

軟體產業

GenAI 投資週期進入 AI Agent 及應用軟體百花齊放階段

焦點內容

1. 推理模型加速 AI Agent 進展，使用量計費(UBP)模式將漸成主流商業模式。
2. 聚焦 5 大投資主軸，率先佈局「工作流程重塑」及「商業應用生態系壁壘」。
3. 資料彙整 + 基礎架構疏通 = 使用 GenAI 第一步。而 AI Agents 衍生監測、資料安全、身分認證及安全服務邊緣等資安領域需求提升。

評論及分析

推理模型加速 AI Agent 進展，使用量計費(UBP)模式將漸成主流商業模式。 我們觀察到與 2024/9 異同及 4Q24 商用軟體財報通讀(見圖 3-6)焦點：(1)DeepSeek V3/R1 突顯及加速 GenAI 使用成本下滑，開源周 Day6 數據顯示 DeepSeek 理論成本報酬率達 545%(意味毛利率高於 80%+)，GPU 利用率為影響利潤之關鍵，開源陣營進步將使客製化模型比重自 2024 年 5%成長到 2026 年 14%(見圖 8)，帶動客製化 AI Agent 進展。(2)GenAI 目前仍屬催化劑非顛覆者，IT 支出分歧及企業跨售/向上銷售能力仍左右財報表現；(3)使用量計費(Usage-based pricing; UBP)/成效導向計費(Outcome-based)模式將成為主流，目前為轉換期，SaaS 模式成長受限 GenAI 成本(per tokens 計價)與營收(per seat 收費)不匹配及職位空缺率於 1Q25 進一步下滑(見圖 7)，我們預期客製化 AI Agent 逐漸放量後 2026 年將有較顯著的 UBP 貢獻；(3)推理模型加速 AI Agent 進展，2025/26 AI Agent 導入率將達 52/82%(vs. 2024 10%)，我們認為掌握規劃層+資料層疏通將成為競爭關鍵。

聚焦 5 大投資主軸，率先佈局「工作流程重塑」及「商業應用生態系壁壘」。 2025 年凱基偏好軟體投資主軸包含：(1)工作流程重塑，基於敏捷性及軟體迭代加速，TheCUBE 預估將有 50%企業於 2025 年底採用統一平台簡化工作流程，提供更安全和快速的開發、部署及監控環境，關聯公司包含 ServiceNow, Atlassian, Monday.Com；(2)商業生態系壁壘，Gartner 預估帶有 GenAI 功能的 CRM 軟體於 2025 成為主流(vs. 應用軟體整體為 2026 年)，2024-28F 年複合成長率達 51%，具商業生態系壁壘公司有望主導 Agentic AI 發展並加速客戶進行雲遷移，關聯公司包含 Salesforce, SAP, Shopify；(3)資料彙整 + 基礎架構疏通 = 使用 GenAI 第一步，串流資料 + LLMs + VectorDB = Real-time AI Agents，關聯公司包含 Snowflake, Confluent, Palantir；(4)零信任仍為資安產業主流論述，AI Agents 衍生值得留意的資安領域包含：監測、資料安全、身分認證及安全服務邊緣，關聯公司包含 CrowdStrike, Cloudflare, Rubrik；(5)AI Everywhere，在消費性網路應用中我們觀察到 GenAI 對數位廣告、推薦系統及放貸服務具有相對顯著的效益，關聯公司包含 Netflix/Reddit, Upstart/SoFi 等。

投資建議

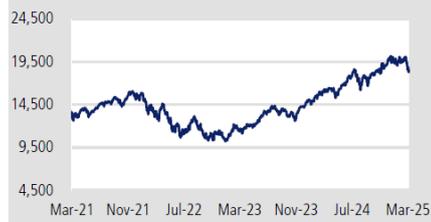
我們建議投資人聚焦軟體 5 大投資主軸(見圖 1-2)，相關焦點個股包含 ServiceNow(NOW US), Atlassian(TEAM US), Salesforce(CRM US), SAP(SAP US/GR), Snowflake(SNOW US), Confluent(CFLT US), CrowdStrike(CRWD US), Rubrik(RBRK US), Netflix(NFLX US), Upstart(UPST US)。

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



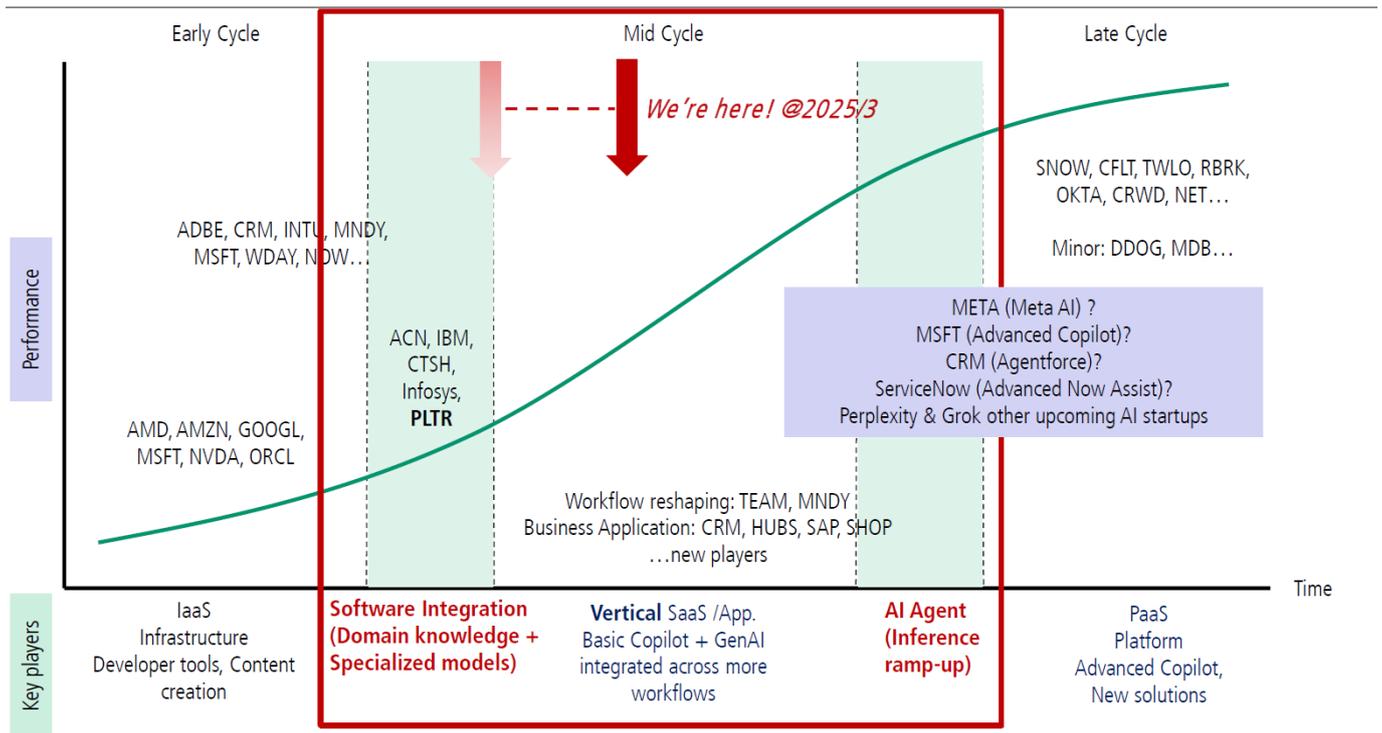
資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Salesforce	CRM US	68	76	76	58
CrowdStrike	CRWD US	28	23	39	20
Netflix	NFLX US	32	21	31	37

