

軟體產業

資訊安全及可觀測性

焦點內容

1. Platformization：AI 加速平台整併交叉銷售分化擴大。
2. NGFW：AIDC 建置帶動高效能防火牆需求放量。
3. NG-Identity：AI Agent 放量加速身分治理需求由概念轉向實際採用。
4. Observability：AI & non-AI 需求同步加速惟最大 AI 客戶用量放緩成短期焦點。

Nasdaq 指數



ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
CrowdStrike Holdings	CRWD US	25	20	29	23
Zscaler Inc	ZS US	38	68	58	13
Okta Inc	OKTA US	40	37	62	23
Datadog	DDOG US	32	20	48	22

資料來源：Refinitiv、凱基

AI 持續驅動平台整併，AIDC 與 Agentic AI 需求同步升溫

重要訊息

資安及可觀測性業者 CRWD、ZS、OKTA、PANW、FTNT 及 DDOG 公佈 C2Q26 財報，普遍優於市場預期且全年財測上修。

評論及分析

Platformization：AI 加速平台整併及交叉銷售分化擴大。CRWD F2Q27 營收/NNARR 優於預期 2/16%，FY27 NNARR 成長財測上調 6ppts 至 34%，其中 Cloud + NG-SIEM + Identity 合計 ARR 年增 39%至 US\$2.1bn，Falcon Flex ARR 年增 101%至 US\$2.29bn，新增 935+家 Flex 客戶超過過去 3 季合計，既有客戶轉 Flex 後 ARR 平均提升 40%+、首次 Re-Flex 再提升 25%，反映 AI 驅動資安 modernization 加速平台交叉銷售。**PANW** F4Q26 營收/NGS ARR 優於預期 2/3%，單季新增約 220 個平台化客戶創新高，net new NGS ARR 年增近 1 倍，反映 AI 基礎設施及 Agentic AI 需求帶動 Network Security、Cortex、Identity 及 Observability 平台整併；惟 FY27 OPM 財測低於預期 0.1ppts 主因硬體成本上升。整體優於 **ZS** F4Q26 營收優於預期 2%，ZT Everywhere 由上季>700 家增至>950 家、Security for AI bookings 季增 50%，Z-Flex TCV 季增 60%，平台化滲透持續深化，惟 FY27 NNARR 成長隱含約 4%受 GTM 轉換影響較 F4Q26 的 17%明顯放緩。

NGFW：AIDC 建置帶動高效能防火牆需求放量。FTNT 2Q26 Product 營收年增 52%，較上季加速 11ppts 且優於預期 20%，主要受 FortiGate 出貨量及 ASP 同步提升帶動；Secure Networking Billings 年增 34%，AIDC、OT 及企業網路安全需求維持強勁，呼應我們對 AI 基建帶動 NGFW 需求升溫的觀點，並於本季新增一筆八位數 Neocloud 交易。**PANW** 防火牆需求亦維持強勁，Gen5 帶動硬體 Firewall Bookings 成長並取得多筆七位數 bookings，Software Firewall ARR 年增 29%較上季加速 4ppts，AI 與 Cloud workloads 持續帶動 Software Firewall 採用。

NG-Identity：AI Agent 放量加速身分治理需求由概念轉向實際採用。OKTA F2Q27 營收/cRPO 優於預期 2/3%，FY27 營收財測上修 1%，新產品佔 Bookings 比重由上季 25%升至 30%，Okta for AI Agents GA 90 天即取得數十筆交易、含數筆 US\$1mn+合約，管理層預期 FY28 起逐步貢獻成長。**CRWD** 與 **PANW** 亦持續擴張，CRWD Identity ARR 年增 34%、Falcon Shield ARR 年增 185%；PANW Identity 營收年增 21%，並取得>400 個 shared leads 及>200 個 net new logos，CyberArk 整合進度亦優於預期。

Observability：AI & non-AI 需求同步加速惟最大 AI 客戶用量放緩成短期焦點。DDOG 2Q26 營收年增 36%較上季加速 4ppts 且優於預期 4%，non-AI 客戶營收成長由上季 mid-20%加速至 high-20%，並新增 2 筆七位數 AI Lab 合約，惟最大 AI 客戶 OpenAI 雖完成九位數續約且採用 17 項產品，但 3Q26 起用量下降，管理層上調 FY26 全年營收財測 3%並表示最大客戶用量放緩已納入財測，預期核心業務成長仍維持強勁。

投資建議

我們仍正向看待 CRWD、PANW 及 DDOG，AI 持續驅動平台交叉銷售加速，Cloud 及 Agentic AI 擴大資安需求使次產業龍頭成長動能持續強化。

投資風險

企業 IT 支出動能趨緩；競爭；GenAI 新創侵蝕次世代業者成長性。

圖 1: 凱基財測及目標價調整

	KGI forecast		Chg. (%; pts)		Rating	Shr px (US\$)	Mkt cap (US\$bn)	Target price				Multiple	
	2026	2027	2026	2027				New (US\$)	Upside (%)	Old (US\$)	Chg. (%)	New	Old
CrowdStrike (FY ends Jan.)	FY27	FY28											
Revenue (US\$mn)	6,004	7,438	1	2									
Gross profit (US\$mn)	4,732	5,829	2	2									
Operating profit (US\$mn)	1,504	1,930	3	1	OP	215	208	270	26	213	27	FY28 36x EV/sales 5yr +2.5std.	FY28 30x EV/sales 5yr +1.5std.
Pre-tax income (US\$mn)	1,671	2,101	3	2									
Net income (US\$mn)	1,312	1,706	3	4									
EPS (US\$)	1.25	1.60	2	3									
Zscaler (FY ends Jul.)	FY26	FY27											
Revenue (US\$mn)	3,353	3,916	1	0									
Gross profit (US\$mn)	2,692	3,129	1	0									
Operating profit (US\$mn)	767	910	1	1	OP	178	28	205	15	155	32	FY27 8x EV/sales 5yr -0.75std.	FY27 6x EV/sales 5yr -1std.
Pre-tax income (US\$mn)	916	1,065	3	(0)									
Net income (US\$mn)	704	802	2	2									
EPS (US\$)	4.21	4.69	2	2									
Okta (FY ends Jan.)	FY27	FY28											
Revenue (US\$mn)	3,222	3,546	1	1									
Gross profit (US\$mn)	2,644	2,919	1	1									
Operating profit (US\$mn)	836	946	2	2	N	170	29	195	14	120	63	FY28 9x EV/sales 5yr +0.5std.	FY28 6x EV/sales 2yr +1std.
EBITDA (US\$mn)	914	1,020	2	2									
Net income (US\$mn)	723	812	2	2									
EPS (US\$)	3.93	4.38	2	3									

資料來源: Bloomberg · 凱基

CrowdStrike 財報會議摘要

- CrowdStrike (CRWD US) 公布 F2Q27 財報，本季 NNARR 優於預期 16%，同時 F2Q27/F3Q27/FY27 營收財測皆優於預期 2/1/1%，主因 AI 導入加速推升企業資安 modernization 需求，帶動 Falcon Flex、AIDR、NG-SIEM、Identity 及 Cloud Security 同步放量；管理層表示 AI agents 快速擴張正持續增加 endpoint、identity、cloud 及 data attack surface，目前企業導入 AI 的主要瓶頸已轉為 security、compliance 及 data protection，預期相關需求具延續性，並將 FY27 NNARR 成長財測再上調 6ppts 至 34%(優於預期 6ppts)
- 平台化及 AI 放量趨勢：1)Falcon Flex 成為平台化主要 GTM 工具，本季 Flex ARR 突破 US\$2.29bn、YoY+101%，新增>935 個 Flex 帳戶(vs. 上季 350)，單季新增數超過過去 3 季合計；2)既有客戶由 standard subscription 轉 Flex 後，平均 ending ARR 提升>40%；首次 reflex 再平均提升 25%，至少兩次 reflex 客戶相較初始 Flex ARR 平均提升 53%；3)630 個 Flex 客戶已至少 reflex 一次、YoY 增加 6 倍，平均首次 reflex 約發生於導入後 8 個月；Flex new logo ARR 占本季 net-new ARR 34%；4)6+/7+/8+ 模組採用率分別升至 51%/35%/26%，QoQ 0/0/1ppts；5)Cloud、NG-SIEM 及 NG-Identity 合計 ending ARR 達 US\$2.1bn、YoY 39%，為 Flex 跨模組擴張的主要產品群；6)管理層認為此波需求並非短期事件；本季 NNARR US\$333mn、YoY 51%、優於預期 16%，FY27 NNARR 成長財測中位數由上季 27.7%再上調至 34%，較年初財測提高 11.5ppts；7)AI 需求已由企業評估階段進一步轉向實際部署，管理層表示客戶希望加快 AI 導入，但 security、compliance、privacy 及 data protection 成為主要限制
- AI Security：1)AIDR 本季 ending ARR 較 F1Q27 接近 3 倍，成長明顯超出管理層原先預期，主要受企業要求掌握 AI 使用、資料外洩風險及 AI governance 帶動；2)AIDR 為 EDR 之外的獨立、增量模組，採獨立定價，並非取代 EDR；但沿用既有 Falcon agent，因此客戶僅需啟用 license 即可部署，無須新增 agent；3)管理層表示 AIDR 成長軌跡已開

