資訊安全產業

資料安全與防火牆更新週期強勁；PANW 收購案擴大平台化

焦點內容

1. Data Security: VRNS 與 CVLT 財報反應產業動能強勁
2. SASE/Firewall: CHKP 防火牆更新週期將延續至 1H26，NET 持續簽下大型合約
3. PANW 收購 CYBR: 將擴大 PANW 平台化，收購案背後反應 PANW 先前在身分端防護欠缺產品佈局，CYBR 之 PAM 在 AI Agent 時代相對具備價值
4. 凱基美股資安個股偏好：ZS 受惠於 Data Security 與防火牆更新週期有助玲信任業者獲取市佔，亦建議投資人關注 RBRK。

Nasdaq 指數

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
CrowdStrike	CRWD US	25	20	29	23
Zscaler	ZS US	38	68	58	13

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

資安業者 Varonis (美；VRNS US)、Commvault (美；CVLT US)、Checkpoint (美；CHKP US) 與 Cloudflare (美；NET US) 公布 2Q25 財報，資料安全與防火牆更新週期下相關業者成長強勁。而 Palo Alto Networks (美；PANW US) 收購 CyberArk (CYBR US) 布局 PAM 業務。

評論及分析

Data Security；VRNS 與 CVLT 財報反應產業動能強勁。VRNS 2Q/3Q25 營收/財測優於預期 3/2%，Microsoft Copilot 防護與 MDDR 仍是客戶關鍵需求，並在資安交易審查轉為嚴謹下關注度提升，企業部署 Copilot 仍遇到權限過大之挑戰，而對比單點 DSPM 業者，該司優勢在於：1) 可監測所有數據並進行分類；2) 提供自動化的敏感資料的關聯及持續追蹤；3) 並在遭威脅時進行應對。CVLT F1Q/2Q26 訂閱營收/財測優於預期 8/2%，反應各產業現代化網路韌性需求均強勁，而使用 2+ SaaS 產品客戶數年增 45% 顯示交叉銷售成效佳，收購 Satori Cyber 有助增加 AI 資料防護佈局。

SASE/Firewall；CHKP 防火牆更新週期將延續至 1H26，NET 持續簽下大型合約。CHKP 2Q25 營收財測僅大致符合預期，亮點在於產品營收優於預期 6% 反應防火牆更新週期之下之硬體需求，管理層認為此次更新週期正處中段，趨勢至少延續至 1H26。NET 2Q25 營收財測僅大致符合預期，然領先指標 RPO 優於預期 3%，反應該司於 Workers AI 及 SASE 業務持續簽下大型合約，本季與 F500 科技公司簽下 3 年 US$2.4bn SASE 合約，SASE 業務成長關鍵在於拓展通路合作夥伴，目前已佔營收 25%。管理層亦樂觀看待 Pay per crawl 業務為下一成長曲線 (Act 4)。

PANW 收購 CYBR 擴大平台化佈局。PANW 日前宣布以每股現金 US$45 與 2.2005 股 PANW 收購 CYBR，按前十日平均收盤價換算約溢價 26%，我們認為收購案背後反應：1) 身份端逐漸成為駭客攻擊入口，根據 CrowdStrike (CRWD US) 2025 Global Threat Report，語音釣魚案件數年增 442%，35% 的雲端攻擊與合法帳號濫用有關，而 PANW 於身份端資安缺乏佈局；2) 過去兩季 NGSARR 僅符合市場預期並未若部分投資人預期上修，隱含成長動能趨緩；3) 呼應收購 Protect AI 佈局長期 AI Agent 防護市場，如先前出具之資安報告所述，AI Agent 側重權限管理的特性使 CYBR 的 PAM 較具價值。

投資建議

我們看好 GenAI 基礎建設帶動 Data Security 投資需求，防火牆更新週期延續亦有助零信任業者獲取市佔，維持 Zscaler (美；ZS US)「增加持股」評等，並看好該司成為趨勢下主要受惠者，亦建議投資人關注 Rubrik (RBRK US) 由網路韌性領域跨足身份韌性與 DSPM 市場。同時維持 CRWD 正向看法不變，在身份業務已具一定規模下，來自 PANW 併購 CYBR 衝擊有限。

