

## 軟體產業：3Q25財報前瞻

### IT 支出僅溫和復甦，Anthropic 算力選擇左右 CSP 成長動能

#### 焦點內容

1. 雲服務：IT 支出展望僅溫和復甦，Anthropic 算力供應方案選擇左右 CSP 短中期成長動能。
2. 數位廣告：Temu/Shein 投放回溫，TikTok 移轉效應續存。
3. 電商 & 金融科技：購物旺季預估保守，代理式商務驗證的前哨站。

#### 重要訊息

美國軟體公司將陸續公布 C3Q25 財報，我們觀察高頻數據尋找短期契機。

#### 評論及分析

**雲服務：IT 支出展望僅溫和復甦，Anthropic 算力供應方案選擇左右 CSP 短中期成長動能。** CIO 調查顯示 2025/26 整體 IT 支出展望僅溫和上修及微幅加速成長，Similarweb 流量顯示雲基礎設施(non-AI)回溫，商用 SaaS 軟體大致持平，Gemini 表現突出，Ramp AI Index 顯示美國企業付費 AI 工具滲透率持續上升，其中以 OpenAI 及 Anthropic 表現突出，我們認為將使 3Q25 財報表現仍以 CSP 表現較優。近期市場認為 Broadcom(AVGO US)第四大客戶為 Anthropic 並採用 Google(GOOG US) TPU 建置資料中心，我們認為相較先前傳聞 TPU 外賣客戶為 xAI, Meta(META US), Apple(AAPL US)更加合理，係考量：(1)Google 為 Anthropic 早期投資人(較 AMZN 更早)；(2)Google 相對聚焦打造 ToC GenAI 產品，Anthropic 營收 80%來自 API 相對具焦 ToB 或 Coding 產品，利益衝突較低；(3)Anthropic 已有使用 GCP TPU 訓練及推理模型，目前亦在招募 TPU 工程師。近期媒體揭露 Anthropic 2025 營收規模約 US\$7-9bn(vs. OpenAI US\$13-20bn)，2026 營收目標約 US\$20-26bn(vs. OpenAI US\$30bn)，根據此數據我們測算：(1)Anthropic 2H25-1H26 進入 Trn2 採用高峰期，貢獻 AWS 季度營收年增率~2ppts，短期存在優於市場共識契機；(2)若 2H26-1H27 進入 TPU v7 採用高峰期，貢獻 GCP 年度營收年增率~9ppts，中期存在成長潛力，並培養 TPU 軟體生態系布局長期雲地混和商機(類似 CPU 世代 AWS Outposts 等)。

#### Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

#### ESG 分數評等

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

資料來源：Refinitiv、凱基

**數位廣告：Temu/Shein 投放回溫，TikTok 移轉效應續存。** Tinuiti 數據顯示 Meta、YouTube 美國廣告支出 3Q25 持續加速成長，我們認為係因：(1)Temu/Shein 廣告投放回溫；(2)TikTok 轉移效應續存，包含用戶使用時間及廣告預算轉移至 Meta Reels 及 YouTube Shorts；(3)AI 素材生成及廣告投放自動化工具，使 Meta 及 Google 自 Martech 及廣告代理商等領域取得更多 TAM。近期 Google 取消搜尋引擎 API Num=100 機制，我們認為此舉突顯資料及檢索系統重要性，高頻數據並未顯示 Reddit(RDDT US)流量或廣告預算顯著降低，反而為公司帶來 2026 資料 API 銷售業務商機。

**電商 & 金融科技：購物旺季預估保守，代理式商務驗證的前哨站。** JPM/WFC/C 財報顯示美國信用卡刷卡量年增 8%略優於市場預期 V/MA 刷卡量年增率。Adobe(ADBE US)預估購物旺季電商年增 5%較 2024 之 8%減速，基於折扣幅度最高消費者將集中於 11/27-12/8 購物，我們認為亦為 Agentic Commerce 概念驗證的前哨站，將影響免費用戶變現的可行性。另外，我們亦觀察到 HOOD、COIN、PYPL、XYZ 及 SHOP 有流量續強或轉佳趨勢。

#### 投資建議

我們認為 CSP 在 3Q25 財報事件交易(短期觀點)上皆有優於市場預期的契機。中長期偏好 MSFT(最佳產業地位+盈餘品質) > GOOGL(搜尋廣告隱憂未現+TPU 外賣潛力) > AMZN(短多+中長期 Trn3 客戶能見度下降) > META(廣告續強+評價位階)，中間兩者調整係基於 Anthropic 算力方案選擇將顯著影響 CSP 短中長期成長動能。台股供應鏈見圖 12-15。

