

## 軟體產業：Cybersecurity & Observability

### 次世代資安 & 可觀測性平台將持續整併產業預算

#### 焦點內容

- 資安財報：C3Q25 財報普遍符合預期。
- 資安展望：2026 年次世代資安將持續整併產業預算。
- 可觀測性展望：受惠企業加速產品迭代及縮短反應速度，開源方案仍有取代難度。

#### 重要訊息

資安及可觀測性業者 CrowdStrike (美；CRWD US)、Zscaler (美；ZS US)、Okta (美；OKTA US)、Palo Alto Networks (美；PANW US)與 Datadog (美；DDOG US)公布 C3Q25 財報，財報結果皆大致符合預期。展望 2026 年將受惠次世代資安整併產業預算與企業加速產品迭代。

#### 評論及分析

**資安財報：C3Q25 財報普遍符合預期。** 資安軟體產業資安軟體產業 C3Q25 財報普遍符合預期：(1) PANW 關鍵指標 NGS ARR 大致符合預期，收購 Chronosphere 獲取 Datapipeline 技術並切入可觀測性市場，管理層因併購與有機成長貢獻將 FY30 ARR 目標自 US\$15bn 上修至 US\$20bn。XSIAM (SIEM) 客戶數達 479 間，年增 150%，>90% 客戶可顯著縮短 MTTR；(2) CRWD 財報利多已於 Fan.Con 25 大會反應，NNARR 持續加速至年增 73% 並優於市場預期 11%，但略低於投資人樂觀預期，本季亮點在於各項業務均呈現 ARR 加速成長，端點業務亦受惠 Edge AI 應用，仍有 50% 的傳統防毒軟體市場替代機會。NG-SIEM 業務 ARR 創高並與 AWS、EY、Deloitte 達成合作關係；(3) ZS ZTE 客戶數 450+，提前達到 FY26 390 間目標，Data Security ARR US\$400mn、AI Security ARR US\$400mn 表現亮眼，惟 Red Canary ARR 貢獻揭露有限為市場疑慮之處；(4) OKTA 領先指標 cRPO 年增 13% 優於預期 3%，管理層看好 FY27 客戶需求並持續擴大銷售團隊招募，AI Agent 解決方案已使合約 ACV 顯著提升。

#### Nasdaq 指數



資料來源：Bloomberg

#### ESG 分數評等

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

資料來源：Refinitiv、凱基

**資安展望：2026 年次世代資安將持續整併產業預算。** 資安軟體預計於 2026 年增 16%，加速成長 2pp，凱基認為係由三大主軸帶動：(1) NG-SIEM 成為預算討論核心，次世代業者透過併購 Datapipeline 業者，降低傳輸成本並加速客戶自 Splunk (美；CSCO US) 轉移，在 SPLK 仍有 50% 薈收來自地端並逐步推動客戶上雲獲取份額；(2) GenAI 加速身份資安典範轉移，駭客社交工程能力躍升使傳統聚焦於入口之策略失效，預算逐漸轉向 PAM/ITDR；(3) 在 AI Agent 擴大攻擊面/駭客利用 AI Agent 加速攻擊速度下，企業及時發現攻擊行為並進行應對措施成為必要，推動企業將預算從 CSPM 等被動防禦工具轉移至 CWPP 等主動防禦工具，PwC 調查顯示僅 7% 企業配置更多資安預算於主動防禦上，具成長空間。我們看好受惠者包含：CRWD、PANW。

**可觀測性展望：受惠企業加速產品迭代及縮短反應速度，開源方案仍有取代難度。** 我們看好 2026 年企業加速軟體產品迭代，在企業無法擴展不具觀測性的應用，並隨多雲、多平台及多監測方案增加下將提升可觀測性重要性，同時，調查顯示 73% 企業無法達到 FSO 進而產生偵測盲點，企業未來 12-24 個月將優先整合至單一可觀測平台並提高 AIOps 能力縮短反應速度，有利既有龍頭進行平台化擴張。而市場擔憂之開源方案競爭，從 OpenAI 仍與 DDOG 繢約便可知其仍有一定難度，尤其在 APM、DEM 等環節。我們看好受惠者包含：DDOG。

#### 投資建議

我們看好 2026 年次世代資安業者將持續受惠預算整併、可觀測性業者受惠於企業加速產品迭代，該次產業凱基首選：DDOG 與 CRWD。

#### 投資風險

企業 IT 支出動能趨緩；競爭；GenAI 實際應用不如預期。

圖 1: 凱基財測及目標價調整

	KGI forecast		Chg. (%: pts)		Rating	Shr px (US\$)	Mkt cap (US\$b)	Target price			Multiple	
	2025	2026	2025	2026				New (US\$)	Upside (%)	Old (US\$)	Chg. (%)	New
<b>Crowdstrike (FY ends Jan.)</b>	<b>FY26</b>	<b>FY27</b>										
Revenue (US\$m)	4,804	5,866	0	1								
Gross profit (US\$m)	3,751	4,607	1	1								
Operating profit (US\$m)	1,038	1,419	1	1	OP	515	130	680	32	610	11	FY27 28x EV/sales 5yr +1std.
Pre-tax income (US\$m)	1,205	1,592	1	1								FY27 25x EV/sales 5yr +1.5std.
Net income (US\$m)	949	1,258	1	1								
EPS (US\$)	3.71	4.81	1	1								
<b>Zscaler (FY ends Jul.)</b>	<b>FY25</b>	<b>FY26</b>										
Revenue (US\$m)	2,673	3,295	0	1								
Gross profit (US\$m)	2,141	2,638	0	0								
Operating profit (US\$m)	580	736	0	1	OP	245	39	290	18	400	(28)	FY26 13x EV/sales 5yr -0.5std.
Pre-tax income (US\$m)	684	866	0	1								FY26 19x EV/sales 5yr avg.
Net income (US\$m)	535	650	0	5								
EPS (US\$)	3.28	3.82	0	4								
<b>Okta (FY ends Jan.)</b>	<b>FY26</b>	<b>FY27</b>										
Revenue (US\$m)	2,908	3,175	1	1								
Gross profit (US\$m)	2,374	2,593	1	1								
Operating profit (US\$m)	753	833	3	1	N	87	15	95	9	110	(14)	FY27 4x EV/sales 2yr -1std.
EBITDA (US\$m)	859	925	2	1								FY27 6x EV/sales 2yr +1std.
Net income (US\$m)	636	696	2	1								
EPS (US\$)	3.45	3.70	3	2								

