



軟體產業

Biz App & Workflow

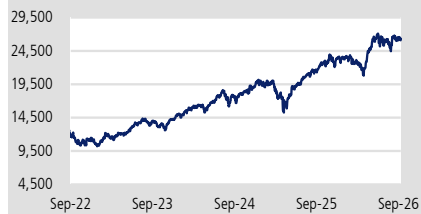
AI 變現持續深化，增購、訂閱升級及 cross-sell 為成長主軸

焦點內容

1. AI 變現持續推進，CRM 增購動能更為明確。
2. 有機成長持續加速，AI 需求由 Voice 延伸至多產品。
3. AI 商業化進入規模化階段，平台整併動能延續。

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 C2Q26 財報。

評論及分析

AI 變現持續推進，CRM 增購動能更為明確。 CRM F2Q27 cRPO cc 年增 14% 較上季加速 1ppts，展望財測，F3Q27 營收與 cRPO 大致符合預期，上調 FY27 EPS 19% 優於預期 27%，維持對 F2H27 有機營收重新加速展望；核心業務表現仍分化，Platform & Other 年增 43% 與上季持平並優於共識 14ppts，Marketing & Commerce 年減 1% 較上季加速 1ppts，其餘業務則持平至減速；Agentforce ARR 季增 25% 至 US\$1.5bn、AI & Data ARR 達 US\$3.9bn，Agentforce bookings 50% 來自既有客戶 refill，顯示 AI 用量已轉化為增購需求，agentic journey 客戶 AOV 為原先 2 倍，亦反映 AI 具備進一步提升客戶價值的潛力。**ADBE** F3Q26 營收與調整後 EPS 大致符合預期，展望財測，F4Q26 營收與調整後 EPS 僅大致符合預期，FY26 Total ARR 維持年增 10.2%；AI First ending ARR 年增 150%+ 至 US\$650mn，Firefly App 與 credit packs ending ARR 季增 40%，管理層策略仍是優先以 freemium 擴大用戶基礎，Creative Cloud 定價優化將暫緩，本季 RPO/cRPO 年增僅 8%/9%，顯示 AI 用量雖有持續轉化為 ARR，但訂閱轉化速度較慢。

有機成長持續加速，AI 需求由 Voice 延伸至多產品。 TWLO 2Q26 營收優於預期 5%，排除電信商費用後有機營收年增較上季加速 1ppts，展望財測，3Q26 營收優於預期 3%，FY26 營收上調 3%；2Q26 Messaging 營收年增 28%，排除電信商費用後與上季持平，Voice 營收年增 20%+(vs. 上季 20%)，其中 self-serve Voice 年增 50%+、software add-ons 年增 25%+，branded calling 及 Conversational Intelligence 均成長三位數，AI-native 客戶開始由 Voice 延伸至 Messaging 及 software add-ons，DBNER 較上季提升 2ppts。凱基先前提及高毛利產品及 cross-sell 滲透提升下，將能支撐有機營收加速及 DBNER 改善均在本季獲得驗證，而我們亦預期隨 AI 需求不再侷限於 Voice 單一通路，將能持續帶動營收加速及毛利率改善。

AI 商業化進入規模化階段，平台整併動能延續。 NOW 2Q26 訂閱營收優於財測 1.6%，cRPO cc 年增 21.5% 優於預期 1.4ppts，展望 3Q26 訂閱營收及 cRPO 大致符合預期；AI ACV 達 US\$1bn+，含 5+ AI 產品交易年增 5.5 倍，新 AI-native SKU 帶來 20-30% 價格 uplift，顯示 AI 由產品升級進入規模化部署且平台整併動能延續，前 20 大交易中 18 筆含 8+ 產品，資安業務規模達 US\$1bn+，Armris 與 Veza 帶動核心產品銷售，凱基認為 AI 進展續優於預期，且相關需求延伸至 ITOM、ITSM、Security 及 CRM 等核心平台產品，將帶動平台整併持續深化，預期未來幾季 cRPO 增速仍可維持在 20%+。

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，較能轉化為增購、訂閱升級與 cross-sell，基於上述，我們維持對 CRM「增加持股」、ADBE「持有」及 TWLO「增加持股」評等。

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\$mn)	46,285	50,851	0	1									
Gross profit (US\$mn)	37,218	40,944	(0)	0									
Operating profit (US\$mn)	15,899	17,714	0	(1)	OP	248	204	310	25	190	63	FY28 19x PE 5yr -1std.	FY28 12x PE 5yr -1.5std.
FCF (US\$mn)	14,979	16,414	0	2									
Net income (US\$mn)	14,020	13,348	16	2									
EPS (US\$)	16.73	16.13	18	3									
Adobe (FY ends Nov.)	FY26	FY27											
Revenue (US\$mn)	26,589	29,542	0	2									
Gross profit (US\$mn)	23,865	26,417	(0)	2									
Operating profit (US\$mn)	11,965	13,174	0	2									
EBITDA (US\$mn)	12,778	14,086	1	3	N	252	100	250	-1	230	9	FY27 9x PE 5yr -2std.	FY27 9x PE 5yr -2std.
Net profit (US\$mn)	9,776	10,782	0	2									
EPS (US\$)	24.50	28.45	0	4									
Twilio	FY26	FY27											
Revenue (US\$mn)	6,003	6,701	3	5									
Gross profit (US\$mn)	2,971	3,364	5	7									
Operating profit (US\$mn)	1,128	1,347	3	5	OP	227	35	300	32	250	20	2027 34x EV/FCF 5yr +0.75std.	2027 30x EV/FCF 5yr +0.5std.
FCF (US\$mn)	1,134	1,290	4	3									
Net income (US\$mn)	933	1,092	3	5									
EPS (US\$)	5.94	6.96	4	5									

