

軟體產業：CSP 財報通讀

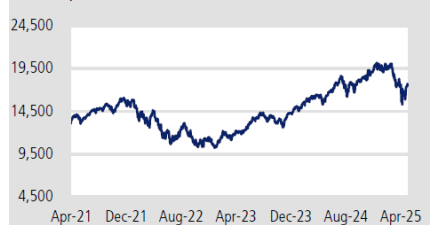
關稅短期衝擊尚不顯著，AI 持續供不應求

焦點內容

1. 雲服務：AI 與 non-AI 需求皆強勁，算力持續供不應求。
2. 數位廣告：中系電商預算收縮影響可控。
3. 電商：關稅對短期商品消費影響尚不顯著，BTS/Prime Day 仍有旺季不旺風險。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Amazon	AMZN US	83	90	80	79
Alphabet	GOOGL US	80	77	84	78
Meta	META US	62	48	59	69
Microsoft	MSFT US	91	78	94	92

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

軟體龍頭 Amazon(美；AMZN)、Microsoft(美；MSFT)、Meta(美；META) 及 Alphabet(美；GOOGL)公佈 C1Q25 財報，大致符合前瞻報告描述，但 Azure 表現較我們預期表現優異。凱基變更 META 及 GOOGL 研究員。

評論及分析

雲服務：AI 與 non-AI 需求皆強勁，算力持續供不應求。財報通讀：Azure(年增加速 4ppts; 大幅優於共識) > Google Cloud(年增減速 2ppts; 大致符合共識) = AWS(年增減速 2ppts; 大致符合共識)。焦點：(1)AI 需求強勁算力持續供不應求：AWS/GCP/Azure 皆提及 AI 需求強勁，其中 Azure AI Service 3Q FY25 佔比達 16ppts 較上季/上上季 13/12ppts 加速成長，管理層表示受惠新 GPU 自接收到上架時間縮短 20%且 AI 效能提升 30%，但需求成長速度仍快於供給，預期 2025/6 月後仍有供不應求問題(較之前延長)；(2)non-AI 復甦未如 CIO 意向調查顯示的悲觀：AWS 及 Azure 皆提及 non-AI 業務亦觀察到客戶重啟或加速雲端遷移(使用 AI 的第一步)，未顯著反應 IT 支出意向因關稅不確定性調查結果顯示悲觀；(3)利潤率亮眼，MSFT IC/AWS/Google Cloud 利潤率優於預期 0.2/1.8/2.0ppts，係由於稼動率優化且 AI 服務利潤率較高，緩解投資人對於資本支出擴張的 ROIC 擔憂。

數位廣告：中系電商預算收縮影響可控。整體廣告需求依然穩健：(a) 品牌廣告為主的平台(如 YouTube/YT、Google Networks)表現混和，YT 大致符合共識，Networks 則優於預期 1%；(b) 搜尋型 DR 廣告，Google Search 廣告營收年增 10%，持續受惠零售、金融等垂直領域廣告投放強勁優於預期 1%，Microsoft C1Q25/2Q25 搜尋廣告營收及財測年增 23/18%優於預期 15/10ppts 表現強勁，Amazon 年增 18%優於預期 1ppts；(c) 展示型 DR 廣告，Meta 1Q25 營收優於預期 2%由 eCPM 優於預期 5ppts 帶動，管理層表示亞洲電商(Temu/Shein)在美國廣告支出縮減但有轉移至其他市場，截至 4 月整體廣告市場仍屬健康。

電商：關稅對短期商品消費影響尚不顯著，BTS/Prime Day 仍有旺季不旺風險。Amazon 1Q/2Q25 營收及營收財測大致符合市場預期，管理層指出關稅目前尚未造成需求減少，甚至部分品項有囤貨潮，四月銷售和廣告成績優異，售價方面也還沒有顯著漲價，係因 1P & 3P 商家都有部分提前備貨，同時強調 1Q25 日常必需品銷售成長率為其他業務 2 倍，約有 1/3 的出售商品為日常必需品，淡化平台受總經影響的波動性且持續提供高性價比商品。

投資建議

考量關稅影響尚不顯著，我們對 CSP 偏好排序維持 2025 年度展望觀點：Microsoft(防禦性+Cloud/Capex 策略轉向) > Amazon(性價比優勢+評價吸引力) > Meta(中性看待 Meta AI+評價相對偏高) > Alphabet(AI Search 競爭+監管擔憂)。CSP 台股供應鏈見圖 7-10。

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：凱基財測暨目標調整

	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
Amazon													
Revenue (US \$mn)	695,431	755,978	(1)	(2)									
Gross profit (US\$mn)	338,334	375,044	(5)	(6)									
Operating profit (US\$mn)	78,732	94,129	(3)	(5)	OP	190	2,018	230	21	280	(18)	FY26 30x PE 5yr -1std.	FY26 35x PE
EBITDA (US\$mn)	159,754	182,099	(2)	(5)									
Net income (US\$mn)	66,735	79,153	(1)	(4)									
EPS (US\$)	6.14	7.18	(3)	(7)									
Microsoft													
Revenue (US\$mn)	315,548	353,025	0	(2)									
Gross profit (US\$mn)	215,442	245,745	0	1									
Operating profit (US\$mn)	141,355	162,532	(0)	0	OP	425	3,161	540	27	540	0	FY26 30x PE 5yr avg.	FY25 35x PE
EBITDA (US\$mn)	176,407	202,219	1	(0)									
Net income (US\$mn)	112,576	130,645	(0)	1									
EPS (US\$)	15.14	17.64	(0)	1									
Alphabet													
Revenue (US\$mn)	332,448	367,989	(5)	(5)									
Gross profit (US\$mn)	221,767	239,939	(2)	(4)									
Operating profit (US\$mn)	127,878	141,898	(0)	2	OP	161	1,965	185	15	220	(16)	FY26 18x PE 5yr -1std.	FY26 23x PE
EBITDA (US\$mn)	148,791	168,857	(0)	2									
Net income (US\$mn)	115,060	121,557	5	(1)									
EPS (US\$)	9.52	10.23	6	0									
Meta													
Revenue (US\$mn)	187,195	212,346	(1)	(1)									
Gross profit (US\$mn)	150,224	169,531	(1)	(2)									
Operating profit (US\$mn)	73,702	83,497	(1)	(3)	OP	572	1,439	690	21	865	(20)	FY26 24x PE 5yr +1std.	FY26 30x PE
EBITDA (US\$mn)	95,937	116,545	(5)	(5)									
Net income (US\$mn)	65,230	72,248	(0)	(3)									
EPS (US\$)	25.34	28.36	0	(2)									

