

## 軟體產業：CSP

### 另一個訂單源源湧入的季度，TPU & Trn 成為市場寵兒

#### 焦點內容

1. 雲服務：算力需求真實且強勁。
2. MSFT：護城河深且廣，惟 SaaS 末日論考驗正要到來。
3. AMZN：在新世代架構 Managed Agents 佔據最佳基礎設施位置。

#### Nasdaq 指數



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 C1Q26 財報。

#### 評論及分析

**雲服務：算力需求真實且強勁。** 財報通讀：Google Cloud(加速 15ppts；優於共識 13ppts) > AWS(加速 4ppts；優於共識 2ppts) > Azure(財測年增加速 0.5ppts；優於共識 3ppts) · 焦點：(1) 另一個訂單源源湧入的季度，GOOGL Backlog US\$462bn 季增 93%且包含多個 US\$1bn+大型合約，AWS Backlog US\$364bn 季增 49%(尚未涵蓋近期 Anthropic US\$100bn 合約) · MSFT Commercial bookings 排除 OpenAI 影響後年增 7%。(2) TPU & Trn 客戶採用意願高，GOOGL Backlog 已涵蓋 TPU 外售合約訂單，管理層指出 2H26 少量認列營收，多數於 2027 認列(與我們先前預期一致) · 客群除了前緣 AI Labs 外亦包含 Capital markets 及 HPC 等 · AWS Trn2-4 幾乎已銷售或預訂一空(管理層論述與先前一致) · 累計營收承諾達 US\$225bn+ · 客群除了 OpenAI 及 Anthropic 外亦包含 UBER 等公司 · Graviton 獲得 META 數千萬核心的採購 · 獨立晶片外售模式將在未來數年高機率發生。(3) 利潤率表現優異，Google Cloud OPM 33%優於預期 6ppts、AWS OPM 38%優於預期 2ppts、MSFT IC OPM 40%優於預期 0.1ppts。

**MSFT：護城河深且廣，惟 SaaS 末日論考驗正要到來。** MSFT 財報優於恐慌預期且展示強大護城河：(1)Azure C2Q26 營收財測加速成長 0.5ppts，管理層指出 C2H26 將溫和加速(意味著將達到市場期待的 40%+) · 2026 全年算力需求仍大於供給；(2)M365 Copilot 訂戶數達 20mn 優於市場預期的 18mn，我們換算滲透率約 4.4%較上季 3%有亮眼進展；(3)Github Copilot 於 6/1 轉向 UBP 模式；(4)Microsoft IQ 為 Agentic AI/Cowork 重要智慧底座。惟考量該司與 OpenAI 排他性條款解除，GPT-5.4/5.5 等模型將上架 AWS 或其他平台，OpenAI/Anthropic/GOOGL 正準備全力衝刺商務/知識工作者市場，雖客群略有不同但較過往仍將更直接競爭。

**AMZN：在新世代架構 Managed Agents 佔據最佳基礎設施位置。** AMZN 2Q26 營收財測優於市場預期 4%，係由於 Prime Day 提前至 6 月舉辦帶動，OPM 財測低於預期 0.9ppts，係因油價上漲、Leo 投資及 SBC 季節性費用等。審視 Agentic AI 轉型契機，觀點，管理層看好 Stateful runtime environment/Managed Agents 是現代化的 Agentic AI 架構，Harness 表現領先的 Anthropic 及 OpenAI 皆是 AWS 模型合作夥伴，同時將突顯 AWS 豐富生態系、產品線及穩定高性價比基礎設施優勢。

