

第二波·软件平台 Agent 化： 错杀修复进入兑现期

第二波·软件平台 Agent 化——错杀修复进入兑现期，谁的 Agent 收入已真正吃下劳动力预算

AI 资本开支三波接力中，第二波（软件平台 Agent 化）是当前主战场。市场把软件股按“将死 SaaS”一刀切错杀，拥挤度处历史低位；但分水岭已经划开——按席位卖软件、收入绑人头的“界面派”被 Agent 减人头直接打击，而已把收费切到按用量/按结果/按任务、直接吃下游劳动力预算的“Agent 派”，是 TAM 约 10 倍扩张的错杀修复赢家。在原有 7 家确认赢家之外做增量全行业扫描、对每个候选用两道硬门（Agent 收入是否已起量到可审计、Agent 占比与增速是否压过传统业务）做对抗验证后，真正新过关的只有 NICE 与 CCC 两家——真赢家的稀缺，正是这一波 alpha 的来源。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 6 月 30 日 机构中性 · 三波路线图 × 软件重定价判别式 · 对每个"错杀赢家"候选做两维度对抗验证

30秒结论卡

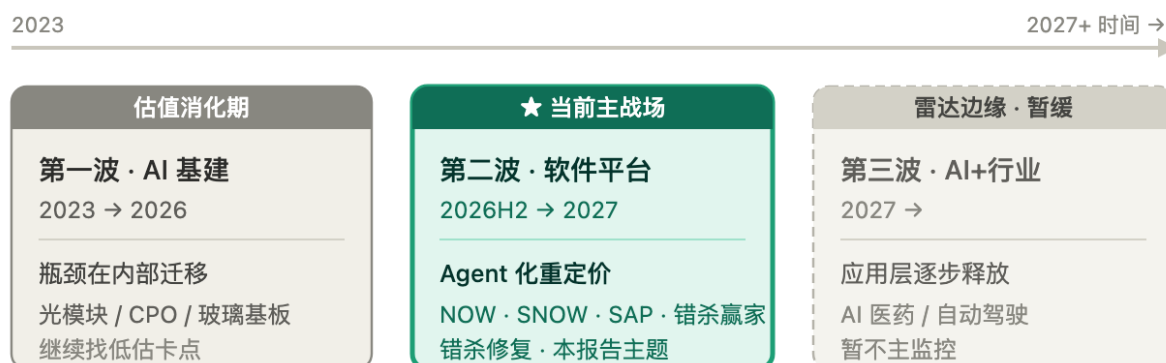
投资要点（一句话框架）：AI 大基建的钱流第一波砸在硬件、第二波正流入软件平台层；市场把整个软件板块当"将死 SaaS"统一错杀，真正的机会是把"已经按结果收钱、Agent 收入起量、直接吃下游劳动力预算"的平台，从一堆贴 Agent 标签的界面派里挑出来。

维度	判断
机会状态	● 第二波错杀修复进入兑现期，低位布局窗口仍开（灰犀牛利率窗口 + 下半年降息点火）
市场错在哪	把"AI 颠覆软件"一刀切套到所有 SaaS，忽略了收费模式从席位迁到用量/任务的平台是受益方而非受害方；软件机构拥挤度约 23%（半导体约 99%）= 向上空间
本轮新增重点	● NICE（联络中心 Agent）· ● CCC（保险理赔 Agent）——两家新确认错杀赢家
第二梯队	● GTLB · ZS · HUBS · MNDY · DT · SGE · GLOB · FIVN（Agent 信号真，但占比小/口径软/错杀窗口待验证）
绝不碰	● 界面派与价值陷阱：TWLO · PEGA · ZI · FRSH · DOCU · OKTA · TOST · BOX 等
最大反证	若 Agent 用更便宜的"按结果"计价侵蚀掉原本的席位收入（cannibalization），"赢家"只是营收结构换挡、不是净增长引擎——这正是市场给 NICE/HUBS 个位数估值的核心担忧

