

軟體產業：Biz App & Workflow

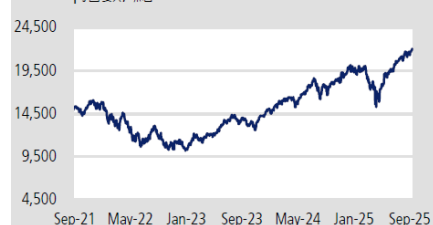
AI is eating Software 擔憂揮之不去，靜待 AI 營收佔比提高

焦點內容

1. 財報通讀：AI 滲透提升但實質貢獻仍小，Data Cloud/Fabric 持續成長。
2. CRM AI & Data Cloud 成長較上季加速，但僅該業務一枝獨秀。
3. ADBE AI first ARR 提前達成全年目標，但營收佔比有限。

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	65	75	77	52
Adobe	ADBE US	68	75	77	59

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

商業應用(Biz App)及工作流程(Workflow)軟體公司 Salesforce(CRM US)、Adobe(ADBE US)、ServiceNow(NOW US)、SAP(SAP US)及 TEAM / MNDY / HUBS / FIG / PEGA 等公佈 C2Q25 財報。

評論及分析

財報通讀：AI 滲透提升但實質貢獻仍小，Data Cloud/Fabric 持續成長。焦點：(1)競爭邊界趨於模糊，CRM 將在 Dreamforce 強化 ITSM 平台功能，管理層視為兩大成長動能之一，NOW 強調 CSM 仍為公司核心策略，前 20 筆交易中有 17 筆交易包含 CSM，顯示兩者在 CSM 與 ITSM 的界線進一步模糊、競爭升溫；(2)AI 產品滲透率正向但財務貢獻比重仍待提升，TEAM 提及 AI MAU 季增 53% (vs. 上季 50%) 且 Token 使用量季增 5 倍，MNDY 提及 AI 使用量季增 28% (vs. 上季 50%)，HUBS 則提到 Agent.ai 平台用戶季增 18% (vs. 上季 240%)，而 CRM/ADBE 本季 AI ARR 雖明顯加速成長但佔營收比重有限，CRM AI & Data Cloud ARR 季增 20% (vs. 上季 11%)，佔 FY26 營收財測約 3%，Agentforce 付費用戶比例則下降至 48% (vs. 上季/上上季 50%/60%)，ADBE 表示本季 AI-first ARR 提前達成全年目標，但僅佔 FY25 營收 1%；(3)Data Cloud/Fabric 需求強勁，CRM 表示 Data Cloud 客戶數年增 140%，SAP 指出 BDC 可帶動 ACV 提升 20-30%，Now 表示前 20 大合約含 17 筆 Data Fabric (vs. 上季交易僅 20 筆)。

CRM AI & Data Cloud 成長較上季加速。CRM F2Q26 營收大致符合預期，細分業務 cc 年增中，Platform & Other 16% 成長最多；管理層微幅上調 FY26 全年營收財測至 US\$41.2bn (vs. 上季 US\$41.1bn)，F3Q26 cRPO 年增財測季減 1ppts，受 F2Q23 起的審慎銷售效應壓抑。AI & Data Cloud ARR 超過 US\$1.2bn 季增 20% (vs. 上季 11% 成長有加速)，有 40% 的 Agentforce 新訂單來自既有客戶，試點轉量產的客戶數季增 60%，證明飛輪效應正運作，關注 Dreamforce 將發布的 ITSM 平台及 Agentforce 4.0。

ADBE AI first ARR 提前達成全年目標。ADBE F3Q25 營收及 EPS 大致符合預期，Digital Media NNARR 優於預期 4%，管理層看好 AI 產品的結構性成長，全年營收/EPS 財測上調 0.5/1% 至 US\$23.7bn/US\$20.8，皆大致符合預期。本季 AI first ARR 已提前達成全年 >US\$250mn 的目標，主要為 AI 產品 (Firefly, GenStudio, Acrobat AI Assistant) 需求全面拉動所帶動，而 AI 的價值亦讓 Creative Cloud 在企業端同時出現席次擴張及自動化用量增加趨勢；管理層表示與第三方模型(如 Nano Banana)差異化在於 Adobe 能把各類生成式模型整合進自家專業應用與介面。

投資建議

在 AI is eating Software 擔憂下須觀察到營收大幅上修 AI 方能成為 Biz App & Workflow 次產業之股價催化劑。我們維持 CRM「增加持股」及 ADBE「持有」評等，正向看待 CRM、NOW 及 SAP 平台不可取代性相對較高。

