

軟體產業：Biz App & Workflow

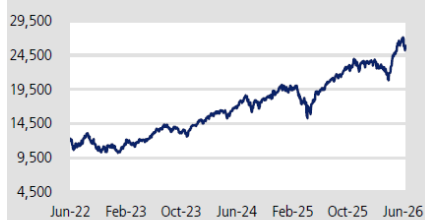
AI 變現進入驗證期，短期市場將聚焦訂閱加速與成長品質

焦點內容

1. AI 採用與付費轉化升溫，惟核心訂閱指標加速仍待驗證。
2. Voice AI 成長動能延續。
3. AI 產品動能優於預期，惟 cRPO 未見加速。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Salesforce	CRM US	65	75	77	52
Adobe	ADBE US	68	75	77	59

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

商業應用 (Biz App) 及工作流 (Workflow) 軟體公司 Salesforce (CRM US)、Adobe (ADBE US)、ServiceNow (NOW US)、Twilio (TWLO US) 公佈 C1Q26 財報。

評論及分析

AI 採用與付費轉化升溫，惟核心訂閱指標加速仍待驗證。 CRM F1Q27 cRPO cc 年增 13% 大致符合預期但未較上季加速，展望財測，F2Q27 營收與 cRPO 皆大致符合預期；核心業務營收 cc 年增表現分化，Platform & Other 加速 6ppts 優於共識 11ppts，Sales 加速 2ppts 優於共識 1ppts，其餘業務則皆減速並低於共識，AI 採用仍快速但對整體營收貢獻有限 (佔 FY27 年僅 3%)，Agentforce ARR 季增 50% 至 US\$1.2bn、Data 360 ARR 季增 120% 至 US\$2.2bn、tokens 處理量季增 152% 至 28.6tn。ADBE F2Q26 營收與調整後 EPS 大致符合預期，展望財測，FY26 營收與調整後 EPS 上調 2%/6%，total Adobe ARR 年增 10.2%，排除 Semrush 隱含 organic ARR 年增僅 8% 低於市場預期；AI First ARR 年增 3x 至 US\$500mn+、Firefly ARR 季增 50% 至 US\$300mn、Acrobat AI Assistant ARR 年增 3x，顯示 AI 已帶動付費轉化，惟公司加速 freemium 用戶取得並延後 Creative Cloud 產品線與價格包裝優化，將壓抑下半年 ARR 換取更大的用戶基礎與長期客戶價值。

Voice AI 成長動能延續。 TWLO 1Q26 營收優於預期 5%，展望財測，2Q26 營收優於預期 3%；Messaging 營收年增加速 11%，成長係來自通訊量增加，Voice 營收年增加速成長至 20% 已連續第 6 季加速，Voice software add-ons 營收成長 35%，顯示上層軟體能力亦開始疊加，多產品客戶數年增 29% 較上季加速 3ppts，反映 AI 時代下跨通路需求提升，Voice AI 在電商、零售、餐飲等場景已看到許多試點轉大量部署，管理層表示未來 AI 互動不會只停留在 Voice，而是走向 conversational AI，將依客戶偏好的通路互動，因此 Messaging 與 Email 也會受惠。

AI 產品動能優於預期，惟 cRPO 未見加速。 NOW 1Q26 訂閱營收與 cRPO 年增大致符合預期，但 cRPO 未較上季加速，展望財測，2Q26 訂閱營收大致符合預期，營業利益率低於預期 4ppts；中東衝突使數筆 sovereign cloud 的 on-premise 專案延後結案，部分影響將延續至 2Q26，17/20 top 交易含 7+ 個產品顯示 cross-sell 深度續增，ACV > US\$5mn 客戶數達 630 家，Sales CRM NNACV 年增 5+ 倍，反映 NOW 續切入 legacy CRM 替代與 AI-native CRM 機會，Now Assist 動能優於預期，管理層將 FY26 Now Assist ACV 目標由 US\$1bn 上修至 US\$1.5bn，含 3+ 個 Now Assist 產品交易年增 70%，AI Control Tower 交易規模季增 2+ 倍。

投資建議

AI 對評價影響已進入營收驗證期，市場更關心能否帶動整體 cRPO、ARR 改善，凱基認為具流程深度、平台整合與專有資料優勢者，較能轉化為訂閱升級與多產品 cross-sell。我們維持 CRM 「增加持股」及 ADBE 「持有」評等，相對更看好 TWLO (語音基礎設施) AI 受惠較明確。

投資風險

GenAI 變現不如預期；用戶對數位產品偏好改變；監管及反壟斷議題升溫。

圖 1: 凱基財測及目標價調整

	KGI forecast		Chg. (%; pts)		Rating	Shr px (US\$)	Mkt cap (US\$bn)	Target price				Multiple	
	2026	2027	2026	2027				New (US\$)	Upside (%)	Old (US\$)	Chg. (%)	New	Old
Salesforce (FY ends Jan.)	FY27	FY28											
Revenue (US\$m)	46,111	50,393	0	0									
Gross profit (US\$m)	37,194	40,848	0	0									
Operating profit (US\$m)	15,816	17,725	0	0	OP	166	136	190	15	245	(22)	FY28 12x PE 5yr -1.5std.	FY27 19x PE 5yr -1std.
FCF (US\$m)	14,979	16,382	(5)	0									
Net income (US\$m)	11,858	12,961	(4)	0									
EPS (US\$)	14.13	15.43	7	0									
Adobe (FY ends Nov.)	FY26	FY27											
Revenue (US\$m)	26,506	29,014	2	2									
Gross profit (US\$m)	23,790	26,000	2	2									
Operating profit (US\$m)	11,928	13,063	2	2	N	204	82	230	13	290	(21)	FY27 9x PE 5yr -2std.	FY26 11x PE 5yr -1.75std.
EBITDA (US\$m)	12,532	13,785	1	2									
Net profit (US\$m)	9,556	10,642	2	2									
EPS (US\$)	23.95	27.28	3	3									