資料來源：凱基

備註：Microsoft 2025/26 係指 FY26/27 (財年止於 6 月)

Microsoft 財報會議摘要 & 凱基觀點

- MSFT 公布 3Q FY25(財年止於 6 月)財報，優於預期的 Azure 營收及財測，3Q FY25 營收及 EPS 優於預期 3/7%，4Q FY25 營收及 OPI 財測優於預期 3/2%，管理層表示截至四月商務，LinkedIn，遊戲及搜尋需求維持一致，4Q FY25 財測假設維持 4 月相同步調
- Azure 3Q/4Q FY25 營收及財測中位數 FXN 年增 35/35%較上季 31% 加速成長，部分受合約認列時間影響，
 - AI 佔比達 16%較上季/上上季 13/12%加速成長，受惠於算力增加的速度快於管理層預期，新 GPU 上線的速度縮短 20%且 AI 效能提升 30%，需求成長的速度仍快於供給因此 6 月後仍有供不應求的問題存在（較之前延長），在 OpenAI 對 Azure 的承諾採用下 Bookings 年增 17%(FXN)持續優於管理層預期
- 非 AI 業務維持健康的成長性受惠於執行力的表現，管理層認為非 AI 業務為 Azure 表現優異的主因，最大的客戶有所加速
- 對比我們於 Preview 報告中提及 CSPs GPU/ASIC Spot instance price 於三月大幅下滑，差異點在於：
 - 硬體供給增加，實際狀況較符合我們三月認知而非四月，意即 MSFT 取得 GB200 的速度及數量快且多於 GCP/AWS；
 - ToB 用戶尚未顯著轉移至自建(Self-host)，仍以 API access 使用為主 (a16z 調查顯示 2023 年為 72%)，意即使用 Spot Instance Price 客戶尚未構成顯著影響(vs. 我們先前認為使用 API 佔比於 2024-25 快速下滑)；

- OpenAI 對 Azure 的貢獻高於預期(雖然管理層反對此論點)，根據 The Information 揭露 OpenAI 於 2025/26 營收預估 US\$13/29bn，我們認為 ChatGPT 算力成本及 AI 分潤使得 OpenAI 75%營收將貢獻於 Azure，意即佔比 Azure CY25 營收 10%+或 65%+的 AI 服務
- M365 Commercial cloud 營收及財測年增 15/14% 優於市場預期 2/1ppts，ARPU 由 E5 及 M365 Copilot 帶動
- 資本支出：3Q FY25 年增 53%低於市場預期 5%，係因資料中心交付節奏影響，約有一半為長期資產以支應未來 15 年的需求，FY26(C2H25-1H26)資本支出展望不變，維持年增但增幅低於 FY25 的論調。
- 凱基觀點：我們看好 1) OpenAI 持續維持領先地位，包含 ToC 訂閱戶數增加及 Reasoning model tokens 消耗巨大為 Azure 帶來強勁需求；2) Azure & PBP 轉型不只依賴 OpenAI 模型，旗下自研 Phi 系列模型具有競爭力，並於不同場景 Copilot 導入專屬模型；3) Capex 依據客戶需求 Backlog 進行擴張，緩解 ROIC 或軍備競賽擔憂。維持「增加持股」評等。

圖 2: Microsoft 3Q FY25 財報結果及 4Q FY25 財測暨市場共識比較

MSFT US (FY ends June) US\$m	3Q25						4Q25F			
	Actual	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)	Guidance (Mid.)	Diff. (%)	Guidance (Mid.)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)
Revenue	70,066	68,307	3	13	68,200	3	73,700	71,718	3	5
Productivity & Business Processes	29,944	29,651	1	10	29,550	1	32,200	31,158	3	8
Intelligent Cloud	26,751	25,987	3	21	26,050	3	28,900	28,063	3	8
More Personal Computing	13,371	12,669	6	6	12,600	6	12,600	12,497	1	(6)
Key metrics (Restated @ 2024/8/21)										
Azure & other cloud services revenue YoY (FXN, %)	35	31	4.3 ppts	0.0 ppts	32		35	31	3.3 ppts	(0.5)ppts
M365 commercial cloud revenue YoY (FXN, %)	15	13	2.4 ppts	(2.0)ppts	15		14	13	1.2 ppts	(1.0)ppts
Search & news ad revenue YoY (FXN, %)	23	9	14.0 ppts	15.0 ppts	15		18	8	10.1 ppts	(5.0)ppts
Gross profits	48,147	46,681	3	11	46,450	4	50,000	49,445	1	4
Operating income	32,000	30,254	6	16	30,000	7	31,950	31,454	2	(0)
Productivity & Business Processes	17,379	16,284	7	15				16,741		
Intelligent Cloud	11,095	10,733	3	17				11,677		
More Personal Computing	3,526	3,125	13	21				2,790		
Pretax income	31,377	29,530	6	17				30,734		
Tax (GAAP)	5,553	5,319	4	16				5,660		
Net income	25,824	24,051	7	18				24,882		
EPS (US\$)	3.46	3.23	7	18				3.34		
Capex (Incl. finance leases)	21,400	22,564	(5)	53				22,750		
Gross margin (%)	68.7	68.3	0.4 ppts	(1.4)ppts	68.1	0.6 ppts	67.8	68.9	(1.1)ppts	(0.9)ppts
OP margin (%)	45.7	44.3	1.4 ppts	1.1 ppts	44.0	1.7 ppts	43.4	43.9	(0.5)ppts	(2.3)ppts
Productivity & Business Processes	58.0	54.9	3.1 ppts	2.2 ppts				53.7		
Intelligent Cloud	41.5	41.3	0.2 ppts	(1.5)ppts				41.6		
More Personal Computing	26.4	24.7	1.7 ppts	3.2 ppts				22.3		
Tax rate (%)	17.7	18.0	(0.3)ppts	(0.2)ppts	18	(0.3)ppts	19.0	18.4	0.6 ppts	1.3 ppts
Net margin (%)	36.9	35.2	1.6 ppts	1.4 ppts				34.7		

