

2026 年 5 月 15 日 星期五

【公司评论】

吕彦辛

+852 2532 1539

Alexandra.lyu@

firstshanghai.com.hk

行业 软件/SaaS

股价 65.08 美元

总市值 78.82 亿美元

已发行股本 1.21 亿股

52 周高/低 72.06 元/34.05 元美元

每股净现值 7.63 美元

股价表现



JFrog (FROG.US, 未评级)：云收入首破 50%，AI 驱动业绩大幅超预期 上调全年指引并新增 3 亿美元股份回购计划

云业务成主要收入来源，上修财务指引及推出回购计划

2026 年 5 月 7 日盘后，JFrog 公布 2026 年第一季度业绩，各项核心指标高于管理层指引上限及市场一致预期。Q1 实现总收入 1.540 亿美元，同比+26%，高出 Visible Alpha (VA) 一致预期约 4.38%；其中云/SaaS 订阅收入 7,890 万美元，同比+50%，高出预期约 9.4%，且首次占总收入 51%（去年同期 43%），云业务规模首次超过自托管业务。自托管订阅收入约 7,510 万美元，亦高出预期约 9.9%，两项业务均表现优于预期。Non-GAAP 经营利润为 3,290 万美元、经营利润率达 21.4%（去年同期 17.4%）；Non-GAAP 摊薄 EPS 为 0.27 美元，高于一致预期的 0.21 美元。

前瞻指标表现稳健。总账单金额录得 1.534 亿美元，优于预期的幅度超过收入口径，反映客户合同签约和承诺金额呈健康态势；4 季滚动 NDR 为 120%，高出预期约 350bps；年贡献超 100 万美元 ARR 的客户数从去年同期的 54 家增加至 80 家（同比+48%），超 10 万美元 ARR 客户数 1,225 家（+17%）。

指引上修与资本配置同步发力。公司上调 2026 全年收入指引，由 6.23-6.28 亿美元上调至 6.28-6.32 亿美元，Non-GAAP EPS 指引由 0.88-0.92 美元上调至 0.93-0.97 美元，并将 2026 年云业务 baseline 增速指引由 30-32%上调至 33-35%、NDR 底线由 117%上调至 118%。同时，管理层给出 Q2 2026 指引：收入 1.54-1.56 亿美元、Non-GAAP EPS 0.23-0.25 美元，均高于前期市场预期。董事会同步批准最高 3 亿美元股份回购计划，相当于当前市值约 3.5%。股价在业绩公布次日上涨 23.7%至 70.55 美元收盘，自 4 月底约 45 美元低点累计反弹逾 50%。

SaaS 化进程迎重要里程碑，AI 驱动叠加端到端平台化稳步推进

云业务跨越 50%大关，SaaS 化转型迎来重要节点：本季云收入同比+50%、占总收入达 51%，管理层在电话会中将其定性为业务里程碑。SaaS 与自托管订阅同时超预期，表明增长的质量并非是“以云换自托管”的此消彼长，而是平台需求整体抬升。云业务高占比意味着收入经常性属性增强、客户绑定加深，在 LTV、NDR、ARR 可见度等方面均有较好改善。

AI 驱动需求逐步兑现，缓解此前替代担忧：Q1 业绩在一定程度上回应了此前市场对“AI 编码代理冲击席位制订阅”的担忧。AI 辅助编程的普及推动了企业制品产出的增长（如软件包、容器镜像、模型权重），这些制品需要进入 Artifactory 做统一治理，进而拉动了云用量的加速。此外，部分头部基础模型公司已采用 Artifactory 作为其模型制品的控制平面，验证了 JFrog 与 AI 生成端的互补属性。

Security 业务与平台化战略稳步推进：Q1 客户标准化向 JFrog 端到端平台收敛的趋势延续。Enterprise Plus 订阅收入同比+33%，占总收入比例升至 58%。公司近期

