

Microsoft

(MSFT.O/MSFT US)



增加持股 · 維持

收盤價 July 16 (US\$)	401
3 個月目標價 (US\$)	447
12 個月目標價 (US\$)	585.0
前次目標價 (US\$)	585
維持	0.0
上漲空間 (%)	45.8

焦點內容

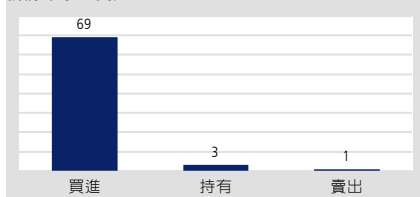
1. ChatGPT Work/Codex 用戶數陡升，Azure 開始顯著加速成長。
2. M365 Copilot 以資訊安全信任為訴求。
3. 資本支出市場共識尚無大幅上修風險。

交易資料表

市值：(US\$bn)	2,979.5
流通在外股數 (百萬股)：	7,428
機構持有比例 (%)：	84.3
3M 平均成交量 (百萬股)：	39.7
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	349.2-555.5
股價表現	3M 6M 12M
絕對表現 (%)	(5.1) (12.8) (21.6)
相對表現 (%)	(10.9) (21.3) (41.2)

市場綜合評等

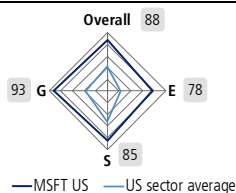
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	400	558	870
潛在報酬 (%)	(0.3)	39.1	116.9

資料來源：Bloomberg

ESG 分數圖



資料來源：Refinitiv、凱基

2Q26 財報前瞻：ChatGPT Work vs. Copilot 效能與信任的對決

重要訊息

Microsoft 預計於香港時間 7/30 凌晨公布 4Q FY26(財年止於 6 月)財報。

評論及分析

ChatGPT Work/Codex 用戶數陡升，Azure 開始顯著加速成長。根據 Apptopia 數據顯示 ChatGPT 行動裝置 DAU 市占率在 6 月底開始回升，桌面版 ChatGPT 與 Codex 合併改成 ChatGPT Work/Codex 雙模式，7/12 後每 1-2 天 ChatGPT Work 用戶數增加百萬於 7/16 達到 9 百萬人，考量 ChatGPT WAU 已達 10 億人，目前 ChatGPT Work/Codex(所謂的 Agentic AI 工具)滲透率僅不到 1%，將在後續大幅推升算力需求及訂閱平均 ARPU，考量 MSFT Fairwater Atlanta + Wisconsin 兩座資料中心近期便新增~680MW 算力容量(vs. 過去一季總量增加 1GW)，Azure 4Q FY26/1Q FY27 年增率或將進入顯著加速成長期(vs. 市場共識 1ppts 且僅 3 個季度加速成長)。

M365 Copilot 以資訊安全信任為訴求。我們認為 OpenAI 與 Anthropic 在 IPO 前夕將衝刺生產力工具/知識工作市場，ChatGPT Work 將與 M365 Copilot 更直接競爭，雖 Copilot Cowork 已於 7/1 正式收費，惟企業仍需導入適應期及擴大採購的評估，CEO Satya Nadella 撰文 Reverse Information Paradox 便是突顯 M365 Copilot 以資訊安全信任為訴求，轉向類 Apple 的固守隱私與銷售渠道策略。3Q FY26 M365 Copilot 訂戶數達 20mn 我們換算滲透率約 4.4%較 2Q FY26 3%有亮眼進展，GitHub Copilot 於 6/1 轉向 UBP 模式，公司計畫將算力資源挪移至 1P 應用，PBP 業務是否能加速成長為 AI 變現/擺脫 SaaS 末日論的重要指標。