資料來源: Bloomberg ; 凱基

CRM 財報會議摘要

- Salesforce 公布 F1Q27(財年止於 1 月)財報，本季 cRPO 固定匯率年增 13% 大致符合預期但未較上季加速成長，顯示 AI 用量與 Agentforce 動能尚未明顯轉化為整體訂閱加速，雖 AI 相關及 Sales 業務表現相對強勁，但 Service、Integration & Analytics、Marketing & Commerce 仍偏疲弱。
- F1Q27 細分業務營收固定匯率年增表現：Platform & Other 43% (加速 6ppts & 優於共識 11.2ppts; incl. Data 360 & Agentforce) > Sales 10% (加速 2ppts & 優於共識 1ppts) > Service 5% (減速 2ppts & 低於共識 3ppts) > Integration & Analytics 1% (減速 2ppts & 低於共識 1ppts) > Marketing & Commerce -2% (減速 1ppts & 低於共識 3ppts)。
- 展望 F2Q27 財測，營收 US\$11.3bn 年增 10%，大致符合預期，調整後 EPS US\$3.26 年增 12%，大致符合預期，cRPO 固定匯率年增 13%，大致符合預期，上調 FY27 營收 0.1% 至 US\$46.1bn 年增 11%，大致符合預期，上調 FY27 調整後 EPS 7% 至 US\$14.09 年增 13%，優於預期 7%。
- 市場最關注的 Agentforce & Data 360：1) Agentforce ARR 季增 50% 至 US\$1.2bn，Informatica ARR 季持平為 US\$1.1bn，Data 360 ARR 季增 120% 至 US\$2.2bn；2) 有 50% 的 Agentforce 與 Data 360 bookings 係來自既有客戶擴大承諾，顯示用量轉換為續約及擴張；3) 本季處理 tokens 數季增 152% 至 28.6tn，Agentforce & Slack AWU 季增 111% 至 3.8bn，顯示實際用量正快速擴張；4) agentic work units(AWU)前 10 大客戶過去一年的 Salesforce 總支出平均增加 1.5 倍，顯示 AI 正透過用量計費、核心產品升級與更多應用情境逐步變現；5) Agentforce Service 已在 Salesforce 自有服務通路自主處理 4mn 個請求，處理量為 human agents 的 2 倍；6) Agentforce Sales 本季自主處理 220k leads 並產生 US\$42mn pipeline；7) Headless 360 自 4 月推出以來已處理 4.5mn 個 MCP calls，F1Q27 核心平台 API calls 已近 1tn。

- 核心業務：1) cRPO ccYoY 13%係由 Agentforce、Data 360 及 Slack 動能推動，部分被 Commerce、Tableau 疲弱抵銷；2) Sales、Service 及 Slack 合計貢獻本季 NNAOV 超過 60%，Sales 與 Service 席次數仍保持年增且 A1E/A4X premium SKUs bookings 數年增 60%，顯示 AI 並未減少席次數，而是推動席次升級與擴張；3) Slack 本季貢獻近 50% >US\$1mn 的交易且年增 80%，Slack AWUs 季增 350%，管理層認為兩年內使用 Slack 的 agents 數將超過人類；4) 本季 net-new ACV>US\$1mn 的交易數達 98 筆，其中 US Air Force 簽下 US\$72mn 企業授權協議；5) 前 10 大交合計年度新增 booking 金額年增 60%，TCV 新增 US\$800mn，為去年同期前 10 大交易的 2.5 倍。
- 其他關注焦點：1) FY27 FCF 年增財測下調至 4.5%，係因 ASR(加速股票回購)相關的債務發行將造成 5ppts 逆風；2) F1Q27 稀釋股數年減 10%，其中 ASR 使其減少 103mn 股(佔流通股數 11%)，使 non-GAAP EPS/GAAP EPS 增加約 US\$0.23/US\$0.14；3) 本季完成收購 Qualified，並整合其 Piper 業務開發代理，可接觸約 50%的網站流量，並完成數千筆潛在客戶資格篩選，所產生的銷售商機較傳統網站代理工具高 45%。

