

軟體產業：3Q25財報

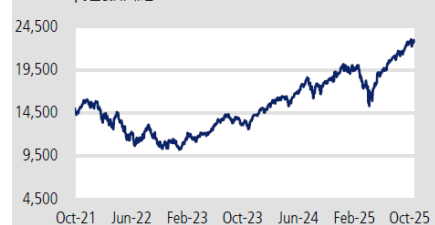
雲服務全線優於預期，AI 算力供不應求時點再延長

焦點內容

1. 雲服務：大型訂單源源不絕，算力上線即變現。
2. MSFT：產品線及客群受惠 AI 的廣度最佳。
3. AMZN：Trn2/3 申論緩解擔憂，Rufus 加速電商滲透率。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Amazon	AMZN US	83	90	80	79
Microsoft	MSFT US	91	78	94	92

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

雲服務龍頭 Amazon(AMZN US)及 Microsoft(MSFT US)公佈 C3Q25 財報。

評論及分析

雲服務：大型訂單源源不絕，算力上線即變現。財報通讀：Google Cloud(加速 2ppts；優於共識 3ppts) > AWS(加速 3ppts；優於共識 2ppts) > Azure(年增持平；優於共識 1ppts)。焦點：(1)AI 供不應求帶動算力上線即刻變現：AWS/GCP/Azure 皆提及 AI 需求強勁，Azure 算力供不應求延長至 FY26 底(財年止於 6 月；先前提及 2025 年底)，GCP 維持 2026 算力仍緊缺論調，AWS 提及新增算力幾乎同步被貨幣化。AWS Backlog 年增 22%(vs. 上季 25%)達 US\$200bn 且 10 月仍簽下諸多尚未公告的大訂單總量超過 3Q25、Google Cloud Backlog 季增 46%達 US\$155bn 且年內簽下的大訂單數量超過過去 2 年總和、MSFT RPO 年增 51%達 US\$392bn 且平均加權年限僅 2 年；(2)AI 附加工具多元化變現：Google Cloud 13 條產品線 run-rate 超過 US\$1bn，Gemini API 每分鐘消耗 7bn Tokens(vs. OpenAI 6bn)；AWS Connect run-rate 超過 US\$1bn；(3)利潤率表現優異，Google Cloud OPM 24%優於預期 3.4ppts、AWS OPM 35%優於預期 0.5ppts、MSFT IC OPM 43%優於預期 1.6ppts，呼應凱基觀點 AI IaaS 為利潤率正向助益。

MSFT：產品線及客群受惠 AI 的廣度最佳。我們 2025/2H25 展望首選 MSFT 的投資論述持續發酵，包含：(1)商業訂單年增 112%尚未納入 OpenAI 的 US\$250bn 承諾，Azure 及 M365 金額 US\$100mn+合約數持續成長；(2)M365 Commercial cloud 營收年增率及財測優於預期 0.9/0.3ppts，係來自 E5 及 Copilot 滲透率提升；(3)M365 Copilot, Security, GitHub 需求強勁，管理層指出率先分配算力資源於此；(4)Fabric 營收年增 60% vs. 上季 55%加速成長，付費客戶數達 28k。客戶分散性及產品全面性佳。

AMZN：Trn2/3 申論緩解擔憂，Rufus 加速電商滲透率。財報會議亮點：(1)目前 Project Rainier(專為 Anthropic 設計)已上線 500k 顆 Trn2 晶片，預計年底達到 1mn 顆投入使用，產能已全數被訂滿達到數十億美元的業務；(2)Trn3 預計今年底推出，效能將比 Trn2 提升 40%，2026 大量出貨，已經看到中型客戶對 Trn3 感興趣(vs. Trn2 只被少數幾家非常大型的客戶使用)；(3)Agentic Commerce 助手 Rufus 用戶達 250m 年增 140%，購物完成比例提高 60%，管理層預計帶來 US\$10bn+年增量銷售額，加速電商滲透率。

投資建議

我們對 CSP 中長期偏好排序維持：MSFT(最佳產業地位+盈餘品質) > GOOGL(評價定位由廣告轉向 Cloud/AI) > AMZN(Trn3 中型客戶使用量仍待驗證) > META(廣告以外的 AI 變現能見度低)。惟短期上我們認為 IT 支出復甦雖溫和但正向，維持凱基觀點 AWS 及商用軟體具有催化劑。CSP 台股供應鏈見圖 4-5。

