

## 軟體產業：2Q25 財報前瞻產業

### 關稅尚未造成顯著傷害但標準已提高，聚焦落後補漲契機

#### 焦點內容

1. 雲服務：尚未見到 CXO 投資意向回升。
2. 數位廣告：廣告預算未顯疲態，GEO 至關重要。
3. 電商 & 金融科技：消費具有韌性；加密貨幣題材存在差異性。

#### 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
Amazon	AMZN US	83	90	80	79
Zscaler	ZS US	38	68	58	13

資料來源：Refinitiv、凱基

#### 重要訊息

美國軟體公司將陸續公布 C2Q25 財報。我們觀察高頻數據顯示關稅不確定性尚未顯著造成支出傷害，惟隨著評價回升投資人對於財報品質審視標準將提高，考量軟數據未回升，正面驚喜有限，建議聚焦落後補漲契機。

#### 評論及分析

**雲服務：尚未見到 CXO 投資意向回升。** CXO 調查 2025 整體 IT 支出展望 4 月已下修，隨著關稅不確定性持續遞延，我們尚未觀察到軟數據(Soft data)顯著的回升，考量：1) 美國企業 AI 付費工具滲透率約 42%相較 1Q25 強勁成長略微停滯，其中以 Anthropic 滲透率達 10%(vs. 4 月上升 1.5ppts)較為亮眼，近期 AWS 紐約高峰會推出 Kira 反饋亦正向；2) 消費者 AI 網站流量以 OpenAI/Google 維持年增 20%/50%+相對亮眼；3) 雲服務基礎設施網站流量趨勢向上(見圖 4)。我們維持 GenAI、數位轉型之基礎設施軟體(包含算力提供及資料聚合)及資安在高不確定性的總經環境下相對具有韌性。

**數位廣告：廣告預算未顯疲態，GEO 至關重要。** 我們觀察到 Meta eCPM 維持穩健惟面臨高成長基期(見圖 5)，Tinuiti 數據顯示 Google Search、YouTube 及 Amazon 美國廣告支出 2Q25 年增率加速(見圖 6)，整體廣告預算未顯疲態。產業趨勢方面，NP digital 數據顯示 Generative Engine Optimization(GEO)至關重要(見圖 7-8)，我們近期亦與廣告業者及專家交流，AI Search 引用偏好包含：(1) 來源的權威性；(2) 內容格式結構化；(3) 內容間高關聯性及頻繁曝光。我們認為 Reddit 及 LinkedIn 在 B2B 領域符合上述 AI Search 資料訓練和引用偏好，將吸引更多 B2B 品牌業者於平台經營內容，進而帶動 MAU 成長和後續站內廣告潛在成長空間。

**電商 & 金融科技：消費具有韌性；加密貨幣題材存在差異性。** JPM/WFC/C 財報顯示美國信用卡刷卡量年增 6%大致符合市場預期 V/MA 刷卡量年增率，Amazon Prime Day 購物旺季期間銷售優於預期(見圖 18)，係因參與消費者比例 52%較 2024 年 46%高，且商品折扣幅度或廣度亦高於 2024 年(見圖 20-21)，對比先前市場擔憂關稅導致折扣幅度有限進而影響銷售動能而言具有韌性。金融科技方面，我們認為加密貨幣題材存在差異性，包含：(1) 穩定幣及天才法案相關 V/MA、CRCL 及 PYPL；(2) RWA 及清晰法案相關 COIN、HOOD 及 BLK；(3) BTC 及 ETH 儲備相關 XYZ、GLXY 等，前兩者隨三大法案落地短期較無催化劑(見圖 22)，最後者視幣價動能存在契機。

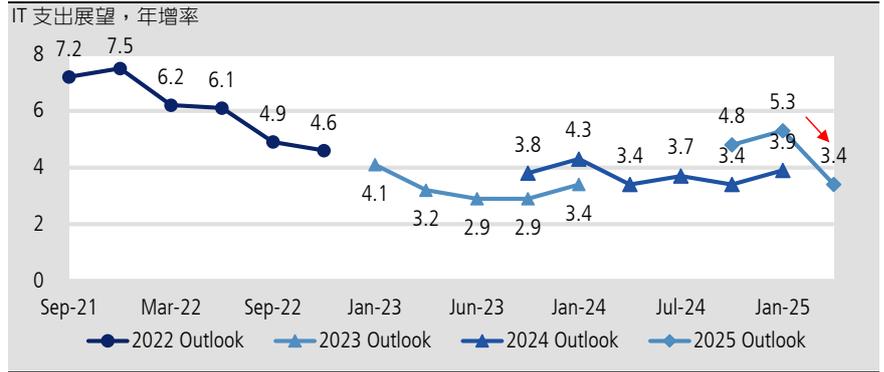
#### 投資建議

在 2Q25 財報事件交易上(短期觀點)我們認為 CSP 中 Amazon(AMZN US)及 Alphabet(GOOG US)皆具有落後補漲契機，係考量廣告預算及電商銷售未顯疲態，Anthropic 及 Gemini 分別在 ToB 及 ToC 市場表現亮眼。其餘偏好包含 GEO 至關重要的受惠者 Reddit(RDDT US)及關稅不確定下具有韌性的資安業者 Zscaler(ZS US)。台股供應鏈見圖 23-26。