始與 Frontier Labs 自身 AI 使用量擴張同步，AI agent 及 AI 功能愈快放量，客戶對 AIDR 的需求亦同步增加；4)除安全管控外，AIDR 亦可計算 token 使用量及追蹤 AI 成本，並已採 token-based pricing；5)客戶案例包括全球大型銀行於八位數 Flex 交易中導入 AIDR，主要需求為 AI usage visibility 及 data exfiltration prevention；另一金融機構則於董事會要求 AI security audit 後同步部署 Identity 與 AIDR；6)AIDR 延伸至 Databricks、Google Cloud、Microsoft Azure 等 AI gateway 生態系，強化對不同 AI 使用入口的覆蓋

- NG-SIEM：1) 本季再創 2Q NNARR 新高，ending ARR 突破 US\$695mn(大致符合預期)，YoY 約 60%，持續為 Falcon 最快成長的大型產品線之一；2)主要優勢仍為 Falcon 原生 first-party data 已存在平台內，既有客戶不需重新搬移 endpoint 資料；3)AgentWorks 允許 security team 於 Falcon 內建立、部署及管理 custom AI security agents，管理層將其視為未來「AI SOC」的重要基礎；4)隨 AI agents、SaaS 及 cloud agents 增加，客戶需將更多跨 domain 資料納入 SIEM，以追蹤由 internal systems、cloud 至 SaaS 之間移動的攻擊，第三方 data source 導入持續增加
- Identity：1)Identity ending ARR 突破 US\$585mn、YoY 34%(低於預期 1%)，成長由 Falcon Shield、privileged account security 及新導入 Signal 共同帶動；2)Falcon Shield ending ARR YoY+185%，主要用於保護第三方 agentic applications；3)Privileged account security 產品 ending ARR YoY 成長>35 倍，顯示企業開始重新檢視 agentic 環境下的 privileged access 管理；4)Signal 主打 real-time、granular access control，將授權機制由傳統靜態權限延伸至 human 及 non-human identities；5)推出 Continuous Identity for AI Agents，將 risk-aware authorization 延伸至 human、non-human 及 AI agent identities
- Cloud Security：1)Cloud Security ending ARR 突破 US\$905mn、YoY 29%，主要需求來自 AI workloads 及 AI 資料中心快速擴張；2)管理層持續將競爭重點放在 runtime security，認為傳統 point-in-time posture scan 無法因應以秒為單位擴散的 AI-driven threats；3)一家 Frontier Lab 亦透過八位數 Flex 交易大幅擴增 Falcon Cloud Security，以因應快速擴張的 data center infrastructure，同時透過 Flex 維持成本可視性；4)管理層表示 AI-native 公司與 Frontier Labs 在持續增加 GPU、data center 及 inference 環境後，對 visibility、protection、control 及 compliance 的需求均同步增加；5)與 NVIDIA 的整合涵蓋由 chip、platform 至 application 及 AI inference
- AI 及資安產業競爭相關：1)管理層延續「data moat」論述，認為 AI Security 效果取決於深度資安資料；CRWD 累積 15 年 threat、attack 及 mitigation 資料，且相關資料經過特定訓練與標註，並非外部模型可直接取得；2)對 Frontier Labs 未來自行推出 security 產品的可能性，管理層認為客戶仍需要 model choice 與獨立 security platform，而專有資安資料、data sovereignty 及真實環境執行結果是主要差異化；3)Exposure Management 亦開始取代 legacy vulnerability management；AI 可快速找到漏洞與生成 patch，但企業實際 patch 速

度跟不上 autonomous agents 的 exploit 速度，使資安需求由「列出漏洞」轉向即時 asset visibility、exposure prioritization 及 attack context

- 其他關注焦點：1)Exposure Management 本季 QoQ 加速；管理層表示 AI 使漏洞發現與 exploit 速度大幅提升，而企業無法同步縮短 patch cycle，因此即時 prioritization 的重要性上升；2)Project QuiltWorks 目前已有>25 家 GSI、hyperscaler、reseller、ISV、distributor 及 MSP 參與，共同 pipeline 接近 US\$400mn TCv；合作模式為夥伴使用 Falcon 進行 AI vulnerability/exposure assessment 後，進一步帶動 Falcon platform pull-through；3)AWS、Google 及 Microsoft cloud marketplace 均創 2Q 交易紀錄，單季透過 cloud marketplace 完成 >US\$600mn deal value、YoY 30%+；Microsoft Marketplace 上線後亦快速取得新 logo 與既有客戶擴張 GenAI 相關：1) 獲 Anthropic 與 OpenAI 採用為模型安全防禦基礎設施；2) AIDR 業務 ARR 季增逾 250%，F2Q27 Pipeline 超過 US\$50mn，管理層預估 Agent 數量將達員工數 90 倍，帶動 AIDR TAM 大於傳統 EDR；3) 代表性案例為某汽車金融服務商採用 AIDR 部署於逾 3 萬個端點，交易規模達七位數。

圖 2: CrowdStrike F2Q27 財報結果及 F3Q27 財測暨市場共識比較

CRWD US Equity	2Q27							3Q27F				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
In Millions of USD												
Revenue	1,471	1,440	2	6	26	1,439	2	1,526	1,516	1	4	24
Subscription	1,400	1,371	2	6	27				1,445			
Professional Services	71	70	1	9	7				71			
Key metrics												
ARR	5,841	5,794	1	6	25	5,794	0.8	6,186	6,122	1	6	26
NNARR	333	286	16	30	51				331			
RPO	8,800	8,919	(1)	0	22				9,602			
Gross profits	1,157	1,131	2	6	28				1,193			
Total expenses	1,099	1,091	1	4	20				1,145			
Operating income	372	349	7	14	46	347	7.0	374	371	1	1	41
EBITDA	454	420	8	13	44				436			
Pretax Income	409	385	6	14	38				410			
Net income	323	302	7	14	36				322			
EPS (US\$)	0.31	0.29	6	13	33	1.17	(73.4)	0.31	0.31	(0)	0	29
Gross margin (%)	78.7	78.6	0.1 ppts	0.0 ppts	1.0 ppts				78.7			
OP margin (%)	25.3	24.2	1.0 ppts	1.8 ppts	3.5 ppts	24.1	1.1 ppts	24.5	24.4	0.1 ppts	(0.7)ppts	3.1 ppts
EBITDA margin (%)	30.8	29.1	1.7 ppts	1.9 ppts	3.9 ppts				28.8			
Net margin (%)	22.0	21.0	0.9 ppts	1.5 ppts	1.6 ppts				21.2			

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3: CrowdStrike FY27 財測調整暨市場共識比較

CRWD US Equity In Millions of USD	2027F					
	Guidance (Revision)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
Revenue	6,001	5,937	1	5,941	1	25
Subscription				5,668		
Professional Services				277		
Key metrics						
ARR	6,607	6,544	1	6,544	1	26
NNARR				1,290		
RPO				10,581		
Gross profits				4,680		
Total expenses				4,471		
Operating income	1,503	1,466	2	1,470	2	44
EBITDA				1,752		
Pretax Income				1,636		
Net income				1,278		
EPS (US\$)	1.26	1.23	2	1.23	2	34
Gross margin (%)				78.8		
OP margin (%)	25.0	24.7	0.3 ppts	24.7	0.3 ppts	3.3 ppts
EBITDA margin (%)				29.5		
Net margin (%)				21.5		

資料來源：Bloomberg；凱基

Zscaler 財報會議摘要

- Zscaler (ZS US) 公布 F4Q26 財報，雖本季 ARR/NNARR 優於預期 1/12%、F4Q26/F1Q27 營收亦優於預期 2/1%，然 FY27 營收財測年增 17% 僅符合預期、較上季 16-17% 展望未見明顯上修，且 FY27 ARR 財測隱含 NNARR 成長約 4%，較 F4Q26 扣除 Red Canary 後的 17% 明顯放緩；管理層則表示 AI 持續帶動 Security for AI、ZTEverywhere 及 Data Security 需求，惟 FY27 財測已納入上半年銷售組織轉換及 Agentic SecOps 逐步放量影響
- 平台化及 AI 放量趨勢：1)AI 已成主要增長驅動，除 Security for AI 外，亦同步帶動 Zero Trust Everywhere 及 Data Security 需求；2)non-seat-based 產品佔 F4Q26 及 FY26 new/upsell ACV 約 30%，相關 ARR YoY 成長>100%；3)ZT Everywhere 客戶增至>950 家，高於 F3Q26 的 >700 家及 FY25 末的>350 家；4)F4Q26 創 US\$1mn+ new ACV 交易數新高，US\$10mn+ ARR 客戶數 YoY 近翻倍；5)Fortune 500 滲透率由 45% 升至 50%，反映平台擴張持續深化；6)平台定位由 user-to-app 延伸至 user/agent/AI model-to-app
- SASE/Zero Trust：1)ZT Everywhere 持續為主要成長動能，ZT Branch 及 ZT Cloud 需求均強；2)Global 2000 金融客戶升級 ZPA AI-powered app segmentation 至 12 萬 users，ARR 提升近 50%；3)Fortune 500 生命科學新客戶部署 SASE+Security for AI 至 7.5 萬 users，取代 legacy firewall-based SASE；4)Zero Trust Branch 持續切入 OT/IoT 場景，並可取代 branch firewall、SD-WAN 及 MPLS；5)Zero Trust Cloud 擴展至 Google Cloud managed service，部署時間可縮短至 10 分鐘。
- Data Security：1)Data Security 持續為本季主要成長動能，AI 導入同步推升資料治理與防外洩需求；2)本季約 70% 的 Security for AI 交易同時包含 Data Security 產品；3)in-line architecture 搭配 endpoint DLP，可同時於 cloud 與 endpoint 執行資料政策；4)Symmetry Systems 本季營收貢獻極小，核心價值在 entity-to-data access mapping 技術；5)Symmetry 技術將整合至 Zero Trust Exchange，用於 agents、workloads 及 devices 的 access graph