資料來源: Bloomberg ; 凱基

CRM 財報會議摘要

- Salesforce 公布 F2Q27(財年止於 1 月)財報，本季 EPS 優於預期 82%、cRPO 固定匯率年增 14%(vs.上季加速 1ppts)，F1H27 NNACV 年增高於整體 ACV 年增，且管理層維持對 F2H27 organic revenue 重新加速的展望，同時 Agentforce bookings 年增 1 倍、50%來自既有客戶用量 refill，顯示 AI 用量正實質轉化為收入。
- F2Q27 細分業務營收固定匯率年增表現：Platform & Other 43%(與上季持平 & 優於共識 14ppts; incl. Data 360 & Agentforce) > Sales 9%(放緩 1ppts & 優於共識 0.8ppts) > Service 5%(持平 & 低於共識 3ppts) > Marketing & Commerce -1%(加速 1ppts & 低於共識 2ppts) > Integration & Analytics -6%(減速 7ppts & 低於共識 8ppts)。
- 展望 F3Q27 財測，營收 US\$11.5bn、年增 12%，大致符合預期，調整後 EPS US\$3.43、年增 6%，優於預期 3%，cRPO 固定匯率年增 14%，上調 FY27 營收 0.4%至 US\$46.3bn、年增 11%，大致符合預期，上調調整後 EPS 19%至 US\$16.7、年增 33%，優於預期 27%。
- 市場最關注的 Agentforce & Data 360：1) Agentforce ARR 季增 25%至 US\$1.5bn，AI & Data ARR 達 US\$3.9bn，且 Agentforce、Data 360 與 Slack 為本季 cRPO 固定匯率成長加速至 14%的主要動能；2) Agentforce bookings 年增 1 倍，其中 50%來自既有客戶用完 Flex Credits 後的 refill，付費 production 客戶達 2k、季增 70%，顯示 AI 用量正轉化為較短週期的增購需求；3) 本季客戶產生 3.2bn AWUs、季增 97%，透過 MCP/CLI 存取 Salesforce 應用的 agentic usage 亦成長 6 倍，顯示實際 agent 使用量快速放大；4) Agentforce 1 Edition 及 Agentforce for Apps bookings 均較上季倍增，且已開始 agentic journey 的客戶平均 AOV 約為原先 2 倍，管理層認為後續具提升至 3-4 倍的潛力；5) AI 變現將同時透過 premium edition、consumption 及 outcome-based pricing 進行，目前 Sales 及 Service knowledge workers 僅約 5%升級高階 edition，高階版本 price premium 達 60-

80%，Cloudforce、Headless 等新功能將進一步推動 premium upgrade；6) Agentforce IT Service 推出後已有 450+ 客戶，Life Sciences 超過 140 家客戶並涵蓋全球前 5 大藥廠，另 US Army 完成 multi-billion-dollar 合約擴張，預期每月可產生最高 55mn 次 Agentforce conversations。

- 核心業務：1) F1H27 net-new ACV 年增顯著高於整體 ACV growth，搭配 attrition 接近歷史低點及新簽、續約合約期間全面延長，管理層維持 F2H27 organic revenue 重新加速目標；2) Sales、Service 及 Slack 席次均維持年增，其中 Sales 及 Service 席次成長具持續性，顯示 AI 目前主要帶動核心產品使用及升級，而非造成 seat compression；3) Slack net-new bookings 成長為收購以來最快，Slackbot 推出 5 個月 active users 達 1mn、季增 150%，推出後 premium Slack edition 升級量亦增至原先 3 倍；4) Marketing 出現初步復甦且 next-generation Marketing 產品在 enterprise 客戶取得進展，但管理層表示目前仍太早判定趨勢可持續；5) 需求面維持強勁，pipeline 處於歷史高點，公司目前約有 15k 名 AE，年底前仍計畫再招聘約 1.2k 名 AE 擴大銷售 capacity，管理層表示 F3Q27 organic revenue reacceleration 已高度可見，並有信心延續至 F4Q27。
- 其他關注焦點：1) Cloudforce 將 Anthropic Claude 介面與 Salesforce data、applications、semantics 及 agents 整合，預計 9 月 Dreamforce GA，客戶需升級 premium editions，且 Salesforce 與 Anthropic 銷售團隊將共同推廣；2) US\$25bn ASR 持續執行，公司預估最終至少回購 14% 流通股數，目前平均回購價格約 US\$176/股；3) Contentful 及 Fin 預計未來數週完成收購，兩項交易預估合計貢獻 FY27 約 US\$200mn 營收。

