

# 軟體產業：3Q25財報通讀與指引

## 商用軟體表現開始相對消費性網路突出

### 焦點內容

1. 財報通讀：消費網路與商用軟體開始攻守互換。
2. Data & Analytics：UBP 使用量回溫。
3. Cybersecurity：市占率版圖持續轉移。
4. Biz App & Workflow：大型商業軟體不可取代性較高。
5. Crypto：HOOD 本季在零售加密交易量市佔增速優於 COIN。

### Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

### 重要訊息

我們於財報季追蹤 60+ 公司，彙整通讀趨勢及對後續公司財報(仍有諸多財年止於 1 月的公司尚未公告)的指引。

### 評論及分析

**財報通讀：消費網路與商用軟體開始攻守互換。** ETR IT 支出調查指出 2025 年增 3.2% 較上季調查 3.6% 下修，但受惠降息循環開啟 2026 年增 4% 加速成長 0.8ppts，預算縮減手段仍以裁員(27% vs. 上季 25%) 為主，供應商整併(15% vs. 上季 16%) 逆風相對緩解。我們統計財報公告後股價表現及共識調整，呼應上述調查：Enterprise SW 股價上漲比例 60%/平均漲幅 1%/80% 公司 Rule of x 上修/平均上修 2ppts/衝突比例 32%(vs. 上季 33%/跌幅 4%/71%/1ppts/33% 表現最差，出現大幅改善) > EC & O2O 40%/跌幅 1%/90%/2ppts/50% (進入投資週期的獲利擔憂) > Ads & Subs. 47%/跌幅 3%/67%/2ppts/33% > Fintech 50%/跌幅 2%/57%/1ppts/36%。

**Data & Analytics：UBP 使用量回溫。** DDOG 管理層評論非 AI 與非 OpenAI 之 AI 客戶之使用量皆加速成長，顯示 AI 應用更加廣泛及 IT 支出轉趨正向，CFLT 財報亦亮眼 Flink ARR 躍升至 8 位數美元規模，雲端業務 QoQ 成長 70%，反映雲端消費與 AI 部署改善。對後續 SNOW, MDB 等 UB 基礎設施軟體業者財報為正向意涵，MDB 管理層已預告 F3Q26 將超越財測上緣，DDOG 取得 OpenAI 一年期 9 位數美元訂單降低大客戶流失風險。

**Cybersecurity：市占率版圖持續轉移。** FTNT 本季 SASE ARR 僅年增 13%，持續低於產業長期 >20% 成長，營收成長持續由硬體產品營收帶動，呼應我們先前提及在防火牆更新週期間，企業除更換防火牆硬體外亦逐步轉移至 SASE，而 FTNT SASE 持續失去市佔於 PANW, ZS 等次世代業者之觀點。

**Biz App & Workflow：大型商業軟體不可取代性較高。** SAP 本季 CCB 年增 27%，管理層預期 4Q25 延遲訂單回流下年增可逾 25%，而 HUBS 營收與財測未達市場對其加速成長的期待，顯示中小企業對景氣仍較敏感，展望後續 CRM 財報，凱基看好 Data Cloud 與 Agentforce 上季採用率已顯著提升，預期本季能提供更多讓 ACV 與 cRPO 加速成長的實質證據。

**Crypto：HOOD 本季在零售加密交易量市佔增速優於 COIN。** 流量顯示 HOOD 持續在零售加密交易增加市佔。HOOD 與 COIN 管理層皆提及預測市場(e.g. Polymarket)和 RWA 將是驅動未來成長的關鍵趨勢之一，後續關注 12 月產品發布會中 COIN 的 BASE token、HOOD 的證券代幣化 Phase 2 進展。

### 投資建議

截至目前的 3Q25 財報通讀顯示 IT 支出溫和復甦，凱基，正向看待基礎設施軟體如資料庫/UB 模式(SNOW、MDB 及 DDOG 等)及資安(CRWD、ZS 及 PANW 等)類股財報公告及後續表現。

