

美國軟體產業

近期財報評論 & 多場產品發布會呼應 2025 年度展望投資主軸

焦點內容

1. GenAI/AI Agent：MSFT 負面因子逐漸淡化；CRM Agentforce 營收 CY26/FY27 增量 3-5%。
2. AI Search/量子電腦：逐季審視廣告預算分配將變得重要；通用量子電腦成熟商用仍需 10+年。
3. Robotaxi/資安：雨露均霑仍須關注競爭格局變化&發酵契機。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company	Overall	E	S	G
Microsoft MSFT US	93	78	97	94
Salesforce CRM US	68	76	76	58
Uber UBER US	82	68	75	93

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

我們與 15+ 家機構投資人針對 2025 年度展望進行交流，彙整 12 大常見問題、CES 觀察及凱基觀點。

評論及分析

GenAI/AI Agent：MSFT 負面因子逐漸淡化；CRM Agentforce 營收 CY26/FY27 增量 3-5%。我們認為 Scaling law 帶動模型成效及硬體投資已由預訓練端轉往推論端，OpenAI 受惠 GPT-4o-realtime/GPT-o1&o3/ChatGPT Pro 等高價 API 或訂閱服務推出，2025 年市占率將穩固或回升。AI Agent 做為“數位勞動力”開始導入企業，我們試算 Agentforce 有望為 Salesforce CY26/FY27 帶來 3-5% 營收增量。另外，投資人關注 MSFT 與 OpenAI 關係，我們認為：(1)MSFT 在該投資案回收 1,000 億美金前維持智慧財產授權；(2)OpenAI 將使用 Oracle 及 Coreweave 的運算服務(MSFT 上季財報會議亦提及將減少模型訓練生意)，投資協議的使用額度計算並不認列於營收，因此對 CY25 應無影響；(3)Azure 營收受惠 OpenAI 營收快速成長，但引入更多外部投資人下 MSFT 其他損益認列將有所緩解。

AI Search/量子電腦：逐季審視廣告預算分配將變得重要；通用量子電腦成熟商用仍需 10+年。Google 量子電腦晶片 Willow 推出為該司近期股價變化的轉折點(其餘原因見內文)，惟我們認為僅短期催化劑，係考量：(1) Google 量子電腦研究員指出破解 RSA 需要 4 百萬個 Physical Qubit vs. Willow 僅 105 個，仍需 10 年時程目前 Google 量子電腦發展路徑僅達第 2 個里程碑 vs. 目標有 6 個；(2)Willow 技術論文亦指出在 Qubit 增加的過程中會遇到新的極限例如 real-time decoding 困難、Error rate 在特定点後激增、硬體成本過高等；(3)時程亦符合近期 Jensen Huang 認為通用量子電腦成熟商業化至少 15 年時間。另外，我們觀察到 ChatGPT 搜尋市占率達 4%+，AI SEO 亦成為業界熱門議題，逐季檢視廣告預算分配將變更重要。

Robotaxi/資安：雨露均霑仍須關注競爭格局變化&發酵契機。NVIDIA Jensen Huang 在 2025 CES 表示 Physical AI 為 Generative AI 及 Agentic AI 後重要 AI 發展方向，推出 NVIDIA Cosmos 平台協助自駕車、機器人業者加速開發及訓練旗下產品，而 UBER 具有龐大的資料來源，雙方締結合作夥伴關係。資安方面，凱基 2025 首選 CRWD 係因 EDR 領域較不易更換，在巨頭如 PANW 及 MSFT 進行水平擴張下更具競爭抵禦能力，我們亦建議投資人關注 PANW 受惠次世代資安產品擴張、RBRK 協助政府機構保護關鍵數據免受攻擊或威脅、AI Agent 衍伸 IAM 重要性提高如 OKTA、CYBR 等。

投資建議

近期總經風險升溫，凱基美股軟體 8+3 主題雷達及焦點個股(見圖 31)中建議投資人率先布局 GenAI 應用軟體如 Microsoft(MSFT US)、Salesforce(CRM US)及評價具吸引力的 Uber(UBER US)。過往受 Trump trade(預期利率/稅率下調帶動 IT 支出復甦、監管鬆綁、加密貨幣友善等議題)激勵則靜待良機。

投資風險

消費動能急遽惡化/硬著陸；法規監管趨於嚴峻；GenAI 使用回饋不如預期。

GenAI 綜覽：Scaling law 轉向推論：OpenAI 市占將回穩

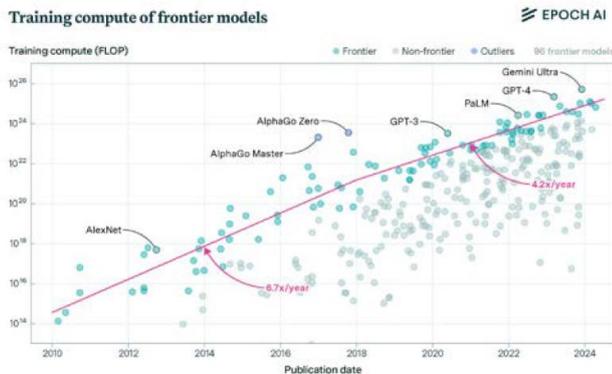
Q1: Scaling law 是否繼續存在?

我們認為 **Scaling law** 帶動模型成效及硬體投資已由預訓練端轉往推論端

預訓練端：Epoch AI 數據顯示前緣模型預訓練算力需求以每年 4 倍持續成長，2030 年可能阻礙 Scaling law 的因素：能源限制 > 晶片產能 > 資料匱乏 > 傳輸延遲。然而我們觀察到 Google Gemini 系列(參數規模 Ultra > Pro > Flash > Nano)、Anthropic Claude 系列(參數規模 Opus > Sonnet > Haiku)及 OpenAI GPT 系列(模型參數 4o > 4o-mini)、Meta Llama 系列(參數 405B > 70B > 8B)在最大參數的模型推出已放緩，並鼓勵消費者及客戶使用蒸餾後的中小參數模型，我們認為係因大參數模型推論速度緩慢(每秒輸出 30 tokens 或更少)且成本較高，故非商業化及大量推廣使用的最佳模式。

推論端：OpenAI 推出 o1/o3 系列模型展示思維鏈(CoT)、Test-time compute 有效大幅改善模型成效，意即隨著推論端運算資源加大模型成效持續改善(Scaling law)，其他競品亦紛紛仿效類似作法如 Google Gemini 2.0 Flash thinking、DeepSeek R1 系列等，顯示基礎模型開發者陸續加大推論端的算力資源投入。

