

軟體產業：資料基礎設施 & 邊緣平台

企業 AI 部署加速，workflow orchestration 與邊緣平台需求升溫

焦點內容

1. 資料基礎設施與邊緣平台：Agentic AI 開始進入規模化落地階段。
2. PLTR：政府與商業需求同步放量，惟 AI 競爭開始升溫。
3. NET：Agentic AI 流量驅動成長同時市場聚焦其短期營運結構。

Nasdaq 指數



資料來源：Bloomberg

重要訊息

資料及邊緣平台業者 Palantir (PLTR US)、Cloudflare (NET US)、Fastly (FSLY US)、Akamai (AKAM US) 及 DigitalOcean (DOCN US) 公佈 1Q26 財報。

評論及分析

通讀焦點：Agentic AI 開始進入規模化落地階段。 我們本季觀察 AI/Agentic workloads 開始由模型訓練轉向企業部署與推論階段，市場焦點亦由單純算力需求延伸至 workflow orchestration、security 與 agent deployment 能力，焦點包含：(a) Enterprise AI 部署明顯加速，DOCN AI Customer ARR 年增 221%(vs. 上季加速 70ppts)，並宣布 FY27 再新增約 60MW 產能(優於原先預期的 40-45MW)；PLTR 美國商業 TCV 連續三季超過 US\$1bn，NDR 150%(QoQ 11ppts)，反映既有客戶持續同步擴大部署，而針對前緣 AI labs 在企業部署面的發展，管理層則表示 PLTR 差異在長期組織方式、FDE 與產品開發張力以及在戰場與企業端的實際部署經驗；(b) Agentic AI 開始帶動安全與邊緣基礎設施需求，FSLY Security 營收年增 47%(vs. 上季加速 15ppts) 優於預期 11%，受惠 WAF 表現強勁以及 DDoS、anti-bot、API security 產品改善；NET 則指出每月已有數千億次 agentic 請求經過平台，Zero Trust、Workers AI 與 API traffic 亦同步受惠；(c) 本季獲利能力優異，PLTR OPM 達 60%，優於預期 3.3ppts；NET OPM 11%，優於預期 0.1ppts。

PLTR：政府與商業需求同步放量，惟 AI 競爭開始升溫。 PLTR 本季營收優於預期 6%，年增 85% 已連續第 11 季加速，其中政府/商業營收雙雙優於預期 11%/2%，政府端受惠 Maven、ShipOS 與 USDA 等大型專案推進；商業端則受 AIP 與 Ontology 帶動，其中美國商業營收年增 133%(較上季 137% 略放緩)，但若排除一項商業客戶轉為美國政府客戶年增為 143%。管理層亦大幅上修 FY26 營收財測 6% 至 US\$7.7bn，並指出 FY27 美國商業營收仍可維持 100% 成長，緩解市場對 PLTR 商業 AI 成長持續性之疑慮，然市場開始關注前緣 AI labs 加速切入企業 workflow 市場後之競爭壓力。

NET：Agentic AI 流量驅動成長同時市場聚焦其短期營運結構。 NET 本季營收/OPM 優於預期 3%/0.1ppts，然 2Q26 財測僅大致符合預期，未反映市場先前對 Agentic AI 加速成長之預期；全年營收財測上調 1%，管理層指出 AI workloads 與企業部署需求仍持續強勁。新增 pipeline QoQ 增速創 5 年最快、>\$5mn 客戶新增數已等同去年全年；同時管理層表示主要 AI labs 皆與 NET 合作，Dynamic Workers 亦被定位為針對短生命週期 agentic workloads 優化之執行環境。惟市場仍關注 Workers 與開發者平台快速擴張下毛利率壓力，以及 Agentic AI-first 組織重整後之銷售生產力與營運槓桿改善進度。

投資建議

我們持續看好 AI Agent/Agentic workloads 由模型訓練延伸至企業部署、推論與 security orchestration 所帶動之資料基礎設施需求，亦正向看待 PLTR(AIP 平台滲透率持續提升) 與 NET(邊緣 AI 與 runtime 架構優勢浮現)。

