

資訊安全產業

防火牆更新週期 + Agent 基礎設施 = ZT 和資料安全成長動能

焦點內容

1. XDR: CRWD 藍屏事件影響接近尾聲；IAM: OKTA 成長出現減速疑慮
2. SASE: PANW NGS ARR 未如預期上修，ZS 競爭擔憂減緩；Data Security: 投資由 GenAI 帶動，全年財測普遍上修
3. 凱基美股資安個股偏好：CRWD 具最佳產業長軌跡為核心持股，若總經逆風股價回檔優先關注防火牆更新週期+資料安全題材的 ZS。

重要訊息

我們更新 C1Q25 財報通讀、Gartner 2024 資安軟體市佔率以及資安次產業趨勢。凱基變更 CrowdStrike(CRWD)、Zscaler(ZS)及 Okta(OKTA)研究員。

評論及分析

XDR: CRWD 藍屏事件影響接近尾聲，XDR 為平台化助力。 CRWD F2Q26 NNARR 優於預期 5ppts 並重申 F2H26 重回加速成長，反應：1) Reflex 客戶換約進度優於預期；2) CCP 接近尾聲重新簽約；3) NG-SIEM 取代競爭對手。長期而言，EDR 擴增至雲端、身份、防火牆等並整合至資料湖進行偵測與回應，使 EDR 由防護角色轉換至 SecOps 核心。競爭格局，CRWD 在資安產業中佔據優異地位，EDR 地位穩固且明星產業皆有建樹；PANW EDR 增速低於 CRWD，MSFT 在多雲環境競爭力稍弱；S 仰賴新客戶取得成長在 CRWD 調整策略擴大 SMB 與 MSSP 布局下成長受限。

IAM: OKTA F2H26 營收出現減速疑慮，長期產業地位 CYBR 優於 OKTA。 OKTA 本季財報與財測之 cRPO 均低於預期 1%，DBNRR 106% 亦低於預期 1.5ppts，全年財測隱含 F2H26 出現成長減速疑慮；CyberArk (CYBR US) 本季營收優於預期 4%，然財測僅大致符合預期，本季前 10 大交易中 9 筆包含 Venafi 和 Secrets 管理，50%以上客戶同時購買 2+ 方案，將在今年推出 AI Agent 產品。長期而言，我們認為 IAM 產業將受惠於 AI Agent 需權限管控與生命週期管理，PAM, IGA 產業地位優於 AM，而 CYBR 在 PAM 及機器身分布局深度優於 OKTA，因此 CYBR 應較 OKTA 能捕捉更多價值。

SASE: ZS 減緩 PANW 競爭擔憂，防火牆更新週期有利次世代業者擴大市佔。 PANW 本季未上調 NGSARR 較部分投資人樂觀預期有所落差，AI ARR US\$400mn，年增 2.5 倍；ZS 本季營收優於預期 2%，在防火牆更新週期下透過成本降低方案與 ZTE 持續獲得市佔，ZT Branch 59%為新客戶，ZTE 客戶 210 名，亦推出 Z-Flex 擴大客戶採購靈活度。展望 2025-26 年，防火牆更新週(見圖 27-28)期驅使企業檢視 IT 架構，次世代業者望藉此擴大市佔。

Data Security: 投資由 GenAI 帶動，業者全年財測普遍上修。 Data Security 先前投資多集中於金融、政府等嚴密法規監管產業，如今企業為確保輸入 GenAI 的資料之安全性、Agent 不向外洩露機敏資料等而擴大投資，反應本季 RBRK, CVLT, VRNS 全年財測普遍上修。長期而言，根據 Cyera 調查企業認為資料隱私為 AI 最大威脅，衍生 DSPM, DLP 與資料備份需求。

投資建議

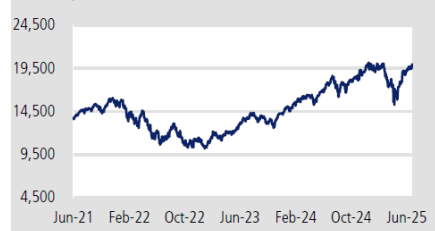
我們重啟覆蓋給予 CRWD、ZS「增加持股」及 OKTA「持有」投資評等。看好 CRWD 為核心持股，係因該司於資安明星次領域 EDR, CWPP, CSPM, MDR 皆有布局。若總經逆風股價回檔，優先佈局 ZS，看好防火牆更新週期下獲取市佔，ZTE、資料資安與持續推進 SecOps 擴大平台化。

投資風險

企業 IT 支出動能趨緩；競爭；GenAI 實際應用不如預期。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
CrowdStrike	CRWD US	25	20	29	23
Okta	OKTA US	40	37	62	23
Zscaler	ZS US	38	68	58	13

資料來源：Refinitiv、凱基

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	
	2025	2026	2025	2026				New (US\$)	Upside (%)	Old (US\$)	Chg. (%)	New	Old
Crowdstrike (FY ends Jan.)	FY26	FY27											
Revenue (US\$mnn)	4,783	5,816	1	1									
Gross profit (US\$mnn)	3,735	4,580	0	1									
Operating profit (US\$mnn)	997	1,366	(2)	1	OP	494	123	610	23	400	53	FY27 25x EV/sales 5yr +1.5std.	FY26 20x EV/sales
Pre-tax income (US\$mnn)	1,159	1,567	(2)	1									
Net income (US\$mnn)	900	1,230	(19)	(13)									
EPS (US\$)	3.51	4.70	(20)	(13)									
Zscaler (FY ends Jul.)	FY25	FY26											
Revenue (US\$mnn)	2,662	3,205	2	1									
Gross profit (US\$mnn)	2,138	2,575	1	1									
Operating profit (US\$mnn)	575	718	7	5	OP	312	49	400	28	220	82	FY26 19x EV/sales 5yr avg.	FY25 15x EV/sales
Pre-tax income (US\$mnn)	674	836	8	6									
Net income (US\$mnn)	520	617	10	2									
EPS (US\$)	3.20	3.68	12	3									
Okta (FY ends Jan.)	FY26	FY27											
Revenue (US\$mnn)	2,859	3,141	1	1									
Gross profit (US\$mnn)	2,341	2,569	2	1									
Operating profit (US\$mnn)	717	816	15	10	N	98	17	110	12	85	29	FY27 6x EV/sales 2yr +1std.	FY26 5x EV/sales
EBITDA (US\$mnn)	820	904	15	8									
Net income (US\$mnn)	607	680	13	6									
EPS (US\$)	3.27	3.58	13	5									

資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 2: CrowdStrike 未來 12 個月預估 EV/Sales



資料來源: Bloomberg ; 凱基

備註: 財年止於 1 月

圖 3: CrowdStrike 未來 24 個月預估 EV/FCF



資料來源: Bloomberg ; 凱基

備註: 財年止於 1 月

圖 4: Zscaler 未來 12 個月預估 EV/Sales



資料來源: Bloomberg ; 凱基

備註: 財年止於 7 月

圖 5: Zscaler 未來 24 個月預估 EV/FCF



資料來源: Bloomberg ; 凱基

備註: 財年止於 7 月

圖 6: Okta 未來 12 個月預估 EV/Sales



資料來源: Bloomberg ; 凱基
備註: 財年止於 1 月

圖 7: Okta 未來 24 個月預估 EV/FCF



資料來源: Bloomberg ; 凱基
備註: 財年止於 1 月

資安類股年初至今股價表現優於 Nasdaq

凱基追蹤之次世代業者 (CRWD, ZS, OKTA) YTD 平均漲幅 44%，優於 Nasdaq 之 1%，係反應：1) 市場找尋 GenAI 受惠標的，資安產業受惠企業加速上雲與導入 GenAI 應用前的基礎架構投資；2) 防火牆更新週期下企業轉往零信任架構，反應在下表 SASE 族群；3) 總經不確定性下資安支出較具韌性。

圖 8: 資安業者股價漲幅普遍優於 Nasdaq(YTD +6%)

英文名	Refinitiv 股號	市值 (US\$bn)	股價 (US\$)	市場共識 本益比(x)			市場共識 股價淨值比(x)			市場共識 營收年增率(%)			市場共識 每股盈餘年增率(%)			股價報酬率(%)					
				CY24	CY25F	CY26F	CY24	CY25F	CY26F	CY24	CY25F	CY26F	CY24	CY25F	CY26F	當日	一月	一個月	三個月	一年	今年以來
EDR (CRWD, SI)																					
CrowdStrike	CRWD.O	123	492	133	139	106	39	30	23	29	22	22	36	(4,019)	56	2	1	-2	13	12	11
SentinelOne	S	6	18	(7,636)	96	53	4	4	4	32	23	21	(99)	(8,034)	82	1	-1	-11	9	-5	-21
SASE (NET, PANW, ZS)																					
Cloudflare	NET	64	184	247	231	174	67	43	41	28	26	26	52	7	37	3	3	16	54	136	71
Palo Alto Networks	PANW.O	136	203	68	59	52	24	16	12	14	15	14	14	15	14	2	3	9	12	27	12
Zscaler	ZS.O	48	310	101	92	78	32	23	18	28	22	20	27	10	18	2	2	22	51	73	72
Firewall (CHKP, FTNT, PANW)																					
Check Point	CHKP.O	24	223	-	23	21	-	8	8	11	12	11	20	11	12	3	2	2	5	48	14
Fortinet	FTNT.O	79	103	46	42	36	57	22	16	11	15	13	37	11	14	3	1	0	5	76	9
Palo Alto Networks	PANW.O	136	203	68	59	52	24	16	12	14	15	14	14	15	14	2	3	9	12	27	12
IAM (CYBR, OKTA)																					
CyberArk	CYBR.O	20	397	135	103	82	16	8	8	23	22	15	124	26	18	1	1	-8	0	34	22
Okta	OKTA.O	17	99	37	30	28	3	2	2	31	34	20	170	30	27	4	2	4	13	54	19
Data (ZS, RBRK, CVLT, VRNS)																					
Zscaler	ZS.O	48	310	101	92	78	32	23	18	18	16	19	7	(4)	27	2	-2	6	28	85	34
Rubrik	RBRK.O	17	90	(85)	(159)	-	(22)	(17)	-	28	22	20	27	10	18	2	2	22	51	73	72
Commvault Systems	CVLT.O	8	172	49	42	37	-	-	-	15	16	13	19	17	15	1	-8	-1	7	44	14
Varonis	VRNS.O	6	49	182	299	136	14	16	13	12	11	17	(24)	(39)	120	1	0	6	21	12	11
Others (QLYS, TENB, RPD)																					
Qualys	QLYS.O	5	140	24	23	21	11	9	8	10	6	6	37	3	9	2	1	3	-5	-18	-19
Tenable	TENB.O	4	33	27	23	19	9	8	6	9	8	7	12	5	6	3	1	4	10	1	0
Rapid7	RPD.O	1	23	10	13	12	54	11	6	12	9	8	51	21	16	4	3	5	-8	-17	-15
										8	2	4	47	(19)	5	-1	-1	1	-18	-39	-42

