

EQUITY RESEARCH | ENTERPRISE SOFTWARE

ServiceNow, Inc.

NYSE: NOW

深度基本面、估值、治理與催化劑報告

報告日：2026年9月4日 | 最新財報：2026 Q2（截至6月30日） | 參考價：USD 145.59（9/3收市） | 市值約 USD 1,450-1,500億

2025年12月17日完成 5 拆 1，本報告每股數據均為分拆後口徑。優先採用公司 8-K／10-Q／10-K 與財報電話會議。

指標	數值	口徑	來源
Q2'26 訂閱收入	\$3,877M	+24.5% YoY / CC +23%	Q2 2026 8-K
Q2'26 總收入	\$3,987M	+24% / CC +22.5%	Q2 2026 8-K
cRPO / RPO	\$13.20B / \$29.0B	CC +21.5% / +22%	Q2 2026 8-K
AI ACV	>\$1.0B	全年目標上調至 \$1.5B	Q2 電話會
非GAAP 營益率 Q2 / FY26指引	29.5% / 31.5%	Q2 高於指引約300bps	官方指引
FY26 訂閱指引	\$15,760-15,780M	+22.5% / CC +21%	Q2 後上調
FY25 訂閱 / FCF	\$12,883M / \$4,636M	+21% / FCF利潤率35%	FY25 10-K／Q4
續約率 / >\$5M ACV客戶	98% / 658家	客戶+23% YoY	Q2 新聞稿
Trailing / Forward P/E	~91x / ~29-32x	現價約\$146	市場報價彙總

免責：本文件為研究整理，不構成買賣建議。第三方市佔、目標價與技術指標已另行標示。

1. 業務與行業初始分析

1.1 用普通人能懂的話說

想像大型企業像一座城市：IT 是市政工程、HR 是人事局、客服是市民熱線、資安是警察。過去這些部門各自用不同軟體，出問題要打電話、開工單、在郵件裡轉來轉去。ServiceNow 做的是這座城市的「統一市政作業系統」：把報修、審批、資安事件、員工入職、客戶投訴放到同一雲端平台。公司現在把定位再升一級，自稱「企業 AI 控制塔（AI Control Tower）」：不只記工單，還要用 AI 代理人把工作做完，並由平台負責治理、權限與稽核。

對投資人最重要的三件事：(1) 收入約 97% 是訂閱，可見度高；(2) 官方續約率約 98%，CMDB（企業數位資產「戶籍系統」）一旦建在平台上，搬走成本極高；(3) 成長已從 IT 服務台擴到安全、CRM、員工體驗與 AI 附加模組。

1.2 產品地圖

工作流域	內容	對成長的意義
Technology Workflows	ITSM / ITOM / ITAM / SPM	基本盤；Gartner 市佔多項第一
Security & Risk	資安事件、風險、暴露管理	Armis 約\$76-77.5億（2026/4/20交割）、Veza 約\$12億
CRM / Customer	客戶服務與行業 workflow	公司稱屬成長最快業務之一
Employee / HR	入職、HR服務台、EmployeeWorks	Moveworks 約\$24億（2025/12交割）
ServiceNow AI	Now Assist / Agentic AI	Q2 AI ACV>\$10億，年底目標\$15億

客戶：約 8,700-8,800 家；Fortune 500 滲透 85%+；658 家客戶 ACV>\$5M（+23%）。Q2 單筆淨新增 ACV>\$1M 交易 123 筆（+40% YoY）。

1.3 行業位置與週期

狹義 ITSM：Apps Run the World 估 2024 年全球約 114 億美元，NOW 市佔約 44.4%；IDC 相關報導約 40%，領先 BMC、Atlassian 數倍。廣義企業工作流／AI 編排是公司真正在講的 TAM--結構性成長，不是庫存週期行業。

當下週期：企業軟體處於「預算審查+必須證明 AI ROI」。公共部門／美國聯邦在 Q2 明顯，部分 on-prem 訂閱從 Q3 提前到 Q2（公司官方說明）。併購使部分增速「買來的」，觀察有機 CC cRPO 更重要。總判斷：結構成長+短週期消化疊加，週期風險是 IT 預算與大單節奏，而非產品過時。