圖 2: CRM F2Q27 財報及 F3Q27 財測暨市場共識比較

CRM US Equity(FY ends Jan.)	2Q27							3Q27F				
In Millions of USD	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	11,345	11,367	(0)	2	11	11,310	0	11,460	11,471	(0)	1	12
Segment breakdown ccYoY												
Sales Cloud	9	8	0.8 ppts	(1.0)ppts	1.0 ppts							
Service Cloud	5	8	(2.6)ppts	0.0 ppts	(3.0)ppts							
Platform & Other	43	29	14.4 ppts	0.0 ppts	27.0 ppts							
Marketing and Commerce Cloud	(1)	1	(2.2)ppts	1.0 ppts	(4.0)ppts							
Integration and Analytics	(6)	2	(7.6)ppts	(7.0)ppts	(18.0)ppts							
Key metrics												
RPO	66,300	67,761	(2)	(2)	11							
cRPO	33,500	33,303	1	(0)	14							
Billings	9,769	9,917	(1)	36	9							
Gross profits	9,077	9,203	(1)	1	10							
Total expenses	5,205	5,297	(2)	3	9							
Operating income	3,872	3,906	(1)	(0)	10							
EBITDA	4,838	4,763	2	(0)	12							
Pretax Income	5,870	3,875	51	38	77							
Net income	4,844	3,035	60	43	73							
EPS (US\$)	5.90	3.24	82	52	103	3.26	81	3.43	3.33	3	(42)	6
Gross margin (%)	80.0	81.0	(0.9)ppts	(0.3)ppts	(0.8)ppts							
OP margin (%)	34.1	34.4	(0.2)ppts	(0.7)ppts	(0.2)ppts							
EBITDA margin (%)	42.6	41.9	0.7 ppts	(1.0)ppts	0.4 ppts							
Net margin (%)	42.7	26.7	16.0 ppts	12.4 ppts	15.4 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	46,250	46,050	0.4	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	15,864	15,795	0.4	15,921	(0)	12
EBITDA						
Pretax Income						
Net income						
EPS (US\$)	16.69	14.09	18.5	13.14	27	33
Gross margin (%)						
OP margin (%)	34.3	34.3	0.0 pts	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 F3Q26(財年止於 11 月)財報，營收及 EPS 僅大致符合預期，且 RPO 年增 8%較上季放緩 5ppts，Total Adobe ending ARR 年增 11%亦較上季放緩 1.5ppts。
- 財測方面，F4Q26 營收 US\$6.83bn、年增 10%，大致符合預期，BP&C/C&MP 訂閱營收 US\$1.94bn/US\$4.68bn，皆大致符合預期，調整後 EPS US\$6.35、年增 15%，大致符合預期，non-GAAP 營業利率 44%，大致符合預期；公司微幅上調 FY26 營收及 EPS 財測，維持 ending ARR book of business 年增 10.2%。
- Business Professionals & Consumers 業務：1) BP&C 訂閱營收年增 16%(vs.上季持平)，優於預期 2%，各地區 ARR 皆維持雙位數成長；2) BP&C MAU 年增 25%+至 900mn，Acrobat AI Assistant MAU 季增 1 倍，企業端 Acrobat AI 採用亦維持強勁；3) 管理層預期 Acrobat 與 Express 新品及傳統旺季將支撐 F4Q26 成長。
- Creative & Marketing Professionals：1) C&MP 訂閱營收年增 13%(vs.上季持平)，優於預期 1%，主要受 Creative Cloud Teams 及 Enterprise 業務強勁帶動；2) 管理層預期 MAX 前新品、CX pipeline 及企業旺季將支撐 F4Q26 表現。
- Creative/Firefly：1) Creative freemium MAU 年增 70%+至 100mn(vs.上季 90mn+)；2) Creative Cloud 與 Firefly AI credit consumption 持續季增加速，其中 video 使用量最強勁，Firefly app 與 credit packs ending ARR 季增 40%，顯示 AI 使用量正轉化為 ARR；3) 公司宣布收購擁有 1mn+ 用戶的 Topaz Labs，以補強 image/video AI enhancement 能力，預計 F4Q26 完成。

- Digital Experience/CXO：1) AEM 與 Agentic Web Apps、Adobe GenStudio、AEP 與 Apps ARR 皆年增 20%+；2) CX Enterprise Coworker 自 6 月 GA 後已有 1.7k+ 客戶及初期採用者；3) 整合 Semrush 後 Adobe Brand Visibility 付費客戶季增 1 倍。
- AI 相關：1) AI First ARR 年增 150%+ 至 US\$650mn(vs. 上季 US\$500mn+)，全公司 MAU 年增 20%+ 至 1bn；2) Adobe 維持透過 freemium 擴大新用戶，再依 engagement 與 AI usage intensity 推動 ARR 轉換的策略，並強調現階段新用戶取得優先於 Creative Cloud 短期 pricing optimization，並未提供恢復調價時程。
- 關注焦點：1) RPO/cRPO 本季年增僅 8%/9%，皆較上季放緩 5ppts，其中 RPO 低於市場預期 2%，管理層表示係反映 freemium 用戶取得策略，預期 F4Q26 net-new ARR 會高於 F3Q26，並維持 FY26 ARR 成長 10.2% 的目標。