資料來源：Bloomberg；凱基

備註：財年止於6月

Amazon 財報會議摘要 & 凱基觀點

- AMZN 公布 1Q25 財報，2Q25 獲利財測低於預期。1Q25/2Q25 營收及營收財測大致符合市場預期，以零售銷售及廣告相對強勁，1Q25 OPM 優於預期 0.5ppts 係由 AWS OPM 優於預期 3.9ppts 所帶動，2Q25 OPM 低於預期 1.6ppts 係因股票薪酬季節性遞增影響 & Kuiper 發射成本
- 電商 & 廣告：1) 關稅目前尚未造成需求減少，甚至在部分品項有囤貨潮，四月銷售和廣告成績優異，售價方面也還沒有顯著的漲價，係因 1P & 3P 商家都有提前部分備貨，關稅對 2Q25 成本影響不大；2) 管理層強調 1Q25 日常必需品銷售為其他業務 2x 約有 1/3 的出售商品為日常必需品(我們認為公司有意突顯受總經連動性較過往降低)，將持續提供比其他地方更低價格的商品；3) 七月將舉辦 Prime Day；5) 隨著 Prime Video, Twitch, IMDB, Amazon Music, Wondering 業務發展，以及外部合作夥伴 Pinterest, BuzzFeed 增加，Amazon 廣告也逐漸走向全渠道模式
- AWS：1) AI 及 non-AI 皆有成長，雲遷移亦持續有重啟、加速等現象，但不同客戶有不同週期故造成營收成長性波動；2) AI 營收 run rate 數十億 (換算應為個位數或低個位數 vs. MSFT ~16%)；3) 利潤率的改善來自於伺服器稼動率的優化，低成本的網通設備及更有效率的網路，電力使用的最大化，以及 Graviton 帶來的助益；4) 1Q25 Backlog 年增 20% 平均合約 4.1 年
- 資本支出：1) 1Q25 年增 68% 大致符合市場預期，主要用於 AWS 及 Trainium；2) 2H25 將加速算力的建置，未來數個月算力供給壓力將逐漸緩解。
- 凱基觀點：我們看好 Amazon 具有更佳供應鏈管理能力，維持平台高性價比優勢，並隨著物流基礎設施擴張切入更多日常必需品銷售，減緩關稅或總經逆風影響，惟 2H25 購物旺季不旺為該司風險，目前評價位於 5 年低緣具有吸引力。維持「增加持股」評等。

圖 3 : Amazon 1Q25 財報結果及 2Q25 公司財測暨市場共識比較

AMZN US US \$mn	4Q24						1Q25F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	187,792	187,314	0	18	10	185,000	2	153,250	158,822	(4)	(18)	7
Retail	140,128	139,623	0	21	8				113,595			
Online stores	75,556	74,613	1	23	7				57,900			
Physical stores	5,579	5,405	3	7	8				5,419			
3P seller services	47,485	48,026	(1)	25	9				38,446			
Subscription services	11,508	11,578	(1)	2	10				11,829			
AWS	28,786	28,814	(0)	5	19				29,755			
Ads	17,288	17,342	(0)	21	18				14,042			
other	1,590	1,417	12	21	17				1,302			
By market (Retail & Other)												
North America	115,586	114,208	1	21	10				94,024			
International	43,420	44,084	(2)	21	8				34,894			
Gross profits	88,899	90,266	(2)	14	15				79,416			
Operating income	21,203	18,918	12	22	61	18,000	18	16,000	18,210	(12)	(25)	5
North America	9,256	7,301	27	63	43				6,101			
International	1,315	1,252	5	1	-				1,543			
AWS	10,632	10,123	5	2	48				10,416			
Pretax Income	22,349	19,662	14	24	63				18,652			
Tax (GAAP)	2,325	3,579	(35)	(14)	(24)				3,460			
Net income	20,004	15,823	26	31	88				15,072			
EPS (US \$)	1.86	1.47	26	30	86				1.39			
Capex	27,834	21,726	28	23	91				20,102			
Gross margin (%)	47.3	48.2	(0.9)ppts	(1.7)ppts	1.8 ppts				50.0			
OP margin (%)	11.3	10.1	1.2 ppts	0.3 ppts	3.5 ppts	9.7	1.6 ppts	10.4	11.5	(1.0)ppts	(0.9)ppts	(0.2)ppts
North America	8.0	6.4	1.6 ppts	2.1 ppts	1.9 ppts				6.5			
International	3.0	2.8	0.2 ppts	(0.6)ppts	4.1 ppts				4.4			
AWS	36.9	35.1	1.8 ppts	(1.1)ppts	7.3 ppts				35.0			
Tax rate (%)	10.4	18.2	(7.8)ppts	(4.6)ppts	(12.0)ppts				18.6			
Net margin (%)	10.7	8.4	2.2 ppts	1.0 ppts	4.4 ppts				9.5			

資料來源：公司、Bloomberg、凱基

Meta 財報會議摘要 & 凱基觀點

- Meta 公布 1Q25 財報，優於預期的 1Q25 財報及 FY25 總費用財測下修
- 1Q25 營收及 EPS 優於預期 2/21%，係由 eCPM 年增 10%優於市場共識 4.5ppts 帶動，符合凱基 Preview 報告觀察到 Meta eCPM 年增率維持穩健，管理層表示電商垂直領域貢獻最大，廣告需求增加及表現亦有幫助，遊戲及政治廣告則相對疲軟，係因基期因素且佔比較低
- 2Q25 營收財測中位數低於市場共識 1%，管理層表示截至 4 月整體廣告市場仍屬健康，財測範圍較寬反應不確定性，亞洲電商在美國廣告支出縮減但有轉移至其他市場，但整體支出仍低於先前水平，FY25 總費用財測中位數下修 1%，3Q25 起歐洲營收將受到訂閱免廣告模式不符合 DMA 之負面影響，管理層尚不預期 Threads 廣告成為 2025 主要營收成長動能
- 投資 AI 對公司的助益：1) 廣告轉換率提高，管理層看好未來幾年廣告佔 GDP 比重提升，Reels 新的推薦演算法提升轉換率 5%，30%+廣告主使用 AI 創意工具；2) 改善用戶體驗，內容推薦系統改進帶動過去半年 Facebook/Instagram/Threads 使用時間增加 7/6/35%；3) WhatsApp 商業訊息傳遞；4) Meta AI 作為獨立 App 發展；5) AI 裝置如 Ray-Ban 眼鏡及 Quest
- 資本支出：1Q25 年增 104%低於市場共識 5%，FY25 資本支出財測中位數上修 9%高於市場共識 12%，係反應資料中心投資增加以支應

