



軟體產業

2Q26 財報通讀 & 路演回饋

算力供給、AI 需求與資安疲軟之市場雜音再起

焦點內容

1. 財報通讀：企業軟體受惠 AI 廣度增加，SaaS 末日論擔憂淡化。
2. 路演回饋(I)：CSP 2027 算力供給預期未變，AI Labs 季度營收反應用戶動態。
3. 路演回饋(II)：資安近期股價疲軟係因評價因素，平台化為 AI 浪潮下大趨勢。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

重要訊息

截至目前我們於 C2Q26 財報季追蹤 45+公司並彙整通讀趨勢，並在財報季前後與台灣 10+買方投資人進行交流。

評論及分析

財報通讀：企業軟體受惠 AI 廣度增加，SaaS 末日論擔憂淡化。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 60%/平均漲幅 4%/87%公司 Rule of x 上修/平均上修 3ppts/衝突比例 40%(vs. 與上季同為表現最突出的次產業，上季上修比例及幅度為 94%/4ppts) > EC & O2O 64%/5%/82%/2ppts/36%(美伊戰爭與 AI 取代擔憂淡化，消費需求維持穩健) > Fintech & Payments 38%/跌幅 6%/88%/下修 1ppts/50%(受 COIN 加密貨幣交易量維持低迷衝擊) > Ads & Subs. 36%/4%/55%/2ppts/36%(受 TTD 疲軟拖累，廣告預算更加集中於圍牆花園)，大致符合凱基前瞻報告預期並觀察到聚合角色的平台業者更廣泛受惠於 AI 落地趨勢。

路演回饋(I)：CSP 2027 算力供給預期未變，AI Labs 季度營收反應用戶動態。買方聚焦 CSP 議題包含：(1)我們估算 CSP 2027 算力供給新增 25GW，其中 Google 若考量 TPU 供應鏈出貨量則偏保守，Meta 相對樂觀係因媒體揭露之內部信可能涵蓋 JVs 供給，而 Epoch AI/aterio 追蹤之資料中心僅 83 座 vs. 全球 1,360+座僅佔少部分供給量；(2)媒體報導 Anthropic 7 月季底 ARR 約 US\$65bn 遠低於市場共識 US\$80bn，OpenAI 2Q26 季營收亦未達公司財測，我們認為係因 47%企業 AI 預算超標正在進行成本優化，且 OpenAI 七月中推出 GPT-5.6 並進行頻繁的用量重置吸引大量用戶轉移，然而調查指出預算超標的企業中 48%尋求額外預算、43%將於次輪預算周期提升。(3)CSP 在營收成長市場共識偏向樂觀、2027 FCF 利潤率為負的情況下，Agentic AI 當下的變現(ChatGPT Work/Codex 用戶數已超越 2 千萬)、RSI/AI 科學家在未來 6-12 個月突破、智慧眼鏡帶來多模態應用於 2H27-2028 發酵，為未來股價上揚催化劑。

路演回饋(II)：資安近期股價疲軟係因評價因素，平台化為 AI 浪潮下大趨勢。買方聚焦 non-CSP 議題包含：(1)我們認為資料孤島與功能整併需求為企業現今主要痛點，受害者包含TWLO、代表公司 PLTR 皆在C2Q26 財報有優異表現；(2)CRWD/PANW 等資安公司雖受惠 AI 趨勢但評價仍至關重要(因成本結構可能改變)，我們回測兩家公司過去 8 個季度財報前後 1 周股價表現平均相對疲軟；(3)FTNT(AIDC 帶動防火牆更新週期)、NOW(監管為 Agent 落地放量瓶頸)、NET(Agentic AI 邊緣部署平台需求顯現)獲得買方關注與財報結果正向。

投資建議

我們看好 Agentic AI 帶動下具有(1)資料整合角色；(2)Agent 監管平台；(3)基礎設施軟體將持續受惠，包含 AMZN、MSFT、NET、MDB、SNOW、TWLO、DDOG、CRWD、PANW、FTNT、PLTR 及 NOW。

