

## 軟體產業：4Q25財報前瞻

### 算力供給決定 CSP 成長；自建風潮拖累 SaaS 採購動能

#### 焦點內容

1. CSP：AI 算力需求大於供給，台灣 ODM 營收則顯示供給顯著增加。
2. 商用軟體：IT 支出展望受自建風潮和淡季效應拖累。
3. 消費性網路 & 金融科技：購物旺季優於預期，法規不確定性增加。

#### Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

#### ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Microsoft	MSFT US	91	78	94	92
Amazon	AMZN US	83	90	80	79
Alphabet	GOOGL US	80	77	84	78
Snowflake	SNOW US	30	16	41	24
CrowdStrike Holdings	CRWD US	25	20	29	23

資料來源：Refinitiv、凱基

#### 重要訊息

美國軟體公司將陸續公布 C4Q25 財報，我們觀察高頻數據尋找短期契機。

#### 評論及分析

**CSP：AI 算力需求大於供給，台灣 ODM 營收則顯示供給顯著增加。** 財報事件上我們正向看待：(1)MSFT：雖 SimilarWeb 顯示 ChatGPT 流量份額下滑，但 Ramp/Apptopia/Appfigures 變現相關數據顯示 OpenAI 於美國企業付費 AI 工具滲透率、DAU 份額、用戶平均使用時間、退訂率及訂閱營收仍維持穩健甚至成長，OpenAI 將推出低價 Go 方案(US\$8 vs. Plus US\$20)，並於免費和 Go 方案中導入廣告，OpenAI CFO 指出 2023 年算力自 0.2GW 成長至 2025 年 1.9GW，年營收同步由 20 億成長至 200 億美元，年複合成長 3x，我們看好 OpenAI 對於 Azure 需求維持強勁；(2)AMZN：Adobe 顯示 BFCM 電商銷售年增 7%優於預期 2ppts，係由於折價幅度較 2024 年高 1-2ppts 帶動，Tinuiti 顯示同步帶動 AMZN Sponsored Product 及 DSP 廣告營收年增加速，而 Anthropic Claude/Cowork 近期反饋正向，AWS 為該司 2H25-1H26 算力增量主要提供者。中性看待：(3)GOOGL：基於 BFCM 優於預期，廣告可望持續加速成長，Gemini AI 訂閱 & GCP 可望受惠折扣誘因，惟市場共識及評價已推高。保守看待：(4)META：面臨高成長基期(4Q24 總統大選帶動政治廣告支出)及 TikTok 轉移效應淡化，高額資本支出將面臨合理化檢視。供給方面，台灣 ODM 營收顯示自 3Q25 季底加速成長，伺服器抵達資料中心到上線提供服務需費時 2-3 個月，其中，我們認為 GPU 上線節奏 Azure > AWS > GCP。

**商用軟體：IT 支出展望受自建風潮和淡季效應拖累。** CIO Survey 顯示 4Q25/2026 IT 支出展望保守，我們認為係因：(1)OpenAI GPT-5.2, Claude Opus 4.5, Gemini 3.0 Pro 進步，企業採自建軟體功能的意願持續高於採購 SaaS 等套裝軟體；(2)假期的淡季效應，SNOW 及 DDOG 等 UBP 模式公司過往 3-5 年 F4Q 財報或初始年度財測優於市場共識機率及幅度較低。市場擔憂 AI is eating Software 由應用軟體蔓延至基礎設施軟體甚至資安，我們認為基礎設施、Workflow 軟體及資安基於效能考驗和複雜性應難完全自建。

**消費性網路 & 金融科技：購物旺季優於預期，法規不確定性增加。** 承上，優於預期的 BFCM 為 RDDT 及 ROKU 等廣告帶來成長動能，Google 推出 UCP 與 OpenAI ACP 皆為代理式商務清除 Agent 溝通障礙，OBBBA 退稅金額 IRS 預估 US\$429bn 較 2025 年 US\$329bn 年增 30%，退稅高峰落在 3-5 月份，為 SHOP 順風因子。而川普要求降低信用卡利率及 CLARITY Act 審議延後(Jake Chervinsky 指出 5 大爭議要點 404/505/308 條及 Title 1/3)，則為 V/MA 及 HOOD 帶來法規不確定性/催化劑消失。

#### 投資建議

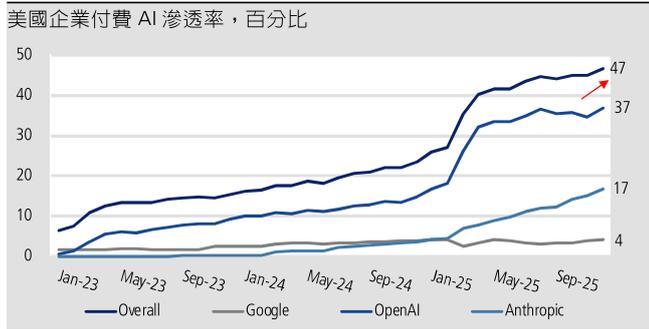
我們在 4Q25 財報事件交易(短期觀點)上正向看待 MSFT 及 AMZN，中性看待 GOOGL，保守看待 META，並建議投資於財報公佈後或逢低布局基礎設施軟體及資安如 SNOW、DDOG 及 CRWD。台股供應鏈見圖 28-31。

