

軟體產業：Data & Analytics

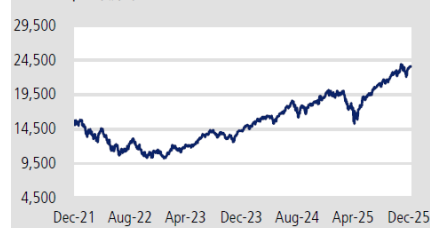
AI-ready 資料架構將加速企業決策及擴展速度

焦點內容

1. ORCL 強勁的 RPO 尚未轉成短期營收上修動能。
2. SNOW & MDB 公布 C3Q25 財報結果皆優於預期。
3. AI 推動資料架構全面轉型，Multi-model 與 AI-ready DB 加速放量。

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 Oracle(美；ORCL US)、Snowflake (美；SNOW US) 與 MongoDB (美；MDB US)公布 C3Q25 財報。展望 2026 年資料及分析產業將受惠 GenAI 推論帶動的 AI-native 架構轉換，以及企業加速自管資料庫向 fully-managed AI-ready 平台遷移趨勢。

評論及分析

ORCL：強勁的 RPO 尚未轉成短期營收上修動能。 ORCL F2Q26(財年止於 5 月)RPO 年增 433%達 US\$523bn 優於預期 1%，惟市場擔憂未得到充份申論：(1)F2Q26 OCI 營收 cc 年增低於預期 3ppts，F3Q26 雲服務營收財測中位數年增 39%低於預期 3ppts，FY26 營收財測維持僅符合市場預期，主要上修發生在 FY27 營收財測上調 US\$4bn 優於預期 5%，係因資本支出與營收認列有 2-3 個月落差，ORCL 上季上線 400MW 資料中心容量(vs. CSPs 普遍在 1GW)；(2)FY26 資本支出上修 US\$15bn，高於市場預期 43%，但 F2Q26 FCF 短缺 US\$13.2bn，需進行外部融資；(3)維持 AI IaaS GM 達 30-40%目標，多雲統一額度策略，OCI Marketplace 消耗量年增 89%，應用軟體年增率普遍 12%+，惟雲應用營收 cc 年增率仍低於市場預期 1ppts。

SNOW & MDB 財報皆優於預期。 SNOW F3Q26 營收/adj. EPS 優於預期 2/13%，相較於 F1H26 營收優預期幅度平均約 4%有所收斂，F4Q26 產品營收財測亦僅符合預期，係受到 AWS 10/20 停擺及淡季效應影響。本季 AI run-rate 提前達 US\$100mn，Snowflake Intelligence 上線即累積 1.2k 客戶，AI 影響 50%新簽 bookings。MDB F3Q26 營收/adj. EPS 優於預期 6/66%，Atlas 在大型企業與 AI-native 新創帶動下年增 30%連三季加速；本季新增 2.6k 客戶，self-serve 推動 YTD 新客成長 65%，non-Atlas 亦受多年度合約帶動回升，企業現代化與 SQL/Elasticsearch 遷移潮亦強化中期成長能見度，多雲與 AI 時代推動 OLTP + JSON + 向量搜尋的整合架構需求放大。

資料及分析展望：AI 推動資料架構全面轉型，Multi-model 與 AI-ready DB 加速放量。 展望 2026 年資料及分析需求將因 AI 的普及化而持續加速，Gartner 預估 DBMS 市場規模 2026 年增 17%，凱基認為產業動能將由兩大主軸推動：(1)GenAI 推論資料量遽增，企業資料架構由單一分化的 SQL/noSQL 轉向 Multi-model 整併，推論行為與多模態內容大幅提升向量、半結構化資料比重，從傳統 SQL 轉向可同時支援 OLTP + 向量搜索 + embeddings 的 Multi-model 架構；同時 AI 賦能 BI 週期啟動，企業將更多資料運算前移至 AI Data Cloud，以支撐即時決策、Agent 工作流與自動化分析需求；(2)Fully-managed AI-ready DB 平台有助企業加速擴展功能。隨開源軟體在 AI 場景加速滲透/複雜化，企業對現代化架構的託管能力、長期支援與安全維運依賴提升，推動資料平台從自建維運轉向 fully-managed、AI-ready 雲端 DB。我們看好受惠者包含 SNOW 與 MDB。

