

軟體產業：2Q25 財報

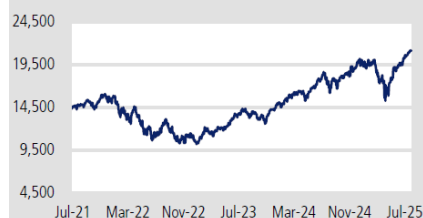
雲服務再次繳出驚艷成績，2H25 AI 持續供不應求

焦點內容

1. 雲服務：數位轉型需求及 AI 算力供給增加雙重效益。
2. MSFT：M365 Copilot 及 Microsoft Fabric 表現亦亮眼。
3. AMZN：電商及廣告表現強勁。

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(美；AMZN US)及 Microsoft(美；MSFT US)公佈 C2Q25 財報，大致符合雲服務及 AI 需求強勁，電商消費動能未顯疲態之觀點。

評論及分析

雲服務：數位轉型需求及 AI 算力供給增加雙重效益。財報通讀：Azure(年增加速 4ppts；優於共識 5ppts) > Google Cloud(年增加速 4ppts；優於共識 4%) > AWS(年增持平；大致符合共識)。焦點：(1)AI 需求較預期強勁，算力供給陸續釋出：AWS/GCP/Azure 皆提及 AI 需求較預期強勁，2H25 持續供不應求(論調與上季相同但更堅定)。Azure 表示透過軟體優化的方式讓 tokens 輸出數量年增 90%，AWS 則表示伺服器組裝速度不如管理層預期，我們觀察到 AWS Backlog 年增 25%較 1Q25/4Q24 之 20/14%加速成長，Backlog 年增率與營收年增率落差擴大至 8ppts 為 CSP 之最呼應算力供不應求拖累論點；(2)non-AI 數位轉型需求強勁：Azure 提及 Nestle 將 200 個 SAP 系統/10k+伺服器/1.2PB 資料搬移至 Azure，堪稱史上最大規模上雲案例，GCP 亦有諸多大額訂單，AWS 則提及 non-AI 業務觀察到客戶重啟或加速雲端遷移(與上季相同論調)，我們認為 AWS 與整體支出環境轉向觀望連動性較高，故表現短暫落後同業；(3)利潤率表現平穩，Google Cloud 利潤率優於預期 4ppts，MSFT IC 則大致符合預期，AWS 雖劣於預期 3ppts 係來自於折舊和季節性的 SBC 認列，緩解投資人對於資本支出擴張的 ROIC 擔憂。

MSFT：M365 Copilot 及 Microsoft Fabric 表現亦亮眼。我們 2025/2H25 展望首選 MSFT 的投資論述持續發酵，包含：(1) M365 commercial(反映 E5 升級和 Copilot 加購)年增 16%較上季加速成長 1ppts 優於市場預期 3ppts，管理層指出 M365 Copilot 席次採購為歷來最多的一季，Copilot Apps 家族(應包含 Copilot Chat)在商用和消費者的 MAU 達 100mn+；(2) MSFT Fabric 營收年增 55%，用戶數達 25k 家，管理層表示為史上成長最快的資料產品，此外 Azure Databricks, Snowflake on Azure 皆有加速。

AMZN：電商及廣告表現強勁。Amazon 2Q25 營收/OPM 優於預期 4%/1ppts，其中以電商及廣告營收優於預期 4/5%，北美及國際業務 OPM 優於預期 2/2%較為亮眼。3Q25 營收財測優於預期 2%，OPM 財測低於預期 1ppts，我們觀察過往 AMZN 在購物旺季(Prime day, BFCM 季度)利潤率因物流、折扣等 OPM 財測風格通常較為保守，關稅部分管理層表示未看到 1H25 有顯著的價格提高或銷售下滑，呼應凱基 2Q25 財報前瞻觀察。

投資建議

我們對 CSP 偏好排序大致維持 2025/2H25 度展望觀點：Microsoft(Azure, Copilot, Fabric, Cybersec 產業地位最佳) > Amazon(性價比優勢+評價吸引力) > Alphabet(AI Search+監管擔憂逐漸去風險) > Meta(中性看待 Meta AI+評價相對偏高)，後兩者排序調整係因評價考量。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)	706,613	775,787	2	3									
Gross profit (US\$mnn)	347,031	390,929	3	4									
Operating profit (US\$mnn)	80,778	97,325	3	3	OP	234	2,485	280	20	230	22	FY26 35x PE 2yr +1std.	FY26 30x PE 5yr -1std.
EBITDA (US\$mnn)	166,602	197,814	4	9									
Net income (US\$mnn)	72,527	83,986	9	6									
EPS (US\$)	6.70	7.69	9	7									
Microsoft (FY ends Jun.)													
	FY26	FY27											
Revenue (US\$mnn)	320,973	367,061	2	4									
Gross profit (US\$mnn)	220,668	253,969	2	3									
Operating profit (US\$mnn)	146,823	169,150	4	4	OP	534	3,966	660	24	540	22	FY27 36x PE 5yr +2std	FY27 30x PE 5yr avg.
EBITDA (US\$mnn)	190,342	221,197	8	9									
Net income (US\$mnn)	116,174	135,591	3	4									
EPS (US\$)	15.57	18.23	3	3									