圖 1: 前緣模型訓練算力需求每年成長 4.2 倍



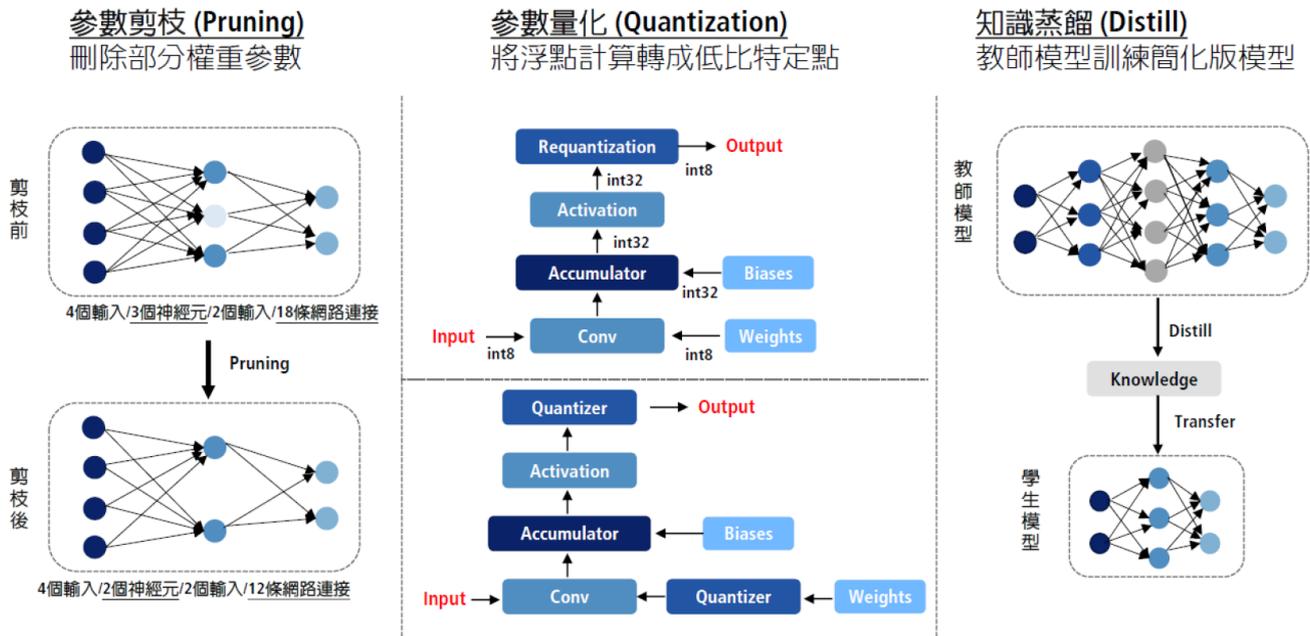
資料來源：Epoch AI：凱基

圖 2: 能源為限制 2030 訓練端 Scaling law 因素



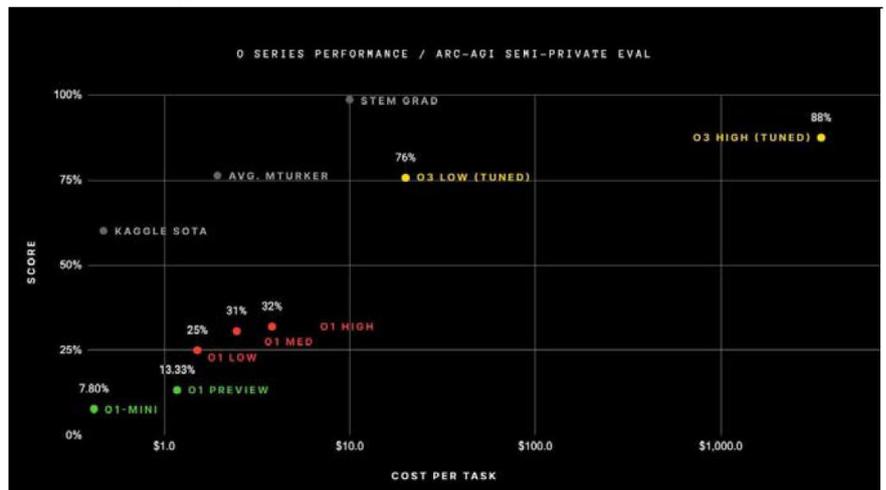
資料來源：Epoch AI：凱基

圖 3: 透過剪枝、量化及蒸餾等方式降低模型參數及推論成本



資料來源: 凱基

圖 4: GPT-o3 High 每次任務推論成本超過 1,000 美元 (vs. o1-mini 低於 1 元)



資料來源: ARC Prize; 凱基

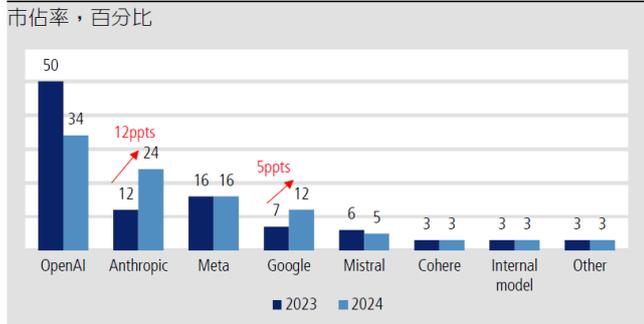
Q2: OpenAI 市占率於 2025 年是否持續下滑?

我們認為 OpenAI 在 2025 年模型市占率將穩固或回升。

Menlo Ventures 數據顯示 OpenAI 模型市占率由 2023 年之 50% 下滑至 2024 年 34%，其中 Anthropic 由 12% 上升至 24% 獲得最多市占率，我們認為係因：(1) 基期因素，追隨者在新品推出後第 2 年透過借鏡、人才流動或技術改善快速拉近差距；(2) OpenAI 於 2024 年聚焦終端應用開發，前緣模型釋出動作較為緩慢，雖有 GPT-4o 系列模型推出但其價格較 2023 年 GPT-4/Turbo 系列相比大幅降低 240 倍；(3) Anthropic 營收結構 85% 來自 API 收入，該司於 2024 擴大與 AWS 合作增加企業 (toB) 出海口。我們認為上述原因於 2025 將有所緩和，隨著 OpenAI 正式釋出 GPT-4o-realtime、GPT-

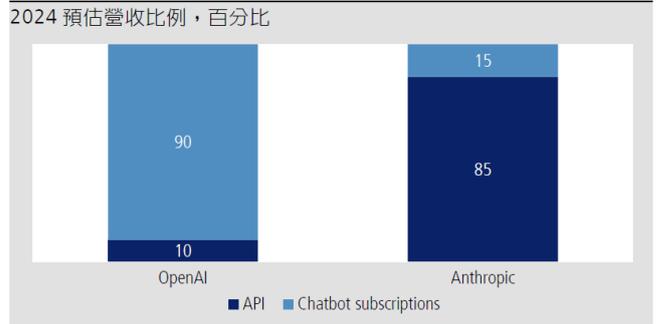
o1/o3 及 ChatGPT Pro 等高價 API 服務或訂閱方案，將帶動市占率維持穩固或回升。

圖 5: GenAI 基礎模型呈現四強鼎立



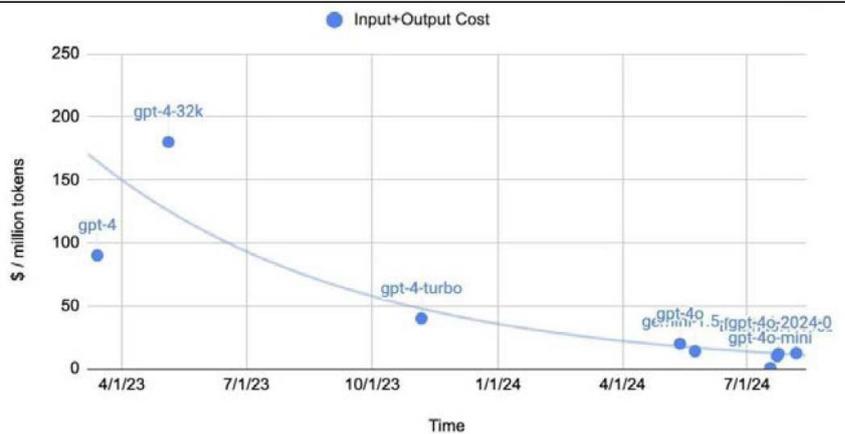
資料來源：Menlo Ventures；凱基

圖 6: OpenAI 與 Anthropic 收入結構差異



資料來源：媒體披露；凱基

圖 7: OpenAI API Tokens 價格於 2024 年大幅下降 (2 年便宜 240 倍)



資料來源：OpenAI；凱基

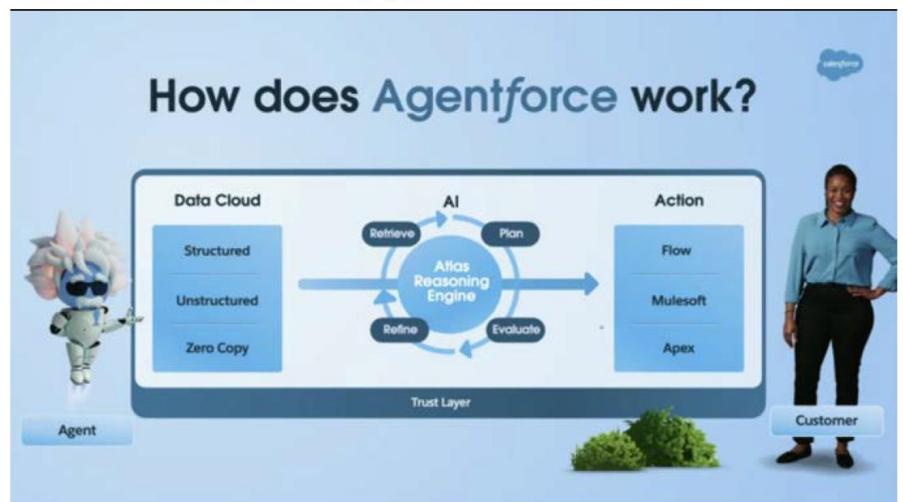
CRM/AI Agent：“數位勞動力”開始導入企業

Q3: Salesforce Agentforce 架構細節及財務貢獻?