資料來源：Refinitiv、凱基

圖 1: GenAI 科技週期中期，2H25-2026 聚焦 AI Agent 規劃層(Orchestrator)及資料聚合業者



資料來源：凱基

圖 2: 凱基軟體核心關注之 5 大投資主軸及相關公司

Sector	Themes	Key #s, rational or 2024-25 trigger	Focus names	Related stocks
CRM / ERP / Other App SW	Business Application - 商業應用生態系壁壘，AI Agent 重塑產業	- Trigger1: LLMs & LAM 模型進步且成本大幅降低，AI Agent 協助銷售流程自動化 - AI Agent 導入率 2025/26 上升至 52/82% vs. 2024 10% (per Capgemini)，將成為企業新門戶 - Salesforce Agentforce & Microsoft Dynamics 365 在 Data source+own the path 更具生態系優勢，有助於發展 Agentic AI，採 UBP 模式減緩 Seats 減少之擔憂 - SAP(2027), ORCL(2035) & MSFT(2031) 停止支援本地 ERP 軟體更新，大企業轉換期需 2-3 年	CRM, SAP	CRM: CRM, HUBS, MSFT, ADBE, SHOP ERP: SAP, ORCL, MSFT, WDAY Voice Agent/CPaaS: TWLO
Analytics / DBMS / IT Service / AIM	Data & Analytics - 資料彙整 + 基礎架構疏通 = 使用 AI 的第一步	- Trigger: 2025 AI Agent 普及率上升，OpenAI 擴大 DSP(Data streaming platform) 採用 - AI 服務支出佔整體 IT 服務支出比例於 2024 開始攀升，於 2025/26/27 達 0.8/1.7/2% (per BI)，並帶動上雲 & 數位化顧問需求 - DBMS 次產業佔比整體軟體產業 TAM 達 14%，與 CRM 同屬前 2 大次產業，2024-28F CAGR 17% 且較 2022-24F 加速成長 (per Gartner) - Data streaming + LLMs + vector DB = real-time GenAI	CFLT, SNOW	Analytics / IT Service: PLTR, ACN, IBM, ORCL DBMS / AIM: SNOW, CFLT, MDB, AMZN, MSFT, ORCL
ITOM / AppDev / PPM / DevOps	Workflow reshaping - 敏捷性需求提高，掌握 Workflow 控制 Agents 規劃層	- 到 2026 年，超過 90% 的 IT 營運管理供應商 將在其產品或服務中嵌入 GenAI 功能，相比 2023 年不到 5% 的比例大幅提升 (per Gartner) - 50% 的企業在 2025 年底會採用統一平台來簡化工作流程、降低複雜性並改善團隊協作。提供安全、簡化、集中化的開發、部署和監控環境 (per TheCUBE) - 在開發工作流程中導入 AI 的組織，花在重複性工作上的時間減少了 25%。結合 AI 與人力監督的組織，其專案成果則提升了 40% (per TheCUBE)	NOW, TEAM	NOW, TEAM, MNDY, ASAN, FROG
Cybersecurity	Cybersecurity - 零信任 (ZT) 資安框架仍然是主流論述，但 GenAI 以及 DOGE 正在改變資安公司策略	- ZT 資安架構仍是產業最主流論述，CRWD / NET / ZS / PANW's NGS 仍維持優遠於產業平均之 25-35% 營收年增率，惟 MSFT / AVGO / CSCO 等綜合型科技公司亦擴大資安版圖以平台化 (platformization) 服務其客戶 - 因應 AI Agents 的大量出現，我們認為值得留意的資安領域亦包括 (1) Observability; (2) Data Security; (3) Identity; (4) Security Services Edge - DOGE 為短中期催化劑：除影響約 US\$6.5bn 聯邦政府資安預算，查帳過程中以未加密伺服器登入聯邦網路等作法，料將促使政府及民間部門加大資安投資佔 IT 比重	CRWD, RBRK	Zero trust: CRWD, NET, ZS, PANW Observability: DDOG, DT, ESTC Data security: RBRK Identity: OKTA, CYBR Security services edge: ZS, NET, PANW, FTNT
Consumer Internet / Fintech	AI Everywhere - GenAI + RMN/Credit decisioning = 擴大了解使用者	- Trigger: GenAI Chatbot 加速各平台從 Search engine 瓜分流量，AI SEO 產業新議題 - 2024 信用卡、抵押貸款及車貸拒絕率攀升至 21/21/11% (per FED of NY) - GenAI 分析非結構化資料，提升銀行服務品質、效率並降低成本，Cloud-native 軟具彈性 - 1Q-3Q24 零售網站來自 GenAI Chatbot 的導流增加 1x (per ADBE) - Perplexity 推出 Buy with Pro (partnership w/ SHOP), RDDT 等網站強化防爬蟲機制	NFLX, UPST	Digital ads: META, GOOGL, APP, NFLX, RDDT Fintech: SOFI, UPST, AFRM