投資風險

GenAI 變現不如預期；用戶對數位產品偏好改變；監管及反壟斷議題升溫。

圖 1: 凱基財測及目標價調整

	KGI forecast		Chg. (%; pts)		Rating	Shr px (US\$)	Mkt cap (US\$bn)	Target price				Multiple	
	2025	2026	2025	2026				New (US\$)	Upside (%)	Old (US\$)	Chg. (%)	New	Old
Salesforce (FY ends Jan.)	FY26	FY27											
Revenue (US\$mn)	41,241	44,955	0	0									
Gross profit (US\$mn)	33,314	36,143	3	(1)									
Operating profit (US\$mn)	14,022	15,258	0	(3)	OP	246	234	330	34	330	0	FY27 26x PE 2yr avg.	FY27 26x PE 2yr avg.
FCF (US\$mn)	13,830	15,199	2	1									
Net income (US\$mn)	10,988	12,261	0	(1)									
EPS (US\$)	11.37	12.68	0	0									
Adobe (FY ends Nov.)	FY25	FY26											
Revenue (US\$mn)	23,675	25,799	1	0									
Gross profit (US\$mn)	21,366	23,170	1	0									
Operating profit (US\$mn)	10,890	11,889	0	(0)	N	351	149	440	26	440	0	FY26 19x PE 2yr -1std.	FY26 19x PE 2yr -1.5std.
EBITDA (US\$mn)	11,611	12,582	(0)	(1)									
Net profit (US\$mn)	8,899	9,625	1	(1)									
EPS (US\$)	20.83	22.97	1	(0)									

資料來源: Bloomberg ; 凱基

CRM 公佈財測保守的 F2Q26 財報，AI & Data Cloud 成長較上季加速

- Salesforce (CRM US) 公布 F2Q26 (財年止於 1 月) 營收 US\$10.2bn, cc 年增 9%，大致符合預期，F2Q26 細分業務 cc 年增表現：Platform & Other 16% (加速 2ppts & 優於共識 2ppts, incl. Data Cloud & Agentforce) > Integration & Analytics 12% (加速 2ppts & 優於共識 2ppts) > Sales 8%(加速 1ppts & 劣於共識 0.4ppts) > Service 8%(加速 1ppts & 劣於共識 1.9ppts) > Marketing & Commerce 3%(減速 1ppts & 劣於共識 6ppts)。
- 展望 F3Q26 及 FY26 財測：F3Q26 營收 US\$10.2bn, cc 年增 8.5%，大致符合預期；cRPO cc 年增 9%，大致符合預期，管理層表示 F3Q26 cRPO 仍持續受 F2Q23 起的審慎銷售效應壓抑；上調 FY26 營收中位數至 US\$41.2bn (vs. 上季為 US\$41.1bn)，cc 年增 8%，大致符合預期。
- 市場最關注的 AI & Data Cloud：1) F2Q26 AI & Data Cloud ARR 超過 US\$1.2bn, 季增 20% (vs..上季季增 11%)，顯示成長有加速；2) Data Cloud 客戶數 YoY 140%，Agentforce 客戶數及付費客戶數達 12.5k/6k (vs. 上季為 8k/4k)，付費客戶比由 50% 下降至 48%；3) 有 40% 的 Agentforce 新訂單來自既有客戶加購，試點轉量產的客戶數季增 60%，證明飛輪效應正確運作；4) 5 月推出新定價模式 Flex Credits 已占新單 80%，導入 pay-as-you-go 以降低採用門檻，推動消費型商業模式
- 成長仍疲弱的 Marketing & Commerce 及 Service：1) Service 內已採用 Agentforce 處理 >1.5mn 次客服對話，其顧客的滿意度 (CSAT) 與真人客服相當，證實具規模效益；2) Commerce 以 Agentforce 提升賣家能力與個人化購物體驗，但電商業務的成長仍較審慎；3) Marketing 正把單向對話的 email (年量約 11 tn) 轉為雙向對話，以 Agentforce 帶動互動與轉換
- 關注焦點：1) 已取得 FedRAMP High 認證，美國陸軍正快速採用，政府端機會擴大；2) 將於 Dreamforce 發表代理型 IT 服務平台 (以 Slack

為核心的解決方案)，擴張可服務市場；3) 公司表示若要大規模落地 Agentforce，就需要 Informatica，將持續推進這筆收購，估 F4Q26 至 FY27 年初完成，此未納入財測指引