#### 投資風險

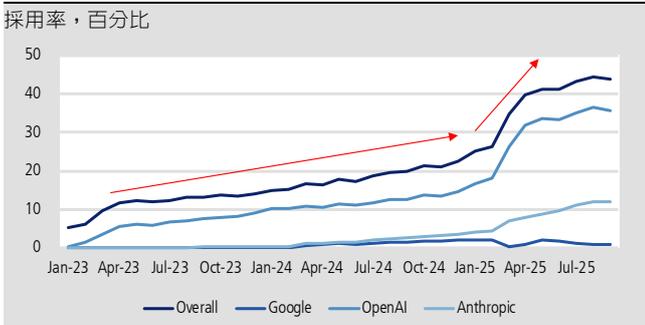
消費動能趨緩；用戶對數位產品偏好改變；監管及反壟斷議題升溫。

圖 1: 支付/加密貨幣、雲基礎設施、餐飲外送等網站流量正向

Growth YoY	4/11	4/25	5/9	5/23	6/6	6/20	7/4	7/18	8/1	8/15	8/29	9/12	9/26	Trend
BNPL	15%	13%	14%	14%	19%	18%	17%	14%	20%	20%	17%	18%	19%	Steady
Payments	3%	6%	3%	4%	6%	6%	7%	9%	9%	11%	11%	9%	10%	Steady
Cloud Infrastructure	1%	-5%	-3%	-1%	1%	3%	5%	5%	6%	6%	5%	5%	5%	Steady
Streaming	-2%	5%	-5%	-7%	-4%	-7%	-1%	4%	6%	4%	4%	4%	3%	Steady
Crypto	-20%	-16%	0%	7%	-7%	-9%	-3%	11%	19%	15%	6%	13%	3%	Falling
Retail & Ecommerce	-3%	-5%	-6%	-6%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	0%	2%	Steady
Restaurants	-8%	-6%	-9%	-11%	-11%	-10%	-6%	-3%	-1%	-1%	-2%	-3%	1%	Steady
Online Gaming	-4%	2%	-3%	-5%	1%	3%	0%	-1%	1%	7%	-1%	-1%	1%	Steady
Enterprise SaaS	1%	-5%	-2%	0%	-2%	-1%	0%	0%	0%	0%	-1%	-1%	0%	Steady
Autos & Auto Parts	-6%	-7%	-8%	-8%	-7%	-7%	-4%	-4%	-1%	-3%	-3%	-1%	0%	Steady
Travel	-6%	-5%	-7%	-4%	-3%	-5%	-3%	-1%	1%	3%	-1%	0%	0%	Steady
Social	0%	0%	-2%	-4%	-5%	-3%	-3%	-3%	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%	Steady
Shippers & Trackers	-6%	-9%	-8%	-8%	-7%	-3%	-3%	3%	2%	4%	2%	1%	-1%	Steady
Food Delivery	-5%	-7%	-8%	-7%	-8%	-5%	-4%	-4%	0%	-1%	-2%	-2%	-2%	Steady
Retail Investing	-1%	-8%	-7%	-6%	-10%	-11%	-8%	-11%	-5%	-8%	-7%	-2%	-2%	Rising
Search & AI	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%	Steady
Web & Shop Builders	-11%	-13%	-12%	-10%	-10%	-10%	-9%	-8%	-6%	-4%	-5%	-6%	-5%	Steady
Grocery & Meal Kits	-8%	-2%	-7%	-6%	-4%	-3%	0%	-3%	-1%	-1%	-3%	-8%	-7%	Falling
Telecom	-13%	-13%	-13%	-14%	-12%	-13%	-12%	-11%	-10%	-9%	-10%	-10%	-7%	Steady
Job Boards	-16%	-18%	-17%	-15%	-15%	-16%	-16%	-14%	-13%	-10%	-9%	-10%	-8%	Steady
Fitness	-2%	-3%	-5%	-6%	-4%	-7%	-5%	-5%	-2%	-9%	-8%	-6%	-8%	Steady
Real Estate	-10%	-10%	-10%	-9%	-7%	-9%	-6%	-5%	-3%	-5%	-8%	-8%	-9%	Falling
Freelance Services	-20%	-20%	-18%	-18%	-15%	-13%	-10%	-7%	-7%	-7%	-8%	-10%	-10%	Steady
Publishers	-7%	-12%	-11%	-14%	-16%	-8%	-8%	-17%	-14%	-20%	-16%	-11%	-12%	Rising
SMB SaaS	-13%	-17%	-17%	-15%	-14%	-15%	-13%	-11%	-11%	-11%	-13%	-13%	-13%	Steady
EdTech	-14%	-24%	-20%	-17%	-19%	-17%	-17%	-17%	-15%	-16%	-16%	-14%	-14%	Steady
Dating Sites	-26%	-19%	-23%	-22%	-21%	-19%	-19%	-21%	-22%	-21%	-21%	-23%	-24%	Steady
Social Ad Managers	-25%	-31%	-29%	-27%	-29%	-26%	-25%	-25%	-26%	-25%	-26%	-26%	-24%	Steady
Health & Wellness	-29%	-32%	-33%	-35%	-34%	-35%	-34%	-37%	-35%	-35%	-34%	-34%	-33%	Steady
Sports Gambling	-45%	-42%	-40%	-41%	-41%	-48%	-52%	-51%	-47%	-45%	-42%	-41%	-43%	Rising

