動態更新 軟體 · 美國

Microsoft

(MSFT.O/MSFT US)

增加持股・維持

收盤價 October 20 (US$)	532
3 個月目標價 (US$)	556
12 個月目標價 (US$)	630
前次目標價 (US$)	585
調升 (%)	7.7
上漲空間 (%)	18.4

焦點內容

1. OpenAI 勢頭強勁帶動 Azure 持續加速成長。
2. 營收認列重分類 + 商業模式轉換 = M365 商用雲營收成長持續。
3. 資本支出控管及 FCF 的優等生。

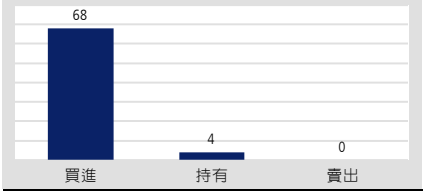
交易資料表

市值：(US$bn)	3,949.4
流通在外股數 (百萬股)：	7,426
機構持有比例 (%)：	78.2
3M 平均成交量 (百萬股)：	26.5
52 週股價 (低 \ 高) (US$):	349.2-553.7

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	33.7	25.4	2.7
相對表現 (%)	31.0	16.2	(11.8)

市場綜合評等

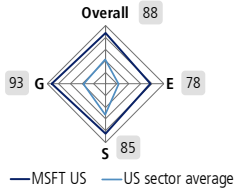
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	400	595	725
潛在報酬 (%)	(24.8)	11.8	36.3

資料來源：Bloomberg

ESG 分數圖



資料來源：Refinitiv、凱基

3Q26 財報前瞻：業務重分類開啓 Agents & Infra 新世代

重要訊息

Microsoft 預計於香港時間 10/29 凌晨公布 1Q FY27(財年止於 6 月)財報。

評論及分析

OpenAI 勢頭強勁帶動 Azure 持續加速成長。根據 Apptopia 數據顯示 ChatGPT 行動裝置 DAU 市占率在 6 月底開始回升，ChatGPT Work/Codex 用戶數於 10M26 達 4 千萬人(vs. 7 月底 1 千萬人成長 3x)，我們以 OpenAI 6 月底/9 月底/12 月底年化營收 Run-rate US$30/50/75bn 測算，2Q/3Q/4Q26 營收約 US$7/10/17bn 水平，其中約 80%為推論+訓練算力及渠道+分潤費用(vs. Anthropic 40-50%)，而 Azure 為主要算力供應商及銷售渠道。同時，根據媒體揭露 Anthropic S-1 顯示該司對 Azure 的算力承諾約 US$31.4bn 並於 C4Q26 開始認列。我們看好 Azure 於 C2H26-2027 持續加速成長，且 4M26 取消 AOAI 分潤後享有 OPM 順風優勢。

營收認列重分類 + 商業模式轉換 = M365 商用雲營收成長持續。公司於 9M26 公告業務及營收認列重分類，FY27 新分類為 2 大業務 Agents & Infra 及 Devices & Consumer，其中反映 AI 應用成長動能之 M365 Commercial Cloud 營收除了 M365 Copilot 外亦包含 GitHub Copilot 及 Security Copilot，4Q FY26 M365 Copilot 訂戶數季增 10mn 達 30mn 加速成長，我們樂觀看待滲透率達 7%開始進入反曲點，而 Copilot Cowork/GitHub Copilot 於 7/1 及 6/1 轉向 UBP 增加商業模式彈性與營收成長持續性。

資本支出控管及 FCF 的優等生。根據公司 10M26 公告顯示該司全球資料中心容量將從現有的 12GW 在 2032 年前擴充至 38GW+，大致符合我們的預估存量及每年 4-5GW 新增建置量的節奏，我們估算 MSFT 2027 每 GW 建置成本 US$50-55bn 下緣，預期該司 CY27 資本支出約落在 US$250bn，略高於市場共識 5%，FCF 表現亦優於其他 CSP。