### 投資風險

消費動能趨緩；用戶對數位產品偏好改變；監管及反壟斷議題升溫。

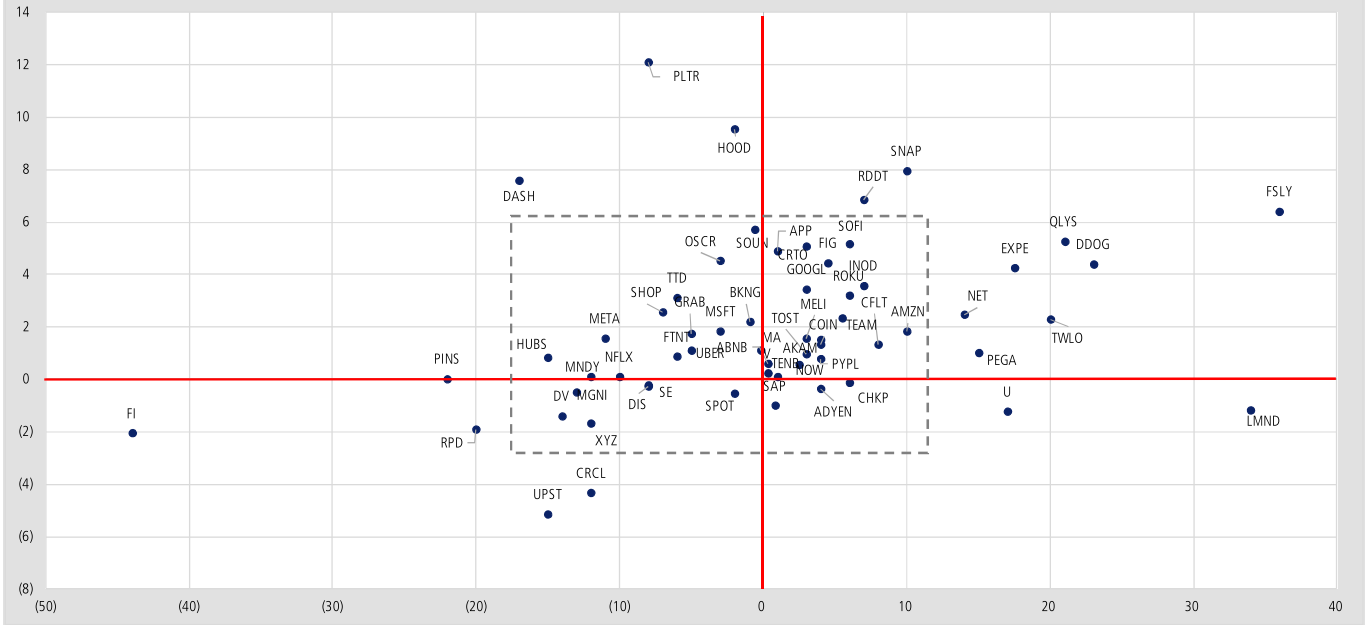
圖 1：凱基美股軟體追蹤個股之 3Q25 財報通讀：Enterprise SW > EC & O2O > Ads & Sub. > Fintech

| 公司數           | 1D shr return |          | CY26/FY27 Sales YoY + adj.OPM revision |          | Return vs. Revision<br>衝突比例 (%) | 焦點                                                        |
|---------------|---------------|----------|----------------------------------------|----------|---------------------------------|-----------------------------------------------------------|
|               | 上漲比例 (%)      | 平均幅度 (%) | 上修比例 (%)                               | 平均幅度 (%) |                                 |                                                           |
| EC & O2O      | 10            | 40 (1)   | 90                                     | 2        | 50                              | - Temu/Shein/Tiktok Shop競爭擔憂回升<br>- O2O併購及自動駕駛/配送投資拖累利潤表現 |
| Ads & Sub.    | 15            | 47 (3)   | 67                                     | 2        | 33                              | - 漲幅及上修多集中在GOOGL, RDDT, SNAP, ROKU<br>- 一線及少數的二線廣告平台表現佳   |
| Fintech       | 14            | 50 (2)   | 57                                     | 1        | 36                              | - 利率敏感及線下銷售相關個股表現疲軟，包含FI, UPST, CRCL                      |
| Enterprise SW | 25            | 60 1     | 80                                     | 2        | 32                              | - 資料基礎設施表現較佳，包含FSLY, DDOG, TWLO, NET                      |
| Total         | 64            | 52 (1)   | 73                                     | 2        | 36                              |                                                           |

資料來源：凱基

圖 2：財報公告後一日股價表現 vs. CY26/FY27 Rule of x 市場共識修正狀況

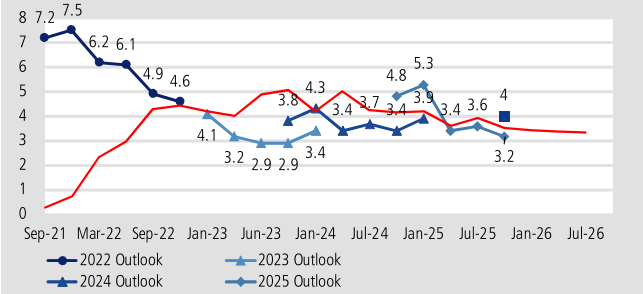
財報公告後一日股價表現，百分比(x 軸)；CY26/FY27 營收 YoY+Adj. OPM 市場共識修正幅度，百分點(y 軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：IT 支出展望與 2 年國債殖利率呈反向關係

