

軟體產業：1Q25 財報前瞻

關稅短期的直接衝擊已初步反應，惟 AI 降級更令人擔憂

焦點內容

1. 電商 & 廣告：關稅短期基本面衝擊尚不明顯，基本情境影響已初步反應至市場共識。
2. 雲服務：IT 支出意向已顯著轉保守，提防 AI 降級和低價競品衝擊。
3. 服務型消費相對疲軟，Waymo 持續取得 Uber 市佔率。

重要訊息

美國軟體公司將陸續公布 C1Q25 財報。凱基 3/19 報告「2022 年的既視感？時空背景不同但防禦型個股預先準備」防禦型組合於 3/19-4/17 表現優於 Nasdaq 2%，2025 CSPs 首選 Microsoft 在 YTD 表現亦相對抗跌。

評論及分析

電商 & 廣告：關稅短期基本面衝擊尚不明顯，基本情境影響已初步反應至市場共識。eMarketer 預估關稅將導致美國 2025 年零售銷售年增率下修 2-4ppts，47%管理層曾表示將轉嫁 70%+ 關稅成本至消費者，IAB 調查顯示美國 60/22%廣告主將下修廣告預算 6-10/11-20%，惟我們尚未觀察到顯著的囤貨潮或急凍，Bloomberg 近 28 天市場共識已下修 META/GOOGL/AMZN 2025/26 年每股盈餘 2-5/3-5%，考量評價位於低緣，我們認為關稅衝擊中期基本情境已初步反應（若失業率攀升則須再下修），(1)Temu 因低價包裹關稅豁免於 5/2 取消減少美國廣告投放（見圖 7），但 Meta eCPM 年增率截至 4 月中旬尚屬穩健（見圖 5）；(2)Google 搜尋引擎受 AI Search 影響點擊率持續下滑（見圖 6），但 DR 屬性使其僅有 16%廣告主將削減預算相對具有韌性；(3)Amazon 3P 平台有 62%為資深賣家（2018 年前註冊）已有應對經驗，且平台具有商品漲價幅度限制之機制將維持平台高性價比定位及競爭力。

雲服務：IT 支出意向已顯著轉保守，提防 AI 降級和低價競品衝擊。ETR 之 IT 支出調查顯示 2025 年增 3%較 1 月調查 5.3%下修且較 2024 年增 3.9%減速，歐洲尤其疲軟，CSP H100/H200/ASIC 即時算力價格於 DeepSeek 熱潮後 2 月下旬顯著下滑（見圖 15-16），我們觀察到：(1)Grok 3 mini Reasoning、OpenAI mini 系列及 Gemini 2.5 Pro 具高性價比，Microsoft AOAI 客戶轉往 4o-mini 拖累 ASP 表現；(2)Claude 3.7 Sonnet 熱潮僅短期現象（見圖 18），ChatGPT 退訂數於 2025/1-2 月攀升，低價/免費競品（Grok 和 Gemini 皆具有算力充足優勢）、轉換成本低使 GenAI 用戶忠誠度面臨挑戰；(3)Google Vertex AI 於 1H25 仍屬低基期，Workspace 漲價為正向助益。

服務型消費相對疲軟，Waymo 持續取得 Uber 市佔率。JPM, C, WFC 綜合 1Q25 美國信用卡刷卡量年增 6.0%略低於 V/MA 市場共識之 6.7/8.6%，我們認為係因外出餐飲消費較疲弱（見圖 22），考量 Waymo 持續取得市佔率（見圖 23）、Square 市佔率未取得正向進展，我們對 Uber（儘管與 Waymo 於 Austin 合作成績亮眼）、MasterCard 及 Block 財報表現保守看待。

投資建議

在 1Q25 財報事件交易上凱基認為 Alphabet(GOOG US) > Meta(META US) > Microsoft(MSFT US) > Amazon(AMZN US)。前兩者基於短期衝擊尚不明顯有望優於恐慌預期，後兩者市場尚未完全反應 AI 降級及 IT 支出縮減仍具風險，管理層對於 2H25 展望觀點為更重要的關注指標。

投資風險

消費動能急遽惡化/硬著陸；法規監管趨於嚴峻；GenAI 使用回饋不如預期。

Nasdaq 指數



資料來源：Bloomberg

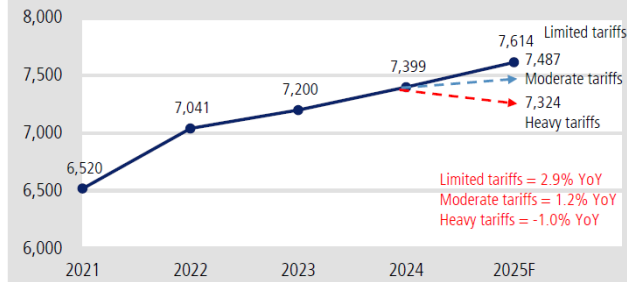
ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Alphabet	GOOGL US	80	77	84	78
Meta	META US	62	48	59	69
Microsoft	MSFT US	91	78	94	92
Amazon	AMZN US	83	90	80	79
Uber	UBER US	78	67	67	90
MasterCard	MA US	78	78	73	82