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
Amazon													
Revenue (US\$mnn)	717,537	794,603	2	2									
Gross profit (US\$mnn)	355,931	402,455	3	3									
Operating profit (US\$mnn)	81,413	100,593	1	3	OP	223	2,377	305	37	230	33	FY26 37x PE 5yr avg. / 2yr +2std	FY26 35x PE 2yr +1std.
EBITDA (US\$mnn)	168,510	202,050	1	2									
Net income (US\$mnn)	76,108	87,289	5	4									
EPS (US\$)	7.08	8.00	6	4									
Microsoft (FY ends Jun.)	FY26	FY27											
Revenue (US\$mnn)	323,704	371,081	1	1									
Gross profit (US\$mnn)	218,934	250,091	(1)	(2)									
Operating profit (US\$mnn)	147,548	170,289	0	1	OP	526	3,908	660	26	660	0	FY27 36x PE 5yr +2std	FY27 36x PE 5yr +2std
EBITDA (US\$mnn)	190,609	217,668	0	(2)									
Net income (US\$mnn)	116,692	136,428	0	1									
EPS (US\$)	15.70	18.43	1	1									

資料來源：凱基

Microsoft 財報會議摘要

- MSFT 公布 F1Q26(FY ends Jun.)財報盤後下跌 4%，雖營收/調整後營業利益優於預期 3%/13%，Azure 和其他雲端服務營收表現亮 YoY 39% 優於預期 1.4ppts，但管理層在展望中指出 FY26 Azure 營收都將持續受到供給短缺影響，同時本季 CapEx US\$34.9bn 年增 74%遠高於市場預期 16%。
- Azure & Infra SW 焦點：1) 商業 Bookings 年增 112% 優於預期，動能來自 OpenAI 對 Azure 的承諾(但未包含宣布的 US\$250bn 訂單)，及 Azure 與 M365 US\$100mn 以上合約數持續成長，RPO 年增 50%+ 達 US\$392bn(平均從存續時間 2 年)；2) 已部署 GB300 叢集，GPT-4o/GPT-5 每 GPU token 產能提升>30%；3) 供給短缺短期壓抑 Azure 潛在營收，將持續到 F26 年底，優先把算力分配到 M365 Copilot 與 Security、GitHub；4) Microsoft Fabric 營收 YoY 60%，付費客戶達 28k，仍為成長最快的資料分析平台
- M365 Copilot & App SW 焦點：1) 全產品 AI 功能 MAU 約 900mn，Copilot MAU >150mn；2) F500 企業 90%正在使用 M365 Copilot；3) 自發布 9 個以來使用 M365 用戶使用 Chat 功能已達數百萬，採用率正在快速增加，QoQ 50%；4) M365 Commercial ARPU 提升一樣來自 E5 和 Copilot 滲透率增加
- OpenAI 協議焦點：1) 與 OpenAI 額外簽署 US\$250bn Azure 合約，收益分潤、API 獨家銷售與 IP 權利延長至 AGI 發生或 2030，模型/產品 IP 延到 2032；2)目前對 OpenAI 的投資報酬已約為原始投資的 10 倍；3) 大合約將使季節性波動性較大
- 財務 & 財測焦點：1) F2Q26 營收財測 US\$80bn 大致符合預期，Azure 年增 37%雖減速 2ppts 但優於市場預期 1ppts，M365 commercial 年增 14%減速 1.5ppts 但優於市場預期 1ppts；2) F1Q26 OPM 財測劣於市場預期 3.6ppts，隨 OpenAI 轉為 Public Benefit Corp 與合作演進，未來 OI&E 波動度將提高，展望已排除其影響

- 資本資本支出：1) F1Q26 年增 74%高於市場預期 16%，約半數為短期資產；2) FY26 CapEx 年增率將高於 FY25(vs. 市場共識 35%)，F2Q26 續增，AI 需求全方位增加目前仍供不應求；3) 2025 年 AI 產能將增加超過 80%，且兩年內資料中心規模將倍增，宣布威州 Fairwater 超級資料中心（可達 2GW）將於 FY26 上線；4) 短期資產 (e.g. CPU, GPU)使用壽命與合約期限非常接近，短期資產的資本支出都是根據可見的需求所投入的