一、三波路线图：第二波正当时

任何标的先回答一个问题——它站在 AI 超级周期的哪一波。三波接力、双重点监控：

AI 超级周期·三波路线图（2023 → 2027+）



第二波的物理学 — Agent 经济学 1:9 原理



市场把软件股一刀切错杀（拥挤度极低）；分清界面派与 Agent 派，是这一波的全部 alpha。

第一波（AI 基建，2023→2026） 没有结束，是估值消化叠加瓶颈在内部迁移——继续沿光模块 → CPO → 玻璃基板找未来 3 年卡脖子的低估环节。

第二波（软件平台，2026H2→2027）是当前主战场。 它的物理学就是上图右下的 1:9 原理：旧 SaaS 每收 \$1 软件费，企业要配 \$9 人力去操作产出；软件商只赚那 \$1、按席位计价、收入绑人头，所以"AI 压缩席位"对纯界面 SaaS 是死刑。AI Agent 改写了等式——软件不再是给人用的界面，而是产出者本身（类比自动驾驶之于司机），直接吃下游那 \$9 的劳动力预算，TAM 约 10 倍扩张，并按任务/结果/用量计价、与人头脱钩。

第三波（AI+行业应用，2027→） 只挂雷达边缘，暂不投入主监控资源。

为什么是现在：软件板块机构拥挤度长期处于历史低位（约 23%，对照半导体约 99%）——硬件的好消息是"所有人都买进去了"，软件的坏消息是"大家都卖得差不多了"。叠加宏观时序：长端利率的灰犀牛窗口让 6-7 月留出砸坑机会，下半年降息预期落地是点火器。**这一波的关键词是"分化"而非"普涨"。**

二、判别式：错杀赢家的两道硬门

市场把软件股按"被 AI 颠覆"统一杀。要在错杀里赚钱，得有纪律地把真赢家从贴标签的伪赢家里挑出来。每个候选过两道硬门：

硬门一 · Agent 管线收入已起量到"可审计"，并真正替代劳动力。

只认硬证据：ACV / ARR / bookings / 每解决（per-resolution）/ 每通话（per-conversation）等可审计口径，且产品已能进入企业、做一类人力工作流的替代（客服坐席 / 理赔定损 / SDR / IT 工单 / 财务核算）。采用率、参与度、交互次数、TCV、pipeline、"客户数暴增"、纯叙事——一律不算 Agent 收入。

硬门二·Agent 占比与增速压过传统业务，且确属“错杀”。

Agent 收入占总收入的比例、其增速对照传统业务增速，必须形成鲜明对比（“AI 扛、席位拖”）；同时价格端要满足“距高大回撤 + 营收增速完好（>15%）+ 估值未透支”——跌下来不等于便宜，营收负增长 + 转型沉重的是价值陷阱，不是错杀赢家。

Agent 价值链卡位：真赢家卡在 Agent 价值链的治理编排层、数据底座、执行平台或安全层——这正是软件第二波的卡点（卡位）所在；纯功能界面没有这个卡点，是被颠覆的一方。

这道纪律的代价是真赢家很稀缺。 本轮在原有名单之外做增量全行业扫描、逐家对抗验证，绝大多数“Agent 收入”经不起第一道门——它们给的是采用率、信用点消耗或 pipeline，而不是已确认的收入。最终新过关的只有 2 家。真赢家稀缺，正是错杀里能赚钱的地方。

三、新确认错杀赢家·公司卡（经两维度对抗验证）

1. NICE Ltd 联络中心 Agent · 最深度错杀

一句话：联络中心老牌龙头被当成“AI 端掉坐席业务”的头号受害者杀到个位数估值，但它恰恰是把坐席预算搬进软件的那一方——AI ARR 已破 \$345M、增速是大盘的 4-7 倍。