投資建議

我們看好資料與分析軟體於 2026 年更為顯著且廣泛的受惠 GenAI 推論放量及資料架構全面整合趨勢，該次產業凱基首選 SNOW 與 MDB。

投資風險

企業 IT 支出動能趨緩；AI 工作負載放量不如預期；市場競爭。

圖 1：Snowflake 在 2025/12 月資料庫排名調查中分數持續上升

Rank			DBMS	Database Model	Score		
Dec 2025	Nov 2025	Dec 2024			Dec 2025	Nov 2025	Dec 2024
1.	1.	1.	Oracle	Relational, Multi-model ⓘ	1234.40	-5.38	-29.39
2.	2.	2.	MySQL	Relational, Multi-model ⓘ	868.49	+2.67	-135.27
3.	3.	3.	Microsoft SQL Server	Relational, Multi-model ⓘ	722.52	+3.65	-83.18
4.	4.	4.	PostgreSQL	Relational, Multi-model ⓘ	659.42	+8.06	-6.95
5.	5.	5.	MongoDB +	Multi-model ⓘ	372.27	+0.60	-28.11
6.	6.	↑7.	Snowflake	Relational	202.45	+4.61	+55.09
7.	7.	↓6.	Redis	Key-value, Multi-model ⓘ	142.48	-2.61	-7.79
8.	8.	↑13.	Databricks	Multi-model ⓘ	138.02	+6.51	+50.33
9.	9.	9.	IBM Db2	Relational, Multi-model ⓘ	115.75	-3.52	-7.03
10.	10.	↓8.	Elasticsearch	Multi-model ⓘ	109.83	-4.14	-22.49
11.	11.	↓10.	SQLite	Relational	102.61	-1.58	+0.89
12.	12.	↓11.	Apache Cassandra	Wide column, Multi-model ⓘ	101.55	-1.16	+3.62
13.	13.	↑15.	MariaDB +	Relational, Multi-model ⓘ	87.59	+0.23	+3.82
14.	↑16.	14.	Splunk	Search engine	75.89	-0.21	-9.47
15.	↑18.	↑18.	Apache Hive	Relational	75.44	+2.57	+22.34
16.	↓15.	16.	Microsoft Azure SQL Database	Relational, Multi-model ⓘ	75.22	-1.16	-1.15
17.	↓14.	↓12.	Microsoft Access	Relational	73.89	-4.40	-16.93
18.	↓17.	↓17.	Amazon DynamoDB	Multi-model ⓘ	72.96	-2.82	+0.23
19.	19.	19.	Google BigQuery	Relational	62.76	-0.03	+10.46
20.	20.	20.	Neo4j	Graph	51.76	-0.60	+8.69

資料來源：DB-Engines；凱基

Oracle (ORCL US) F2Q26 財報會議摘要

- Oracle (ORCL US) 公布 F2Q26 財報，盤後股價下跌 11%，係反應本季整體營收與雲端業務營收皆低於預期 1%，其中 OCI 營收亦略低於預期(cc YoY 低於預期 3ppts)所導致。管理層則表示本季 RPO 再增 US\$68bn 至 US\$523bn(優於預期 1%)，並強調多雲資料庫、高效率資料中心與 AI 產品線的擴張將持續支撐中長期成長
- 雲端業務：
 - AI OCI: 1)GPU 相關營收 YoY 177%，本季交付 GPU 容量較 1Q 再提升 50%；2)Abilene 超級資料中心進度符合預期，已交付逾 96k 顆 NVIDIA Grace Blackwell GB200，並開始對客戶提供 AMD MI355X 容量，管理層重申 AI 工作負載在合約期間目標毛利率約 30-40%；3)目前已有逾 700 家 AI 客戶在 OCI 上營運；4)OCI 目前營運 147 個對客戶開放的區域，另有 64 個規劃中；本季交付接近 400MW 的資料中心容量給客戶

- Non-AI OCI: 1) Dedicated Region 與 Alloy 等在地雲/轉售模式持續成長，相關消耗 YoY 69%，本季新推出三機櫃的小型 Dedicated Region 25，可在有限空間提供完整 OCI 能力；2) Alloy 讓如 NTT Data、SoftBank 等系統整合商可自建「白牌雲」，本季各新增一個 Alloy 區域，搭配 Dedicated Region 共計 39 個已上線、25 個規劃中
- SaaS/ERP: 1) Cloud Applications 營收 US\$3.9bn，YoY 11%，略低於預期；其中後台戰略應用約 US\$2.4bn，YoY 16%，Fusion ERP/SCM/HCM YoY 成長 14–18%，NetSuite YoY 13%，產業雲 YoY 21%；2) 本季 330 個 Cloud Apps go-live，醫療臨床 AI Agent 已有 274 家客戶上線，Cloud Apps 遞延收入 YoY 14% 高於當季營收成長
- Database: 1) Cloud Database Services 營收 YoY 30%，Autonomous Database YoY 43%，多雲消耗 YoY 817%，反映資料庫雲端與多雲採用快速放量；2) 推出 Oracle AI Database 與 AI Data Platform，將資料向量化並連結 OpenAI、Gemini、Grok、Llama 等模型；3) 已在 AWS/Azure/GCP 佈署 45 個多雲資料庫區域（本季新開 11 個，另有 27 個規劃中），搭配 Multi-Cloud Universal Credits 與通路計畫
- RPO/合作相關：1) 2Q RPO 達 US\$523bn，YoY 433%，較上季再增 US\$68bn；未來 12 個月可確認收入部分 YoY 40%，高於上季 25%；2) 新增大額合約來自 Meta、NVIDIA 等 AI 客戶，管理層亦將 FY27 營收預期上調 US\$4bn 至 US\$89bn（自 AI World FY27 營收財測 US\$85bn 上修），優於預期 6%；3) 生態上新增 Google、OpenAI、xAI 等模型，Marketplace 消耗 YoY 89%，Broadcom、Palo Alto、Cybereason、Newfold Digital 等夥伴在 OCI 上擴大 SaaS
- CapEx/融資相關：1) 本季營運現金流約 US\$2.1bn，自由現金流約 US\$10bn，主因本季 CapEx 達 US\$12bn，多用於資料中心設備與 GPU；2) 維持 FY26 營收預期 US\$67bn 不變，但將 FY26 CapEx 規劃較上季 US\$35bn 上調 US\$15bn 至 US\$50bn，上修 43%；3) 資金來源包含公募債、銀行與私募融資，並運用「客戶自帶晶片」與供應商租賃 GPU 等模式；4) 管理層指出市場部分模型預估需約 US\$100bn 資金不符內部規劃，實際籌資額預期「低於、甚至顯著低於」此水準
- 其他關注焦點：1) 處分 Ampere 持股帶來約 US\$2.7bn 稅前收益，公司轉向「晶片中立」策略，改與多家 CPU/GPU 供應商合作；2) 目前已規劃逾 211 個現有與計畫中雲區，包含嵌入 AWS/Azure/GCP 的 72 個多雲資料中心；3) Fusion 內建逾 400 項 AI 功能、臨床 AI Agent 導入週期由數月縮短至數週