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。

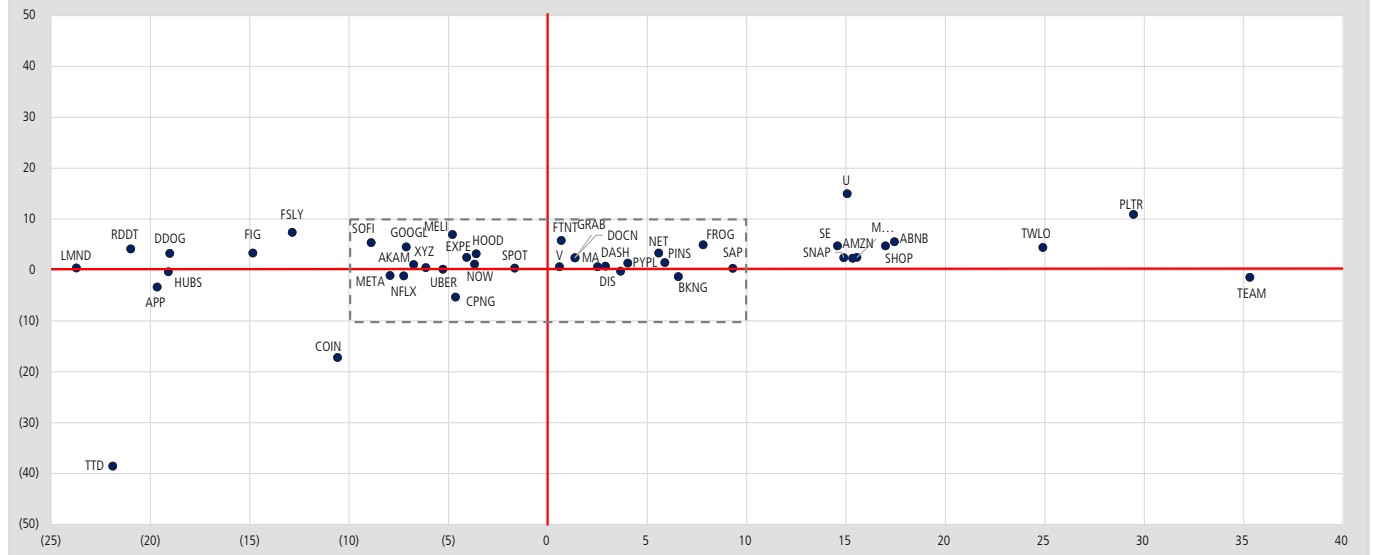
圖 1：凱基美股軟體追蹤個股之 2Q26 財報通讀：Enterprise SW > EC & O2O > Fintech > Ads & Sub.

公司數	上漲比例 (%)	平均幅度 (%)	上修比例 (%)	平均幅度 (%)	衝突比例 (%)	異常波動之焦點
EC & O2O	11	64	5	82	2	36
Ads & Sub.	11	36	(4)	55	(2)	36
Fintech & Payments	8	38	(6)	88	(1)	50
Enterprise SW	15	60	4	87	3	40
Total	45	51	0	78	1	40

資料來源：Visible 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：Visible Alpha：凱基

