

## 軟體產業：1Q26財報通讀

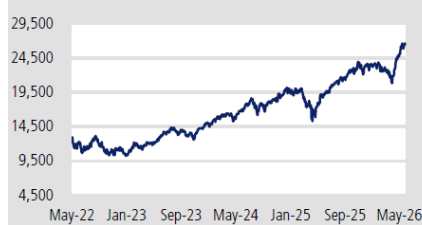
### GOOGL I/O 缺乏驚喜，SaaS 末日論評價收縮大於基本面下修

#### 焦點內容

1. 財報通讀：SaaS 末日論評價收縮大於基本面實質下修。
2. GOOGL I/O：缺乏驚喜反饋平淡，旗艦模型更新延後至 6 月。
3. 資金流向：Anthropic/OpenAI 衝刺 2H26 IPO，磁吸效應衝擊有限。

#### Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

#### 重要訊息

截至目前我們於 C1Q26 財報季追蹤 47+ 公司並彙整通讀趨勢。

#### 評論及分析

**財報通讀：SaaS 末日論評價收縮大於基本面實質下修。** 我們統計財報公告後股價表現及共識調整：Enterprise SW 股價上漲比例 56%/平均漲幅 5%/94% 公司 Rule of x 上修/平均上修 4ppts/衝突比例 38%(vs. 與上季同為表現最突出的次產業，上修比例及幅度高於上季之 80%/2ppts) > Ads & Subs. 50%/1%/75%/2ppts/25%(ROKU, RDDT & APP 皆有正向表現，受惠於 AI 賦能及自助平台建置) > EC & O2O 64%/跌幅 2%/55%/1ppts/45% (部分 2Q25 財測受美伊戰爭衝擊) > Fintech & Payments 38%/跌幅 5%/75%/下修 0.4ppts/63%(受加密貨幣交易量維持低迷衝擊)，大致符合凱基前瞻報告預期並觀察到基礎設施軟體受惠 Agentic AI 帶動使用量上揚。

**GOOGL I/O：缺乏驚喜反饋平淡，旗艦模型更新延後至 6 月。** Google 年度重要開發者大會 I/O 焦點包含：(1) 推出高響應速度及性價比新模型 Gemini 3.5 Flash，惟旗艦模型 Pro 系列僅內部測試，延後至 6 月發佈；(2) 更新 Antigravity 2.0 (Claude Code/Codex 競品)、Spark (類龍蝦功能)，惟反饋平淡且 CEO 會後採訪坦承 Gemini 在 Agentic Coding & 長時間任務能力落後，但已建置反饋流程加速開發；(3) 價格方案調整推出 Ultra 入門版 US\$100/mon，Ultra 降至 US\$200/mon (vs. 先前 US\$250)，惟每日使用次數限制改為算力使用計算，實質可用容量大幅縮減引發用戶反彈；(4) 全 Google 生態系強化 Gemini 賦能如 Ask Maps, Ask YouTube, Daily brief, Audio Glasses 等等。考量亮點有限，OpenAI GPT-5.6 更新、Anthropic Mythos 推出等應落在 6 月。

**資金流向：Anthropic/OpenAI 衝刺 2H26 IPO，磁吸效應衝擊有限。** 根據媒體報導 Anthropic 1Q/2Q26 營收達 US\$4.8/10.9bn，季增 127% 並於 6 月營業利益轉正，OpenAI 及 Anthropic 正在衝刺 2H26 (快則於 9M26) IPO，預期兩家合計募資 US\$100-120bn，部分投資人擔憂資金磁吸效應拖累軟體類股評價持續收縮，我們考量 HF 於軟體類股淨曝險自 2023 年 15%+ 降至近期低於 5%，Bloomberg 顯示今年股票型 ETF 資金淨流入 US\$585bn 其中 57% 配置於大型股，至少 US\$43bn 配置於科技相關股票 (US\$442bn 無法分類)，我們認為該司應可順利自公開市場籌集資金而不嚴重排擠其他軟體類股動能，維持正向看待解決企業資料孤島痛點/資料整合之個別次領域平台化公司 PLTR, NET, DDOG, TWLO, MDB/SNOW, CRWD/PANW 等。

