

軟體產業：2Q25 財報

數位廣告支出強勁，AI 讓長尾場景得到變現

焦點內容

1. 數位廣告：電商及零售廣告投放強勁。
2. META：內容推薦及廣告投放演算法改善讓激進的資本支出相對合理。
3. GOOGL：AI 讓長尾場景得到變現，但已非低垂果實。

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
Meta	META US	62	48	59	69

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

數位廣告龍頭 Meta(美；META US)及 Alphabet(美；GOOGL US)公佈 2Q25 財報，大致符合數預期的位廣告支出加速成長動能強勁。

評論及分析

數位廣告：電商及零售廣告投放強勁。 整體廣告需求強勁，呼應我們先前認為中系 Temu/Shein 廣告支出僅由美國轉移至其他地區，TikTok 出售案懸而未決促使用戶行為和廣告預算分配挪移：(a) 品牌廣告為主的平台 (如 YouTube/YT、Google Networks) 表現穩健，2Q25 YT 及 Google Networks 營收優於市場預期 3/1%，YT Shorts 廣告變現在美國已與串流(in-stream)相當，惟 2H25 因 2024 政治廣告投放強勁將面臨高成長基期；(b) 搜尋型 DR 廣告，Google Search 營收年增 12%較上季加速成長 2ppts 且優於預期 3%，持續受惠零售、金融等垂直領域廣告投放強勁，付費點擊和 CPC 年增 4/8%(vs. 上季 2/7%及 2Q24 之 6/7%)，Microsoft C2Q/3Q25 搜尋廣告營收及財測年增 20/14%優於預期 7/1ppts 表現亦強勁；(c) 展示型 DR 廣告，Meta 2Q/3Q25 營收及營收財測優於預期 6/6%，管理層指出主要動能來自於電商產業及歐洲地區需求強勁，4Q25 則面臨較高成長基期。

META：內容推薦及廣告投放演算法改善讓激進的資本支出相對合理。 Meta 2025 全年資本支出下緣上修 US\$2bn，中位數高於市場預期 2%，管理層預期 2026 年亦有類似金額成長(US\$30bn)，隱含年增 46%大幅高於市場預期 35%。激進的資本支出反應在 2Q25 的財報成績包含：(1)廣告曝光量年增 11%較上季加速成長 6ppts 優於市場預期 4ppts，近期推薦系統改進包含更即時掌握用戶當下偏好並調整內容推薦、加速優質的小型創作者內容被精準推送至對的用戶、理解多樣興趣與小眾偏好提升內容多元性；(2)廣告單價年增 9%較上季減速 1ppts 但優於市場預期 1ppts，受惠廣告主需求增加，廣告推薦系統導入 AI 模型(Andromeda, GEM, Lattice)提升轉換率 3-5%。

GOOGL：AI 讓長尾場景得到變現，但已非低垂果實。 Google AI Overview 已經擴展至 200+個國家觸及 20 億用戶，讓長尾關鍵字獲得變現機會，財報表現亮眼惟股價表現落後其他 CSP 業者，我們認為係因：(1)Google Others 2Q25 營收優於預期 4%，惟主要動能仍來自於 YT 高階訂閱，投資人期待 AI ToC 產品(Gemini/AI Pro, Ultra)有更強勁的變現成績；(2) 2H25 資本支出年增 74%較 2Q25 加速成長且高於市場預期 27%，對比過往該司為 CSP 中資本密集度週期控制最佳有較大改變；(3)Google Service 營業利率劣於預期 0.8ppts，AIO/AI mode 成本較搜尋引擎高的隱憂再現，已非低垂果實。

投資建議

我們維持 Meta 及 Alphabet「增加持股」的投資評等，財測及目標價調整見圖 1，考量評價水平我們認為 Alphabet 仍具落後補漲契機，惟須待反壟斷官司審查落地(市場預期 2025/8 月)。CSP 台股供應鏈見圖 5-6。