圖 3：CSP 敘事隨 LLM 龍頭更迭約每 6 個月出現變化

		1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	2H26	1H27
LLM	Innovation	GPT-4o (Better & faster)	AI Bubble concerns...	GPT-o1/o3 (Reasoning)	Gemini 2.5/3.0 Pro (Multimodal)	Claude Opus 4.5/Fable 5 (Agentic Coding)	GPT-5.6/ChatGPT work xAI Grok or Meta Muse Spark	RSI or AI Scientist
MSFT	Narrative	(-)基期&評價墊高 (-)OpenAI市佔率降低	(-)基期&評價墊高 (-)OpenAI市佔率降低	(+)Capex轉保守 (+)OpenAI推理模型領先 (+)Copilot滲透率增加	(+)Copilot滲透率增加 (+)OpenAI需求強勁 (-)Capex轉激進 (-)基期&評價墊高	(-)Copilot位處投資期 (-)SaaS末日論逆風 (-)OpenAI泡沫化擔憂	(+)企業加速導入AI套件 (+)OpenAI有效反擊 (+)評價具吸引力	(+)企業加速導入AI套件 (-)評價具吸引力 (-)SaaS末日論再起
	KGI View	Profit taking	Profit taking	Accumulate/Top pick	Core holdings/Top pick (x)	Wait for a better entry	Accumulate	Core holdings
	Shr return	6	6	0	29	-18	8	
GOOGL	Narrative	(+)CSP=AI低垂果實 (+)廣告預算未轉移	(-)AI/O反擊力道有限	(-)AI Search擔憂 (+)推理模型落後 (-)反壟斷官司逆風	(+)反壟斷官司落地 (+)Gemini 2.5 Pro反饋正向 (+)TPU被廣大採用	(+)廣告支出順風，GCP成長強勁 (+)Gemini Harness能力落後 (-)評價漸不具吸引力 (-)Capex過度激進	(-)Gemini落後仍需時間追趕 (-)基期&評價墊高 (-)Capex激進FCF轉負	(+)TPU直接外售放量 (+/-)Gemini重返前緣存疑 (-)基期&評價墊高 (-)Capex激進FCF轉負
	KGI View	Accumulate/Top pick	Profit taking	Profit taking	Accumulate	Core holdings/Profit taking	Profit taking	Wait for a better entry
	Shr return	23	19	19	-6	78	5	
AMZN	Narrative	(+)CSP=AI低垂果實 (+)電商OPM回升	(+)Anthropic 取得市佔率 (+)電商OPM回升	(+)IT Spending復甦 (+)GenAI應用百花齊放 (+)關稅影響有限	(-)關稅影響浮現 (-)Anthropic擴大採用GCP (-)IT Spending急凍	(+)OpenAI採用Trn+, Anthropic滲透升 (+)美伊戰爭和緩 (-)AWS, LEO, EC皆位處投資期 (-)Capex激進FCF轉負	(+)Agent落地需求暴增 (+)Anthropic/OpenAI IPO (-)Capex激進FCF轉負	(+)Agent落地需求暴增 (+)Trn外售敘事成真 (-)Capex激進FCF轉負
	KGI View	Accumulate	Accumulate/Top pick	Core holdings (x)	Wait for a better entry	Accumulate/Top pick	Core holdings/Top pick	Core holdings
	Shr return	21	27	27	-2	11	13	
META	Narrative	(+)持續擺脫IDFA逆風 (+)廣告自動化工具	(+)Llama回饋正向 (+)廣告自動化工具	(+)關稅影響有限 (+)TikTok轉移效應 (+)中系電商廣告投放	(-)基期&評價墊高 (-)激進Capex但AI落後	(+)廣告支出順風 (+)Agent/Muse Spark快速迭代 (+)評價具吸引力	(+)Muse Spark具備性價比 (+)發揮渠道優勢 (-)Capex激進FCF轉負	(+)Muse Spark具備性價比 (+)Neocloud敘事成真 (-)Capex激進FCF轉負
	KGI View	Core holdings	Core holdings	Core holdings	Profit taking	Accumulate (x)	Wait for a better entry	Accumulate/Top pick?
	Shr return	21	45	45	12	-5	-22	
Nasdaq	Return	16	12	12	8	11	11	

資料來源：凱基

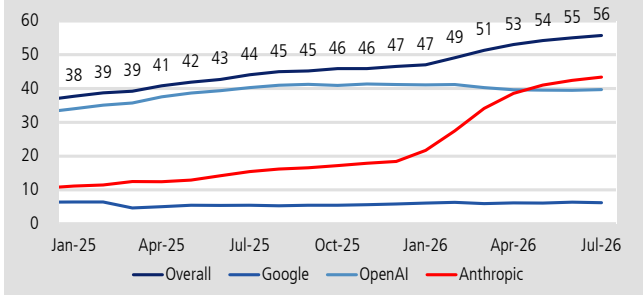
圖 4：凱基估算 CSP 資料中心建置容量

		2024	2025	2026F	2027F	2028F
Capacity (GW)	AMZN	9	13	18	26	34
	GOOGL	4	6	11	18	26
	MSFT	5	8	12	16	21
	META	2	4	8	14	21
Additions (GW)	AMZN		4	6	8	8
	GOOGL		2	5	7	8
	MSFT		3	4	5	5
	META		1	4	6	7