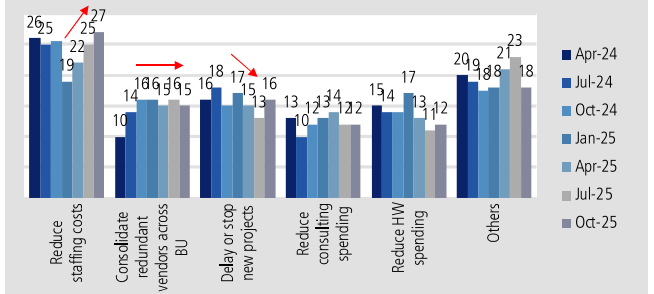
IT 支出展望年增率 & 2 年美債利率，百分比



資料來源：Bloomberg, ETR；凱基

圖 4：裁員為 IT 支出縮減主要手段

問券調查，百分比



資料來源：ETR；凱基

圖 5：電商及 O2O 財報通讀：進入投資抵禦競爭的週期

| Company ticker | 1D Shr return (Closed) | CY26/FY27 Sales + adj.OPM revision | 3Q25 results                              | Q's/FY Guidance                               | Specific issues                                                                                                                        |
|----------------|------------------------|------------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| AMZN           | 10                     | 1.8                                | Beat - 營收/OPM 優預期 4%/1ppts，電商表現亮眼         | Mixed - 營收優預期 2%，OPM 劣預期 1ppts                | 1. 3Q25 AWS 營收年增加速成長 3ppts 優於市場預期<br>2. Trn2 3Q/4Q25 上線 500k/1mn 顆，Trn3 已有中型客戶詢問                                                       |
| UBER           | (5)                    | 1.1                                | inline - 營收/adj.EBITDA 利潤率 inline         | inline - 4Q25 adj.EBITDA/Gross Booking inline | 1. 僅外送營收/adj.EBITDA 優於預期 5%/3%，且管理層預估 Robotaxi 在未來幾年仍無法獲利<br>2. 稀疏地區開發持續貢獻、雜貨零售外送持續成長及 Robotaxi 佈局進展                                   |
| DASH           | (17)                   | 7.6                                | inline - 營收 beat 3%，adj.EBITDA 利潤率 inline | mixed - 4Q25 adj.EBITDA miss 4%，GOV beat 11%  | 1. 4Q25 調整後 EBITDA 財測低於預期<br>2. 聚焦 AI-Native 技術平台及新產品、自動駕駛配送佈局及併購 Deliveroo 的營運效益                                                      |
| GRAB           | (5)                    | 1.8                                | inline - 營收 inline，adj.EBITDA 利潤率 inline  | inline - 4Q25 營收/adj.EBITDA 利潤率 inline        | 1. 4Q25 調整後 EBITDA 利潤率財測大致符合預期<br>2. 新產品推出、東南亞 Robotaxi 佈局，管理層表示長期毛利率目標維持 Deliveries 4%+ 及 Mobility 9%+                                |
| SE             | (8)                    | (0.2)                              | inline - 營收 beat 8%，adj.EBITDA 利潤率 inline | inline - 4Q25 GMV beat 3%，遊戲 Bookings inline  | 1. 加速投資履約能力(物流)及深化會員互動(Shopee VIP)拖累電商 EBITDA 利潤率低於預期 0.8ppts<br>2. 投資物流履約的效益顯現並穩固競爭地位，與 ChatGPT、Youtube 及 Facebook 的合作可帶動 GMV/訂單數加速成長 |
| SHOP           | (7)                    | 2.6                                | inline - 營收 beat 3%，OPM inline            | inline - 4Q25 營收/OPM inline                   | 1. GMV/GPV 優於預期 4%/5%，但受新訂閱用戶免費試用延長及商家結構改變而壓抑獲利率<br>2. 線下 POS、國際業務、B2B 等業務持續加速成長，與 OpenAI 的合作可提高流量及轉換率                                 |
| MELI           | 3                      | 1.6                                | mixed - 營收 beat 2%，EPS miss 14%           | N/A                                           | 1. 主要市場巴西/墨西哥 GMV 優於預期 15%/20%，抵銷 EPS 不如預期<br>2. FY26 拉丁美洲政局動盪緩降低電商及金融業務波動，持續改善電商轉化率並驅動巴西、墨西哥、阿根廷 GMV 加速成長                             |
| BKNG           | (1)                    | 2.2                                | inline - 營收 beat 3%，EBITDA 利潤率 inline     | inline - 4Q25 營收/總訂單數/訂房數 inline              | 1. 本季表現及財測僅大致符合預期<br>2. 擴展新興市場(特別是亞洲)業務及新業務模式(如旅遊體驗和活動預訂)驅動營收加速成長                                                                      |
| EXPE           | 18                     | 4.2                                | beat - 營收/EBITDA 利潤率 beat 3%/2ppts        | inline - 4Q25 營收 beat 4%，EBITDA 利潤率 inline    | 1. 營收/總預定金額財測優於預期 4%/5%<br>2. 國際訂房需求成長降低單一市場風險，以及持續導入 AI 驅動 B2C 訂房轉化率上升及廣告營收成長                                                         |
| ABNB           | 0                      | 0.6                                | inline - 營收/EBITDA 利潤率 inline             | inline - 4Q25 營收/EBITDA 利潤率 inline            | 1. 本季表現及財測大致符合預期，惟總訂房價值/訂房夜數加速成長 2ppts<br>2. 先預訂後付款 (BNPL) 持續推動長期預訂與轉換率，Services & Experiences 新業務可續拓展新客群                              |