Snowflake (SNOW US)

- Mkt shr #7 DBMS (per Gartner)
- Snowflake 的旗艦 AI Data Cloud 為全託管多雲資料平台，整合資料倉儲、工程、向量搜尋、串流與企業 AI（含 Snowflake ML、Native

Apps、CUDA-X 加速)，支援 OLAP 與即時處理。商業模式採純用量計價並搭配年約預付；截至 F2Q26，總客戶數達 12,062，>\$1mnARR 客戶 654，YoY 30%，展現大型企業在資料與 AI 工作負載的持續擴張需求

- 營收地區組成：Americas 78%、EMEA 16%、APJ 6%

2026 Outlook: 資料層整合帶動 AI 賦能 BI 商機湧現

- 受惠 AI 推論帶動 JSON、向量等資料量激增，SNOW 透過整合 Postgres、生態工具與 Iceberg tables 強化多模態資料管理，補齊 OLTP 與分析間的缺口。隨 2026 DBMS 成長與企業採用 RAG/AI agent，我們看好 SNOW 成為統一資料與推論底層的主要受惠者
- Snowflake Intelligence 11M25 GA 結合 Cortex、Snowflake ML、Native Apps 與向量搜尋，提供資料至推論的整合 AI 平台，降低企業開發成本並提升用量黏性。隨 AI app 上線、GPU 加速與 Marketplace 擴張，我們預期 2026 驅動初期增長，2027 隨換底週期進一步放量
- SNOW 本季在生態與產品落地持續加速，與 SAP 建立策略整合，將核心 ERP 與業務資料導入 AI Data Cloud，強化跨系統推論與治理能力；並深化與 Workday、Splunk、Palantir、UiPath 的資料存取與 agent 協作串接，提升企業在單一平台上的部署效率。同時與 Google Cloud 合作將 Gemini 模型導入 Cortex AI 與 Intelligence，擴大多模型選擇與跨雲可用性。我們看好 SNOW 在 2026 年 AI 與資料協同需求快速升溫下受惠

市場焦點爭論

Q: SNOW 與 Databricks、Google BigQuery 的競爭如何演變？在 Gemini 推進下，是否觀察到企業工作負載加速向 GCP 生態系轉移？

- 本季競爭焦點主要落在 AI 與資料工程工作負載的歸屬。Databricks 持續強調湖倉架構與模型訓練能力，但 Snowflake 透過 Snowflake Intelligence、Cortex Search/Analyst、Openflow 將資料工程、推論與 agent workflows 全部整合在單一平台，使企業能以較低整合成本在現有資料層直接落地 AI。管理層本季也指出大型企業正將 AI 預算與 Snowflake 綁定，顯示在企業級治理、安全性與 AI 部署門檻上，Snowflake 的平台化優勢正在強化
- 在 BigQuery 部分，市場關注 Gemini 是否推動企業將更多分析與 AI 工作負載轉往 GCP。根據本季電話會議以及凱基觀察，目前未見明顯加速遷移的訊號；反之，本季 Snowflake 與 Google 宣布合作將 Gemini 納入 Cortex/Intelligence，降低模型與雲端供應商的綁定度，使客戶能在 SNOW 中使用 Gemini 而不需切換至 BigQuery。我們認為企業更傾向保持模型與雲策略彈性，避免因 LLM 選擇而鎖定單一 CSP，看好 SNOW 憑藉中立多雲架構上的優勢