圖 2: Microsoft 1Q FY26 財報結果及 2Q FY26 財測暨市場共識比較

MSFT US (FY ends June)	1Q26						2Q26F			
US \$mn	Actual	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)	Guidance (Mid.)	Diff. (%)	Guidance (Mid.)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)
Revenue	77,673	75,400	3	18	73,700	5	80,050	80,143	(0)	3
Productivity & Business Processes	33,020	32,256	2	17	32,200	3	33,450	33,008	1	1
Intelligent Cloud	30,897	30,285	2	28	28,900	7	32,400	32,131	1	5
More Personal Computing	13,756	12,859	7	4	12,600	9	14,200	15,004	(5)	3
Key metrics (Restated @ 2024/8/21)										
Azure & other cloud services revenue YoY (FXN, %)	39	38	1.4 ppts	5.0 ppts	37		37	36	0.6 ppts	(2.0)ppts
M365 commercial cloud revenue YoY (FXN, %)	15	14	0.9 ppts	(1.0)ppts	14		14	13	0.3 ppts	(1.5)ppts
Search & news ad revenue YoY (FXN, %)	15	12	2.9 ppts	(4.0)ppts	12		11	6	4.9 ppts	(4.0)ppts
Gross profits	53,630	50,846	5	18	50,000	7	53,600	53,515	0	(0)
Operating income	37,961	33,743	13	24	31,950	19	36,250	35,229	3	(5)
Productivity & Business Processes	20,407	18,947	8	24				18,815		
Intelligent Cloud	13,391	12,653	6	27				13,528		
More Personal Computing	4,163	3,465	20	18				3,646		
Pretax income	34,301	33,295	3	13				34,734		
Tax (GAAP)	6,554	6,172	6	17				6,444		
Net income	27,747	26,807	4	12				28,042		
EPS (US\$)	3.72	3.59	4	13				3.75		
Capex (Incl. finance leases)	34,900	30,342	15	75				31,417		
Gross margin (%)	69.0	67.4	1.6 ppts	(0.3)ppts	67.8	1.2 ppts	67.0	66.8	0.2 ppts	(2.1)ppts
OP margin (%)	48.9	44.8	4.1 ppts	2.3 ppts	43.4	5.5 ppts	45.3	44.0	1.3 ppts	(3.6)ppts
Productivity & Business Processes	61.8	58.7	3.1 ppts	3.5 ppts				57.0		
Intelligent Cloud	43.3	41.8	1.6 ppts	(0.3)ppts				42.1		
More Personal Computing	30.3	26.9	3.3 ppts	3.4 ppts				24.3		
Tax rate (%)	19.1	18.5	0.6 ppts	0.6 ppts	19	0.1 ppts	19.0	18.6	0.4 ppts	(0.1)ppts
Net margin (%)	35.7	35.6	0.2 ppts	(1.9)ppts				35.0		

資料來源：Bloomberg；凱基

Amazon 財報會議摘要

- AMZN 公布 3Q25 財報盤後上漲 13%，係反應 3Q25 AWS 營收年增 20% 加速 2ppts 優於預期 2%，4Q25 營收財測亦優於預期 1%(1.9ppts 匯率順風)
- AWS 相關：1) 3Q25 AWS 營收年增 20%加速 2ppts 優於預期 2%，OPM 35%高於共識 0.5ppts，Backlog US\$200bn，且不包含 10 月份還有多項尚未公布的新交易，AI 遷移工具也協助客戶自 Windows 等閉源方案遷移到開源、大型主機遷移至雲端，AI 客服工具 Connect 營收 run-rate 也達到 US\$1bn+；2) 過去 12 個月增加了 3.9GW，現有算力為 2022 年 2x 預計 2027 再次翻倍(vs. MSFT 2 年翻倍相當)，4Q25 還要增加 1GW+容量，目前 Project Rainier(專為 Anthropic 設計)已經上線 500k 顆 Trn2 晶片，被 Anthropic 作為前端模型訓練的基礎設施，預計年底會達到 1mn 顆投入使用，且產能已經全數被訂滿以達到數十億美元的業務，QoQ 150%；3) Trn2 只被少數幾家非常大型的客戶使用，預期 Trn3 將能夠開始容納更多客戶，管理層看好 Trn2 效能高出其他選項 30-40%，Trn3 預計在今年底推出，效能將比 Trn2 提升 40%，2026 大量出貨，已經看到中型客戶對 Trn3 感興趣；4)