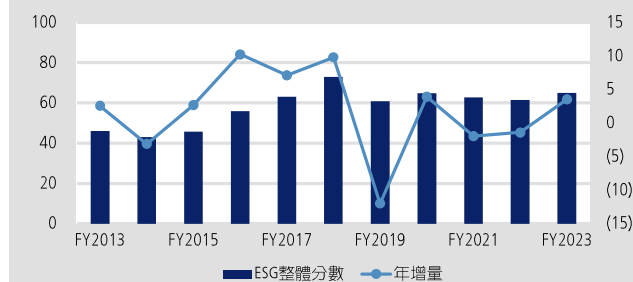
ADBE 公佈上調財測的 F3Q25 財報，AI first ARR 提前達成全年目標

- Adobe (ADBE US) 公布 F3Q25 (財年止於 11 月) 營收 US\$6bn 年增 11%，大致符合預期，調整後 EPS US\$5.31 年增 14%，優於預期 3%，管理層看好 AI 的結構性成長並上調全年財測，營收上調 0.5% 至 US\$23.7bn 年增 10%，大致符合預期，調整後 EPS 上調 1% 至 US\$20.8 年增 13%，大致符合預期，展望下季財測，F4Q25 營收 US\$6.1bn 年增 9%，大致符合預期，調整後 EPS US\$5.4 年增 12%，大致符合預期。
- AI 帶動核心業務成長：1) Digital Media ARR US\$18.6bn 年增 11%，大致符合預期，NNARR US\$500mn 年增 -1%，優於預期 4%；2) Acrobat 及 Express MAU 年增 25%，Acrobat AI Assistant 單位季增超過 40%，Acrobat Mobile ARR 年增超過 30%；3) 創意專業者的高生成量驗證 CC Pro 策略，Firefly App 帶動 Creator 新用戶成長季增 20%；4) B2C 端由 AI Assistant 與 Acrobat Studio 推動強勁需求；5) AI 的價值讓 Creative Cloud 在企業端同時出現席次擴張及自動化用量增加趨勢
- GenAI 產品需求全面拉動：1) AI influenced ARR >US\$5bn (vs. FY24 >US\$3.5bn)，AI first ARR 已提前達成全年 >US\$250mn 目標，主因是 Firefly、GenStudio、Acrobat AI Assistant 需求全面拉動；2) GenStudio ARR >US\$1bn 年增 25%，其已整合 Workfront、Frame、AEM Assets、Firefly 與效能行銷模組，推動內容供應鏈自動化與跨雲採用；3) Firefly App MAU 季增 30%，企業端 Firefly Service 消耗季增 32%，累計生成量 29bn 次，影片生成季增 40%；4) AEP AI Assistant 滲透率 70%；4) 模型實際用量仍以 Firefly 占多數，因其商用安全與底層優勢，第三方模型則在靈感發想與特定編輯場景中使用成長
- 關注焦點：1) 與第三方模型 (Nano Banana) 差異化在於 Adobe 把各類生成式模型整合進自家專業應用與介面；2) 大型企業需多渠道投放與跨渠道衡量，GenStudio 已整合 TikTok/Meta/Google/Yahoo/Amazon 等第三方投放渠道，提升跨渠道效率與採用度；3) 在 AI 推升成本下毛利仍穩健，原因是在訓練端以高利用率與演算法效率最佳化 GPU 效能，在推論端則精準調度以壓低單次推論成本；4) Adobe 內部先行驗證後推出 LLM Optimizer，目標是讓品牌內容更易被各大 LLM 檢索與呈現，以帶動能見度與合格流量。

Salesforce (CRM US)

圖 2：Salesforce – ESG 整體分數

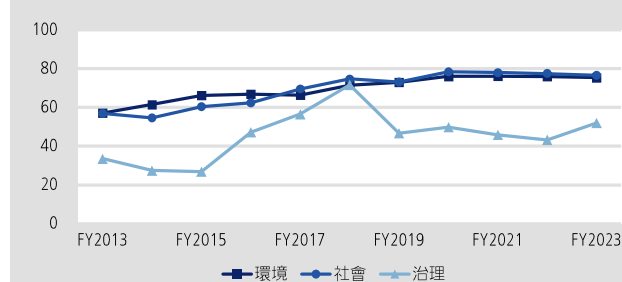
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 3：Salesforce – ESG 各項分數

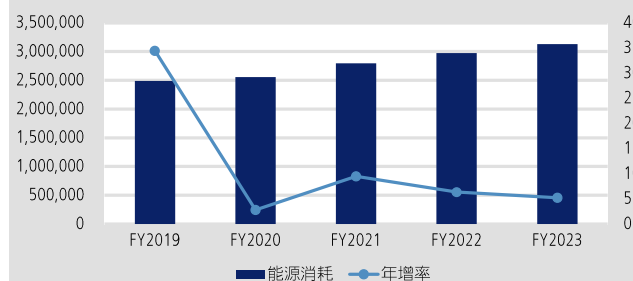
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 4：Salesforce – 能源消耗