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：凱基財測暨目標調整

	KGI forecast		Chg. (%: pts)		Rating	Shr px (US\$)	Mkt cap (US\$bn)	Target price				Multiple	
	2025	2026	2025	2026				New (US\$)	Upside (%)	Old (US\$)	Chg. (%)	New	Old
Alphabet													
Revenue (US\$mnn)	334,982	376,351	1	2									
Gross profit (US\$mnn)	227,070	247,251	2	3									
Operating profit (US\$mnn)	130,713	147,096	2	4	OP	197	2,382	245	25	185	32	FY26 23x PE 5yr +1std.	FY26 18x PE 5yr -1std.
EBITDA (US\$mnn)	151,938	175,970	2	4									
Net income (US\$mnn)	119,849	126,696	4	4									
EPS (US\$)	9.90	10.59	4	4									
Meta													
Revenue (US\$mnn)	196,195	224,536	5	6									
Gross profit (US\$mnn)	158,054	180,490	5	6									
Operating profit (US\$mnn)	80,293	85,697	9	3	OP	695	1,748	915	32	690	33	FY26 30x PE 5yr +2.5std.	FY26 24x PE 5yr +1std.
EBITDA (US\$mnn)	99,847	116,347	4	(0)									
Net income (US\$mnn)	72,569	75,990	11	5									
EPS (US\$)	27.79	29.80	10	5									

資料來源：凱基

Meta 財報會議摘要

- META 公布 2Q25 財報盤後上漲 11%，係因 2Q25 財報及 3Q25 營收財測大幅優於市場預期。2Q24 營收及 EPS 優於市場預期 6/21%，營收年增 22%較上季加速成長 6ppts 且優於財測 8%，主要動能來自電商、歐洲和 RoW，呼應我們先前推測為 Temu & Shein 廣告預算的地區轉移
- 廣告單價與曝光量表現呼應我們先前看好 Meta 為 TikTok 出售禁令不確定性下的主要受害者：1) 廣告曝光量年增 11%較上季加速成長 6ppts 優於市場預期 4ppts，亞太地區為主要驅動力，FB/IG 用戶使用時間年增 5/6%，IG 全球影片觀看時間年增 20%，近期推薦系統改進包含更即時掌握用戶當下偏好並調整內容推薦、加速優質的小型創作者內容被精準推送至對的用戶、理解多樣興趣與小眾偏好提升內容多元性；2)廣告單價年增 9%較上季減速 1ppts 但優於市場預期 1ppts，受廣告主需求增加，廣告推薦系統導入 AI 模型(Andromeda, GEM, Lattice)提升轉換率 3-5%
- 財測：1) 3Q25 營收財測年增 21%優於市場預期 6%，4Q25 較 3Q25 減速係因高基期因素；2) 2025 全年費用財測下緣上修 US\$1bn，中位數高於市場預期 1%，2026 費用年增率較 2025 年增 22%高(vs. 市場共識年增 12%)，係因折舊及人才招聘；3) GenAI 短期內仍為內部使用不會有直接變現的方式，Llama 4.1, 4.2 進展良好，次世代前緣模型大概一年後推出，並非所有模型都會開源係因硬體門檻過高開源社群也無法使用
- 資本支出：1) 2Q25 資本支出（包含租賃）年增 101%高於市場預期 4%；2) 2025 全年資本支出下緣上修 US\$2bn，中位數高於市場預期 2%，中位數年增 US\$30bn；3) 管理層預期 2026 年亦有類似金額成長 (US\$30bn)，隱含年增 46%大幅高於市場預期 35%，短期資產占比將比 2025 年高，Prometheus(全球首個 Gigawatt+ AI Cluster)將於 2026 上線，Hyperion(5GW)及多座 Titan Cluster 正在建設

圖 2: Meta 2Q25 財報結果及 3Q25 財測暨市場共識比較

META US	2Q25						3Q25F					
US\$mn	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	47,516	44,803	6	12	22	44,000	8	49,000	46,144	6	3	21
Key metrics												
Ad impressions YoY (%)	11	7	4.2 ppts	6.0 ppts	1.0 ppts				7			
eCPM YoY (%)	9	8	1.3 ppts	(1.0)ppts	(1.0)ppts				7			
Gross profits	39,025	36,196	8	12	23				37,101			
Total expenses	27,075	27,753	(2)	9	12				28,947			
Operating income	20,441	17,050	20	16	38				17,197			
Pretax Income	20,534	17,465	18	12	36				17,736			
Tax (GAAP)	2,197	2,358	(7)	26	34				2,418			
Net income	18,337	15,142	21	10	36				15,376			
EPS (US\$)	7.14	5.88	21	11	38				6.02			
Capex	17,012	16,360	4	24	101				17,781			
Gross margin (%)	82.1	80.8	1.3 ppts	0.0 ppts	0.8 ppts				80.4			
OP margin (%)	43.0	38.1	5.0 ppts	1.5 ppts	5.0 ppts				37.3			
Tax rate (%)	10.7	13.5	(2.8)ppts	1.2 ppts	(0.2)ppts				13.6			
Net margin (%)	38.6	33.8	4.8 ppts	(0.7)ppts	4.1 ppts				33.3			