#### 投資建議

我們持續看好 Agentic AI 帶動下具有資料整合角色之個別領域平台化公司將受惠，包含 AMZN, GOOGL, NET, MDB/SNOW, TWLO, DDOG, CRWD/PANW, PLTR，考量股價位階尤其聚焦前 6 者。

#### 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。

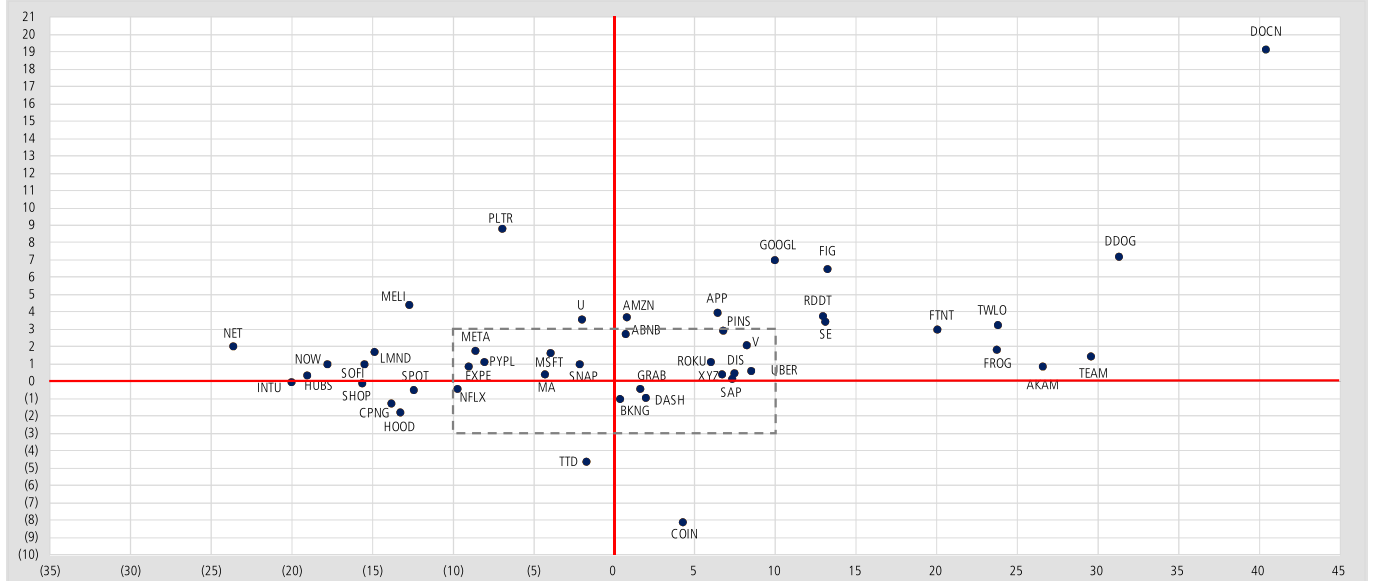
圖 1：凱基美股軟體追蹤個股之 1Q26 財報通讀：Enterprise SW > Ads & Sub. > EC & O2O > Fintech