投資風險

企業 IT 支出動能趨緩；競爭；GenAI 實際應用不如預期。

PANW 收購 CYBR 強化平台化佈局，靜待財報季後更佳逢低增持良機

- PANW 宣布將以每股現金 US$45 與 2.2005 股 PANW 收購 CYBR，按消息宣布前十日平均收盤價換算約溢價 26%，整體規模達 US$20bn 以上，收購後預估可強化 PANW 之平台化佈局，預計 C1H26 完成併購。

- 對比先前傳出 PANW 欲收購另一個平台化業者 SentinelOne (S；S US)，收購主要業務為 PAM (Privileged Access Management，特權訪問管理) 的領先者 CYBR 更加合理。Gartner 預估 PAM 市場規模約為 US$2,778mn，2025-2029F CAGR 為 10%，略低於資安軟體平均 12%，而 CYBR 於 PAM 市場為市佔領先者，主要競爭同業包含：Delinea (美；未上市) 與 BeyondTrust (美；未上市)。

- 我們在 7/16 PANW 與 OKTA 合作案 (PANW 安全瀏覽器與 SIEM 與 OKTA 整合) 之新聞評論即提及 PANW 缺乏身份端防護使 XDR 佈局出現缺口的現狀，以及根據 CRWD 出具之 2025 Global Threat Report 資安攻擊在近期出現典範轉移，身份端已成為入侵首選，語音釣魚案件數年增 442%，35% 的雲端攻擊與合法帳號濫用有關，顯見身份端已成為駭客入侵首選，PANW 於此領域相對缺乏佈局。

- 除彌補自身平台化佈局缺口外，PANW 已連續兩季在投資人重點關注之關鍵指標 NGSARR 僅大致符合預期，對比樂觀投資人預期有所落差，缺乏上修動能下需尋找新成長曲線。另 PANW 亦積極佈局 GenAI 防護，先前收購之 Protect AI 與 Prisma AIRS 已有八位數營收管道，如我們先前出具之資安報告所述，AI Agent 側重權限管理的特性使 CYBR 的 PAM 較具價值，其收購之 Venafi 亦為機器身份之領先者具交叉銷售潛力。

- 我們維持 CRWD 的看法不變，較看好其較佳的自主開發與平台整合能力對比 PANW 多透過併購進入新次產業然整合不佳面臨技術債問題 (2019 至今併購案 CRWD 7 起 vs. PANW 15 起)，亦呼應 Cloudflare CEO Matthew Prince 於電話會議上所述，PANW 研發策略長期為收購小型同業下，客戶反饋為拼湊而成的平台將導致資安漏洞與系統複雜化。因此仍相對看好 CRWD 能較好透過平台化延續長期成長，亦反應在雖 PANW 平台化佈局多出 SASE 端看似較 CRWD 完善，然在 EPP (EDR) 市場規模僅為 CRWD 18% 下 2024 年 EPP 營收成長率仍低於 CRWD (23% vs. 27%)。

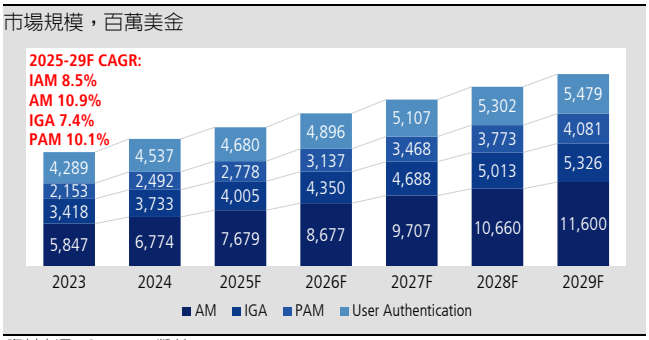
- PANW 以 26%溢價進行收購，雖幅度屬於 M&A 常態合理範圍，惟併購當下 CYBR BF EV/Sales 已交易在~12x (約當 5 年+1.5std 位置)，對比 2025/26/27 營收市場共識年增率 33/19/19%，併購效益淡化後 CYBR ARR 年增率亦低於 PANW NGSARR，評價偏高，我們認為靜待 Agent 對 CYBR PAM 業績貢獻更加明確及併購審查出現正面訊號後為 PANW 較佳的逢低入局時點。