2. 競爭護城河、市佔與 TAM

維度	分數	說明
轉換成本	5 / 5	CMDB、客製流程、整合、稽核軌跡；98%續約是硬證據
網路／平台效應	4 / 5	顧問與 Store 生態、多工作流互餵資料；非消費級強網路效應
品牌	4 / 5	大型企業 IT 首選之一；中小企業弱於 Atlassian
規模成本	4 / 5	遠大於 BMC／Ivanti；相對微軟、Salesforce 仍小
資料／流程資產	5 / 5	CMDB 被管理層定位為 AI 治理地基

護城河方向：擴大中，但不是無條件擴大。擴大證據是多產品落地與 AI ACV；制約是 Salesforce Agentforce IT Service、微軟捆綁，以及高 SBC 與連續收購。

最強優勢：單一平台打通 IT／安全／員工／客戶，CMDB 作為系統記錄，適合「AI 要執行、不能只聊天」。最大威脅：微軟／Salesforce 搶 AI 入口；增速從 25%+ 降至低 20% 時估值敏感；收購拖累 GAAP 毛利率。

TAM：狹義雲端 ITSM 研究機構多給約 13% CAGR；公司稱 Armis+Veza 有望使安全與風險可觸市場擴大三倍以上。管理層：AI 佔 ACV 目標 2030 年約 30%。需求總方向增加。

3. 財報電話會議剖析（2026 Q2，7月22日）

出席：CEO Bill McDermott、CFO Gina Mastantuono、CPO/COO Amit Zavery。

3.1 五個最重要要點

- 全面擊敗指引上沿並上調全年訂閱。訂閱 \$3,877M，+24.5%（CC +23%），超出上沿約 150bps；全年訂閱上調至 \$15,760-15,780M（+22.5%／CC +21%）。
- AI 已有規模數字。AI ACV>\$10億；淨新增 AI ACV 環比>+40%；≥5個 AI 產品交易年增 5.5 倍；生產環境 Agentic 客戶 9 個月增至 9 倍；年底目標 \$15億。
- 大單與深度擴張健康。123 筆 >\$1M NNACV（+40%）；658 家 >\$5M ACV（+23%）；續約 98%。RPO \$29.0B，cRPO \$13.20B。
- 聯邦 on-prem 提前認列。管理層明確：美國聯邦需求使部分訂閱從 Q3 提前入 Q2。Q3 訂閱指引 \$3,975-3,980M（CC ~20%）偏保守。
- 利潤率擊敗但結構在變。非GAAP營益率 29.5%（高於指引~300bps）；非GAAP總毛利率 78%（去年約81%）。GAAP營益僅 \$162M（4%），主因 SBC \$655M、攤銷 \$219M、併購成本 \$75M。全年仍維持營益率 31.5%、FCF 35%。

語調：進攻、自信（「Rule of 56，邁向 Rule of 60」「only just getting started」）。數字上對 Q3 與毛利率有承認，但定性仍正面。

3.2 關鍵指標

指標	Q2 2026	Q2 2025	變化	重要性
訂閱收入	\$3,877M	\$3,113M	+24.5% / CC+23%	核心；擊敗上沿150bps
總收入	\$3,987M	\$3,215M	+24% / CC+22.5%	訂閱佔比約97%
cRPO	\$13.20B	-	+21% / CC+21.5%	未來12個月已簽約
RPO	\$29.0B	-	+21% / CC+22%	長約增加
GAAP毛利率	70.5%	明顯更高	下滑	收購攤銷
非GAAP營益率	29.5%	29.5%	持平、高於指引	營運槓桿

指標	Q2 2026	Q2 2025	變化	重要性
GAAP營業利益	\$162M	\$358M	-55%	SBC+攤銷
GAAP EPS	\$0.29	\$0.37	-22%	含稅項影響
非GAAP EPS	\$0.90	約\$0.82	+約10%	市場主指標
FCF利潤率	16%	-	Q2季節性低	全年仍指引35%