公司數	1D shr return		CY27/FY28 Sales YoY + adj.OPM revision		Return vs. Revision 衝突比例 (%)	異常波動之焦點	
	上漲比例 (%)	平均幅度 (%)	上修比例 (%)	平均幅度 (%)			
EC & O2O	11	64	(2)	55	1	45	<ul style="list-style-type: none"> <li>- AMZN AWS年增28%優於共識且Trn累計營收&gt;US\$225bn</li> <li>- SE電商EBITDA利潤率季增，顯示加大投資下仍獲利仍能維持</li> <li>- MELI營利率受投資影響低於預期1.1ppts，且壓力非一次性</li> <li>- SHOP 2Q26財測隱含成長放緩，AI壓縮平台價值疑慮延續</li> </ul>
Ads & Sub.	12	50	1	75	2	25	<ul style="list-style-type: none"> <li>- GOOGL Search AI monetization 與 Cloud/TPU 需求同步加速</li> <li>- APP AI-driven廣告優化持續推升gaming與commerce廣告需求</li> <li>- U受惠遊戲廣告市場復甦與Vector放量，AI降低開發門檻並帶動質量</li> <li>- RDDT廣告動能持續強勁</li> <li>- SPOT premium用戶及獲利財測不如預期</li> <li>- TTD廣告需求能見度轉弱，DSP等圍牆花園平台競爭持續</li> </ul>
Fintech & Payments	8	38	(5)	75	(0.4)	63	<ul style="list-style-type: none"> <li>- HOOD加密貨幣與期權Take rate受交易結構影響而回落</li> <li>- SOFI財測隱含本季為成長頂點</li> <li>- LMND財測顯示虧損擴大</li> <li>- COIN整體加密貨幣市值及波動度下降&gt;20%</li> </ul>
Enterprise SW	16	56	5	94	4	38	<ul style="list-style-type: none"> <li>- HUBS調整agent計價與包裝方式將使銷售周期拉長</li> <li>- TWLO受惠通訊量成長與Voice AI，Voice/Messaging營收皆加速</li> <li>- TEAM席次未見減少趨勢，反推升用量成長、交叉銷售</li> <li>- NOW cRPO年增未加速成長，且中東衝突造成訂閱營收逆風</li> <li>- FIG營利率優於預期7ppts，且重申其競爭優勢及AI變現路徑</li> <li>- INTU持續流失DIY市場市佔率，且報稅申報數較預期少2mn</li> <li>- PLTR AI平台需求持續於商業與政府端放量，管理層展望正向</li> <li>- DOCN AI客戶ARR年增221%且2027營收成長目標大幅上修</li> <li>- NET短期財測保守、DBNRR下滑與毛利率壓力，惟Agentic流量仍強勁</li> <li>- FSly市場已反映edge高成長預期，然本季核心CDN業務低迷</li> <li>- DDOG AI-native workloads與企業雲端轉型同步放量</li> <li>- AKAM US\$1.8bn AI infra大單驗證CIS轉型</li> <li>- FTNT AI data center與Secure Networking需求加速</li> </ul>
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>53</b>	<b>1</b>	<b>77</b>	<b>2</b>	<b>40</b>	

資料來源：Visiable Alpha；凱基

圖 2：財報公告後一日股價表現 vs. CY27/FY28 Rule of x 市場共識修正狀況

財報公告後一日股價表現，百分比(x軸)；CY27/FY28 營收 YoY+Adj. OPM 市場共識修正幅度，百分點(y軸)



