

源文件

ticker: SNOW lang: ZH generated: 2026-01-24

SNOW：治理企业AI的收费站

1. 执行摘要

我们建议对Snowflake Inc. (SNOW) 建立一个长期多头头寸，三年目标价为\$315，相较于当前价格约有50%的上行空间。我们的投资论点基于市场对Snowflake在企业人工智能新时代竞争地位的根本性误判。共识观点正确地将AI识别为增长驱动力，但错误地将竞争格局视为与Databricks等竞争对手的功能级别竞争。这种观点是短视的。

我们的不同看法是，Snowflake的“内建”治理和无缝多云结构不仅仅是功能，而是一种深刻的结构性护城河，随着企业将AI从实验沙箱转移到关键任务的生产环境中，其价值呈指数增长。推动我们论点的关键力量是C-suite在将AI应用于最敏感数据时对安全性、可审计性和单一真实来源的不可妥协的需求。在这种高风险环境中，Snowflake不仅是一个数据平台；它是信任的提供者，是一种风险保险，风险规避的全球2000强公司愿意为此支付溢价。

市场将Snowflake的股价定为**\$209.69**，反映了**128.41**的前瞻市盈率，这似乎为未来的稳健但增长放缓做了担保。我们认为这未能考虑到由新的高利润AI工作负载驱动的显著再加速，其中治理是主要决策标准。虽然竞争对手可能在灵活性上赢得部门项目，但我们相信Snowflake将成为企业智能的中枢神经系统——所有可信AI必须通过的不可或缺的收费站。这创造了一个引人注目的不对称风险收益比，提供了以尚未反映其全部战略价值的价格拥有一个世代平台的潜力。

总结：

- **推荐及信心水平：** 买入，信心中高。我们建议建立2.0%的初始头寸。
- **关键论点驱动因素：** 市场低估了Snowflake在治理和安全方面的架构护城河，这将使其能够捕获最有价值的高风险企业AI工作负载。
- **主要风险或终止条件：** “治理护城河”被证明是虚幻的。如果Databricks的“足够好”Unity Catalog在受监管行业中赢得了显著的竞争，我们的核心论点将被证伪。
- **估值与当前价格：** 我们的概率加权公允价值为\$255，比当前价格高出22%。我们的基准情景指向\$275，乐观情景为\$340+，表明显著的不对称性。

2. 业务质量评估

Snowflake的业务是AI数据云，从其作为云原生数据仓库的起源演变而来。公司的基础创新是存储和计算的架构分离，支持基于消费的收入模式，随着客户使用量的增加而扩展。这一核心架构仍然是其竞争优势的基石，为三大不断扩大的护城河提供了基础：数据引力、多云中立性和卓越的治理模型。

数据引力与极高的转换成本： 迁移数PB的精心策划的关键任务数据的巨大成本和操作复杂性创造了巨大的客户粘性。随着客户超越简单分析并开始直接在Snowflake内使用Snowpark进行代码和Cortex进行AI服务构建应用程序，这一护城河加深。这将应用程序逻辑与治理数据直接耦合，将Snowflake从数据存储库转变为企业智能栈的运营核心。解开这些集成系统所需的努力使得转换成本高昂且风险极大。

多云中立性作为战略任务： 对于全球2000强企业，避免被超大规模云服务商锁定是C-suite级别战略任务。Snowflake的平台从第一天起就建立在一个单一的、统一的代码库上，该代码库在Amazon Web Services (AWS)、Microsoft Azure和Google Cloud Platform (GCP)上运行一致。这不仅仅是一个营销声明；它是一个深刻的架构优势。它支持像Snowgrid这样的功能，允许在不同云提供商之间进行无缝、实时的数据共享和复制。正如首席执行官Sridhar Ramaswamy所言：

“世界正在变得更加多极化……我称之为数据主权的愿望。而我们模型的美妙之处在于我们只是乘着超大规模云服务商的浪潮。”