資料來源：Refinitiv、凱基

圖 1: 關稅將導致美國 2025 零售銷售下修 2-4ppts

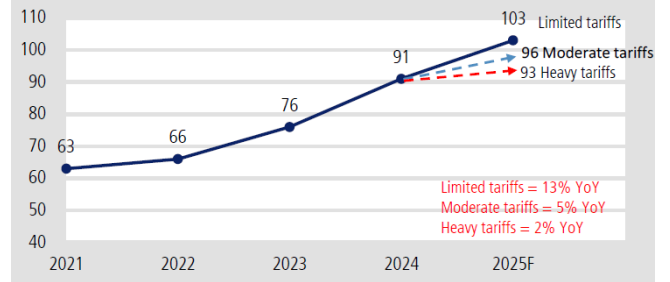
美國零售銷售額，十億美元



資料來源：eMarketer(2025/4)：凱基

圖 2: 關稅將導致美國 2025 社群廣告支出下修 8-11ppts

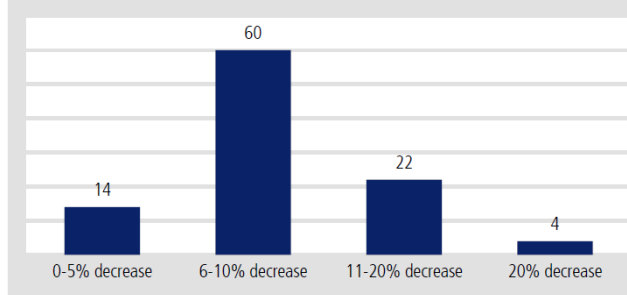
月營收市佔率，百分比



資料來源：eMarketer(2025/4)：凱基

圖 3: 關稅將導致 60% 美國廣告主下修廣告預算 6-10%

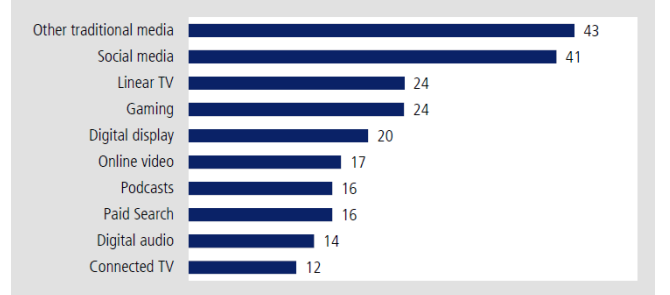
美國廣告主問卷調查，百分比



資料來源：IAB(2025/3/6)：凱基

圖 4: 傳統廣告及社群廣告將率先下修，搜尋廣告相對韌性

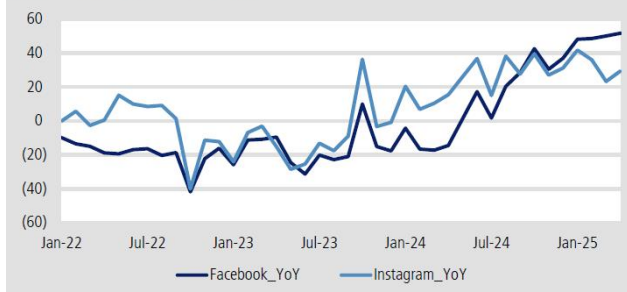
美國廣告主問卷調查，百分比



資料來源：IAB(2025/3/6)：凱基

圖 5: 截至 4 月中旬 Meta eCPM 年增率尚屬穩健

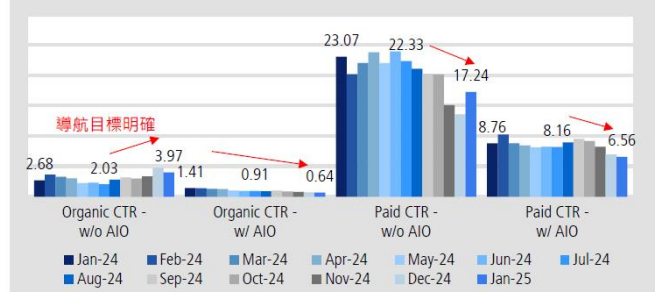
廣告 eCPM 年增率，百分比



資料來源：Revealbot：凱基

圖 6: Google 搜尋引擎點擊率持續下滑

CTR，百分比



資料來源：Seer interactive：凱基

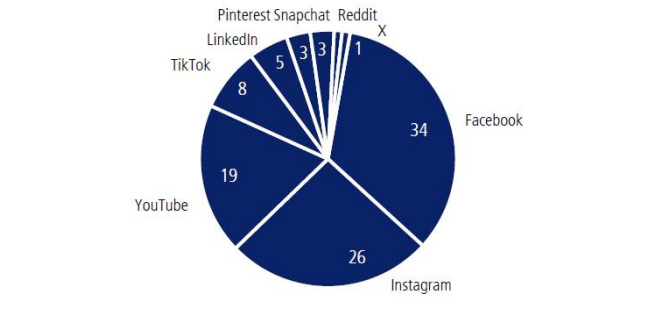
圖 7: Temu 縮減美國廣告投放造成 App 排名下滑



資料來源：Smec：凱基

圖 8: 美國社群廣告市占率分佈，TikTok 市佔 8%

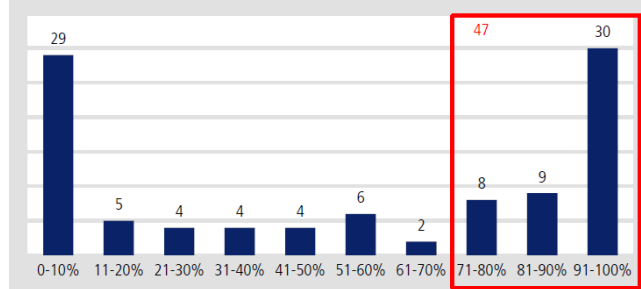
2024 社群廣告市占率，百分比



資料來源：Sensortower：凱基

圖 9: 47%管理層預期轉嫁 70%+關稅成本至消費者

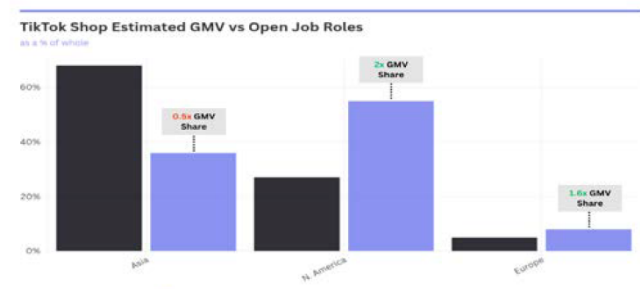
CFOs 問卷調查，百分比



資料來源: eMarketer(2025/3) ; 凱基

圖 10: TikTok Shop 或將加大歐洲市場經營

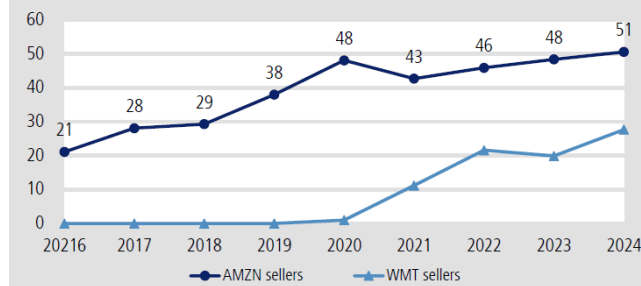
TikTok Shop 預估 GMV 及職缺比，百分比



資料來源: Marketplace Pulse ; 凱基

圖 11: Amazon 中系 3P 賣家占比約 51%，Walmart 佔 28%

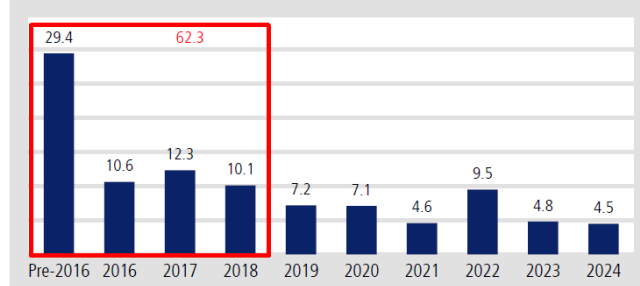
中系賣家，百分比



資料來源: Marketplace Pulse ; 凱基

圖 12: Amazon 資深賣家(2018 年前註冊)佔比 62%

3P 賣家比例，百分比

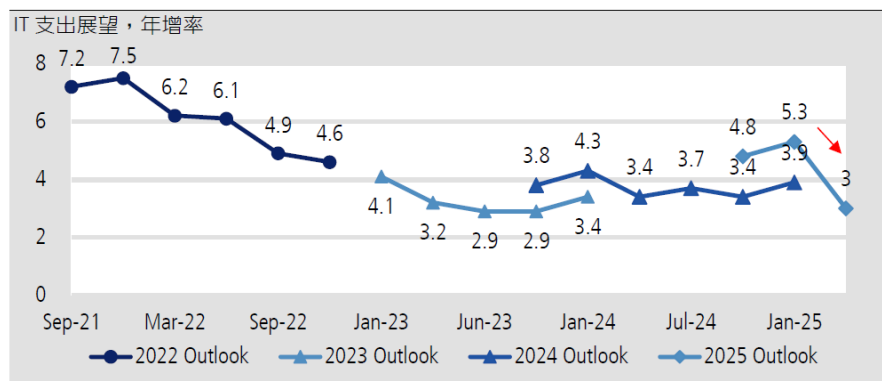


資料來源: Marketplace Pulse ; 凱基

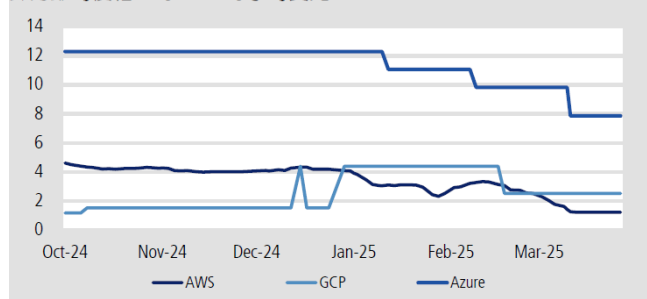
圖 13: Bloomberg 28 市場共識已初步下修

	BBG 28days Consensus	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	CY25F	CY26F	Valuation (5yr BF P/E range)
META	Revenue (US\$mn)	41,338	43,591	45,225	53,647	184,598	209,119	8-29x, -0.5std, 18x
