

## 軟體產業：4Q25財報通讀

### Bottom fishing 三指標：評價、AI 營運效率 & 事件催化劑

#### 焦點內容

1. 財報通讀：SaaS 末日論評價收縮大於基本面實質下修。
2. 落底指標：評價、AI 營運效率及 GOOGL I/O 大會。
3. 配對交易：具有水平整合優勢的平台化業者將在次產業突出。

#### Nasdaq 指數



資料來源：Bloomberg

#### 重要訊息

我們於 C4Q25 財報季追蹤 55+ 公司並彙整通讀趨勢。

#### 評論及分析

**財報通讀：SaaS 末日論評價收縮大於基本面實質下修。** 我們統計財報公告後股價表現及共識調整：Enterprise SW 股價上漲比例 60%/平均漲幅 2%/80% 公司 Rule of x 上修/平均上修 2ppts/衝突比例 36%(vs. 與上季同為表現最突出的次產業) > Ads & Subs. 25%/跌幅 5%/58%/1ppts/50%(優異表現集中在 META、ROKU & SPOT) > EC & O2O 36%/跌幅 4%/55%/0ppts/73% (進入投資週期的獲利擔憂) > Fintech & Payments 50%/跌幅 0%/50%/下修 1ppts/50%。

**落底指標：評價、AI 營運效率及 GOOGL I/O 大會。** 我們認為此次軟體類股系統性評價收縮係因 Agentic AI 能力邊界快速擴張，投資人擔憂 SaaS 成為 AI 世代低評價的 RoS(舊世代紀錄系統)，故抄底指標應包含：1) 雲端世代的地端紀錄系統 ORCL, IBM, TDC, SAP 排除極端情況的 PEG 低緣(2000-2025)落在 0.4-0.9 倍為此次大型龍頭軟體(如 CRM, ADBE, NOW 等)之弱勢族群參照；2) 承凱基 2026 年度展望報告認為企業將加速產品迭代與組織轉型，而每員工毛利貢獻(GP/headcount)可做為衡量指標，包含 META、PANW/CRWD、PLTR、SHOP/DASH、APP/RDDT、HOOD/XYZ、TWLO/NET/NOW 於 2026-27 表現突出；3) 5/19-20 GOOGL I/O 將會是公司肌肉展示的重要活動，過往 OpenAI 亦偏好在該活動前後發布殺手級產品，將會是確認目前 Agentic AI 能力邊界的觀察時間點。

**配對交易：具有整合優勢的平台化業者將在次產業突出。** 承凱基 2026 年 2 月報告認為具有整合能力的平台化業者(現今企業最大痛點為去除資料孤島)，享有資料重力優勢，將在該次產業中突出(vs. 非不同次產業間的偏好排序)，我們認為可做為配對交易的組合包含：1) CSP AMZN/MSFT(Long/Short)主軸：OpenAI 合作夥伴投資人偏好回升，AWS 獲得 2GW Trn3/4 採用與 Frontier 平台獨家 3P 雲服務供應商；2) 商業應用與 workflow NOW/CRM 主軸：SaaS 末日論述反轉，Workflow 較 Sales/Service 更具企業核心平台黏性；3) 資料與分析 MDB/ORCL 主軸：AI 帶動垂直整合資料庫需求，中小企業較大型傳統企業更具敏捷性；4) 資安與可觀測性 CRWD/OKTA 主軸：AI 加速資安平台化，CRWD 自 OKTA 取得更多 Agent 身分認證成長契機；5) 廣告及娛樂 ROKU/TTD 主軸：CTV 獲得更多廣告投放預算，ROKU 與 AMZN 合縱連橫；6) 電商及 O2O DASH/UBER 主軸：美伊戰爭落幕後非必需消費復甦，DASH 較 UBER 具有自動駕駛顛覆的防禦性；7) 金融科技與支付 HOOD/XYZ 主軸：金融交易模組擴張，HOOD 具結構性用戶市占率增加而非 XYZ 一次性裁員優化。

#### 投資建議

我們視近期軟體類股為短期反彈非結構性 AI 擔憂消除，看好 AI 營運效率改善及整合優勢的平台化業者更具動能(見圖 3 & 4)，而 5/19-20 GOOGL I/O 大會為確認 Agentic AI 能力邊界的重要時點。

#### 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。

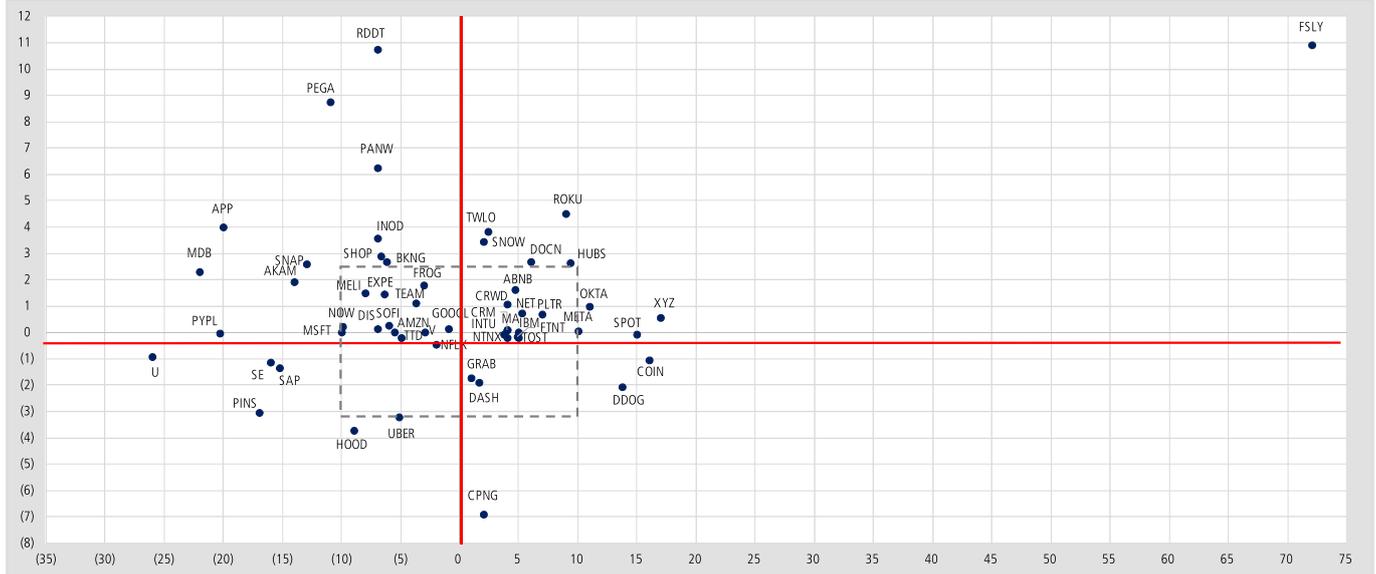
**圖 1：凱基美股軟體追蹤個股之 4Q25 財報通讀：Enterprise SW > Ads & Sub. > EC & O2O > Fintech**