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。

Palantir 財報會議摘要

- Palantir (PLTR US) 公布 1Q26 財報，雖本季營收/OPM 優於預期 6%/3.3ppts，其中政府/商業部門優於預期 13/2%，然事件前過度偏多的期權持倉結構帶來財報後去槓桿壓力，本次股價回檔主要反映技術面與資金面因素而非基本面轉弱。管理層指出當前最大瓶頸已非需求而是供給，美國境內需求已超出公司現有交付能量，強調企業 AI 正由模型轉向平台化落地且 AIP 已成為關鍵基礎設施
- 政府業務相關：1) 1Q 政府營收 YoY 76% 至 US\$858mn(優於共識 11%)；美國政府 YoY 84%、QoQ 21% 至 US\$687mn(優於共識 13%)，成長來自既有專案執行與新案導入；**2) Maven 在 1Q 因實際事件需求加速滲透，3 月底前 4 個月使用量翻倍、過去 12 個月成長 4 倍，覆蓋軍種、作戰司令部、聯合參謀部與情報體系；**3) ShipOS 在海軍供應鏈與製造端已有量化成效，BOM 審批時間由 200 小時降至 15 秒、合約審查週期加速 57-73%、月度物料規劃時間下降 94%；4) AIP 已成為 Department of War 預設 builder platform，數千名開發者使用 AI FDE 遷移 legacy systems、建立新能力，將原本需承包商團隊與數月 lead time 的工作內部化
- 商業業務相關：1) 1Q 商業營收 YoY 95% 至 US\$774mn(優於共識 2%)；美國商業營收 YoY 133%、QoQ 18% 至 US\$595mn(低於共識 1%)，若排除一項商業客戶轉為美國政府客戶，US Commercial 成長為 YoY 143%、QoQ 22%；2) 1Q 商業 TCV 達 US\$1.3bn，YoY 42%；US Commercial TCV 連續第三季超過 US\$1bn，達 US\$1.2bn、YoY 45%；3) 過去 12 個月 US Commercial TCV 達 US\$4.7bn，較前 12 個月成長 115%，RDV YoY 112%、QoQ 12%，顯示 AIP 需求仍在長約與擴張案中延續；4) US Commercial 客戶數 YoY 42%、QoQ 8% 至 615 家，整體客戶數 YoY 30%、QoQ 6% 至 1,007 家；Top 20 客戶 TTM 平均營收 YoY 55% 至 US\$108mn；5) AIG 導入 AIP 建置多代理 underwriting/claims solution，涵蓋 submission intake、risk evaluation、pricing benchmark 與 fraud detection，並透過 Ontology 協調
- AIP/AI 動能與策略合作相關：1) 管理層表示 AI labs 進入企業市場反而在教育市場，客戶可先測試 Anthropic、Gemini、OpenAI 等方案，最終會比較其落地能力與 Palantir 已交付成果；2) 管理層認為 labs 面臨的挑戰在於模型潛力與企業經濟價值之間的轉換，企業端需要的是 load-bearing context、精準部署與 no slop 控制，而非單純模型能力；3) 對 Deploycode 等 AI lab 企業方案，管理層認為其本質是在嘗試複製 Palantir 的 FDE/product operating model，但 Palantir 差異在長期組織方式、FDE 與產品開發張力，以及在戰場與企業端的實際部署經驗；4) 管理層強調 AI slop 與 legacy thin software 形成雙重對比，Palantir 聚焦 enterprise autonomy 與 Ontology 驅動的 agent execution，非 dazzling demos；5) 人才競爭方面，管理層承認 AI labs 是主要競爭對手，但認為 Palantir 可提供戰場與企業端實際部署經驗；6) SAP cloud migration 案例顯示，AIP agents 在兩週內達到逾 99% validation accuracy，並降低超過 70% migration time 與 cost；7) 與 NVIDIA 推出 SovereignAIOS，結合 NVIDIA