資本支出市場共識尚無大幅上修風險。管理層先前預期 CY26 資本支出約 US\$190bn，其中 US\$25bn(換算約 15%)為零組件價格上漲造成，2027 年底算力容量較 2025 年翻倍，我們估算 NVIDIA H200-Vera Rubin 方案每 GW 建置成本 US\$30-50bn(vs. Trn/TPU 方案 US\$20-30bn)，預期該司 CY26/27 資本支出約落在市場共識的 US\$191/274bn，尚無大幅上修風險。

投資建議

我們維持 Microsoft「增加持股」評等及目標價 585 美元，係基於 FY27 GAAP 每股盈餘 30 倍換算。短期 Azure 或將優於恐慌預期，惟 PBP 重回加速仍為 AI 變現/擺脫 SaaS 末日論的重要指標。

投資風險

企業 IT 支出放緩、Azure 與商用雲端業務走緩、政府管制。

主要財務數據及估值

	Jun-23A	Jun-24A	Jun-25A	Jun-26F	Jun-27F
營業收入 (US\$百萬)	211,915	245,122	281,724	329,503	384,917
營業毛利 (US\$百萬)	146,052	171,008	193,893	223,485	256,323
營業利益 (US\$百萬)	88,523	109,433	128,528	153,637	179,180
EBITDA (US\$百萬)	102,384	131,720	162,681	196,968	236,255
稅後淨利 (US\$百萬)	72,361	88,136	101,832	129,413	145,032
每股盈餘 (US\$)	9.69	11.80	13.64	17.36	19.50
營業收入成長率 (%)	6.9	15.7	14.9	17.0	16.8
每股盈餘成長率 (%)	0.5	21.8	15.6	27.3	12.3
毛利率 (%)	68.9	69.8	68.8	67.8	66.6
營業利益率 (%)	41.8	44.6	45.6	46.6	46.6
EBITDA margin (%)	48.3	53.7	57.7	59.8	61.4
淨負債比率 (%)	3.5	9.1	2.9	(0.6)	(1.4)
股東權益報酬率 (%)	35.1	32.8	29.6	29.7	26.5

