

2025年9月4日

主題趨勢報

美股

Q2財報結束

「這產業」交出亮眼財報



## 報告摘要

- 科技財報暗示新循環再起，AI料將續佔焦點。
- 美消費市場「韌性與分化並存」，關稅議題則持續發酵。
- 後市展望維持穩健，但驚喜料將減少，建議勿盲目追高。

2025年9月4日

# 主題趨勢報

## 投顧觀點

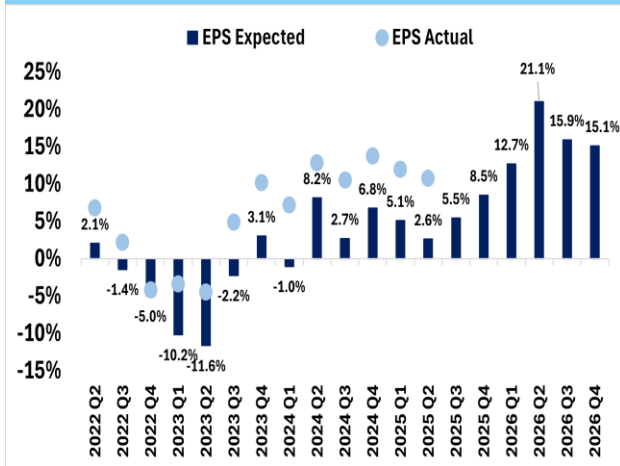
隨著2025年第二季度財報季接近尾聲，S&P 500的EPS年增率達到11%，超出了2.8%的市場共識預期。這一優異表現主要得益於分析師在今年第一二季時大幅下調預估時設定的低門檻。

2025年第二季度財報季的特點是企業指引和分析師對2026年EPS的廣泛上調，58%的公司提高了2025年全年的指引，是第一季度這樣做的公司比例的兩倍。

美元走弱推動了2025年第二季度S&P 500營收成長的加速，但若以固定匯率去計算，S&P 500營收成長增速略有放緩，而中小型企業的實際營收甚至出現下降。分析師預估顯示，大型和中小型企業在今年下半年的名目營收成長將大致穩定。

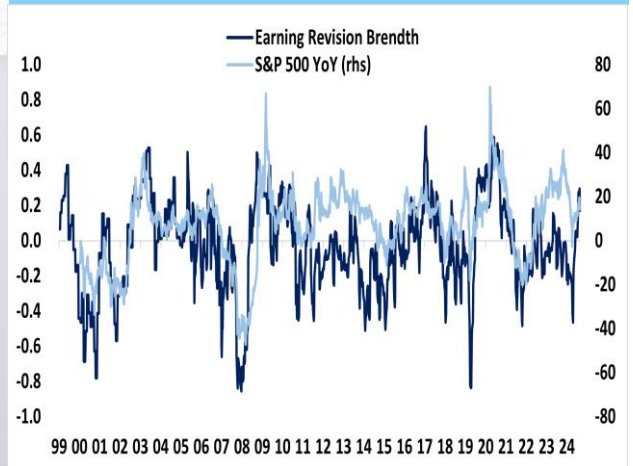
預計S&P 500第三季度財報季將持續繳出穩健表現但驚喜空間將相對減少，如下圖所示，本輪上漲週期部分得益於春季時分析師廣泛調降預期。基於基期因素我們對S&P 500 9~10月的行情相對保守看待，此時保持冷靜，且勿盲目追高較為上策。

本季財報門檻相對較低，整體表現穩健



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

得益於春季時分析師下調，本輪上漲由上修所推動



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

## 2025年第二季度網路巨頭財報趨勢

2025年第二季至第四季的科技巨頭財報顯示，AI已成為驅動數位廣告、雲端運算與基礎設施投資的核心主題。Alphabet、Meta、微軟與亞馬遜的共同趨勢可從三個面向觀察：

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年9月4日

## 主題趨勢報

### ➤ 一、AI驅動的廣告與用戶生態系升級

Alphabet在搜索與YouTube廣告中展現韌性，Meta則憑藉Advantage+與AI推薦模型大幅提升廣告效率，帶動收入雙位數增長。兩家公司皆強調短影音與訂閱業務對營收結構的補強，顯示廣告模式正朝「AI增效+多元化」發展，用戶參與度（如Instagram影片觀看時間、YouTubeShorts互動）已成關鍵衡量指標。

