

美股AI应用： 在加速落地中分化

行业投资评级：强于大市 | 维持

陈涵泊/李佩京/王思

中邮证券研究所 人工智能团队

中邮证券

发布时间：2025-08-21

- **复盘今年美股AI Agent标的市场表现，以1月至2月中旬模型平权以及4月初的关税波动为节点划分为三段式波动，前两个阶段跟随行业β同涨同跌偏多，第三阶段随AI货币化进程走出个股差异行情。**
 - 阶段一（1月至2月中）：24年底AI应用公司超预期业绩释放未来乐观预期，叠加25年初生成式AI和Agent技术的范式变革，美股Agent该阶段**普遍录得不错表现**。
 - 阶段二（2月中至4月初）：此阶段关税的预期和落地、美联储降息延后等对行业风偏产生显著负面影响，Agent标的估值折损或为此阶段**普跌**的重要原因。
 - 阶段三（4月初至今）：关税影响边际递减，行业初创公司ARR加速放量，美股Agent能否借**AI放量或提价**，成此阶段**行情分化**关键。AI初创公司ARR放量时间显著缩短，例如Anthropic年化收入0→1、1→2、2→3亿美元分别为21、3、2月，创收能力快速提升；AI建站工具Lovable仅8个月内便达到1亿美元ARR。
- **年初至今表现突出的标的主要分为两类，核心均与AI赋能量增或价涨相关。**一类是以PLTR为代表的toB企业，其股价走强的核心逻辑在于AI产品深度赋能主业（如AI提升服务效率，或拓展高价值客户场景），直接推动营收规模快速增长，这一特征在toB领域因商业场景更易落地而表现得尤为显著。另一类则是以Spotify为代表的toC企业，它们借助AI优化产品体验（如精准推荐、个性化升级），为提价提供用户认可的价值支撑，进而改善利润率，成为股价上涨的重要推力。
 - Palantir (AI放量：年初至8月11日，股价+141.5%)：2023年推出AIP平台后，开启订单业绩高增期。2025Q2总收入达到10.04亿美元，同比+48%。
 - Spotify (AI提价：年初至8月11日，股价+54.1%)：AI功能加持下，产品提价推动ARPPU与利润率逐季改善。23-25年三年内，Spotify产品提价三次。25Q2，Spotify实现经营利润4.06亿欧元，同比增长53%；经营利润率达到9.7%，同比提升2.7pct。
 - Applovin (AI放量：年初至8月11日，股价+43.8%)：Axon AI基于价值交付，带动广告收入放量增长。自23Q3开始，Applovin的广告业务收入维持60%以上高速增长。
 - SAP (AI放量：年初至8月11日，股价+17.7%)：Business AI成为订单成交重要手段，驱动云业务快速增长。SAP 25Q2超一半的云订单包含AI用例，实现营收90.27亿欧元，同比增长8.9%，其中云收入51.3亿欧元，同比增长28%。
- **表现不佳的公司则受AI相关问题拖累，未兑现AI价值创造预期：**1) AI与主业协同不足，难成第二增长曲线（如未转化为用户或收入增量）；2) 前期AI投入过大推高成本，短期拖累利润率。例如Salesforce FYQ1，与AI和Agentforce关联度高的平台云及数据分析板块表现强劲，增速超预期约5pct和4pct，且较上季明显提速；但销售、客服和营销等传统IT支出板块增速环比放缓，均不及预期。此外，利润或受AI前置投入影响，季度环比增幅放缓。年初至8月11日，其股价累计下跌30.2%。
- **投资建议：**复盘美股年初至今的表现，我们认为可通过两个逻辑选取A股相关标的：1) 当前更普遍的增长逻辑在于AI赋能传统公司实现主业放量，这一点可通过AI相关收入、订单在公司整体收入或订单中的占比来跟踪判断；2) 公司借助AI推动内部降本增效或产品涨价、改善盈利能力。建议关注的具体标的见正文。
- **风险提示：**技术迭代不及预期、国内AI Agent商业化进展不及预期、算力供应不及预期、行业竞争加剧风险等。



目录

- 一 | 美股Agent三段式波动，后关税期随货币化进度分化上涨
- 二 | 模型、技术、成本与用户共振，Agentic AI迎 ARR爆发期
- 三 | 美股Agent：AI赋能主业，货币化能力呈分化
- 四 | 投资建议与风险提示



美股Agent三段式波动，后关税期随货币化进
度分化上涨

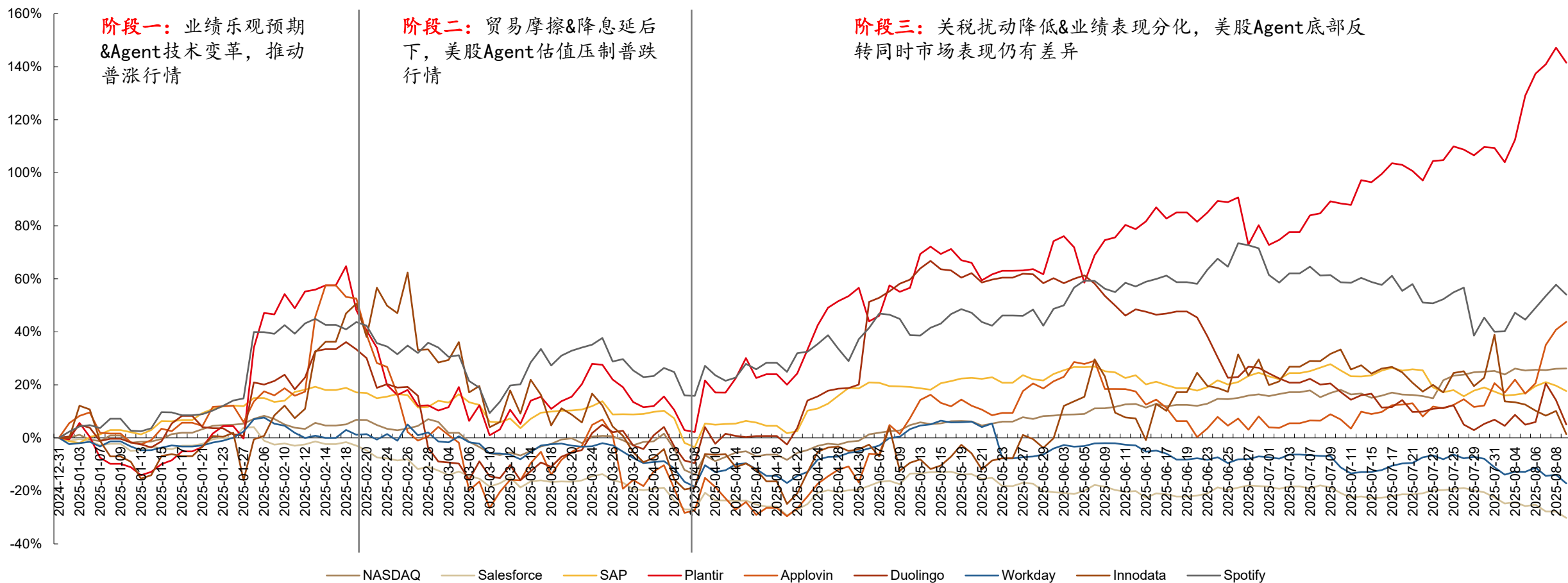
1 美股Agent三段式波动，后关税期随货币化进度分化上涨

- 复盘今年美股AI Agent标的市场表现，以1月至2月中旬模型平权以及4月初的关税波动为节点划分为三段式波动，前两个阶段跟随行业β同涨同跌偏多，第三阶段随AI货币化进程走出个股差异行情。
- 阶段一（1月至2月中）：24年底AI应用公司超预期业绩释放未来乐观预期，叠加25年初生成式AI和Agent技术的范式变革，美股Agent该阶段普遍录得不错表现。
 - 1) 根据中国金融信息网，从24年底美股软件公司披露的三季报来看，营收超一致预期的比例升至超50%，以AppLovin为代表的美股软件股基本面向好推动10月以来美股软件股板块持续强势，Agent的货币化以及基础软件AI相关收入的加速落地也让市场进一步判断后续业绩有增量空间。
 - 2) 25年1月，OpenAI发布Operator智能体，可通过屏幕截图分析完成复杂任务（如填写表格、订购杂货等），无需依赖API接口；国内DeepSeek发布R1模型，以低成本、高性能、开源等特征掀起大模型普惠热潮，降低AI落地门槛。
 - 3) 除Salesforce、Workday等股价表现较为平稳外，Plantir、Applovin等均走势较佳，二者年初至2月中股价累计最高涨幅分别为64.9%、57.53%。
- 阶段二（2月中至4月初）：此阶段关税的预期和落地、美联储降息延后等行业风险偏产生显著负面影响，Agent标的估值折损或为此阶段普跌的重要原因。
 - 1) AI政策风险成为此阶段估值压制的重要因素。a) 特朗普政府于2月21日发布《美国优先投资政策》，强化对华投资限制，重点针对AI、半导体等战略领域，要求CFIUS（美国外国投资委员会）对中资交易实施“默认禁止”。这一政策直接冲击了美国AI企业的国际合作预期，尤其是依赖中国市场或技术的公司。b) 4月2日，美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。
 - 2) 宏观环境面临降息延后预期和市场情绪共振，进一步压制Agent标的市场表现。自1月底会议以来，美联储连续多次维持联邦基金利率不变，同时提到“经济前景的不确定性增加”。我们认为，一方面，利率维持不变打消了此前的降息预期，影响市场情绪；另一方面，降息决定与宏观经济不确定关联一起，或带来了美国经济健康度的负面预期，进一步打压市场情绪。
 - 3) 年初至4月8日，Salesforce、SAP、Applovin、Doulingo、Workday、Innodata股价均录得负向增幅，分别为-27.0%、-3.5%、-27.3%、-9.5%、-18.4%、-18.5%。
- 阶段三（4月初至今）：随着后期关税影响边际递减，行业内初创公司ARR放量速度逐步加快，此阶段美股Agent行情分化的关键，在于其能否借助AI实现放量或提价。
 - 1) 4月9日，美国调整关税政策，悲观预期减缓。特朗普政府于4月9日调整政策，宣布对大部分贸易伙伴暂缓实施高额关税90天，但维持10%的基准关税不变。进入7月，美国关税政策进一步变化。美国总统特朗普于7月7日正式签署行政命令，将原定于7月9日生效的“对等关税”政策实施日期延后至8月1日。
 - 2) 美股AI商业化进展存在差异，AI量价提升逻辑逐渐演绎出差异化行情。大多数如Palantir、Applovin、SAP等toB公司由于AI使收入端超预期增长，亦有如Spotify等toC公司由于AI驱动提价带来的利润率连续改善。

1 美股Agent三段式波动，后关税期随货币化进度分化上涨

- 整体而言，当前美股Agent板块对AI的定价逻辑已从“讲故事”转向“看实效”：市场更关注AI能否真正转化为营收增长的加速度、利润率改善的能见度，以及与商业模式的适配度，这也成为区分标的表现的核心标尺。

图表1：今年以来美股Agent股价涨幅复盘



二

模型、技术、成本与用户共振，Agentic AI迎ARR爆发期

- 2.1 模型：Agentic能力内置于LLM，AI Agent每7个月能力翻倍
- 2.2 技术：MCP+A2A驱动Agentic AI，AI应用蜕变为“数字员工”
- 2.3 成本：开闭源性能收敛，推理成本指数级下降
- 2.4 用户：AI价值取得认同，渗透率提升带动token消耗快速增长
- 2.5 AI初创公司迎来ARR时刻，货币化进程显著加快

2.1.1 模型：Agentic能力内置LLM，迈向Agent深度渗透时代

- **Agent时代的大模型，正通过强化推理能力、提高工具调用水平、增强记忆机制等方式，使得Agent能力向SOTA模型内化。**根据Z Potentials，OpenAI的o3、o4-mini与Anthropic的Claude 4（Opus 4/Sonnet 4）代表了当前AI Agentic能力内化的前沿。
- **工具链深度内化。**1) 端到端工具调用：均将工具使用能力（搜索、代码执行、图像操作）融入模型推理链：o3通过CoT（思维链）自动生成代码调用工具（如裁剪图片、爬取网页），无需预设API；Claude 4通过RLVR（可验证奖励强化学习）优化工具调用逻辑，确保代码执行结果可验证（如SWE-bench代码修复准确率80.2%）。2) 多模态工具融合：Claude 4原生整合文本/图像/音频输入，支持沙箱代码运行与图表生成；o3支持图像融入CoT进行旋转、定位分析。
- **长程任务与记忆机制。**1) 持久化执行：突破传统模型任务时长限制：Claude 4可连续运行7小时（如税务申报、开源项目重构）；o3支持异步处理，允许用户关闭设备后任务继续执行。2) 外挂记忆模块：Claude 4的Prompt Cache缓存1小时内的上下文；o3通过文件与Memory读取实现跨任务状态保留。

图表2：OpenAI和Anthropic将Agentic能力内置于LLM



O3 & O4-mini 的突破和方向

- ◆ **o4-mini 通过 Chain-of-Thought (CoT) 机制将工具调用能力直接内化到模型推理中。**用户只需提出任务，模型自动规划工具调用步骤（如网络搜索、代码执行、图像分析），并以代码形式生成操作逻辑，无需预设工作流
- ◆ **多模态工具融合：**图像、文件等非文本输入可直接嵌入思维链，例如分析模糊图片时自动裁剪关键区域，或调用 Python 可视化数据

ANTHROPIC

Claude 4的突破和方向

- ◆ **可验证奖励强化学习 (RLVR)：**在编程、数学等可验证领域，模型通过清晰奖励信号（如代码通过率、答案正确性）优化行为，减少幻觉
- ◆ **工程化可控设计**
 - ✓ **计算资源滑动条：**开发者可手动调节单次查询的 token 处理量，平衡成本与效果
 - ✓ **沙箱环境与记忆机制：**支持本地代码执行（Claude Code CLI）和跨会话记忆缓存（Prompt Cache），确保复杂任务如税务申报可连续执行 7 小时不中断

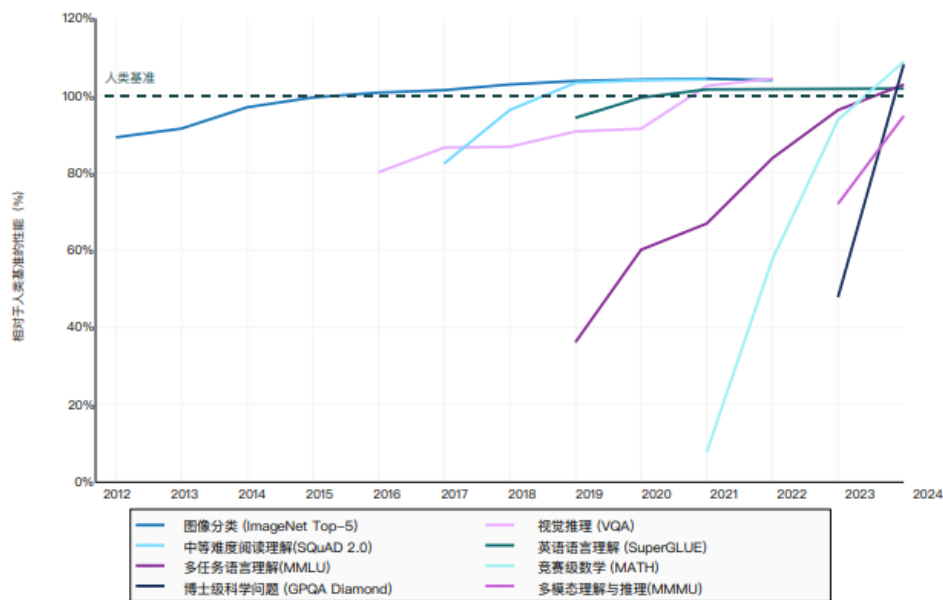
资料来源：Z Potentials微信公众号，中邮证券研究所

2.1.1 模型：Agentic能力内置LLM，迈向Agent深度渗透时代

- 我们认为，用户对Agent的信赖度，直接且深刻地锚定于其底层大模型的双重能力：卓越的性能水平与坚实的可靠水平，当前已有显著突破。
- 性能水平：根据斯坦福《2025年人工智能指数报告》，除多模态理解与推理，人工智能已在多数任务中超越人类水平。从主流的Agentic AI产品来看，用户任务完成率已达到较高水平。根据FirstPageSage，评估智能体系统在复杂的多步骤任务上的性能，Claude Computer、AutoGPT、OpenAI Code Interpreter任务完成率（无人干预）分别为86%、81%、73%。