資料來源：凱基

圖 5：OpenAI 在企業付費滲透率於 7 月不降反升

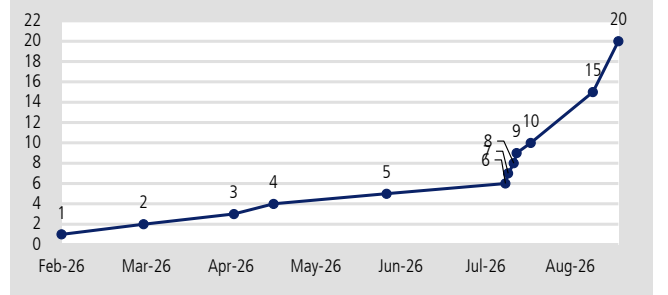
美國企業付費 AI 滲透率，百分比



資料來源：Ramp；凱基

圖 6：ChatGPT Work/Codex 用戶數持續攀升

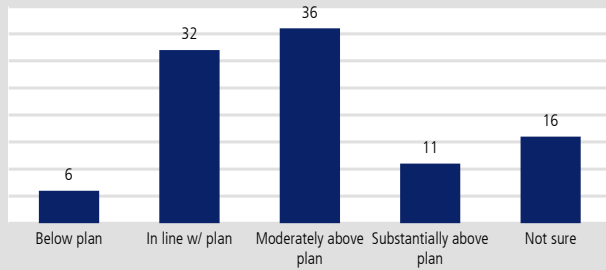
用戶數，百萬



資料來源：OpenAI；凱基

圖 7: 47% 的企業 AI 支出超過預算

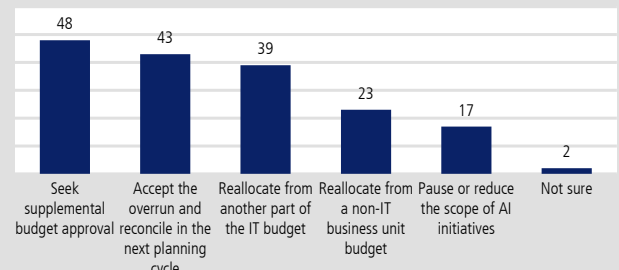
問卷調查，百分比



資料來源：ETR；凱基

圖 8: AI 支出超過預算的企業中僅 17% 選擇暫緩專案

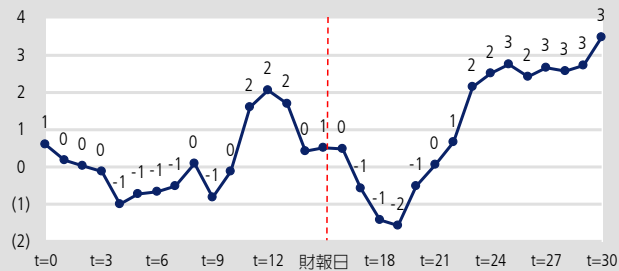
問卷調查，百分比



資料來源：ETR；凱基

圖 9: PANW 過去八季財報期間平均股價累積報酬率

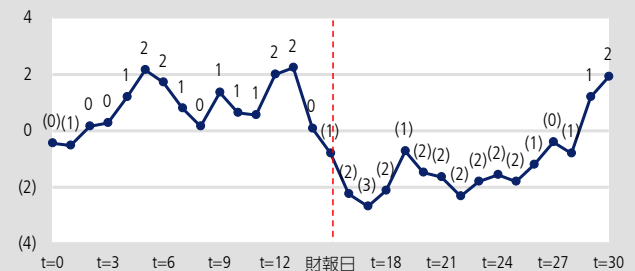
股價累積報酬率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 10: CRWD 過去八季財報期間平均股價累積報酬率