- AI Security : 1)Security for AI bookings QoQ 成長>50% , pipeline QoQ 增加 75% ; 2)產品涵蓋 AI asset discovery、Shadow AI、prompt inspection、red teaming 及 agent communication ; 3)Fortune 500 半導體客戶以七位數 upsell 部署 endpoint、agent-to-agent 及模型安全 ; 4)Zero Trust Exchange for Agents 及 Endpoint AI Security 已進入 early access , 預計 FY27 下半年放量 ; 5)管理層強調 identity 僅解決「who」, Zscaler 則即時控管 agent「what can do」
- 競爭環境 : 1)AI Security 競爭者快速增加, 惟客戶傾向整合平台而非新增多個 point solutions ; 2)Zscaler 差異化在於涵蓋 asset management、access graph 至 agent communication 的整合能力 ; 3)既有 Zero Trust 客戶可直接延伸至 AI Security, 形成 cross-sell 優勢 ; 4)DSPM 及 OT 場景亦分別取得對 private vendor 及 legacy vendor 的替換案
- GTM 與銷售 : 1)F4Q26 sales productivity 創歷史新高, FY26 全年為近四年最高 ; 2)FY27 聚焦 existing customer expansion、new logo、segment coverage 及 partner-led growth ; 3)公司將新增 dedicated new-logo enterprise reps 並擴充 specialty teams ; 4)目前覆蓋約 4,600 家、相較 20,000 家目標企業仍有明顯擴張空間 ; 5)Z-Flex F4Q26 TCV>US\$770mn、QoQ+60%+, FY26 TCV>US\$1.7bn ; 6)上季 sales leadership 異動已完成補位, 相關 transition 影響預計延續至 FY27 上半年
- 其他關注焦點 : 1)Agentic SecOps 將於 9 月 9 日推出, 整合 Zscaler telemetry 與 Red Canary MDR 能力, 預計 FY27 下半年開始貢獻, FY28 進一步放量 ; 2)SecOps 目標將傳統數天至數週的 remediation 縮短至數分鐘 ; 3)Red Canary F4Q26 ARR 為 US\$141mn, FY27 不預期 standalone net-new ARR 貢獻 ; 4)公司將重整約 3%員工, 重新配置資源至 AI 等優先領域 ; 5)FY27 CapEx 預計升至營收 low-teens%, 主因 memory 等硬體成本上升

圖 4: Zscaler F4Q26 財報結果及 F1Q27 財測暨市場共識比較

ZS US Equity (FY ends July)	4Q26						1Q27F					
In Millions of USD	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	898	877	2	6	25	877	2	937	925	1	4	19
Key metrics												
ARR	3,771	3,742	1	7	25				3,834			
NNARR	246	219	12	48	24				92			
Deferred Revenue	2,926	3,003	(3)	18	19				2,840			
RPO	7,400	7,236	2	15	28				7,063			
Total Customers (k)	11.0	10.1	9	17	17				10.4			
Gross profits	721	703	3	5	26				742			
Total expenses	680	670	2	4	21				715			
Operating income	218	208	5	12	37	207	5.5	216	210	3	(1)	26
EBITDA	261	243	8	12	38				247			
Pretax Income	251	232	8	11	32				234			
Net income	198	183	8	11	35				184			
EPS (US\$)	1.19	1.09	9	10	34	1.09	9.7	1.16	1.08	7	(3)	20
Gross margin (%)	80.2	80.1	0.1 ppts	(0.5)ppts	1.0 ppts				80.2			
OP margin (%)	24.3	23.7	0.7 ppts	1.3 ppts	2.2 ppts	23.6	0.7 ppts	23.1	22.7	0.3 ppts	(1.3)ppts	1.2 ppts
EBITDA margin (%)	29.1	27.7	1.4 ppts	1.6 ppts	2.8 ppts				26.7			
Net margin (%)	22.1	20.9	1.2 ppts	1.2 ppts	1.7 ppts				19.9			

資料來源 : Bloomberg ; 凱基

圖 5: Zscaler FY27 財測調整暨市場共識比較

ZS US Equity (FY ends July)	2027F			
In Millions of USD	Guidance (Revision)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
Revenue	3,923	3,906	0	17
Key metrics				
ARR	4,411	4,373	1	17
NNARR		625		
Deferred Revenue		3,627		
RPO		8,721		
Total Customers (k)		11		
Gross profits		3,120		
Total expenses		3,004		
Operating income	928	903	3	21
EBITDA		1,058		
Pretax Income		1,002		
Net income		787		
EPS (US\$)	4.88	4.61	6	15
Gross margin (%)		79.9		
OP margin (%)	23.7	23.1	0.5 pts	0.8 pts
EBITDA margin (%)		27.1		
Net margin (%)		20.1		

資料來源：Bloomberg；凱基

Okta 財報會議摘要

- Okta (OKTA US) 公布 F2Q27 財報，焦點：1) 本季營收/cRPO 優於預期 2/3%；2) FY27 營收財測上修約 1%至 US\$3.2bn，年增達 10%，優於預期 1%；3)Agent identity 商業化進展優於預期，Okta for AI Agents GA 僅約 90 天即取得數十筆交易、包含數筆 US\$1mn 以上合約，且 AI security pipeline 再創新高；管理層表示 AI 產品 FY27 營收貢獻仍不顯著，但 AI 安全需求已開始帶動大型企業 legacy identity modernization 及新產品 cross-sell，若目前轉化趨勢延續，FY28 以後可望逐步成為實質成長動能
- AI Agent 防護：1)Okta for AI Agents 於 4/30 GA，本季取得數十筆交易、包含數筆 US\$1mn 以上合約，平均 deal size 高於公司整體；惟 FY27 營收貢獻仍不顯著，管理層預期 FY28 以後才可能逐步 material；2)AI security pipeline 再創新高，81%的 CISO 已意識到企業內 agents 缺乏充分治理；核心需求集中於辨識 agents、控管可連接資源及權限；3)推出 Agent Gateway 並擴大 Cross App Access 生態，Anthropic 成為首個支援 Enterprise Managed Auth 的 AI agent，Okta 則為首個 identity provider；4)收費目前由上季探索中的 agent-based 模式轉為 per-user uplift，短期重視價格可預測性；惟已建立 usage cap 架構，未來可能導入 consumption-based pricing；5)本季代表性 AI 客戶包含 Fortune 50 醫療公司，採用 Okta 管理 agent governance、privileged access 及 identity security，以符合 HIPAA
- 新產品及其他產品相關：1)新產品本季約占 bookings 30%，若交易包含新產品，平均 ACV uplift 約 40%，OIG 仍為最大貢獻來源，且各新產品均優於內部計畫；2)OIG、Privileged Access 與 Access

Management 開始更多以 suite 銷售，反映企業由分散 identity 產品轉向平台整併；3)Permiso 將整合至 ITP 及 ISPM，其 native risk detections 由 Okta 現有約 90 項擴至約 400 項，強化 human、non-human 及 agent identity 的 post-login threat detection；4)管理層認為 PAM 並非 agent governance 起點，agent identity 仍應由廣泛 IDP 開始，再延伸至 privileged access

- AI 及資安產業競爭相關：1)管理層認為現階段最大競爭來自市場混亂，各家供應商均宣稱可完整解決 AI security；Okta 聚焦 agent discovery、connection 及 permission 三項 identity controls；2)Okta 主要差異化仍為逾 20,000 家客戶、8,000+ integrations、產品廣度及 neutrality，可跨 model、cloud 及 application 治理 identity；3)相較 AI-first 新創，Okta 強調 GA 產品、完整 end-to-end 能力及快速迭代，並降低企業對小型供應商被收購或產品持續性的疑慮；4)相較 Microsoft，管理層認為 Okta 在 AWS、Google、OpenAI、Anthropic 等跨平台環境更具 neutrality；ServiceNow 與 Salesforce 目前則較偏互補；5)AI 亦改變軟體採購入口，管理層過去六個月加大 LLM 及 agent tool discovery 布局，目標提升 Okta 成為 AI 開發環境 default identity tool 的機會
- 其他關注焦點：1)F2Q27 為歷來最佳非 F4Q bookings 季度，>US\$1mn ACV 客戶年增逾 20%至超過 600 家，大型企業仍為主要成長來源；2)cRPO 加速主要由大型企業、新產品及 AI 帶動 identity modernization 共同推動，AI 產品本身直接營收貢獻仍小；3)前 20 大交易全部有 channel partner 參與，且最大交易為 partner sourced；partner 參與可提升 deal size 與 close rate；4)；5)F3Q27 營收/cRPO 財測為 YoY 10%/11%~12%，皆優於預期 1%；FY27 營收成長上調至 10%~11%，優於預期 1%，但仍沿用審慎 guidance 假設，未將 AI pipeline 快速轉化納入