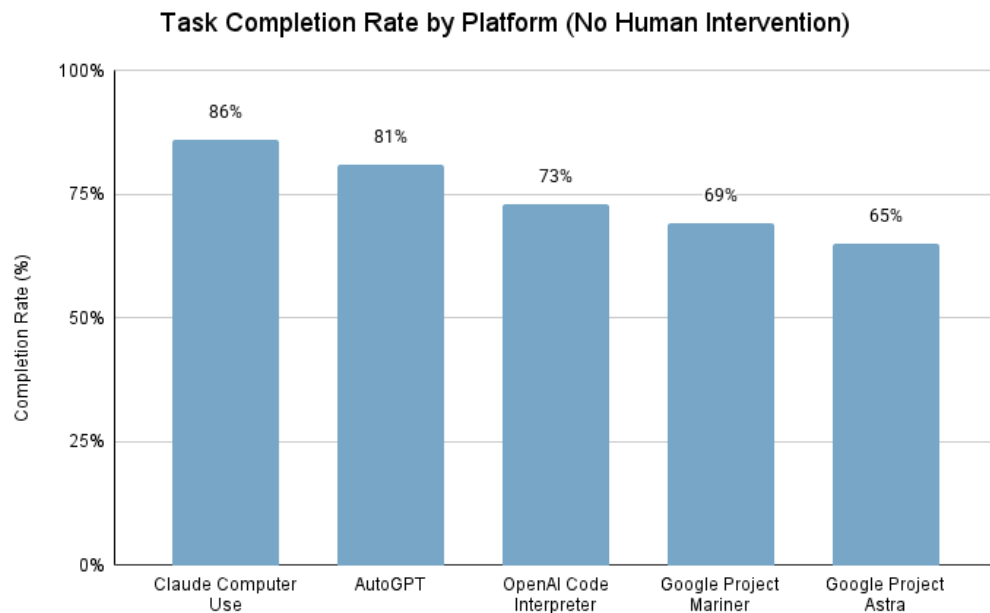
图表3：选定的人工智能指数技术性能比较基准与人类表现对比

资料来源：2025年人工智能指数 | 图表：2025年人工智能指数报告



资料来源：斯坦福《2025年人工智能指数报告》，中邮证券研究所

图表4：主流Agentic AI任务完成率较高



资料来源：FirstPageSage，中邮证券研究所

2.1.1 模型：Agentic能力内置LLM，迈向Agent深度渗透时代

- 我们认为，用户对Agent的信赖度，直接且深刻地锚定于其底层大模型的双重能力：卓越的性能水平与坚实的可靠水平，当前已有显著突破。
- 可靠水平：大模型故障发生率与幻觉水平正在加速下降。根据斯坦福《2025年人工智能指数报告》，基于语言模型的智能体故障发生率从GPT-3.5的62%下降至GPT-4的39.4%；根据Vectara，大模型幻觉发生率从o1-mini的1.4%下降至o3-mini-high的0.795%和gemini-2.0-flash的0.7%。

图表5：基于语言模型的智能体故障发生率

资料来源：Ruan 等，2024| 图表：2025 年人工智能指数报告

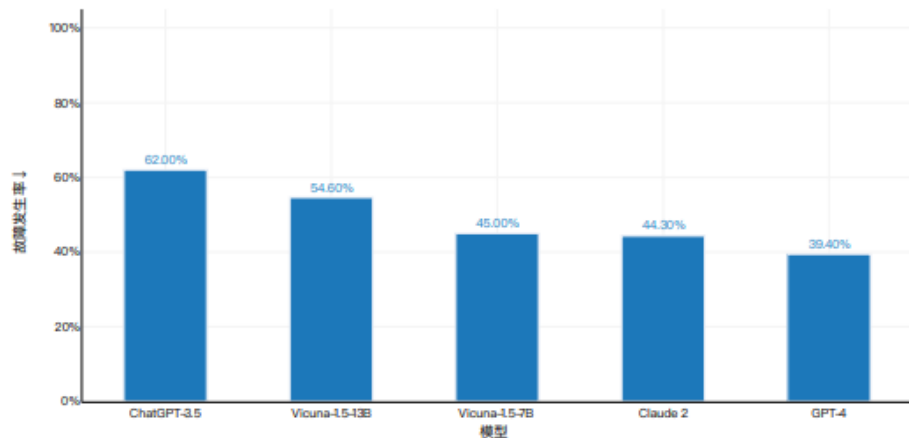
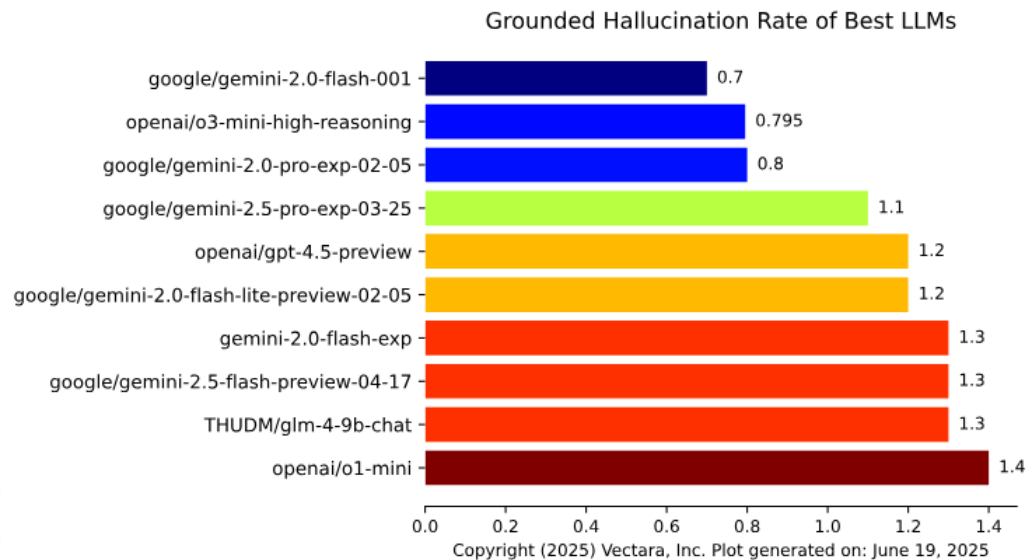


图 3.10.218

资料来源：斯坦福《2025年人工智能指数报告》，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表6：大模型幻觉率出现下降

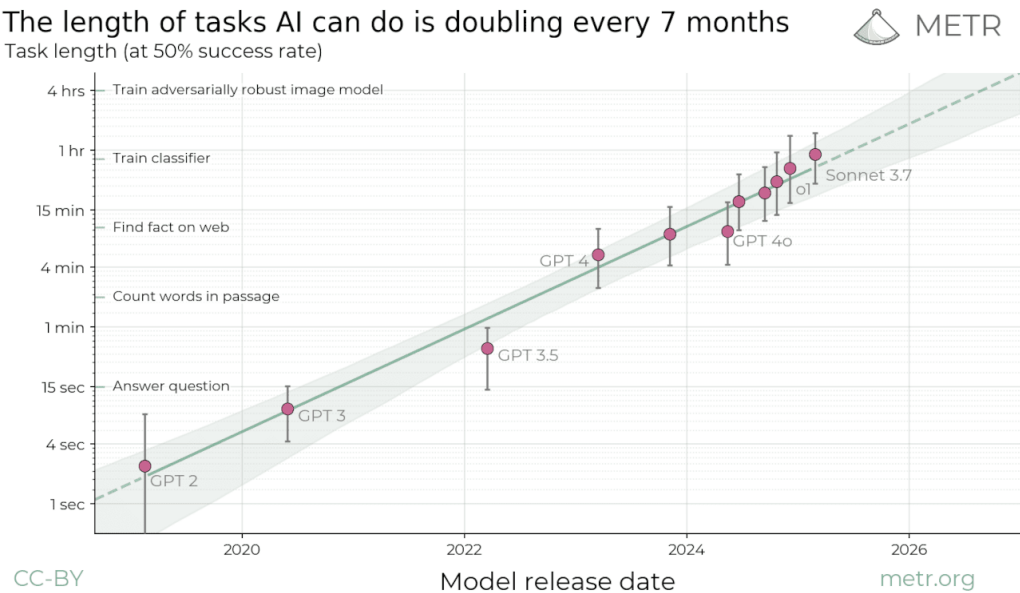


资料来源：Huggingface，中邮证券研究所

2.1.2 模型：AI Agent摩尔定律，每7个月能力翻倍

➤ **AI Agent摩尔定律：每7个月AI Agent能够完成任务长度（人类完成该任务所需时间）能力翻倍，2030年前AI Agent有望自主完成人类所需1个月时间的复杂任务。**根据METR的研究，以50%成功概率为标准，Agent完成的任务长度（人类完成任务所需时间）呈指数级增长，在过去六年中（2019-2025），大致每7个月翻倍。METR测算，当前最先进的模型之一Sonnet 3.7大致可完成人类所需1小时的任务。如果延续过去6年AI能力趋势，2030年前Agent有望以50%可靠性完成长达1个月的任务。

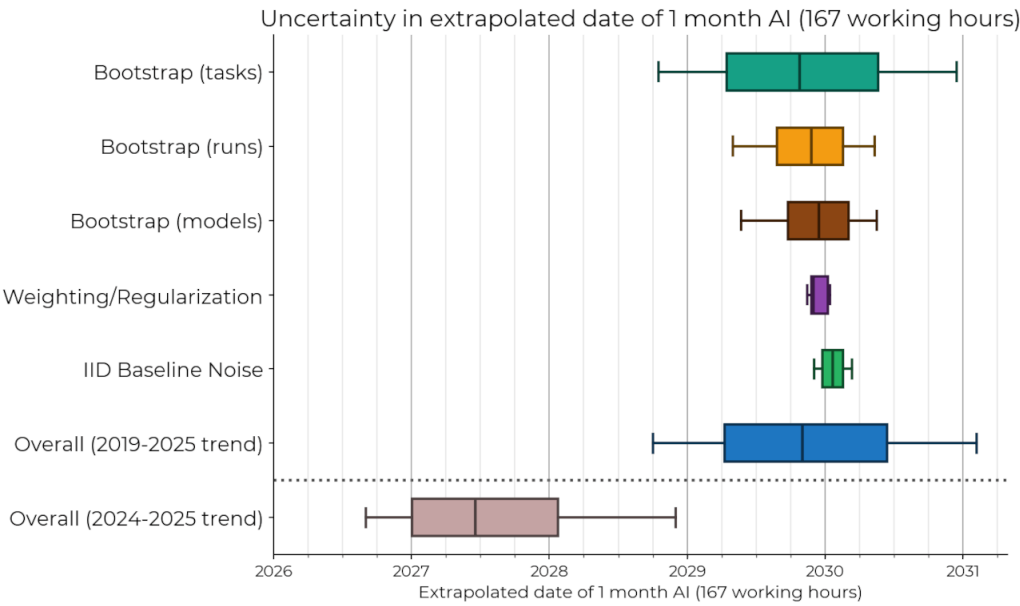
图表7：AI Agent能完成的任务长度每7个月翻一倍



资料来源：METR，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表8：Agent合适能完成1个月任务的时间点预测



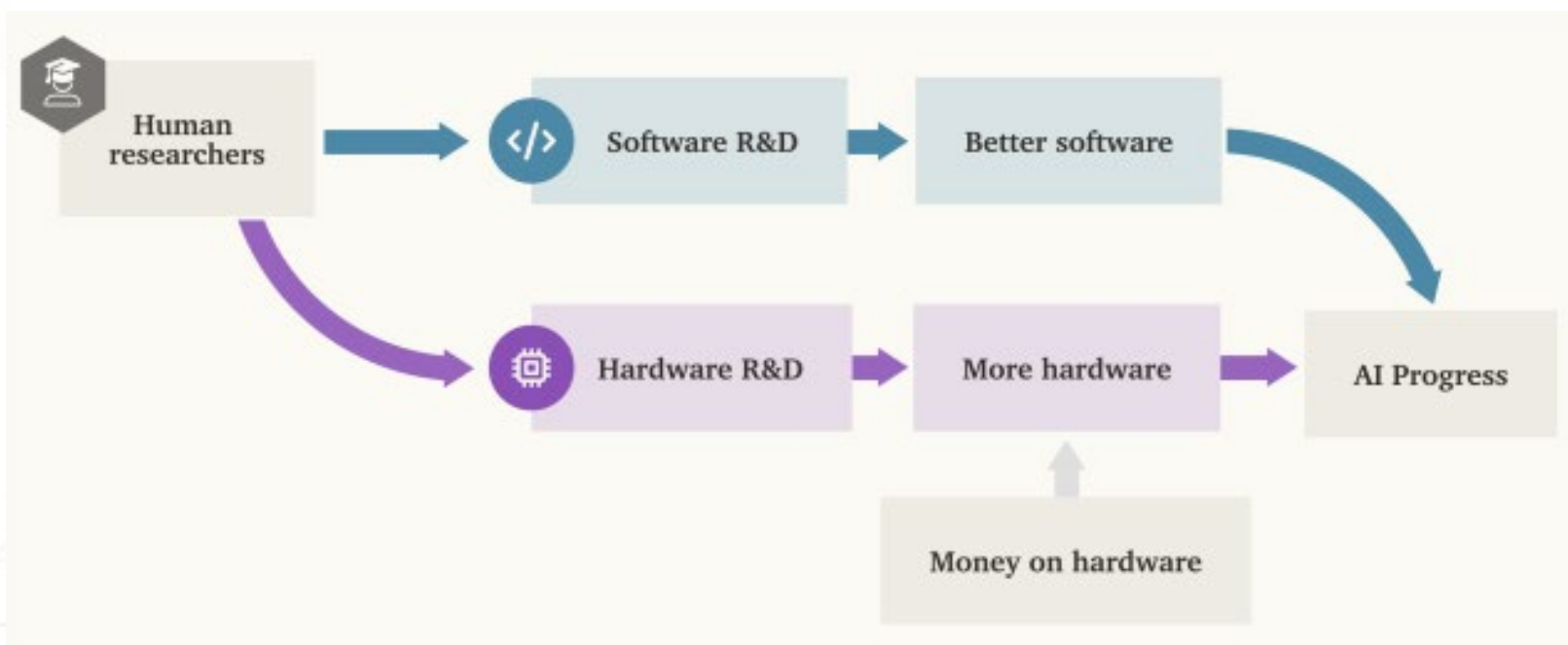
资料来源：METR，中邮证券研究所

2.1.2 模型：AI Agent摩尔定律，每7个月能力翻倍

➤ 究其原因，LLM软硬件的突破系Agent Scalling Law出现的重要原因。

- 1) 硬件：更多算力和更多数据。在算法和数据没有变化的情况下，只依靠算力规模的提升就可以带来模型能力的增强。有两种方法增加AI系统算力：a) 花费更多资金购买更强的计算资源；b) 开发出更高效的硬件，使相同成本下的算力更强。
- 2) 软件：开发更好的AI模型，可通过AI 技术范式，系统架构，训练算法，数据获取，参数调整，fine-tuning等方法。AI软件进步可分为两类：a) 效率改进，新AI系统执行与之前AI系统大致相同的任务时，计算成本更低；b) 能力改进，新AI系统能够完成之前系统完全无法做到的任务，或在相同任务上表现得更为出色。

图表9：LLM软硬件突破带来Agent的Scalling Law

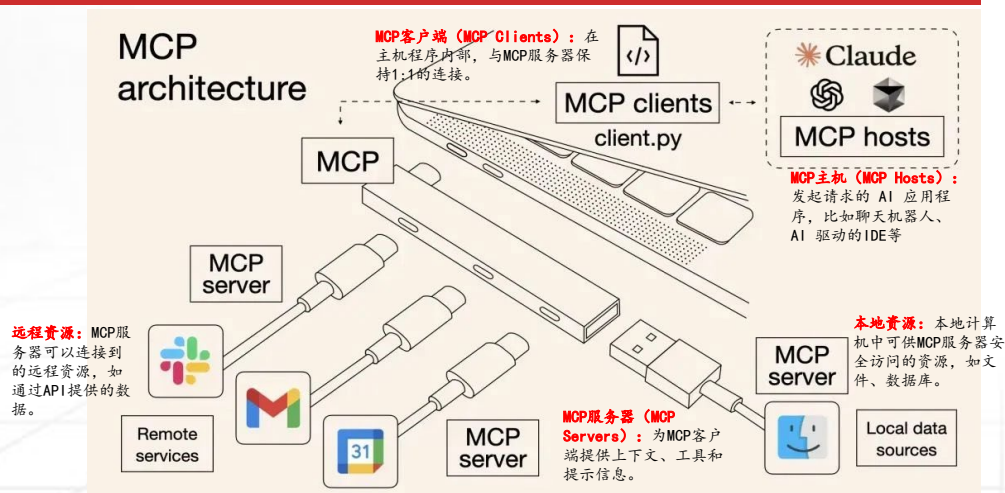


资料来源：Daniel Eth & Tom Davidson 《Will AI R&D Automation cause a Software Intelligence Explosion?》，中邮证券研究所