#### 投資風險

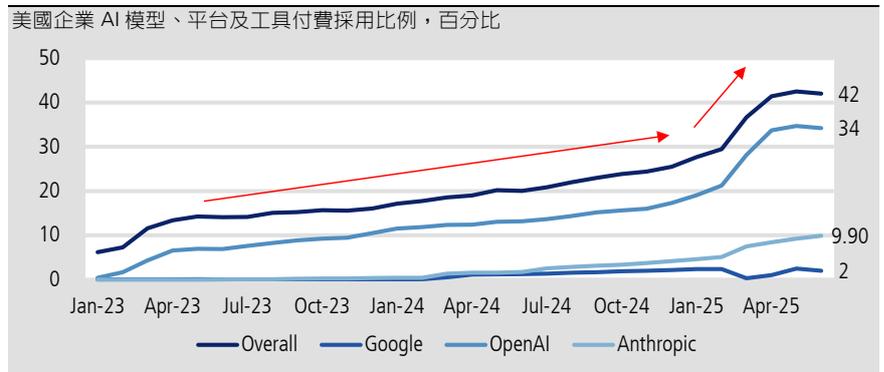
消費動能趨緩；用戶對數位產品偏好改變；監管及反壟斷議題升溫。

圖 1: 2025 IT 支出展望反轉至年增率減速



資料來源: ETR : 凱基

圖 2: 美國企業 AI 工具付費滲透率成長略微停滯，Anthropic 表現亮眼



資料來源: Ramp : 凱基

圖 3: AI 網站流量顯示持續穩健成長，OpenAI & Google 表現亮眼

12wk Change	1/31	2/14	2/28	3/14	3/28	4/11	4/25	5/9	5/23	6/6	6/20	7/4
General	14%	18%	23%	25%	55%	46%	34%	22%	23%	22%	21%	6%
Character & Chat	-1%	4%	-1%	-5%	-7%	-5%	1%	-2%	-1%	-5%	-4%	-5%
Design & Image Generation	-1%	2%	8%	2%	12%	28%	2%	-6%	-11%	-8%	-10%	-22%
Writing & Content	-7%	-11%	-9%	-6%	14%	-3%	-12%	-11%	-16%	-19%	-20%	-18%
EdTech AI	-11%	0%	5%	8%	6%	-7%	1%	-9%	-3%	-10%	-13%	-2%
Data Analytics	32%	25%	42%	172%	177%	108%	1%	-1%	-7%	-52%	6%	3%
All other	7%	8%	20%	21%	61%	6%	-12%	-15%	-15%	-19%	-12%	-2%

12wk Change	1/31	2/14	2/28	3/14	3/28	4/11	4/25	5/9	5/23	6/6	6/20	7/4
Openai	5%	5%	9%	11%	38%	33%	35%	27%	26%	23%	23%	6%
Google	-1%	3%	15%	14%	50%	54%	53%	51%	58%	95%	88%	65%
Deepseek	17694%	17701%	8658%	6804%	1688%	532%	-6%	-41%	-26%	-20%	-20%	-26%
Grok	na	na	524539%	1096167%	169235%	25911%	11307%	5243%	64%	-2%	-25%	-27%
Perplexity	-5%	4%	25%	30%	52%	18%	11%	6%	0%	1%	12%	13%
Claude	-18%	-18%	2%	30%	61%	29%	25%	25%	14%	12%	14%	19%
Microsoft	-14%	-15%	-6%	1%	23%	43%	29%	23%	30%	18%	16%	-8%
Huggingface	53%	58%	42%	29%	26%	15%	-14%	-29%	-24%	-12%	-9%	-5%
Manus	na	na	na	na	na	na	na	na	na	-46%	-20%	-16%
Poe	-29%	-28%	-21%	-16%	-3%	-10%	-6%	-17%	-26%	-31%	-28%	-32%

資料來源: [https://www.similarweb.com/corp/wp-content/uploads/2025/07/attachment-Global-AI-Tracker-16.pdf?utm\\_medium=social&utm\\_source=twit](https://www.similarweb.com/corp/wp-content/uploads/2025/07/attachment-Global-AI-Tracker-16.pdf?utm_medium=social&utm_source=twit) : 凱基

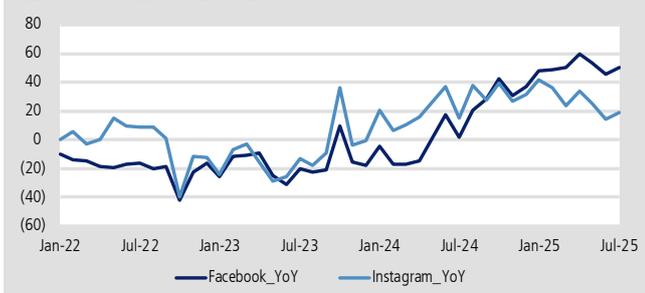
圖 4: 網站流量熱圖顯示雲基礎設施服務(尤其 Azure, GCP 尤佳)、自由工作者平台趨勢向上