圖 4: ADBE F3Q26 財報及 F4Q26 財測暨市場共識比較

ADBE US Equity(FY ends Nov.)	3Q26							4Q26F				
In Millions of USD	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	6,760	6,698	1	2	13	6,695	1	6,825	6,848	(0)	1	10
Segment breakdown												
Customer Group Sub.	6,560	6,507	1	3	14	6,505	1	6,620	6,632	(0)	1	11
Business Pro. & Consumers Sub.	1,910	1,881	2	3	16	1,880	2	1,940	1,944	(0)	2	13
Creative & Marketing Pro. Sub.	4,650	4,626	1	2	13	4,625	1	4,680	4,688	(0)	1	10
Key metrics												
Total ARR	27,500	27,496	0	1	11							
Total billings	6,714	6,740	(0)	3	9							
RPO	22,160	22,725	(2)	(0)	8							
Gross profits	6,050	6,018	1	2	12							
Operating income	2,974	2,946	1	1	7	2,946	1	3,003	3,029	(1)	1	6
EBITDA	3,189	3,162	1	2	7							
Pretax Income	2,357	2,930	(20)	(19)	8							
Net income	2,424	2,400	1	1	8							
EPS (US\$)	6.13	6.08	1	3	15	6.08	1	6.35	6.30	1	4	15
Gross margin (%)	89.5	89.8	(0.3)ppts	(0.4)ppts	(1.0)ppts							
OP margin (%)	44.0	44.0	0.0 ppts	(0.5)ppts	(2.3)ppts	44.0	(0.0)ppts	44.0	44.2	(0.2)ppts	0.0 ppts	(1.6)ppts
EBITDA margin (%)	47.2	47.2	(0.0)ppts	(0.2)ppts	(2.6)ppts							
Net margin (%)	35.9	35.8	0.0 ppts	(0.4)ppts	(1.8)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	26,601	26,550	0	26,561	0	12
Segment breakdown						
Customer Group Sub.	25,737	25,700	0	25,746	(0)	
Business Pro. & Consumers Sub.	7,480	7,460	0	7,483	(0)	
Creative & Marketing Pro. Sub.	18,257	18,240	0	18,263	(0)	
Key metrics						
Total ARR						
Total billings						
RPO						
Gross profits						
Operating income	11,970	11,948	0	11,948	0	9
EBITDA						
Pretax Income						
Net income						
EPS (US\$)	24.48	24.40	0	24.40	0	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(NOW US)公布 2Q26 財報，訂閱營收優於財測 1.6%，cRPO 固定匯率年增 21.5%分別優於預期/財測 1.4ppts/2ppts，主要受 AI 與資安產品帶動核心平台需求，以及美國聯邦政府業務強勁所支撐，本季財報表現符合凱基先前在 2Q26 preview 報告中的觀點。
- 財測方面，3Q26 訂閱營收 US\$4bn 年增 21%，大致符合預期，調整後營業利益率 31%低於預期 1.5ppts，cRPO 固定匯率年增 20%大致符合預期，微幅上調 FY26 訂閱營收 0.1%大致符合預期，維持 FY26 調整後營業利益率在 31.5%。
- 核心業務：1) net new ACV >US\$1mn 的交易達 123 筆，年增 40%，ACV >US\$5mn 的客戶數增至 658 家，年增 23%，ACV >US\$20mn 的客戶較去年增加 32 家，前 20 大交易中有 18 筆包含至少 8 項產品，顯示大型客戶持續由單點工具轉向平台整併並擴大產品使用範圍；2) 本季 ITSM/ITOM/Security&Risk/CRM&industry workflows/Core Business Workflows/Creator Workflows 分別出現在前 20 大交易中 15/18/16/16/12/18 筆；3) RaptorDB Pro 交易量年增 80%，Workflow Data Fabric 出現在前 20 大交易中的 17 筆；4) 資安業務已超過 US\$1bn，為全球第 8 大企業資安業務；5) Technology Workflows 有 50 筆 >US\$1mn 交易，其中 9 筆 >US\$5mn；6) ITOM 有 14 筆 >US\$1mn，ITOM 對 ITSM 的 attach rate 持續年增；7) Security and Risk 有 24 筆 >US\$1mn 交易，Armis 與 Veza 亦帶動 ITSM、ITOM 核心產品銷售；8) CRM ACV 達 US\$2bn，CRM and Industry Workflows 有 15 筆 >US\$1mn 交易，主要由 CPQ、Sales and Order Management 帶動；9) Core Business Workflows 共有 24 筆 >US\$1mn 交易，主要由 EmployeeWorks 需求帶動。
- AI 相關：1) ServiceNow AI ACV 已突破 US\$1bn，AI net new ACV 季增 40%+，公司預期 FY26 底可超過 US\$1.5bn 目標；2) 含 5+項 AI 產品的交易數年增 5.5 倍，帶動 AI 相關 >US\$1mn 交易數成長至 3 倍；3) Agentic AI 已正式上線的客戶數在過去 9 個月增加 9 倍，首次購買 ServiceNow Agentic AI 的交易量年增 45%+；4) 新 AI-native SKUs 帶來 20-30%價格 uplift，Pro Plus SKU uplift 仍高於 30%，公司表示 AI 占總 ACV 於 2030 年達 30%的進度已領先原定計畫；5) L1 AI Specialist 已有 40+家客戶使用，可在無人工介入下完成 80-85%的服務請求，並將部分案件處理時間由 2 天降至 20 分鐘。
- 關注焦點：1) 2Q26 訂閱營收超出預期，係因聯邦政府 on-prem 收入由 3Q26 提前認列，以及 net new ACV 表現優於預期，管理層亦表示本季美國聯邦政府需求強勁，3Q26 仍佳；2) 管理層明確表示未看到銷售週期拉長，平均合約期間反而增加，Maybank 與 Tech Mahindra 等交易均簽署 5 年合約，後續 cRPO 與 RPO 是否維持 20%以上成長是驗證需求未受 IT 預算排擠的重要指標；3) Armis 預計為 3Q26 cRPO 年增貢獻約 1.5ppts，2Q26 整體貢獻高於原先預期；4) 2Q26 訂閱毛利率 80.5%年減 2.5ppts，係因客戶採用 hyperscaler 速度快於預期以及 AI 產品用量增加帶來的基礎設施及模型推論成本上升。