#### 投資風險

消費動能趨緩；用戶對數位產品偏好改變；監管及反壟斷議題升溫。

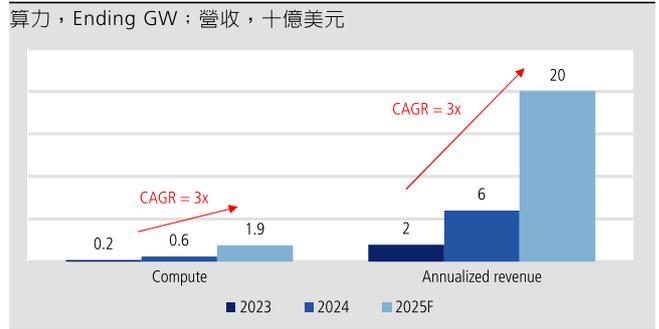
CSP & GenAI

圖 1: OpenAI 在企業付費滲透率持續提高



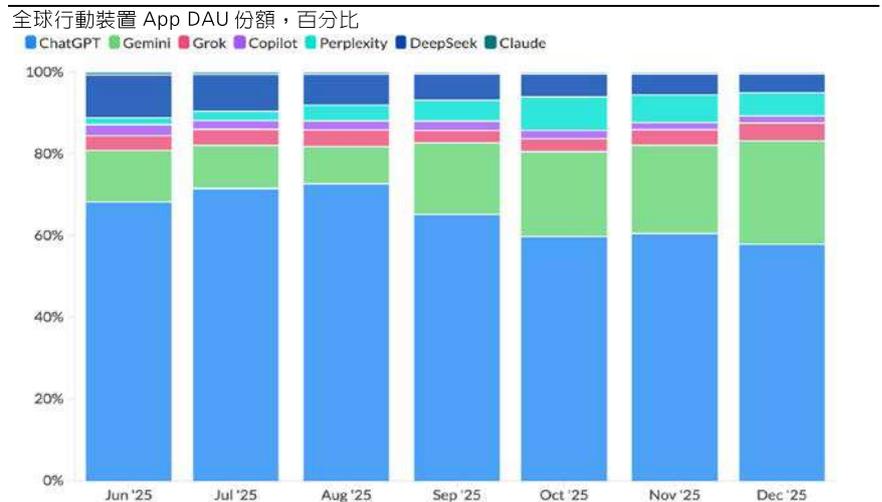
資料來源: Ramp ; 凱基

圖 2: OpenAI CFO 預期營收與算力供給持續呈正向關係



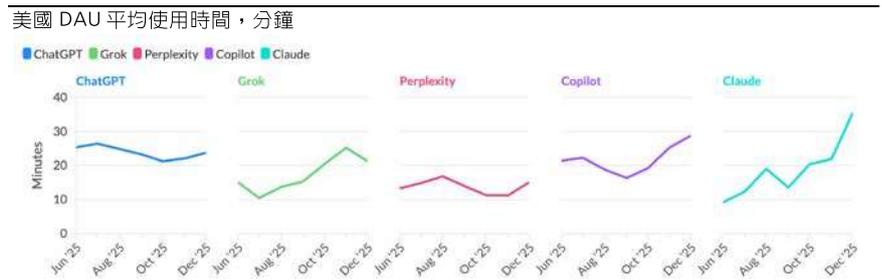
資料來源: OpenAI ; 凱基

圖 3: OpenAI 在全球 App DAU 份額 12 月持穩



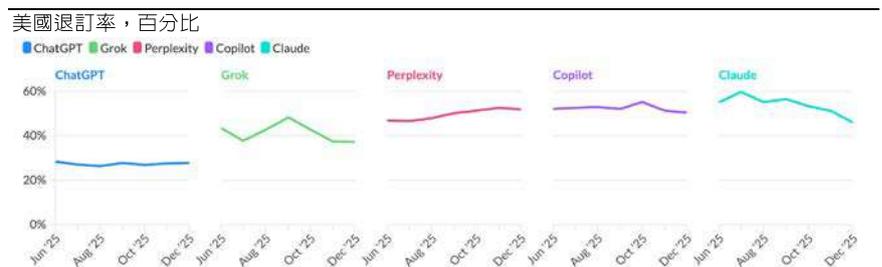
資料來源: Apptopia ; 凱基

圖 4: GenAI Chatbot 用戶黏性普遍增加



資料來源: Apptopia ; 凱基

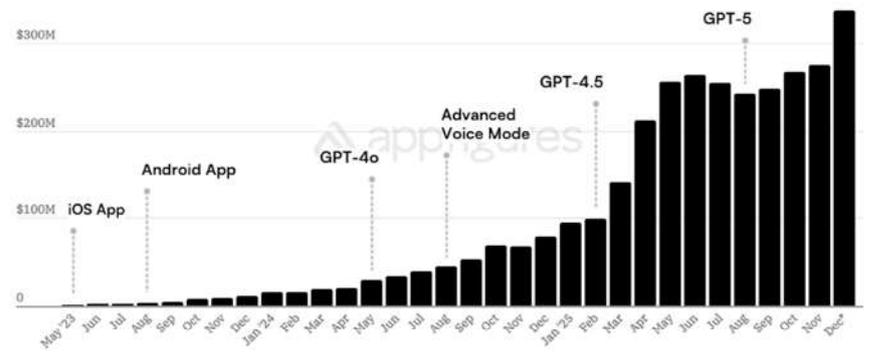
圖 5: GenAI Chatbot 退訂率普遍持穩或下降



資料來源: Apptopia ; 凱基

圖 6: ChatGPT 月訂閱營收於 4Q25 持續成長

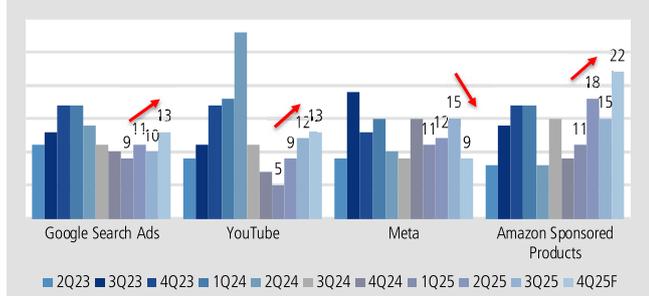
月訂閱營收，百萬美元



資料來源: Appfigures ; 凱基

圖 7: GOOGL & AMZN 廣告加速、META 4Q25 廣告支出年增下滑

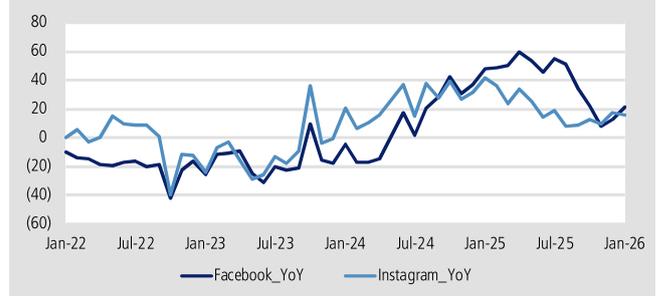
美國廣告支出年增率，百分比



資料來源: Tinuiti ; 凱基

圖 8: Instagram CPM 因 Reels 新庫存仍未回溫

廣告 CPM 年增率，百分比



資料來源: birch ; 凱基

圖 9: 台灣 Server ODM 營收於 9 月再次攀升

台灣 Server ODM 加總月營收(鴻海、英業達、廣達、緯創、和碩、緯穎、神達)，百萬台幣



資料來源: TEJ ; 凱基

圖 10: Azure 供應鏈表現相對突出，1-2 季度後反應在營收

台灣 Server ODM 加總月營收(鴻海 12.5%、英業達 8%、廣達 18%、緯穎 35%)，百萬台幣



資料來源: TEJ ; 凱基

圖 11: AWS 供應鏈表現亦突出，2 季度後反應在營收

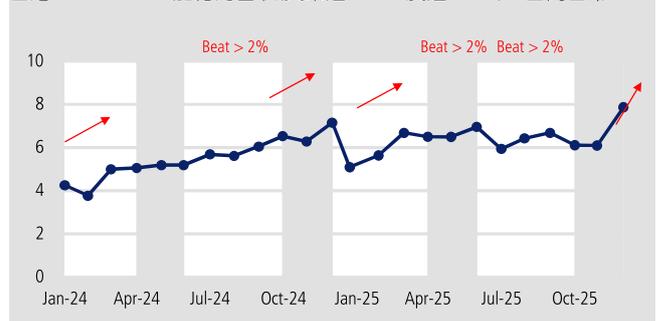
台灣 Server ODM 加總月營收(英業達 8%、廣達 8%、緯穎 45%、神達 8%)，百萬台幣