2.2 技术：MCP+A2A驱动Agentic AI，AI应用蜕变为“数字员工”

- 我们认为，在Agentic AI时代，MCP+A2A成为打通AI Agent的“最后一公里”，加速Agent从“单点工具”向“数字员工”的跃迁，降低工具调用成本，推动从“个体能力”到“群体能力”。MCP解决了大模型/Agent工具/数据调用问题，大大降低了Agent开发门槛；而A2A作为MCP的补充，解决了大模型/Agent互为孤岛的问题，使得不同Agent之间可相互通信，协调完成任务。
- 模型上下文协议（MCP）是2024年底由Anthropic提出的开放标准，旨在为AI模型与外部工具之间建立安全、双向的连接。在MCP出现之前，AI集成工具可能要针对每个工具进行定制开发，缺乏统一标准，集成效率低，而MCP协议提供了一个可插拔、可扩展的框架，允许AI无缝对接数据源、文件系统、开发工具、Web浏览器等外部系统，使得AI的能力更容易被拓展。
- 2025年4月9日，谷歌发布Agent2Agent（A2A）开源协议，这是首个专为AI代理互操作性设计的开放标准。该协议为不同类型的智能体之间搭建了一座高效沟通与协作的桥梁，无论是独立Agent与独立Agent、独立Agent与企业Agent，亦或是企业Agent与企业Agent，都能借助该协议实现通信交互和事务协作。

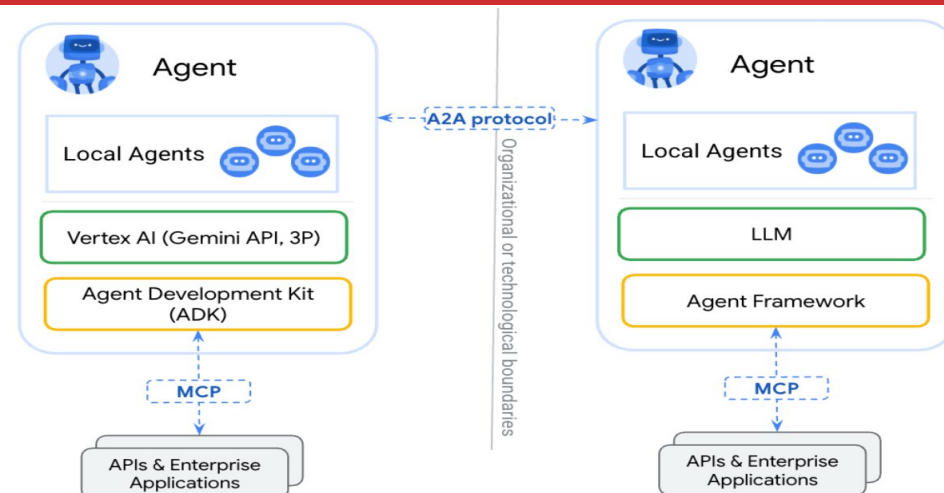
图表10：MCP架构示意图



资料来源：阿里云开发者微信公众号，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表11：MCP与A2A协作完成Agent任务

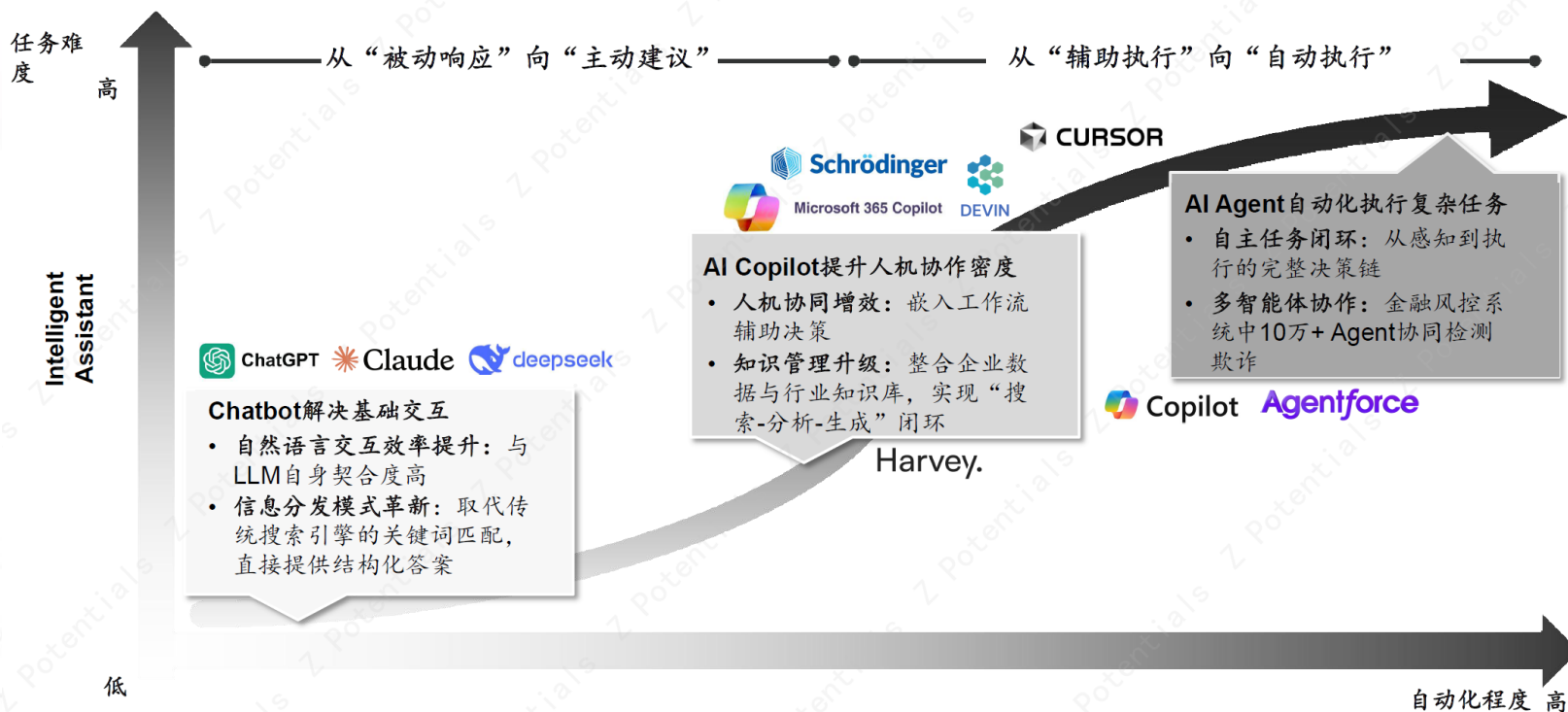


资料来源：Agent2Agent Protocol (A2A)官网，中邮证券研究所

2.2 技术：MCP+A2A驱动Agentic AI，AI应用蜕变为“数字员工”

- **AI能力在进化，可以实现更高的任务难度&自动化程度。**根据Z Potentials，在GPT moment的三年内，主流的AI应用形态经历了Chatbot到AI Copilot到 AI Agent的变化，人机交互的范式也在由人机关系从“主从式”转向“伙伴式”。
- **AI数字员工随着Agent自动化水平提升加速到来。**据Gartner预测，到2028年，33%的企业软件应用将包含代理式人工智能，而2024年这一数字不到1%；且至少15%的日常工作决策将通过人工智能代理自主做出（这一比例在2024年尚为0%）。

图表12：AI应用转型为主动式Agent

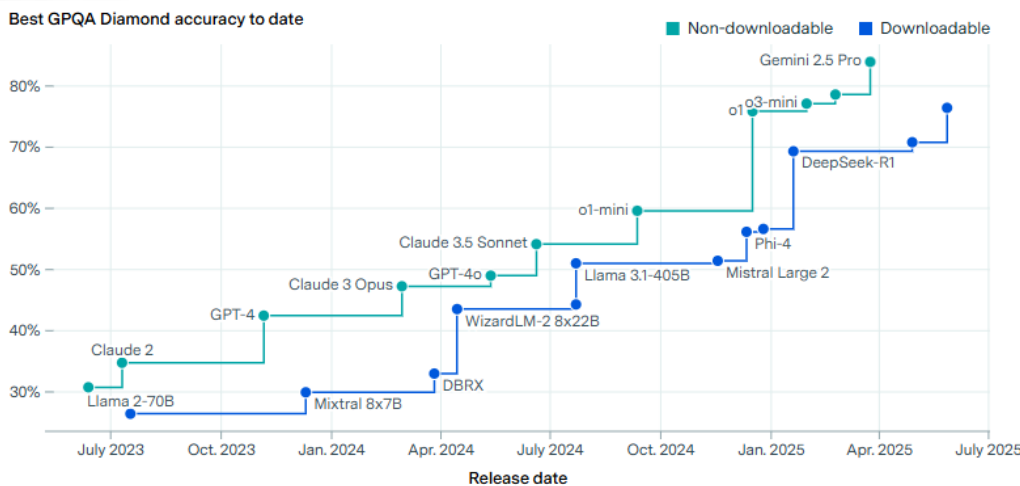


资料来源：Z Potentials微信公众号，中邮证券研究所

2.3 成本：开闭源性能收敛，推理成本指数级下降

- 开源模型性能逐渐与闭源模型趋同，进一步降低大模型部署成本，推动大模型普惠发展。
- 25年1月，DeepSeek R1发布即开源，性能比肩 OpenAI o1 正式版，API价格大幅下降。服务定价为每百万输入tokens 1元（缓存命中）/ 4元（缓存未命中），每百万输出tokens 16元；与之对比，GPT o1 API服务定价为每百万输入tokens 55元（缓存命中）/ 110元（缓存未命中），每百万输出tokens 438元。
- 25年4月，阿里开源8款不同尺寸的全新一代混合推理模型Qwen3，在推理、工具调用、指令遵循及多语言能力等方面显著提升。根据IT之家，相较之下，千问3的部署成本仅为满血版DeepSeek-R1的25%至35%，仅需4张H20 GPU便能部署完整功能的千问3模型，显存占用量仅为同类性能模型的三分之一。
- 实现特定性能水平的推理成本已显著下降，单位美元获得的人工智能性能已大幅提高。Epoch AI估计，根据任务不同，大语言模型的推理成本正以每年9至900倍的速度下降。例如，在MMLU测试（评估语言模型性能的常用比较基准）中达到GPT-3.5水平的模型，其推理成本从2022年11月的每百万词元20美元降至2024年10月的0.07美元（Gemini-1.5-Flash-8B），约1.5年内下降超280倍。

图表13：开源模型性能表现紧随闭源模型

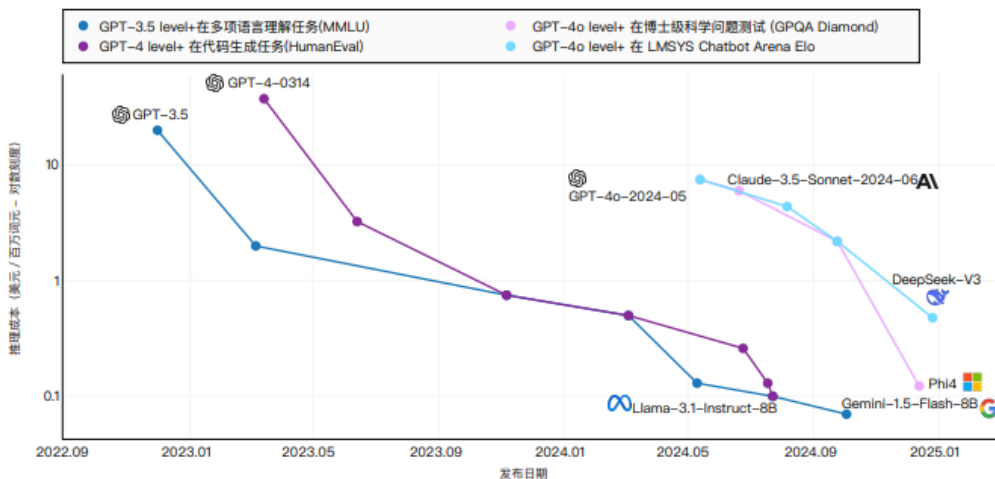


资料来源：Epoch AI，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表14：2022-2024 年选定的比较基准的推理成本

资料来源：Epoch AI, 2025; Artificial Analysis, 2025 | 图表：2025 年人工智能指数报告

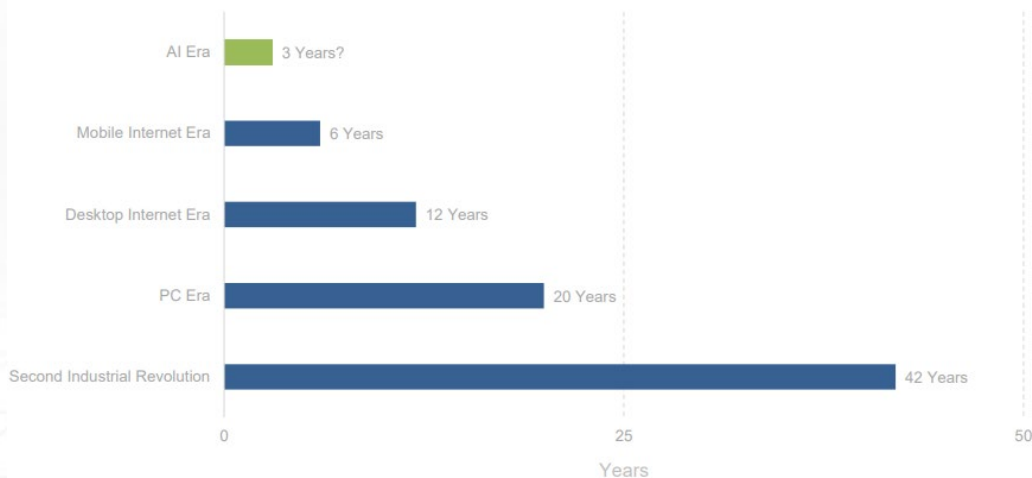


资料来源：斯坦福《2025年人工智能指数报告》，中邮证券研究所

2.4 用户：AI价值取得认同，渗透率提升带动token消耗快速增长

- 根据摩根斯坦利，AI家庭渗透率达到50%或仅需3年，而上一轮移动互联网时代经历了6年时间。由此可以推断，AI所带来的价值有望加速到来，用户AI使用习惯或在Agent功能完善下逐步增强。根据斯坦福《2025年人工智能指数报告》，人工智能的使用达到前所未有的水平。2024年，受访企业报告采用人工智能技术的比例从2023年的55%跃升至78%。同样，在至少一项业务职能中使用生成式人工智能的受访者数量增长逾一倍——从2023年的33%上升至2024年的71%。
- 除渗透率提升外，用户对AI粘性、AI使用时长迎来拐点。从ChatGPT用户使用时长来看，移动端日活使用时长从3月的20分钟左右增长至当前的29分钟，超过了传统照片分享应用SnapChat。

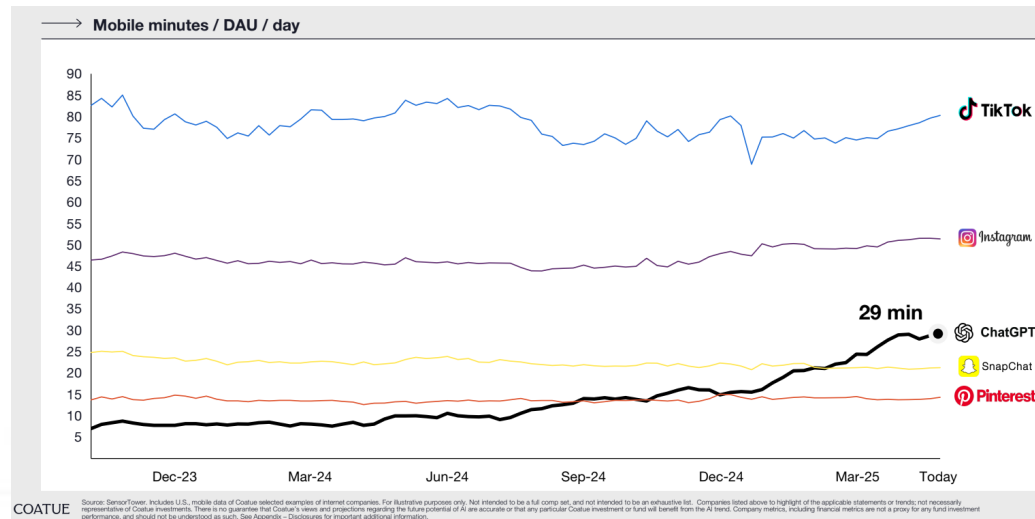
图表15：AI家庭渗透率达到50%或仅需3年



资料来源：摩根斯坦利，BOND《Trends_Artificial_Intelligence》，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表16：ChatGPT日活用户使用时长已超SnapChat



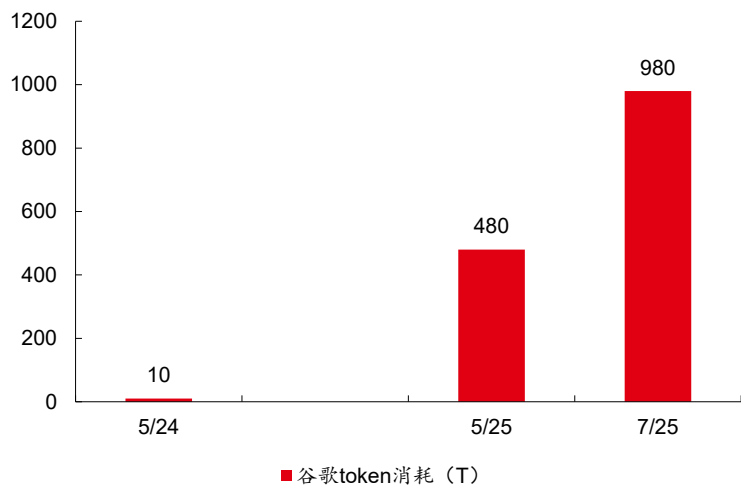
COATUE Source: SensorTower, includes U.S. mobile data of Coatue selected examples of internet companies. For illustrative purposes only. Not intended to be a full comp set, and not intended to be an exhaustive list. Companies listed above to highlight of the applicable statements or trends; not necessarily representative of Coatsue investments. There is no guarantee that Coatsue's view and projections regarding the future potential of AI are accurate or that any particular Coatsue investment or fund will benefit from the AI trend. Company metrics, including financial metrics are not a proxy for any fund investment performance, and should not be understood as such. See Appendix - Disclosures for important additional information.