資料來源：凱基

備註：個股財報細節評論請參閱美股領航日報

圖 6：數位廣告及訂閱服務財報通讀：亮點集中在 GOOGL, RDDT 等公司

| Company ticker | 1D Shr return (Closed) | CY26/FY27 Sales + adj.OPM revision | 3Q25 results                        | Q's/FY Guidance                         | Specific issues                                                                                               |
|----------------|------------------------|------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| GOOGL          | 3                      | 3.4                                | Mixed - 營收 beat 3%，OPM miss 1.6ppts | N/A                                     | 1.市場對 AI 應用擴散與 Cloud 獲利加速反應正面以及EPS 優於預期 26% 所帶動<br>2.AI廣告變現，2H25算力供給上線速度                                      |
| META           | (11)                   | 1.6                                | Beat - 營收/OPM beat 3%/0.7ppts       | Inline - 4Q25 營收 inline                 | 1.4Q25/2026獲利財測低於預期，2025總費用財測下緣上修US\$2bn，隱含4Q25總費用高於市場預期2%，OPM劣於預期2%<br>2.AI廣告變現，AI模型開發進度，2026年費用展望           |
| RDDT           | 7                      | 6.9                                | Beat - 營收/EBITDA beat 7/21%         | Beat - 4Q25 營收 beat 4%                  | 1.3Q/4Q 營收財測優於預期 7/4%，由 ARPU 優於預期 5% 帶動，目前營收受AI ChatBot 引流仍低<br>2.AI廣告變現，國際擴展，AI資料/API授權進展                    |
| PINS           | (22)                   | 0.0                                | Inline - 營收 inline，EBITDA beat 3%   | Miss - 4Q25 營收/EBITDA miss 1/1%         | 1.北美大型零售商受關稅與毛利壓縮影響削減投放<br>2.4Q25 受新增關稅對居家用品的衝擊，市場不確定性依存                                                      |
| SNAP           | 10                     | 7.9                                | Mixed - 營收 inline，EBITDA beat 47%   | Inline - 4Q25 營收 inline，EBITDA beat 17% | 1. 宣布與 Perplexity 合作整合聊天搜尋，協助推廣 AI 助手與訂閱<br>2. 廣告 bidding 與平台穩定性，Spectacles 公眾版本進度                            |
| NFLX           | (10)                   | 0.1                                | Miss - 營收 inline，EBITDA miss 11%    | Miss - 4Q25 營收 inline，EBITDA miss 2ppts | 1.受一次性巴西 CIDE 稅務回溯費用約US\$250mn影響<br>2.2026將聚焦以AI與互動廣告推動多元內容變現與營收成長                                            |
| SPOT           | (2)                    | (0.5)                              | Inline - 營收 inline，OPM beat 1.8ppts | Mixed - 4Q25 營收 miss 2%，營業利益 beat 2%    | 1.4Q營收財測低於市場預期 2%，短期成長動能轉為保守<br>2.自動化銷售管道仍為主要成長引擎，新合作持續擴大程序化購買存取範圍                                            |