資料來源: TEJ ; 凱基

圖 12: GCP 供應鏈較晚開始上揚，2 季度後反應在營收

台灣 Server ODM 加總月營收(英業達 8%、廣達 13%)，百萬台幣



資料來源: TEJ ; 凱基

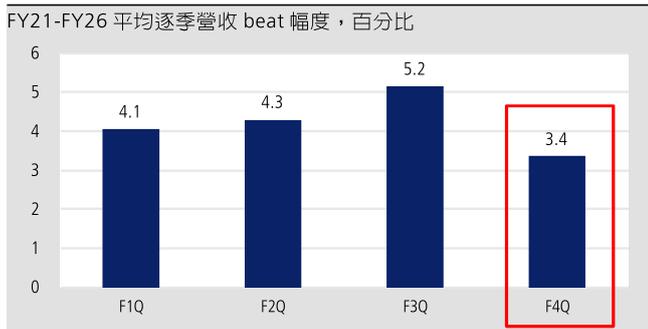
圖 13: 2H25-1Q26 前緣資料中心上線業者



資料來源: epoch.ai ; 凱基

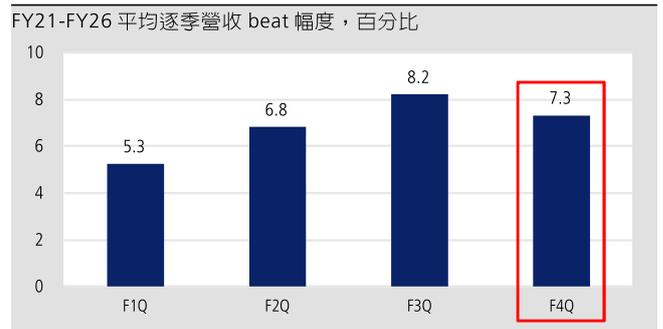
### Data & Analytics

圖 14: SNOW 4Q 平均營收 beat 幅度為全年最低



資料來源: Bloomberg ; 凱基

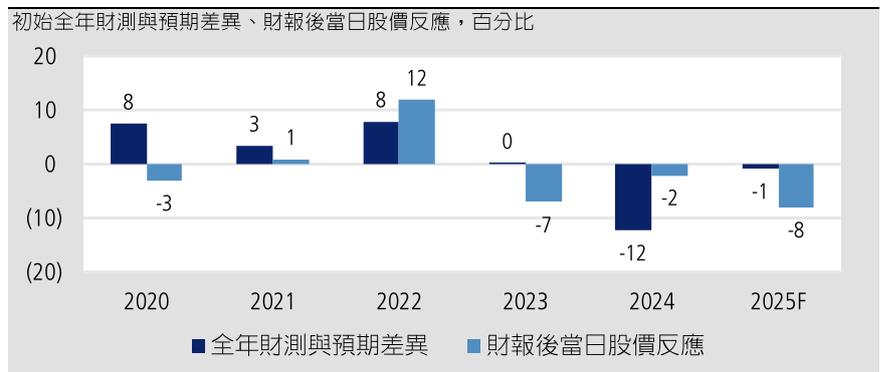
圖 15: MDB F4Q 過去五年平均營收 beat 幅度為全年次高



資料來源: Bloomberg ; 凱基

### Cybersecurity & Observability

圖 16: DDOG 4Q 財報股價反應負向機率較大

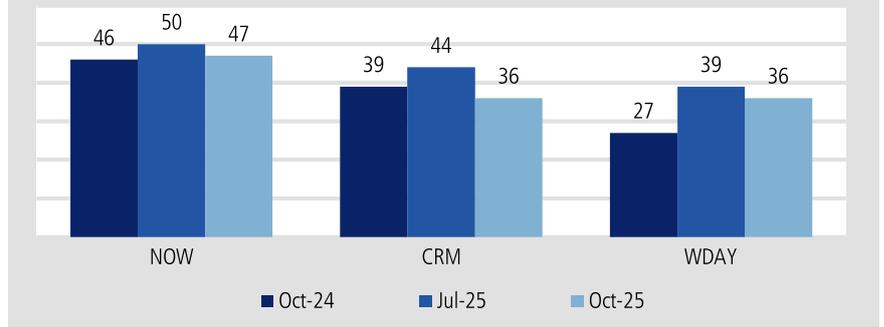


資料來源: Bloomberg ; 凱基

Biz App & Workflow

圖 17: NOW 與新一代 AI/模型供應商的正向支出關聯度達 47%

與新一代 AI 供應商的正向支出關聯度，百分比

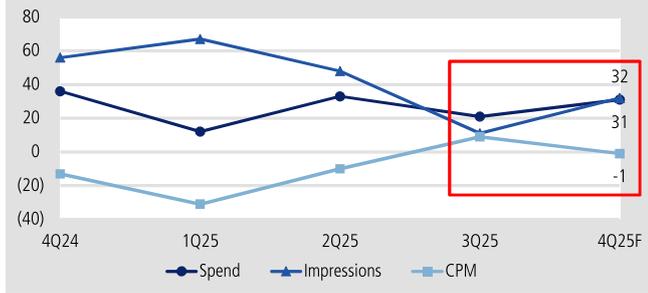


資料來源: ETR ; 凱基

Digital ads & Entertainment

圖 18: AMZN DSP 於 4Q25 回溫放量

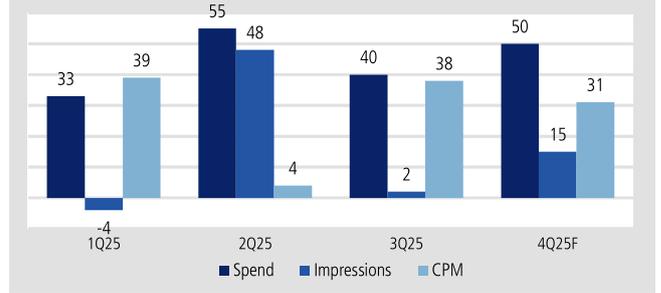
廣告投放、曝光、價格年增率，百分比



資料來源: Tinuiti ; 凱基

圖 19: RDDT Ads 於 4Q25 表現強勁

廣告投放、曝光、價格年增率，百分比

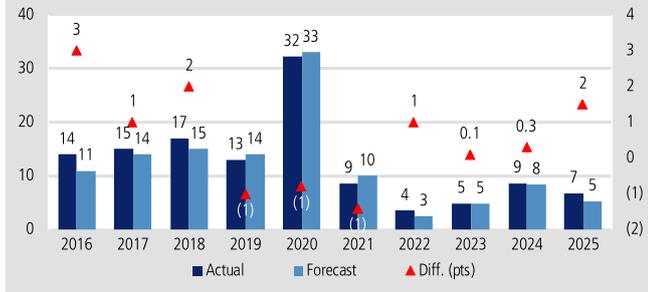


資料來源: Tinuiti ; 凱基

E-Commerce & O2O

圖 20: 2025 年美國購物旺季電商年增達 6.8% 優於預期 1.5ppts

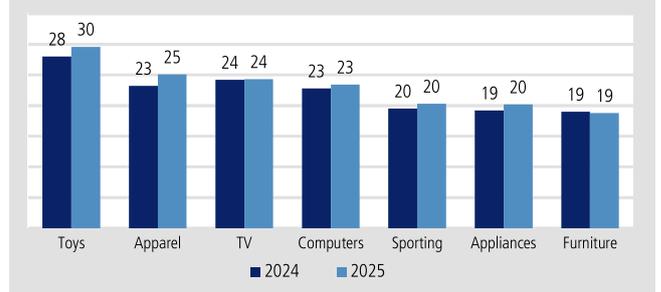
美國 11/1~12/31 銷售年增率，百分比



資料來源: Adobe ; 凱基

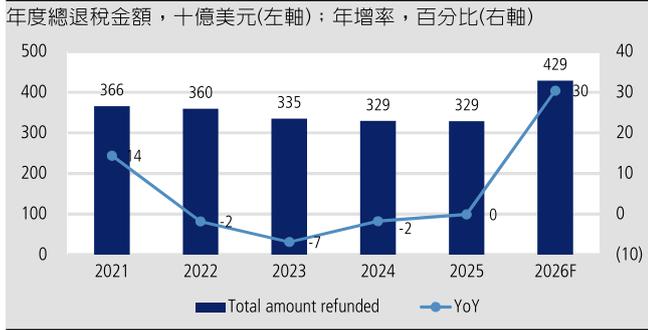
圖 21: 2025 年購物旺季多數品項折扣幅度較去年多 1~2ppts

商品折扣率，百分比



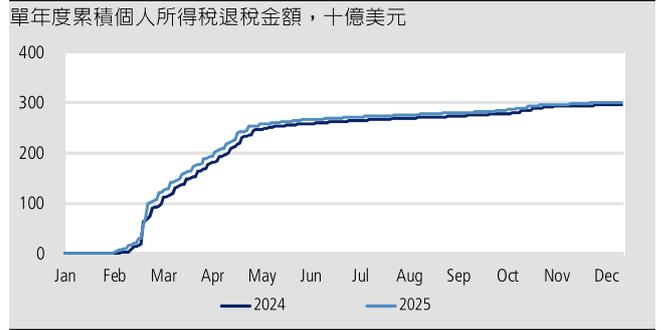
資料來源: Adobe ; 凱基

圖 22: 預期 2026 年總退稅金額可達 US\$429bn



資料來源: IRS ; 凱基

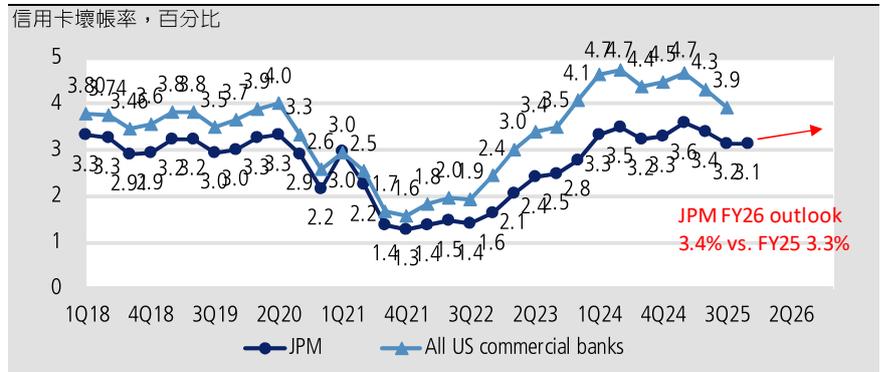
圖 23: 過去兩年個人所得稅退稅高峰集中在 3-5 月



資料來源: U.S. government ; 凱基

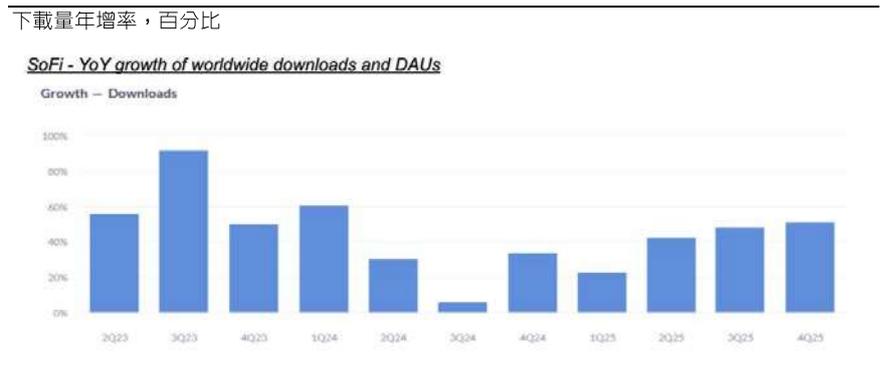
Fintech & Payments

圖 24: 信用卡壞帳率維持穩健

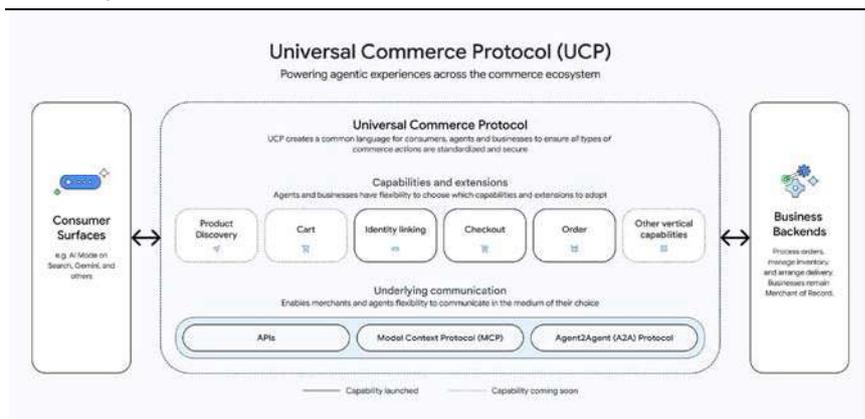


資料來源: JPM ; FRED ; 凱基

圖 25: SoFi DAU 表現正向



資料來源: Apptopia ; 凱基

**圖 26: GOOGL UCP 解決 NxN 整合瓶頸的技術架構 (類 DNS) vs. OpenAI ACP+Stripe**


資料來源: Google · 凱基

**圖 27: CSP 資本支出市場共識**

Capex (US\$m)									Actual		Consensus forecast		
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Meta (Facebook)	6,400	8,173	8,258	14,425	12,941	16,538	18,829	22,155	27,266	37,256	70,463	108,954	120,826