Blackwell Ultra 與 Palantir 全套軟體，主攻資料主權、低延遲、地理分散與 air-gapped/on-prem 場景

- Anthropic 等 AI 競爭相關：1) 本季核心敘事框架為 Jevons Paradox：token 成本過去三年下降約 1,000 倍(GPT-4 等級從\$20/mn tokens 降至約 \$0.02)，但成本越低 use case 需求越多，token 消耗量反向激增，Palantir 定位 AIP 為唯一能在 token 量爆增下防止「slop」侵入企業的治理層；2) 推出 Agent Operating System 概念：提供統一的 agent 可視化與控制層；3) DevCon 5 發布三項新能力：AI FDE(代理自動撰寫 AIP Logic 函數、evals 及分支除錯)、MINDKIT(動態生成 Ontology-powered agent 艦隊)、Ontology Foundations(含語音整合、情境推演建模及細粒度安全控管的生產級 agent)；4) Apollo 定位為下一輪網路安全機遇的核心載體：管理層指出當前 AI 模型（包含 Sputnik 等）已能發現主流 OS 及瀏覽器中的大量 zero-day 漏洞
- 其他關注焦點：1Q 營收 YoY 85%、QoQ 16%至 US\$1.633bn，為上市以來最高 YoY 成長率與最強 1Q sequential growth；美國營收 YoY 104%、QoQ 19%至 US\$1.282bn，占總營收 79%；2)Rule of 40 由 4Q 的 127 提升至 145；3)1Q 整體 TCV YoY 61%至 US\$2.41bn；公司完成 206 筆 US\$1mn 以上交易，其中 72 筆超過 US\$5mn、47 筆超過 US\$10mn；4)RPO YoY 134%至 US\$4.5bn(優於共識 28%)；總 RDV YoY 98%、QoQ 6%至 US\$11.8bn；net dollar retention 為 150%，較上季提升 1,100bps；5)財測方面，FY26 營收指引上調 6%至 US\$7,656bn(優於共識 6%)，為公司史上最大全年營收指引上修；US Commercial 上調 3%至 US\$3.224bn(優於共識 3%)

圖 1: Palantir 1Q26 財報結果及 2Q26 財測暨市場共識比較

| PLTR US Equity | 1Q26 | | | | | | 2Q26F | | | | | |
|--------------------|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | Actual | Consensus | Diff. (%) | QoQ (%) | YoY (%) | Guidance | Diff. (%) | Guidance (Mid) | Consensus | Diff. (%) | QoQ (%) | YoY (%) |
| In Millions of USD | | | | | | | | | | | | |
| Revenue | 1,633 | 1,537 | 6 | 16 | 85 | 1,534 | 6 | 1,799 | 1,683 | 7 | 10 | 79 |
| Government | 858 | 772 | 11 | 18 | 76 | | | | 811 | | | |
| US | 687 | 610 | 13 | 21 | 84 | | | | 641 | | | |
| International | 171 | 163 | 5 | 7 | 50 | | | | 169 | | | |
| Commercial | 774 | 760 | 2 | 14 | 95 | | | | 861 | | | |
| US | 595 | 603 | (1) | 17 | 133 | | | | 703 | | | |
| International | 179 | 157 | 14 | 5 | 26 | | | | 161 | | | |
| Key metrics | | | | | | | | | | | | |
| RPO | 4,450 | 3,475 | 28 | 6 | 134 | | | | 4,013 | | | |
| Rule of 40 | 145 | 131 | 10 | 18 ppts | 62 ppts | | | | 126 | | | |
| Total Customers | 1,007 | 1,001 | 1 | 6 | 31 | | | | 1,048 | | | |
| Gross profits | 1,435 | 1,305 | 10 | 19 | 94 | | | | 1,418 | | | |
| Total expenses | 649 | 662 | (2) | 7 | 32 | | | | 754 | | | |
| Operating income | 984 | 875 | 12 | 23 | 152 | 872 | 13 | 1,065 | 929 | 15 | 8 | 129 |
| EBITDA | 990 | 887 | 12 | 23 | 149 | | | | 969 | | | |
| Pretax Income | 889 | 681 | 30 | 43 | 298 | | | | 734 | | | |
| Net income | 871 | 619 | 41 | 43 | 307 | | | | 665 | | | |
| EPS (US\$) | 0.33 | 0.28 | 19 | 32 | 154 | | | | 0.30 | | | |
| Gross margin (%) | 87.9 | 84.9 | 3.0 ppts | 1.9 ppts | 4.1 ppts | | | | 84.2 | | | |
| OP margin (%) | 60.2 | 56.9 | 3.3 ppts | 3.5 ppts | 16.0 ppts | 56.8 | 3.4 ppts | 59.2 | 55.2 | 4.0 ppts | (1.0)ppts | 12.9 ppts |
| EBITDA margin (%) | 60.7 | 57.7 | 3.0 ppts | 3.4 ppts | 15.7 ppts | | | | 57.6 | | | |
| Net margin (%) | 53.3 | 40.3 | 13.0 ppts | 10.1 ppts | 29.1 ppts | | | | 39.5 | | | |