AI 業務發展，管理層表示即使 2025 預計的算力供給上線仍難滿足團隊的長遠需求

- 凱基觀點：我們看好 Meta 受惠 AI 改善演算法，擺脫 Apple IDFA 負面衝擊，帶動用戶使用時間增加，且廣告轉換率提高獲得更多數位廣告市佔率，惟隨著 AI Chatbot 竞品增加如 Grok 3/Gemini 2.5 Pro 等免費推出，Meta AI 作為獨立 App 發展且變現的困難度增加，且品牌廣告佔比較高更易受到總經波動影響(我們認為 Google 品牌廣告佔比：15% (假設 50%的 YT ads 10% + 100%的 Google Networks 8%) vs. Meta 品牌廣告 30% (假設 20%的 Facebook 60% + 50%的 Instagram 40%)。凱基變更 META 研究員，給予「增加持股」評等，目標價 690 美元，係由 2026 每股盈餘 24 倍(5yr +1std)得出。

圖 4: Meta 1Q25 財報結果及 2Q25 財測暨市場共識比較

META US	1Q25						2Q25F					
US\$mn	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	42,314	41,389	2	(13)	16	40,650	4	44,000	44,231	(1)	4	13
Key metrics												
Ad impressions YoY (%)	5	7	(2.2)ppts	(1.0)ppts	(15.0)ppts				8			
eCPM YoY (%)	10	6	4.5 ppts	(4.0)ppts	4.0 ppts				4			
Gross profits	34,742	33,502	4	(12)	17				35,748			
Total expenses	24,759	25,949	(5)	(1)	9				27,499			
Operating income	17,555	15,440	14	(25)	27				16,731			
Pretax Income	18,382	15,766	17	(22)	30				17,125			
Tax (GAAP)	1,738	2,063	(16)	(36)	(4)				2,253			
Net income	16,644	13,650	22	(20)	35				14,754			
EPS (US\$)	6.43	5.31	21	(20)	37				5.75			
Capex	13,692	14,398	(5)	(8)	104				14,932			
Gross margin (%)	82.1	80.9	1.2 ppts	0.4 ppts	0.3 ppts				80.8			
OP margin (%)	41.5	37.3	4.2 ppts	(6.8)ppts	3.6 ppts				37.8			
Tax rate (%)	9.5	13.1	(3.6)ppts	(2.1)ppts	(3.3)ppts				13.2			
Net margin (%)	39.3	33.0	6.4 ppts	(3.7)ppts	5.4 ppts				33.4			

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5: Meta 2025 財測調整暨市場共識比較

META US	2025F					
US\$mn	Guidance (Mid)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
Revenue				186,865		
Key metrics						
Ad impressions YoY (%)				8		
eCPM YoY (%)				4		
Gross profits				150,365		
Total expenses	115,500	116,500	(1) ▲	114,531	1	21
Operating income				72,334		
Pretax Income				73,646		
Tax (GAAP)				9,883		
Net income				64,000		
EPS (US\$)				24.81		
Capex	68,000	62,500	9	60,564	12	79
Gross margin (%)				80.5		
OP margin (%)				38.7		
Tax rate (%)	13.5	13.5	0.0 ppts	13.4	0.1 ppts	(7.5)ppts
Net margin (%)				34.2		

資料來源：Bloomberg；凱基

Alphabet 財報會議摘要 & 凱基觀點

- GOOGL 公布 1Q25 財報，營收/EPS 優於預期 1/38%，其中 Google Others(訂閱&play 商店)營收優於預期 5%相對突出，YT ads & Google Cloud 僅符合預期相對平淡，OPM 優於預期 1.3ppts 部分來自於薪酬費用放緩，但後續亦將面臨折舊及薪酬增加挑戰
- 廣告：1) 1Q25 金融服務(尤其保險)及零售在搜尋廣告投放強勁，但後續將面臨較高基期；2) YT ads 各產業投放狀況差不大，成長性主要來自於 DR 廣告的帶動其次為品牌廣告；3)展望而言，管理層認為評論 2Q25 總經影響仍太早，但有部分亞太地區的零售商因 De minimis 影響造成些為逆風(我們 Preview 報告所提及的 Temu/Shein)，但公司有應用對不確定性時期的經驗；4) AIO MAU 達 1.5bn，1Q25 是有史以來最積極的擴大導入，三月也推出了具有 Reasoning 功能的 AI Mode(查詢時間為搜尋引擎 2x 但協助回答需要進一步探索的問題)持續看到多模式查詢的顯著成長，併重申廣告變現化速度大致相同；5) AI 廣告工具對於轉換率有正面幫助尤其結合 Demand Gen 和 PMAX
- 訂閱：YT 及 Google One 訂戶數達 2.7 億為主要驅動力，最近也將 YT Premium lite(價格便宜 40%、音樂類影片有廣告)試點拓展至美國，YT Music & Premium 訂閱數達 1.25 億(包含全球試用)
- 雲服務：今年以來 AI Studio 和 Gemini API 活躍用戶年增 200%+，Gemini 2.5 Pro 收到開發人員和消費者極為正面的回應，上周推出的 2.5 Flash 進一步優化性價比，核心與 AI 產的成長率遠高於 GCP 平均，Workspace 則受惠於 ARPU 增加，未來將持續提高營運效率以減緩折舊增加帶來的衝擊，展望而言，營收成長將與算力供給有較高的連動性，未來的季度可能波動性較高(受硬體交付的時間點影響)，目前雲服務需求仍大於供給，管理層預期 2025 年底會有較高的算力部屬
- Capex：1Q25 年增 43%高於市場預期 22%，主要投資於伺服器其次才是資料中心建置，維持 2025 資本支出 US\$75bn 之財測
- 凱基觀點：我們看好 Gemini 2.5 Pro 取得正向回饋，且 1H25 仍屬於成長低基期，Google 生態系具有資料多元優勢，惟搜尋引擎面臨 AI Chatbot 分蝕(包含 OpenAI/Perplexity 導入購物功能、MCP/A2A 崛起等)，Google Shopping ads 等高變現率廣告要無縫過渡至 AIO 世代具有難度，雖該司評價為 CSP 中最具吸引力，但 2025 面臨較高的監管風險將較難有亮眼表現。凱基變更 GOOGL 研究員，給予「增加持股」評等，目標價 185 美元，係由 2026 每股盈餘 18 倍(5yr -1std)得出。