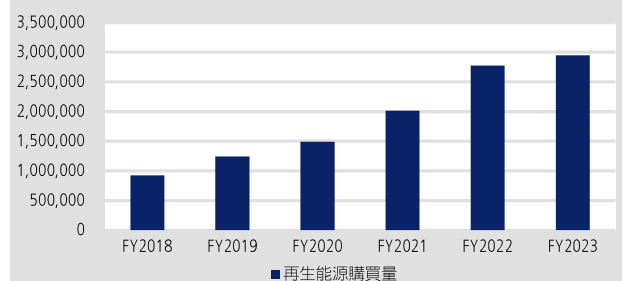
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 5：Salesforce – 再生能源使用

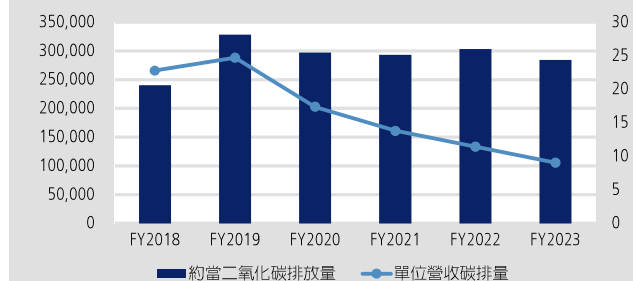
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 6：Salesforce – 碳排放量

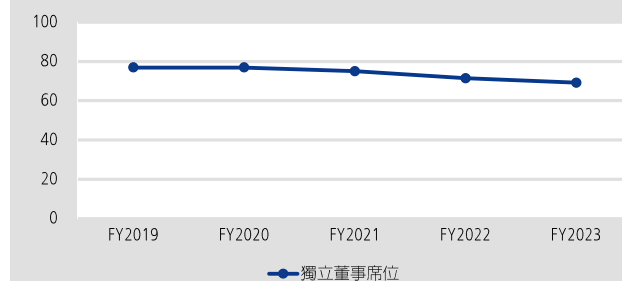
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 7：Salesforce – 獨立董事

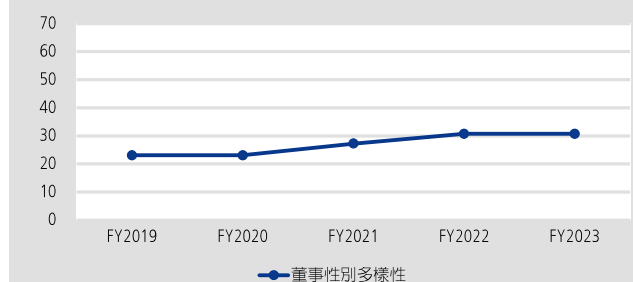
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 8：Salesforce – 董事性別多樣性

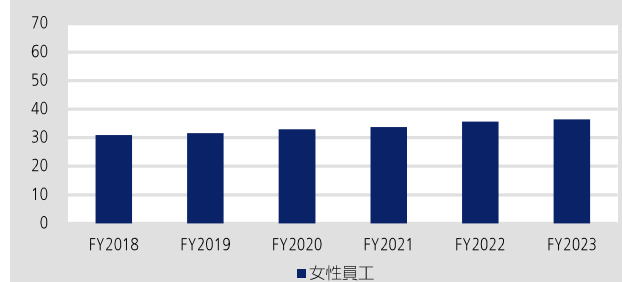
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 9：Salesforce – 性別多樣性

女性員工比例，百分比

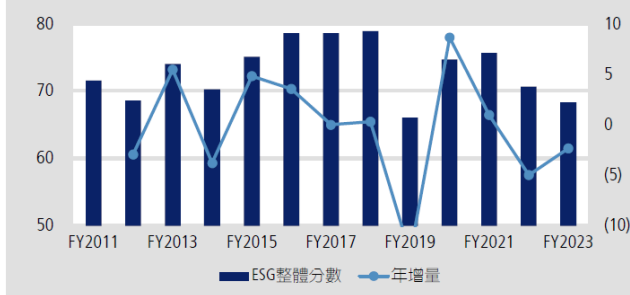


資料來源：Refinitiv、公司資料

Adobe (ADBE US)