資料來源: Bloomberg : 凱基

### Datadog (DDOG US)

- Mkt shr #2 HPA (per Gartner)
- Observability 龍頭，三大支柱 Infra., APM, Logs，競爭對手 Dynatrace, Elastic & 開源方案 Grafana (資料視覺化), Prometheus (時間序列資料庫&警報觸發), ClickHouse (OLAP DBMS & 日誌管理)
- 營收占比: non-AI 88%, AI-Native 12% ; Infra 42%, APM 25%, Log Mgmt. 25%, Others (Security, DEM, Flex Logs...) 8% (4Q24)

### 2026 Outlook: IT 支出復甦+AI 推論爆發

- 2026 年 IT 支出復甦將率先反應於 UBP 計價模式+DDOG 產品與 workload 密切相關。於 3Q25 已見到非 AI 客戶使用量加速成長，其季增率為 12 季來最高
- AI 推論爆發，DDOG 已見到非 OpenAI 之 AI 客戶使用量與營收加速，AI 營收占比達 12%、有>500 間 AI-Native 客戶，其中 ARR>US\$100k 100 間、>US\$1mn 15 間，客戶分散 (LLM 廠商、coding、AI 應用與基礎設施...) 且可完整捕捉 AI 需求。2026 LLM, GPU 監控、Bits AI、MCP Server 等 GenAI 相關產品將大規模上線
- OpenAI (最大 AI-Native 客戶) 提前續約後，開源方案替代擔憂減緩。展望 2026 年，IT 支出復甦降低企業開源替代動機 (對比 2021-2023 年 IT 支出緊縮)，DDOG DEM ARR 佔比達 8% 使替換難度逐漸增加，長期而言 DDOG 客戶多模組採用率提升將推高客戶整合多項開源方案之技術門檻，提升客戶留存率

## 市場焦點爭論

### Q: 與 Dynatrace (美 : DT US), Elastic (美 : ESTC US) 的競爭關係 ?

- 我們認為主要差異為：(1) Datadog 以雲端原生，而 DT, ESTC 均提供 SaaS+託管形式；(2) DDOG 以 Infra 監控起家，DT 以 APM 起家，ESTC 以 Log 為主；(3) 客戶群上，DDOG 早期以 PLG 為主，客戶群為工程團隊，而近期積極增加 Sales 能力切進企業客群、DT 客群則以企業為主、ESTC 開源+商業授權吸引開發者客群。對比 ESTC 僅 Log 能力較突出，DDOG, DT 提供較完整之可觀測性平台，在企業逐漸整併可觀測性工具下將更具防禦性。而 DDOG 切入企業客戶對 DT 造成較大競爭壓力，僅 3Q25 電話會議便提及與 3 間 F500 (科技硬體/金融服務/重型設備) 客戶案例

### Q: 開源方案替代性 ?

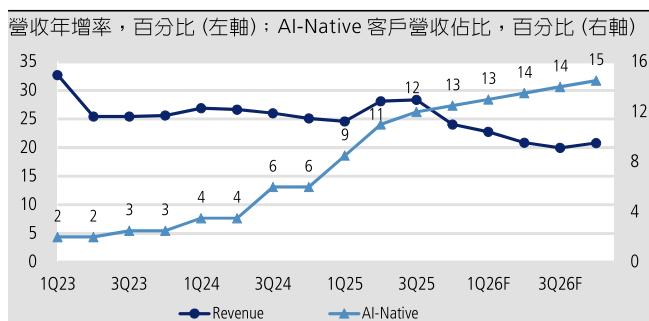
- 市場對於 Observability 產業之顧慮在於開源替代風險，凱基認為其需在「Infra 成本+維運成本 (開發團隊+技術支援) < 現有業者成本」公式成立下方具可行性，對於多數企業而言較欠缺了解 Observability 運作邏輯的團隊，從 0 開發具備困難度。從 OpenAI 建立 7-8 人團隊 (含從 DDOG 挖角之工程師) 花費 1 年時間仍未完成遷移，需繼續跟 DDOG 簽訂九位數續約即可知其困難程度
- 確實觀察到更多新創公司以 OpenTelemetry (格式標準化, Logs, DEM), Grafana (Dashboard), ClickHouse (Log), Prometheus (Infra. & APM) 等方案做為預設方案，然：(1) 開源方案對非工程師來說仍有操作、使用介面的上手難度；(2) 多重開源方案維運困難，常產生數據孤島、響應緩慢、安全破口等問題，呼應 DDOG 每季電話會議中均有提及客戶自開源方案轉移/回歸至 DDOG 之案例，ex: 4Q25 與領先金融風險和分析公司達成七位數交易替換 14 款開源&CSP 提供之工具、3Q25 美國抵押貸款公司達成七位數交易回歸 DDOG，整合十幾種開源方案；(3) 更多情況是開源&DDOG 混用，ex: Grafana 做監控 dashboard、ClickHouse 用於 log、DDOG 用於 APM(Web/desktop/mobile; features)
- 同時，亦有更多 Internet 公司因 DDOG 高昂成本嘗試遷移至開源方案，我們認為過往的客戶案例具備一定參考性，顯示 DDOG 亦會評估客戶成長性給予折扣降低指標性客戶出走誘因：
  - Case Study 1: Coinbase 於 2021 年在 DDOG 上花費 US\$65mn，然在 2022 年加密貨幣寒冬後開始削減 IT 支出，並計畫將 DDOG 以多種開源方案替換，爾後 DDOG 以大幅折扣留住 Coinbase
  - Case Study 2: OpenAI 於 2025 年因 DDOG 高昂成本嘗試替換，自 DDOG 挖角多名工程師後展開計畫，然在 DDOG 3Q25 電話會議中管理層宣布 OpenAI 已與其完成年化九位數的續約，管理層表示透過 OpenAI 透過擴大模組採用以及提高年度使用額承諾換取折扣
  - Case Study 3: Airbnb 於 2023 年中由 5 名工程師負責遷移 DDOG 計畫，計畫由 OpenTelemetry + Grafana 替代，目前已完成 70% 以上