#### 投資建議

我們對 CSP 偏好排序調整為：AMZN(Agentic AI 最佳基礎設施位置) > GOOGL(最佳全棧式 AI 服務提供者) > META(最佳風報比+平台轉型契機) > MSFT(靜待 Copilot Cowork/E7 正向產品使用回饋)。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	
	2026	2027	2026	2027				New (US\$)	Upside (%)	Old (US\$)	Chg. (%)	New	Old
<b>Amazon</b>													
Revenue (US\$mn)	824,118	932,770	2	3									
Gross profit (US\$mn)	422,586	491,938	2	3									
Operating profit (US\$mn)	103,965	131,167	4	6	OP	263	2,829	325	24	305	7	FY27 32x PE 5yr -0.3std	FY27 32x PE
EBITDA (US\$mn)	192,841	249,474	3	8									
Net income (US\$mn)	97,439	109,130	15	4									
GAAP EPS (US\$)	8.91	9.83	15	4									
<b>Microsoft (FY ends Jun.)</b>													
	<b>FY26</b>	<b>FY27</b>											
Revenue (US\$mn)	329,287	385,273	0	1									
Gross profit (US\$mn)	223,456	255,996	0	1									
Operating profit (US\$mn)	153,478	179,451	1	3	OP	424	3,152	585	38	575	2	FY27 30x PE 5yr +0.3std	FY27 30x PE
EBITDA (US\$mn)	196,046	231,517	0	2									
Net income (US\$mn)	129,045	145,957	1	3									
GAAP EPS (US\$)	17.32	19.66	1	3									

資料來源：凱基

### Microsoft 財報會議摘要

- MSFT 公布 F3Q26 財報，Azure ccYoY +39%優於市場共識 38%且財測中位數 40%加速 1ppts，M365 commercial 亦略優於市場預期 1ppts 但財測大致符合，僅達 better-than-fear 的標準
- Azure & Infra SW 焦點：1) Azure ccYoY +39%略優於市場預期 1ppts；本季新增 1GW 算力、Fairwater Wisconsin 資料中心提早 6 週上線。4Q26F Azure guide ccYoY 39-40%(vs. 共識 37%、+2.8ppts beat)，續較 3Q FY26 加速 0.5ppts QoQ；管理層並預告 C2H26/1H FY27 將 modest acceleration，capacity 至少全 2026 年仍 constrained。MAI-Transcribe-1/MAI-Image-2 自研模型 GPU 效率分別優化 67%/260%
- M365 Copilot & App SW 焦點：M365 Commercial Cloud ccYoY +15%略優於市場預期 1.4ppts。M365 Copilot 付費座位數突破 2,000 萬(優於市場期 18mn)，滲透率約 4.4%，季增約 1ppts。GitHub Copilot 6/1 起轉 usage-based pricing、企業訂戶年增近 3 倍
- AI ARR US\$37bn/年增 +123%。Commercial RPO US\$627bn 加權存續期約 2.5 年，其中 12 個月內可認列比重 ~25%(年增 +39%)、12 個月以後比重年增 +138%(長約結構持續拉長)。Bookings 排除 OpenAI 為 +7%；含 OpenAI -4%/cc -6%(年增基期高)。OpenAI 新合約：(a) revenue share 延長至 2030 年、提供 5 年模型化能見度；(b) IP royalty-free 至 2032 對未來的 AOAI 利潤率或報價競爭力有正向幫助
- 資本支出: 3Q26 Capex(含 finance leases)US\$31.9bn/年增 49%、較共識低 9%(cloud build-out 與 finance lease 交付時點變動)；短期資產(GPU/CPU)佔 ~2/3、長期資產(土地/建築/15 年資產)佔 ~1/3。4Q26F Capex guide >US\$40bn、QoQ +30%、較共識 +7%，含 ~US\$5bn 來自零組件漲價。CY26 全年 Capex 一次性上修至 ~US\$190bn(含 ~US\$25bn 來自零組件漲價)高於市場共識 US\$154bn 23%