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2: Palantir 2026 財測調整暨市場共識比較

| PLTR US Equity In Millions of USD | 2026F | | | | | |
|--------------------------------------|------------------------|------------------------|----------|-----------|-----------|----------|
| | Guidance (Revision) | Guidance (Previous) | Chg. (%) | Consensus | Diff. (%) | YoY (%) |
| Revenue | 7,656 | 7,190 | 6 | 7,202 | 6 | 71 |
| Government | | | | 3,445 | | |
| US | | | | 2,713 | | |
| International | | | | 714 | | |
| Commercial | | | | 3,765 | | |
| US | 3,224 | 3,144 | 3 | 3,132 | 3 | 120 |
| International | | | | 661 | | |
| Key metrics | | | | | | |
| RPO | | | | 5,713 | | |
| Rule of 40 | | | | 117 | | |
| Total Customers | | | | 1,142 | | |
| Gross profits | | | | 6,178 | | |
| Total expenses | | | | 3,025 | | |
| Operating income | 4,446 | 4,134 | 8 | 4,177 | 6 | 97 |
| EBITDA | | | | 4,203 | | |
| Pretax Income | | | | 3,238 | | |
| Net income | | | | 2,971 | | |
| EPS (US\$) | | | | 1.31 | | |
| Gross margin (%) | | | | 85.8 | | |
| OP margin (%) | 58.1 | 57.5 | 0.6 ppts | 58.0 | 0.1 ppts | 7.7 ppts |
| EBITDA margin (%) | | | | 58.4 | | |
| Net margin (%) | | | | 41.2 | | |