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：財年止於 6 月

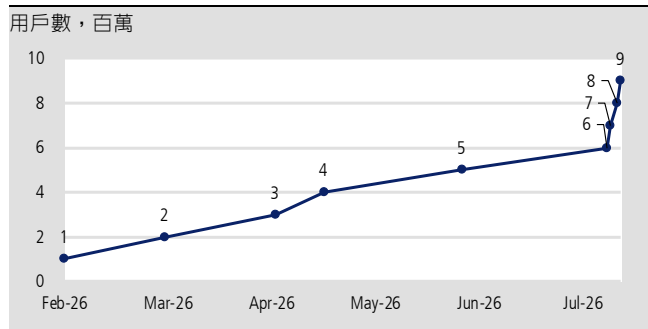
圖 1: 公司主要營運數據 - 市場共識及 2 個月修正方向

CY	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F					
FY (Ends of June)	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F		2025	2026F	2027F	2028F
Revenue ccYoY													
PBP ccYoY	14	14	14	13	12	12	11	11		13	13	11	9
M365 Commercial cloud ccYoY	16	15	14	15	14	15	14	14		15	15	13	12
IC ccYoY	25	27	28	28	28	30	30	30		22	28	30	30
Azure ccYoY	39	39	38	39	40	41	42	40		35	39	40	38
MPC ccYoY	9	4	(3)	(3)	(10)	(6)	(3)	(2)		8	(3)	(3)	1
Search ccYoY	20	15	9	9	7	8	8	8		8	10	9	(4)
OPM													
PBP	57	62	60	60	58	60	59	59		58	60	59	59
IC	41	43	42	40	39	41	40	39		42	41	40	37
MPC	24	30	27	28	23	29	29	28		26	27	28	29
Overall	45	49	47	46	45	48	47	46		46	47	47	46
Commercial Cloud - RPO(US\$bn)	368	392	625	627	651	666	676	675		368	651	692	713
Commercial Cloud - GM	68	68	67	66	64	64	63	62		69	66	63	60
Revenue	76,441	77,673	81,273	82,886	87,688	89,974	94,614	97,124		281,724	329,503	384,917	454,196
Capex (incl. lease)	24,200	34,900	37,500	31,900	42,197	55,514	61,622	58,530		88,200	146,485	231,973	261,454
D&A	11,203	8,147	9,198	10,167	12,237	13,492	13,781	14,743		34,153	43,328	57,167	72,740
Capex/Revenue	32	45	46	38	48	62	65	60		31	44	60	58
D&A/Revenue	15	10	11	12	14	15	15	15		12	13	15	16
GAAP EPS	3.65	3.72	5.16	4.27	4.24	4.66	4.82	4.90		13.64	17.36	19.50	22.88
FCF margin	33	33	7	19	15	10	-3	7		25	18	8	10
Revision (2 months ago)													
PBP ccYoY					0	0	0	0			0	0	0
M365 Commercial cloud ccYoY					0	0	0	0			0	0	0
IC ccYoY					0	0	0	0			0	0	0
Azure ccYoY					0	0	0	0			0	0	0
MPC ccYoY					(0)	(0)	(0)	0			0	0	0
Search ccYoY					0	0	0	0			0	0	(8)
PBP					(0)	0	0	0			(0)	0	0
IC					(0)	(0)	(0)	(1)			(0)	(0)	(1)
MPC					1	(1)	0	1			0	0	(1)
Overall					0	(0)	0	(0)			(0)	(0)	(0)
Commercial Cloud - RPO(US\$bn)					0	0	0	0			0	0	0
Commercial Cloud - GM					0	0	0	0			0	0	0
Revenue					0	0	0	0			(0)	0	1
Capex (incl. lease)					0	1	1	1			0	1	5
D&A					(1)	(1)	(1)	(1)			(0)	(1)	(1)
Capex/Revenue					0	0	0	0			0	1	2
D&A/Revenue					(0)	(0)	(0)	(0)			(0)	(0)	(0)
GAAP EPS					0	(0)	0	0			(0)	(0)	(0)
FCF margin					0	(0)	(0)	(1)			0	0	(2)

資料來源：Visible Alpha：凱基

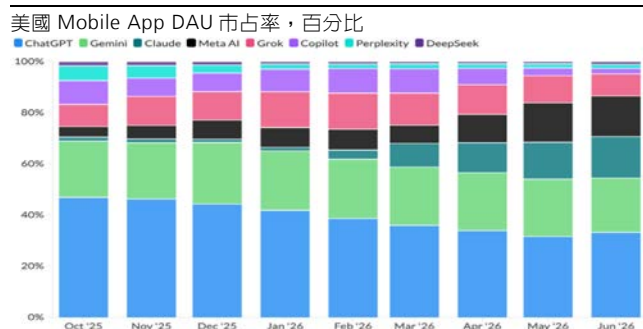
備註：綠底為凱基關注財報會議變化焦點

圖 2: ChatGPT work/Codex 用戶數在 GPT-5.6 推出後陡升



資料來源：凱基

圖 3: ChatGPT 行動裝置 DAU 市占率在 6 月底開始回升



資料來源：Apptopia：凱基

圖 4: CSP 資料中心建置容量估算

		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: Microsoft 台股供應鏈

公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
光寶	2301 TT	增加持股	275	10	伺服器電源
鴻海	2317 TT	增加持股	315	10-15	伺服器原廠委託設計代工
英業達	2356 TT	持有	55	<10	伺服器原廠委託設計代工
金像電	2368 TT	增加持股	1,550	<10	印刷電路板
廣達	2382 TT	增加持股	430	<20	伺服器原廠委託設計代工
群光	2385 TT	持有	133	10-15	遊戲機
聯發科	2454 TT	增加持股	6,150	1-3	設計服務
創意	3443 TT	增加持股	5,245	5-10	設計服務
和碩	4938 TT	增加持股	95	10-15	遊戲機
緯穎	6669 TT	增加持股	6,475	30-40	伺服器原廠委託設計代工
川湖	2059 TT	增加持股	8,850	<10	滑軌

