

# 软件 & IT 服务

## 美国软件 NDR 要点总结：关注客户端增量价值创

我们近期举办了 Salesforce、ServiceNow、派拓网络与 Datadog 等多家软件公司的业绩后 NDR，围绕市场的关注点与担忧，我们总结核心要点如下：1) 应用软件层面，龙头公司认为相较于 AI 厂商，他们的竞争壁垒集中于企业数据、产品、企业级智能体部署、 workflow 治理能力等多个维度，且公司基于客户端增量价值创造的定价逻辑积极推动向混合制收费模式转型正在取得效果；2) 相对应用软件而言，网络安全和基础设施软件整体面临更低的 AI 替代性担忧，智能体安全及全域安全相关的布局为关注重点。近期软件板块在市场过度担忧后回归理性的过程中估值修复展现分化趋势，印证我们此前行业报告中的观点 ([链接](#))。我们重申此前判断：短期来看，基础设施相关的软件平台或将看到更快的 AI 相关客户带来的营收贡献的起量趋势从而更为有效缓解市场担忧，网络安全相关的软件公司不可替代性较强，应用软件公司需更多的证明其有基于结果收费的能力从而证明不可替代性。长期而言，板块估值或展现分化趋势，越像工具的 SaaS 厂商估值或越容易受到挤压，而越基于结果闭环/交易闭环/治理闭环的 SaaS 公司反而将有望受益于 AI 发展浪潮。建议关注有能力向混合收费模式转型、受益于生成式 AI 带动营收/订单增长重新加速的公司。推荐派拓网络 (PANW US) 和 Datadog (DDOG US)，并建议持续关注 Salesforce (CRM US) 和 ServiceNow (NOW US)。

■ **应用软件：以可靠性、强工作流理解能力提升客户端的价值创造。**在回应 AI 模型带来的竞争压力与替代效应时：1) Salesforce 指出公司已建立四大竞争壁垒，包括对客户数据及其隐含商业价值的深度理解与运用、成熟且开箱即用的数千种 workflow 产品、安全可靠的 AI 智能体体系、以及用户友好的智能体交互界面 (如 Slack)；2) ServiceNow 则强调其智能体解决方案跨部门的协调与整合能力 (如 Control Tower)，基于对不同部门 workflow 与数据的理解，公司能打造可靠的企业级 AI 智能体解决方案，而客户仅基于 AI 大模型 DIY 通常只能打造简单的、单一部门的 AI 智能体，且稳定性和可靠性面临较大的挑战。我们亦认为市场担忧过度，其低估了龙头企业应用软件厂商在数据、产品 (针对企业不同 workflow 场景) 和客户方面的积累，待订单/收入增长出现重新加速的明确信号时，板块估值有望回暖。

■ **推动向混合收费模式转型支撑长期营收增长。**关于 AI 智能体产品对 SaaS 传统基于席位收费的商业模式的挑战：1) Salesforce 目前已建立较为完善的混合收费模式，面向员工的智能体按席位收费，而面向顾客的智能体则按用量收费 (约为 0.1 美元/行动)，另外还面向企业提供不限席位与用量的企业智能体授权协议 (AELA)，并在 4Q 签订超 120 AELA 订单。公司指出客户对混合收费模式早期反馈积极，4QFY26 约 8 亿美元 Agentforce ARR 中面向员工/顾客的智能体大约各占一半；2) ServiceNow 则指出公司目前尚未看到 AI 智能体对于公司席位产生负面影响，相反公司 4Q25 月活跃用户数增长健康 (同比增长 25%)，同时公司亦在积极向混合收费模式转型，目前少量客户在超出 Pro Plus 基础用量额度后开始增购增值包。

■ **软件企业内部 AI 应用持续推进助力提效。**各家公司亦积极运营 AI 提升内部经营效率，有望支撑利润率：1) Salesforce：典型内部 AI 应用场景包括公司官方客服网站以及销售线索挖掘；2) ServiceNow：AI 让内部用户约 90% 的 IT 需求可自行解决、解决安全与风险事件的速度提升 7 倍，公司借助 AI 年化节省约 1 亿美元；3) Datadog 和派拓网络：公司均提及 AI 助力提升了公司的产品开发与集成效率。