Growth YoY	1/17	1/31	2/14	2/28	3/14	3/28	4/11	4/25	5/9	5/23	6/6	6/20	7/4	Trend
BNPL	15%	15%	26%	12%	14%	18%	15%	13%	14%	14%	19%	18%	17%	Steady
Payments	2%	1%	5%	2%	3%	3%	3%	6%	3%	4%	6%	6%	7%	Steady
Cloud Infrastructure	1%	-4%	2%	1%	0%	3%	1%	-5%	-3%	-1%	1%	3%	5%	Rising
Enterprise SaaS	0%	-2%	2%	1%	1%	3%	1%	-5%	-2%	0%	-2%	-1%	0%	Steady
Grocery & Meal Kits	-2%	-7%	-6%	-8%	-9%	-11%	-8%	-2%	-7%	-6%	-4%	-3%	0%	Rising
Online Gaming	-1%	-1%	-6%	-3%	-1%	-5%	-4%	2%	-3%	-5%	1%	3%	0%	Steady
Streaming	5%	5%	1%	2%	3%	-2%	-2%	5%	-5%	-7%	-4%	-7%	-1%	Steady
Retail & Ecommerce	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	-3%	-5%	-6%	-6%	-4%	-3%	-2%	Steady
Social	2%	2%	2%	2%	0%	1%	0%	0%	-2%	-4%	-5%	-3%	-3%	Steady
Search & AI	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%	-2%	-2%	-4%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	Steady
Travel	-2%	-3%	-4%	-5%	-7%	-5%	-6%	-5%	-7%	-4%	-3%	-5%	-3%	Steady
Shippers & Trackers	5%	-5%	-2%	-1%	-4%	-4%	-6%	-9%	-8%	-8%	-7%	-3%	-3%	Rising
Crypto	27%	73%	26%	9%	-25%	-26%	-20%	-16%	0%	7%	-7%	-9%	-3%	Steady
Autos & Auto Parts	-2%	-2%	-4%	-3%	-3%	-1%	-6%	-7%	-8%	-8%	-7%	-7%	-4%	Steady
Food Delivery	-3%	-6%	-6%	-6%	-5%	-6%	-5%	-7%	-8%	-7%	-8%	-5%	-4%	Rising
Fitness	-4%	-8%	-5%	-5%	-8%	-6%	-2%	-3%	-5%	-6%	-4%	-7%	-5%	Steady
Restaurants	-4%	-10%	-5%	-6%	-7%	-6%	-8%	-6%	-9%	-11%	-11%	-10%	-6%	Steady
Real Estate	-1%	-4%	-6%	-6%	-7%	-6%	-10%	-10%	-10%	-9%	-7%	-9%	-6%	Steady
Publishers	-7%	-4%	-3%	-3%	-2%	-8%	-6%	-11%	-9%	-13%	-14%	-6%	-6%	Rising
Retail Investing	0%	-1%	-5%	-11%	-12%	-10%	-1%	-8%	-7%	-6%	-10%	-11%	-8%	Steady
Web & Shop Builders	-9%	-11%	-10%	-12%	-11%	-9%	-11%	-13%	-12%	-10%	-10%	-10%	-9%	Steady
Freelance Services	-18%	-19%	-20%	-21%	-19%	-19%	-20%	-20%	-18%	-18%	-15%	-13%	-10%	Rising
Telecom	-10%	-12%	-11%	-12%	-11%	-12%	-13%	-13%	-13%	-14%	-12%	-13%	-12%	Steady
SMB SaaS	-10%	-11%	-10%	-13%	-13%	-12%	-13%	-17%	-17%	-15%	-14%	-15%	-13%	Steady
Job Boards	-13%	-15%	-13%	-13%	-16%	-14%	-16%	-18%	-17%	-15%	-15%	-16%	-16%	Steady
EdTech	-6%	-11%	-10%	-12%	-14%	-14%	-14%	-24%	-20%	-17%	-19%	-17%	-17%	Steady
Dating Sites	-21%	-26%	-26%	-26%	-27%	-27%	-26%	-19%	-23%	-22%	-21%	-19%	-19%	Steady
Social Ad Managers	-23%	-23%	-17%	-18%	-21%	-21%	-25%	-31%	-29%	-27%	-29%	-26%	-25%	Rising
Health & Wellness	-19%	-23%	-22%	-25%	-26%	-27%	-29%	-32%	-33%	-35%	-34%	-35%	-34%	Steady
Sports Gambling	-39%	-40%	-42%	-46%	-43%	-44%	-45%	-42%	-40%	-41%	-41%	-48%	-52%	Falling

 資料來源: [https://www.similarweb.com/corp/wp-content/uploads/2025/07/attachment-Heatmaps-Global-17.pdf?utm\\_medium=social&utm\\_source=twit](https://www.similarweb.com/corp/wp-content/uploads/2025/07/attachment-Heatmaps-Global-17.pdf?utm_medium=social&utm_source=twit); 凱基

圖 5: 截至 7 月中旬 Meta eCPM 尚屬穩健, 惟進入高基期

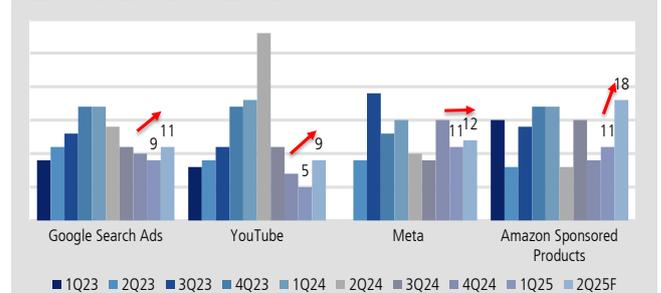
廣告 eCPM 年增率, 百分比



資料來源: Revealbot; 凱基

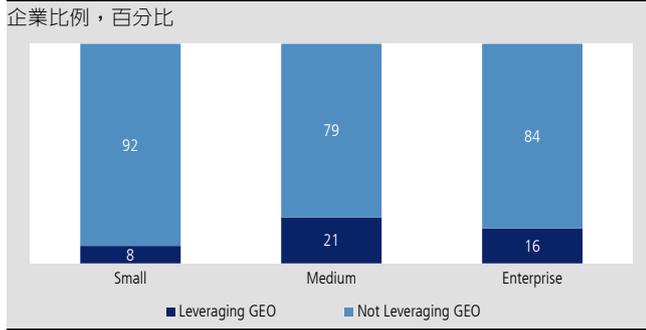
圖 6: Google Search, YT, AMZN 美國廣告 2Q25 年增加速