	Revision (4week; %)	0	-3	-3	-4	-3	-3	
	EPS (US\$)	5.3	5.5	5.8	7.4	24.2	27.5	
	Revision (4week; %)	-4	-7	-9	-7	-5	-5	
GOOGL	Revenue (US\$mn)	75,270	78,482	82,132	89,747	328,246	364,815	14-28x, -1.5std, 16x
	Revision (4week; %)	-3	-2	-2	-2	-2	-1	
	EPS (US\$)	2.0	2.1	2.2	2.4	8.7	9.8	
	Revision (4week; %)	-1	-4	-4	-5	-3	-5	
AMZN	Revenue (US\$mn)	154,966	160,212	171,272	202,040	689,051	752,544	23-70x, -2std, 23x
	Revision (4week; %)	0	-1	-2	-2	-1	-2	
	EPS (US\$)	1.4	1.4	1.5	1.9	6.2	7.3	
	Revision (4week; %)	-2	-4	-3	-4	-2	-3	
MSFT	Revenue (US\$mn)	68,256	71,961	73,122	77,518	290,857	327,912	21-35x, -1.5std, 25x
	Revision (4week; %)	0	-1	-1	-1	-1	0	
	EPS (US\$)	3.2	3.3	3.6	3.7	13.8	16.0	
	Revision (4week; %)	0	0	0	0	0	2	

資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 14: 2025 IT 支出展望反轉至年增率減速

圖 15 : CSP H100 算力即時價格持續下滑

算力即時價格，每 GPU 每小時美元


圖 16 : AWS GPU/ASIC 算力即時價格於 2 月中顯著下滑

AWS EC2 Spot Price，每 GPU 每小時美元

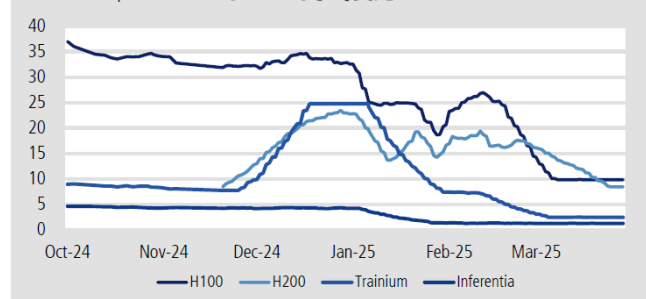
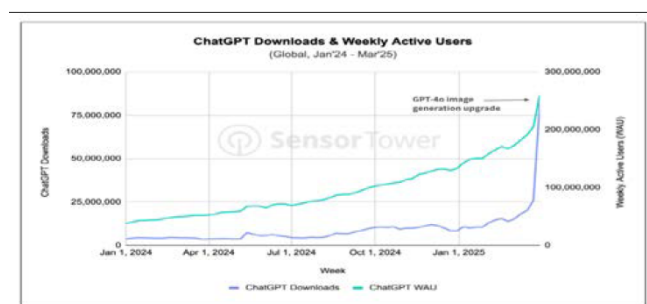

圖 17: 吉卜力風潮為 ChatGPT 帶來大量新增用戶

圖 18: Claude 3.7 Sonnet 熱潮僅短期現象

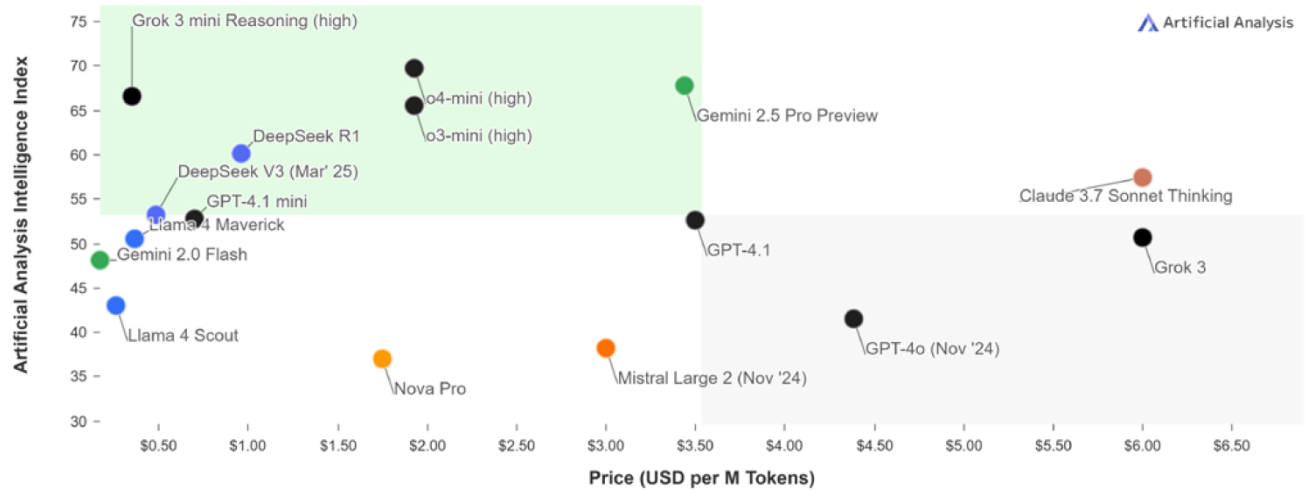

圖 19: Grok 3-mini、OpenAI mini 系列及 Gemini 2.5 Pro 極具高性價比

Intelligence vs. Price

Artificial Analysis Intelligence Index (Version 2, released Feb '25); Price: USD per 1M Tokens

Most attractive quadrant

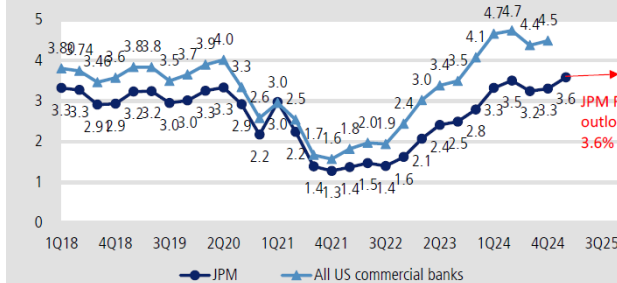
GPT-4o (Nov '24) GPT-4.1 o4-mini (high) o3-mini (high) GPT-4.1 mini Llama 4 Scout Llama 4 Maverick
 Gemini 2.0 Flash Gemini 2.5 Pro Preview Claude 3.7 Sonnet Thinking Mistral Large 2 (Nov '24) DeepSeek R1
 DeepSeek V3 (Mar' 25) Grok 3 mini Reasoning (high) Grok 3 Nova Pro