圖 2: CRM F1Q27 財報及 F2Q27 財測暨市場共識比較

CRM US Equity(FY ends Jan.)	1Q27						2Q27F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
In Millions of USD												
Revenue	11,133	11,053	1	(1)	13	11,055	1	11,310	11,398	(1)	2	10
Segment breakdown ccYoY												
Sales Cloud	10	9	1.0 ppts	2.0 ppts	3.0 ppts							
Service Cloud	5	8	(2.8)ppts	(2.0)ppts	(2.0)ppts							
Platform & Other	43	32	11.2 ppts	6.0 ppts	29.0 ppts							
Marketing and Commerce Cloud	(2)	1	(2.7)ppts	(1.0)ppts	(5.0)ppts							
Integration and Analytics	1	2	(1.3)ppts	(2.0)ppts	(9.0)ppts							
Key metrics												
RPO	67,900	68,936	(2)	(6)	11							
cRPO	33,600	33,671	(0)	(4)	14							
Billings	7,179	7,328	(2)	(65)	4							
Gross profits	8,946	8,921	0	(1)	14							
Total expenses	5,072	5,229	(3)	(3)	8							
Operating income	3,874	3,692	5	1	22							
EBITDA	4,859	4,613	5	(2)	21							
Pretax Income	4,248	3,722	14	(8)	33							
Net income	3,377	2,912	16	(6)	35							
EPS (US\$)	3.88	3.12	24	2	50	3.12	24	3.26	3.24	0	(16)	12
Gross margin (%)	80.4	80.7	(0.4)ppts	(0.6)ppts	0.2 ppts				-			
OP margin (%)	34.8	33.4	1.4 ppts	0.6 ppts	2.5 ppts				-			
EBITDA margin (%)	43.6	41.7	1.9 ppts	(0.6)ppts	2.8 ppts				-			
Net margin (%)	30.3	26.3	4.0 ppts	(1.7)ppts	4.9 ppts				-			

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3: CRM FY27 財測調整暨市場共識比較

CRM US Equity(FY ends Jan.)	2027F					
	Guidance (Revision)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
In Millions of USD						
Revenue	46,050	46,000	0.1	46,038	0	11
Segment breakdown ccYoY						
Sales Cloud						
Service Cloud						
Platform & Other						
Marketing and Commerce Cloud						
Integration and Analytics						
Key metrics						
RPO						
cRPO						
Billings						
Gross profits						
Total expenses						
Operating income	15,795	15,778	0.1	15,921	(1)	12
EBITDA						
Pretax Income						
Net income						
EPS (US\$)	14.09	13.15	7.1	13.14	7	13
Gross margin (%)						
OP margin (%)	34.3	34.3	0.0 ppts	34.6	(0.3)ppts	0.2 ppts
EBITDA margin (%)						
Net margin (%)						

資料來源：Bloomberg；凱基

ADBE 財報會議摘要

- Adobe(ADBE US)公布 F2Q26(財年止於 11 月)財報，本季營收/營利率/調整後 EPS 大致符合預期且 FY26 營收/調整後 EPS 財測皆有上調，但加速 freemium 用戶取得與延後 Creative Cloud 產品線/價格包裝優化將壓抑下半年 ARR，加上 CFO 離任與 CEO 交接進行中，市場對 AI 變現回收期與策略執行風險保持疑慮。
- 展望財測，F3Q26 營收 US\$6.7bn 年增 12%，優於預期 3%，non-GAAP 營業利益率 44% 大致符合預期，調整後 EPS US\$6.08 年增 14%，優於預期 5%；上調 FY26 營收/調整後 EPS 財測 2%/6%，分別大致符合預期/優於預期 4%，上調財測係因 1H26 營收表現強勁及 Semrush 併表。
- Business Professionals & Consumers 業務：1) Acrobat 與 Express MAU 從去年同期 700mn+ 成長至 850mn+，年增 20% 係 AI Assistant、Express 創作功能及 PDF Spaces 分享功能採用提升帶動；2) BP&C 流量年增 35%，反映 AI 與 LLM 正改變使用者取得產品方式，如會先搜尋摘要 PDF 等特定任務再進入 Adobe 產品體驗；3) Acrobat AI Assistant 付費 MAU 年增 150%+，累計 AI 使用者年增 3x，Acrobat AI Assistant ARR 年增 3x，顯示 AI 功能不只提升使用量也開始帶動付費轉化；4) Express MAU 季增 20%+，Acrobat 內 Express 使用者匯出內容年增 9x，顯示 Acrobat 與 Express 整合有助提高創作輸出與使用者黏著度。
- Creative/Firefly 業務：1) Creative 相關流量年增 50%+，Creative freemium 從去年同期 50mn+ 成長至 90mn+，年增 70%+，反映 AI 內容生成與快速創作任務需求明顯增加；2) F2Q26 Firefly ARR 季增 50%