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3: Meta 2025 財測調整暨市場共識比較

META US	2025F					
US\$mn	Guidance (Mid)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
Revenue				188,195		
Key metrics						
Ad impressions YoY (%)				6		
eCPM YoY (%)				8		
Gross profits				153,221		
Total expenses	116,000	115,500	0	114,313	1	22
Operating income				73,881		
Pretax Income				75,793		
Tax (GAAP)				9,671		
Net income				66,282		
EPS (US\$)				25.68		
Capex	69,000	68,000	1	67,787	2	80
Gross margin (%)				81.4		
OP margin (%)				39.3		
Tax rate (%)	13.5	13.5	0.0 ppts	12.8	0.7 ppts	(7.5)ppts
Net margin (%)				35.2		

資料來源：Bloomberg；凱基

Alphabet 公佈亮眼的 2Q25 財報，惟 2025 資本支出財測大幅上修

- GOOGL 公佈 2Q25 財報當日收盤股價上漲 1%，係由淨營收/EPS 優於預期 3/6% 所帶動，其中 Google Search, YT Ads, Google Cloud 營收優於市場預期 3/3/4% 表現相對亮眼，分別加速成長 2/3/4ppts 符合凱基 Preview 報告觀察，OPM 略低於市場預期 0.7ppts（係因折舊拖累），但 Google Cloud OPM 年增 9.4ppts 優於預期 3.6ppts 表現亮眼
- 廣告 & 訂閱相關：1) Google Search 以零售和金融服務貢獻成長最大，其他垂直領域皆有成長，Paid Click 年增 4%；2) 管理層示警 2H25 廣告面臨高基期，係因 2024 總統大選政治廣告支出強勁，尤其 YT 影響較大；3) Google Others 仍由 YT 訂閱為主要驅動力，其次是 Google One，顯示 Gemini/AI Pro, Ultra 訂閱服務有很大的正面助益但尚未成為主要成長動能；4) AIO 已經擴展到 200 多個國家，40 多種語言和 200 萬個 MAU，變現化能力與傳統搜索引擎相當（管理層論點不變）
- 雲服務相關：1) GCP 核心及 AI 產品成長率遠高於整體 Google Cloud 平均；2) Google Workspace 成長由平均營收及席次成長同步帶動；3) Google cloud backlog 年增 38%；4) 2H25 成長率與算力供給上線有

一定程度的關係，預期年底將會有較多的算力供給上線(管理層論點不變)；5)管理層對與 OpenAI 合作感到興奮；6) 現在每個月消耗 tokens 數達 980 兆 vs. 五月 I/O 大會提及 480 兆成長 1x

- 資本支出方面，2Q25 年增 70%高於市場預期 23%，主要用於技術基礎設施(2/3 伺服器+1/3 資料中心和網通)，管理層指出公司提高 2025 資本支出展望到 US\$85bn(vs. 先前 US\$75bn 上修 13%)，高於市場預期 16%，隱含 2H25 資本支出 YoY 74%較 2Q25 加速成長且高於市場預期 27%，管理層指出 2026 仍會面臨算力供需緊張的環境
- 凱基觀點：我們維持 2Q25 Preview 報告觀點，GOOGL 與 AMZN 具有落後補漲契機，基於廣告支出和電商銷售未顯疲態，MSFT 仍為 GenAI 主要受惠者及核心持股，META 則將面臨高成長基期相對保守