Amazon	14,925	17,620	22,620	27,834	25,019	32,183	35,095	31,792	48,133	82,999	124,089	142,612	159,337
Microsoft	10,952	13,873	14,923	15,804	16,745	17,079	19,394	23,651	35,202	55,552	76,869	108,966	123,278
Google	12,012	13,186	13,061	14,276	17,197	22,446	23,953	27,594	32,251	52,535	91,190	116,134	129,445
Oracle	1,674	2,798	2,303	3,970	5,862	9,080	8,502	12,033	6,935	10,745	35,477	58,142	69,123
<b>US hyperscale subtotal</b>	<b>45,963</b>	<b>55,650</b>	<b>61,165</b>	<b>76,309</b>	<b>77,764</b>	<b>97,326</b>	<b>105,773</b>	<b>117,225</b>	<b>149,787</b>	<b>239,087</b>	<b>398,088</b>	<b>534,808</b>	<b>602,009</b>
<b>YoY (%)</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>3Q24</b>	<b>4Q24</b>	<b>1Q25</b>	<b>2Q25</b>	<b>3Q25</b>	<b>4Q25F</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Meta (Facebook)	(6.5)	31.5	26.2	88.2	102.2	102.3	128.0	53.6	(13.3)	36.6	89.1	54.6	10.9
Amazon	5.1	53.8	81.3	90.8	67.6	82.7	55.2	14.2	(17.5)	72.4	49.5	14.9	11.7
Microsoft	65.8	55.1	50.5	62.3	52.9	23.1	30.0	49.7	42.1	57.8	38.4	41.8	13.1
Google	91.0	91.4	62.1	29.6	43.2	70.2	83.4	93.3	2.4	62.9	73.6	27.4	11.5
Oracle	(36.3)	46.3	75.3	267.6	250.2	224.5	269.2	203.1	3.8	54.9	230.2	63.9	18.9
<b>US Hyperscale subtotal</b>	<b>25.7</b>	<b>57.1</b>	<b>65.3</b>	<b>73.1</b>	<b>69.2</b>	<b>74.9</b>	<b>72.9</b>	<b>53.6</b>	<b>2.6</b>	<b>59.6</b>	<b>66.5</b>	<b>34.3</b>	<b>12.6</b>
<b>QoQ (%)</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>3Q24</b>	<b>4Q24</b>	<b>1Q25</b>	<b>2Q25</b>	<b>3Q25</b>	<b>4Q25F</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Meta (Facebook)	(16.5)	27.7	1.0	74.7	(10.3)	27.8	13.9	17.7					
Amazon	2.3	18.1	28.4	23.1	(10.1)	28.6	9.0	(9.4)					
Microsoft	12.5	26.7	7.6	5.9	6.0	2.0	13.6	22.0					
Google	9.0	9.8	(0.9)	9.3	20.5	30.5	6.7	15.2					