圖 1: PANW 平台化佈局廣泛，然缺乏 PAM 相關產品

Cloud Delivered Security Service	NG-Firewall	SASE	Cloud Security	SOC
Threat Prevention	Hardware Firewalls	Prisma SASE	Cortex Cloud	Cortex XSIAM
URL Filtering	Software Firewalls	Application Acceleration	Application Security	Cortex XDR
WildFire	Strata Cloud Manager	Autonomous Digital Experience Management	Cloud Posture Security	Cortex XSOAR
DNS Security	SD-WAN for NGFW	Enterprise DLP	Cloud Runtime Security	Cortex Xpanse
Enterprise DLP	PAN-OS	Prisma Access	Prisma Cloud	
Enterprise IoT Security	Panorama	Prisma Access Browser		
Medical IoT Security				
Industrial OT Security				
SaaS Security				

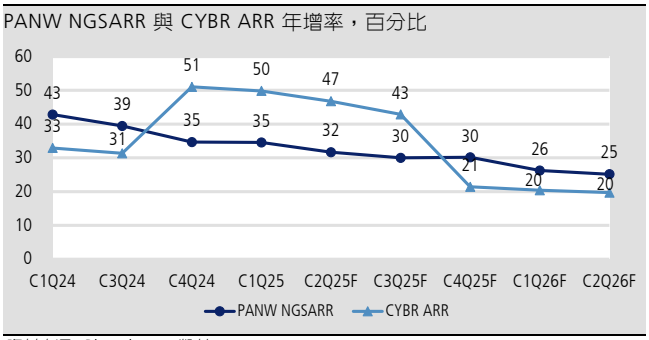
資料來源: Palo Alto Networks；凱基

圖 2：PAM 市場將以 CAGR 10%成長，低於資安軟體平均 12%



資料來源：Gartner；凱基

圖 3：PANW NGSARR 與 CYBR ARR 均持續減速



資料來源：Bloomberg；凱基

VRNS 公佈需求強勁的 2Q25 財報，Copilot 防護與 MDDR 需求亮眼

- VRNS 成立於 2005 年，專注於 Data Security 市場，產品線涵括用戶行為分析、敏感資料自動分類、權限治理、異常行為偵測與合規報告等。與 RBRK 原先所在的網路韌性市場差異在於 RBRK 處理的是資料於雲/地端的備份處理，以及當資料/身份被入侵後還原，以確保業務持續進行，而 VRNS 專注於資料周圍之防護。

- VRNS 公布 2Q25 財報，盤後股價先下跌 4% 後轉為上漲 1%，係反應在過去三個月股價上漲 27% 下，本季 ARR 僅大致符合預期，然在電話會議中，管理層針對 DSPM 進展與競爭優勢以及 Copilot 防護和 MDDR 需求給予樂觀態度使股價轉為上漲。

- DSPM：管理層認為公司對比單點 DSPM 供應商優勢在於：1) 可監測所有數據 (其餘 DSPM 多為抽樣檢查) 並分類敏感數據；2) 提供自動化的敏感資料的關聯及持續追蹤；3) 純 DSPM 無法在遭遇威脅時進行應對。本季美國大型醫療機構在比對兩者後選擇 VRNS DSPM 產品。而 Cyera 融資案提高市場知名度有利 VRNS，在實際銷售環節較少遇到資料備份與還原供應商與大公司收購之 DPSM 供應商

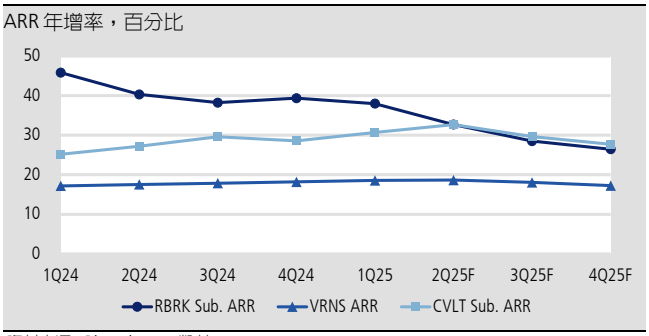
- 關注焦點：1) 通過 FedRAMP 授權，目前聯邦業務約佔 ARR 5%，3Q25 財測假設貢獻與去年持平；2) 整體總經環境與上季持平，交易審查仍然嚴格，Copilot 需求關注度提升；3) 企業在 Copilot 部署持續

遇到 AI 權限過大的挑戰，VRNS 與 MSFT 先前宣布擴大 VRNS SaaS 與 MSFT Purview 間的數據整合與政策管理以協助組織採用 Copilot。