我們認為 Agentforce 有望為 Salesforce CY26/FY27 帶來 3-5% 營收增量。Agentforce (前身為 Copilot Studio/Einstein 1 等產品整合) 利用其 Altas 推理引擎 (Reasoning Engine) 以飛輪方式提取結構化及非結構化資料，進行評估、規劃及 Advanced RAG，強調可以在正確時間擷取正確資料並更聰明的決策，採用該司 Data Cloud 能優化 Advanced RAG 流暢性。使用模型包含 Salesforce 自研 xLAM 系列包含 Tiny(1B)、Small(7B)、Medium(8x7B)、Large(8x22B)、OpenAI 及 Anthropic 等，並提供 100+ 個特定產業的標準提示詞。Agentforce 1.0 已於 2024/10 月正式上市，12 月中旬已獲得超過 1,000+ 筆交易 (vs. F3Q25 末 200 筆; FY ends Jan)，近期推出 Agentforce 2.0 將於 2025/2 月全面上市，亦將 Amazon, SAP, Oracle, Workday 等 CRM 領域外的產品整合至工作流程中，預計 2025/5 月將展示 Agentforce 3.0。

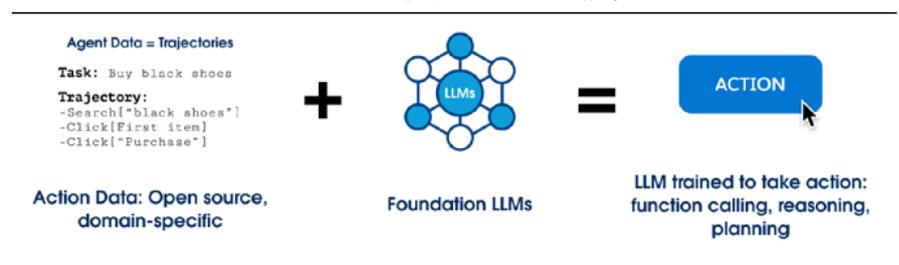
考量 Agentforce 於 2024/10 月正式推出，起初仍須透過 Agent Builder 進行客製化設定，該服務未額外收費，而 Salesforce 規劃可為客戶於 3 年期間陸續取代 20% 人力，採使用量計費方式陸續增加營收，因此我們認為 Agentforce 對該司財務面的貢獻將待 C2H25(2H FY26) 逐漸顯現，目前仍以 Re-rating 機會為主。管理層表示 Help.salesforce.com 每周約有 32k 對話，其中 83% 已由 Agent 處理，公司預估 2043 年將有 7 兆美元的數位勞動力經濟規模，我們試算[假設：全球 750 萬 call center 員工 * 每員工 50 call/day * 365 天 * Salesforce 市占率 20% * 10% Agentforce 滲透率 * 折扣後每次對話 1 美元 - Service Cloud 營收損失 10% (因席次減少：~10 億美元)]對 CY26/FY27 可望帶來 3-5% 營收增量，其餘 Sale Cloud, Marketing Cloud, Data Cloud 等業務亦有導入 Agentforce 或受惠之契機。

圖 8: Salesforce Agentforce 運作架構及流程



資料來源：Salesforce；凱基

圖 9: Salesforce xLAM 強調函式呼叫、推理及規劃的精準度



資料來源：Salesforce；凱基

Q4: Microsoft 與 OpenAI 關係、資本支出及 GB200 遞延影響？

我們認為 2025 年 Microsoft 負面因子將逐漸淡化

vs. 先前 2H24 保守看待 MSFT

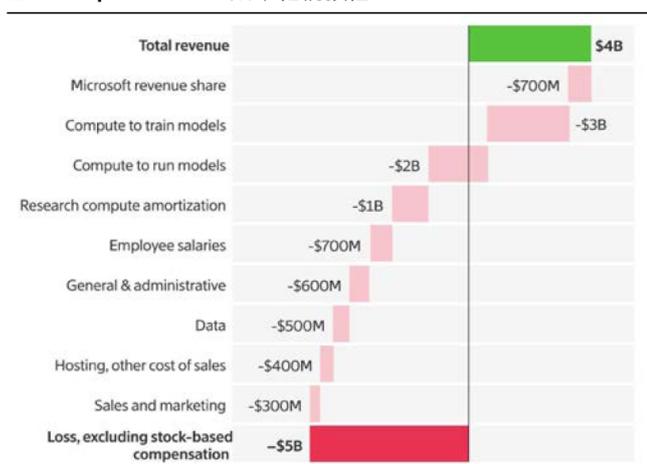
隨著 OpenAI GPT-o1/o3 釋出距離 AGI 更進一步，近期 OpenAI 亦試圖改變公司架構，投資人擔憂該司與 Microsoft 合作關係及虧損對財報的影響，我們認為：(1) 先前雙方協議 AGI 定義為投資回報或獲利達 1,000 億美元，根據媒體揭露 2024/10 月時募資財測 2029 年營收才達到此水準(獲利則更久

遠)；(2)OpenAI 將使用 Oracle 及 Coreweave 的運算服務(MSFT 上季財報會議亦提及將減少模型訓練生意)，2024 年 OpenAI 於模型訓練花費約 30 億美元，雖由 Azure 支應但以投資協議的使用額度計算並不會認列於營收之中，因此該變化對 Microsoft CY25 應無影響；(3)我們觀察到 Microsoft 2Q FY25 財報後 Other income 已大幅下修反映 OpenAI 虧損，於 FY26 達到虧損高峰，我們認為 OpenAI 成本結構中營收分潤(我們推測為 API 服務)、模型運算(ChatGPT 成本)及部分研究運算費用攤提(OpenAI 亦自有 AI Server)為 Azure 營收來源，隨著 OpenAI 預期 2025 營收達 120 億美元(3x vs. 2024)有正面貢獻，且 OpenAI 在新一輪募資引入更多外部股東，Microsoft 股權稀釋損失攤比例提亦有所減少，對該司獲利為正面因素；(4)Apple 雖不在 OpenAI 新一輪募資的股東名單，但 iOS 18.2 之 Apple Intelligence 導入 ChatGPT 亦成為產品渠道，初始設定為免費帳戶有使用額度限制，Apple 具有登入 ChatGPT Plus 付費帳戶之選項。

資本支出部分，上季財報公布後 FY25-28 D&A 市場共識已上修 10+%，近期管理層表示 FY25 資本支出將達 800 億美元，符合市場共識 840 億美元的範圍。我們認為資本支出攤提擔憂將逐漸淡化。

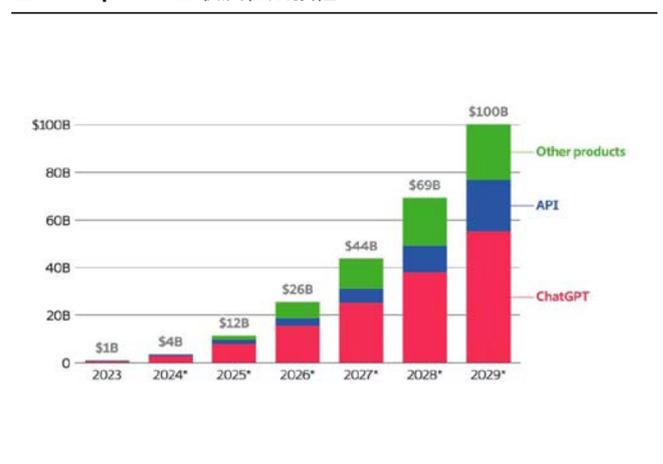
雖 NVIDIA GB200 量產時程遞延，亦有 Microsoft 轉換至 GB300 之論述，我們認為 OpenAI Day12 of Shipmas 產品如期上線，近期論文(<https://arxiv.org/html/2412.19260v2>)揭露 GPT-4o-mini(8B)、GPT-4o(200B)、GPT-o1-min(100B)及 GPT-o1-preview(300B)參數量低於 GPT-4(1.76tn)，在推論的單位算力要求較低，隨著 H100/H200 出貨量增加將緩解管理層先前提及算力供不應求的問題，我們認為對 Azure 於 C1H25 重返加速成長的負面影響有限。

圖 10: OpenAI 2024 成本結構預估



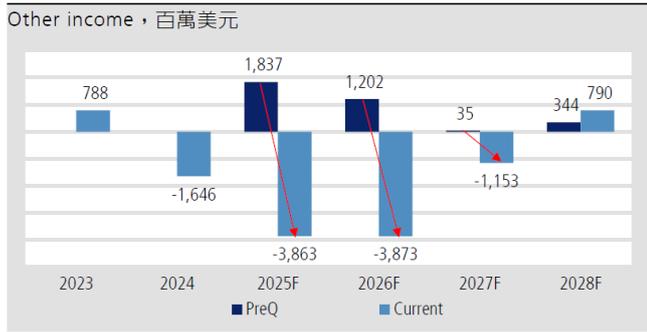
資料來源: The Information ; 凱基

圖 11: OpenAI 營收及組成預估



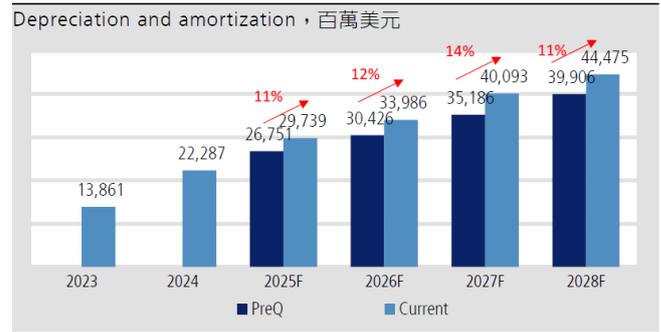
資料來源: The Information ; 凱基

圖 12: Microsoft other income 已經歷大幅下修



資料來源: Visible alpha: 凱基
備註: FY ends Jun

圖 13: Microsoft D&A 已經歷上修



資料來源: Visible alpha: 凱基
備註: FY ends Jun

AI Search : 對既有 Walled Garden 廣告生態系影響不容忽視

Q5: Google 搜尋引擎被替代的場景為何?