**圖 2: Microsoft 3Q FY26 財報結果及 4Q FY26 財測暨市場共識比較**

MSFT US (FY ends June) US \$mn	3Q26						4Q26F			
	Actual	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)	Guidance (Mid.)	Diff. (%)	Guidance (Mid.)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)
Revenue	82,886	81,455	2	18	81,200	2	87,250	87,837	(1)	5
Productivity & Business Processes	35,013	34,428	2	17	34,400	2	37,150	36,859	1	6
Intelligent Cloud	34,681	34,340	1	30	34,250	1	38,100	37,595	1	10
More Personal Computing	13,192	12,687	4	(1)	12,550	5	12,000	13,383	(10)	(9)
Key metrics (Restated @ 2024/8/21)										
Azure & other cloud services revenue YoY (FXN, %)	39	38	1.3 ppts	4.0 ppts	38		40	37	2.8 ppts	0.5 ppts
M365 commercial cloud revenue YoY (FXN, %)	15	14	1.4 ppts	0.0 ppts	14		14	13	0.2 ppts	(1.5)ppts
Search & news ad revenue YoY (FXN, %)	9	5	3.9 ppts	(14.0)ppts	9		8	1	7.3 ppts	(1.0)ppts
Gross profits	56,058	55,516	1	16	54,450	3	57,750	59,863	(4)	3
Operating income	38,398	36,845	4	20	36,600	5	38,400	39,207	(2)	0
Productivity & Business Processes	20,973	19,971	5	21				21,016		
Intelligent Cloud	13,753	13,568	1	24				14,909		
More Personal Computing	3,672	3,230	14	4				3,136		
Pretax Income	39,340	37,122	6	25				39,137		
Tax (GAAP)	7,562	7,084	7	36				7,466		
Net income	31,778	29,944	6	23				31,587		
EPS (US\$)	4.27	4.01	6	23				4.24		
Capex (Incl. finance leases)	31,900	34,903	(9)	49			40,000	37,481	7	30
Gross margin (%)	67.6	68.2	(0.5)ppts	(1.1)ppts	67.1	0.6 ppts	66.2	68.2	(2.0)ppts	(1.4)ppts
OP margin (%)	46.3	45.2	1.1 ppts	0.7 ppts	45.1	1.3 ppts	44.0	44.6	(0.6)ppts	(2.3)ppts
Productivity & Business Processes	59.9	58.0	1.9 ppts	1.9 ppts				57.0		
Intelligent Cloud	39.7	39.5	0.1 ppts	(1.8)ppts				39.7		
More Personal Computing	27.8	25.5	2.4 ppts	1.5 ppts				23.4		
Tax rate (%)	19.2	19.1	0.1 ppts	1.5 ppts	19	0.2 ppts	19.0	19.1	(0.1)ppts	(0.2)ppts
Net margin (%)	38.3	36.8	1.6 ppts	1.5 ppts				36.0		

資料來源: Visible Alpha; 凱基

備註: 財年止於 6 月

### Amazon 財報會議摘要

- AMZN 公布 1Q26 財報, AWS 年增 28%(加速 4.8ppts、為近 15 季最快)優於市場共識(+27%)且 Trainium 累計 revenue commitment 一舉跳升至 US\$225bn, 惟 2Q26 OPI 財測中值 US\$22bn 低於市場共識 4%, 主要受 Amazon Leo 帶來 US\$1bn YoY 增量費用、SBC seasonal step-up 與燃油通膨拖累**
- AWS 相關: 1) AWS rev US\$37.6bn(YoY +28%加速 4.8ppts, vs. 共識 +27%), AI rev run-rate >US\$15bn, Bedrock 客戶花費 QoQ +170%、1Q26 處理 token 超過過去所有年加總; Trn2 「largely sold out」、Trn3 自 2026 年初出貨 「nearly fully subscribed」、Trn4 距 broad availability 仍 18 個月 「much already reserved」 論述與先前大致相同; 2) AWS OPM 37.7%優於市場預期 3ppts; 3) 1Q26 backlog US\$364bn(vs. 共識 US\$281bn), 且不含近期宣布的 Anthropic >US\$100bn 合約, Trainium 累計 revenue commitment >US\$225bn(含 Anthropic/OpenAI/Uber 總計 multi-year + multi-GW 合約); 4) 自研晶片 run-rate 達 US\$20bn(YoY 三位數成長); 管理層提示若按獨立 chip co. 模式 (外售給 AWS 與第三方) run-rate 為 US\$50bn, 關於 「外售 racks」 可能性管理層回覆 「I do think that's very much a possibility... over the next couple of years」。META 承諾使用 tens of millions of Graviton cores 支援 agentic AI 後段 CPU-intensive workloads**
- 電商/廣告 & 其他焦點: 1) Online Stores 動能加速: Units YoY +15%(COVID 後最高), outbound shipping +12% YoY、fulfillment +9% YoY 均低於單位成長 → 持續展現規模 leverage。NA OPI US\$8.3bn(OPM 7.9%、QoQ -1.1ppts、YoY +1.6ppts); International OPI US\$1.4bn(OPM 3.6%、QoQ +1.5ppts、YoY +0.5ppts), Intl 連續**