| DIS            | (8)                    | (0.3)                              | Inline - 營收 miss 2%，EBIT inline     | N/A                                     | 1.4Q25 娛樂部門營收低於預期3%，運動及體驗部門等重點成長業務營收則符合預期<br>2.2026將聚焦以AI與互動廣告推動多元內容變現與營收成長                                   |
| ROKU           | 6                      | 3.2                                | Inline - 營收/毛利率皆 inline             | Beat - 4Q25 營收/EBITDA beat 2/9%         | 1. 4Q 指引若排除政治廣告與 Frndly 併購影響實際優於表面數據<br>2. 美國 M&E、政治與自助廣告回溫，管理層表示廣告增速已超越整體美國OTT與數位市場                          |
| DV             | (14)                   | (1.4)                              | Mixed - 營收 inline，EBITDA beat 6%    | Inline - 4Q25營收/EBITDA inline           | 1.3Q25 營收低於預期 1%，季間零售客戶需求較為疲軟，管理層對2026 年成長基準假設設置在 10%，低於預期 1ppts<br>2.Social + CTV + AI Verification 營收占比提升幅度 |
| TTD            | (6)                    | 3.1                                | Beat - 營收/EBITDA beat 3/14%         | Beat - 4Q25 營收/EBITDA beat 1/3%         | 1.部分客戶預算因 Amazon 程式化庫存翻倍釋出而出現短期分流<br>2.市場對TTD與AMZN DSP長期競爭勝率較為悲觀                                              |
| APP            | 1                      | 4.9                                | Beat - 營收/EBITDA beat 5/6%          | Beat - 4Q25 營收/EBITDA beat 3/4%         | 1.自助平台帶動新電商廣告主投放，投放金額週增50%<br>2.管理層預期自助平台與 AI 驅動的廣告成效動能將延續至4Q25與FY26                                          |
| U              | 17                     | (1.2)                              | Beat - 營收/EBITDA beat 4/15%         | Mixed - 4Q25 營收 beat 1%，EBITDA miss 2%  | 1.核心 Grow 業務在 Vector AI 推動下從2Q反彈，營收優於預期5%<br>2.Create 業務成長主因為訂閱漲價與中國市場強勁，後者為2025最大亮點之一                        |
| MGNI           | (13)                   | (0.5)                              | Inline - 營收 inline，EBITDA beat 8%   | Inline - 4Q25 營收 inline                 | 1.4Q25 財測偏保守、DV+ 成長趨緩及資本支出上調引發市場疑慮<br>2.TTD OpenPath 流量優先順序調整，短期影響 DV+表現                                      |
| CRTO           | 3                      | 5.1                                | Beat - 營收/EBITDA beat 67/24%        | Miss - 4Q25 營收 inline，EBITDA miss 6%    | 1.本季營收/EBITDA 優於預期67/24%，受惠自助化平台與 AI 推動<br>2.Commerce Go! 自助廣告活動持續增長，中小企業廣告主佔比由10%提升至25%                      |