① **Agent 收入已起量（硬证据）：**CXAI + 自助 ARR 达 **\$345M、+66% YoY**（FY2026 Q1，可审计 ARR 口径，非采用率），占云收入约 14%；AI 占云 backlog 约 18%、AI backlog **+78%**。计价提供承诺底量 + 用量上行 + 按结果三档，部分客户已用 outcome-based pricing。它替代的是联络中心 Tier-1 人工坐席——管理层量化一级话务自动消化率 >80%、单次接触成本双位数下降、客户满意度提升约 20%，是真实的坐席工时位移（也正是压制估值的恐惧本身）。Cognigy（对话 + agentic AI）单独贡献约 240bps 的云增长。

② **Agent 占比 vs 传统：**AI ARR 约占总收入 12% / 云收入 14%；**AI +66% vs 总收入 +9.8% vs 云 +14.6%**——AI 是唯一两位数高速分支，增速为整体的 4-7 倍。另一面，传统拖累被坐实：服务收入 -12%、本地化/产品收入仅 \$41.3M。“AI 扛、席位与本地化拖”的画像完整成立。

错杀与估值：现价 **\$91.80**、市值 **\$53.9 亿**，距 52 周高 \$175 回撤约 **-48%**；TTM 收入 \$30.1 亿（+约 10%）、净利 \$5.3 亿、FCF \$5.86 亿——营收与现金流完好且双位数增长。估值塌到深价值区：**TTM 市盈率约 10 倍、前瞻约 8 倍、市销率约 1.8 倍**，绝非透支。这是“营收完好 + 估值崩塌”的教科书级错杀。

反证（最大风险）：AI 货币化可能逐美元蚕食席位收入——管理层为锁定长期 AI 承诺主动牺牲近期营收，云增速从更高位下行、服务收入 -12% 是结构性流失。若 AI ARR 的净增量小于席位流失，则“赢家”只是营收结构换挡、不是净增长引擎，这是市场给个位数估值的核心担忧。**验证锚点：**AI ARR 环比加速度是否持续跑赢席位流失。

2. CCC Intelligent Solutions 保险理赔 Agent · 卖"按理赔计价的 AI"

一句话：财险理赔 SaaS 被当成"AI 端掉理赔老炮"的受害者，从 \$10.5 杀到 \$4.9；但它正在把车损定损与伤情定责的人力工作流程换成按理赔量计价的 AI，AI 收入已占一成、增速是核心盘的 3.5 倍。

① **Agent 收入已起量（硬证据）：**管理层在 FY2026 Q1 电话会明确——"AI 方案现在约占收入 10%、年化运行率约 \$120M"，是已确认的 AI 产品收入（非采用率/pipeline）。计价是真用量/价值制：5:1 ROI 定价，AI 附加到核心车险定损（APD）合同时约 50% 价格 uplift，Photo AI / AI 估损已在 6,500+ 修理厂按用量消费。它替代两类理赔人力——车损人工查勘定损，以及 casualty / 伤残定责的核赔员（EvolutionIQ MedHub 自动综合海量医疗记录给下一步建议，已进全球 top-15 伤残险企中的 9 家）。

② **Agent 占比 vs 传统：**AI 约占总收入 10%（\$120M 运行率），AI 增速约 +42% vs 核心业务 +12%——约 3.5 倍，贡献了约三分之一的同比增长；新兴方案（含 EvolutionIQ）另占约 11% 收入、+约 50%。净收入留存 107%、管理层目标把 AI/新兴类占比向 40% 推进。

错杀与估值：现价 \$4.90、市值 \$29.4 亿，距 52 周高 \$10.50 回撤约 -53%、贴近 52 周低 \$4.08。营收完好且加速：Q1 收入 \$2.81 亿、+12%，调整后 EBITDA 利润率 43%、TTM FCF \$2.52 亿，并上调全年指引。调整后前瞻市盈率约 10.7 倍、市销率约 2.5 倍——便宜是真的。GAAP 市盈率（约 84 倍）是股权激励与 EvolutionIQ 摊销造成的失真，调整后净利 \$6,680 万、FCF 强劲，非价值陷阱。