美國地區廣告年增率, 百分比



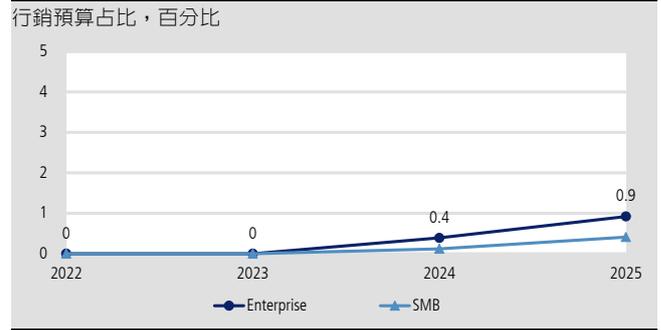
資料來源: Tinuiti; 凱基

圖 7: 企業已開始聚焦 GEO，其中以中大型企業更積極



資料來源: NP Digital : 凱基

圖 8: GEO 占比行銷預算雖低，但正在 100%+成長



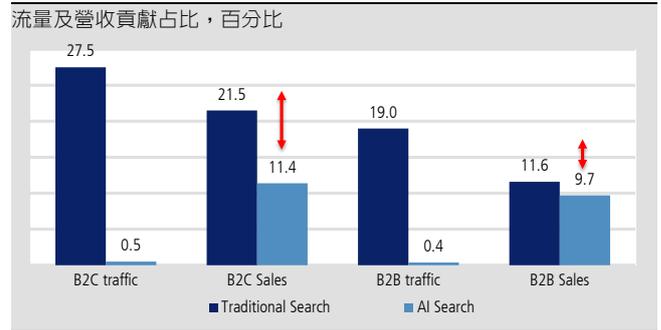
資料來源: NP Digital : 凱基

圖 9: AI Search 對網站流量及營收貢獻越顯重要



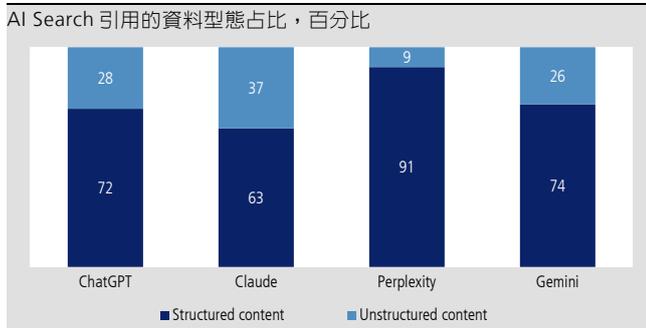
資料來源: NP Digital : 凱基

圖 10: AI Search 對 B2B 產業尤其重要



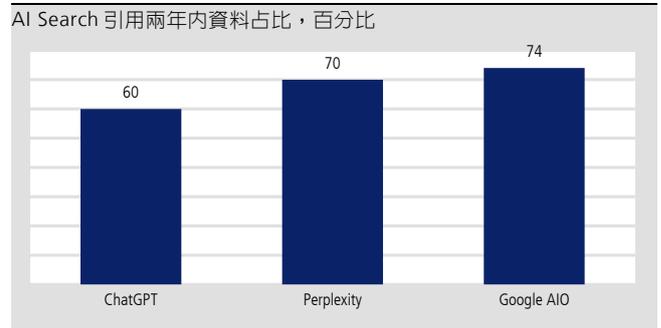
資料來源: NP Digital : 凱基

圖 11: AI Search 偏好引用結構化內容



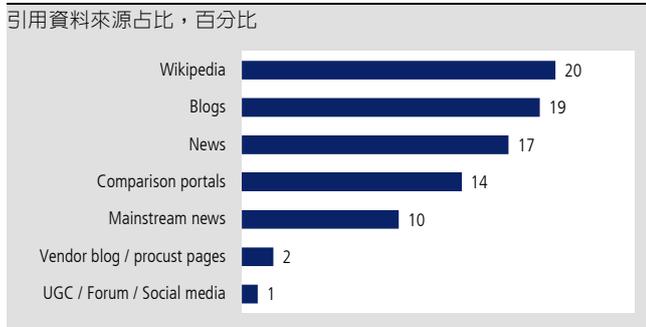
資料來源: NP Digital : 凱基

圖 12: AI Search 偏好引用 2 年內的新資料



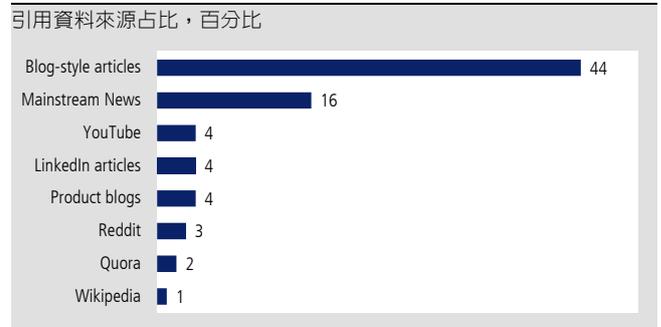
