

軟體產業：3Q25財報

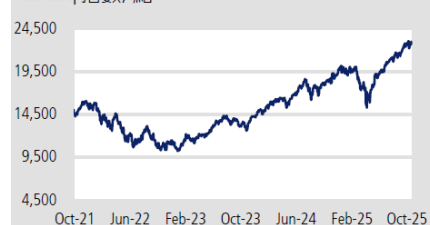
數位廣告支出維持強勁，AI 底蘊及渠道優勢之爭

焦點內容

1. 數位廣告：三大效應推動數位廣告巨頭持續強勁成長。
2. GOOGL：AI 底蘊及渠道優勢正在顯現。
3. META：激進的資本支出及總費用財測，需要更多元的正向進展。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



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

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

數位廣告龍頭 Meta(META US)及 Alphabet(GOOGL US)公佈 3Q25 財報，大致符合凱基指出數位廣告支出續強觀點，惟激進的 2026 資本支出及總費用財測拖累 META 股價表現。

評論及分析

數位廣告：三大效應推動數位廣告巨頭持續強勁成長。整體廣告需求強勁，呼應我們先前認為：(1)Temu/Shein 投放回溫、(2)TikTok 移轉效應續存及(3)AI 工具讓 META/GOOGL 自 MarTech/代理商取得更多 TAM，焦點包含：(a) 品牌廣告為主的平台(如 YouTube/YT、Google Networks)表現分歧，YT 廣告年增 15%加速 2ppts 優於預期 2%，Google Networks 則低於預期 1%，雖 YT 面臨政治廣告高基期但 Shorts 與 CTV 持續推升觀看量；(b) 搜尋型 DR 廣告，Google Search 營收年增 15%加速成長 3ppts 且優於預期 3%，持續受惠零售、金融等垂直領域廣告投放強勁，付費點擊和 CPC 年增 7/7%(vs. 上季 4/8%)，AI Mode 及 AIO 優化體驗擴大整體搜索需求，Microsoft C3Q/4Q25 搜尋廣告營收及財測年增 15/11%優於預期 3/5ppts 表現亦強勁；(c) 展示型 DR 廣告，META 3Q25 營收優於預期 4%，4Q25 營收財測則大致符合預期。

GOOGL：AI 底蘊及渠道優勢正在顯現。GOOGL 3Q25 OPM 低於預期 1.6ppts 係因歐盟罰款及折舊費用增加，Google Others 營收年增 21%加速成長 1ppts 優於預期 4%，YT Premium 及 Google One 用戶總數突破 3 億仍為主要成長動能，管理層指出 Gemini 應用程式目前 MAU 達 6.5 億人(vs. ChatGPT WAU 8 億)，查詢量較 2Q25 增加 3x，預計於今年底推出 Gemini 3，AI Mode 美國 DAU 達 75mn 並正在測試廣告功能。2025 資本支出財測上修 8%至 US\$92bn，隱含 4Q25 資本支出高於市場預期 16%，管理層表示算力緊缺將維持到 2026。

META：激進的資本支出及總費用財測，需要更多元的正向進展。META 3Q25 每股盈餘低於預期 84%，係因一次性、非現金的所得稅費用，排除後優於預期 8%，2025 財測隱含 4Q25 營業利益劣於預期 2%，管理層指出 2026 總費用年增將較 2025 年 23% 顯著提高，劣於市場預期的年增 21%，係因折舊攤提及 AI 人才招募，2026 資本支出金額將顯著高於 2025，對比上季表示類似金額 US\$30bn 提高，劣於市場預期的 US\$25bn。雖端到端 AI 驅動的廣告工具營收 run-rate 超過 US\$60bn，對於內容推薦及轉換率正向幫助，惟投資人期待 Llama、Meta AI 及影音等更多元的正向進展。

投資建議

我們已連續調升 GOOGL 在 CSP 中的偏好排序，維持 Meta 及 Alphabet「增加持股」的投資評等，財測及目標價調整見圖 1，CSP 台股供應鏈見圖 3-4。