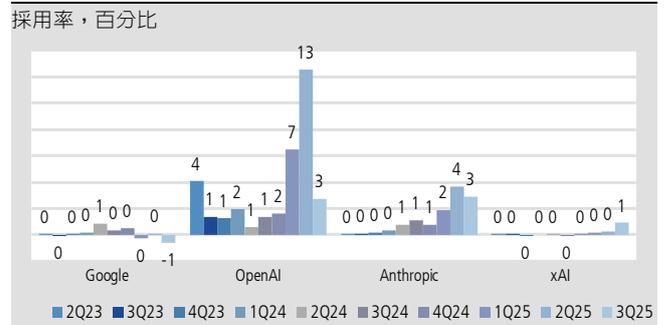
 資料來源: [https://www.similarweb.com/corp/wp-content/uploads/2025/10/attachment-Heatmaps-Global-.pdf?utm\\_medium=social&utm\\_source=twit](https://www.similarweb.com/corp/wp-content/uploads/2025/10/attachment-Heatmaps-Global-.pdf?utm_medium=social&utm_source=twit); 凱基

圖 2: 美國企業付費 AI 工具滲透率持續上升



資料來源: Ramp; 凱基

圖 3: OpenAI 及 Anthropic 在 3Q25 取得更多採用率份額



資料來源: Ramp; 凱基

圖 4: Anthropic Claude 變現能力不俗

Claude's "Secret Weapon"

Estimated Gross Revenue Per Download Since Release (Unified)



資料來源: Appfigures ; 凱基

圖 5: Anthropic 正在招募 TPU 工程師

**AI**

< Back to jobs

**TPU Kernel Engineer**

San Francisco, CA | New York City, NY | Seattle, WA

**About Anthropic**

Anthropic's mission is to create reliable, interpretable, and steerable AI systems. We want AI to be safe and beneficial for our users and for society as a whole. Our team is a quickly growing group of committed researchers, engineers, policy experts, and business leaders working together to build beneficial AI systems.

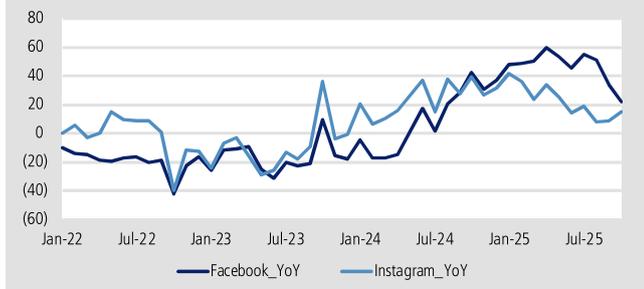
**About the Role**

As a TPU Kernel Engineer, you'll be responsible for identifying and addressing performance issues across many different ML systems, including research, training, and inference. A significant portion of this work will involve designing and optimizing kernels for the TPU. You will also provide feedback to researchers about how model changes impact performance. Strong candidates will have a track record of solving large-scale systems problems and low-level optimization.