資料來源：Visiable Alpha；凱基

圖 3：Google I/O 重要產品發表及更新

分類	產品	Status	Describe
Gemini 模型	Gemini 3.5 Flash	已上線	- Google I/O 2026 正式推出，主打 agentic coding、長週期任務與高速度，已透過 Antigravity、Gemini API、AI Studio、Android Studio 可用。
	Gemini 3.5 Pro	即將推出	- Google 表示正在內部使用，預計下個月推出。
	Gemini Omni	新發布	- 新多模態模型，可從圖片、文字、影片或音訊參考生成／編輯內容，先從影片輸出開始。
	Gemini Omni Flash	已上線	- Omni 系列首款模型，已在 Gemini App、Google Flow、YouTube Shorts Remix／YouTube Create 提供。
Search／購物	AI Search／新版 Search Box	已上線	- Search Box 25 年來最大升級，支援文字、圖片、檔案、影片與 Chrome tabs；AI Overviews 與 AI Mode 整合為連續體驗。
	Search Information Agents	即將推出	- 可在 Search 建立 24/7 背景資訊代理，持續追蹤網路、新聞、社群、金融、購物、運動等變化；夏天先給 AI Pro／Ultra。
	Generative UI in Search	即將推出	- Search 可依照問題即時生成互動視覺化、表格、圖表或模擬；夏天免費向所有人推出。
	Personal Intelligence in AI Mode	已上線	- AI Mode 個人化能力擴大到近 200 個國家／地區、98 種語言，可連結 Gmail、Photos、Calendar 之後加入。
	Universal Cart	即將推出	- 跨 Search、Gemini、YouTube、Gmail 的智慧購物車，可追蹤優惠、價格歷史、補貨與產品相容性；夏天先上 Search／Gemini App。
	Universal Commerce Protocol (UCP)	已上線	- 支援從 Universal Cart 直接在 Google Pay 結帳，或將商品轉到零售網站購買。
Gemini App／個人 Agent	Gemini Spark	新發布	- 24/7 個人 AI Agent，可在背景替使用者執行任務；目前 trusted testers，預計下週在美國向 Google AI Ultra 用戶推出 Beta。
	Daily Brief	已上線	- Gemini App 的每日摘要 agent，整合 inbox、calendar、tasks，整理重點與下一步行動；已先在美國向 AI 訂閱者推出。
	Neural Expressive	已上線	- Gemini App 全新設計語言，包含流動動畫、配色、字體、觸覺回饋，以及更動態的回覆呈現。
	Gemini Live 更新	新發布	- Gemini Live 改為立即開啓並內嵌於對話流，使用更聰明、更快、較不受背景噪音干擾的新模型；地區口音之後推出。
開發者工具	Google Antigravity 2.0	新發布	- 全新獨立桌面 App，作為 agent interaction 的中央樞紐，可同時編排多個代理處理任務。
	Antigravity CLI	新發布	- 給偏好 terminal 的開發者使用，可快速建立 agent，不需要圖形介面。
	Antigravity SDK	新發布	- 提供程式化存取 Antigravity agent harness，可自訂 agent 行為並部署在自有基礎設施。
	Managed Agents in Gemini API	已上線	- 一個 API call 即可啟動具備推理、規劃、工具調用、遠端 Linux 沙盒、程式碼執行與 web 瀏覽能力的託管式 agent。
	Google AI Studio App	即將推出	- 新的 AI Studio App 可在手機上捕捉想法，並在回到桌面時生成可運作的 prototype。
	AI Studio Android App Builder	已上線	- AI Studio Build tab 可直接建立原生 Android App，並支援 Play Console test track 發布。
	WebMCP	新發布	- Google 給出的開放網頁標準提案，可讓 browser-based agents 使用結構化工具。
	Modern Web Guidance	新發布	- 早期預覽版 expert-vetted skills，協助 AI coding tools 建立現代化、可存取、效能與安全兼具的 web experience。
Workspace／生產力	Chrome DevTools for Agents	已上線	- 讓 AI agent 能即時驗證、除錯與優化程式碼，已支援 Antigravity 與 20 多個 coding agents。
	AI Inbox 更新	已上線	- Gmail AI Inbox 產生個人化回信草稿、顯示相關 Docs／Sheets／Slides 連結，並逐步向 Plus／Pro 用戶推出。
	Gmail Live	即將推出	- Google AI Pro／Ultra 用戶今年夏天可用語音直接查詢 inbox，不必手動翻找信件。
	Google Pics	新發布	- 新圖片創作與編輯工具，具物件分割、文字編輯／翻譯與 Workspace 整合；目前 trusted testers，夏天擴大推出。
	Docs Live	即將推出	- 使用語音建立與編輯 Google Docs，並可在授權後整合 Gmail、Drive、Chat 與 web 資訊；夏天推出。
創作者工具	Talk to Keep	即將推出	- 可用語音把腦中想法丟給 Keep，轉成有組織的 notes 與 lists；夏天推出。
	Google Flow Agent	已上線	- Flow 的新 agent，可處理多步驟創作任務、批次編輯、整理素材；已向所有 Flow 用戶全球開放。
	Google Flow Tools	已上線	- 可在 Flow 內用自然語言自訂創作工具與 workflow；所有 Flow 用戶可使用現有 Tools，AI 訂閱者可建立與 remix。
	Google Flow Music	已上線	- 可用 Gemini Omni 以對話方式調整可分享的 music video，並可精細修改歌詞語言、曲風、樂器等。
	Pomelli 更新	新發布	- 新增建立品牌內容與設計網站的能力。
	Stitch 更新	新發布	- 支援即時設計與 steering，可用文字或語音協作設計，並匯入既有 codebase 與設計檔。
科學與研究	Gemini for Science	新發布	- 新科學工具與實驗集合，用於擴大科學探索流程，包含三個 Labs 實驗工具。
	Hypothesis Generation	新發布	- 以 Co-Scientist 為基礎，透過多 agent idea tournament 產生、辯論與評估研究假設。
	Computational Discovery	新發布	- 以 AlphaEvolve 與 ERA 為基礎的 agentic research engine，可平行產生並評分大量程式碼變體。
	Literature Insights	新發布	- 以 NotebookLM 為基礎，搜尋並結構化科學文獻為可比較表格與研究 artifacts。
Android／硬體	Science Skills	已上線	- 整合 30 多個生命科學資料庫與工具，可在 Antigravity 等 agentic 平台上執行結構生物資訊與基因組分析。
	Android XR Intelligent Eyewear	即將推出	- Android XR 的下一步是智慧眼鏡，包含音訊型與顯示型；首款音訊眼鏡今年秋天推出。
AI 內容安全	SynthID Verification 擴張	已上線	- SynthID 驗證擴張到 Search，Chrome 未來幾週加入；可詢問圖片是否 AI 生成。
	C2PA Content Credentials	新發布	- Gemini App 今日開始支援內容憑證驗證，Search 與 Chrome 未來幾個月加入。
訂閱／商業模式	Google AI Ultra 100 美元方案	新發布	- 推出新的 100 美元／月 AI Ultra 方案，包含較 AI Pro 高 5 倍的 Gemini App 與 Antigravity 使用量，以及 20TB 儲存空間。
	Google AI Pro 加入 YouTube Premium Lite	新發布	- Google AI Pro 付費訂閱新增 YouTube Premium Lite 個人方案，作為額外權益。