圖 4: Alphabet 2Q25 財報結果暨市場共識比較

GOOGL US US\$mn	2Q25				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Net revenue	81,723	79,636	3	7	15
Google Services	82,543	80,424	3	7	12
Google Advertising	71,340	69,642	2	7	10
Google Search & other	54,190	52,811	3	7	12
YouTube Ads	9,796	9,548	3	10	13
Google Networks	7,354	7,283	1	1	(1)
Google Others	11,203	10,782	4	8	20
Google Cloud	13,624	13,129	4	11	32
Other Bets	373	425	(12)	(17)	2
Gross revenue	96,428	94,094	2	7	14
TAC	14,705	14,458	2	7	10
Gross profits	57,389	54,751	5	7	17
Operating income	31,271	31,051	1	2	14
Google Services	33,063	32,857	1	1	11
Google Cloud	2,826	2,245	26	30	141
Pretax Income	33,933	32,317	5	(19)	23
Tax (GAAP)	5,737	5,358	7	(21)	46
Net income	28,196	26,739	5	(18)	19
EPS (US\$)	2.31	2.17	6	(18)	22
Capex	22,445	18,236	23	31	70
Gross margin (%)	70.2	68.8	1.5 ppts	(0.2)ppts	1.2 ppts
OP margin (%)	38.3	39.0	(0.7)ppts	(1.8)ppts	(0.2)ppts
Google Services	40.1	40.9	(0.8)ppts	(2.2)ppts	(0.1)ppts
Google Cloud	20.7	17.1	3.6 ppts	3.0 ppts	9.4 ppts
Tax rate (%)	16.9	16.6	0.3 ppts	(0.4)ppts	2.6 ppts
Net margin (%)	34.5	33.6	0.9 ppts	(10.7)ppts	1.4 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

CSP 台股供應鏈

圖 5: 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	480	3-7	AR/VR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	325	<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

圖 6: Alphabet 台股供應鏈

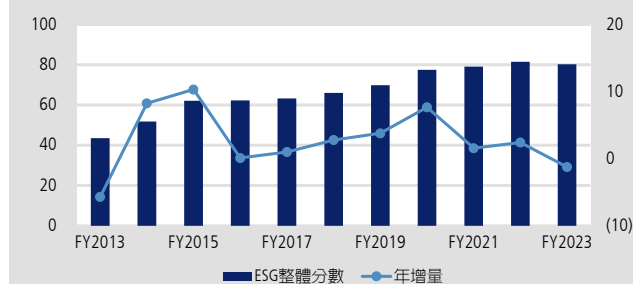
公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
廣達	2382 TT	增加持股	325	<10	伺服器原廠委託設計代工
英業達	2356 TT	持有	45	<10	伺服器原廠委託設計代工
聯發科	2454 TT	增加持股	1,700	1-3	設計服務

資料來源：凱基

Alphabet (GOOGL US)

圖 7：Alphabet – ESG 整體分數

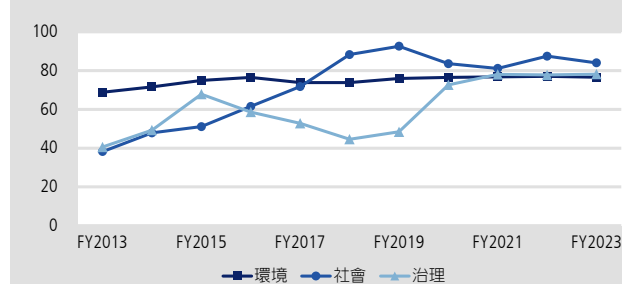
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 8：Alphabet – ESG 各項分數

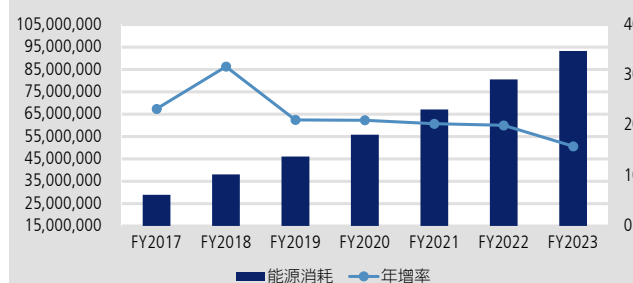
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 9：Alphabet – 能源消耗

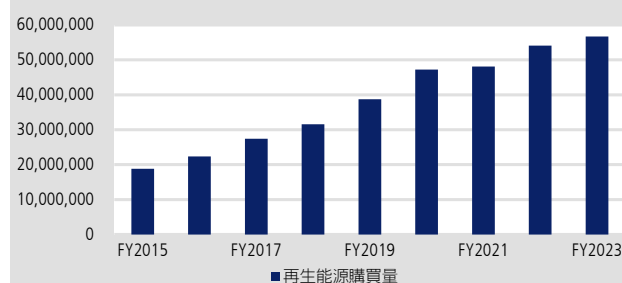
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 10：Alphabet – 再生能源使用

