

AI 第二波 · 软件平台 Agent 化：被错杀的赢家与被淘汰的输家

AI 第二波 · 软件平台 Agent 化 —— 被错杀的赢家与被淘汰的输家

AI 资本开支第一波在硬件基建，第二波进入软件平台层。旧 SaaS 按席位计价、收入绑人头，AI 减人头即利空（界面派=死刑）；而已把收费模式迁移到用量/按结果/Agent 任务计价、直接吃下游劳动力预算的平台，则是 TAM 约 10 倍扩张的赢家。市场把软件股统一错杀（拥挤度极低），其中已有真实 Agent 收入起量的会率先修复。全行业扫描 165 家、对抗验证 41 个候选后，真正经得起推敲的“错杀赢家”是少数——多数“Agent 收入”是 PR 话术。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 6 月 19 日 机构中性 · 全行业扫描 165 家软件公司 (99 上市) · 对每个"错杀赢家"候选做对抗式验证

执行摘要

一句话：AI 大基建的钱，第一波砸在硬件（算力/电力/存储/光/封装），第二波正流向软件平台层。但市场把软件股不分青红皂白地统一错杀——拿"AI 会颠覆 SaaS"一刀切。真相是分化的：**按席位卖软件、靠人头收钱的"界面派"会被 Agent 减人头直接打击；而已经把收费切到"按用量/按结果/按 Agent 任务"、直接吃下游劳动力预算的平台，是 10 倍 TAM 的赢家。关键是分清谁是谁。**

记住一组对照：

	界面派（被淘汰）	Agent 派（错杀赢家）
收费	按席位/人头（PEPM）	按用量/结果/任务（脱钩人头）
AI 减人头	直接利空（席位收入缩水）	利好（吃 \$9 劳动力预算、TAM 扩张）
估值	被错杀且活该	被错杀但会修复

最反直觉的发现：在我们扫的 44 家"自称 Agent 赢家"里，逐一做对抗式核实（默认怀疑、要硬数字）后，**只有 7 家真正经得起推敲**——多数公司的"Agent 收入"是参与度指标、TCV、pipeline 或纯 PR 话术，不是已确认的收入。**真赢家稀缺，正是错杀里能赚钱的地方。**

一、命题：第二波的物理学

旧 SaaS 的经济学是"1:9"——企业每花 \$1 软件费，配 \$9 人力去操作产出。软件商只赚那 \$1 的盘子、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：减人头 = 软件收入直接缩水。

AI Agent 改写了这个等式：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）。它直接吃下游那 \$9 的劳动力预算 → TAM 约 10 倍扩张；按任务/结果/用量计价 → 与人头脱钩。

市场的错误在于一刀切：把所有软件股按"被 AI 颠覆"统一杀（软件板块拥挤度长期处于历史低位），却没分清谁在被颠覆、谁在做颠覆。这种"统一错杀"正是 alpha 的来源——但前提是把真赢家从一堆贴 Agent 标签的伪赢家里挑出来。

二、第一类：错杀赢家（经对抗验证·真有 Agent 收入）

筛选标准只认硬证据：收费模式是否真从席位迁移到用量/结果（不是嘴上说）· Agent 产品是否真在吃下游劳动力预算 · Agent 收入是否有可审计的 ACV/bookings/收入占比（不是参与度指标或 pipeline）。下面 7 家全部通过：

标的	定位	Agent 收入硬证据	错杀/估值
ServiceNow NOW ● 已在池	治理编排层·最强信念	Now Assist ACV \$750M（2025 翻倍），2026 AI ACV 目标由 \$10 亿上调至 ≥\$15 亿	部分错杀·惊喜
Snowflake SNOW ● 已在池	数据/AI 平台·消费制免疫	生来 100% 用量制，Cortex AI 收入运行率破 \$100M，NRR 回升至 126%，AI 账户 13,600+	部分错杀·卡位
SAP SAP NEW	企业 ERP + 数据上下文层	Q4'25 三分之二云订单含 AI、Top50 交易 90% 含 AI/BDC；当前云 backlog €21.9B(+20%)	部分错杀·卡位
ServiceTitan TTAN NEW	垂直（家庭服务）行业平台	AI Voice Agent 明确按通话计费 \$2.75/通（真用量制）；已 ramp 的 Max 客户均 >10%	部分错杀·卡位（带席位风险）
Intapp INTA NEW	专业服务（律所/PE）垂直平台	Celeste 上线仅 4-5 周即贡献 >15% 净新增 bookings，TTM 云 NRR 123%	部分错杀·卡位
Guidewire GWRE NEW	保险核心系统平台	云转型确凿：ARR \$1.147B(+19%)、订阅支持 +35%、gross retention ~99%；ProNavigator agent 跑通定价	部分错杀·卡位
Wix WIX NEW	建站 + AI 编程平台	Base44（AI 编程）ARR 曲线 \$3M→\$50M→\$100M→\$150M（多源交叉确认），Q1 cohort 三月 \$52M bookings	部分错杀·卡位

判读：这 7 家的共性是——Agent 收入是可审计的硬数字（ACV/bookings/收入占比），不是“客户数暴增”式的手挥。ServiceNow 的 Now Assist ACV \$750M、Wix 的 Base44 ARR 曲线、ServiceTitan 的 \$2.75/通话，都是白纸黑字。