推出了 JFrog MCP Registry 及 Agent Skills Registry, 尝试将 AI 代理调用的外部工具/服务纳入统一治理框架, 进一步将业务边界从二进制管理延伸至 AI 资产管理。

强劲现金流支撑 3 亿美元回购计划: 本季自由现金流达 3,730 万美元, FCF Margin 达 24%, 运营效率持续提升。在充沛的现金流及无负债的资产负债表支撑下, 董事会批准的 3 亿美元回购计划释放了管理层对自身长期业务前景的信心, 同时也有助于部分对冲股权激励 (SBC) 对每股收益摊薄的影响。

估值分析: 当前估值低于可比同业中位数, 基本面支撑修复空间

JFrog 为高增长 SaaS 公司, GAAP 层面仍处于小幅亏损 (FY2025 GAAP 净亏损约 7,200 万美元, 主要受股权激励摊销影响), 盈利能力主要以 Non-GAAP 指标衡量, 传统 PE 方法对其商业价值的衡量存在一定扭曲——分母受 SBC 摊销压低、估值水平因高增长被动抬高, 单纯看 PE 容易产生“偏贵”的错觉, 故本报告以 EV/Sales 为主、PE 为辅。结合公司最新全年指引中枢, FY26E 收入预计约 6.30 亿美元, FY27E 收入参考市场共识约 7.45 亿美元 (同比约+17.6%)。当前股价 69.01 美元对应 EV/Sales (按最新股价动态测算) FY26E 约 12 倍、FY27E 约 10 倍; PE 口径 FY26E 约 73 倍、FY27E 约 60 倍。可比公司方面, 软件供应链/DevSecOps 同业 GitLab 当前对应 FY27E EV/Sales 约 8 倍, 安全 SaaS 同业 CrowdStrike、SentinelOne FY27E EV/Sales 分别约 12 倍/4.5 倍, 大型横向 SaaS 同业 Snowflake、Datadog FY27E EV/Sales 分别约 11 倍/13 倍, 可比组中位数约 11 倍。JFrog 当前 FY27E EV/Sales 约 10 倍, 低于可比组中位数, 在云业务跨越 50%、AI 相关应用逐步落地、3 亿美元回购落地的多重背景下, 估值具备向可比中位数修复的空间。需要提示的是, FROG GAAP 层面仍处于小幅亏损、估值波动较大, 软件板块整体 beta 水平较 2025 年抬升, 建议投资者关注后续季度云用量的延续性以及大额合同的兑现节奏。

投资建议: 长期逻辑逐步验证, 云转型与 AI 赋能共驱长期增长, 建议逢低布局

JFrog 本次业绩验证了三条长期业务逻辑: 一是云业务从 40%占比向 50%+的跨越, 标志着商业模式 SaaS 化进程进入新阶段, 估值方法论逐步由传统软件向高 ARR 增长 SaaS 切换; 二是 AI 编码代理的应用为公司带来了增量需求, 制品数量的显著增长直接转化为云用量增长, 主流 AI 模型及编码代理厂商的业务拓展有望带动底层制品治理基础设施价值的提升; 三是 Security 业务进入规模兑现阶段, 叠加 MCP Registry、Agent Skills Registry 等 AI 原生产品的发布, 公司业务从二进制管理扩展到 AI 资产管理, 拓展了可达市场。短期股价已部分反映了业绩超预期和回购催化, 中长期看, 云占比向 60-70%过渡、Security ARR 占比向 20%过渡、AI 资产治理市场的拓展均处于早期阶段, 建议投资者持续关注, 逢低布局。