Bedrock 多數 Token 已經由 Trn 所提供，預期將成為類似 EC2 規模的業務

- 電商 & 廣告相關：1) 3Q25 OPM 低於預期 1.4ppts，係因 US\$2.5bn FTC 和解及 US\$1.8bn 資遣費，排除後優於預期 1ppts；2) 3Q25 以來電商商品數增加 14%，雜貨業務表現佳，Agentic Commerce 助手 Rufus 用戶達 250m 年增 140%，購物完成比例高 60%，預計帶來 US\$10bn+年增量銷售額；3) 廣告營收年增 24%加速成長 1ppts 優於預期 2%，來自全方位的佈局受到客戶喜愛
- Capex 相關：1) 3Q25 年增 55%高於市場共識及管理層預期 10%；2) 2025 資本支出財測為 US\$125bn，隱含 4Q25 財測 US\$32bn 大致符合市場預期；3) 2026 資本支出將再增加(vs. 市場預期年增 6%)

圖 3：Amazon 3Q25 財報結果及 4Q25 公司財測暨市場共識比較

AMZN US US \$mn	3Q25						4Q25F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	180,169	177,732	1	7	13	176,750	2	209,500	208,284	1	16	12
Retail	128,045	126,943	1	7	11				152,543			
Online stores	67,407	66,855	1	10	10				81,383			
Physical stores	5,578	5,555	0	(0)	7				5,877			
3P seller services	42,486	42,044	1	5	12				52,544			
Subscription services	12,574	12,489	1	3	11				12,739			
AWS	33,006	32,381	2	7	20				34,135			
Ads	17,703	17,329	2	13	24				20,838			
other	1,415	1,438	(2)	(6)	8				1,692			
By market (Retail & Other)												
North America	106,267	104,986	1	6	11				125,963			
International	40,896	40,753	0	11	14				48,958			
Gross profits	91,499	88,841	3	5	17				100,370			
Operating income	17,422	19,693	(12)	(9)	0	18,000	(3)	23,500	23,699	(1)	35	11
North America	4,789	7,320	(35)	(36)	(15)				10,460			
International	1,199	1,778	(33)	(20)	(8)				2,265			
AWS	11,434	11,048	3	13	9				11,523			
Pretax Income	28,170	20,475	38	35	56				24,463			
Tax (GAAP)	6,910	3,606	92	158	155				4,246			
Net income	28,170	16,838	67	55	84				20,139			
EPS (US\$)	1.95	1.56	25	16	36				1.86			
Capex	35,095	31,917	10	9	55	32,000	10		32,316			
Gross margin (%)	50.8	50.0	0.8 ppts	(1.0)ppts	1.8 ppts				48.2			
OP margin (%)	9.7	11.1	(1.4)ppts	(1.8)ppts	(1.3)ppts	10.2	(0.5)ppts	11.2	11.4	(0.2)ppts	1.5 ppts	(0.1)ppts
North America	4.5	7.0	(2.5)ppts	(3.0)ppts	(1.4)ppts				8.3			
International	2.9	4.4	(1.4)ppts	(1.1)ppts	(0.7)ppts				4.6			
AWS	34.6	34.1	0.5 ppts	1.7 ppts	(3.4)ppts				33.8			
Tax rate (%)	24.5	17.6	6.9 ppts	11.7 ppts	9.5 ppts				17.4			
Net margin (%)	15.6	9.5	6.2 ppts	4.8 ppts	6.0 ppts				9.7			

資料來源：公司、Bloomberg、凱基

CSP 台股供應鏈

圖 4：Amazon 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	212	10	電源供應器
智邦	2345 TT	增加持股	1,180		資料中心交換器
英業達	2356 TT	持有	46	<10	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	350	<10	伺服器原廠委託設計代工
台光電	2383 TT	增加持股	1,425	<10	銅箔基板
聯發科	2454 TT	持有	1,350	1-3	設計服務
信邦	3023 TT	增加持股	336	<5	物流
世芯-KY	3661 TT	增加持股	5,280	40-50	設計服務
神達	3706 TT	-	-	<10	伺服器原廠委託設計代工
緯穎	6669 TT	增加持股	4,520	15-20	伺服器原廠委託設計代工
勤誠	8210 TT	增加持股	920	40-50	伺服器機殼