圖 6: Okta F2Q27 財報結果及 F3Q27 財測暨市場共識比較

OKTA US Equity	2Q27						3Q27F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	
In Millions of USD												
Revenue	805	793	2	5	11	792	815	808	1	1	10	
By Segments												
Subscription	793	781	1	6	12			799				
Professional Services	12	12	3	(20)	(29)			10				
By Regions												
US	638	631	1	5	10			642				
International	167	162	3	6	12			165				
Key metrics												
RPO	4,858	4,706	3	3	17			4,825				
cRPO	2,585	2,510	3	3	14	2,510	2,595	2,567	1	0	11	
Net Retention Rate	107	107	0 ppts	0 ppts	1 ppts			107				
Gross profits	660	650	2	6	11			663				
Total expenses	579	587	(1)	1	10			608				
Operating income	226	206	10	18	12	206	198	200	(1)	(12)	11	
EBITDA	238	221	8	10	5			214				
Pretax Income	235	225	4	10	3			218				
Net income	194	178	9	15	15			173				
EPS (US\$)	1.05	0.97	9	15	15	0.96	0.93	0.94	(1)	(11)	13	
Gross margin (%)	82.0	82.0	0.0 ppts	0.4 ppts	0.4 ppts			82.1				
OP margin (%)	28.1	26.0	2.1 ppts	3.1 ppts	0.3 ppts	26.0	24.3	24.8	(0.5)ppts	(3.8)ppts	0.3 ppts	
EBITDA margin (%)	29.6	27.8	1.7 ppts	1.3 ppts	(1.5)ppts			26.5				
Net margin (%)	24.1	22.4	1.7 ppts	2.1 ppts	0.9 ppts			21.4				

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7: Okta FY27 財測調整暨市場共識比較

OKTA US Equity In Millions of USD	2027F					
	Guidance (Revision)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
Revenue	3,221	3,195	1	3,198	1	10
By Segments						
Subscription				3,156		
Professional Services				45		
By Regions						
US				2,143		
International				566		
Key metrics						
RPO				5,362		
cRPO				2,769		
Net Retention Rate				107		
Gross profits				2,625		
Total expenses				2,379		
Operating income	835	816	2	819	2	9
EBITDA				867		
Pretax Income				898		
Net income				709		
EPS (US\$)	3.92	3.83	2	3.84	2	12
Gross margin (%)				82.1		
OP margin (%)	25.9	25.5	0.4 ppts	25.6	0.3 ppts	(0.3)ppts
EBITDA margin (%)				27.1		
Net margin (%)				22.2		

資料來源：Bloomberg；凱基

Palo Alto Network 財報會議摘要

- Palo Alto Network (PANW US) 公布 F4Q26 財報，焦點：1)雖本季營收/NGSARR 優於預期 2/3%，F1Q27 營收/NGSARR 財測優於預期 3/4%，然股價已於前一週 CRWD 財報後大致反應；2)FY27 OPM 財測 29.5%，低於預期 0.1ppts，主因 SaaS/cloud 業務占比提升推升 hosting 成本，加上記憶體與儲存等硬體成本上漲，雖可由營運槓桿及 CyberArk 併購綜效部分抵銷；管理層表示 AI 驅動的攻擊速度提升正加速客戶 Cyber estate 現代化與平台化需求，F4Q26 新增約 220 個 platformization 創新高，並看好 SASE、XSIAM、Prisma AIRS、Identity 及 Observability 持續受惠於 AI 基礎設施與 Agentic AI 擴張
- 平台化及 AI 放量趨勢：1)F4Q26 新增約 220 個 platformization，創歷史新高，較兩年前開始追蹤此指標時超過 2 倍；platformized 客戶 NRR>120%，公司維持 FY30 累計>4,000 個 platformization 及 NGS ARR US\$20bn 目標；2)本季 NGS ARR 達 US\$9.1bn、YoY 63%(優於預期 3%)，單季 net new NGS ARR 接近 US\$1bn、年增近 1 倍；RPO 達 US\$21.2bn、YoY 34%(優於預期 1%)，bookings 連續第二季加速；3)管理層表示 AI 攻擊速度提升，使客戶討論重點由「發現漏洞」轉向「如何即時修復」，帶動 Cyber estate 現代化、AI-driven SOC 及平台整合需求；4)AI 發展已由 LLM 轉向 autonomous agents，再進一步擴展至 open-weight/open-source 模型；Agent 持續產生流量、資料與 machine identity，企業自建模型亦增加需保護的基礎設施及敏感資料，管理層認為均擴大 Network Security、Cortex 及 Identity 需求；5)平台化實際部署仍非單季完成，客戶通常依既有合約到期及轉型優先順序採「crawl, walk, run」方式，管理層估完整轉型多落在 1-3 年；6)大型 platformization 交易持續擴大，包括全球電信客戶 US\$126mn、IT 服務商 US\$72mn 及全球支付平台 US\$53mn；其中 IT 服務商同時於 Network Security、Cortex 及 Identity 各投入八位數金額

- SASE & 防火牆/Next-Gen Firewall：1)FY26 SASE bookings 成長 40%，Access、SD-WAN 及 Secure Browser 均維持強勁；全年成功取代近 100 個 legacy vendor 帳戶，相關 TCV 超過 US\$400mn，較前一年接近翻倍；2)F4Q26 競品 SASE displacement 約 US\$450mn，較 F3Q26 累計約 US\$200mn 明顯增加；3)SASE 競爭優勢來自與 SD-WAN、硬體/軟體防火牆及既有管理平台整合；既有 Palo Alto Networks 防火牆客戶已使用相同 console、Strata Manager 及 endpoint agent，降低轉換至 Prisma SASE 的部署摩擦；4)Agentic traffic 過去 9 個月於 SASE 平台成長 9 倍，管理層認為自主 Agent 擴大後將持續增加 network 及 cloud traffic，提升即時 inspection 需求；5)Software firewall ARR 於 F4Q26 成長 29%、較前期再次加速，主要受 cloud 及 AI workload 擴張帶動；FY26 整體 firewall bookings 亦加速；6)Hardware firewall 維持強勁，受最新 Gen5 appliances 採用帶動；亦已與 Sovereign、NeoCloud 及 Frontier AI Labs 等 AI 基礎設施客戶取得多筆七位數 bookings；7)FY27 Network & AI Security 營收預期低雙位數成長；FY26 該平台營收 US\$8.35bn、YoY 17%
- XSIAM 相關：1)F4Q26 XSIAM ARR 超過 US\$700mn、YoY 70%，客戶數突破 1,000 家，較上季 US\$500mn ARR 加速；2)XSIAM 客戶 MTTR 可降至<10 分鐘，相較傳統 SOC 可能需數天至數週；3)多數 XSIAM 客戶已採用 multi-module，包括 Exposure Management 及 Cloud Security；由於 live telemetry 已存在統一 data lake，新增模組主要透過既有資料重新查詢及分析，不需重新整合不同產品；4)FY27 Cortex 營收預期約成長 30%；FY26 Cortex 營收 US\$1.92bn、YoY 25%，主要由 XSIAM 及 Observability 共同驅動
- AI Security 相關：1)Prisma AIRS 於 GA 後四季 ARR 即突破 US\$100mn，為歷史放量最快產品；目前客戶超過 800 家，最大型交易多採 multi-module 部署；2)Prisma AIRS 策略已由早期 Generative AI chatbot 防護擴展至完整 Agentic Security 架構，涵蓋 machine identity/credentials、agent observability、endpoint behavioral intent 及 AI Gateway 即時 policy enforcement；3)公司強調傳統 endpoint 工具通常只能看到行為，較難理解 Agent 背後的 intent 及 reasoning；新架構則追蹤由 prompt 至 execution 的完整行為，以進行 inline prevention；4)Frontier AI Critical Defense 已導入 multi-model testing harness，可利用多個 cyber-capable models 對客戶環境進行 stress test；公司表示已成為 Mythos 5 首個認證商業合作夥伴，並已使用 OpenAI GPT-5.6；5)Koi 整合後 Agentic endpoint 產品已取得超過 100 個 logos，較完成整合時增加 2.5 倍
- Chronosphere & CyberArk 等併購相關：1)Chronosphere 自 F2Q26 完成收購後 ARR 已由約 US\$200mn 增至>US\$500mn；2)本季新增一筆 US\$20mn AI inference provider 交易，該客戶每日處理數十兆 tokens；F4Q26 net new ARR 亦包含大型 LLM 客戶由競品遷移至 Chronosphere 帶來的九位數貢獻；該大型 LLM 客戶 migration 預計延續至 F1Q27，但 F1Q27 新增 ARR 貢獻低於 F4Q26；因此 FY27 net new NGS ARR 季節性將偏前高，全年仍預計 60%—61% 落在

2HFY27；3)Chronosphere cross-sell 已開始顯現，F4Q26 約 50% 的 net new Chronosphere logos 由 XSIAM 帶入，包含多筆七位數交易；4)CyberArk 整合後 Identity 業務 pro forma FY26 營收 US\$1.26bn、YoY 21%，F4Q26 bookings 增速高於營收；FY27 Identity 營收預期約 US\$1.5bn、pro forma YoY 高十位數至 20%；5)CyberArk GTM 整合本季產生超過 400 個 shared leads，並向 Palo Alto Networks 既有客戶取得超過 200 個 net new logos；>US\$5mn TCV 交易數 YoY+50%；6)CyberArk 成本 synergy 進度較原計畫提前 3-6 個月