公司數	1D shr return		CY26/FY27 Sales YoY + adj.OPM revision		Return vs. Revision 衝突比例 (%)	焦點
	上漲比例 (%)	平均幅度 (%)	上修比例 (%)	平均幅度 (%)		
EC & O2O	11	36	(4)	55	(0)	73 - 電商平台加碼投資壓抑利潤率，包含SE、MELI - 代理式商務加速落地，SHOP前台主權待觀察 - Tesla自駕佈局加速，UBER平台護城河待驗證
Ads & Sub.	12	25	(5)	58	1	50 - 受AI顛覆疑慮影響，包含APP, U - PINS廣告業務受關稅拖累，SNAP關鍵合作未落地 - 漲幅及上修多集中在META, SPOT, ROKU
Fintech & Payments	8	50	0	50	(1)	50 - 股價疲軟由個別因素影響，包含PYPL, HOOD, XYZ - 反應加密貨幣政策不確定性降低，包含COIN
Enterprise SW	25	60	2	80	2	36 - 資料基礎設施表現較佳，包含FSLY, OKTA, DDOG - MDB核心業務未見加速，AKAM因資本支出壓縮獲利
<b>Total</b>	<b>56</b>	<b>46</b>	<b>(1)</b>	<b>66</b>	<b>1</b>	<b>48</b>

資料來源：凱基

**圖 2：財報公告後一日股價表現 vs. CY26/FY27 Rule of x 市場共識修正狀況**

財報公告後一日股價表現，百分比(x 軸)；CY26/FY27 營收 YoY+Adj. OPM 市場共識修正幅度，百分點(y 軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 3：配對交易：具有水平整合優勢的平台化業者將在次產業突出**

Subsector	Long	Short	Topic	Narrative	Pair risk
CSP	AMZN	MSFT	OpenAI合作夥伴反彈	擴大採用AWS算力US\$100bn，其中包含2GW Trn3/4，AWS亦為Frontier platform獨家3P雲服務供應商	美伊戰爭延長傷害AMZN電商業務(高油價高物流成本)，而MSFT傳統上具有防禦性
Cybersec & Observation	CRWD	OKTA	AI加速資安平台化	AI資安防護需以平台化應對，亦帶動CRWD端點業務加速成長，反觀OKTA AI營收FY27貢獻仍小	AI-Native公司搶奪企業資安預算，CRWD較OKTA存在更高的溢價風險
Fintech & Payments	HOOD	XYZ	金融交易模組擴張	HOOD取得更多新世代用戶證券、加密貨幣等交易市佔率，XYZ大幅裁員優化營運為一次性改善(Cash App營運改善連續性較差)	CLARITY act法案無限期遞延，HOOD評價較XYZ隱含更多加密貨幣帶來take rate改善
Biz App & Workflow	NOW	CRM	SaaS末日論逆反轉	NOW較CRM更能受惠大企業IT支出回升，且Workflow黏著核心流程，在AI競爭下較前代應用具備更強防禦力	Salesforce積極擴張ITOM/ITSM業務並侵蝕NOW市占率
EC & O2O	DASH	UBER	非必需消費動能強勁	美伊戰爭落幕非必需消費降溫擔憂緩解，外送平台憑藉長期累積的規模優勢與外送員網絡，相較乘車平台更具自駕車替代護城河	非TESLA陣營自駕車隊加速發展，並以UBER作為核心聚合平台，而UBER較DASH有更廣泛的網絡效應
Data & Analytics	MDB	ORCL	AI帶動垂直整合資料庫需求	noSQL+Vector+Search垂直整合資料庫方案讓企業更快擁有AI-ready基礎設施，MDB客群為中小企業較ORCL客群為傳統企業有更敏捷的採用度，OpenAI擴大採用CSP分散ORCL中短期建置速度不如預期風險	大企業IT預算持久且穩定，ORCL較MDB享有更充沛且多元(如ERP等應用軟體)的採購支出
Ads & Entertainment	ROKU	TTD	CTV廣告獲得更多投放預算	World Cup及美國期中選舉帶動CTV廣告順風，ROKU憑CTV/OS市占優勢進入獲利收割期，反觀TTD面對巨頭自建系統之去中間化威脅且非OpenA發展廣告功能的首要合作夥伴(如同NFL經驗初期應為SSP而非DSP)	封閉體系引發疑慮將促使廣告主回流TTD獨立平台

資料來源：凱基

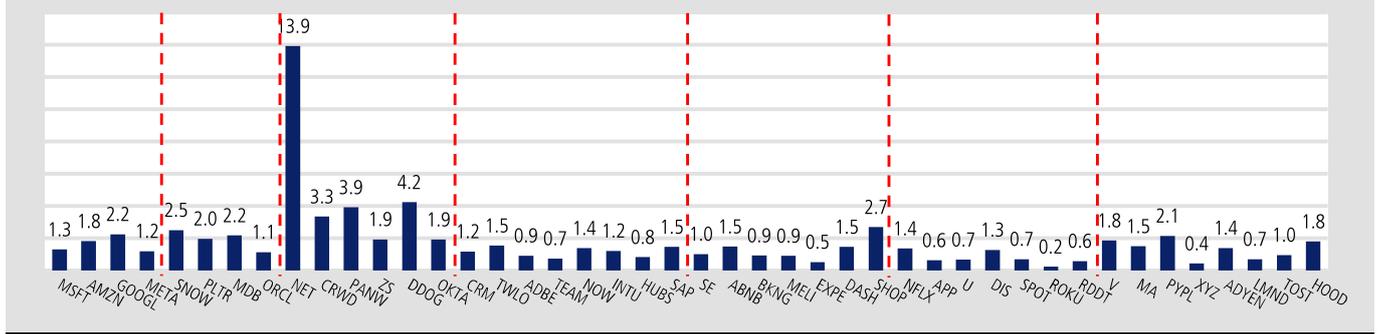
圖 4：營運效率(GP/Headcount)突出業者：AI 新產品、客戶案例及內部應用彙整