資料來源：凱基

圖 5：Microsoft 台股供應鏈

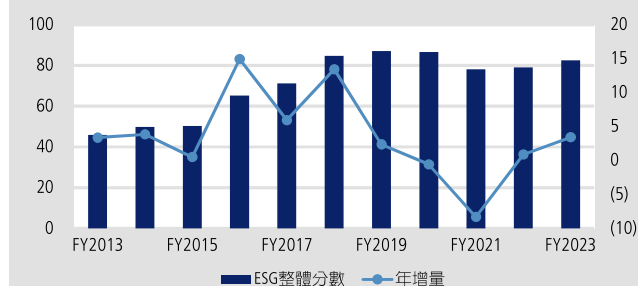
公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
光寶	2301 TT	增加持股	212	3-5	伺服器電源
英業達	2356 TT	持有	46	<10	伺服器原廠委託設計代工
金像電	2368 TT	增加持股	475	<10	印刷電路板
廣達	2382 TT	增加持股	350	<10	伺服器原廠委託設計代工
群光	2385 TT	持有	149	10-15	遊戲機
聯發科	2454 TT	持有	1,350	1-3	設計服務
創意	3443 TT	持有	1,400	5-10	設計服務
和碩	4938 TT	持有	88	10-15	遊戲機
緯穎	6669 TT	增加持股	4,520	30-40	伺服器原廠委託設計代工

資料來源：凱基

Amazon (AMZN US)

圖 6：Amazon – ESG 整體分數

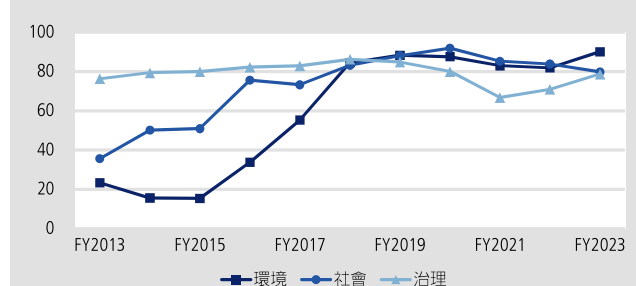
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 7：Amazon – ESG 各項分數

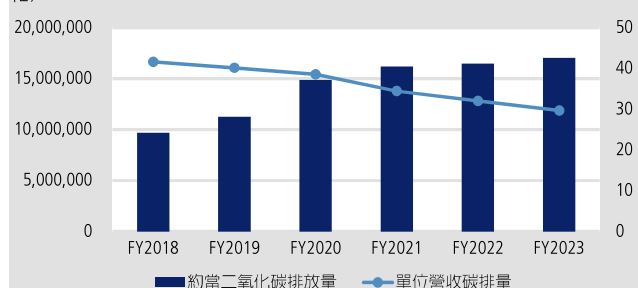
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 8：Amazon – 碳排量

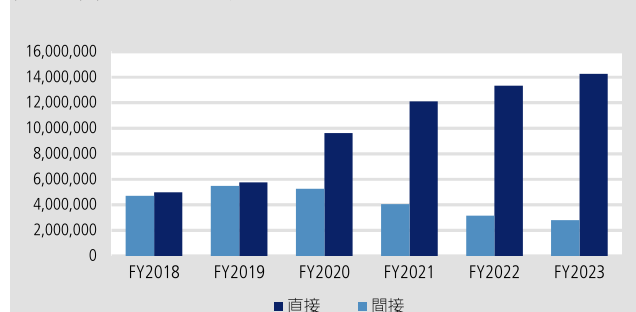
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 9：Amazon – 碳排量

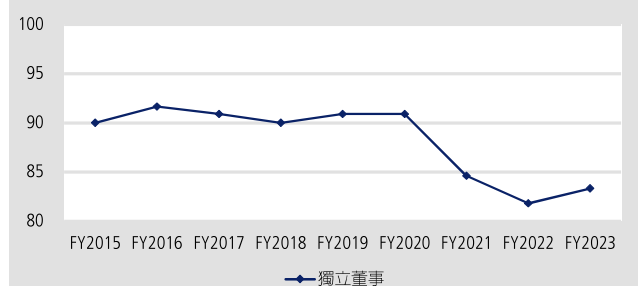
約當二氧化碳排放量，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 10：Amazon – 獨立董事