- 資安產業及 AI 競爭相關：1)管理層認為過去 6-9 個月「Frontier AI 取代傳統資安軟體」的疑慮已明顯下降，OpenAI、Anthropic 及 Google 反而與公司建立合作；2)Cyber-capable models 雖可快速找出漏洞，但真正的 validation、context interpretation 及 remediation 仍需資安平台支援；3)Mythos 及 open-source cyber models 能力提升使漏洞發現速度由數月縮短至分鐘，管理層認為企業約 US\$1tn cybersecurity technical debt 需加速現代化；4)AI 威脅加速後，客戶採購行為轉向大型平台供應商及標準化架構；5)Frontier model 市場亦由少數封閉模型逐步轉向 open-weight/open-source 及企業專用模型，模型數量與部署環境碎片化反而增加需防護的 AI infrastructure、資料及 identity
- 其他關注焦點：1)FY27 cloud hosting 成本預計成長快於營收；硬體端 memory 及 storage 成本仍將上升，公司透過 supplier 管理及 selective pricing 部分抵銷，硬體目前僅約佔公司營收 10%；2)FY27 operating margin 財測 29.5%，低於預期 0.1ppts；3)長期公司估 FY30 cybersecurity TAM 約 US\$340bn，目前滲透率仍低；管理層認為 AI 基礎設施、real-time defense 及 Agentic Security 將持續擴大市場機會

圖 8: Palo Alto Network F4Q26 財報結果及 F1Q27 財測暨市場共識比較

PANW US Equity (FY ends July)	4Q26					1Q27F				
In Millions of USD	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	3,410	3,352	2	14	34	3,305	3,210	3	(3)	34
Subscription & Support	2,672	2,676	(0)	11	36		2,702			
Product	738	679	9	24	29		516			
Key metrics										
Next Gen Security ARR	9,100	8,864	3	12	63	9,550	9,200	4	5	63
Net Additions	970	785	24	(46)	98		(1)			
RPO	21,200	20,947	1	15	34	20,850	20,306	3	(2)	35
Gross profits	2,552	2,551	0	12	33		2,463			
Total expenses	2,399	2,370	1	10	36		2,265			
Operating income	1,011	982	3	24	32		945			
EBITDA	4,256	1,205	253	390	400		1,070			
Pretax Income	1,094	1,047	4	24	27		1,013			
Net income	853	814	5	25	27		788			
EPS (US\$)	1.02	0.98	4	20	7	0.97	0.94	3	(5)	4
Gross margin (%)	74.8	76.1	(1.3)ppts	(1.0)ppts	(1.0)ppts		76.7			
OP margin (%)	29.6	29.3	0.4 ppts	2.5 ppts	(0.6)ppts		29.4			
EBITDA margin (%)	124.8	35.9	88.9 ppts	95.9 ppts	91.2 ppts		33.3			
Net margin (%)	25.0	24.3	0.7 ppts	2.2 ppts	(1.5)ppts		24.5			

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9: Palo Alto Network FY27 財測調整暨市場共識比較

PANW US Equity (FY ends July)	2027F			
In Millions of USD	Guidance (Revision)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
Revenue	14,150	13,837	2	23
Subscription & Support		11,386		
Product		2,511		
Key metrics				
Next Gen Security ARR	11,125	10,910	2	22
Net Additions		1,723		
RPO	25,300	24,740	2	19
Gross profits		10,574		
Total expenses		9,745		
Operating income		4,092		
EBITDA		4,648		
Pretax Income		4,397		
Net income		3,425		
EPS (US\$)	4.18	4.11	2	9
Gross margin (%)		76.4		
OP margin (%)	29.5	29.6	(0.1)ppts	0.3 ppts
EBITDA margin (%)		33.6		
Net margin (%)		24.8		

資料來源：Bloomberg；凱基

FTNT 財報會議摘要

- Fortinet (FTNT US) 公布 2Q26 財報，焦點：1)本季 Product 業務年增 52%(較上季加速 11ppts)至 US\$773mn(優於預期 20%)，主要受 FortiGate 出貨量及 ASP 同步提升帶動，反映 AI 資料中心、OT、SD-WAN 與高效能防火牆需求持續擴張(呼應我們於前瞻報告所述)，管理層亦表示未觀察到提前拉貨或通路囤貨；2)Service 業務亦擺脫連續 12 季成長減速趨勢，營收年增較上季加速 3ppts 至 14%達 US\$1.27bn(優於預期 2%)，受 FortiCare、FortiCloud、SecOps 及 SASE 相關服務同步成長帶動；管理層表示 1Q26 已為 Service Revenue 增速低點，並預期 Product 成長將於下半年持續轉化為服務收入；亦同時上調全年 Billings/Revenue/Service Revenue 財測 6/4/2% 至 US\$9.45bn/8.1bn/5.2bn，優於預期 6/4/1%，反映 AI、SASE 與 OT 需求動能及訂單能见度持續改善
- 防火牆與 Product 需求相關：1)Product Revenue 年增 52%(較上季加速 11ppts)至 US\$773mn(優於預期 20%)，主要受 FortiGate 出貨量與 ASP 同步成長帶動，ASP 提升反映客戶轉向更高效能機型；2)Secure Networking Billings 年增 34%，需求來自企業網路安全、OT、LAN 及 AI 資料中心建置；3)FortiGate 為本季 Product 業務中成長最快的產品，需求涵蓋傳統防火牆、SD-WAN 及 SASE 部署；4)AI Agent 與 AI 應用增加資料中心內部東西向流量，推動高吞吐量、可視性、網路分段及 Zero Trust 需求；5)管理層認為本季成長不僅來自約 5 年的正常換機週期，亦包含競品替換、AI 基礎設施及新增部署；6)下半年 Billings 假設已納入約 High-single-digit 價格影響，但管理層強調主要成長仍來自 Unit 與產品組合改善；7)AI 資料中心需求持續擴大，本季取得一筆八位數 Neocloud 交易，延續第一季七位數交易；客戶選擇 Fortinet 主要基於 FortiASIC 的 Price-to-Performance 優勢、高吞吐量及可擴充性；8)記憶體價格近數週至數月趨於穩定，管理層認為價格

調整對業務的影響仍為個位數；9)公司未觀察到通路提前拉貨或累積過剩庫存；價格可隨成本即時調整，加上部分服務於出貨 90 天後才開始收費，降低合作夥伴囤貨誘因

- SASE、SecOps 平台動能與 Service 業務相關：1)Service Revenue 年增 14%(較上季加速 3ppts)至 US\$1.27bn(優於預期 2%)，Service Billings 年增 26%；管理層認為 1Q26 為 Service Revenue 增速低點；Service 成長同時來自 FortiCare、FortiCloud、SecOps 及 SD-WAN/SASE Bundle，全年 Service Revenue 財測由 US\$5.12bn 上調 2% 至 US\$5.2bn(優於預期 1%)；2)Unified SASE Billings 年增 35%(vs.上季 31%)，FortiSASE Billings 年增逾 100%，受惠既有客戶擴充、競品替換及大型企業新客戶；3)FortiSASE 於大型企業既有客戶滲透率提升至 19%，SD-WAN、SSE 及 Sovereign SASE 均維持成長；4)Sovereign、Private 及 On-premise SASE 可將流量留在本地處理，管理層估計其 TAM 約為 Cloud-only SASE 的 2-3 倍；5)一家全球製藥公司簽署七位數 FortiSASE 合約；6)AI-driven SecOps Billings 年增 25%(vs.上季 23%)，主要受既有客戶將單點產品整併至 Fortinet 平台帶動
- 長期成長動能及展望：1)管理層認為 Product 與 Billings 加速具延續性，主要來自 AI、SASE、OT 及既有基礎設施替換，而非單季提前需求；2)公司將 SASE Firewall 定位為下一代網路安全平台，預期可成為未來 5—10 年的成長驅動力；3)AI 推動網路與安全融合，客戶需同時保護 AI 資料中心、AI 應用及 AI-native Security Operations；4)OT Billings 年增逾 55%，受惠關鍵基礎設施投資、IT/OT 整合、監管要求及 AI 資料中心建置；5)FortiOS、FortiASIC、自建全球基礎設施及內部研發，為 Fortinet 相較 Cloud-only 及併購整合型競爭者的主要差異化
- 其他關注焦點：1)本季 Billings 年增 33%至 US\$2.37bn(優於預期 11%)；2)OPM 優於預期 3.8ppts 主要受營收成長、成本控管及內部 AI 應用提升效率帶動；3)公司與 Anthropic、OpenAI 及 NVIDIA 分別就 AI 模型安全、Cyber 模型及 Open Secure AI Alliance 展開合作

圖 10: Fortinet 2Q26 財報結果及 3Q26 財測暨市場共識比較

FTNT US Equity	2Q26								3Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)		
In Millions of USD														
Revenue	2,048	1,883	9	11	26	1,880	9	2,055	1,952	5	0	19		
Product	773	642	20	20	52				646					
Service	1,275	1,250	2	6	14				1,306					
Key metrics														
ARR	1,936			6	20									
SecOps ARR	531			5	15									
Unified SASE ARR	1,405	1,361	3	6	22				1,417					
Deferred Revenue	7,676	7,600	1	4	17				7,751					
Billings	2,372	2,134	11	14	33	2,140	11	2,300	2,094	10	(3)	27		
Gross profits	1,658	1,516	9	(14)	25	1,504	10.2	1,644	1,563	5	(1)	17		
Total expenses	1,269	1,239	2	7	16				1,282					
Operating income	779	644	21	18	44	640	21.7	740	670	11	(5)	16		
EBITDA	820	676	21	17	42				701					
Pretax Income	720	672	7	(3)	20				696					
Net income	665	552	21	10	35				572					
EPS (US\$)	0.90	0.75	20	10	41	0.74	21.6	0.85	0.77	11	(6)	15		
Gross margin (%)	80.9	80.5	0.4 ppts	(23.8)ppts	(0.6)ppts	80.0	0.9 ppts	80.0	80.1	(0.1)ppts	(0.9)ppts	(1.6)ppts		
OP margin (%)	38.0	34.2	3.8 ppts	2.2 ppts	4.9 ppts	34.0	4.0 ppts	36.0	34.3	1.7 ppts	(2.0)ppts	(0.9)ppts		
EBITDA margin (%)	40.0	35.9	4.1 ppts	2.1 ppts	4.6 ppts				35.9					
Net margin (%)	32.5	29.3	3.2 ppts	(0.3)ppts	2.3 ppts				29.3					