反证（最大风险）：AI 当前仍是"人在环中辅助核赔员"而非全自主结案，\$120M 是运行率而非完整确认收入科目；核心 SaaS 仅 12% 增长属成熟量级；GAAP 盈利薄、稀释偏高；若大型险企自建 AI 理赔或保险软周期压制平台用量，按理赔量计价反成顺周期拖累。**验证锚点：**AI 运行率能否转为确认收入科目、占比能否向管理层 40% 目标推进。

四、第二梯队·强观察（Agent 信号真，但未够格确认）

这些标的至少在一道门上过关，但卡在另一道——要么 Agent 收入口径偏软/占比仍小，要么错杀窗口已部分关闭。给"重点观察"而非"确认低位布局"：

标的	现价/市值	距高	卡在哪道门·一句话
GitLab GTLB ●	\$29.85 / \$50.9 亿	-43%	Agent 收入最硬 (DAP 付费消费运行率 ~\$20M、\$1/credit 纯用量、首季净新增 ARR 破历史)，但仅占约 1.8%、FY27 不计入确认收入；传统盘从 +23% 减速到 16-17% 是去化主因
Zscaler ZS ●	\$137.60 / \$222.5 亿	-59%	真错杀 + 营收 +25% 完好、前瞻市盈率约 31 倍不贵；但硬数字是 AI 数据安全消费制 bookings (LTM \$100M+、+100%)，非每调查计价的自治 SOC，纯 agent 货币化管理层自认 FY27 才放量
HubSpot HUBS ●	\$184.47 / \$94.9 亿	-68%	计价架构最对路 (客服 Agent \$0.50/已解决对话、拓客 Agent \$1/合格线索，真按结果)，但 Agent 美元从未单列、CFO 称"早期"；"13 倍市盈率"是非 GAAP 视觉 (GAAP 仍约 96 倍)
monday.com MNDY ●	\$73.60 / \$37.6 亿	-77%	优质高增长 SaaS 真被错杀 (营收 +24%、前瞻市盈率约 16 倍)，但 Agent 是纯期权——管理层自承"还无法对 agent/token 收入建模"，零可审计美元
Dynatrace DT ●	\$44.24 / \$128.9 亿	-23%	用量制可观测、席位压缩天然免疫、营收 +16% 完好；但 Agent 变现是采用率叙事、零硬美元、按消费信用计价非每事件
Sage Group SGE.L ●	825.6p / ~\$94 亿	-37%	稳健 SaaS 真被错杀 (营收 +11%、利润率扩张、指引上调)；但财务后台 Agent (应付/月结/审计) 目前嵌入套餐、变现"非常温和"、无独立计价
Globant GLOB ●	\$30.08 / \$13.0 亿	-68%	AI Pods 重定价方向最纯 (consumption ARR \$32.8M、+59% 环比、约 \$2 万/月含 1 亿 token)，但仅占约 1.3%，且核心 IT 服务在萎缩 + 证券诉讼，错杀真伪存疑
Five9 FIVN ●	\$21.30 / \$16.3 亿	-28%	AI 运行率 \$125M、+68%、占约 12-13% 真起量；但已从底部反弹约 56%、前瞻市盈率约 30 倍，干净的错杀窗口大半关闭

判读：这一档的共性是"option 真实、引擎未证"。GTLB 与 HUBS 的计价单位最硬 (已经是按结果/按用量收钱)，但 Agent 美元占比小或未单列；MNDY/DT/SGE 是被错杀的优质 SaaS，Agent 还是期权而非已兑现收入。它们值得在 universe 里挂"波 2·观察"标签盯指标，但还不到 NICE/CCC 那种"两维度都过硬门"的确认级。

另列两只维持名单 (不属本轮错杀)：Datadog **DDOG** (\$248.57，近高点无回撤、市盈率已高度透支，按结果计价真但不披露)、MongoDB **MDB** (\$338.18，无大回撤、前瞻市盈率约 53 倍偏贵，AI 占比管理层拒绝披露)——优质 AI 受益股，但既不错杀、也无可审计 Agent 硬收入，维持原状不作本轮新增。