資料來源: Anthropic ; 凱基

圖 6: 截至 10 月中旬 Meta eCPM 尚屬穩健, 惟進入高基期

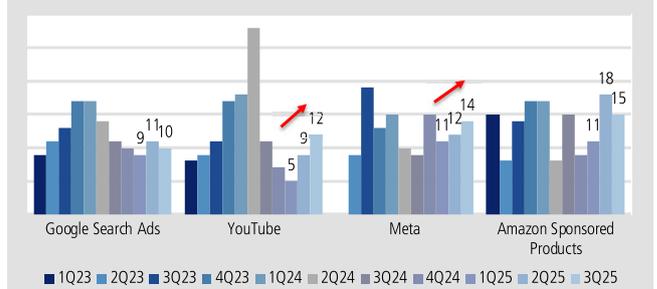
廣告 CPM 年增率, 百分比



資料來源: Revealbot ; 凱基

圖 7: YouTube 及 Meta 美國廣告 3Q25 年增加速

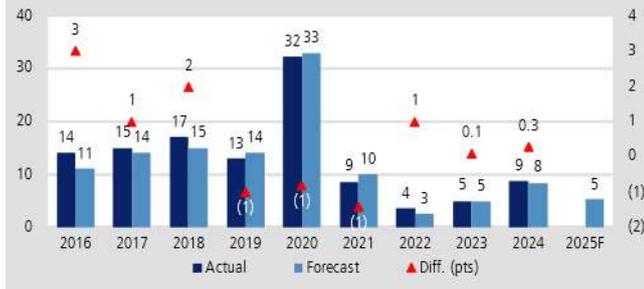
美國地區廣告年增率, 百分比



資料來源: Tinuiti ; 凱基

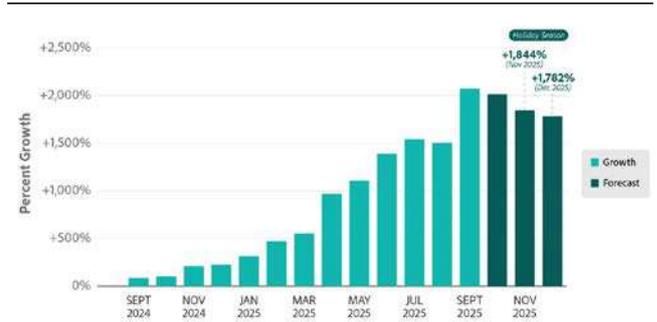
圖 8: 2025 購物旺季電商年增率 5% 較去年減速 3ppts

電商年增率, 百分比(左軸); 差異, 百分點(右軸)



資料來源: Adobe ; 凱基

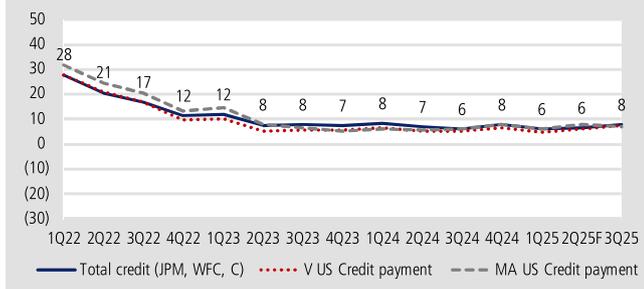
圖 9: AI Chatbot 帶來的流量貢獻持續強勁



資料來源: Adobe ; 凱基

圖 10: 美國信用卡刷卡量年增率回升

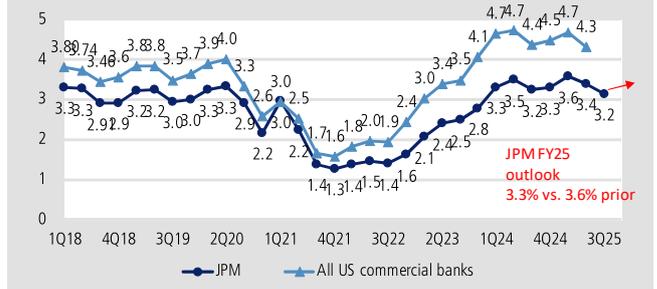
美國信用卡刷卡量年增率, 百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 11: JPM 下調 2025 信用卡壞帳率展望

信用卡壞帳率, 百分比



資料來源: JPM、FRED ; 凱基

圖 12: 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	184	3-5	伺服器電源
英業達	2356 TT	持有	46	<10	伺服器原廠委託設計代工
金像電	2368 TT	增加持股	475	<10	印刷電路板
廣達	2382 TT	增加持股	350	<10	伺服器原廠委託設計代工
群光	2385 TT	持有	149	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	1,400	5-10	設計服務
和碩	4938 TT	持有	88	10-15	遊戲機
緯穎	6669 TT	增加持股	4,520	30-40	伺服器原廠委託設計代工