优于大市  
(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

陆文韬, CFA

luwentao@cmbi.com.hk

郭书音

(852) 3916 3716

guoshuyin@cmbi.com.hk

1. [海外龙头 TMT 公司业绩启示 - 资本开支进一步上行, 半导体表现占优趋势或延续 - 5 Mar 2026](#)
2. [Salesforce \(CRM US\) - Inline 4QFY26 results: strong AgentForce momentum to support 2HFY27 reacceleration - 27 Feb 2026](#)
3. [Palo Alto Networks \(PANW US\) - Results beat: AI-related security brings new waves of growth opportunity - 20 Feb 2026](#)
4. [Datadog \(DDOG US\) - Robust usage growth to drive solid revenue growth outlook - 11 Feb 2026](#)
5. [ServiceNow \(NOW US\) - 4Q25 results: solid AI business and margin expansion - 30 Jan 2026](#)
6. [Microsoft \(MSFT US\) - Results beat: long-term structural growth story remains unchanged - 30 Jan 2026](#)
7. [美国互联网与软件 - 2026 展望: 应用持续起量, 关注投资回报周期 - 9 Dec 2025](#)

## NDR 要点总结及股票推荐

### Datadog (DDOG US; 买入; 目标价: 196.9 美元)

NDR 会议中, 公司提及其非 AI 客户的收入增长持续加速, 且 AI 客户群不断多元扩张, 安全产品具备较大发展潜力, 同时公司正通过“落地-扩张”模式深化对大型企业的渗透。尽管多项新产品如 Bits AI 和 LLM 可观测性仍处于早期阶段, 尚未对整体收入产生实质性的带动作用, 但客户反馈积极。公司对业务增长的可持续性持谨慎乐观态度, 并强调相对短期增长势头而言, 全年业绩指引是更可靠的参考。

1) 关于非 AI 客户的营收同比增速环比加速: 公司将其归因于健康的需求环境、持续的产品改进与创新, 以及市场进入执行能力的提升这三重因素的共同作用。在 AI 相关业务方面, AI 原生客户群在数量及支出上均持续增长和多元化。公司目前拥有约 650 家 AI 原生客户, 其中 19 家在 Datadog 的年度支出达到或超过 100 万美元。

2) 关于市场渗透与产品策略: 在财富 500 强公司中, Datadog 的渗透率目前为 48%, 但客户的中位支出仅为 50 万美元, 公司认为这表明通过“落地-扩张”模式存在较大的深度扩张空间。针对尚未覆盖的关键客户, 公司配备了专门的销售资源。应用性能监控 (APM) 和数字体验监控 (DEM) 产品组合的强劲增长 (合计 ARR 已达 10 亿美元) 主要得益于平台内部的交叉销售能力、持续的产品改进以及新增功能。

3) 关于毛利率波动: 公司认为尽管过去一年毛利率出现一些波动, 但基本稳定在 80% 上下。公司已通过内部提升效率的措施推动毛利率回升, 并强调其业务构建是基于服务所有客户的平台成本结构, 而非围绕单一客户行为。

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 196.9 美元, 基于 16.3 x 2026 年 EV/Sales, 处于近两年均值加一个标准差水平。评级为“买入”。

### 派拓网络 (PANW US; 买入; 目标价: 222.7 美元)

NDR 会议中, 公司提及当前的业务布局围绕三大核心平台展开: 网络安全运营、可观测性与安全运营以及身份安全。未来 12-24 个月, 公司将重点推进 CyberArk 的整合与执行落地, 在此基础上拓展身份安全和 AI 安全产品。近期收购的 KOI 专注浏览器扩展领域, 为公司补充技术与人才。公司预计可预期的未来每年将以公司市值的 1% 以内投入小规模并购, 以强化创新力, 而非进行 CyberArk 级别的大型整合性收购。总体目标是打造一个覆盖网络、身份与可观测性的通用 AI 安全平台。

1) 在关于 SASE 业务的营收同比增长环比加速, 公司表示 SASE ARR 已突破 15 亿美元, 同比增长约 40%, 其目前为该领域第二大厂商, 同时保持业内最快增速。增长主要得益于两方面: 一是客户逐步汰换疫情期间快速部署的旧方案; 二是 SASE 与网络安全产品整合后带来的统一架构与策略优势。未来公司将继续巩固领先地位, 目标维持超越整体市场增速。

2) 对于市场关注的 Prisma AIRS, 公司表示该产品作为新一代 AI 工作负载安全解决方案, 已吸引超过 100 家客户。该产品用于检测和保护与 LLM、Agent 及 MCP 之间的全部 AI 流量。现有的约 1.25 万家软件防火墙客户可直接平滑迁移至 AIRS, 实现低摩擦采用。采用防火墙产品同时使用 AIRS 解决方案的客户平均单客户支出较仅部署防火墙产品时提升约 30%。随着企业级 AI 应用的生产化落地, AIRS 的合同价值和客户数预计将持续增长。整体而言, 其增长路径与 XSIAM 产品起量初期相近甚至更优, 未来具备放量潜力。

