

Microsoft (MSFT.O/MSFT US)

1Q26 財報前瞻：如同 2023-24 的 GOOGL 正在與時間賽跑

增加持股 · 維持

收盤價 April 21 (US\$)	424
3 個月目標價 (US\$)	462
12 個月目標價 (US\$)	575.0
前次目標價 (US\$)	660
調降 (%)	-12.9
上漲空間 (%)	35.6

焦點內容

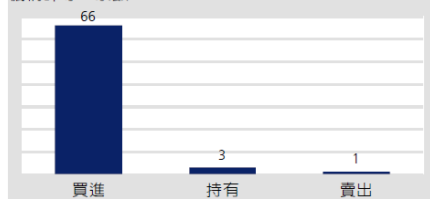
1. OpenAI 聲量回升，Azure 加速成長取決算力供給。
2. M365 Copilot/E7 滲透率為 SaaS 末日論是否蔓延的重要觀察指標。
3. 資本支出市場共識略顯不足。

交易資料表

市值：(US\$bn)	3,149.7
流通在外股數 (百萬股)：	7,426
機構持有比例 (%)：	76.7
3M 平均成交量 (百萬股)：	37.8
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	356.3-555.5
股價表現	3M 6M 12M
絕對表現 (%)	(6.0) (18.5) 15.6
相對表現 (%)	(8.2) (24.0) (18.0)

市場綜合評等

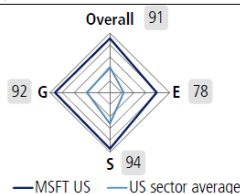
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	392	582	730
潛在報酬 (%)	(7.6)	37.1	72.1

資料來源：Bloomberg

ESG 分數圖



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

Microsoft 預計於香港時間 4/30 凌晨公布 3Q FY26(財年止於 6 月)財報，Azure 年增率是否加速、M365 Copilot 滲透率及 CY26-27 資本支出將是財報會議觀察焦點。

評論及分析

OpenAI 聲量回升，Azure 加速成長取決算力供給。 我們觀察到 OpenAI Codex 用戶聲量回升反饋正向，係基於 Anthropic 服務品質下降、GPT-5.4 在 SWE-rebench 評比顯示最具性價比(Cost per problem)，近期該司亦發佈文生圖模型 GPT-Image-2 評比遠優於 Google Nano Banana 2，並預計於本周發佈對標 Anthropic Mythos 的 GPT-5.5/Spud 模型(Polymarket 顯示 4/23 機率 90%+)，考量 MSFT Fairwater、Aligned 資料中心陸續上線，Azure 3Q/4Q FY26 年增率或將優於恐慌預期，惟對比 AWS/Google cloud 2026 年增率共識加速 7/10ppts，Azure 年增率需達 40%+ 方能令投資人振奮。

M365 Copilot/E7 滲透率為 SaaS 末日論是否蔓延的重要觀察指標。 上季管理層首次揭露 M365 Copilot 付費訂戶 15mn(滲透率 3%)，並計畫將算力資源挪移至 1P 應用，為 AI 變現重要指標，尤其 Anthropic/OpenAI 皆已獲得美國政府認證，LLM Labs 將在未來的商務市場與 MSFT 更直接競爭。M365 Commercial cloud 營收年增率亦可作為代理指標，需如同 GOOGL 搜尋廣告 2025 加速成長方能擺脫末日論擔憂，順風因子包含：E3/E5 預計於 7M26 漲價，高階 E7 新方案(每月 US\$99 vs. E3/E5 漲價後 US\$39/60) 預計於 5M26 正式推出，我們估算 E7 每百萬訂戶升級可帶動 PBP 營收增量 0.4%。

資本支出市場共識略顯不足。 MSFT 財年止於 6 月，過往針對 CY26-27 資本支出評論相對匱乏，市場共識 CY26-27 資本支出 US\$332bn，我們以 US\$30bn/GW 估算約 11GW 建置量(vs. AWS ~13GW)，考量 C4Q25 MSFT RPO US\$625bn(雖 45%來自 OpenAI；另外 55%亦涵蓋其他商業雲應用)高於 AWS RPO US\$244bn，顯示市場共識對比建置需求略顯不足。