資料來源：凱基

圖 3: 凱基核心關注議題之 4Q24 財報會議通讀

Themes	Cos	Description
IT 支出復甦	MNDY	-美國需求持續穩定, EMEA 地區在 11 月看到波動, 12 月開始轉佳, 目前皆已穩定 -SMB 情緒穩定, 成長係由企業客戶帶動
	DDOG	-整體使用量符合預期, 商業環境呈現穩定, 客戶持續增加雲端使用 -企業使用量成長最為強勁, SMB 使用量年增率與上季相比略有加速
	HUBS	-SMB 情緒已有所改善, 降級動態已趨穩定, 但仍以價值為導向進行投資 -1Q25 為全年營收成長低點, 2025 年營收將逐季加速成長
	CFLT	-看到不同客戶群間整體需求強勁, 預算和支出方面更加確定
	NET	-客戶預算審核嚴格趨勢持續至 4Q24, 1Q25 開始觀察到客戶信心恢復
	TEAM	-SMB 的付費席次擴張率在過去兩季已趨於穩定
	ESTC	-本季雲端客戶消費狀況健康, 較大客戶消費亦強勁
	SNOW	-本季客戶消費穩定, 以 technology 客戶表現相對突出
	WDAY	-EMEA 需求仍較疲軟, 英國與德國需求強勁, 係因奪下競爭者市佔
	IBM	-仍面臨客戶以優化支出為先的大環境 -諮詢業務 B/B ratio 為 1.21, 預計 2025 年將呈個位數成長, 2H25 較 1H25 加速
強化 GenAI UB 收費模式	NOW	-參考 Gartner 等第三方機構的統計數據, 軟體支出預計 2025 年將增長 14%, 高於 2024 年的 12% (KGI IR Call)
	MNDY	-宣布引入 UB 模式, 將為每個訂閱計畫提供 500 個免費積分, 企業可依照使用量加購付費積分 -2025 財測並未納入 AI UB 消費, 管理層認為 AI Agent 不會蠶食現有席位數
	NOW	-Pro 具備基本 AI 功能, Pro Plus 為進階版, 內含一定 token, 若使用完後須額外付費 -依照過往使用狀況, 預計在 2026 年開始貢獻營收 (KGI IR Call)
	SAP	-Joule 是基於消費的收費模式, 客戶僅可在雲端環境中使用 AI 功能 (KGI IR Call) -在 2027 多數客戶上雲後, AI 會成為 SAP 下一個成長點, 先前提及 AI 可創造 30% 溢價
	CRM	-管理層表示 Agentforce 在 FY26 營收貢獻不大, 仍在早期部署階段, 對 FY27 較為顯著 (符合凱基 Outlook roadshow feedback 報告試算) -Data Cloud & AI ARR 達 US\$900mn, YoY 120%, 自 10 月後完成 5k Agentforce 交易, 並有 3k 付費客戶 (vs. 2024/12 1k) 顯示變現進展正向
Upmarket 成效顯現	HUBS	-策略上維持將 AI 嵌入每個產品中, 而非獨立成為單一產品, 然預期未來將採席位 + 使用狀況定價 -財測未納入 AI Agent 貨幣化
	TEAM	-雲端 ARR > US\$10k 客戶 49k, YoY 15%, > US\$1mn 客戶 500 名, 本季簽署 ACV > US\$1mn 筆數創紀錄
	MNDY	-擴展企業客戶策略成效佳, US\$50/100k+ 客戶數 YoY 39/45%, ARR 占比達 36%/24%, QoQ 3%/4%, 對比上季 QoQ 3%/2% 皆呈加速成長
	NET	-每年支付 > US\$100k 客戶 3,297 個, YoY 27%, 佔營收比例提升至 69%, QoQ 2ppts; > US\$1mn 客戶 173 個, YoY 47% -團隊銷售效率年增雙位數, 2024 銷售優於 2023, 新聘用企業 AE YoY 84%
加大投資使 bottom-line 擴張幅度有限	HUBS	-Pro+ 客戶 > 35% ARR 使用 4+ 產品, YoY 7%、大型交易 YoY 21%、合作夥伴聯合銷售 YoY 68% -合作夥伴銷售重點在高端市場, 已開始推動其銷售多樣產品予客戶
	DDOG	-1Q25/2025 財測調整後 EPS 大幅低於預期 11/21%, 財測隱含營業費用將年增 20% -2025 年將繼續加大投資於銷售與研發, 持續開發較不成熟的國際市場、大型企業與擴大合作夥伴銷售規模, 並持續擴大產品線
	MNDY	-1Q25/2025 non-GAAP 營業利益低於預期 8%, 差異源於管理層宣布今年員工數將增加 30% (對比 2024 YoY 35%), 對比市場共識管理層及總務費用僅 YoY 6% 所致 -管理層看到企業端存在龐大需求, 將持續招募更熟悉企業客戶銷售的人才
	ESTC	-F2026 初步財測上, 管理層認為基於加大投資於銷售與研發, 相較 F2025 營業利益率僅將小幅擴張

資料來源: 凱基

圖 4: 資料庫及數據分析業者之 C4Q24 財報會議通讀

Cos	GenAI products	Key metric	C3Q24	C4Q24
ORCL	- Oracle AI (UBP) - Oracle Database 23AI (sub)	-DBaaS Rev. YoY	-Oracle 23 AI 的向量功能使客戶可使用現有資料庫中的現有數據，以增強和專業化 GenAI 模型的訓練 -資料庫上雲趨勢才剛起步，與 Azure、AWS、GCP 簽訂合約加速客戶上雲，預計雲端資料庫將成為營運第三支柱	-將於 3/10 盤後公布財報
SAP	- Joule (sub+UBP) - Business AI (sub+UBP)	-Current Cloud Backlog	-雲端訂單中有 30% 是包含 AI 用例的交易 -至 2025 年不存在 GenAI 導致的毛利率下行風險，其長期重點較關注於絕對毛利的成長	-持續受惠於 GenAI 成本降低與效能進步 -本季 50% 以上雲端訂單包含 AI 交易，GenAI 產品通常在簽約後三個月貢獻營收 -內部使用 AI 約節省 EUR300mn，預估不久後將提升至 EUR500mn
SNOW	- Cortex AI (sub) - Snowflake Intelligence (sub) - Snowflake Notebook (sub) - Cortex Search & Cortex Analysts (sub)	-Product Rev.	-F3Q25 已經部署 >1k AI 用例，>3.2k 帳戶正在使用 AI/ML 功能 -AI 不僅將使結構化和非結構化資料更加可互換，還將嚴重影響商業智慧等領域	-AI/ML 產品 WAU 達 4k，已看到 AI 產品的廣泛應用，預計將在未來幾季轉化成營收; -SNOW 存取的資料越多，Cortex Analyst 和 Snowflake Intelligence 等產品價值越大 -收購 Samoha 獲取 Data Cleanrooms 為 SNOW 在 AI 廣告帶來機會，引入 Cortex AI 針對不同廣告樣式進行 AB 測試，提升廣告的點擊率或轉換率
MDB	N/A	-Atlas Rev. YoY	-AI 加速傳統資料庫遷移速度，目前已見到 50% 以上的現代化成本節省，客戶興趣超出預期 -多數客戶仍在早期概念驗證階段，少數客戶已達在企業特定應用程式中常見的規模 -公司產品優勢在於易用性、企業級安全性與本地雲端皆可運作的彈性	-將於 3/5 盤後公布財報
CFLT	N/A	-Sub. Rev.	-OpenAI 正在擴大使用資料流平台 -GenAI 較大的需求將為企業端重新投資於數據基礎建設 -產品用於搜集 AI 所需資料以及後台運行管理(Flink)，DSP 在 RAG 中扮演重要角色	-GenAI 需要即時資料與開放資料格式興起帶動相關數據處理需求 -與 ML 相比，GenAI 更加強調數據即時性，串流應用為其基礎設施
PLTR	- AIP (case by case)	-US commercial revenue	-客戶正從原型走向生產 -模型效能持續進步讓推理價格下滑，真正價值在應用程式與工作流程端 -不同產業應用所需的技術對 Palantir 來說是相同的，業務因而能迅速擴展	-DeepSeek 顯示模型正在大宗商品化、中美 AI 競爭加劇
BASE	- Capella AI Services (UBP)	-Rev.	-推出 Capella AI Services，強調公司結合營運能力和分析能力、從雲端到邊緣的平台，在架構上整合了分散式應用程式 -可將 PDF 和 CSV 等非結構化資料以 JSON 原生格式直接引入 Capella，對整個資料集進行向量化，獲得其他平台無法達到的規模和效能	- Couchbase 的即時 JSON 分析是 AI 應用技術的重要支柱 -宣布與 Nvidia 合作在 Capella AI 模型服務中部署 Nvidia 推理微服務。為企業提供私有運行 GenAI 模型的強大解決方案 -展望未來，創新重點將放在簡化開發人員使用 GenAI 功能的過程
TDC	N/A	-Public Cloud ARR	->20% 的銷售管道包含積極的 AI 銷售參與 -50-60% GenAI 工作負載僅停留在 POC 階段，因規模化的困難，公司產品可協助客戶將工作負載大規模實施	-客戶在地端與雲端皆存有數據，重點在兩者之間有效運作，以滿足不同的業務需求 -公司在企業向量儲存在市場上具獨特地位，Teradata 企業向量儲存本季處於私人預覽階段 -未來發展方向將為地端客戶與混合雲客戶推出新產品加速其導入 AI/ML