圖 6: NOW 2Q26 財報及 3Q26 財測暨市場共識比較

NOW US Equity	2Q26						3Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
In Millions of USD												
Revenue	3,987	3,929	1	6	24				4,126			
Subscription	3,877	3,814	2	6	25	3,818	2	3,978	4,006	(1)	3	21
Professional Services	110	109	1	11	8				114			
Key metrics												
RPO	29,000	28,813	1	5	21				29,428			
cRPO	13,200	12,995	2	4	21				13,512			
cRPO ccYoY(%)	21.5	20.1	1.4 ppts	0.5 ppts	0.0 ppts	19.5	2.0 ppts	20.0	19.9	0.1 ppts	(1.5)ppts	(0.5)ppts
Billings	4,050	3,951	2	17	24				3,739			
Gross profits	3,107	3,110	(0)	4	19				3,260			
Total expenses	1,934	2,064	(6)	8	17				2,784			
Operating income	1,173	1,046	12	(2)	23				1,342			
EBITDA	1,580	1,302	21	30	40				1,525			
Pretax Income	1,125	1,124	0	(12)	5				1,449			
Net income	930	901	3	(8)	9				1,157			
EPS (US\$)	0.90	0.87	4	(7)	10				1.21			
Gross margin (%)	77.9	79.2	(1.2)ppts	(1.3)ppts	(3.1)ppts				79.0			
OP margin (%)	29.4	26.6	2.8 ppts	(2.4)ppts	(0.3)ppts	26.5	2.9 ppts	31.0	32.5	(1.5)ppts	1.6 ppts	(2.5)ppts
EBITDA margin (%)	39.6	33.1	6.5 ppts	7.5 ppts	4.6 ppts				37.0			
Net margin (%)	23.3	22.9	0.4 ppts	(3.5)ppts	(3.2)ppts				28.0			

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				16,196		
Subscription	15,770	15,755	0.10	15,745	0	22
Professional Services						
Key metrics						
RPO						
cRPO						
cRPO ccYoY(%)						
Billings						
Gross profits						
Total expenses						
Operating income				5,103		
EBITDA						
Pretax Income						
Net income						
EPS (US\$)						
Gross margin (%)						
OP margin (%)	31.5	31.5	0.0 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 2Q26 財報，營收/調整後營業利益率/調整後 EPS 優於預期 5%/0.9ppts/11%，總營收排除電信商費用影響後仍較上季加速 1ppts，Voice 營收年增加速至 20%+，顯示核心業務成長仍強勁。
- 財測方面，3Q26 營收 US\$1.51bn、年增 16%，優於預期 3%，non-GAAP 營業利益率 19.2%、年增 1.2ppts，優於預期 0.6ppts，調整後 EPS US\$1.45、年增 16%，優於預期 3%；上調 FY26 營收 3%至 US\$6bn，優於預期 3%，non-GAAP 營業利益率上調 0.3ppts 至 19.1%，優於預期 0.2ppts，FY26 美國電信商費用影響之增量營收為 US\$250mn、預計稀釋 non-GAAP 毛利率 2.1ppts。
- 核心業務：1) 總營收年增 22%(vs.上季加速 2ppts)，排除電信商費用後有機營收年增 17%(vs.上季加速 1ppts)，顯示成長係由核心業務加速帶動；2) non-GAAP 毛利率 49.1%、年減 1.6ppts，係受到