3.3 最近三季指引變化

	Q4'25 實際	Q1'26	Q2'26	最新前瞻
訂閱	\$3,466M +21%	\$3,671M CC+19% 擊敗	\$3,877M CC+23% 再擊敗	Q3 \$3,975-3,980M CC~20%
cRPO	CC +21%	CC +21% 高於指引	CC +21.5% 高於指引~200bps	Q3 CC ~20%
全年訂閱指引	FY25 \$12,883M	上調至 \$15.735-15.775B	再上調 \$15.760-15.780B	CC ~21%
非GAAP OM	Q4 31% ; FY 31%	Q1 32%	Q2 29.5%	Q3 31% ; FY 31.5%

解讀：連續擊敗並微幅上修，可信度高；每次上修不大（Q2 中樞僅約 +\$15M），不願把 AI 紅利一次打滿。

4. 紅旗偵測器

疑慮	分	證據
GAAP獲利被SBC與收購會計修飾	7	Q2 SBC \$655M vs GAAP營業利益僅\$162M
毛利率走弱	6	非GAAP總GM 78%（去年約81%）；訂閱GM約80.5%（-250bps）
增長含收購+Q2提前認列	6	Armis約125bps；聯邦on-prem自Q3提前（官方）
FCF季節性+收購現金	5	Q2 FCF利潤率16%；Armis現金約\$76億
管理語言偏行銷	4	Rule of 56/60 重複；數字上修卻克制
大單時點波動	3	123筆百萬美元級交易年增40%
一次性稅項	3	Q2約\$51M遞延稅資產備抵迴轉

綜合紅旗分數：5.5 / 10（中等）。不是造假型紅旗，而是高品質 SaaS 進入收購+AI 投入期的獲利品質與增速斜率問題。必追：有機 CC cRPO、訂閱毛利率、SBC／股本、Armis 整合。

5. 估值比較

現價約 \$145.59（2026-09-03）、流通股約 10.3-10.5 億、TTM 收入約 \$147.3億、TTM GAAP 淨利約 \$16.7億、TTM EPS 約 \$1.60。

	NOW	CRM	WDAY	TEAM
市值	\$145-150B	\$212-214B	\$49-51B	\$47-49B
TTM營收成長	~22%	較低雙位數	中雙位數	近季~28%
前瞻營益率	FY26 31.5% 非GAAP	規模更大、較高	中等	GAAP仍弱
D/E 或槓桿	D/E ~0.68	負債高但FCF極強	溫和	溫和
Trailing P/E	~91x	~24-25x	~41x	虧損
Forward P/E	~29-32x	~18x	低於NOW	~36x
EV/Sales	~10.3x	~5.6x	~5x	~7.5x
EV/EBITDA	~51-53x	~19x	低於NOW	不穩
P/FCF	~33x	~14-16x	低於NOW	-

支持倍數的假設：3 年維持約 18-21% CC；AI 佔 ACV 走向雙位數並於 2030 近 30%；FCF 守住 35%。擴張催化：有機 cRPO 再加速、毛利率止跌。收縮催化：CC 掉到高十位數、再一樁大收購、SBC 不降。相對 CRM／WDAY，NOW 仍享成長溢價；若增速收斂而溢價不收，風險報酬變差。

6. DCF 假設建構器

5 年 FCF+Gordon 終值。基準年用 FY26 FCF 利潤率指引 35% × 約 \$162 億總收入 ≈ \$56 億 FCF（2026E）。股本 10.4 億。因連續現金收購，淨現金假設接近中性。

	熊市	基準	牛市
2027-30 訂閱CAGR	12% → 8%	18% → 11%	22% → 14%
長期FCF利潤率	32%	37%	40%
WACC	10.5%	9.0%	8.0%
終值g	2.5%	3.5%	4.0%
粗算價值／股	\$70-95	\$130-160	\$190-240
理由	AI變功能而非附加費；競爭搶入口	公司21% CC+35% FCF平滑下滑	控制塔成標配；安全TAM翻倍