資料來源: Artificial Analysis ; 凱基

圖 20 : JPM 維持 2025 信用卡壞帳率 3.6%之財測

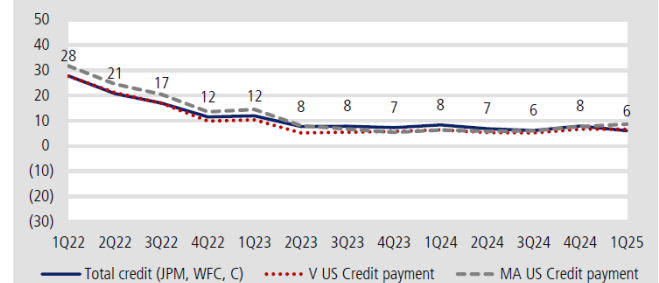
信用卡壞帳率，百分比



資料來源: Bloomberg、FRED ; 凱基

圖 21 : 美國主要銀行及支付業者之綜合刷卡量表現

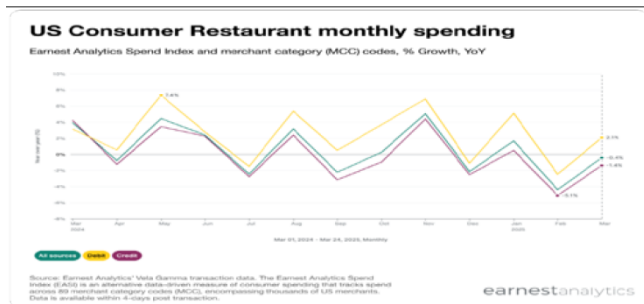
刷卡量年增率，百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

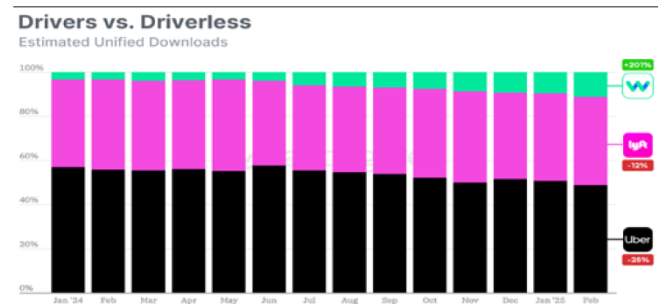
備註: Visa/MasterCard F2Q25/1Q24 為 Bloomberg 之市場共識

圖 22: 美國消費者餐飲支出疲軟



資料來源: Earnest ; 凱基

圖 23: Waymo 持續取得市佔率



資料來源: Appfigures ; 凱基

圖 24: 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	132	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	1,700	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 25: 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	1,700	1-3	設計服務

資料來源：凱基

圖 26: 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

資料來源：凱基

圖 27: Amazon 台股供應鏈

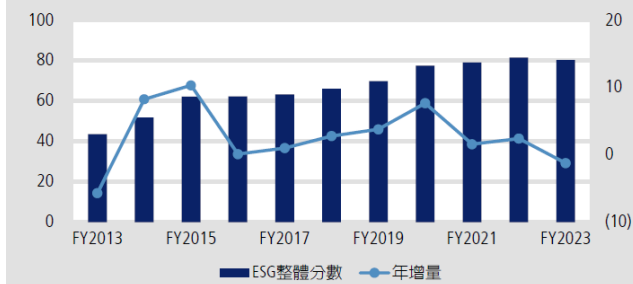
公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
光寶	2301 TT	增加持股	132	10	電源供應器
智邦	2345 TT	增加持股	930		資料中心交換器
英業達	2356 TT	持有	47	<10	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	325	<10	伺服器原廠委託設計代工
台光電	2383 TT	增加持股	720	<10	銅箔基板
聯發科	2454 TT	增加持股	1700	1-3	設計服務
信邦	3023 TT	增加持股	336	<5	物流
世芯-KY	3661 TT	增加持股	4550	40-50	設計服務
神達	3706 TT	-	-	<10	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

Alphabet (GOOGL US)

圖 28：Alphabet – ESG 整體分數

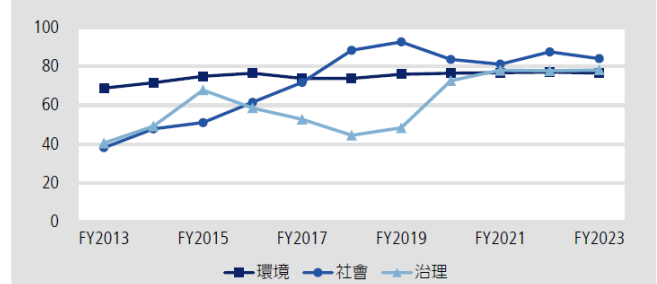
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 29：Alphabet – ESG 各項分數

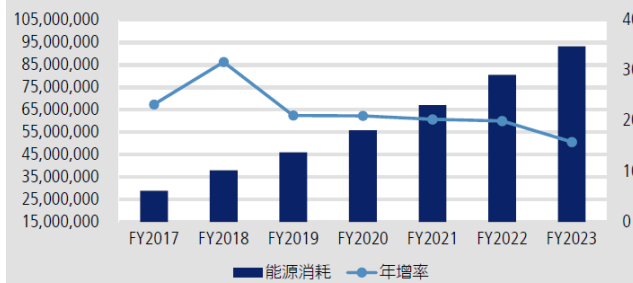
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 30：Alphabet – 能源消耗

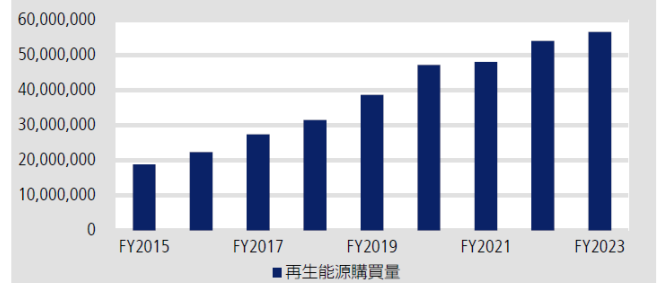
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 31：Alphabet – 再生能源使用

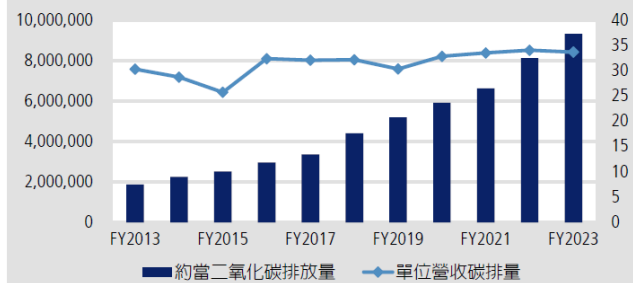
再生能源使用，十億焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 32：Alphabet – 碳排放量

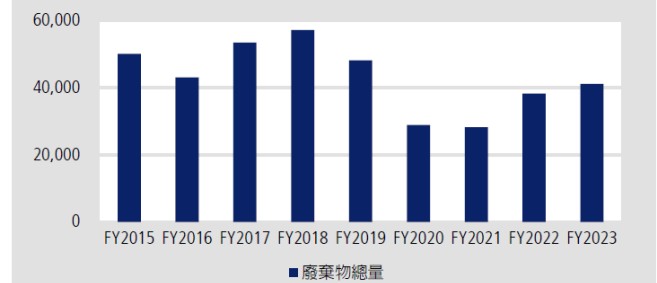
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 33：Alphabet – 廢棄物總量