我們認為 ChatGPT 搜尋市占率達 4%+每季檢視廣告預算分配將變更重要

vs. 先前 4Q24 樂觀看待 GOOGL

Alphabet 進一個月股價持平較其他 M7 突出且優於 QQQ 下跌 4%，我們認為係反應：(1) 川普政府對監管態度友善，該司被分拆風險降低，且於 2024 年 12/20 提出補救措施鬆綁排他性但維持分潤機制；(2) 硬體前緣研發領先包含 TPU、量子電腦、Waymo 等；(3) 評價低；(4) 推出 Gemini Flash 2.0、NotebookLM 反饋正向、推出推理功能 Thinking、生產力工具 Workspace 導入 GenAI 功能快速、文字生成影音模型 Veo2 優於 OpenAI Sora、世界模型取得進展等。惟展望 2025 年，我們觀察到通用型 AI Search 如 ChatGPT Search、Perplexity、Felo Search 等積極拓展功能及使用場景，ChatGPT 於 2024 年 10 月約取得搜尋場景 4.3% 市占率，垂直領域如法律 Harvey、醫學 OpenEvidence 等將受惠微調技術進步替代搜尋引擎使用場景，品牌主及 MarTech 公司已積極探索 AI SEO 將使廣告投放策略及預算分配出現潛在變化，我們認為每季財報公告前檢視廣告預算變化將變更重要。

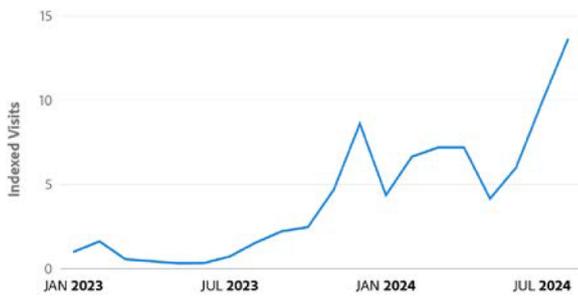
圖 14: Google 反壟斷訴訟重要時程回顧及預估

日期	行動
2024/5/2-3	法官聽取結案陳詞
2024/8/5	法官裁決 Google 行為違反謝爾曼法條第二條，構成壟斷行為
2024/10/8	DOJ 提交一份廣泛框架說明其可能尋求的補救措施
2024/11/20	DOJ 提交補救 Google 搜尋壟斷具體提案
2024/12/20	Google 提交補救措施
2025/3/5-10	Google 和司法部提交修訂版最終判決，交換最終證人名單，並提交有關專家取證狀態的聯合狀態報告
2025/4/22-5/2	第 10 號法庭進行證據聽證會
2025 8 月上旬	法官對補救措施的最後判決
2025 9 月	該案在最終判決後將有 30 天開始上訴程序，Google 已表示會進行上訴，可能將持續到 2027 後

資料來源: 凱基

圖 15: 越來越多零售網站流量來自 AI Search 導流

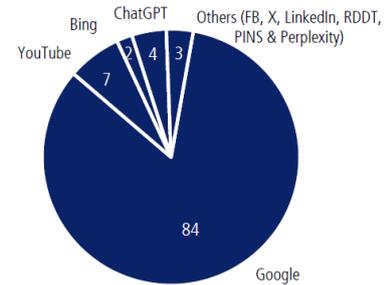
指標, 點



資料來源: Adobe Analytics(2024/9/25) : 凱基

圖 16: ChatGPT 已取得搜尋市占率 4.3%

2024/10 月市占率, 百分比



資料來源: Datos/Rand Fishkin : 凱基

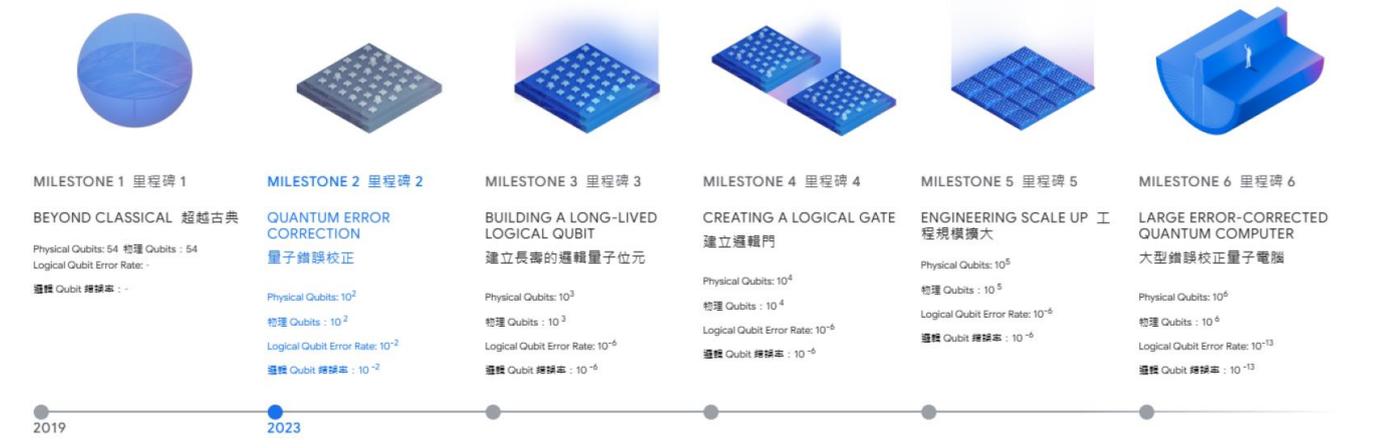
Q6: Google Willow 量子晶片對股價及產業影響?

我們認為僅短期催化劑，通用量子電腦成熟商用化及產業影響仍需 10+年

Google 量子電腦晶片 Willow 推出為該司近期股價變化的轉折點，Willow 量子糾錯成就對於該領域確實有巨大貢獻及里程碑意義，惟我們認為僅短期催化劑，對於產業影響及量子電腦商業化時間仍長，係考量：

- **差異：**量子電腦最小單位為 Qubit，利用疊加態(可同時 0 和 1)及量子糾纏，具有 00, 01, 10, 11 四種狀態，每增加 1 個 Qubit 可增加 2 的 n 次方狀態，對比傳統電腦位元(bit; 0 or 1)在特定情境運算速度更快。
- **突破：**量子位元相當容易受外界環境影響，如溫度、震動甚至電磁場等，故在增加的量子位元的同時錯誤率攀升導至結果無法使用，而 Google Willow 在新的量子糾錯技術上低於閾值(Below Threshold)，亦即在量子位元(Physical Qubit)增加同時錯誤率反而指數下降，Logical Qubit 將越穩定可靠。
- **對產業影響：**通用量子電腦之 Shor's Algorithm 擅長質因數分解，對於破解現行常用 RSA 加密法及比特幣簽名算法 ECDSA 具有風險，正向而言則有助於模擬分子行為加速新藥開發、配對優化工作提升電網效率、高效訓練深度學習模型等。
- **商用化困難&時程：**承上述，Google 量子電腦研究員指出破解 RSA 需要 4mn 個 Physical Qubit(~4,000 個 Logical Qubit) vs. Willow 僅 105 個 Physical Qubit 仍需 10 年時程，目前 Google 量子電腦發展路徑 (roadmap) 僅達第 2 個里程碑 vs. 目標有 6 個里程碑，而 Willow 技術論文亦指出在 Qubit 增加的過程中會遇到新的極限例如 real-time decoding 困難、Error rate 激增、硬體成本過高等，時程亦符合近期 Jensen Huang 認為量子電腦成熟商業化至少 15 年時間。
- **D-Wave(QBTS US)CEO 反駁 Jensen 論點：**承上述，D-Wave CEO 亦隨後於公開媒體反駁 Jensen 論點並指出旗下量子電腦服務已經商用化，我們認為係因雙方聚焦不同屬性的量子電腦：(1)通用量子電腦，透過量子位元 -> 量子邏輯閘 -> 量子演算法架構運作，Google 及 IBM 等屬之；(2)非通用量子電腦，專為特定演算法設計硬體，演算法改動

則須變更硬體，D-Wave(Quantum Annealing)、中國九章等屬之，D-Wave 主打特定優化及組合問題計算優於傳統電腦，簽約客戶包含 NTT Docomo 將其用於網路優化及資源分配、MasterCard 用於詐騙檢測及風險管理等。

圖 17: Google 量子電腦發展路徑(Roadmap)