基準情景對 WACC／g 極敏感：WACC 9%、g 3.5% 約對應 \$130-160；WACC 上移 150bps 或 g 下修 100bps，價值可掉 20%+。現價 ~\$146 落在基準區間中間偏下。

7. 管理品質與主要股東

領域	分	說明
CEO 往績 McDermott	4.5	前SAP CEO；2019至今訂閱從約\$30億做到FY25 \$129億
CFO Mastantuono	4.5	連續擊敗上沿、全年微幅上修；對收購影響有量化
指引準確性	4.5	Q4'25-Q2'26均擊敗；Q3因提前認列設低，可解釋
透明度	4.0	cRPO、大單、AI ACV、續約完整；有機vs收購可更乾淨
資本配置	3.5	有回購（曾追加\$50億），但一年三筆大收購改變輕資產形象

內部人持股僅約 0.2-0.9%，偏職業經理人。近三年結構性淨賣出（RSU 繳稅與預定出售）。例外：CEO 於 2026-03-02 開市買入約 28,682 股、約 \$300 萬（約 \$104.6）。機構持股約 83-87%；2026-06-30 13F：BlackRock 9.31%（季減1.5%）、Vanguard 相關約 6-7%、State Street 4.75%（季增）、Morgan Stanley 季增約 14%。屬溫和再平衡，非潰逃。

8. 看好 vs 看淡辯論

看好：大型企業軟體第一梯隊增速（CC ~21-23%），AI 已有 \$10 億 ACV。98% 續約+658 家深口袋客戶。聯邦與 Armis 打開第二曲線。從 52 週高位回吐後 Forward P/E ~30x 配 20% 增長並不極端。指引連續兌現。

看淡：20% 增長配 ~30x 前瞻要求零差錯。Q2 有 Q3 聯邦提前。GAAP 營益率 4%、毛利率下滑、一年約 \$110 億收購。Salesforce／微軟不必贏下整個 ITSM，卡住 AI 入口即可壓附加模組定價。機構持股已高。1 年股價約 -19%，複利故事已被重新定價。

投委會結論：高品質複合企業，現價接近基準 DCF，不是明顯低估，也不是 2025 高點那種極度昂貴。適合確認有機增速企穩再加碼。

下一步驗證：Q3 CC 訂閱與 cRPO 是否 ≥ 20%；訂閱毛利率；AI ACV；Armis／Veza ARR；稀釋後股本是否穩在 ~10.4 億；大客戶淨擴張 vs 折扣。

9. 投行目標價與歷史估值

機構	評級	目標價	理據
Goldman Sachs	Buy	\$152	7/23自\$145上調；執行力與AI
JPMorgan	OW	\$150	執行無大問題；有機cRPO平緩期
Morgan Stanley	OW	\$180	平台與AI較樂觀
Bernstein	Outperform	\$248	最樂觀長期控制塔
Evercore ISI	Outperform	\$160	Q2後上調
Wells Fargo	OW	\$175	8/12自\$160上調
BofA	Buy	\$150	8/19自\$130上調
UBS	Neutral	\$110	增速放緩定價
CLSA	Underperform	\$72	極端空方

機構	評級	目標價	理據
共識	多數Buy	\$141-150	與現價幾乎持平

歷史 Trailing P/E（Macrotrends，分拆調整）：2024年底約155x → 2025中約129x → 2025年底約92x → 2026 Q2約62x → 2026-09-03約91x。8-9月反彈是倍數修復，尚未回到 2024-25 高峰泡沫區。共識目標貼近現價，意味上檔共識有限。

10. 技術分析

技術指標來自公開行情彙總（約 2026-09-03/04），非公司官方。一目均衡雲精確位置需用即時圖表複核。

項目	觀察	評價
現價	9/3收 \$145.59	自8月初約\$112-118急彈
日線200MA	高於SMA200約+22%	站上200MA，中線轉強
30週線	約等於150日線，同向站上	可視為站上30週線
日線趨勢	8/27 +10%、9/3 +6.5%	順勢；接近反彈末端需防回測
一目均衡雲	V型反彈後大機率雲上或雲沿	偏多，需確認延遲線
RSI(14)	~64	強但不極端超買
52週	高\$194.73 / 低\$81.24	距高約-25%，距低約+79%
相對強度	1年約-19%；近1月+23%、近1季+28%	修復中，尚未確認新主升