至 US\$300mn，主要來自 Firefly 應用、credit packs 與企業版 Firefly，且影音生成帶動生成式點數消耗持續成長。

- Digital Experience/CXO 業務：1) 企業端業務受 AI 帶動，Customer Experience Orchestration AI-first ARR 年增 4x；2) GenStudio ARR 年增 25%+，反映企業對內容供應鏈自動化需求提升；3) AEP 與 native apps 訂閱收入年增 30%+，AEP 每日支援 70bn+ 次用戶輪廓啓用、35tn 次客群評估及每年 1tn+ 數位體驗；4) CX Enterprise Coworker 在 GA 前已有 150+ 家企業參與早期採用計畫。
- AI 相關：1) AI First ARR 年增 3x 至超過 US\$500mn；2) Adobe 積極與 OpenAI、Anthropic、Gemini、Copilot、NVIDIA 合作，策略是讓 Adobe agent 出現在使用者原本啓動需求的平台，再導回 Firefly、Creative Cloud、CX Enterprise 變現。
- 關注焦點：1) F2Q26 Total ARR US\$27.1bn 年增 12.5% 大致符合預期，其中 Semrush 貢獻 US\$480mn；2) Semrush 在 4M26 完成收購，本季併入後貢獻 US\$40mn 訂閱營收，並預估貢獻 FY26 C&MP 訂閱營收 US\$280mn，亦補強 Adobe 在 AI 搜尋可見度與品牌內容分發上的能力；3) FY26 total Adobe ARR 年增財測為 10.2%，排除 Semrush 後隱含 organic ARR growth 8%，低於市場期待(10%)，係公司加速 freemium 用戶取得並延後 Creative Cloud 產品線/價格優化，短期壓抑下半年 ARR 換取更大的用戶基礎與長期客戶價值。

圖 4: ADBE F2Q26 財報及 F3Q26 財測暨市場共識比較

ADBE US Equity(FY ends Nov.)	2Q26							3Q26F				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
In Millions of USD												
Revenue	6,618	6,457	2	3	13	6,455	3	6,695	6,513	3	1	12
Segment breakdown												
Customer Group Sub.	6,390	6,239	2	4	14	6,235	2	6,505	6,330	3		
Business Pro. & Consumers Sub.	1,850	1,813	2	4	16	1,810	2	1,880	1,859	1		
Creative & Marketing Pro. Sub.	4,540	4,426	3	3	13	4,425	3	4,625	4,471	3		
Key metrics												
Total ARR	27,100	26,584	2	4	13							
Total billings	6,498	6,240	4	(4)	14							
RPO	22,270	22,110	1	0	13							
Gross profits	5,949	5,802	3	3	12							
Operating income	2,945	2,877	2	(3)	10	2,872	3	2,946	2,873	3	0	6
EBITDA	3,138	3,058	3	(2)	9							
Pretax Income	2,926	2,867	2	21	10							
Net income	2,400	2,348	2	(4)	11							
EPS (US\$)	5.96	5.83	2	(2)	18	5.83	2	6.08	5.77	5	2	14
Gross margin (%)	89.9	89.8	0.0 ppts	(0.3)ppts	(0.5)ppts							
OP margin (%)	44.5	44.6	(0.1)ppts	(2.9)ppts	(1.0)ppts	44.5	(0.0)ppts	44.0	44.1	(0.1)ppts	(0.5)ppts	(2.3)ppts
EBITDA margin (%)	47.4	47.4	0.1 ppts	(2.7)ppts	(1.7)ppts							
Net margin (%)	36.3	36.4	(0.1)ppts	(2.6)ppts	(0.7)ppts							

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5: ADBE FY26 財測調整暨市場共識比較

ADBE US Equity(FY ends Nov.)	2026F					
	Guidance (Revision)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
In Millions of USD						
Revenue	26,550	26,000	2	26,038	2	12
Segment breakdown						
Customer Group Sub.	25,700					
Business Pro. & Consumers Sub.	7,460					
Creative & Marketing Pro. Sub.	18,240					
Key metrics						
Total ARR						
Total billings						
RPO						
Gross profits						
Operating income	11,948	11,700	2	11,712	2	9
EBITDA						
Pretax Income						
Net income						
EPS (US\$)	24.40	23.00	6	23.48	4	17
Gross margin (%)						
OP margin (%)	45.0	45.0	0.0 ppts	45.0	0.0 ppts	(1.2)ppts
EBITDA margin (%)						
Net margin (%)						

資料來源：Bloomberg；凱基

NOW 財報會議摘要

- ServiceNow 公布 1Q26 財報，訂閱營收/cRPO 年增僅大致符合預期且 cRPO 年增未較上季加速成長，而中東衝突對 1Q26 訂閱營收帶來 0.75ppts 逆風；財測方面，預估 2Q26 訂閱營收 US\$3.8bn 年增 23%，大致符合預期，調整後營業利率為 26.5%，低於預期 3.6ppts，cRPO cc 年增 19.5%，大致符合預期，上調 FY26 訂閱營收 1%，優於預期 3%，下調調整後營業利率 0.5ppts，大致符合預期。
- 核心業務：1) 中東衝突使數筆 sovereign cloud 的 on-premise 專案延後結案，對 1Q26 訂閱營收帶來 0.75ppts 逆風，部分影響將延續至 2Q26；2) Technology workflow 有 33 筆>US\$1mn 的交易，其中 5 筆>US\$5mn；3) 本季 Service Ops / ITAM / Security & Risk / CRM & industry workflows 分別出現在前 20 大交易中 17/17/15/16 筆；4) ACV > US\$5mn 客戶數達 630 家 (vs. 上季 602 家)，較去年同期多出 5 家客戶跨過 US\$50mn 門檻；5) NNACV > US\$5mn 有 16 筆，其中 5 筆>US\$10mn，且 17/20 的 top deals 包含 7+個產品顯示 cross-sell 深度持續增加；6) Sales CRM NNACV 年增 5+倍，合約數年增 80%+，反映 NOW 持續切入 legacy CRM 替代與 AI-native CRM 機會；7) 新客動能明顯轉強，new logo ACV 年增 50%+，包含>US\$15mn 的新 logo 交易；8) 運輸物流/金融服務/能源公用 NNACV 年增 280%+/65%+/45%，美國公部門 NNACV 優於預期且有 10 筆>US\$1mn 的交易。
- AI 相關：1) Now Assist 動能優於預期，管理層將原先 FY26 Now Assist ACV 目標從 US\$1bn 上修至 US\$1.5bn；2) 1Q26 含 3+ Now Assist 產品的交易年增 70%，其中 36 筆含 5+產品；3) AI Control Tower 交易規模季增 2+倍；4) 定價模式持續轉向混合定價，目前有 50% 的新業務非採用席次定價；5) Moveworks conversational AI 與