- 凱基認為觀察指標在於客戶模組採用率，模組採用率越高，替換難度越高，近期 DDOG 持續推出資安產品 (SIEM) 亦有利提升客戶黏著度，多數客戶應更傾向重新談判合約爭取折扣與開源混用，非全面出走。若僅在 Observability 中負責特定環節，會更具可替代性，ex: 已看到自 Elastic 搬移至 ClickHouse 的多重客戶案例 (DiDi, Trip.com, ProcessOut)。
- 負責 APM, DEM 環節開源替代壓力較小，因該環節欠缺標準化格式，涉及瀏覽器性能指標、使用者行為、多程式語言理解等，對應之開源方案亦相對不成熟。目前 DEM 已佔 DDOG ARR 8 %。

#### Q: DDOG 資安方案與 CRWD, PANW 等有何不同？

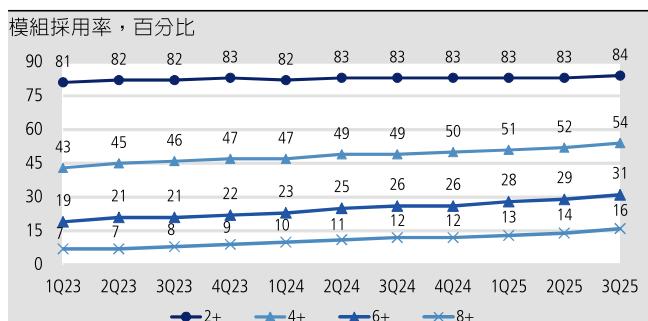
- DDOG 資安業務 3Q25 ARR 年增 50% 較上季 40% 加速成長，該司提供程式碼/雲端資安防護方案，橫跨 CSPM, CWPP, CIEM, SIEM, VM 等產品，其中以 SIEM 為代表性產品。雖 DDOG 在資安佈局的廣度 (缺乏端點、網路、身份等產品) 與深度 (非 SIEM 產品功能性較差，亦較欠缺大型客戶合作、資安事件調查經驗) 仍與 CRWD, PANW 等資安領先業者存在落差，但對於雲端原生的 SMB 與新創業者來說，整合可觀測性、Log 與 SIEM 的捆綁銷售方案具備價格吸引力，而在效能端亦可優於部分傳統 SIEM 業者，3Q25 F500 金融服務公司以七位數合約整合 15 款 DDOG 產品取代原有 SIEM 解決方案。

圖 2: DDOG AI-Native 客戶營收佔比持續提升



資料來源: Bloomberg；凱基

圖 3: DDOG 客戶多模組採用率持續提升



資料來源: Bloomberg；凱基

#### CrowdStrike (CRWD US)

- Mkt shr #4 Cybersec SW, #2 EPP, #1 CWPP, #9 CSPM (per Gartner)
- 資安軟體指標性個股，EDR vs. S, PANW；Cloud Security vs. Wiz, PANW, S；Identity vs. OKTA, PANW；NG-SIEM vs. CSCO(SPLK), PANW, S；Exposure Mgmt. vs. QLYS, TENB
- Falcon 平台提供 30+ 資安模組，並透過 Falcon Flex (總額承諾、彈性採購) 降低採用門檻，採用客戶 > 1k 其中 100 間已重新簽約 (re-Flex)
- 營收地區別: US 67%, EMEA 16%, Asia Pacific 10%, Others 7%

## 2026 Outlook: Next-Gen 方案加速滲透

- 新產品 ARR 佔比 33% (F2Q26)，成長率: NG SIEM > Cloud Security > Identity，Exposure Mgmt. 亦達 US\$300mn，並由技術性併購持續強化平台化能力，ex: 併購 Pangea 強化於 AIDR, Prompt Injection 防護能力；併購 Data pipeline 業者 Onum 加速客戶自傳統 SIEM 遷移速度
- NG-SIEM NNARR 創新高驅動 ARR 加速成長，代表性客戶案例為大型歐洲銀行在替換 Splunk 和其他產品的八位數擴張交易中，採用 NG-SIEM、Onum 和 Charlotte。管理層持續強調 CRWD 已擁有 EDR 數據可提供破壞性定價+Flex 授權模式加速客戶採用，視該市場為類似替代傳統防毒軟體的機會
- ITDR 需求增加，PAM 和 Falcon Shield (SaaS 應用程式安全) 表現強勁。FalconShield NNARR QoQ 近 50%，其需求受第三方 SaaS 風險漸增帶動。在 PAM 看到一些很好的成功案例，客戶正尋求更現代化的身份解決方案，並希望擺脫傳統的 Vaulting 解決方案