CVLT 公佈優於預期的 F1Q26 財報，客戶對網路韌性現代化需求高

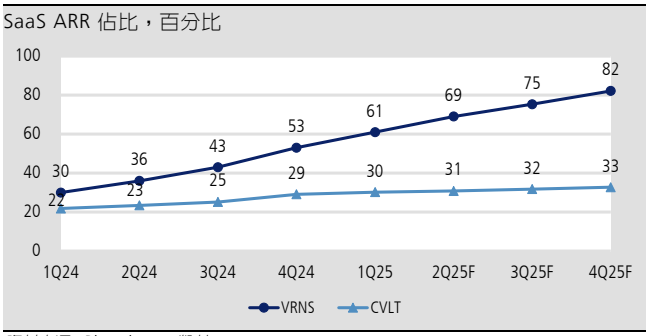
- CVLT 成立於 1996 年，自 AT&T (美；T US) 貝爾實驗室獨立而成，其產品線與 RBRK 相近，Commvault Cloud（原 Metallic）整合備份、災難復原、威脅偵測等功能，與 RBRK 差異在於 RBRK 以零信任架構起家，亦更側重資安防護，在 DSPM 等功能整合性上優於 CVLT。
- Commvault (CVLT US) 公布 F1Q26 財報，收盤股價上漲 18%，係反應本季/下季營收優於預期 8/2%，管理層亦上調全年營收展望 3% 至 US$1,164mn，YoY 17%；訂閱營收上調 3% 至 US$755mn，YoY 28%。
- 關注焦點：1) 持續看到客戶對網路韌性現代化之需求，本季代表性客戶包含中東政府、美國航空公司、F500 人壽保險公司；2) 大客戶進展與交叉銷售動態延續，>US$100k SaaS 客戶數 YoY 70%，佔 SaaS 客戶群 30% 以上，使用 2+ SaaS 產品客戶數 YoY 45%；3) M365 和 Air Gap Protect 呈現雙位數季增，Threatwise、ThreatScan 等新資安產品亦雙位數季增，佔 NNARR 達 20%；4) 收購 Satori Cyber 有助增加 AI 資料防護佈局，預期 FY26 不會出現顯著營收貢獻，將稀釋 0.5ppts non-GAAP OPM；5) 今年剩餘季度每季 NNARR 約為 US$40mn，可看到 SaaS NNARR >US$20mn

圖 4：資料保護業者 ARR 增速普遍優於資安產業 12%成長



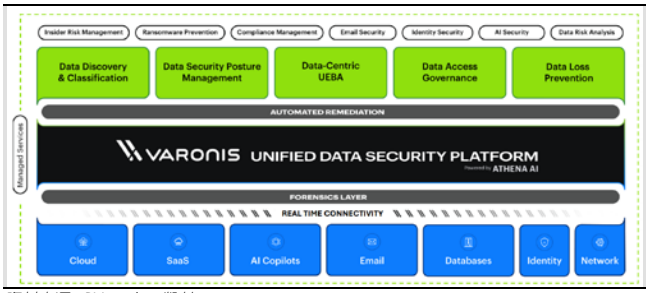
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：VRNS, CVLT SaaS ARR 佔比持續提升



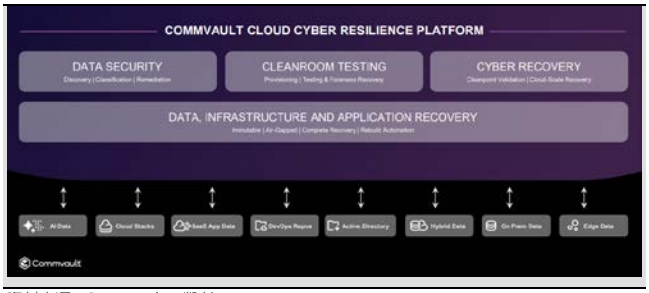
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：VRNS 以資料防護產品為主



