

軟體產業：Data & Analytics

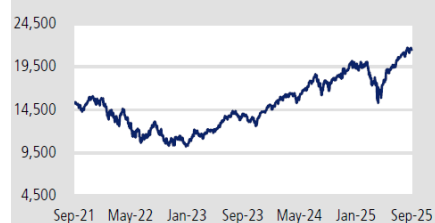
基礎設施軟體開始受惠 GenAI 推論放量&資料聚合趨勢

焦點內容

1. SNOW 由 DW/BI 轉型至 AI Data Cloud，全年財測仍有上修空間。
2. MDB 市場進入策略(GTM)奏效；CFLT 損失大客戶訂單。
3. DDOG & ESTC 仰賴資安功能擴張。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

重要訊息

資料(Data)及分析(Analytics)公司 Snowflake(SNOW US)、MongoDB(MDB US)、Confluent(CFLT US)、Datadog(DDOG US)及 Elastic(ESTC US)公佈 C2Q25 財報。凱基 2H25 美股軟體 non-M7 首選個股 SNOW 表現優異。

評論及分析

SNOW：DW/BI 轉型至 AI Data Cloud，全年財測仍有上修空間。 F2Q26(財年止於 1 月)產品營收優於預期 5%，上調 FY26 產品營收財測 2ppts 至年增 27%，non-GAAP OPM 財測上調 1ppts 至 9%，焦點：(1)DBNRR 125% vs. F1Q26 124% 自 F4Q22 以來首次重回加速成長；(2) Forbes global 2000 客戶數季增 15 個達 751 vs. F1Q26/4Q25 季增 2/4 個加速成長；(3) 大客戶新 workload 遷移及 AI 採用為主要驅動力，F2Q26 近 50% 新客戶受 AI 驅動，25% 的部署案例涉及 AI 功能，每週逾 6,100 帳戶使用 Snowflake AI；(4) Azure 為成長最快的雲平台(YoY +40% vs. AWS 最大業務來源)，與 MSFT Onelake、Office Copilot、Power BI 有很緊密的整合；(5) Openflow、Cortex AI、Snowpark、Postgres 新功能皆帶來業績正向助益。

MDB 市場進入策略(GTM)奏效；CFLT 損失大客戶訂單。 MDB F2Q26(財年止於 1 月)營收優於預期 7%，FY26 營收及 non-GAAP OPM 財測上調 4% 及 1.5ppts，Atlas 營收年增 29% 自上季 26% 加速成長(F2H26 成長率維持約 25%)，動能：(1)EA 續約率穩健下，部分大型客戶同時導入 Atlas(GTM 轉向攻略大客戶)；(2)受惠 AI 應用普及，Atlas Search 與 Vector Search 使用量成長顯著。我們認為 MDB 原生支援 JSON 文件 + VectorDB + Vector Search 為 GenAI 推論世代優異的解決方案，惟仍面臨 PostgreSQL + pgvector 的高性價比競爭。CFLT 2Q25 營收年增 28% 較 1Q25 之 34% 減速，DBNRR 114% 季減 3ppts，並預期 2H25 成長性低於去年水平，係因大客戶雲端優化延續、AI-Native 客戶(推測為 OpenAI)推動自行管理其內部資料平台減少 Confluent Cloud 使用，管理層仍看好 Confluent Cloud 成為支援 RAG 與即時 AI 推論應用的關鍵資料基礎設施，透過 Tableflow 與 Flink 加速客戶價值實現。

DDOG & ESTC 仰賴資安功能擴張。 DDOG 2Q/3Q25 營收及營收財測優於預期 5%/4%，DBNRR 達 120%(vs. 1Q25 high-110%) 加速成長，惟相對依賴 AI 客戶擴張。ESTC F1Q26(財年止於 4 月)營收及 non-GAAP OPM 優於預期 4% 及 3ppts，Elasticsearch 在 RAG 場景為優異解決方案，惟 LLM 上下窗口增加、MCP 崛起將削弱 RAG 在長期發展下的必要性，來自 MDB/Postgres 競爭亦加劇。DDOG 及 ESTC 皆擴增 SIEM 等資安功能為重要附加價值。