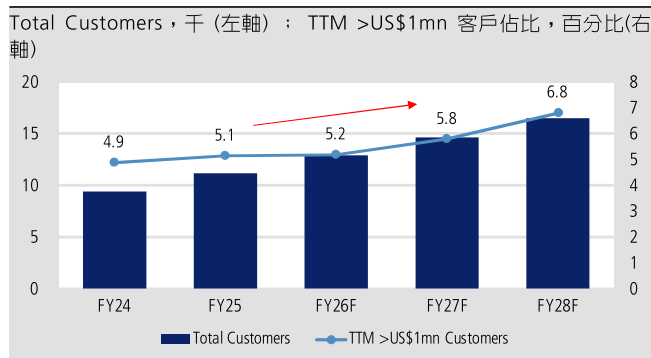
Q: 產品營收成長是否有機會重新加速？ AI 變現與採用速度？

- 短期 beat 幅度收斂屬於正常化，而非成長趨勢反轉。管理層多次強調全年指引才是觀察重點，並於本季上修 FY26 產品營收至 YoY 28%，反映近 90 天觀察到的用例擴展與消費趨勢改善。F3Q26 beat 2%，低於 F2Q26 的 5%，主要因上季大型遷移帶來一次性高基期，管理層本季亦提到「大型遷移不易預測且具自然波動」
- RPO 本季 YoY 37%，為近四季新高，是中期成長可見度最關鍵的領先指標。新增 logos 615 創新高，百萬級客戶與 G2K 客戶持續增加，也代表產品滲透率仍在提升。F4Q26 指引 YoY 27% 被市場視為健康訊號，尤其相較管理層描述「預測模型顯示消費動能改善」。我們認為 SNOW 營收維持 YoY mid-20s 成長具可見度，再加上管理層於電話會議指出 AI 工作負載已逐步從 PoC 轉向實際部署，營收可望於 2026 帶來額外加速空間
- 根據本季財報結果，AI 已成公司產品組合中成長最快的部分，尤其 Cortex AI(含 Cortex AI、AI SQL、Cortex Search、Cortex Analyst、Snowflake Intelligence)已達成 US\$100mn AI run-rate，比原先預期提前一季達標，管理層強調這並非 pipeline，而是來自企業級真實生產使用。AI 對收入的推動具兩層作用：第一層是直接消費(模型推論、向量查詢、agent 執行)，第二層是間接提升資料遷移、數據工程與多產品採用。管理層也提到 AI 影響 50% bookings，且 28% 本季部署案例包含 AI，用例正在逐步轉向「go-live」
- 由於 AI 無需額外預付承諾(基於 consumption model)，企業會在驗證價值後自然擴大使用範圍。延續我們先前在 12/3「2026 美股展望」報告所提，AI 賦能使 SNOW 擁有更大 TAM，且 AI 產品的黏性使資料工作負載更可能集中於 SNOW，而非分散到外部系統，我們亦預期變現效應將逐步反映於 4Q 及 2026

Q: 零拷貝資料共享如何影響 SNOW(Snowflake US)與 Salesforce(CRM US), ServiceNow(NOW US)的競爭定位？

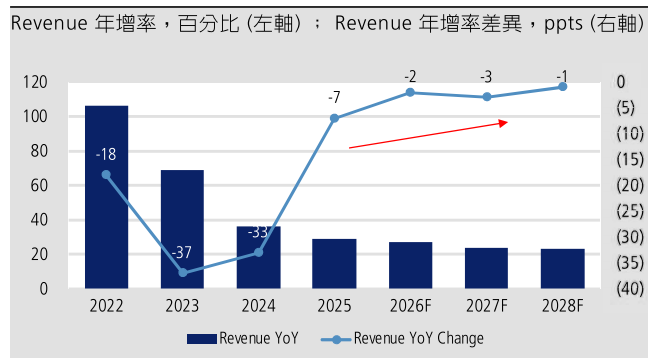
- 市場關注點在於 CRM、NOW 等大型 SaaS 廠商皆開始推動 zero-copy 共享，是否會削弱 Snowflake 的資料集中優勢。管理層本季明確指出 zero-copy 是「雙贏」，其本質是 SaaS 廠商在客戶要求下需要共享資料，而這通常反而讓 SNOW 成為跨系統協作的中樞
- SNOW 與 CRM 和 NOW 等的差異處:1) 資料層定位不同：SNOW 是中立的企業資料平台(可整合全企業資料)，而 CRM/NOW 的資料僅涵蓋各自應用範圍；2) 跨系統 AI/分析能力：SNOW 能在單一平台上統一治理、查詢並提供多模型推論(Claude, Gemini)；SaaS 廠商的 AI 多侷限於自家應用場景
- 我們認為 Zero-copy 使資料能更快進入 SNOW，提升 AI 推論與資料工程工作負載的可能性，長期有助消費，亦能增加 SNOW 作為治理層與存取層的角色，使其競爭定位更穩固；zero-copy 亦不削弱變現，係因 Snowflake 的核心收入來自計算消費，而非資料複製本身。AI agent workflow(如 Intelligence)需要資料與模型整合，更強化 SNOW 垂直整合的優勢

圖 2: SNOW 大型客戶佔比持續逐年上升



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 3: SNOW 營收 YoY 減速逐年趨緩



資料來源: Bloomberg ; 凱基

MongoDB (MDB US)

- Mkt shr #9 DBMS (per Gartner), #1 Vector DBMS, #1 Time Series DBMS
- 旗艦產品 MongoDB Atlas 為多雲全託管 NoSQL DBMS，整合向量搜尋、時序數據與串流處理等模組，支援 OLTP、OLAP 及生成式 AI 應用，適用於雲端、地端與混合式部署。商業模式主要分為 Atlas 全託管（用量計價）與 EA 自建（年約訂閱）；截至 F3Q26 總客戶數 62,500+，ARR ≥\$100k 高價值客戶數 2,694
- 2025 年 2 月併購 Voyage AI 並整合至 Atlas，優化 RAG 系統、Agentic AI 及上下文工程等場景，提升向量搜尋準確度