公司	子產業	新產品&GTM策略	客戶案例&發現	Customer Zero&效益
GOOGL	CSP	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI Mode(AI 回覆下方測試廣告、推出 direct offers 廣告試點)</li> <li>GCP(AI 產品線已形成 14 條年營收US\$1bn+ 的產品線)</li> <li>Gemini Enterprise (上線僅 4 個月達8mm+付費席位/2,800+ 家公司)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>GCP/Gemini API/FM(AAPL, CRM, SHOP, MBG.DE, HON)</li> <li>Gemini Enterprise(BK知識管理 &amp; 流程自動化、WEN/KR/NOV.AX客戶互動 customer interactions)</li> <li>AI-powered ads(HD/ATZ.TO/OR.PA PMax &amp; AI Max)</li> <li>建立在 Google 生成式 AI 模型上的產品，其相關營收 Q4 年增接近 40%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>內部50%code由AI生成</li> <li>財務資金管、付款與發票對賬部署Agents</li> </ul>
AMZN	CSP	<ul style="list-style-type: none"> <li>AWS Strands(讓客戶可從任何模型建立 agents)+Bedrock AgentCore(解決 enterprise agent 上 production time 的安全與擴展問題)</li> <li>AWS Frontier agents(可長時間持續執行、具 context memory、可大規模擴展的)</li> <li>Ads agent 與 creative agent 可把原本一週流程壓縮到數小時</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AWS(V, BLK, LYFT, CRM, ADDB, TRI, T, SPGI, LSEG, CHH, ACN, HSBC, CRWD, UAL, DASH ...)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>已部署或正在開發中的 AI 應用超過 1,000 個</li> <li>倉儲 &amp; 供應鏈 AI 用於更精準的預估</li> </ul>
MSFT	CSP	<ul style="list-style-type: none"> <li>以 Fabric + Foundry + Microsoft 365 data 建立 unified IQ layer, 主打 context engineering、enterprise data grounding、agentic retrieval</li> <li>推出 Agent 365, 把既有 Microsoft 365 / Azure 的治理、身分、資安、管理能力延伸到 agents, 且可跨雲部署, 定位成新的 agent control plane 類別</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Azure Foundry(ALK班機搜尋/8MM製造流程AI化...)</li> <li>M365 Copilot(PFE, ING, WBC.AX, PUB.FP...)</li> <li>Dynamics 365 agents(客服知識管理, SAND.ST銷售...)</li> <li>GitHub Copilot(SIE.DE...)</li> <li>MSFT Discovery(SNPS研發流程自動化/UL...)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>開發工作流: 以 WorkIQ + GitHub/Copilot 結合郵件、會議、文件與規格紙張, 協助規劃與執行 code changes</li> <li>知識工作流: 以 Microsoft 365 Copilot/WorkIQ 處理組織內文件、溝通與歷史知識</li> <li>治理合規: 以 Punitex 稽核大規模 Copilot 互動</li> </ul>
META	CSP	<ul style="list-style-type: none"> <li>agentic shopping tools讓用戶可在 feeds 與 business messaging 中更精準找到想買的商品</li> <li>已開始測試 Meta AI business assistant 給廣告主(campaign optimization, account support, 根據 business goals 提供個人化建議)</li> <li>Manus已有許多企業付費訂閱, 未來可整合進 ads 與 business manager</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Meta 自家平台上的 advertisers / businesses</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>已看到 per engineer output 提升 30%, Q4 agentic coding 採用大躍進</li> <li>過去需要大團隊的專案, 現在可能由一位很優秀的人就能完成, 未來半年這種 productivity growth 還會加速</li> </ul>
PLTR	Data & Analytics	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI FDE(AI 工程代理支援 SAP ECC -&gt; S/4HANA migration, 專案週期由數年縮至約兩週)</li> <li>AIP Bootcamp(短週期 PoC -&gt; production GTM 模式, 快速放大 deal size)</li> <li>Maven Edge/MAGE(AI 部署至 UAV 與邊緣設備, AI 平台延伸至戰場與實體系統)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Foundry/AIP(LEA製造與供應鏈AI平台/CJ營運與流程AI自動化)</li> <li>AIP enterprise deployments(Bootcamp後簽署US\$80.96m合約案例)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>內部97%員工每日使用 Foundry 營運與決策, 逐步替代第三方軟體</li> <li>AI FDE 自動生成解決方案並縮短大型 IT 專案週期</li> </ul>
SNOW	Data & Analytics	<ul style="list-style-type: none"> <li>推出 Cortex Code(AI coding agent, 加速 data pipeline/AI agent 開發, 4,400+ 客戶採用)</li> <li>Snowflake Postgres GA(平台內建 transaction database, 從 data analytics 延伸到 AI 應用開發)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Snowflake Intelligence/Cortex Code(URI: BI agent 支援 1,600+ 分點即時營運決策)</li> <li>Snowflake Intelligence/Document AI(TM: 企業搜尋與合約管理 AI agent)</li> <li>Snowflake platform/AI analytics(COF: 統一企業資料並推動 AI 分析)</li> <li>AI workflow platform(SNY: license management 與 invoice 管理 AI workflows)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>4Q headcount 淨增僅 37 人, AI 開始取代部分人力投入</li> <li>Services 專案完成速度提升 5x, 上線速度 +40%</li> <li>SRE 故障調查由數小時縮至分鐘</li> </ul>
RDDT	Digital ads & Entertainment	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reddit Max beta launch(AI campaign automation 平台, 優化 lower-funnel 投放與 SMB onboarding)</li> <li>Ads automation stack 結合 Ads Manager + Reddit Max 簡化 campaign setup、creative 與 optimization</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Interactive ads(PARA 使用 Reddit 互動式廣告宣傳電影)</li> <li>AI content partnership(GOOGI 與 Reddit 建立 AI product partnership, 內容作為 AI answers 來源)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>廣告 ML 最佳化: 中彈 click YoY 60%、低漏網 conversion YoY 100%</li> <li>Shopping ads ML model 帶動 advertiser ROAS 提升 75%+</li> <li>Reddit Max 測試結果 CPA -17%、conversion volume +27%</li> </ul>
APP	Digital ads & Entertainment	<ul style="list-style-type: none"> <li>電商自助平台 4Q 維持 referral-only 測試, GA 預計 1H26</li> <li>Generative AI creative tools 已為 100+ 客戶生成 interactive page, 後續推出 AI video generation</li> <li>Prospecting campaign(AI 模型優化新客獲取)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>MAX bidding ecosystem(META, GOOGL 需求方於 MAX auction 競價)</li> <li>AI-powered mobile ads(兼具名電商客戶透過 APP 平台投放, 全年營收 YoY 300%)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AXON2 reinforcement learning 模型持續自我優化, 帶動 ROAS 與 conversion rate</li> <li>生成式 AI 素材工具降低廣告素材成本</li> <li>自家 marketing 測試顯示 advertiser acquisition 約 30-day LTV=CAC</li> </ul>
PANW	Cybersecurity & Observation	<ul style="list-style-type: none"> <li>Prisma AIRS(AI security 平台, 涵蓋 model scanning/red teaming/runtime/agent security, 本季客戶 &gt; 100、QoQ &gt; 3x)</li> <li>AgentX(XSIAM)內建 AI agents, 自動化安全事件修復, 可露 cloud console/identity/firewall 操作)</li> <li>Chronosphere+CyberArk 補齊 AI-native observability 與 identity security)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SASE+XSIAM(一家 Global auto manufacturer 安全架構現代化與 SOC 轉型/一家 Global technology supplier 全球 SOC modernization 與員工安全接入)</li> <li>XSIAM(一家 Leading IT services company 擴大 SecOps automation 與 SOC 平台化)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>內部已部署 Koi agentic endpoint security 以管理 AI coding/agent 工具帶來的新型端點風險</li> <li>AI security data flywheel: 平台每日觸發 &gt; 300 億次攻擊、處理 15PB telemetry 訓練 AI 模型</li> </ul>
CRWD	Cybersecurity & Observation	<ul style="list-style-type: none"> <li>SGNL AI(零權限存取 zero-standing privilege 身份安全)+Seraphic(AI browser security)收購整合至 Falcon 平台</li> <li>Hyperscaler marketplace GTM(AWS Marketplace 交易額近 US\$1.5bn、並上架 Microsoft Marketplace)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Next-Gen SIEM+Charlotte AI(cloud software provider 部署, agentic SOC 提升 incident response 速度 3x)</li> <li>ITDR/PAM(大型 department store 採用 Next-Gen Identity)</li> <li>Falcon Next-Gen SIEM(Fortune 500 零售商替換 legacy SIEM)</li> <li>Falcon Flex(大型 enterprise software company 從 Threat Intelligence 單一 module 擴展到 25 modules)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SOC 工作流: Charlotte AI+Security Agents 自動化 SOC 調查與回應</li> <li>AI 應用治理: AI DR 監控企業端點 AI 工具使用 1,800+ AI applications</li> <li>資料飛輪: Falcon telemetry+threat intelligence 持續回饋 AI 模型</li> </ul>
TWLO	Biz Apps & Workflow	<ul style="list-style-type: none"> <li>Conversation Relay 串接即時語音與 LLM 回應, 協助企業快速部署語音 AI agent</li> <li>Conversational Intelligence 提供通話轉錄、摘要與洞察擷取, 將語音互動轉化為可分析的 AI 資料資產</li> <li>GTM 策略是以 Voice AI 用例帶動多產品 cross-sell, 強化平台化變現能力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>DentalPro   Conversation Relay 建立 AI 客服 agent, 處理預約確認與客服流程</li> <li>PolyAI - Sierra - Elise AI - GenSpark 等 AI CX 公司採用 voice infrastructure 建置 AI agents</li> <li>AI 產品帶動 Q4 self-sense 營收年增 28%、ISV 營收年增 26%、Voice AI 營收年增 60%+</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司以 AI 強化開發者導入與自助式銷售流程, 協助客戶快速完成 API 建置與整合</li> <li>內部利用 AI 分析客戶使用數據並推薦產品組合, 推動多產品採用與客戶擴張</li> </ul>
NET	Biz Apps & Workflow	<ul style="list-style-type: none"> <li>Workers AI 讓企業可直接在 NET 平台上執行模型推論, AI Gateway 用來多模型 API 的管理、監控與成本控管</li> <li>AI Crawl Control 協助出版商管理 AI 抓取流量、保護內容並支援未來發現</li> <li>GTM 策略先以開發者工具作為 AI 切入點, 再透過企業銷售推進大型客戶採用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Q4 兩家領先 AI 公司分別簽下 2 年 US\$85mn 與 1 年 US\$5.4mn 合約, 前者以 NET 為單一基礎設施供應商, 後者採用 Workers 與應用服務</li> <li>一家美國媒體公司簽下 3 年 US\$3.1mn 合約, 採用 AI Crawl Control、應用服務與 Workers</li> <li>一家 Fortune 500 製藥公司以 Workers AI 建置內部程式開發平台</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>多數 vibe coding 平台建置於 Workers 或以其為優先部署目標</li> <li>1M26 AI agents 請求量翻倍, 並同步提升 Workers、AI Gateway 與 Zero Trust 採用</li> </ul>
SHOP	EC & O2O	<ul style="list-style-type: none"> <li>Agentic Storefronts 讓商家可一鍵把商品分發到 Google AI Mode、Gemini、ChatGPT、Microsoft Copilot</li> <li>Agentic plan 讓非 Shopify 商家也能接入 AI 平台銷售</li> <li>持續強化 Sidekick、Sidekick Pulse、SimGym 與 AI 店面編輯工具, 讓 AI 從導流延伸到商家日常營運</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Agentic Commerce 已有實際品牌透過 Agentic Storefronts 導入, 如: Vuori、Glossier、Steve Madden、SPANX、Stanley</li> <li>AI surface 上的交易與官網相同, LLM 不會繞過 Shopify checkout, 後端訂單處理與付款仍落在 Shopify 基礎設施上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI 已開始實質提升內部效率與成本結構, FY25 營業費用率下降 3pts</li> <li>新版 Sidekick 上線 3 週即產生近 4k 個客製化應用、29k 個自動化流程</li> </ul>
UBER	EC & O2O	<ul style="list-style-type: none"> <li>以 Uber 的 3P 平台作為 AV 商業化入口, 平台上的 AV 單車日均趨次較獨立 1P 平台高 30%</li> <li>與 NVIDIA 建立真實世界資料蒐集工廠, 並結合模擬能力縮短 AV 上路時間</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>已與 Waymo、NVIDIA、Waabi、Auride、Nuro、Lucid 等合作, 預計今年底前拓展至 15 個城市</li> <li>AI 發現主軸仍是 AV 平台化, 雖初期毛利率低於成熟產品, 但規模化後毛利率將逐步改善</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI 用於外送客戶拓展與銷售流程, 提升銷售效率並加速客戶擴張</li> <li>AI 用於供給調度與自駕訓練, 透過資料與模擬提升系統效率並縮短 AV 上路時間</li> </ul>
HOOD	Fintech	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cortex Assistant 目標成為用戶金融需求的最佳 AI 助理</li> <li>Cortex for Legend 面向專業交易者, 管理層將其定位為交易版 Cursor</li> <li>GTM 重點不是單一 AI 工具收費, 而是把 AI 嵌入交易主介面、搜尋、通知與跨資產連結, 提升發現、互動與留存</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>變現目前偏間接, AI 將提供交易與顧問領域更好的產品體驗, 進而支撐市佔、資產成長與交叉銷售</li> <li>AI 產品定位清楚、場景貼近核心用戶, 尚未揭露實際付費客戶數、採用率或 AI 相關營收貢獻</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>客服端已有 75%+ 案件由 AI 解決, 且部分涵蓋需持牌專業人員處理的複雜案件</li> <li>開發端已延伸至程式碼、審查、部署與測試, 佔 FY25 帶來九位數成本節省與效率提升</li> </ul>
XYZ	Fintech	<ul style="list-style-type: none"> <li>Moneybot(Cash App 端 AI 助理), 目標是把轉帳、理財與服務入口變更為即時、個人化</li> <li>Square AI(面向高戶端的 AI 工具), Managerbot 則進一步朝高戶營運助理發展</li> <li>GTM 核心是把 AI 直接嵌入高戶與消費者的使用流程</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI 變現以資料服務產品化為主, Cash App 信用卡分數未來將銷售給第三方金融機構, 投資人日後已看到明確合作需求</li> <li>Square AI 與後續高戶營運助理則偏向透過提升軟體附加率與高戶滲透率變現, 強化軟體收入與留存</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>已把 AI 當成內部營運底層, 因此將公司人力由 10k+ 人縮減至 6k 人</li> <li>透過 agentic coding 工具, 每位工程師上線的程式碼量已提升 40%+</li> </ul>