資料來源：凱基

圖 13: 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	增加持股	1,700	1-3	設計服務

資料來源：凱基

圖 14: 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 15: Amazon 台股供應鏈

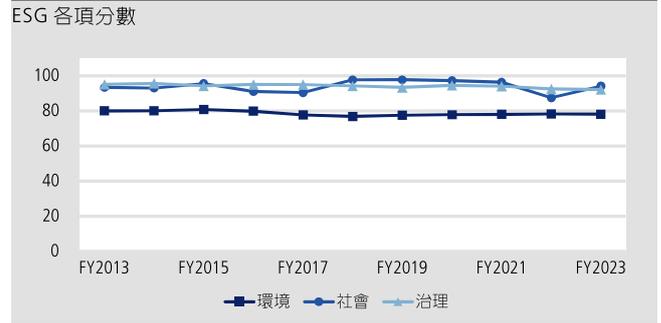
公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
光寶	2301 TT	增加持股	184	10	電源供應器
智邦	2345 TT	增加持股	1,180	-	資料中心交換器
英業達	2356 TT	持有	46	<10	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	350	<10	伺服器原廠委託設計代工
台光電	2383 TT	增加持股	1,140	<10	銅箔基板
聯發科	2454 TT	增加持股	1,700	1-3	設計服務
信邦	3023 TT	增加持股	336	<5	物流
世芯-KY	3661 TT	增加持股	5,280	40-50	設計服務
神達	3706 TT	-	-	<10	伺服器原廠委託設計代工
緯穎	6669 TT	增加持股	4,520	15-20	伺服器原廠委託設計代工
勤誠	8210 TT	增加持股	690	40-50	伺服器機殼

資料來源：凱基

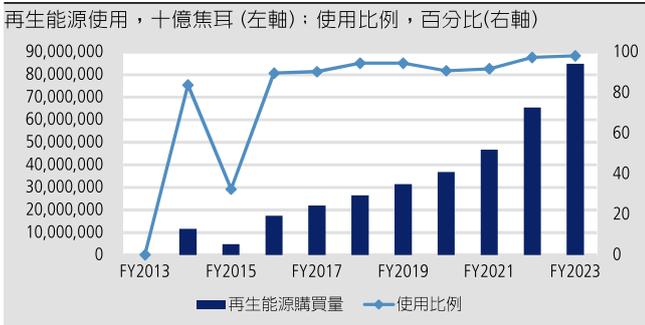
## Microsoft (MSFT US)

**圖 16 : Microsoft – ESG 整體分數**

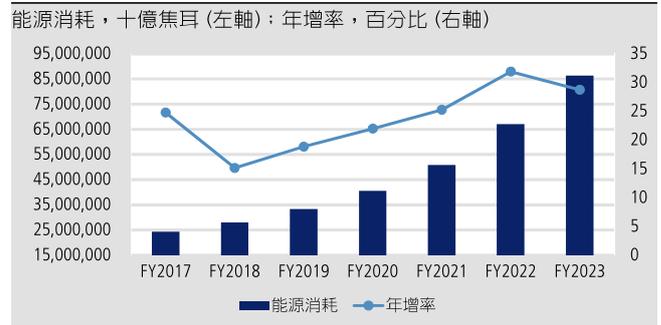

資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 17 : Microsoft – ESG 各項分數**


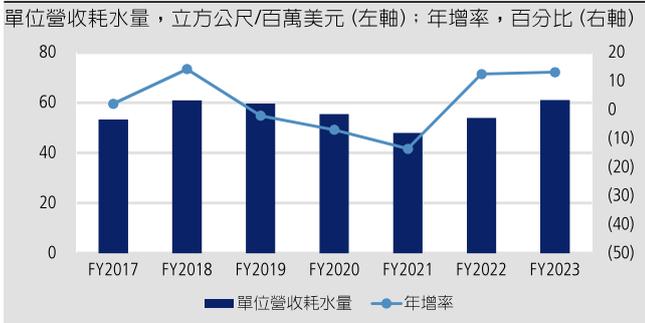
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 18 : Microsoft – 再生能源使用**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 19 : Microsoft – 能源消耗**


