

## 軟體產業

### 2H25 展望：規劃層與資料聚合為發展 Agentic AI 瓶頸

#### 焦點內容

1. GenAI 科技週期位置未有顯著進展，規劃層與資料聚合為發展 Agentic AI 瓶頸。
2. GenAI 需求指標持續正向，DOGE 黯然退場降低不確定性。
3. 凱基美股軟體 2H25 偏好 5 大投資主軸及 non-M7 核心焦點關注個股包含：ServiceNow (NOW US)、Snowflake (SNOW US)、SAP (SAP US)、Visa (V US) 及 CrowdStrike (CRWD US)。

#### Nasdaq 指數



#### ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Salesforce	CRM US	65	75	77	52
Adobe Inc	ADBE US	68	75	77	59

資料來源：Refinitiv、凱基

#### 重要訊息

我們於報告提出 5 大主題雷達及 non-M7 核心焦點個股，組合累積 YTD 報酬率 16% 優於 Nasdaq 之 4%。基於 GenAI 趨勢不變我們維持先前主題雷達並進一步聚焦於 5 大 non-M7 核心焦點個股。凱基變更 Salesforce(CRM US)及 Adobe(ADBE US)研究員。

#### 評論及分析

**GenAI 科技週期位置未有顯著進展，規劃層與資料聚合為發展 Agentic AI 瓶頸。** 考量 1Q25 財報通讀概況(見圖 11-17；追蹤 60+ 公司)我們認為 GenAI 科技週期位置與 3 個月前未有顯著進展(見圖 3)，係因川普關稅政策帶來不確定性及規劃層與資料聚合為發展 Agentic AI 瓶頸(見圖 4)。Gartner 預估資料及分析領域 2025-28F 年複合成長率達 16% 較 2023-25F 加速成長，占比整體軟體市場分額自 2024 之 20% 提高至 2028 之 22%，惟相關業者未出現雨露均霑狀況，我們認為係因智慧層(Sol)/360 知識圖譜/語意層為客戶痛點及市場空缺領域(見圖 5)；(1)傳統方式透過各別交互介面與紀錄系統互動出現資料品質(同一客戶重複紀錄、缺失等)、資料孤島(分散不同系統、格式欄位不同等)最終導致缺乏即時性或全方位等問題；(2)Palantir 目前為協助政府、企業打造 Sol 的領先業者，Ontology 可清晰呈現業務語意、物件關聯、即時更新和雙向寫回，並證明可擴展性；(3)Salesforce 併購 Informatica(INFA US)提升精進資料品質能力，Data Cloud 成長動能遠優於 Agentforce 變現(ARR 占比僅 10%)或上線速度緩慢(已上線占比僅 10%)；(4)Snowflake 收購 Crunchy Data(PostgreSQL 解決方案)強化 AI Data Cloud 基礎能力，並擴展至非結構化數據及開放生態系；(5)ServiceNow 透過無縫串接系統間的協調工作，降低孤島問題加速企業流程自動化，佔據規劃層角色，並擴展 Workflow Data Fabric 等資料彙整功能。

**GenAI 需求指標持續正向，DOGE 黯然退場降低不確定性。** Ramp 數據顯示美國企業 AI 採用率於 5 月達 42% 較 2 月 29% 大幅成長，SimilarWeb 顯示 AI 工具網站流量維持強勁(見圖 7)，考量 DOGE 在 Elon Musk 離開(基於法規特殊聘員每年僅能在聯邦政府工作 130 天)後刪減預算將不如過往，為獲得 FedRAMP 公司(見圖 8-9) 降低不確定性，我們維持看好 5 大主題雷(見圖 10)觀點：(1)Biz App: 帶有 GenAI 功能軟體支出於 2027 成為主流，亦帶動上雲趨勢加速，焦點關注 SAP、Salesforce；(2) Data & Analytics: 資料彙整 + 基礎架構疏通 = 使用 AI 的第一步，焦點關注 Snowflake、Palantir；(3) Workflow reshaping: 敏捷性需求提高，掌握 Workflow 控制 Agents 規劃層，焦點關注 ServiceNow、Atlassian；(4) Cybersec: 零信任 (ZT) 資安框架仍然是主流論述，GenAI 以及 DOGE 正在改變資安公司策略，焦點關注 CrowdStrike、Zscaler；(5) AI Everywhere: AI Search & Agentic commerce 興起，消費者行為及廣告預算開始挪移，焦點關注 Visa、Applovin。

#### 投資建議

凱基美股軟體 2H25 偏好 5 大主題雷達及 non-M7 核心焦點關注個股包含：ServiceNow(NOW US)、Snowflake(SNOW US)、SAP(SAP US)、Visa(V US) 及 CrowdStrike(CRWD US)。

#### 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
<b>Salesforce (FY ends Jan.)</b>	<b>FY26</b>	<b>FY27</b>											
Revenue (US\$m)	41,202	44,952	(0)	(0)									
Gross profit (US\$m)	32,451	36,434	(2)	0									
Operating profit (US\$m)	13,996	15,670	(1)	(2)	OP	267	255	330	24	405	(19)	FY27 26x PE 2yr avg.	FY26 9x EV/sales
FCF (US\$m)	13,613	15,043	(2)	(5)									
Net income (US\$m)	10,977	12,348	0	(1)									
EPS (US\$)	11.32	12.64	1	(1)									
<b>Adobe (FY ends Nov.)</b>	<b>FY25</b>	<b>FY26</b>											
Revenue (US\$m)	23,527	25,766	(1)	(2)									
Gross profit (US\$m)	21,163	23,092	(1)	(2)									
Operating profit (US\$m)	10,838	11,911	(1)	(3)	N	414	176	440	6	620	(29)	FY26 19x PE 2yr -1.5std.	FY25 30x PE
EBITDA (US\$m)	11,657	12,666	(1)	(1)									
Net profit (US\$m)	8,850	9,713	(2)	(4)									
EPS (US\$)	20.53	23.02	(0)	(1)									

資料來源：Bloomberg；凱基

### Salesforce：Data Cloud 與 Agentforce 後市(FY27)仍值得期待

- Salesforce F1Q26(財年止於 1 月) FXN 年增 11%與上季持平，上修 FY26 營收 FXN 年增率至 8%(vs. 先前中位數 7.5%)，F1Q26 營收 CC YoY 表現焦點 Integration & Analytics 10%(加速 4ppts & 優於共識 2ppts) > Platform & Other 14%(加速 2ppts; incl. Data Cloud & Agentforce) > Sales 7%(減速 2ppts & 劣於共識 0.8ppts) > Service 7%(減速 2ppts & 劣於於共識 1.3ppts) > Marketing & Commerce 4%(減速 4ppts & 劣於共識 3ppts)
- 表現較差的 Marketing & Commerce 及 Service：1) 管理層指出過去探索性的 Marketing & commerce 客戶為轉換成高額客戶，拖累成長率表現；2) 我們觀察到 Shopify 客群正由中小型商家滲透至中大型商戶，Gartner 數據顯示以中大型商家為主的開店平台 CRM Commerce cloud & ADBE Magento 正在流失市佔率；3) Service 則受到 AI 取代性較成長性有限，呼應我們先前觀察到 Job Opening 中 Help desk 職缺於 2025 持續下滑；4) Service 亦受到 ServiceNow 切入 CRM 領域的直接競爭影響(NOW 聚焦於 CRM 領域中的 Service 而非 Sales)
- 市場重點關注的 AI & Data Cloud：1) F1Q26 ARR 達 US\$1bn vs. 上季 US\$0.9bn 我們認為缺乏亮點；2) Agentforce ARR US\$100mn 僅佔比 10%，多數 ARR 仍來自於 Data Cloud 的貢獻；3) Agentforce 客戶數及付費用戶數達 8k/4k(vs. 上季 5k/3k)，付費用戶比由 60%下降至 50%，顯示客戶可能仍處於觀望的狀態；4) 已經上線的 Agentforce 僅 800，滲透率 10%(800/8k)，呼應凱基及先前管理層觀點，Agentforce 需早期的客製化過程，上線速度及使用量攀升需時間，營收貢獻將於 FY27/CY26 較為顯著(營收佔比低個位數)
- 關於 INFA 併購的縱效：1) 管理層看好 Salesforce (領先的 AI CRM)+INFA(領先的 AI MDM & ETL)將產生縱效，預計 FY27 初完成收購，收購案將不會影響股東權益與現有資本回報策略；2) 我們看好該併購案可更加完善 Salesforce 服務價值鏈，MuleSoft(API 串接外部平台) → INFA(AI MDM & ETL 進行資料清洗和轉換提資料高品質) →

Data Cloud(CDP 即時且統一化的資料) → Tableau/Agentforce(Analytics 分析 & 商業洞察)

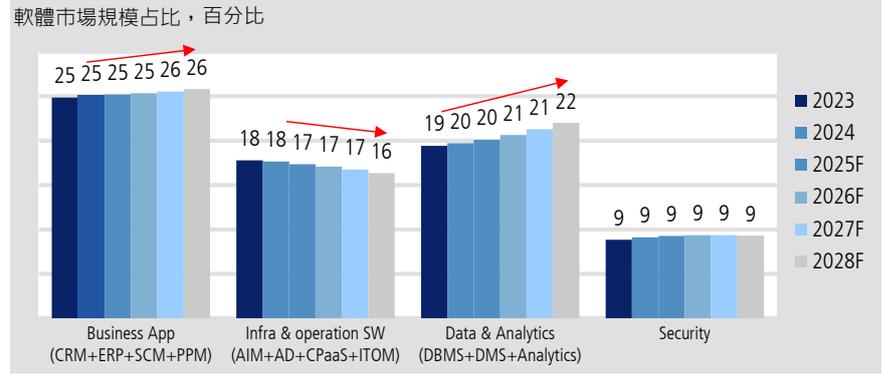
- 我們重啓 Salesforce 研究覆蓋，給予「增加持股」投資，目標價 330 美元，係由 FY26 26x PE(位於 2 年平均)所換算，對比 4Q24 Agentforce 熱潮交易在+2std 評價具吸引力，看好 Data Cloud 及 Agentforce 仍為 Agentic AI 世代重要產品，惟 Service 及 Commerce 業務市佔率流失缺乏動能，短期股價動能受限於 AI 產品變現進程相對緩慢。