### 市場焦點爭論

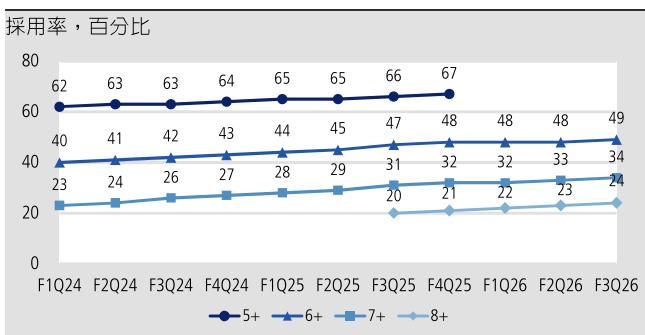
#### Q: 與 PANW 競爭關係？CRWD 會成為資安長期贏家嗎？

- 我們認為 CRWD 會成為資安長期贏家之一。雙方客群高度重疊，均為大型企業，PANW 競爭優勢在於更完整的產品線覆蓋，在防火牆/SASE 亦有佈局，可在大型交易中憑藉平台化的較高整合度取勝。而 CRWD 憑藉 Falcon Flex 彈性採購模式可快速驗證 ROI、擴大採購規模。在技術端根據使用者回饋表示，CRWD 整合性較好性能亦較佳我們認為市場忽略：(1) 資安軟體平台化意指從企業現有平均 80 種資安工具縮減至種資安工具縮減至 15 種以下，CRWD 與 PANW 等次世代業者將共同受惠於整合趨勢；(2) CRWD 在 PAM 亦有佈局，產品在早期階段已獲客戶正向反饋，並簽下外國政府等代表性客戶案例。

#### Q: CRWD 的身份資安佈局與 PANW, OKTA 有何差異？

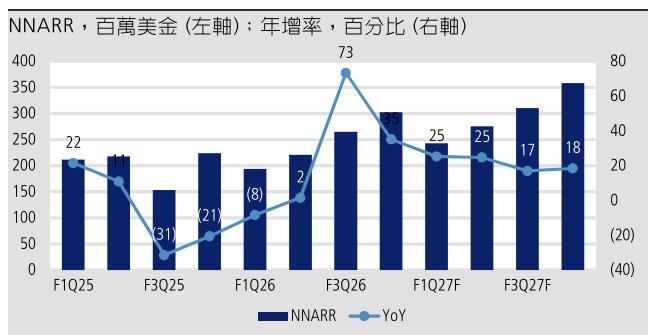
- CRWD 身份資安聚焦於 ITDR、PAM 與 SSPM (Falcon Shield)，與 SSO (OKTA 最具代表性) 管理使用者登入不同，ITDR 更注重系統被登入後的威脅偵測&回應。凱基認為在 GenAI 加劇駭客社交工程能力可從用戶端直接取得密碼下，組織 IT 預算將以「預設遭入侵」為前提。呼應 RBRK 於 F3Q26 電話會議所述，因資安攻擊複雜化使 Identity Resilience 獲客戶加速採用之論述。

圖 4: 市場預估 ZS 營收將於 FY26 逐季加速成長



資料來源: Bloomberg : 凱基  
備註: 財年止於 1 月

圖 5: CRWD NNARR 將於 FY27 加速成長



資料來源: Bloomberg : 凱基  
備註: 財年止於 1 月

## 2026 資安產業趨勢

### NG 資安方案驅動 2026 年資安產業加速成長

- 資安軟體產業規模將在 2026 年達 US\$114bn，年增 16%，較 2025 年加速 2ppts，凱基認為係由 Next-Generation (NG) 方案與 GenAI 帶動企業資安投資週期
- 看好 2026 年：(1) NG-SIEM 成為預算討論核心，次世代業者透過併購加速轉移；(2) GenAI 加速身份資安典範轉移，聚焦 PAM/ITDR；(3) AI 自動化攻擊事件推動企業將預算轉移至主動防禦工具

### NG-SIEM 成為預算討論核心，次世代業者透過併購加速轉移

- 誠如我們多次提及，資安預算討論核心已自 EDR/SASE -> Cloud -> SIEM，次世代業者多憑藉：(1) 掌握端點 (CRWD, PANW, S)；(2) 處理 log (DDOG, ESTC) 切入該市場。並以 AI Agent、平台化整合與更快處理速度做為賣點
- SIEM 並非新概念，因此多以替換性競爭為主，隨三大業者 CRWD/PANW/S 皆完成對 Data Pipeline 業者收購，有助在匯入資料進入 SIEM 前先進行分層、篩選，降低 ingest fee，亦有助於將企業資料轉移。從 Cisco 財報得知 SPLK 目前營收約 50% 仍為 on-prem，在 SPLK 持續推動客戶上雲下，看好次世代業者可獲得更多替換機會
- CRWD 於 fal.con 2025 投資者大會上修 NG-SIEM TAM 至 US\$48bn，高於 Gartner 預估之 US\$11bn+，係反應：(1) 長期將整併 Email Security, UEBA, EM 等相鄰次產業預算 (per PANW)；(2) on-prem 上雲後的價值提升；(3) 資料量激增
- 根據 IT 人員回饋，NG-SIEM 相比 SPLK 等傳統 SIEM 工具劣勢在於：(1) 自訂 SQL 查詢語言具學習門檻；(2) 支援分析模板/Dashboard 較少；(3) 外部資料匯入速度較慢。(per Reddit) 然此類問題會隨適應時間與產品迭代解決，收購 Data pipeline 亦有助解決痛點

### GenAI 加速身份資安典範轉移，聚焦 PAM/ITDR

- GenAI 優化駭客社交工程能力 (釣魚信件、deepfake、製圖)，使身份端成為資安攻擊重點，代表性駭客組織 Scattered Spider 便針對 Helpdesk 員工 (高權限) 進行社交工程，進而實施資安勒索
- 意即駭客攻擊已從「入侵」系統轉向以社交工程後合理「登入」系統，因此資安防禦核心需從「身份確認」轉向「身份權限制定&保護」，對比過往身份資安以 SSO 的 OKTA 最具代表性，凱基認為未來預算將逐步轉移至權限制定的 PAM (PANW&CYBR) 與偵測與回應的 ITDR (CRWD)

### AI Agent 驅動機器身份導入 PAM 為長期趨勢

- AI Agent 導入身份資安防護為該次產業長期成長期待，亦為 PANW 以 US\$25bn 收購 PAM 代表業者 CYBR 之核心原因。然回顧 2025 年，題材尚未顯著發酵係因：1) 身份資安業者產品尚未成熟；2) 跨 Agent 溝通協作情境仍未普及，AI 單向溝通僅需 SASE/DLP 即可