2026 Outlook: AI 應用帶動非結構化資料紅利/AMP 加速雲端遷移

- 我們認為 MDB 將顯著受惠於開源軟體驅動的 AI 推論資料紅利。隨 JSON、embeddings 等非結構化資料量快速攀升，我們看好 MDB 成為企業補足 76% 架構無法支撐大規模 AI 部署缺口的解決方案(per Wipro)。展望 2026 年，隨 MDB 持續確立其在 RAG 與 AI Agent 主資料層的事實標準地位，Atlas 用量可望伴隨 AI-native 應用放量而進入結構性成長軌道
- MDB 於 9M25 Investor Day 推出 AMP (Application Modernization Program)，提供新 GenAI 工具與 Workflow Engine 協助企業從地端遷移至雲端債，加速傳統 Oracle/Microsoft SQL Server 等的 java-based 遷移，預期開發可快 200%/時間降 90%；凱基預期 F2H26-FY27 啟動初期成長，FY27-28 年隨換底週期顯著放量
- 本季亦推出 MongoDB 8.2 將 Search/Vector 擴至自管版並大幅提升效能(未索引查詢快 42%)與加密安控，目前 50%叢集已升級，強化 AI 應用底座並擴大 TAM，提升對傳統 RDBMS 與 CSP 競爭力

市場焦點爭論

Q: 企業導入或轉換至 Atlas 的實質轉換成本與技術門檻為何？考量優缺點為何？

- 企業導入或轉換至 Atlas 的成本與門檻主要集中在資料模型調整、應用層重構與營運流程改寫。本季電話會議中提及多家大型企業 modernization 涉及上千個應用遷移，意味著初期需要投入工程資源調整 schema、重寫查詢與整合既有搜尋與快取層。此外，從自建或 RDBMS 過渡到雲端代管模式，需重新建立治理、安全與監控流程，對金融、保險等高度監管產業尤為明顯
- 優點在於減少擴展瓶頸、提升開發速度、整合 OLTP+JSON+向量搜尋能力，使企業能在 AI 時代整合 operational 與 contextual data，逐步替換成本高昂且較不穩定的 bolt-on 架構；也能避免 Postgres、Elasticsearch 等技術在高維度嵌入與非結構化資料下的可擴展性限制。缺點則在於轉換期需投入大量人力、重新調整架構，短期成本較高，但若企業計畫導入 AI agent、加速應用迭代或支援跨雲部署，中長期效益通常能抵消初期成本
- 我們認為 MDB 於九月 Investor Day 發布的 Application Modernization Platform(AMP)亦被視為降低轉換摩擦的關鍵工具，透過自動化程式碼轉換、schema 對應與遷移加速器，協助企業在不大幅改寫應用下加速從傳統 RDBMS 遷移至 Atlas，有效縮短導入時間並降低工程成本

Q: 展望 2026 年，Atlas 成長的主要催化劑與可能的關鍵突破點為何？

- 展望 2026 年，凱基認為 Atlas 成長催化劑包括三項：(1) 大型企業 modernization 加速：本季管理層指出金融、保險與電信正以多雲策略重構上千個應用，Atlas 在 mission-critical workload 中的滲透率持續提升；(2) AI-native 與企業級 AI pilot 放量：Postgres/Redis 在高維嵌入與非結構化資料下擴展受限，帶動 AI 新創與企業將 Embeddings、Vector Search 與 operational store 統一至 Atlas；(3) 自助式(self-serve)新客動能強勁：YTD 新客數年增 65%，形成未來消費曲線。關鍵突破點則可能來自企業級 AI agent 的正式上線，使 OLTP+JSON+向量搜尋的整合架構成為標準，推動第二波使用量成長

Q: Atlas 成長是否具可持續性？AI 對營收的實質貢獻程度如何？

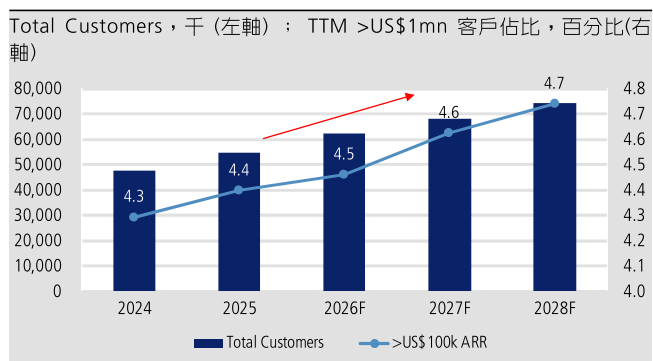
- Atlas F3Q26 營收 YoY 30%，連續三季加速。管理層指出大型企業在新舊工作負載上皆出現同步擴張，美國與 EMEA 的使用量普遍呈現強勁。CFO 在電話會議中強調大型客戶正「growing longer and growing bigger」，顯示消費動能並非一次性事件，而是核心工作負載持續上雲後的自然放量。此外，新增客戶數 YTD 成長 65%，Self-serve 動能改善，也代表未來使用量曲線具備更長期的擴張空間
- 管理層同時提醒 F4Q26 具有季節性與假期效應的不確定性，因此雖將 Atlas 年增長預期自 mid-20s 上修至 27%，仍維持審慎基調。然而整體觀察企業 modernization、資料量成長與 AI 帶動的前置資料架構投資，我們看好 Atlas 動能將持續受惠企業對低延遲讀寫、彈性資料模型以及即時處理非結構化/半結構化資料的需求提升