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	2027	2025	2026				New (US\$)	Upside (%)	Old (US\$)	Chg. (%)	New	Old
Alphabet														
Revenue (US\$m)	342,735	396,096	445,499	2	5									
Gross profit (US\$m)	236,106	270,058	298,837	4	9									
Operating profit (US\$m)	132,743	154,866	176,401	2	5	OP	275	3,324	345	26	245	41	FY27 28x PE 5yr + 2.5std.	FY26 23x PE 5yr + 1std.
EBITDA (US\$m)	154,644	184,540	214,634	2	5									
Net income (US\$m)	123,380	132,708	149,397	3	5									
EPS (US\$)	10.19	11.09	12.66	3	5									
Meta														
Revenue (US\$m)	196,968	229,988	264,979	0	2									
Gross profit (US\$m)	160,774	183,533	206,880	2	2									
Operating profit (US\$m)	80,318	85,057	97,954	0	(1)	OP	752	1,888	855	14	915	(7)	FY26 28x PE 5yr + 2std.	FY26 30x PE 5yr + 2.5std.
EBITDA (US\$m)	99,990	125,915	152,829	0	8									
Net income (US\$m)	68,857	76,806	86,471	(5)	1									
EPS (US\$)	28.21	30.01	33.81	2	1									

資料來源：凱基

Meta 財報會議摘要

- META 公布 3Q25 財報盤後下跌 8%，係因 4Q25/2026 獲利財測低於預期，3Q25 GAAP EPS 低於預期 84% 係因一次性、非現金的所得稅費用影響(與 OBBB 實施相關，轉換至新稅法的會計費用)
- 廣告維持強勁：1) 3Q25 營收優於預期 4%，係由廣告曝光量年增 14% 較上季加速成長 3ppts 優於預期 4ppts 帶動，呼應我們看好 Temu/Shein 廣告投放回溫及 TikTok 轉移效應持續，3Q25 FB/Threads 用戶使用時間增加 5/10%，IG Reels 影片觀看時間年增 30%+，Reels 廣告 run-rate 超過 US\$50bn，端到端 AI 驅動的廣告工具 run-rate 超過 US\$60bn；2) 4Q25 營收財測大致符合預期(1ppts 來自匯率順風)，供應商於購物旺季前提前備貨 Quest 帶來基期負面影響(營收年減)；
- 費用居高不下：1) 2025 總費用財測下緣上修 US\$2bn，隱含 4Q25 總費用高於市場預期 2%，OPI 劣於預期 2%；2) 管理層指出 2026 費用年增率較 2025 顯著提高(vs. 2025 年增 23%；市場共識年增 21%)，係因折舊及人才招聘，將利用 LLMs 改善內容理解，增加檢索的需求匹配度
- 資本支出（包含租賃）：1) 3Q25 資本支出年增 111% 高於市場預期 4%；2) 2025 資本支出財測下緣上修 US\$4bn，隱含 4Q25 資本支出年增 41% 高於市場預期 2%；3) 管理層指出 2026 資本支出金額成長將顯著高於 2025(vs. 上季表示類似的金額成長 US\$30bn；市場預期 US\$25bn)，係因算力需求持續快速擴張超過上季的預期，2026 財測亦同步考量 2027-28 可能需要的產能，積極的擴張計劃包括自剪輯第三方供應商簽約合作，看好將推動明年營收持續強勁成長；4) 隨著與 Blue Owl 的合資公司成立，Capex 的認列方式將有所改變（新增加建設成本不計入 Capex 而是依照持股比例放在其他投資現金流

圖 2: Meta 3Q25 財報結果及 4Q25 財測暨市場共識比較

META US	3Q25						4Q25F					
US \$mn	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	51,242	49,479	4	8	26	49,000	5	57,500	57,352	0	12	19
Key metrics												
Ad impressions YoY (%)	14	10	3.6 ppts	3.0 ppts	7.0 ppts				10			
eCPM YoY (%)	10	11	(0.8)ppts	1.0 ppts	(1.0)ppts				9			
Gross profits	42,036	40,126	5	8	27			34,459	46,325			
Total expenses	30,707	30,014	2	13	32			23,041	33,768	2	12	38
Operating income	20,535	19,465	5	0	18				23,584	(2)	12	(1)
Pretax income	21,663	19,668	10	5	22				23,712			
Tax (GAAP)	18,954	2,579	635	763	788				3,115			
Net income	2,709	17,160	(84)	(85)	(83)				20,658			
EPS (US\$)	1.05	6.73	(84)	(85)	(83)				8.12			
Capex	19,374	18,582	4	14	111			20,922	20,484	2	8	41
Gross margin (%)	82.0	81.1	0.9 ppts	(0.1)ppts	0.2 ppts				80.8			
OP margin (%)	40.1	39.3	0.7 ppts	(2.9)ppts	(2.7)ppts				41.1			
Tax rate (%)	87.5	13.1	74.4 ppts	76.8 ppts	75.5 ppts			13.5	13.1	0.4 ppts	(74.0)ppts	2.0 ppts
Net margin (%)	5.3	34.7	(29.4)ppts	(33.3)ppts	(33.4)ppts				36.0			