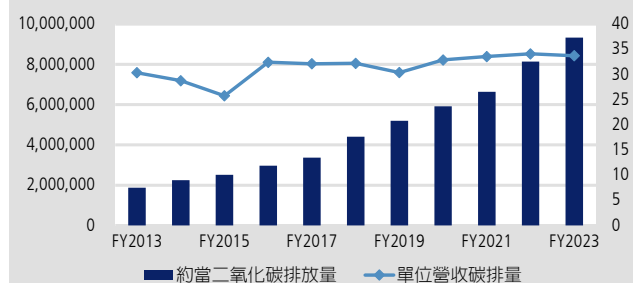
再生能源使用，十億焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：Alphabet – 碳排放量

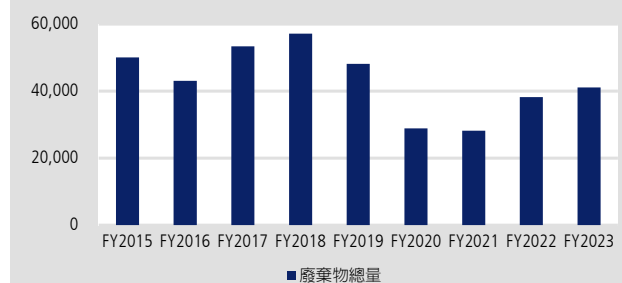
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：Alphabet – 廢棄物總量

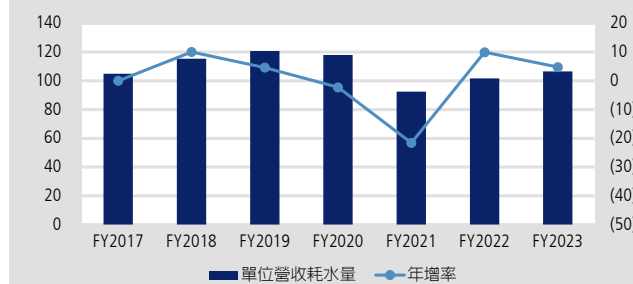
廢棄物總量，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：Alphabet – 耗水量

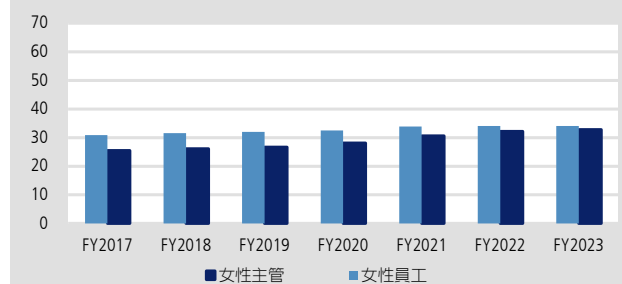
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：Alphabet – 性別多樣性

女性員工比例，百分比

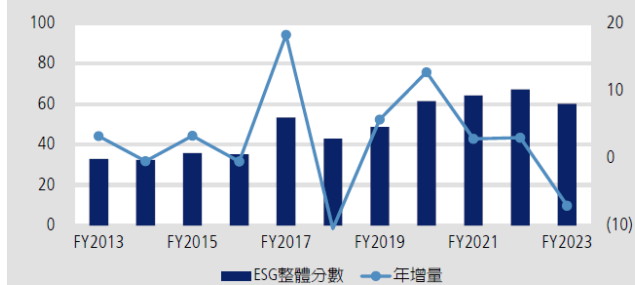


資料來源：Refinitiv、公司資料

Meta (META US)

圖 15：Meta – ESG 整體分數

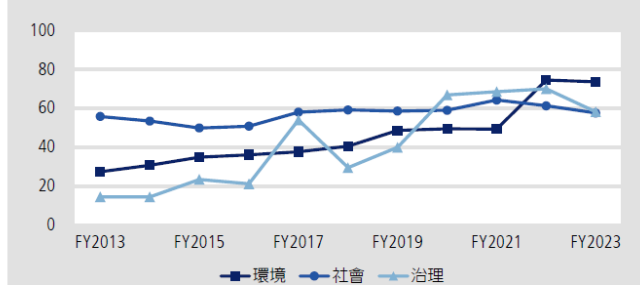
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Meta – ESG 各項分數