- 管理層在本季電話會議中明確表示，「AI tailwind 對結果的影響仍非常初期」，目前財報的成長主要來自核心業務，而非大規模 AI agent 上線。企業端多處於 pilot 階段，尚未出現大量可規模化的 production-grade AI agent，意味本季營收的成長與上修財測仍主要反映 Atlas 的結構性提升、傳統 workload modernization，以及大型企業資料架構升級所帶來的消費增長
- 然而，AI 已開始帶動需求前置化。多家大型企業正在以 MDB 作為 Embedding、向量搜尋與 operational data 的統一平台，AI-native 公司更因 Postgres/Redis 可擴展性不足而全面遷移至 MDB，反映 AI 應用的技術需求為 MDB 提供結構性優勢。管理層也指出，企業若想讓 AI 團隊提升開發速度，核心資料層必須現代化，而這正在形成間接成長動能。我們認為 MDB 的 AI 貢獻目前仍是敘事帶動採用 + 早期新客戶成長的階段，而非主要營收管道，但看好當企業級 AI agent 在 2026-27 年真正落地後，AI 將成為 Atlas 第二條成長曲線

Q: 在 Postgres 與 Hyperscalers 競爭下，MDB 的優勢為何？

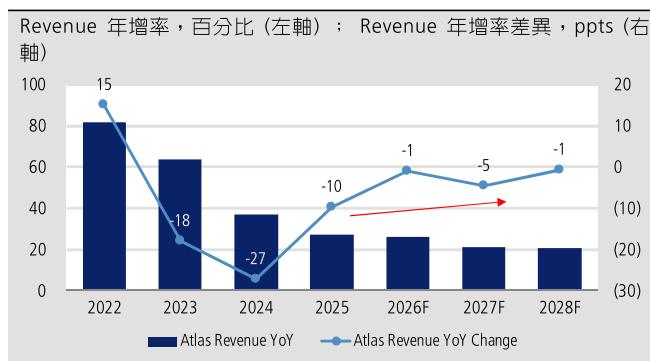
- 管理層本季指出，MDB 的核心差異化在於能同時支援 OLTP、JSON 文件模型、搜尋與向量資料庫於單一平台中，降低企業在 AI 時代整合多個資料架構的複雜度。電話會議中 CEO 強調 AI 應用本質上是「資訊擷取問題」，需要即時上下文、高準確度與彈性 schema，而傳統 RDBMS 的 rigid schema 與分散式外接搜尋層在此環境下延展性較弱
- 管理層也舉例 AI-native 公司從 Postgres/Redis 轉向 MDB，原因是這些替代方案無法在高維度 embedding 與高速成長的資料量下維持可擴展性。對大型企業而言，MDB 的統一平台能降低延遲 90%、降低成本 65%，同時簡化向量搜尋與 operational store 的整合(per MDB)
- 此外，在多雲部署能力、資料一致性與管理體驗上，MDB 相較 hyperscalers(如 DynamoDB、CosmosDB 等)具有更高的 portability 與開發友善度，對希望避免 vendor lock-in 的企業更具吸引力
- 我們認為 MDB 的差異化並非單一功能，而是「文件模型×向量搜尋×搜尋×多雲」組合所形成的高整合度資料層；在 AI 時代，這類整合架構正成為企業資料平台選擇的關鍵因素

圖 4: MDB 大型客戶佔比持續上升



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 5: 核心業務 Atlas 營收 YoY 減速逐年趨緩

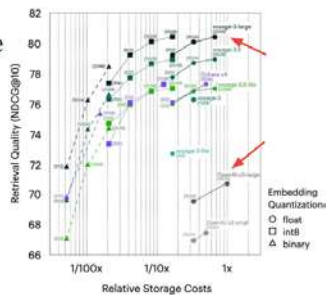


資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 6: MDB Voyage AI Performance Matrix

Voyage 3 leads in cost/quality performance

- Outperforms OpenAI-v3-large and Cohere-v3-English by an average of 9.74% and 20.71%, respectively
- Supports 2048, 1024, 512, and 256 dimensional embeddings
- Offers multiple embedding quantization options.



資料來源: MongoDB : 凱基

圖 7: MongoDB vs. Postgres 在多方面具優勢

MONGODB ADVANTAGE	MongoDB	Postgres vanilla provider	
Flexible Data Model	✓	✗	✗
Native Queryable Encryption	✓	✗	✗
Run anywhere	✓	✓	✗
Managed Offering	✓	✗	✓
Multi-Cloud and Multi-Region	✓	✗	✗
Native Horizontal Scaling & Sharding	✓	✗	?