投資建議

我們看好基礎設施軟體開始更為顯著的受惠 GenAI 推論放量及資料聚合趨勢，業績需求的延續性上 SNOW > MDB > DDOG/ESTC > CFLT。

投資風險

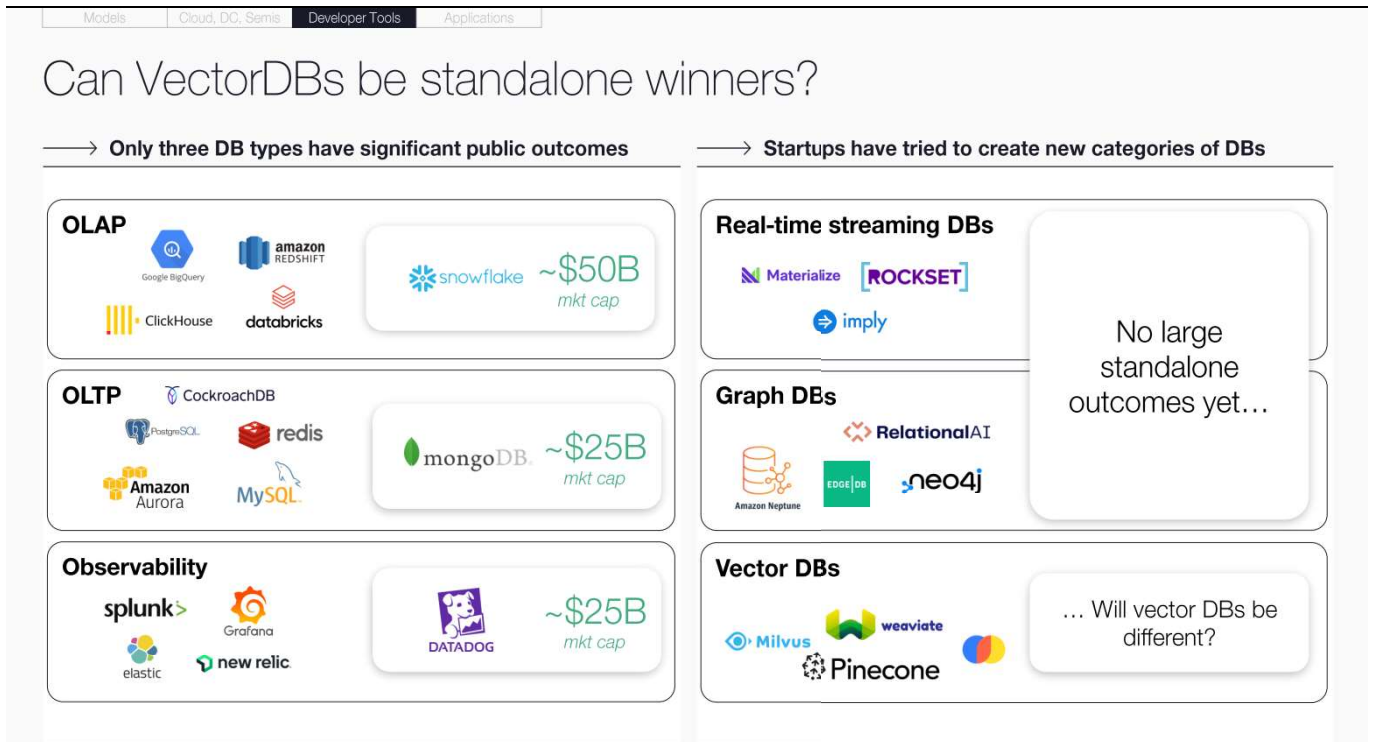
消費動能趨緩；用戶對數位產品偏好改變；監管及反壟斷議題升溫。

圖 1：Snowflake 在 2025/9 月資料庫排名調查中分數持續上升

Rank			DBMS	Database Model	Score		
Sep 2025	Aug 2025	Sep 2024			Sep 2025	Aug 2025	Sep 2024
1.	1.	1.	Oracle	Relational, Multi-model ⓘ	1170.62	-50.08	-115.97
2.	2.	2.	MySQL	Relational, Multi-model ⓘ	891.77	-23.69	-137.72
3.	3.	3.	Microsoft SQL Server	Relational, Multi-model ⓘ	717.32	-36.84	-90.45
4.	4.	4.	PostgreSQL	Relational, Multi-model ⓘ	657.17	-14.08	+12.81
5.	5.	5.	MongoDB 📦	Document, Multi-model ⓘ	380.50	-15.08	-29.74
6.	6.	📈 7.	Snowflake	Relational	190.19	+11.29	+56.47
7.	7.	📉 6.	Redis	Key-value, Multi-model ⓘ	145.17	-2.02	-4.25
8.	8.	📈 9.	IBM Db2	Relational, Multi-model ⓘ	124.19	-3.12	+1.14
9.	9.	📈 14.	Databricks	Multi-model ⓘ	124.06	+8.25	+39.82
10.	10.	📉 8.	Elasticsearch	Multi-model ⓘ	118.26	+3.99	-10.53
11.	11.	📉 10.	SQLite	Relational	107.88	-4.72	+4.53
12.	12.	📉 11.	Apache Cassandra	Wide column, Multi-model ⓘ	106.98	-1.53	+8.04
13.	13.	📈 15.	MariaDB 📦	Relational, Multi-model ⓘ	91.46	-2.13	+8.02
14.	14.	📉 12.	Microsoft Access	Relational	83.61	-4.15	-10.15
15.	15.	📈 17.	Amazon DynamoDB	Multi-model ⓘ	80.28	-3.20	+10.22
16.	16.	16.	Microsoft Azure SQL Database	Relational, Multi-model ⓘ	79.18	+3.34	+6.23
17.	17.	📈 18.	Apache Hive	Relational	76.10	+5.06	+23.02
18.	18.	📉 13.	Splunk	Search engine	75.77	+6.00	-17.26
19.	19.	19.	Google BigQuery	Relational	66.00	+0.82	+13.33
20.	20.	📈 21.	Neo4j	Graph	53.78	-0.69	+11.10