資料來源：凱基

Microsoft 財報會議摘要

- MSFT 公布 F4Q25(FY ends Jun.)財報盤後上漲 8%，係因財報及財測優於預期。F4Q25 營收及 EPS 優於市場預期 3/8%，三大業務表現皆亮眼，Azure 年增 39%較上季加速成長 4ppts 優於市場預期 5ppts，Azure FY25 年營收 US\$75bn(占比 IC 業務/總營收 71/27%)，M365 commercial(反映 E5 升級和 Copilot Add-on)年增 16%較上季加速成長 1ppts 優於市場預期 3ppts vs. Seats 年增 6%。焦點：
 - 1) GPT-4 系列透過軟體優化使推論效率提升 90%(相同 GPU 下增加 90%的 tokens 輸出) vs. 一年前，整體 AI 表現與管理層預期相符；
 - 2) M365 Copilot 席次採購為歷來最多的一季，Barclays 採購量由 15k 上升到 100k, UBS 由 55k 上升到全部員工，其他也有更多超過 25k 採購量的客戶，Copilot Apps 家族在商用和消費者的 MAU 達 100mn+；
 - 3) Microsoft Fabric 營收年增 55%，用戶數達 25k 家，為史上成長最快的資料產品，Azure Search+Fabric+CosmosDB 組合讓 AI 應用開發變得非常快速，Azure Databricks, Snowflake on Azure 皆有加速，CosmosDB 記錄著 ChatGPT 的聊天紀錄、使用者資料和對話狀態，Azure PostgreSQL 則記錄著 ChatGPT 運作和開發者 API 的 metadata；
 - 4) Nestle 將 200 個 SAP 系統/10k+伺服器/1.2PB 資料搬移至 Azure，堪稱史上最大規模上雲案例
- 財測：1) F1Q26 營收財測優於預期 3%，Azure 年增 37%雖減速 2ppts 但優於市場預期 4ppts，M365 commercial 年增 14%減速 2ppts 但優於市場預期 1ppts；2) F1Q26 OPM 財測優於市場預期 1ppts；3) FY26 營收財測年增雙位數；4) FY26 OPI 年增雙位數、OPM 年持平；
- 資本支出：1) F4Q25 年增 27%高於市場預期 4%，半數以上用於長期資產；2) FY26 較 FY25 溫和成長(moderate)，較高比重投資於短期資產，F1H26 成長高 F2H26，F1H26/C2H25 仍有算力供不應求的問題；3) 過去一年增加 2GW 資料中心容量，全區支援液冷散熱。