投資建議

我們維持 Microsoft「增加持股」評等但調降目標價至 575 美元，係基於 FY27 GAAP 每股盈餘 30 倍換算。雖短期 Azure 或將優於恐慌預期，惟 PBP 重回加速成長前，先前看好配對交易(Long AMZN/Short MSFT)仍成立。

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	328,245	380,050
營業毛利 (US\$百萬)	146,052	171,008	193,893	222,627	253,847
營業利益 (US\$百萬)	88,523	109,433	128,528	152,164	174,557
EBITDA (US\$百萬)	102,384	131,720	162,681	195,818	227,678
稅後淨利 (US\$百萬)	72,361	88,136	101,832	127,939	142,260
每股盈餘 (US\$)	9.69	11.80	13.64	17.16	19.12
營業收入成長率 (%)	6.9	15.7	14.9	16.5	15.8
每股盈餘成長率 (%)	0.5	21.8	15.6	25.8	11.4
毛利率 (%)	68.9	69.8	68.8	67.8	66.8
營業利率 (%)	41.8	44.6	45.6	46.4	45.9
EBITDA margin (%)	48.3	53.7	57.7	59.7	59.9
淨負債比率 (%)	3.5	9.1	2.9	0.1	(5.6)
股東權益報酬率 (%)	35.1	32.8	29.6	29.5	26.4

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)	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue ccYoY												
PBP ccYoY	13	14	14	14	11	11	11	10	13	13	10	8
M365 Commercial cloud ccYoY	15	16	15	14	14	13	13	12	15	14	12	10
IC ccYoY	22	25	27	28	27	26	28	28	22	27	28	28
Azure ccYoY	35	39	39	38	38	37	37	37	35	38	38	35
MPC ccYoY	7	9	4	-3	-7	-3	-1	1	8	-2	0	2
Search ccYoY	23	20	15	9	5	1	5	6	8	7	7	6
OPM												
PBP	58	57	62	60	58	57	58	58	58	59	58	58
IC	41	41	43	42	40	40	41	40	42	41	40	40
MPC	26	24	30	27	25	23	28	27	26	26	26	27
Overall	46	45	49	47	45	45	47	46	46	46	46	46
Commercial Cloud - RPO(US\$bn)												
Commercial Cloud - GM	69	68	68	67	65	65	64	64	69	66	63	61
Revenue	70,066	76,441	77,673	81,273	81,410	87,867	89,365	93,746	281,724	328,245	380,050	441,308
Capex (incl. lease)	21,400	24,200	34,900	37,500	34,793	37,505	38,627	43,189	88,200	145,123	168,562	189,056
D&A	8,740	11,203	8,147	9,198	11,117	12,041	12,759	12,863	34,153	43,641	53,106	67,377
Capex/Revenue	31	32	45	46	43	43	43	46	31	44	44	43
D&A/Revenue	12	15	10	11	14	14	14	14	12	13	14	15
GAAP EPS												
GAAP EPS	3.46	3.65	3.72	5.16	4.02	4.24	4.59	4.73	13.64	17.16	19.12	22.31
FCF margin												
FCF margin	29	33	33	7	14	26	23	10	25	20	19	20
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	1
MPC ccYoY					(0)	0	(0)	0		0	0	0
Search ccYoY					0	0	0	0		0	0	0
PBP					(0)	0	0	0		(0)	0	0
IC					(0)	(0)	(0)	0		(0)	(0)	(0)
MPC					1	0	(0)	0		0	0	1
Overall					0	(0)	(0)	(0)		(0)	(0)	(0)
Commercial Cloud - RPO(US\$bn)												
Commercial Cloud - GM					0	0	0	0		0	0	0
Revenue					(0)	(1)	(1)	(1)		(0)	(1)	(1)
Capex (incl. lease)					0	0	3	(1)		0	1	1
D&A					2	2	2	2		1	2	2
Capex/Revenue					0	0	1	(1)		0	0	0
D&A/Revenue					0	0	0	0		0	0	0
GAAP EPS												
GAAP EPS					(0)	(0)	(0)	(0)		(0)	(0)	(0)
FCF margin												
FCF margin					(1)	1	0	(1)		0	0	(0)