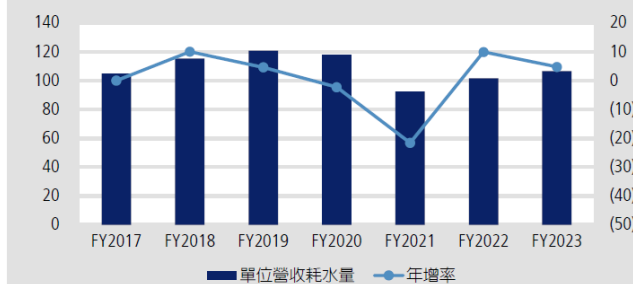
廢棄物總量，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 34：Alphabet – 耗水量

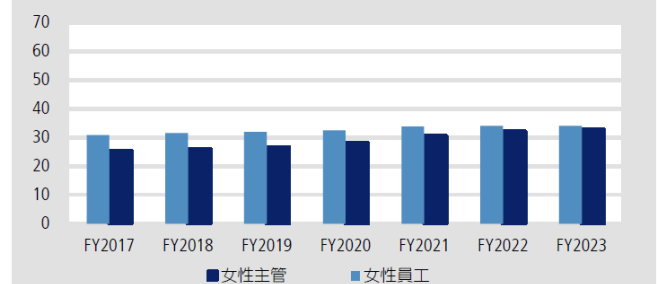
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 35：Alphabet – 性別多樣性

女性員工比例，百分比

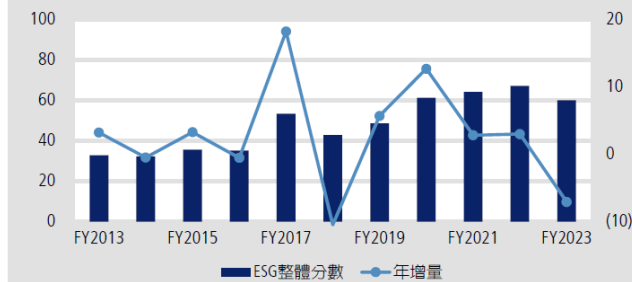


資料來源：Refinitiv、公司資料

Meta (META US)

圖 36：Meta – ESG 整體分數

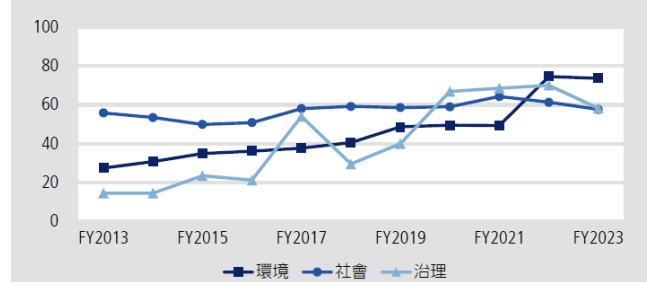
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 37：Meta – ESG 各項分數

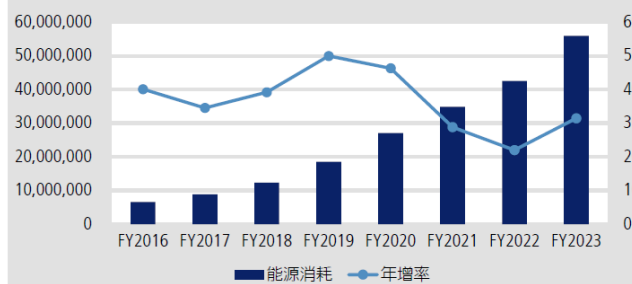
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 38：Meta – 能源消耗

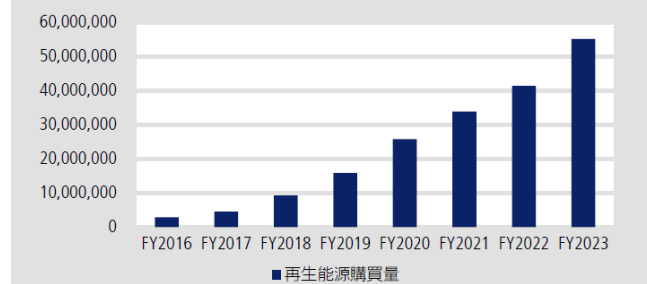
能源消耗，千兆焦耳 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 39：Meta – 再生能源使用

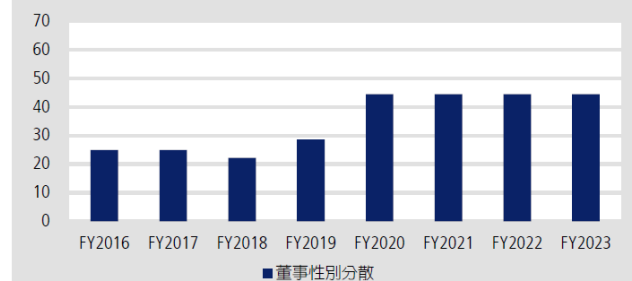
再生能源使用，十億焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 40：Meta – 董事性別多樣性

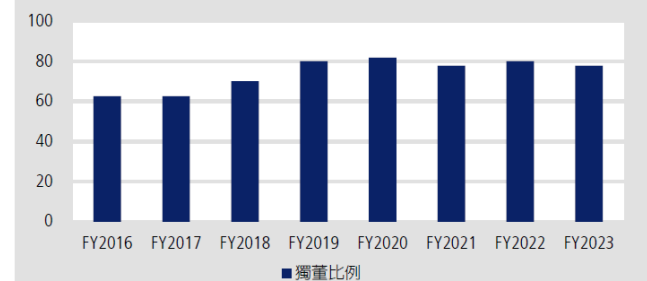
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 41：Meta – 獨立董事

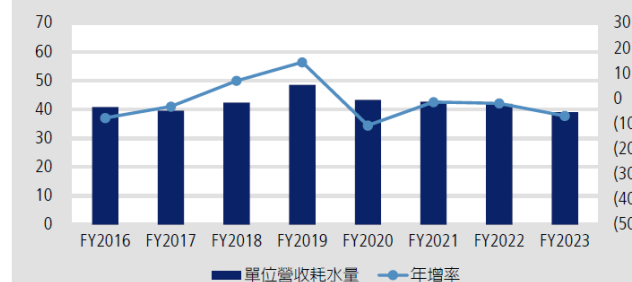
獨董比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 42：Meta – 耗水量

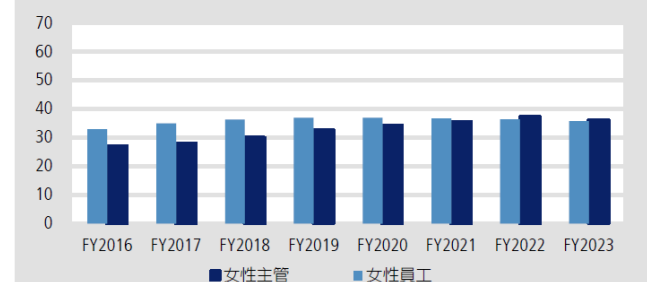
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增長率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 43：Meta – 性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比