資料來源: Seer Interactive : 凱基

圖 13: ChatGPT 引用資料來源



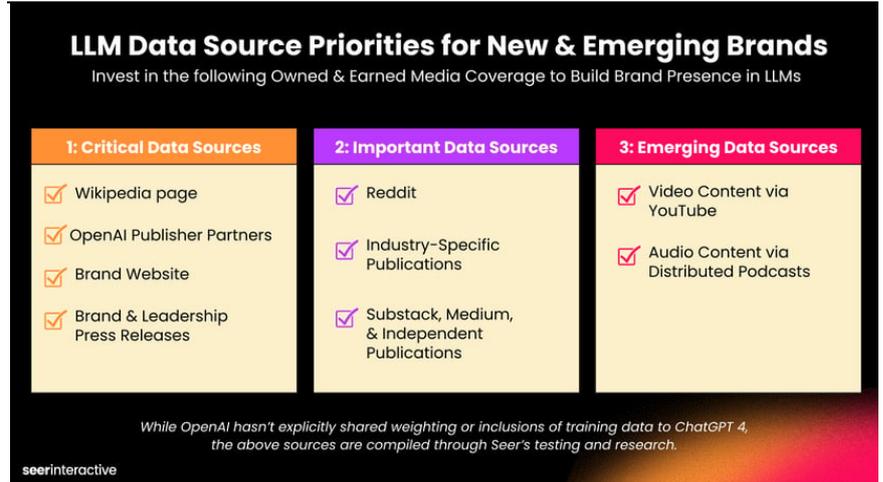
資料來源: NP Digital : 凱基

圖 14: Google AIO 引用資料來源



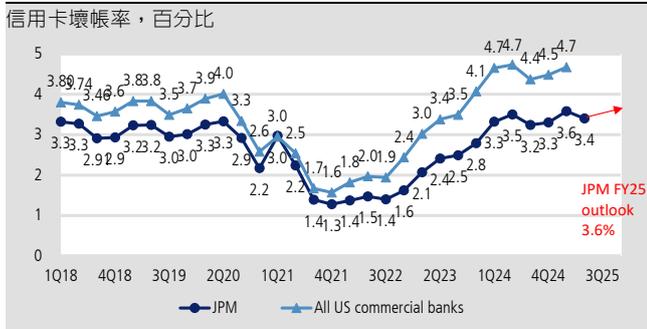
資料來源: NP Digital : 凱基

圖 15:如何讓品牌出現在 ChatGPT 的訓練資料之 3 大方式



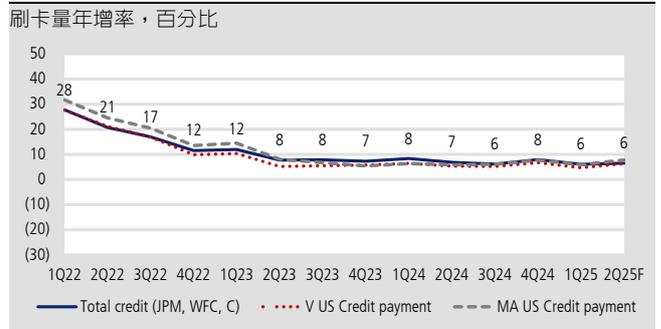
資料來源: Seer Interactive : 凱基

圖 16: JPM 維持 2025 信用卡壞帳率 3.6% 之財測



資料來源: Bloomberg、FRED : 凱基

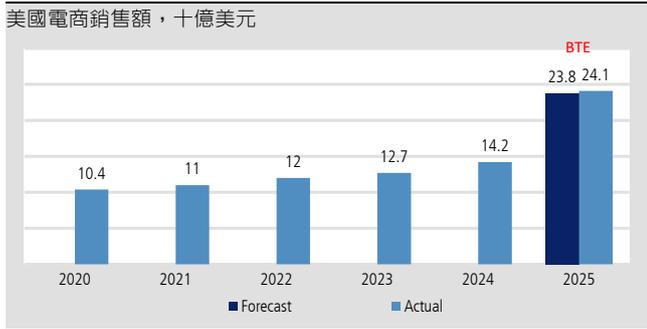
圖 17: 美國主要銀行及支付業者之綜合刷卡量表現



資料來源: Bloomberg : 凱基

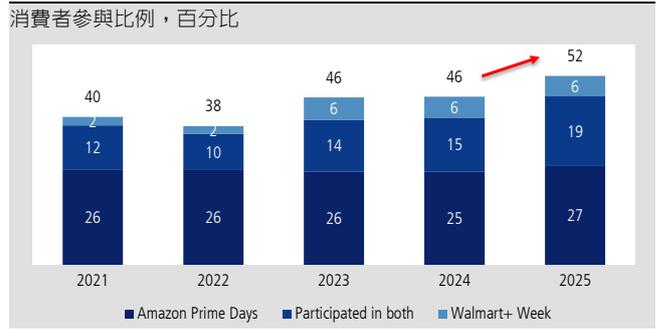
備註: Visa/MasterCard F3Q25/2Q25 為 Bloomberg 之市場共識