五、回避名单：界面派、价值陷阱与已退市赛道坐标

跌下来不等于便宜。下面三类按本判别式回避或仅作参考：

界面派 / 货币化未过硬门（核心仍按席位、Agent 是采用率叙事）：Appian **APPN**、Amplitude **AMPL**、Elastic **ESTC**、DocuSign **DOCU**、BlackLine **BL**、Toast **TOST**、Okta **OKTA**、Box **BOX**、Sprinklr **CXM**——其中 BL/BOX 计价架构对路但 Agent 美元仍"nascent"、增速未过 15% 门槛，等 2027 消费收入兑现再重评。

剔除（PR 话术 / 非错杀 / 方向不符）：Twilio **TWLO**（管理层自承 AI 未做出有意义贡献、财报后大涨非错杀）、Pegasystems **PEGA**（总收入实际萎缩、agentic 是包装）、ZoomInfo **ZI**（Copilot 仍是席位工具、传统盘真在萎缩，是被第二波吃掉的旧世界）、Freshworks **FRSH**、SentinelOne **S**（AI 安全收入全程无基数美元）、JFrog **FROG**（处 52 周新高、无 Agent 收入线）、DigitalOcean **DOCN**（纯算力卖铲子、错杀前提不成立）、金蝶 **0268.HK**、金山办公 **688111.SH**（席位捆绑 AI、估值在回撤后仍偏贵）、dLocal **DLO**、Paymentus **PAY**（纯支付通道）。

已退市赛道坐标（一级市场低位扫货软件资产，本身就是"软件被错杀"的反向印证）：

- Verint **VRNT**——本应入选的教科书级 Agent 化赢家（AI ARR \$372M、+21%，按交互结果计价，客户成本 -70% 实证），但已被 Thoma Bravo 私有化退市，不可投。
- Olo（Thoma Bravo \$20 亿全现金）、Smartsheet（Blackstone/Vista \$84 亿）、AspenTech（并入 Emerson）、LivePerson（被 SoundHound 折价收购，属"真将死"非错杀）。

六、原确认 7 家·基线回顾（现价刷新）

上一阶段确认的错杀赢家，错杀程度仍深、卡位逻辑不变，作为第二波底仓基线：

标的	现价/市值	距高	Agent 卡位
ServiceNow NOW	\$99.97 / \$1,014 亿	-53%	治理编排层 · Now Assist ACV \$750M
Snowflake SNOW	\$251.65 / \$863 亿	-12%	数据/AI 平台 · 用量制免疫、Cortex 破 \$100M
SAP SAP	\$154.90 / \$1,828 亿	-50%	企业 ERP + 数据上下文层 · 云订单多含 AI
Guidewire GWRE	\$120.87 / \$101 亿	-56%	保险核心系统 · 云 ARR \$11.5 亿 +19%
ServiceTitan TTAN	\$70.20 / \$66 亿	-42%	家庭服务垂直平台 · 语音 Agent 按通话计费
Intapp INTA	\$24.68 / \$19 亿	-50%	专业服务垂直 · Celeste 贡献 >15% 净新增
Wix WIX	\$46.12 / \$19 亿	-76%	建站 + AI 编程 · Base44 ARR 曲线陡升

七、受益标的落地与行动清单

第二波的受益链从数据底座到行业应用层逐段都有错杀修复标的，落到可投标的：

现在低位布局 / 重点观察（新增 universe · 波 2 标签）：

- **确认错杀赢家**：NICE、CCC——两维度都过硬门，叠加原有 NOW/SNOW/SAP/GWRE/TTAN/INTA/WIX。
- **强观察待去风险**：GTLB、ZS、HUBS、MNDY、DT、SGE、GLOB、FIVN——挂"波 2 · 观察"标 签订指标。