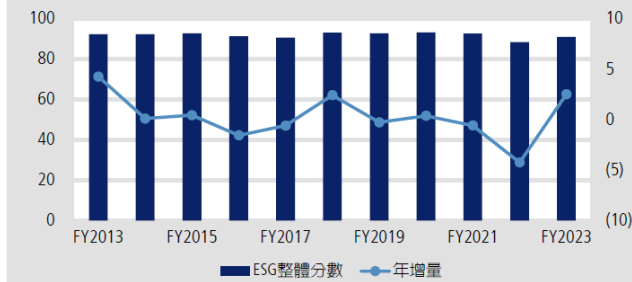


資料來源：Refinitiv、公司資料

Microsoft (MSFT US)

圖 44：Microsoft – ESG 整體分數

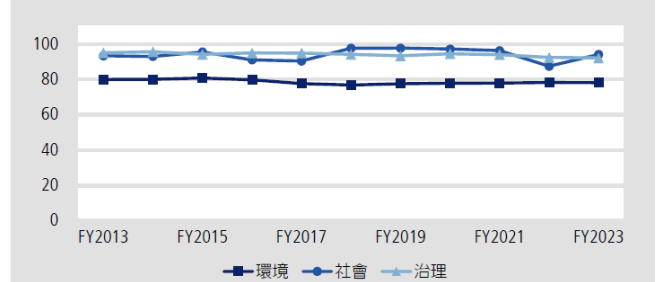
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 45：Microsoft – ESG 各項分數

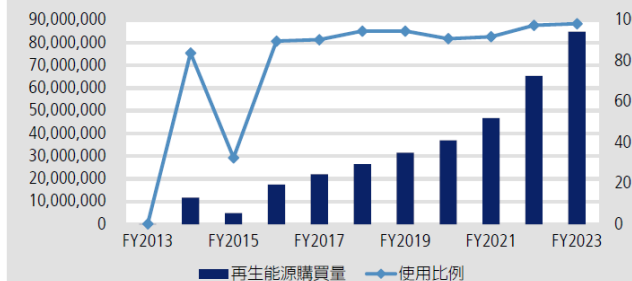
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 46：Microsoft – 再生能源使用

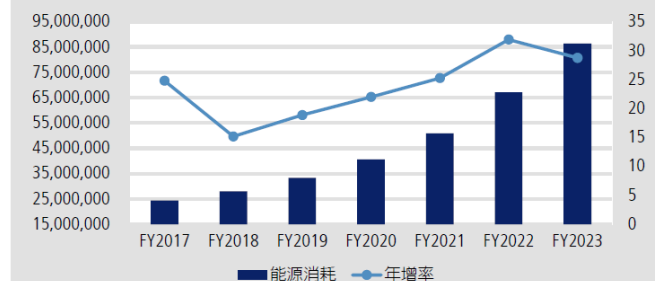
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)；使用比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 47：Microsoft – 能源消耗

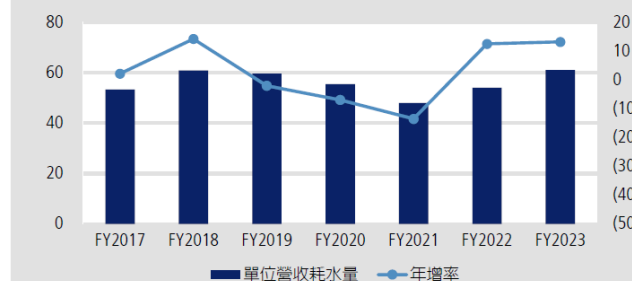
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 48：Microsoft – 耗水量

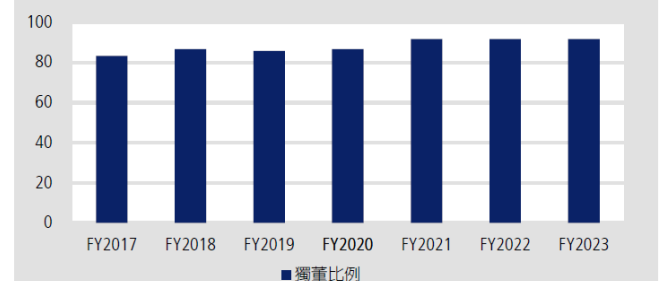
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 49：Microsoft – 獨立董事

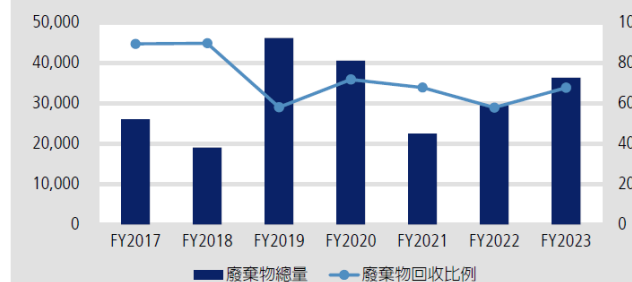
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 50：Microsoft – 廢棄物回收總量

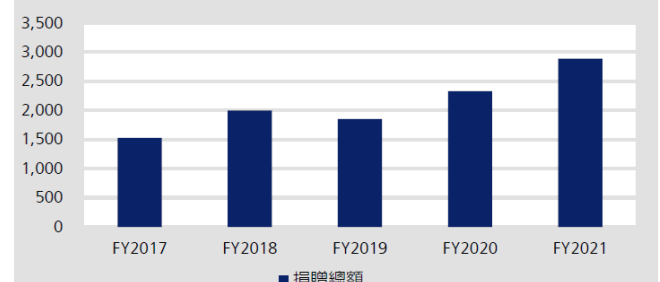
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 51：Microsoft – 捐款

捐款總額，百萬美金

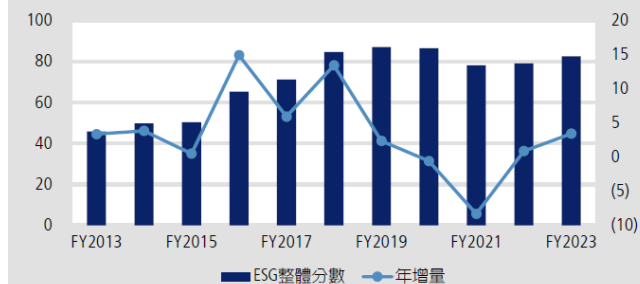


資料來源：Refinitiv、公司資料

Amazon (AMZN US)

圖 52：Amazon – ESG 整體分數

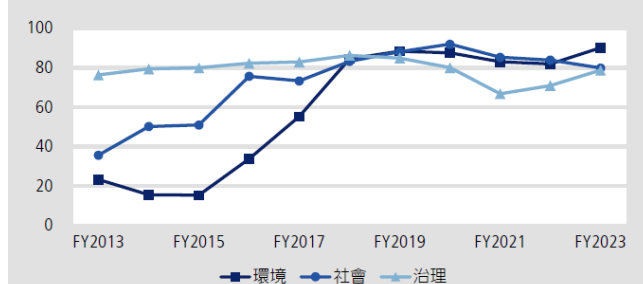
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 53：Amazon – ESG 各項分數

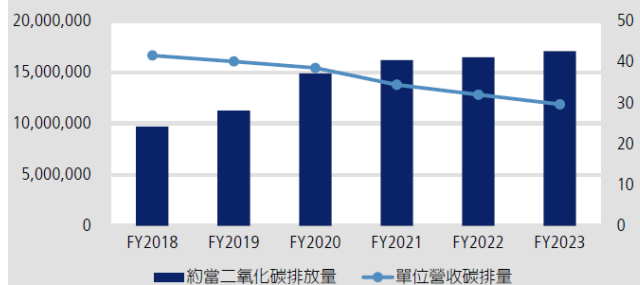
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 54：Amazon – 碳排量