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: 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	216	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	47	<10	伺服器原廠委託設計代工
金像電	2368 TT	增加持股	1,100	<10	印刷電路板
廣達	2382 TT	增加持股	405	<20	伺服器原廠委託設計代工
群光	2385 TT	持有	126	10-15	遊戲機
聯發科	2454 TT	增加持股	2,500	1-3	設計服務
創意	3443 TT	增加持股	3,680	5-10	設計服務
和碩	4938 TT	持有	81	10-15	遊戲機
緯穎	6669 TT	增加持股	6,180	30-40	伺服器原廠委託設計代工
川湖	2059 TT	增加持股	5,100	<10	滑軌

資料來源: 凱基

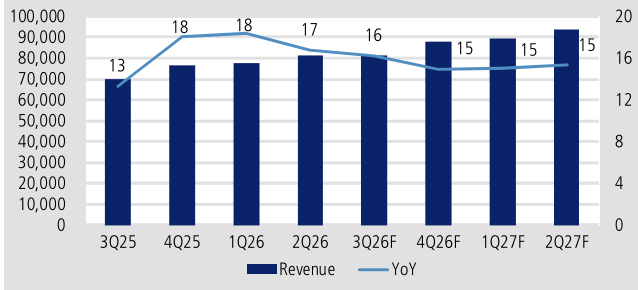
圖 3: 公司概況

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 5: 營業收入與年增率

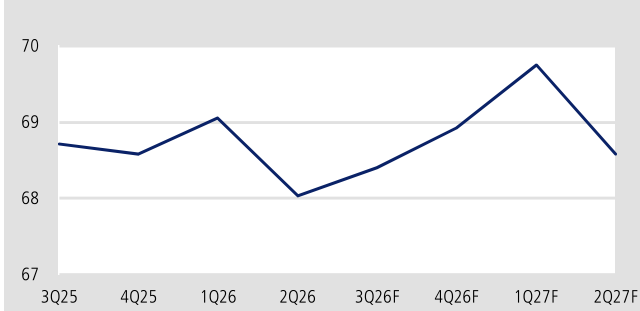
營業收入，百萬美元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 7: 毛利率

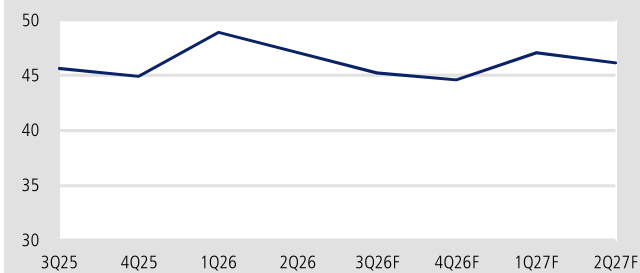
毛利率，百分比



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 9: 營業利潤率

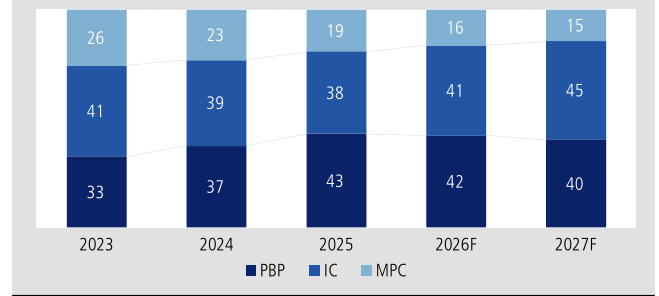
營業利潤率，百分比



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 4: 各類產品營收佔比

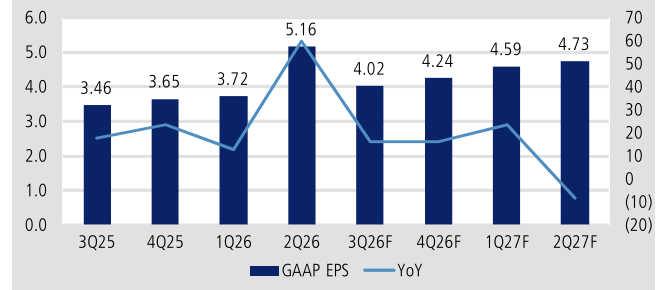
營收佔比，百分比



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 6: GAAP 每股盈餘與年增率

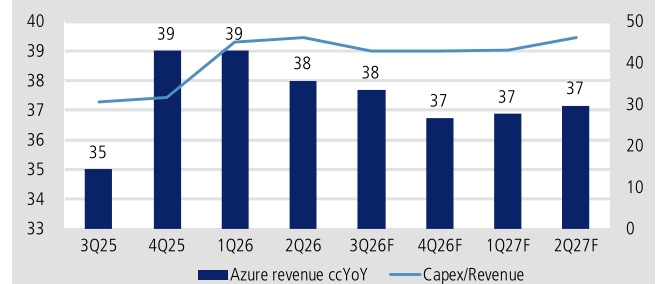
GAAP 每股盈餘，美元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 8: Azure 營收固定匯率年增與資本密集度