資料來源：BVaronis；凱基

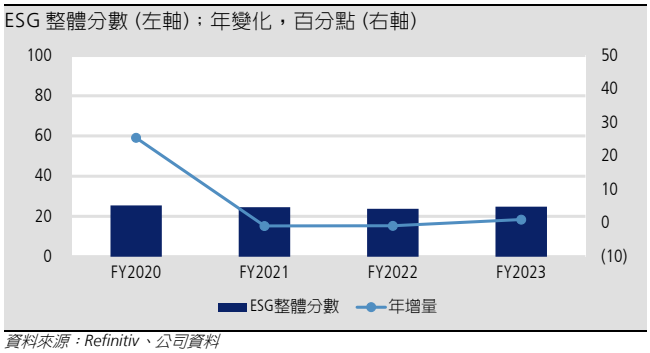
圖 7：CVLT 核心產品為網路韌性產品



資料來源：Commvault；凱基

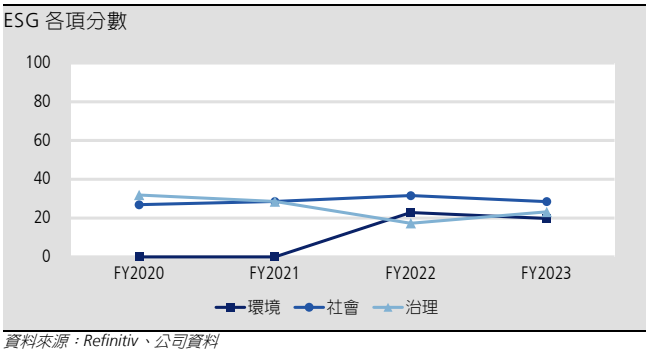
Crowdstrike (CRWD US)

圖 8：Crowdstrike – ESG 整體分數



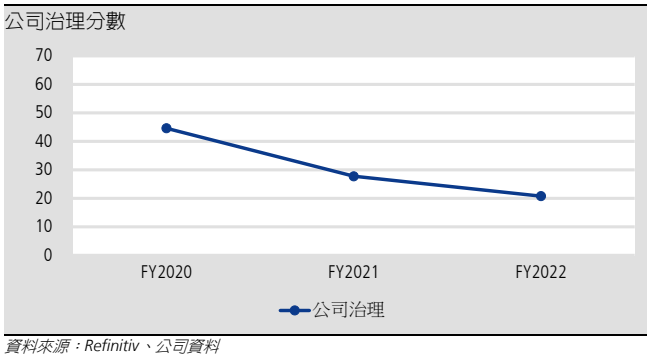
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 9：Crowdstrike – ESG 各項分數



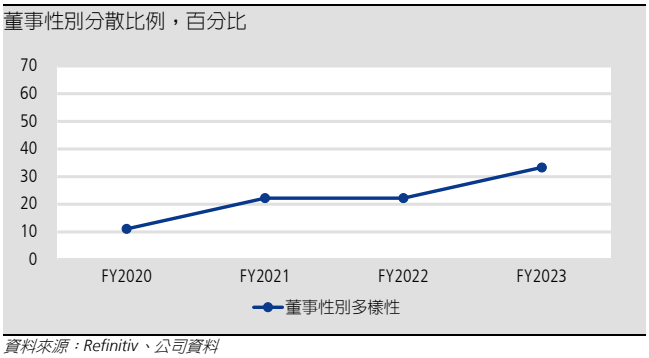
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 10：Crowdstrike – 公司治理



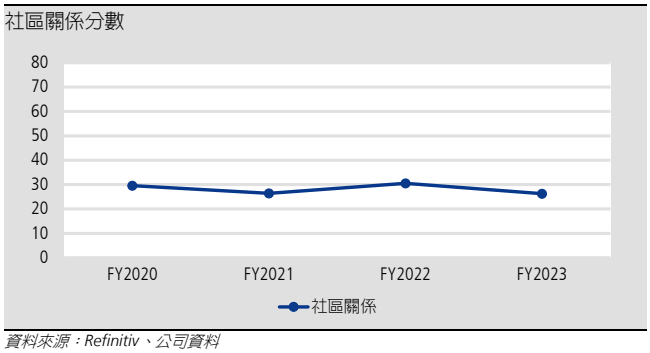
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：Crowdstrike – 董事性別多樣性



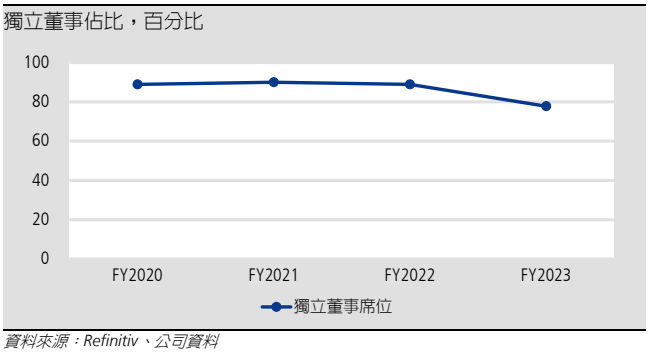
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：Crowdstrike – 社區關係