資料來源：凱基

備註：個股財報細節評論請參閱美股領航日報

圖 7：Fintech 財報通讀：利率及實體消費隱憂

| Company ticker | 1D Shr return (Closed) | CY26/FY27 Sales + adj.OPM revision | 3Q25 results                       | Q's/FY Guidance                               | Specific issues                                                                                                   |
|----------------|------------------------|------------------------------------|------------------------------------|-----------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| V              | 0                      | 0.2                                | Inline - 營收/Adj. EPS 皆大致符合預期       | FY26 - 營收 YoY 11-13%, Adj. EPS YoY 11-13%     | 1. 總經態度樂觀、VAS定價調整奏效<br>2. 展望 FY26 AI 商務、穩定幣近一步落地                                                                  |
| MA             | (0)                    | 1.1                                | Inline - 營收/Adj. EPS 皆大致符合預期       | FY26 - 營收 YoY 11%, Adj. EPS YoY 16%           | 1. 總經態度樂觀但關注 Capital One 客戶流失影響 FY26 交易量<br>2. 展望 FY26 AI 商務、穩定幣近一步落地                                             |
| PYPL           | 4                      | 0.8                                | Beat - 營收/Adj. EPS 優於預期 2%/11%     | Beat - FY25 EPS 上調 2%                         | 1. 核心指標持平 branded checkout TPV YoY +5%，為首個和 OpenAI 合作的電子錢包<br>2. 展望 FY26 仍關注take rate下降、市占下滑、branded checkout TPV |
| SOFI           | 6                      | 5.2                                | Beat - 營收/Adj. EPS 優於預期 6%/29%     | Beat - FY25 營收/Adj. EPS 上調 1%/6%              | 1. 獲利、會員人數成長優於預期，非放款營收佔比 QoQ 上升 3ppts<br>2. 放款量優於同業，FY26 關注 OBBBA 政案對學貸市場的潛在影響                                    |
| UPST           | (15)                   | (5.1)                              | Mixed - 營收大致符合預期，Adj. EPS 優於預期 23% | Beat - FY25 營收/Adj. EBITDA 上調 5/12%           | 1. 貸款轉換率QoQ下降3.3ppts，顯示潛在經濟衰退警訊                                                                                   |
| COIN           | 4                      | 1.3                                | Beat - 營收/Adj. EPS 優於預期 4%/20%     | N/A                                           | 1.財報優於預期係因交易量復甦、選擇權交易高峰<br>2.關注 FY26 Base token 的推出、併購Deribit推升毛利成長                                               |
| HOOD           | (2)                    | 9.5                                | Beat - 營收/Adj. EPS 優於預期 5%/16%     | N/A                                           | 1. 股價下跌係因財報 Beat 其實來自稅率變低而非營運實際成長、Crypto 營收低於預期7%<br>2. 展望 FY26 crypto take rate、費用增速是否放緩、Prediction Markets 營收   |
| CRCL           | (12)                   | (4.3)                              | Beat - 營收/Adj. EBITDA 優於預期 5%/25%  | N/A                                           | 1. 掛鉤利息收入商業模式的估值相對Fintech成長股過高<br>2. 管理層對於 Layer 1 Arc 的代幣用途尚不明確，將成 FY26 關注焦點                                     |
| ADYEN          | 4                      | (0.4)                              | Beat - 營收優於預期 21%                  | FY26 - 營收 YoY 20%-25%, EBITDA Margin 維持50% 以上 | 1. 股價上漲反應亞太線上零售復甦、take rate 優於市場預期 1.1bps<br>2. FY26 關注 take rate 趨勢、營收 YoY>20% CAGR 目標                           |
| FI             | (44)                   | (2.1)                              | Missed - 營收/Adj. EPS 低於預期 8/23%    | Missed - 下調 FY25 營收/EPS 指引 6/15%              | 1. 商戶解決服務高毛利的授權收入佔比下降<br>2. 週期性服務收入下降                                                                             |
| XYZ            | (12)                   | (1.7)                              | Missed - 營收/Adj. EPS 低於預期 4/20%    | Beat - FY25 GPM/OPM 上調 1/1pts                 | 1. 為了推動業務成長的一次性活動費用拖累獲利導致 EPS miss<br>2. 關注 FY26 Square GP vs. GPV 差距是否因硬體設備關稅成本而近一步擴大、擴編銷售團隊策略成效                 |
| TOST           | 3                      | 1.0                                | Beat - 營收/Adj. EBITDA 優於預期 3/17%   | FY26 - EBITDA Margin 32.5-33.2%               | 1. 夏季 GPV 強勁，Toast Capital 獲利亮眼<br>2. FY26 持續關注 AI 導入的 Toast IQ 是否可以帶動 SaaS ARPU、GPV/Location 上升                  |
| OSCR           | (3)                    | 4.5                                | Mixed - 營收低於預期 3%，Adj. EPS 優於預期 3% | FY26 - 恢復獲利                                   | 1. 股價下跌係因營收低於預期<br>2. FY26 關注保單漲價對於重返獲利的影響                                                                        |
| LMND           | 34                     | (1.2)                              | beat - 營收/ EBITDA利潤率 beat 5%/6ppts | inline - 營收 miss 3%，EBITDA利潤率 inline          | 1. 本季財務表現優於預期，且保險業 AI 衡量指標 LAE 比率下降至 7% (vs. 去年及同業 9%)<br>2. 汽車保險成長持續、AI 持續推動自動化及理賠處理效率                           |