绝不追 / 回避：界面派与价值陷阱（TWLO/PEGA/ZI/FRSH/S/FROG/DOCN/DOCU/OKTA/TOST/BOX 等）；PE>40 的透支标的（DDOG/MDB）只维持不新增；已退市标的仅作参考坐标。

下次重点看这 5 个数据：① NICE 的 AI ARR 环比加速度是否持续跑赢席位流失；② CCC 的 AI 运行率能否转为确认收入科目、占比向 40% 推进；③ GTLB 的 DAP 付费消费运行率环比加速度、能否进确认收入指引；④ ZS 的纯 agent 货币化是否如期 FY27 放量；⑤ HUBS 的 Agent 美元是否首次单列。

哪个信号出现要重写结论：若头部平台普遍披露"Agent 净增量 ≤ 席位流失"（cannibalization 坐实），则"错杀修复"要降级为"营收结构换挡"，整篇看多基调需收敛。

八、情景与风险反证

情景判断

情景	核心假设	结果	动作
● 熊	Agent 按结果计价蚕食席位 > 净增，软件重定价被推翻	错杀修复降级为营收结构换挡	回避，等数据证实
● 基准	错杀修复渐进兑现，AI ARR 稳定跑赢席位流失	NICE/CCC 向同业估值修复	低位分批布局确认赢家
● 牛	Agent 净增加速 + 下半年降息点火	第二波进入主升、错杀普遍修复	加配确认赢家 + 强观察转确认

风险反证

风险按可被推翻的反证信号列出——什么条件出现，会证明本报告结论错：

风险	反证信号
Agent 蚕食席位（系统性）	NICE/HUBS 等连续两季出现"AI ARR 净增量 ≤ 席位收入流失"，总收入被 agentic 偏转通缩
Agent 收入兑现滞后	GTLB/ZS 的纯 agent 货币化推迟出 FY27、运行率冲高后回落
宏观 beta 压制	灰犀牛长端利率超预期上行、降息点火延后，软件作为高久期资产被流动性收紧错杀
基座模型下沉	平台型 LLM（微软/Salesforce/Notion 等）的通用 Agent 直接下沉吃掉应用层，软件 Agent 护城河被推翻
口径失真	"便宜"建立在非 GAAP 视觉上（HUBS/CCC 的 GAAP 市盈率远高于调整后），股权激励稀释抵消增长

系统性反证：这一波的全部前提是"Agent 收入是净增的下游劳动力预算"。若它本质是用更便宜的"按结果"替换原本更贵的"按席位"，那么软件平台的 TAM 扩张是幻觉、只是单价下移——这一点必须用未来 2-3 季的"Agent 净增量 vs 席位流失"数据持续证实。

免责声明：涌现资本产业研究部 · 机构中性 · 本文为产业研究，不构成投资建议。市场有风险，投资需谨慎。

来源置信度表与口径说明

结论 / 数字	来源	口径	置信度
现价 / 市值 / 52 周高低	EODHD 付费实时源（2026-06-30 拉取）	收盘 / 总市值 / 滚动 52 周	A
NICE AI ARR \$345M、+66%	NICE FY2026 Q1 财报与电话会	已确认 ARR	A
CCC AI ~\$120M 运行率、+~42%	CCC FY2026 Q1 财报与电话会	年化运行率	A / B（运行率非确认收入科目）
各强观察标的 Agent 口径	各公司最新财报与电话会	ARR / 运行率 / 采用率（分项标注）	A-C
软件机构拥挤度约 23%	卖方拥挤度模型	持仓占比基准参照	C
已退市标的交易状态	公开并购公告	私有化 / 收购完成	A

数字三道关自检：现价/市值/52 周区间均经 EODHD 实时源与基本面交叉核对，量级（单季≤累计≤全年）、单位、小数位三关复核无误。

*CCC 现于 Nasdaq 以代码 **CCC** 交易（原 **CCCS**）。所有现价/市值/回撤为 2026-06-30 实时拉取；Agent 收入与占比为各公司最新财报口径，运行率与确认收入已分项标注。© Emergence Capital*