Oracle	55.0	67.1	(17.7)	72.4	47.7	54.9	(6.4)	41.5					
<b>US Hyperscale subtotal</b>	<b>4.3</b>	<b>21.1</b>	<b>9.9</b>	<b>24.8</b>	<b>1.9</b>	<b>25.2</b>	<b>8.7</b>	<b>10.8</b>					

資料來源: Bloomberg · 凱基

圖 28: Microsoft 台股供應鏈

公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
光寶	2301 TT	增加持股	212	10	伺服器電源
鴻海	2317 TT	增加持股	340	10-15	伺服器原廠委託設計代工
英業達	2356 TT	持有	47	<10	伺服器原廠委託設計代工
金像電	2368 TT	增加持股	730	<10	印刷電路板
廣達	2382 TT	增加持股	385	<20	伺服器原廠委託設計代工
群光	2385 TT	持有	143	10-15	遊戲機
聯發科	2454 TT	持有	1,300	1-3	設計服務
創意	3443 TT	增加持股	2,270	5-10	設計服務
和碩	4938 TT	持有	86	10-15	遊戲機
緯穎	6669 TT	增加持股	6,180	30-40	伺服器原廠委託設計代工
川湖	2059 TT	增加持股	4,945	<10	滑軌

資料來源：凱基

圖 29: Alphabet 台股供應鏈

公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
廣達	2382 TT	增加持股	385	<15	伺服器原廠委託設計代工
英業達	2356 TT	持有	47	<10	伺服器原廠委託設計代工
聯發科	2454 TT	持有	1,300	5-10	設計服務
創意	3443 TT	增加持股	2,270	<30	設計服務
川湖	2059 TT	增加持股	4,945	<10	滑軌

資料來源：凱基

圖 30: Meta 台股供應鏈

公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
金像電	2368 TT	增加持股	730	<10	印刷電路板
鴻海	2317 TT	增加持股	340	<10	伺服器原廠委託設計代工
聯詠	3034 TT	持有	440	3-7	AR/VR解決方案
緯穎	6669 TT	增加持股	6,180	30-40	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	385	20-30	伺服器原廠委託設計代工
智邦	2345 TT	增加持股	1,400	-	資料中心交換器
雙鴻	3324 TT	增加持股	1,255	<10	水冷零組件
川湖	2059 TT	增加持股	4,945	<10	滑軌

資料來源：凱基

圖 31: Amazon 台股供應鏈

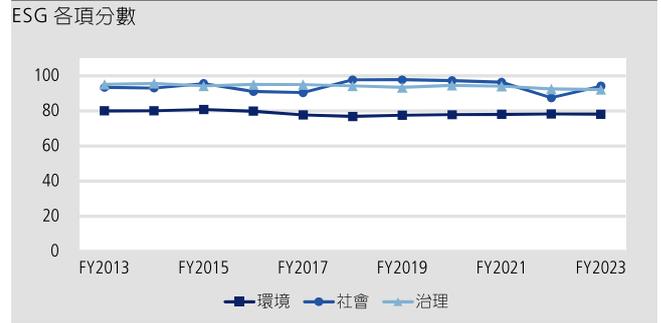
公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
光寶	2301 TT	增加持股	212	20-25	電源供應器
智邦	2345 TT	增加持股	1,400	-	資料中心交換器
鴻海	2317 TT	增加持股	340	<10	資料中心交換器
英業達	2356 TT	持有	47	<10	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	385	<10	伺服器原廠委託設計代工
台光電	2383 TT	增加持股	1,950	<10	銅箔基板
信邦	3023 TT	增加持股	336	<5	物流
世芯-KY	3661 TT	增加持股	5,380	40-50	設計服務
神達	3706 TT	-	-	<10	伺服器原廠委託設計代工
緯穎	6669 TT	增加持股	6,180	45-50	伺服器原廠委託設計代工
勤誠	8210 TT	增加持股	1,250	40-50	伺服器機殼
川湖	2059 TT	增加持股	4,945	<10	滑軌