圖 18: Amazon Prime Day 期間美國電商銷售優於預期



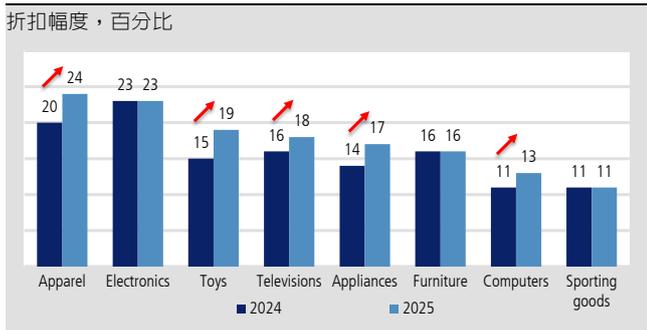
資料來源: Adobe : 凱基

圖 19: 參與 Amazon Prime Day 消費者高於往年



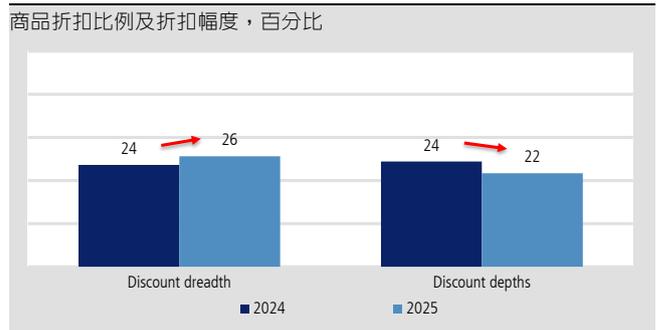
資料來源: PYMNTS Intelligence : 凱基

圖 20: Amazon Prime Day 期間折扣幅度高於 2024



資料來源: Adobe : 凱基

圖 21: Amazon 平台折扣商品比例高於 2024



資料來源: Momentum commerce : 凱基

圖 22: 美國三大加密貨幣法案焦點及後續進程

時間	GENIUS Act	CLARITY Act	Anti-CBDC Act
法案焦點	1) 具有銀行牌照符合FDIC資格之子公司可發行，聯邦許可的非銀行發行人（OCC批准），符合州級監管和審批亦可發行（總資產未超過US\$10bn）； 2) 美元及93天內的短期國債作為儲備，每月定期審批公開，不可用於抵押融資； 3) 支付型穩定幣不屬於商品或證券，意即不屬於SEC或CFTC重複監管範疇，明確穩定幣類貨幣地位，完善監管框架有助於廠商評估是否發行	1) 明確劃分數位資產監理歸屬：SEC負責證券型代幣初始發行階段，CFTC則負責商品型代幣與二級市場交易； 2) 建立合規二級市場制度，允許非證券型代幣合法於交易所掛牌交易 3) 改善發行流程與風險揭露制度，引入最低披露標準，但低於 IPO 等級	1) 明確禁止聯準會發行面向大眾的零售型CBDC，終止數位美元作為日常支付工具的可能性，削弱政府直發數位貨幣能力、降低監管。 2) 保留批發型 CBDC（和銀行間的代幣）與聯準會 FedNow 類機構推動技術創新，為商業應用預留彈性。 3) 法案具高度政治色彩，被視為共和黨反對數位監控與共和黨「小政府、弱監管」的象徵法案，2026 若政黨輪替可能推翻，政策可預期性不足。
7/17	眾院通過	眾院通過	眾院通過
7/18-7/31	1) 總統簽署完成（已成法） 2) 等候財政部、OCC 公告草擬規則（最多 180 天）	等候參院排期	等候參院排期
8月	財政部初步公開執行細則方向（草案規劃、徵詢意見）	若無排期即開始失焦，可能有其他軍事、財政相關優先審議的排程	等候參院排期
9月國會秋季復會（9/9）	1) OCC/FDIC 傾向草擬 1st draft 2) 啟動受理程序	若參院排期，有望進入委員會辯論	有可能與 CLARITY 綁定並一併審查
10-11月	各監管機構草案聽證或徵求意見（可能開放業者提交回饋）	成案與否將成中期選前民主/共和黨對立熱點	若進委員會，有機會直接推進總表決
12月-1Q26	1) 開始規則落地試行 2) 銀行與 FinTech 接受穩定幣資格認定或申請	若未通過，將需明年重提	若通過，民主黨恐推翻或淡化執行

資料來源：凱基

圖 23: 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	134	3-5	伺服器電源
英業達	2356 TT	持有	45	<10	伺服器原廠委託設計代工
金像電	2368 TT	增加持股	330	<10	印刷電路板
廣達	2382 TT	增加持股	338	<10	伺服器原廠委託設計代工
群光	2385 TT	增加持股	188	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	1,360	5-10	設計服務
和碩	4938 TT	持有	90	10-15	遊戲機
緯穎	6669 TT	增加持股	3,250	30-40	伺服器原廠委託設計代工

資料來源：凱基

圖 24: 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	338	<10	伺服器原廠委託設計代工
英業達	2356 TT	持有	45	<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 25: 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	330	<10	印刷電路板
聯詠	3034 TT	持有	485	3-7	ARVR解決方案
緯穎	6669 TT	增加持股	3,250	55-60	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	338	<10	伺服器原廠委託設計代工
智邦	2345 TT	增加持股	950	-	資料中心交換器

資料來源：凱基

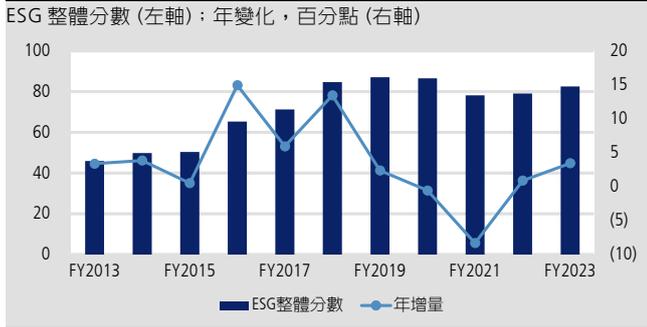
圖 26: Amazon 台股供應鏈

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	134	10	電源供應器
智邦	2345 TT	增加持股	950		資料中心交換器
英業達	2356 TT	持有	45	<10	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	338	<10	伺服器原廠委託設計代工
台光電	2383 TT	增加持股	1000	<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	4020	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	3250	15-20	伺服器原廠委託設計代工
勤誠	8210 TT	增加持股	600	40-50	伺服器機殼

資料來源：凱基

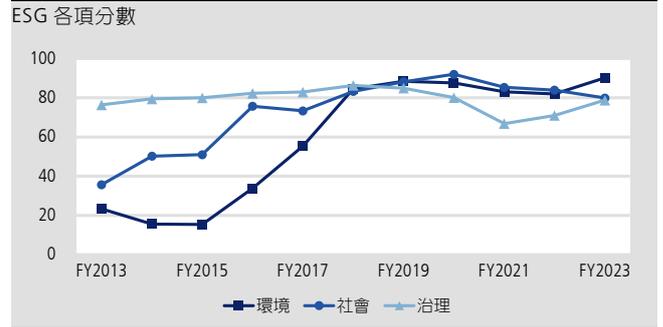
## Amazon (AMZN US)