資料來源：Bloomberg；凱基

Alphabet 財報會議摘要

- GOOGL 公佈 3Q25 財報盤後股價上漲 7%，顯示市場對 AI 應用擴散與 Cloud 獲利加速反應正面以及 EPS 優於預期 26% 所帶動，其中 Google Search、YT Ads、Google Cloud 營收優於市場預期 3/2/3% 表現亮眼。整體 OPM 低於市場預期 1.6 ppts 主因歐盟罰款及折舊費用增加，但 Google Cloud OPM 年增 6.6ppts 至 23.7%，優於預期 2.9 ppts 表現相對亮眼。
- 廣告 & 訂閱相關：1) Google Search 成長動能主要由零售與金融服務帶動，AI Mode 的商業查詢量顯著提升，管理層指出「AI 搜尋體驗正擴大整體搜尋需求」；Paid Click 與 CPC 各年增 7%，維持健康動能；2) 管理層提醒下半年 YT 廣告將面臨去年政治廣告高基期影響，但 Shorts 與 CTV 持續推升觀看與互動率；3) Google Others 成長仍主要來自 YT Premium 與 Google One，用戶總數突破 3 億；4) AI Mode DAU 逾 7,500 萬；5) AIO 變現效率接近傳統搜尋引擎
- 雲服務相關：1) GCP 核心業務與企業 AI 解決方案成長率顯著高於整體 Cloud 平均，AI 產品營收 YoY 200%；2) Google Cloud backlog YoY 82% 至 US\$155bn，QoQ 46%；3) 管理層指出 2H25 成長與算力供給上線速度密切相關，預期年底將有更多 TPU/GPU 容量投入（管理層論點不變）4) 管理層強調與 OpenAI、Anthropic 等 AI 領導業者合作機會；5) 目前已有 13 條產品線達年化營收超過 US\$1bn，顯示 Cloud AI 應用逐步多元化
- 資本支出方面，3Q25 CapEx US\$24bn，YoY 83%，高於市場預期 27%，主要用於技術基礎設施（約 60% 伺服器、40% 資料中心與網路設備）。管理層將 2025 年全年 CapEx 展望上修至 US\$92bn (vs. 原 US\$85bn，上修約 8%；市場共識 US\$85bn)，顯示 AI 基礎建設投資動能強勁，管理層指出 2026 仍會面臨算力供需緊張的環境（管理層論點不變）

圖 3: Alphabet 3Q25 財報結果暨市場共識比較

GOOGL US US\$mn	3Q25				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Net revenue	87,470	84,953	3	7	17
Google Services	87,052	84,702	3	5	14
Google Advertising	74,182	72,373	2	4	13
Google Search & other	56,567	54,903	3	4	15
YouTube Ads	10,261	10,028	2	5	15
Google Networks	7,354	7,443	(1)	-	(3)
Google Others	12,870	12,328	4	15	21
Google Cloud	15,157	14,722	3	11	34
Other Bets	344	429	(20)	(8)	(11)
Gross revenue	102,346	99,852	2	6	16
TAC	14,876	14,900	(0)	1	8
Gross profits	60,977	58,639	4	6	18
Operating income	31,228	32,250	(3)	(0)	9
Google Services	33,527	33,678	(0)	1	9
Google Cloud	3,594	2,985	20	27	85
Pretax Income	43,987	33,499	31	30	39
Tax (GAAP)	9,008	5,566	62	57	67
Net income	34,979	27,785	26	24	33
EPS (US\$)	2.87	2.29	25	24	35
Capex	23,953	22,982	4	7	83
Gross margin (%)	69.7	69.0	0.7 pts	(0.5)ppts	0.2 pts
OP margin (%)	35.7	38.0	(2.3)ppts	(2.6)ppts	(2.6)ppts
Google Services	38.5	39.8	(1.2)ppts	(1.5)ppts	(1.8)ppts
Google Cloud	23.7	20.3	3.4 ppts	3.0 ppts	6.6 ppts
Tax rate (%)	20.5	16.6	3.9 ppts	3.6 ppts	3.4 ppts
Net margin (%)	40.0	32.7	7.3 ppts	5.5 ppts	4.7 ppts