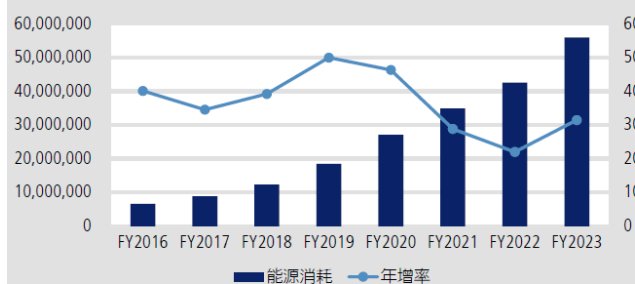
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：Meta – 能源消耗

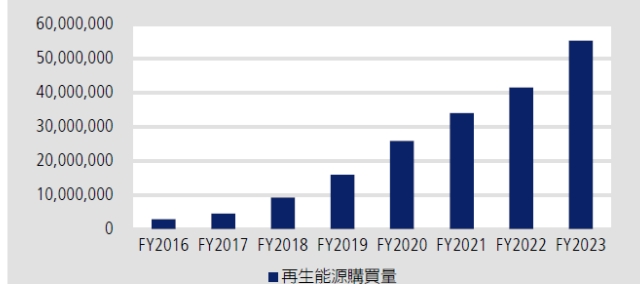
能源消耗，千兆焦耳 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：Meta – 再生能源使用

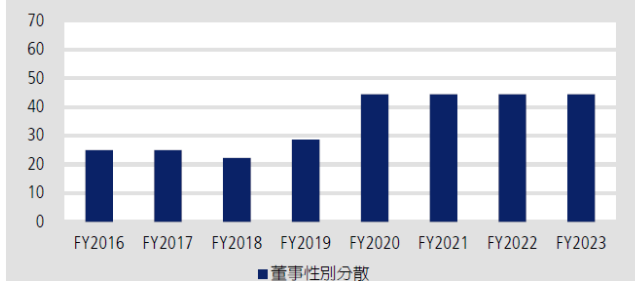
再生能源使用，十億焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：Meta – 董事性別多樣性

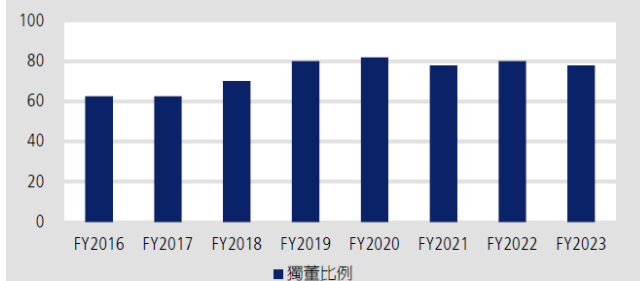
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：Meta – 獨立董事

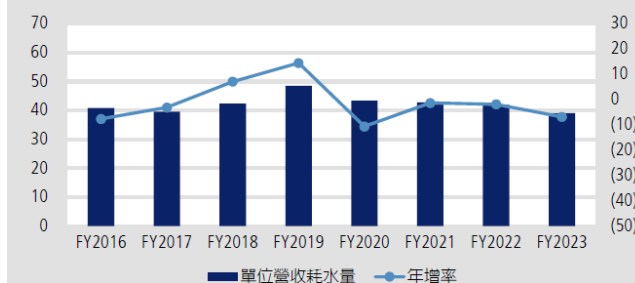
獨立董事比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：Meta – 耗水量

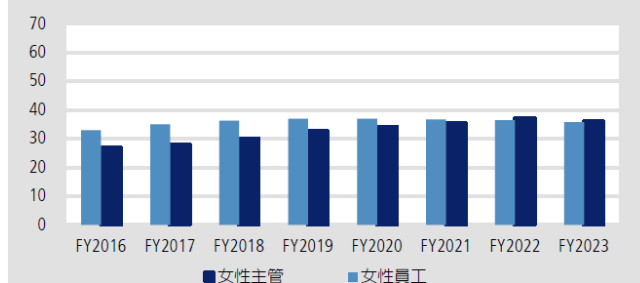
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：Meta – 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繫人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯繫人。凱基集團成員公司、其聯繫人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。