資料來源: 凱基

圖 5：美國軟體類股 PEG 概況

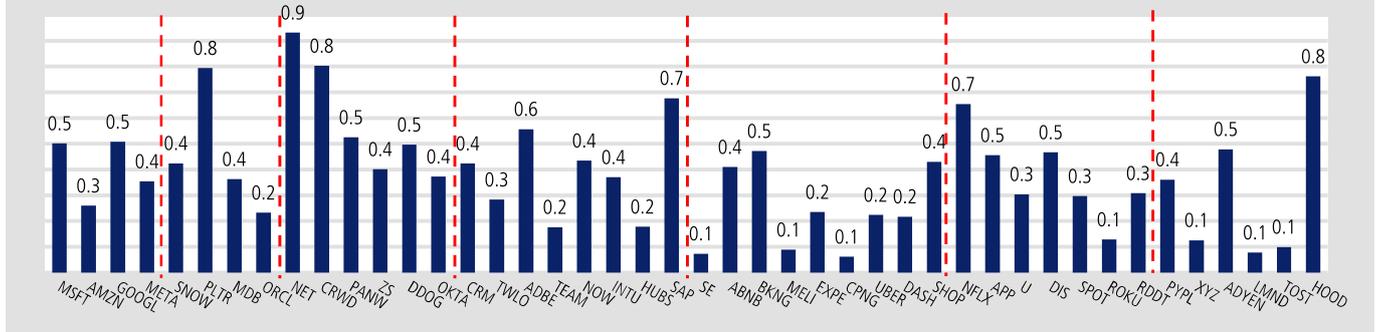
PEG (CY26 PE/CY 25-27F EPS CAGR), 倍數



資料來源：Refinitiv；凱基

圖 6：美國軟體類股 EV/Sales G 概況

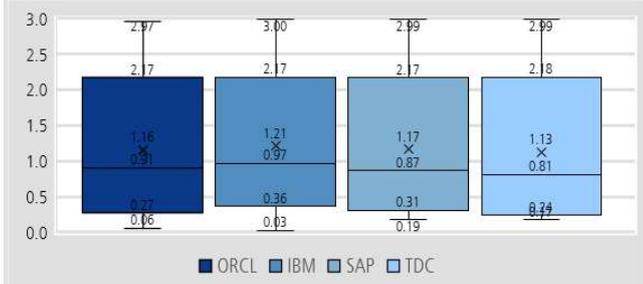
EV/Sales G (CY26 EV/Sales/CY 25-27F Sales CAGR), 倍數