投資建議

我們維持 Microsoft「增加持股」評等並上調目標價至 630 美元，係基於 FY27 GAAP 每股盈餘 32 倍換算。正向看待該司短中期防禦性。

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-24A	Jun-25A	Jun-26A	Jun-27F	Jun-28F
營業收入 (US$百萬)	245,122	281,724	331,839	391,193	467,718
營業毛利 (US$百萬)	171,008	193,893	225,465	258,533	303,778
營業利益 (US$百萬)	109,433	128,528	155,237	181,726	216,448
EBITDA (US$百萬)	131,720	157,961	198,685	238,221	289,178
稅後淨利 (US$百萬)	88,136	101,832	133,749	146,382	174,322
每股盈餘 (US$)	11.80	13.64	17.95	19.69	23.46
營業收入成長率 (%)	15.7	14.9	17.8	17.9	19.6
每股盈餘成長率 (%)	21.8	15.6	31.6	9.7	19.2
毛利率 (%)	69.8	68.8	67.9	66.1	64.9
營業利益率 (%)	44.6	45.6	46.8	46.5	46.3
EBITDA margin (%)	53.7	56.1	59.9	60.9	61.8
淨負債比率 (%)	9.1	2.9	2.3	1.5	(1.0)
股東權益報酬率 (%)	32.8	29.6	30.2	26.5	25.4

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：財年止於 6 月

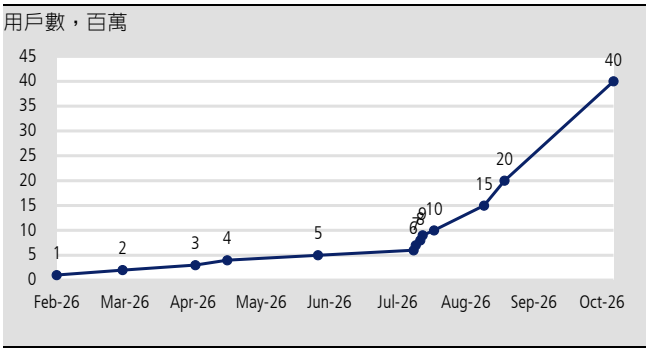
圖 1: 公司主要營運數據 – 市場共識及 2 個月修正方向

CY FY (Ends of June)	3Q25 1Q26	4Q25 2Q26	1Q26 3Q26	2Q26 4Q26	3Q26F 1Q27F	4Q26F 2Q27F	1Q27F 3Q27F	2Q27F 4Q27F	2026	2027F	2028F
Revenue ccYoY											
Agents & Infra revenue YoY	22	22	23	23	23	23	24	23	23	23	24
Azure ccYoY	39	38	39	42	45	45	44	43	40	45	40
M365 commercial cloud ccYoY	15	15	16	15	17	17	18	19	15	18	16
M365 consumer cloud ccYoY	25	27	29	22	16	11	11	9	26	12	8
Productivity & server licensing Yo	8	6	0	7	(2)	(2)	(2)	(7)	5	(4)	(1)
Industry solutions cloud YoY	11	12	14	10	9	9	8	8	12	8	7
Devices & Consumer revenue YoY	6	(0)	1	(1)	(6)	(3)	(2)	(0)	1	(3)	2
Search & advertising YoY	15	11	12	11	7	7	7	7	12	7	6
Windows OEM & devices ccYoY	6	0	(3)	(7)	(21)	(19)	(17)	(11)	(1)	(17)	(0)
Xbox content & services ccYoY	0	(6)	(7)	(10)	(6)	(4)	(1)	(0)	(6)	(2)	2
Total revenue ccYoY	17	15	15	17	17	18	20	20	16	19	21
OPM / GM											
A&I	53	51	50	49	52	50	49	48	51	50	49
D&C	33	30	30	25	32	30	29	25	30	29	29
GM (overall)	69	68	68	67	67	66	66	65	68	66	65
OPM (overall)	49	47	46	45	48	47	46	45	47	46	46
Commercial Cloud - RPO(US$bn)	392	625	627	678	669	680	695	721	678	729	760
YoY(%)	51	110	99	84	71	9	11	6	84	7	4
cRPO/RPO (%)	40	25	25	30	32	37	42	45	30	45	46
Revenue	77,673	81,273	82,886	90,007	90,638	95,601	98,228	106,736	331,839	391,193	467,718
Capex (incl. lease)	34,900	37,500	31,900	41,000	51,684	52,822	55,726	59,871	145,300	220,364	249,483
D&A	8,147	9,198	10,167	11,022	12,932	13,354	14,406	15,619	43,448	56,313	72,376
Capex/Revenue	45	46	38	46	57	55	57	56	44	56	53
D&A/Revenue	10	11	12	12	14	14	15	15	13	14	15
GAAP EPS	3.72	5.16	4.27	4.81	4.71	4.84	4.90	5.20	17.95	19.69	23.46
FCF margin	33	7	19	22	10	0	6	12	20	7	9
Revision (1 months ago)											
Agents & Infra revenue YoY					0	0	(0)	(1)		(0)	(0)
Azure ccYoY					(0)	(0)	(0)	(0)		(0)	(1)
M365 commercial cloud ccYoY					1	1	1	1		1	1
M365 consumer cloud ccYoY					(1)	(1)	(1)	(1)		(2)	(0)
Productivity & server licensing YoY					0	0	0	0		0	(0)
Industry solutions cloud YoY					(0)	(0)	0	0		(0)	(0)
Devices & Consumer revenue YoY					0	(0)	1	1		0	2
Search & advertising YoY					1	0	0	(0)		0	(0)
Windows OEM & devices ccYoY					0	1	1	2		(7)	0
Xbox content & services ccYoY					0	2	2	2		3	(0)
Total revenue ccYoY					0	0	0	0		0	1
OPM / GM											
A&I					(0)	(0)	1	1		0	0
D&C					(1)	(2)	(2)	(2)		(1)	(1)
GM (overall)					(0)	(0)	0	0		(0)	0
OPM (overall)					(0)	(0)	0	(0)		0	(0)
Commercial Cloud - RPO(US$bn)					(3)	(3)	(2)	(1)		0	0
YoY(%)					(5)	(3)	(2)	(1)		0	0
cRPO/RPO (%)					1	1	1	0		(0)	(0)
Revenue					(0)	0	0	0		0	0
Capex (incl. lease)					(0)	0	0	(1)		(0)	(1)
D&A					0	(0)	0	0		0	0
Capex/Revenue					(0)	0	0	(1)		(0)	(1)
D&A/Revenue					0	(0)	(0)	(0)		(0)	(0)
GAAP EPS					(0)	0	0	0		0	0
FCF margin					0	(0)	0	0		0	0