第三季擴張。2) Ads US\$17.2bn(ccYoY +22%)，與 Netflix(Amazon Audiences)、Comcast、Samsung TV 深化合作，AI 端推 Creative Agent 擴 7 國、Rufus sponsored prompt 約 20% 互動 shopper 持續品牌對話。3) Agentic / consumer AI tracking：Rufus MAU YoY +115%、engagement YoY +400%(vs. 上季 MAU +140%、engagement +210% engagement 進一步加速)；4) 2Q26 rev guide US\$194-199bn(中值 US\$196.5bn、YoY +17%)，優於市場共識(US\$189bn)4%，FX 逆風約 10bps(vs. 1Q FX 順風 180bps)，Prime Day 自 3Q 部分前移至 2Q 提供時間性助益(2025 年 Prime Day 全在 3Q)。2Q26 OPI guide US\$20-24bn(中值 US\$22bn、YoY +15%)，低於市場共識(US\$22.85bn)4%；管理層拆解：(1) Amazon Leo US\$1bn YoY 增量費用、(2) SBC seasonal step-up、(3) 燃油通膨(部分由 FBA fuel surcharge 抵銷)

- Capex 相關：1Q26 cash CapEx US\$43.2bn(YoY +76%、QoQ +22%)；表列 PP&E purchases US\$44bn 含 lease)，高於市場共識 US\$42bn/3%；2026 全年財測不變，管理層僅重申長期「投入規模顯著；continue to be confident in the long-term Capex investments」

**圖 3：Amazon 1Q26 財報結果及 2Q26 公司財測暨市場共識比較**

AMZN US US\$m	1Q26					2Q26F				
	Actual	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	181,519	(15)	17	176,000	3	196,500	188,959	4	8	17
Retail	125,044	(19)	12				129,808			
Online stores	64,254	(23)	12				65,909			
Physical stores	5,785	(1)	5				5,873			
3P seller services	41,578	(21)	14				44,528			
Subscription services	13,427	2	15				13,498			
AWS	37,587	6	28				38,956			
Ads	17,243	(19)	24				18,746			
other	1,645	(4)	25				1,566			
By market (Retail & Other)										
North America	104,143	(18)	12				109,499			
International	39,789	(22)	19				40,685			
Gross profits	94,056	(9)	20				99,186			
Operating income	23,852	(5)	30	19,000	26	22,000	22,848	(4)	(8)	15
North America	8,267	(28)	42				8,502			
International	1,424	37	40				1,637			
AWS	14,161	14	23				12,880			
Pretax Income	39,834	50	84				23,553			
Tax (GAAP)	9,560	93	110				4,095			
Net income	30,255	43	77				19,485			
EPS (US\$)	2.78	43	75				1.78			
Capex	43,998	22	76				47,667			
Gross margin (%)	51.8	3.3 ppts	1.3 ppts				52.5			
OP margin (%)	13.1	1.4 ppts	1.3 ppts	10.8	2.3 ppts	11.2	12.1	(0.9)ppts	(1.9)ppts	(0.2)ppts
North America	7.9	(1.1)ppts	1.6 ppts				7.8			
International	3.6	1.5 ppts	0.5 ppts				4.0			
AWS	37.7	2.6 ppts	(1.8)ppts				33.1			
Tax rate (%)	24.0	5.4 ppts	3.0 ppts				17.4			
Net margin (%)	16.7	6.7 ppts	5.7 ppts				10.3			

資料來源：公司、Visible Alpha、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	230	20-25	電源供應器
智邦	2345 TT	增加持股	1,850		資料中心交換器
鴻海	2317 TT	增加持股	315	<10	資料中心交換器
英業達	2356 TT	持有	47	<10	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	405	<10	伺服器原廠委託設計代工
台光電	2383 TT	增加持股	5,485	<10	銅箔基板
信邦	3023 TT	增加持股	336	<5	物流
世芯-KY	3661 TT	增加持股	4,590	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	6,500	45-50	伺服器原廠委託設計代工
勤誠	8210 TT	增加持股	1,500	40-50	伺服器機殼
川湖	2059 TT	增加持股	5,100	<10	滑軌