我们看好派拓网络是生成式人工智能时代的主要受益者之一，因随着人工智能相关部署规模的扩大，安全需求应有望稳步增长，且在智能体快速普及的背景下，公司或反而具备更强的不可替代性。派拓网络已分别于2026年1月29日、2月11日完成对Chronosphere和CyberArk的收购，我们认为此举有助于强化公司在AI时代的产品布局。将收购并表影响纳入考量，我们预计公司FY26营收/non-GAAP净利润将分别增长22%/21%，自由现金流利润率为37.0%，财务表现持续符合“50法则”，有望为估值提供支撑。我们的目标价为222.7美元，基于14.6倍的EV/sales，与三年平均EV/S加2倍标准差水平相当。“买入”评级。

### Salesforce (CRM US; 买入; 目标价: 320.0 美元)

NDR会议中，公司提及其混合定价模式获得市场正面反馈，AgentForce业务增长迅猛，ARR已达约8亿美元。公司通过“四大系统”（情境、 workflow、智能体、互动）的深度集成，构建深厚的竞争壁垒，有效抵御来自AI大模型的竞争。公司内部AI应用已带来显著效率提升，在客户服务、销售线索、产品研发等多方面取得积极效果。

1) 关于AI大模型竞争：Salesforce通过集成“四大系统”构建护城河：a) 情境系统包含企业数据和语义，让AI智能体能够深入理解企业数据的价值并做出判断；b) 工作流系统内置数千个现成工作流，使智能体能够自主执行任务；c) 智能体系统帮助企业构建可靠稳定的AI智能体；d) 互动系统以Slack为核心，提供自然的智能体交互界面，同时支持短信、语音等多渠道。

2) 关于收费模式的改变：Salesforce的智能体产品已建立三种主要收费方式：面向员工的智能体按每用户每月订阅；面向顾客的智能体采用按用量的收费模式，每个动作对应约0.10美元，客户可预先承诺用量或按需付费，多数选择前者以获折扣。此外，公司新推出的企业智能体许可协议(AELA)提供无限席位与无限用量，4QFY26已签约超120份4QFY26 Agentforce ARR约8亿美元，其中面向员工的智能体与面向顾客的智能体各占约一半。

尽管投资者担忧AI大模型厂商导致竞争加剧，并引发SaaS板块整体估值下移，我们仍看好AgentForce增长势头，2HFY27收入增长提速有望支撑投资者情绪和估值修复。我们的目标价为320.0美元，基于15倍FY27E EV/EBITDA。

### ServiceNow (NOW US; 买入; 目标价: 215.0 美元)

NDR会议中，公司提及其AI智能体产品正积极向混合定价模式转型，新的定价模式有效平衡客户预算的可预测性与公司变现能力。竞争方面，公司强调其智能体解决方案跨部门的协调与整合能力，基于对不同部门工作流与数据的理解，公司能打造可靠的企业级AI智能体解决方案，而客户仅基于AI大模型DIY通常只能打造简单的、单一部门的AI智能体，且稳定性和可靠性面临较大的挑战。

1) 关于AI大模型竞争：ServiceNow指出其差异化核心在于其平台不仅生成智能，更能让智能体对复杂的跨部门工作流采取行动，叠加公司超20年的工作流数据积累，使公司能够将概率性AI转化为确定性结果。相比之下，AI初创公司只能构建简单的智能体产品，难以部署企业级的AI智能体。

2) 关于收费模式的改变：公司AI智能体采取按席位与用量相结合的混合收费模式，受到客户积极反馈，按席位的收费模式提供预算的可预测性，按用量的收费模式让公司在客户实现价值后获取增量收入机会。目前大多数客户仍处于AI部署早期，但已有客户在消耗完初始用量额度后大幅增购。公司目前尚未观察到AI智能体对席位增长造成压力，4Q25公司月活跃用户同比增长25%，长期看按用量收费的部分有望补偿可能的席位压力。

3) 关于近期对 Armis 和 Veza 的收购，公司旨在构建 AI 智能体时代所需的安全三要素：可视化 (Armis)、身份 (Veza) 和协调整合 (ServiceNow)。收购进一步增强公司在网络安全和身份授权领域的布局，扩大了在安全和风险市场的机遇，该业务年度合同价值已超 10 亿美元。

我们认为市场担忧过度，公司 4Q25 AI 产品进展积极，Now Assist 年度合同金额突破 6 亿美元，且稳步向 FY26 年末 10 亿美元的目标迈进，有望推动公司长期收入增长。我们的目标价为 215.0 美元，基于 40 倍 FY26E EV/EBITDA。

## 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编写，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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律或赔偿责任。任何使用本报告信息所作的投资决策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，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，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。

#### 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。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。