資料來源：Refinitiv；凱基

圖 7：PEG 0.3-0.8x 為歷史合理低緣

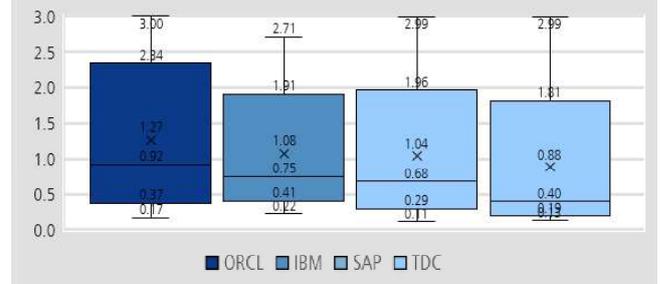
fwd-12M PEG, 倍數



資料來源：Bloomberg；凱基  
備註：排除極端情況

圖 8：EV/Sales G 0.2-0.7x 為歷史合理低緣

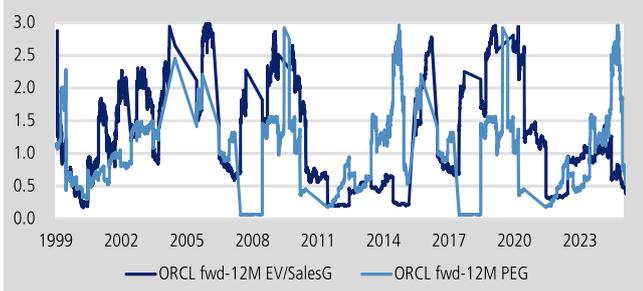
fwd-12M EV/SalesG, 倍數



資料來源：Bloomberg；凱基  
備註：排除極端情況

圖 9：ORCL PEG 歷史合理低緣落在 0.3-0.9x

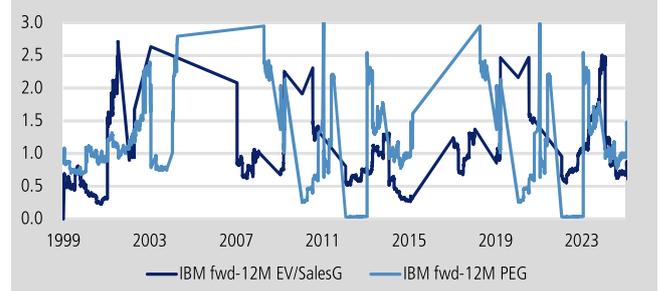
fwd-12M EV/SalesG & PEG, 倍數



資料來源：Bloomberg；凱基  
備註：排除極端情況

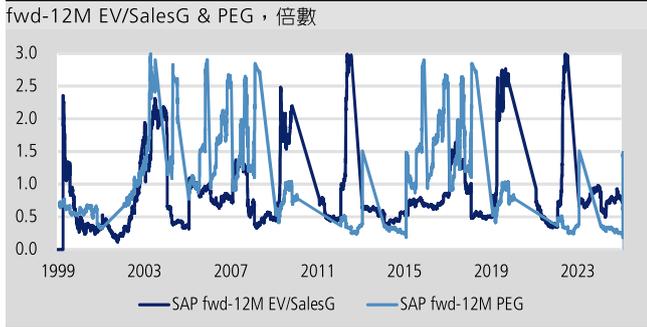
圖 10：IBM PEG 歷史合理低緣落在 0.4-1x

fwd-12M EV/SalesG & PEG, 倍數



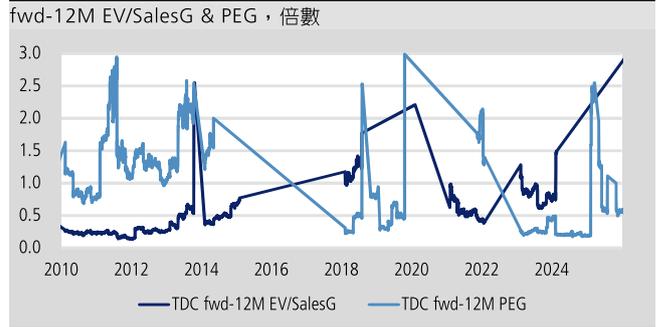
資料來源：Bloomberg；凱基  
備註：排除極端情況

圖 11: SAP PEG 歷史合理低緣落在 0.3-0.9x



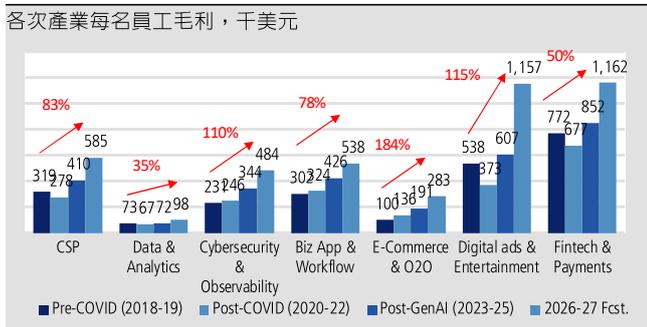
資料來源: Bloomberg ; 凱基  
備註: 排除極端情況

圖 12: TDC PEG 歷史合理低緣落在 0.2-0.8x



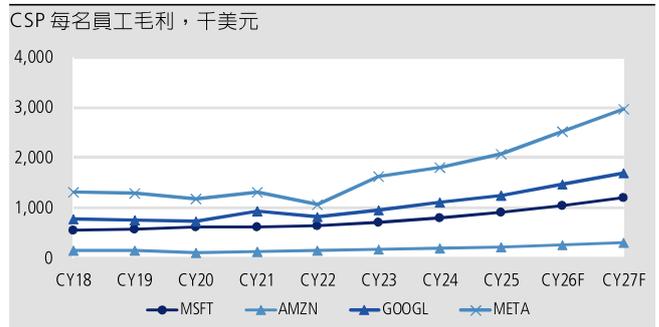
資料來源: Bloomberg ; 凱基  
備註: 排除極端情況

圖 13: EC & O2O 產業每名員工毛利成長 184%為最多



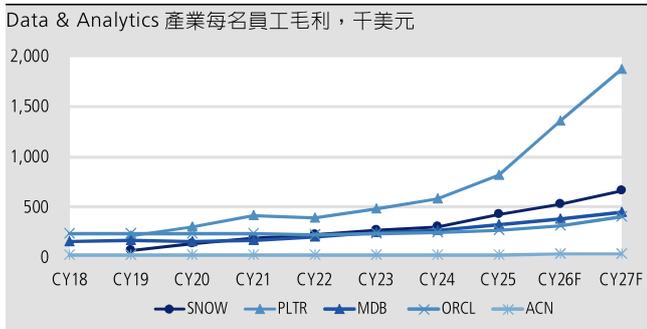
資料來源: Refinitiv ; 凱基  
備註: 2026-27F 若無市場預估共識則假定員工人數與 2025 持平