#### Adobe : 結構性缺乏亮點與成長動能

- Adobe 公布 F2Q25 (財年止於 11 月)財報股價盤後下跌 1%，係反應剩餘履約價值(RPO)成長停滯，Digital Media 部門 營收 ARR 預測疲軟；AI-first 產品組合 (Acrobat AI Assistant、Firefly App、GenStudio) 預估在 FY25 年底將達到 US\$250mn 的 ARR，管理層表示目前進度已超前。
- GenAI 相關：1) GenStudio 與 Firefly Services 結合，支援企業大規模自動化生成行銷素材，已整合 Google、Meta、TikTok 等主要廣告平台，ARR 季增 +45%；2) 可口可樂等品牌透過 Firefly Custom Models 建立內部 AI 設計系統，凸顯 Adobe 在品牌安全與內容一致性上的差異化優勢；3) Firefly Image Model 4 Ultra 與 Video Model GA 首次對外發表，支援 4K 影片生成、keyframe 控制、語音翻譯。
- 關注焦點：1) Express 生態系統 F2Q25 吸引近 8k 新企業，YoY 約 6 倍，參加 Express Premium 課程的學生數 YoY 85%；2) Firefly App 啟動全球訂閱制加速 AI 從 freemium 向付費轉化訂閱用戶 QoQ +30%，App 流量 QoQ +30%，付費訂閱數近乎翻倍，Firefly 為非專業用戶提供入門機會，也逐步導入企業級商業應用場景；3) Creative Cloud Pro 新分層訂閱開始推行，結合 Firefly、Photoshop Web、AI 功能強化 ARPU 策略，後續升級率與續約週期將是觀察關鍵。
- 我們重啓 Adobe 研究覆蓋，給予「持有」評等，雖管理層看好 AI 產品變現進度超前，惟我們認為 US\$150mn AI ARR 僅占比 FY25 營收 1.1%貢獻有限，Digital Media 產品面臨 Canva 及 GenAI Starups、Digital Experience 面臨 Shopify 等公司激烈競爭，結構性逆風未變。

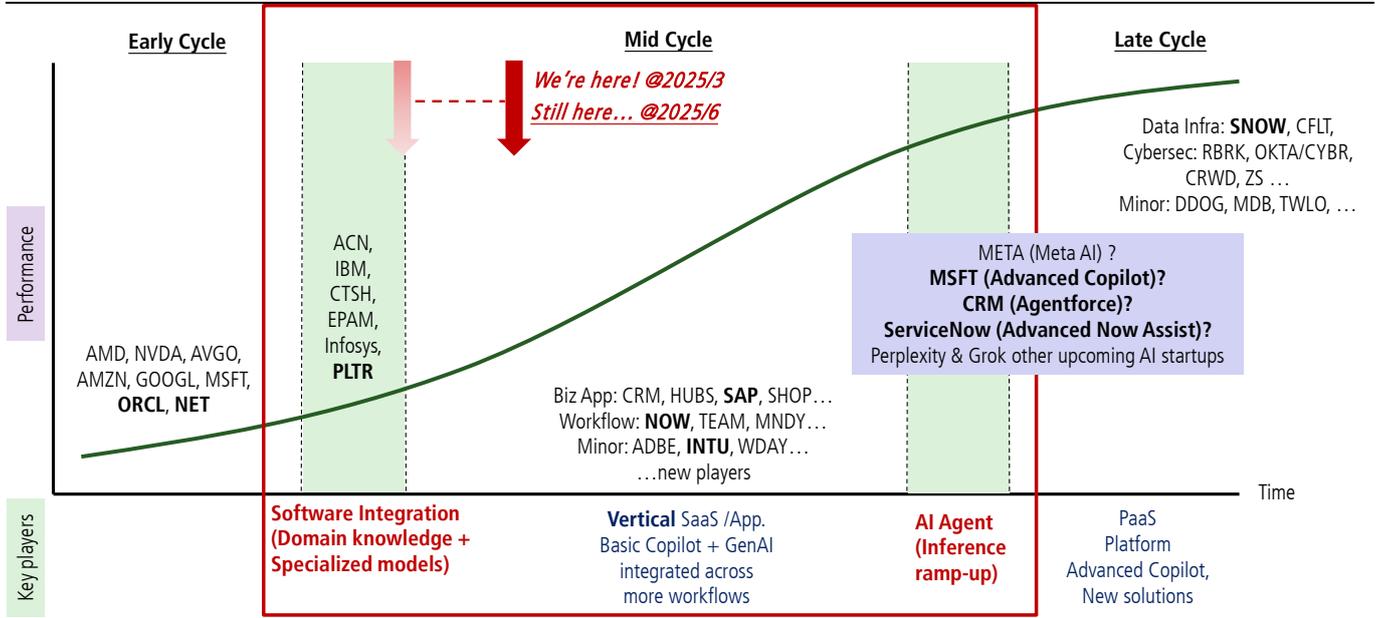
2H25 展望焦點圖表

圖 2 : Biz App 及 Data & Analytics 市場規模占比逐年增加



資料來源: Gartner(1Q25 update) : 凱基

圖 3 : GenAI 科技週期位置，相較 3 個月前未有顯著進展



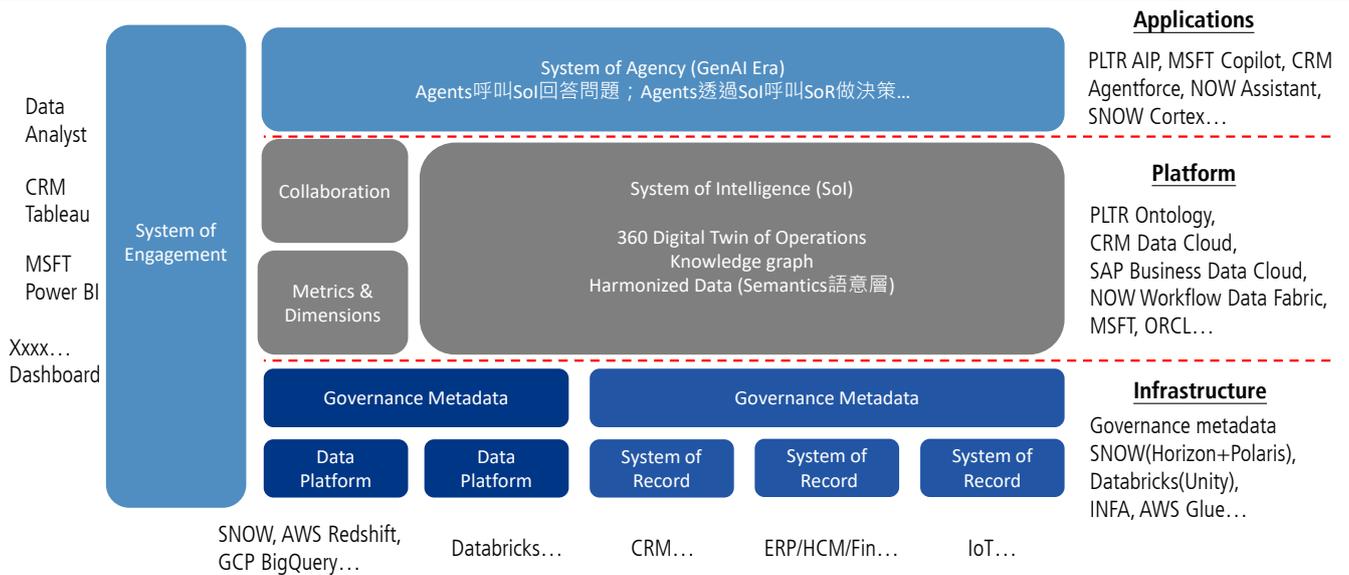
資料來源: 凱基

圖 4：不同能力的 Agent 所需的底層架構有所不同，Agentic AI 要求資料層的打通



資料來源：凱基

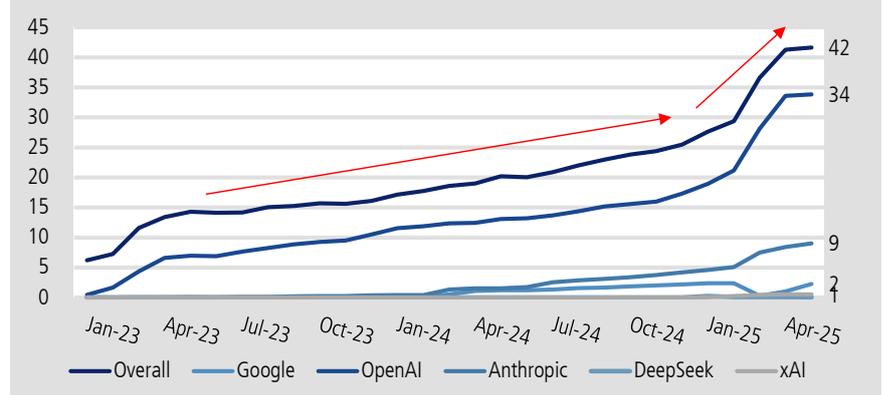
圖 5：資料及分析領域的框架及地景圖，智慧系統/360 知識圖譜/語意層為目前空缺及廠商發展重點



資料來源：<https://siliconangle.com/2025/06/07/beyond-walled-gardens-snowflake-navigates-new-competitive-dynamics/> ; 凱基

圖 6：美國企業付費採用 AI 模型、平台及工具的滲透率於 2025 加速成長

採用比例，百分比



資料來源: Ramp ; 凱基

圖 7：AI 網站流量顯示持續穩健成長

12wk Change	1/3	1/17	1/31	2/14	2/28	3/14	3/28	4/11	4/25	5/9	5/23	6/6
General	-8%	4%	14%	18%	23%	25%	55%	46%	34%	22%	23%	21%
Character & Chat	18%	8%	-1%	4%	-1%	-5%	-7%	-5%	1%	-2%	-1%	-5%
Design & Image Generation	-10%	-4%	-1%	2%	8%	2%	12%	28%	2%	-6%	-11%	-8%
DevOps & Code Completion	56%	74%	83%	74%	73%	99%	127%	108%	105%	76%	66%	41%
Music Generation	-3%	-7%	-6%	-3%	-5%	-1%	-4%	7%	12%	10%	3%	-1%
Video Generation	-9%	3%	5%	15%	16%	8%	3%	9%	5%	-5%	-5%	1%
Voice Generation	-5%	9%	14%	11%	17%	15%	15%	7%	8%	8%	5%	14%
Automation	7%	32%	41%	53%	62%	53%	48%	19%	15%	4%	8%	12%
HCM	-21%	11%	16%	16%	31%	29%	52%	2%	-2%	-4%	4%	6%
Writing & Content	-23%	-13%	-7%	-11%	-9%	-6%	14%	-3%	-12%	-11%	-16%	-19%
EdTech AI	-18%	-9%	-11%	0%	5%	8%	6%	-7%	1%	-9%	-3%	-10%
Customer Support & Experience	-12%	-9%	-6%	-7%	-7%	-11%	5%	-4%	-11%	-12%	-11%	-15%
Travel	-38%	-23%	-17%	-17%	1%	15%	32%	16%	14%	-1%	-2%	1%
All other	-27%	2%	7%	8%	20%	21%	61%	6%	-12%	-15%	-15%	-19%
<b>AI Tools Total</b>	<b>-7%</b>	<b>4%</b>	<b>13%</b>	<b>17%</b>	<b>22%</b>	<b>24%</b>	<b>50%</b>	<b>43%</b>	<b>32%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>