資料來源：Bloomberg；凱基

Cloudflare 財報會議摘要

- Cloudflare (NET US) 公布 1Q26 財報，2Q26 營收財測僅符合市場預期，未進一步反映市場對 Agentic AI 帶動加速成長的預期；同時管理層宣布為全面轉向 Agentic AI-first operating model，將裁撤約 1,100 名員工(約 20% workforce)。此外，受同業 Fastly(FSLY US)同日因展望不如預期重挫近 40% 影響亦連帶壓抑 Cloudflare 情緒面表現；惟本季營收/OPM 仍優於預期 3%/0.1ppts
- 核心業務相關：1) 1Q26 營收達 US\$639.8mn, YoY 34%(優於預期 3%)；OPM 11.4%(優於預期 0.1ppts)；2) 年消費>\$100K 客戶達 4,416 家(低於預期 1%)，YoY 25%，貢獻營收占比提升至 72%；>\$5mn 客戶新增數創高，1Q 新增數已等同去年全年；2) 1Q 新客戶 bookings 增速創 2023 年以來最高，新增 pipeline QoQ 增速創 5 年最快，gross retention 亦達 4 年高點；3) DBNRR 為 118%，QoQ -2ppts、YoY 6ppts，主因新客戶業務加速成長導致 mix 影響而非既有客戶需求轉弱
- GenAI 合作案：1) 領先科技平台簽署 2 年期 US\$10mn pool of funds 合約，初期使用 application services 與 Workers developer platform，並從 hyperscaler 及 point solution 競爭者手中取得 workload；2) APAC 高成長科技公司簽署 2 年期 US\$8.7mn 合約，採用 application services 與 Workers，受惠 AI-powered vibe coding 需求放量；3) Fortune 100 科技公司簽署 2 年期 US\$8mn privacy proxy 合約，用於大規模且需精準地理定位的 user-initiated agentic traffic，Cloudflare 於一週內完成可營運方案；4) 領先 AI 公司簽署 1 年期 US\$4.1mn application services 合約，用於保護大型基礎建設，並已開始測試 AI Gateway 支援 AI workloads；另一家領先 AI 公司簽署 10 個月 US\$2mn Argo Smart Routing 合約，繼上一季採用 Workers 後再度擴大合作，部署後全球平均延遲立即下降 30%

- Agentic AI 放量影響：**1) Agentic AI 推升 Act 1 需求，因 agent 查詢會大幅放大網站請求量，例如人類購物可能瀏覽 5 個網站，agent 可能瀏覽 5,000 個網站；2) Act 3 Workers 受惠最直接，因 agentic workloads 需要快速、短生命週期、低成本 sandbox 與 runtime，本季帶動 Workers 平台新增 100 萬名開發者，接近 2025 全年新增 1.5mn 的 67%；3) Workers 平台開發者 5.5mn，新增成長超過 75%來自新客戶；4) Act 2 Zero Trust/SASE 亦受惠，因企業需精細控管 agent 可存取資料範圍；管理層指出 self-service Zero Trust 需求受 OpenClaw 等工具實驗帶動；5) 內部 AI 使用量過去 3 個月增加逾 600%，R&D 員工 97%使用 AI coding tools，所有 production code contributions 皆由 autonomous AI agents 審查；6) 宣布裁撤逾 1,100 人(約 20%員工)，主因轉向 agentic AI-first operating model 非成本削減
- Anthropic 及 AI 競爭相關：**1) 針對 Anthropic managed agents，管理層表示主要 AI labs 均與 Cloudflare 合作；2) Dynamic Workers 被定位為較 container 更輕量且更快的 agentic workload 執行環境；某大型 AI studio 在 15 天內從接近零成長至超過 100 萬個 Dynamic Workers 運行於平台上；3) 管理層表示 hyperscaler GPU utilization 多為 single-digit，而 Cloudflare GPU utilization 正逐步接近 CPU utilization 的 70—80% 區間；4) 相較 hyperscaler 先投資伺服器再出租容量，Cloudflare 強調以 GPU utilization 與 routing 效率為核心，可在需求出現後投資而非提前大規模 CapEx
- 其他關注焦點：**1) Network CapEx 占營收 9%，全年仍預期為營收 14-15%，顯示 1Q 資本支出節奏偏低但全年框架不變；2) Partner channel 占營收提升至 30%，主要受 Act 2 產品導入需求帶動，因 SASE/Zero Trust 銷售較需顧問式導入與整合能力；3) Sovereign SASE 與 data localization 為潛在增量機會，Cloudflare 網路覆蓋逾 120 國、350 個城市，可支援資料保留在特定國家或城市層級；4) Act 4 方面，管理層認為 AI crawler 與 agent 請求將改變網路商業模式，未來可能出現微支付或 pay-per-crawl；公司目標於 2026 年取得初步收入並回饋長尾內容創作者；4) Investor Day 定於 2026 年 6 月 9 日