資料來源：凱基

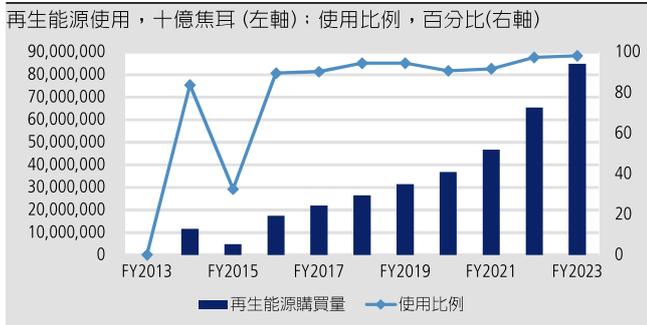
## Microsoft (MSFT US)

**圖 32 : Microsoft – ESG 整體分數**

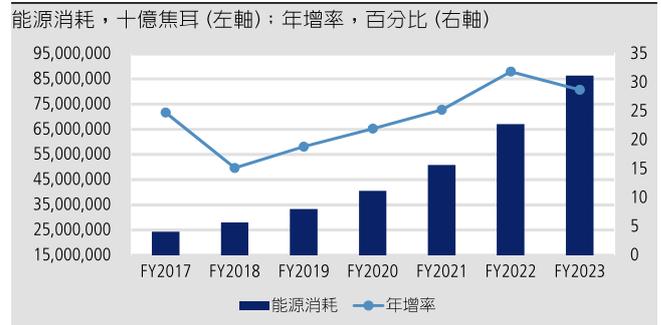

資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 33 : Microsoft – ESG 各項分數**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 34 : Microsoft – 再生能源使用**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 35 : Microsoft – 能源消耗**


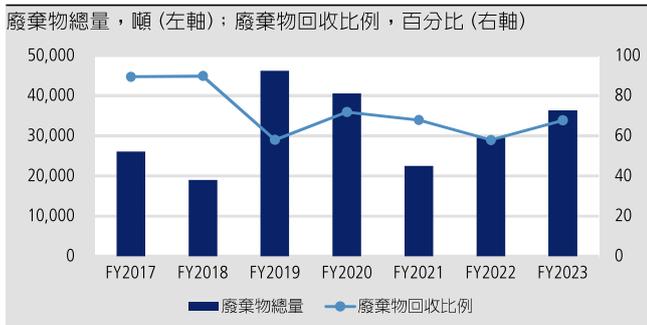
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 36 : Microsoft – 耗水量**

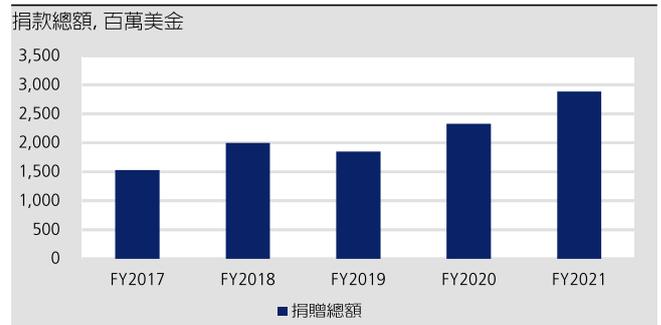

資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 37 : Microsoft – 獨立董事**


資料來源: Refinitiv、公司資料

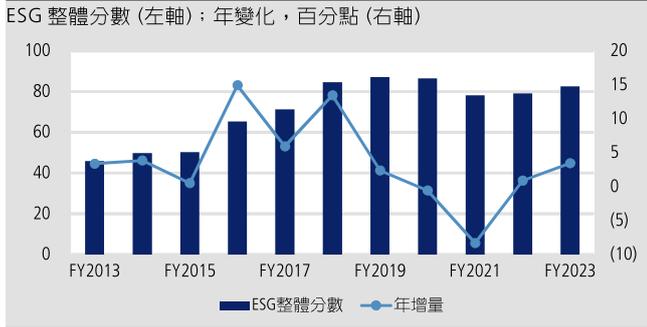
**圖 38 : Microsoft – 廢棄物回收總量**


資料來源: Refinitiv、公司資料

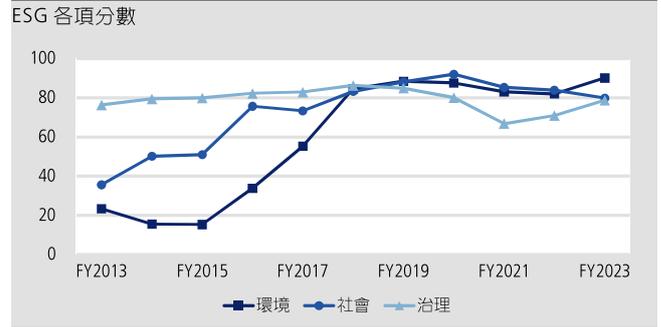
**圖 39 : Microsoft – 捐款**


資料來源: Refinitiv、公司資料

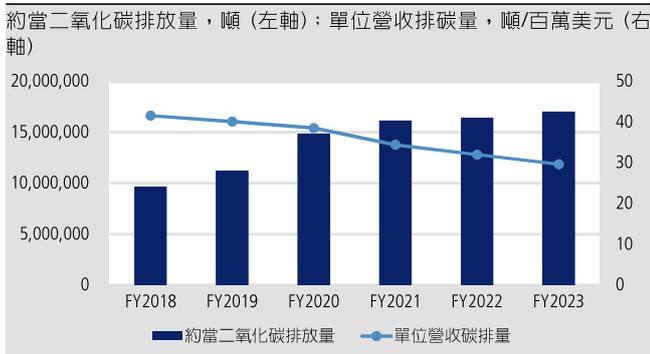
## Amazon (AMZN US)

**圖 40 : Amazon – ESG 整體分數**


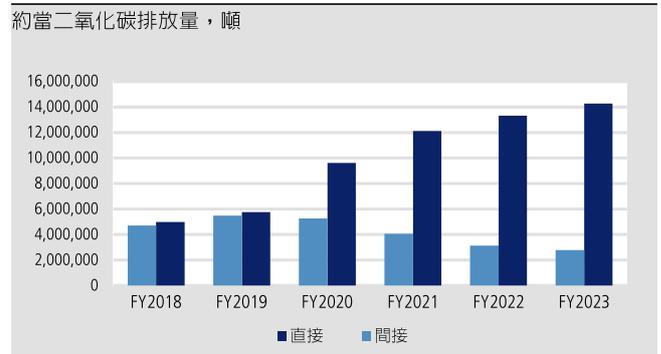
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 41 : Amazon – ESG 各項分數**