公司简介: 全球软件供应链管理代表企业, 产品矩阵与云转型稳步拓展

JFrog Ltd. (FROG.US) 成立于 2008 年, 总部位于美国加州 Sunnyvale 和以色列 Netanya, 2020 年 9 月在纳斯达克 IPO 上市, 是软件供应链领域的代表性公司, 将自己定位为“开发者用来管理可信软件制品、二进制文件和 AI 资产的记录系统”。截至 Q1 2026, 公司服务全球超过 7,500 家付费客户, 涵盖财富 100 强企业中的大多数, 年收入超过 100 万美元的旗舰客户 80 家、超过 10 万美元的中大型客户 1,225 家, NDR 120%、毛留存 97%, 表现出较高的客户粘性。CEO 兼联合创始人 Shlomi Ben Haim, CFO Ed Grabscheid, CTO 兼联合创始人 Yoav Landman、Fred Simon。公司核心产品矩阵包括制品管理产品 Artifactory、安全产品线 Xray/Curation/Advanced Security/Runtime Security、分发与治理产品 Distribution/AppTrust、IoT/边缘设备管理产品 JFrog Connect、MLOps 与 AI 治理产

品 JFrog ML/AI Catalog/MCP Registry/Agent Skills Registry。商业模式上同时提供自托管订阅与云订阅，近年来云收入占比持续提升，本季首次突破 50%。

图表 1：公司发展历程

年份	主要事件描述
2008	公司成立与核心产品：JFrog 公司成立，推出其通用二进制存储库管理器 Artifactory。
2016	产品扩展：通过收购 Conan（C++ 包管理），扩展了对多种编程语言的广泛支持。
2020	纳斯达克上市：成功在美国纳斯达克全球精选市场 IPO 上市，股票代码为 FROG。
2021	强化安全与 IoT：收购 Vdoo（安全研究）和 Upswift（IoT 设备管理），巩固 DevSecOps 和 IoT 安全能力。
2023	发布安全与 AI 集成：发布 JFrog Curation 安全软件供应工具，并进一步整合 AI/ML 平台。
2024	加速 AI 布局：收购 Qwak（MLOps 平台），旨在深化其在 AI 软件供应链中的布局和功能。
2025	实施 3 亿美元股票回购计划；云业务收入占比跨越 50% 门槛；

资料来源：公司资料、第一上海

主营业务：

Artifactory（核心制品仓库）是 JFrog 的旗舰产品和主要收入来源，构成了公司的核心竞争优势。Artifactory 是行业内主流的通用制品仓库，支持 30 余种主流软件包格式（Maven、npm、Docker、Helm、PyPI、NuGet、Conan 等），可在公有云、多云、私有云、本地部署、混合环境无缝部署。CI/CD 流程产出的绝大多数制品都需通过 Artifactory 集中存储、版本化和分发，作为企业软件交付链路的关键节点，具备较高的客户切换成本。在 AI 技术推广背景下，制品产出量级提升，Artifactory 承接 AI 生成代码、容器镜像、模型权重等形态的制品，用量呈增长趋势。

Security 产品矩阵（Xray + Curation + Advanced Security + Runtime Security）是围绕 Artifactory 构建的安全治理产品线，是公司增长的新动力。Xray 扫描 Artifactory 中所有制品的漏洞和合规问题，Curation 在源头拦截不符合策略的开源依赖进入企业，Advanced Security 提供秘密扫描、IaC 配置审计、容器逆向工程等高级能力，Runtime Security 将治理延伸至运行时环境。FY2025 年 Security Core 产品占收入 7%、ARR 的 10%、RPO 的 16%，渗透率仍处早期；伴随软件供应链安全事件的偶发及监管要求趋严（如美国 EO 14028 行政令、欧盟 CRA 法案），Security 业务有望保持稳健扩张。

AI/MLOps 产品线（JFrog ML + AI Catalog + MCP Registry + Agent Skills Registry）是公司面向 AI 原生开发栈的新布局。公司于 2024 年收购以色列 MLOps 公司 Qwak 推出 JFrog ML，覆盖数据科学和 MLOps 团队的模型构建、训练、部署、监控全流程；AI Catalog 作为 Curation 的 AI 扩展，对 AI 模型和组件提供准入与治理；2026 年 Q1 新推出的 MCP Registry 是企业级 MCP 服务器注册中心，Agent Skills Registry 为 AI 代理技能提供信任层并通过 NVIDIA 早期集成验证（获 NVIDIA AI-Q Blueprint 认证）。这条产品线将模型与 AI 工具作为制品，统一纳入 Artifactory 治理框架，把业务优势延伸到了 AI 原生开发环节。