圖 27 : Amazon – ESG 整體分數



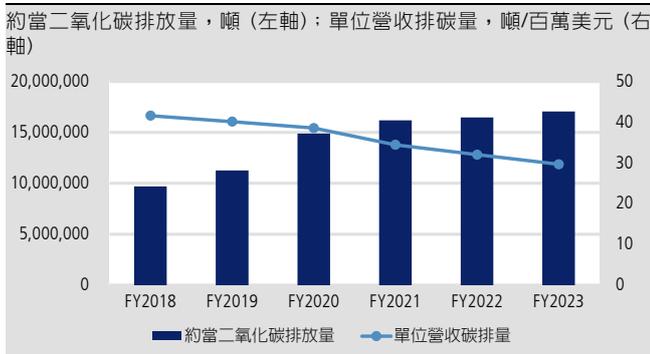
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 28 : Amazon – ESG 各項分數



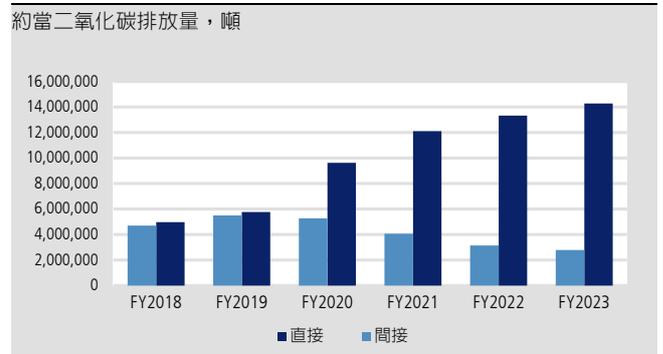
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 29 : Amazon – 碳排量



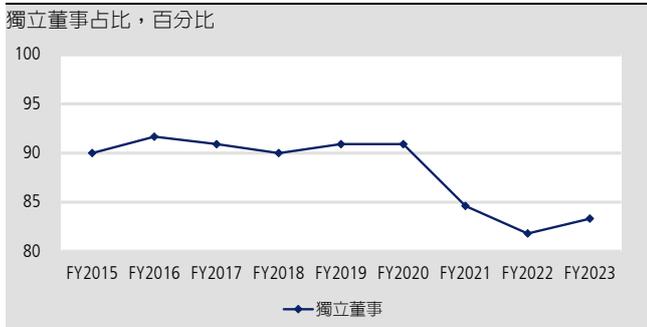
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 30 : Amazon – 碳排量



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 31 : Amazon – 獨立董事



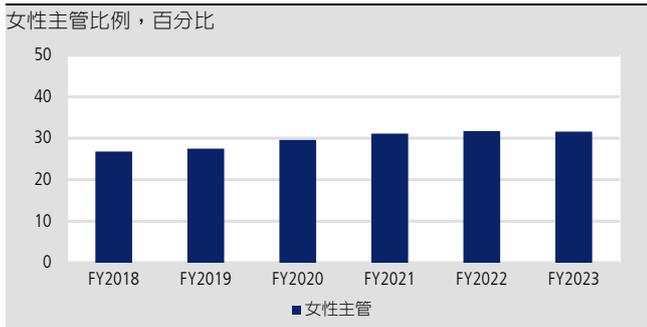
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 32 : Amazon – 董事性別多樣性



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 33 : Amazon – 性別多樣性



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 34 : Amazon – 性別多樣性

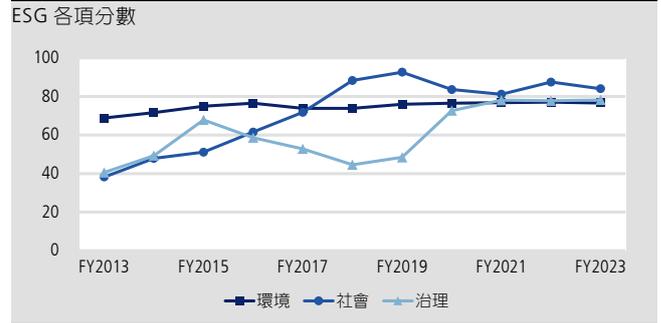


資料來源：Refinitiv、公司資料

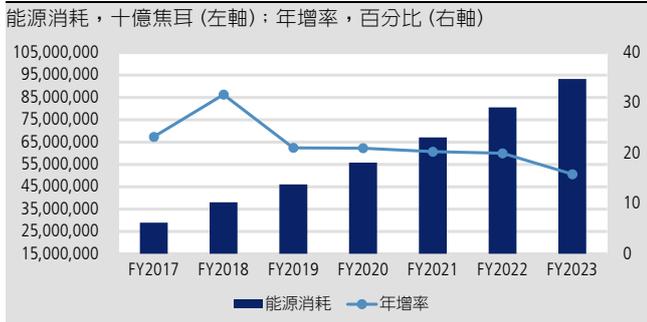
## Alphabet (GOOGL US)

**圖 35 : Alphabet – ESG 整體分數**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 36 : Alphabet – ESG 各項分數**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 37 : Alphabet – 能源消耗**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 38 : Alphabet – 再生能源使用**

