是软件之外值得重视的 AI 受益方向。

■ 广告平台：模型优化通过投放回报传导至客户预算，收入与利润已同步兑现

对广告平台而言，AI 的商业价值直接体现于广告匹配及转化效果，技术升级能够沿用既有广告交易体系收费，无需另行建立 AI 产品的采购需求。

AppLovin 的增长主要体现为单位广告变现能力提升。2Q26，公司收入同比增长 53% 至 19.24 亿美元，调整后 EBITDA 同比增长 58% 至 16.14 亿美元，利润率约 84%。其中，AppLovin Ads 单次安装净收入同比提升 58%，同期安装量下降 2%。管理层解释，推荐模型性能提升，使广告主能够在达到目标广告支出回报率的前提下增加投放，形成“模型优化—投放效率提升—广告预算增加”的增长机制。

模型迭代节奏亦影响增长的季度弹性。AppLovin 管理层指出，2Q26 模型改善幅度低于通常水平，较大幅度的升级在季度结束后才上线；当季收入环比增长 4%，略低于此前指引中值。随着升级后的模型投入使用，公司 3Q26 收入指引对应环比增长 7%–8%，同时计入更高的训练及推理成本。模型升级的效果与投入强度，成为判断后续收入增长及利润率变化的关键。

Unity 同样通过 AI 改善广告变现。2Q26，公司战略 Grow 业务收入同比增长 63% 至 3.29 亿美元，集团收入同比增长 24% 至 5.46 亿美元，公司明确将 Grow 业务增长与 Vector 推动的广告网络扩张联系起来。

互联网平台无需依靠独立 AI 产品收费，也可以通过提高存量业务的商业化效率受益。腾讯 2Q26 营销服务收入同比增长 22% 至 436 亿元，公司将增长驱动归因于 AI 广告推荐模型升级、AIM+ 自动投放，以及微信生态内闭环营销能力的完善。其核心机制是将用户理解、广告匹配和转化环节结合，提高广告主投放效果，继而承接更多预算。

快手在可灵之外，同样已有广告业务受益迹象。2Q26 使用 AIGC 短视频营销素材的投放消耗同比增长超过 70%，在线营销收入同比增长 4.4%；公司持续将生成式推荐、智能出价及素材生成应用于营销流程。不过，同期集团调整后净利润由 56 亿元降至 39 亿元，广告及 AI 新业务的增量尚未抵消其他业务变化与投入压力。

■ 创作工具：AI 进入生产力场景，拓展付费用户与客单价空间

与需要组织采购和部署的企业软件相比，个人及小型商户使用的创作工具通常可以从单一任务切入，用户在体验效率改善后即可购买订阅。我们认为，产品使用效果直观、付费决策简便，是这类工具实现 AI 变现的主要优势。

美图通过生成式 AI 和工具订阅实现商业化。1H26，公司影像与设计产品收入同比增长 30.9% 至 17.7 亿元，占集团收入 80%；集团持续经营收入同比增长 22.1%，经调整归母净利润同比增长 39.5%。截至 2026 年 6 月末，AI 生产力应用 ARR 约 6.2 亿元，生产力应用付费用户同比增长 29.8% 至 235 万，且每付费用户平均收入较生活场景应用高约 50%。AI 应用从日常修图延伸至商业设计与内容生产，使美图进入付费价值更高的使用场景，并通过付费用户扩张带动核心业务增长。

股票推荐

- 1) **Datadog (DDOG US; 买入)**：我们认为数字化转型与云迁移的长期行业趋势不可逆，加之 Datadog 强大的交叉销售能力与海外扩张潜力，我们对其长期业务发展潜力持乐观态度，目标价为 274.0 美元，基于 3Q26E-2Q27E 收入的 19.9 倍 EV/Sales，与过去三年平均水平加两个标准差一致。
- 2) **微软 (MSFT US; 买入)**：我们看好微软长期结构性增长前景，AI 及数字化需求强劲支撑下公司 Azure 业务有望维持高速增长，且商业未完成订单（RPO）余额保持强劲增长为业务增长带来支撑；生产力和业务流程板块每用户平均收入持续提升印证 AI 变现稳步推进。我们认为，微软的资本开支投资所带来的可量化回报正在云业务和自有应用中变得愈发显著。我们基于 DCF 的目标价 634.2 美元对应 32 倍 FY27E 市盈率。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场按照香港证券及期货事务监察委员会对其获发牌进行受规管活动的监管框架，编写和在香港发布报告。本报告仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式、以任何目的，直接或间接向特定读者以外的人士翻版、复制、转售、转发及或发布本报告的全部或部分内容，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

若本重要披露的中英文版本存在歧义，概以英文版本为准。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。