 資料來源: <https://www.similarweb.com/corp/wp-content/uploads/2025/06/attachment-Global-AI-Tracker.pdf> ; 凱基

**圖 8：獲得 FedRamp 認證的公司、產品及採用聯邦政府部門數量**

Provider	Service Offering	Service Model	Authorization Date	實際採購的軟體/服務	Agent Amount
Atlassian	Atlassian Government Cloud	SaaS	2025/3/14	Jira, Confluent, JSM, IT Support	2
	ADOBE EXPERIENCE MANAGER MANAGED SERVICES (AEMMS-GC)	SaaS	2019/6/27	Adobe Experience Manager (AEM)	8
	ADOBE CAMPAIGN	SaaS	2019/9/3	Adobe Campaign	2
	LEARNING MANAGER	SaaS	2019/10/11	Adobe Learning Manager	2
Adobe	CONNECT MANAGED SERVICES	SaaS	2019/6/27	Adobe Experience Manager (AEM)	5
	DOCUMENT CLOUD	SaaS	2018/5/14	Adobe Document Cloud (含 Adobe Acrobat、Adobe Acrobat Sign、Acrobat Services)	6
	CREATIVE CLOUD FOR ENTERPRISE	SaaS	2018/5/14	Adobe Creative Cloud for enterprise	10
	ANALYTICS	SaaS	2019/9/18	Adobe Analytics	1
	ACROBAT SIGN FOR GOVERNMENT	SaaS	2022/5/25	Adobe Acrobat Sign for Government	9
	<b>AWS</b>	AWS GOV CLOUD	IaaS, PaaS, SaaS	2016/6/21	AWS GovCloud
	AWS US EAST/WEST	IaaS, PaaS, SaaS	2013/5/1	AWS	107
Cloudflare	CLOUDFLARE FOR GOVERNMENT	SaaS	2022/12/22	Cloudflare	16
<b>CrowdStrike</b>	FALCON PLATFORM For GOVERNMENT - HIGH	SaaS	2025/3/12	CrowdStrike Falcon Platform for Government	30
CYBERARK	CYBERARK IDENTITY FOR GOVERNMENT	SaaS	2024/3/14	CyberArk Identity (CyberArk Identity Connector, CyberArk Windows Cloud Agent, CyberArk Mac Cloud Agent, CyberArk Identity Browser Extension, CyberArk Identity Mobile application for iOS)	3
	CYBERARK ENDPOINT PRIVILEGE MANAGER FOR GOVERNMENT	SaaS	2024/3/14	CyberArk Endpoint Privilege Manager (EPM Windows Agent, EPM MacOS Agent, EPM Linux Agent)	3
Datadog	DATADOG FOR GOVERNMENT	SaaS	2021/12/15	Datadog	11
Elastic	Elastic Cloud	SaaS	2020/7/22	Elastic Cloud	6
Google	Google Workspace	SaaS	2021/10/28	Google Workspace	15
	Google Services	IaaS, PaaS, SaaS	2019/12/4	Google Services	24
GitLab	GitLab Dedicated for Government	SaaS	2025/5/15	GitLab	1
<b>Microsoft</b>	AZURE GOVERNMENT	IaaS, PaaS, SaaS	2020/4/29	Azure government	69
	AZURE COMMERCIAL CLOUD	IaaS, PaaS, SaaS	2019/5/3	Azure Commercial Cloud	80
	OFFICE 365 GCC HIGH	SaaS	2024/12/26	Office 365 GCC High	3
	OFFICE 365 MULTI-TENANT & SUPPORTING SERVICES	SaaS	2014/11/20	Office 365 (O365) Multi-Tenant & Supporting Services (MT)	93
<b>Okta</b>	IDAAS REGULATED CLOUD	SaaS	2017/4/26	The Okta IDaaS Regulated Cloud service offering	37
	IDAAS GOVERNMENT HIGH CLOUD	SaaS	2023/3/23	Okta for Government High	7
Palantir	PALANTIR FEDERAL CLOUD SERVICE – SUPPORTING SERVICES	SaaS	2024/11/19	PFCSS-SS、Grafana Federal Cloud、SpecterOps BloodHound Enterprise、Rizkly、Manifest Cyber etc.	2
	PALANTIR FEDERAL CLOUD SERVICE - HIGH	PaaS, SaaS	2024/11/19	AIP、Apollo、Foundry、Gotham	9
	PALANTIR FEDERAL CLOUD SERVICE – MODERATE	PaaS, SaaS	2019/12/4	AIP、Apollo、Foundry、Gotham	7
<b>Palo Alto Networks</b>	GCS-HIGH	SaaS	2024/12/9	Prisma Access	1
	GOVERNMENT CLOUD SERVICES	SaaS	2021/1/21	Strata Network Security Platform	26
<b>SAP</b>	CONCUR CLOUD FOR PUBLIC SECTOR	SaaS	2024/1/17	Concur Cloud for Public Sector	18
	DOD CLOUD INTELLIGENT ENTERPRISE	SaaS	2017/6/13	SAP NS2 Secure Node SuccessFactors Suite – DOD (SNSFS)	3
	SAP NS2 CLOUD INTELLIGENT ENTERPRISE	PaaS, SaaS	2017/11/13	SAP NS2 Cloud Intelligent Enterprise (CIE)	25
<b>ServiceNow</b>	GOVERNMENT COMMUNITY CLOUD	PaaS, SaaS	2019/8/12	Government Community Cloud (GCC)	98
SentinelOne	SINGULARITY PLATFORM HIGH	SaaS	2024/9/10	SentinelOne Singularity platform	8
<b>Salesforce</b>	Slack	SaaS	2020/5/20	Slack	10
	GOVSlack	SaaS	2024/1/25	GovSlack	1
	MULESOFT GOVERNMENT CLOUD	PaaS	2019/7/31	MuleSoft's Anypoint Platform	21
	SALESFORCE GOVERNMENT CLOUD PLUS	PaaS, SaaS	2020/5/27	CRM products	69
Snowflake	THE DATA CLOUD ON AWS GOV CLOUD	SaaS	2023/12/8	Snowflake	2
	THE DATA CLOUD ON AWS US EAST/WEST	SaaS	2020/7/2	Snowflake	3
	THE DATA CLOUD ON AZURE GOVERNMENT	SaaS	2020/7/2	Snowflake	1
UiPath	AUTOMATION CLOUD PUBLIC SECTOR	SaaS	2024/3/20	UiPath Automation Cloud Public Sector	4
<b>Workday</b>	WORKDAY GOVERNMENT CLOUD	SaaS	2022/7/11	Workday	3
	ZSCALER PRIVATE ACCESS - GOVERNMENT	SaaS	2022/11/7	Zscaler Private AccessGov	14
	ZSCALER INTERNET ACCESS - GOVERNMENT	SaaS	2022/7/2	Zscaler Internet Access Gov	12
	ZSCALER PRIVATE ACCESS - GOVERNMENT	SaaS	2020/4/29	Zscaler Private Access Gov	26
	ZSCALER INTERNET ACCESS - GOVERNMENT	SaaS	2018/12/14	Zscaler Internet Access Gov	23

資料來源：凱基

**圖 9：獲得 FedRamp 認證但待上線的公司及產品**

Provider	Service Offering	Service Model	Status	Latest Update	實際採購的軟體/服務
Confluent	CONFLUENT CLOUD FOR GOVERNMENT	SaaS	Ready	2025/1/27	Confluent Cloud for Government (CCG)
Oracle	ORACLE GUIDED LEARNING	SaaS	Ready	2025/1/30	Oracle Guided Learning (OGL)
Google	GOOGLE CLOUD VMWARE ENGINE	IaaS	Ready	2023/11/27	Google Cloud VMware Engine (GCVE)
Mastercard	RiskRecon Cybersecurity & Privacy - Reporting and Scorecards	SaaS	Ready	2025/4/17	RiskRecon Cybersecurity Reporting & Scorecards
ServiceNow	Moveworks GovCloud	SaaS	Ready	2025/1/29	Moveworks