圖 14: 未來兩年 META 每名員工毛利增速為 CSP 中最高



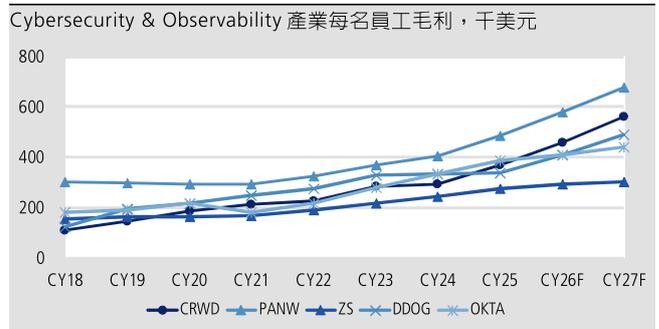
資料來源: Refinitiv ; 凱基  
備註: 2026-27F 若無市場預估共識則假定員工人數與 2025 持平

圖 15: PLTR/SNOW 每名員工毛利顯著領先同業且持續擴大



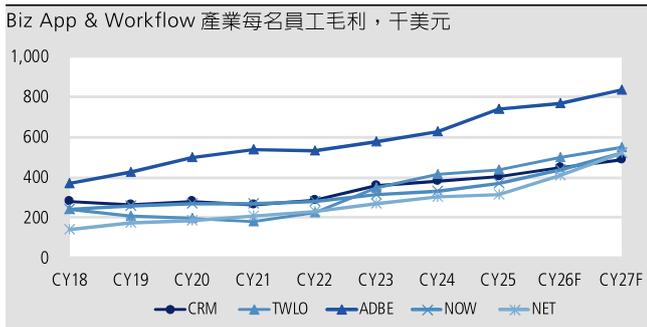
資料來源: Refinitiv ; 凱基  
備註: 2026-27F 若無市場預估共識則假定員工人數與 2025 持平

圖 16: 未來兩年 PANW/CRWD 每名員工毛利增速領先同業



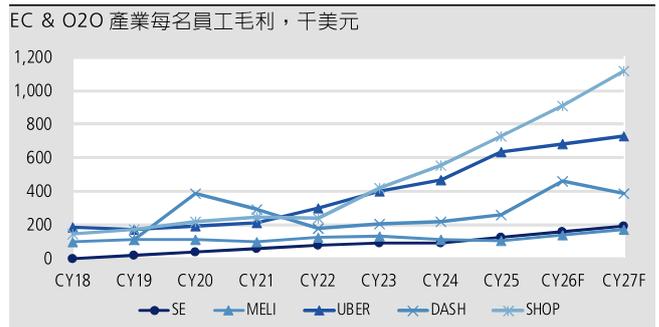
資料來源: Refinitiv ; 凱基  
備註: 2026-27F 若無市場預估共識則假定員工人數與 2025 持平

圖 17: 未來兩年 NET/NOW 每名員工毛利增速領先同業

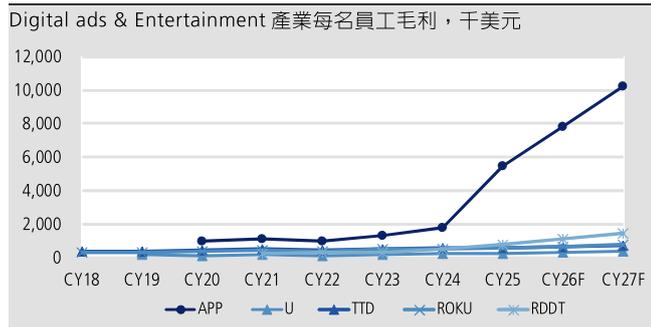


資料來源: Refinitiv ; 凱基  
備註: 2026-27F 若無市場預估共識則假定員工人數與 2025 持平

圖 18: 未來兩年 SHOP 每名員工毛利增速領先同業

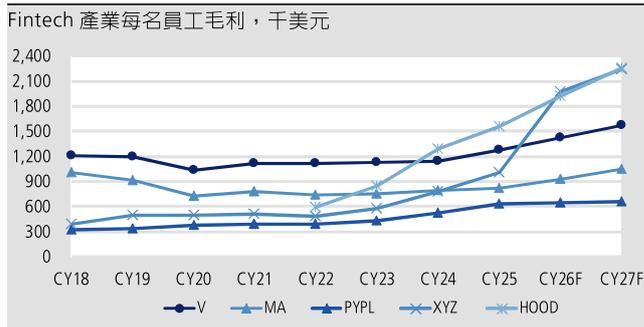


資料來源: Refinitiv ; 凱基  
備註: 2026-27F 若無市場預估共識則假定員工人數與 2025 持平

**圖 19: 未來兩年 APP/RDDT 每名員工毛利增速領先同業**


資料來源: Refinitiv : 凱基

備註: 2026-27F 若無市場預估共識則假定員工人數與 2025 持平

**圖 20: 未來兩年 XYZ/HOOD 每名員工毛利增速領先同業**


資料來源: Refinitiv : 凱基

備註: 2026-27F 若無市場預估共識則假定員工人數與 2025 持平

**圖 21 : 電商及 O2O 財報通讀 : 需求穩健但股價表現仍由利潤率主導**

Company ticker	1D Shr return (Closed)	CY26/FY27 Sales + adj.OPM revision	4Q25 results	Q's/FY Guidance	Specific issues
AMZN	(6)	0.0	inline - 營收/OPM inline	Mixed - 營收inline/OPM miss 1.8ppts	1. 1Q26 營收財測僅符合市場預期, 考量匯率順風則相對黯淡 2. 2026 Capex 財測 US\$200bn 遠高於市場預期
UBER	(5)	0.1	inline - 營收/adj.EBITDA 利潤率 inline	inline - 1Q26 adj.EBITDA inline/GB beat 3%	1. Gross Bookings ccYoY 22% 較上季加速 1ppts 但僅符合預期 2. 自駕布局面臨 TSLA 加速擴張之風險
DASH	2	(1.7)	inline - 營收/adj.EBITDA 利潤率 inline	mixed - 1Q26 adj.EBITDA miss 9%/GOV inline	1. 預期 Retail & Grocery 毛利及國際單位經濟在 2H26 轉正 2. Deliveroo 調整後成長表現優於預期, 且貢獻 EBITDA 超過 US\$45mn
GRAB	1	(1.2)	mixed - 營收 miss 4%/adj.EBITDA 利潤率 inline	inline - FY26 營收/adj.EBITDA 利潤率 inline	1. 集團/外送/乘車 GMV 皆大致符合預期 2. 上調 FY25-28 營收 CAGR 至 20%
SE	(16)	2.6	mixed - 營收 beat 6%/adj.EBITDA 利潤率 miss 2ppts	beat - FY26 GMV beat 7%	1. 電商 EBITDA 利潤率低於預期 0.5ppts, 係因加碼投資物流、VIP 與內容生態等壓抑利潤率 2. FY26 店商調整後 EBITDA 財測不低於 FY25 (US\$881mn), 隱含低緣較市場預期低 35%
SHOP	(7)	0.5	inline - 營收 beat 5%/OPM inline	inline - 1Q26 營收 beat 7%/OPM inline	1. GMV YoY 較上季減速 1ppts 但仍大致符合預期 2. 軟體股/AI 市場負面敘事拖累
MELI	(8)	2.2	mixed - 營收 beat 4%/EPS miss 5%	N/A	1. 獲利率低於預期且阿根廷持續受物流成本壓抑利潤率 2. 短期利潤持續受免運門檻下調、信用卡擴張投資及 1P/CBT/小國規模化投入影響
BKNG	(6)	2.3	inline - 營收 beat 4%/adj.EBITDA 利潤率 inline	mixed - 1Q26 營收 inline/adj.EBITDA 利潤率 miss 3ppts	1. 1Q26 訂房數低於預期 3% 2. FY26 加大再投資佔對 EBITDA 將造成 US\$300mn 負面影響
EXPE	(6)	2.3	beat - 營收 beat 4%/adj.EBITDA 利潤率 beat 2ppts	beat - 1Q26 營收 beat 4%/adj.EBITDA 利潤率 beat 3ppts	1. 預計 FY26 adj.EBITDA 利潤率將受基期及再投資影響而較 FY25 放緩
ABNB	5	1.4	inline - 營收/adj.EBITDA 利潤率 inline	beat - 1Q26 營收 beat 3%	1. 4Q25 總訂房價值及訂房夜數分別較上季加速 2/1ppts, 為近兩年成長最多的季度 2. 1Q26 總訂房價值財測則優於預期 3%
CPNG	2	(5.3)	miss - 營收/adj.EBITDA 利潤率 miss 4%/3ppts	N/A	1. 資安事件下影響營收及 adj.EBITDA 利潤率低於預期, 惟管理層預期未來數月成長與獲利將溫和且負面影響將逐步消退