这种架构提供了切实的战略价值，竞争对手的更分散、集成度较低的多云产品难以匹敌。它允许客户在AWS发生故障时将操作转移到Azure，在几天内整合来自不同云的收购公司数据，并安全地与任何合作伙伴共享实时数据，无论其云提供商是谁。这将Snowflake从供应商转变为运营弹性和供应商中立性的战略合作伙伴。

治理护城河：内建与附加： 这是Snowflake业务质量中最关键且被误解的方面。市场通常将与Databricks的治理竞争视为功能对功能的竞争。这是一个根本性的错误。Snowflake的治理是其架构的本质。安全策略定义一次，并在每个工作负载中自动且一致地执行，因为只有一个引擎和一个一致的数据副本。相比之下，竞争对手通常在更复杂的、分散的工具和存储格式生态系统上层叠加一个治理目录。这种“附加”的方法可能会产生接缝和复杂性，对于在最敏感的金融、医疗或客户数据上部署AI的CIO和首席风险官来说是不可接受的。在治理AI的时代，这种架构纯度不是可有可无的；它是核心产品。

3. 投资论点与不同观点

市场在判断上犯了一个关键错误：它将Snowflake视为面临商品化的高增长数据仓库，而它应该被视为可信企业AI的新兴记录系统。我们的不同观点是，Snowflake在治理和多云简化方面的架构选择正在创造一个持久的、可防御的护城河，市场系统性地低估了这一点。共识基于近期消费趋势和对竞争的简单看法，未能为Snowflake成为全球企业的事实上的“AI数据信任层”的未来定价。

我们论点的核心基于一个简单的前提：随着AI从实验室转向董事会，平台选择的标准将从开发者灵活性转向企业级信任。C-suite不会在客户数据上部署生成AI模型，而没有一个不可破坏的、可审计的监管链和治理。Snowflake提供了这一点。

为什么共识观点不完整

共识的悲观情景，以及Databricks支持者的主要论点，是Snowflake的集成平台是一个限制性的“围墙花园”，与基于开源的“湖仓”架构相比。这一论点正确地识别了Snowflake的权衡，但完全误判了买家在最高价值市场细分中的优先级。

对于受监管行业的CISO来说，竞争对手的“灵活性”意味着更大的供应商攻击面、分散的治理和更高的操作复杂性。Snowflake的集成系统是一种特性，而不是缺陷。它为他们最敏感的数据提供了一个单一的、可审计的和可负责的控制平面。他们购买的不是数据库；他们购买的是风险降低。这与历史上企业对Oracle集成、高成本数据库的偏好相似，而不是更便宜、更灵活的开源替代品如Postgres用于他们最关键的记录系统。AI治理的风险——管理模型偏差、数据谱系、安全性和法规遵从性——高出一个数量级。在这种环境中，提供无瑕疵的可审计性和明确责任的完全集成的单一供应商平台是最关键的特性。市场将其定价为偏好；我们认为这是一个要求。

这不是一个理论上的优势。它是一个经过验证的市场差异化因素。

“Snowflake的单一、治理和跨云数据平台使我们能够安全且经济高效地从数据中解锁更多价值……有了Snowflake，我们现在可以更轻松和高效地构建创新的新服务和产品，以实现我们的战略并为客户提供价值。” — Tom Mazzaferro, Western Union首席数据与创新官

这位全球金融服务领导者的引言是Snowflake护城河的声音。价值主张不是开发者的工具集；它是一个可以安全地实现创新的平台。这是C-suite的语言，也是Snowflake将在企业AI战争中获胜的地方。

4. 估值

Snowflake的估值看起来要求很高，前瞻市盈率为**128.41**，企业价值/未来12个月销售额倍数约为16倍。然而，这些指标具有误导性，因为它们锚定于近期增长放缓的过去。我们的分析表明，当前价格**\$209.69**反映了“勉强维持”的情景，如果我们的AI驱动增长再加速的论点被证明正确，将创造显著的不对称上行空间。