資料來源: Bloomberg ; 凱基

C1Q25 財報通讀

C1Q25 美國資安公司財報通讀，整體符合零信任架構與平台化延續的產業論述，在 IT 支出方面部分業者 (S, PANW) 在 4 月份面臨客戶暫停支出決策導致銷售週期延長，而在 5 月已有所改善，其中零信任與 GenAI 資安為企業優先投資項目。

XDR: CRWD 藍屏當機事件影響接近尾聲，新產品成效彰顯；S NNARR 持續低於預期，全年財測下修

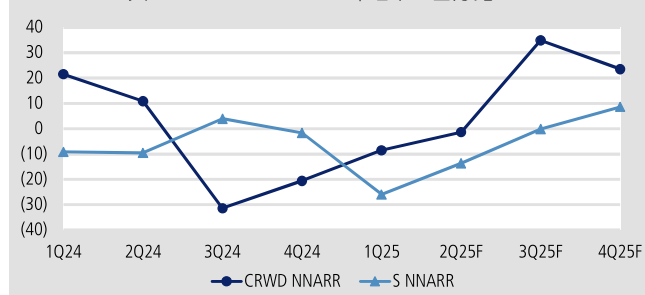
- **CRWD** F1Q26 財測營收低於預期 1%，管理層表示客戶已將藍屏當機事件拋諸腦後，惟 CCP 計畫(Customer commitment package：藍屏事件客戶損失補償)的會計認列差異將使 FY26 每季 ARR 與營收認列落差 US\$10-15mn，仍重申 F2H26 NNARR 加速成長，GRR(Gross retention rate) 95%使客戶需求具掌握度。產品亮點為：1) Falcon Flex(點數池可用於自由兌換 CRWD 旗下各種模組)加速客戶平台導入，Re-flex(再度充值點數額度)客戶 39 名顯示使用證消耗速度遠優預期；2) 雲端 ARR/NNARR 均較去年同期加速成長、推出 PAM 功能(Falcon Privileged Access；在需要時才賦予系統管理權限、結合端點遙測與威脅情資動態評分)獲外國政府採用、Next-Gen SIEM (LogScale 引擎+Falcon Fusion SOAR 達到收到警報+自動封鎖+生成回報一條龍完成)ARR 三位數年增，已開始協助公司獲取新客戶。
- **S** F1Q26 NNARR 低於預期 13%，同時下修 FY26 營收 1% 反應 4 月份客戶暫停支出決策導致銷售週期延長，財測隱含對全年 NNARR 預期下調。

SASE: PANW 平台化策略延續，惟 NGSARR 未若預期上修；ZS 平台化成效初顯，Z-Flex 加速客戶採購；NET 銷售效率改善、SASE 持續獲得市佔

- **PANW** 本季營收/RPO 略低於預期 1%，未上調 NGSARR 較部分投資人樂觀預期有所落差，本季完成 90+平台化交易，前 5k 客戶中約有 1,250 個平台化交易，XSIAM LTM 預訂接近 US\$1bn, SASE 40%新客戶為該司新客戶，Cortex Cloud 銷售管道達九位數，AI ARR US\$400mn，年增 2.5 倍。
- **ZS** 本季營收/RPO 優於預期 2/4%，在防火牆更新週期下，透過成本降低與 ZTE(Zero Trust Exchange；包含旗下應用 ZIA, ZPA, ZDX 等) 持續獲得市佔，ZT Branch(ZS edge+ZT SD-WAN+Agentless OT 減少防火牆部署時間與網路成本) 59%為新客戶，ZTE 客戶 210 名，亦推出 Z-Flex(點數池，可以使用 ZS 旗下各種應用)擴大客戶採購靈活性 TCv 達 US\$65mn，ZTE+資料資安+GenAI 營收達 US\$1bn。
- **NET** 本季 RPO/Billings 優於預期 5/38%，反應在新任 CRO 領導下銷售效率持續提升，SASE 產品則持續憑藉 ZT 架構奪下市佔，代表性客戶案例包含歐美政府遷移至 ZT 架構、基礎設施供應商簽訂七年合約採用 SASE, Gateway, DLP 等功能。

圖 9: CrowdStrike NNARR 年增率較 SentinelOne 亮眼

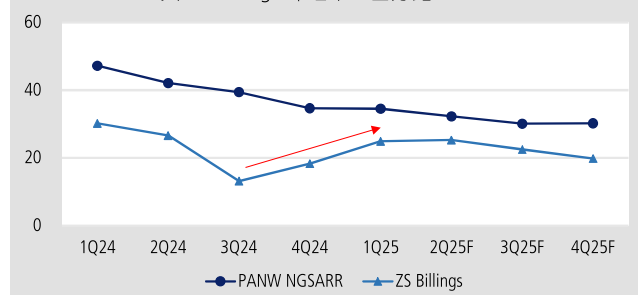
SentinelOne 與 CrowdStrike NNARR 年增率，百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 10: PANW NGSARR 放緩; ZS Billings 自 C3Q24 加速成長

PANW NGSARR 與 ZS Billings 年增率，百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

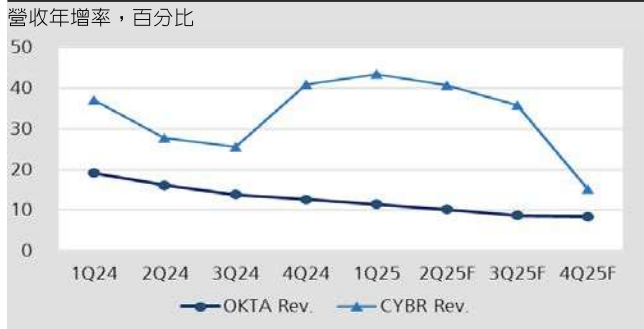
IAM: OKTA F2H26 成長減速疑慮顯現；CYBR 機器身份與交叉銷售亮眼

- **OKTA** 本季財報與財測之 cRPO 均低於預期 1%，DBNRR 106% 亦低於預期 1.5ppts，在本季營收優於財測下未上調全年財測隱含 F2H26 出現成長減速疑慮。本季亮點在於：1) Auth0 RPO 表現強勁，銷售管道在 3M25 後持續擴大；2) 銷售專業化取得成效，前 3 大交易中有 2 筆在公共部門。
- **CYBR** 本季營收優於預期 4%，然財測僅大致符合預期，反應雖目前未受影響仍基於保守態度給予全年財測。Venafi 整合超出預期使本季前 10 大交易中 9 筆包含 Venafi 和 Secrets 管理，50% 以上客戶同時購買 2+ 方案，新業務交易規模雙位數成長。針對 AI Agent 將在今年推出對應產品，預估整體交易規模將會提升。

資料資安: 資料保護投資受 GenAI 帶動；SaaS 轉換為 2025 業績驅動因子

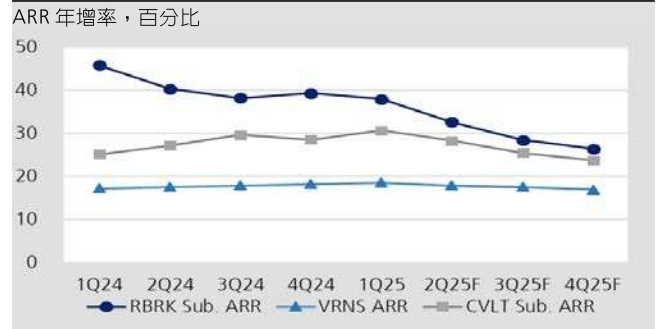
- **資料資安投資受 GenAI 帶動**: 過往資料保護投資多集中於金融、政府等受嚴密法規監管產業，在 GenAI 時代企業為確保輸入 GenAI 的資料之安全性、用戶/Agent 不向外洩露機敏資料等而擴大資料保護投資。**VRNS** 推出應用於 Copilot, Agentforce 之產品；**ZS** GenAI/DLP/DSPM 佔 NNACV 達 24%
- **SaaS 轉換為 2025 業績驅動因子**: 而 GenAI 亦加速客戶上雲速度，**VRNS** 因需求優於預期將原先 FY27 SaaS 化目標提前至 FY25 年底完成，屆時 SaaS ARR 佔比將達 80%；**RBRK** F1Q26 訂閱營收佔比已達 96%，年增 3ppts；**CVLT** 訂閱 ARR 佔比達 84%，年增 7ppts。而企業上雲亦給予次世代業者取代舊世代業者之機會
- **資料保護全年財測普遍上修**: 在企業軟體普遍受 IT 支出不確定性給予保守財測下資料保護業者本季財報與財測相對亮眼，**RBRK** 上調 FY26 營收 3%；**VRNS** 上調 FY25 ARR 1%；**CVLT** FY26 ARR 財測較先前指引提升 14%。

圖 11: OKTA C2H25 營收成長放緩；CYBR 成長優於 OKTA



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 12: 資料保護業者 ARR 增速普遍優於資安產業 12% 成長