資料來源：凱基

圖 4：股票型 ETF 資金持續湧入

ETF 資金流向，百萬美元

Asset Group	Asset Group	1D	1W	1M	3M	YTD	1Y	3Y	5Y
Total		313	18,449	117,699	390,508	584,810	1,578,999	3,780,857	4,933,113
Strategy	Blend	(463)	8,051	83,055	286,335	432,252	1,172,972	2,816,663	3,620,172
	Growth	(154)	7,199	31,130	70,139	89,299	199,973	489,272	623,587
	Value	828	3,793	9,331	41,568	49,518	124,840	320,887	507,125
	Not Classified	102	(595)	(5,817)	(7,534)	13,740	81,214	154,035	182,230
Market Cap	Broad Market	(596)	909	42,907	122,443	232,802	465,467	837,170	1,145,361
	Large-cap	(498)	16,647	77,942	252,900	333,674	1,010,889	2,590,009	3,364,723
	Mid-cap	59	(25)	(3,336)	3,581	613	26,163	106,199	131,113
	Small-cap	830	(619)	(1,948)	(1,367)	(2,247)	12,160	92,441	121,905
	Not Classified	518	1,537	2,135	12,951	19,967	64,320	155,039	170,011
Sector	Equity Communications	(76)	140	582	(1,295)	3,605	16,205	20,664	26,749
	Equity Consumer Discretionary	(4)	9	(665)	(1,332)	(5,921)	(2,186)	(4,184)	(8,941)
	Equity Consumer Staples	2	789	628	(1,161)	(180)	781	(4,857)	10,138
	Equity Energy	(54)	842	3,348	12,593	22,819	26,006	6,074	2,418
	Equity Financial	2	(1,913)	(2,432)	(13,061)	(7,237)	17,621	32,265	18,618
	Equity Health	(133)	833	(235)	(1,377)	3,804	14,577	2,766	34,878
	Equity Industrials	(9)	578	(259)	10,832	25,617	42,366	60,509	50,837
	Equity Materials	(177)	(2,449)	(2,836)	(6,342)	20,022	42,877	37,301	36,937
	Equity Technology	20	1,556	9,793	25,149	43,143	102,697	191,126	232,916
	Equity Utilities	(33)	(565)	(1,119)	2,848	3,011	9,933	13,947	22,699
	Equity Thematic	190	2,172	10,788	19,303	31,255	53,104	58,114	77,431
	Direct Real Estate	--	2	6	23	40	123	385	385
	Indirect Real Estate	100	278	1,572	2,834	3,044	8,901	21,813	29,883
Diversified	484	16,176	98,529	341,495	441,788	1,245,993	3,344,934	4,398,166	

資料來源：Bloomberg；凱基

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有。