資料來源：凱基

圖 10：凱基美股軟體 2025 主題雷達及 non-M7 焦點關注個股

Sector	Themes	Key #s, rational or 2024-25 trigger	Focus names	Related stocks
CRM / ERP / Other App SW	Business Application - 帶有 GenAI 功能軟體支出於 2027 成為主流，帶動上雲趨勢加速	- Trigger1: LLMs & LAM 模型進步且成本大幅降低，AI Agent 協助銷售流程自動化 - AI Agent 導入率 2025/26 上升至 52/82% vs. 2024 10% (per Capgemini)，將成為企業新門戶 - Salesforce Agentforce & Microsoft Dynamics 365 在 Data source+own the path 更具生態系優勢，有助於發展 Agentic AI，採 UBP 模式減緩 Seats 減少之擔憂 - SAP(2027), ORCL(2035) & MSFT(2031) 停止支援本地 ERP 軟體更新，大企業轉換期需 2-3 年	SAP	CRM: CRM, HUBS, MSFT, ADBE, SHOP, NOW ERP/HCM: SAP, ORCL, MSFT, WDAY, NOW Voice Agent/CPaaS: TWLO
Analytics / DBMS / IT Service / AIM	Data & Analytics - 資料彙整 + 基礎架構疏通 = 使用 AI 的第一步	- Trigger: 2025 AI Agent 普及率上升，OpenAI 擴大 DSP(Data streaming platform) 採用 - AI 服務支出佔整體 IT 服務支出比例於 2024 開始攀升，於 2025/26/27 達 0.8/1.7/2% (per BI)，並帶動上雲 & 數位化顧問需求 - DBMS 次產業佔比整體軟體產業 TAM 達 14%，與 CRM 同屬前 2 大次產業，2024-28F CAGR 17% 且較 2022-24F 加速成長 (per Gartner) - Data streaming + LLMs + vector DB = real-time GenAI	SNOW	Analytics / IT Service: PLTR, ACN, IBM, ORCL DBMS / AIM: SNOW, CFLT, MDB, AMZN, MSFT, ORCL
ITOM / AppDev / PPM / DevOps	Workflow reshaping - 敏捷性需求提高，掌握 Workflow 控制 Agents 規劃層	- 到 2026 年，超過 90% 的 IT 營運管理供應商 將在其產品或服務中嵌入 GenAI 功能，相比 2023 年不到 5% 的比例大幅提升 (per Gartner) - 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 (per TheCUBE) - 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% (per TheCUBE)	NOW	NOW, TEAM, MNDY, ASAN, FROG
Cybersecurity	Cybersecurity - 零信任 (ZT) 資安框架仍然是主流論述，但 GenAI 以及 DOGE 正在改變資安公司策略	- ZT 資安架構仍是產業最主流論述，CRWD / NET / ZS / PANW's NGS 仍維持優遠於產業平均之 25-35% 營收年增率，惟 MSFT / AVGO / CSCO 等綜合型科技公司亦擴大資安版圖以平台化 (platformization) 服務其客戶 - 因應 AI Agents 的大量出現，我們認為值得留意的資安領域亦包括 (1) Observability; (2) Data Security; (3) Identity; (4) Security Services Edge - DOGE 為短中期催化劑：除影響約 US\$6.5bn 聯邦政府資安預算，查帳過程中以未加密伺服器登入聯邦網路等作法，料將促使政府及民間部門加大資安投資佔 IT 比重	CRWD	Zero trust: CRWD, NET, ZS, PANW Observability: DDOG, DT, ESTC Data security: RBRK Identity: OKTA, CYBR Security services edge: ZS, NET, PANW, FTNT
Consumer Internet / Fintech	AI Everywhere - AI Search & Agentic commerce 興起，消費者行為及廣告預算開始挪移	- Trigger: GenAI Chatbot 加速各平台從 Search engine 瓜分流量，AI SEO 產業新議題 - 2024 信用卡、抵押貸款及車貸拒絕率攀升至 21/21/11% (per FED of NY) - GenAI 分析非結構化資料，提升銀行服務品質、效率並降低成本，Cloud-native 較具彈性 - 1Q-3Q24 零售網站來自 GenAI Chatbot 的導流增加 1x (per ADBE) - Perplexity 推出 Buy with Pro(partnership w/ SHOP), RDDT 等網站強化防爬蟲機制	V	Digital ads: META, GOOGL, APP, NFLX, RDDT, SPOT Fintech: VMA, SOFI, UPST, AFRM, HOOD

資料來源：凱基

圖 11：1Q25 數位廣告財報通讀

Company	1Q25 Results	2Q25 Guidance	FY25 Guidance	Macro	GenAI
GOOGL	<b>Beat</b> — 營收優於預期 1%，EPS 優於預期 37%，受益於搜尋、網絡和訂閱收入的增長。	<b>No guidance</b> — 管理層表示評論總體經濟仍言之過早，僅說明 2Q25 將面對保險廣告的艱難基期。	<b>No guidance</b> — 廣告營收將面臨 FY24 Financial Services 基期效應的挑戰	-數位廣告預算表現韌性，金融服務（特別是保險）表現領先，其次是零售、醫療保健和旅遊業。 -亞太零售受 De minimis 條款影響形成逆風 -資本支出全年預期不變	-Gemini 2.5 Pro：已推出並持續優化 AIO 體驗 -Circle to Search：已部署至超過 250m 裝置，QoQ 25%，視覺查詢量每月增加 5bn 次 -AIO：現已覆蓋 140 個國家、50 種語言，參與用戶超過 15 億 MAU。
META	<b>Beat</b> — 營收優於預期 2%，EPS 優於預期 21%，成長係由 eCPM YoY 10% 優於市場共識 4.5ppts 帶動，廣告需求強勁，尤其在亞太與其他國家地區表現亮眼。	<b>Inline</b> — 營收指引持平，匯率帶來約 1% 順風，有助 YoY 成長。	<b>No guidance</b> — 降低全年總費用預估，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。	-美國消費支出具韌性帶動廣告穩定成長，中國廣告支出減少但部分轉向其他地區，中小企業投放趨謹慎。 -全年資本支出上調，因加碼 AI 數據中心與硬體投資。	-Advantage+：廣告主使用 AI 創意工具增 30%，含「影片擴展」功能，優化全螢幕廣告。 -GEM：效率翻倍，Reels 測試轉換率增加 5%。 -圖像生成工具：全廣告主開放，支援創意生成，計劃推「虛擬試穿」功能。 -Llama 模型：Threads 推薦增 4% 停留時間，計劃用於照片、視頻推薦。 -Meta AI 個人化：記憶用戶互動，增參與度，整合至多平台及獨立應用。 -Edits 應用：支援視頻創作，含 GenAI 工具如背景移除、圖像動畫化。 -Ray-Ban Meta AI 眼鏡：語音指令及即時翻譯，MAU 增 4 倍。 -Horizon AI 工具：助用戶創建 VR 體驗，隨 Quest 3S 普及加深參與。
APP	<b>Beat</b> — 營收優於預期 7%，EPS 優於預期 14%，源自持續改進的 AI 驅動技術以及網頁廣告解決方案的完整季度貢獻。	<b>Beat</b> — 廣告營收優於預期 10%，受惠營運動能強勁與自助平台推進。	<b>No guidance</b> — 僅指出電商廣告將成第二成長曲線，預佔比達 10%。	-行動遊戲廣告佔比逾九成，不受關稅影響，F7 少數非遊戲廣告主恐受 2025 潛在貿易關稅衝擊，但整體風險可控。	-AXON 2：廣告支出在短時間內成長 4 倍。 -自助服務儀表板：預計推出，將可能是未來成長催化劑。
U	<b>Beat</b> — 營收優於預期 4%，係由 Unity Vector 早期成功及低利潤業務縮減推動。	— 營收符合預期，但 EBITDA 低於預期 11%，因傳統廣告下滑及非策略收入減少抵銷 Vector 增長。	<b>No guidance</b>	-產業轉向高利潤訂閱與 AI 廣告解決方案。	-Unity 廣告網絡已提前於 2Q25 全面遷移至新 AI 平台 Unity Vector，相較舊模型，安裝量和應用內購買價值提升 15%-20% -Unity 6：推出後累計下載超 4.4m 次，43% 活躍用戶已升級；4 月發佈的 Unity 6.1 預計下半年才會貢獻。
TTD	<b>Beat</b> — 營收優於預期 7%，EPS 優於預期 32%，Kokai 快速採用及 4Q24 戰略升級推動。	<b>Inline</b> — 營收與 EBITDA 大致符合預期，Kokai 推升表現，但總體經濟與品牌預算壓力限制上調空間。	<b>No guidance</b>	-總體經濟波動加劇，行銷預算面臨消費支出集中於開放網路的挑戰，廣告主需更透明、數據導向方案。 -Google 反壟斷案與拍賣機制審查有利開放網路，CTV 長期趨勢強化 TTD 優勢。	-Kokai 採用進展：Kokai 核心功能已交付，約三分之二客戶使用，採用速度超前計劃，預計年底前 100% 客戶轉換；每次轉換成本降低 24%、每次獲客成本降低 20%，數據使用量增長 30% 推升廣告支出。 -Deal Desk 計劃：將推出 Deal Desk，打造類似期貨市場的交易模式，提升預售及期貨市場的精準度和表現，超越現有模式。 -JBP 框架合作：超 40% 支出來自具有長期承諾的 JBP 合作，增長速度比整體支出快 50%，強化客戶關係與穩定性。 -Open Siri 推出：1Q25 完成對 Sincera 收購，將免費提供 Open Siri，提升生態系統透明度與廣告效率。
MGNI	<b>Beat</b> — EPS 優於預期 50%，係由於廣告支出強勁及成本優化推升利潤率。	<b>Missed</b> — 指引擴大且低於市場預期 5%，因總體經濟不確定性影響能見度。	<b>Missed</b> — 未重申 FY25 營收年增超 10% 目標。	-CTV 廣告持續成長，廣告支出尚未明顯下滑，惟關稅恐影響汽車與零售等垂直領域 -程序化 CTV 韌性佳，DV+ 相對承壓。	-下一代 SpringServe 平台預計於今年 7 月全面推出，提供智能廣告決策、動態調解、集中化的交易管理和統一的用戶界面報表 -Curator 產品中基於 AI 的受眾發現功能已上線，管理層是已獲得市場認可 -正在投資使用 LLM 來提升管理供應（特別是 CTV）的可尋址性，預計在未來幾季開始推出改進。
PINS	<b>Beat</b> — 營收大致符合預期，EBITDA 優於預期 36%，主要受惠於零售與新興產業（如金融服務）表現強勁。	<b>Beat</b> — 營收指引高於市場預期，因內容相關性與使用者參與度提升帶動穩健成長。	<b>Raised</b> — FY25 營收預估上調約 4%，反映全行銷漏斗能力與市占提升。	-消費支出健康成長，MAU YoY 10% 至 US\$570m，反映平台黏性與新興產業廣告動能強。 -AI 投資推升營運支出，關稅變動對亞洲廣告主構成逆風但已部分轉向歐洲。	-Pinterest 多模態 AI 結合 Taste Graph（兩年 YoY 增長 75%），提升推薦準確率 30%，強化美加英女性時尚視覺搜尋的個人化與商品推薦。 -Performance+：ROAS 出價降低 CPC，Image Resizing 提升點擊率 6%，FY25 起顯著貢獻營收，屬多年成長週期。
CRTO	<b>Inline</b> — 扣除 TAC 營收、毛利率符合預期，但 EPS 優於預期 41% 受益於成本控制良好與零售媒體、社交廣告活動成長。	<b>Missed</b> — EBITDA 低於市場預期 26%，主因為大型零售媒體客戶退出與總體經濟逆風影響。	<b>Cut</b> — 同 2Q25	-總體經濟壓力顯現，非必需品類別消費疲軟 -CRTO 表示四月份整體經濟表現疲軟，特別是在美容和時尚類別的銷量減少，不過旅遊類別的強勁成長有所抵銷。	-Commerce Go：僅需五次點擊即可啟動高廣告系列，1Q25 活動量 QoQ 成長 45%。 -SKU 層級社交廣告：1Q25 推出，透過 Commerce Audiences 的 AI 技術實現精準定位，推動社交活動增長 40%。 -站內影片廣告：1Q25 推出並進入一般可用性，並計劃在今年內推出基於結果的原生站內顯示廣告。
SPOT	<b>Missed</b> — EPS 低於預期 51%，係由於未預期的社會性稅金增加導致獲利承壓。	<b>Missed</b> — 營利率低於預期 3%，因社會費用影響持續，MAU 指引低預期，反映保守預期。	<b>No guidance</b> — 僅預計全年毛利率將有起伏，4Q25 因季節性因素表現強勁	-免費增值模式維持高留存參與度，廣告市場雖不確定但自動化與影像 Podcast 帶動 Z 世代使用。	無