資料來源：Visible Alpha；凱基

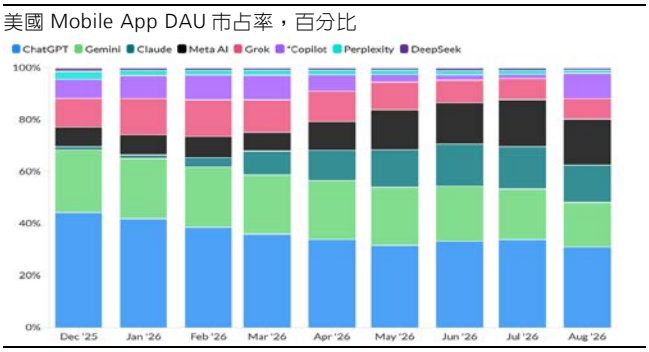
備註：綠底為凱基關注財報會議變化焦點

圖 2: 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 6-7 月回升



資料來源: Apptopia；凱基

圖 4: CSP 資料中心容量及新增量估算

		2024	2025	2026F	2027F	2028F
Capacity (GW)	AMZN	9	13	18	26	34
	GOOGL	4	6	11	19	29
	MSFT	5	8	12	16	21
	META	2	4	7	11	15
Additions (GW)	AMZN		4	6	8	8
	GOOGL		2	5	8	10
	MSFT		3	4	5	5
	META		1	3	4	4
Top 4 CSP total adds (GW)			11	17	24	27

資料來源：凱基

圖 5: CSP 資料中心建置方案比例估算

		2024	2025	2026F	2027F	2028F
AMZN	NVDA	85	75	60	50	40
	ASIC	15	25	40	50	60
	AMD	0	0	0	0	0
GOOGL	NVDA	80	76	64	35	25
	ASIC	20	24	36	65	75
	AMD	0	0	0	0	0
MSFT	NVDA	95	96	92	83	78
	ASIC	0	1	4	10	12
	AMD	5	3	4	7	10
META	NVDA	96	94	95	89	84
	ASIC	3	4	2	4	6
	AMD	1	2	3	7	10