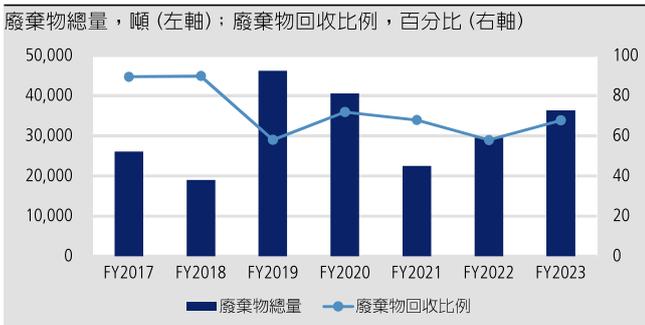
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 20 : Microsoft – 耗水量**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 21 : Microsoft – 獨立董事**


資料來源：Refinitiv、公司資料

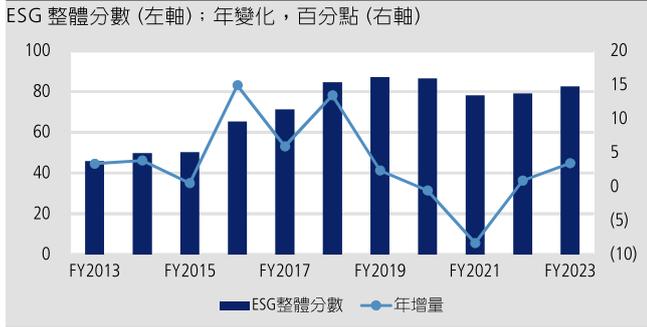
**圖 22 : Microsoft – 廢棄物回收總量**


資料來源：Refinitiv、公司資料

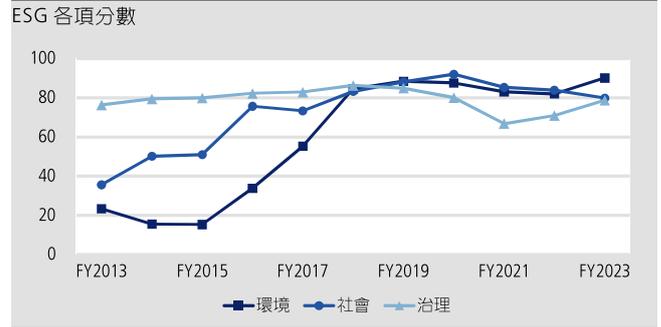
**圖 23 : Microsoft – 捐款**


資料來源：Refinitiv、公司資料

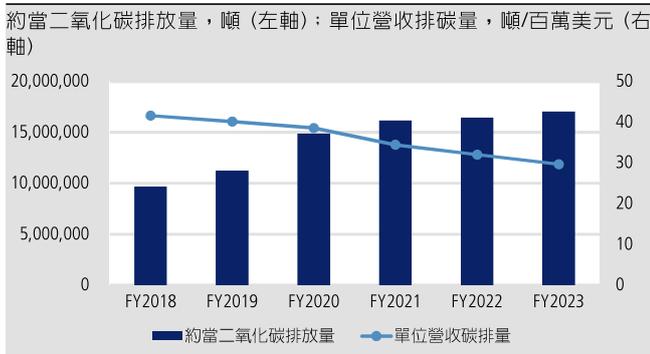
## Amazon (AMZN US)

**圖 24 : Amazon – ESG 整體分數**


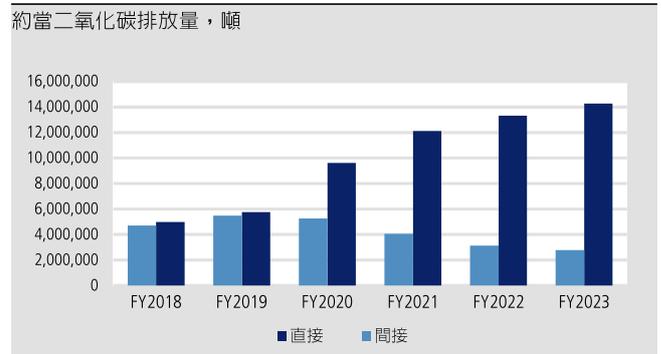
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 25 : Amazon – ESG 各項分數**


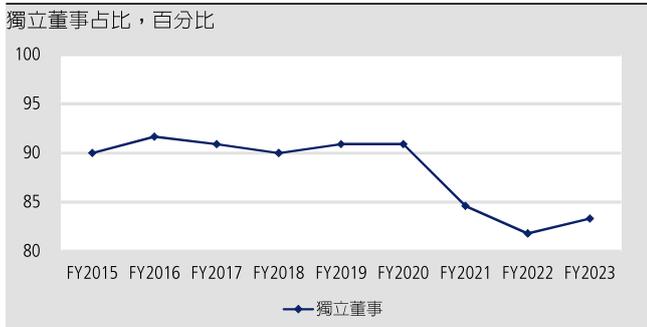
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 26 : Amazon – 碳排量**