技術結論：已由 2026 上半年下降趨勢轉為中期反彈，站上 200MA 與 30 週線。關注 \$130-135 是否變支撐、\$150-155 是否遇獲利了結。行業對標 ETF 建議用 IGV。

估值棒形示意（Trailing P/E）

時點	約略收盤(還原)	TTM EPS	P/E
2024-12-31	\$212.02	\$1.37	~155x
2025-06-30	\$205.62	\$1.59	~129x
2025-12-31	\$153.19	\$1.67	~92x
2026-03-31	\$104.55	\$1.68	~62x
2026-06-30	\$99.28	\$1.60	~62x
2026-09-03	\$145.59	\$1.60	~91x

11. 最近公司新聞整理

日期	事件	意義
2025-12	完成Moveworks約\$24億；5拆1生效	對話式AI+流動性結構改變
2026-01-28	Q4/FY25；追加\$50億回購	訂閱\$128.8億、FCF\$46.4億
2026-03-02	收購Veza約\$12億；CEO開市買入\$300萬	身份安全+內部人信號
2026-04-20	完成Armis，現金約\$76-77.5億	安全TAM敘事擴大三倍
2026-04-22	Q1擊敗並上調全年	中東地緣會拖累大單時點
2026-05	Knowledge 2026：Agentic／Control Tower	產品週期（現已on-demand）
2026-07-22	Q2：AI ACV>\$10億，再上調全年	核心基本面事件
2026-08	股價自低位放量反彈	市場重新定價

12. 股票催化劑日曆

催化劑	時機	影響	上/下行	信心	來源
Q3 FY26財報	約2026-10-28	高	cRPO≥20% / 低於19%	高	過往日程
回購	已授權擇機	中	弱市買回 / 現金優先整合	中	Q4'25 \$5B授權
股息	無	-	-	高	10-K

催化劑	時機	影響	上/下行	信心	來源
Armis整合	Q3-Q4電話會	中高	交叉銷售 / 流失攤銷	中	10-Q
AI ACV→\$1.5B	2026年底	高	提前達標 / 口徑調整	中高	Q2電話會
Gartner Symposium	2026-10-19-22	低中	曝光	高	官網
FY26年報+2027指引	2027年1月底	很高	2027 CC≥18% / <16%	中高	歷史節奏
Knowledge 2027	2027-05-04-06	中	新版本	高	官網
聯邦大單滾動	未來12個月	中	長約推RPO / 審批延後	中	Q2官方

附錄：官方數據速查

FY2025：訂閱 \$12,883M（+21%）；總收入 \$13,278M；非GAAP營益率 31%；FCF \$4,636M（35%）；cRPO \$12.85B；RPO \$28.2B。

Q1 2026：訂閱 \$3,671M（+22%/CC +19%）；總收入 \$3,770M；cRPO \$12.64B；RPO \$27.7B；非GAAP營益率 32%；GAAP EPS \$0.45。

Q2 2026：訂閱 \$3,877M（+24.5%/CC +23%）；總收入 \$3,987M；cRPO \$13.20B；RPO \$29.0B；非GAAP營益率 29.5%；非GAAP EPS \$0.90；GAAP EPS \$0.29。

FY2026 指引（Q2後）：訂閱 \$15,760-15,780M（+22.5%/CC +21%）；非GAAP訂閱毛利率 81%；非GAAP營益率 31.5%；FCF利潤率 35%。

主要來源：ServiceNow Q2/Q1/Q4 官方新聞稿與補充資料、Form 8-K/10-Q/10-K（CIK 0001373715）、Q2 2026 財報電話會議、Armis/ Veza/ Moveworks IR 新聞稿。市佔與目標價來自 IDC/ Apps Run the World/ Gartner（公司引用）及公開分析師彙總。