資料來源：凱基

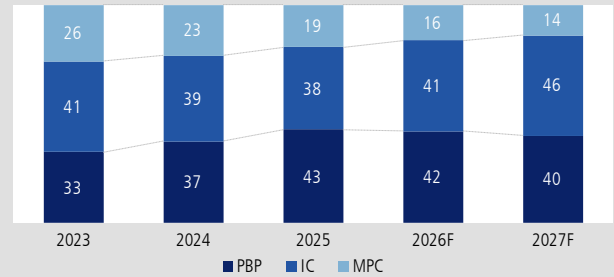
圖 6: 公司概況

微軟是全球領先的軟體、雲端與 AI 平台公司，亦為全球主要雲端基礎建設與平台服務供應商之一，透過生產力和業務流程、智慧雲及更多個人計算三大部門提供企業與消費者產品。主要產品與服務涵蓋 Microsoft 365、Dynamics 365、Power Platform、LinkedIn、Azure、伺服器產品、Windows、裝置、遊戲，以及搜尋與新聞廣告業務，2025 年的營收組成為 PBP（43%）、IC（38%）、MPC（19%）。

資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 各類產品營收佔比

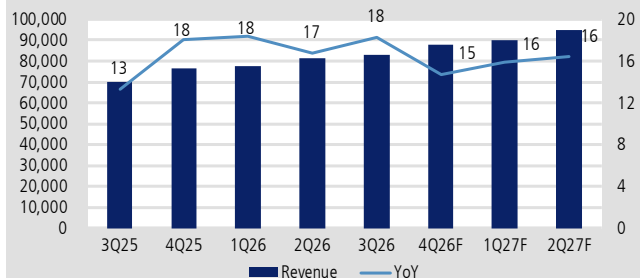
營收佔比，百分比



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 8: 營業收入與年增率

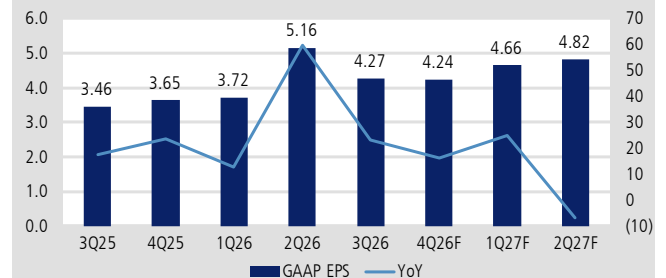
營業收入，百萬美元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 9: GAAP 每股盈餘與年增率

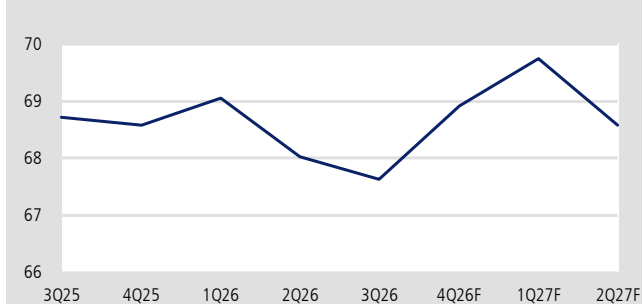
GAAP 每股盈餘，美元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 10: 毛利率