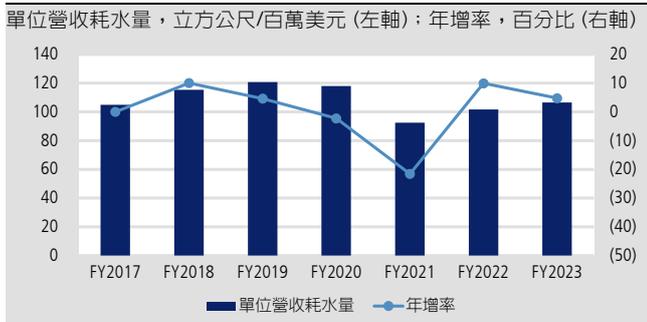

資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 39 : Alphabet – 碳排放量**

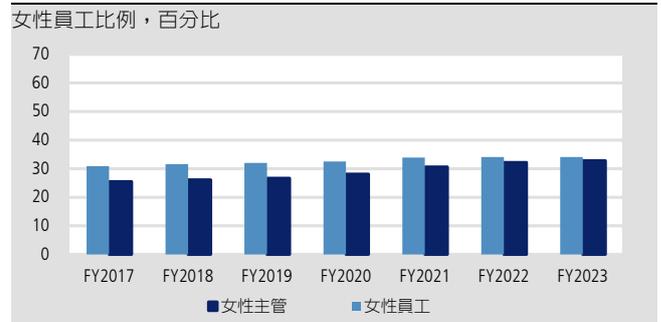

資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 40 : Alphabet – 廢棄物總量**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 41 : Alphabet – 耗水量**


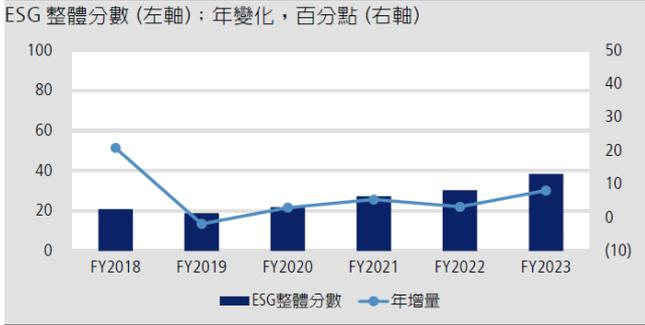
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 42 : Alphabet – 性別多樣性**


資料來源: Refinitiv、公司資料

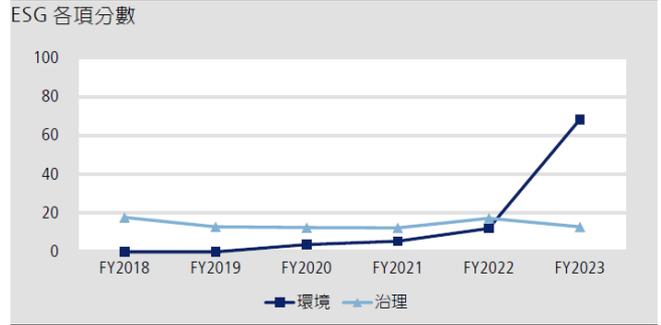
## Zscaler (ZS US)

圖 43 : Zscaler – ESG 整體分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 44 : Zscaler – ESG 各項分數



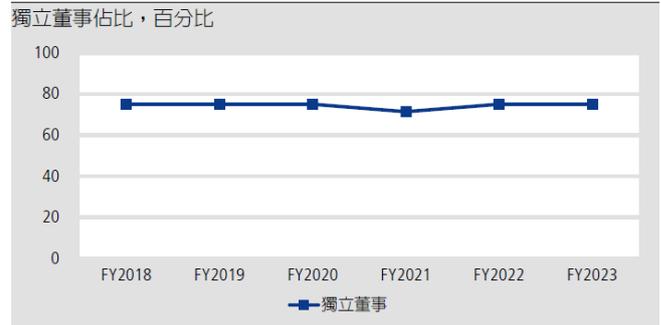
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 45 : Zscaler – 董事性別多樣性



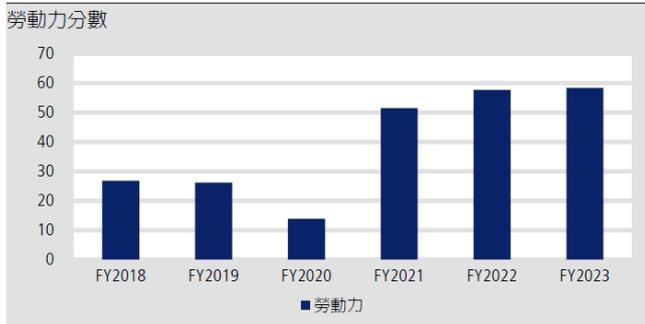
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 46 : Zscaler – 獨立董事



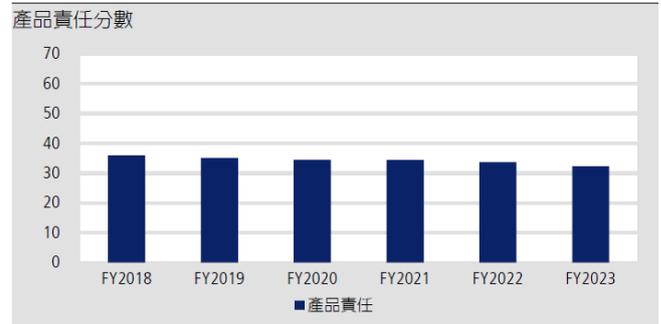
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 47 : Zscaler – 勞動力



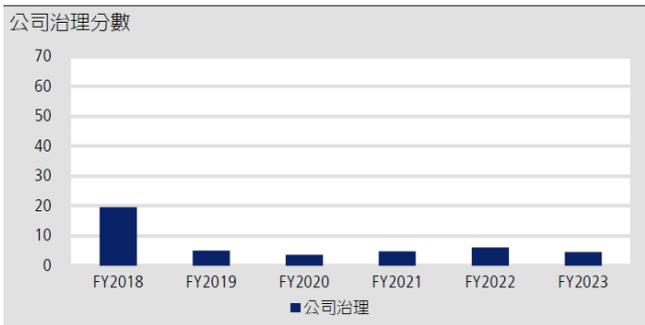
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 48 : Zscaler – 產品責任



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 49 : Zscaler – 公司治理



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 50 : Zscaler – 股東治理



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，并不能在未獲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。