圖 6: Alphabet 1Q25 財報結果暨市場共識比較

GOOGL US US \$mn	1Q25				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Net revenue	76,486	75,434	1	(6)	13
Google Services	77,264	76,323	1	(8)	10
Google Advertising	66,885	66,426	1	(8)	8
Google Search & other	50,702	50,326	1	(6)	10
YouTube Ads	8,927	8,950	(0)	(15)	10
Google Networks	7,256	7,149	1	(9)	(2)
Google Others	10,379	9,897	5	(11)	19
Google Cloud	12,260	12,314	(0)	3	28
Other Bets	450	474	(5)	13	(9)
Gross revenue	90,234	89,235	1	(6)	12
TAC	13,748	13,802	(0)	(7)	6
Gross profits	53,873	53,104	1	(4)	15
Operating income	30,606	29,233	5	(1)	20
Google Services	32,682	30,403	7	(0)	17
Google Cloud	2,177	1,940	12	4	142
Pretax Income	41,789	30,236	38	30	48
Tax (GAAP)	7,249	4,879	49	27	56
Net income	34,540	25,136	37	30	46
EPS (US\$)	2.81	2.03	38	31	49
Capex	17,197	14,060	22	20	43
Gross margin (%)	70.4	70.4	0.0 ppts	2.0 ppts	1.2 ppts
OP margin (%)	40.0	38.8	1.3 ppts	2.1 ppts	2.3 ppts
Google Services	42.3	39.8	2.5 ppts	3.3 ppts	2.7 ppts
Google Cloud	17.8	15.8	2.0 ppts	0.2 ppts	8.4 ppts
Tax rate (%)	17.3	16.1	1.2 ppts	(0.4)ppts	0.9 ppts
Net margin (%)	45.2	33.3	11.8 ppts	12.6 ppts	10.2 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

CSP 台股供應鏈

圖 7：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	116	10	電源供應器
智邦	2345 TT	增加持股	930		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	325	<10	伺服器原廠委託設計代工
台光電	2383 TT	增加持股	786	<10	銅箔基板
聯發科	2454 TT	增加持股	1750	1-3	設計服務
信邦	3023 TT	增加持股	336	<5	物流
世芯-KY	3661 TT	增加持股	4550	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	2700	15-20	伺服器原廠委託設計代工
勤誠	8210 TT	增加持股	367	40-50	伺服器機殼

資料來源：凱基

圖 8：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	116	3-5	伺服器電源
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	262	<10	印刷電路板
廣達	2382 TT	增加持股	325	<10	伺服器原廠委託設計代工
群光	2385 TT	增加持股	198	10-15	遊戲機
聯發科	2454 TT	增加持股	1,750	1-3	設計服務
創意	3443 TT	持有	1,340	5-10	設計服務
和碩	4938 TT	持有	95	10-15	遊戲機
緯穎	6669 TT	增加持股	2,700	30-40	伺服器原廠委託設計代工

資料來源：凱基

圖 9：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	262	<10	印刷電路板
聯詠	3034 TT	持有	485	3-7	AR/VR解決方案
緯穎	6669 TT	增加持股	2,700	55-60	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	325	<10	伺服器原廠委託設計代工
智邦	2345 TT	增加持股	930	-	資料中心交換器

圖 10：Alphabet 台股供應鏈

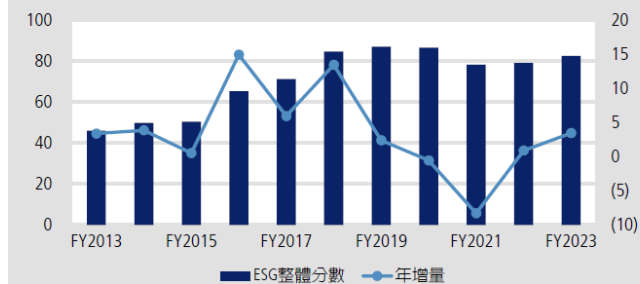
公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
廣達	2382 TT	增加持股	325	<10	伺服器原廠委託設計代工
英業達	2356 TT	持有	47	<10	伺服器原廠委託設計代工
聯發科	2454 TT	增加持股	1,750	1-3	設計服務

資料來源：凱基

Amazon (AMZN US)

圖 11：Amazon – ESG 整體分數

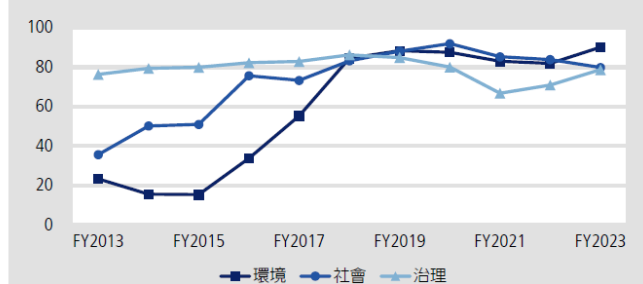
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：Amazon – ESG 各項分數

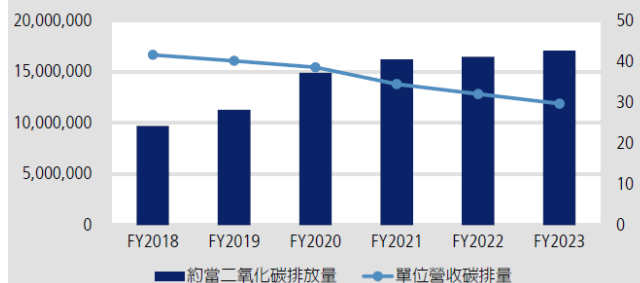
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：Amazon – 碳排量