第二梯队·强观察（Agent 收入经验证为真，但因估值或席位敞口给“观察”而非“确认”）：

- Atlassian TEAM ——本批最干净的“按结果付费”样本：Rovo Customer Service \$1/解决、GA 已落地；
- Workday WDAY ——约 \$5 亿 agentic ARR、ACV +200%、4000+ 客户；
- Five9 FIVN ——企业 AI ARR >\$100M（增速 41%→50%）、bookings 翻倍；
- GitLab GTLB ——Agent（Duo/Amp）真起量，初筛口径偏保守；
- MongoDB MDB ——Atlas 消费制、NRR 121% 回升；

- 已在池的 **Salesforce / CrowdStrike / Datadog**——Agentforce ARR、按端点/用量计费、消费制定价均经核实为真，维持持仓（CRWD/DDOG 偏贵需注意估值）。

三、第二类：被淘汰的传统 SaaS（界面派·回避名单）

这些公司的共性：核心仍按席位/人头（PEPM）计价、AI 多为告警辅助/copilot、收入随人头线性扩张、护城河弱、易被 AI-native 工具直接替代。它们被错杀且活该——属“价值陷阱”而非“错杀赢家”：

标的	问题
Asana ASAN	纯席位多档计价，正是“Agent 减人头=席位收入利空”的教科书定义
Paylocity PCTY / Paycom PAYC	纯 PEPM（按员工/月 \$22-36），收入绑客户员工人头
Sprout Social SPT	AI 仍按 per-seat 货币化，NRR 已跌至 100%（存量零净增）
Rapid7 RPD / Qualys QLYS	按席位/资产订阅，AI 仅风险打分辅助、无自主 agent
RingCentral RNG	UCaaS 按人头；RingCX AI 仍 \$65/agent/月纯席位
Gen Digital GEN （诺顿）	纯消费订阅按人头/设备，与企业 Agent 用量制无关
Teradata TDC / LivePerson LPSN	传统数据仓库/客服，2026 营收负增长、转型沉重
Getty / Shutterstock SHCO	需求侧直接受害者——库存图片被生成式 AI 直接替代（测算替代 5-15% 需求）
Definitive Healthcare DH	医疗数据 SaaS，营收已负增长、股价从 \$4.7 崩到 \$0.8

四、第三类：私有 / 已退市 / 纯 AI 原生（赛道坐标·暂不可投）

为赛道完整性列出，但不可参与公开市场：

- 私有 AI 原生**：Gong（收入智能，估值约 \$45 亿）、Glean（企业搜索 Agent）、Cursor/Anysphere（AI 编程）、Decagon/Sierra（客服 Agent）、Databricks、Notion、Canva——这批是软件平台 Agent 化的“原生派”，但多数未上市。
- 刚被私有化/收购退市**（错杀已被一级市场捕获）：Confluent **CFLT**（IBM \$110 亿收购）、Sumo Logic、SolarWinds、Verint **VRNT**（Thoma Bravo）、Clearwater **CWAN**（Permira/Warburg）、Semrush（已并入 Adobe）。一级市场正在低位扫货软件资产，本身就是“软件被错杀”的反向印证。

五、对抗验证的纪律：为什么"真赢家"这么少

这是本报告最该强调的方法纪律：**贴 Agent 标签的多，真有 Agent 收入的少**。41 个"错杀赢家"候选，对抗式核实后只有 7 个确认、31 个降级观察、3 个直接拒绝。被打回的典型套路：

- SentinelOne **S** ——Purple AI 只给"无分母"的采用率，不是已变现收入；
- Zeta Global **ZETA** ——Athena GA 后只有参与度指标（首周 7x 交互），无收入；
- Klaviyo **KVYO** / BILL **BILL** ——把采用量/TCV 当 Agent 收入；
- 用友 **600588** ——"16.7 亿"是 TCV 非收入，真实确认仅 1.37 亿/季；
- Palo Alto **PANW** / CrowdStrike **CRWD** ——是真颠覆者，但已被充分定价甚至偏贵，不是"错杀"。

结论：在"软件被统一错杀"的背景下，alpha 不在于"买所有跌下来的软件股"，而在于**精确区分"按结果收钱的真 Agent 平台"与"贴标签的界面派"**——前者是错杀修复，后者是价值陷阱。

六、受益标的落地与结论

纳入 universe（错杀赢家）：

- 确认·卡位：SAP、ServiceTitan **TTAN**、Intapp **INTA**、Guidewire **GWRE**、Wix **WIX**（叠加已在池的 NOW/SNOW）；
- 强观察：Atlassian **TEAM**、Workday **WDAY**、Five9 **FIVN**、GitLab **GTLB**（Agent 收入已验证为真，估值/席位敞口待去风险）。

回避（界面派/价值陷阱）：Asana、Paylocity、Paycom、Sprout Social、Rapid7、Qualys、RingCentral、Gen Digital、Teradata、Getty/Shutterstock 等——跌下来不等于便宜。

一句话收尾：AI 大基建的钱流向哪儿，决定了哪些股票涨——第二波流向"软件即产出者"的平台层。但软件这一波的关键词是"分化"而非"普涨"：市场把整个板块一刀切错杀，给了在"真 Agent 平台"上低位布局的窗口；而抓住窗口的前提，是有纪律地把 PR 话术从真收入里筛出来。建仓节奏上，PE>40 的透支标的（部分 AI 原生/CRWD/PANW）纪律性回避，错杀且 Agent 收入已兑现的（NOW/SNOW/SAP/INTA/GWRE/WIX/TEAM）才是安全边际所在。

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。公司财务/Agent 收入数据来自各公司最新财报与电话会，第三方估算已标注；私有公司估值为二级市场口径，仅供赛道参照。© Emergence Capital