概率加权现金流折现情景

我们的主要估值框架是多情景现金流折现分析。我们认为市场过度权重于基准和悲观情景的概率，同时系统性地低估了Snowflake的治理护城河导致企业AI市场份额整合的非线性结果。我们的概率分配反映了这一不同观点。

情景	叙述	5年收入复合年增长率	终端自由现金流利润率	隐含公允价值	分配概率	加权价值
论点 破裂	传统玩家， 护城河被攻 破	15%	20%	\$95	10%	\$9.50
悲观 情景	AI失败，竞 争侵蚀	20%	25%	\$135	20%	\$27.00
基准 情景	AI论点实现	30%	33%	\$275	40%	\$110.00
乐观 情景	主导AI平台	38%	38%	\$340	25%	\$85.00
超级 乐观	企业AI的 TCP/IP	45%	42%	\$410	5%	\$20.50
总计					100%	\$252.00

方法论：加权平均资本成本9.0%，终端增长率3.5%。

此分析得出每股**\$252的概率加权公允价值**，比当前价格高出**20%**。关键是，风险收益比偏向于上行。基准情景提供31%的上行至\$275，而“论点破裂”情景意味着55%的下行至\$95。然而，我们的信心在于我们为基准、乐观和超级乐观情景分配的70%概率，其中治理护城河被证明是持久的，并推动增长重新加速至30%以上。

估值敏感性分析

估值对长期收入增长和终端自由现金流利润率最为敏感。下表展示了在这些两个关键假设范围内的隐含公允价值，同时保持加权平均资本成本（9.0%）和终端增长率（3.5%）不变。我们的基准情景已突出显示。

终端自由现金流利润率						
5年收入复合年增长率	25%	30%	33%	38%	42%	
20%	\$135	\$158	\$172	\$195	\$214	
25%	\$173	\$202	\$219	\$248	\$272	
30%	\$220	\$257	\$275	\$315	\$345	
35%	\$276	\$322	\$348	\$396	\$434	
40%	\$343	\$400	\$433	\$493	\$540	

此矩阵显示，要相信从**\$209.69**的实质性上行空间，必须为Snowflake能够维持接近30%的收入复合年增长率和实现超过30%的终端自由现金流利润率的未来做出担保。我们对AI工作负载机会的自下而上分析表明，这不仅是可能的，而且是可能的。

5. 关键分析紧张点

我们的最终投资观点是通过围绕三个核心问题的严格辩论形成的。我们对这些紧张点的解决构成了我们信心的基础。

1. 紧张点：治理护城河是持久的还是暂时的优势？

- **持久性的理由：** Snowflake的治理是架构上集成的，而不是附加的。对于受监管的全球2000强企业，这种“一个喉咙可掐”的模型提供了一个单一的、可审计的和可负责的控制平面，用于他们最敏感的数据。这降低了复杂性和供应商风险，这是CISO愿意支付的高级功能。随着AI法规的加强，这种护城河将扩大，使Snowflake的无瑕疵可审计性成为不可协商的要求。
- **反对的理由（“足够好”论点）：** 像Databricks这样的竞争对手正在迅速增强他们的治理层（例如，Unity Catalog）。风险在于这些解决方案对大多数企业来说变得“足够好”，中和了Snowflake的主要差异化因素，并将竞争转变为价格和功能战，侵蚀利润。Databricks倡导的开源生态系统可能成为主导范式，将Snowflake降为高成本小众市场。
- **我们的解决方案：** 我们得出结论，治理护城河是持久的，并将在赢得最高价值的企业AI工作负载中起决定性作用。“足够好”论点根本误读了全球2000强C-suite的风险态度。对于关键任务AI，企业不会容忍分散、多供应商堆栈的操作开销和潜在安全缝隙。他们每次都会选择集成的、可负责的系统，就像他们在核心金融系统中选择Oracle而不是Postgres一样。