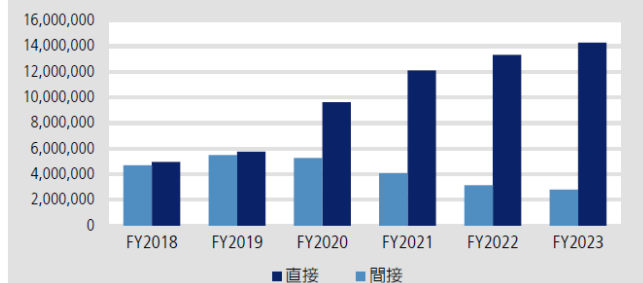
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：Amazon – 碳排量

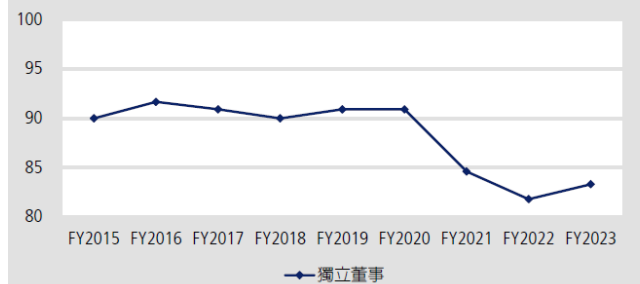
約當二氧化碳排放量，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：Amazon – 獨立董事

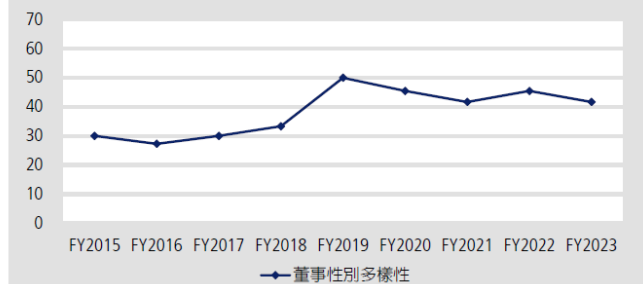
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Amazon – 董事性別多樣性

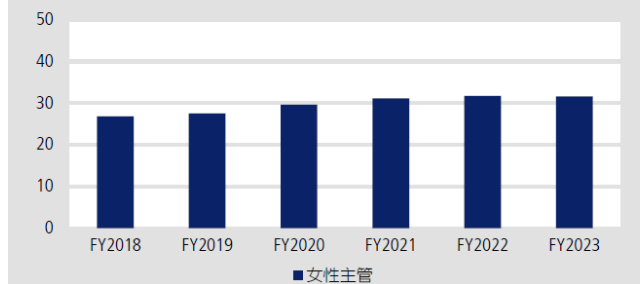
女性董事占董事會比例，百分比 (左軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：Amazon – 性別多樣性

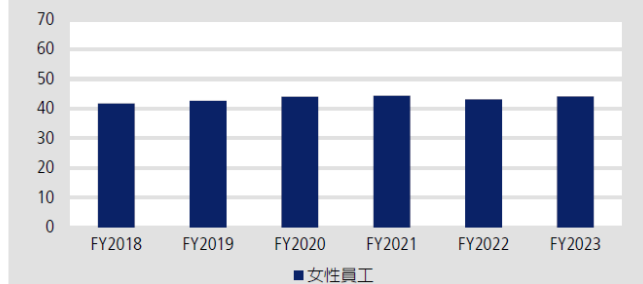
女性主管比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：Amazon – 性別多樣性

女性員工比例，百分比

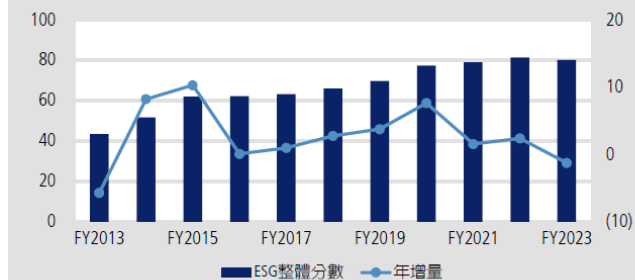


資料來源：Refinitiv、公司資料

Alphabet (GOOGL US)

圖 19：Alphabet – ESG 整體分數

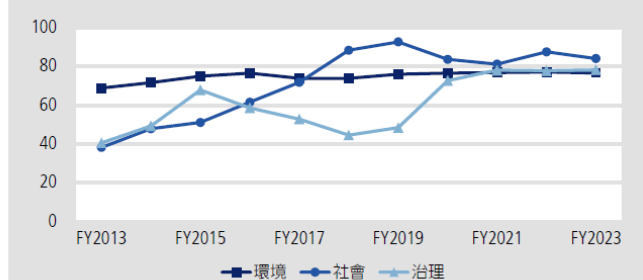
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：Alphabet – ESG 各項分數

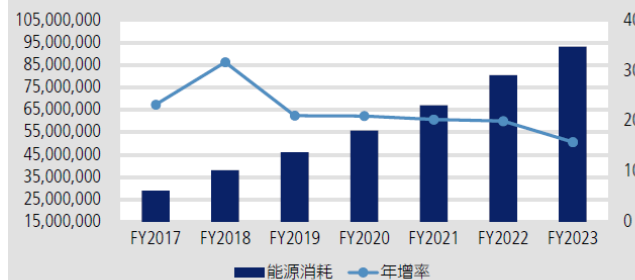
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：Alphabet – 能源消耗

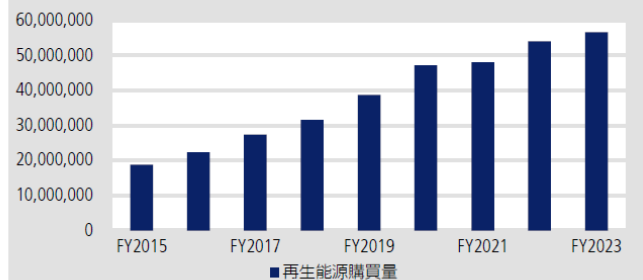
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：Alphabet – 再生能源使用

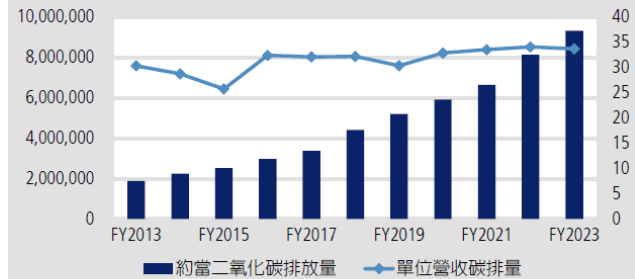
再生能源使用，十億焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 23：Alphabet – 碳排放量