資料來源：DB-Engines；凱基

圖 2：資料庫產業地景圖

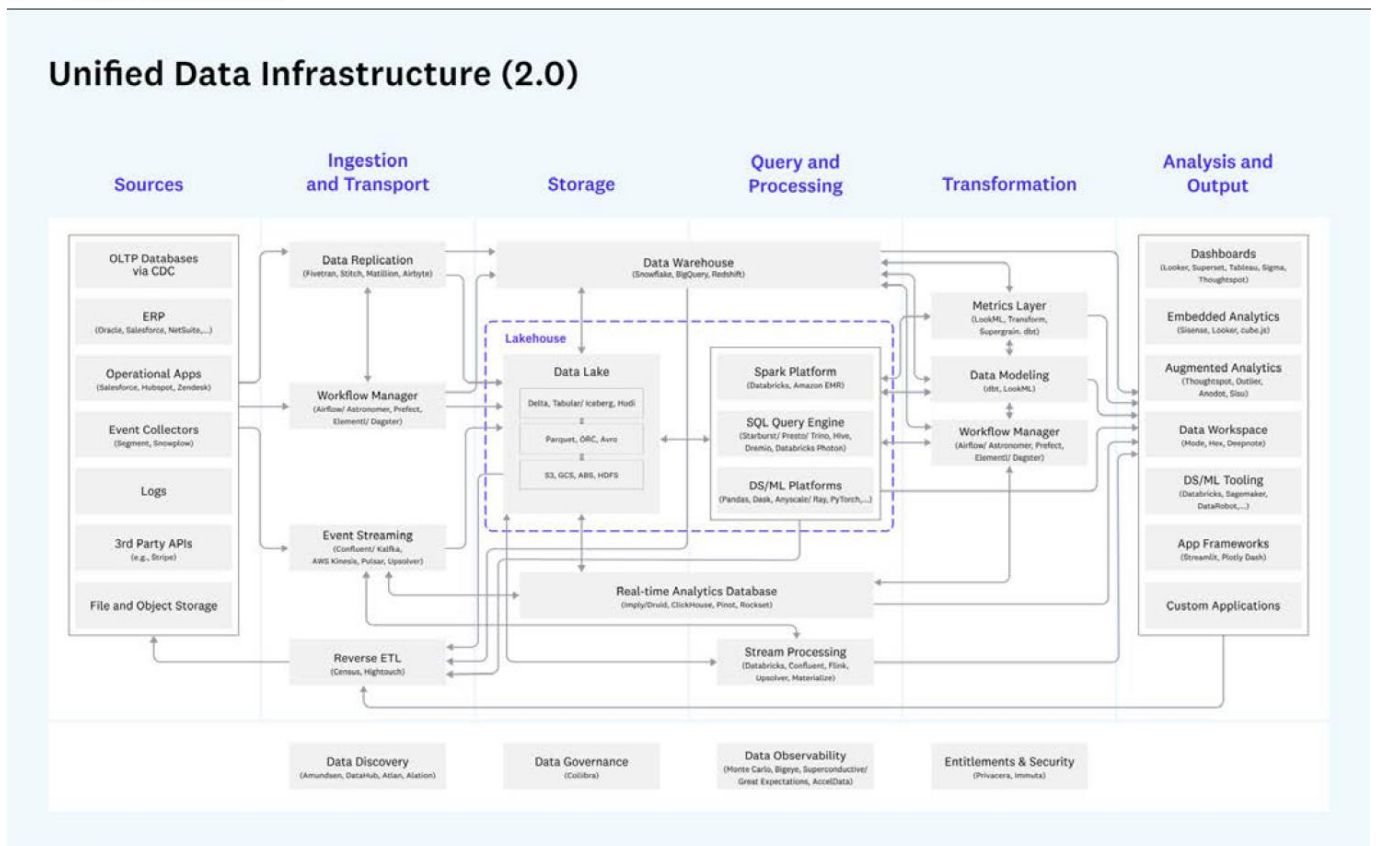


COATUE Source: CapitalIQ. Coatue opinion and analysis as of November 2023. For illustrative purposes only. There is no guarantee that Coatue's views and projections regarding the future potential of A are accurate or that any particular Coatue investment or fund will benefit from the AI trend. Logos listed above as examples of the applicable AI company type; do not necessarily represent Coatue investments. See Appendix-Disclosures for important disclosures, including regarding projections and forward-looking statements and trends.

86

資料來源：Coatue：凱基

圖 3：資料基礎設施地圖



資料來源：a16z；凱基

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 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。