enterprise search 能力在整合進 Employee Pro 後推出 unified AI front door，目前已有 6 筆 NNACV > US\$1mn 合約，顯示 Moveworks 能力正快速透過既有通路放大。

- 關注焦點：1) FY26 訂閱營收/營業利益率財測上修 1%/下修 0.5ppt，其中 Armis 貢獻營收 1.25ppts/帶給營利率 0.75% 壓力；2) ServiceNow 內部已用 AI specialist 解決 90%的員工 IT 請求，速度較人工快 99%，以 Level 1 Support Engineer 為例，將處理時間從 2 天縮短至 20 分鐘。

圖 6: NOW 1Q26 財報及 2Q26 財測暨市場共識比較

NOW US Equity	1Q26						2Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
In Millions of USD												
Revenue	3,770	3,745	1	6	22				3,862			
Subscription	3,671	3,650	1	6	22	3,653	1	3,818	3,748	2	4	23
Professional Services	99	93	7	(3)	19				114			
Key metrics												
RPO	27,700	27,259	2	(2)	25				28,750			
cRPO	12,640	12,587	0	(2)	23				12,997			
cRPO ccYoY(%)	21.0	20.6	0.4 ppts	0.0 ppts	(1.0)ppts	20.0	1.0 ppts	19.5	19.5	(0.0)ppts	(1.5)ppts	(2.0)ppts
Billings	3,465	3,677	(6)	(37)	14				3,767			
Gross profits	2,988	3,016	(1)	4	18				3,080			
Total expenses	1,789	1,834	(2)	1	13				2,701			
Operating income	1,199	1,182	1	9	26				1,161			
EBITDA	1,211	1,377	(12)	(8)	9				1,343			
Pretax Income	1,282	1,272	1	12	9				1,262			
Net income	1,012	1,018	(1)	6	20				1,011			
EPS (US\$)	0.97	1.70	(43)	5	20				1.06			
Gross margin (%)	79.3	80.5	(1.3)ppts	(1.0)ppts	(2.9)ppts				79.8			
OP margin (%)	31.8	31.6	0.2 ppts	0.9 ppts	0.9 ppts	31.5	0.3 ppts	26.5	30.1	(3.6)ppts	(5.3)ppts	(3.2)ppts
EBITDA margin (%)	32.1	36.8	(4.7)ppts	(4.7)ppts	(3.9)ppts				34.8			
Net margin (%)	26.8	27.2	(0.3)ppts	(0.0)ppts	(0.6)ppts				26.2			

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7: NOW FY26 財測調整暨市場共識比較

NOW US Equity	2026F					
	Guidance (Revision)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
In Millions of USD						
Revenue				15,710		
Subscription	15,755	15,550	1	15,257	3	22
Professional Services						
Key metrics						
RPO						
cRPO						
cRPO ccYoY(%)						
Billings						
Gross profits						
Total expenses				4,953		
Operating income						
EBITDA						
Pretax Income						
Net income						
EPS (US\$)						
Gross margin (%)						
OP margin (%)	31.5	32	(0.5)ppts	31.5	(0.0)ppts	0.3 ppts
EBITDA margin (%)						
Net margin (%)						