### ➤ 二、雲端與生成式AI基礎設施的資本密集度上升

GoogleCloud營收年增逾三成，營運利潤率顯著改善；微軟Azure則加速至39%增速，凸顯企業對生成式AI工作負載的採用。亞馬遜AWS雖短期承壓，但管理層預期AI應用將推動下半年加速。各家均大幅提升資本支出，微軟單季投入逾240億美元，Alphabet與Meta亦上調2025至2026年支出指引，集中於伺服器與數據中心。這反映產業正進入「AI基建競賽」，但同時帶來長期投資回報與資本效率的挑戰。

### ➤ 三、平台與應用層的AI滲透

除了基礎設施，巨頭們亦著重AI在平台與應用端的擴展。微軟的Copilot已顯示對M365每用戶收入的提升；Alphabet則在搜索、Gemini及多模態應用上取得早期驗證；Meta強調AI與空間計算的結合，涵蓋社交、廣告與RealityLabs的潛力。亞馬遜則在電商物流與廣告推薦中嵌入AI，推動效率與利潤率改善。這些發展凸顯AI不僅是基建投資，更逐步滲透至消費者體驗與企業計算場景。

## 2025年第二季度半導體行業財報趨勢

➤ 今年第二季半導體產業的財報與前瞻展望再次確認AI需求正持續推動產業高成長。NVIDIA公布營收年增超過五成，並上修下季指引，顯示GPU在AI訓練與推論上的需求仍呈現供不應求。AMD則藉由MI300系列的快速放量，在AI加速器市場逐步站穩腳步，並提前預告2026年MI400的推出，突顯競爭對手正加速追趕NVIDIA的領先優勢。市場對博通即將發布的財報保持樂觀，特別是其ASIC業務有望受惠於雲端巨頭的自研AI晶片專案，補足單一GPU無法滿足的專用化需求。另一方面，Marvell的光通訊產品持續保持雙位數成長，反映高速光連接正成為AI資料中心擴張的關鍵基礎設施，因模型規模擴大使單一機架所需帶寬急遽上升。整體來看，從GPU、ASIC到光通訊，半導體產業的投資焦點正逐步擴散，顯示下一波成長將來自異質運算與連接技術的同步突破。

➤ 地緣政治風險亦是企業管理層關注的重點，NVIDIA已明確表示H20系列未能在中國出貨，AMD也指出中國市場限制將影響特定產品線的滲透，雖然短期內整體財測未受明顯衝擊，但長期來看，政策可能推動中國加速扶植本土替代方案，進一步改變全球競爭格局。此外，部分業者也開始談及邊緣運算與低功耗AI晶片的需求上升，顯示未來成長不僅集中於超大規模資料中心，還將延伸至電信與產業應用場景。

2025年9月4日

## 主題趨勢報

### 2025年第二季度半導體設備行業財報趨勢

- 2025年第二季度，主要半導體設備商普遍交出超出市場預期的財報，展現出先進製程與AI應用驅動下的強勁需求動能。ASML的電話會議指出，先進節點需求帶動EUV系統快速普及，隨著DRAM與邏輯製程層數提升，EUV正逐步取代傳統多重DUV圖案化，不僅降低成本，也改善良率與開發週期。ASML估計2025年EUV出貨將較去年成長30%，並強調高NAEUV已正式進入高量產階段，首批EXE5200B系統的每小時175片晶圓處理能力獲得客戶驗證支持，顯示該技術將在未來數年加速導入。
- 在記憶體與封裝領域，台積電與多家設備商一致強調HBM及先進封裝需求的持續緊俏。台積電指出CoWoS產能仍處於供不應求的狀態，並預計2025–2026年逐步縮小缺口；LamResearch也提到HybridBonding與高階封裝製程將驅動相關蝕刻與沉積設備需求。這一趨勢與AI伺服器市場的成長密切相關，使得記憶體堆疊技術與高效能封裝成為產業投資的核心焦點。
- **資本支出方面，LamResearch與KLA均將2025年全球晶圓廠設備（WFE）支出預測上調至約1,050億美元，並預期下半年支出規模與上半年大致持平，顯示需求的穩健性。**從細分領域來看，邏輯與DRAM投資仍是核心動能，而NAND市場亦出現回暖跡象。多數公司對2026年維持樂觀，認為隨著先進製程進入量產，製程控制與產能擴充將帶動新一波投資，但宏觀經濟與政策環境的不確定性仍被視為潛在風險。
- 中國市場則成為各公司關注的焦點。KLA的財報顯示中國收入占比上升至30%，LamResearch也指出中國佔比達35%，並受惠於跨國公司在當地的歷史性投資。ASML同樣提到中國需求穩健，占總收入超過四分之一，並未出現提前拉貨的情況。不過，應用材料（AMAT）則在展望中保持保守態度，認為新增產能的消化速度有限，短期收入將環比下降約5億美元。**整體而言，中國市場對設備商而言仍是短期支撐，但中長期持續性仍需觀察，尤其在地緣政治和政策限制背景下。**
- 技術驅動的投資重點同樣清晰。KLA在電話會議中強調，隨著製程進入7奈米及以下節點，製程控制需求顯著提升，這不僅加強了其檢測與量測系統的需求，也凸顯良率管理在先進製程中的核心地位。LamResearch與其他公司則強調隨著已安裝設備基數擴大，服務與軟體相關收入正快速增長，成為新的穩定營收來源。這種「服務化」與「軟體化」的結構轉型，配合AI驅動的自動化與數據分析，正在重塑半導體設備產業的商業模式與競爭門檻。