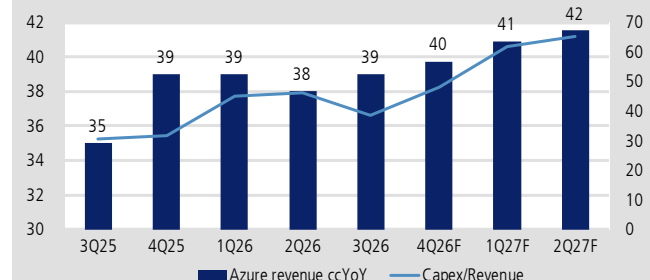
毛利率，百分比



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 11: Azure 營收固定匯率年增與資本密集度

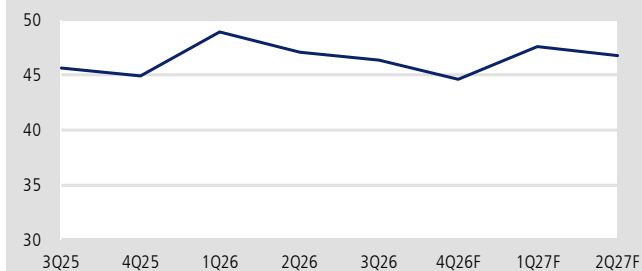
Azure 營收固定匯率年增，百分比（左軸）；資本支出/營收，百分比（右軸）



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 12: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 13: 未來 12 個月預估 PE

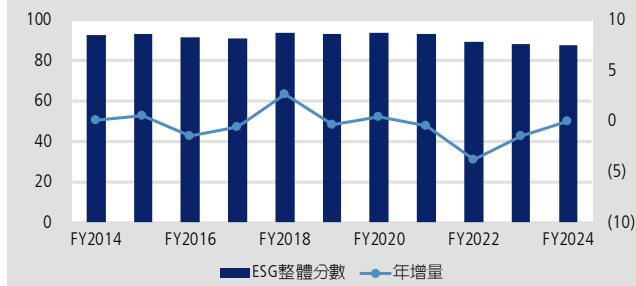
PE，倍



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 14：ESG 整體分數

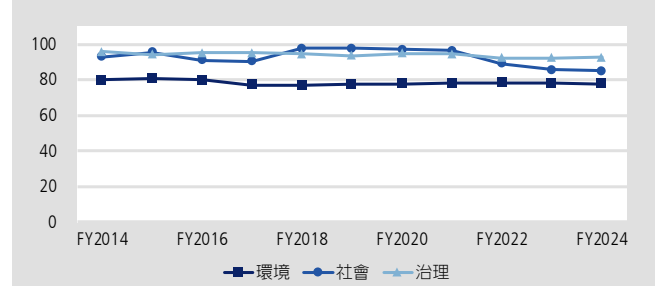
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：ESG 各項分數

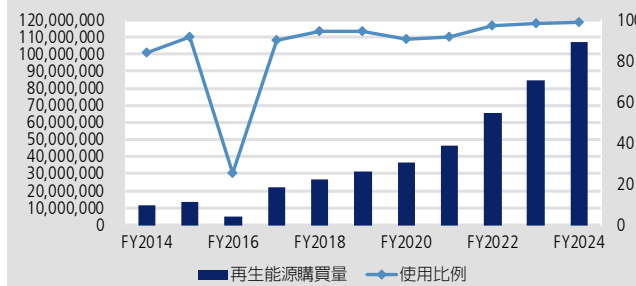
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：再生能源使用

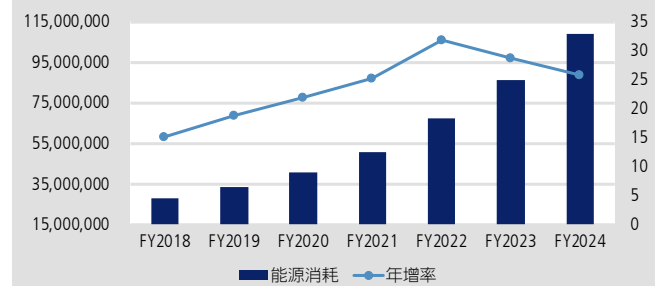
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)；使用比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：能源消耗