資料來源：Bloomberg；凱基

TWLO 財報會議摘要

- Twilio (TWLO US) 公布 1Q26 財報，受惠通訊量成長及 Voice AI，Voice 營收加速成長至 20%，佔比較大的 Messaging 營收亦加速成長 11%；財測方面，2Q26 營收 US\$1.43bn 年增 16%，優於預期 3%，non-GAAP 營業利益率 17.9%年減 0.1ppts，低於預期 0.3ppts，調整後 EPS US\$1.3 年增 9%，大致符合預期，上調 FY26 營收 2%至 US\$5.8bn，優於預期 2%，non-GAAP 營業利益率上調 0.3ppts 至 18.8%，優於預期 0.2ppts。
- 核心業務相關：1) Messaging 營收年增 25%(vs.上季 18%)，其中 7ppts 來自 incremental carrier fees，成長主要仍來自既有高基期業務的穩健量增與 WhatsApp/RCS；2) RCS 用量季增超過 2x，RCS 營收規模仍小，AI-native volume 貢獻則略高於 RCS，但仍非成長加速的主要因素；3) Voice 營收年增 20%(vs.上季 high-teens)，已連續第 6 季加速，self-serve Voice 營收年增 45%，Voice software add-ons 營收成長 35%，反映 Voice 不只受惠通訊量，也開始疊加 Conversational Intelligence、Branded Calling 等上層軟體能力；4) 多產品客戶數年增 29%(vs.上季 26%)，反映 AI/agent era 下客戶對跨通路互動、內容與可觀測性需求提升，推動 Voice、Messaging、Email 等通路整合至同一平台；5) self-serve 與 ISV 通路營收成長皆超過 25%，ISV 成長係來自多個垂直客戶。
- AI 相關：1) Voice AI-native 客戶成長速度快，對公司財務有貢獻但影響性小，在非高度監管產業(如電商、零售、餐飲)已看到許多試點轉入大量部署；2) 管理層表示未來 AI 互動不會只停留在 Voice，而是走向 conversational AI 依客戶偏好的通路互動，因此 Messaging 與 Email 也會受惠；3) AI-native 客戶更大的機會在企業級採用，包含 AI startups 以 ISV 形式導入企業，或 TWLO 直接服務企業
- 關注焦點：1) US carrier fees 增量預估由 US\$190mn 上修至 US\$235mn，將使 FY26 non-GAAP 毛利率較 FY25 下降 2ppts；2) 管理層表示沒有看到總經對業務造成負面影響，TWLO 本季表現主要來自各業務線執行力改善，AI 則是部分業務成長加速的催化劑；3) GTM 方面，公司透過業務人員搭配產品專家推動多產品銷售，帶動 Verify、ConversationRelay、Branded Calling 等軟體增值產品成長加速，多產品交易占比亦提升。

圖 8: TWLO 1Q26 財報及 2Q26 財測暨市場共識比較

TWLO US Equity	1Q26						2Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
In Millions of USD												
Revenue	1,407	1,342	5	3	20	1,340	5	1,425	1,389	3	1	16
Key metrics												
Dollar-Based Nex Expansion Rate(%)	114	107	7 ppts	5 ppts	7 ppts				107			
Gross profits	698	664	5	2	16				681			
Total expenses	419	417	0	(2)	8				429			
Operating income	279	247	13	9	31	245	13.8	255	252	1	(9)	16
EBITDA	330	276	20	15	40				279			
Pretax Income	274	256	7	1	16				262			
Net income	236	200	18	12	29				203			
EPS (US\$)	1.50	1.26	19	13	32	1	21	1.30	1.29	0	(14)	9
Gross margin (%)	49.6	49.5	0.1 ppts	(0.4)ppts	(1.8)ppts				49.0			
OP margin (%)	19.8	18.4	1.4 ppts	1.1 ppts	1.7 ppts	18	1.5 ppts	17.9	18.1	(0.3)ppts	(1.9)ppts	(0.1)ppts
EBITDA margin (%)	23.4	20.6	2.9 ppts	2.4 ppts	3.4 ppts				20.1			
Net margin (%)	16.8	14.9	1.9 ppts	1.4 ppts	1.1 ppts				14.6			

資料來源：Bloomberg；凱基

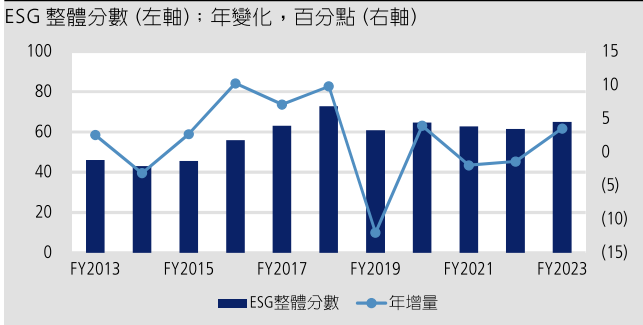
圖 9: TWLO FY26 財測調整暨市場共識比較

TWLO US Equity	2026F					
	Guidance (Revision)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
In Millions of USD						
Revenue	5,802	5,675	2	5,689	2	15
Key metrics						
Dollar-Based Nex Expansion Rate(%)						
Gross profits						
Total expenses						
Operating income	1,090	1,050	4	1,058	3	18
EBITDA						
Pretax Income						
Net income						
EPS (US\$)						
Gross margin (%)						
OP margin (%)	18.8	18.5	0.3 ppts	18.6	0.2 ppts	0.6 ppts
EBITDA margin (%)						
Net margin (%)						

資料來源：Bloomberg；凱基

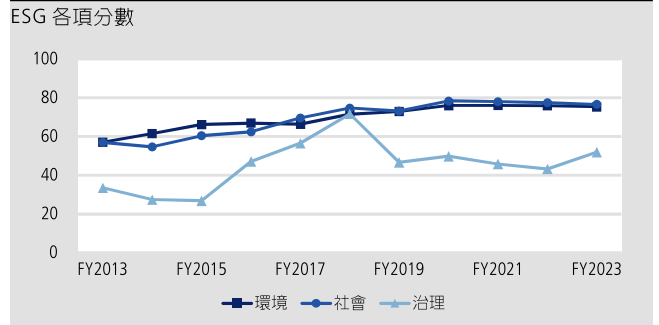
Salesforce (CRM US)