US\$71mn 電信商費用增量影響，排除後年增 0.6ppts，受益於 Voice、software add-ons 等高毛利產品成長及 Email、direct carrier connectivity 等成本效率改善；3) Messaging 營收年增 28%(vs.上季加速 3ppts)，其中電信商費用貢獻 10ppts，排除後年增與上季持平，係由流量成長、WhatsApp 及 RCS 帶動；4) Voice 營收年增 20%+(vs.上季年增 20%)，係流量及軟體附加產品共同帶動，其中 self-serve Voice 年增 50%+，branded calling 及 Conversational Intelligence 年增三位數，整體 software add-on 營收年增 25%+；5) DBNER 達 116%(vs.上季上升 2ppts)，其中 carrier fee 貢獻 5ppts，排除後仍季增 1ppt，係受既有客戶擴張、ISV 及多產品客戶成長帶動；6) self-serve/ISV 營收年增 30%+/25%+，Verify 營收年增 30%+，US\$1mn+ 客戶群亦年增 20%+，顯示大型客戶動能亦持續成長；7) 新版 Twilio Console 於 5M26 上線，多數既有客戶已遷移，轉換率較舊版提升 90%+，惟 2Q26 對多產品營收貢獻極低，但為未來 production workloads 及 cross-sell/up-sell 的領先指標。

- AI 相關：1) Car Finance 247 已簽署一筆七位數合約，其 AI 助理累計處理 300k 次對話，客戶轉換為核准名單的速度提升至 1.6 倍，帶來每年數百萬美元營收增量；2) AI-native 客戶呈現由 Voice 向 Messaging 及 software add-on 擴張，一家客戶自 1Q25 低六位數季度支出成長至 US\$6mn 年化規模、年增 65%，software add-on 季度 run-rate 逾 US\$500k；3) 另一家客戶則由 1Q24 的 US\$200k 成長至 US\$9mn，software add-on 年增 100%，且該客群 DBNER 顯著高於公司平均，已納入 2H26 財測；4) 管理層表示 AI 需求目前仍主要集中於 Voice，Messaging 的 AI 增量尚處早期，未來可望逐步擴展至其他溝通渠道。
- 關注焦點：1) 公司 2Q26 執行 US\$66mn 股票回購，目前既有授權額度尚餘 US\$800mn。

圖 8: TWLO 2Q26 財報及 3Q26 財測暨市場共識比較

TWLO US Equity	2Q26						3Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
In Millions of USD												
Revenue	1,499	1,428	5	7	22	1,425	5	1,510	1,463	3	1	16
Key metrics												
Dollar-Based Net Expansion Rate(%)	116	110	6 ppts	2 ppts	8 ppts							
Gross profits	736	693	6	5	18							
Total expenses	451	434	4	8	12							
Operating income	285	259	10	2	29	255	11.6	290	272	7	2	24
EBITDA	332	287	16	1	23							
Pretax Income	300	267	13	10	24							
Net income	234	208	13	(1)	24							
EPS (US\$)	1.47	1.32	11	(2)	24	1	14	1.45	1.40	3	(2)	16
Gross margin (%)	49.1	48.5	0.6 ppts	(0.5)ppts	(1.6)ppts							
OP margin (%)	19.0	18.1	0.9 ppts	(0.8)ppts	1.0 ppts	18	1.1 ppts	19.2	18.6	0.6 ppts	0.2 ppts	1.2 ppts
EBITDA margin (%)	22.1	20.1	2.1 ppts	(1.3)ppts	0.1 ppts							
Net margin (%)	15.6	14.6	1.1 ppts	(1.2)ppts	0.2 ppts							

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9: TWLO FY26 財測調整暨市場共識比較

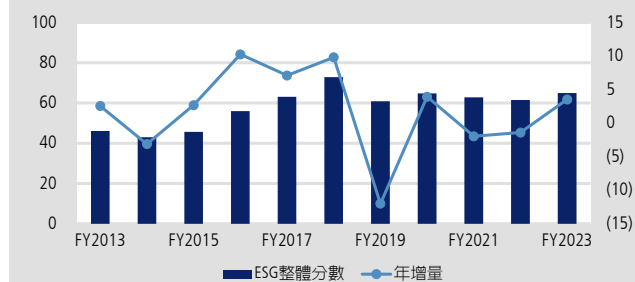
TWLO US Equity		2026F				
In Millions of USD	Guidance (Revision)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
Revenue	5,992	5,802	3	5,812	3	18
Key metrics						
Dollar-Based Net Expansion Rate(%)						
Gross profits						
Total expenses						
Operating income	1,145	1,090	5	1,099	4	24
EBITDA						
Pretax Income						
Net income						
EPS (US\$)						
Gross margin (%)						
OP margin (%)	19.1	18.8	0.3 pts	18.9	0.2 pts	0.9 pts
EBITDA margin (%)						
Net margin (%)						

資料來源：Bloomberg：凱基

Salesforce (CRM US)

圖 10：Salesforce – ESG 整體分數

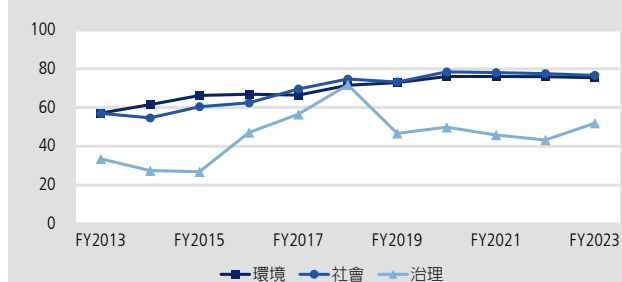
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：Salesforce – ESG 各項分數