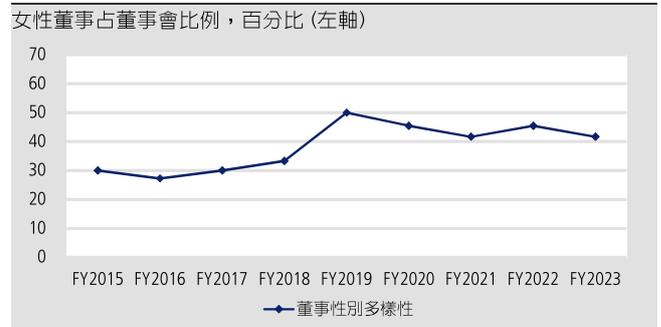
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 27 : Amazon – 碳排量**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 28 : Amazon – 獨立董事**


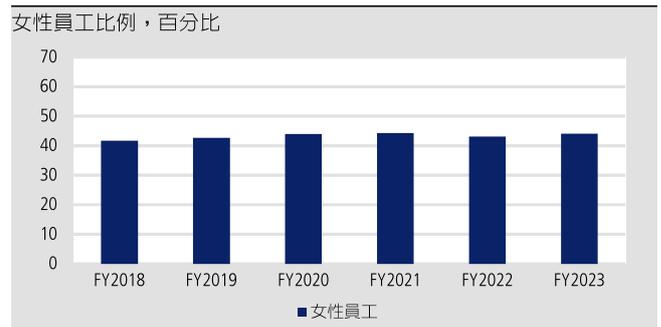
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 29 : Amazon – 董事性別多樣性**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 30 : Amazon – 性別多樣性**


資料來源: Refinitiv、公司資料

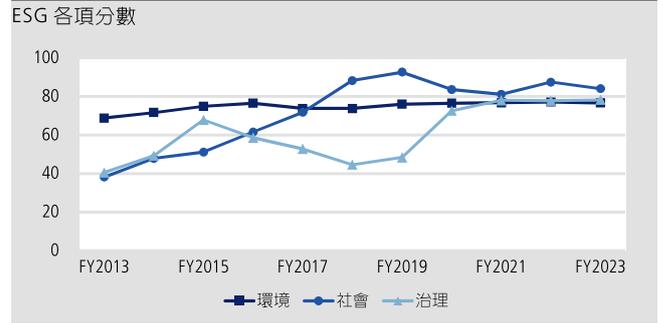
**圖 31 : Amazon – 性別多樣性**


資料來源: Refinitiv、公司資料

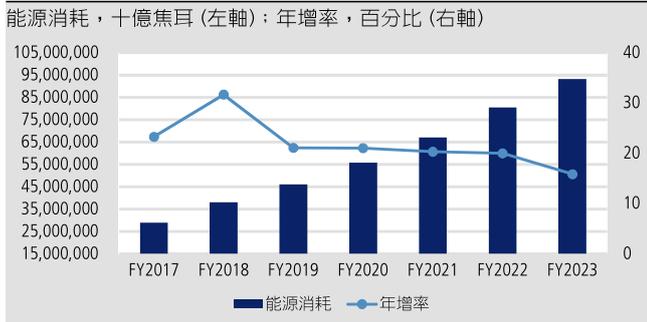
## Alphabet (GOOGL US)

**圖 32 : Alphabet – ESG 整體分數**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 33 : Alphabet – ESG 各項分數**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 34 : Alphabet – 能源消耗**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 35 : Alphabet – 再生能源使用**