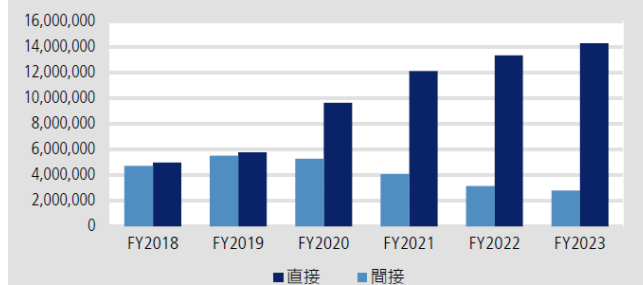
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 55：Amazon – 碳排量

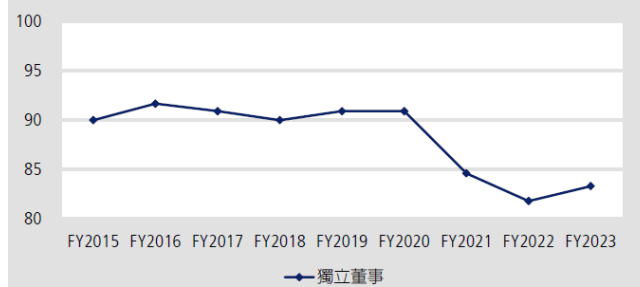
約當二氧化碳排放量，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 56：Amazon – 獨立董事

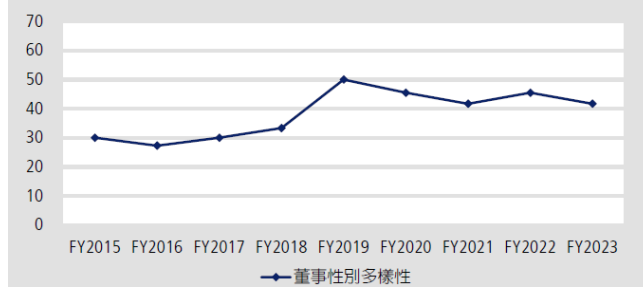
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 57：Amazon – 董事性別多樣性

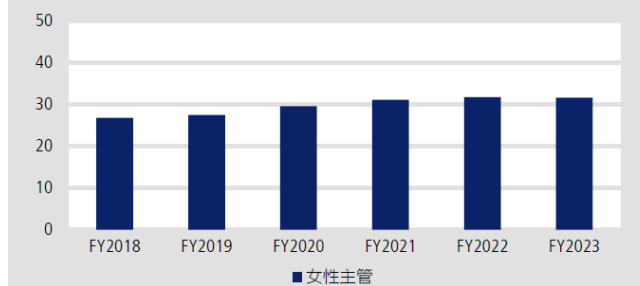
女性董事占董事會比例，百分比 (左軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 58：Amazon – 性別多樣性

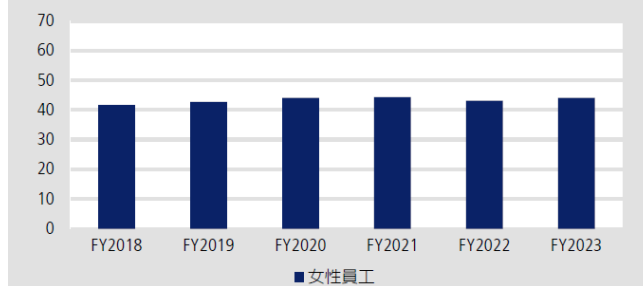
女性主管比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 59：Amazon – 性別多樣性

女性員工比例，百分比

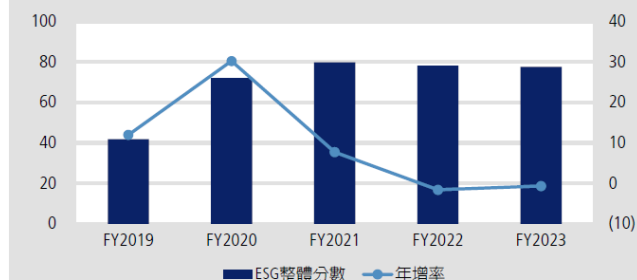


資料來源：Refinitiv、公司資料

Uber (UBER US)

圖 60：Uber – ESG 整體分數

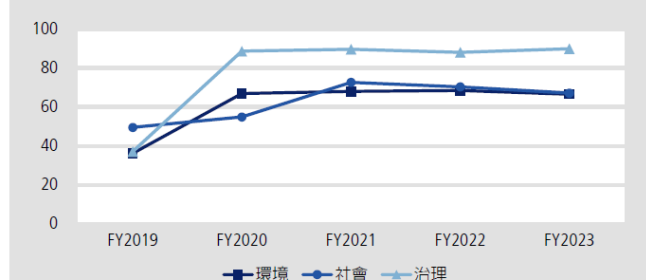
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 61：Uber – ESG 各項分數

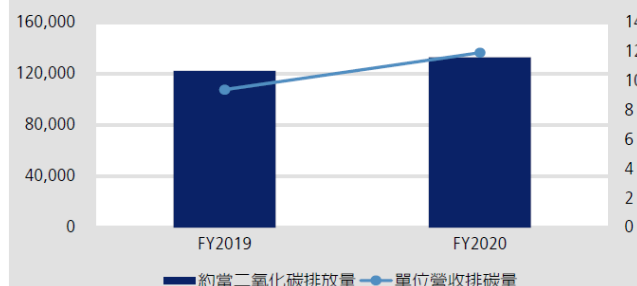
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 62：Uber – 碳排放量

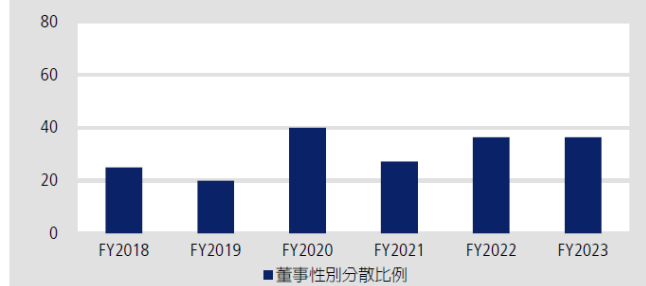
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 63：Uber – 董事性別多樣性

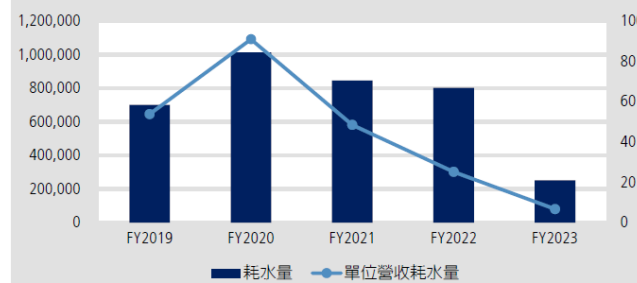
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 64：Uber – 耗水量

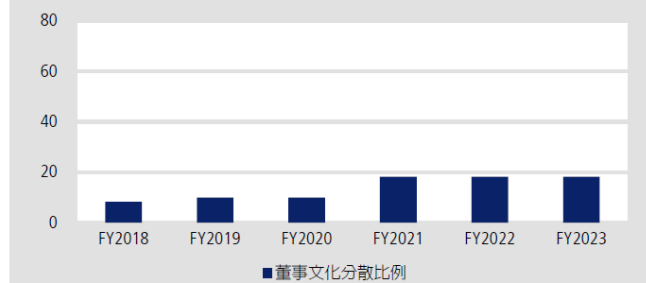
耗水量，立方公尺 (左軸)；單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 65：Uber – 董事文化多樣性