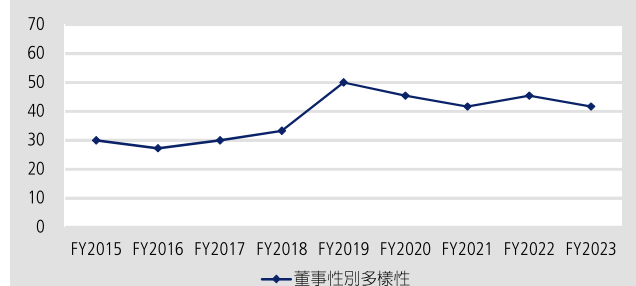
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：Amazon – 董事性別多樣性

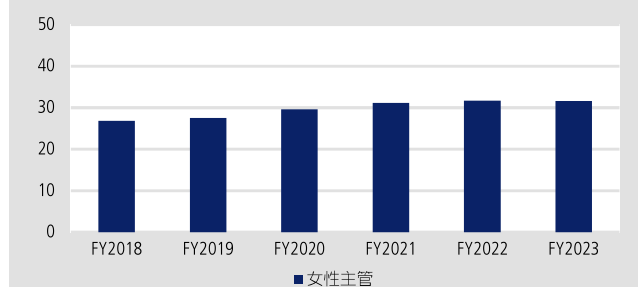
女性董事占董事會比例，百分比 (左軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：Amazon – 性別多樣性

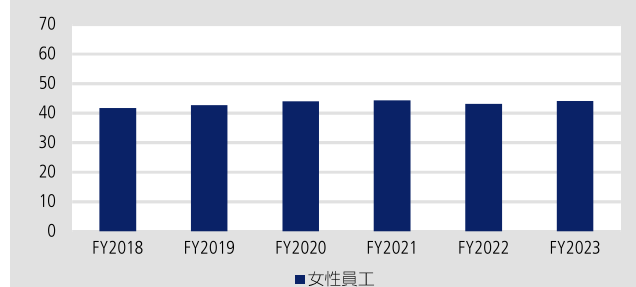
女性主管比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：Amazon – 性別多樣性

女性員工比例，百分比

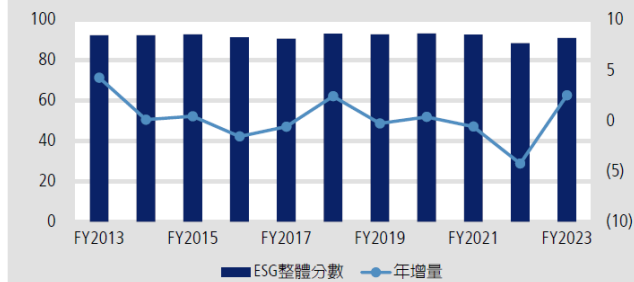


資料來源：Refinitiv、公司資料

Microsoft (MSFT US)

圖 14 : Microsoft – ESG 整體分數

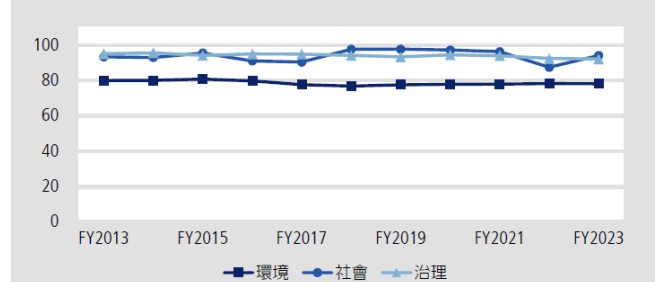
ESG 整體分數 (左軸) : 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 15 : Microsoft – ESG 各項分數