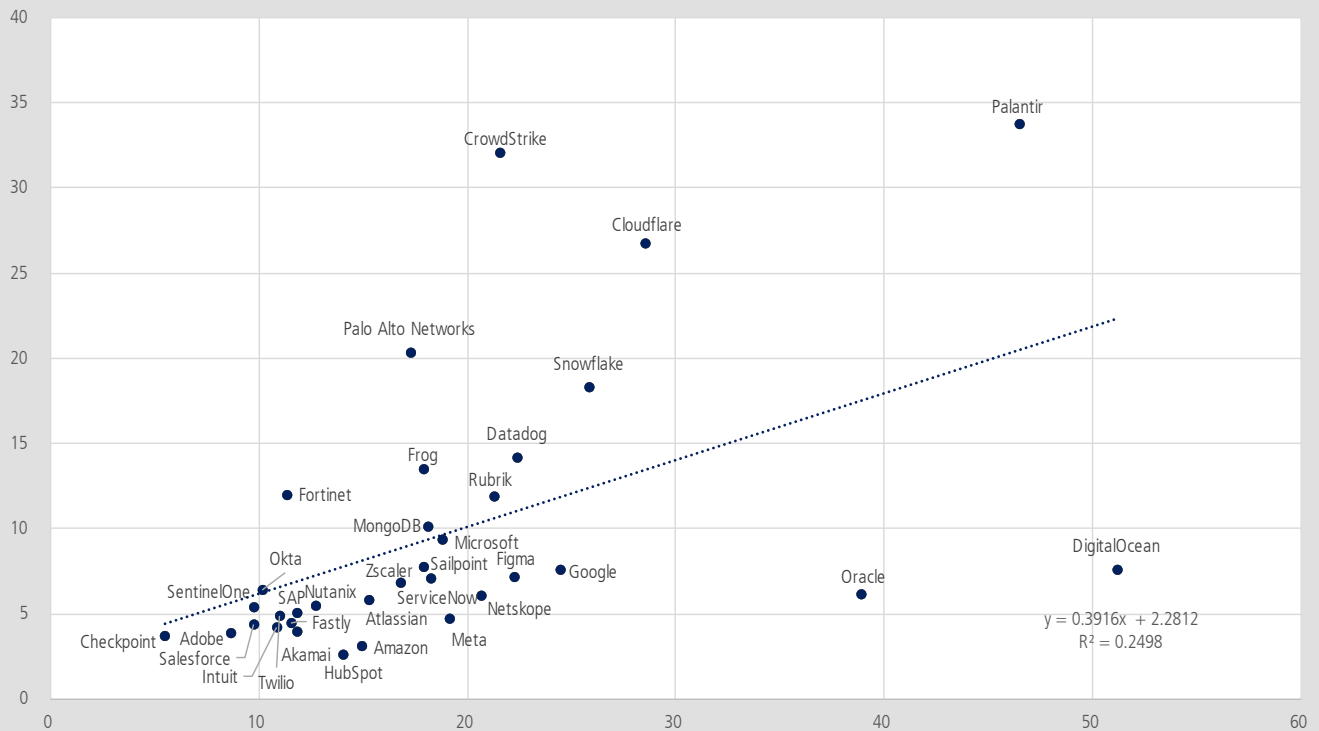
股價累積報酬率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 11：評價比較－企業軟體產業

2026-2028 年營收複合成長率，百分比(x 軸)；EV/Sales，倍(y 軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 12: PANW 未來 12 個月預估 EV/Sales