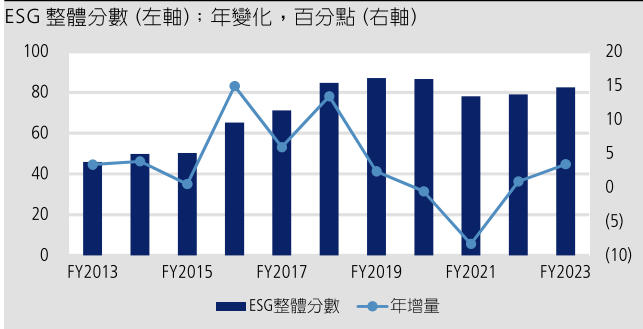
資料來源：凱基

圖 5: Microsoft 台股供應鏈

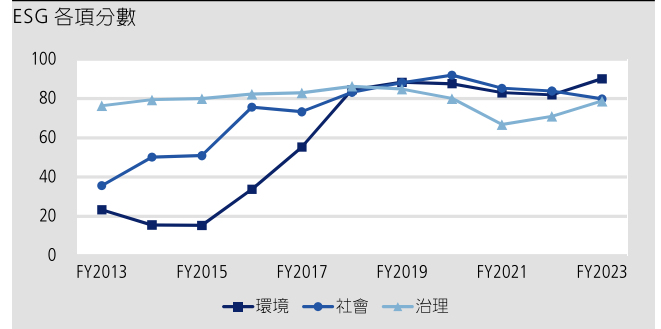
公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
光寶	2301 TT	增加持股	230	10	伺服器電源
鴻海	2317 TT	增加持股	315	10-15	伺服器原廠委託設計代工
英業達	2356 TT	持有	47	<10	伺服器原廠委託設計代工
金像電	2368 TT	增加持股	1,100	<10	印刷電路板
廣達	2382 TT	增加持股	4	<20	伺服器原廠委託設計代工
群光	2385 TT	持有	126	10-15	遊戲機
創意	3443 TT	增加持股	5,245	5-10	設計服務
和碩	4938 TT	持有	81	10-15	遊戲機
緯穎	6669 TT	增加持股	6,500	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

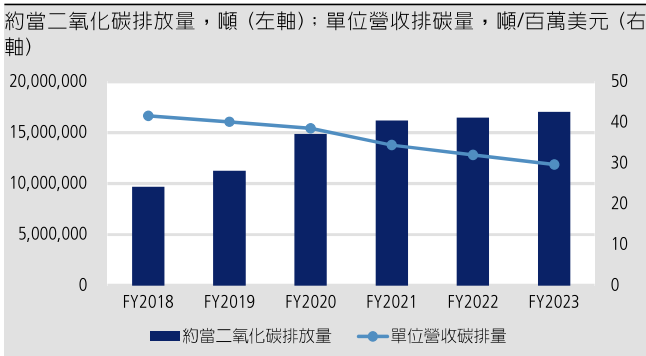
## Amazon (AMZN US)

**圖 6：Amazon – ESG 整體分數**


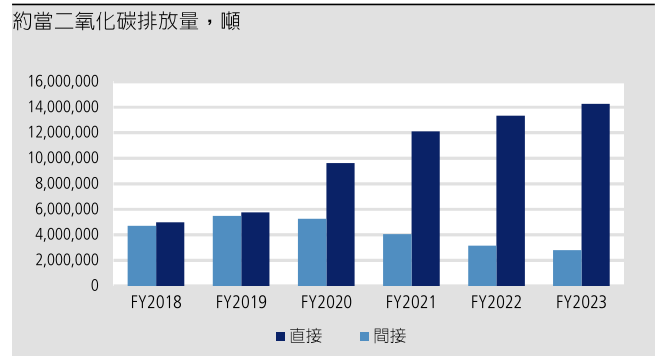
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 7：Amazon – ESG 各項分數**


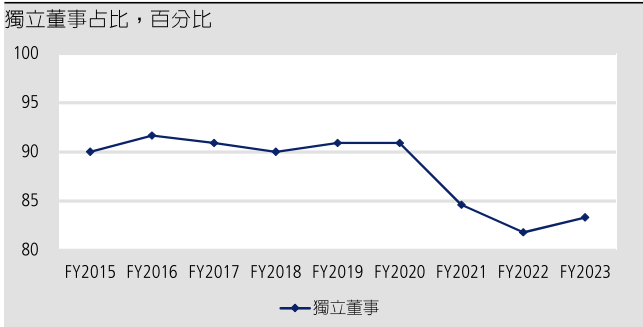
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 8：Amazon – 碳排量**