圖 10 : Salesforce – ESG 整體分數



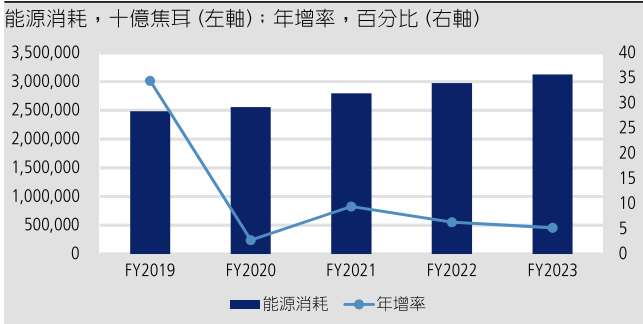
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11 : Salesforce – ESG 各項分數



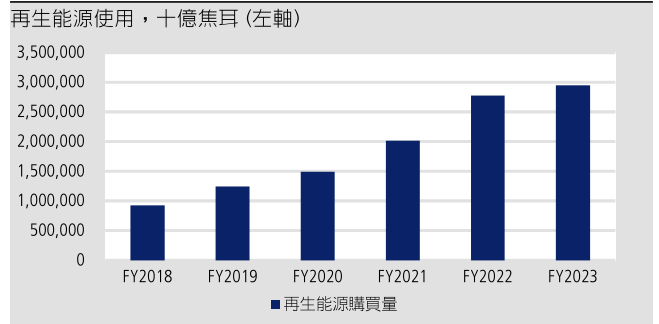
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12 : Salesforce – 能源消耗



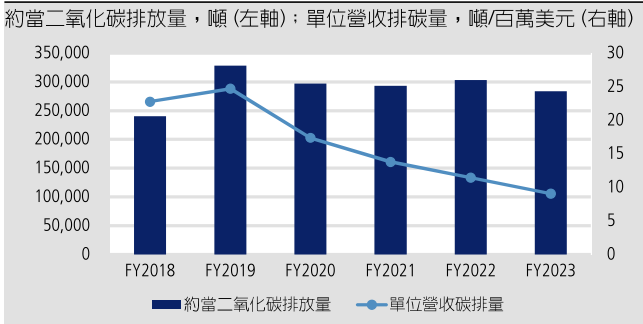
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13 : Salesforce – 再生能源使用



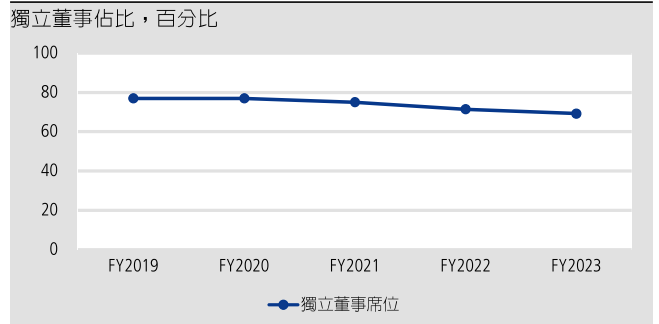
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14 : Salesforce – 碳排量



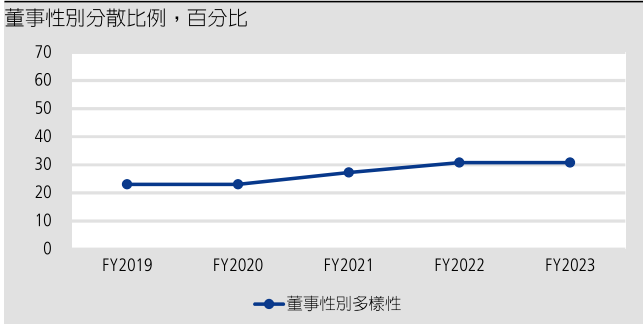
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15 : Salesforce – 獨立董事



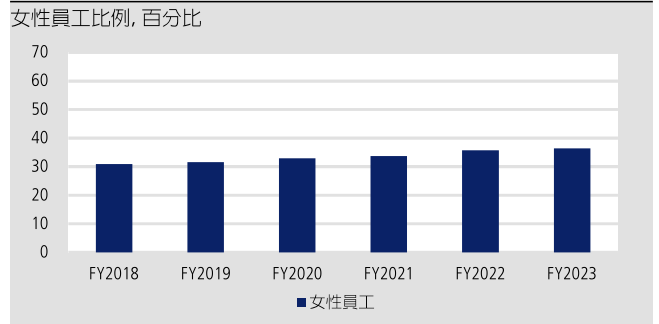
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16 : Salesforce – 董事性別多樣性



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17 : Salesforce – 性別多樣性

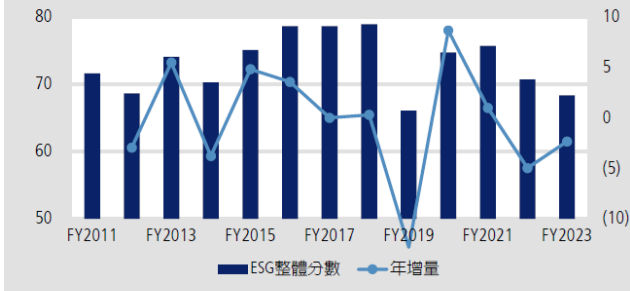


資料來源：Refinitiv、公司資料

Adobe (ADBE US)