資料來源：凱基

圖 6: 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	295	10	伺服器電源
鴻海	2317 TT	增加持股	330	10-15	伺服器原廠委託設計代工
英業達	2356 TT	持有	65	<10	伺服器原廠委託設計代工
金像電	2368 TT	增加持股	2,000	<10	印刷電路板
廣達	2382 TT	增加持股	500	<20	伺服器原廠委託設計代工
群光	2385 TT	持有	106	10-15	遊戲機
聯發科	2454 TT	增加持股	5,500	1-3	設計服務
創意	3443 TT	增加持股	5,870	5-10	設計服務
和碩	4938 TT	增加持股	100	10-15	遊戲機
緯穎	6669 TT	增加持股	3,000	30-40	伺服器原廠委託設計代工
川湖	2059 TT	增加持股	15,000	<10	滑軌

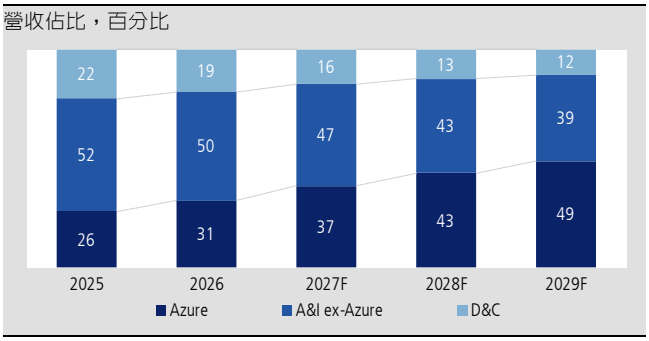
資料來源：凱基

圖 7: 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，2026 年的營收組成為 Azure（31%）、A&I ex-Azure（50%）、D&C（19%）。

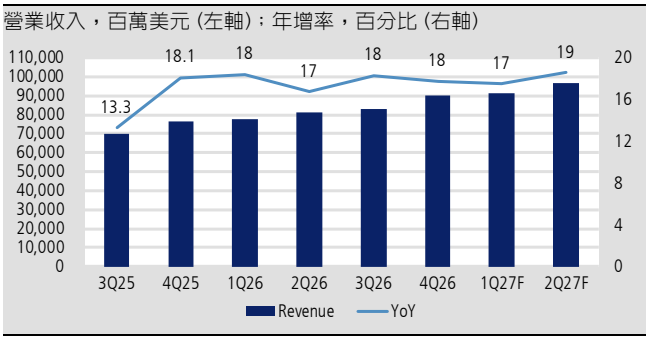
資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 各類產品營收佔比



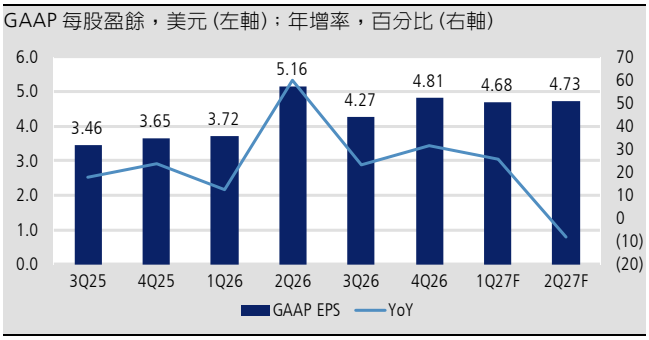
資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 9: 營業收入與年增率



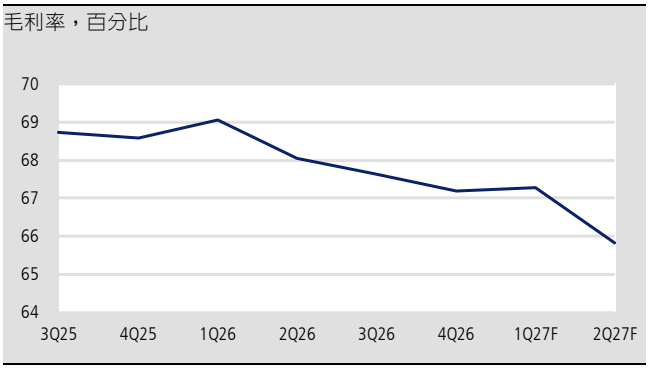
資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 10: GAAP 每股盈餘與年增率