資料來源：凱基

備註：個股財報細節請參閱美股領航日報

圖 8：應用軟體財報通讀：僅 Workflow 相關表現較佳

| Company ticker | 1D Shr return (Closed) | CY26/FY27 Sales + adj.OPM revision | 3Q25 results                       | Q's/FY Guidance                       | Specific issues                                                                                                                 |
|----------------|------------------------|------------------------------------|------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| MSFT           | (3)                    | 1.8                                | Beat - 營收/OPS 優於預期3%/4%，三大業務皆表現亮眼  | Inline - 營收符合預期，OPM 優於預期 1ppts        | 1.FY26 Azure 營收將持續受供給短缺影響<br>2.CapEx YoY74% 遠大於市場預期的16%                                                                         |
| HUBS           | (15)                   | 0.8                                | Inline - 營收優預期 3%，OPM 符合預期         | Inline - 營收/OPM 皆符合預期                 | 1.4Q25營收指引保守<br>2.NNARR增速僅持平                                                                                                    |
| TWLO           | 20                     | 2.3                                | Beat - 營收/OPS 優於預期4%/15%           | Beat - 營收/OPS 優於預期2%/5%               | 1.上調全年營收指引<br>2.Voice 營收 YoY加速至 mid-teens(市場預期 low-teens)                                                                       |
| TEAM           | 6                      | 2.3                                | inline - 營收/OPM inline             | inline - F2Q26營收/OPM inline           | 1.雲端營收優於預期3%，雲端遷移速度優於管理層預期<br>2.雲端遷移數持續加速、開發者數量續增及AI產品(如 Teamwork Collection)帶動雲端營收及RPO成長，亦期待 AI 變現                             |
| MNDY           | (12)                   | 0.1                                | inline - 營收 inline, OPM beat 4ppts | inline - 4Q25營收/OPM inline            | 1. 受管理層將投資重心轉至Service、CRM及 campaigns 等新產品使營收貢獻遞延，且4Q25營收及OPM財測保守<br>2. 展望FY26 AI產品仍重提升採用率對營收貢獻溫和，期待持續上攻企業級市場並帶動cRPO加速成長         |
| SAP            | 1                      | (1.0)                              | inline - 營收/OPM inline             | inline - 4Q25雲端營收 beat11%，營業利益 inline | 1. 管理層僅延續遞延訂單回補敘事，4Q25 CCB cc年增財測 >25% 僅大致符合預期的 25.5%<br>2. AI解決方案推動客戶加速採用 S/4 等產品(部分明年的合約將提前至4Q25結案)，管理層預期FY26營收將加速成長          |
| NOW            | 3                      | 0.6                                | inline - 營收 inline，OPM beat 3ppts  | inline - 4Q25訂閱營收/OPM inline          | 1. 公部門NNACV年增30%+，cRPO年增優於財測3ppts，但4Q25 cRPO財測保守僅大致符合預期<br>2. AI 產品(Now Assist、AI Control Tower)與工作流程整合，驅動客戶升級席次、交叉採用及購買額外AI 用量 |
| PEGA           | 15                     | 1.0                                | Beat - 營收/OPS beat 8%/49%          | N/A                                   | 1.Pega Cloud營收年增較上季加速4ppts，雲端業務動能強勁<br>2.Blueprint 成長動能延續驅動雲轉換進度加速，及對既有大型客戶交叉/加購銷售推動ACV成長                                       |
| FIG            | 5                      | 4.4                                | beat - 營收/OPM beat 4%/6ppts        | inline - 4Q25營收 beat 4%/OPM inline    | 1. AI新產品帶動ARR>US\$100k客戶數年增加速6ppts，且多客戶轉付費帳戶及新增多位full-seat用戶<br>2.FY26營收將持續因價格上調有中等至高位數正貢獻，期待AI產品驅動席次擴張，並提高用量計費對營收影響性           |
| SOUN           | (1)                    | 5.7                                | Mixed - 營收beat 4%，EBITDA miss 20%  | beat - 4Q25營收 beat 9%                 | 1.調整後EBITDA仍未轉正且低於預期 20%<br>2.展望FY26 有US\$20mn併購成本綜效可實現及75%客戶完成Amelia 7遷移，期待在需求驅動及整併效益顯現下調整後EBITDA轉正                            |