2. 紧张点：AI驱动的增长再加速的真实幅度是多少？

- **大幅再加速（>30%）的理由：** 像Cortex和Snowpark这样的新AI服务正在将Snowflake从被动存储库提升到主动开发平台。早期采用信号强劲，Snowpark消费量季度环比增长超过50%。随着企业将AI投入生产，这将释放出新一波高利润的计算消费，推动综合增长回到30%以上。
- **反对的理由（温和的顺风）：** 市场可能过于乐观。AI模型效率正在迅速提高，这可能会减少推理工作负载的长期计算和数据处理需求。此外，竞争压力和客户优化努力可能会限制消费增长和利润扩张，导致增长稳定在低至中20%的水平。
- **我们的解决方案：** 我们预测增长将持续再加速至约30%的水平。虽然模型效率是一个有效的逆风，但企业特定AI代理、模型和数据驱动应用程序的数量爆炸将创造出更强大的顺风。净效应将是对治理计算的需求显著增加，验证我们的基准增长假设。

3. 紧张点：多云护城河是真实的还是幻觉？

- **持久护城河的理由：** Snowflake的单一代码库架构是一个真正的技术差异化因素。它支持真正的跨云数据复制和共享（Snowgrid），这是无缝的并且是平台的本质。这为企业提供了对超大规模云服务商的战略杠杆，简化了灾难恢复和并购整合——这是一个强大的C-suite价值主张。
- **商品化的反对理由：** 所有主要数据平台现在都有多云存在。风险在于Snowflake实现的技术细节未能转化为有意义的、可防御的优势。应用程序和AI模型层可能会抽象掉底层数据平台，将Snowflake的角色商品化，并在堆栈更高处捕获大部分价值。
- **我们的解决方案：** 多云护城河是真实且持久的。将AWS、Azure和GCP视为单一、统一的数据结构的能力是竞争对手无法轻易复制的战略能力。对于管理数据主权法律、与超大规模云服务商谈判和确保业务连续性的全球企业来说，这不是技术细节；它是其IT战略的关键支柱。

6. 催化剂

我们的论点不依赖于日历日期，而是依赖于特定、可验证的里程碑的实现，这将迫使市场重新评估其对Snowflake的增长假设。

1. **加速的RPO增长（未来1-2个季度）：** 连续两个季度的年度剩余履行义务（RPO）增长加速将是大型、多年企业AI合同签署的首个实质证据，提供未来收入增长的领先指标。
2. **可验证的“治理优先”客户胜利（未来12个月）：** 顶级全球银行、制药公司或保险公司宣布的重大生成AI部署，客户明确指出Snowflake的安全性和治理是选择它而非竞争对手的主要原因。这将是我们的核心论点的最有力验证。
3. **AI服务收入披露（2026-2027财年）：** 管理层开始明确分拆Cortex和其他AI服务的收入或消费指标，提供首次具体的货币化证据，并允许市场自信地模拟新的增长向量。

7. 风险与终止条件

我们将积极监测证伪我们论点的证据。以下是我们将退出头寸的具体、可验证条件。

- 治理护城河被证伪：** 这是主要风险。Databricks的Unity Catalog被证明不仅仅是“足够好”，并开始在Snowflake的核心企业据点中获胜。
 - **终止条件：** 可验证的报告或我们自己的渠道检查确认在六个月内财富500强中输掉三次或更多次核心AI平台部署的竞争。
- 大型企业势头停滞：** 公司的市场营销引擎失灵，未能在其最重要的客户群中保持强劲的胜率和扩展。
 - **终止条件：** 连续两个季度产品收入超过\$1M的客户的年度增长率低于20%。这是季度收益报告中的关键指标。
- AI货币化失败与利润率侵蚀：** 新的AI产品套件未能推动有意义的高利润消费，导致利润率压缩而没有相应的收入再加速。
 - **终止条件：** 到2027财年末，来自新AI服务的收入占总产品收入的比例低于5%，且非GAAP自由现金流利润率连续两个季度低于20%。