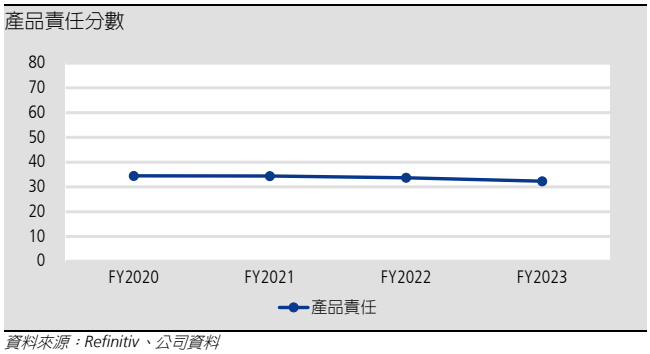
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：Crowdstrike – 獨立董事



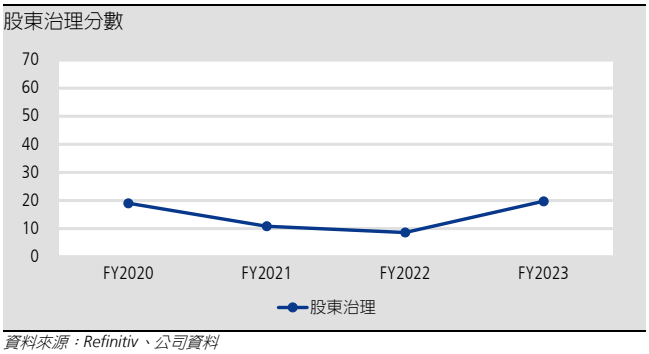
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：Crowdstrike – 產品責任



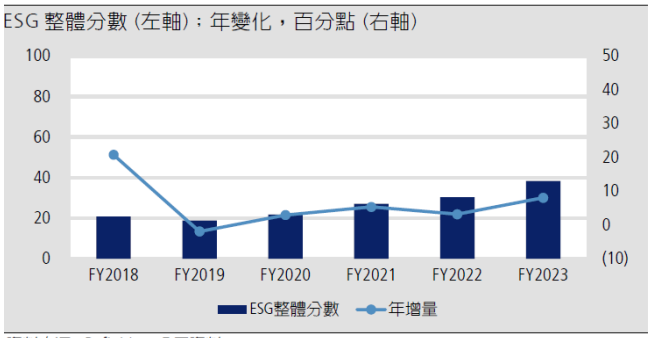
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：Crowdstrike – 股東治理



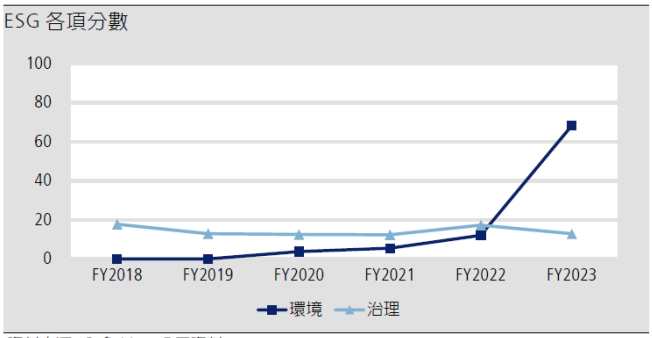
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Zscaler – ESG 整體分數



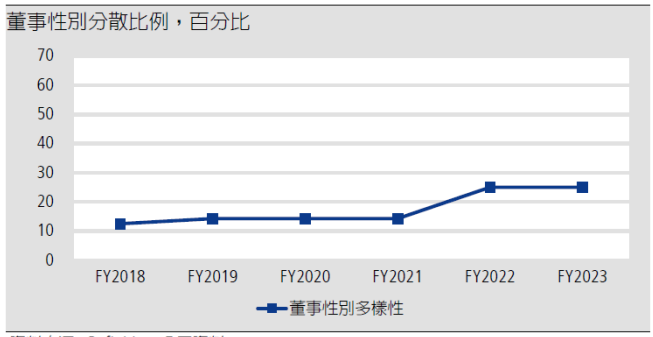
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：Zscaler – ESG 各項分數