資料來源: Google ; 凱基

圖 18: 量子電腦與傳統超級電腦之比較

	Willow 量子晶片	傳統超級電腦
計算架構	量子比特 (Quantum Bits, Qubits)	傳統比特 (Classical Bits)
計算特性	同時處理多重狀態，利用量子疊加與糾纏解決高度複雜和指數增長的問題	順序處理數據，效率隨問題複雜度呈線性或多項式增長
量子比特數量	超過 70 個量子比特	-
效能(隨機電路採樣基準測試)	5 分鐘	10 ²⁵ 年完成相同運算
錯誤校正技術	使用表面編碼進行量子錯誤校正，錯誤率隨量子比特數增加而指數下降	通過冗餘硬體和軟體進行錯誤校正，需額外資源
能耗	潛在能耗更低，運算速度高且完成後即停止	高能耗，尤其於持續運行大型計算任務時
技術挑戰	- 退相干問題：需穩定量子比特運行時間 - 集成：需實現大規模量子比特的集成	硬體能耗限制與提升運算速度的挑戰
現階段應用成熟度	- 初期:需要進一步開發穩定性與大規模集成 - 技術突破:證明量子錯誤校正的可行性	技術成熟，應用範圍廣泛
適合場景	適合高指數複雜度的問題，如藥物設計、複雜分子模擬、最佳化問題等	當前大多數線性或多項式複雜度的計算任務
演算法	- 秀爾演算法：用於質因數分解，可快速破解密碼 - 格羅弗演算法：用於搜索資料庫，傳統電腦需逐筆比對資料，格羅弗演算法僅需平方根次即可	線性迴歸, 分類, 決策樹, 貝式...

資料來源: 凱基

圖 19: 科技巨頭在量子電腦的布局

	GOOGL	AMZN	MSFT	IBM
服務名稱	Quantum Computing Service	Braket	Azure Quantum	Quantum Platform
自研硬體	Willow	-	-	Heron R2
合作夥伴	-	IonQ、rigetti、IQM、QuEra、Nvidia	Quantinuum、regetti、IonQ、PASQAL、Quantum Computing	-
技術水平 (技術, Qubits)	超導量子電路, 105	-IonQ, 離子阱, 36 -rigetti, 超導量子電路, 82 -IQM, 超導量子電路, 20 -QuEra, 中性原子, 256	-Quantinuum, 離子阱, 56 -rigetti, 超導量子電路, 82 -IonQ 36 -PASQAL, 中性原子, 100	超導量子電路, 156
可用狀態	僅有批准名單的客戶有權限	GA	GA	GA
客戶	N/A	BMW, VOLKSWAGEN, FCAT	Goldman Sachs, ENEOS	E.ON, Boeing, 賓士

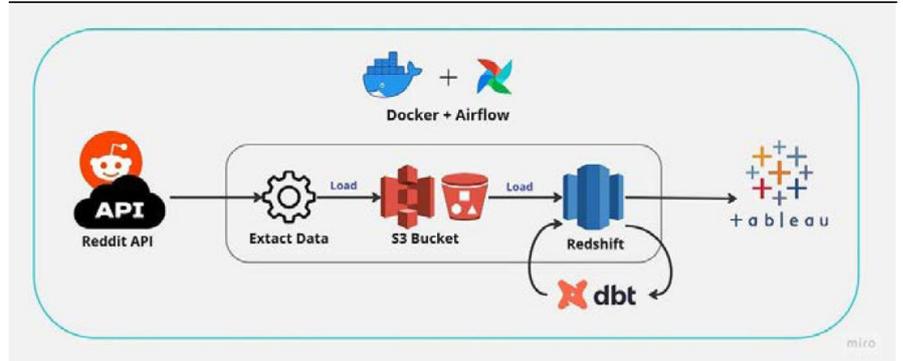
資料來源: 凱基

Q6: Reddit 資料授權業務延續性?

我們認為透過 **Data API** 將使 **Reddit** 資料變現業務具延續性

承凱基美股軟體年度報告所示，Reddit 2024 預估其他營收(資料出售業務涵蓋其中)站比達 9% vs. 2023 年 2%，我們認為資料變現具有兩種場景：(1) 作為基礎模型訓練使用，媒體披露包含 OpenAI 及 Google 皆為客戶，我們認為 Anthropic, Mistral 等基礎模型訓練公司亦為潛在客戶；(2) 透過 Data API 即時資訊可做為模型優化或輿情監督使用，2023/7 月 Reddit 已對該業務進行收費每 1,000 次 API 請求要價 0.24 美元。同時，公司亦積極拓展 AI Search 功能及站內關鍵字廣告、展示型廣告變現為營收成長動能。

圖 20: 透過 Reddit Data API 建構分析系統輔助商業決策



資料來源：Mohammad Obaidullah Tusher；凱基

Fintech：著眼銀行服務及 GenAI 帶來的效益改善

Q7: Block 在加密貨幣的布局及受惠方式?

我們認為 **Block** 每月 10% 毛利的儲備計畫使股價與比特幣連動性增加

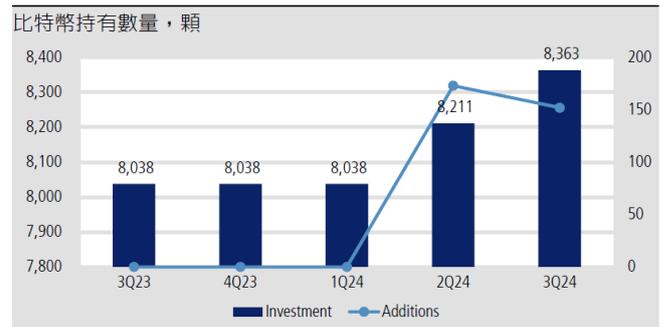
Block 及其 CEO Jack Dorsey 積極發展加密貨幣及比特幣業務，2024/5 月宣布將每月比特幣業務毛利 10% 投入比特幣購買，先前 1Q24 比特幣投資儲備 8,038 顆，陸續於 2Q/3Q24 購買 173/152 顆比特幣，使其儲備達 8,211/8,363 顆受惠 4Q24 比特幣價格攀升，惟比特幣相關業務營收及 GP 僅佔該司 2024 年 43/4%、2025 年 41/2%，該司業務中長期發展仍聚焦類銀行服務的推廣及貢獻，然而部分公司價值將受比特幣市值影響波動。

圖 21: Bitcoin 相關業務佔 SQ 營收及 GP 比重



資料來源: Bloomberg；凱基

圖 22: SQ 持有比特幣數量

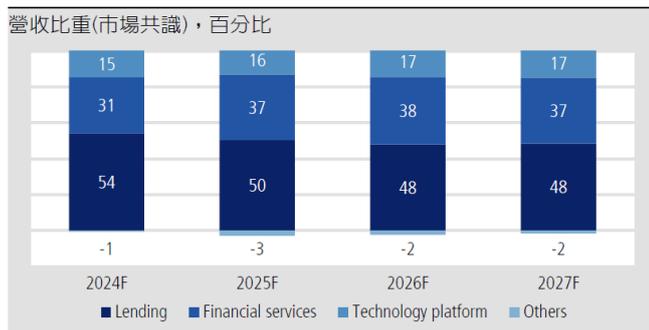


資料來源: 公司；凱基

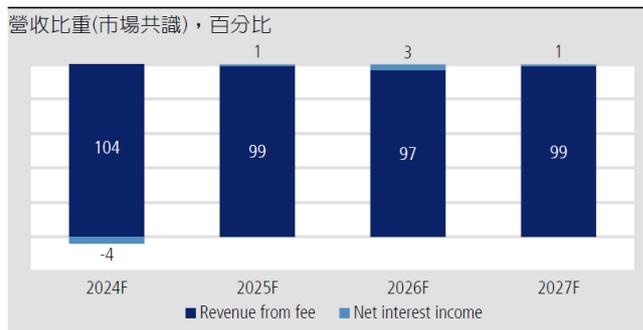
Q8: SOFI vs. UPST 如何選擇?