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 11: Fortinet 2026 財測調整暨市場共識比較

FTNT US Equity In Millions of USD	2026F					
	Guidance (Revision)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
Revenue	8,100	7,790	4	7,808	4	19
Product				2,694		
Service	5,200	5,120	2	5,124	1	14
Key metrics				73,586		
ARR						
SecOps ARR						
United SASE ARR						
Deferred Revenue				8,259		
Billings	9,450	8,950	6	8,942	6	25
Gross profits	6,481	6,233	4	6,123	6	11
Total expenses				5,101		
Operating income	2,917	2,689	8	2,707	8	21
EBITDA				2,839		
Pretax Income				2,860		
Net income				2,360		
EPS (US\$)	3.44	3.13	10	3.16	9	24
Gross margin (%)	80.0	80.0	(0.0)ppts	78.4	1.6 ppts	(5.9)ppts
OP margin (%)	36.0	34.5	1.5 ppts	34.7	1.3 ppts	0.5 ppts
EBITDA margin (%)				36.4		
Net margin (%)				30.2		

資料來源：Bloomberg；凱基

DDOG 財報會議摘要

- Datadog (DDOG US) 公布 2Q26 財報，雖 2Q/3Q26 營收財測優於預期 4/3%，且公司將 2026 全年營收財測上調 3% 至 US\$4.46bn，然該財測隱含 4Q26 營收約 US\$1.19bn、YoY 成長僅約 25%，較 2Q26 的 36% 及 3Q26 財測約 29% 持續放緩；同時管理層表示領先 AI 客戶雖完成九位數續約，但近期用量下降影響已納入財測，市場因而擔憂此 AI 客戶用量放緩將拖累下半年成長，並使 AI-Native 需求及 2027 年營收增速低於原先高度預期
- 核心業務相關：1) 2Q26 營收 YoY 36% (較上季加速 4ppts) 至 US\$1.12bn (優於預期 4%)，單季新增營收 US\$115mn 亦創歷史新高，反映既有客戶用量與新客戶貢獻同步加速；2) 平台化採用持續深化，使用 4+/6+/10+ 項產品的客戶占比分別升至 58%/37%/13%，年增 6/8/6ppts；3) RUM ARR 已超過 US\$100mn，且 YoY 成長加速至 50% 以上，主要受客戶增加 user session 監控；4) 本季 >\$100K ARR 客戶增至 4,720 家、YoY 23% (優於預期 3%)，占整體 ARR 約 91%；5) 新客戶動能改善，Enterprise new logo annualized bookings YoY 成長逾一倍，新客戶對 YoY 營收增量貢獻由 1Q26 的 25% 升至 30%；6) 本季簽署逾 US\$30mn 多年期 TCV 合約；7) 管理層仍維持長期 GM 約 80% 的目標
- AI-Native 及 non-AI 客戶相關：1) AI-Native 客戶增至 750 家 (上季 650 家)；其中 31 家年化支出超過 US\$1mn、8 家超過 US\$10mn，且全球前十大 AI 領導公司均為 Datadog 客戶；2) AI-Native 客群已由新創 AI 公司擴展至 hyperscaler 內部 AI Lab，降低成長僅依賴單一 AI 公司的程度；3) 新增兩筆七位數 AI Lab 合約，主要用於模型訓練基礎設施與 GPU fleet 監控；4) 新興 AI Lab 與 hyperscaler 內部 AI Lab 為不同客群，前者多為近年成立的新公司，後者則由原先採用大量自研監控工具的大型科技公司轉向 DDOG；5) 與一家具名未揭露的領先 AI 公司完成九位數續約，該客戶使用 17 項產品；惟其自 3Q26 起用量下降，已將相關影響納入 3Q26 及全年財測；6) 排除 AI-Native 客戶後，non-AI

客戶營收 YoY 成長由去年同期 18%、上季 mid-20% 加速至 high-20%，已連續五季加速；7)non-AI 成長主要由既有客戶帶動，包括更多 workload 上雲、使用量增加及採用新產品進行工具整合

- Agentic AI 放量及企業部署加速影響：1)MCP tool calls 本季再次 QoQ 成長 4 倍，較 4Q25 增加逾 22 倍；2)傳統企業 AI 部署主要先反映於更多雲端遷移、現代化與 workload 成長，同時 LLM、Agent Monitoring 與 MCP endpoint 流量近兩季快速放量；3)GPU Monitoring 已在多家新 AI Lab 及 AI-first 客戶中放量，Agent Monitoring 亦出現使用量快速成長；4)企業關注焦點由早期驗證模型正確性與產出，近 3 至 6 個月轉向 AI 成本控制；DDOG 主要協助客戶衡量 Agent 成本、使用效率及是否達成預期結果；5)Bits AI 已由單一 incident investigation 功能擴展至 Chat、monitor 與 detection 管理、Code、Testing 及 Release Validation；6)AI Agent 大量使用既有 coding tool 與應用程式，而相關 workload 主要運行於 CPU，已帶動 Infrastructure Monitoring 產品消耗加速
- 市場競爭相關：1)管理層表示大型企業仍持續由分散的 legacy、商用及自研監控工具轉向單一 Datadog 平台，核心考量包括降低 MTTR、提升營運效率與減少工具成本；2)DDOG 的競爭優勢在於 Observability 與 Security 共用底層資料，可讓 AI Agent 更貼近 application 與 infrastructure 即時運作，減少人工介入與跨工具整合延遲；3)Runtime Prioritization Engine 可降低逾 95% 的 vulnerability noise；Bits Security Analyst 亦已可運行於非 Datadog SIEM 資料，擴大至不願立即更換既有 SIEM 的客戶；4)AI Guard 可自動發現企業內已知與未知 Agent，並透過 runtime observability 防止 prompt injection；5)Bits Security Analyst 已由 Datadog SIEM 內建 Agent 拆分為獨立功能，管理層認為可逐步延伸至更廣泛的 AI SOC automation 市場
- 其他關注焦點：1)3Q26 營收財測為 US\$1.135-1.145bn、YoY 29%(優於預期 3%)；全年營收財測為 US\$4.45-4.47bn、YoY 30%(優於預期 3%)；2)Billings/RPO 分別 YoY+38%/+43% 至 US\$1.18bn/US\$3.47bn，current RPO 成長約 40%，惟管理層仍認為 Revenue 比 Billings 與 RPO 更能反映營運趨勢；3)TTM NRR 維持 low-120%，與上季相近；4)客戶總數增幅相對有限，主要受 free 與付費方案交界的低端客戶波動影響；管理層表示>\$10K、>\$100K 及>\$1mn 等具營收貢獻的客群均維持良好趨勢；5)Adaptive ML 已完成收購，將強化 world model、agentic LLM post-training 及專用 Observability AI Agent 研發

圖 12: Datadog 2Q26 財報結果及 3Q26 財測暨市場共識比較

DDOG US Equity	2Q26						3Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
In Millions of USD												
Revenue	1,121	1,079	4	11	36	1,075	4	1,140	1,107	3	2	29
Key metrics												
Total Customers	33,400	33,971	(2)	1	6				34,512			
Customers with Over \$100K ARR	-	4,576	(100)	(100)	(100)				4,762			
Percent of Customers (%)												
2+ Products	85	81	4 ppts	0 ppts	2 ppts				81			
4+ Products	58	57	1 ppts	2 ppts	6 ppts				58			
6+ Products	37	21	16 ppts	2 ppts	8 ppts				35			
8+ Products	22	14	8 ppts	2 ppts	8 ppts				20			
10+ Products	13			2 ppts	6 ppts							
Net Retention Rate (%)	120	121	(1)ppts	0 ppts	0 ppts				119			
RPO	3,470	3,540	(2)	(0)	43				3,726			
Gross profits	892	870	3	11	33				894			
Total expenses	864	845	2	10	30				854			
Operating income	257	233	10	15	57	230	11.8	265	253	5	3	28
EBITDA	277	258	7	15	56				279			
Pretax Income	304	272	12	10	47				290			
Net income	240	215	12	10	47				228			
EPS (US\$)	0.65	0.60	9	8	41	0.58	12.1	0.64	0.63	2	(2)	16
Gross margin (%)	79.6	80.6	(1.1)ppts	(0.6)ppts	(1.4)ppts				80.7			
OP margin (%)	22.9	21.6	1.3 ppts	0.7 ppts	3.1 ppts	21.4	1.5 ppts	23.2	22.9	0.4 ppts	0.3 ppts	(0.2)ppts
EBITDA margin (%)	24.7	23.9	0.7 ppts	0.7 ppts	3.3 ppts				25.2			
Net margin (%)	21.4	19.9	1.5 ppts	(0.2)ppts	1.6 ppts				20.6			