資料來源：Bloomberg：凱基

CSP 台股供應鏈

圖 4: 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	475	<10	印刷電路板
聯詠	3034 TT	持有	440	3-7	AR/VR解決方案
緯穎	6669 TT	增加持股	4,520	55-60	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	350	<10	伺服器原廠委託設計代工
智邦	2345 TT	增加持股	1,180	-	資料中心交換器

資料來源：凱基

圖 5: Alphabet 台股供應鏈

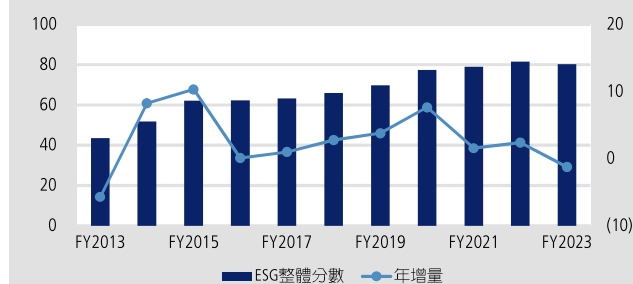
公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
廣達	2382 TT	增加持股	350	<10	伺服器原廠委託設計代工
英業達	2356 TT	持有	46	<10	伺服器原廠委託設計代工
聯發科	2454 TT	持有	1,350	1-3	設計服務

資料來源：凱基

Alphabet (GOOGL US)

圖 6：Alphabet – ESG 整體分數

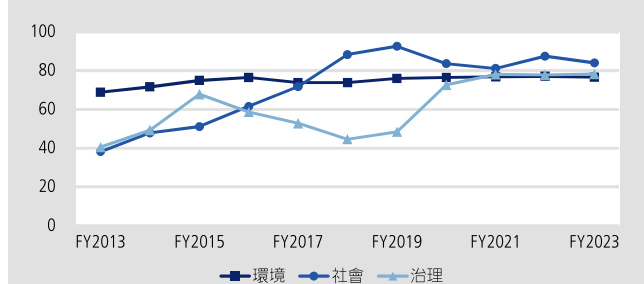
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 7：Alphabet – ESG 各項分數

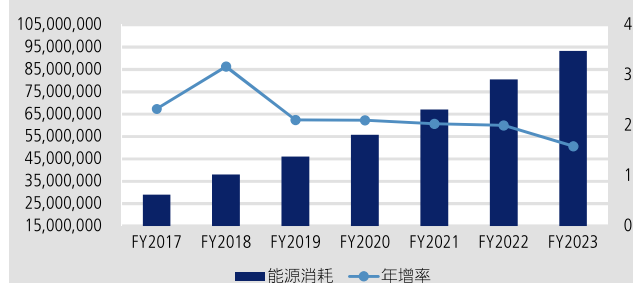
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 8：Alphabet – 能源消耗

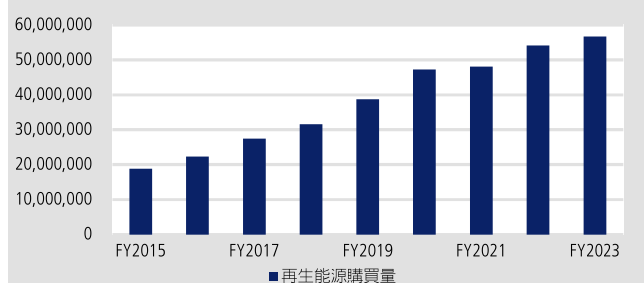
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 9：Alphabet – 再生能源使用