JSONB support is not the same as the Document model
Industry-first, unique to MongoDB

Each Postgres provider has its own unique options, in some cases different than open-source Postgres

資料來源: MongoDB : 凱基

資料及分析產業趨勢

AI 推動資料與分析需求加速成長，2026 年產業進入架構轉換週期

- DBMS 市場規模預計於 2026 年達 US\$158bn 規模，YoY 17%，高於整體基礎設施軟體的 12%，凱基認為係由 AI-native 架構轉換與企業加速採用 fully-managed 資料平台所驅動
- 看好 2026 年由兩大主軸推動：(1) GenAI 推論資料量倍增，企業資料架構由單一 SQL 轉向 Multi-model；(2) 開源普及化推動企業從自管資料庫轉向 fully-managed、AI-ready 雲端平台

GenAI 推論資料量倍增、資料架構由單一 SQL 轉向 Multi-model

- SQL 與 NoSQL 邊界日益模糊，主流 SQL 平台(PostgreSQL、SNOW、ORCL)已能滿足多數非結構化與半結構化場景需求；相對地，NoSQL 強化 SQL 能力對整體格局影響有限，且近年成長動能放緩，顯示市場結構逐步趨於穩定
- 因應 2026 年 AI 推論爆發以及資處理需求遽增，AI 正將 BI 從回顧性報表工具推向前瞻性決策平台。根據 IBM 調查，AI 賦能 BI 擴展 BI 的功能邊界，把 BI 從單純 Dashboard 拉向更完整的 Decision support 以支撐即時決策、AI 推薦系統、Agent Workflow 與自動化分析需求。目前 78% 的 Fortune 500 公司已將 AI 與 BI 平台整合，且有 80% 的企業認為 AI 是未來競爭的關鍵能力，顯示 AI 賦能 BI 正快速滲透並成為企業結構性成長動能(per Zipdo)
- Postgres 成為企業級 AI 資料中樞
 - PostgreSQL 2025 年以 56% 位居採用率最高的資料庫(per StackOverflow)，近年透過支援 JSONB、鍵值結構、全文搜尋、地理資料(PostGIS)與各類擴展模組，使其能更靈活處理半結構化與高彈性資料模型，逐步融合部分 NoSQL 特性：結合向量擴展(如 pgvector)
 - 隨著 AI 推論、Agent 系統與多模態應用興起，資料庫必須同時處理結構化交易、半結構化內容與向量/嵌入(embedding)資料。PostgreSQL 的開源彈性加上 community extensions(例如 vector、

JSON 支援)使其成為 AI-native 應用資料層首選。業界觀察指出，PostgreSQL 正逐步成為 AI 時代的「資料交互中樞」

- 平台公司與雲端供應商若整合 Postgres + AI 平台(如 Snowflake 的 Postgres 整合)，即可提供從交易型 DB 到 AI-ready analytics 的一站式解決方案，吸引需要混合 OLTP + AI workload 的企業。SNOW 於 6M25 收購 Postgres 技術供應商(Crunchy Data)即反映此趨勢

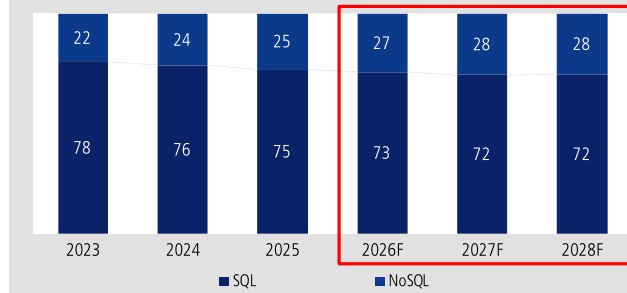
- 我們亦看好 Snowflake Postgres 於今年完成整合並自明年起逐步放量，SNOW 有望將 OLTP 與 AI 應用工作負載納入既有 Data Cloud 架構，強化「分析+應用+AI」一體化定位

開源普及化推動企業從自管資料庫轉向 Fully-managed、AI-ready 平台

- AI 推論需求上升推動開源技術在基礎設施軟體的滲透擴大。自 2024 年開源 AI/ML 採用率由 35% 升至 2025 年 40%，顯示雲端與資料平台需求成長。過去 AI 模型因高算力門檻與商業機密屬性而傾向封閉開發，但隨雲端與工具鏈成熟，企業反而透過開源擴大生態與市占，加速基礎設施軟體需求擴張
- 凱基認為開源加速普及中的受惠者包括：(1)商業化開源公司；(2)雲端平台；(3)資料/資安平台：
 - 商業化開源公司: 隨開源技術在企業與 AI 場景加速落地，凱基認為具成熟商業化路徑的開源公司(MDB、ESTC、Red Hat)受惠明顯。其透過企業版、託管服務與增值模組，將社群流量轉化為可持續營收來源，並在資料、搜尋與串流領域建立標準地位
 - 雲端平台: AWS、Azure、GCP 及 DGCN 積極提供開源資料庫與 AI 框架的託管版本，降低企業導入門檻並強化客戶遷移黏著度。我們預期隨開源工作負載上雲速度加快，雲端平台的算力與儲存需求將同步提升
 - 資料/資安平台: AI 推論與多模態應用使資料形態更複雜，企業更倚賴 MDB、PostgreSQL、Pinecone 等彈性資料架構支撐即時與向量化需求。Linux Foundation 指出，多數企業在開源治理與資安管理上仍未成熟，增加 AI/ML 導入風險。此一缺口推動資安與基礎設施平台化需求上升，我們亦看好 NET、PANW 等在資料安全與分散式架構上的中長期受益潛力
- 我們認為 MDB 將於 2026 年開源商業化加速中受惠，憑藉 Atlas 在文件型與向量型工作負載的事實標準地位，持續吸收新興 AI-native 應用與企業級雲端轉換需求