资料来源：COATUE，中邮证券研究所

2.4 用户：AI价值取得认同，渗透率提升带动token消耗快速增长

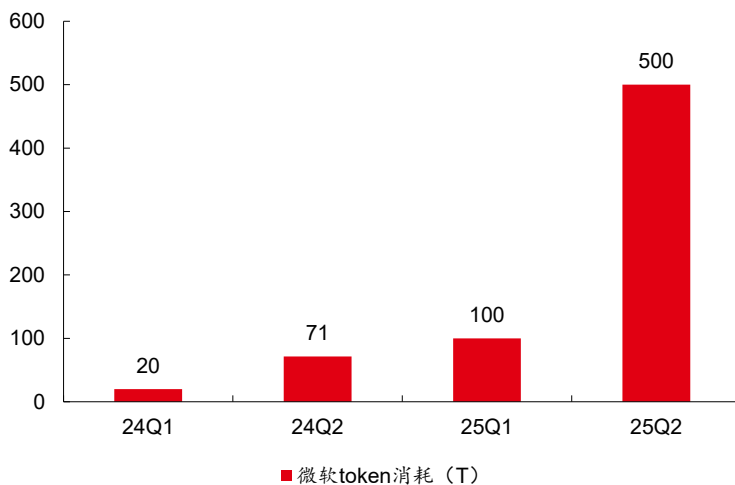
- 从国内外主流大厂来看，token消耗高速增长已成趋势，打下良好的商业化用户基础，在商业模型逐步成熟后，后续Agent厂商ARR有望爆发。
- 谷歌：25年I/O发布会，谷歌用户月token消耗量从去年的5月9.7T tokens增长至今年5月的480T token，一年激增50倍；7月token消耗达到980T，两个月翻倍。
- 微软：Microsoft Azure AI Foundry季度token消耗量从24Q1的20T增长至25Q1的100T，一年激增5倍；25Q2达到500T，同比增长超7倍。
- 豆包：截至25年5月底，豆包大模型日均tokens使用量超过16.4万亿，较去年5月刚发布时增长超过137倍。
- 究其原因，底层大模型性能提升、模型调用成本下降以及Agent生态的丰富均有利于放大Agent价值，提升AI渗透率，带来token消耗的快速增长。1) 模型侧重于推理慢思考能力，相比快思考需更长的上下文，带来token消耗或倍增；2) 多模态模型的发展相比于单一文字需要消耗更多token；3) MCP&A2A推动多Agent发展，相比于单Agent，token消耗或倍增；4) 多Agent通信以及主Agent验证带来额外的token消耗；5) Agent渗透率提升，加速token消耗增长。

图表17：谷歌token消耗2个月实现翻倍



资料来源：BOND《Trends Artificial Intelligence》，谷歌IR材料，中邮证券研究所

图表18：微软token消耗25Q2同比增长超7倍



资料来源：BOND《Trends Artificial Intelligence》，微软IR材料，中邮证券研究所

图表19：豆包大模型token消耗1年激增137倍

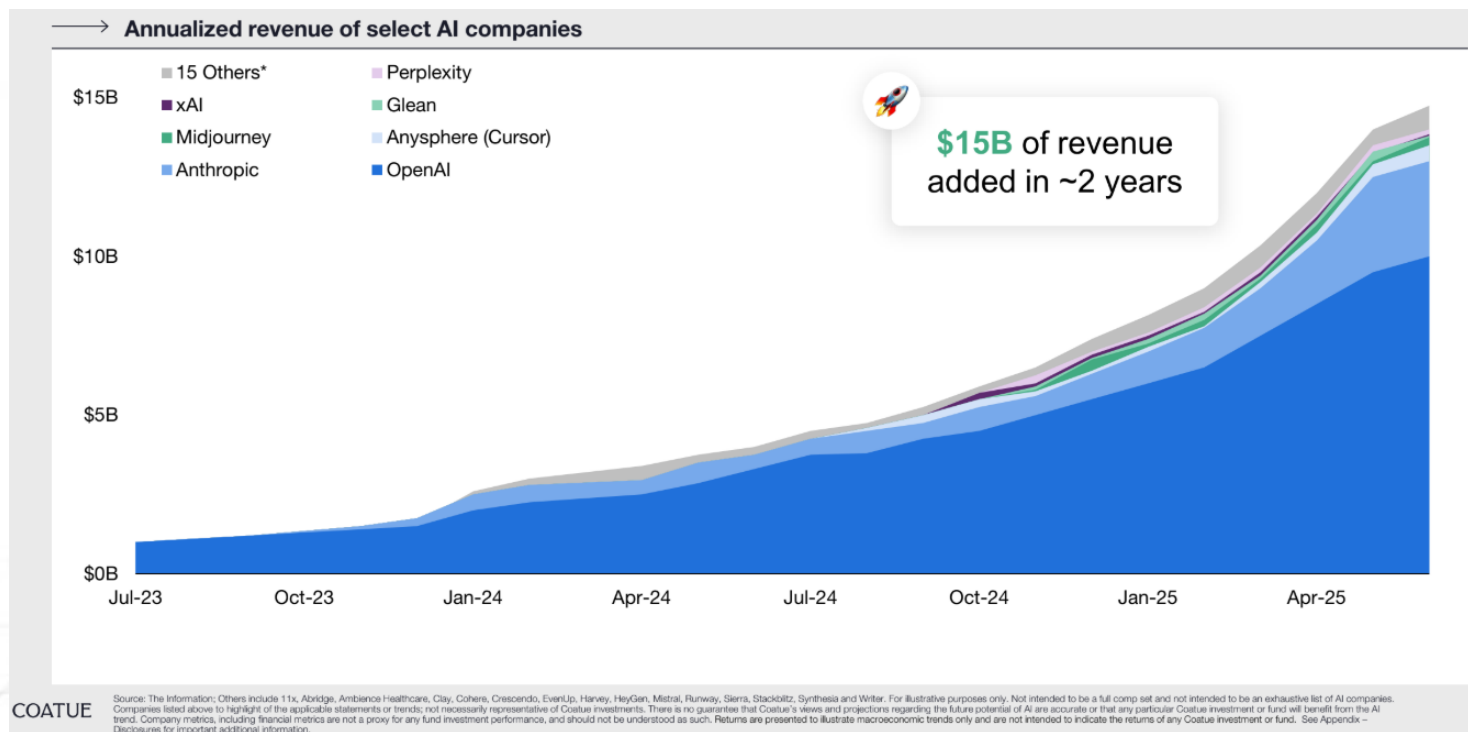


资料来源：火山引擎微信公众号，中邮证券研究所

2.5.1 AI初创公司迎来ARR时刻

- **生成式AI厂商有望迎来ARR时刻**，国内外AI初创公司/产品披露的业务数据已验证了此观点。根据COATUE选择的OpenAI、Anthropic等22家AI公司，仅通过两年时间就增加了150亿美元的年化收入。
- 究其原因，一方面，Agent商业模式正在逐步走向成熟阶段，呈现出由成本定价向价值定价的趋势，即Agent商业模式正在从按token或调用次数计费，演进到按结果、工作流计费，未来甚至可以实现直接雇佣Agent；另一方面，由Agent性能提升与成本下降推动的Agent应用场景有望逐步打开，从而推动各领域Agent用户粘性与付费意愿提升。

图表20：22家AI初创公司仅通过两年增加了150亿美元年化收入



COATUE

资料来源：COATUE，中邮证券研究所

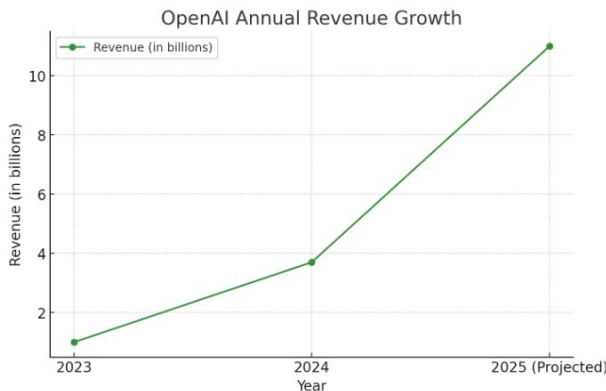
2.5.2 AI初创公司货币化进程显著加快

➤ AI初创公司ARR放量时间显著缩短，货币化速度或为初创公司未来估值提升的重要考量。

■ OpenAI：得益于用户的高速增长与较强的粘性，OpenAI 25年收入有望达到116亿美元，同比翻2倍+，**25年8月ARR已达到120亿美元**。根据NerdyNav，ChatGPT为有史以来增长最快的应用程序，仅5天就达到100万用户，前两个月达到1亿用户，该公司的目标是在2029年实现盈利，收入目标为1250亿美元。

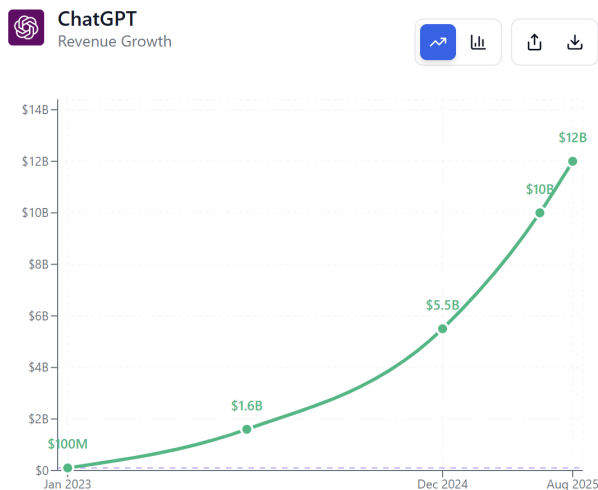
■ Anthropic：根据COATUE，Anthropic年化收入0 → 1、1 → 2、2 → 3亿美元分别经过21、3、2月，创收能力快速提升。根据ARR.club，**25年7月，Anthropic ARR已突破50亿美元**，是去年12月底的5倍。

图表21：OpenAI收入预测



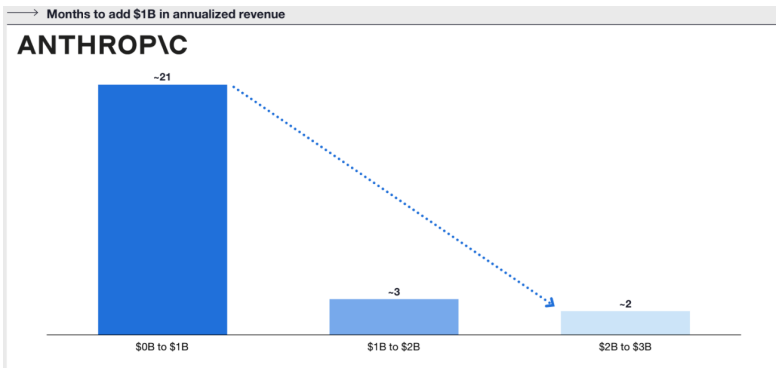
资料来源：NerdyNav，中邮证券研究所

图表23：ChatGPT的ARR变化



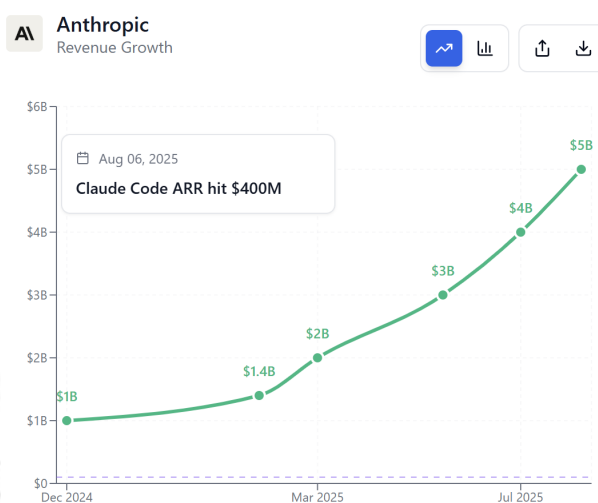
资料来源：ARR.club，中邮证券研究所

图表22：Anthropic年化收入增加1亿美元所需要的月份数



资料来源：COATUE，中邮证券研究所

图表24：Anthropic的ARR变化



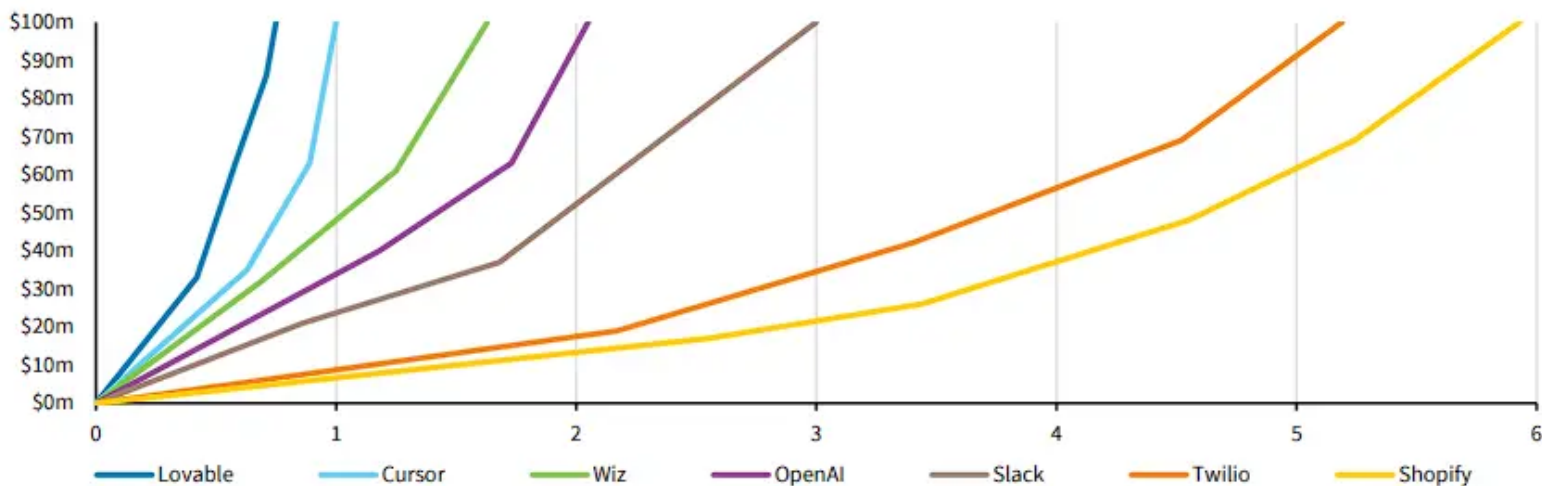
资料来源：ARR.club，中邮证券研究所

2.5.2 AI初创公司货币化进程显著加快

- 根据非凡产研，AI IDE产品Cursor的ARR仅经过21个月就达到1亿美元；
- 据巴克莱研究报告，AI建站工具Lovable在8个月内达到1亿美元ARR，超越了Cursor等知名AI工具的增长速度，并在18亿美元估值下完成2亿美元A轮融资。

图表25：AI建站工具LovableARR突破1亿美元仅经过8个月

FIGURE 1. The pace at which early-stage companies are reaching \$100m in ARR is accelerating; Lovable reached that run-rate in just 8 months