資料來源：凱基

圖 12：1Q25 數位廣告財報通讀 (續)

Company	1Q25 Results	2Q25 Guidance	FY25 Guidance	Macro	GenAI
NFLX	<b>Beat</b> — 營收大致符合預期，EPS 優於預期 16%，多元化業務使其保持防禦性。而盈利率優於預期 11ppts 係由於內容資產攤銷減少，美元貶值有利其提升。	<b>Beat</b> — EPS 優於預期 12%，且北美營收的增速預計將出現重加速。	<b>Reiterate</b> — 反映了會員數量將持續健康成長及廣告營收翻倍。	-目前的總體環境，留存率穩定且強勁、參與度保持健康。	無
RDDT	<b>Beat</b> — 營收/EPS 優於預期 6%/63%，來自廣告業務在品牌和效能廣告、大型廣告客戶與 SMBs 以及藥品、零售、汽車、電信和金融等垂直行業。	<b>Beat</b> — 營收/EBITDA 優於預期 7%/16%，原先市場預期廣告業務在宏觀經濟環境的影響下可能會有所疲軟。	<b>No guidance</b>	-強調其受亞洲廣告主減少支出影響非常有限。 -廣告業務在藥品、零售、汽車、電信和金融等垂直行業中表現強勁。	-Reddit Pro Trends 4Q24 推出以來，使用 Reddit Pro 的公司數量比上季增長了 2 倍多。 -Answers 已經達到每週 1mn 用戶，希望將其更深度整合進 Reddit 並建立搜索框。 -正在努力使現有影片資產更容易移植到廣告堆疊中以便自動重新裁切等，並且正在整合 Memorable AI。
SNAP	<b>Inline</b> — 營收及 EPS 皆大致符合預期，其中營收增長係受益於直接回應廣告解決方案進展、SMB 業績及 Snapchat+ 訂閱業務的成長	<b>Missed</b> — 鑑於未來幾個月宏觀經濟狀況如何演變的不確定性，未提供指引。	<b>No guidance</b>	-品牌導向廣告收入較去年同期下降 3%，原因是所有地區上層通路需求疲軟 -一部分廣告商說支出受到了最低限度豁免變化的影響	-透過 Gemini 推出增強的多模式功能，將影像理解擴展到更多地區。 -My AI 在美國的每日活躍用戶數量 YoY 55% 以上。 -Lens Studio 製作了超過 4m 個鏡頭。 -提升模型的新鮮度和訓練資料規模，模型學習速度提升 6 倍，訓練的歷史互動資料量增加 5 倍以上。
DIS	<b>Beat</b> — 營收大致符合預期，EPS 優於預期 21%，主要來自娛樂部門，包含行銷費用減少及串流訂閱費提高。	<b>No guidance</b>	<b>Raise</b> — EPS 指引從原先的 US\$5.3 上調至 US\$5.75，FY25 娛樂板塊的營收將實現雙位數增長，體驗業務的營收將 YoY 6-8%；體育業務的營收將 YoY 18%。	-中國市場消費者支出有所減少，反映中國消費者因經濟挑戰而收緊開支的情況，而樂園的入園人數仍然表現良好 -雖然消費者層面存在一些擔憂，但廣告需求依然強勁，特別是在直播體育賽事方面，F2Q25 廣告收入增長超過 20%	無
ABNB	<b>Inline</b>	<b>Inline</b> — 營收及持平或略低於預期，主因是計畫於今年投資約 US\$200-250bn 於啓動和擴展新業務。	<b>Reiterate</b> — 管理層表示 EBITDA 利潤率至少為 34.5%。	-美國國內旅遊高收入旅客未受總體經濟影響，整體來說短期預訂增長強勁，長期預定相對疲軟 -到美國的外國遊客數量有所下降，但該業務僅佔總業務 2%至3%，整體影響不大	-基於新技術從零重建應用程式，5 月 13 日將發布夏季版本 -賓客最愛的功能自推出以來，房客最愛的房源已預訂了超過 350mn 晚 -choggle 過去兩年內已有超過 1700mn 人使用，並於上月推出總價顯示功能

資料來源：凱基

圖 13：1Q25 電商及 O2O 財報通讀

Company	1Q25 Results	2Q25 Guidance	FY25 Guidance	Macro	GenAI
AMZN	<b>Inline</b> — 營收大致符合預期，EPS 優於預期 17%，全業務大致符合預期，零售銷售及廣告相對強勁；AWS OPM 優於預期	<b>Missed</b> — 營收指引符合預期，營業利益財測低於預期 16%，隨關稅影響、Kuiper 發射成本提前、股票為基礎的薪酬季節性增加	No guidance	-現在很難判斷關稅將會發生什麼變化，消費者需求和其他的不確定性導致公司稍微擴大了指引範圍 -關稅尚未減少需求，但部分品項有囤貨潮(試圖為客戶保持低價)，還沒有明顯漲價	-Alexa+ 已擁有超過 10 萬名用戶 -發布了 Amazon Nova Sonnet (新的語音到語音基礎模型)
SHOP	<b>Missed</b> — 營收大致符合預期，EPS 低於預期 3%，毛利下滑高於預期(PYPL 支付渠道在會計認列轉換)，GMV 放緩但符合預期(美國消費淡季)	<b>Inline</b> — 財測保守，預計營收和毛利增長將溫和減速，毛利 YoY 略低於預期 1%，毛利率壓縮的驅動因素與 1Q 一致	No guidance	-儘管關稅存在不確定性，但年初至今的支出和商家新增趨勢保持穩定 -SHOP 估計先前中國商品符合最低限度豁免條件的相關 GMV 僅占 1%，關稅對業務的破壞性將小於最初的擔憂	-TariffGuide.AI 用以協助賣家應對快速變動的關稅政策，彰顯了 SHOP 能夠快速回應商戶訴求的強大執行力
SE	<b>Beat</b> — 營收大致符合預期，調整後 EBITDA 優於預期 44%，獲利受益於廣告營收 YoY 50%+，且訂單物流成本降低	<b>No guidance</b>	<b>Reiterate</b> — 維持 2025 全年電商 GMV YoY 20%、Garena 用戶數及 Bookings YoY 雙位數指引	-尚未看到總經風險對 Shopee 成長產生實質影響。主因為跨國業務佔比較小。任何方面的跨境貿易影響都不會對整體業務產生重大影響	-AI 技術優化物流和用戶體驗，顯著提升客戶滿意度，Shopee AI 助理也協助賣家處理日常客戶查詢
MELI	<b>Beat</b> — 營收優於預期 8%，EPS 優於預期 16%，阿根廷營收和利潤率表現強勁，抵消了巴西和墨西哥信用卡業務以及巴西物流的投資	No guidance	<b>No guidance</b>	-在短期內，關稅沒有帶來任何改變，尚未與美國關稅相關的重大影響 -墨西哥和巴西的關稅會增加成本並降低該地區跨境貿易量，但流入阿根廷的貨物數量增加	無
UBER	<b>Inline</b> — 營收、總預訂量大致符合預期，總預訂量增長放緩由於叫車業務定價降低以及行程結構轉向國際市場，但外送總預訂量增長穩定	<b>Beat</b> — 總預訂量、調整後 EBITDA 指引皆優於預期；叫車次數指引接近 20% YoY，結合溫和定價增長，將推動總預訂量增長	<b>No guidance</b> — 不願意對下半年做出指引	-用戶成長與使用頻率與上季一致，用戶購物規模並未繼續增加，尚未看到消費水準下降 -UBER 正調節價格上漲	-純軟體開發商持續為 OEM 提供更複雜的 AV 平台，從現在起 10 年後，世界上每輛售出的新車都會配備 4 級、5 級 AV，對於街道安全以及 Uber 平台是極好的結果
DASH	<b>Missed</b> — 營收大致符合預期，EPS 低於預期 7%，1Q 季節性強勁，但 DASH 會在此期間投資 Dasher，對利潤率造成短期壓力	<b>Inline</b> — GOV 與調整後 EBITDA 指引大致符合預期，展望假設消費需求和外幣匯率保持相對穩定，支撐交易量持續性增長的因素未變	<b>No guidance</b> — 指出銷售量增長和單位經濟效益改善，GOV、EBITDA 預計將在下半年持續增長	-目前還未看到任何關稅影響以及消費者行為有任何變化，強調食品(外送)具有彈性	無
GRAB	<b>Beat</b> — 營收大致符合預期，EPS 優於預期 106%，用戶增長是主要驅動力 (MTUs YoY 17%)，利潤率穩健得益於廣告滲透率與外送業務利潤率提升	<b>No guidance</b> — 僅指出 2Q25 乘車和外送業務的 QoQ 將出現反彈	<b>Raised</b> — 鑑於 1Q 的強勁表現，上調全年 EBITDA 指引約 3%；重申營收指引不變	-尚未看到任何消費者疲軟的跡象 -已做好準備抵禦任何經濟衰退或放緩	-利用 AI 來微調促銷和激勵措施的方式明顯比六個月前更好