我們認為 **SOFI** 優於 **UPST** 係考量商業模式

過往 SOFI 與 UPST 皆以學貸做為主要業務，但商業模式及後續公司發展方向出現分歧，UPST 多以依賴 3P 資金來源及收取轉介費用為主，SOFI 則拓展更多銀行服務例如存款、支票等功能，另外透過併購 Galileo 亦發展嵌入式金融及支付處理等業務，我們認為該策略發展方式使其對利率變化較為免疫，並受惠於 GenAI 助益帶動營運效率及利潤率改善，非利息營收占比提高亦有助於該司享有更高評價倍數。

圖 23: SOFI 營收比重


資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 24: UPST 營收比重


資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 25: 具銀行服務之金融科技業者

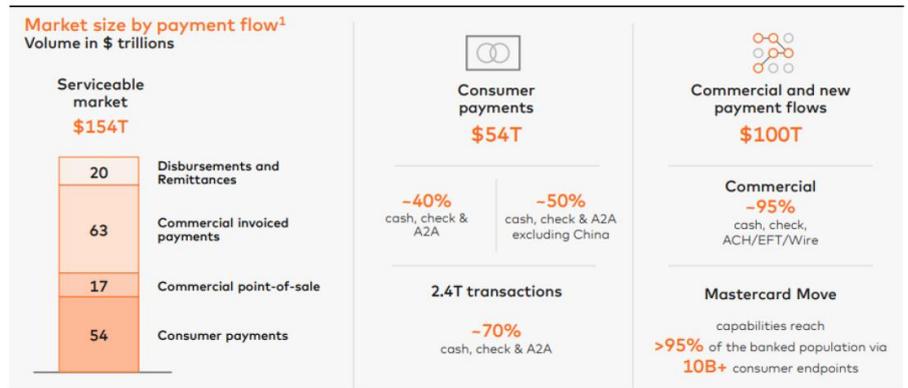
	SQ	PYPL	SOFI	UPST
資金來源	- Warehouse facilities - Revolver - Convertible debt - Restricted cash	- Banking partnership - Securitization	- Customer deposits - Securitization - Whole loan sales - Warehouse facilities	- Customer deposits - Warehouse facilities - ABS - Convertible debt
商業模式	- Transaction fees - Subscription fees - HW - Bitcoin	- Transaction fees - Servicing fees	- Servicing fees - transaction fees - NII	- Transaction fees - Referral fees - Servicing fees - NII
Products				
個人貸款	O (Afterpay)	X	O	O
商業貸款	O (Square loans)	O (Zettle)	O (SoFi SMB Loans Marketplace)	X
學生貸款	X	X	O	O
汽車貸款	X	X	X	O
房地產貸款	X	X	O	X
保險	X	X	O	X
POS	O (Square)	O (Zettle)	X	X
簽帳金融卡	O (Cash App card)	O (Paypal Cash Card)	O (SoFi Money Mastercard)	X
信用卡	O (Cash App card)	O (Venmo)	O	X
支付處理	O (Square)	O (PPCP)	O (Galileo)	X
嵌入式金融	X	O (Braintree)	O (Galileo)	X
投資交易服務	O (Cash App)	X	O (SoFi Invest)	X
Neobank	O (Cash App)	O (Synchrony Bank)	O	X
GenAI features				
GenAI features	即時商家推薦系統、詐騙防護機制、Square loans 分析商家交易歷史並簡化申請流程、Afterpay 分析消費者行為並部署 GenAI 聊天機器人、Cash App 投資組合建議	智慧助理 Sydney 回答持卡人問題，分析購物歷史提升行銷效果、加速貸款審查流程、實時交易監控減少詐欺行為、交易完成後訂單追蹤並提供後續購物推薦	Galileo 推出 GenAI 聊天機器人提供即時客服 & 財務建議、SoFi Relay 提供儲蓄策略 & 財務規劃、加速貸款審批流程 & 風管	擴大考量信用風險評估，加速審批流程 & 降低違約率

資料來源: 凱基

Q9: V/MA 的 2025 展望及 Tokenization 業務機會?

我們認為 V/MA 依舊為良好的防禦型類股

MasterCard 於 2024/11/13 舉辦 Investment community meeting，管理層揭露中長期展望及財測，2025-27 淨營收 CAGR 低雙位數高緣(vs. 2022-24 14%)、OPM 55+%、non-GAAP EPS CAGR ~15%(vs. 2022-24 20%)，其中管理層假設交易量年成長~9% (excl. China)、VAS 淨營收年增率 17-19%(vs. 2022-24 non-GAAP FXN VASS 淨營收 CAGR 18%)、營運槓桿持續等，我們認為投資人大會突現 V/MA 仍為良好的防禦型類股選擇，若在評價 PE 位於-1std 低緣仍具吸引力，而 Tokenization 業務受惠滲透率仍具空間、防詐及授權率具有優勢，存在低個位數營收增量機會(假設 30% Tokenization 交易量年複合成長率及 2bp 收費)。

圖 26: MA 評估支付市場規模及業務機會


資料來源：MasterCard；凱基

圖 27: MA 評估附加服務市場規模及業務機會


資料來源：MasterCard；凱基

其他：雨露均霑仍須關注競爭格局變化&發酵契機

Q10: UBER/DASH 是否受惠自動駕駛？

我們認為 UBER/DASH 亦將同步受惠整體自動駕駛技術演進加速

vs. 先前 4Q24 保守看待 UBER

NVIDIA Jensen Huang 在 2025 CES 表示 Physical AI 為 Generative AI 及 Agentic AI 後重要 AI 發展方向，其中代表為自駕車(AVs)及機器人(Robots)，公司推出 2,000 萬小時影片訓練的世界基礎模型(WFM; World foundation models)，並透過 NVIDIA Cosmos 平台協助自駕車、機器人業者加速開發及訓練旗下產品，而 UBER 具有龐大的資料來源，雙方締結合作夥伴關係，將透過 NVIDIA Cosmos 及 NVIDIA DGX Cloud 協助 AVs 合作夥伴建立更強大的 AI 模型，惟中長期而言仍須關注是否有 Tesla 及 Waymo 以外的廠商取得顯著進展，GM Cruise 已宣佈退出削弱 Uber 做為聚合者的重要性。另外，我們認為 DASH 地推以及與店家簽訂之外送合作夥伴關係亦是競爭門檻，受到 Tesla 等純視覺方案取代性較低，股價面更具韌性。

圖 28: NVIDIA Cosmos 採用者及生態系



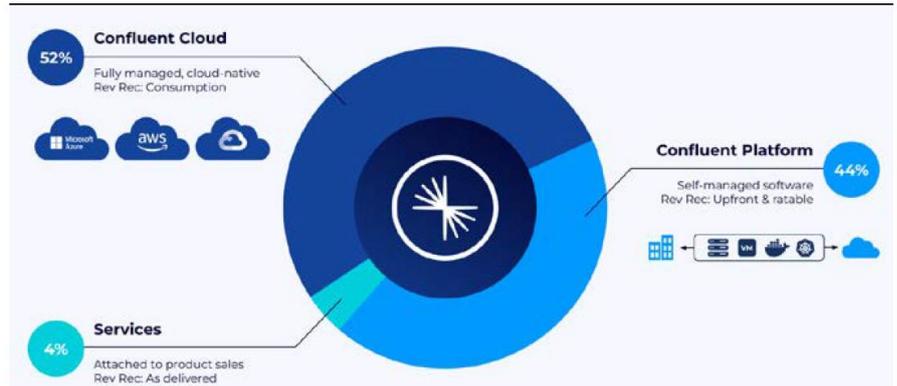
資料來源：NVIDIA；凱基

Q11: 資料庫業者受惠非結構化資料趨勢 & CFLT 商業模式？

我們認為資料庫業者目前仍以 IT 支出復甦題材為主

雖然 GenAI AI 重要發展趨勢為發揮結構化及非結構化資料價值，然而我們認為目前仍屬於探詢“既有”資料價值的階段，GenAI 帶動新增的資料庫需求尚不顯著，須待 AI Agent 更加普及且推論需求放量之時較為顯著，目前仍以 IT 支出復甦題材為主。其中我們認為 CFLT 位處資料處理流程上游，串流資料轉換將較早受惠於 AI Agent 趨勢發展，主要營收來源包含 Confluent Platform 自託管訂閱營收、Confluent Cloud 全託管依使用量計費。

圖 29: Confluent 商業模式 & 3Q24 營收比重



資料來源: Confluent; 凱基

Q12: 資安產業 2025 年度展望?