圖 18 : Adobe – ESG 整體分數

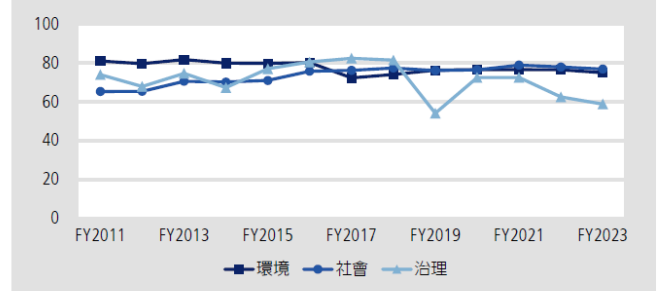
ESG 整體分數 (左軸); 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 19 : Adobe – ESG 各項分數

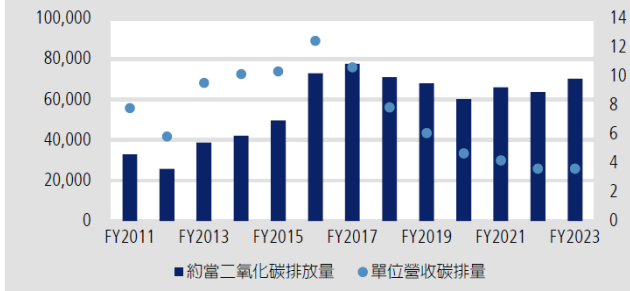
ESG 各項分數



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 20 : Adobe – 碳排放量

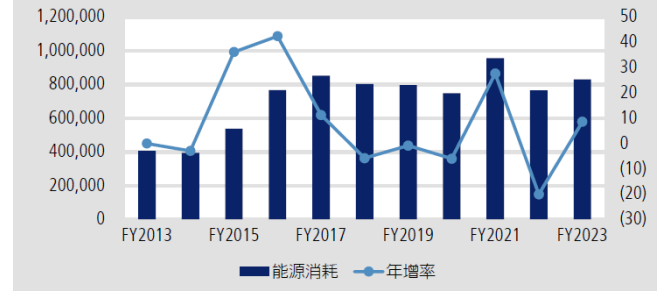
約當二氧化碳排放量, 噸 (左軸); 單位營收碳排放量, 噸/百萬美元 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 21 : Adobe – 能源消耗

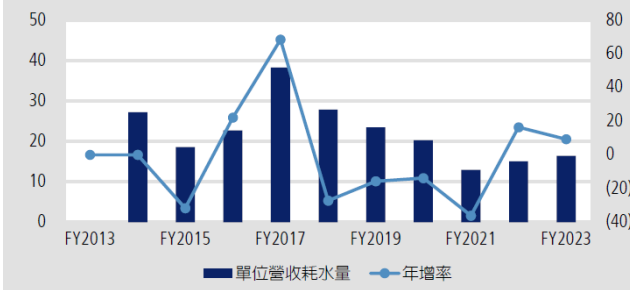
能源消耗, 十億焦耳 (左軸); 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 22 : Adobe – 耗水量

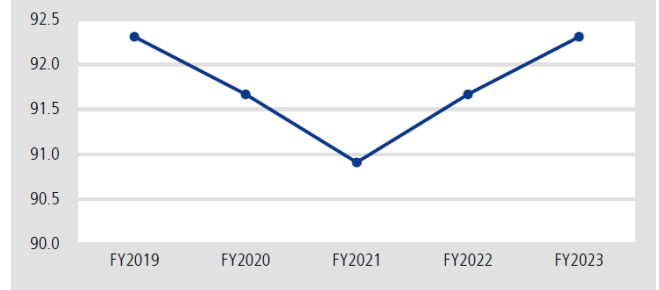
單位營收耗水量, 立方公尺/百萬美元 (左軸); 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 23 : Adobe – 獨立董事

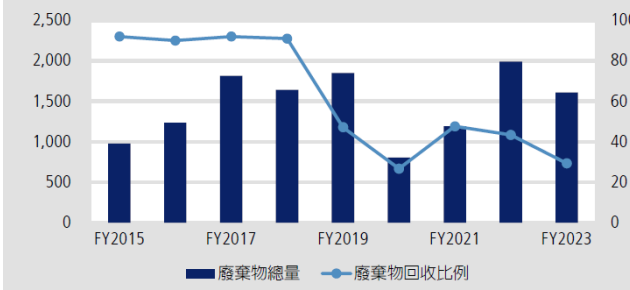
獨立董事占比, 百分比



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 24 : Adobe – 廢棄物回收總量

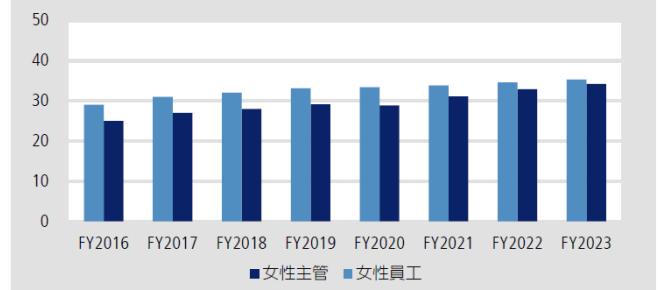
廢棄物總量, 噸 (左軸); 廢棄物回收比例, 百分比 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 25 : Adobe – 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。