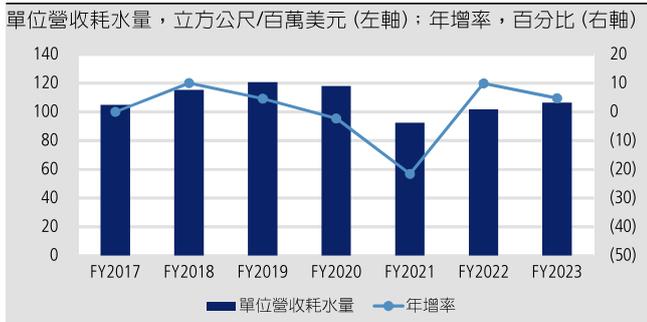

資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 36 : Alphabet – 碳排放量**

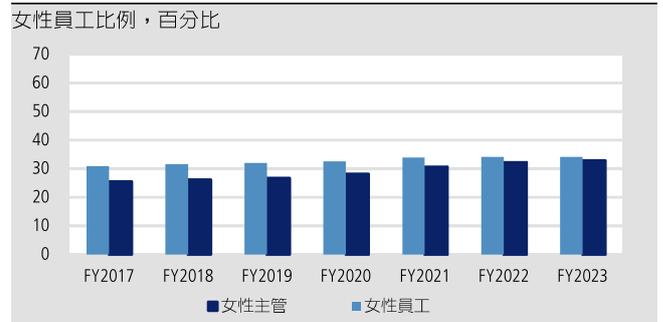

資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 37 : Alphabet – 廢棄物總量**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 38 : Alphabet – 耗水量**


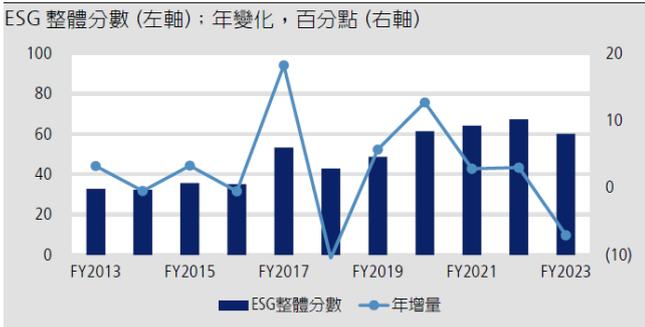
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 39 : Alphabet – 性別多樣性**


資料來源: Refinitiv、公司資料

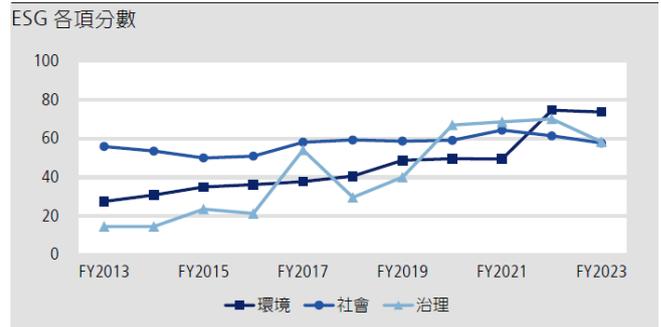
## Meta (META US)

圖 40 : Meta – ESG 整體分數



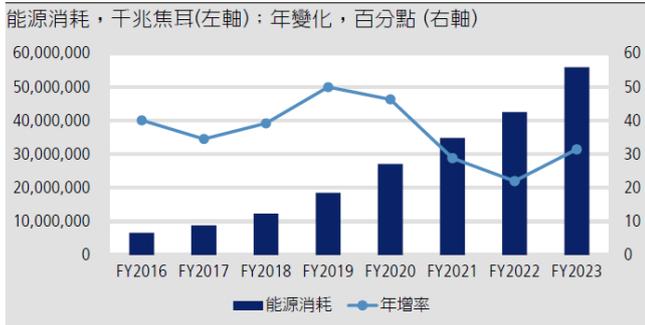
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 41 : Meta – ESG 各項分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 42 : Meta – 能源消耗



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 43 : Meta – 再生能源使用



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 44 : Meta – 董事性別多樣性



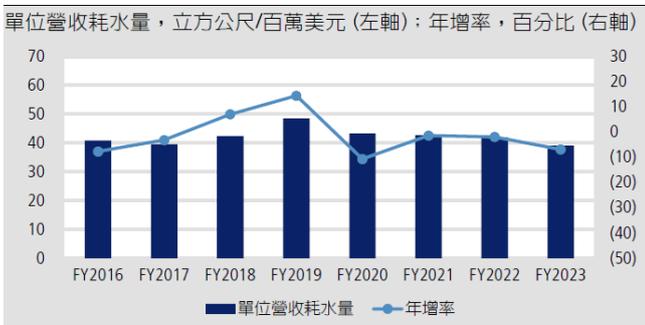
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 45 : Meta – 獨立董事



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 46 : Meta – 耗水量



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 47 : Meta – 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, 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繫人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯繫人。凱基集團成員公司、其聯繫人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。