資料來源：凱基

圖 14：1Q25 金融科技財報通讀

Company	1Q25 Results	2Q25 Guidance	FY25 Guidance	Macro	Gen AI
XYZ	<b>Missed</b> — 主因 Cash App 毛利成長僅 +10%，低於預期，拖累整體毛利表現。	<b>Reiterate</b> — 預估毛利 YoY +9.5%，與管理層早前預期一致，無進一步下修。	<b>Cut</b> — 全年毛利成長由 +15% 下修至 +12%，反映宏觀展望轉保守。	消費支出疲軟，稅季退款 inflow 不如預期，尤其拖累 Cash App 交易活動。	N/A
FI	<b>Beat</b> — EPS beat，但營收與 FCF missed，主因 Clover GPV 成長放緩與季節性現金流壓力。	<b>N/A</b> — 管理層口徑為下半年加速、Q2 成長逐步恢復。	<b>Reiterate</b> — 維持 FY25 EPS 與 FCF 指引，僅下修毛利成長預期 (+15% → +12%)。	非必需消費（如旅遊、餐飲）疲弱，QSR 與超市穩健；管理層未提及 IT 支出或關稅影響。	N/A
MA	<b>Beat</b> — 營收與 EPS 均優於預期 2-4%，主因為跨境交易與增值服務表現強勁，加上回購金支出較低。	<b>Raised</b> — 預期 2Q 收入 YoY 15-17%，優於市場預期約 3%，主因核心動能穩健。	<b>Raised</b> — FY25 收入成長指引由 10-12% 上調至 13-15%，反映對全年營運更有信心。	消費穩健、旅遊韌性、中東與非洲放緩；美國就業與薪資支撐支出，歐洲略疲弱，地緣與關稅仍具不確定性	1) 推出 AI 生態服務 (Agent Pay、Mastercard Move) 2) 強化資安 (Recorded Future 收購) 及訂閱管理 (Minna 收購) 3) AI 驅動資安成長，支持 VAS 部門。
V	<b>Beat</b> — F2Q25 營收與 EPS Beat (EPS US\$2.76、營收 US\$9.6bn YoY +9-11%)，主因增值服務與數據處理收入強勁，交易量雖受閏年影響放緩但整體仍穩健。	<b>Reiterate</b> — F3Q25 財測重申營收年增為低雙位數，費用與 EPS 同步成長，獎勵成本雖預期加速但有定價調整抵銷，展望穩健。	<b>Reiterate</b> — FY2025 財測維持不變，預期營收成長為低雙位數，費用為高個位數至低雙位數，EPS 預期為高個位數增長。	消費情緒穩定，各收入族群皆見成長，旅遊支出短暫放緩但四月回升，跨境 YoY 約 +13%，管理層淡化宏觀逆風影響。	1) 推出具備 AI 模組、風控、代幣化與結算功能的模組化平台，讓金融機構與企業客戶可彈性整合 AI 解決方案。
PYPL	<b>Beat</b> — EPS \$1.33 大幅優於預期，受益於行銷費用控管與稅率下調。	<b>Reiterate</b> — 營收成長受 Braintree 調價拖累，但 EPS 受惠稅率下調上修至 +8-10%。	<b>Reiterate</b> — 儘管 Q1 優於預期，公司維持全年財測不變。	消費穩定、跨境關稅影響小 (美中 TPV <2%)。	N/A
C	<b>Beat</b> — EPS \$1.96 優於預期，主因 NII 上升與費用控制良好。	<b>Raised buyback</b> — 預計回購 \$2.4B (高於 \$1.75B 指引)，反映資本回購意願提升。	<b>Reiterate</b> — 維持全年營收 \$83.1-84.1B 與費用略低於 \$53.4B。	消費信貸壓力升溫 (信用卡 NCO 上升) 仍受到季節性變化	N/A
JPM	<b>Beat</b> — EPS 連續第 11 季優於市場預期 (US\$5.07；核心 EPS 約 US\$4.82-4.92)，主因交易與費用控制良好，雖然貸款準備金大增但已被淨利息與手續費收入抵銷。	<b>N/A</b> — 但提到投行手續費恐持平，直到下半年才有望回升，反映市場觀望與不確定性影響。	<b>Raised</b> — FY2025 NII 指引從 US\$94bn 上調至 US\$94.5bn；費用與信用卡撥備率指引維持 US\$95bn、3.6% 不變。	管理層提到：關稅與地緣政治導致企業決策延遲 (如併購與招聘)，平均失業率假設上調至 5.8%，整體處於「觀察是否衰退」的階段。	N/A
HOOD	<b>Beat</b> — 營收與 EPS 優於預期，主因交易收入強勁、用戶活躍，但利息收入與 EBITDA 略低預期。	<b>N/A</b> — 但 4 月交易與存款動能仍強，維持樂觀口徑。	<b>Slight miss</b> — 全年費用指引 (含 SBC) 略高於預期，反映 TradePMR 整合支出。	消費動能略降，投資人轉趨保守；關稅衝擊導致部分客戶轉向現金，保證金水位略降	1) Cortex AI 輔助投資平台推出與客服導入，有助提升交易體驗與留存率
COIN	<b>Missed</b> — 交易量下滑、收入組合轉向機構與衍生品導致 EPS 和營收皆低於預期。	<b>Cut</b> — 管理層預期 4 月交易收入月減 40%，S&S 收入也低於市場預期。	<b>Cut</b> — 2025 年 EPS 由 \$7.81 降至 \$5.81，反映交易動能疲弱與費率壓力。	整體加密市場情緒疲弱。	N/A
UPST	<b>Beat</b> — 放款金額超預期 +89% YoY，EBITDA 遠優於指引 (\$43M vs guide \$27M)，但 take rate 下滑拖累貢獻毛利率。	<b>Cut</b> — 營收與 EBITDA 略低於市場預期，主因 marketplace take rate 偏低。	<b>Raised</b> — FY25 營收由 \$1.00B 上調至 \$1.01B，EBITDA margin 上調至 19%。	2H25 宏觀變數的不確定性提高、估值假設較為保守	1) 導入 NLP embeddings 強化 AI 風控模型，Analyst Day 將進一步說明。
SOFI	<b>Beat</b> — 營收、EPS、Adj. EBITDA 全數優於預期，主因 Lending 與 Financial Services 強勁成長。	<b>Raised</b> — 三項指標 (營收、EBITDA、EPS) 皆上修，反映 LPB 放款與信用品質穩定。	<b>Reiterate</b> 上修區間上緣 — 提供區間內強勁預估，維持成長趨勢。	總經、利率的不確定性恐使 EPS 難以達到、估值下修	N/A
AFRM	In-line — 營收與利潤皆符合預期，EPS 小幅優於預期。	<b>Reiterate</b> — F4Q25 財測區間符合預期，未見明顯上修或下調。	<b>Reiterate</b> — FY25 營收與營業利潤率展望皆維持原先區間、符合市場預期。	中低收入族群出現部分提前支出跡象，AFRM 在非必需品耐久財具潛在受惠機會，但旅遊需求放緩為風險。	N/A

資料來源：凱基

圖 15：1Q25 商用軟體財報通讀

Company	1Q25 Results	2Q25 Guidance	FY Guidance	Macro	GenAI	DOGE
MSFT	<b>Beat</b> - Rev. beat 3%, EPS beat 7%, Azure beat 4ppts 受惠 GenAI 用量成長與非 AI 業務執行力	<b>Beat</b> - Rev. beat 2%, OP beat 2% 受惠於 Azure 強勁需求	N/A	-截至四月商務, LinkedIn, 遊戲及搜尋需求維持一致, F4Q25 財測假設維持 4 月相同步調	- 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% - E5 & Copilot 帶動 M365 ARPU	N/A
NOW	<b>Beat</b> - Rev. inline, EPS beat 5%, 受惠於 NNACV 由政府、製造業等垂直產業帶動優於預期	<b>Inline</b> - Rev. inline, OPM miss 1ppts, 財測採取較保守方法	<b>Raised</b> Sub. Rev. US\$5mn	-CEO 們在不確定性下, 重新專注於成本削減透過消除低效率、更新過時的技術堆疊以及恢復整合企業, 面對關稅議題 ServiceNow 可提供供應 AI Agent	- Pro Plus 交易數量 YoY 400%, 39 個客戶採用 3+ Now Assist 產品, Pro Plus 包含在前 20 大交易中的 15 筆 - 內部採用 AI 使 lead-to-sale 轉換率提高 16x, 員工繁瑣工作減少 86%、系統管理員用例回應時間從 20 分鐘縮短至數秒	- 美國公共部門 YoY 30%, 有 6 個新客戶, 1 個聯邦新客戶, 全球取得 40 個新客戶, 目前具 1,700 個聯邦和公共部門客戶 - 持續看好 DOGE 節省預算開展當運現代化將有利 ServiceNow, 政府目前正在應對預算緊縮和任務需求的不斷變化, 重新調整後將迎來龐大需求, 每個機構尚有數百個遺留系統 - 部分美國聯邦政府的地端部署專案意外提前至本季轉為託管方案, 影響營收認列時間點
SAP	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS beat 12%, 受惠於 S/4 HANA 遷移持續	N/A (不提供季度財測)	<b>Remained</b>	- 產品在新環境下, 可提供貿易管理、財務模擬等決策支援 - 看到市場較擔心的汽車、製造業仍持續遷移至 S/4 HANA, 尚未看到受關稅衝擊大的產業減少軟體購買 - 先前重組計劃裁員 3k, 已開始重新雇用部分員工, 但考量總經因素推遲招聘 - 總體經濟對交易類型的雲端營收產生壓力	- Business Data Cloud (BDP) 在 1Q25 完成 20 筆交易, 客戶 KION, Villeroy & Boch, Ferring - 渣打銀行將 Joule 導入於 80k 員工 - 內部使用讓顧問每天最多節省 90 分鐘, 開發人員效率提升 30%, 開始推出標準化和自動化的雲端合約 CPQ 時間縮至 24 小時內	N/A
DDOG	<b>Beat</b> - Rev. beat 3%, EPS beat 6%, 受惠於客戶使用量成長健康	<b>Beat</b> - Rev. beat 2%, OP miss 7%, EPS miss 2%, 獲利低於預期係因雲端託管成本上升	<b>Raised</b> 1% to US\$3,215-3,235mn	- 目前銷售週期並無受總經因素影響, 新客戶中包含嚴重受關稅影響的公司, 雲端遷移和可觀察性對企業來說可節省經費, 從 CSP 財報亦可觀察上雲趨勢一致 - 企業客戶使用量成長健康, 然略低於上季, SMB 使用量成長與上季類似, 2Q25 銷售管道強勁, 逐年健康成長	- AI-Native 客戶佔 ARR 8.5%, YoY 2ppts, 貢獻 6ppts 營收成長, QoQ 1ppts, YoY 2ppts - 與領先 AI-Native 簽署 7 位數 ACV 擴張合約, 該客戶需要減少工具碎片化以滿足使用量和員工數量的高速成長, 透過此擴展, 客戶將使用 5 種產品, 並將替換用於 APM 和日誌管理的商業工具 - AI 產品已超 4k 客戶, YoY 100%, 客戶和使用量持續成長	N/A
PLTR	<b>Inline</b> - Rev. inline, Gov. Rev. beat 8%, 受惠於 Maven 採用率持續成長	<b>Beat</b> - Rev. beat 4%, OP beat 8%	<b>Raised</b> 4% to US\$3,890-3,912mn	N/A	- 向北約提供 Palantir 的 Maven 智慧系統, 以便在其 32 個成員國部署 AI 任務指揮解決方案 - Maven 智慧系統的採用率持續成長, 2024 年前九個月的使用量翻倍, 之後五個月的使用量再次翻倍	DOGE 對現有美國政府系統施加壓力, 迫使政府作出改變, 深信公司軟體價值會讓政府持續與其合作
CFLT	<b>Inline</b> - Rev. inline	<b>Miss</b> - Rev. miss 4%, 反應大客戶開始 IT 優化	<b>Miss</b> Cut Sub Rev. 1%	- 宏觀環境存在多個不穩定因素, 導致部分客戶減少了 IT 支出, 部分大客戶自 3M25 開始放緩導入新產品並著手於成本優化 - 目前財測保守假設在成本優化後的消費短期不會反彈 (與先前狀況不同), 然管理層亦提及客戶先前已展開效率優化使再度優化空間有限	- GenAI Native 客戶包含 Lytftoff.io、Cursor、Thinking Machines - 隨 GenAI 趨向實際應用, 公司的單一資料處理平台被證明是具價值, 已看到客戶對 Flink 與 Tavleflow 的濃厚興趣和採用	- 聯邦業務佔比僅個位數, 目前狀況與一般業務一致, 3Q 通常是旺季, 正努力獲得正式的 FedRAMP 認證, 2025 年對聯邦業務的期待低
NET	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS miss 6%, Billings beat 38%, RPO beat 5%, 受惠於 Workers AI 驅動公司持續簽下大訂單	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS miss 5%	<b>Remained</b>	- 尚未看到全球 HTTP 請求數量和總量出現變化	- Workers AI 驅動公司完成與領先科技公司完成為時五年, 歷史上最大 US\$130mn 交易 - Workers AI 推理請求數量 YoY 4,000%, 透過 AI Gateway 的請求數量 YoY 1,200% - 代表性客戶 Asana、Atlassian、Block、PayPal、Century、Stripe - 管理層持續強調 Workers AI 的彈性, 並在與 CSP 的競爭中勝出 - 在 MCP/A2A 標準發布後, 客戶信任公司對資安的重視, 因此 Stripe、Block 等客戶利用 Workers AI 建構 AI Agent, 估計大約 80% 的主要人工智慧公司都是 Cloudflare 的客戶	- 取得歐美政府機構訂單, 政府逐漸由傳統資安架構轉移至 ZT