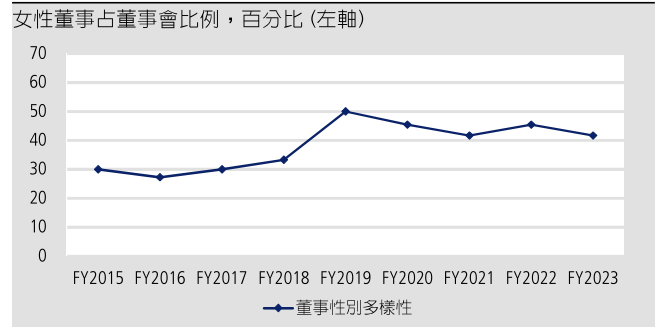
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 9：Amazon – 碳排量**


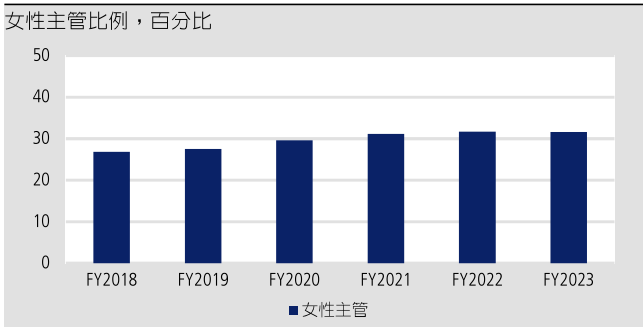
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 10：Amazon – 獨立董事**


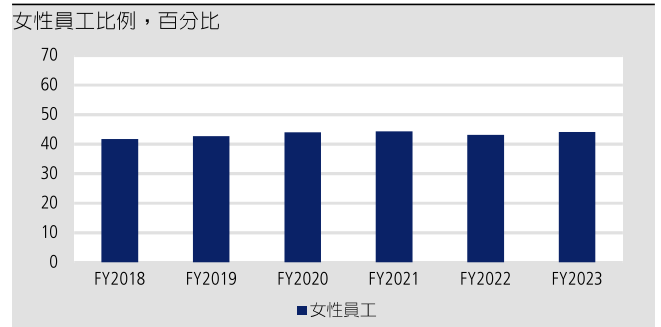
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 11：Amazon – 董事性別多樣性**