我們資安產業首選 CRWD，同時建議關注 PANW, RBRK 及 OKTA/CYBR 等。我們資安產業 2025 首選 CRWD 係因 EDR 領域較不易更換，在巨頭如 PANW 及 MSFT 進行水平擴張下更具競爭抵禦能力，CRWD 藍屏當機事件後達美航空仍持續採用該司產品便是重要觀察指標。另外，我們亦建議投資人同步關注 PANW 受惠次世代資安產品擴張、RBRK 協助政府機構保護關鍵數據免受攻擊或威脅、AI Agent 衍伸 IAM 重要性提高如 OKTA、CYBR 等公司。

圖 30: 資安產業地景圖 – 粗斜體底線為 2023 市佔率增加業者

Segment	Def/functions	2022-2024 CAGR	2024-2027 CAGR	2024 % contribution	Market share ranking									
					#1	#2	#3	#4	#5	#6	#7	#8	#9	#10
Endpoint Protection Platform (Enterprise)	EPP is a centralized solution for enterprise that protects endpoints from cybersecurity threats.	19	12	36	<u>Microsoft</u>	<u>CrowdStrike</u>	Trellix	Broadcom	Trend Micro	Sophos	<u>SentinelOne</u>	Eset	<u>Palo Alto Networks</u>	Tanium
Consumer Security Software	It's designed to protect individual user's computers, devices, and personal data from security threats.	5	4	17	<u>Gen Digital</u>	<u>McAfee</u>	Trend Micro	Eset	Bitdefender	<u>Malwarebytes</u>	<u>E-Secure</u>	WatchGuard	OpenText	AhnLab
Access Management	The practice of controlling and regulating access to resources, systems, and data from unauthorized access and ensure integrity, and availability.	22	11	15	<u>Okta</u>	IBM	<u>Cisco</u>	<u>Microsoft</u>	<u>Oracle</u>	<u>Ping Identity</u>	Broadcom	Ivanti	ForgeRock	RSA
Security Information and Event Management (SIEM)	SIEM is a system that collects and analyzes security-related data from different sources to provide real-time detection and incident response.	14	7	13	<u>Splunk</u>	IBM	<u>Microsoft</u>	LogRhythm	<u>Tencent</u>	Exabeam	<u>RSA</u>	<u>Rapid7</u>	<u>Elastic</u>	NetWitness
Identity Governance and Administration	The process of managing digital identities, access rights, and privileges to ensure compliance, security, and efficiency across an organization.	14	9	9	IBM	<u>SailPoint</u>	Broadcom	<u>Microsoft</u>	<u>Oracle</u>	SAP	<u>RSA</u>	<u>Savint</u>	<u>Quest Software</u>	<u>OpenText</u>
Cloud Workload Protection Platforms	Security solutions designed to protect cloud-based applications and workloads by providing threat detection, data security, and compliance management capabilities.	20	15	10	Trend Micro	<u>CrowdStrike</u>	Microsoft	Check Point Software Technologies	<u>Palo Alto Networks</u>	Aqua Security	Cisco	Lacework	<u>Sysdig</u>	Trellix

資料來源: Gartner; 凱基

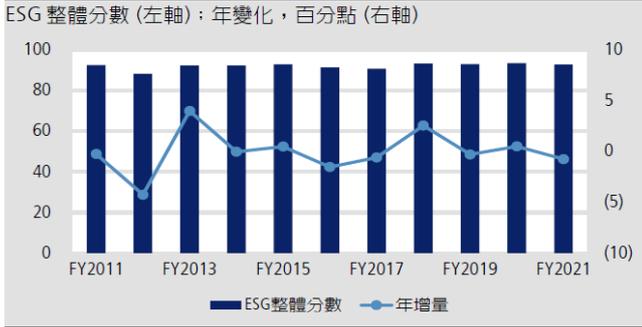
圖 31: 凱基焦點關注之 8+3 主題雷達

Sector	Themes	Key #s, rational or 2024-25 trigger	Focus names	Related stocks
Enterprise SW	CRM - GenAI App. SW 75% 價值在前端, AI Agent 重塑產業	- Trigger: LLMs & LAM模型進步且成本大幅降低, AI Agent協助銷售流程自動化 - AI Agent導入率2025/26上升至52/82% vs. 2024 10% (per Capgemini), 將成為企業新門戶 - Salesforce Agentforce & Microsoft Dynamics 365在Data source+own the path更具生態系優勢, 有助於發展Agentic AI, 採UBP模式減緩Seats減少之擔憂	CRM, MSFT	CRM, HUBS, MSFT, ADBE, SHOP
Enterprise SW	Analytics & Consultant - GenAI難Scale需要顧問機構幫忙導入	- Trigger: GenAI支出排擠其他IT支出預算於2025改善 - 透過AI應用部署公司(C3.ai, PLTR), 策略顧問公司(ACN, Deloitte), 傳統企業基礎設施公司(DELL, HPE)導入GenAI的比例於3Q24增加 - AI 服務支出佔整體IT服務支出比例於2024開始攀升, 於2025/26/27達0.8/1.7/2% (per BI), 並帶動上雲&數位化顧問需求	ACN	PLTR, ACN, IBM
Enterprise SW	Database - 資料上游地位較獨特, 下游新競爭者多	- Trigger: 2025 AI Agent/GenAI自動化工作普及率上升, OpenAI擴大DSP(Data streaming platform)採用 - DBMS次產業佔比整體軟體產業TAM達14%, 與CRM同屬前2大次產業, 2024-28F CAGR 17%且較2022-24F加速成長 (per Gartner) - Data streaming + LLMs + vector DB = real-time GenAI	CFLT	MDB, SNOW, CFLT, GOOGL, AMZN, MSFT
Enterprise SW	Observability - GenAI Era一樣維持多雲環境, 但大者更大	- Trigger: GenAI推論放量使雲環境更加複雜, 相關GenAI監控服務開始變現 - Observability 2024沒有如 AWS 營收加速成長的營運軌跡, 係因 Observability GenAI 助益較少 - Datadog 2021-23連續獲得更多市佔率, 產品線較完整, 推出整合GPU 監控產品	DDOG	DDOG, DT, ESTC
Enterprise SW	ERP - GenAI帶動第二波上雲周期, 迎來超級週期	- Trigger: SAP(2027), ORCL(2035) & MSFT(2031)停止支援本地ERP軟體更新, 大企業轉換期需2-3年 - ERP上雲比例於2024僅68% vs. CRM之88%, 預估2028年達79%增加11ppts (per Gartner) - 公有雲採用比例上升至2027年65% vs. 2024年53%, 較過往調查上修 (per ETR), 係由於AI應用、數位轉型及成本節省驅動	SAP	SAP, ORCL, MSFT, WDAY
Internet	AI Search & RMN - 搜尋行為及場景重塑, 數位廣告市佔率板塊挪移	- Trigger: GenAI Chatbot加速各平台從Search engine瓜分流量, AI SEO產業新議題 - 1Q-3Q24 零售網站來自GenAI Chatbot的導流增加1x (per ADBE) - Google AI Overview在電商、娛樂、旅遊及餐飲等領域導入率遠低於10% (per Brightedge) - Perplexity 推出Buy with Pro(partnership w/ SHOP), RDDT等網站強化防爬蟲機制	RDDT, META	META, AMZN, ABNB, WMT, RDDT
Internet	Fintech - 反壟斷監管力道加大, 金融科技業者重奪市佔率	- Trigger: EU DMA/US CFPB 對大科技監管力道加大, Apple Fintech走向開放生態系 - 2025 US GDP及消費支出年增2.1/2.3% vs. 2024 2.7/2.6% 減速 (per BBG) - 2024 信用卡、抵押貸款及車貸拒絕率攀升至21/21/11% (per FED of NY) - GenAI分析非結構化資料, 提升銀行服務品質、效率並降低成本, Cloud-native較具彈性	SOFI, SQ	PYPL, SQ, SOFI, UPST, FI
Internet	Robotaxi - 自動駕駛滲透率快速提升, 純視覺與非純視覺同步受惠	- Trigger: TSLA FSD v12 (Apr-2024)宣告產業進入AV 2.0, VLM(transformer-based AI)加速資料標記和預訓練 - Waymo One商業化(收費App)車隊達700+台, 其中超過半數車隊於SF市區營運, 市佔率可達10%+複購率達30%+表現優異 - UBER & LYFT/DASH & CART作為AV2.0車隊聚合者, AV商業化許可仍由各州政府獨自審核	UBER, DASH	TSLA, GOOGL, AMZN, SERV, DASH, CART, UBER, LYFT
Initiatives	Spatial computing - 平價VR/AR/MR 取得更好成績, GenAI邊緣運算新載體	- Meta 2024 Connect大會AR概念眼鏡Orion, 平價VR Quest3S反應熱烈 - VR應用實例增加(2024 live event +19ppts, Socializing +15ppts... vs. 2023), 2024-27F出貨量CAGR 25% (per Activate) - Meta AI, GPT-4o-realtime語音功能進步, 智慧眼鏡為GenAI新載體		META, SNAP, GOOGL, AAPL, MSFT
Initiatives	REITs & Nuclear - 資料中心REITs受惠CSP需求外溢, 1GW+資料中心使用核能	- 2030 Scaling law在訓練端受到限制的可能性 Power constrains > Chip production capacity > Data scarcity > Latency wall (per Epoch) - 基於急迫性及成本分攤(10-15yr+), CY24 CSP 租賃(leasing)佔資本支出比較較過往大幅提高 - 基於模型訓練需要大規模運算集群(Zettascale AI Cloud computing clusters; ex: ORCL 131k+ Blackwell), CSP正在規劃1GW+的資料中心, 將就近使用核能甚至SMR		ORCL, APLD, EQIX, DLR, CEG, VST, NEE, NI, TLN
Initiatives	Space/Satellite & drone - 太空商機升溫, 無人機送貨及國防新趨勢	- AMZN加速Project Kuiper發射計畫, 係因Jul-2026需達FCC要求數量否則撤銷牌照 - AAPL iPhone16-17 持續擴大導入衛星短訊功能 - AMZN Prime Air擴大無人機送貨測試區域, 無人機成國防空戰新戰術		AMZN, RCLB, ASTS, SATS, AAPL, ORDM, UMAR