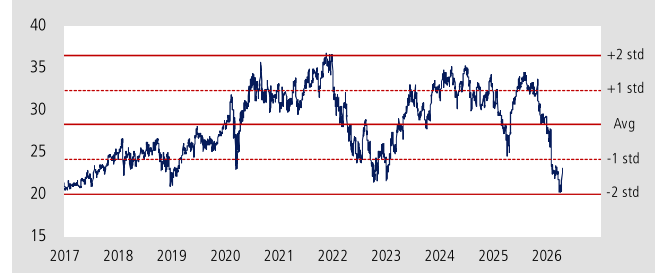
Azure 營收固定匯率年增，百分比（左軸）；資本支出/營收，百分比（右軸）



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 10: 未來 12 個月預估 PE

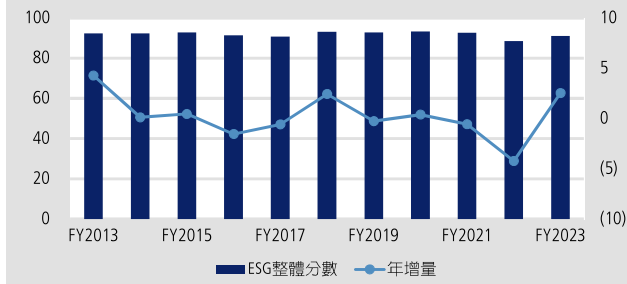
PE，倍



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 11：ESG 整體分數

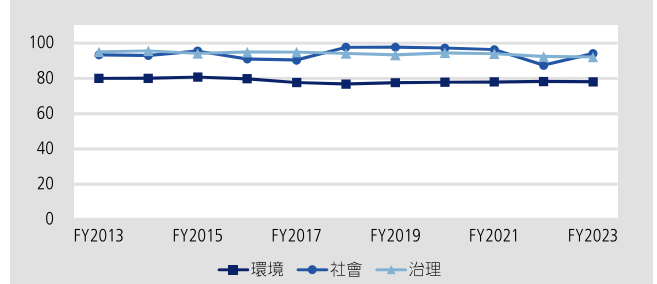
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：ESG 各項分數

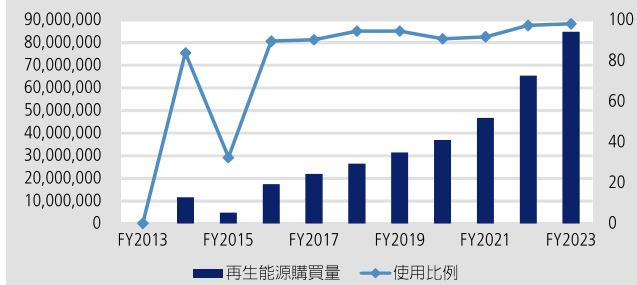
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：再生能源使用

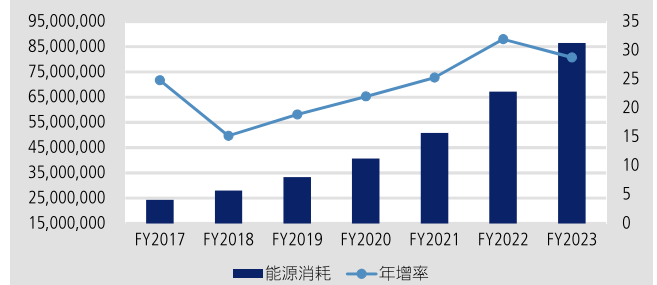
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)；使用比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：能源消耗