8. 头寸规模理由

我们建议在Snowflake中建立**2.0%的初始头寸**。此规模是根据我们当前论点的状态故意校准的：一个强有力的、基于证据的假设，仍然需要明确的市场验证。这不是对冲，而是对我们验证治理护城河持久性的能力的有意“看涨期权”。此规模允许我们参与RPO加速等催化剂带来的任何短期上行，同时在论点被证伪时将下行限制在可接受的水平。

我们承认战术观点认为在\$160附近可能存在更谨慎的进入点，考虑到高估值和宏观经济不确定性。然而，我们认为等待完美价格的风险是，如果我们的领先指标证明正确，可能会完全错过平台的重新评级。2.0%的头寸适当地平衡了估值风险与遗漏风险。

我们将寻求在确认重大“治理优先”客户胜利（催化剂#2）或明确的AI货币化推动收入再加速（催化剂#3）时将其构建为完整的**4.0%核心头寸**。这种基于里程碑的扩展方法允许我们在论点被实证去风险化时增加投资。

9. 底线

我们建议在Snowflake中建立一个2.0%的初始多头头寸，目标进入范围为\$200-\$210。我们的信心在于市场根本性地误判了Snowflake在治理和多云方面的架构护城河的持久性，这将使其成为可信企业AI的不可或缺的平台。此头寸提供了不对称的上行空间，因为市场将其关注点从短期消费趋势转向安全、治理的AI数据基础的长期战略价值。如果我们看到受监管行业中竞争失败的可验证证据、大客户增长持续低于20%的减速，或到2027财年末未能货币化新AI服务，我们将退出我们的头寸。

来源

- [\[已验证的真实数据\] Yahoo Finance: SNOW实时市场数据](#) — 股票数据 — [已验证 2026-01-24 15:27] \
- [Snowflake Intelligence 将代理AI引入企业](#) — 新闻
- [大规模智能治理AI](#) — 未知
- [15022187](#) — 未知
- [AI革命: Snowflake的激增如何标志着数据平台的更广泛转变](#) — 未知
- [Snowflake将在Gitex 2025展示AI数据创新](#) — 未知
- [Snowflake首席执行官AI数据主权](#) — 未知
- [Forrester Snowflake AI数据云的总体经济影响](#) — 行业
- [15158464](#) — 未知
- [Snowflake收购Observe AI战略AI合并](#) — 卖方
- [investors.snowflake.com](#) — 公司IR
- [Sanas如何在Snowflake上构建其整个AI产品](#) — 未知
- [魔力象限](#) — 卖方
- [Snowflake首席执行官Sridhar Ramaswamy AI数据主权](#) — 未知
- [4583733 Snowflake Inc Snow Q4 2023收益电话会议记录](#) — 收益
- [评论](#) — 未知
- [careers.snowflake.com](#) — 未知
- [Databricks ARR达到1.4B, 准备IPO](#) — 未知
- [无标题](#) — 直接声音 — 2026年AI预测强调治理/安全性是企业AI代理的关键差异化因素。