資料來源：凱基

圖 16：1Q25 商用軟體財報通讀 (續)

Company	1Q25 Results	2Q25 Guidance	FY Guidance	Macro	GenAI	DOGE
TEAM	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS beat 6%, 企業營收受到大型複雜交易使交易週期拉長	<b>Inline</b> - Rev. inline, OPM inline	N/A	- 中小企業客戶領域的付費席次擴張率與上一季一致，目前尚未看到總經影響	- AI MAU 1.5mn，高端企業附加產品銷售額年增超過 40% - 將 Rovo 納入 Jira、Confluence 和 JSM 的高級企業訂閱以及即將推出的標準版中 (TEAM '25 已宣布) - 希望透過 Rovo 免費採用來擴大客戶黏性，依然維持中期 CAGR 20% 預期	N/A
MNDY	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS beat 57%	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS inline, 考量總經因素更加保守	<b>Raised</b> 1% to US\$1,220-1,226mn	- 企業與 SMB 需求狀況在 1Q25 及 4M25 需求一致，也尚未看到競爭和勝率出現變化 - 管理層表示雖尚未看到客戶行為出現變化，但總經不確定性更高，預期今年年底 NDR 可能低於 112%，財測方面考量總經因素亦更加保守	- AI Actions 26mn 次, QoQ 150% - AI 貨幣化仍在早期階段，已觀察到客戶在獲得新價值時將確實付費	N/A
DT	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS beat 9%, 受惠於 DPS 模式擴大採用與 GTM 改善	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS beat 4%, 財測採較保守方法	<b>Initiate</b> Rev. US\$1,950-1,965mn	- 尚未看到總經對業務的影響，但財測仍採保守方法預告銷售週期拉長	- AI-Native 平台為差異化因素，Grail 無索引、無綱要 Lakehouse 使公司具備優勢 - Forrester 將 Dynatrace 評為 AIOps 領導者，並在 Current Offering 中給予最高分	N/A
CYBR	<b>Beat</b> - Rev. beat 4%, EPS beat 24%, 受惠於 Venafi 整合超出預期，機器身份業務表現強勁	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS inline, 財測採較保守方法	<b>Raised</b> 0.3% to US\$1,313-1,323mn	- 在總經不確定性下，財測傾向保守態度，業務未受影響並相信大環境會推動客戶向平台整合	- 管理層認為隨 AI Agent 規模提升，每個 Agent 保護的價格會隨之下降，但整體交易規模仍會提升，目前機器端平均交易金額通常是人類端的 3-5 倍 (Secert 端皆為 1.5-2x)，Sailpoint 並非機器身費競爭對手 - 與 Accenture 建立合作關係，結合身分安全平台與 ACN AI Refinery，為客戶提供開箱即用的安全性	N/A
INFA	<b>Beat</b> - Rev. beat 3%, EPS miss 6%, 由強勁的雲端運算成長推動	<b>Miss</b> - Rev. miss 3%, OP miss 18%, 內部維護和自我管理營收持續下滑	Remained	至 4 月尚未看到客戶購買行為有明顯變化，多數軟體和服務都被視為必不可少	- DMC GenAI 客戶 175 位，上季執行了約 200k LLM 呼叫或提示，GPT 客戶 500 個	N/A
TWLO	<b>Beat</b> - Rev. beat 3%, EPS beat 24%, AI-Native 客戶表現亮眼	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS inline, 財測採較保守方法	<b>Raised</b> Rev. YoY 0.5ppts to 8.5-9.5%	- 總經因素尚未對公司業務產生不利影響，但在財測上採稍微保守的態度	- AI-Native 新客戶表現亮眼，包含 bland.ai、Sierra、Synthflow，醫療保健患者財務體驗平台 Cedar 使用公司產品建構 AI 語音 Agent 預計到 2025 年底達成 30% 來電自動化 - 與 11 Labs 建立合作夥伴關係，客戶現在可以獲得 40 種語言的 1,000 多種聲音 - 推出 Generative Custom Operators 功能，讓品牌使用自然語言來描述想從客戶互動中了解的內容 - 內部使用 AI 在 1Q25 處理 85% 入站，與 AI Agent 互動的客戶從免費試用升級到付費帳戶的可能性增加 3 倍	N/A
TYL	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS beat 9%, 新增訂單較為疲軟	N/A	<b>Raised</b> 0.4% to US\$2.31-2.34bn	N/A	N/A	- 重申營收佔比最高的地方政府財源為財產稅與公用事業收入，在不確定性環境下相較穩定 - 不預期 DOGE 會對公司營運帶來顯著影響，多數服務皆為關鍵並提高政府效率 - 聯邦業務中有 4-5 件在 HHS, USAID 的交易被取消，但加總影響低於 US\$1mn
CHKP	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS inline, 產品營收受惠設備強勁需求	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS inline	Remained	- 資安支出仍健康，但不能免於預算問題的影響，目前尚未看到取消專案、延長銷售週期等跡象	- 將 AI 嵌入 Check Point 安全引擎，雲端正支援幾乎 100 個 AI Agent	N/A
IBM	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS beat 13%, 看到部分客戶推遲採購決策，但被整體產品組合轉移抵銷	<b>Inline</b> - Rev. inline, 對諮詢業務抱持更謹慎態度	Remained	- 2Q25 前三週尚未看到客戶購買行為變化，並不期望諮詢業務能為全年業績做出貢獻 - 儘管全球 GDP 可能放緩，包括 Red Hat 和交易處理在內的軟體業務在 1Q25 未見明顯疲軟，交易處理業務甚至有順風推動，預計除非經濟陷入衰退，否則整體產品組合將保持強勁	- GenAI 訂單超 US\$6bn, QoQ 增加 US\$1bn, 其中 80% 為諮詢簽約	- 美國聯邦業務僅佔營收不到 5%，其中 60% 為諮詢業務，較易受自由裁量權影響，1Q25 有幾份合約受到削減 (USAID)，剩下 40% 為高合約價值的技術服務 - 管理層強調 IBM 在美國聯邦市佔不到 10%，聯邦業務佔諮詢業務 10% 以下，多數皆為關鍵工作，但在 DOGE 之下無人能倖免

資料來源：凱基

圖 17：1Q25 商用軟體財報通讀 (續)