圖 8: SQL/NoSQL 競爭加劇，SQL 廠商切入 NoSQL 市場機會

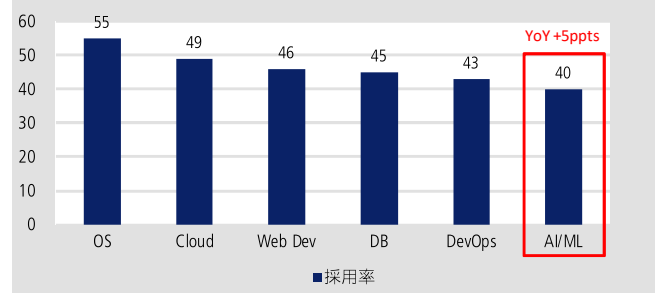
企業支出比重，百分比



資料來源: Gartner ; 凱基

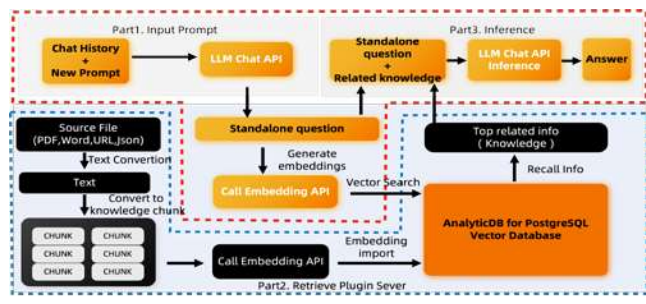
圖 9: 2025 開源技術廣泛應用於各個科技領域 - AI/ML 領域年增 5ppts

問卷調查，採用率，百分比



資料來源: Linux Foundation ; 凱基

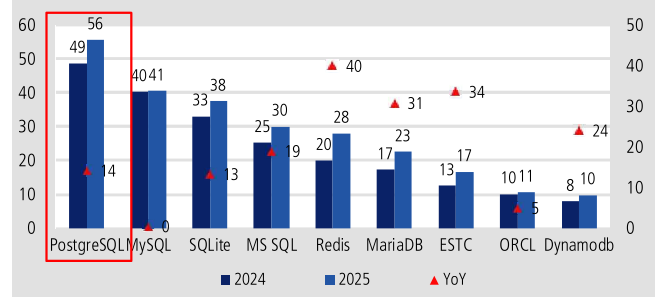
圖 10: PostgreSQL with NoSQL & AI Capabilities



資料來源: AlibabaCloud ; 凱基

圖 11: PostgreSQL 採用率逐年上升，穩居第一

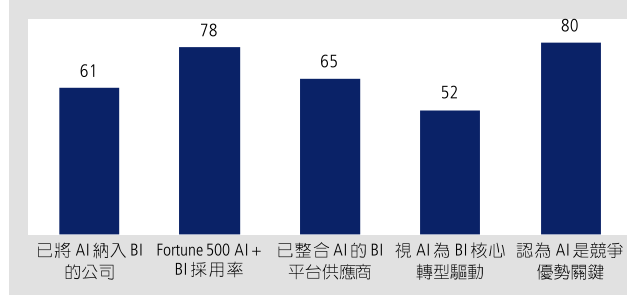
軟體採用率，百分比(左軸)；採用率 2024-2025 年增率，百分比(右軸)



資料來源: StackOverflow ; 凱基

圖 12: AI 在 BI 中的滲透率提升

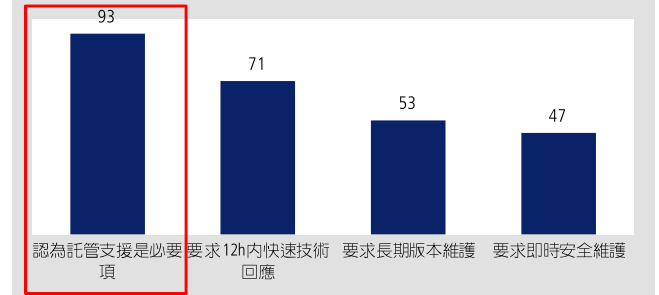
2025 問卷調查，百分比



資料來源: Zipdo ; 凱基

圖 13: 託管支援為企業使用 OSS 重要考量

問卷調查，百分比

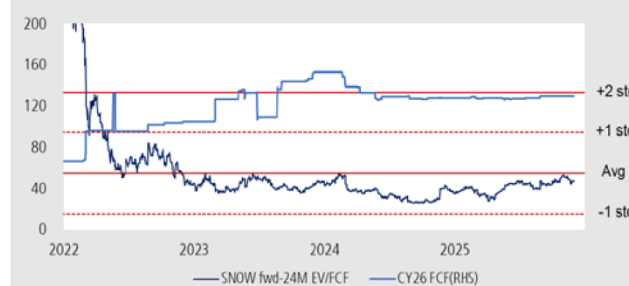


資料來源: Linux Foundation ; 凱基

附錄

圖 14: SNOW fwd-24M EV/FCF

fwd-24M EV/FCF，倍數（左軸）；平均 & Standard deviation（右軸）



資料來源: Bloomberg；凱基

圖 15: MDB fwd-24M EV/FCF

fwd-24M EV/FCF，倍數（左軸）；平均 & Standard deviation（右軸）



資料來源: Bloomberg；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。