Time (in years) to reach \$100m in annual recurring revenue.
Source: Barclays Research, Company and Co-Founder social media posts

资料来源：巴克莱，华尔街见闻，中邮证券研究所

三

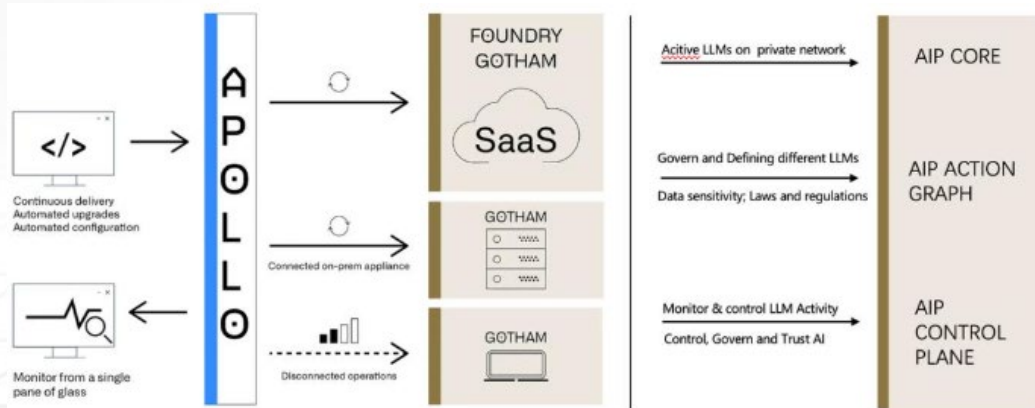
美股Agent：AI赋能主业， 货币化能力呈分化

- 3.1 Palantir：2023年推出AIP平台后，开启订单业绩高增期
- 3.2 Spotify：AI功能加持下，产品提价推动ARPPU与利润率逐季改善
- 3.3 Applovin：Axon AI基于价值交付，带动广告收入放量增长
- 3.4 SAP：Business AI成为订单成交重要手段，驱动云业务快速增长
- 3.5 Duolingo：AI新功能引入增值订阅层Max，加速提升用户数量与付费意愿
- 3.6 Salesforce：Agentforce商业进展显著，而传统主业增长放缓

3.1 Palantir: 2023年推出AIP平台后, 开启订单业绩高增期

- Palantir是一家大数据公司, 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。该公司成立于2003年, 最初为美国情报界开发软件, 以协助反恐调查和行动。后来, 该公司开始与商业企业合作。
- 目前Palantir的产品主要包含四大平台, Gotham、Foundry、Apollo以及AIP平台, 四大平台定位清晰。其中, AIP利用现有的机器学习技术以及生成式AI模型, 专为商业和政府部门的客户设计, 专注于提供高级数据整合、分析和智能决策支持解决方案。企业可通过AIP实现不同经营环节的数字化、智能化, 比如供应链、存货管理, 动态定价, 内部决策等。
- 1) AIP助手 (AIP Assist): 一款由LLM提供支持的支持工具, 旨在帮助用户使用Palantir平台导航、理解和创造价值。用户可以使用自然语言询问AIP Assist问题, 并获得有关查询的实时帮助。
- 2) 平台应用中的AIP助手功能: 由本地大型语言模型支持的功能, 旨在帮助终端用户在Palantir平台上执行常规工作流程。
- 3) 针对定制工作流程的AIP能力: 一组允许开发人员构建自己的由大型语言模型支持的工作流程或应用程序的能力。根据Palantir官网, AIP提供了航空航天、汽车、建筑与房地产、能源与可再生能源、金融服务与银行等多个垂直行业的解决方案。

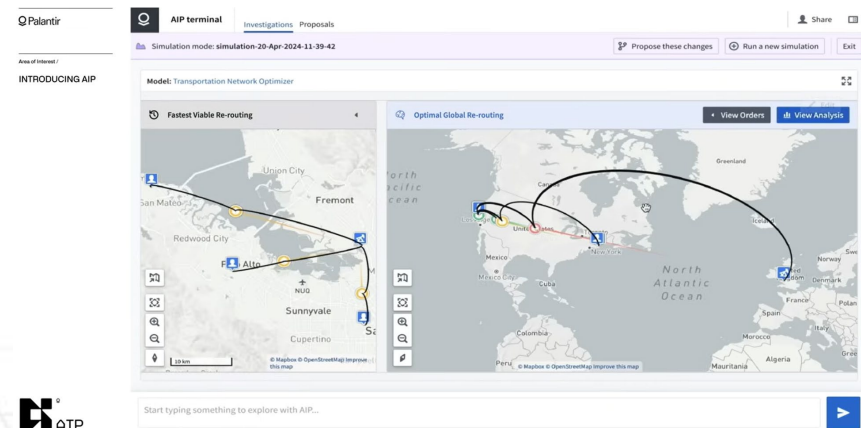
图表26: PLTR四大平台之间有机协同



资料来源: Palantir Blog, 36kr, 海豚投研, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表27: AIP在商业领域的应用



资料来源: Palantir YouTube官方账号, 中邮证券研究所

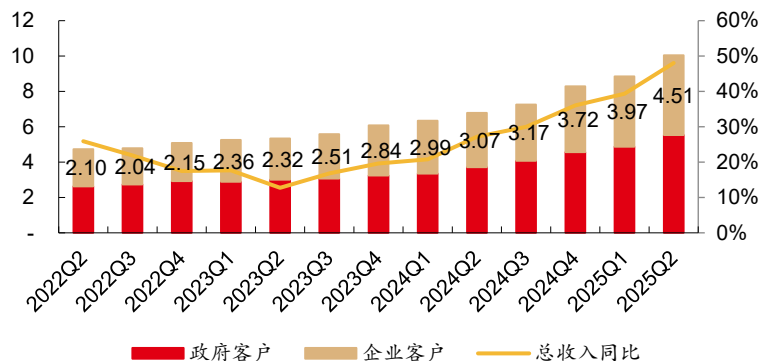
3.1 Palantir: 2023年推出AIP平台后, 开启订单业绩高增期

➤ **2023年开始Palantir迎来高速增长期, 收入、毛利率均高增。** Palantir 2024年PLTR营收达到28.66亿美元 (同比+28.79%), 剔除SBC等调整后的毛利率达到82% (同比+1.38pct), 调整后的息税前利润 (EBIT) 达到11.28亿美元 (同比+78.27%), 自由现金流11.41亿美元 (同比+63.72%), 业绩指标呈高速增长态势。

➤ **美国政府客户尤其是美国国防部 (DOD) 或引领PLTR季度收入增速持续上行。** 2025Q2总收入达到10.04亿美元, 同比+48%; 按地区看美国客户占比73% (同比+8.5pct) 占比呈上升趋势, 按类型看政府客户占比55.1% (同比+0.4pct), 其中美国政府客户收入增速从2023Q4开始明显持续上行, 与USAspending.gov显示的季度美国政府新增订单和合同数量变化趋势基本匹配, 具体来看, 美国国防部 (DOD) 在2024年美国政府订单前五大客户中占65.47%, 预期未来美国国防部订单仍将是公司的重要增长动力。

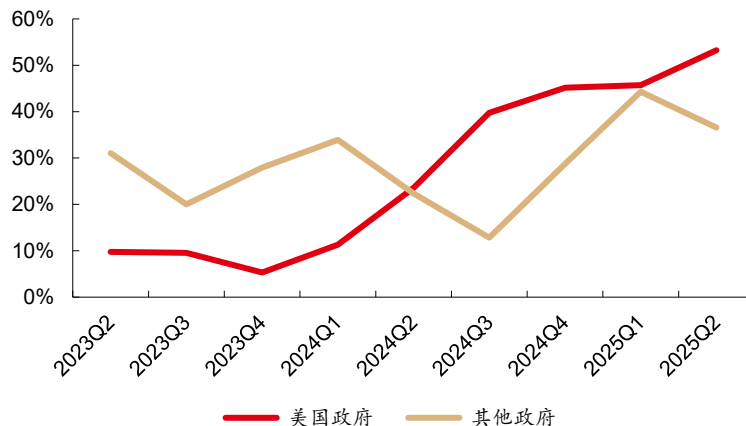
请参阅附注免责声明

图表28: PLTR按客户类型分类的收入及增速 (亿美元、%)



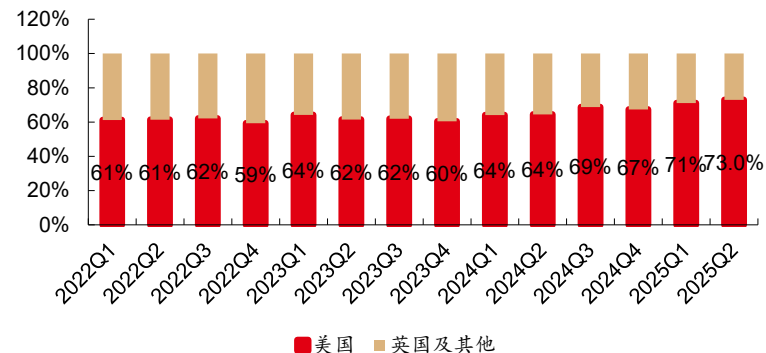
资料来源: 彭博, Palantir公司公告, 中邮证券研究所

图表30: 来自美国政府的收入增速明显上行 (%)



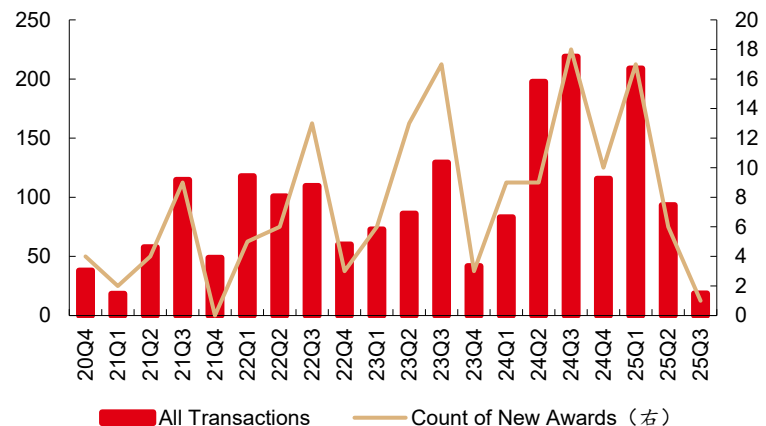
资料来源: 彭博, Palantir公司公告, 中邮证券研究所

图表29: PLTR按地区分类的收入占比 (%)



资料来源: 彭博, Palantir公司公告, 中邮证券研究所

图表31: 从美国政府获取的合同金额和数量 (亿美元、个)

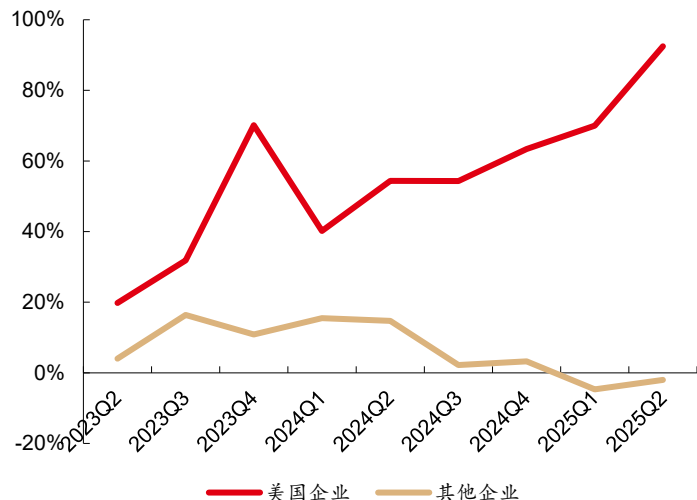


资料来源: USAspending.gov, 中邮证券研究所

3.1 Palantir: 2023年推出AIP平台后, 开启订单业绩高增期

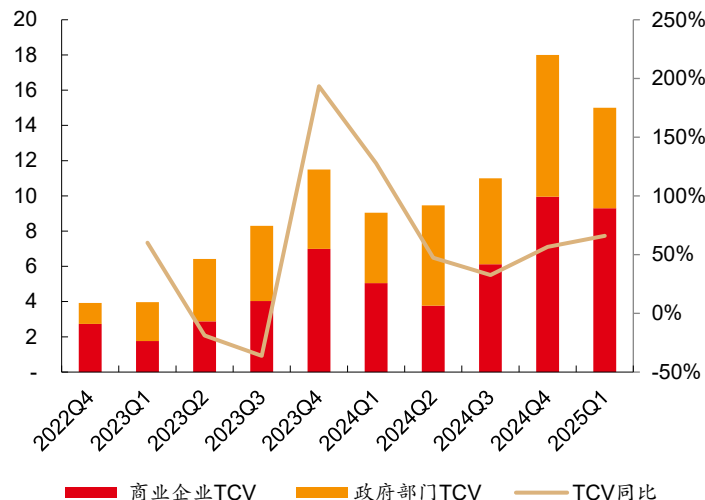
- **AIP带动美国企业业务高增。**2025Q2商业企业收入4.51亿美元（同比+46.91%），其中美国企业达到3.06亿美元（同比+92.45%），增量主要来自AIP的客户需求，公司利用Bootcamp策略成功压低了整体客户转化时间至1-3个月，一定程度上弥补了规模化难的劣势。
- **美国商业企业订单快速上量。**总合同价值TCV（Total Contract Value）代表已签订的合同总金额，2022Q4开始公司的TCV快速增长，2025Q2的TCV达到23亿美元（同比+143%），其中政府部门TCV 12亿美元（同比+111%）、商业企业TCV 11亿美元（同比+192%），美国商业企业TCV 8.4亿美元（同比+183%）。
- **25Q2订单中长期合同放量加快。**剩余履约义务RPO（Remaining performance obligations）代表尚未确认且不可取消的合同价值，2025Q2公司RPO为24.2亿美元（同比+76.64%），RPO环比净增加值为5.2亿美元，其中短期RPO环比净增加1.2亿美元、长期RPO环比净增加4亿美元，中长期合同新增额有所增加，或代表2025Q2签订的新合同中1年以上的中长期合同更多。

图表32: 来自美国商业企业收入增速明显上行



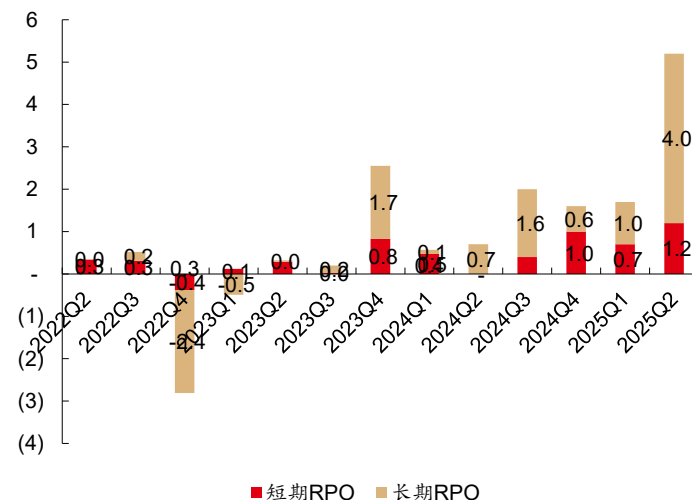
资料来源: 彭博, Palantir公司公告, 中邮证券研究所

图表33: 季度TCV (亿美元、%)



资料来源: Wind, Palantir公司公告, 中邮证券研究所

图表34: RPO季度环比净增加值 (亿美元)