2025年9月4日

## 主題趨勢報

### 2025年第二季度醫療行業財報趨勢

- 2025年第二季度，全球醫療製藥產業持續展現結構性成長動能，核心驅動力來自GLP-1藥物在肥胖與糖尿病領域的高速擴張。禮來與諾和諾德仍是該市場的雙寡頭，合計佔據58%市佔率，年銷售額有望突破300億美元。兩家公司同時面臨定價壓力與複方藥物衝擊，但透過產能擴充與口服GLP-1布局，顯示其鞏固市場的企圖心，這也推動了整體肥胖治療的可及性提升。
- 除肥胖與糖尿病領域外，腫瘤學與免疫相關藥物同樣成為產業增長的重要支柱。AbbVie在銀屑病、IBD及脫髮症適應症上展現超預期的臨床與商業表現，推動收入連續上修；禮來則在血液腫瘤中持續領先，鞏固其腫瘤學版圖。此類免疫與腫瘤新藥的成長，反映出市場需求正快速擴張，且各大藥企積極以新適應症與更長療程設計來延長藥物生命週期。
- 同時，製藥巨頭亦展現積極的資本配置策略。禮來與諾和諾德擴建產能以確保GLP-1供應，輝瑞與安進則透過收購與合作來強化管線與新市場佈局，並利用現金流推動股東回饋與研發投資。

### 2025年第二季度消費零售行業財報趨勢

- 2025年第二季度，美國消費零售市場展現出「韌性與分化並存」的特徵。整體來看，低價策略與數位化投資驅動的業者表現相對亮眼，而面向高利率環境、房市放緩與消費者選擇性支出疲軟的類別則承受壓力。沃爾瑪延續強勁增長動能，營收突破1,693億美元並受益於國際市場與電商銷售，廣告收入更勁升46%，顯示其「低價+數位」模式在高通膨環境下具吸引力。家得寶與勞氏則呈現建材與專業客戶驅動的穩健表現，其中家得寶強調透過收購SRSDistribution與GMS擴張專業供應鏈，勞氏則收購FBM與ADG，進一步鞏固TotalHome策略，凸顯零售巨頭正加速向專業市場滲透，以對抗DIY領域受利率與房市拖累的需求疲弱。
- 另一方面，消費結構轉變壓力亦明顯。塔吉特報告同店銷售下滑1.9%，反映非必需品消費受到壓縮，管理層坦言消費者在選擇性支出上趨於保守，並依賴季節性檔期帶動下半年改善。
- 不過關稅與成本結構仍是普遍挑戰。塔吉特因關稅及庫存調整導致毛利率下降100個基點，沃爾瑪則受美國理賠費用增加拖累營業利潤。家得寶與勞氏亦提及關稅可能推升建材成本，雖部分可透過供應鏈多元化或產品組合優化來消化。
- 整體而言，2025Q2消費零售產業顯示兩大方向：其一，以沃爾瑪為代表的低價與數位驅動型零售持續擴張，在宏觀逆風下具備相對防禦性；其二，以家得寶與勞氏為代表的建材與專業市場策略加速落地，雖短期受利率與房市影響，但中長期藉由收購與供應鏈整合擴大市佔。相對之下，塔吉特仍需克服非必需品消費疲弱與內部轉型挑戰，才能重拾成長動能。