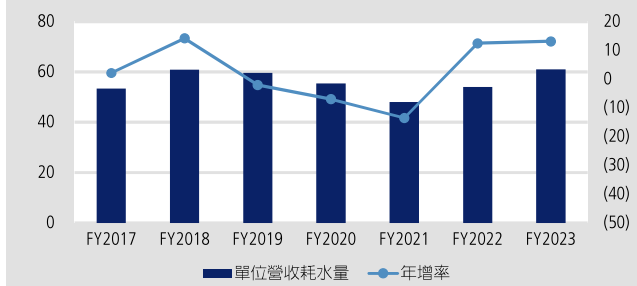
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：耗水量

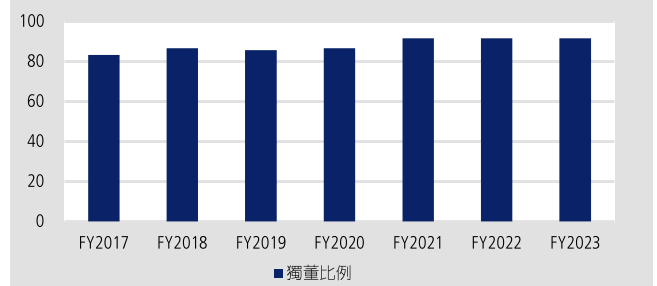
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：獨立董事

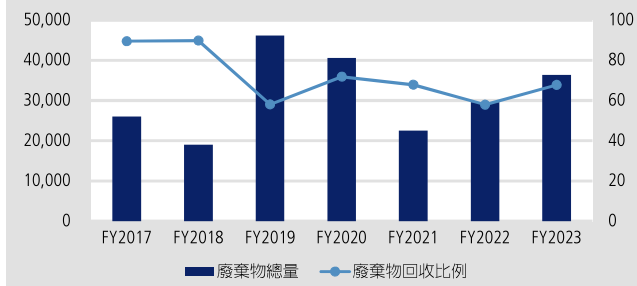
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：廢棄物回收總量

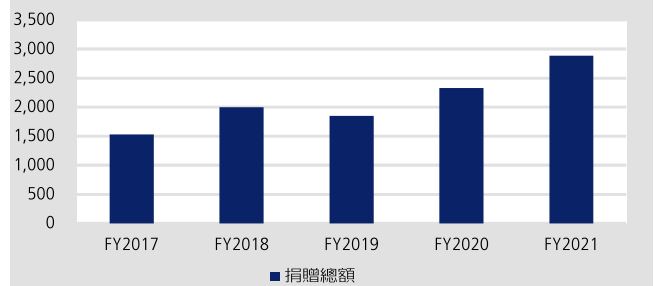
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

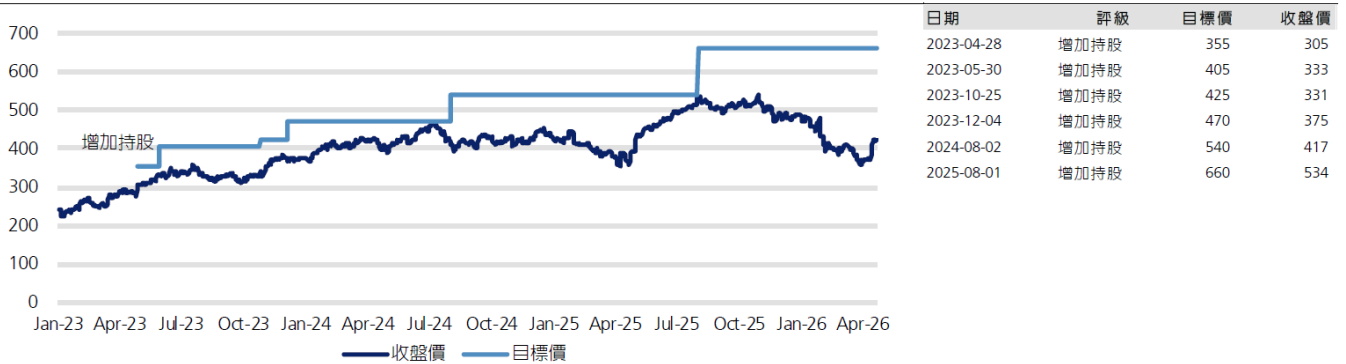
圖 18：捐款

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

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。