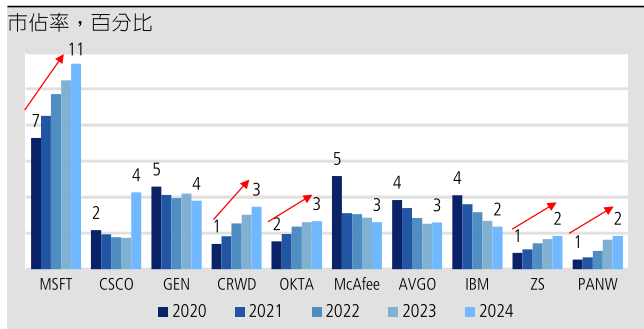
資料來源: Bloomberg ; 凱基

Gartner 2024 市佔率與 1Q25 預測更新，投資主軸轉向 Agent 防護

市佔率地圖: ZT+平台化業者持續取得市佔，CNAPP 時代 CSP 地位提升

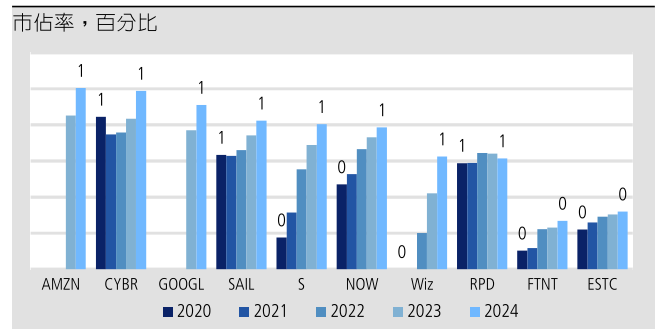
- Overview:** 在前十大業者持續維持 ZT+平台化優於消費端+舊世代業者的競爭格局，MSFT, CRWD, OKTA, ZS, PANW 持續取得市佔率，而在細分次產業中排名前十，並在三個以上次產業獲取市佔者包含 MSFT(8), PANW(4), CRWD(3), ZS(3)。
- CNAPP 時代 CSP 地位提升:** 在 CNAPP 時代下 MSFT, AMZN, GOOGL 均取得亮眼市佔，並分別以年增 24/34/34%取得優於產業 14% 的成長，在 CNAPP 次產業中，三大雲業者均在 CWPP (雲端 EDR), CSPM (雲端 IT 監控) 取得前十名市佔，而 GOOGL 併購 Wiz 後取代 MSFT 成為最大業者 (市佔率 29.5 vs. 16.2%)。
- CNAPP 次產業競爭格局與原先一致:** CWPP 以 CRWD 市佔第一，S 持續取得市佔；CASB 以 ZS, PANW, Netskope 為代表性業者；CSPM 則以 CSP+Wiz 及 PANW, CRWD 為主，突顯平台化成效。
- 其餘重點:** 1) CYBR, SAIL 在 IAM 市場憑藉併購、次產業擴張與 SaaS 轉換取得優於 OKTA 的成長 (年增 35/26% vs. 16%)；2) NOW SecOps 快速取得成長；3) RPD, QLYS, TENB 為首的漏洞管理 (VM) 業者成長率受平台化業者擠壓，成長率低於產業平均 (9/10/13% vs. 14%)。

圖 13: 2024 年資安軟體市佔率延續零信任與平台化產業格局



資料來源: Gartner ; 凱基

圖 14: GOOGL, AMZN 與其餘零信任業者市佔率持續擴張

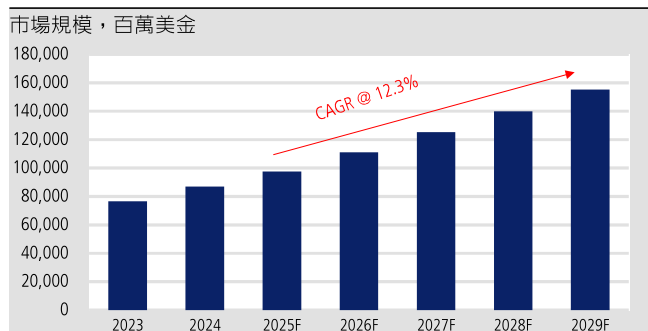


資料來源: Gartner ; 凱基

次產業成長性: 資安軟體將以 CAGR 12% 成長；明星產業皆有 CRWD 身影

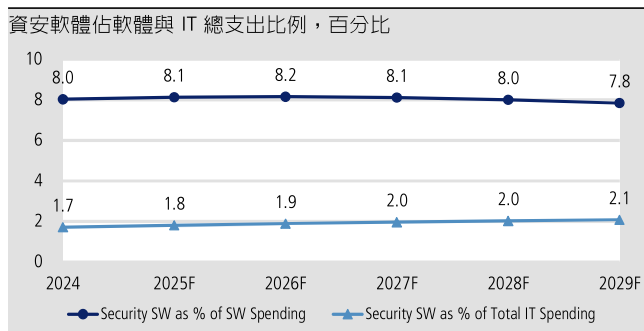
- **Overview:** Gartner 預估資安軟體產業將在 2025-2029F 以 CAGR 12.3% 成長，佔軟體支出比重大致維持在 7.8-8.2% 區間，佔整體 IT 支出比例則由 1.7% 持續提升至 2.1%
- **明星產業 EPP, CWPP, CSPM, MDR:** 以資安軟體產業 2026 年預估市場規模中位數與產業平均成長率劃分四個象限，產業規模優於中位數且成長高於平均者即為我們所述之明星產業，包含: EPP (EDR), CWPP, CSPM, MDR。
- **明星產業皆有 CRWD 身影並持續獲得市佔:** 在 4 個明星產業中皆有 CRWD 身影，EPP(EDR) 是 CRWD 本業為資安軟體中最大次產業，市佔率 16% 市佔第 2 僅次 MSFT；CWPP = 雲端版 EPP 為 CRWD 業務自然延伸，市佔率 11% 市佔第 1；CSPM 監控整體雲端環境並進行漏洞補救，市佔率 2% 市佔第 9；MDR = 託管式 EDR，為近期 CRWD 策略發展之產業

圖 15: Gartner 預估資安軟體產業將以 CAGR 12.3% 成長



資料來源: Gartner ; 凱基

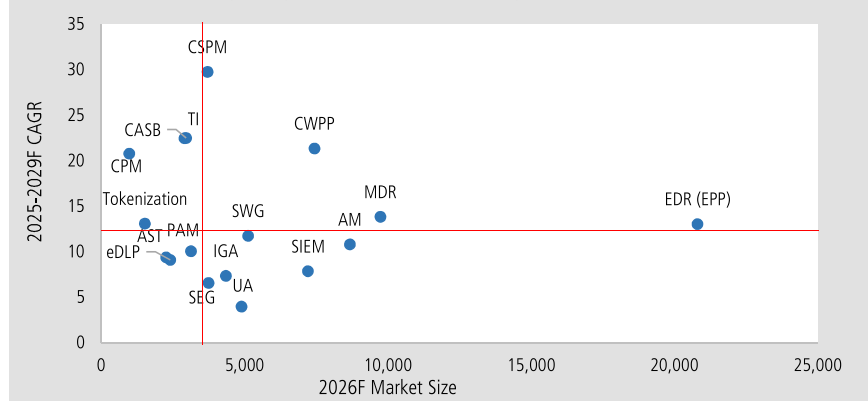
圖 16: 資安軟體佔 IT 總支出比例持續增加



資料來源: Gartner ; 凱基

圖 17: 資安明星產業為 EPP, CSPM, CWPP, MDR

市場規模，百萬美金 (X 軸)；年複合成長率，百分比 (Y 軸)



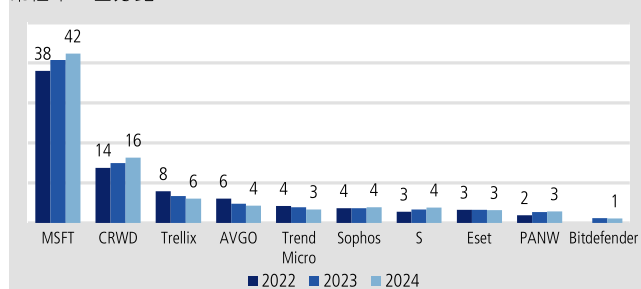
資料來源: Gartner ; 凱基

XDR - EDR 延伸檢測與回應範圍

- 傳統 EDR 以端點偵測為主，而在業者逐漸擴大佈局與駭客攻擊日漸繁雜下出現 XDR，將端點、身份、防火牆等資安防護環節之訊號傳送之單一資料庫中進行偵測與回應，相比 EDR 偵測範圍擴大提高可視性，使原 EDR 業者由原先防護角色轉換至 SecOps 核心，擴大業務觸角至 SIEM, IAM, VM 等次產業同步拓展 TAM。
- 其中以 SIEM 產業變革最值得關注，2026 市場規模 US\$7,212mn，2025-2029F CAGR 7.9%，代表性業者為 Cisco (收購 Splunk)，MSFT，IBM，後進者利用 GenAI 大量吞吐 Log 與透過自然語言溝通的特性解決傳統企業 SOC 中警報繁雜、人員缺少與素質落差等痛點，用於訊號之分類與分析，並有效縮短 SOC 作業時間，成為企業加速導入之催化劑。我們看好領先業者透過平台化搜集更多訊號源強化 SIEM/XDR 偵測與回應能力亦同步強化 GenAI 分析能力轉動正向飛輪持續放大競爭優勢。SPLK 具 900 名 ARR >US\$1mn 客戶，具龐大替代空間，重點業者包含：PANW 收購 IBM QRadar SaaS 資產，XSIAM 擁有 270 名客戶，平均 ARR >US\$1mn；CRWD Charlotte AI 承擔 Level-1 資安分析師工作，NG-SEIM ARR 持續以三位數年增成長；GOOGL 結合自身於 LLM 優勢推出 Sec-Gemini v1，Cloud Next 2025 快速迭代 SecOps 產品
- 我們認為 CRWD 在 XDR 中佔據較佳地位，其競爭擔憂被過度放大，係因：1) PANW NGS ARR 中新產品滲透已達三分之二下，根據 Gartner 資料，其在 2024 年於 EDR 成長僅 23% 低於 CRWD 27%；2) MSFT 在多雲環境競爭力稍弱；3) S 仰賴新客戶取得成長在 CRWD 調整策略擴大 SMB 銷售與 MSSP 合作關係下成長受限，其在營收規模為 CRWD 的 23% 下，核心產品營收成長僅與 CRWD 近似；4) FTNT, CHKP 等其餘業者產品尚未成熟，成長率亦低於 CRWD
- 至於 S，我們認為其在產品效能仍輸給 CRWD 下，向上擴展具備一定難度，同時其仰賴新客戶獲取成長亦會在 IT 支出不確定性下，存在營收成長疑慮，反應在財測對全年 NNARR 預期下調。然而其估值約交易在 P/S 5x，對比 CRWD 23x 大幅折價下，我們認為 S 具戰略收購意義，考量 S 的平台完整性高，既有成熟業者若要整合具一定難度，因此在端點佈局尚未完整且為資安較新進業者會是合理潛在收購方，如 GOOGL (Wiz + Mandiant +SecOps 產品)，而 GOOGL 在資安領域亦相對不具壟斷考量