資料來源：Refinitiv、公司資料

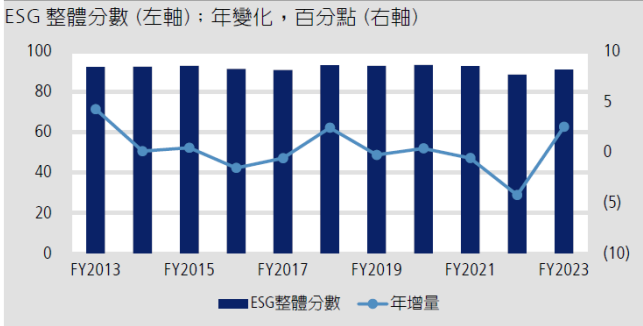
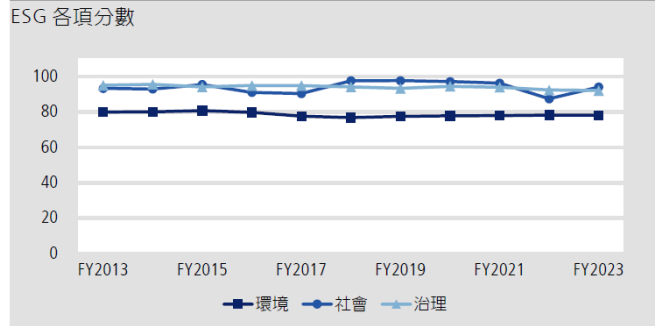
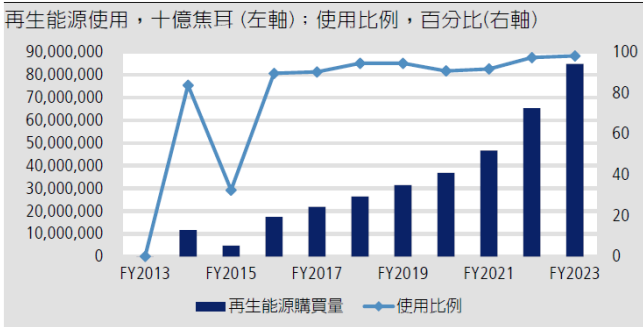
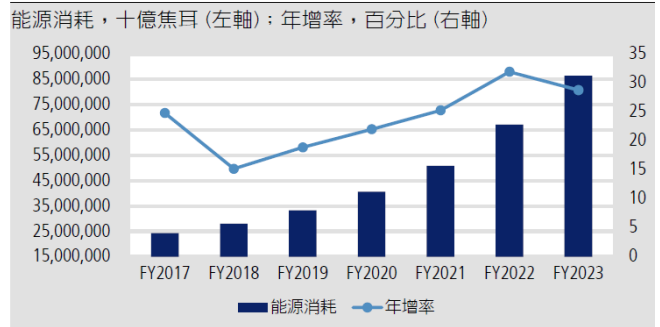
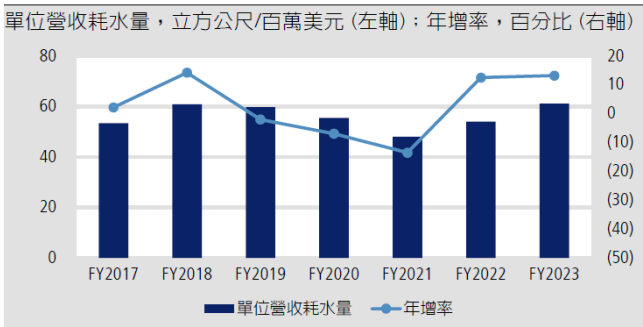
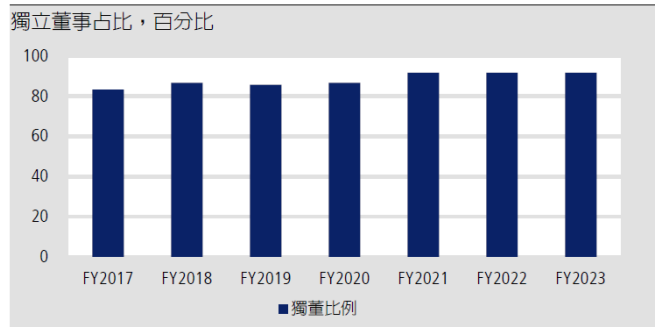
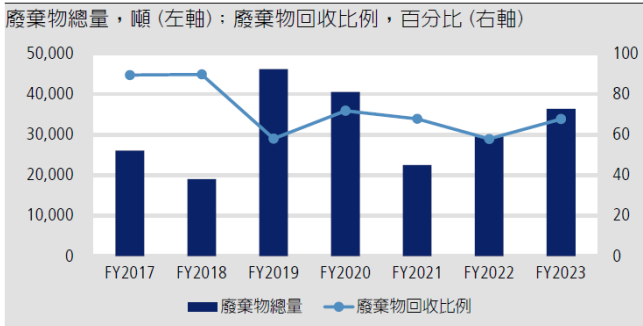
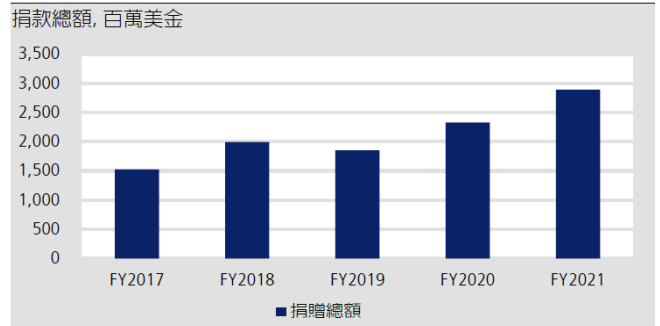
**圖 12：Amazon – 性別多樣性**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 13：Amazon – 性別多樣性**


資料來源：Refinitiv、公司資料

## Microsoft (MSFT US)

**圖 14 : Microsoft – ESG 整體分數**

**圖 15 : Microsoft – ESG 各項分數**

**圖 16 : Microsoft – 再生能源使用**

**圖 17 : Microsoft – 能源消耗**

**圖 18 : Microsoft – 耗水量**

**圖 19 : Microsoft – 獨立董事**

**圖 20 : Microsoft – 廢棄物回收總量**

**圖 21 : Microsoft – 捐款**


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](http://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之任何證券持倉。