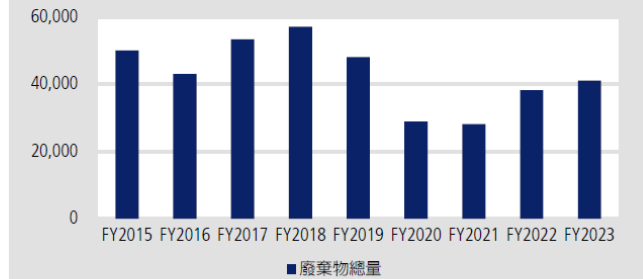
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 24：Alphabet – 廢棄物總量

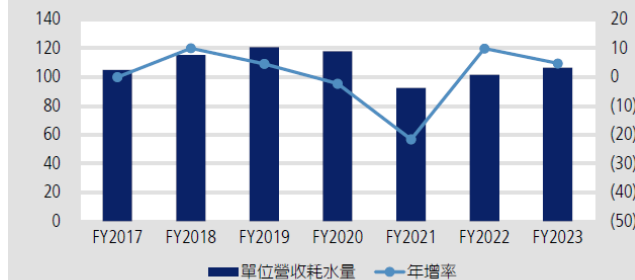
廢棄物總量，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 25：Alphabet – 耗水量

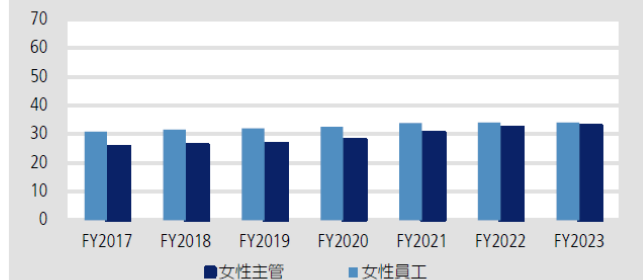
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 26：Alphabet – 性別多樣性

女性員工比例，百分比

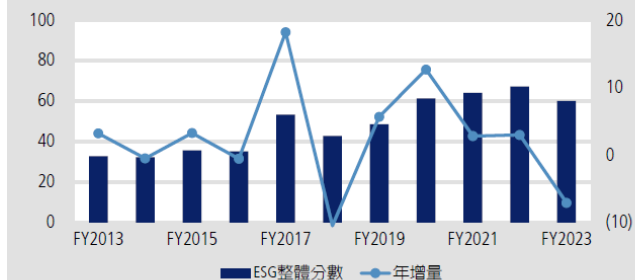


資料來源：Refinitiv、公司資料

Meta (META US)

圖 27：Meta – ESG 整體分數

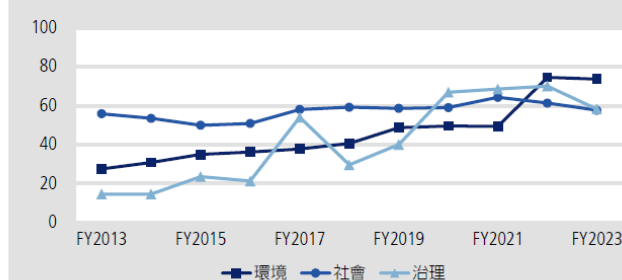
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 28：Meta – ESG 各項分數

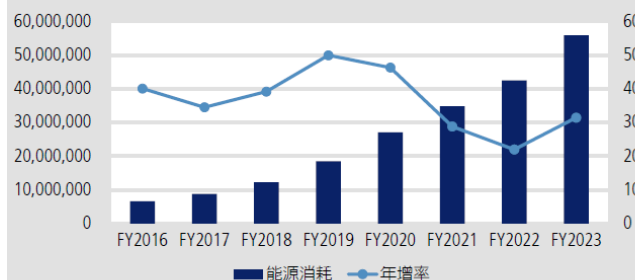
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 29：Meta – 能源消耗

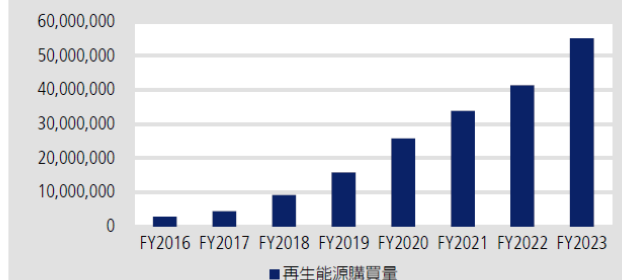
能源消耗，千兆焦耳 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 30：Meta – 再生能源使用

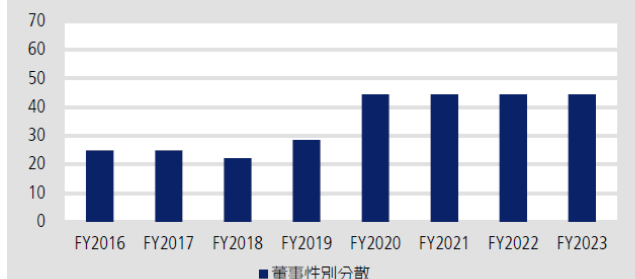
再生能源使用，十億焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 31：Meta – 董事性別多樣性

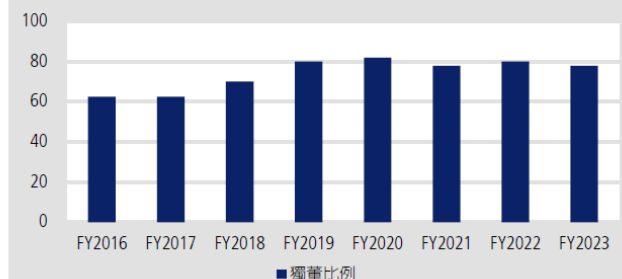
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 32：Meta – 獨立董事

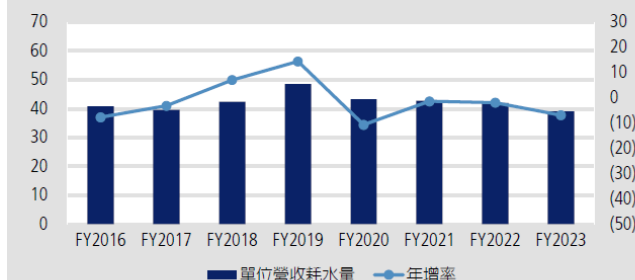
獨董比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 33：Meta – 耗水量