圖 3: Cloudflare 1Q26 財報結果及 2Q26 財測暨市場共識比較

| NET US Equity | 1Q26 | | | | | | 2Q26F | | | | | |
|---------------------------------|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|----------------|-----------|-----------|----------|-----------|
| | Actual | Consensus | Diff. (%) | QoQ (%) | YoY (%) | Guidance | Diff. (%) | Guidance (Mid) | Consensus | Diff. (%) | QoQ (%) | YoY (%) |
| In Millions of USD | | | | | | | | | | | | |
| Revenue | 640 | 623 | 3 | 4 | 34 | 621 | 3 | 665 | 665 | (0) | 4 | 30 |
| Key metrics | | | | | | | | | | | | |
| Number of Clients (>\$100K ARR) | 4,416 | 4,452 | (1) | 3 | 25 | | | | 4,665 | | | |
| DBNRR | 118 | 117 | 0.6 ppts | (2.0)ppts | 7.0 ppts | | | | 119 | | | |
| RPO | 2,544 | 2,598 | (2) | 2 | 36 | | | | 2,729 | | | |
| Gross profits | 466 | 468 | (0) | 1 | 26 | | | | 501 | | | |
| Total expenses | 567 | 552 | 3 | 8 | 34 | | | | 576 | | | |
| Operating income | 73 | 71 | 3 | (18) | 31 | 71 | 3.7 | 91 | 89 | 2 | 24 | 25 |
| EBITDA | 131 | 122 | 7 | (8) | 33 | | | | 143 | | | |
| Pretax Income | 137 | 109 | 26 | (0) | 81 | | | | 125 | | | |
| Net income | 94 | 89 | 5 | (12) | 61 | | | | 101 | | | |
| EPS (US\$) | 0.25 | 0.23 | 8 | (11) | 56 | 0.23 | 8.70 | 0.27 | 0.27 | 0 | 8 | 29 |
| Gross margin (%) | 72.8 | 75.1 | (2.3)ppts | (2.1)ppts | (4.3)ppts | | | | 75.4 | | | |
| OP margin (%) | 11.4 | 11.3 | 0.1 ppts | (3.2)ppts | (0.3)ppts | 11.4 | 0.1 ppts | 13.6 | 13.4 | 0.2 ppts | 2.2 ppts | (0.5)ppts |
| EBITDA margin (%) | 20.5 | 19.6 | 0.8 ppts | (2.7)ppts | (0.0)ppts | | | | 21.5 | | | |
| Net margin (%) | 14.7 | 14.3 | 0.4 ppts | (2.7)ppts | 2.5 ppts | | | | 15.2 | | | |

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4: Cloudflare 2026 財測調整暨市場共識比較

| NET US Equity In Millions of USD | 2026F | | | | | |
|-------------------------------------|------------------------|------------------------|----------|-----------|-----------|----------|
| | Guidance (Revision) | Guidance (Previous) | Chg. (%) | Consensus | Diff. (%) | YoY (%) |
| Revenue | 2,809 | 2,790 | 1 | 2,792 | 1 | 30 |
| Key metrics | | | | | | |
| Number of Clients (>\$100K ARR) | | | | 5,221 | | |
| DBNRR | | | | 119 | | |
| RPO | | | | 3,260 | | |
| Gross profits | | | | 2,107 | | |
| Total expenses | | | | 2,410 | | |
| Operating income | 420 | 380 | 10 | 383 | 10 | 38 |
| EBITDA | | | | 602 | | |
| Pretax Income | | | | 529 | | |
| Net income | | | | 426 | | |
| EPS (US\$) | 1.20 | 1.12 | 7 | 1.13 | 6 | 30 |
| Gross margin (%) | | | | 75.5 | | |
| OP margin (%) | 14.9 | 13.6 | 1.3 ppts | 13.7 | 1.3 ppts | 0.9 ppts |
| EBITDA margin (%) | | | | 21.6 | | |
| Net margin (%) | | | | 15.2 | | |

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。