Company	1Q25 Results	2Q25 Guidance	FY Guidance	Macro	GenAI	DOGE
PANW	<b>Inline</b> - Rev. inline, Product Rev. beat 7%, EPS beat 4%, 客戶因總經波動暫停採購數天	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS inline	N/A	-四月的總體環境的異常波動已恢復正常，客戶並沒有從轉型的角度改變他們的計劃，但確實暫停數天以釐清市場變化	- AI ARR US\$400mn, YoY 2.5x - GenAI 加速產業走向平台整合，資料需統一在單一資料湖內 - 企業若需在本地部署 AI 會落後新技術六個月以上，因此上雲已成必然，驅動軟體防火牆需求 - 先前推出 Prisma AIRS 和收購 Protect AI 後看到客戶濃厚興趣，已與上百名客戶交談並擁有八位數營收管道	N/A
WDAY	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS beat 11%	<b>Inline</b> - Rev. inline	<b>Remained</b>	-針對總經不確定性下，正密切關注：1) SLED，受到聯邦補助資金影響；2) 國際業務，若客戶猶豫是否投資美國時會受到影響，但目前國際市場 Win Rate 極高	- 本季 AI ACV YoY 100% 以上 - 引入 Agent 紀錄系統與下半年將新增的 7 個 Agent 將推動貨幣化	- 第三屆年度聯邦論壇活動出席人數增加 65%，政府客戶對人工智慧、安全和技能等關鍵領域感興趣
SNOW	<b>Beat</b> - Rev. beat 7%, EPS beat 14%，受惠於新產品表現超出預期，科技和零售業表現強勁	<b>Beat</b> - Product Rev. beat 1%	<b>Raise</b> Product Rev. to US\$4,325mn, YoY 25%	- 本季業務並未出現減速，對季內消費量感到滿意，持續看到新產品的顯著成長 - 垂直產業中科技和零售業表現強勁	- AI/ML 產品 WAU 達 5.2k - 推出 Cortex Agents，幫助客戶擴展其處理和檢索非結構化和結構化資料的方式，對於開發、部署和協調驅動其 AI 應用程式的資料 Agent 至關重要 - 推出第一個由人工智慧驅動的客戶遷移增強功能，客戶可以使用 Cortex 在遷移過程中測試和審查問題從而使耗時的流程更有效率 - 客戶持續為了長期使用 AI 的資料計畫投資數據系統並遷移至 Snowflake - 有許多 AI 公司客戶，然營收佔比皆低於 1%	- 已看到政府部門對資料基礎建設、跨部門資料共享以提升效率的興趣
INTU	<b>Beat</b> - Rev. beat 3%, EPS beat 29%，受惠 TurboTax Live 與 IES 進展	<b>Beat</b> - Rev. beat 6%, EPS beat 3%，管理層上修多數產品線預期	<b>Rais</b> Rev. to YoY 15%, Raise EPS to YoY 18%	- 產品的關鍵任務性質正在幫助客戶發展業務、做出更好的決策並改善現金流	- 將推出一系列 AI Agent 如客服、支付、財務、專案管理與會計等 - 內部大幅導入 GenAI 使 OPM 上修	N/A
OKTA	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS beat 12%，受惠於 Auth0 表現出色	<b>Inline</b> - Rev. inline, EPS inline, cRPO miss 1%，財測採較保守方法	<b>Remained</b>	- 雖未實際影響業務亦無量化數據支持，就與客戶和銷售團隊的談話看到更加悲觀的前景並將其納入財測假設	- Auth0 RPO 表現強勁，Auth for GenAI 開發者預覽版感興趣的都是小公司，對今年的表現持樂觀態度 - Auth for GenAI 為 UBP 形式，貨幣化與 Auth0 類似，尚在討論 MCP 收費方式 - AI 正從 POC 轉向大規模應用，AI 將加速企業對於機器身份的管理需求，並將維持企業外購多於自建身份管理方案的趨勢 - 正在研發新產品用於追蹤 Agent，協助企業管理安全態勢和治理生命週期	- 前三大交易中有兩筆，前十大交易中有四筆是在公共部門，本季新增客戶包含聯邦部門採用 SSO, MFA, 生命週期管理, Workflow 等產品以取代原先手動管理方案 - 預計聯邦業務近期將面臨一些不確定性，但基於 Okta 提供政府機構所需的效率和優勢對公共部門的長期機會仍然充滿信心 - 本季與國防部及其他重要聯邦客戶進行交談，確認 Okta 產品對客戶效率提升有所幫助，希望在今年往後能持續取得 FIQ 的成功

資料來源：凱基

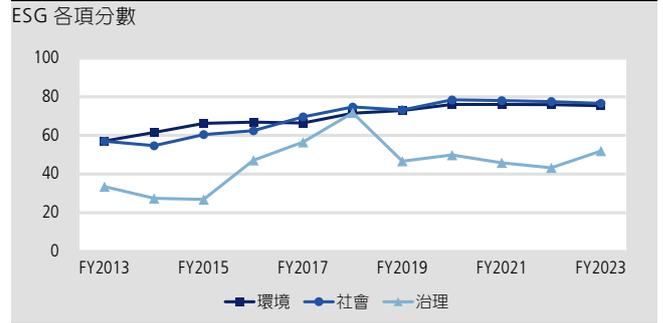
## Salesforce (CRM US)

圖 18 : Salesforce – ESG 整體分數



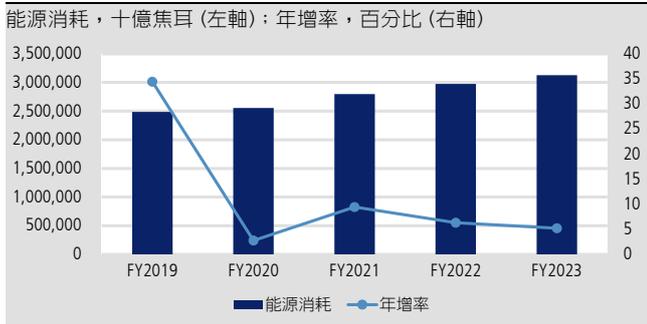
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19 : Salesforce – ESG 各項分數



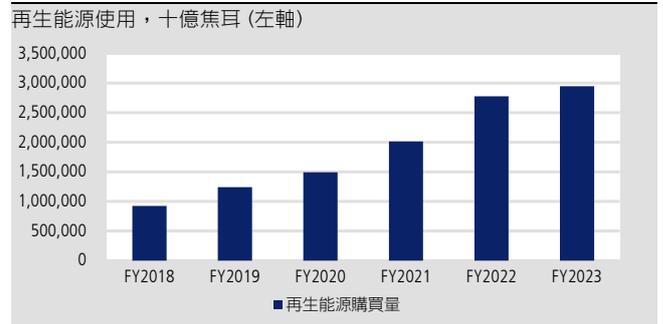
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20 : Salesforce – 能源消耗



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21 : Salesforce – 再生能源使用



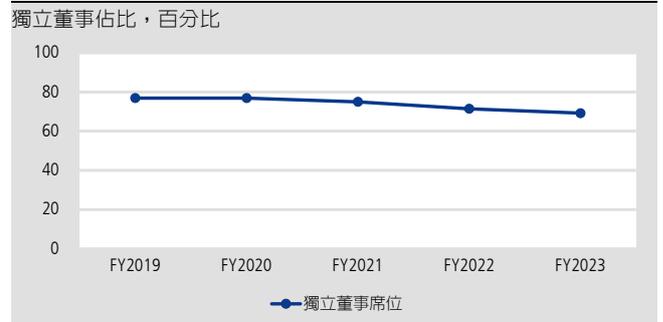
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22 : Salesforce – 碳排量



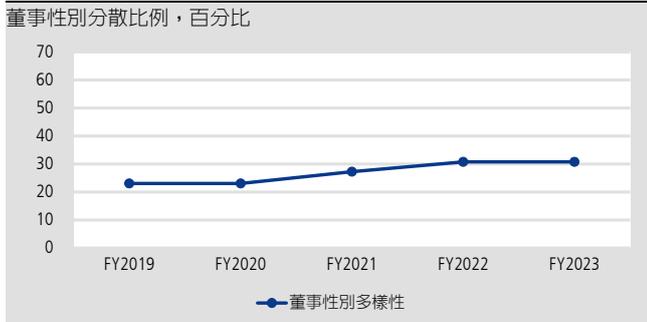
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 23 : Salesforce – 獨立董事



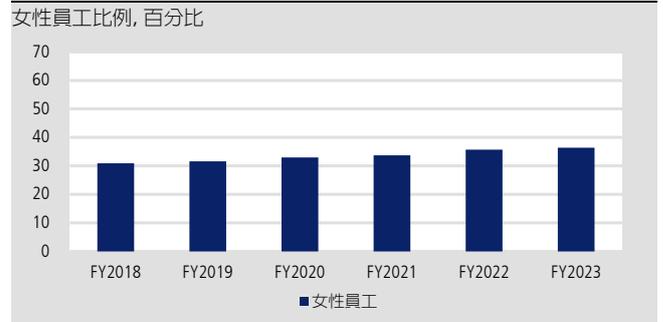
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 24 : Salesforce – 董事性別多樣性



資料來源：Refinitiv、公司資料

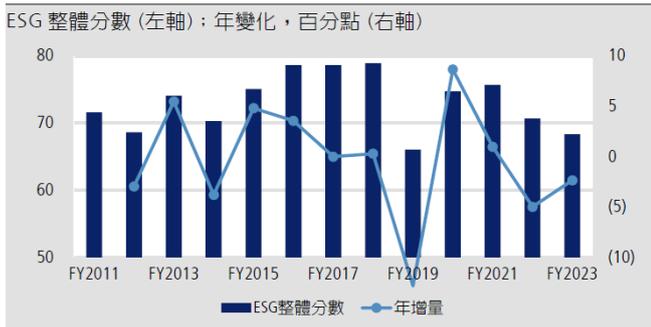
圖 25 : Salesforce – 性別多樣性



資料來源：Refinitiv、公司資料

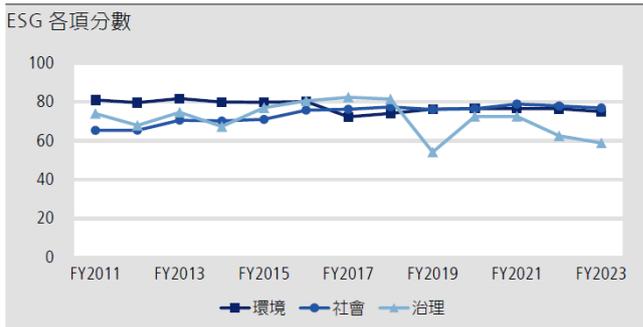
## Adobe (ADBE US)

圖 26 : Adobe – ESG 整體分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 27 : Adobe – ESG 各項分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 28 : Adobe – 碳排量



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 29 : Adobe – 能源消耗



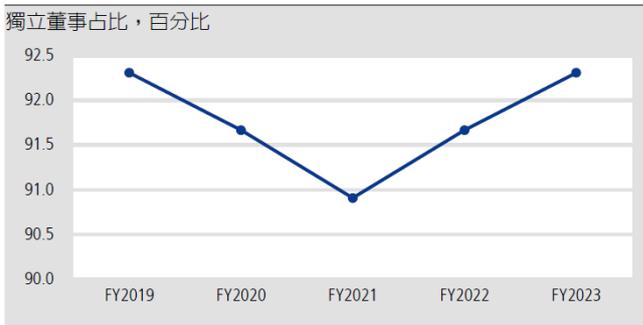
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 30 : Adobe – 耗水量



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 31 : Adobe – 獨立董事



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 32 : Adobe – 廢棄物回收總量



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 33 : Adobe – 性別多樣性



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。