資料來源：凱基

圖 5: 資安業者之 C4Q24 財報會議通讀

Cos	GenAI products	Key metric	C3Q24 Comments	C4Q24 Comments
CRWD	- Charlotte AI (sub)	-Subscription Rev.	-Charlotte AI 以 Agent 為本質設計，能夠根據觀察到的數據採取行動，以實現特定安全目標，F3Q25 達到創紀錄的三位數成長 -Adaptive Shield 建立在 AI 之上，與 ASPM 等產品讓客戶能在雲端中安全採用 AI	-AI 意味更多資料、存取權限與資安流程，需求從資料中心至邊緣裝置，亦增加更多存取第三方和內部 Agent 應用的過程，已看到 C-Level 從頭開始利用 AI 重塑技術堆疊 -Charlotte AI 為 GenAI 資安分析師，加速 SOC 的運作和威脅回應時間，本季達 100 多筆交易，客戶回饋可在 10-15 秒內完成主機和使用者活動的總結，相比手動需 20-30 分鐘
S	- Purple AI (sub) - Singularity AI SIEM (sub) - AI SPM (sub)	-Rev	-Purple AI 是成長最快的解決方案 -現代資安的複雜度提升使客戶對 AI 驅動的資安平台產生興趣	將於 3/12 盤後公布財報
PANW	- Precision AI (sub) - AI Access Security (sub)	-NGS ARR	-透過 AI 與自動化，加上平台化整合數據應對未來的資安威脅 -軟體部署防火牆可解決 AI 用例，使產品競爭力提升以保護超 750 個 AI 應用程式	-AI 驅動企業上雲，雲端資安較傳統資安複雜，另外駭客正使用 GenAI 加速攻擊，使資安成為關鍵 -AI 可為企業資安提供自動化，產業從碎片化朝向平台化整合有利整合數據，達到最佳的安全結果 -DeepSeek 來自中國，代表企業需要將其以隔離的方式使用，相信未來會看到更多試驗
ZS	- Zscaler for copilots (sub)	- Rev.	-在與客戶的對話中，CXO 優先考慮零信任資安和 AI 的 IT 支出，看到客戶對 AI 產品的明顯興趣 -Microsoft Copilot 的資安保護為巨大機會，AI 為降低零信任的成本與複雜性提供催化劑	將於 3/5 盤後公布財報
NET	- Workers AI (UBP) - AI Gateway (UBP) - Vectorize (UBP)	- Rev.	-可提供邊緣 AI 的推理工作，並能提供相較 CSP 更高的利用率 -本季開始看到客戶對購買 AI 推理產品的興趣，已簽署第一份 >US\$1mn Workers AI 合約	-DeepSeek 呼應公司長期呼籲 AI 存在效率改善空間，公司產品具備揮霍空間 -公司 GPU 峰值與目標平均利用率為 70%，對比 CSP 約 10%，亦即公司每單位資本支出多出 7x 獲利。相比 CSP 公司產品為按使用量付費，不需簽訂一年以上合約，也避免高峰低谷間的用量閒置問題 -大型客戶使用 Workers AI 從事推理活動，若使用 CSP 需費上 250%
AKAM	-Akamai Cloud (UBP)	-Compute Rev.	-已透過 GenAI 增強 Guardicore 和 WAF 解決方案的安全性和易用性 -平台有更多機會支援使用 AI 來執行影像生成和處理、語音識別、消費者分析和預測以及廣告短影音生成等任務	-DeepSeek 象徵 AI 運算不需昂貴 GPU，並可在邊緣運行 -AI 相關營收將在 2025 底顯現，成為 2026 後的動能
FTNT	-FortiAI (UBP/sub) -FortiGuard AI (UBP/sub)	-Rev.	-AI 驅動的資安業務成長 32%，營收占比 10.5%，YoY 2ppts	-FortiAI Ops 減少診斷網路問題所需的時間，FortiAI 整合到七種不同的網路和安全營運產品中，並且還將添加其他產品
RBRK	-Ruby (sub)	-Rev.	-M365 Copilot 等新一代 AI 應用的採用為 DSPM 的採用帶來了緊迫性 -AI 使焦點重新放回數據，DSPM 和網路復原協助客戶了解資料風險	將於 3/13 盤後公布財報
OKTA	- OKTA AI (sub) - GenAI 身份驗證 (sub)	-Rev.	-GenAI 帶動新應用程式出現，衍伸用戶登入需求 -Agent 就如同機器人，亦需進行身份驗證	-未來 AI Agent 會在不同軟體間協作，透過 API 的溝通具身份驗證的需求，GenAI 讓機器身份驗證的需求提升兩個數量級，目前業務有一定佔比是機器身份驗證 -GenAI 產品將在本月進入體驗階段，候補名單上超過 200 家財富 100 強企業和新創公司，展示活動將於 4 月舉行 -GenAI 產品將根據客戶需求預先整合，並不會被綁定到某個雲端或應用程式上，在 Agent 使用者與建立者皆有貨幣化機會
CYBR	-Cora AI (sub)	-Rev	-隨著 IoT、AI Agent 數量的快速成長，透過自動化生命週期發現、保護和管理機器的能力至關重要	-AI 使攻擊者變得更有效率、更具滲透力並最終更容易成功攻擊目標，因此需要更嚴密資安保護 -AI 正在以 AI 勞動力的形式引入全新的身份，其數量很快就會超過人類，其同樣需要被保護，AI Agent 相比 RPA 有更多自主權，意即攻擊者可攻擊範圍擴大
DDOG	- LLM Observability (UBP) - AI Integrations (UBP) - Bits AI (UBP) - Watchdog (UBP) - Event Management (UBP)	-AI Native Customer ARR	-約 3k 客戶使用 1+ Datadog AI 產品，隨部分應用開始規模化 -LLM Observability 受到數百名客戶使用，客戶反饋稱可縮短調查 LLM 延遲錯誤與品質問題的時間 -產品多用於推論端，Datadog 產品在 GPU 與 CPU 執行個體收取相同費用，未來會提供更多價值以提升在 GPU 的收費	-約有 3.5k 客戶使用 1+ Datadog AI 產品發送有關 LLM/AI 資料 -多數客戶使用場景仍是 ChatBot 或 RAG，越來越多客戶開始建構 Agent，並將其生成的數據傳送給 Datadog
DT	-Dynatrace AI Observability (UBP) -Davis AI (UBP)	-Subscription Rev.	-將 GenAI 導入產品中讓非專家用戶亦可從 Dynatrace 產品中獲得見解	-目前已有數百位來自不同產業的客戶採用 GenAI 產品 -AI 會產生大量數據增加複雜性，而透過 Observability 平台管理這種複雜性的能力對客戶至關重要。 -大型保險公司借助 Dynatrace AI Observability，可以將 AI 部署速度提高 60%
ESTC	- Elastic AI Assistant (UBP) - Elastic Search AI (UBP) - AIOps (UBP)	-Subscription Rev.	- GenAI 驅動搜尋業務成長，客戶對 GenAI 的熱情和需求水準日益增強 - GenAI 為向量資料庫帶來機會	- GenAI 驅動搜尋業務成長，Elastic Cloud 上有 >1,550 客戶使用 GenAI 用例，GenAI 新客戶承諾金額翻倍，其中三筆 ACV >US\$1mn
CHKP	-ThreatCloud AI (UBP) -Infinity Portal (UBP) -Infinity AI Copilot (UBP) -GenAI Security (UBP)	-Security Subscriptions Rev.	-與 Nvidia 合作展開 DPU 資安防護合作	-AI 創造更多自主能力，加強零信任架構，另一方面，AI 亦提升攻擊者能力
CSCO	-AI Defense (sub) -Hypershield (sub)	-Security Rev.	-Cisco 產品涵蓋交換、路由、資安和可觀察性的技術平台，將在產品中導入 AI 為客戶進行網路現代化	-客戶對 AI Defense 反應熱烈，AI 安全為客戶最關心之議題
RPD	-AI Engine (sub)	-Rev.	-客戶喜歡公司改進的雲端風險優先順序和視覺化工具，可監測 AI 開發過程	-擴展用例以支援資安 AI 開發和混合雲合規的新興需求訂定早期成功