資料來源: 凱基

備註: 個股財報細節評論請參閱美股領航日報

圖 22：數位廣告及訂閱服務財報通讀：亮點轉向 META 與 ROKU 等高成長標的

Company ticker	1D Shr return (Closed)	CY26/FY27 Sales + adj.OPM revision	4Q25 results	Q's/FY Guidance	Specific issues
GOOGL	(1)	0.1	Mixed - 營收 beat 2% , OPM miss 1.8ppts	N/A	1. Ads優於預期；GCP > AWS > Azure相對突出 2. 2026 Capex財測US\$180bn年增97%遠高於市場預期54%
META	10	0.1	Beat - 營收/OPM beat 3%/0.7ppts	Beat - 1Q26 營收 beat 7%	1. 1Q26 營收加速成長，大幅優於預期 2. 2026 Capex財測已於3Q25財報公佈，股價已事先消化
RDDT	(7)	10.8	Beat - 營收/EBITDA beat 9/31%	Beat - 1Q26 營收 beat 4%	1.4Q25營收優於預期且1Q26財測續優 2.國際擴展，ML與自動化工具(Reddit Max, DPA)放量
PINS	(17)	(3.0)	Miss - 營收/EBITDA miss 1%/2%	Miss - 1Q26 營收/EBITDA miss 2/14%	1.北美大型零售商受關稅與毛利壓縮影響削減投放 2.1Q26 受新增關稅對居家用品的衝擊，市場不確定性依存
SNAP	(13)	2.6	Inline - 營收 inline/EBITDA beat 20%	Inline - 1Q26 營收/EBITDA inline	1. 與 Perplexity 合作未就廣泛推出的路徑達成共識 2. 宣布US\$500m的新股票回購計劃
NFLX	(2)	(0.4)	Beat - 營收/EBITDA beat 1/5%	Miss - 1Q26 營收/OPI miss 1/6%	1.市場關注其對 Warner Bros Discovery 提出的收購案(已宣布放棄) 2.AI與互動廣告推動多元內容變現與營收成長
SPOT	15	(0.1)	Inline - 營收 inline/OPM beat 1.4ppts	Mixed - 1Q26 營收 miss 2%/OPI beat 0.6ppts	1.4Q25/1Q26 MAU財測優於預期3/1% 2.定價策略與AI驅動產品互動提升平台價值
DIS	(7)	0.2	Beat - 營收 beat 1%/EBIT inline	N/A	1.DTC業務強勁成長 2.多項一次性成本導致F2Q26財測疲弱，全年獲利指引仍維持
ROKU	9	4.5	Beat - 營收/EBITDA beat 3/16%	Beat - 1Q26 營收/EBITDA beat 3/35%	1. 第三方 DSP(Amazon DSP)整合進入初步放量階段 2. 廣告端透過 AI 強化 performance 能力，支撐 SMB 市場開放(Ads Manager)
TTD	(5)	(0.2)	Inline - 營收 inline/EBITDA beat 6%	Miss - 1Q26 營收/EBITDA miss 2/12%	1.部分零售與消費電子品牌預算因總經不確定性與年度規劃周期調整而延後 2.市場對TTD與AMZN DSP長期競爭勝率較為悲觀
APP	(20)	4.0	Beat - 營收/EBITDA beat 3/5%	Beat - 1Q26 營收/EBITDA beat 4/6%	1.AI競爭加劇(包括CloudX推出AI廣告產品、Google Project Genie)及監管疑慮仍存 2.4Q自助平台仍為referral-only，GA預計1H26
U	(26)	(0.9)	Beat - 營收/EBITDA beat 2/6%	Miss - 1Q26 營收/EBITDA miss 2%/5%	1.1Q26 營收財測低於市場共識 2% 2.Vector 佔 gross revenue 比重升至56%(兩季前為 49%)，管理層預期 run-rate 將超過 US\$1bn

資料來源：凱基

備註：個股財報細節評論請參閱美股領航日報

圖 23 : Fintech 財報通讀 : 監管與加密貨幣市場熱度為關鍵

Company ticker	1D Shr return (Closed)	CY26/FY27 Sales + adj. OPM revision	4Q25 results	Q's/FY Guidance	Specific issues
V	(3)	0.0	Inline - 營收/Adj. EPS inline	F2Q26 - 營收 YoY 11-13%, Adj. EPS YoY 13-14%	1. 本季較無正向財報/財測驚喜 2. F2Q26營業費用YoY14-16%較市場預期的13%高
MA	4	0.1	Inline - 營收inline/Adj. EPS beat12%	1Q26 - 營收 YoY 10-13%	1. 主要係反映4Q25 EPS優於預期12%及Capital One合作關係延續
PYPL	(20)	(0.0)	miss - 營收inline/Adj. EPS miss 4%	miss - 1Q26 adj.EPS miss 13%	1. 4Q25財報不如預期 2. FY26 adj.EPS低於預期10%
SOFI	(6)	0.3	Beat - 營收/adj. EPS beat 4%/18%	inline - 1Q26營收/adj.EPS inline	1. 1Q26 adj.EBITD低於預期12% 2. 川普提名新任FED主席後市場對未來貨幣政策不確定性上升
HOOD	(9)	(3.7)	mixed - 營收miss 5%/adj. EPS beat 3%	N/A	1. 4Q25營收受加密貨幣/利息業務低於預期11%/13%拖累 2. 4Q25 ARPU低於預期5%
COIN	16	(1.1)	miss - 營收/adj. EPS miss 3%/23%	miss - 1Q26預估訂閱及服務營收 miss 22%	1. 4Q25表現雖不如預期，但3Q25財報後已下跌58%大致反映加密貨幣市場疲軟 2. 管理層對CLARITY Act在未來數月可能通過高度樂觀
XYZ	17	0.6	mixed - 營收inline/adj. EPS miss 2%	beat - 1Q26 GP/OPI beat 3%/4%	1. 管理層宣布裁員40% 2. 4Q25 Cash App GP優於預期7%
TOST	5	(0.2)	inline - 營收inline/adj. EBITDA beat 7%	inline - 1Q26訂閱服務與金融科技 GP/adj.EBITDA inline	1. 反應管理層對AI應用有更多著墨