資料來源：Bloomberg：凱基

圖 13: Datadog 2026 財測調整暨市場共識比較

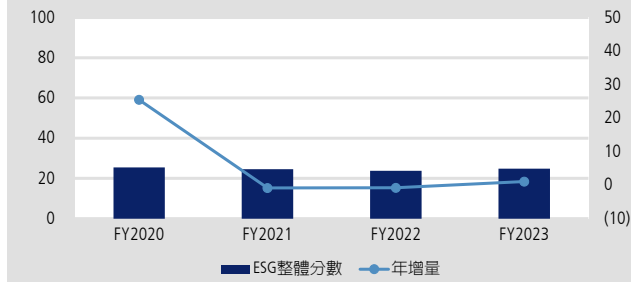
DDOG US Equity	2026F					
	Guidance (Revision)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
In Millions of USD						
Revenue	4,460	4,320	3	4,348	3	30
Key metrics						
Total Customers				35,114		
Customers with Over \$100K ARR				4,876		
Percent of Customers (%)						
2+ Products				81		
4+ Products				58		
6+ Products				36		
8+ Products				21		
10+ Products						
Net Retention Rate (%)				121		
RPO				4,468		
Gross profits				3,581		
Total expenses				3,322		
Operating income	1,020	960	6	1,027	(1)	33
EBITDA				1,075		
Pretax Income				1,207		
Net income				961		
EPS (US\$)	2.52	2.40	5	2.53	(0)	22
Gross margin (%)				82.3		
OP margin (%)	22.9	22.2	0.6 ppts	23.6	(0.7)ppts	0.5 ppts
EBITDA margin (%)				24.7		
Net margin (%)				22.1		

資料來源：Bloomberg：凱基

CrowdStrike (CRWD US)

圖 14 : CrowdStrike – ESG 整體分數

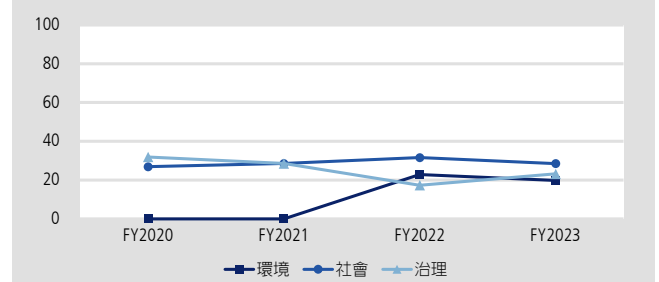
ESG 整體分數 (左軸) ; 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 15 : CrowdStrike – ESG 各項分數

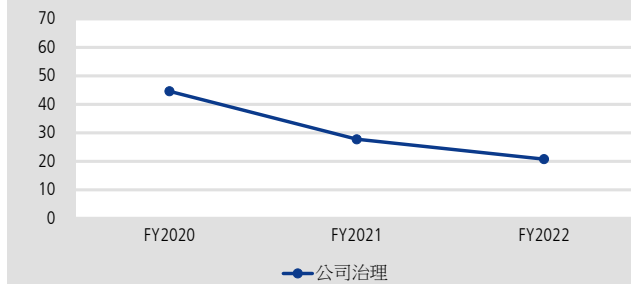
ESG 各項分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 16 : CrowdStrike – 公司治理

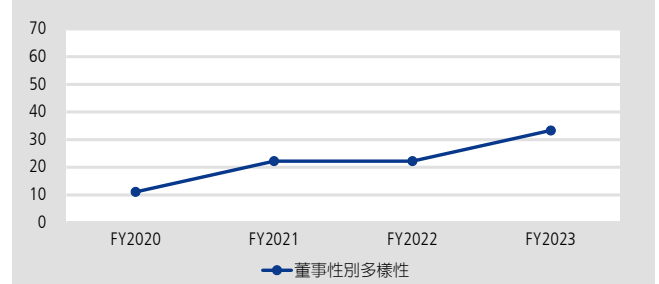
公司治理分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 17 : CrowdStrike – 董事性別多樣性

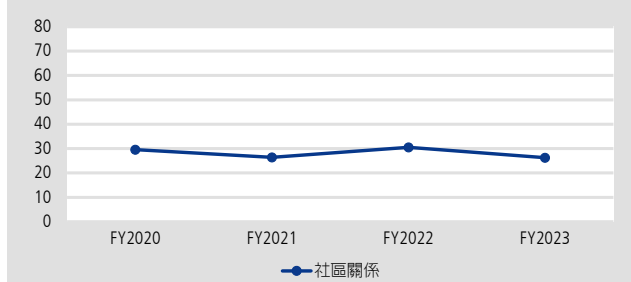
董事性別分散比例, 百分比



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 18 : CrowdStrike – 社區關係

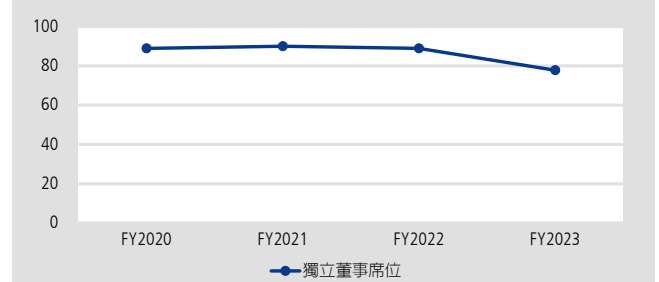
社區關係分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 19 : CrowdStrike – 獨立董事

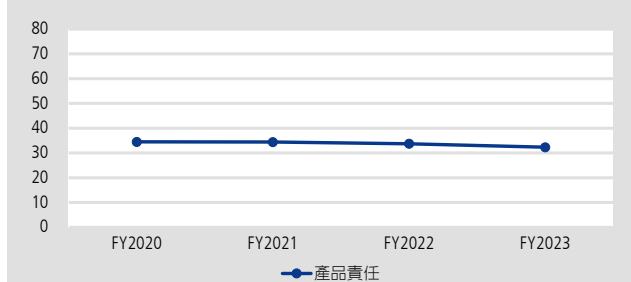
獨立董事佔比, 百分比



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 20 : CrowdStrike – 產品責任

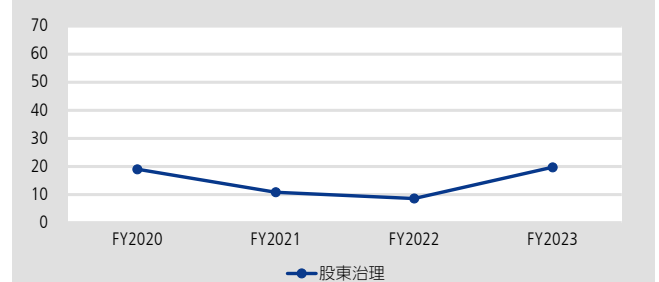
產品責任分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 21 : CrowdStrike – 股東治理

股東治理分數

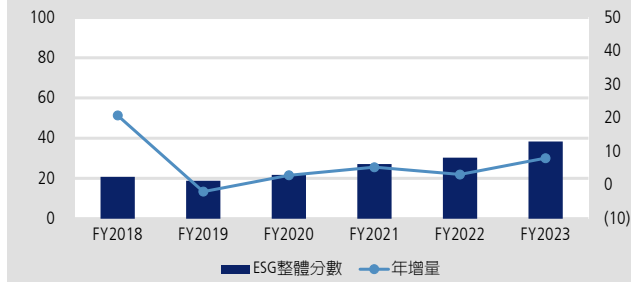


資料來源 : Refinitiv、公司資料

Zscaler (ZS US)

圖 22 : Zscaler – ESG 整體分數

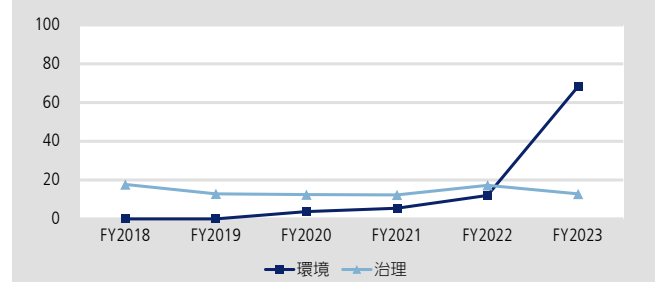
ESG 整體分數 (左軸) ; 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 23 : Zscaler – ESG 各項分數