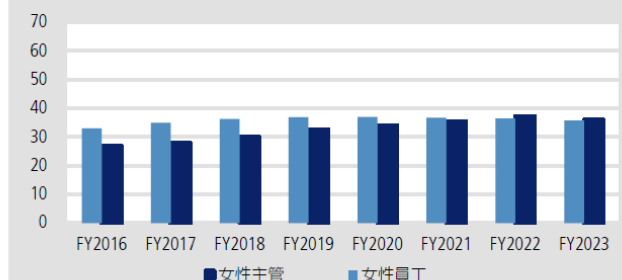
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 34：Meta – 性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比

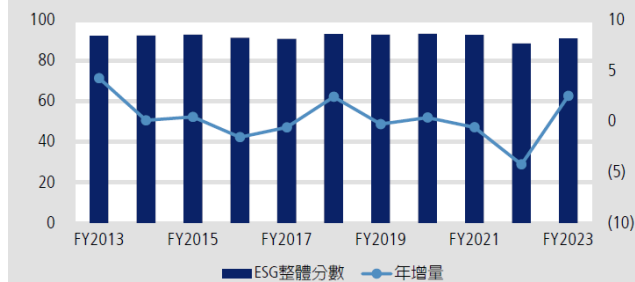


資料來源：Refinitiv、公司資料

Microsoft (MSFT US)

圖 35：Microsoft – ESG 整體分數

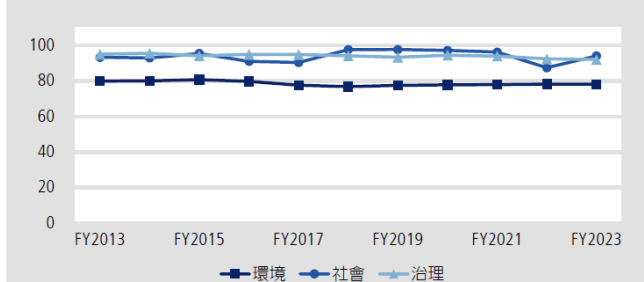
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 36：Microsoft – ESG 各項分數

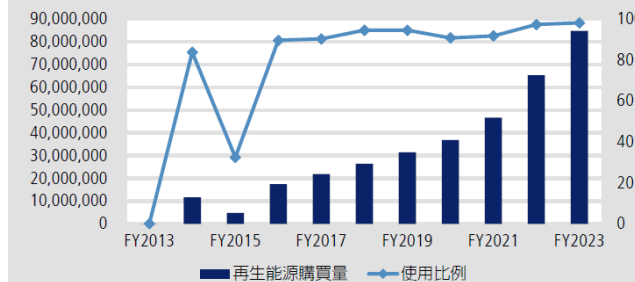
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 37：Microsoft – 再生能源使用

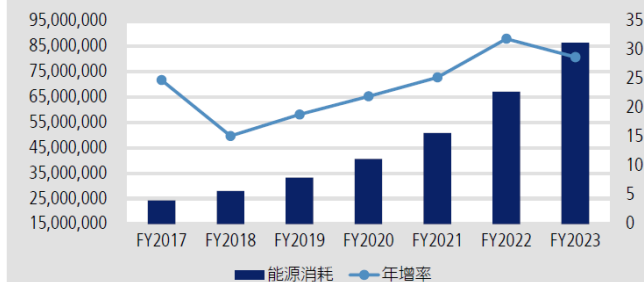
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)；使用比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 38：Microsoft – 能源消耗

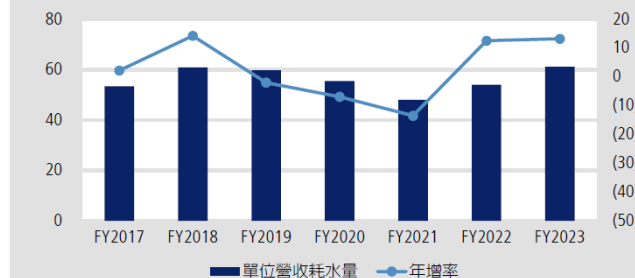
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 39：Microsoft – 耗水量

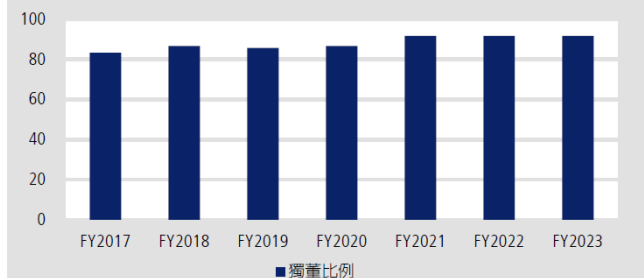
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 40：Microsoft – 獨立董事

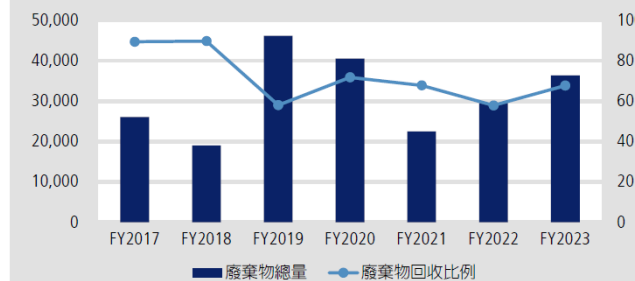
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 41：Microsoft – 廢棄物回收總量

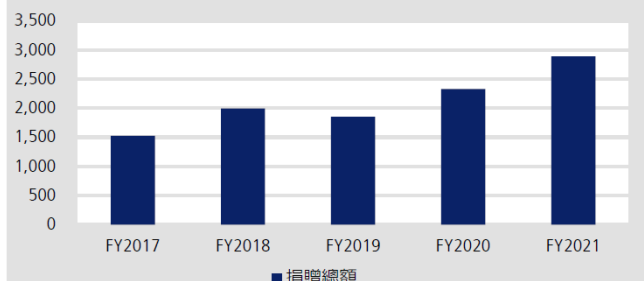
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 42：Microsoft – 捐款

捐款總額，百萬美金



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。