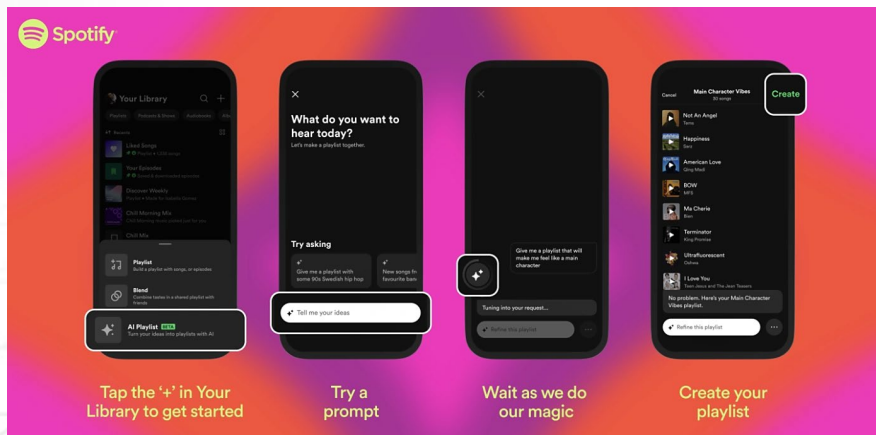


资料来源: Wind, Palantir公司公告, 中邮证券研究所

3.2 Spotify: AI功能加持下, 产品提价推动ARPPU与利润率逐季改善

- Spotify推出多项AI+音频功能, 支撑产品多轮提价。
- AI+音频满足既能丰富内容品类, 又能满足用户个性化需求, 提升用户产品使用体验。1) 23年2月, Spotify在北美市场推出由AI驱动测试版“DJ”功能, 当年8月将该服务扩展至全球数十个市场, 正式推出AI DJ功能。AI DJ是一种个性化的音乐推荐服务, 可为用户创建自定义播放列表。2) 24年4月, Spotify针对付费(Premium)订阅用户上线了“AI Playlist”的测试功能, 允许用户通过文字提示输入想听的音乐, “生成”一系列歌单。3) 在非音乐领域, 25年2月, 据The Verge报道, Spotify正在通过与ElevenLabs的新合作, 将更多由AI配音的有声书引入其平台, 29种语言可供选择。
- 23-25年三年内, Spotify产品提价三次, 25年计划上线Music Pro增值会员, 为用户带来更优质体验后实现商业价值兑现。23年7月, Spotify产品扩大涨价范围提价, Individual、Duo、Family、Student分别涨价10%、15.4%、13.3%、20%。24年6月, Spotify再次宣布上调美国区会员订阅价格, 这是其在过去12个月内第二次上调价格。25年2月, 据彭博社报道, Spotify即将上线全新的“Music Pro”订阅会员等级, 该订阅计划将以现有套餐为基础, 每月额外收取最高5.99美元, 为用户提供AI混音功能以及独家演唱会门票等服务。25年8月, Spotify宣布, 将在非美国国家南亚、中东、非洲、欧洲、拉丁美洲以及亚太地区的多个国家提高Premium订阅服务价格, 由10.99欧元涨至11.99欧元, 与美国地区对齐。

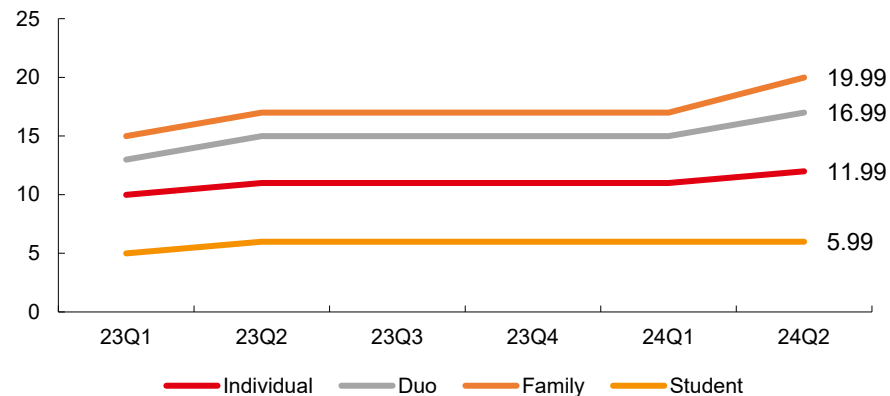
图表35: AI Playlist利用提示词创建个性化歌单



资料来源: IT之家, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表36: Spotify23年以来多次对产品提价(美元)

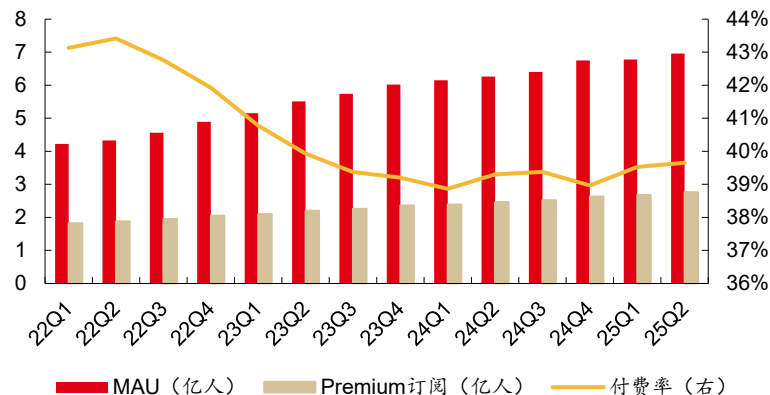


资料来源: 海豚投研, 中邮证券研究所

3.2 Spotify: AI功能加持下, 产品提价推动ARPPU与利润率逐季改善

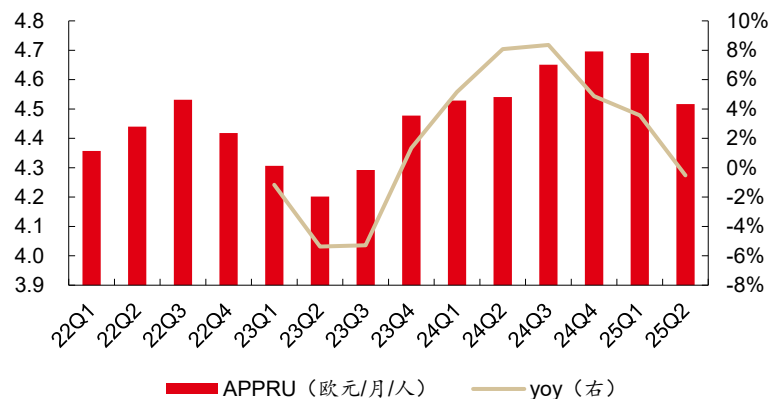
- 我们认为, Spotify多次升级AI功能, 已成为用户增长及订阅转换的重要因素。22Q1至25Q2, Spotify MAU与Premium数量均呈稳步提升状态。25Q2, Spotify MAU及Premium分别为6.96、2.76亿人, 同比增长11%、12%; 付费率 (Premium/MAU) 达到39.66%, 同比提升0.36pct。
- 提价策略使得Spotify订阅用户ARPPU增速由负转正, 用户数量&ARPPU齐增带来订阅收入持续增长。23Q4, Spotify订阅用户ARPPU同比增速达到1.35%, 结束连续多个季度的下滑趋势。25Q2, 订阅用户ARPPU达到4.52欧元/月/人, 同比基本持平。从收入来看, 25Q2, Spotify实现Premium收入37.4亿欧元, 同比增长11.6%。
- 利润率逐季改善。23Q3, Spotify经营利润由负转正, 之后的24Q1至25Q1, 经营利润率逐季改善。25Q2, Spotify实现经营利润4.06亿欧元, 同比增长53%; 经营利润率达到9.7%, 同比提升2.7pct。

图表37: Spotify MAU、付费用户订阅数



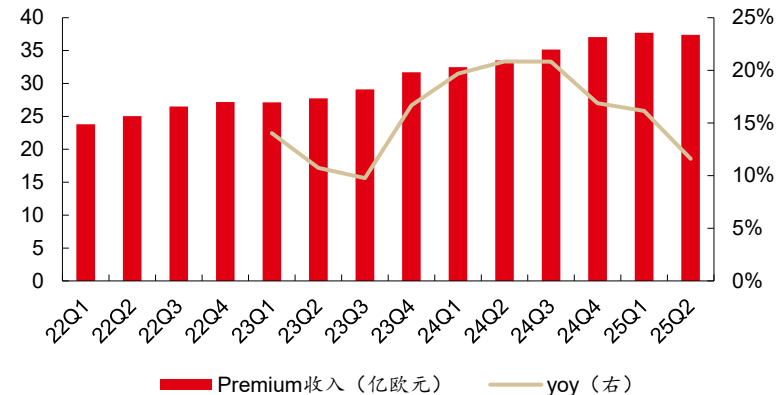
资料来源: Spotify官网, Spotify财报, 中邮证券研究所

图表39: Spotify ARPPU及增速



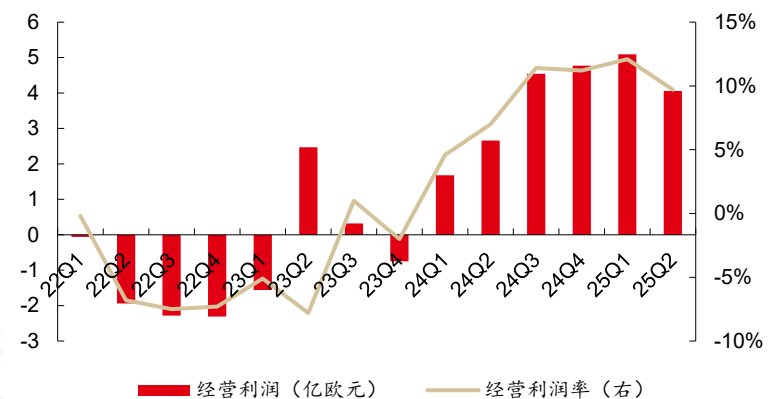
资料来源: Spotify官网, Spotify财报, 中邮证券研究所

图表38: Spotify Premium订阅收入及增速



资料来源: Spotify官网, Spotify财报, 中邮证券研究所

图表40: Spotify经营利润及利润率

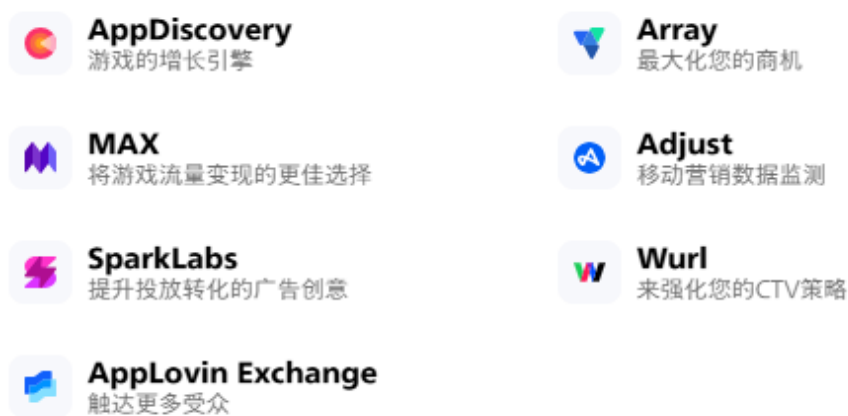


资料来源: Spotify官网, Spotify财报, 中邮证券研究所

3.3 Applovin: Axon AI基于价值交付, 带动广告收入放量增长

- **APPLovin的主营业务主要为软件平台**, 为企业提供端到端的软件和人工智能驱动的广告营销解决方案, 帮助开发者与理想用户之间建立深入联系, 以便他们可以接触、变现和增长全球受众。25上半年, AppLovin剥离其全部游戏业务, 以9亿美元将旗下游戏资产卖给Tripledote Studios, 全力聚焦广告业务。
- **软件平台包括AppDiscovery、MAX、Adjust和 Wurl等**, 形成包括用户获取、变现、效果衡量等环节在内的商业闭环。
- AppDiscovery是公司的营销软件解决方案, 帮助广告主自动化、优化和管理其营销工作, 将广告商需求与发布者供应相匹配, 提高用户转化率、达成目标ROI。该部分为公司重要营收来源, 收入主要来自广告商, 只为效果付费。
- **AXON是支撑AppLovin基于效果的广告解决方案的AI推荐引擎**, 大幅提升了广告投放的精准度和效率。AXON能够通过大规模、微秒级速度的竞拍, 使广告主需求与发布者供应相匹配, 帮助广告主实现广告支出回报最大化。由于AppLovin的收入是基于为广告商带来的价值确认, AXON算法通过预测最有可能下载其产品或以其他方式与之互动的用户, 并为向这些用户展示的广告位出价, 来推动实现这些成果。2023年, AppLovin推出革命性的AI广告引擎AXON 2.0。这套系统通过实时动态建模技术, 将广告匹配效率提升300%, 广告主ROAS同比激增58%。

图表41: AppLovin产品组合



资料来源: APPLovin官网, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表42: AXON工作三部曲

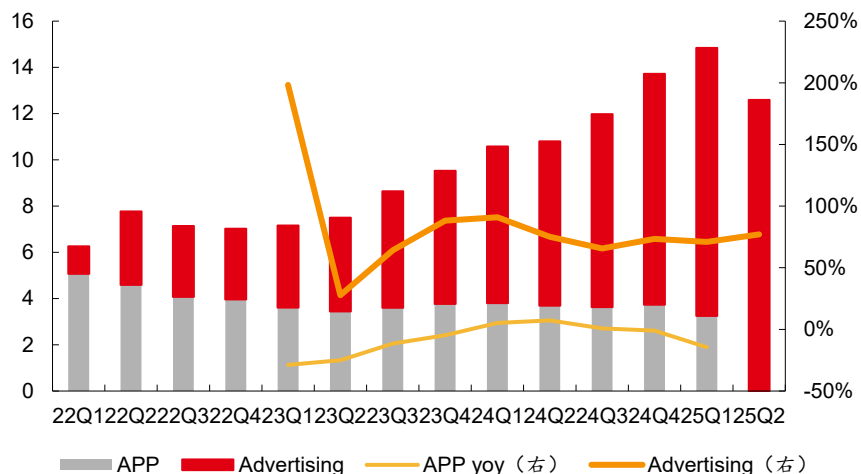


资料来源: APPLovin官网, 中邮证券研究所

3.3 Applovin: Axon AI基于价值交付, 带动广告收入放量增长

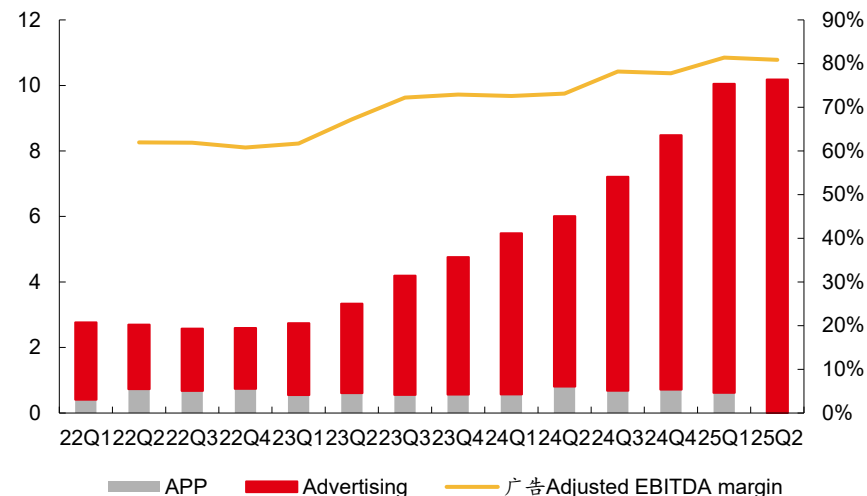
- 得益于AI广告引擎AXON商业化潜力放大, AppLovin业绩持续超预期。
- 收入: 自23Q3开始, Applovin的广告业务收入维持60%以上高速增长。25Q2 Applovin实现总收入12.59亿美元, 同比增长77%, 环比增长9%, 超市场共识预期。
- 利润: 得益于广告业务经调整EBITDA利润率环比改善, AppLovin总体经调整EBITDA呈上升趋势。25Q2, 调整后EBITDA利润率达到81%, 维持高盈利水平, 与华尔街预期和公司指引一致。

图表43: AppLovin分业务收入 (亿美元) 及增速



资料来源: 海豚投研, AppLovin财报, 中邮证券研究所
(备注: 25年上半年, 公司剥离全部游戏APP业务, 25Q2全为广告业务)

图表44: AppLovin经调整EBITDA (亿美元)