資料來源: 凱基

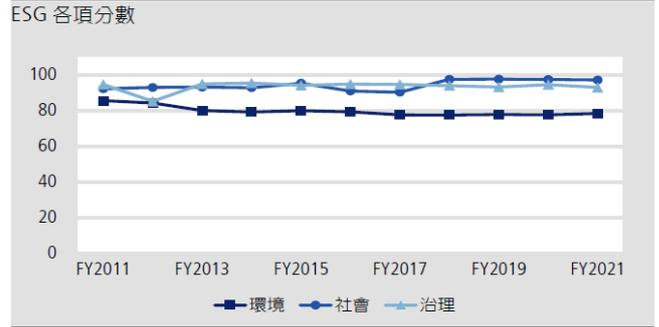
Microsoft (MSFT US)

圖 32 : Microsoft – ESG 整體分數



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 33 : Microsoft – ESG 各項分數



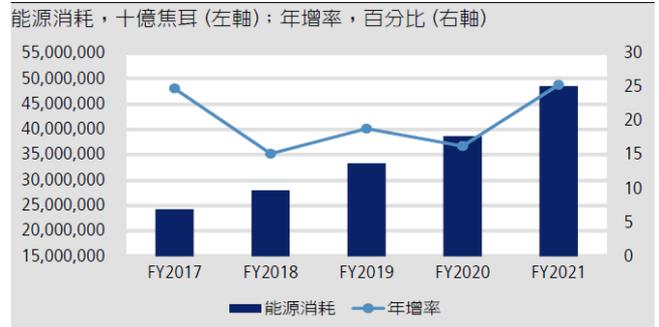
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 34 : Microsoft – 再生能源使用



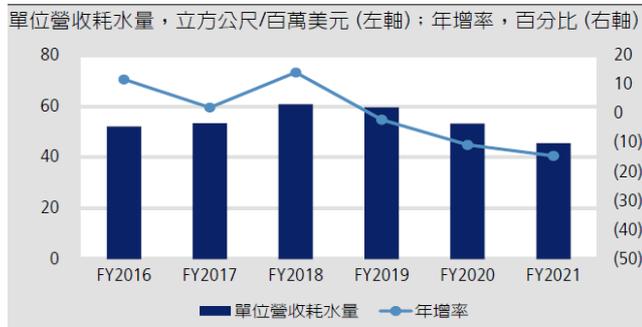
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 35 : Microsoft – 能源消耗



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 36 : Microsoft – 耗水量



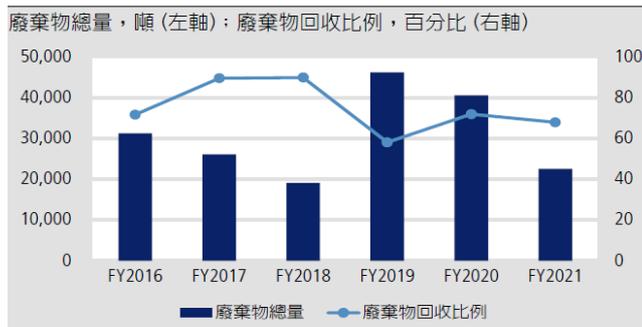
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 37 : Microsoft – 獨立董事



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 38 : Microsoft – 廢棄物回收總量



資料來源: Refinitiv、公司資料

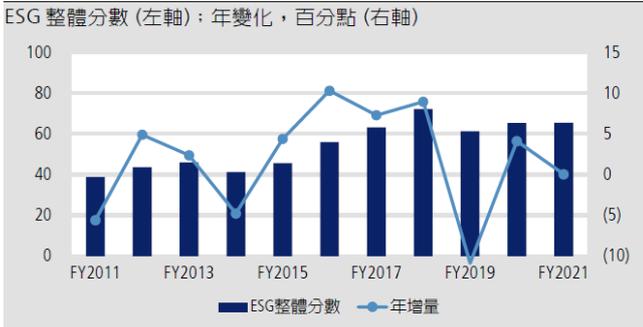
圖 39 : Microsoft – 捐款



資料來源: Refinitiv、公司資料

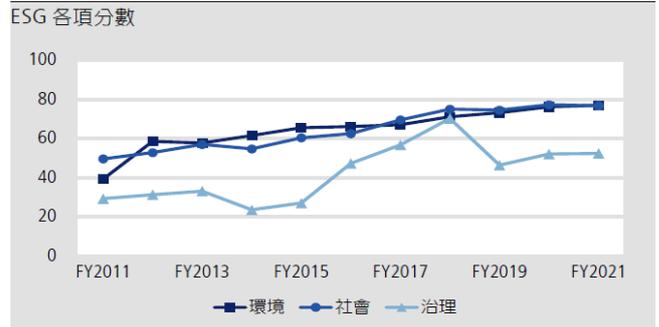
Salesforce (CRM US)

圖 40 : Salesforce – ESG 整體分數



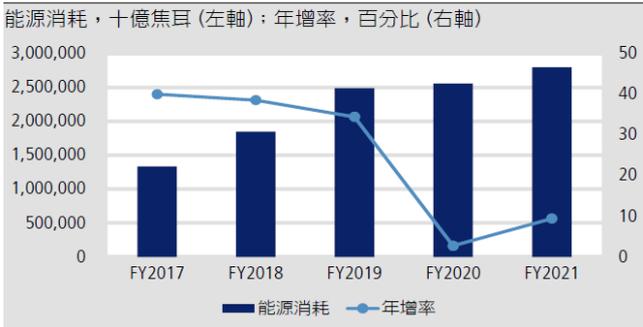
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 41 : Salesforce – ESG 各項分數



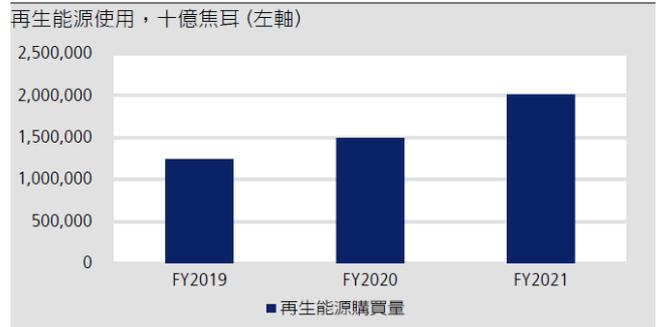
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 42 : Salesforce – 能源消耗



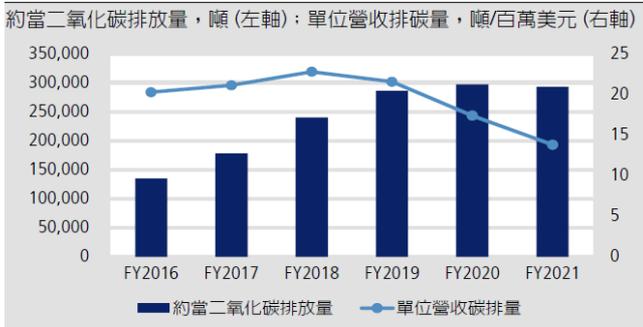
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 43 : Salesforce – 再生能源使用



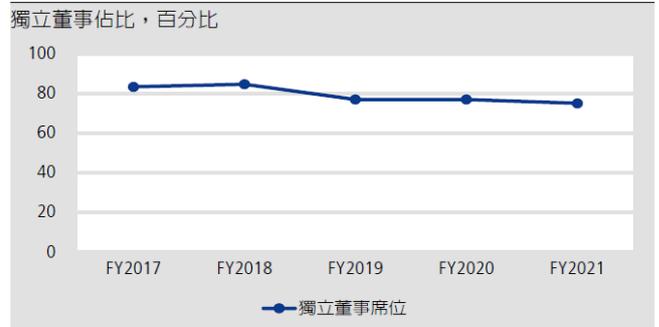
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 44 : Salesforce – 碳排放量



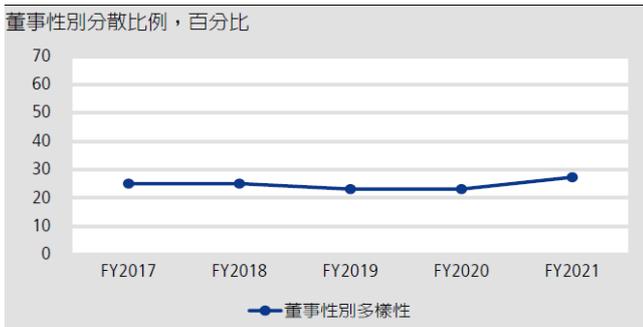
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 45 : Salesforce – 獨立董事



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 46 : Salesforce – 董事性別多樣性



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 47 : Salesforce – 性別多樣性



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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 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

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。