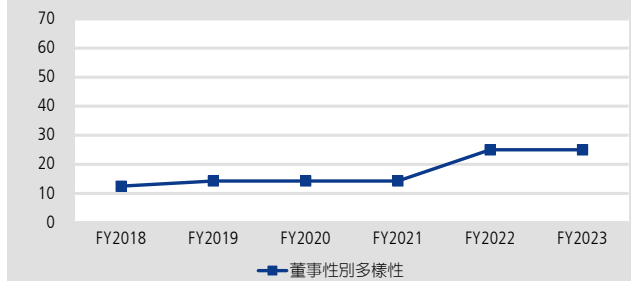
ESG 各項分數



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 24 : Zscaler – 董事性別多樣性

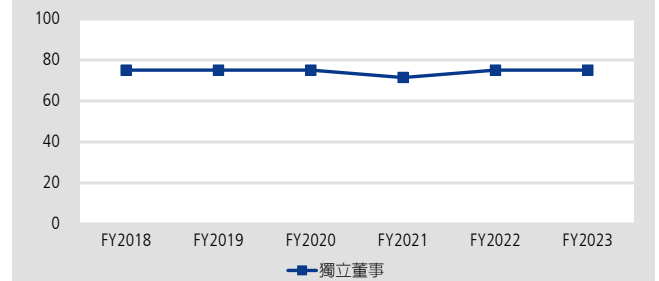
董事性別分散比例, 百分比



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 25 : Zscaler – 獨立董事

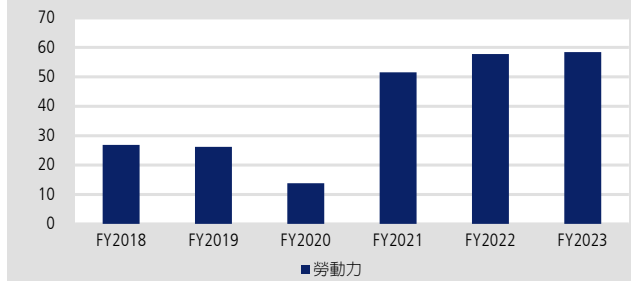
獨立董事佔比, 百分比



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 26 : Zscaler – 勞動力

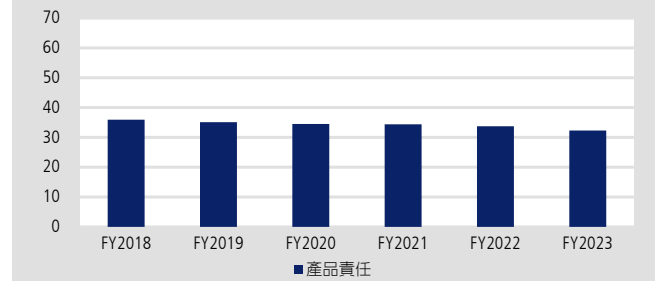
勞動力分數



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 27 : Zscaler – 產品責任

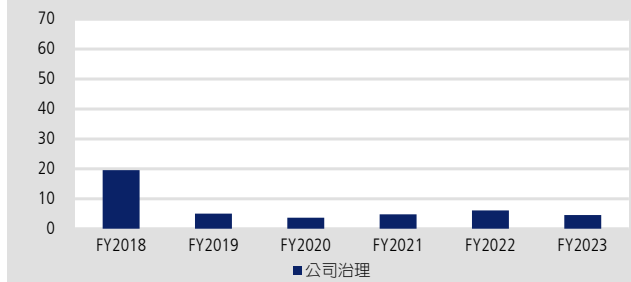
產品責任分數



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 28 : Zscaler – 公司治理

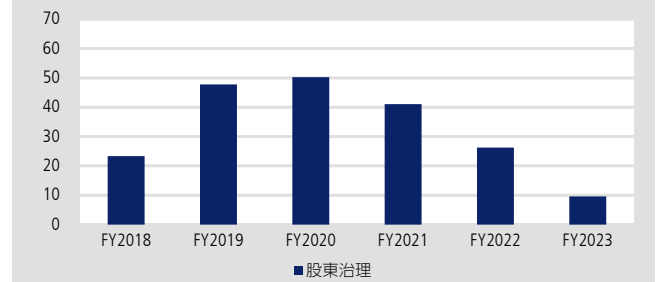
公司治理分數



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 29 : Zscaler – 股東治理

股東治理分數

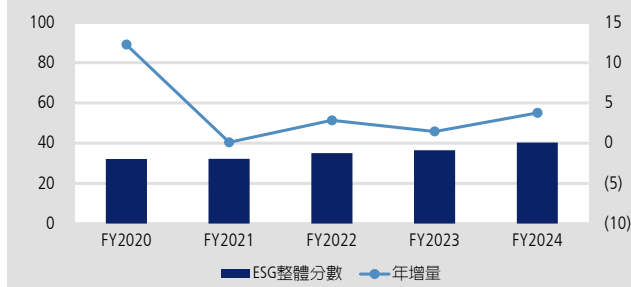


資料來源: Refinitiv、公司資料

Okta (OKTA US)

圖 30 : Okta – ESG 整體分數

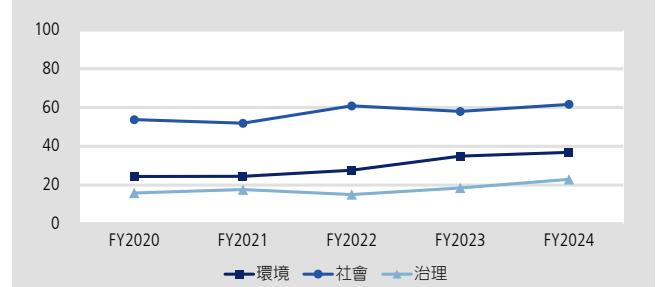
ESG 整體分數 (左軸) ; 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 31 : Okta – ESG 各項分數

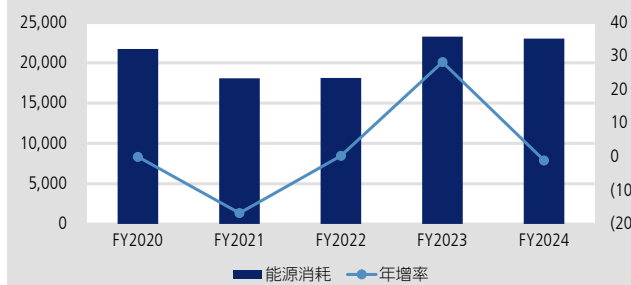
ESG 各項分數



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 32 : Okta – 能源消耗

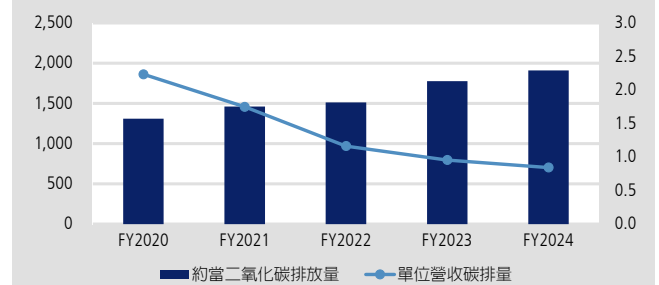
能源消耗, 十億焦耳 (左軸) ; 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 33 : Okta – 碳排放量

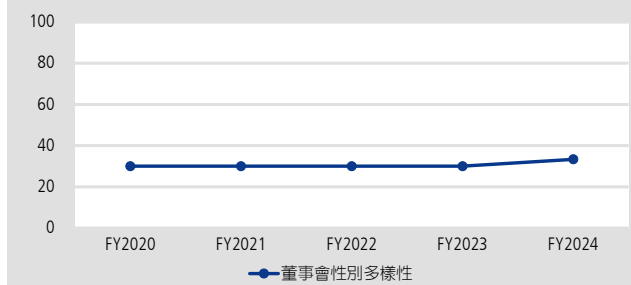
約當二氧化碳排放量, 噸 (左軸) ; 單位營收碳排放量, 噸/百萬美元 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 34 : Okta – 董事性別多樣性

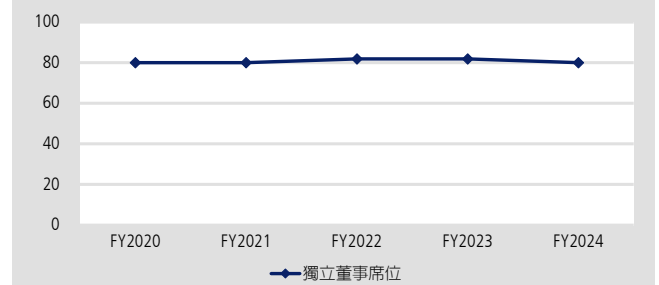
董事性別分散比例, 百分比



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 35 : Okta – 獨立董事

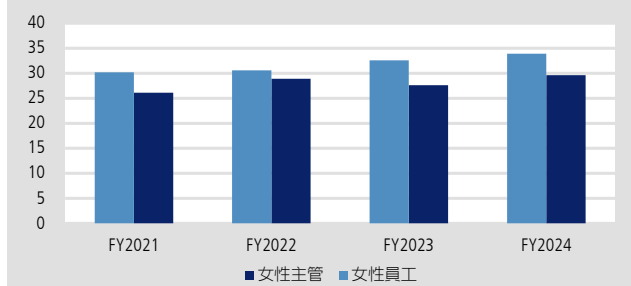
獨立董事佔比, 百分比



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 36 : Okta – 性別多樣性

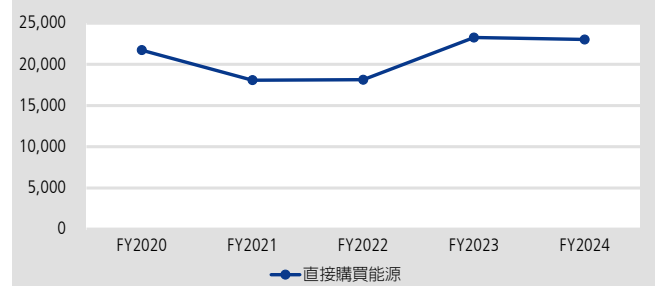
女性主管與員工比例, 百分比



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 37 : Okta – 直接購買能源

直接購買能源, 十億焦耳



資料來源: Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數
股東治理分數	衡量公司用以反收購工具的有效性
公司治理分數	衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性
產品責任分數	衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量
社區關係分數	衡量公司對成為優良公民、保護公眾健康和尊重商業道德的承諾
勞動力分數	衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效
資源使用指標	衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更具生態效率的解決方案

凱基證券集團據點

中國	上海	上海紅寶石路 500 號東銀中心 A 座 2703B-2704 室 郵政編號：201103
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888-傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888-傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888-傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188-傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	

*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

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。

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内部研究活動。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，並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。