資料來源：凱基

圖 6: 數位廣告業者之 C4Q24 財報會議通讀

Cos	GenAI products/tools	C4Q24 Comments
APP	- AppDiscovery(由AXON驅動) - MAX - Adjust - Wurl	- 計劃在 FY25 推出由 AI agents 驅動的自助式儀表板, 幫助客戶更高效地管理廣告活動。 - 目前仍處於優化廣告 AI 模型的初期階段。
U	- Unity Vector	- 正式宣布將 Unity 廣告網路遷移到新的 AI 平台, 稱之 Unity Vector, 遷移工作於 1Q25 開始, 第一階段工作預計於 2Q25 末完成。 - Vector 旨在利用整個 Unity 生態系統的數據, 整合自學習、人工智慧模型, 提供更深入的見解, 優化效能並為客戶提供更好的結果。 - Vector 開發三大核心: (1) 提升轉換效率, 精準配對玩家想玩的遊戲; (2) 將最具價值的玩家精準匹配到適合的遊戲; (3) 強化在競爭激烈的廣告競價中, 針對特定玩家有效出價的能力 - 近期重點是對 Vector 進行必要的投資, 以恢復我們感到舒適和滿意的收入成長速度。
SPOT	- AI DJ	- 宣布將引入自動化與程序化廣告 (programmatic advertising)。
TTD	- Koa - Kokai - Solimar	- 預計在今年內完成 100% 客戶從 Solimar 到 Kokai 的過渡 - 從原先的瀑布式產品開發流程轉變為小而精的敏捷開發團隊, 以更快地推動 AI 相關技術落地。 - 將對 AI 繼續加大投資並專注於聯合商業夥伴關係 (JBP) 以提升市場份額及品牌關係
META	- Meta Advantage+ - Andromeda	- 超過 400mn 廣告主正在使用至少一種 META 的生成式 AI 廣告創意工具, 6 個月前僅 100mn。 - FY24 下半年, 與 NVIDIA 合作推出的 Andromeda, 使用於廣告檢索的模型的複雜性提高了 10,000 倍, 廣告品質提高了 8%。 - Advantage+ 購物活動 4Q24 營收超過 US\$20bn 的年運行率, YoY 70%。
GOOGL	- Google Gemini AI - Pmax - ADH - GMP - GA4	- 在 PMax 中引入資產生成工具, 幫助廣告主自動創建創意內容, 大幅提升製作效率和廣告轉換效果, 提高融合度至 300%。 - 客戶越來越注重對 AI 的使用。 - 平均而言, 由 Google AI 驅動的 YouTube 影片廣告系列比手動廣告系列的廣告支出回報率高出 17%。
NFLX	Not Found	- 建立自有的廣告技術架構 (ad stack), 目前已在加拿大成功推出並運行順利, 將在 FY25 將從 4 月的美國開始, 推廣至 12 個廣告市場。 - 第一方廣告技術平台能夠提供更強的程式化廣告可用性、更精準的受眾鎖定以及更豐富的數據來源、更完善的廣告測量與報告機制、更多的增量研究等, 提升廣告投放的效果與價值。
MGNI	- Demand Manager (基於 Prebid 技術構建)	- 長期使用 ML 優化資料中心並有效處理龐大廣告請求, 進而降低公司和客戶成本, 提高客戶支出 - 2025 年, 將發布許多由 GenAI 驅動的面向客戶的新工具, 近期在 beta 版推出 GenAI 功能, 讓客戶能夠快速輕鬆地識別最佳受眾, 其他 AI 工具包括 DV+ 中用於需求管理 header bidding 解決方案的收益優化引擎, 以及 CTV 中用於自動化和標準化內容分類訊號的工具
PUBM	- PubMatic Assistant	- 將 GenAI 技術應用於面向客戶的產品和功能, 以提高使用率, 從而增加營收, 未來數季將持續推出自動化和簡化流程、提高貨幣化和廣告效果的解決方案 - PubMatic Assistant 消除了採用的障礙並推動了平台使用率的提高
CRTO	- Commerce GO (使用 Google AI)	- Commerce GO 於第四季度推出, 目前在 Beta 測試階段, 正快速推進自助服務模式以擴大規模。 - 小客戶為 Commerce GO 帶來的收入超過一半。 - 目前採取了許多行動為 CTV 進行程序化交易, 預計將在 FY25 超越其他大型 AdTech 公司。
AMZN	- Trainium2 - Multi-Touch Attribution Model - Amazon SageMaker	- AI 在廣告技術上的應用是採全漏斗廣告解決方案, 為廣告商提供個人化推薦、自動化競價以及增強的報告與分析。 - 推出了 Multi-Touch Attribution Model, 幫助廣告商更準確地分析其廣告表現。 - AWS 透過 AI 晶片 Trainium2, 提升在 AI 廣告領域的計算效能。 - Trainium2 在 ML 推論上的效率比前代提升 30-40%, 幫助廣告商以更低成本訓練 AI 模型。 - Amazon SageMaker 的 Hyperpod 技術讓廣告模型訓練時間縮短 40%, 提供更高效率的 AI 廣告優化工具。