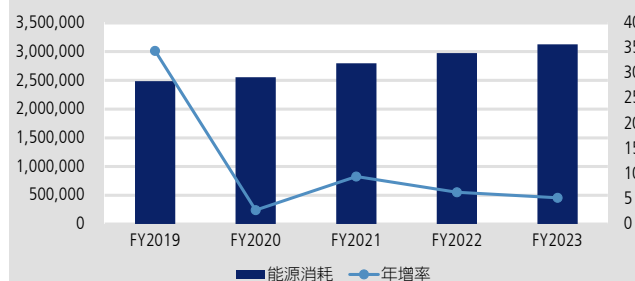
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：Salesforce – 能源消耗

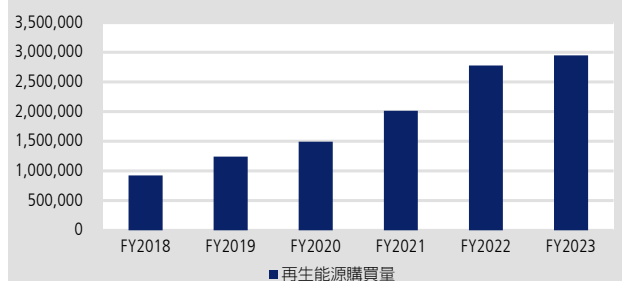
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：Salesforce – 再生能源使用

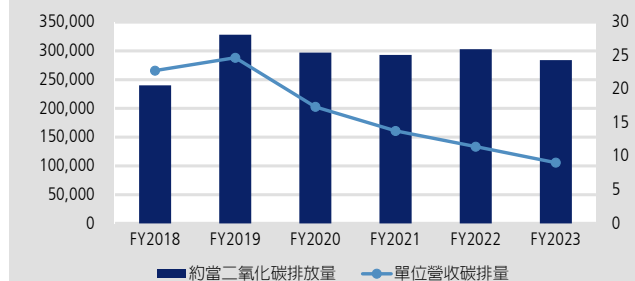
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：Salesforce – 碳排放量

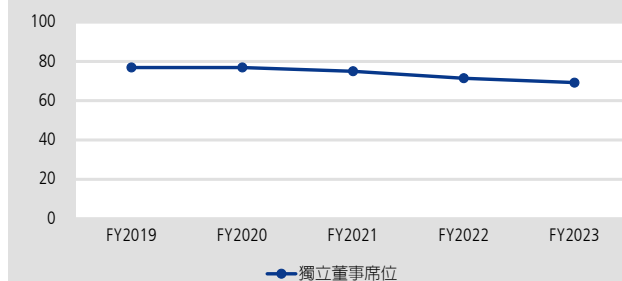
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：Salesforce – 獨立董事

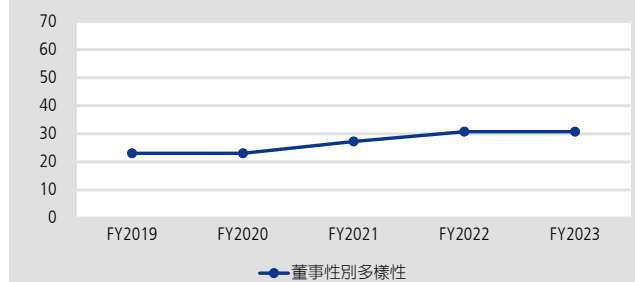
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Salesforce – 董事性別多樣性

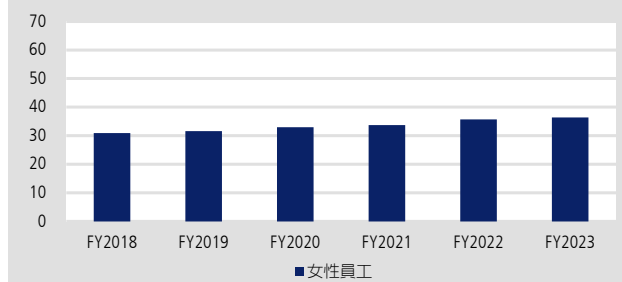
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：Salesforce – 性別多樣性

女性員工比例，百分比

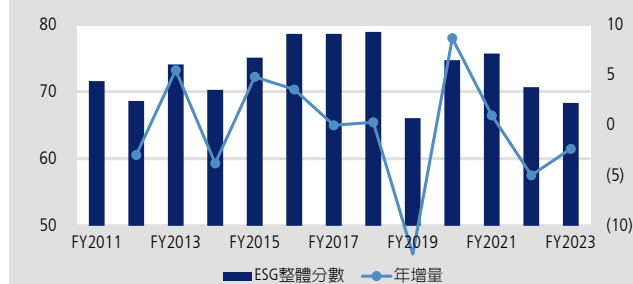


資料來源：Refinitiv、公司資料

Adobe (ADBE US)