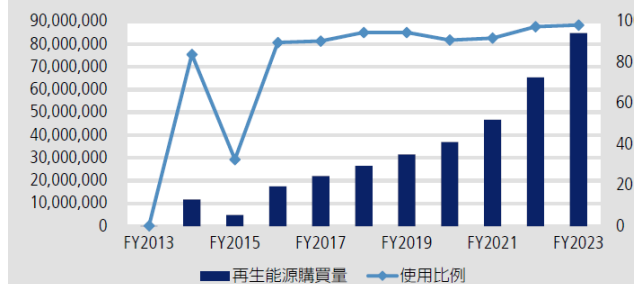
ESG 各項分數



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 16 : Microsoft – 再生能源使用

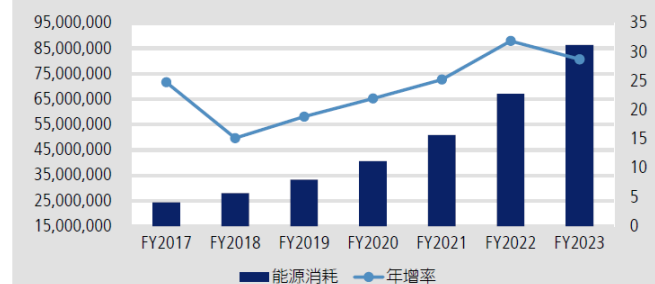
再生能源使用, 十億焦耳 (左軸) : 使用比例, 百分比 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 17 : Microsoft – 能源消耗

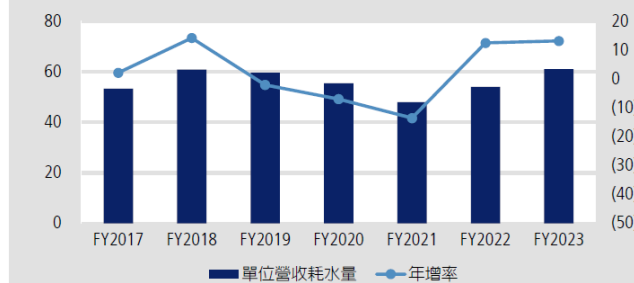
能源消耗, 十億焦耳 (左軸) : 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 18 : Microsoft – 耗水量

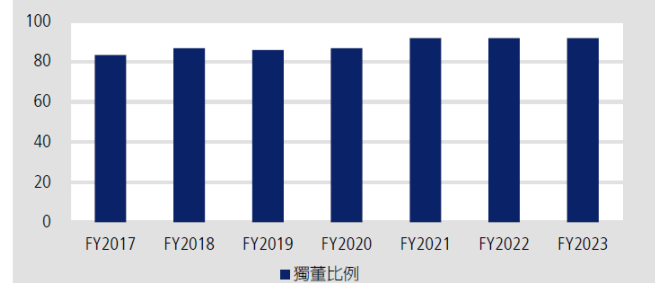
單位營收耗水量, 立方公尺/百萬美元 (左軸) : 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 19 : Microsoft – 獨立董事

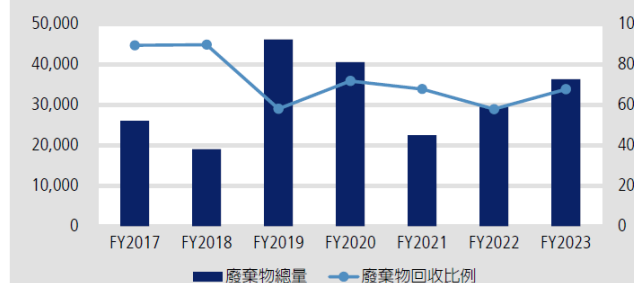
獨立董事占比, 百分比



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 20 : Microsoft – 廢棄物回收總量

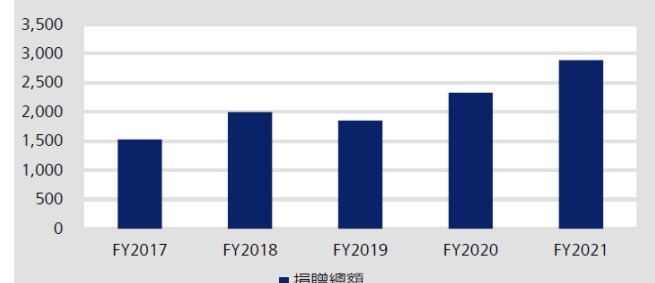
廢棄物總量, 噸 (左軸) : 廢棄物回收比例, 百分比 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 21 : Microsoft – 捐款

捐款總額, 百萬美金



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。