資料來源: 凱基

圖 7: 美國職位空缺在 2022 年後持續下滑, ITO/Helpdesk/PM 於 2025 再進一步下滑

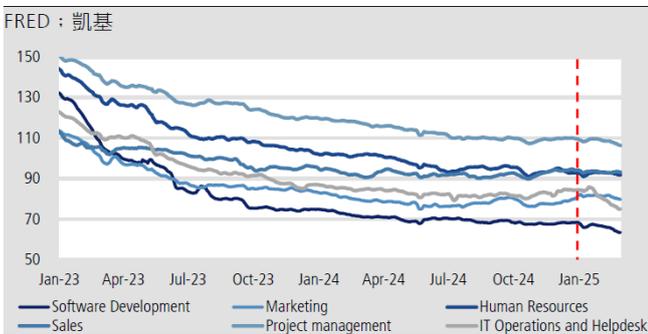


圖 8: 客製化模型比重在 2026 後快速提升

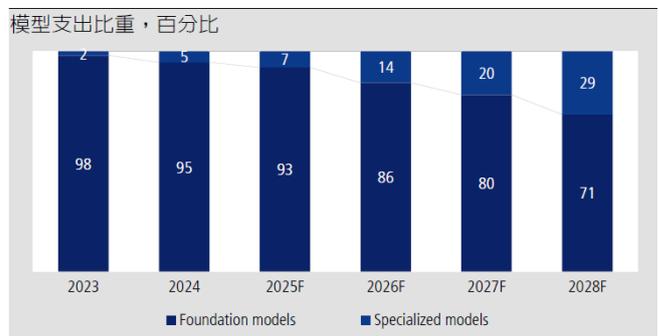
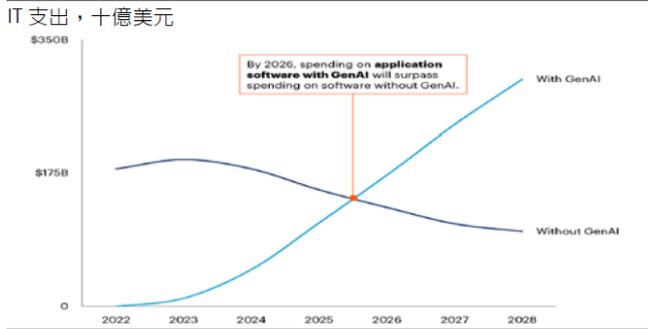
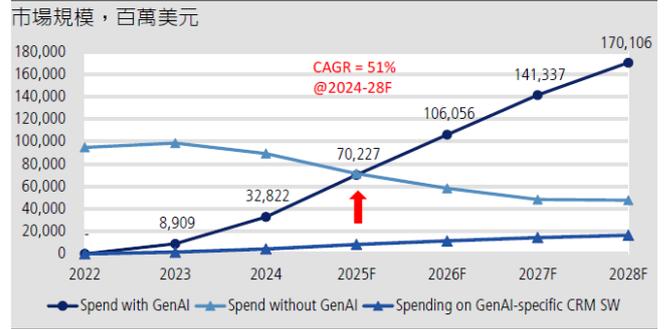


圖 9: 帶有 GenAI 功能的應用軟體支出在 2026 年將超過未帶有



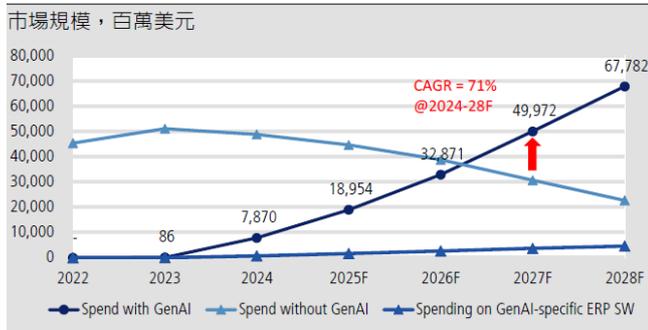
資料來源: Gartner ; 凱基

圖 10: 帶有 GenAI 功能的 CRM 軟體支出在 2025 年成為主流, 2024-28F CAGR 51%



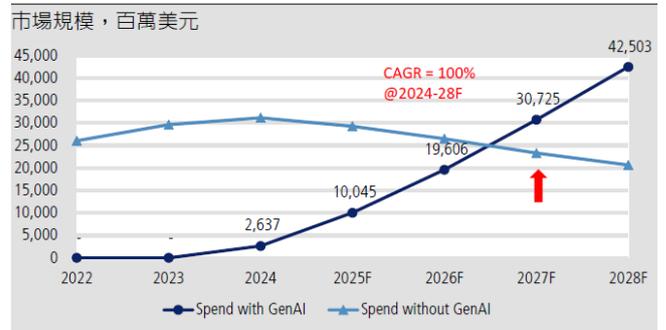
資料來源: Gartner ; 凱基

圖 11: 帶有 GenAI 功能的 ERP 軟體支出在 2027 年成為主流, 2024-28F CAGR 71%



資料來源: Gartner ; 凱基

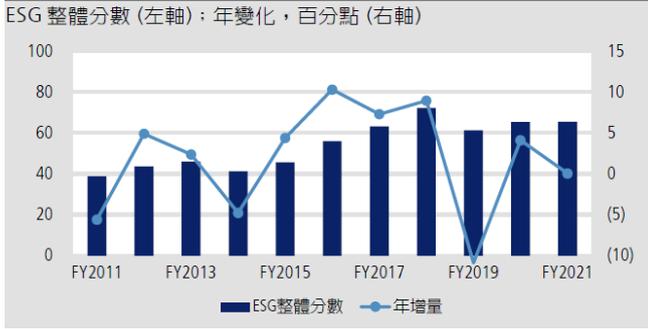
圖 12: 帶有 GenAI 功能的 SCM 軟體支出在 2027 年成為主流, 2024-28F CAGR 100%



資料來源: Gartner ; 凱基

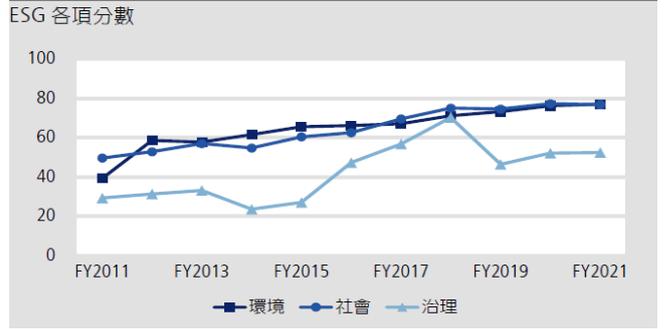
Salesforce (CRM US)

圖 13 : Salesforce – ESG 整體分數



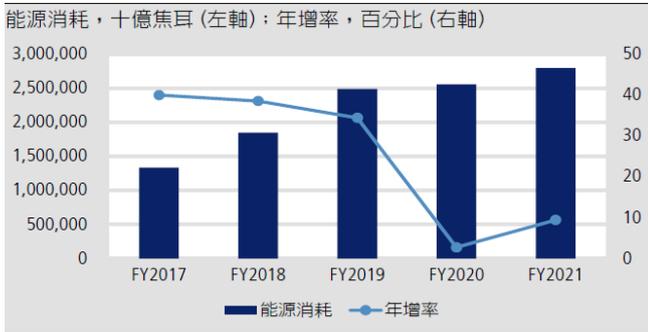
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 14 : Salesforce – ESG 各項分數



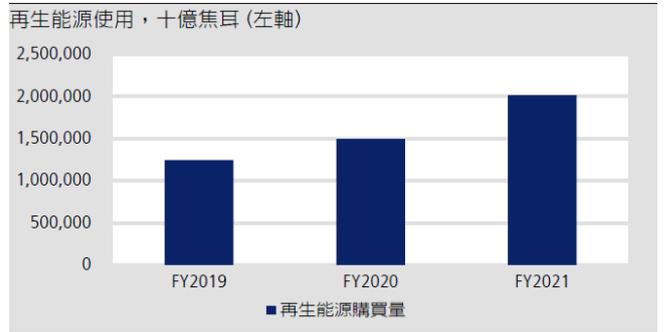
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 15 : Salesforce – 能源消耗