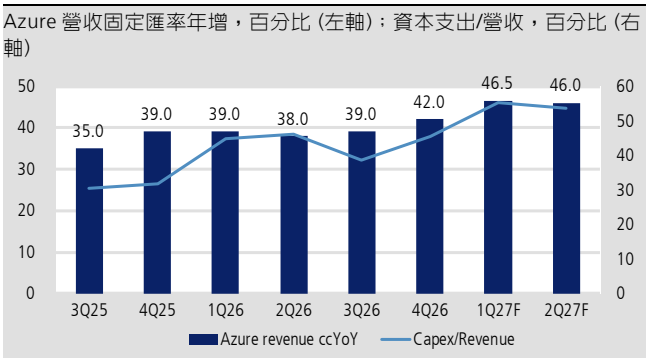
資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 11: 毛利率



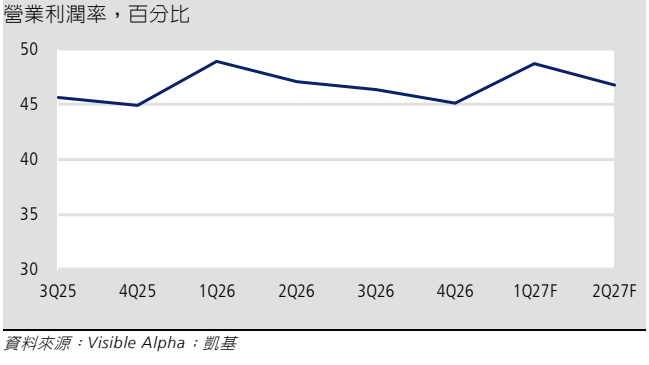
資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 12: Azure 營收固定匯率年增與資本密集度



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 13: 營業利潤率



資料來源：Visible Alpha；凱基

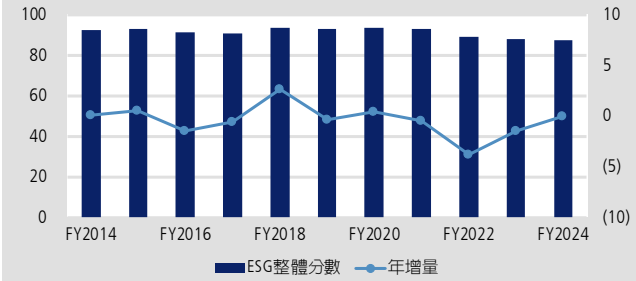
圖 14: 未來 12 個月預估 PE



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 15：ESG 整體分數

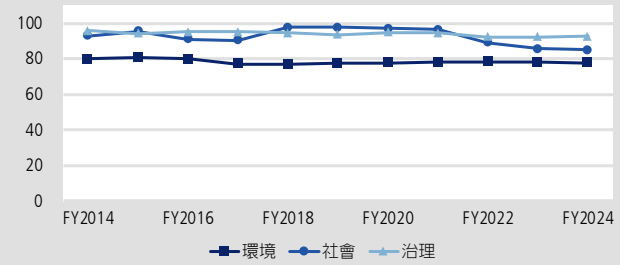
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：ESG 各項分數

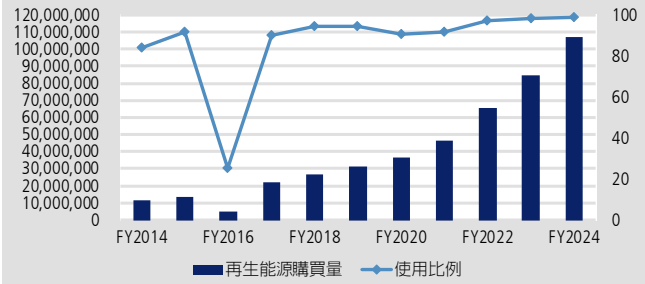
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：再生能源使用

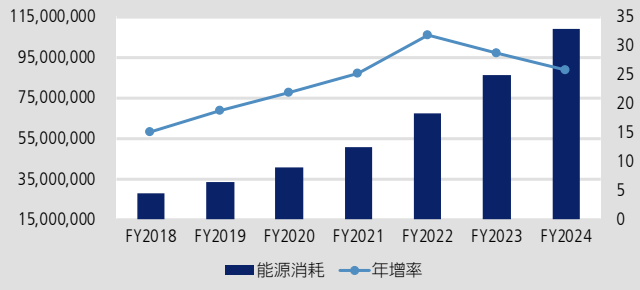
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)；使用比例，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：能源消耗