圖 18: EPP 市佔率，MSFT 及 CRWD 持續突出

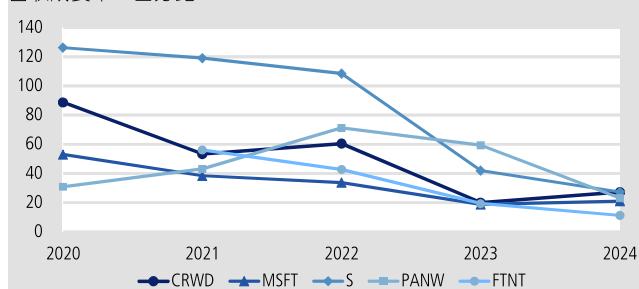
市佔率，百分比



資料來源: Gartner ; 凱基

圖 19: EPP 產業中 CRWD 營收增速仍優於 MSFT, PANW

營收成長率，百分比



資料來源: Gartner ; 凱基

圖 20: SIEM 導入 GenAI 可大幅減少作業時間

Task	Without AI	With AI	How AI Can Help?
搜集與標準化新資料來源	1-4 天	10 分鐘	- 推薦整合方式 - 建立並轉換資料匯入 pipeline
創建或轉變偵測規則	1-3 小時	15 分鐘	- AI 助理建立並轉換偵測規則 - 解釋警示內容
警報分類	>10 分鐘/警報	每分鐘處理上百則警報	透過關聯相關警示，自動將其整合為攻擊層級的發現結果，實現警示分類自動化
偵查威脅	2-20 小時	30-60 分鐘	- 執行關鍵調查步驟——提供攻擊細節描述、摘要受影響的主機與使用者、顯示相關的 MITRE ATT&CK 策略等 - 建立逐步修復計畫 - 透過產生 ESOL 查詢語句，簡化臨時分析與資料強化
事件回應	2-10 小時	30-60 分鐘	- 建議修復步驟 - 記錄事件內容

資料來源: Elastic ; 凱基

資料安全 - GenAI 為重點催化劑

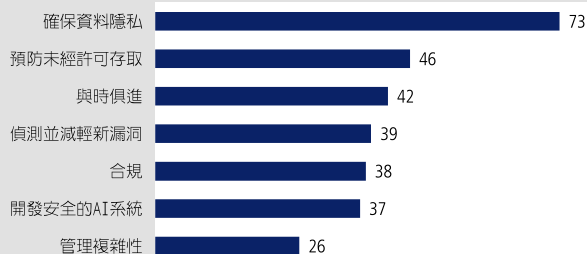
- 我們認為在廣義的資料安全產業中，投資人於 GenAI 時代可關注：1) DSPM - 導入 GenAI 前的基礎建設投資；2) 資料備份 - 企業上雲助企業重新審視供應商；3) DLP - GenAI 協助制定更彈性規則，有助產業成長率上修，日漸嚴謹與管控範圍擴大的法規監管亦為產業潛在催化劑。
- 企業在導入 GenAI 時普遍遇到資料外洩與開放權限以提升員工生產力的兩難，Lakera 調查顯示企業認為資料隱私是 AI/LLM 的最大威脅，因此需先透過資料安全的投資以釐清資料的風險程度並衍生相關的資料運用規範，而 Data Security Posture Management (DSPM) 提供企業對內部的資料發現、分類，並進一步進行風險評估，與後續的監控和事件回應，根據 Cyera 發布之 The 2024 DSPM Adoption Report，2024 年僅 19% 的企業導入 DSPM 產品，而至 2025 年中將有 75% 的企業導入相關功能，其成長率為資安各次產業之最，亦符合 ZS 提及資料安全需求從過往僅在金融、政府等監管密集產業擴大至各產業普遍的投資。
- Cyber Resilience 業者 Rubrik, CommVault Systems 本季財報皆表現亮眼，相比資料安全注重資料外圍的防護，RBRK, CVLT 的核心資料備份產品協助企業應對勒索軟體威脅，對比傳統方案應對自然災害為主具備優勢，將持續受惠於企業上雲後重新審視資料備份供應商帶來之整

併機會，而 RBRK 藉由 2023 年收購之 Laminar 進入 DSPM 市場，近期亦跨足身份備份市場。

- 我們認為 GenAI 將使 Data Loss Prevention (DLP) 產業迎來復甦時刻，DLP 主要用於防止企業內部資料外洩，及針對外洩狀況進行即時監控和警報。產業競爭格局大致以賽門鐵克（後被博通收購）、Proofpoint 等地端方案為主，但當企業開始上雲，面對更彈性的網路架構與應用程式日漸複雜化，傳統 DLP 逐漸不堪負荷出現警報繁雜的問題。我們認為 GenAI/ML 可解決傳統 DLP 多以正規表達式進行規則制定，在規則制定過程繁複與僵化下難達到防護目的之痛點，而 GenAI/ML 可透過學習使用者行為、偵測異常行為達到主動防護及更彈性的 DLP 政策，2026 年 DLP 市場規模為 US\$2,416mn，2025-2029F CAGR 9.1% (per Gartner)，ZS 正持續從傳統業者賽門鐵克、Proofpoint、Fortra 奪下市佔。
- Data Security 重點業者包含：ZS 於 DLP 市佔第 4，Data Security ARR 佔比達 13% (F2Q25)，RBRK 自資料備份跨足 DSPM ARR YoY 300%，VRNS，我們亦注意到 DSPM 新創 Cyera 出現類似 CNAPP 新創 Wiz 發展軌跡，成立四年便達到 US\$6bn 估值，在過去 18 個月中 F500 客戶提高 353%，估值提升 12 倍，代表性客戶 AT&T、Chipotle、UiPATH、DocuSign 等

圖 21: 企業認為確保資料隱私問題為 AI/LLM 最大威脅

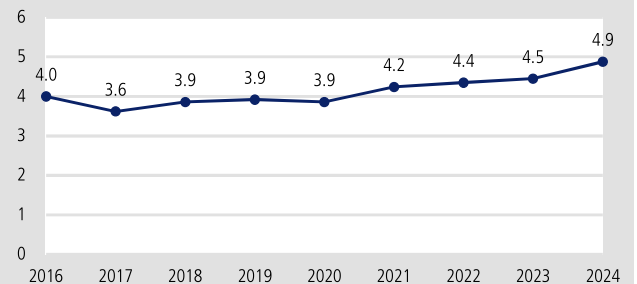
回答比例，百分比



資料來源: Cyera : Cybersecurity Insiders ; 凱基

圖 22: 企業平均單次資料外洩損失持續增加

企業平均單次資料外洩損失，百萬美金



資料來源: IBM ; 凱基

Identity - AI Agent 使機器身份激增

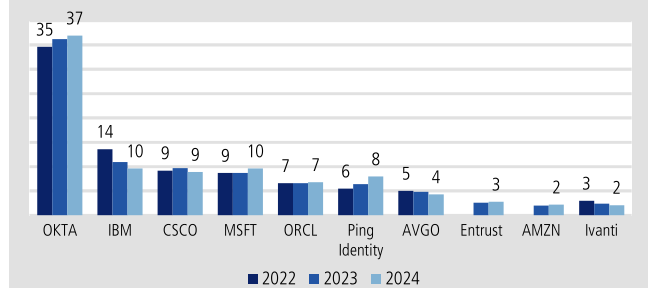
- IAM 領域主要次產業包含 AM (Access Management, 代表性業者 OKTA)、PAM (Privileged Access Management, 代表性業者 CYBR) 與 IGA (Identity Governance and Administration, 代表性業者 SAIL)，AI Agent 對於產業衝擊在其具機器身份的存取特性 (API, 金鑰...) 卻擁有人類的行為特徵，因此大幅擴大組織內部攻擊面 (attack surface) 與防禦難度，不論是 Agent 存取企業內部資料、互相交換資訊、與客戶交流等用例皆對攻擊者來說是價值重大的目標，Gartner 便預估 2028 年企業將有 25% 的漏洞可追溯至 AI Agent 濫用，因此在部署過程中 Agent 資料存取權限制定、生命週期管理與可見性變得至關重要，同

時 AI Agent 數量激增亦讓手動管理機器身份變得窒礙難行，刺激企業轉向現代化身份解決方案。

- 我們認為在管理 AI Agent 上，PAM 及 IGA 相對 AM 更具價值，係因 AI Agent 的管理複雜性增加，以及側重於權限管理的特性，雖 AI Agent 或機器身份的定價遠低於人類身份，但整體的交易規模仍會提升。重點業者包含 CyberArk (CYBR US)，近期收購 Venafi (機器身份)、Zilla (IGA) 擴大自身 TAM，將在今年稍晚切入 AI Agent 市場，營收貢獻於 FY26 後；OKTA 將於 F3Q26 推出 Auth for GenAI。