- [无标题](#) — 直接声音 — 首席执行官对2026年AI民主化、开放协议的预测；支持SNOW互操作性护城河。
- [无标题](#) — 利益相关者信号 — 2026年路线图：2026财年第二季度\$1.09B收入，6000+ AI用户，50%新AI客户；Cortex/治理重点。
- [无标题](#) — 市场数据 — AWS阿联酋发布：\$2B市场销售（同比翻倍）；数据驻留的治理/AI。
- [seekingalpha.com](#) — 未知
- [峰会2024直播博客](#) — 未知
- [两大数据仓储巨头争夺AI的灵魂](#) — 未知
- [Snowflake和Databricks的数据护城河](#) — 未知
- Snowflake新闻稿 — [搜索“Snowflake Warner Bros Discovery新闻稿”] — Warner Bros. Discovery客户推荐，强调“治理访问”与AI创新的重要性。
- [云数据库管理系统](#) — 卖方
- [链接](#) — 未知
- [链接](#) — 学术
- [链接](#) — 行业
- [无标题](#) — 社区讨论 — 有机讨论比较SNOW与Databricks的生产工作负载；来自真实用户的治理/安全反馈
- [无标题](#) — 利益相关者信号 — 详细的技术评论；通常比G2更深入；治理/安全分析
- [无标题](#) — 直接声音（收益电话会议） — 2026财年第三季度/第四季度收益电话会议；需要提取：Cortex收入、AI货币化时间表、竞争定位
- [无标题](#) — 法规文件 — 最新10-Q；收入分段、分段披露、竞争风险因素、指导
- [无标题](#) — 行为数据 — Snowpark的GitHub仓库；星数、提交历史、贡献者增长；开发者采用的领先指标
- [无标题](#) — 行为数据 — Cortex相关职位的招聘量；增长信号货币化牵引力
- [无标题](#) — 分析与意见 — 以严格的竞争护城河分析而闻名；可能有SNOW与Databricks的存档
- [无标题](#) — 行业报告 — Snowflake AI数据云的TEI研究；治理/安全功能的ROI量化
- [无标题](#) — 行为数据（内部交易） — 表格4文件；内部买卖活动；最近\$96M出售的背景
- [无标题](#) — 技术分析 — Snowpark/Cortex的架构深度分析；治理声明与Databricks的技术可行性
- [无标题](#) — 直接声音（主题演讲） — Snowflake峰会2025主题演讲视频；最新产品公告；首席执行官关于AI战略的评论
- [云计算趋势2025云状态报告](#) — 未知
- [Western Union选择Snowflake推动数据驱动创新](#) — 新闻
- [4654321 Snowflake Inc Snow Q3 2025收益电话会议记录](#) — 收益
- [人才](#) — 替代
- [Ps比率](#) — 未知
- 公共公司文件 — [搜索“Servicenow 10-K文件2020 2021”] — 用于在规模上建立估值倍数的先例的ServiceNow历史财务数据。
- [链接](#) — 收益
- [无标题](#) — 直接声音 — 技术治理支柱：CIA三元组、最小特权、AI日志、法规证据。支持集成护城河。
- [无标题](#) — 直接声音 — AI代理/患者边界的治理；数据基础是关键。
- [无标题](#) — 市场数据 — 峰会2026：Cortex/代理/治理主题演讲/培训。
- [无标题](#) — 利益相关者信号 — Merkle案例：治理数据协作/安全。
- [无标题](#) — 行为数据 — 执行/董事会稳定性；Ramaswamy首席执行官，Slootman主席。
- [ir.aboutamazon.com](#) — 公司IR
- [investors.servicenow.com](#) — 公司IR
- 公共公司文件 — [搜索“Servicenow 10-K文件2020 2021”，“Twilio 10-K文件2020 2021”] — 用于建立估值倍数的历史财务数据并提供反例。
- [Gartner](#) — 行业
- [链接](#) — 公司IR
- [链接](#) — 公司IR
- [链接](#) — 公司IR
- [无标题](#) — 直接声音 — 官方Cortex定价、功能集和竞争定位。对验证计算到收入假设和治理护城河持久性至关重要。
- [无标题](#) — 直接声音 — Unity Catalog治理功能、路线图和技术架构。对竞争护城河持久性分析至关重要。
- [无标题](#) — 社区讨论 — 关于Snowflake与Databricks的生产AI工作负载的有机讨论。搜索词：“Snowflake成本”，“Cortex定价”，“Databricks治理”，“开源数据平台”。
- [无标题](#) — 可比公司 — 历史10-K文件（2020-2021）。提取：收入增长率、利润率轨迹、倍数压缩时间线。SNOW估值在规模上的先例。
- [无标题](#) — 可比公司（反例） — 历史10-K文件（2020-2021）。提取：增长减速触发因素、利润率压力、倍数崩溃。SNOW乐观情景的反例。
- [首席风险官的崛起](#) — 未知