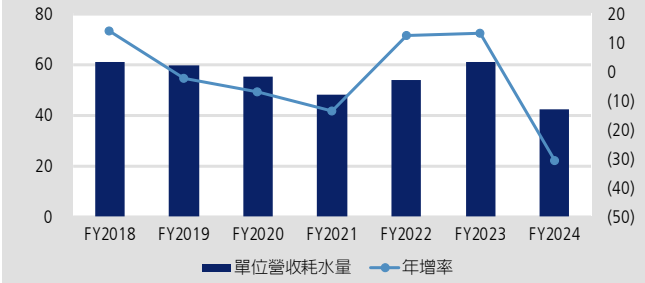
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：耗水量

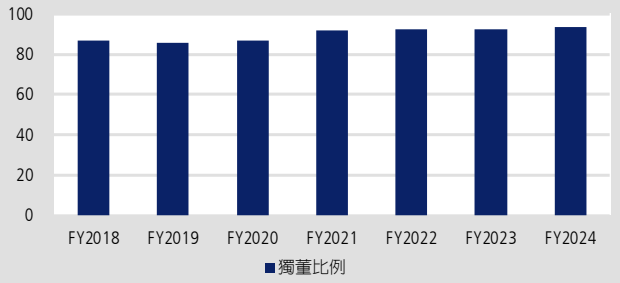
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：獨立董事

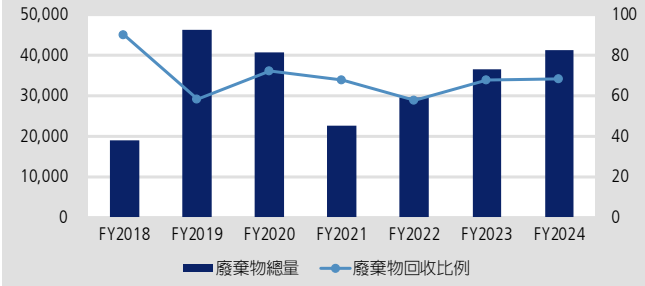
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：廢棄物回收總量

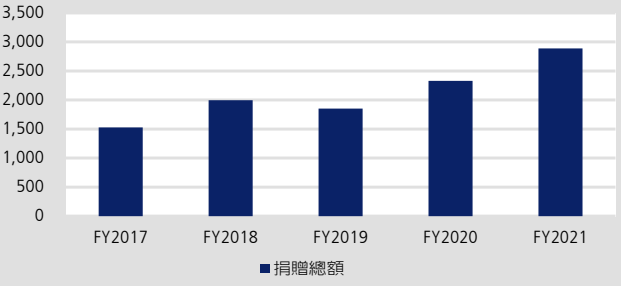
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：捐款

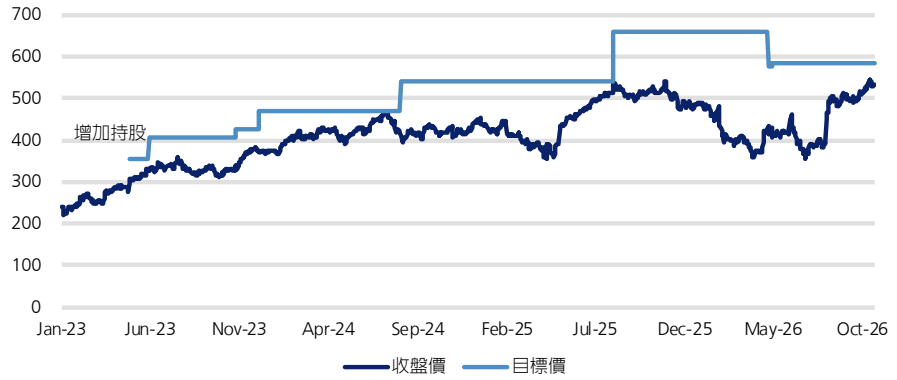
捐款總額, 百萬美金



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、保護公衆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俱生態效率的解決方案

微軟 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-04-28	增加持股	355	305
2023-05-30	增加持股	405	333
2023-10-25	增加持股	425	331
2023-12-04	增加持股	470	375
2024-08-02	增加持股	540	417
2025-08-01	增加持股	660	534
2026-04-22	增加持股	575	424
2026-04-30	增加持股	585	424
2026-07-17	增加持股	585	401

資料來源：Bloomberg，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 • 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 • 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 • 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券集團未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

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。

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幷公正性、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，本行幷不另行通知。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，幷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。