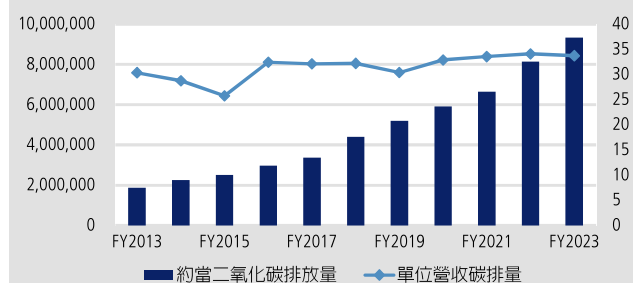
再生能源使用，十億焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 10：Alphabet – 碳排放量

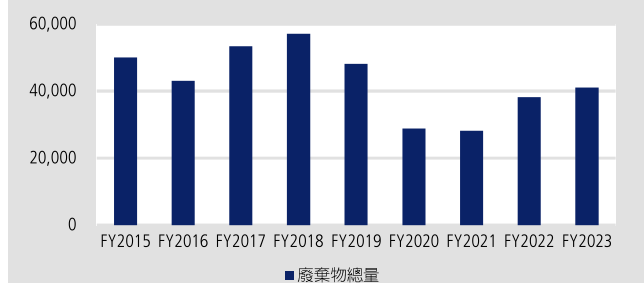
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：Alphabet – 廢棄物總量

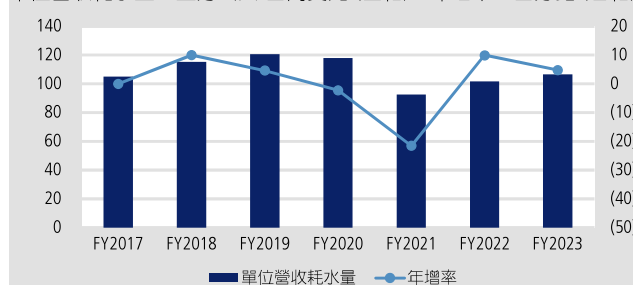
廢棄物總量，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：Alphabet – 耗水量

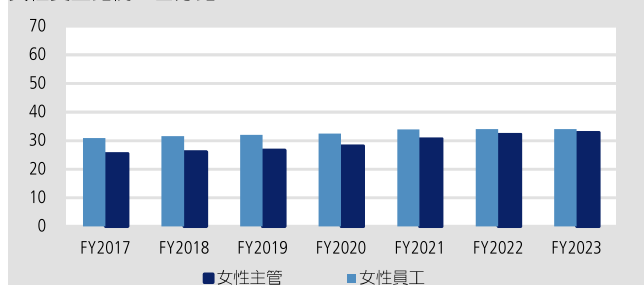
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：Alphabet – 性別多樣性

女性員工比例，百分比

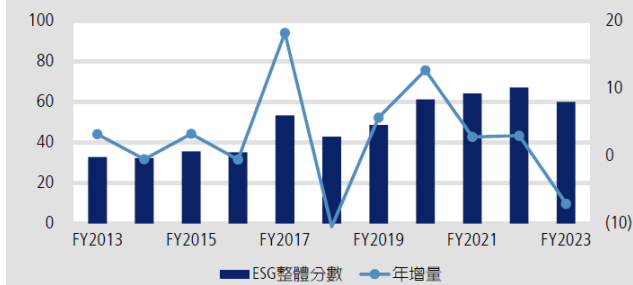


資料來源：Refinitiv、公司資料

Meta (META US)

圖 14：Meta – ESG 整體分數

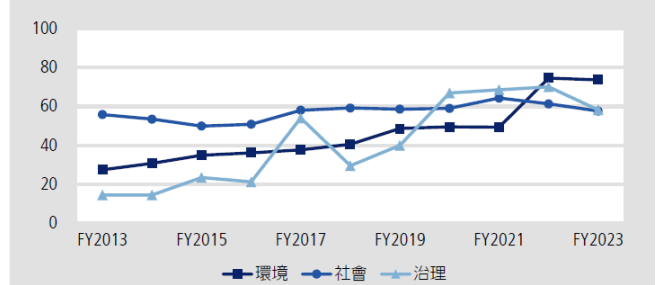
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：Meta – ESG 各項分數