圖 23: AM 產業市佔率，OKTA 及 MSFT 突出

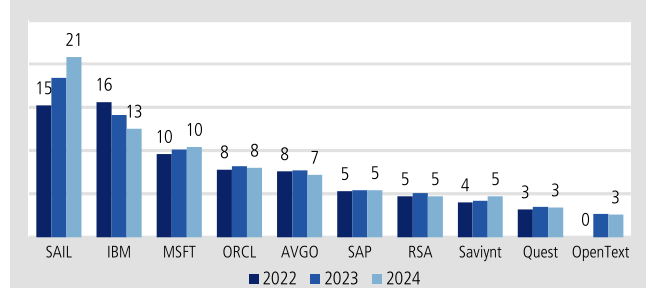
市佔率，百分比



資料來源: Gartner ; 凱基

圖 24: IGA 產業市佔率，SAIL 及 MSFT 突出

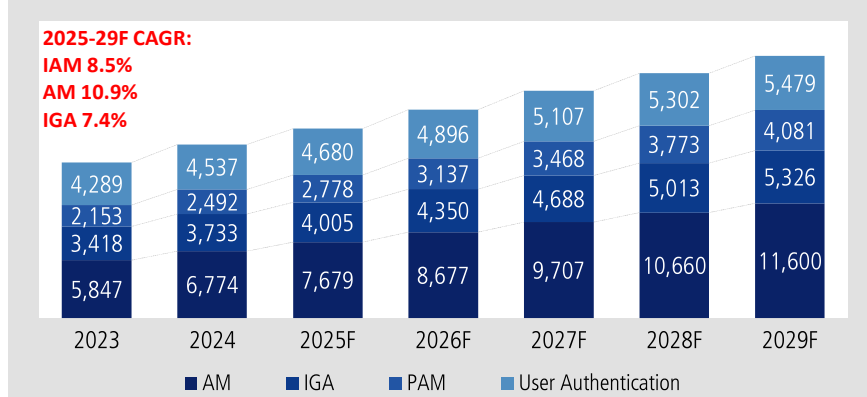
市佔率，百分比



資料來源: Gartner ; 凱基

圖 25: IAM 產業成長率低於資安產業平均，靜待 Agent 激增後的商機顯現

市場規模，百萬美元



資料來源: Gartner ; 凱基

圖 26: IAM 業者對 AI Agent 觀點

Cos	Sector	C4Q24/1Q25 Earnings Call
OKTA	AM	- AI Agent 像是強化版的機器身份，目前我們業務的很大一部分是登入機器。現在不僅面臨基本的身份驗證挑戰，而且還面臨隨著所有這些應用程式的數量級增加，登入的物件越來越多，必須擔心服務中的細微授權 - 在企業中一個解決方案是您可以在 Salesforce 或 ServiceNow 中完成所有工作，但對大多數組織來說不切實際。所以企業正在做的是圍繞一堆東西來建造一個 AI 包裝器。一旦他們獲得該 API，他們就需要一個類似 Auth0 的細粒度授權系統，以確保能夠輕鬆表達有關誰、什麼 Agent、什麼角色以及哪個群組可以存取該 API 內這些資訊的哪些部分的規則 - 如果該 Agent 需要彈出並獲得用戶的批准，Auth for GenAI 會支援這一點，可以從用戶那裡獲得加強版生物特徵認證
CYBR	PAM	- AI 正在以 Workforce 的形式引入全新的身份，其數量很快就會超過人類，就像其他所有身份一樣，需要 CyberArk 來保障安全 - 客戶向我們詢問的另一個與機器身份相關的主題是人工智慧，特別是 AI Agent 以及它如何影響他們的安全態勢。從歷史上看，例如 RPA 這樣的功能需要人類編寫模仿人類行為的自動化程式碼。當 AI 從 Copilot 發展到 Agent 時，它們可以自主地代表用戶完成任務，從而完全創建自己的自動化。換句話說，他們獲得並授予特權，反過來，攻擊面擴大了。與人類一樣，AI Agent 需要適當的特權控制。
SAIL	IGA	- 宣布開發 Agent 身分安全，預計該產品將於今年稍後上市，機器身分安全於 2024 年 10 月剛推出，為 F4Q25 做出重要貢獻，成為近年成長最快的新產品，暫時將其定價為人類身份的三分之一 - 傳統 IAM 並不適用於 AI Agent，因為其不必然經過登入過程，對 Agent 重要的是釐清 Agent 的權限範圍，亦是客戶採用 Agent 時猶豫之處

資料來源: 公司; 凱基

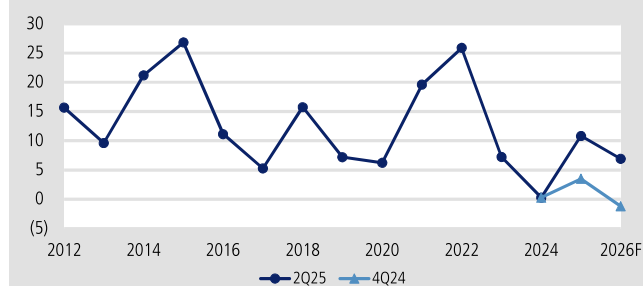
網路資安 - 防火牆更新週期下 ZT 業者持續受惠

- 企業內部佈建之防火牆約在 4-6 年會出現持續約 4-5 季較顯著的更新週期，主要由：1) 防火牆廠商針對部分機種 EOS (End of Service) 以及 2) 企業內部替換舊有機種所驅動。回顧 2012 年至今 PANW, FTNT, CHKP 三間防火牆硬體廠商營收中的「產品」細項，可發現：1) 三間業者的 2025/2026 年產品營收年增率市場共識已從 4Q24 的 4/-1% 上修至 11/7% 反應防火牆硬體更新週期已使 FTNT, CHKP 1Q25 產品營收優於市場預期；2) 上修後之年增率仍低於 2015/2018/2022 年之高峰 27/16/26%；3) 三間業者「產品營收」佔比已從 2013 年之 35-60% 降至 15-30%，反應業者平台化擴展至其他業務以及訂閱至佔比提升。展望此次防火牆更新週期，我們認為在：1) 疫情期間客戶大量採購硬體設備；2) 防火牆業者亦積極推銷自家軟體產品之影響下，使防火牆更新週期對產品營收的挹注相較不明顯。
- 根據 Cybersecurity Insiders 資料，未來二十四個月預計採用 SSE 的組織從 2024 年的 69% 提升至 2025 年的 79%，而 46% 的組織計劃從 ZTNA (Zero Trust Network) 開始採用 SSE 以取代傳統 VPN，顯見企業持續擴大採用 SSE 等新型資安架構。
- 對 ZS, PANW 等次世代業者而言，更新週期增加銷售團隊與客戶接觸的機會，同時根據 PANW 說法，企業若無上雲便會落後 6 個月以上採用前沿 GenAI 技術，給予次世代業者機會替換原有硬體防火牆之契機。目前 PANW, FTNT, CHKP 與 CSCO 約佔 Network Security 市場的 66% 市佔，我們看好 ZS 與 PANW 能在此輪週期下受惠。
- ZS 推出成本降低計畫取代防火牆、VPN、VDI 等傳統架構獲客戶青睞，ZPA (Zscaler Private Access, ZTNA 產品) 佔 NNACV 31%，同時 ZTE 平台化 + Z-Felix 銷售有助緩解過往 SASE 相較 EDR 需更換諸多硬體設備較難導入之痛點；PANW 則持續透過其龐大之現有安裝基礎將

客戶遷移至 FWaaS 與虛擬防火牆等，公司表示核心硬體成長 5-8%，軟體防火牆將驅動產品營收成長。

圖 27: 防火牆業者產品營收已有上修

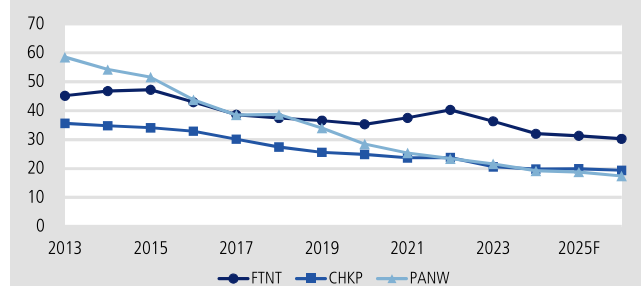
PANW, FTNT, CHKP 產品營收總和年增率，百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 28: 防火牆業者產品營收比例持續減少

產品營收佔比，百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 29: 防火牆業者對更新週期觀點

更新週期觀點		競爭動態
PANW	- 核心硬體成長將維持 5-8%，軟體防火牆將驅動產品營收成長，產品營收結構已從硬體往軟體轉變	- PANW 在虛擬防火牆和 FWaaS 有近 50% 市佔，FWaaS 擁有基於多雲的最佳雲端網路流量技術，在更換週期可以具備搶市占機會 - 不斷看到客戶在採用硬體設備的同時採用軟體防火牆
FTNT	- 在 2025-26 年看到升級或更新週期的機會，四分之一的安裝基數將在 2026 EOS，部分客戶在 1Q25 即開始更新 - 到目前為止擁有 EOS 設備的客戶和小客戶購買的更多 - 對於擁有大型 FortiGate 的大客戶來說，這取決於策略，也取決於是否整合更大的 FortiGate 或購買幾乎相同數量的相同下一代型號	
CHKP	- 就產品而言，我們開始看到這個更新週期在 2H24 後開始加速，大部分來自更新和我們現有的客戶 - 不考慮總體環境的影響，預計 2H25 Quantum Force 的更新將會加速 - 一些競爭對手也提到有一個大規模的更新週期，預計將於 2H25 開始，並持續到 2026 年	- 新產品推出後期性價比相對競品具備優勢
CSCO	- 低階防火牆已在 F1Q25 完成更新，CY24 已開始更新高階防火牆，中階防火牆將在 CY24 年末開始更新	N/A

資料來源: 公司 ; 凱基

焦點公司

CrowdStrike: 佔據競爭利基使 CRWD 成為資安產業長期贏家

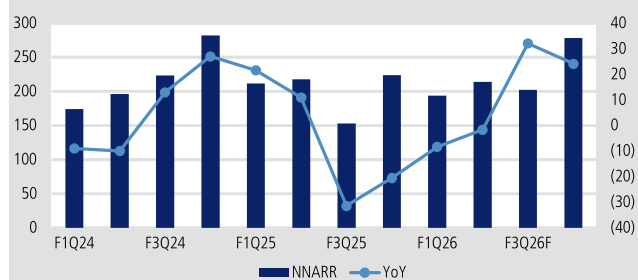
- EPP (最大次產業 & 成長超越產業平均) 市佔第二，憑藉自研技術與併購進入 IAM, CWPP, CSPM, SIEM, VM 等次產業，在明星產業市佔皆為前十並持續獲得市佔率，我們重啟覆蓋給予「增加持股」評等，目標價 610 美元，係由 25x FY27 EV/Sales 推估而得
- TAM: CY25 US\$116bn, CY29 US\$250bn, imply CAGR 21%, Falcon for IT US\$8bn, Data Protection US\$9bn, Charlotte AI US\$6bn
- Financial Target: FY31 ARR US\$10bn, Cloud Security US\$2.5-4bn, NG-SIEM US\$1.5-2bn, Identity US\$1-1.5bn

F1Q26: 重點關注 F2H26 NNARR 重新加速成長

- **Reflex:** = Falcon Flex 換約，Falcon Flex 許可證的消耗速度超出預期，已看到 39 名 Reflex 客戶，最初的 Flex 合約期限為 35 個月，而在 5 個月後用量便已耗盡，為 F2H26 NNARR 重新加速幅度增添動能
- **CCP 影響接近尾聲:** 財務影響順序毛利 & FCF -> NNARR -> 營收，管理層預計 FY26 每季影響營收約 US\$10-15mn；業務已不受影響 (per Mgmt. & Expert)
- **新產品協助獲客:** 新產品 ARR 佔比達 31%，成長率: NG SIEM (50/47/50) > Cloud Security (35/29/17) > Identity (50/17/6)，本季雲端 ARR/NNARR 加速成長，NG SIEM 年增三位數，已協助公司獲取新客戶 (對比過往交叉銷售為主)
- **擴大 MSSP 合作:** MSSP 佔本季交易價值 15% (vs. FY24 中個位數)，MSSP 主要著重在 SMB 與託管市場，過去以 SentinelOne 為主，CRWD 調整策略向下競爭

圖 30: CRWD NNARR 將於 F2H26 加速成長

NNARR, 百萬美元 (左軸); NNARR 年增率 (右軸)