图表 2：JFrog 产品矩阵——以 Artifactory 为地基的三层架构

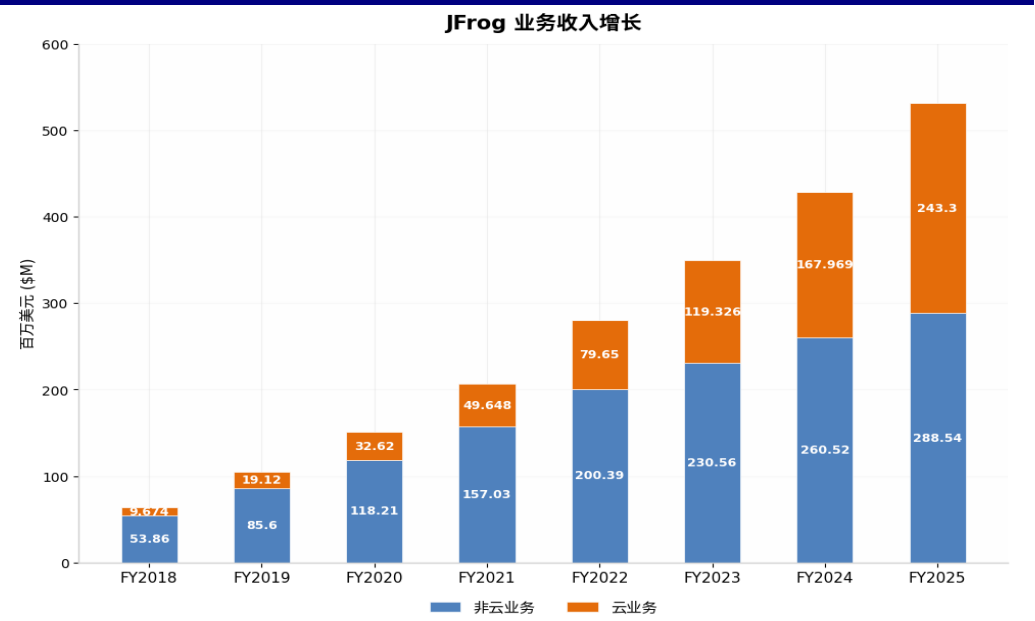


资料来源：公司资料、第一上海

财务表现：

FY2021-2025 年公司收入分别为 2.07/2.80/3.50/4.29/5.32 亿美元，同比增速分别为 37%/35%/25%/22%/24%，连续五年保持 20%以上的稳健增长。FY2025 全年收入 5.318 亿美元同比+24%，FY2026 Q1 同比+26%，并随云占比突破 50%呈现结构性优化。盈利能力方面，公司 GAAP 层面受股权激励摊销影响仍存在小幅亏损（FY2025 GAAP 净亏损约 7,200 万美元），但 Non-GAAP 盈利能力持续改善：Non-GAAP 经营利润率从 FY2023 的约 11%提升至 FY2025 的约 17%、Q1 2026 进一步达到 21.4%；Non-GAAP EPS 从 FY2023 的 0.51 美元提升至 FY2025 的 0.82 美元，并指引 FY2026 至 0.93-0.97 美元。自由现金流连续改善，FY2025 FCF 约 1.42 亿美元，FCF margin 约 27%，Q1 2026 FCF 达 3,730 万美元，margin 提升至 24%。资产负债表稳健，期末现金及投资 7.412 亿美元，无有息负债，叠加新批准的 3 亿美元回购计划，资本配置策略体现出对股东回报的侧重。

图表 3：JFrog 业务收入增长图



资料来源：公司资料、第一上海

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2026 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: <http://www.myStockhk.com>