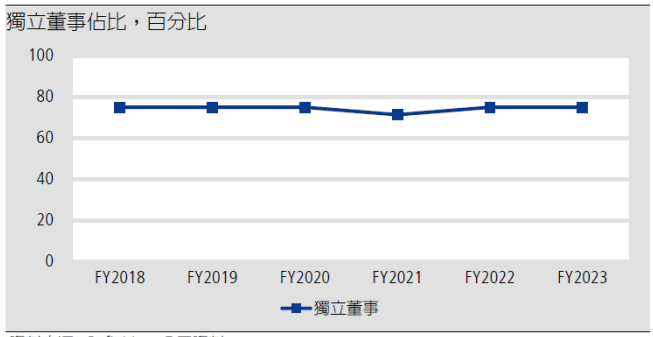
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：Zscaler – 董事性別多樣性



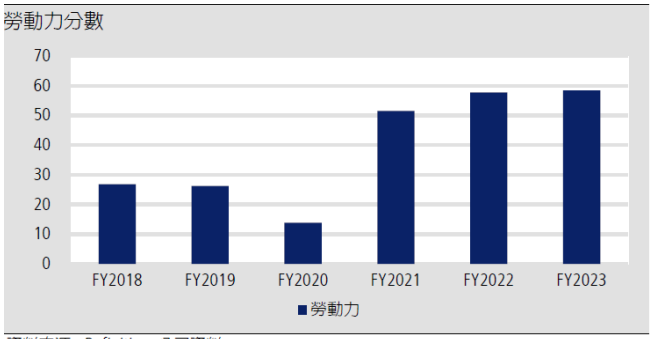
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：Zscaler – 獨立董事



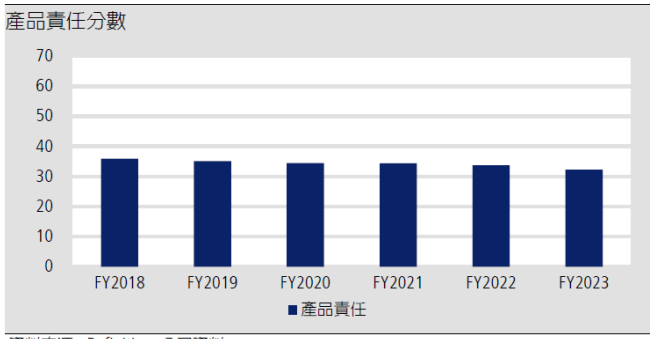
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：Zscaler – 勞動力



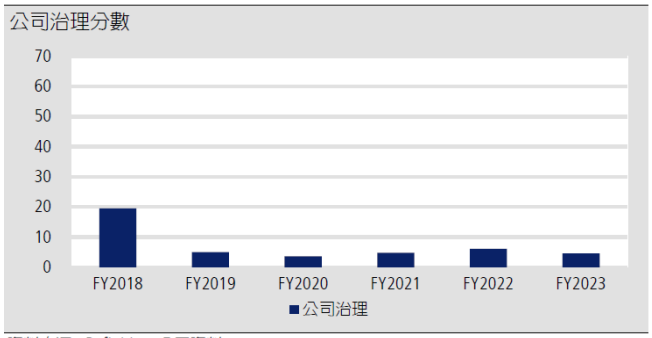
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：Zscaler – 產品責任



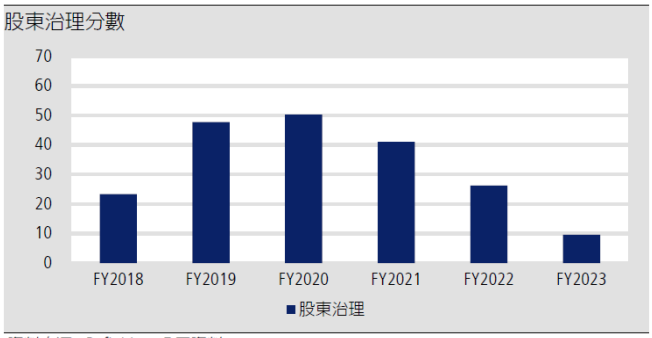
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：Zscaler – 公司治理



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 23：Zscaler – 股東治理



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。