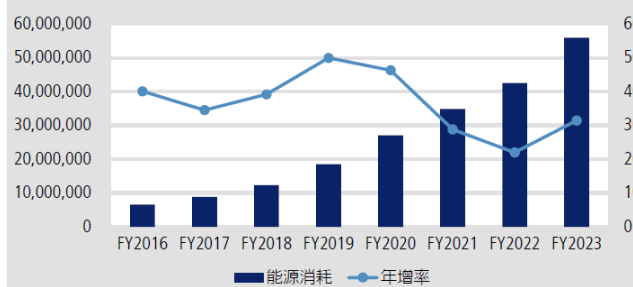
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Meta – 能源消耗

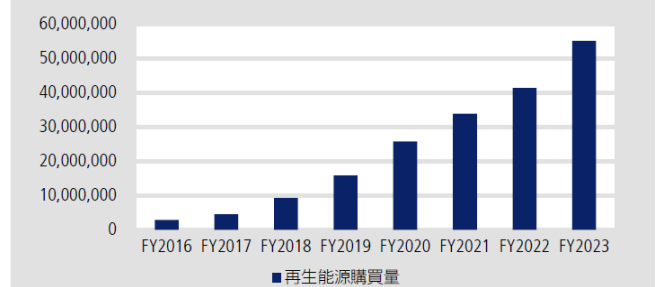
能源消耗，千兆焦耳 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：Meta – 再生能源使用

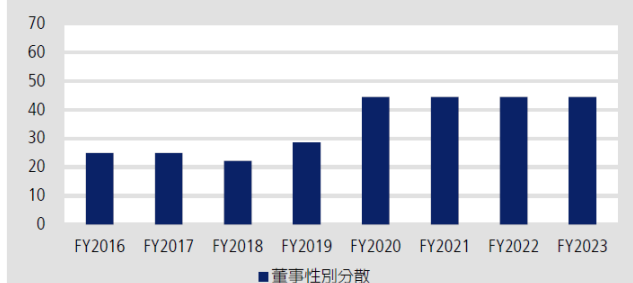
再生能源使用，十億焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：Meta – 董事性別多樣性

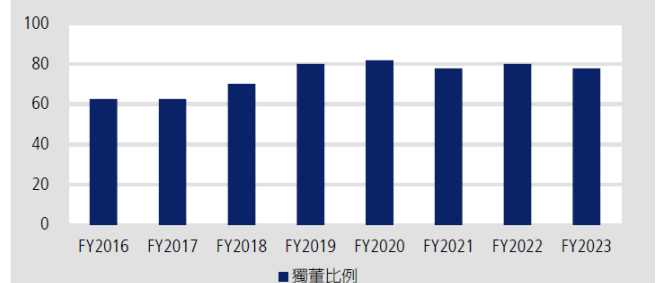
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：Meta – 獨立董事

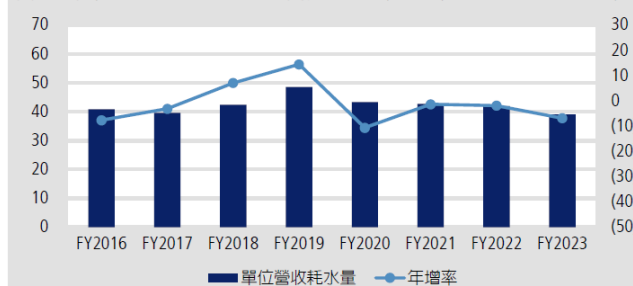
獨董比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：Meta – 耗水量

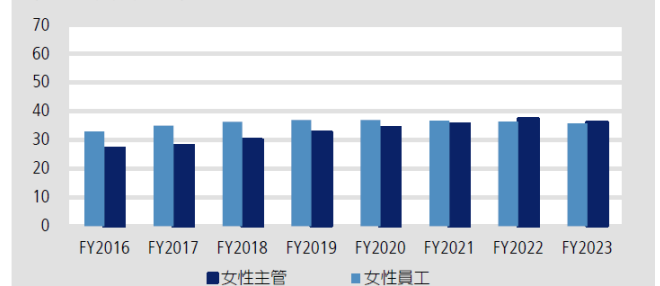
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：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

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，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。