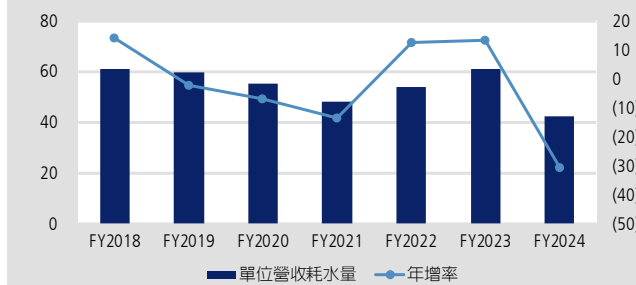
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：耗水量

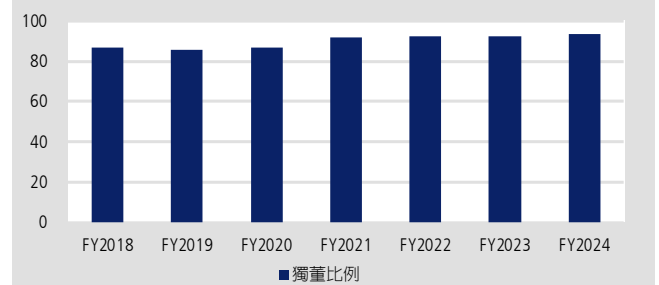
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：獨立董事

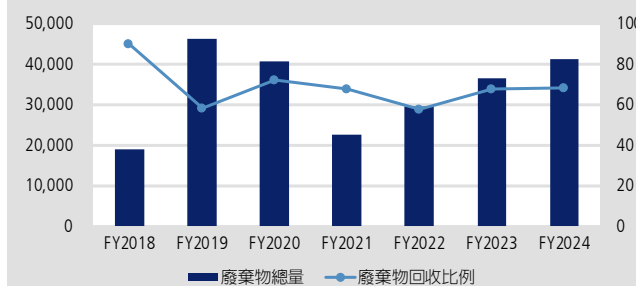
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：廢棄物回收總量

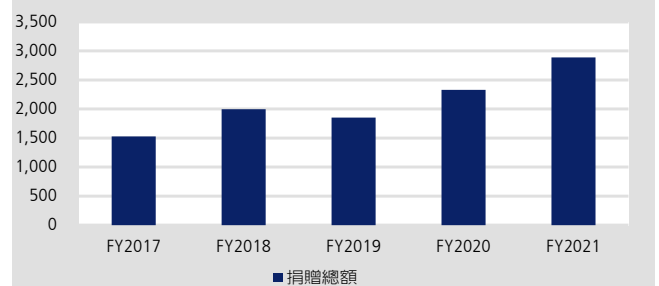
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：捐款

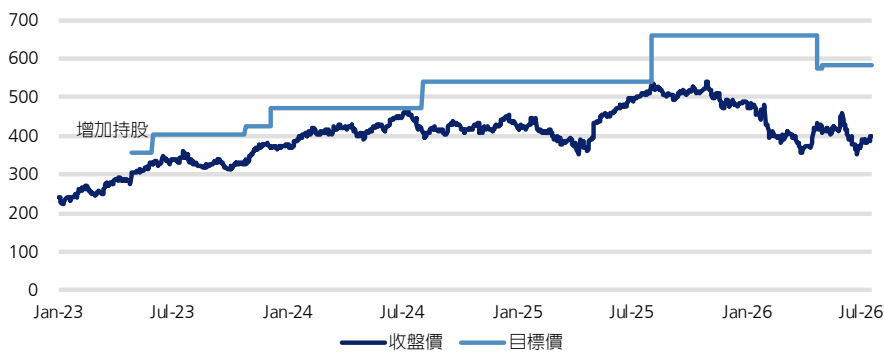
捐款總額，百萬美金



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

微軟 – 以往評級及目標價



資料來源：Bloomberg，凱基

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。