資料來源：凱基

備註：個股財報細節請參閱美股領航日報



圖 9：基礎設施軟體財報通讀：UBP 模式公司表現不俗

| Company ticker | 1D Shr return (Closed) | CY26/FY27 Sales + adj.OPM revision | 3Q25 results                     | Q's/FY Guidance                | Specific issues                                                                                             |
|----------------|------------------------|------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| PLTR           | (8)                    | 12.1                               | Beat - 營收/OPM 優於預期8%/5ppts       | Beat - 4Q25 營收/OP 優於預期 11/21%  | 1.整體財報表現強勁，唯RPO增長出現放緩<br>2.股價下跌主因受高估值壓力與 Infra SW 族群股價當日整體走弱                                                |
| CFLT           | 8                      | 1.3                                | Beat - 營收/OPM 優於預期2%/3ppts       | Inline - 4Q25 營收/OPM 皆符合預期     | 1.Cloud 營收穩健，管理層稱客戶優化已正常化<br>2.Flink、Tableflow以及WarpStream的成長動能將成為明年關注重點                                    |
| AKAM           | 4                      | 1.5                                | Inline - 營收符合預期，OPM 優於預期 2.5ppts | Inline - 4Q25 營收符合預期           | 1.Delivery (CDN) 受益於競爭者減少使價格下降幅度趨穩，業務營收優於預期 4%<br>2. Compute 業務受益於 AI Inference 需求或帶動 2026 年加速成長            |
| FSLY           | 36                     | 6.4                                | Beat - 營收/EBITDA 優於預期5/89%       | Beat - 4Q25 營收優於預期 4%          | 1.3Q/4Q25 營收財測優於預期 5/4%，由平台擴張與交叉銷售帶動，資安業務表現亮眼<br>2.資安業務；工程優化帶動毛利率提升                                         |
| DDOG           | 23                     | 4.4                                | Beat - 營收/OPM 優於預期4%/2.2ppts     | Baet - 3Q25 營收/OP優於預期 3/18%    | 1.3Q/4Q25 營收財測優於預期 4/3%，OpenAI提前完成九位數續約消除市場擔憂<br>2.AI-Native客戶成長性，LLM Observability/GPU監控等新產品受惠AI Inference |
| RPD            | (20)                   | (1.9)                              | Inline - 營收符合預期，OPM 優於預期 2.8ppts | Inline - 4Q25 營收符合預期           | 1.新CFO上任下修全年ARR財測，公司轉型期與大型交易使拉長交易時程增加不確定性<br>2.企業加大MDR投資                                                    |
| QLYS           | 21                     | 5.3                                | Beat - 營收/OP 優於預期 2/21%          | Beat - 4Q25 營收優於預期 2%          | 1.3Q/4Q25 營收財測皆優於預期 2%，管理層提及資安支出正由攻擊面管理轉向風險面管理<br>2. 資安支出轉向EM產品；聯邦市場滲透                                      |
| FTNT           | (6)                    | 0.8                                | Inline - 營收符合預期，OPM 優於預期 3.9ppts | Inline - 4Q25 營收符合預期           | 1.3Q25 仍由產品營收優於預期 5% 帶動營收成長，4Q25 營收財測低於預期 1%<br>2.SASE業務成長性                                                 |
| NET            | 14                     | 2.5                                | Beat - 營收/OPM 優於預期 3%/1.1ppts    | Inline - 4Q25 營收符合預期           | 1.3Q25 營收/RPO 優於預期 3/5%，DBNRR 119% 優於預期 6.2ppts，反應客戶消費加速<br>2. AI Inference 與資安業務，下一成長曲線 Act 4              |
| INOD           | 7                      | 3.6                                | Beat - 營收/EBITDA 優於預期5/57%       | N/A                            | 1.管理層對客戶合作更加樂觀，包含與八大 Big Tech 客戶的合作深化，新增五家 Big Tech 客戶<br>2.Scale AI 被收購後加速獲得市占進度，主權AI成長機會                  |
| CHKP           | 6                      | (0.1)                              | Inline - 營收/OPM符合預期              | Inline - 4Q25 營收大致符合預期         | 1.Billings優於預期11%，改善主要來自執行力提升與新產品需求，4Q25 pipeline 健康。<br>2.聚焦Harmony Email、SASE、ERM 等新產品需求                  |
| TENB           | 1                      | 0.1                                | Beat - 營收/OPM 優於預期2%/1.8ppts     | Mixed - 4Q25 營收符合預期，OP 低於預期 5% | 1.EM產品帶動客戶需求，本季營收優於預期2%<br>2.企業資安預算轉向即時防禦                                                                   |
| CVLT           | (16)                   | (1.4)                              | Beat - 營收/OPS優於預期5/4%            | Inline - 4Q25 營收符合預期           | 1.對比過去四季營收平均優於預期6%，本季營收僅符合預期，加上對於產業競爭加劇之評論引發市場擔憂<br>2.GenAI帶動資料安全/現代化備份投資週期延續性                              |
| VRNS           | (49)                   | (3.5)                              | Miss - 營收/OPM 低於預期3%/4.5ppts     | Mixed - 4Q25 營收/OP 低於預期 2/50%  | 1.3Q/4Q25 營收財測低於預期 3/2%，係受聯邦政府及非聯邦 on-prem 業務續約疲弱所致<br>2.GenAI 帶動資料安全重要性；on-prem業務轉換成效                      |
| DT             | (5)                    | 1.3                                | Inline - 營收符合預期，OPM 優於預期1.7ppts  | Inline - 4Q25 營收符合預期           | 1.在營收成長速度持續放緩下仍未見重新加速成長之趨勢使投資人失望<br>2.AI-Native 複雜性將推升可觀察性需求                                                |

資料來源：凱基

備註：個股財報細節評論請參閱美股領航日報

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。