- CYBR 調查顯示三分之二以上的金融&軟體產業 CISO 將 AI 列為資安三大威脅，但<10%的組織大規模部署風險登記和動態授權等 Agent 資安控制措施，CRWD 預期長期 1 人類將對應 90 個 AI Agent

#### AI 自動化攻擊事件推動企業將預算轉移至主動防禦工具

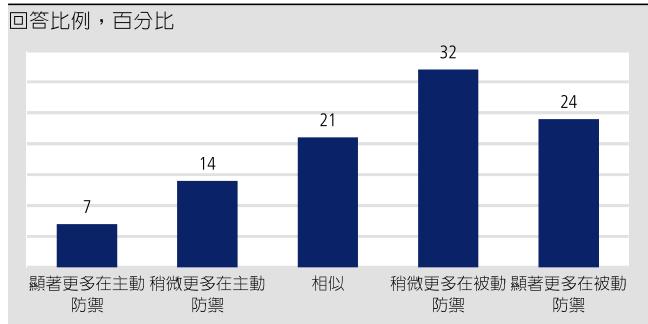
- Anthropic 揭露中國國家駭客組織 GTG-1002 利用 Claude Code 達成 80-90% 攻擊流程自動化，Anthropic 提及 Ai Agent 可以長時間自主運行並在很大程度上獨立於人類干預完成複雜任務的特性使駭客進行網路攻擊的可行性大幅增加，對比過去，如今的 LLM 在：1) 智力，尤其在軟體/程式碼上的理解；2) Agent 能力，可自主循環運行；3) 軟體工具使用，MCP、RAG、搜尋網路，三點上均有所進步，因而使 AI Agent 高度自動化的尋找企業資安破口成為可能。
- 過往企業於雲端資安投資更加著重於被動式防禦（監控、測試、治理等 xSPM 工具），同時因簡單易於部署的特性採 Agentless 架構（Wiz），然其缺乏及時訊息與上下文無法達成主動防禦，在 Helm, ArgoCD, eBPF 等 DevOps 工具成熟下，使以具 Agent (代理程式) 的主動防禦成為可能。
- PwC 調查僅 7% 企業配置更多資安預算於主動防禦（攻擊回應、恢復…）之上具成長空間。在 AI Agent 擴大攻擊面/駭客利用 AI Agent 加速攻擊下，企業及時發現攻擊行為並進行應對措施成為必要，呼應 CRWD 認為雲端資安預算將從 CSPM 轉向 CWPP 之觀點。

圖 6: 資安軟體產業 2026 年年增 16% 加速成長 2ppcts



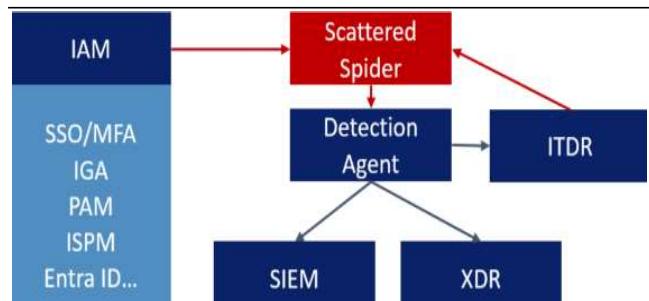
資料來源: Gartner : 凱基

圖 7: 目前企業預算更集中於被動防禦工具



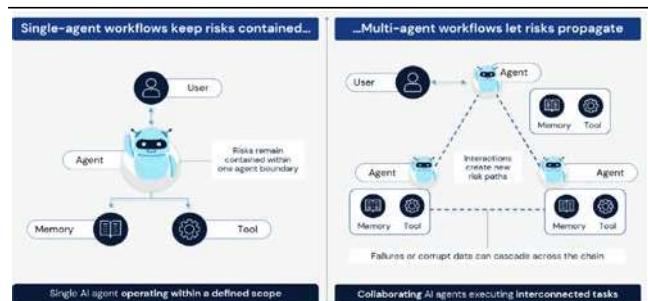
資料來源: PwC : 凱基

圖 8: 現代資安攻擊繞過 IAM 需以 ITDR 防範



資料來源: Software Analyst Cyber Research : 凱基

圖 9: PAM 於跨 Agent 溝通協作情境時更具價值



資料來源: CyberArk : 凱基

## 2026 可觀測性產業趨勢

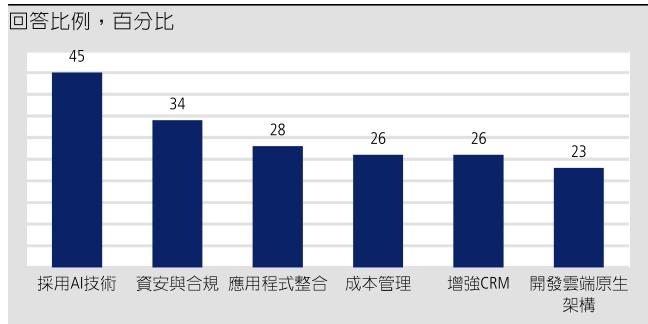
### GenAI 帶動 Workload 複雜化 & IT 故障頻傳強化可觀測性重要性

- New Relic 與 ETR 調查報告顯示針對 AI 之監控滲透率達 54%，YoY 12ppts；45%受訪者表示 AI 技術為 Observability 採用動能。隨雲端複雜性提升並產生大量遙測數據，企業需導入 Observability 優化 IT 效能，75%企業在導入後可獲得正向 ROI
- 企業在 IT 停機時之平均成本約為 US\$2mn/hr，而 59/58%工程師認同 Observability 可降低警報疲勞問題/縮短除錯時間。凱基看好在 CSP/Cloudflare 等關鍵 IT 業者故障頻傳成為企業加速採用之催化劑

### 缺乏全面可觀測性覆蓋之破口驅動平台化加速

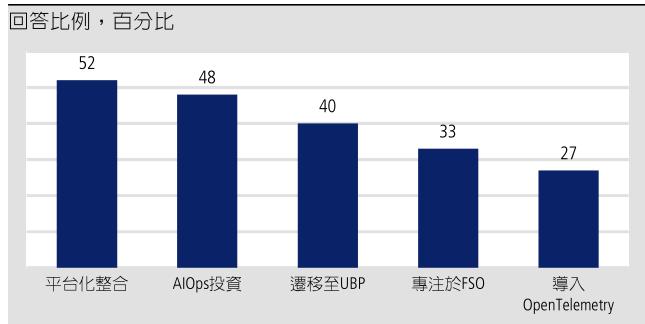
- 目前僅 27%企業達到 FSO (Full-Stack Observability，意即缺乏對全數端點的掌握)，產生偵測盲點、回應延遲與高昂損失等問題，痛點在：(1) 複雜技術堆疊；(2) 工具過多/數據孤島。實務上工程師 33%工時耗於故障排查，另有 33% 用於維護/技術債，亟需自動化解放工時
- AI Agents (DDOG Bits AI, DT Davis AI) 將有助縮短故障排查、進行自動根因分析等，然 AI 賦能前提為平台化 (更多資料源、整合)
- 企業平均工具數已從 2023 年的 6 個下降到 2025 年 4.4 個，但仍存在分散問題，52%組織計劃在未來 12-24 個月內整合至單一平台，使平台化加速

圖 10: AI 為驅動可觀測性投資之最大動能



資料來源: New Relic : ETR : 凱基

圖 11: 企業未來 12-24 個月可觀測性策略集中在整合單一平台



資料來源: New Relic : ETR : 凱基

**圖 62: GenAI 推升複雜度可觀察性成核心必備**

	Infra.	APM	Log	DEM
What's xxx?	監控系統資源 (CPU...) 是否正常	監控程式效能 (API, Error Rate, 呼叫時間...)	事件紀錄 & Debug (紀錄完整事件線做Debug or 優化)	監控終端使用者體驗 (網站體驗, 延遲, 模擬用戶行為)
Drivers	1.多雲架構成主流 2.GenAI Workload更加多元 (Serverless, API調用, GPU...) 3.AI運算成本高昂對穩定性要求提高	1.Multi-platform興起 Mobile/Web... 2.應用程式內含GenAI使效能追蹤難度提升	1.LLM使IT故障更難追蹤，需Log工具提供更多上下文 2.Log激增下，AI/ML整合進Log追蹤工具加速自動化分析能力，減輕工程師負擔	1.GenAI延遲特性提升使用者體驗優化需求 2.多樣裝置/地區/網路環境造就終端環境複雜性
Open Source	Prometheus, Netdata, Pandora FMS + Grafana (視覺化監控 Dashboard)	Elastic APM, Apache Skywalking, Prometheus (開源難取代)	ELK, Loki, ClickHouse, OpenTelemetry	OpenTelemetry (開源難取代)
Observability Vendor	<u><a href="#">DDOG</a></u> , <u><a href="#">DT</a></u> , ESTC (log為主), New Relic (APM起家), Splunk (log為主)			
Other Enterprise SW Vendor	應用程式內監控: CRM, SNOW...			組織內DEM: PANW, ZS, NET

資料來源: 凱基

## 附錄

**圖 13: 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 14: 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 15: 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 16: Zscaler 未來 24 個月預估 EV/FCF**

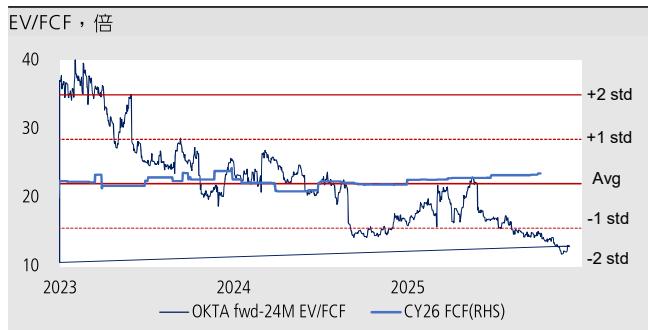

資料來源: Bloomberg : 凱基

備註：財年止於 7 月

**圖 17: 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 18: Okta 未來 24 個月預估 EV/FCF**


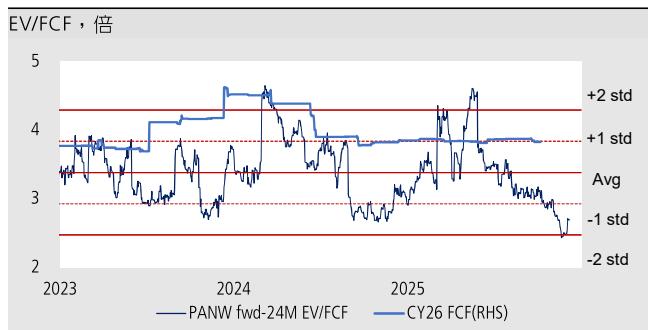
資料來源: Bloomberg : 凱基

備註: 財年止於 1 月

**圖 19: PANW 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 20: PANW 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 21: DDOG 未來 12 個月預估 EV/Sales**


資料來源: Bloomberg : 凱基

**圖 22: DDOG 未來 24 個月預估 EV/FCF**


資料來源: Bloomberg : 凱基

**Crowdstrike (CRWD US)**
**圖 7 : Crowdstrike – ESG 整體分數**

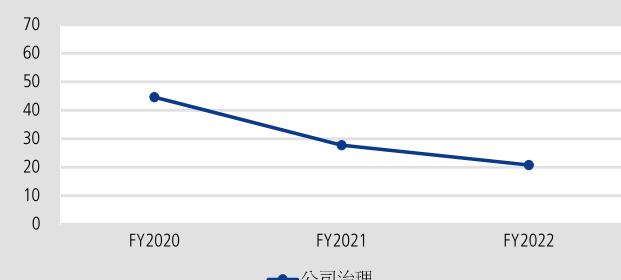
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 9 : Crowdstrike – 公司治理**

公司治理分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 11 : Crowdstrike – 社區關係**

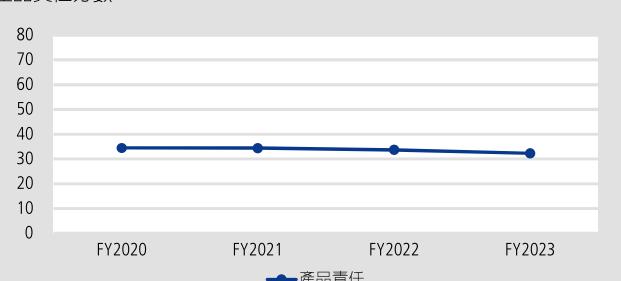
社區關係分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 13 : Crowdstrike – 產品責任**

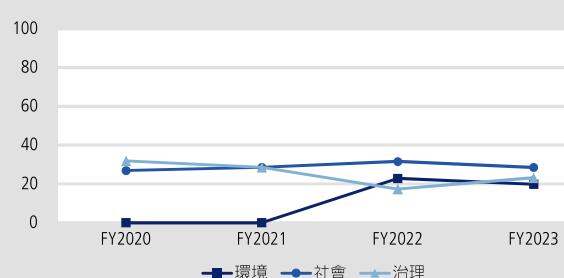
產品責任分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 8 : Crowdstrike – ESG 各項分數**

ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 10 : 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 12 : Crowdstrike – 獨立董事**

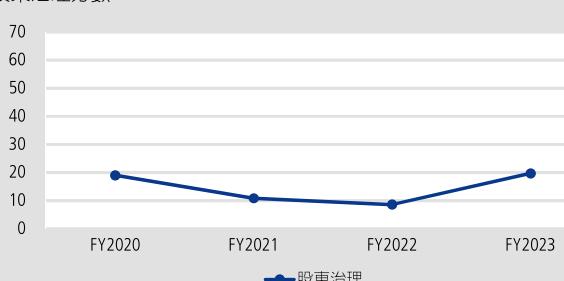
獨立董事佔比，百分比



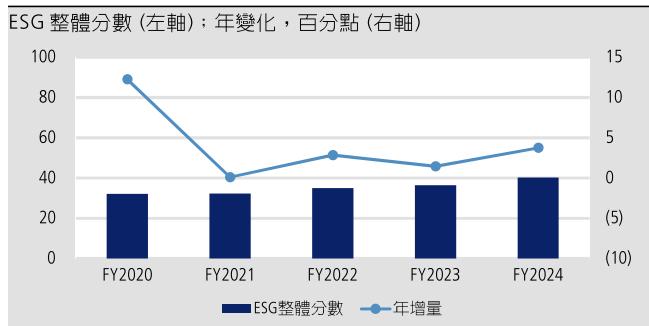
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 14 : Crowdstrike – 股東治理**

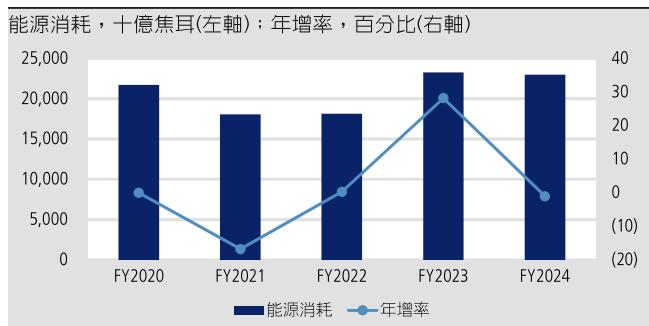
股東治理分數



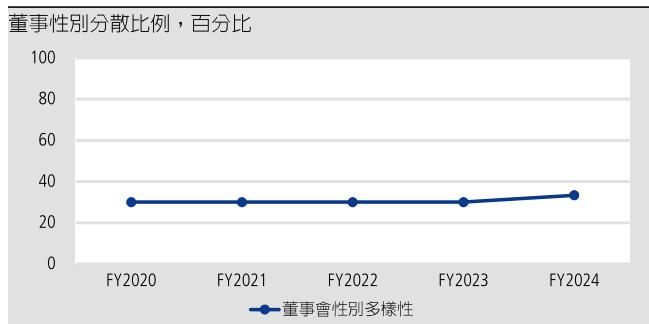
資料來源：Refinitiv、公司資料

**Okta (OKTA US)**
**圖 15 : Okta – ESG 整體分數**


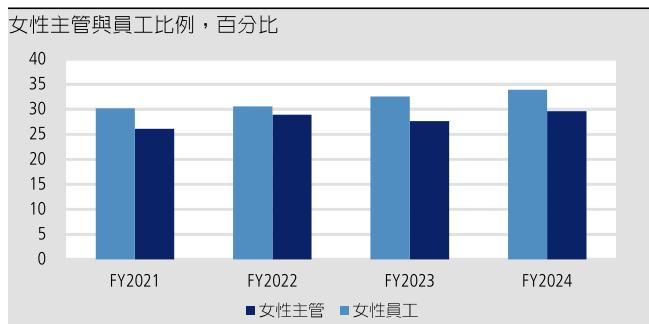
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 17 : Okta – 能源消耗**


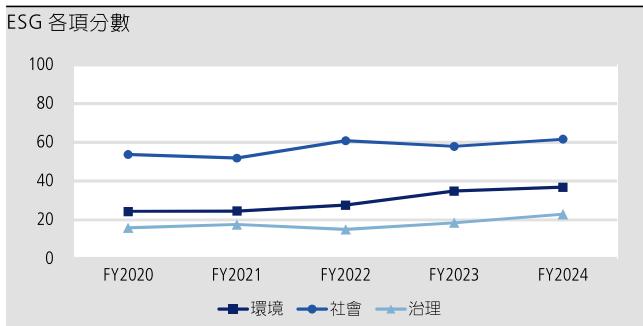
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 19 : Okta – 董事性別多樣性**