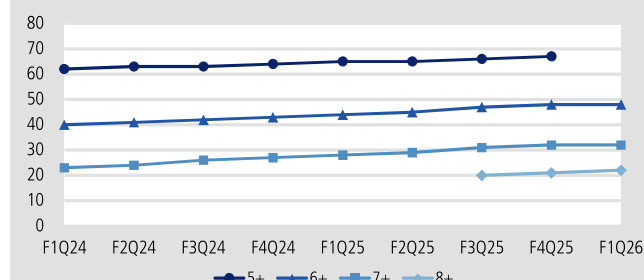


資料來源: Bloomberg; 凱基

備註: 財年止於 1 月

圖 31: CRWD 客戶多模組採用率持續提升

模組採用率, 百分比

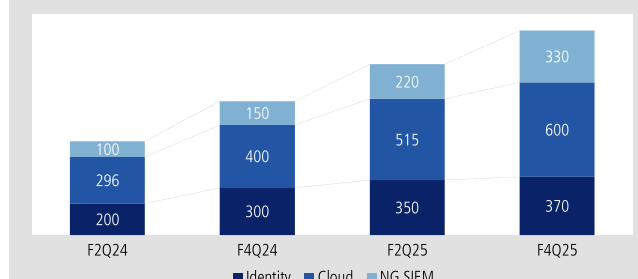


資料來源: Bloomberg; 凱基

備註: 財年止於 1 月

圖 32: CRWD 新興產品 ARR 成長延續

新興產品 ARR, 百萬美元

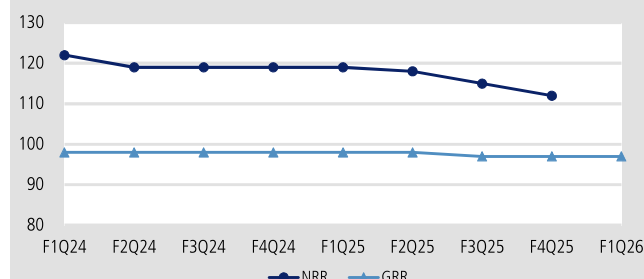


資料來源: Bloomberg; 凱基

備註: 財年止於 1 月

圖 33: CRWD GRR 仍維持在 97% 以上

模組採用率, 百分比



資料來源: Bloomberg; 凱基

備註: 財年止於 1 月

Zscaler: SASE + Data Security 長期贏家

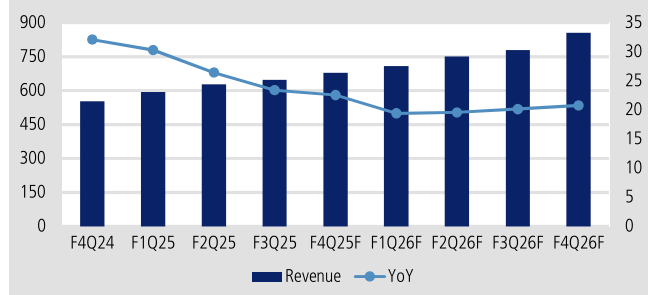
- 憑藉 ZT 架構持續取代傳統網路資安，Gartner 預估 SASE 產業將以 CAGR 24% 成長，ZS 持續獲得市佔，此外 Data security 業務將成為額外的催化劑，我們重啟覆蓋給予「增加持股」的投資評等，目標價 400 美元，係由 19x FY26 EV/Sales 推估而得
- Bottom-up SAM: US\$96bn (vs. F3Q25 ARR US\$2.9bn)，Zero Trust for users US\$39bn、Zero Trust for cloud and branch US\$35bn、Data Protection US\$20bn、AI-Analytic Solutions US\$2bn (per ZS)
- SASE: 2028 TAM US\$29bn，2024-2028F CAGR 24% (SD-WAN 20%+Firewall Applications 24%+ FWaaS 70%+ SWG 19%+ CASB 24%+ ZTNA 24%+ eDLP 53%+ DEM 80%) (per Gartner)

F1Q26: 防火牆更新週期獲得市佔；PANW 競爭擔憂消除

- 防火牆更新週期獲得市佔 + Z-Flex 彈性採購擴大平台化: 在企業處於防火牆更新週期下，ZS 以成本降低方案與統一架構協助客戶遷移，ZT-Branch 中有 59% 是新客戶；本季宣布 Z-Flex 彈性採購擴大平台化進展，TCV US\$65mn。我們認為 ZS 可憑藉其架構優勢與減少銷售摩擦在防火牆更新週期下獲得市佔，市場預估其 FY26 營收將逐季加速成長
- 平台化布局日益完善消除 PANW 競爭擔憂: ZS 三大產品新支柱 ZTE+Data Security Everywhere+Agentic Operations ARR 達 US\$1bn，佔 ARR 24%，ZTE 客戶 210 家 (目標 FY26 390 間)，QoQ 60%，對比 PANW 未若預期上修 NGSARR。另在 SecOps 上整合 ZDX (ITOps)、收購之 Avalor (Data Lake)、Red Canary (MDR) 成 Agentic Operations，將切入 SIEM 加深於企業 SOC 中地位
- Data Security 受惠 IT 支出優先度往前: Data Security F2Q25 ARR 佔比達 13%，GenAI 推動企業廣泛投資於資料安全上 (vs.過往多為金融 & 政府需求)，ZS 資料安全產品，橫跨 Cloud, email, SaaS...，競爭利基在於每日處理 500 兆筆訊號

圖 34 市場預估 ZS 營收將於 FY26 逐季加速成長

營收，百萬美金 (左軸)；營收年增率，百分比 (右軸)

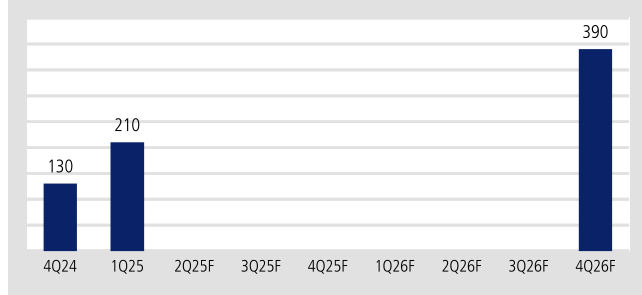


資料來源: Bloomberg；凱基

備註: 財年止於 7 月

圖 35: ZS 目標於 FY26 達 390 間 ZTE 客戶

ZTE 客戶數，間



資料來源: Bloomberg；凱基

備註: 財年止於 7 月

Okta: AM 領導業者 + 交叉銷售機會

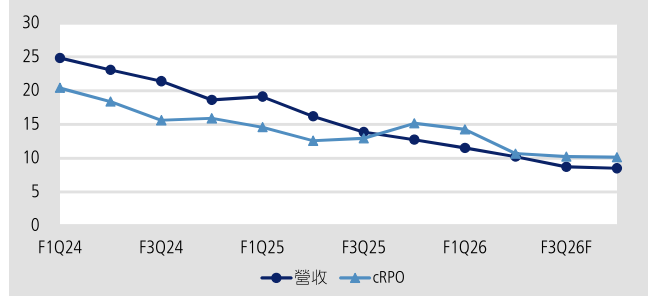
- IAM 中的 AM 市佔第一，近期切入 IGA, PAM 等鄰近次產業，約 20k 客戶基礎具交叉銷售潛力，惟 Agent 認證等產品待 F3Q26 推出，靜待明確上修週期訊號出現，我們重啟覆蓋給予「持有」評等，目標價 110 美元，係由 6x FY27 EV/Sales 推估而得
- TAM: US\$80bn，員工數 >250 人的 50k 美國企業*2 = US\$42bn (AM, IGA)+現代基礎建設存取投資/雲端支出 = US\$8bn (PAM)+ to c 基於 4.4bn FB 用戶與服務業員工 = US\$30bn (per Mgmt.)
- TAM: IAM 2029 US\$26bn，2025-2029F CAGR 8.5% (per Gartner)
- Penetration: 現有客戶 20k vs. 員工數 >250 人美國企業 50k

F1Q26: cRPO 首次連兩季季減，團隊專業化初見成效

- **cRPO 首次連兩季季減，財測隱含 F2H26 營收年增率減速**：F2Q26 cRPO 財測 US\$2,205mn，QoQ -1%，低於預期 1%，為該司首度 cRPO 連兩季呈現季減，且在 F1Q26 營收優於預期 1% 下尚未上調全年財測，隱含 F2H26 營收年增低於 9%
- **銷售團隊專業化初見成效**：公司針對銷售團隊進行專業化措施，已在公共部門看到成效，本季前 3 大交易有 2 筆在公共部門，聯邦部門採用 SSO, MFA, 生命週期管理, Workflow 等產品以取代原先手動管理方案。管理層將擴大於 Auth0 的專業化進程，Auth0 銷售管道於 3-4 月持續擴大
- **OIG, OPA 等新產品仍有追加銷售空間**：OIG F4Q25 ACV US\$100mn，佔比，僅滲透 1.3k 客戶，對比 20k 總客戶數仍有追加銷售空間，Lifecycle Management ACV US\$300mn，若升級至 OIG ACV 可提升 30-40%，OPA 仍在早期階段，僅有 <100 間客戶導入三個方案，新產品 (OIG, OPA, Device Access, ISPM, 細粒度授權...) 佔 F4Q25 訂單 20%

圖 36: OKTA 財測隱含 F2H26 營收年增低於 10%

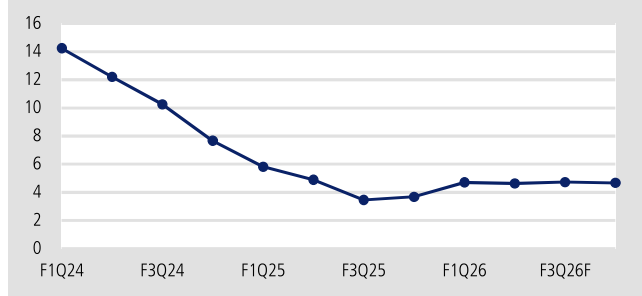
營收與 cRPO 年增率，百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基
備註: 財年止於 1 月

圖 37: OKTA 客戶數年增持續低迷

客戶數年增率，百分比

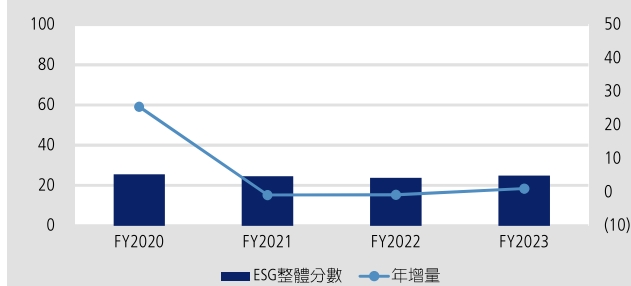


資料來源: Bloomberg ; 凱基
備註: 財年止於 1 月

CrowdStrike (CRWD US)

圖 38 : CrowdStrike – ESG 整體分數

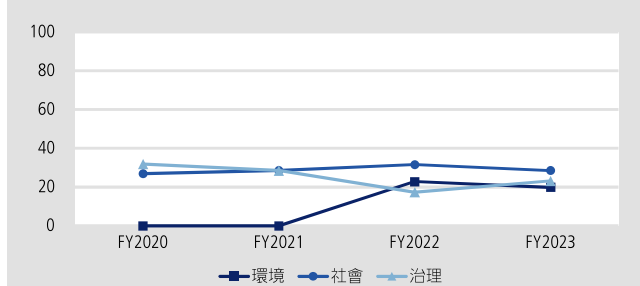
ESG 整體分數 (左軸) ; 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 39 : CrowdStrike – ESG 各項分數