資料來源：凱基

備註：個股財報細節評論請參閱美股領航日報

圖 24：應用軟體財報通讀：AI 競爭威脅仍是市場關注焦點

Company ticker	1D Shr return (Closed)	CY26/FY27 Sales + adj.OPM revision	4Q25 results	Q's/FY Guidance	Specific issues
MSFT	(10)	(0.0)	inline - 營收 inline/EPS beat 38%	Inline - 營收/OPM inline	1. Azure成長率持平，算力資源挪移至1P Copilot 2. M365 Copilot滲透率目前僅3%低於預期
HUBS	9	(0.1)	inline - 營收/OPM inline	inline - 1Q26營收beat 3%/OPM inline	1.RPO YoY加速10ppts優於預期15%，Billings優於預期8% 2.Prospecting Agent客戶數超過10k季增57%，Data Agent客戶數2.5k+，顯示Agent採用正快速擴張
TWLO	2	4.2	beat - 營收/EPS beat 4%/8%	inline - 1Q26營收beat 4%/OPM inline	1.4Q25毛利率低於預期0.5ppts，係電信商費用與Messaging占比上升影響 2.1Q26及FY26 OPM財測較保守僅大致符合預期
TEAM	(4)	0.0	beat - 營收/OPM beat 3%/3ppts	inline - F3Q26營收beat 3%/OPM inline	1.雲端營收僅大致符合預期 2.FY26財測未大幅上修，市場對 AI coding工具是否會侵蝕其需求有疑慮
CRM	4	(0.3)	inline - 營收inline/EPS beat 25%	beat - F1Q27營收inline/EPS beat 3%	1. cRPO ccYoY僅大致符合預期/財測，排除INFA貢獻後Platform & Other營收低於預期3% 2.Agentforce & Data 360 ARR年增222%、季增107%
SAP	(15)	(0.0)	inline - 營收/OPM inline	inline - FY26雲端營收/OPI inline	1.CCB固定匯率年增25%低於市場及上季管理層預期
NOW	(10)	(0.0)	inline - 營收/OPM inline	inline - 1Q26訂閱營收/OPM inline	1. cRPO ccYoY較上季放緩0.5ppts，且扣除Movework貢獻後僅大致符合預期 2. FY26訂閱營收 ccYoY 財測中位數19.5%，市場認為<20%有放緩疑慮
PEGA	(11)	(0.3)	inline - 營收inline/EPS beat 3%	beat - FY26營收/EPS beat 8%/23%	1.Total ACV ccYoY 與上季持平，未見加速成長 2.管理層釋出1H26成長將趨緩的展望
INTU	4	(0.1)	inline - 營收inline/EPS beat 13%	mixed - F3Q26營收inline/EPS miss 4%	1. F3Q26財測較保守 2.說明與Anthropic/OpenAI合作細節及INTU AI能力降低投資人疑慮
FROG	(3)	1.8	beat - 營收/OPM beat 5%/2ppts	inline - 1Q26營收beat 3%/OPM inline	1.雲端營收YoY 42%較上季成長放緩8ppts

資料來源：凱基

備註：個股財報細節評論請參閱美股領航日報

圖 25：基礎設施軟體財報通讀：AI 應用落地加速

Company ticker	1D Shr return (Closed)	CY26/FY27 Sales + adj.OPM revision	4Q25 results	Q's/FY Guidance	Specific issues
PLTR	7	0.7	Mixed - 營收beat 5%/OPM miss 12ppts	Beat - 1Q26 營收/OPM beat 15%/25.8ppts	1.美國政府部門/美國商業部門營收優於預期9/6% 2.2026 營收指引優於預期 15%，成長重心高度集中於美國市場
AKAM	(14)	1.9	Inline - 營收/OPM皆符合預期	Miss - 1Q26營收inline, OPM miss 2.5ppts	1.資本支出大幅提升壓縮短期獲利能力 2.AI Inference Cloud與Cloud Infrastructure Services加速成長
CRWD	4	1.1	Inline - 營收/OPM皆符合預期	Inline - F1Q27營收/OPM皆符合預期	1.FY27財測大致符合預期，缺乏上修催化 2.AI資安需求+Falcon平台化帶動ARR擴張
PANW	(7)	6.3	Inline - 營收符合預期，OPM優於預期 1ppts	Beat - F3Q26營收beat 13%	1.服務營收miss以及全年獲利率因併購下修 2.平台化資安以及AI驅動Next-GenSecurity需求
OKTA	11	1.0	Inline - 營收符合預期，OPM優於預期 1ppts	Miss - F1Q27營收符合預期，OP低於預期6%	1.F1Q27 cRPO財測優於預期顯示需求回升 2.AI Agent安全與Identity平台滲透提升
FSLY	72	10.9	Beat - 營收/EBITDA優於預期7/53%	Beat - 1Q26營收優於預期7%	1.營收指引大幅優於預期顯示成長拐點 2.AI流量與Security產品帶動Edge平台需求
DDOG	14	(2.0)	Beat - 營收/OPM優於預期4%/1.8ppts	Miss - FY26營收/OP低於預期1/10%	1.核心業務成長>20%消除市場對OpenAI依賴疑慮 2.雲端遷移+AI應用帶動Observability需求
FTNT	5	(0.2)	Beat - 營收/OPM優於預期3%/2.3ppts	Miss - 1Q26營收inline, OPM miss 2ppts	1.產品營收連續加速與記憶體成本壓力可控 2.Unified SASE高速成長帶動平台化擴張
NET	5	0.7	Beat - 營收beat 4%	Miss - 1Q26營收inline, OP miss 13%	1.4Q25營收優於預期且AI合作題材提升市場信心 2.AI應用與Vibe-Coding帶動平台需求
INOD	(7)	3.6	Beat - 營收/EBITDA 優於預期4/9%	Beat - FY26 營收優於預期 9%	1.2026 年營收 YoY 35%+ 成長指引高於市場原先預期的mid-20% 2.生成式AI與Agent評估平台帶動客戶與場景擴張
SNOW	2	3.7	Beat - 營收/OPM beat 2%/3.5ppts	Mixed - F1Q27 營收beat 1%/OPM miss 0.7ppts	1.產品營收beat幅度仍低於投資人預期及過去一年平均的4% 2.AI 已開始貢獻增量需求
MDB	(22)	2.3	Beat - 營收/OPM優於預期4%/1.6ppts	Miss - FY27 營收低於預期1%	1.在營收成長速度持續放緩下仍未見重新加速成長 2.AI-Native 複雜性將推升OLTP平台需求
NTNX	4.0	(0.2)	Beat - 營收/OPM beat 2%/1ppts	Miss - 1Q26 營收/OPM miss 2%/150ppts	1.bookings 穩健與訂閱模式帶來營運槓桿改善 2.VMware/Broadcom 遷移趨勢延續，Hybrid Multicloud 與 Sovereign Cloud 仍為中長期成長動能
IBM	5	0.0	Beat - 營收/OPM beat 2%/1ppts	N/A	1.軟體營收年增與GenAI累計商機強勁 2.軟體 ARR 雙位數增長與生產力節流效益上調
DOCN	6.0	2.7	Beat - 營收/OPM beat 2%/5ppts	Inline - 4Q26 營收/OPM Inline	1.營收與ARR持續加速並上修2026年成長指引 2. AI客戶放量與高合約能見度支撐中期成長

資料來源：凱基

備註：個股財報細節評論請參閱美股訊航日報

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。