圖 2: Microsoft 4Q FY25 財報結果及 1Q FY26 財測暨市場共識比較

MSFT US (FY ends June)	4Q25						1Q26F			
	Actual	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)	Guidance (Mid.)	Diff. (%)	Guidance (Mid.)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)
Revenue	76,441	73,911	3	18	73,700	4	75,250	73,291	3	(2)
Productivity & Business Processes	33,112	32,144	3	63	32,200	3	32,350	31,050	4	(2)
Intelligent Cloud	29,878	29,096	3	5	28,900	3	30,250	28,683	5	1
More Personal Computing	13,451	12,671	6	(15)	12,600	7	12,650	13,558	(7)	(6)
Key metrics (Restated @ 2024/8/21)										
Azure & other cloud services revenue YoY (FXN, %)	39	34	4.8 ppts	4.0 ppts	35		37	33	4.3 ppts	(2.0)ppts
M365 commercial cloud revenue YoY (FXN, %)	16	14	2.5 ppts	0.0 ppts	14		14	13	0.9 ppts	(2.5)ppts
Search & news ad revenue YoY (FXN, %)	20	13	7.0 ppts	4.0 ppts	18		14	13	0.5 ppts	(6.5)ppts
Gross profits	52,427	50,298	4	16	50,000	5	50,850	50,846	0	(3)
Operating income	34,323	31,961	7	23	31,950	7	35,100	33,743	4	2
Productivity & Business Processes	18,993	15,041	26	87				44,535		
Intelligent Cloud	12,140	11,883	2	(6)				12,577		
More Personal Computing	3,190	2,812	13	(35)				3,671		
Pretax Income	32,616	31,371	4	20				33,295		
Tax (GAAP)	5,383	5,879	(8)	3				6,172		
Net income	27,233	25,295	8	24				26,807		
EPS (US\$)	3.65	3.37	8	24				3.59		
Capex (Incl. finance leases)	24,200	23,165	4	27			30,000	24,206	24	76
Gross margin (%)	68.6	68.1	0.5 ppts	(1.0)ppts	67.8	0.7 ppts	67.6	69.4	(1.8)ppts	(1.0)ppts
OP margin (%)	44.9	43.2	1.7 ppts	1.8 ppts	43.4	1.5 ppts	46.6	46.0	0.6 ppts	1.7 ppts
Productivity & Business Processes	57.4	46.8	10.6 ppts	7.4 ppts				143.4		
Intelligent Cloud	40.6	40.8	(0.2)ppts	(4.5)ppts				43.8		
More Personal Computing	23.7	22.2	1.5 ppts	(7.3)ppts				27.1		
Tax rate (%)	16.5	18.7	(2.2)ppts	(2.6)ppts	19	(2.5)ppts	19.5	18.5	1.0 ppts	3.0 ppts
Net margin (%)	35.6	34.2	1.4 ppts	1.6 ppts				36.6		

資料來源：Bloomberg；凱基

Amazon 財報會議摘要

- AMZN 公佈 2Q25 財報盤後下跌 7%，係因 AWS 營收成長僅符合市場預期且 OPM 劣於預期。2Q25 營收/OPM 優於預期 4%/1ppts，其中以電商及廣告營收優於預期 4/5%，北美及國際業務 OPM 優於預期 2/2%
- 3Q25 營收財測優於預期 2%，OPM 財測低於預期 1ppts，我們觀察過往 AMZN 在購物旺季(Prime day, BFCM 時期)利潤率因物流、折扣等 OPM 財測風格通常較為保守，關稅部分管理層表示未看到 1H25 有顯著的價格提高或銷售下滑，2H25 可能有所改變但目前仍無法預測
- AWS 2Q25 營收大致符合市場預期，OPM 低於預期 3ppts：1) AI 業務達數十億美元，年增率維持三位數；2) GenAI 跟 non-GenAI 業務同步成長，許多客戶正在重啟或加速雲端轉型計劃；3) Backlog 年增 25% vs. 上季/上上季 20/14%加速成長，算力依然供不應求，尤其在伺服器端產量不如預期，需要幾個季度的時間去改善；4) 未來 80-90% GenAI 成本發生在推論，管理層認為 AWS ASIC 能發揮優勢，Anthropic 已經以 Trn2 為骨幹在訓練和部署模型；5) 2Q25 OPM 劣於預期來自於折舊以及季節性的 SBC 認列
- 資本支出：1) 2Q25 年增 83%高於市場預期 24%；2) 2H25 算力持續供不應求，將維持 3Q25 相同的資本支出水平，隱含 2H25 高於市場預期 19%。

圖 3：Amazon 2Q25 財報結果及 3Q25 公司財測暨市場共識比較

AMZN US US \$mn	2Q25							3Q25F				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	167,702	162,012	4	8	13	161,500	4	176,750	173,088	2	5	11
Retail	119,636	115,378	4	8	11				123,440			
Online stores	61,485	58,981	4	7	11				64,796			
Physical stores	5,595	5,491	2	1	7				5,500			
3P seller services	40,348	38,993	3	11	11				40,850			
Subscription services	12,208	11,914	2	4	12				12,294			
AWS	30,873	30,760	0	5	17				32,247			
Ads	15,694	14,981	5	13	23				16,659			
other	1,499	1,352	11	14	19				1,411			
By market (Retail & Other)												
North America	100,068	97,244	3	8	11				102,764			
International	36,761	34,179	8	10	16				38,115			
Gross profits	86,893	81,929	6	10	17				86,007			
Operating income	19,171	17,025	13	4	31	15,250	26	18,000	19,439	(7)	(6)	3
North America	7,517	5,566	35	29	48				6,462			
International	1,494	771	94	47	447				1,556			
AWS	10,160	10,877	(7)	(12)	9				11,695			
Pretax Income	20,857	17,671	18	(4)	37				20,423			
Tax (GAAP)	2,678	3,216	(17)	(41)	52				3,787			
Net income	18,164	14,212	28	6	35				16,310			
EPS (US\$)	1.68	1.32	28	6	33				1.51			
Capex	32,183	25,999	24	29	83			32,000	26,479	21	(1)	41
Gross margin (%)	51.8	50.6	1.2 ppts	1.3 ppts	1.7 ppts				49.7			
OP margin (%)	11.4	10.5	0.9 ppts	(0.4)ppts	1.5 ppts	9.4	2.0 ppts	10.2	11.2	(1.0)ppts	(1.2)ppts	(0.8)ppts
North America	7.5	5.7	1.8 ppts	1.2 ppts	1.9 ppts				6.3			
International	4.1	2.3	1.8 ppts	1.0 ppts	3.2 ppts				4.1			
AWS	32.9	35.4	(2.5)ppts	(6.5)ppts	(2.6)ppts				36.3			
Tax rate (%)	12.8	18.2	(5.4)ppts	(8.2)ppts	1.2 ppts				18.5			
Net margin (%)	10.8	8.8	2.1 ppts	(0.2)ppts	1.7 ppts				9.4			