圖 10：Adobe – ESG 整體分數

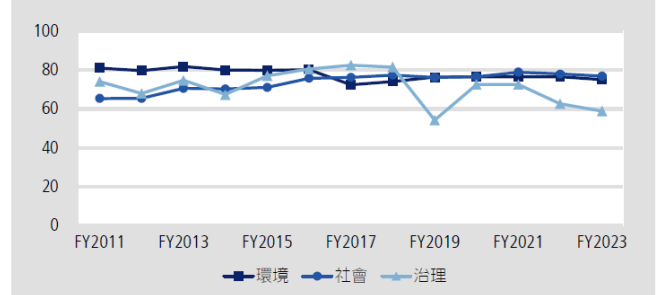
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：Adobe – ESG 各項分數

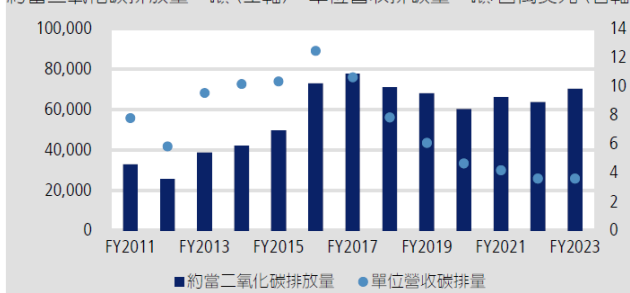
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：Adobe – 碳排放量

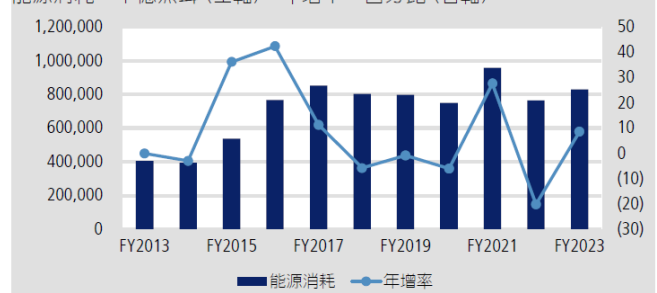
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：Adobe – 能源消耗

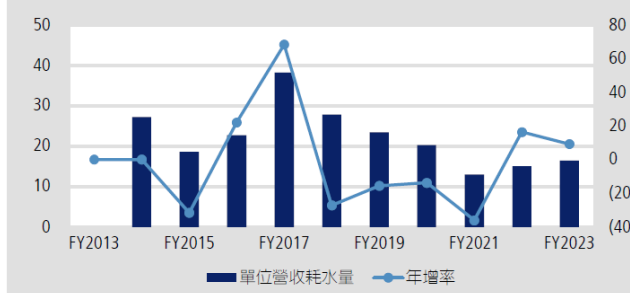
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：Adobe – 耗水量

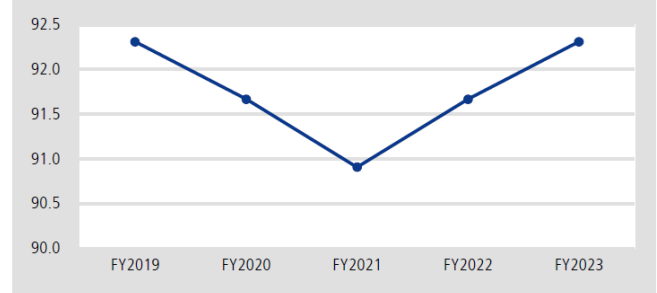
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：Adobe – 獨立董事

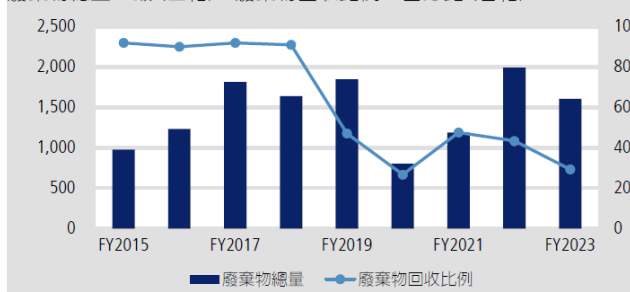
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Adobe – 廢棄物回收總量

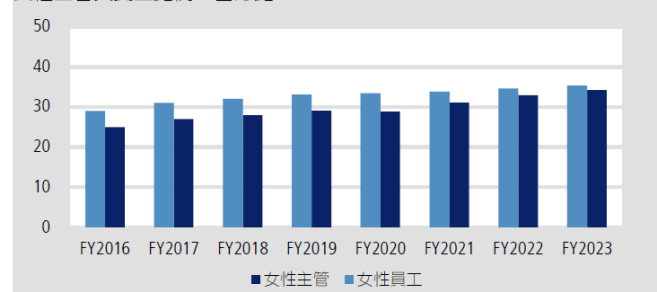
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：Adobe – 性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

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，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。