圖 18 : Adobe – ESG 整體分數

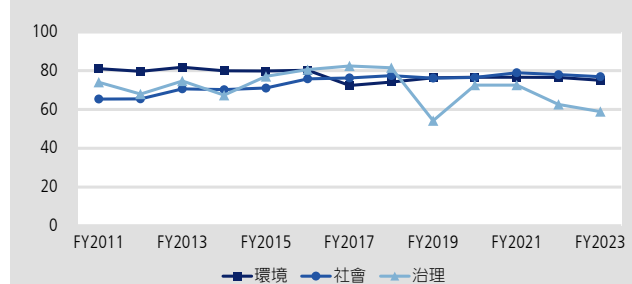
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19 : Adobe – ESG 各項分數

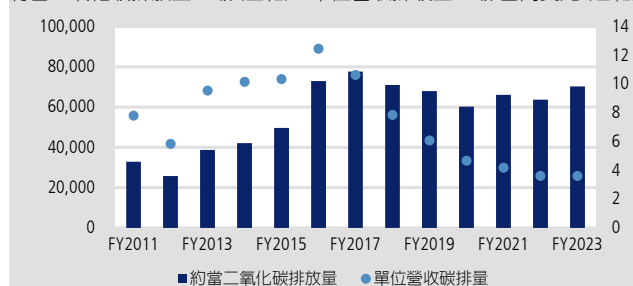
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20 : Adobe – 碳排量

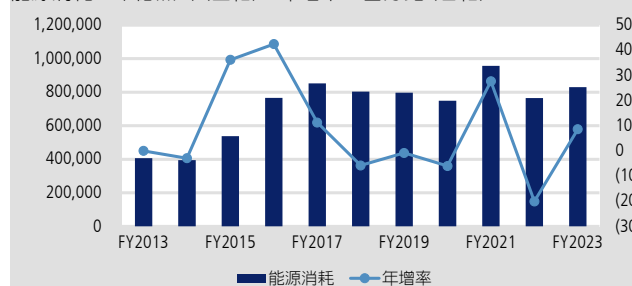
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21 : Adobe – 能源消耗

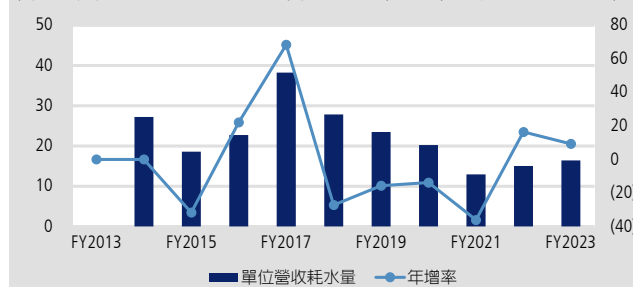
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22 : Adobe – 耗水量

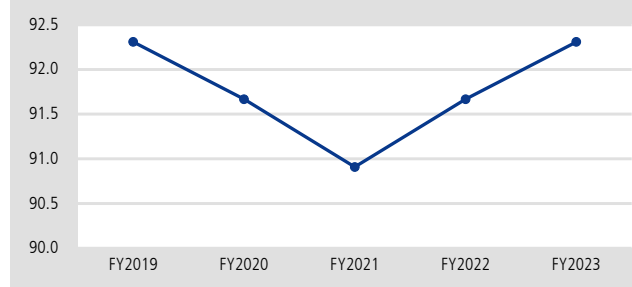
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 23 : Adobe – 獨立董事

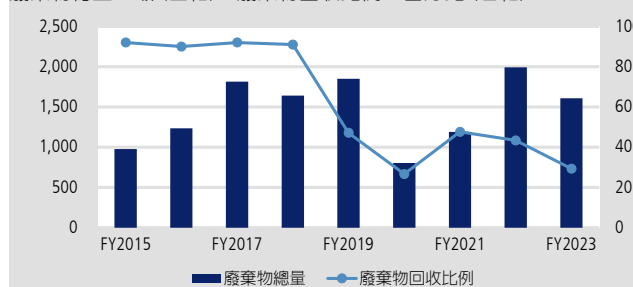
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 24 : Adobe – 廢棄物回收總量

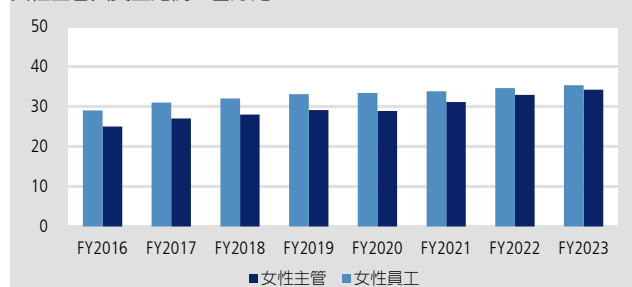
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



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

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數
股東治理分數	衡量公司用以反收購工具的有效性
公司治理分數	衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性
產品責任分數	衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量
社區關係分數	衡量公司對成為優良公民、保護公眾健康和尊重商業道德的承諾
勞動力分數	衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效
資源使用指標	衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更具生態效率的解決方案

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内部研究活動。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。