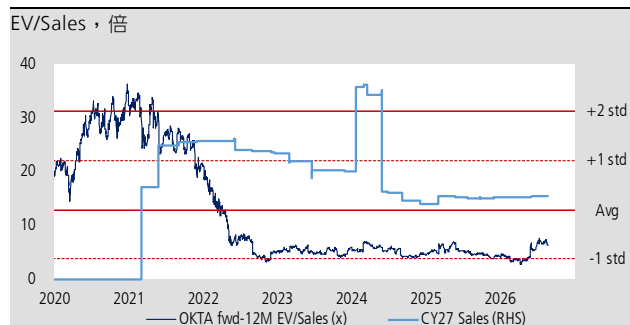
資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 13: CRWD 未來 12 個月預估 EV/Sales



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 14: OKTA 未來 12 個月預估 EV/Sales



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 15: ZS 未來 12 個月預估 EV/Sales



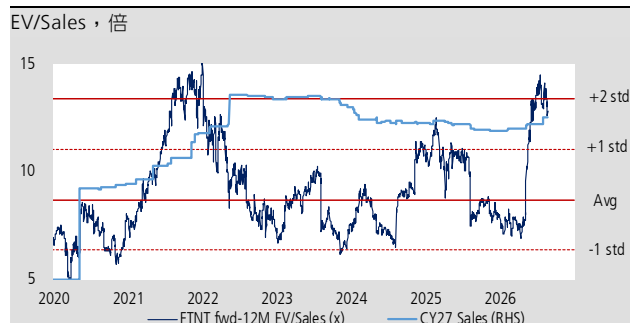
資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 16: DDOG 未來 12 個月預估 EV/Sales



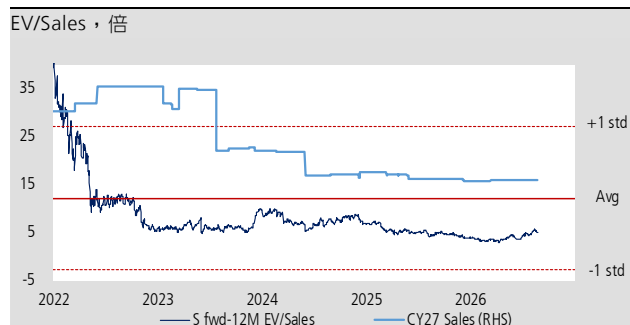
資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 17: FTNT 未來 12 個月預估 EV/Sales



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 18: S 未來 12 個月預估 EV/Sales



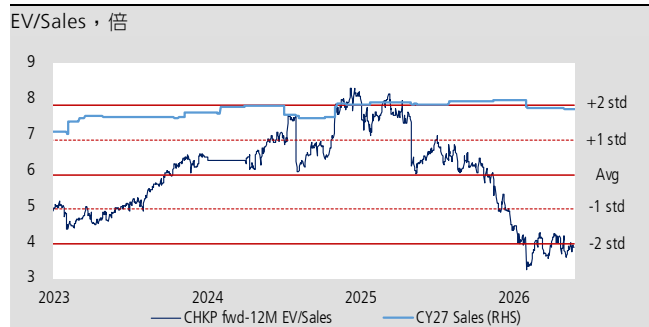
資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 19: RBRK 未來 12 個月預估 EV/Sales



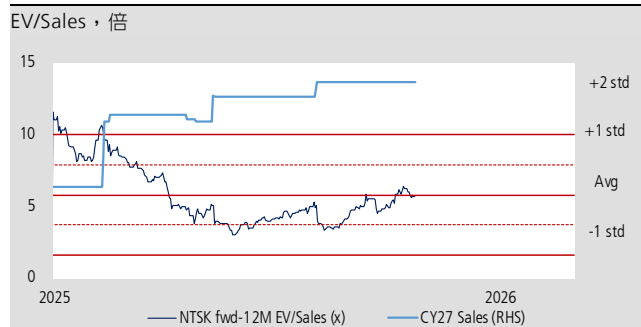
資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 20: CHKP 未來 12 個月預估 EV/Sales



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 21: NTSK 未來 12 個月預估 EV/Sales



資料來源: Bloomberg ; 凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海紅寶石路 500 號東銀中心 A 座 2703B-2704 室 郵政編號：201103
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888-傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888-傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888-傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188-傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

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。

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。