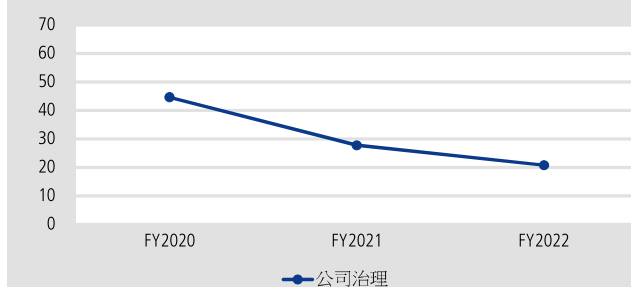
ESG 各項分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 40 : CrowdStrike – 公司治理

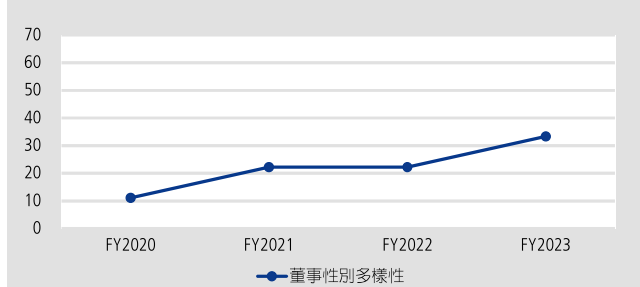
公司治理分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 41 : CrowdStrike – 董事性別多樣性

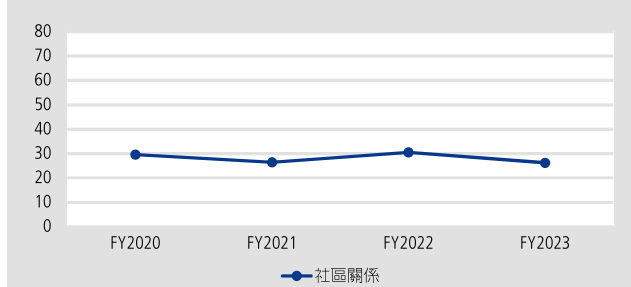
董事性別分散比例, 百分比



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 42 : CrowdStrike – 社區關係

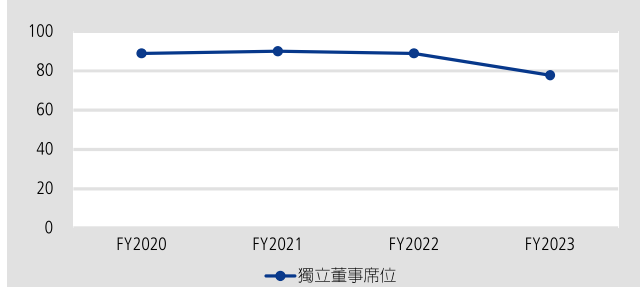
社區關係分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 43 : CrowdStrike – 獨立董事

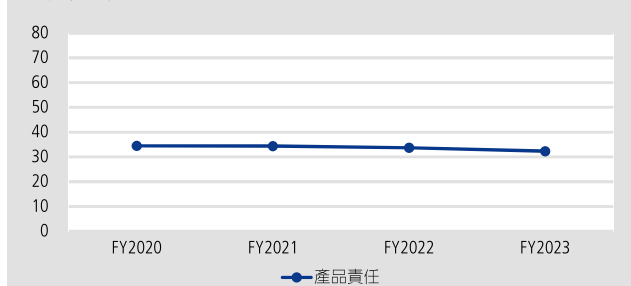
獨立董事佔比, 百分比



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 44 : CrowdStrike – 產品責任

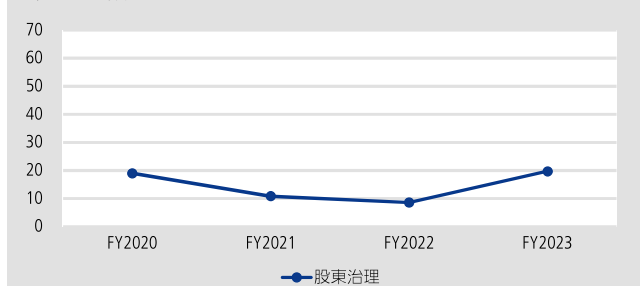
產品責任分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 45 : CrowdStrike – 股東治理

股東治理分數

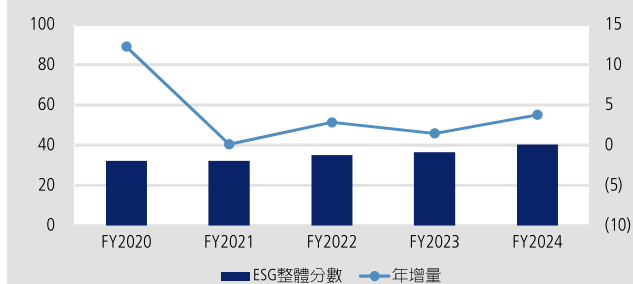


資料來源 : Refinitiv、公司資料

Okta (OKTA US)

圖 46：Okta – ESG 整體分數

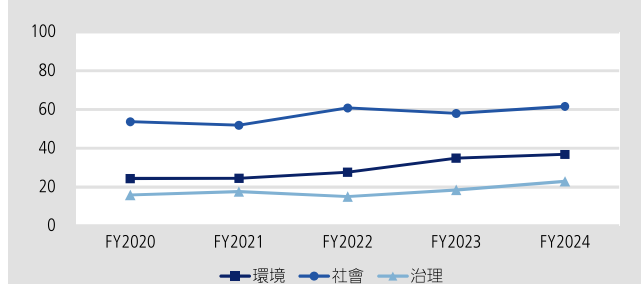
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 47：Okta – ESG 各項分數

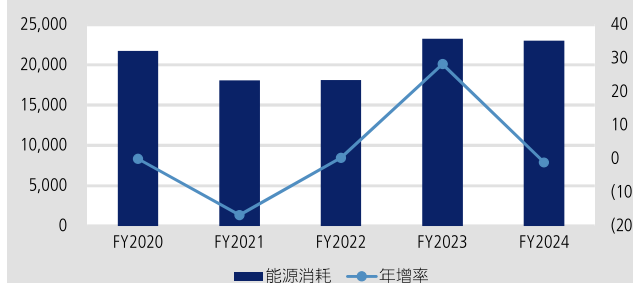
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 48：Okta – 能源消耗

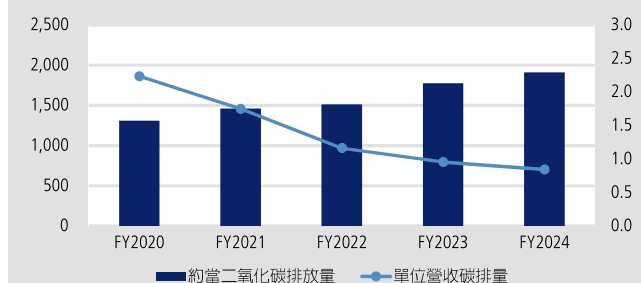
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 49：Okta – 碳排放量

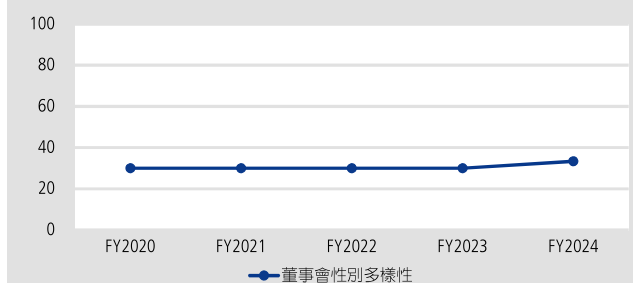
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 50：Okta – 董事性別多樣性

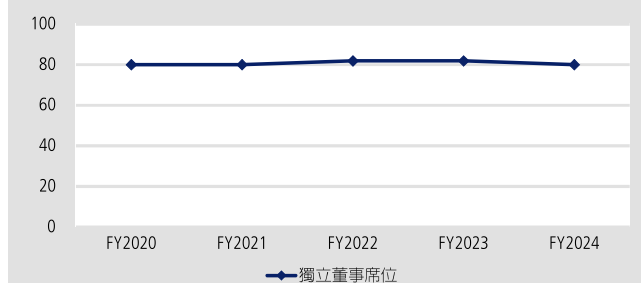
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 51：Okta – 獨立董事

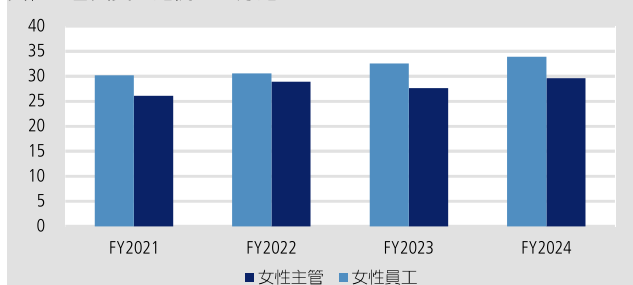
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 52：Okta – 性別多樣性

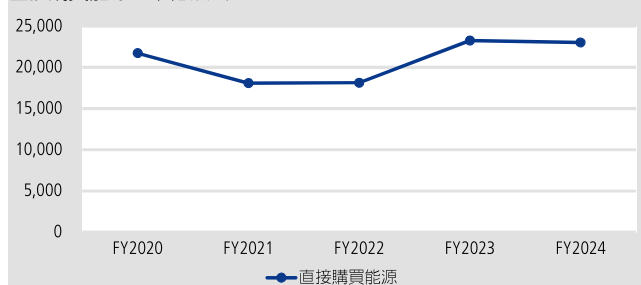
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 53：Okta – 直接購買能源

直接購買能源，十億焦耳

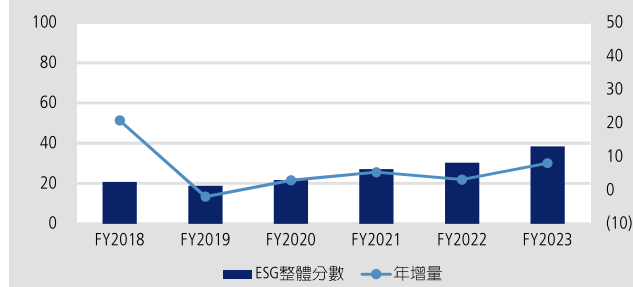


資料來源：Refinitiv、公司資料

Zscaler (ZS US)