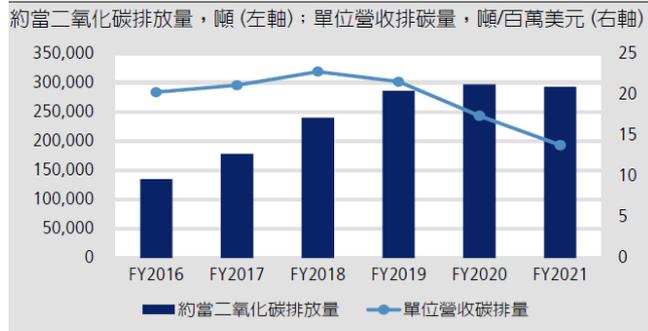
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 16 : Salesforce – 再生能源使用



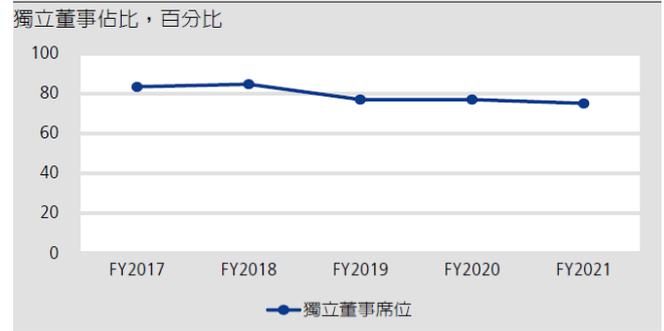
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 17 : Salesforce – 碳排量



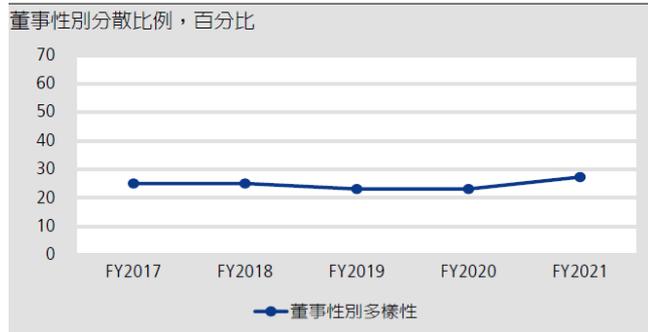
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 18 : Salesforce – 獨立董事



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 19 : Salesforce – 董事性別多樣性



資料來源 : Refinitiv、公司資料

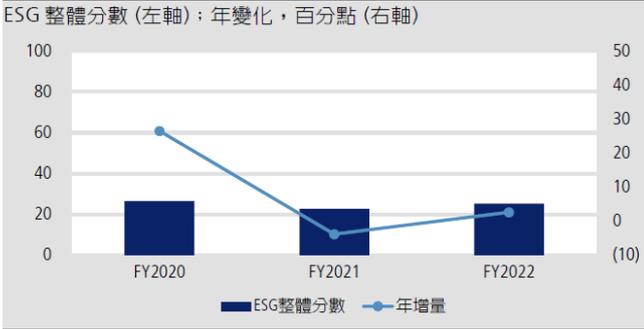
圖 20 : Salesforce – 性別多樣性



資料來源 : Refinitiv、公司資料

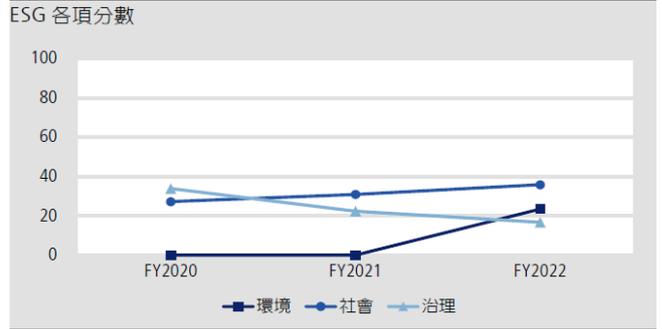
CrowdStrike (CRWD US)

圖 21 : CrowdStrike – ESG 整體分數



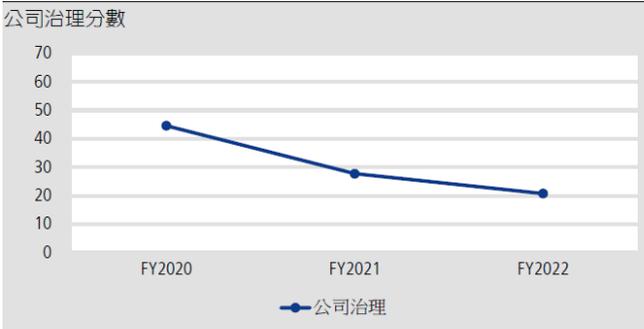
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 22 : CrowdStrike – ESG 各項分數



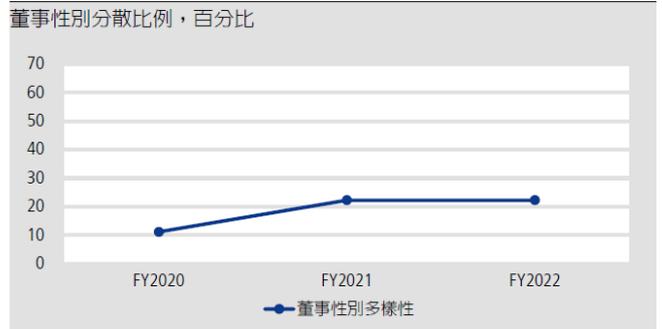
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 23 : CrowdStrike – 公司治理



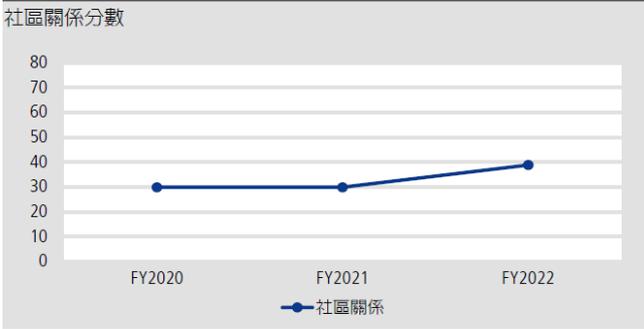
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 24 : CrowdStrike – 董事性別多樣性



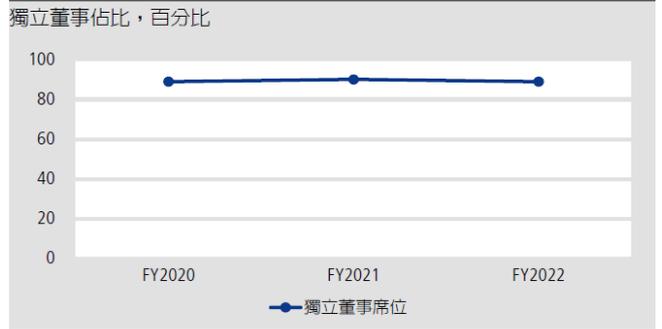
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 25 : CrowdStrike – 社區關係



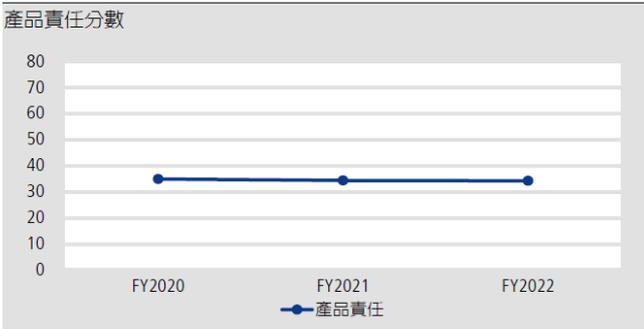
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 26 : CrowdStrike – 獨立董事