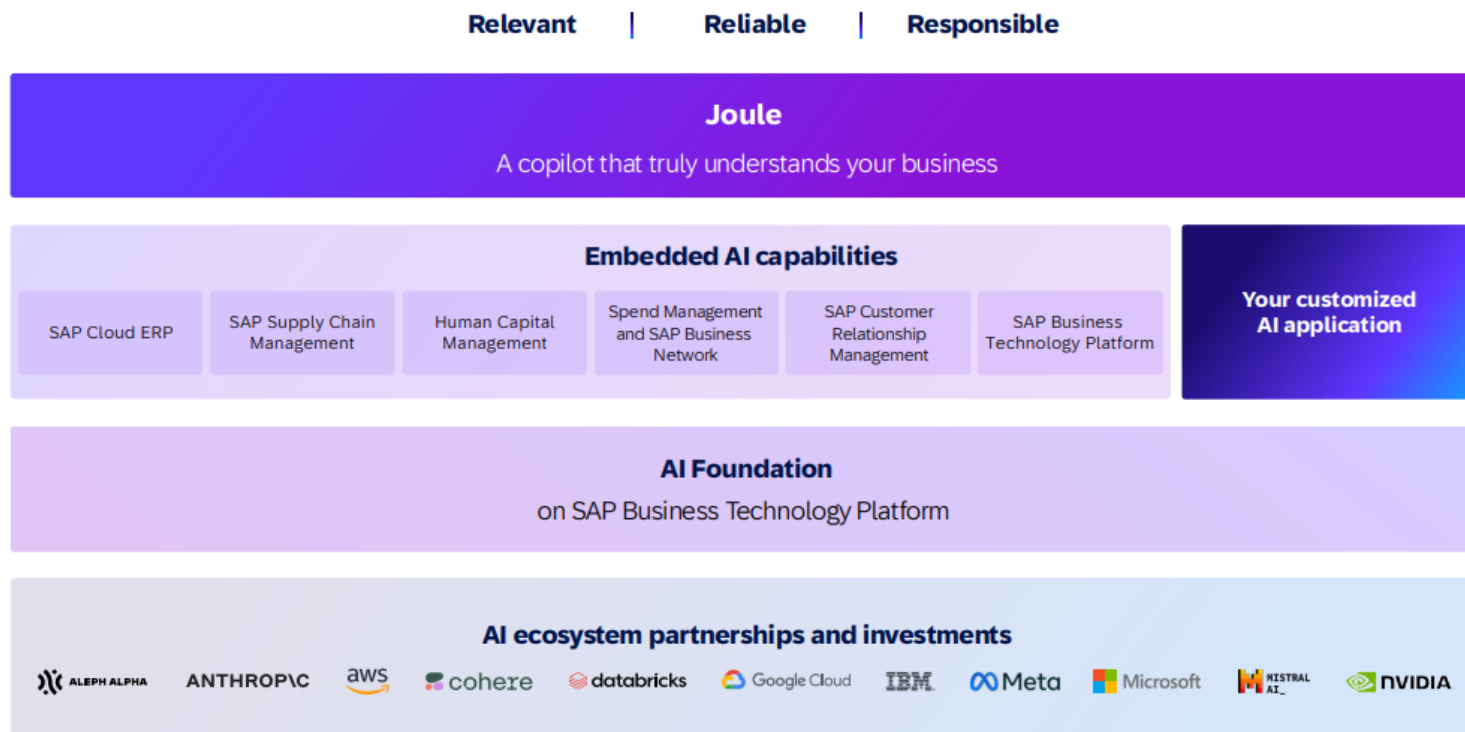


资料来源: 海豚投研, AppLovin财报, 中邮证券研究所
(备注: 25年上半年, 公司剥离全部游戏APP业务, 25Q2全为广告业务)

3.4 SAP: Business AI成为订单成交重要手段，驱动云业务快速增长

- SAP Business AI是SAP推出的企业级人工智能解决方案，旨在通过将AI嵌入业务全流程，助力企业提升生产力、实现增长并增加利润。采用现有SAP Business AI的企业，有望实现约3.5%的营收增长和1.5%的净利润提升。而 SAP 服务的客户贡献了全球87%的商业活动，其AI解决方案对全球商业效率提升具有重要影响。
- Business AI由AI Foundation、Embedded AI、Joule三部分组成，以及注入NVIDIA、Anthropic、AWS等生态伙伴提供技术、业务支持。

图表45：SAP Business AI架构图



资料来源：SAP官网，中邮证券研究所

3.4 SAP: Business AI成为订单成交重要手段，驱动云业务快速增长

- **AI对内促成SAP降本增效，对外成为触达客户、成交订单的重要手段。**根据SAP 24Q2-25Q2财报电话会纪要：1) SAP持续加码AI投资，增强AI能力。24年交付130个生成式AI用例，Joule已集成1300项技能。2) AI工具带来内外效率的改善，一方面体现出客户因AI成交订单的意愿变强，由24Q2的20%的交易由AI驱动，提升至25Q2公司超一半的云订单包含AI用例；另一方面体现在AI帮助内部节省成本，24年AI实现了3亿欧元的单项效率提升。
- **我们认为，SAP在商业化AI方面的突破和创新，未来更多订单有望由AI驱动，提升客户付费率，从而推动其云业务的快速可持续增长。**23Q4以来，SAP营收增速开始加速，其中大部分增量来自云业务增长。25Q2，SAP实现营收90.27亿欧元，同比增长8.9%，其中云收入51.3亿欧元，同比增长28%，其他业务38.97亿欧元，同比微降6%。从毛利率来看，23Q1-25Q2，SAP云业务毛利率也维持增长态势，从23Q1的70.8%增长至25Q2的75.2%。

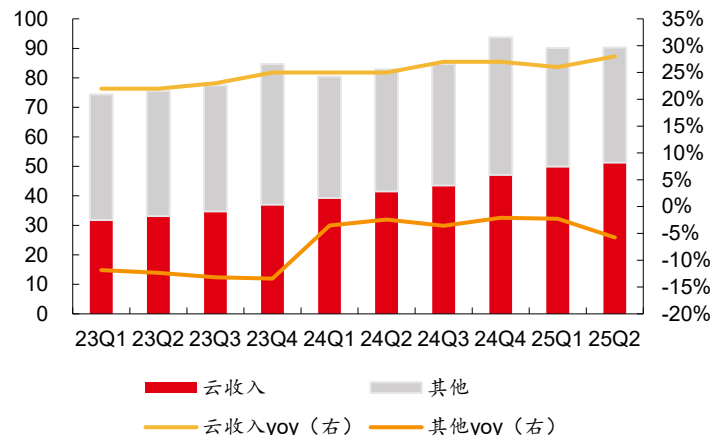
图表46：SAP AI业务进展

时间	AI业务进展
24Q2	1) 大约20%的交易由AI驱动； 2) 交付了60个生成式AI用例； 3) Joule对于开发者而言，代码效率提升30%； 4) AI驱动云业务增长并间接增长运营利润。
24Q3	1) 大约30%的交易订单由AI驱动； 2) AI用例数量达到了100个； 3) GenAI hub使用量激增。
24Q4	1) 超过3万个客户使用SAP Business AI，50%成交源于AI，其中ABB、Bayer、Swiss retailer等均在24Q4达成Business AI协议； 2) 24年交付130个生成式AI用例，Joule已经集成了1300项技能，使之能够处理80%的日常任务； 3) 超过2万个SAP开发者使用AI赋能工具，其中包括Joule，AI工具为开发者平均提升20%效率； 4) 25年AI投资加码，目标25年底使得30%的工具效率提升； 5) 内部应用AI节省成本。预计24年现有AI实施的单向效率效应已约为3亿欧元。在不久的将来，公司预计会突破5亿欧元大关。
25Q1	1) 使用Joule的顾问每天节省90分钟； 2) Joule对于开发者而言，代码编程效率提升30%； 3) 公司约一半的云订单包含AI用例。
25Q2	1) 超过一半的云订单量涉及AI用例； 2) 截至25Q2，SAP已发布了14个AI代理，预计到年底总数将达到40个； 3) 内部应用AI提升运营效率，推动营业利润增长。由Joule驱动的数字销售参与平台，使特定销售角色的工作效率提高了高达50%； Joule for SuccessFactors使HR工单的解决时间减少了最多20%；Joule for Developers帮助SAP的开发人员提高效率，最高可达30%。

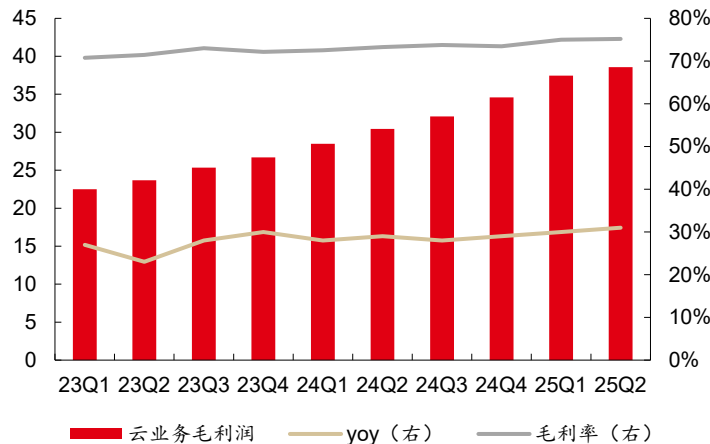
资料来源：SAP财报电话会纪要，Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表47：季度TCV（亿美元、%）



图表48：RPO季度环比净增加值（亿美元）

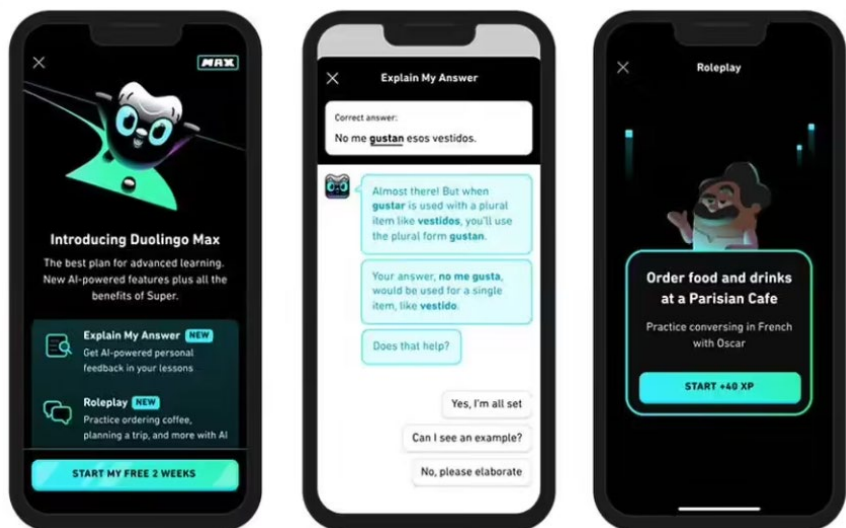


资料来源：SAP财报电话会纪要，Wind，中邮证券研究所

3.5 Duolingo: AI新功能引入增值订阅层Max, 加速提升用户数量与付费意愿

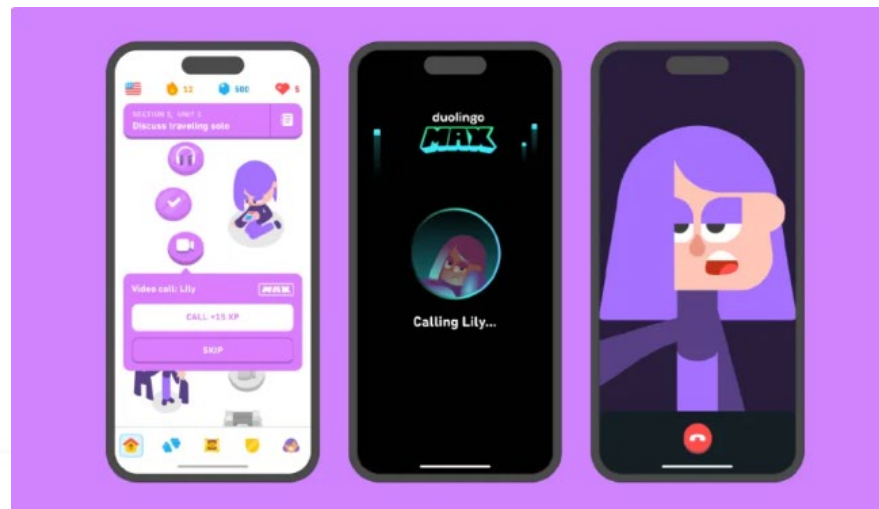
- Duolingo是OpenAI官网公布的首批GPT-4用例中唯二的教育科技公司，新增MAX订阅层。2023年3月14日，外语学习工具多邻国（Duolingo）宣布，将推出整合了GPT-4的语言学习增值服务Duolingo Max。Duolingo Max采用订阅制，包含AI角色扮演（Roleplay）和问答功能（Explain My Answer），从而模拟真实对话语境或巩固学习成果。解释我的回答：在多邻国上学习语言，想知道自己所存在的问题，可以找Duo聊天机器人给出具体的指导，它能给出答案正确或者错误原因的解釋，也可以给出更多示例或者说明；角色扮演：角色扮演允许学习者在交互式人工智能聊天机器人体验中练习与多邻国角色的对话技巧。
- 北京时间24年9月25日，Duolingo新增多模态AI功能，重磅推出两项全新AI驱动功能——视频通话（Video Call）与多邻国大冒险（Adventures），通过创造场景化的练习环境，提升用户沟通技能。1）在“视频通话”功能中，用户可以与多邻国角色Lily（拽姐）对话，且对话内容会根据用户语言水平灵活调整，即使是初学者也可以轻松地进行对话练习。2）“多邻国大冒险”则是一个类似探索类游戏的功能，用户可以沉浸在多邻国世界中，体验丰富的动态剧情设定，通过结合上下文来与拽姐、奥斯卡等高人气角色对话，完成任务。

图表49: Duolingo Max



资料来源：Duolingo官网，中邮证券研究所

图表50: 多邻国“视频通话”功能Lily对话



资料来源：多知网，中邮证券研究所

3.5 Duolingo: AI新功能引入增值订阅层Max, 加速提升用户数量与付费意愿



中邮证券
CHINA POST SECURITIES

- Duolingo Max增值服务通过支持AI功能既实现产品溢价, 又通过提升用户体验实现MAX订阅渗透率增长, 从而提升ARPPU。
- Duolingo Max订阅费用为\$29.99/月, 相比于Super \$12.99/月订阅费用有翻倍的提升。
- 根据Duolingo财报会议纪要, Duolingo正在通过优化AI成本和改进产品功能(如3D Lily视频通话)来进一步推动Max的用户增长和平台生命周期价值(LTV), MAX订阅用户占比从24Q4的5%提升至25Q2的8%, 表明AI带来产品能力的提升有望改善用户体验, 从而带来付费订阅用户的增长。
- 得益于更高价格的MAX渗透率提升, Duolingo ARPPU从23Q1的\$4.94/月/人提升至25Q2的\$6.09/月/人。

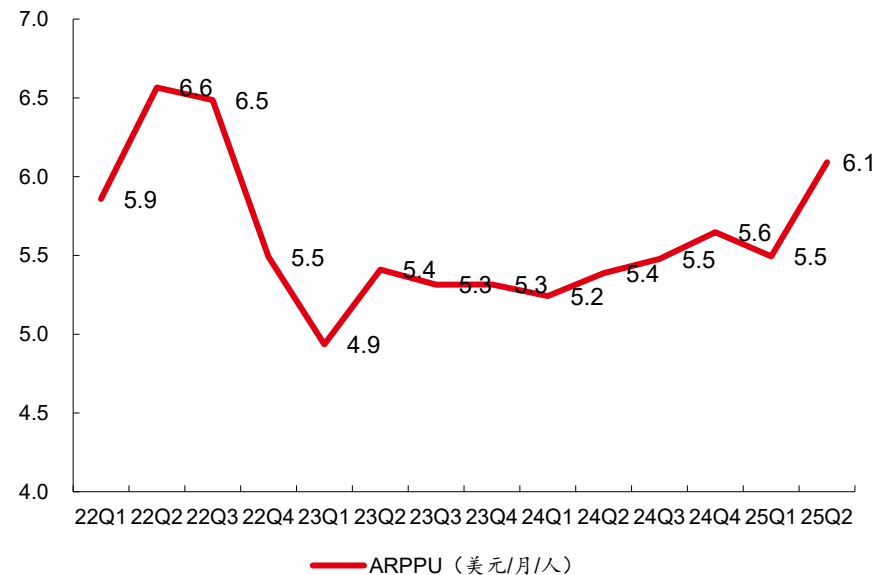
图表51: Duolingo产品订阅价格

Plan	US (USD)
Super (monthly)	\$12.99
Super (annual)	\$59.99/year (~\$5/mo)
Super Family	\$119.99/year (up to 6)
Duolingo Max	\$29.99/mo or \$168/yr

资料来源: Duolingo官网, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表52: Duolingo ARPPU



资料来源: Duolingo官网, Duolingo财报, 中邮证券研究所

3.5 Duolingo: AI新功能引入增值订阅层Max, 加速提升用户数量与付费意愿

➤ Duolingo “AI First” 策略带来DAU、MAU的高速增长，同时依靠AI能力加快课程开发，提升用户粘性和付费率。

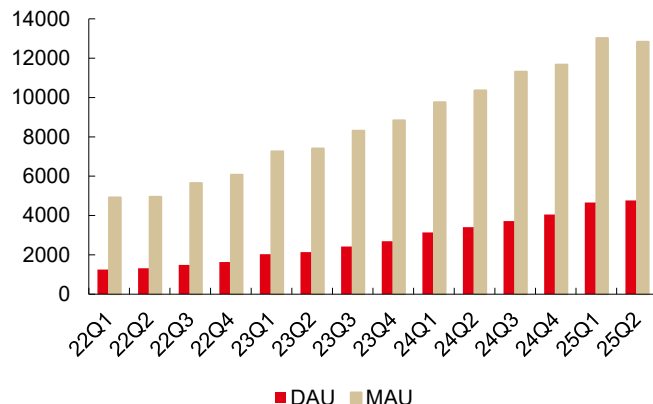
■ 自23Q1，Duolingo的DAU、MAU每季度同比增速均在40%、25%以上。25Q2，Duolingo的DAU、MAU分别为4770万人、1.28亿人，相较23Q1的2030万人、7260万人，均有翻倍左右增幅。