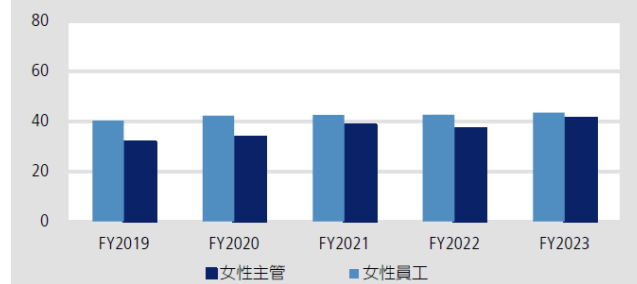
董事文化分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 66：Uber – 性別多樣性

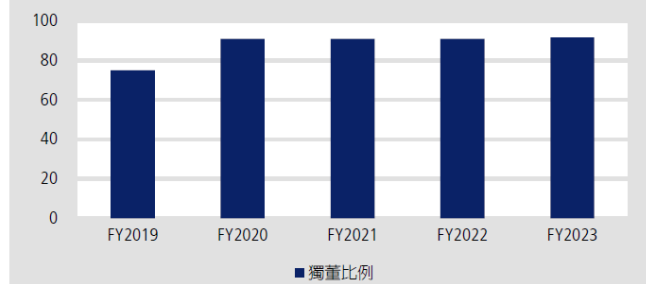
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 67：Uber – 獨立董事

獨立董事佔比，百分比

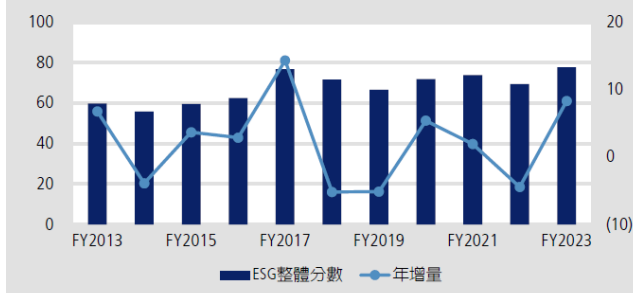


資料來源：Refinitiv、公司資料

MasterCard (MA US)

圖 68：MasterCard – ESG 整體分數

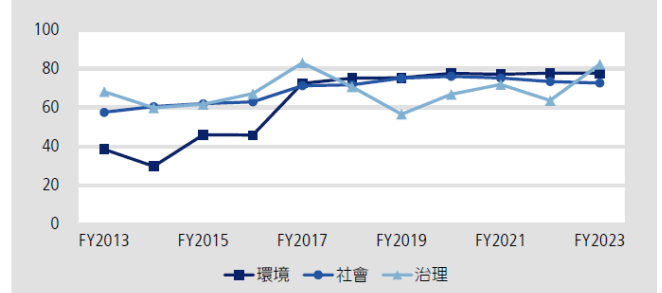
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 69：MasterCard – ESG 各項分數

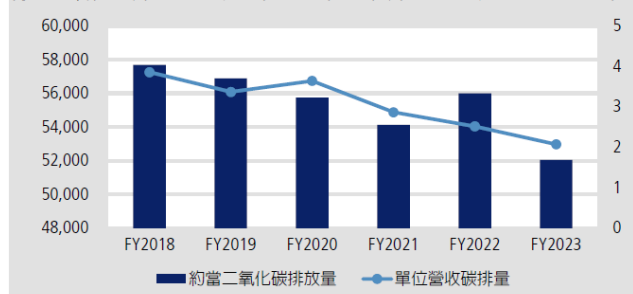
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 70：MasterCard – 碳排量

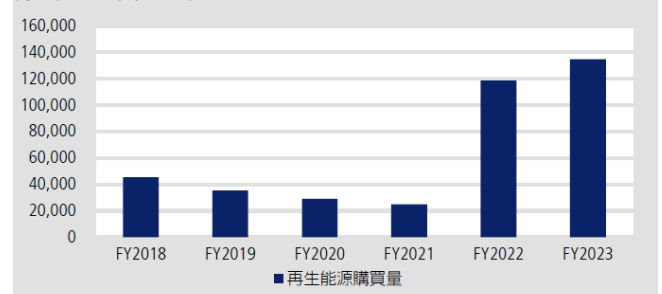
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 71：MasterCard – 再生能源購買量

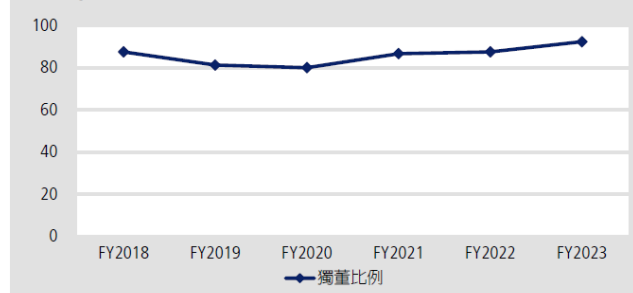
再生能源購買量，十億焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 72：MasterCard – 獨立董事

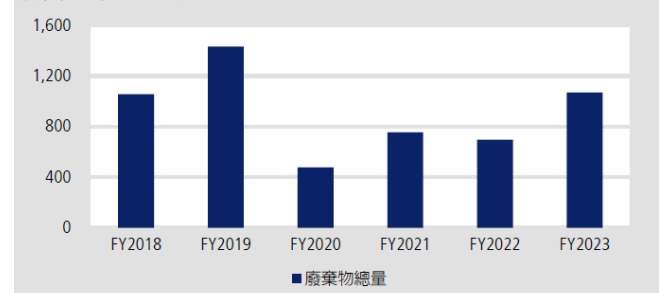
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 73：MasterCard – 廢棄物總量

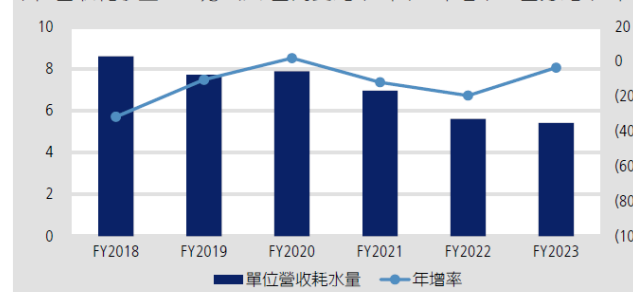
廢棄物回總量，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 74：MasterCard – 耗水量

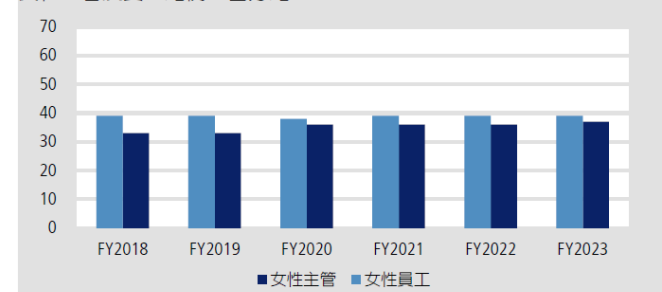
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 75：MasterCard – 性別多樣性

女性主管及員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份、發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及之任何證券持倉。