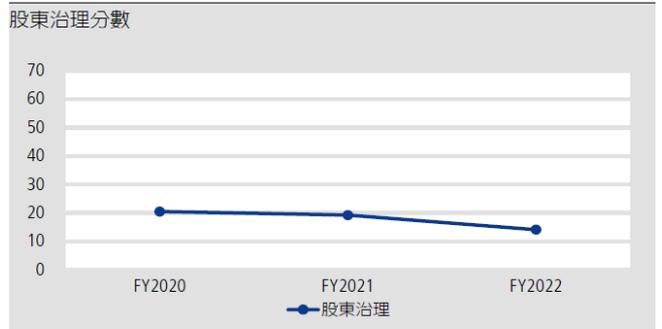
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 27 : CrowdStrike – 產品責任



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 28 : CrowdStrike – 股東治理



資料來源 : Refinitiv、公司資料

Netflix (NFLX US)

圖 29：ESG 整體分數

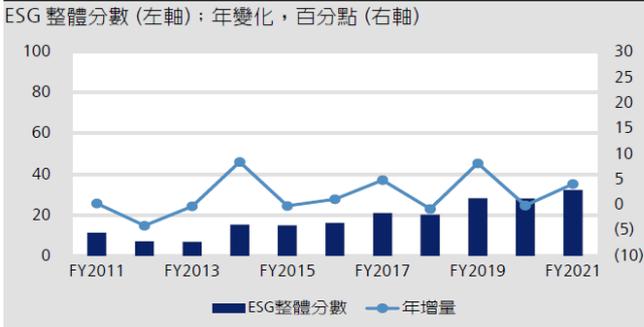


圖 30：ESG 各項分數

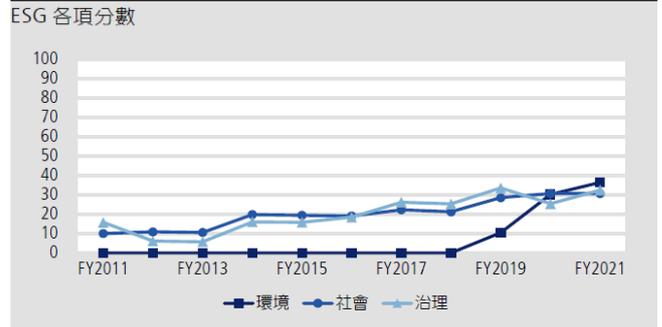


圖 31：Netflix – 能源消耗

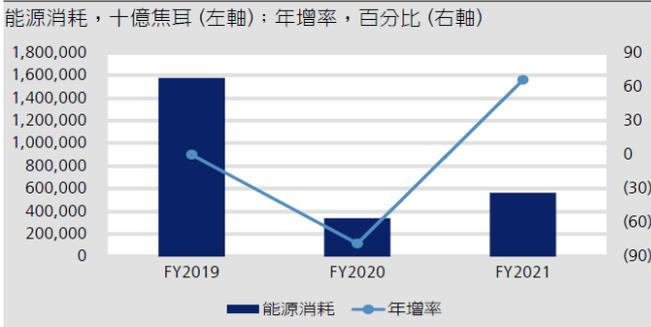


圖 32：Netflix – 再生能源使用

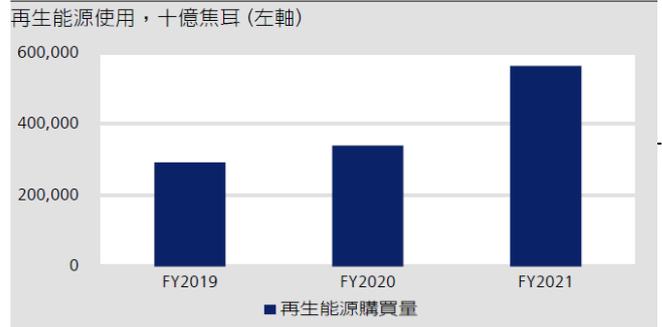


圖 33：Netflix – 碳排量

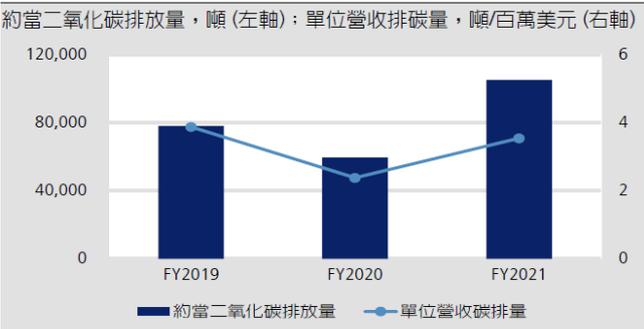


圖 34：Netflix – 董事獨立性

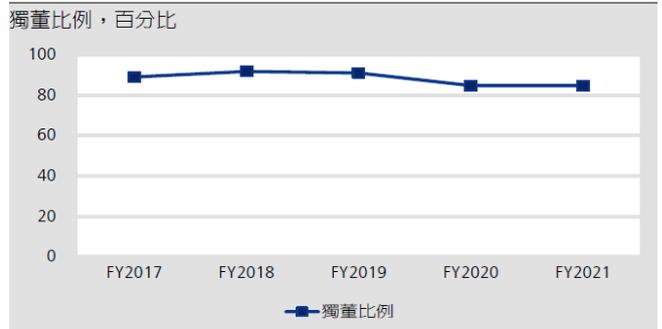


圖 35：Netflix – 董事文化多樣性

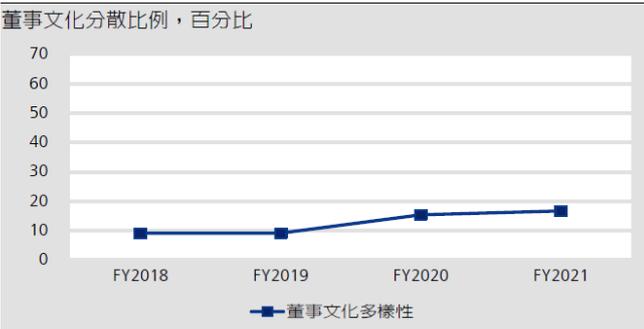
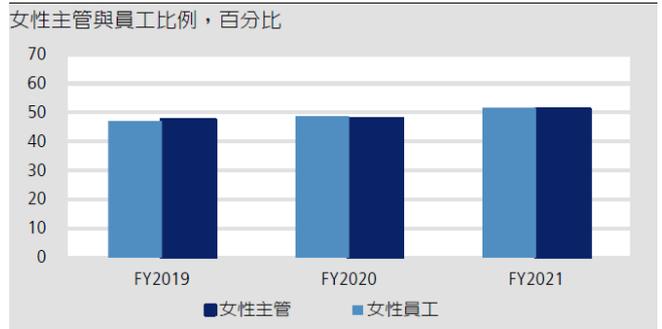


圖 36：Netflix – 性別多樣性



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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 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俱生態效率的解決方案

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繫人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯繫人。凱基集團成員公司、其聯繫人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。