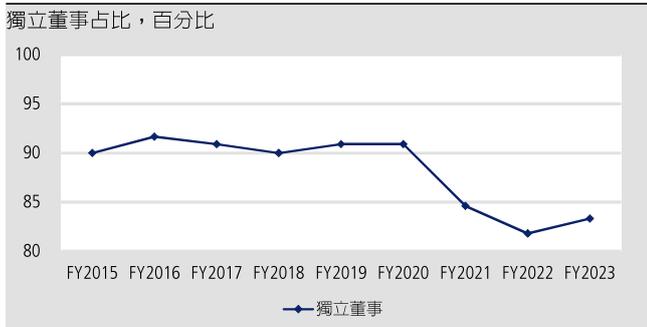
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 42 : Amazon – 碳排量**


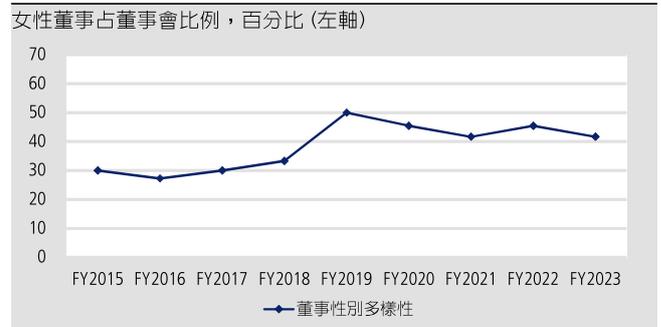
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 43 : Amazon – 碳排量**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 44 : Amazon – 獨立董事**


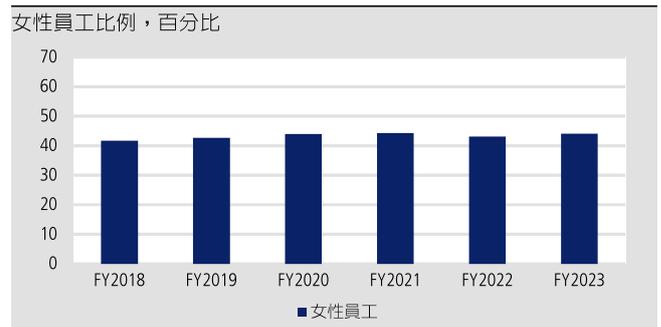
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 45 : Amazon – 董事性別多樣性**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 46 : Amazon – 性別多樣性**


資料來源：Refinitiv、公司資料

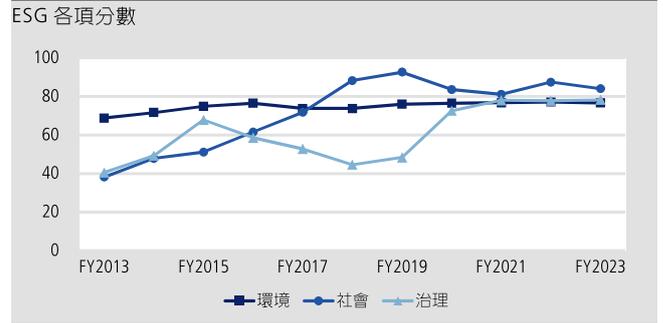
**圖 47 : Amazon – 性別多樣性**


資料來源：Refinitiv、公司資料

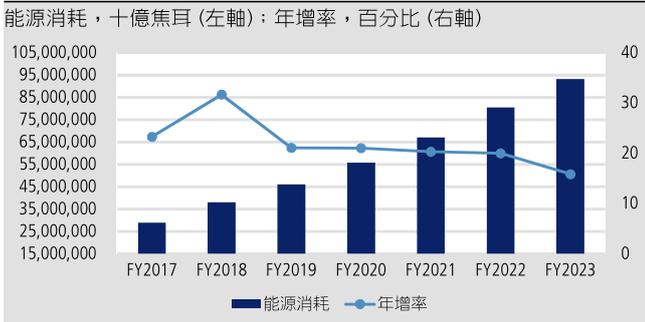
## Alphabet (GOOGL US)

**圖 48 : Alphabet – ESG 整體分數**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 49 : Alphabet – ESG 各項分數**


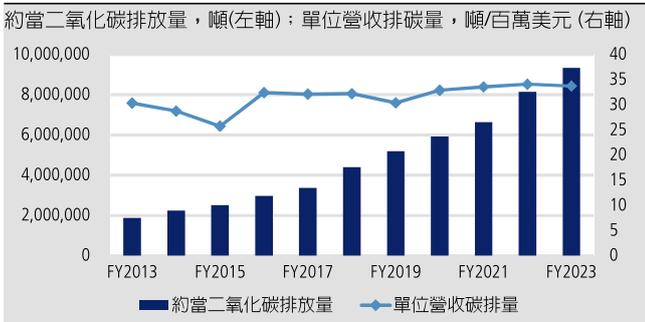
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 50 : Alphabet – 能源消耗**


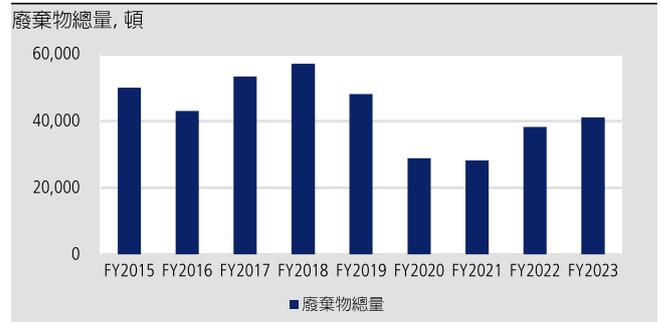
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 51 : Alphabet – 再生能源使用**

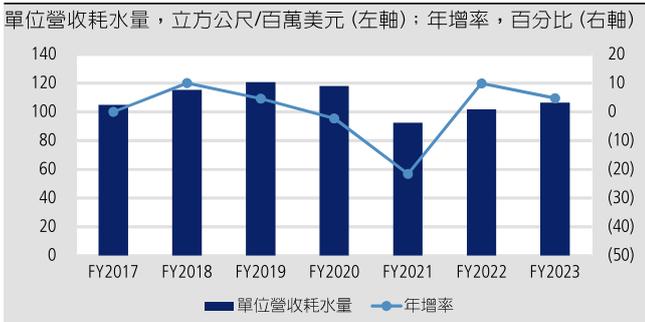

資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 52 : Alphabet – 碳排放量**


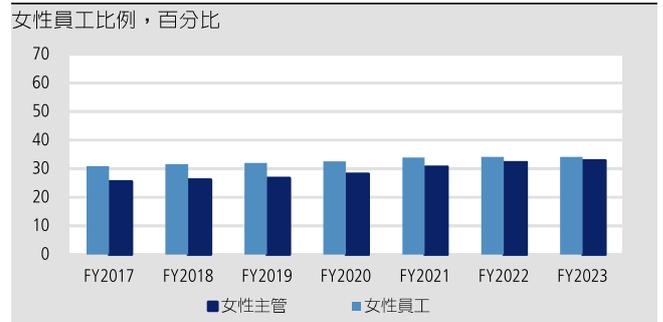
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 53 : Alphabet – 廢棄物總量**