■ 此外，借助生成式AI、共享内容系统和内部工具，Duolingo课程创建速度显著加快，内容的丰富有望提升用户付费意愿。从历史来看，Duolingo创建一门新课程可能需要数年时间，开发的首批100门课程大约花了12年时间，而在25年，公司能够利用AI实现自动化生成，大约一年内创建并推出近150门新课程。

■ 从付费率来看，基于MAU的用户渗透率从23Q1的8%稳步增长至25Q2的9%，每季度平均+0.1%渗透率。截至25Q2底，Duolingo付费用户数达1090万人，同比增长37%。从用户粘性来看，DAU/MAU从23Q1的28%稳步提升至25Q1的37%。

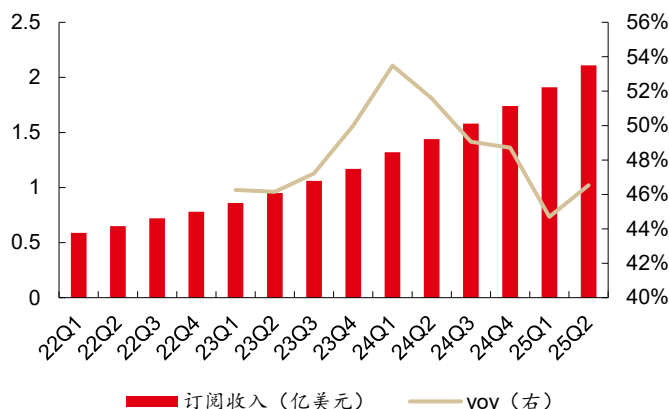
➤ 得益于用户数量提升，Duolingo订阅收入维持高速增长，同时利润率或伴随着前期投入成果显现，呈逐季度提升态势。25Q2，Duolingo实现订阅收入2.11亿美元，同比提升46.5%；实现经调整EBITDA 7870万美元，同比提升63.62%，经调整EBITDA利润率为31.2%。

图表53: Duolingo DAU、MAU (万人)



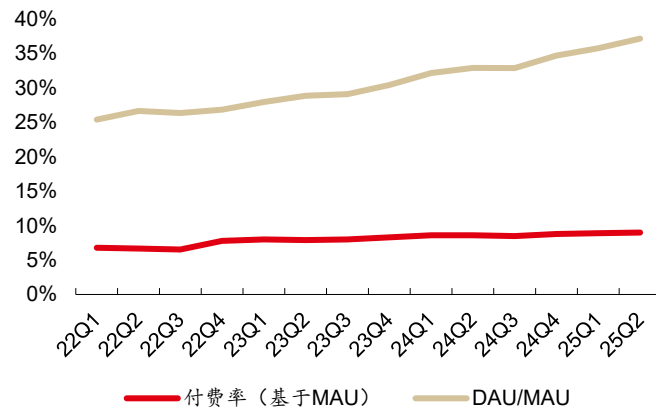
资料来源: Duolingo官网, Duolingo财报, 中邮证券研究所

图表55: Duolingo订阅收入及增速



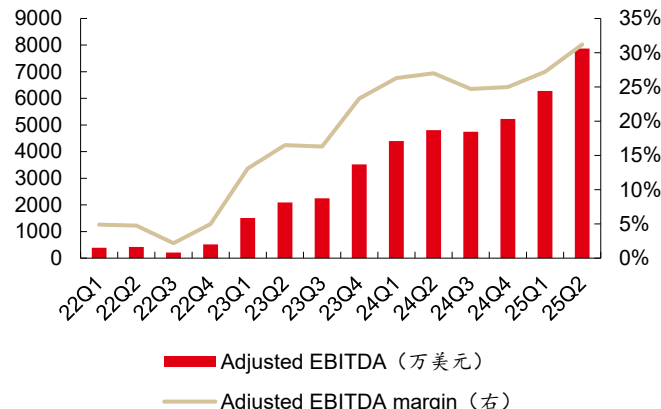
资料来源: Duolingo官网, Duolingo财报, 中邮证券研究所

图表54: Duolingo付费率及用户粘性



资料来源: Duolingo官网, Duolingo财报, 中邮证券研究所

图表56: Duolingo经调整EBITDA及利润率

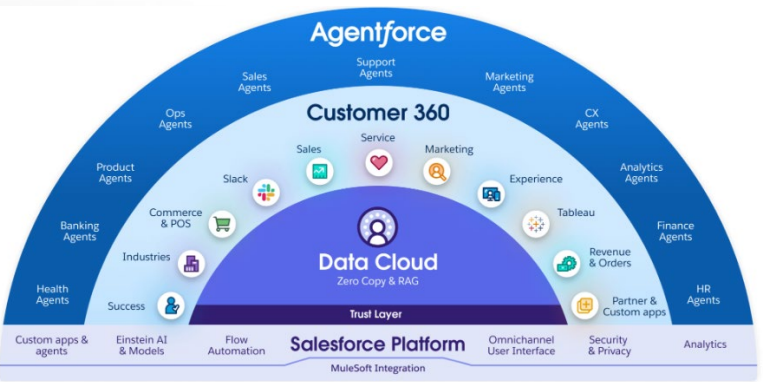


资料来源: Duolingo官网, Duolingo财报, 中邮证券研究所

3.6 Salesforce: Agentforce商业进展显著，而传统主业增长放缓

- Salesforce是全球领先的CRM技术公司，24年推出Agentforce构建“数字劳动力”，至今迭代三次，以增强员工能力并提升客户体验。
- 24年9月，Salesforce首次推出全球首个智能体生态系统Agentforce，即全天候工作、主动采取行动并能无缝转接给人工的AI Agent。
- 24年12月，公司推出Agentforce 2.0，定位为“打造无限劳动力的数字劳动力平台”，具有增强的推理和数据检索功能，提升多步复杂问题的解决和规划能力。
- 25年6月，公司推出Agentforce 3，以解决扩大AI Agent规模化后可见性和可控制性的问题。此次更新：1) 指挥中心为优化AI Agent提供了一套完整的可观测性解决方案，使客户能够管理、追踪并扩大AI Agent对员工生产力的提升作用。2) 通过对模型上下文协议（MCP）等开放标准的内置支持，实现了Agent之间的无缝互操作性。通过扩展的AgentExchange，客户将能够使用来自30多家合作伙伴的即插即用服务，其中包括AWS、Box、Cisco、Google Cloud等。3) 更新Atlas架构，在推理、性能和可信度方面均有提升，同时支持Anthropic等原生hosted大语言模型。
- Agentforce预制了服务、销售拓展代表、销售教练、私人购物顾问、活动助手五大Agent，并支持定制专属智能体，借助Atlas推理引擎，逐步完成任务。

图表57: CRM平台结构: Agentforce为上层Agent应用



图表58: CRM的AI Agent可为各部门带来的效益

部门类别	受益方式
销售	为您的销售组织提供所需的工具和数据，通过 AI 生成的针对您的潜在客户和现有客户的成交计划更快地完成交易，以便您的销售代表可以花更多的时间与客户进行审慎的沟通。
服务	通过 AI 生成的服务回复和自动审批，在客户首选渠道（从联系中心到现场）提供一致的个性化支持体验，帮助客服人员提高效率。
营销	通过 AI 生成的服务回复和自动审批，在客户首选渠道（从联系中心到现场）提供一致的个性化支持体验，帮助客服人员提高效率。
商务	通过超越客户期望并增加销售额的定制产品推荐，构建无缝的数字商务体验并更快地将新产品推向市场。
IT	为 IT 团队、管理员和开发人员提供可扩展的 AI 平台，将您的 CRM、AI、数据、开发和安全性统一到一个综合平台中，从而促进生成式应用程序和自动化的快速开发。
所有团队	为 IT 团队、管理员和开发人员提供可扩展的 AI 平台，将您的 CRM、AI、数据、开发和安全性统一到一个综合平台中，从而促进生成式应用程序和自动化的快速开发。

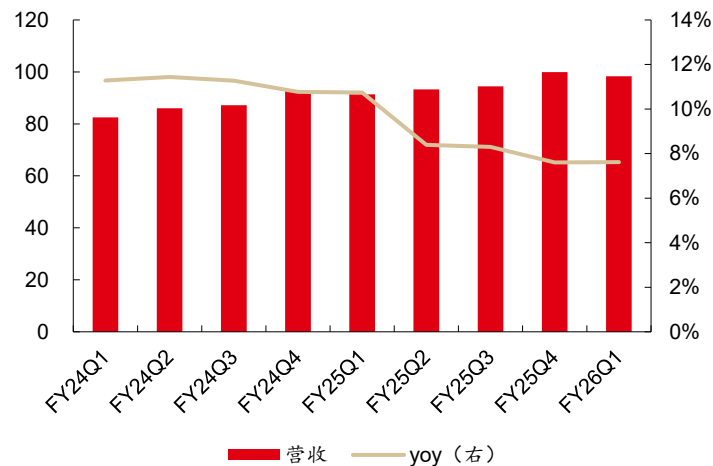
图表59: Agentforce借助Atlas推理引擎逐步完成任务



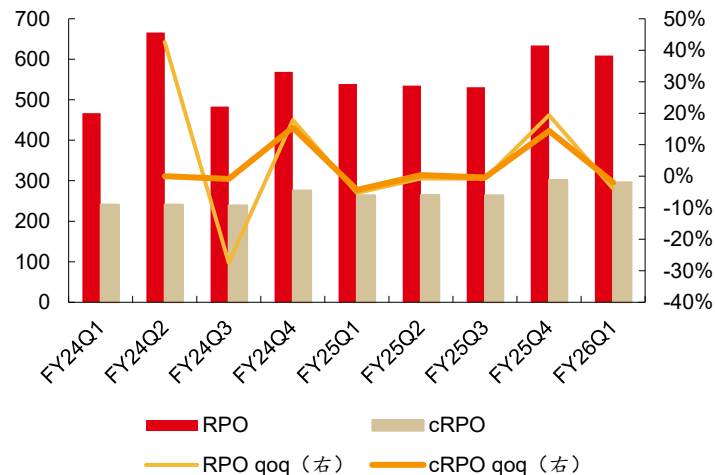
3.6 Salesforce: Agentforce商业进展显著, 而传统主业增长放缓

- **Salesforce受汇率波动影响FY26Q1营收、RPO等增长略微提速, 同时上调全年指引。** FY26Q1总营收达到98亿美元, 同比增长8%; 订阅和支持业务收入93亿美元, 同比增长8%。当前剩余履约义务 (cRPO) 为296亿美元, 同比增长12%。因美元一季度走弱, 预计会有货币顺风因素。上调2026财年全年营收指引至410亿 - 413亿美元, 同比增长8% - 9%; 二季度营收指引为101.1亿 - 101.6亿美元, 同比增长8% - 9%。同时维持全年GAAP营业利润率21.6%、非GAAP营业利润率34.0%, 以及运营现金流同比增长约10% - 11%的指引。
- **Agentforce商业进展显著, FY26Q1数据云和AI的ARR超过10亿美元, 同比增长超120%。** Agentforce AI代理产品完成超4000笔付费交易; 数据云和AI业务年度经常性收入突破10亿美元, 较上季度9亿美元增长; 内部使用Agentforce节省5000万美元成本。
- **利润端或受AI前置投入影响, 环比增幅有所放缓。** FY26Q1毛利率为76.96%, 同比提升0.63pct, 同比减少0.86pct; GAAP营业利润率19.8%, 同比提升1.1pct, 环比提升1.6pct; 非GAAP营业利润率32.3%, 同比提升0.2pct, 环比减少0.8pct。

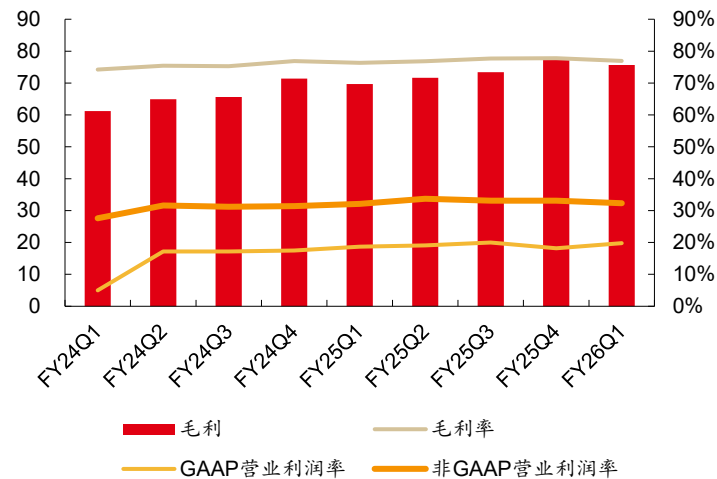
图表60: Salesforce营收 (亿美元) 及增速



图表61: Salesforce RPO、cRPO (亿美元) 及增速



图表62: Salesforce毛利 (亿美元) 及利润率



资料来源: Salesforce官网, Wind, Salesforce财报, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

3.6 Salesforce: Agentforce商业进展显著，而传统主业增长放缓

- 总体而言，Salesforce传统主业近几季度增速有所放缓，而AI业务表现出的强劲增长有望改善业务增长困境。FY26Q1，Salesforce传统的IT支出，包括销售、客服和营销这三大板块增长并不好，增速都环比继续放缓、且跑输市场预期，反映出欧美企业在传统IT支出预算上并不积极（走弱的经济增长预期和关税冲击）。相比之下，另两大与AI和Agentforce相关性更高的平台云和数据分析板块则表现显著更强。两者增速分别比预期高出约5pct和4pct，也相比上季明显提速。

图表63：Salesforce分业务同比增速情况

	Q1' 25	Q2' 25	Q3' 25	Q4' 25	Q1' 26*
Subscription & Support Revenue Y/Y Growth in Constant Currency					
 Sales	11%	10%	11%	9%	7%
 Service	11%	11%	10%	9%	7%
 Platform and Other	10%	10%	8%	12%	14%
 Marketing and Commerce	10%	7%	8%	8%	4%
 Integration and Analytics	25%	14%	5%	6%	10%
Total Subscription & Support Revenue	13%	10%	9%	9%	9%
 MuleSoft Total Revenue ¹	27%	13%	1%	7%	8%
 Tableau Total Revenue ¹	21%	11%	5%	3%	12%
 Slack Total Revenue ¹	17%	17%	8%	12%	11%

 Data Cloud and Agentforce revenue is prospectively included in Platform and Other effective with deals closed in FY26.

Data Cloud + AI ARR over \$1 billion, up more than 120% Y/Y
*Q1 FY26 revenue includes (~1pt) leap year headwind Y/Y

资料来源：Salesforce官网，Salesforce财报，中邮证券研究所

四

投资建议与风险提示

4.1 相关标的

4.2 风险提示

4.1 相关标的

- 复盘美股年初至今的表现，我们认为可通过两个逻辑选取A股相关标的：1) 当前更普遍的增长逻辑在于AI赋能传统公司实现主业放量，这一点可通过AI相关收入、订单在公司整体收入或订单中的占比来跟踪判断；2) 公司借助AI推动内部降本增效或产品涨价、改善盈利能力。
- 建议关注：
 - 1) AI+企业管理：鼎捷数智、泛微网络、致远互联、金蝶国际、用友网络、汉得信息、赛意信息、迈富时、光云科技、税友股份；
 - 2) AI+医疗：润达医疗、嘉和美康、卫宁健康、万达信息；
 - 3) AI+金融：同花顺、恒生电子、金证股份、九方智投控股、信雅达、京北方、长亮科技、宇信科技、顶点软件、指南针；
 - 4) AI+办公：金山办公、万兴科技、福昕软件、彩讯股份、合合信息；
 - 5) AI+教育&法律：科大讯飞、佳发教育、视源股份、金桥信息、竞业达；
 - 6) AI+代码：卓易信息、普元信息等。

4.2 风险提示

- **技术迭代不及预期：** AI大模型或AI Agent迭代放缓，影响AI商业化进展和客户付费意愿；
- **国内AI Agent商业化进展不及预期：** 美国AI应用虽取得一定进展，而国内或由于客户对AI付费意愿和使用习惯与国外存在差异，商业化进展不及预期；
- **算力供应不及预期：** AI Agent放量对推理算力存在较大需求，若国内算力供给未能及时填补需求，则可能影响Agent商业化进展；
- **行业竞争加剧风险：** AI Agent作为新型技术领域，行业竞争加剧将对企业盈利端造成影响。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

分析师：陈涵泊

SAC编号：S0120524040004

邮箱：chenhanbo@cnpsec.com

分析师：李佩京

SAC编号：S0120524090004

邮箱：lipeijing@cnpsec.com

分析师：王思

SAC编号：S1340525080002

邮箱：wangsi@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES