

Team

第五組

Mentor

葉品良、汪季暉

Members

余弦睿、王孝揚、李翊慈、
胡祐瑄、陳善牧、蕭琮瀚

2025/03/20

基金評析

統一全球新科技基金



Contents

1	基金介紹	P.04
2	投資邏輯	P.07
3	成分股評析	P.12
4	結論	P.32

結論：DeepSeek 推理端 AI 崛起，看好交換器、ASIC、軟體將受惠此波成長動能

	基金總覽	
基金簡介	<ul style="list-style-type: none">統一全球新科技基金捕捉全球科技業知各國龍頭企業進行投資，針對科技業水平及垂直內國際分工分配投資產業，精準投資 AI 受益之企業並積極調整持股以跟隨市場步調，成立至今總報酬達 320.89%，近五年年化報酬率達 16.58%，Sharpe ratio 達 0.74。	
AI 概況	<ul style="list-style-type: none">在 DeepSeek 發布後，市場重心由預訓練轉向後訓練及推理端，預計算力市場將以 CAGR 6.8% 成長至 2032 年，其中以推論算力成長最多。推理型 AI 趨勢將帶動更高頻寬的交換器以及 ASIC 的使用，此外，DeepSeek 發布的 API 大幅下降，有利於軟體股的盈利增長。	
	市場展望	成長動能
交換器產業	<ul style="list-style-type: none">在 AI 從生城市轉往推理型 AI 下，整體算力需求增加。為達更高互聯速度，DC 改變結構，交換器性能要求將提升。800GbE 以上交換器將在 2025 逐步出貨。	<ul style="list-style-type: none">AI/ML 帶動全球交換器出貨量提升、更高速之交換器滲透率增加。為降低網通成本，有望讓更多客戶轉向採用乙太網解方。長期發展將以全光通訊作為目標，以提高頻寬、降低能耗。
ASIC	<ul style="list-style-type: none">美系廠商以其在網通、SerDes 等技術領先產業，台廠則依靠與台積電供應鏈關係、後端設計佔優。推論算力增加及高性價比利好 ASIC 產業。	<ul style="list-style-type: none">四大 CSP 廠、OpenAI 等企業自研訓練、推論晶片趨勢明確，帶動可服務市場在 2027 遠超 600-900 億美元規模、2023-2028 AI ASIC 達 45% CAGR。
軟體業	<ul style="list-style-type: none">Agentic AI 為時下趨勢，應用領域擴散至工業、金融保險、醫療等垂直產業。運用 AI 提升資安防護能力，企業訂閱功能模組需求數增加。	<ul style="list-style-type: none">資安需求日益增高，2025 至 2029 市場規模 CAGR 為 21.16%軟體業三大核心動能為企業數位轉型需求、雲端整合技術成熟，以及 AI 代理的普及。

基金介紹

- 
- 1 基金簡介
 - 2 成分股

統一全球新科技基金聚焦世界市場科技業分工，長期績效皆超過大盤

- 統一全球新科技基金以捕捉全球科技業知各國龍頭企業進行投資，針對科技業水平及垂直內國際分工分配投資產業，精準投資 AI 受益之企業並積極調整持股以跟隨市場步調。
- 截至 2025/3/16，基金總規模為 70.67 億新台幣，淨值 41.37，屬於大型增長型基金。
- 本基金創立至今總報酬達 320.89%，近五年年化報酬 16.58%，年化標準差 23.96%，夏普值 (Sharpe ratio) 0.74，表現良好，然而近期因受到大盤劇烈波動，近三年表現有所下滑，近五年 Beta 值達 0.96，顯示與大盤波動相對一致。

此檔基金長效年報酬率超越大盤



	衡量指標	
	近三年	近五年
年化報酬率	8.04%	16.58%
年化標準差	22.77%	23.96%
Sharpe ratio	0.20	0.74
Beta	0.85	0.96

統一全球新科技基金主要投資於網通、軟體及 ASIC 產業

基金資料

計價幣別	新台幣
基金規模	70.67 億
基金成立	2016/5
近五年報酬率 (%)	179.22
風險評等	RR4
晨星評等	4 星

前十大成分股

標的名稱	佔比 (%)
智邦	6.76
ARISTA	5.49
MARVELL	5.25
CELESTICA	4.62
NVIDIA	4.56
ServiceNow	3.86
iShare 比特幣信託 ETF	3.31
CROWDSTRIKE	3.20
TESLA	3.08
健策	3.07

產業分布及地區分布 (%)



投資邏輯



- 1 總經概況
- 2 ASIC
- 3 交換器
- 4 軟體業

預計 25 年聯準會將降息三碼，美國經濟軟著陸機率大，股市總體具基本面支撐

- 美國 1 月核心 PCE 降至 2.65%，較前值下滑 0.21% 顯示消費支出放緩；Truflation 美國通膨預期最新數據為降至 1.35%，通膨預期回落，最新 Fed Watch 數據顯示市場預期降息三碼的機率達 32.4%。
- 美國 2 月非農新增 15.1 萬人，高於前值 12.5 萬人，失業率雖小幅回升至 4.1%，仍處於低水平，顯示就業市場保持穩健但有放緩跡象，支持聯準會降息可能。但目前沒有出現通縮或失業的跡象，認為美國經濟軟著陸機率仍大。
- 美國企業 24 年前三季的稅後獲利年增 11.7%，S&P500 中有 74% 的企業在第四季的獲利優於預期，獲利創高將有利於支撐股價上行，但目前 S&P500 席勒通膨調整後本益比達 35.78 處高位，因此仍需注意股價回落風險。

FedWatch 最新數據顯示市場認為 25 年可能降息 3 ~ 4 碼

CME FEDWATCH TOOL-CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	300~325	325~350	350~375	375~400	400~425	425~450
25/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	97.0%
25/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	43.8%	54.9%
25/6/18	0.0%	0.0%	1.1%	37.0%	53.1%	8.8%
25/7/30	0.0%	0.5%	18.9%	45.0%	31.1%	4.4%
25/9/17	0.4%	13.0%	36.6%	35.6%	13.1%	1.4%
25/10/29	4.9%	21.5%	36.2%	27.4%	8.8%	0.9%
25/12/10	11.9%	27.7%	32.5%	19.7%	5.5%	0.5%

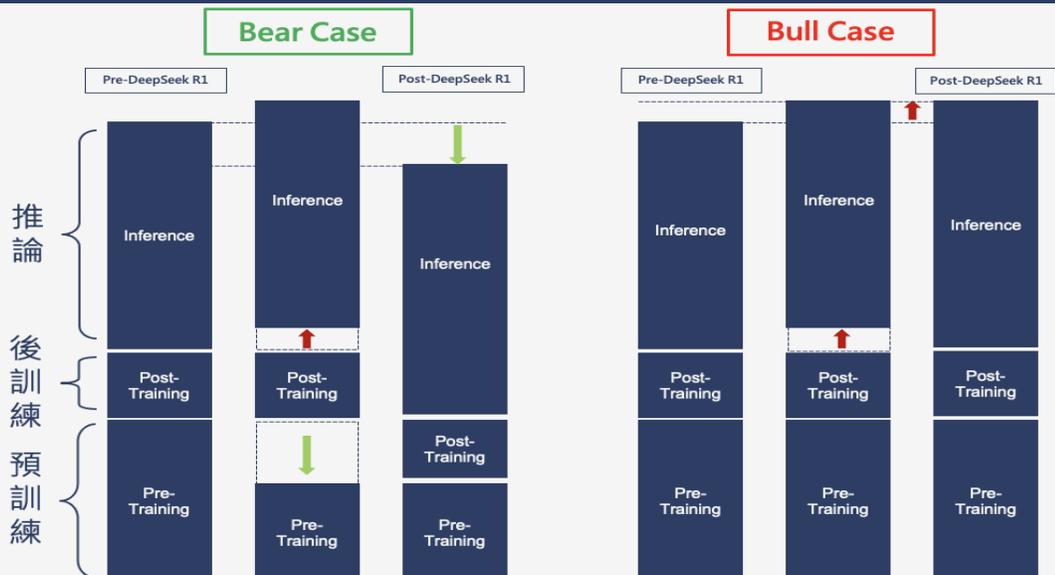
Truflation 每日變動通膨預期降至 6 個月新低



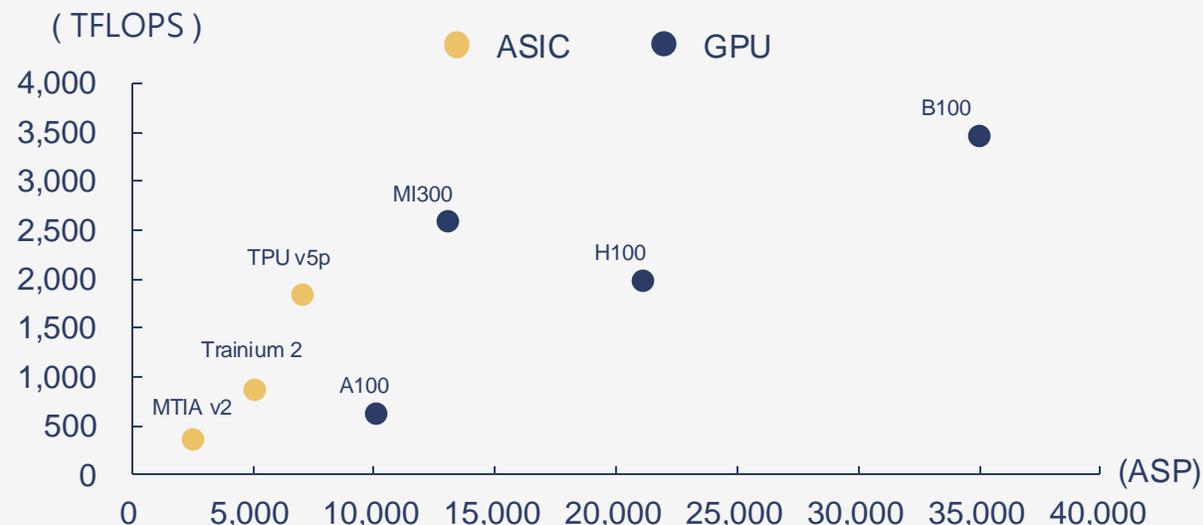
使用 ASIC 在 LLM 後訓練階段更有效率，四大 CSP 廠積極投入研發自家晶片

- DeepSeek 的推出使得大型語言模型朝向推論與後訓練階段發展，預期需要更多的推論算力。隨著未來推論算力佔比不斷提升，進入後訓練及推理階段使用 ASIC 訂製晶片相較於通用 GPU 效率更高，這些優勢使得 ASIC 在資料中心和人工智能領域的應用越來越廣泛。
- ASIC 初期開發成本高，隨著量產可壓低成本，雖然單張 ASIC 晶片算力普遍低於 H100 晶片，但由於量產後 ASIC 成本較低具有性價比，亞馬遜的 Trainium 晶片執行推理任務比輝達的 H100 GPU 便宜約 30% 至 40%。同時，研發 ASIC 能降低對 NVIDIA 單一供應商的依賴。Marvell 預期 2028 年資料中心 ASIC 市場規模將提升至 429 億美元，CAGR 為 45.4%。

DeepSeek 對算力影響的悲觀假設與樂觀假設



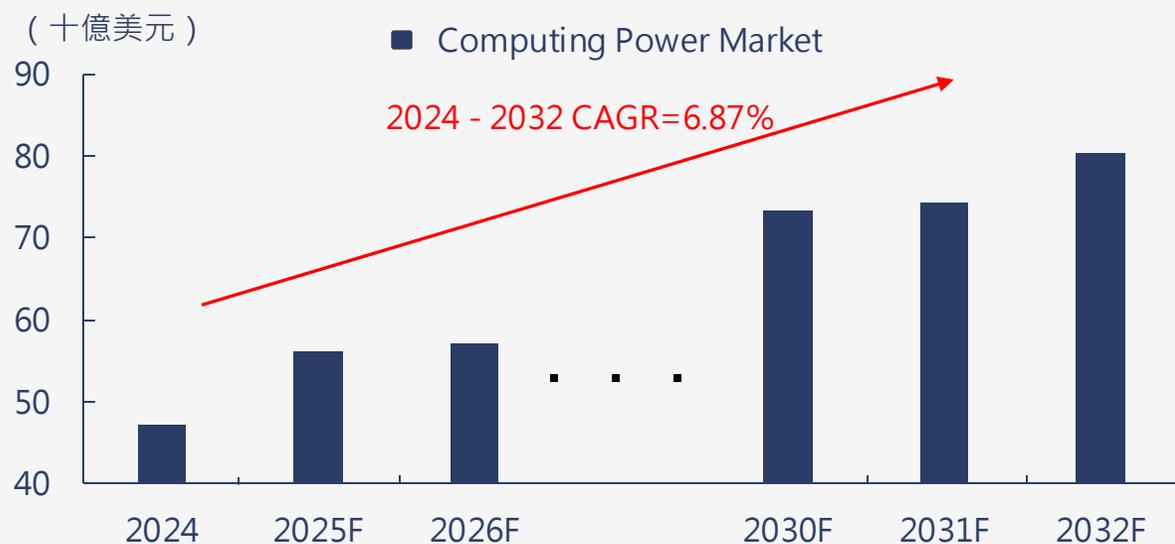
ASIC 在 FP16/BF16 常用推理的精度下性價比高於 GPU



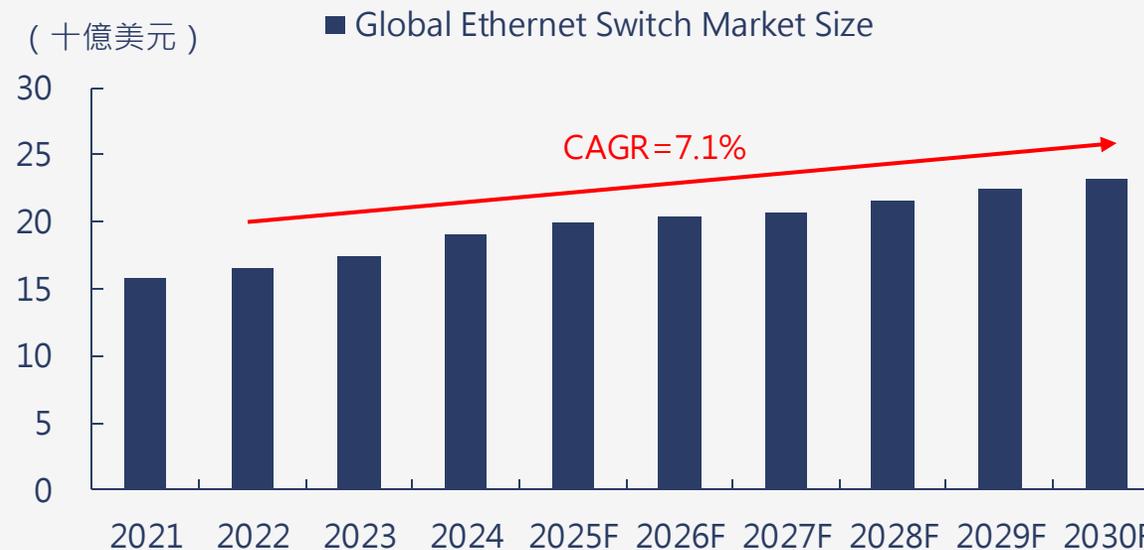
算力在推理型 AI 採用的趨勢下增加，流量增長將帶動資料中心高速傳輸需求

- 在 AI 從生成式轉往推理型 AI 下，算力的提升為必然趨勢。雖然模型 Pre-training 需求將不如以往，但開源模型會產生很多衍生模型。因此，我們對整體算力需求持樂觀態度，認為增加的推論算力需求將抵過 Pre-training 算力需求的下降。
- 比起一次性思考模型，長思考模型執行任務將消耗多 100 倍的算力。同時，為達更高互聯速度，DC 將由傳統分層網路架構轉向主幹枝葉式架構，使存取層與聚合層功能結合，交換器性能要求將進一步升級。
- 為滿足 AI/ML 所帶動的高速傳輸需求，頻寬勢必也需要隨之升級。預計 800GbE 交換器及光收發模組將在 2025 年放量，1.6 TbE 的交換器及光收發模組也將被大型 CSP 業者驗證及採用。

整體算力市場預計以 CAGR 7% 成長至 2032 年



全球乙太網交換器市場規模 2022-2030 CAGR 7.1%



DeepSeek 使模型使用成本大幅下降，軟體端 PaaS 與 SaaS 廠盈利增長可觀

- 1月20日，DeepSeek 正式開源 R1 推理模型，允許所有人遵循 MIT License 蒸餾 R1 訓練其他模型。AWS 也在 1月30日宣布推出基於 R1 的模型 Bedrock、Sagemaker 等，提供用戶更低成本且具企業級資安防護的解決方案。
- DeepSeek 公布的 API（開發者提供服務的應用程式介面）使用成本相較 GPT o1 降低許多，**低成本 API 讓更多開發者能負擔 AI 服務，擴大 LLM 需求市場**，因此 PaaS（開發框架與雲端服務）廠 DeepSeek 營收有望增加。
- 而 SaaS 廠本身不開發 LLM 而是透過租用 PaaS 的服務，將 AI 導入自身開發軟體中提供終端應用，因此 **API 的降低能夠大幅縮減平台的營運成本提高毛利**，目前主要應用軟體有 Microsoft 365、Notion 及 ServiceNow。

DeepSeek R1 輸入與輸出成本皆大幅低於 o1 模型

LLM	輸入價格 (百萬 Token)	輸出價格 (百萬 Token)
DeepSeek R1	0.14~0.55 美元	2.19 美元
GPT o1	7~15 美元	60 美元

SaaS 的市場規模在 2030 年將成長到 2,275 億美元



成分股評析



1 交換器產業

2 ASIC

3 軟體業

交換器產業

- 
- 1 智邦
 - 2 Celestica
 - 3 Arista

智邦：短期受惠於 AI/ML 發展，長期積極佈局全光網路

公司基本簡介

主要業務	網路交換器、網路應用設備、 網路接取設備、無線網路設備
24 年營收 (億元)	1,104
市值 (億元)	3,586
3/17 收盤價 (元)	667

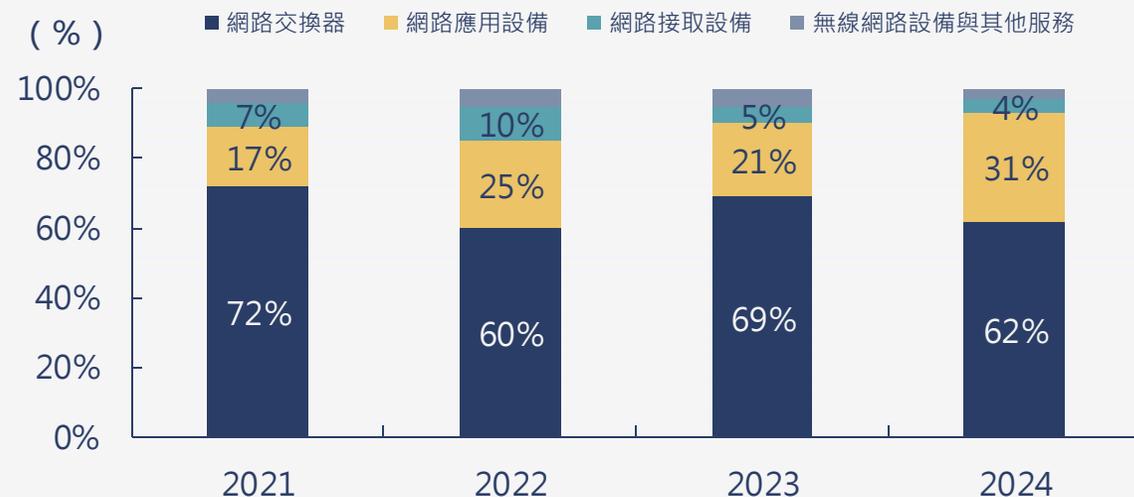
簡明損益表

	2021	2022	2023	2024
營業收入 (億元)	596	772	842	1,104
營收成長 (%)	9.4	29.5	9.0	31.2
毛利率 (%)	19.3	21.4	22.9	20.6
淨利率 (%)	7.9	10.6	10.6	10.9
本益比	31.9	17.8	32.4	42.4
EPS (元)	8.4	14.6	16.0	21.5

成長動能

- ✓ 在 AI 加速卡普及、400G 以上產品滲透率逐漸提升下，白牌交換器大廠智邦有望受惠。
- ✓ AI 迅速發展下，全光網路為必然趨勢，智邦透過開發光交換器積極佈局光通訊領域。
- ✓ 4Q24 財報優於市場預期，反映加速器需求穩健。

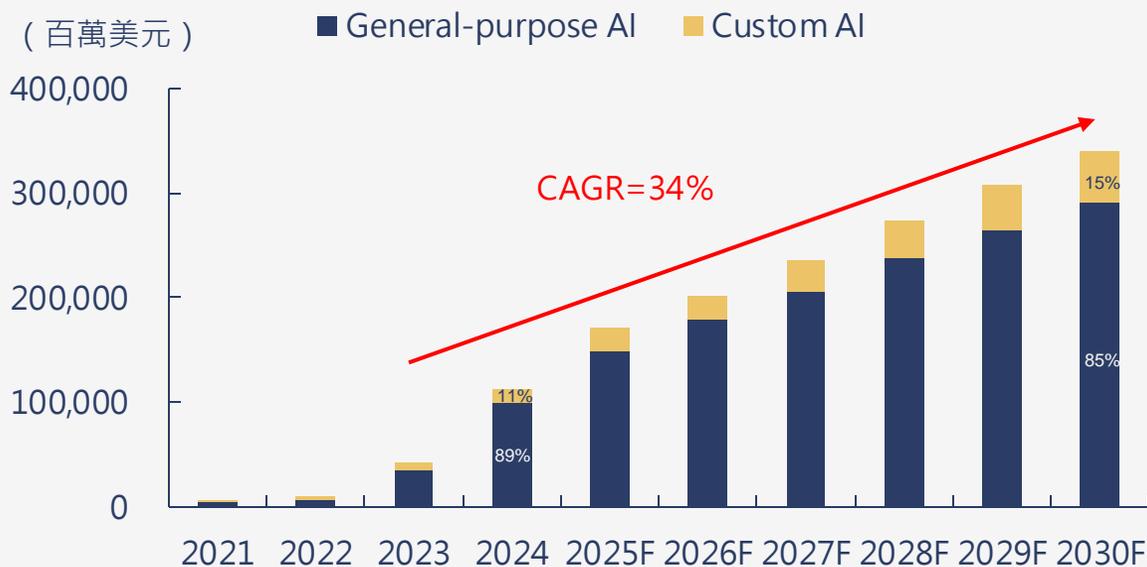
營收占比



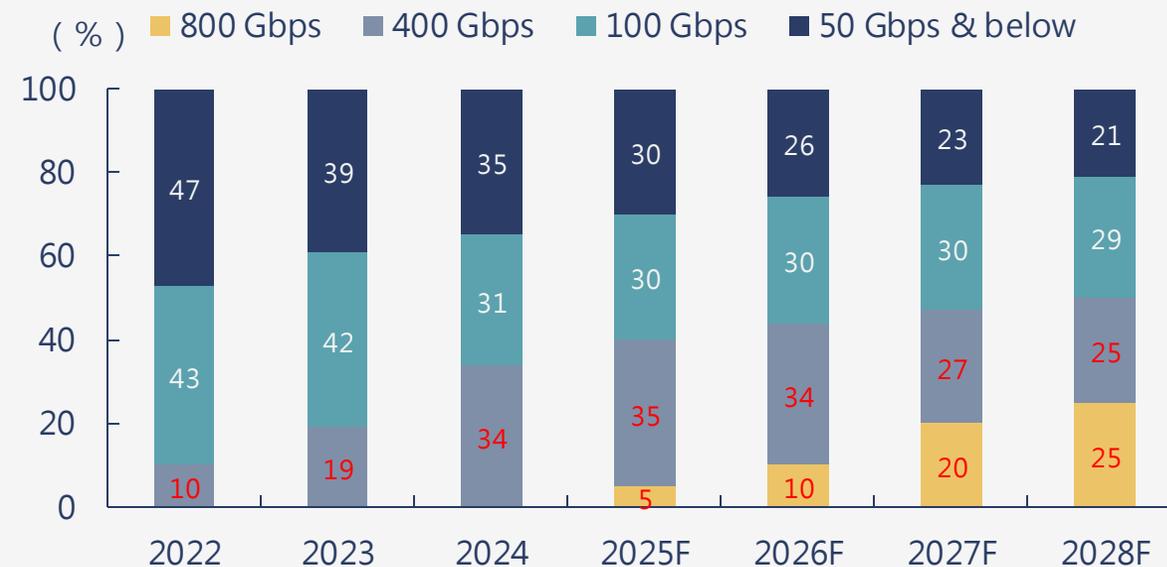
AI 加速卡普及、400G 以上產品滲透率漸升下，白牌交換器大廠智邦有望受惠

- 隨 AI 發展，性價比較高的 ASIC 逐漸獲得超大規模雲端客戶的青睞。根據研調，AI ASIC 2023-2030 的 CAGR 超過 34%。同時，2H24 AI 加速卡模組放量，AI 加速卡業務貢獻智邦營收將提升至約 30%（相較於 1H24 約 15%）。
- 目前交換器仍以 400GbE 以下為主流，預計智邦 800G 產品將在 2025 年逐季增長，且 800G 產品貢獻智邦營收相較 2024 年翻倍。根據交換器大廠 Arista FY4Q24 財報會議，1.6T 產品轉換期將在 2026 年底逐漸發生，智邦長期有望受惠。
- 白牌交換器具備成本優勢，且隨性能提升下，採用率將漸升，利好智邦業務。
- ANET 其一客戶過去採用 InfiniBand，目前正測試乙太網解方以降低成本、增加供應商選擇。智邦有機會連帶受惠。

2023-2030 AI ASIC CAGR 超過 34%，整體佔比提升 4%



企業端 400 Gbps 以上資料中心交換器滲透率提升



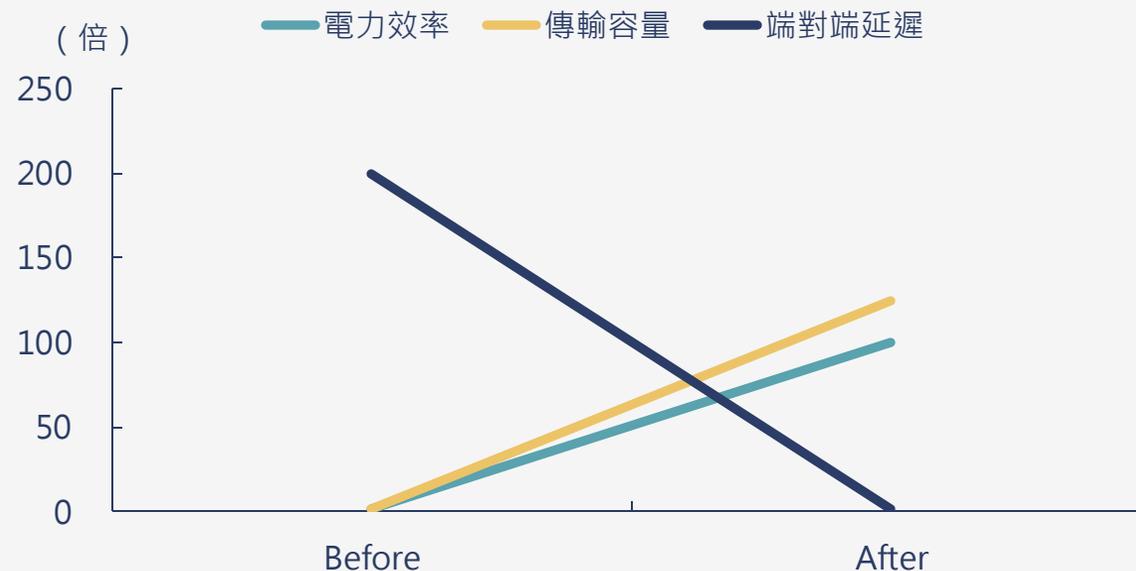
智邦搶攻全光網路趨勢，開發光交換器積極佈局光通訊領域

- 隨著傳統方案難以滿足 AI 對高速運算的需求，加上傳統光收發模組功耗大幅提升，AI 技術迭代速度更是過去的兩倍，全光通訊成為必然趨勢。根據研調，2022-2027 年全球矽光子市場規模的 CAGR 高達 30%。
- 為提升 AI/ML 運算效能並滿足私有數據存儲需求，業者正加速採用分散式資料中心架構。隨著 2024-2026 年全球資料中心用電需求 CAGR 達 14.8%，全光網路的建設將成為關鍵，能夠強化中小型資料中心能力、分散負載，並緩解高密度區域的電力壓力。
- 公司於 2024 年底法說會宣布投資韓國 InLC Technology，並攜手開發光交換器，以提升資料中心內部及跨中心的網路傳輸速度，同時提高頻寬並降低耗能。隨著全光網路的快速發展，智邦有望受益於市場成長，進一步鞏固其在光通訊領域的競爭優勢。

資料中心用電需求 2022-2026 CAGR=14.8%



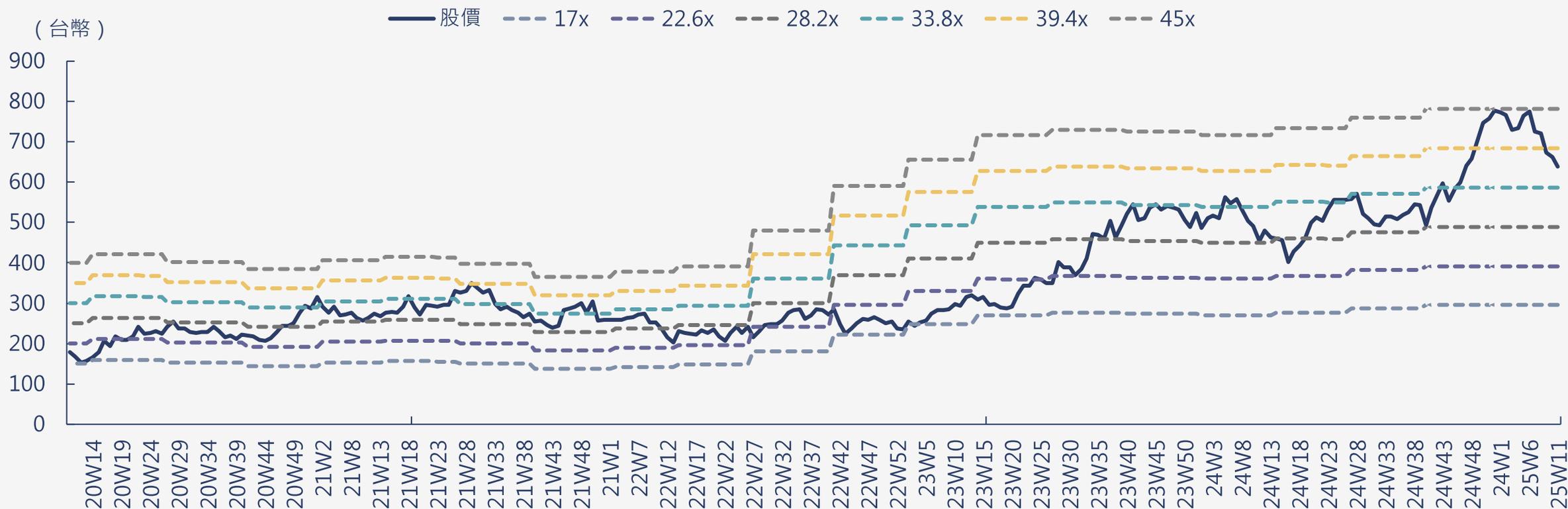
全光網路效能顯著高於傳統電訊號傳輸方案



2025 年目標價：EPS 27.6 元 x 本益比 31 倍 = 855 元

- 智邦過去 3 年本益比介於 17~45 倍，除了考量網路交換器、網路應用設備業務受惠於 AI 加速卡的普及和 400G 以上交換器滲透率提升外，由於白牌交換器具成本優勢和下游客戶希望增加供應商選擇，也有望使乙太網交換器採用率漸增，這將帶來產品結構改善及 ASP、營收的顯著提升。2024~2026 年營收 CAGR 達 31.2%，因此給予本益比河流區間中上緣的 31 倍本益比，根據 2025 年 EPS 27.6 元，目標價為 855 元，以 2025/3/14 收盤價 639 元為基準，潛在漲幅為 33.8%。

智邦本益比河流圖



Celestica : CCS 業務高成長推動利潤提升，市場樂觀看待未來發展

公司基本簡介

主要業務	高級技術解決方案 (ATS)、 連接與雲解決方案 (CCS)
24 年營收 (億 USD)	96.5
市值 (億 USD)	101
3/17 收盤價 (元)	91.78

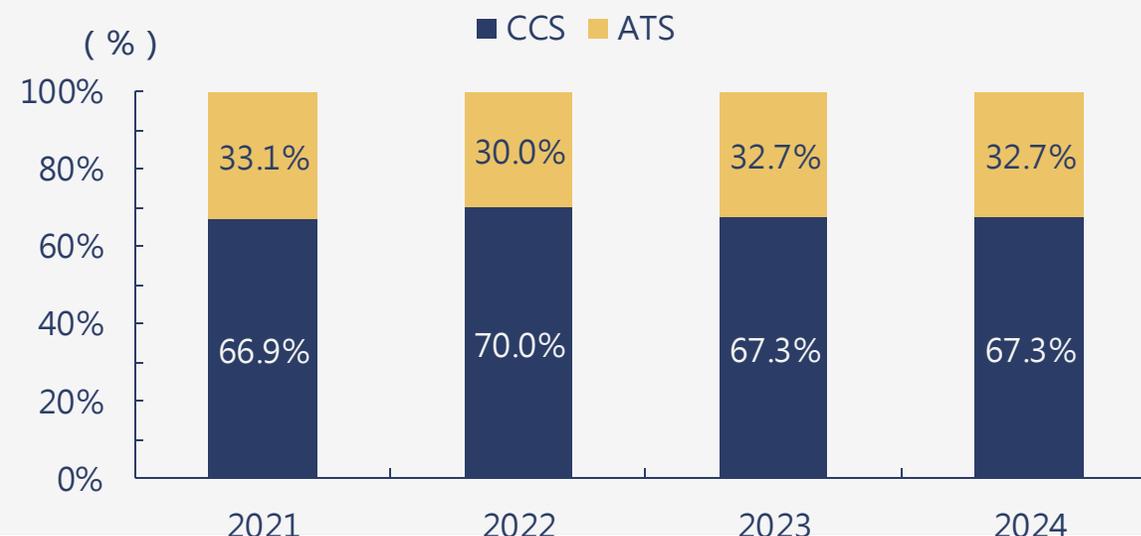
簡明損益表

	2021	2022	2023	2024
營業收入 (億 USD)	56.4	72.5	79.6	96.5
營收成長 (%)	-2.0	9.8	9.8	21.2
毛利率 (%)	8.6	8.8	9.8	10.7
淨利率 (%)	1.8	2.0	3.1	4.4
本益比	11.1	11.3	29.3	29.4
EPS (元)	0.8	1.2	2.1	3.6

成長動能

- ✓ 超大規模數據中心硬體需求目前相當強勁、動能可望延續至 2026 年，CCS 部門 4Q24 營收年增 30% 至 17.4 億美元，反映企業 IT 基礎設施與雲端運算需求持續增加。
- ✓ CCS 部門利潤率從 6.8% 提升至 7.9%、2024 全年營收增長 21%，反映高附加價值產品比例增加，並展現市場對其增長潛力的信心。

CCS & ATS 部門營收逐年佔比



Arista：短期受惠於 AI 資料中心需求成長，長期推動高頻寬交換技術與雲端網路創新

公司基本簡介

主要業務	多層網絡交換器、軟體雲端網絡解決方案
24 年營收 (億 USD)	70.0
市值 (億 USD)	1,006
3/17 收盤價 (元)	85.09

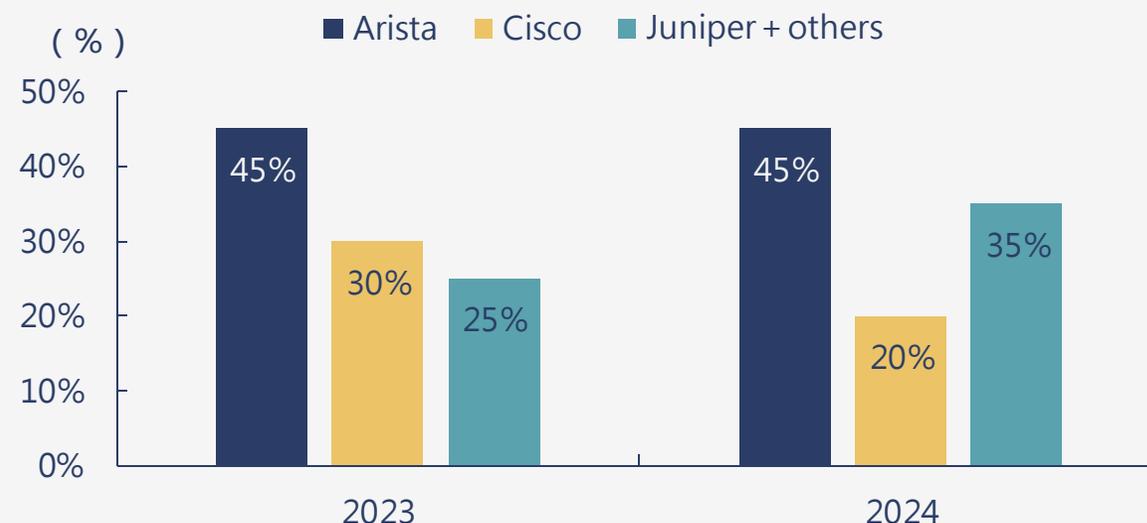
簡明損益表

	2021	2022	2023	2024
營業收入 (億 USD)	29.5	43.8	58.6	70.0
營收成長 (%)	27.2	48.6	33.8	19.5
毛利率 (%)	63.8	61.1	62.0	64.1
淨利率 (%)	28.5	30.9	35.6	40.7
本益比	11.1	7.6	10.1	4.2
EPS (元)	0.7	1.1	1.7	2.3

成長動能

- ✓ Arista Networks 的 800G Etherlink 產品已經起步，正在為進一步升級至 1.6Tb 甚至 3.2Tb 技術做準備，以支持更大規模的 AI 集群部署。
- ✓ 全球乙太網交換器市場 2022-2030 CAGR 達 7.1%，Arista 作為高效能交換器供應商，將受惠於雲端運營商提升 AI 計算能力的需求。

乙太網交換器大廠全球市佔比



ASIC

1

Marvell



Marvell：網通大廠轉型 ASIC，估值合理但市場增長趨勢明確

公司基本簡介

主要業務	IC 設計、網通相關產品
2024 營收 (百萬元)	5,508
市值 (億美元)	758.44
收盤價 (USD 3/17)	70.40

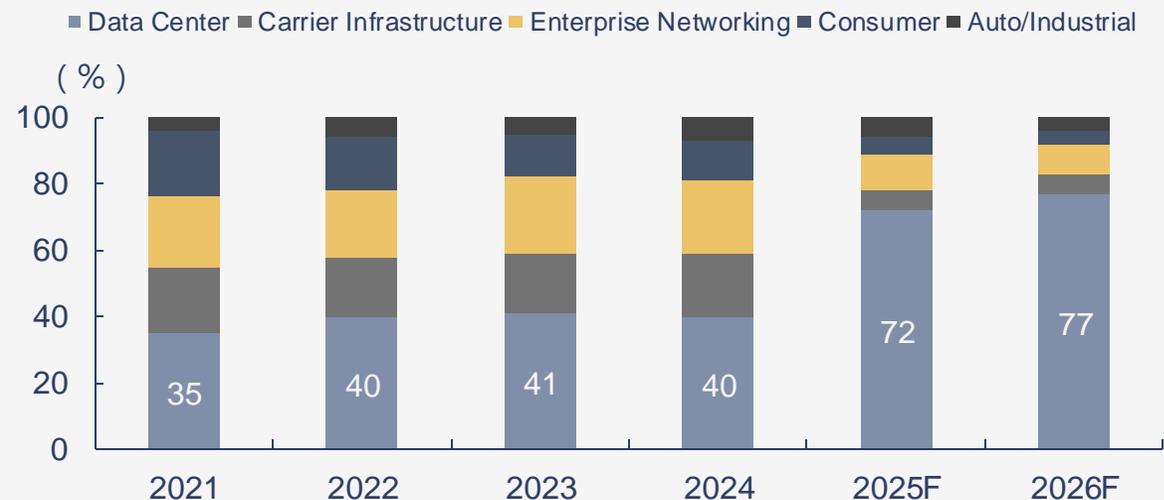
簡明損益表

	2021	2022	2023	2024
營業收入 (億 USD)	2,969	44,62	5,920	5,508
營業成長率(%)	9.99	50.30	32.66	-6.96
毛利率(%)	51.04	50.59	51.12	41.64
淨利率(%)	-9.34	-9.43	-2.76	-16.95
PB Ratio	4.11	3.56	2.41	3.94
EPS (元)	-0.41	-0.53	-0.19	-1.08

成長動能

- ✓ 透過併購取得產業領先 IP 與先進封裝經驗。
- ✓ 與 AWS 簽訂 2025-2029 年合作協議，透過 AWS 優化 EDA 能力並出售 Tranium 2/2.5 等 AI ASIC 晶片、光模塊 DSP 產品。
- ✓ 積極拓展微軟、Google 等 ASIC 晶片業務。

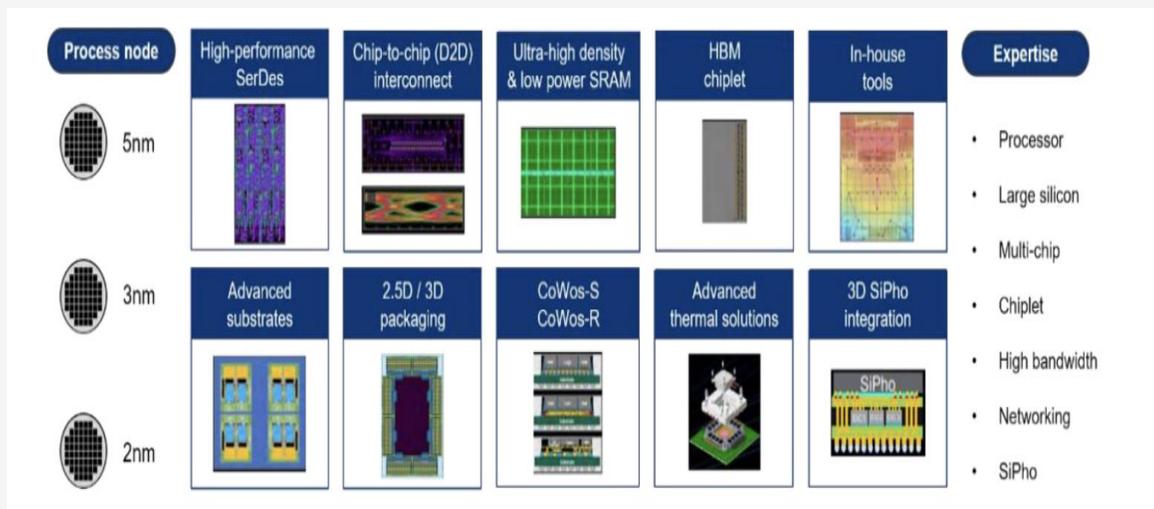
營收佔比 (FY21-FY26F)



Marvell 因重組改變營收結構，未來 AI 收入增長下費用率有望回落

- MRVL 業務涵蓋數據中心、企業網路、汽車工業等五大終端市場。24 年 MRVL 營收來源由企業網路轉移至數據中心，營收佔比由 40% 提升至 70% 並收購 Cavium (Arm 架構處理器) ， Avera Semiconductor (格羅方德旗下 ASIC 業務) 以及 Inphi (光電互連) ，積極佈局連接器及客製晶片。
- MRVL 在光電產品領域處於領導地位，數位訊號處理器 800G PAM4 DSP 及數據中心互連產品 400ZR DCI 訂單持續增長。25Q3 出貨業界首款 5nm 1.6T PAM4 DSP 開始貢獻營收並發布首款 3nm 1.6T DSP，在能耗表現出色。
- 24 年整體毛利率約為 40%，由於研發費用率長年超過 30% 高於同業 15-20% 導致財務表現不佳。另有 7.5 億美元用於購買無形資產、許可證的重組費用，在認列完畢後配合 AI 高毛利產品比重提升後預期顯著提升營業利益率。

Marvell ASIC 優勢整理



Marvell 透過收購完善平台能力

	類比	數位	封裝
Marvell	SerDes	網通、存儲	多晶片封裝
Cavium	X	處理器	多晶片封裝
Avera semi	SerDes	客製化晶片	2.5D/3D
Aquantia	SerDes	混合訊號積體電路	X
Inphi	SerDes、矽光子 (SiPho)	DSP、光通	矽光子、CPO
Innovium	X	DC 交換器	X

AI ASIC 達 45% CAGR 利多資料中心業務，MRVL 透過 IP、先進封裝建立優勢

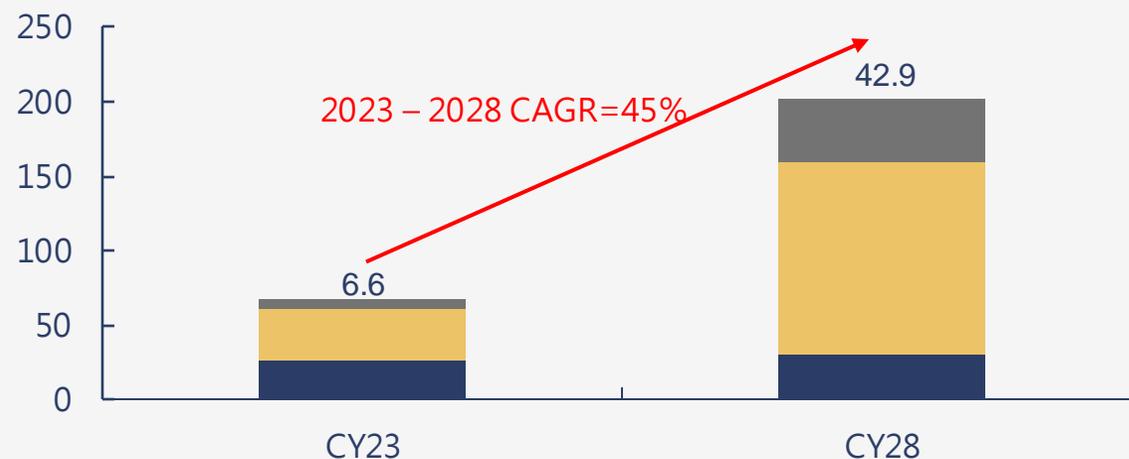
- AI ASIC 市場規模預計從 23 年 66 億美元成長到 28 年 429 億美元，CAGR 高達 45%。MRVL 在 IP 領域具備業界領先的 112 XSR、Long Research、PCIe Gen6/CXL3.0 的 SerDes 及網路傳輸、嵌入式內存、存儲控制器、SOC、先進封裝等技術，MRVL 目前市占率 12%，FY25 ASIC 的收入將達 5 億美元，公司看好中長期市占率有望成長至 2 成。
- MRVL ASIC 營收主要來自跟 Amazon Trainium2 以及 Google 的 Axion Arm 處理器。Inferentia 2.5 晶片預計在 25 年量產啟動，並與 AWS 簽訂 5 年合作協議，出貨 ASIC 晶片、DSP 等產品，與微軟合作的晶片則預計在 26 年啟動。2024 年 12 月 Anthropic 宣布未來使用 AWS 晶片算力集群，晶片數量達其現有算力集群五倍以上，助力 Trainium 2 快速起量。

Marvell ASIC 應用端

ASIC 產品	用途
3nm	5G 運營、數據中心、企業網路、汽車多晶片解決方案
5nm	5G 運營、數據中心、企業網路、汽車多晶片解決方案
7nm	數據基礎設施相關大範圍產品組合
14nm	大容量數據基礎建設應用

客製化加速晶片 TAM 將成長至 429 億市場規模

(十億美元) ■ 生成用晶片 ■ 加速運算用晶片 ■ 客製化加速晶片



軟體業

1

ServiceNow

2

CrowdStrike



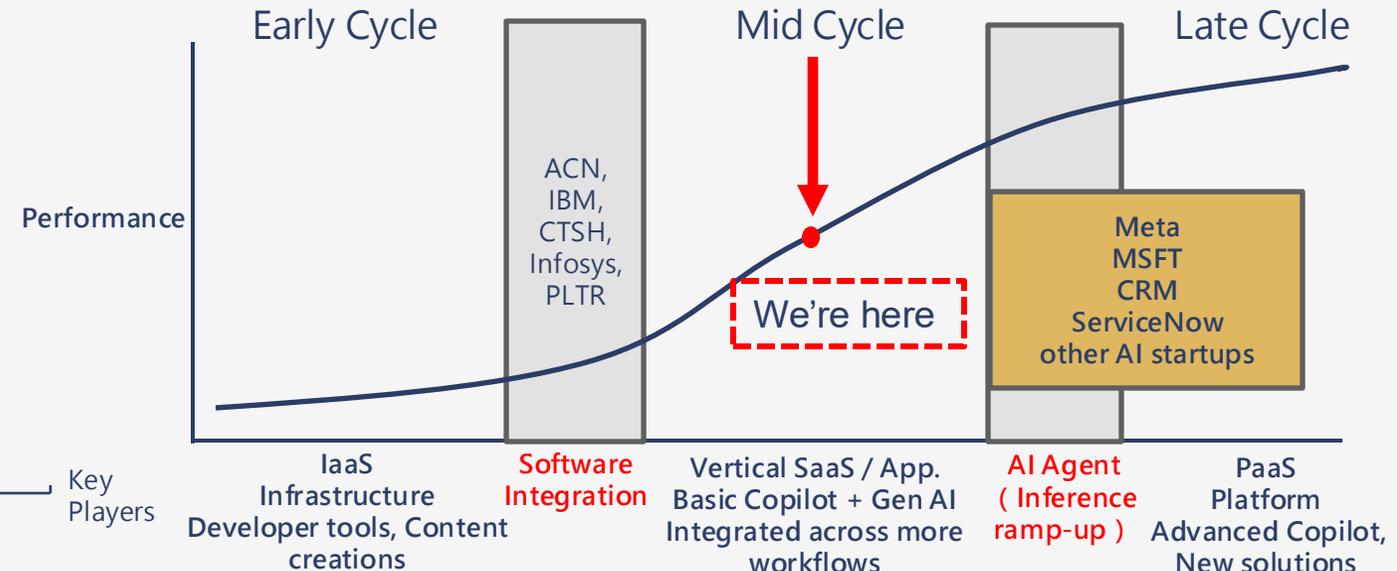
軟體業受到 Gen AI 驅動成長，至 2030 年 CAGR 為 11.23%

- 2025 年全球軟體產業在人工智慧驅動下持續高速成長，產業動能從基礎設施層 (IaaS) 轉向平台層 (PaaS) 與應用層 (SaaS) 的垂直整合；其中 Agentic AI 為時下趨勢，應用領域擴散至工業、金融保險、醫療等垂直產業。
- 商業軟體市場規模預計達 7,200 億美元，至 2030 年複合年成長率達 11.23%。目前認為軟體業三大核心動能企業數位轉型需求、雲端整合技術成熟，以及 Agentic AI 的普及。
- 根據 Gartner 公司指出，至 2029 年 Agentic AI 將自主解決 80% 的常見客戶服務問題，過程不需人工干預，從而降低 30% 的運營成本。

全球軟體業至 2030 年預估 CAGR 達到 11.23%



2025 年全球軟體產業處於生成式人工智慧技術週期的中期



Servicenow：透過 Agentic AI 結合 IT 營運管理服務幫助企業實現自動化

公司基本簡介

主要業務	提供數位工作流和自動化解決方案，IT 服務和營運管理服務
YTD 營收 (單位)	2,957 (百萬元)
市值 (單位)	1,756.44 (億美元)
3/17 收盤價 (元)	867.09

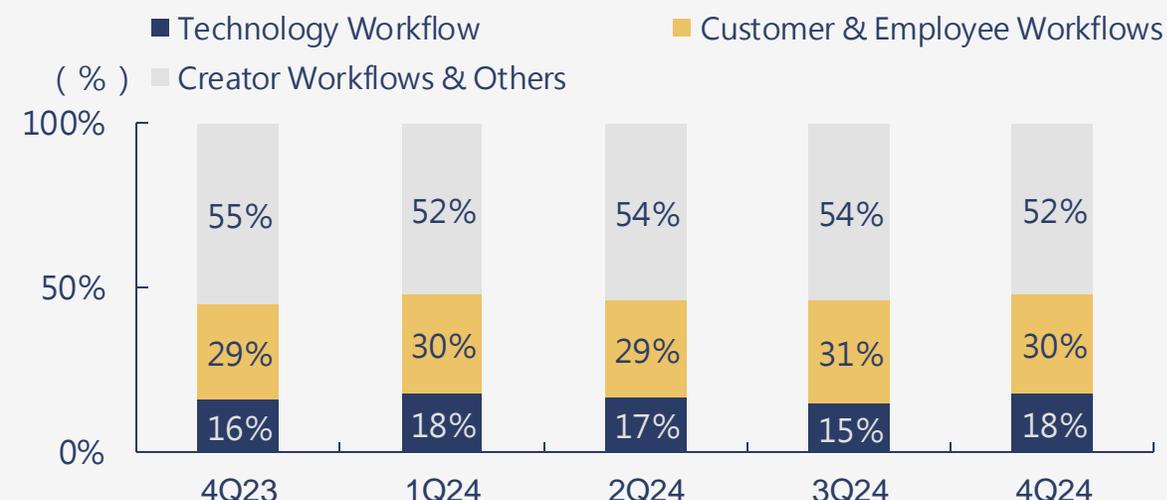
簡明損益表

	2021	2022	2023	2024
營業收入 (億元)	589	724	897	1,098
營收成長 (%)	30.47	22.88	23.82	22.44
毛利率 (%)	77.05	78.29	78.59	79.18
淨利率 (%)	3.90	4.49	19.30	12.97
EV / Sales	21.77	10.34	15.58	19.29
EPS (元)	1.13	1.60	8.42	6.84

成長動能

- ✓ 收費模式改以使用量計價搭配基本訂閱制度，並輔以 Agentic AI 預期快速導入市場。
- ✓ Now Assist 為目前成長驅動最快的產品，於 4Q24 交易量增長 150%。
- ✓ 4Q24 用戶續訂率達 98%，ACV 超 100 萬客戶達 2,109 位。

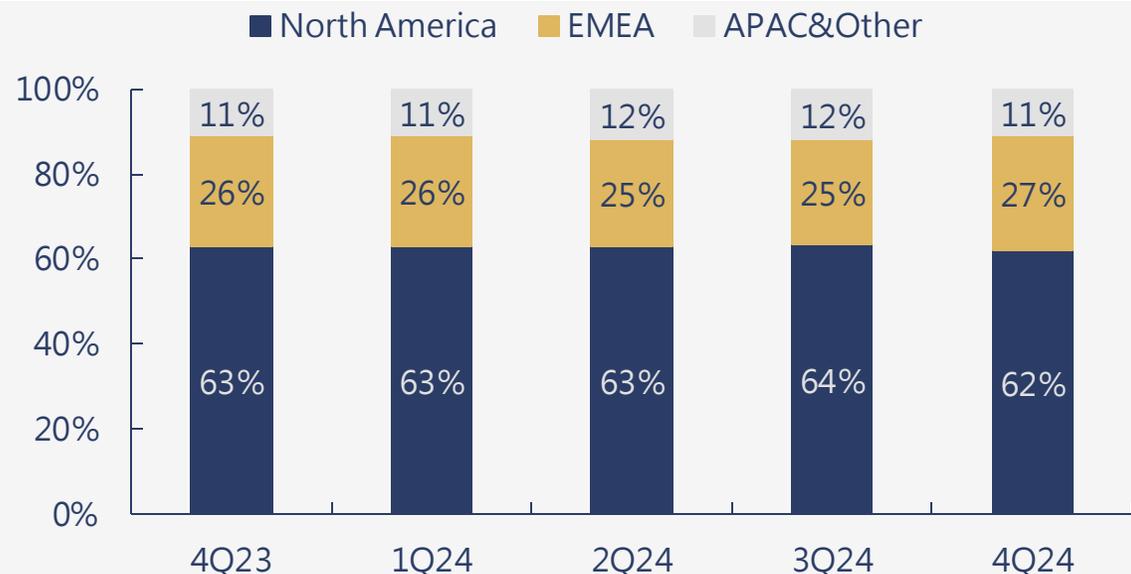
產品營收占比



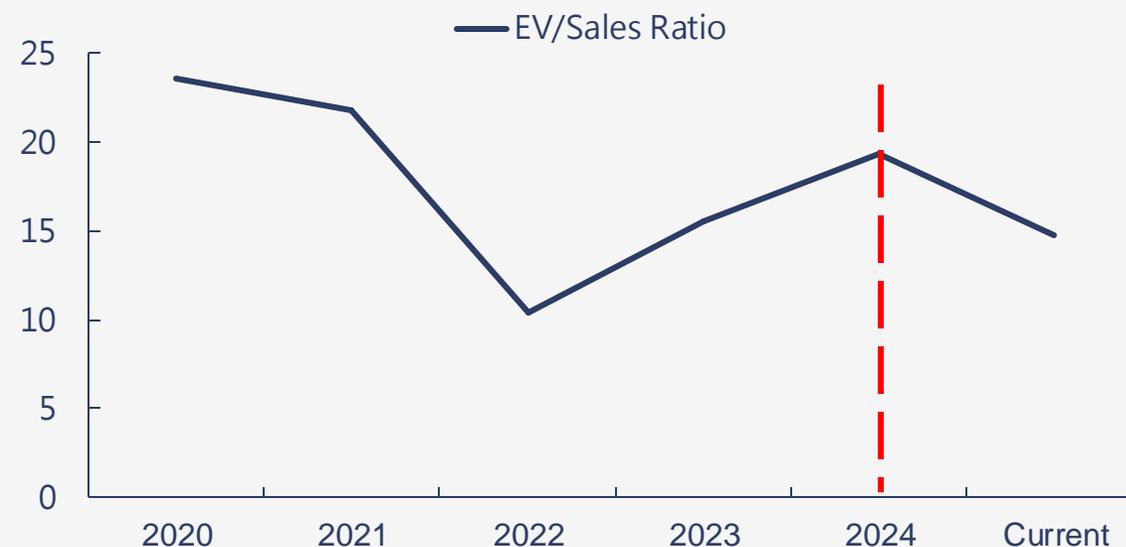
Agentic AI 的熱潮使 Workflow Data Fabric 帶動 ServiceNow 營收成長

- 像是 ServiceNow 推出的 Now Assist 能自動分析知識庫資料並執行複雜任務，這反映企業對「端到端自動化」的需求，預計全球 50% 企業將在 2025 年部署 Agentic AI 系統。
- Workflow Data Fabric 透過即時數據存取優化跨雲端工作流程，使總潛在市場 (TAM) 翻倍至 5,000 億美元。此類技術降低企業 IT 維護營運成本，並支援物聯網設備的邊緣 AI，有助於增強數據管理和 AI 驅動轉型能力。
- ServiceNow 與 Oracle 和 Google Cloud 進行了整合，進一步增強了 Data Fabric 功能，包括將 Oracle 資料庫與 Google AI 服務 (如 Vertex AI 和 Gemini 基礎模型) 整合，提供更強大的 AI 應用能力。

北美地區為 Agentic AI 主要市場



EV/Sales 在近期來到低檔，適合長期投資者進場



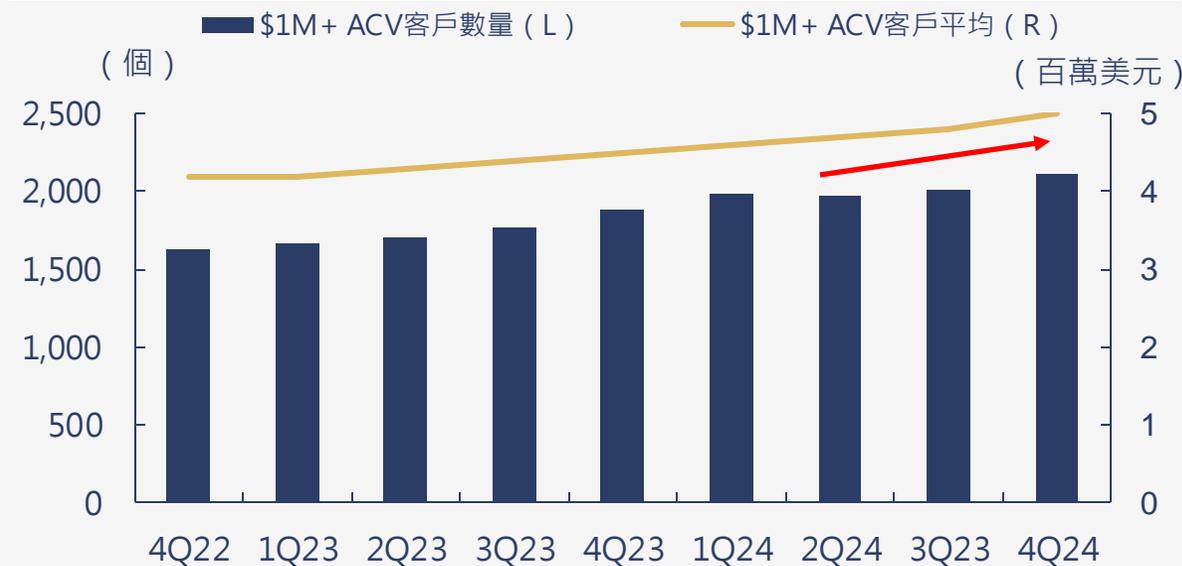
客戶端的長期合作確保短期營運穩定，定價模式改為訂閱加購買制使消費動能增加

- ServiceNow 第四季的財報表現再次優於預期，訂閱收入增長 21%，CRPO 增長 22%，超過 IDC 對 IT 產業預期成長率的兩倍。同時，有兩位新客戶加入使得 ACV 超過一百萬美元的客戶總數在短短一個季度內翻倍，身為 B2B 企業，其在大型企業市場的影響力不斷擴大。此外，近期更收購以 AI 助手與企業搜索技術聞名的 Moveworks，客戶之間高度重疊之下，可預期整合後未來能實現跨部門工作流程自動化。
- 隨著 Agentic AI 使用頻率增加，「按使用量計價」的營收將隨著企業需求增長呈現指數型成長，成為新的收入來源。即使短期內訂閱收入成長可能會放緩，但長期而言可以期待轉換後帶來的消費動能。

第四季 RPO 表現優異，ServiceNow 訂單量進一步推升



逐季增長的 ACV 代表客戶相當依賴 ServiceNow



新一代防毒軟件結合生成式 AI，預期 CrowdStrike ARR YoY 達 23%

公司基本簡介

主要業務	雲端資安服務
公司類型	SaaS (軟體及服務)
市值 (億元)	876
3/17 收盤價 (元)	364.83

簡明損益表 (美元)

	2021	2022	2023	2024
營業收入 (億元)	14.5	22.4	30.6	39.5
營收成長 (%)	66	54.4	36.33	29.39
毛利率 (%)	73.6	73.17	75.27	74.92
淨利率 (%)	-16.01	-8.13	2.96	-0.42
EV/Sales	27.77	10.33	22.22	23.93
EPS (元)	-1.03	-0.79	0.37	0.1

成長動能

- ✓ AI-Native Security Platform 在 CY25 預期有 1,160 億的市場規模，並在 CY29 達到 2,500 億規模，CAGR 為 21.16%。
- ✓ Next-Gen SIEM 透過 AI 技術縮短阻擊時間，4Q24 帶來 ARR 超過 115% 成長。客戶訂閱模組數增加，全年 CrowdStrike 訂閱 ARR YoY 達 23%。

ARR 每年增加金額

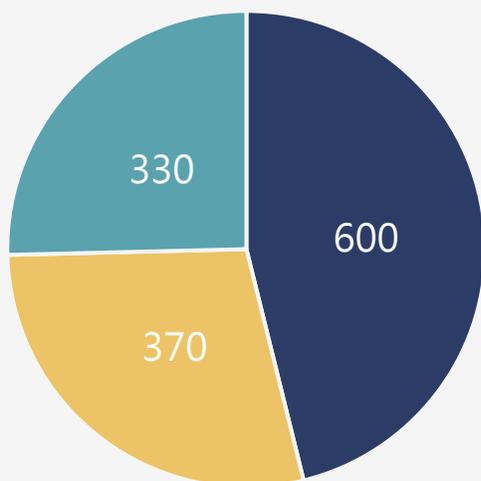


CrowdStrike 端點保護 (EDR) 市占第二，並持續發展不同領域

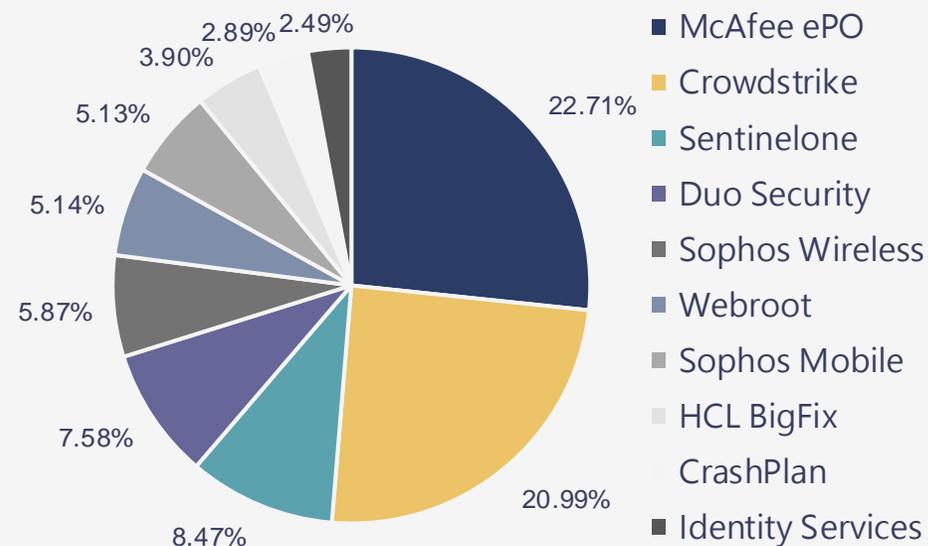
- CrowdStrike 整合次世代防毒 (NGAV)、端點偵測與 EDR，採雲端架構幫客戶進行防禦。自研**僅需 25MB** 的單一代理程式 (single-agent architecture)。為全美 500 強中 50% 企業提供資安需求，**每年節省愈數百萬美元風險成本**。
- 端點保護軟體市佔 **21% 排名第二**，與英特爾 McAfee ePO 僅差距 1.7%。CrowdStrike 用戶評價最高，客戶**留存率高達 97%**，留住現有客戶並拓展新客群有助於 **ARR 持續增加**。
- 4Q24 財報顯示，Cloud (EDR) ARR YoY 達 45%、Identity Security ARR YoY 為 20%、**Next-Gen SIEM ARR YoY 超過 115%**。Next-Gen SIEM 為成長最快速的領域。

CrowdStrike 4Q24 ARR 收入比例

■ Cloud (EDR) ■ Identity Security ■ LogScale NG SIEM
(百萬美元)



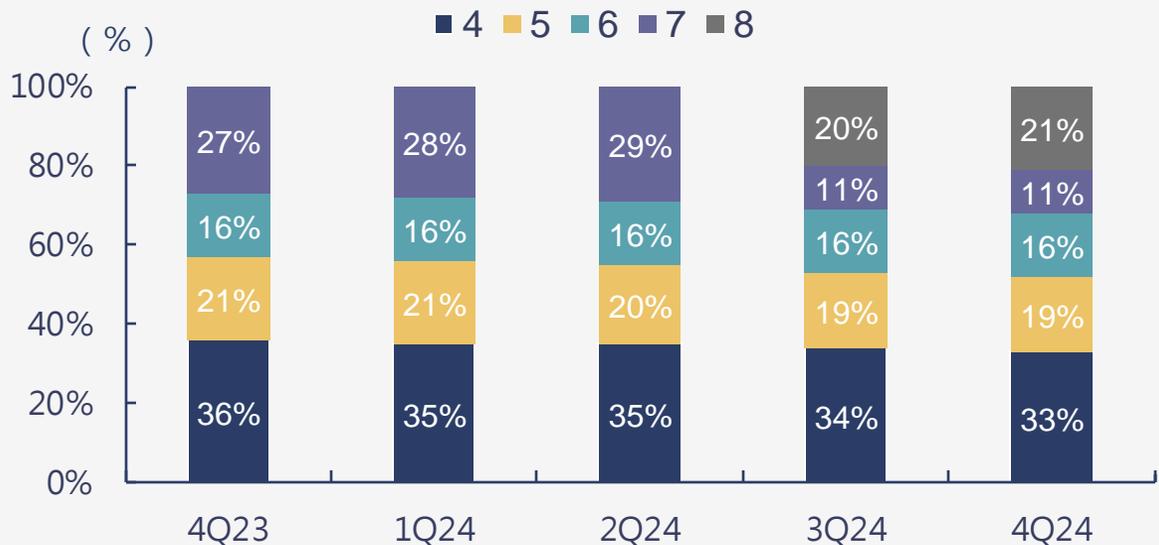
EDR 品牌市占率，CrowdStrike 佔比第二



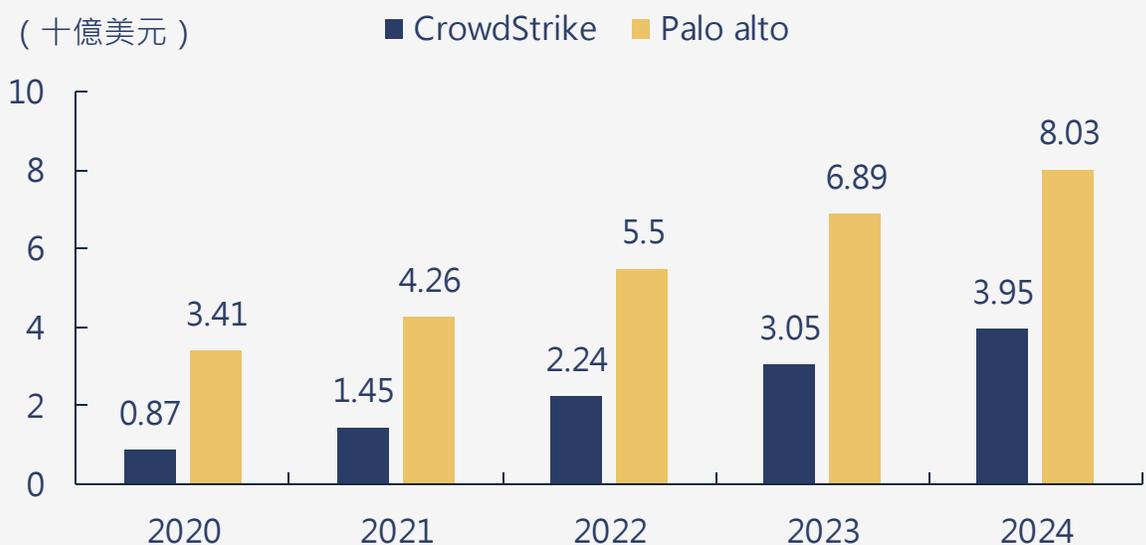
CrowdStrike Next-Gen SIEM 成為主力產品，近兩季帶來高額成長率

- Next-Gen SIEM 透過 AI 驅動的威脅偵測、行為分析、自動化回應，大幅提升資安監控與事件管理的能力
- CrowdStrike 研發 AI-Native 的 Next-Gen SIEM 系統，較該領域競爭者 Palo alto 所需要的儲存空間占比更少、訓練成本更低，且分析速度更為快速。根據公司資料顯示，平均每投入 1 元可帶來 6 倍效益。導入自研 Charlotte AI 助理協助客戶，促使 CrowdStrike 客戶訂閱模組數持續增加。
- Palo alto 服務大型企業及政府，而 CrowdStrike 則服務雲端新創公司與數位轉型公司為主。CrowdStrike 提供純雲端端點防護以及 SIEM 的訂閱服務，相較 Palo alto 的提供資安硬體服務與軟體雙重安全防護的服務不同。

CrowdStrike 客戶訂閱模組數量持續增加



CrowdStrike 營收成長速較 Palo alto 快



結論



結論：DeepSeek 推理端 AI 崛起，看好交換器、ASIC、軟體將受惠此波成長動能

	基金總覽	
基金簡介	<ul style="list-style-type: none">統一全球新科技基金捕捉全球科技業知各國龍頭企業進行投資，針對科技業水平及垂直內國際分工分配投資產業，精準投資 AI 受益之企業並積極調整持股以跟隨市場步調，成立至今總報酬達 320.89%，近五年年化報酬率達 16.58%，Sharpe ratio 達 0.74。	
AI 概況	<ul style="list-style-type: none">在 DeepSeek 發布後，市場重心由預訓練轉向後訓練及推理端，預計算力市場將以 CAGR 6.8% 成長至 2032 年，其中以推論算力成長最多。推理型 AI 趨勢將帶動更高頻寬的交換器以及 ASIC 的使用，此外，DeepSeek 發布的 API 大幅下降，有利於軟體股的盈利增長。	
	市場展望	成長動能
交換器產業	<ul style="list-style-type: none">在 AI 從生城市轉往推理型 AI 下，整體算力需求增加。為達更高互聯速度，DC 改變結構，交換器性能要求將提升。800GbE 以上交換器將在 2025 逐步出貨。	<ul style="list-style-type: none">AI/ML 帶動全球交換器出貨量提升、更高速度之交換器滲透率增加。為降低網通成本，有望讓更多客戶轉向採用乙太網解方。長期發展將以全光通訊作為目標，以提高頻寬、降低能耗。
ASIC	<ul style="list-style-type: none">美系廠商以其在網通、SerDes 等技術領先產業，台廠則依靠與台積電供應鏈關係、後端設計佔優。推論算力增加及高性價比利好 ASIC 產業。	<ul style="list-style-type: none">四大 CSP 廠、OpenAI 等企業自研訓練、推論晶片趨勢明確，帶動可服務市場在 2027 遠超 600-900 億美元規模、2023-2028 AI ASIC 達 45% CAGR。
軟體業	<ul style="list-style-type: none">Agentic AI 為時下趨勢，應用領域擴散至工業、金融保險、醫療等垂直產業。運用 AI 提升資安防護能力，企業訂閱功能模組需求數增加。	<ul style="list-style-type: none">資安需求日益增高，2025 至 2029 市場規模 CAGR 為 21.16%軟體業三大核心動能為企業數位轉型需求、雲端整合技術成熟，以及 AI 代理的普及。

附錄



Appendix Network

1. Appendix_A_投資邏輯
2. A1、A2 | DeepSeek、資本支出

1. Appendix_B_交換器
2. B1、B2、B3 | 智邦估值
3. B4、B5 | 智邦上下游

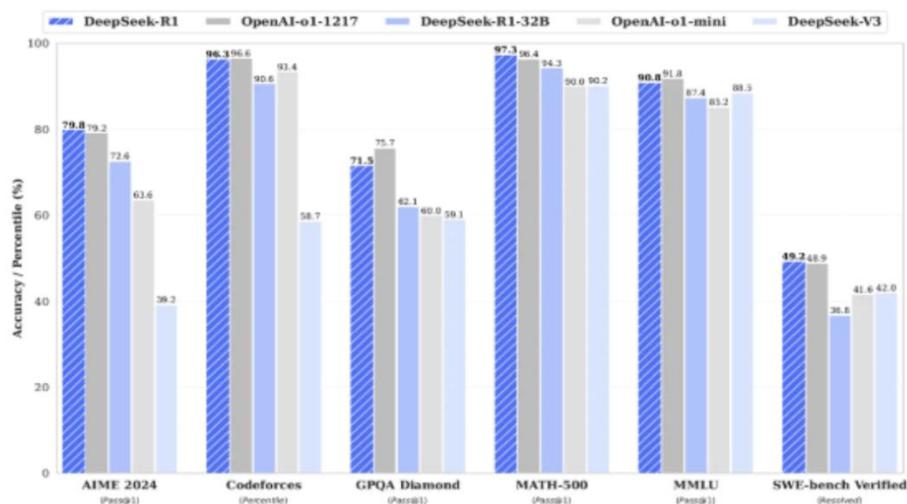
1. Appendix_C_ASIC
2. C1、C2 | DSP

1. Appendix_D_軟體業
2. D1、D2 | ServiceNow 概況
3. D3、D4 | CrowdStrike 概況

DeepSeek 模型訓練成本大幅下降重塑 AI 發展格局

- 去年中國公司 DeepSeek (深度索求) 在 12 月底發布 DeepSeek-V3 大型語言模型，相較於 ChatGPT-4o 10 億美元的訓練成本，DeepSeek V3 正式訓練模型的費用僅花費 558 萬美元，而且只用 2,048 顆輝達 H800 GPU，與 2 個月的時間就訓練完成，但是在多個功能的評分上卻能和 OpenAI 的前端模型相提並論。
- DeepSeek V3 為通用自然語言模型，使用 MoE 架構，適合應用在文本處理、語言翻譯等場景，R1則專注在複雜的邏輯推理任務，能夠獨立發展自我反思和驗證等高階推理功能，擅長數學證明、決策優化的場景，但產出的文字可讀性較低。

DeepSeek V3 的表現跟 OpenAI 的 o1 正式版不相上下



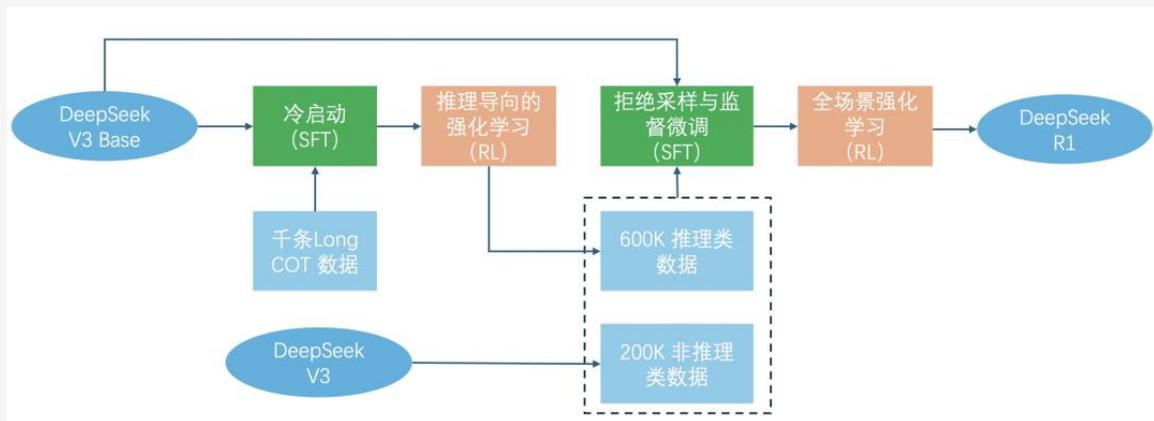
DeepSeek R1 與 V3 的區別

Feature	DeepSeek R1	DeepSeek V3
Architecture	Dense with reinforcement learning	Mixture-of-Experts (MoE)
Reasoning Capabilities	Advanced chain-of-thought reasoning	Standard NLP reasoning
Training Efficiency	Requires more GPU hours for RL	Cost-efficient FP8 training
Performance Benchmarks	Excels in logical and reasoning tasks	Dominates math and multilingual tasks
Applications	Academic research, problem-solving	Large-scale NLP, multilingual processing

大型語言模型訓練架構與方法

- GPT-4o 的訓練方式每次訓練它的時候，你要讓它的所有零件一起運作，這樣它才能變得更聰明，雖然它變得很厲害，但訓練它需要用到非常強大的電腦，例如很多很貴的 GPU。
- DeepSeek V3 使用 MoE 「專家混合」架構，像是一個團隊中有不同的專家，各自擅長不同領域的問題。當有問題需要解決時，系統會只叫出需要的專家來處理，而不是讓整個團隊都參與，從而節省大量資源。
- DeepSeek R1 單純使用 RL 強化學習讓大型語言模型自己提升能力，不依賴監督式微調 SFT，可能是訓練成本低的關鍵。

DeepSeek R1 訓練過程



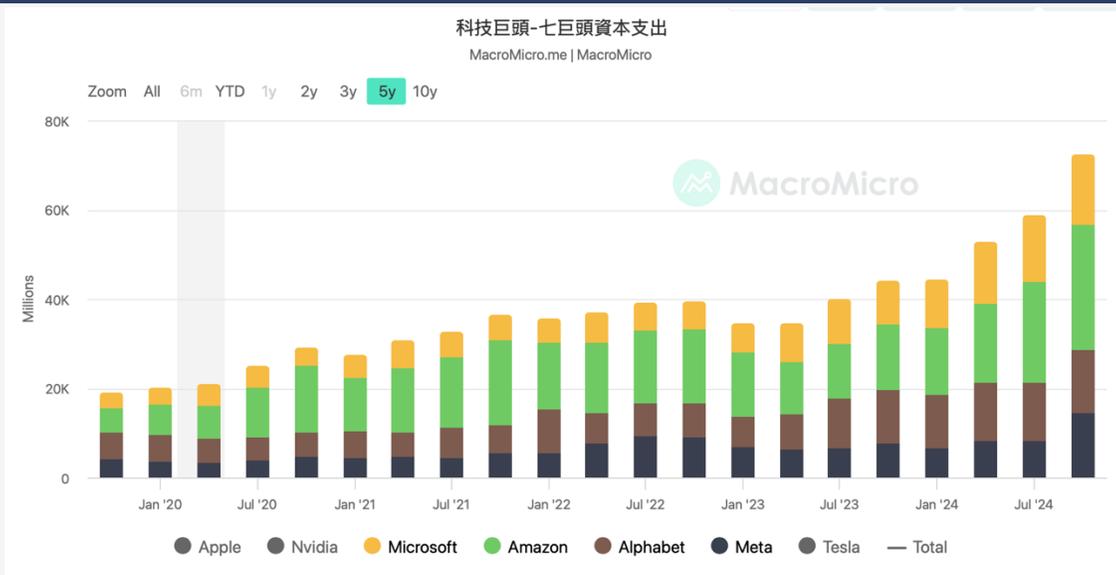
訓練方法比較

维度	DeepSeek-V3	DeepSeek-R1
训练阶段	预训练 + SFT + RL + 知识蒸馏 (从R1提取推理能力)	纯RL (R1-Zero) + 冷启动数据微调 + 多阶段RL对齐人类偏好
强化学习应用	后训练阶段有限使用RL，主要用于优化输出风格和长度	核心训练手段，通过两阶段RL提升推理能力和多任务通用性
奖励机制	依赖传统监督数据与部分人类反馈	基于规则奖励（如准确性、格式奖励）和语言一致性奖励，避免神经网络奖励模型

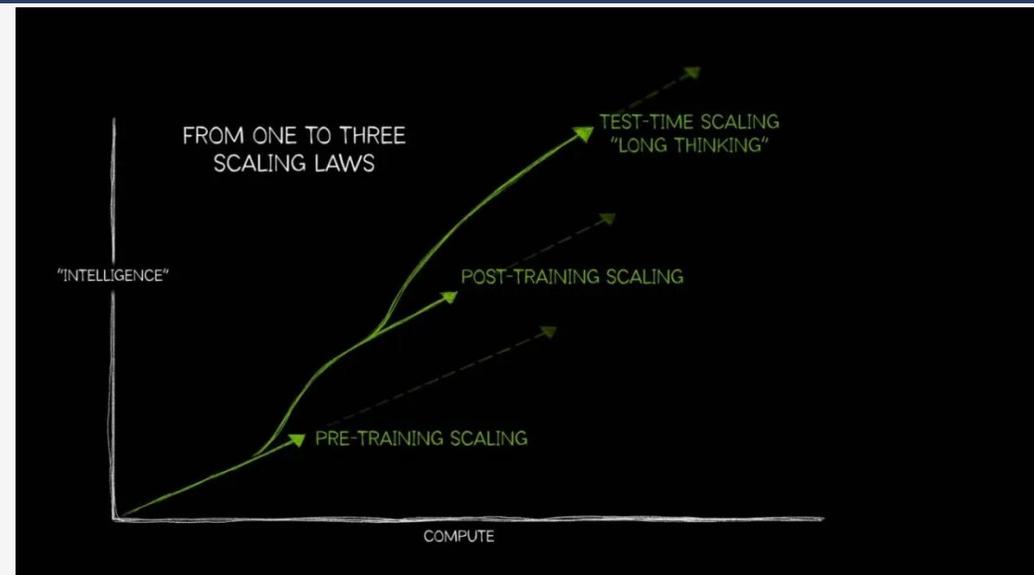
Scaling Low 將支撐 CSP 廠資本支出持續擴增

- Scaling Law 是在講述模型效能、算力、參數量和數據量之間具有一定的規律性，可分為三個階段，分別是預訓練、後訓練和目前市場關注的 test-time scaling，即為推論。
- 2024 年 12 月 OpenAI 公佈 o1 後，正式證實 test-time scaling 的存在，也就是當推論（思考）的時間或推論的運算資源增加時，會提高模型生成回覆的精確性。
- 因此科技巨頭在 Earnings Call 中仍持續上調未來 AI 的資本支出，根據 Morgan Stanley 的預估，大型 CSP 廠在 2025 年的資本支出將達到 3150 億美元，2026 年再創高至 3670 億美元。

四大 CSP 廠的資本支出



提升算力的訓練三階段



財務模型假設與產品組合

會計科目	假設
營收	<ul style="list-style-type: none"> · 網路交換器：參考全球交換器出貨量，並預估智邦交換器出貨量，後相乘 ASP 得出該部門營收。 · 網路應用設備：以過往營收反推出貨量與 ASP，並考量本組預估的出貨量與 ASP 預估智邦網路應用設備營收。 · 網路接取設備/無限網路設備/其他：利用過往營收年增率加權平均計算該部門營收。
毛利	根據過往智邦產品加權平均之毛利率預測智邦未來毛利。
營業費用	參考智邦過往營業費用佔營收比例，並分為銷管、研發和其他費用等計算。
業外損益	參考歷史業外損益佔總營收比例計算公司未來業外損益。
稅率	假設未來稅率 20%。
流通在外股數	假設維持目前股數並取至百萬位數。

Product mix	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F	2026F
Switch	56.0%	58.2%	58.0%	68.5%	64.0%	64.4%	58.9%	59.3%	61.7%	61.4%	54.4%
Network Application	29.0%	33.5%	37.0%	25.5%	30.6%	30.2%	36.4%	36.5%	30.7%	33.7%	42.0%
Metro Access Switch	7.0%	5.3%	3.0%	2.5%	3.8%	3.5%	3.1%	2.7%	3.9%	3.2%	2.4%
Wireless	1.0%	0.5%	1.0%	0.3%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%
Others	7.0%	2.6%	1.0%	3.1%	0.9%	1.2%	1.1%	1.1%	3.2%	1.1%	0.8%
Total	100.0%										

智邦：損益表

NT\$m	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入	18,848	24,412	28,193	38,972	30,056	33,910	38,592	39,813	77,205	84,188	110,425	142,371	190,112
營業成本	14,915	19,228	22,584	30,921	23,654	26,687	30,372	31,333	60,687	64,925	87,647	112,046	148,288
營業毛利	3,933	5,185	5,609	8,051	6,402	7,223	8,220	8,480	16,518	19,263	22,778	30,325	41,825
營業費用	2,012	2,137	2,145	2,882	2,715	2,925	3,316	3,519	6,885	7,762	9,176	12,475	16,619
營業利益	1,921	3,048	3,463	5,169	3,686	4,298	4,904	4,961	9,633	11,501	13,601	17,850	25,205
業外損益	869	327	(155)	490	301	339	386	398	643	231	1,533	1,424	1,901
稅前淨利	2,791	3,375	3,309	5,659	3,987	4,637	5,290	5,359	10,276	11,732	15,134	19,274	27,106
所得稅費用	547	794	659	1,135	797	927	1,058	1,072	2,110	2,812	3,135	3,855	5,421
稅後淨利	2,244	2,581	2,650	4,525	3,190	3,710	4,232	4,288	8,166	8,920	12,000	15,419	21,685
加權平均股數	558	558	559	559	559	559	559	559	558	558	559	559	559
EPS(NT\$)	4.02	4.62	4.75	8.10	5.71	6.64	7.58	7.68	14.64	15.99	21.49	27.60	38.82
Margin													
營業毛利率	20.9%	21.2%	19.9%	20.7%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.4%	22.9%	20.6%	21.3%	22.0%
營業利益率	10.2%	12.5%	12.3%	13.3%	12.3%	12.7%	12.7%	12.5%	12.5%	13.7%	12.3%	12.5%	13.3%
稅後淨利率	11.9%	10.6%	9.4%	11.6%	10.6%	10.9%	11.0%	10.8%	10.6%	10.6%	10.9%	10.8%	11.4%
YoY													
營業收入	-4.3%	21.3%	25.7%	77.5%	59.5%	38.9%	36.9%	2.2%	29.5%	9.0%	31.2%	28.9%	33.5%
營業毛利	-8.8%	15.3%	8.6%	52.2%	62.8%	39.3%	46.6%	5.3%	45.6%	12.7%	18.2%	33.1%	37.9%
營業利益	17.2%	12.4%	41.6%	59.9%	91.9%	41.0%	41.6%	-4.0%	77.0%	19.4%	18.3%	31.2%	41.2%
稅後淨利	10.1%	15.0%	11.1%	100.9%	42.2%	43.7%	59.7%	-5.2%	73.6%	9.2%	34.5%	28.5%	40.6%
QoQ													
營業收入	-14.2%	29.5%	15.5%	38.2%	-22.9%	12.8%	13.8%	3.2%					
營業毛利	-25.7%	31.8%	8.2%	43.5%	-20.5%	12.8%	13.8%	3.2%					
營業利益	-40.6%	58.6%	13.6%	49.3%	-28.7%	16.6%	14.1%	1.2%					
稅後淨利	-0.4%	15.0%	2.7%	70.7%	-29.5%	16.3%	14.1%	1.3%					

交換器 ASP 隨速度提升而顯著增加，速度較快之交換器滲透率提升

Rev. (\$mn)	2024	2025	2026
200Gb/400Gb	5,486.03	7,893.95	10,037.14
100Gb	9,356.11	8,916.49	8,358.75
25Gb/50Gb	3,472.27	3,755.20	3,867.01
10Gb	1,946.22	1,361.50	993.29
1000Mb	230.87	138.19	96.54
40Gb	87.11	15.71	7.17

ASP	2024	2025	2026
ASP (\$)			
200Gb/400Gb	358.1	327.6	308.2
100Gb	211.8	185.7	174.7
25Gb/50Gb	118.3	107.9	103.7
10Gb	127.0	121.5	112.8
1000Mb	43.1	43.9	41.5
40Gb	73.7	20.7	10.5

匯率： 32.94

ASP(NT\$)	2024	2025	2026
200Gb/400Gb	11,797	10,791	10,153
100Gb	6,977	6,116	5,754
25Gb/50Gb	3,897	3,553	3,415
10Gb	4,183	4,003	3,716
1000Mb	1,421	1,445	1,367
40Gb	2,427	681	345

ASP YoY	2024	2025	2026
200Gb/400Gb		-9%	-6%
100Gb		-12%	-6%
25Gb/50Gb		-9%	-4%
10Gb		-4%	-7%
1000Mb		2%	-5%
40Gb		-72%	-49%

Ports	2024	2025	2026
200Gb/400Gb	15,317,986.63	24,097,582.75	32,562,718.96
100Gb	44,172,973.42	48,025,282.98	47,854,505.79
25Gb/50Gb	29,350,452.53	34,815,763.48	37,305,378.76
10Gb	15,325,006.56	11,202,708.09	8,804,018.99
1000Mb	5,351,823.61	3,149,950.03	2,326,234.14
40Gb	1,182,283.15	759,901.27	684,365.06
Total	110,700,525.90	122,051,188.60	129,537,221.70

Ports YoY	2024	2025	2026
200Gb/400Gb		57%	35%
100Gb		9%	0%
25Gb/50Gb		19%	7%
10Gb		-27%	-21%
1000Mb		-41%	-26%
40Gb		-36%	-10%

Penetration rate	2024	2025	2026
200Gb/400Gb	14%	20%	25%
100Gb	40%	39%	37%
25Gb/50Gb	27%	29%	29%
10Gb	14%	9%	7%
1000Mb	5%	3%	2%
40Gb	1%	1%	1%
Total	100%	100%	100%

Penetration rate trend	2024	2025	2026
200Gb/400Gb		43%	27%
100Gb		-1%	-6%
25Gb/50Gb		8%	1%
10Gb		-34%	-26%
1000Mb		-47%	-30%
40Gb		-42%	-15%

網通產業上下游



豐雲學堂

製表時間：2024.12.10
資料來源：產業價值平台、方格子：
Rex大叔的168台股投資教室

智邦上下游、競爭對手

- 智邦主要客戶為 CSP 大廠，如：Amazon、Meta，代工客戶則有惠普、Juniper和華為等。
- 競爭對手主要則有分為白牌交換器大廠和黑牌交換器大廠。白牌交換器大廠如 Celestica，黑牌交換器大廠如 Arista Networks、Cisco 為智邦主要競爭對手

智邦產品簡介及銷售地區

- 智邦主要產品為網路交換器 (57.6%) 及 網路應用設備 & AI 加速卡 (33.8%) ，其餘為 網路接取設備與無線網路設備 及 光通訊交換器
- 智邦營收貢獻主要來自美洲 (72%) 及亞洲 (16%) ，其餘則來自歐洲 (11%) 及台灣 (1%) 。

Celestica、Arista 客戶

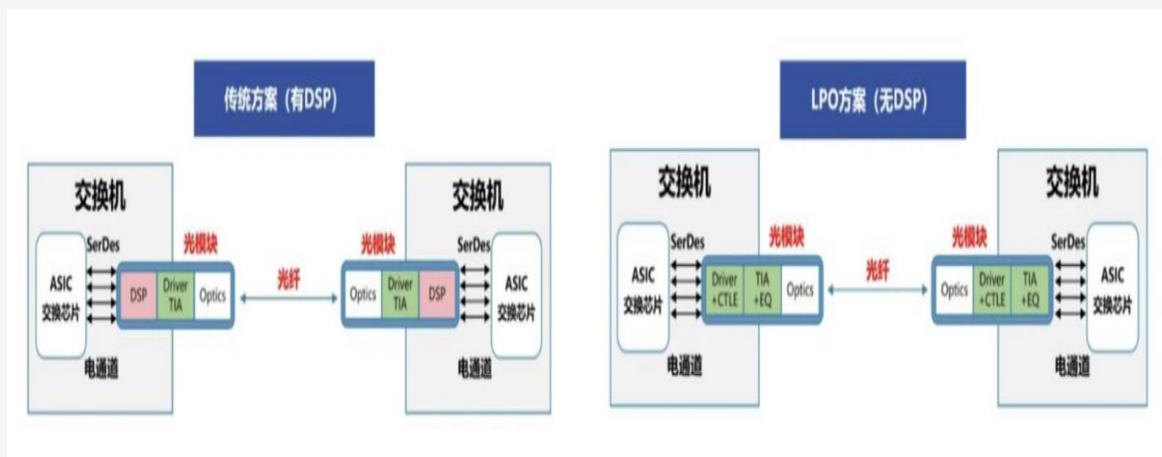
- Arista : MSFT、META
- Celestica :



網通業務表現強勁、DSP 技術仍為主流

- FY25 年 AI 需求帶動下光電高速連接產品如 5nm 800G 與 1.6T DSP 需求良好，企業網路、電信基礎設施等部門 Q4 營收季增 18%，汽車與工業仍受訂單波動影響但整體溫和上升。
- 各廠投入 CPO 研發，透過將光學元件整合並垂直封裝於 IC 避免銅線消耗與 DSP 需求，可能在長期對 MRVL DSP 系列產品產生衝擊。MRVL 積極佈局 CPO 市場，且 LPO、CPO 當前面臨傳輸距離短、維護成本高等問題因此預估短期市場仍以 DSP 晶片為主，預期 DSP 市場在 25 年以 63% YOY 成長至約 30 億美元。

LPO 技術取消 DSP 晶片，但與 ASIC 協同仍需加強



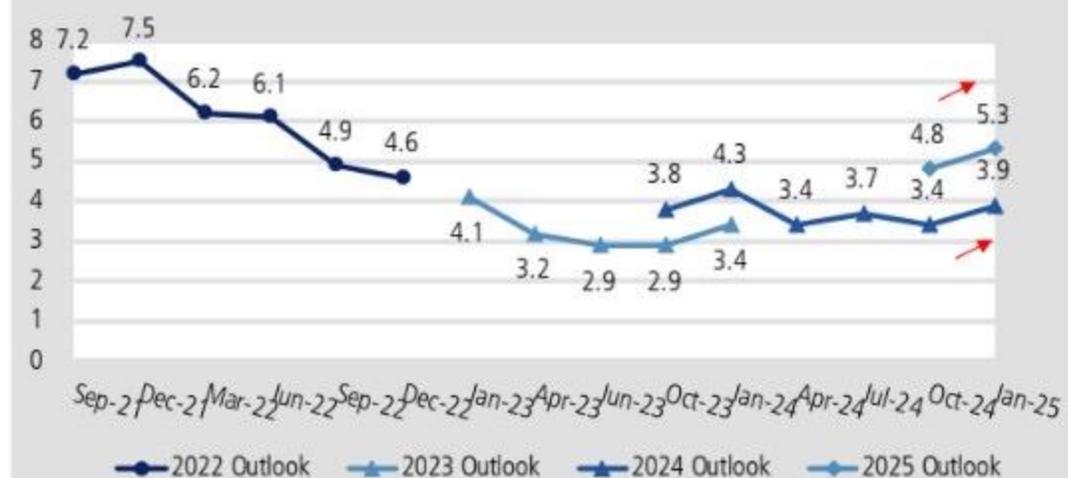
市場目前仍以 DSP 晶片為主流

	光模塊 DSP	CPO	LPO
功耗	高	低	低
時間延遲	高	低	低
鏈路性能	優	中	差
靈活性	高	低	中
可維護性	優	差	優
產品成熟度	高	低	低

IT 支出趨勢上升及 Gen AI 軟體成為主流

圖 3: 2025 IT 支出處於上升週期

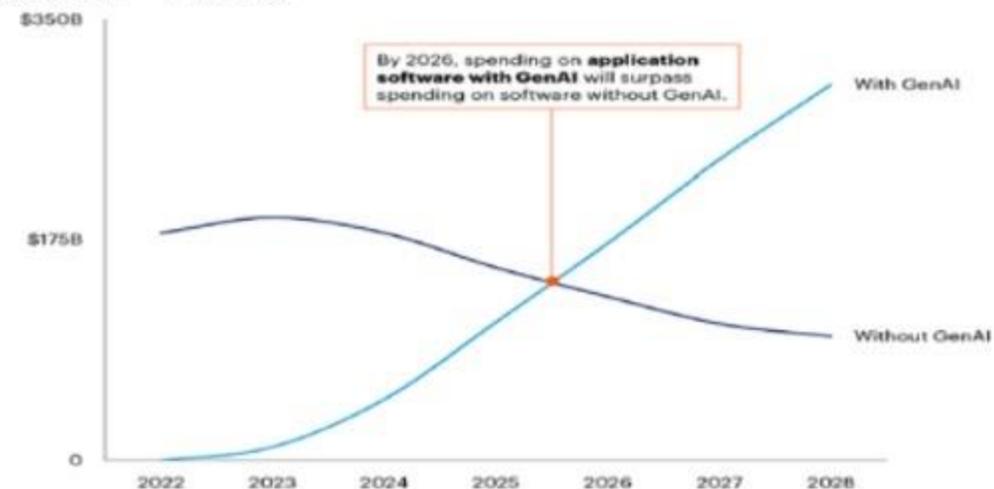
IT 支出年增率，百分比



資料來源: ETR : 凱基

圖 4: 帶有 GenAI 功能的應用軟體將成為主流

軟體支出，十億美元



資料來源: Gartner : 凱基

定價模式 (UBP) 改變，貨幣化使用收費搭配舊有訂閱制度

- 透過Agentic AI助手增強個別用戶單獨任務完成性，提升平台個體使用量，AI 代理與 Now Assist 產品不再單獨出售，，預期實現曲棍球效應之成長，但短期內市場需適應新型定價。
- 強化 GenAI UBP 收費模式：Pro 具備基本 AI 功能，Pro Plus為進階版，內含一定 token，使用完後須額外付費以消費量計價搭配基礎的訂閱制度；依照過往使用狀況，預計在 2026 年開始貢獻營收。
- 用戶可以透過白話而非程式碼定義專屬的AI 代理，建立流程以識別問題、制定解決方案，代理團隊跨任務、系統和部門協同工作，以實現節省人力成本和時間成本。

客戶與同業比較

- 2025 年的訂閱收入預計為 126.35 億至 126.75 億美元，年增在 18.5% 至 19% 之間，同性質企業之預測為8.5%(Salesforce)。2025營業利潤率ITSM產業預估為18.6%，而Servicenow預計為30.5%，
- Statista預測2025前五大獲利IT服務管理訂閱平台為微軟、Oracle、Accenture、ServiceNow、New Relic，同時Servicenow也位居美國證券交易所預測2025前五大SaaS公司
- 旗下也有許多客戶有好的回饋；像是NHL 利用 ServiceNow 進行數字轉型，提升了其業務效率和運營速度、ServiceNow 利用 Adobe 的工具從行銷頻道中取得寶貴資料，提高付費搜尋廣告的 ROI、ServiceNow 的 ITSM 解決方案更協助客戶減少 42% 的時間浪費和 27% 的來電量

ServiceNow 2025 預測

Guidance Summary				
Q1 2025 Guidance	Quarterly Guidance	Increase (Decrease) Y/Y	Currency Impact Included in Guidance ⁽¹⁾	Non-GAAP Constant Currency Y/Y ⁽²⁾
Subscription Revenues	\$2.995M - \$3.000M	18.5% - 19%	-100bps headwind	19.5% - 20%
Non-GAAP Operating Margin ⁽³⁾	30%	~(50bps)	NA	NA
Current KPO (cKPO) Growth	19.5%	NA	-100bps headwind	20.5%
FY 2025 Guidance	Full-Year Guidance	Increase (Decrease) Y/Y	Currency Impact Included in Guidance ⁽¹⁾	Non-GAAP Constant Currency Y/Y ⁽²⁾
Subscription Revenues	\$12.635M - \$12.675M	18.5% - 19%	-100bps headwind	19.5% - 20%
Non-GAAP Subscription Gross Margin ⁽³⁾	83.5%	~(150bps)	NA	NA
Non-GAAP Operating Margin ⁽³⁾	30.5%	~100bps	NA	NA
Non-GAAP Free Cash Flow Margin ⁽³⁾	32%	~50bps	NA	NA

(1) Currency impact on subscription revenue growth rates are defined by applying the average exchange rates in effect during the comparison period, rather than the exchange rates for the guidance period, adjusted for any foreign currency hedging effects. Currency impact on other growth rates are defined by applying the end of period exchange rates in effect during the comparison period rather than the exchange rates in effect during the guidance period.
(2) The non-GAAP growth rates for subscription revenues are adjusted for constant currency by excluding effects of foreign currency rate fluctuations and any gains or losses from foreign currency hedge contracts, and CPO is adjusted only for constant currency.
(3) The financial metrics used by corresponding growth rates, if applicable, are calculated on a non-GAAP basis. See appendices for a reconciliation of non-GAAP financial measures to the most comparable GAAP measures.

ITSM 2024-2030 市場占比



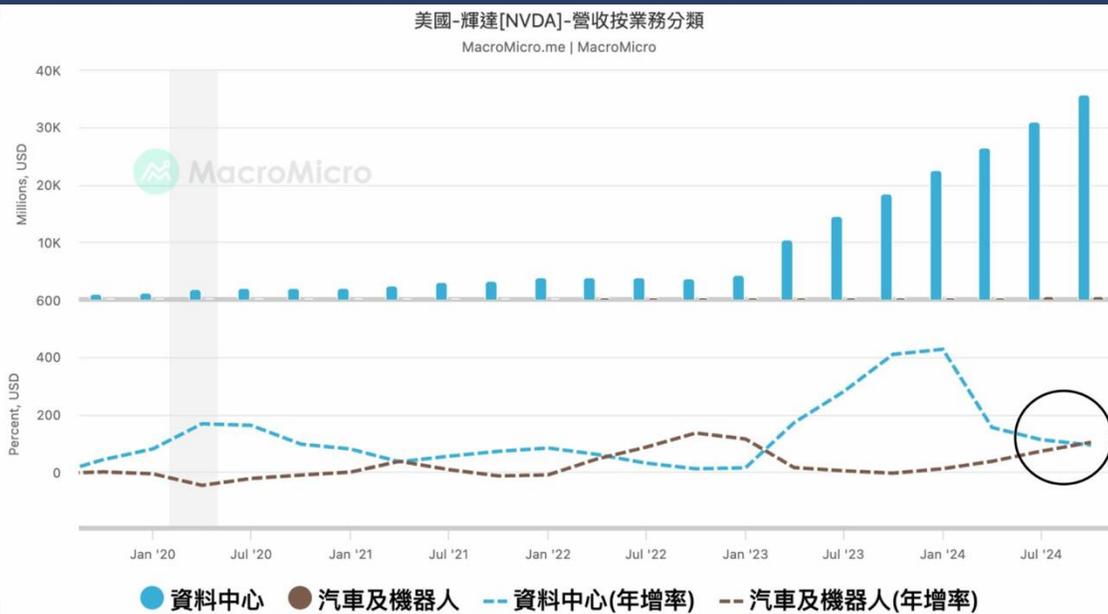
軟體業-ServiceNow需求面

- IT 支出復甦-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%
- 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
- DeepSeek 問世後，軟體業公司因為基礎成本降低可以更有效整合AI，ServiceNow搭配Agentic AI的優化使競爭更有優勢
- 客戶有反饋說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%

企業 IT 支出動能趨緩？

- 近期輝達財報中，反映 AI 軟體應用需求的汽車及機器人業務營收繼續創高達 5.7 億美元，年增率顯著上升至 103%，超越其主要業務資料中心的營收增速（93%），驗證 AI 趨勢正邁向**軟硬整合、軟體應用再加速**。
- Gartner 的預估，今年全球企業在IT支出，雖仍以資料中心為主力，年增率達 23.2%，但其他例如軟體、IT 服務也開始加快，年增率分別為 14.2%和 9%，顯示企業開始由硬體建設著重到軟體、或軟硬體的整合上。
- 長線角度來看（3 ~ 5 年），資本支出擴大是長期生產力循環的延續。

汽車及機器人年增與資料中心年增交叉，軟硬整合為趨勢



除了資料中心外其他IT相關支出年增皆增加

AI基礎建設以外的支出逐漸加速

全球企業資訊科技相關支出預估

領域	2024年		2025年	
	金額(百萬美元)	年增率	金額(百萬美元)	年增率
資料中心	329,132	39.4%	405,505	23.2%
硬體	734,162	6%	810,234	10.4%
軟體	1,091,569	12%	1,246,842	14.2%
資訊服務	1,588,121	5.6%	1,731,467	9%
通訊服務	1,371,787	2.3%	1,423,746	3.8%

GTC 2025

- 四大CSP廠capex預估在今年與明年年增率仍在20%以上，既使明年預估年增放緩但依舊是成長；而前天的GTC 2025中，Agentic AI 和物理性AI被認為是下一波浪潮，Agentic AI的發展關鍵在於能夠主動推理與決策，與ServiceNow的Now Assist pro plus高度一致。
- 先前ServiceNow也有和Nvidia一起推出電信業的專用Agentic AI，兩者皆可以提升市場地位外，根據麥肯錫報告，電信業透過 AI 可解鎖2500 億美元的產值，顯示 ServiceNow 和輝達的合作對整個電信行業的長期發展也有重大影響。
- 右下角則是中國對AI的capex，可以看到Byte Dance、阿里巴巴、華為在2030預期capex皆翻倍成長，說明若北美地區對AI capex的預期有下修，中國雖然無法完全補上，但對ServiceNow的傷害可以減輕。

四大CSP廠年增慢慢放緩

北美四大CSP資本支出預估

CAPEX(US\$mn)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	31,485	32,251	52,535	75,000	83,542
Microsoft	24,768	35,202	55,552	67,619	74,389
Amazon	63,645	52,729	82,999	100,000	110,882
Meta	31,431	27,266	37,256	62,500	68,141
Total	151,329	147,448	228,342	305,119	336,954
YoY Growth (%)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	27.8%	2.4%	62.9%	42.8%	11.4%
Microsoft	6.7%	42.1%	57.8%	21.7%	10.0%
Amazon	4.2%	-17.2%	57.4%	20.5%	10.9%
Meta	68.7%	-13.3%	36.6%	67.8%	9.0%
Total	18.7%	-2.6%	54.9%	33.6%	10.4%

China's AI Capex – JEF Supply-Driven vs Consensus Bottom-Up Forecasts

- Based on our forecast chip supply, current consensus forecasts for large CSPs/Internet AI capex look too low.
- Alternatively, there would be many new AI startups that need computing power to support their AI training and inferencing demand.
- Bear in mind that our computing demand growth forecast is only ~5x to 2030E, while mobile data volume (our analogy for inferencing) in China has grown close to 3,000x in the last 15 years due to a rapid fall in cost and mushrooming of apps.

Breakdown of China AI Capex

(Rmb bn)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Bytedance (JEF)	120	150	180	190	210	220	230
Alibaba (cons)	52	86	97	103	102	105	109
Tencent (cons)	40	64	75	75	67	64	69
Baidu (cons)	7	9	10	11	9	10	10
Telcos (JEF)	100	98	83	75	72	71	71
Huawei (JEF)	40	50	60	60	65	70	70
Major non-CSP Internet (cons)	23	36	38	45	46	47	50
Gap	69	25	72	133	229	324	394
Total (supply-driven forecasts)	451	517	616	692	801	912	1,002

Source: Jefferies estimates

併購 Cuein 及 Mission Secure，提升 AI 會話能力及資安防護擴張製造業版圖

- Cuein之於結構化和碎片化資料之處理系統、AI驅動會話引擎，結合Agentic AI將實現指令回饋效率大幅提升，強化工作流程資料結構功能，主動式修正和偵測用戶需求為2025預期實現之計劃，主要分析人與Agentic AI之間的對話
- Mission Secure提供資產視覺化和OT環境的可見度提升，藉由PLC、HMI加強資產之追蹤和管理，結合數位整合平台將增加製造業、製藥業、能源和運輸產業用戶的需求。
- 2025預期收購Quality 360技術，以簡化製造業商業營運、實現收入來源多樣化，並透過即時視覺性管理複雜的合作夥伴生態系統，提供人工智慧驅動的根本原因分析、自動問題檢測和結構化解決框架，實現擴張服務版圖至製造業之決心

2024年capex因併購公司而上調，呼應ev/ebitda在低點

FIGURE 6. ServiceNow Cash Flow

Fiscal = Dec USD, m	2022A	2023A	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	2024E	1Q 25E	2Q 25E	3Q 25E	4Q 25E	2025E	2026E	2027E
Net Income	325.0	1,731.0	347.0	262.0	432.0	384.0	1,425.0	434.8	398.6	489.6	538.4	1,861.4	2,347.4	2,954.7
Depreciation and amortization	433.0	562.0	130.0	136.0	144.0	154.0	564.0	159.7	166.1	173.3	180.0	679.1	795.5	926.1
Stock based compensation	1,401.0	1,604.0	422.0	444.0	426.0	454.0	1,746.0	464.0	479.0	491.0	505.0	1,939.0	2,163.0	2,396.0
Change in OWC:														
Accounts receivable	(340.0)	(300.0)	715.0	(216.0)	228.0	(981.0)	(254.0)	603.3	(176.4)	(100.0)	(758.5)	(431.6)	(522.5)	(576.2)
Deferred commissions	(566.0)	(717.0)	(165.0)	(141.0)	(155.0)	(252.0)	(713.0)	(204.7)	(186.5)	(219.7)	(258.6)	(869.5)	(973.5)	(1,090.0)
Accounts payable	172.0	(142.0)	107.0	65.0	(130.0)	(94.0)	(52.0)	55.5	95.3	(53.9)	(94.6)	2.3	13.2	27.8
Deferred revenue	904.0	1,085.0	(10.0)	(82.0)	(263.0)	1,534.0	1,179.0	(70.2)	(132.2)	(174.4)	1,722.7	1,345.8	1,716.4	2,041.6
Cash from operating activities	2,723.0	3,398.0	1,341.0	620.0	671.0	1,635.0	4,267.0	1,594.0	799.9	762.3	1,996.1	5,152.3	6,251.0	7,486.7
Capex	(550.0)	(694.0)	(135.0)	(262.0)	(202.0)	(253.0)	(852.0)	(231.6)	(234.5)	(247.4)	(263.6)	(977.1)	(1,162.4)	(1,286.6)
Cash from investing activities	(4,737.0)	(2,167.0)	(918.0)	(371.0)	(658.0)	(738.0)	(2,645.0)	(231.6)	(234.5)	(247.4)	(263.6)	(977.1)	(1,162.4)	(1,286.6)
Cash from financing activities	(344.0)	(803.0)	(259.0)	(137.0)	(292.0)	(471.0)	(1,159.0)	290.0	150.0	250.0	150.0	840.0	860.0	880.0
Change in cash	(204.0)	428.0	164.0	112.0	(279.0)	426.0	423.0	1,652.3	715.5	764.9	1,882.4	5,015.2	5,948.6	7,080.2
Free cash flow	2,173.0	2,704.0	1,206.0	358.0	469.0	1,382.0	3,415.0	1,362.3	565.5	514.9	1,732.4	4,175.2	5,088.6	6,200.2

DOGE部門與 All in podcast

- 隨著 DOGE 部門成立，能加速老舊的政府系統採用 ServiceNow 的產品進行自動化，對政府 IT 投資前景仍然樂觀。
- 3/12 DOGE部門發現政府閒置35,771的ServiceNow證照，著名的All in Podcast也有討論這個與DOGE部門、政治獻金的關聯。但在目前為止，ServiceNow仍被列為聯邦政府採購認證(FedRAMP-Authorize)之公司及產品
- 同時政府客戶僅佔美國軟體業支出的20%，而財星500大企業當中85%都是ServiceNow的客戶，獨佔市場之下建議目前在低谷佈局買入
- 長期來說美國政府從DOGE部門推動AI與雲端結合的行為、以及政府長期方針為積極推動數位轉型會成為ServiceNow的動能。

3/12發現政府閒置35,771的ServiceNow證照



HUD completed the same audit. Initial findings on paid software licenses:

- 35,855 ServiceNow licenses on three products; only using 84
- 11,020 Acrobat licenses with zero users
- 1,776 Cognos licenses; only using 325
- 800 WestLaw Classic licenses; only using 216
- 10,000 Java licenses; only using 400

All are being fixed.

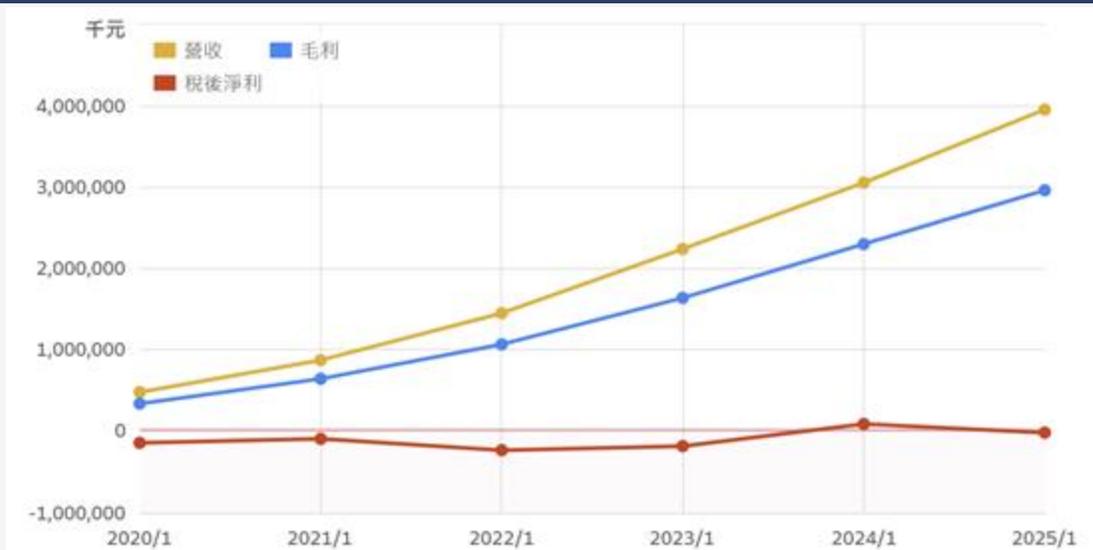
Agentic AI/ServiceNow風險

- 不吻合當地情形的資料庫
- 資安
- DOGE部門發現資源浪費隱憂
- UBP轉換過渡期訂閱的減少

AI科技快速發展，CRWD 營收與規模續創新高，然前景不明

- 隨著AI科技的發展，各類領域導入AI模型，同時所受到的攻擊也日益增加。根據 ITRC 2023 年商業影響報告，73% 的中小型企業（SMB）主報告稱，他們在 2022 年或 2023 年遭受過網路攻擊。CrowdStrike受惠訂閱用戶數增加，ARR 持續創下新高，為公司帶來更多現金流量。
- 近期，4Q24的財報表現優於預期，然而因各大廠IT支出縮減，導致FY25的營收指引並不樂觀，創新高的同時市場擔憂成長率致使股價下跌20%。

CrowdStrike 的營收與毛利表現



CRWD ARR成長趨勢



CrowdStrike 單一系統整合多元方案，有效服務客戶需求

- AI-Native 為主的Next-Gen SIEM (Security Information & Event Management) 防毒軟件主要提供較高價格的訂閱服務。隨著攻擊模式的不同，訂閱方案也有不同的附加服務。
- SIEM 透過收集與分析全網路、設備、應用程式的日誌，偵測異常行為，透過行為分析與 AI 偵測攻擊，確保節點安全事件，並支援法規需求，是整合型IT服務，涵蓋伺服器到企業終端設備。EDR 專注於端點監控，支援威脅獵捕，並自動回應、隔離受感染裝置，主要阻擋一般勒索病毒。

CrowdStrike Falcon 運作示意圖



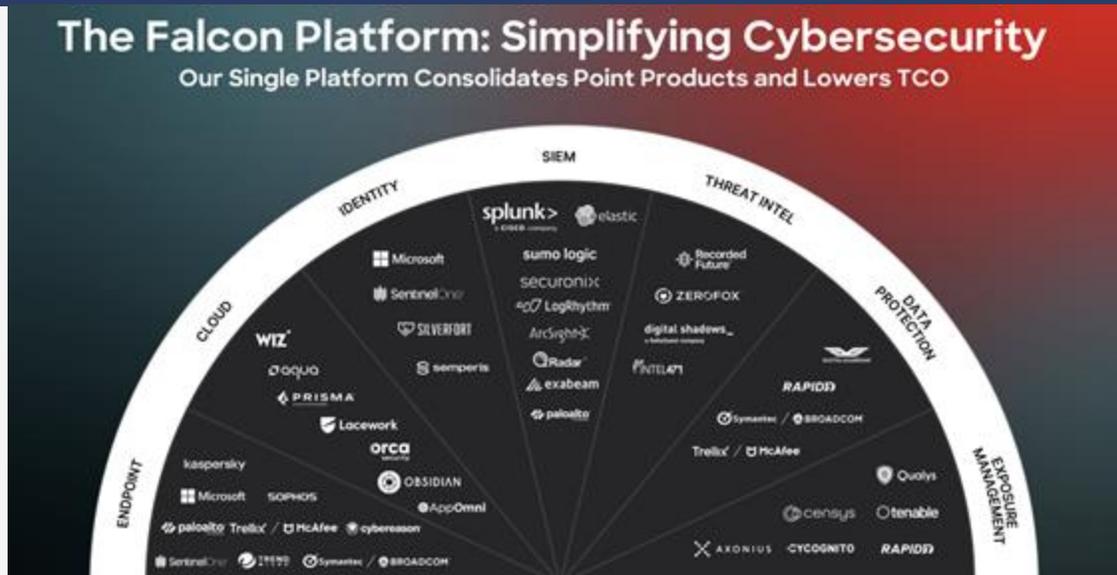
Falcon平台訂閱方案

	Falcon Go	Falcon Pro	Falcon Enterprise	Falcon Complete
Annual price	\$59.99 per device*	\$99.99 per device*	\$184.99 per device*	Contact sales
Falcon Prevent Next-generation antivirus	✓	✓	✓	✓
Falcon Device Control USB device control	✓	✓	✓	Add-On
Falcon Firewall Management Host firewall control	○	✓	✓	○
Falcon Adversary Over Watch Threat hunting and intelligence	○	○	✓	✓
Falcon Insight XDR Detection & response	○	○	✓	✓
Falcon Discover IT hygiene	○	○	○	✓
Falcon Identity Protection Identity protection	○	○	○	Add-On
Falcon for Mobile Mobile device protection	✓	Add-On	Add-On	Add-On
CrowdStrike Services Express support	✓	✓	✓	Add-On

EDR 技術介紹與CrowdStrike 0719事件

- EDR 完整名稱為「Endpoint Detection and Response」。EDR 具備偵測判斷端點上可疑行為與未知程式的能力，藉由持續收集與分析各種異常活動，確認端點裝置是否遭受惡意威脅入侵。一旦偵測到惡意程式，立即刪除或阻斷該可疑程式的運作，並同步回應給資安團隊，讓管理者得以快速採取相對應的措施。
- 資安領域有眾多品牌可選擇，市場競爭激烈，客戶留存率成為該領域重要成長分析指標。
- 2024/07/19事件主因為CrowdStrike的EDR產品更新，導致全球850萬臺Windows電腦死當。CrowdStrike為此損失6000萬美元。其中損失原因主要為挽回客戶信心而提供未來的折扣。

CrowdStrike 各領域對手



Appendix Network

- ARR (年度經常性收入) 為 SaaS (軟體即服務) 類型企業用於衡量每年從客戶產生的可預測的經常性收入。ARR 是一個 KPI 指標，提供下列二種的指引。
 - 可預測性：ARR 清楚地展示了來年的預期收入，使企業能夠更輕鬆地規劃預算、投資和成長策略。
 - 可擴展性：隨著 ARR 的成長，顯示公司正在成功獲取和留住客戶，這對於長期成長和獲利能力至關重要。
- 根據 CrowdStrike 官網說明。端點安全策略至關重要，每個遠端端點都可能成為攻擊的入口點。隨著遠端工作的快速轉變，端點的數量只會增加。根據 2023 年《富比士》的一篇文章，12.7% 的美國工人遠距工作，28.2% 的工人採用混合工作時間表。儘管目前大多數員工都在辦公室辦公，但預計到 2025 年，遠距工作者的數量將增加到 3,260 萬美國人，占美國勞動力的 22%。端點及其敏感資料所帶來的風險是一個不會消失的挑戰。