資料來源: Refinitiv、公司資料

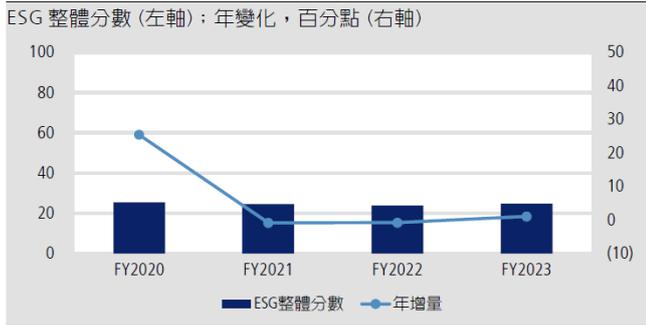
**圖 54 : Alphabet – 耗水量**


資料來源: Refinitiv、公司資料

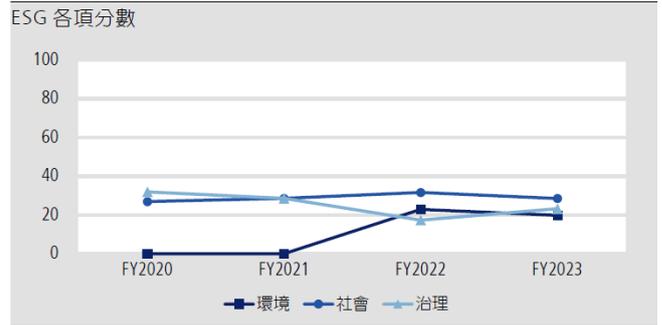
**圖 55 : Alphabet – 性別多樣性**


資料來源: Refinitiv、公司資料

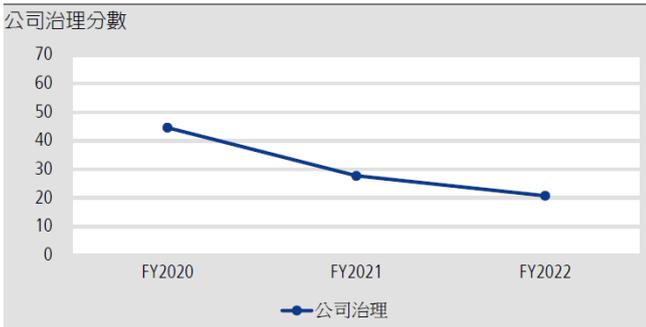
## CrowdStrike (CRWD US)

**圖 56 : CrowdStrike – ESG 整體分數**


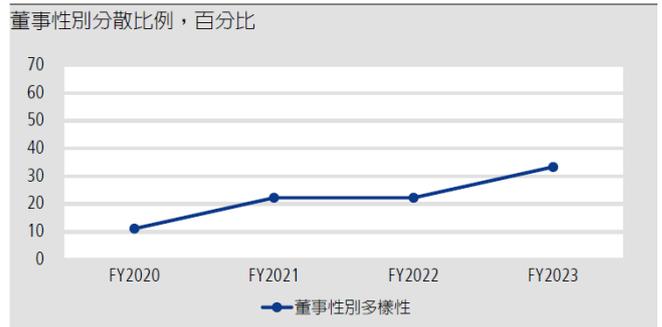
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 57 : CrowdStrike – ESG 各項分數**


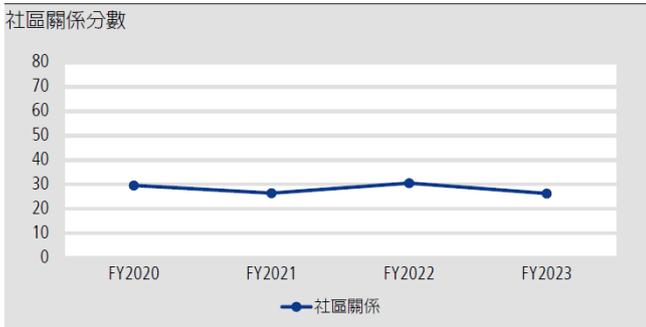
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 58 : CrowdStrike – 公司治理**


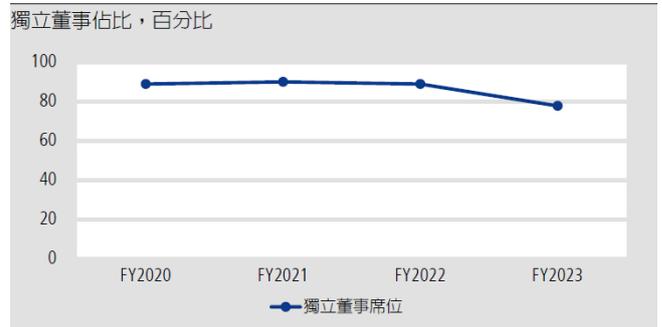
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 59 : CrowdStrike – 董事性別多樣性**


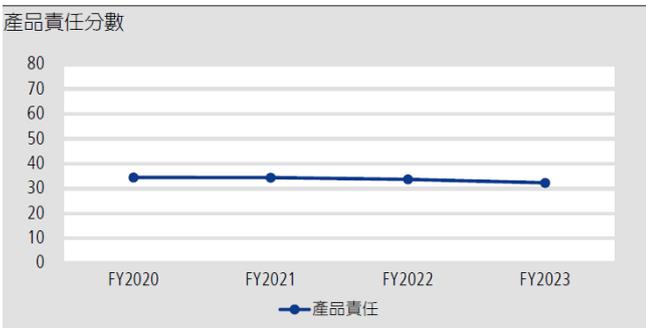
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 60 : CrowdStrike – 社區關係**


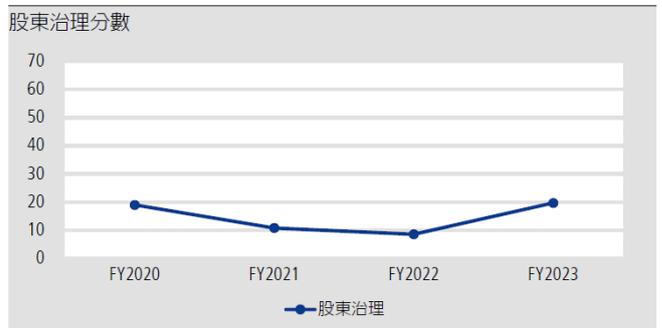
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 61 : CrowdStrike – 獨立董事**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 62 : CrowdStrike – 產品責任**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 63 : CrowdStrike – 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。

**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。