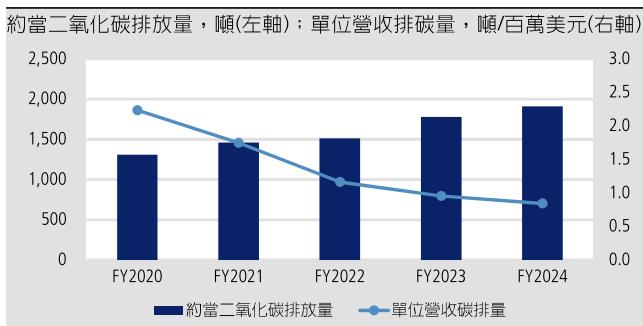
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 21 : Okta – 性別多樣性**


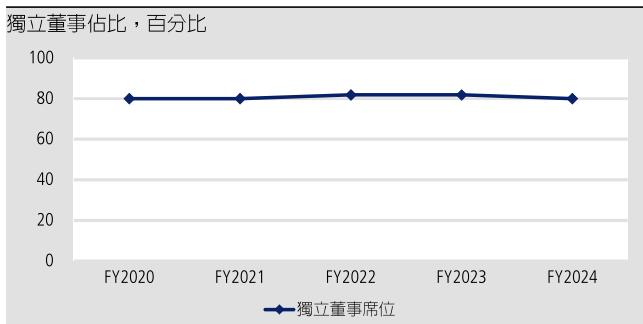
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 16 : Okta – ESG 各項分數**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 18 : Okta – 碳排量**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 20 : Okta – 獨立董事**


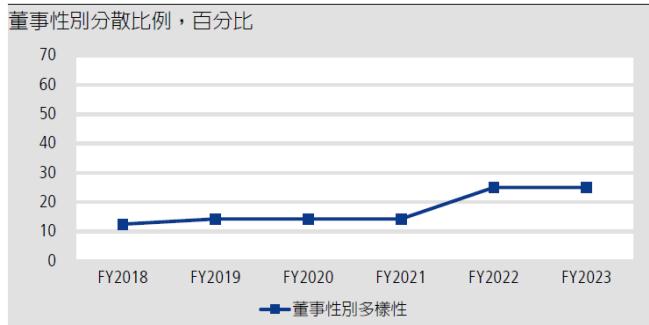
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 22 : Okta – 直接購買能源**

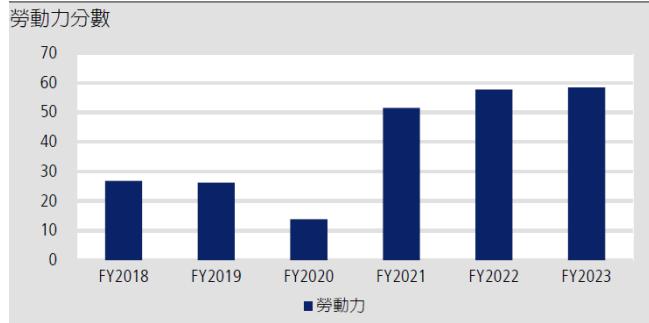

資料來源：Refinitiv、公司資料

**Zscaler (ZS US)**
**圖 23 : Zscaler – ESG 整體分數**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 25 : Zscaler – 董事性別多樣性**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 27 : Zscaler – 勞動力**


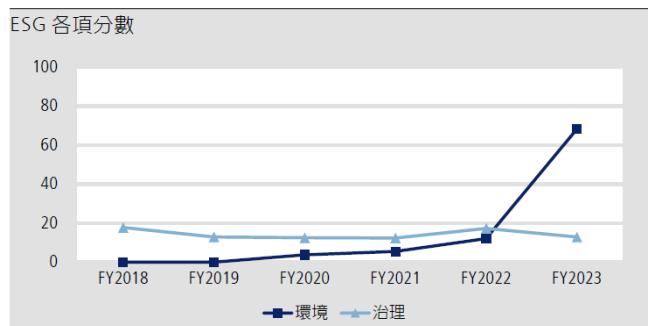
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 29 : Zscaler – 公司治理**

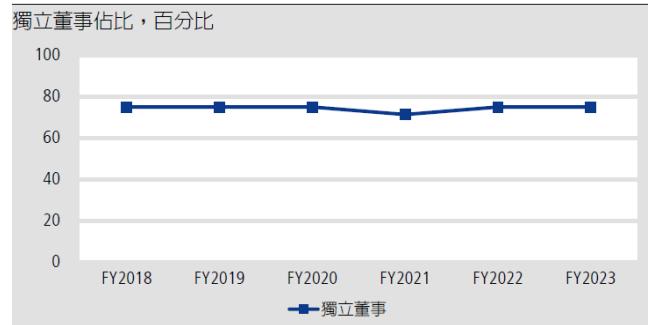

資料來源：Refinitiv、公司資料

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。

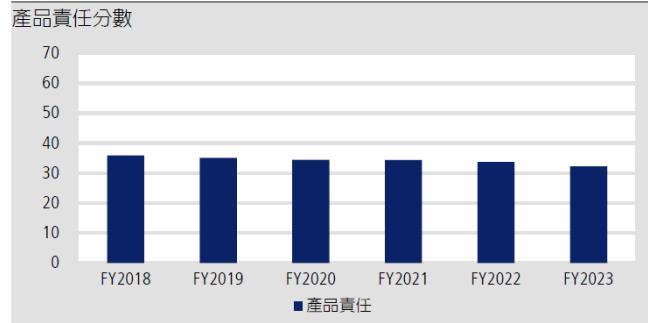
**免責聲明** 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行並不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印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。

**圖 24 : Zscaler – ESG 各項分數**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 26 : Zscaler – 獨立董事**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 28 : Zscaler – 產品責任**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 30 : Zscaler – 股東治理**


資料來源：Refinitiv、公司資料