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	142	10	電源供應器
智邦	2345 TT	增加持股	950		資料中心交換器
英業達	2356 TT	持有	45	<10	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	325	<10	伺服器原廠委託設計代工
台光電	2383 TT	增加持股	1140	<10	銅箔基板
聯發科	2454 TT	增加持股	1700	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	4020	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	3250	15-20	伺服器原廠委託設計代工
勤誠	8210 TT	增加持股	600	40-50	伺服器機殼

資料來源：凱基

圖 5：Microsoft 台股供應鏈

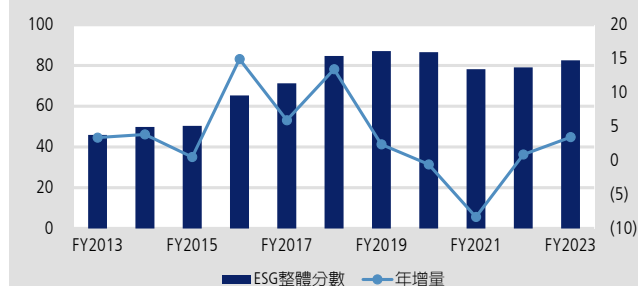
公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
光寶	2301 TT	增加持股	142	3-5	伺服器電源
英業達	2356 TT	持有	45	<10	伺服器原廠委託設計代工
金像電	2368 TT	增加持股	330	<10	印刷電路板
廣達	2382 TT	增加持股	325	<10	伺服器原廠委託設計代工
群光	2385 TT	增加持股	188	10-15	遊戲機
聯發科	2454 TT	增加持股	1,700	1-3	設計服務
創意	3443 TT	持有	1,360	5-10	設計服務
和碩	4938 TT	持有	90	10-15	遊戲機
緯穎	6669 TT	增加持股	3,250	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

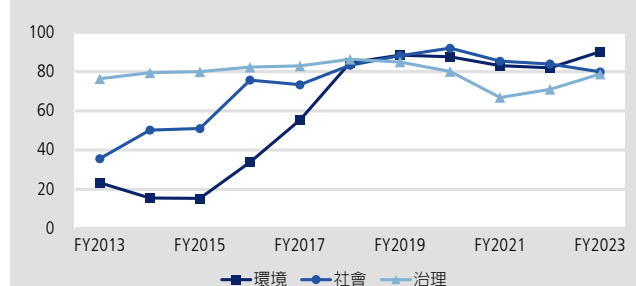
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 7：Amazon – ESG 各項分數

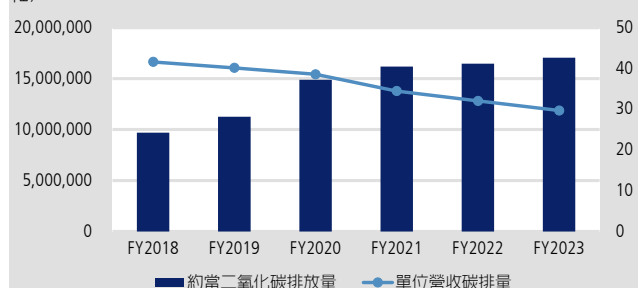
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 8：Amazon – 碳排量

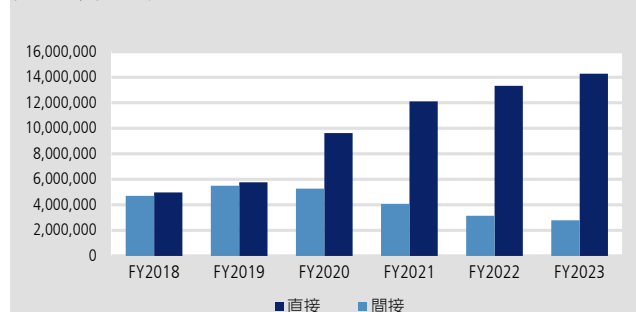
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 9：Amazon – 碳排量