圖 54 : Zscaler – ESG 整體分數

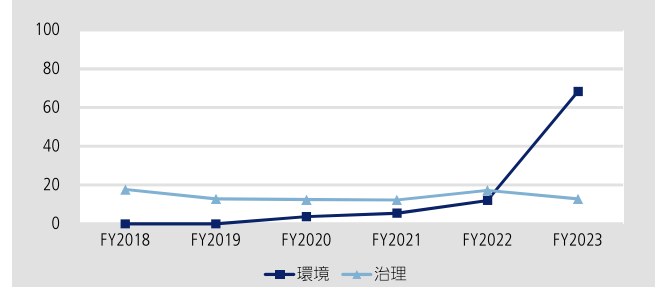
ESG 整體分數 (左軸) ; 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 55 : Zscaler – ESG 各項分數

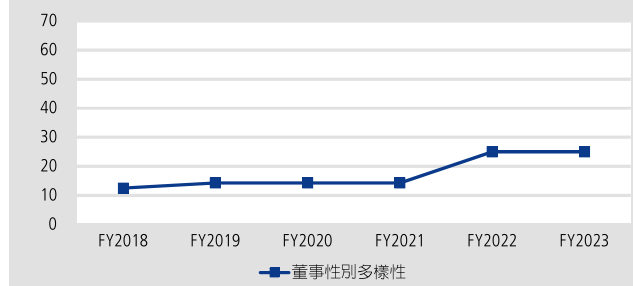
ESG 各項分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 56 : Zscaler – 董事性別多樣性

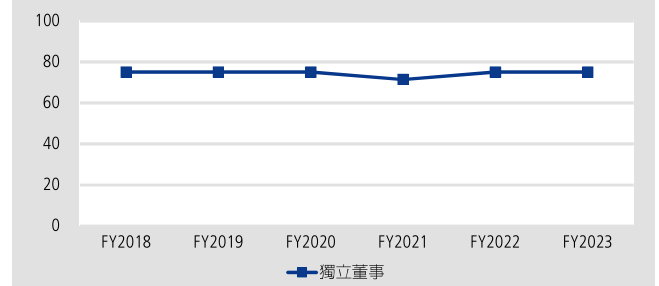
董事性別分散比例, 百分比



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 57 : Zscaler – 獨立董事

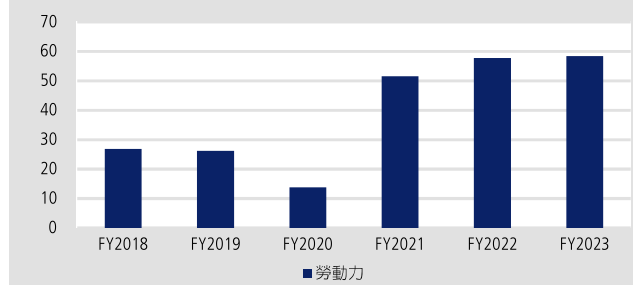
獨立董事佔比, 百分比



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 58 : Zscaler – 勞動力

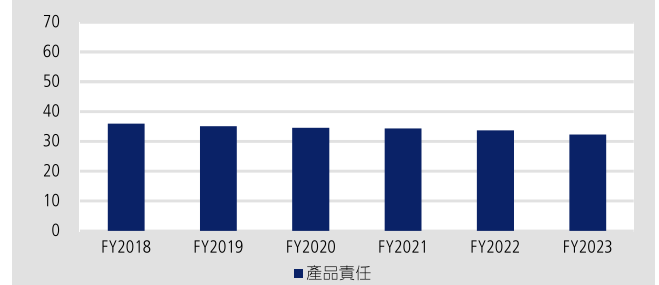
勞動力分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 59 : Zscaler – 產品責任

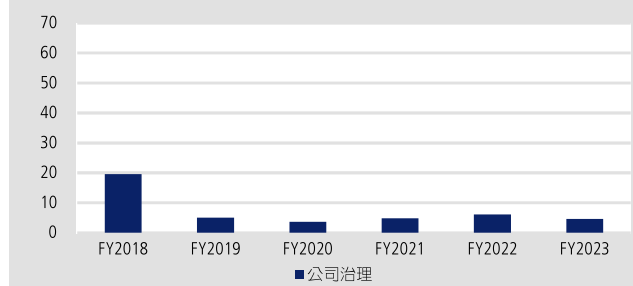
產品責任分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 60 : Zscaler – 公司治理

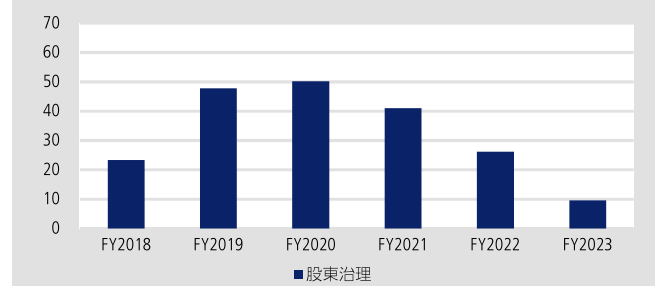
公司治理分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 61 : Zscaler – 股東治理

股東治理分數

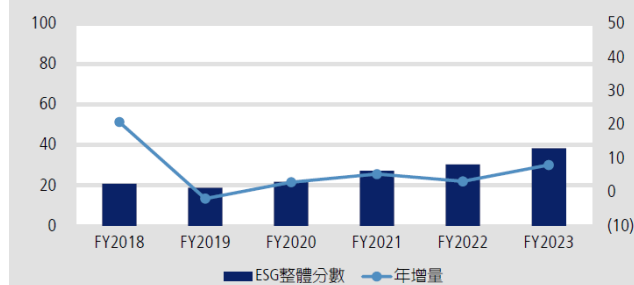


資料來源 : Refinitiv、公司資料

Zscaler (ZS US)

圖 54：Zscaler – ESG 整體分數

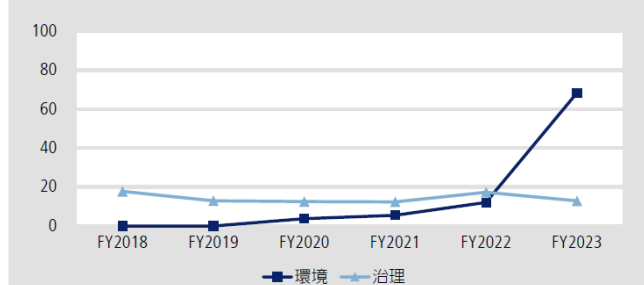
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 55：Zscaler – ESG 各項分數

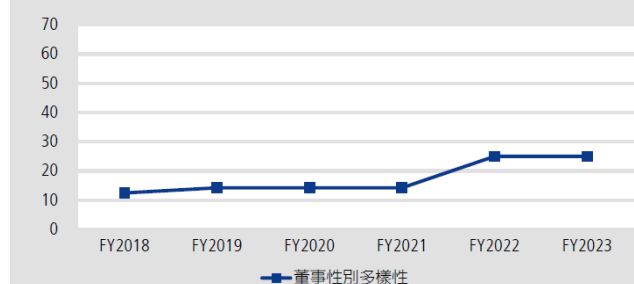
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 56：Zscaler – 董事性別多樣性

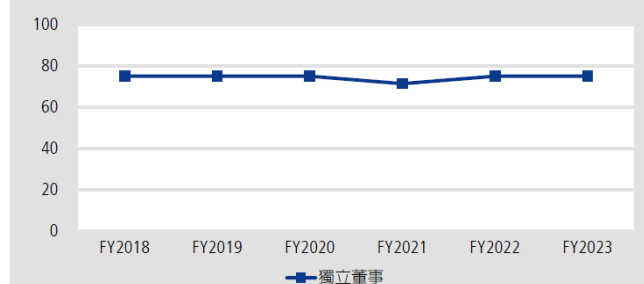
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 57：Zscaler – 獨立董事

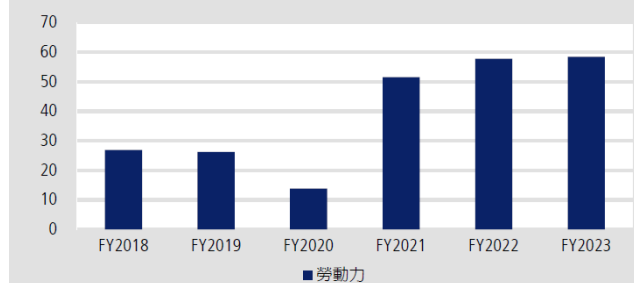
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 58：Zscaler – 勞動力

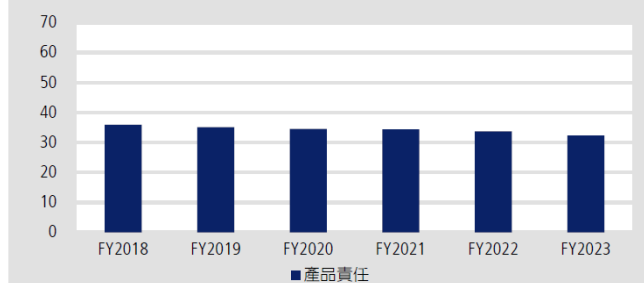
勞動力分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 59：Zscaler – 產品責任

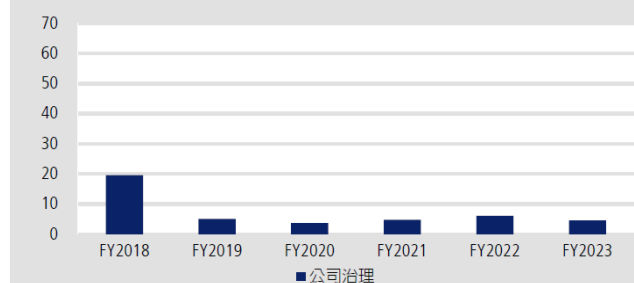
產品責任分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 60：Zscaler – 公司治理

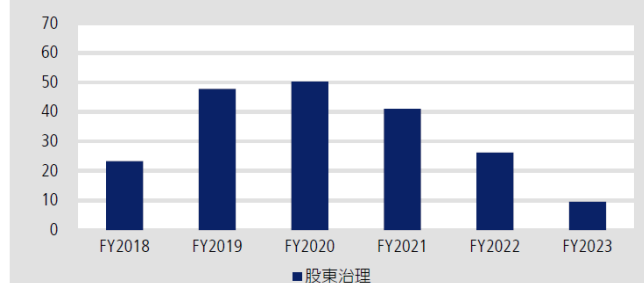
公司治理分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 61：Zscaler – 股東治理

股東治理分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

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，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。