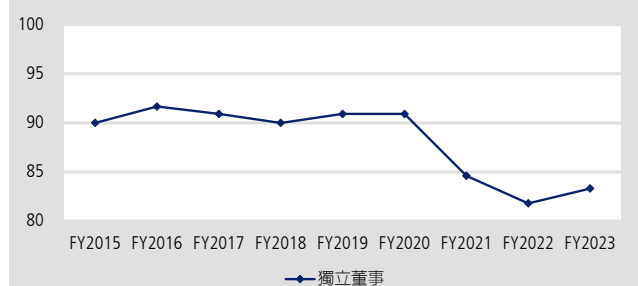
約當二氧化碳排放量，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 10：Amazon – 獨立董事

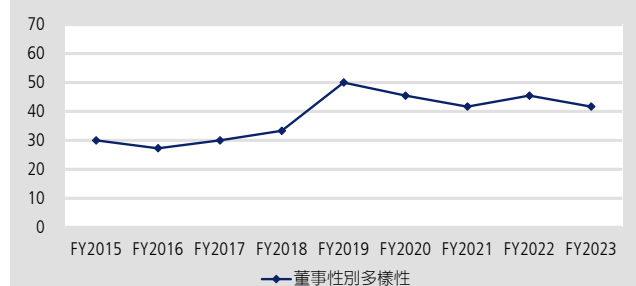
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：Amazon – 董事性別多樣性

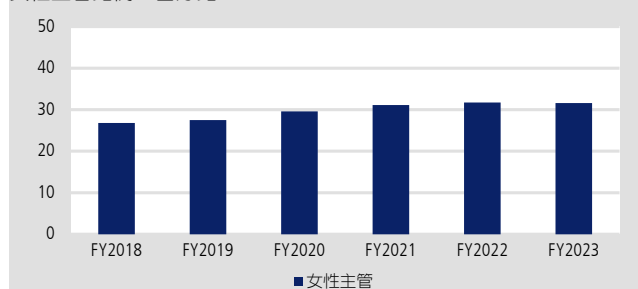
女性董事占董事會比例，百分比 (左軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：Amazon – 性別多樣性

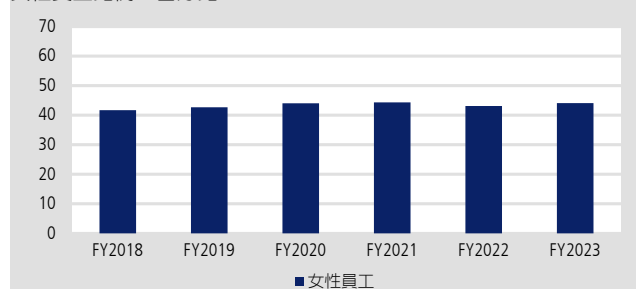
女性主管比例，百分比



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

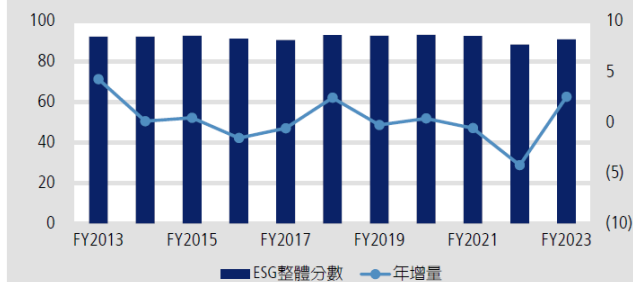


資料來源：Refinitiv、公司資料

Microsoft (MSFT US)

圖 14：Microsoft – ESG 整體分數

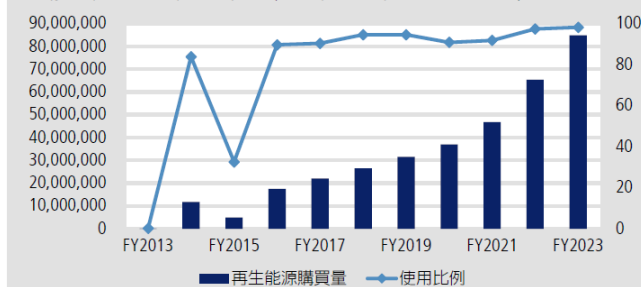
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Microsoft – 再生能源使用

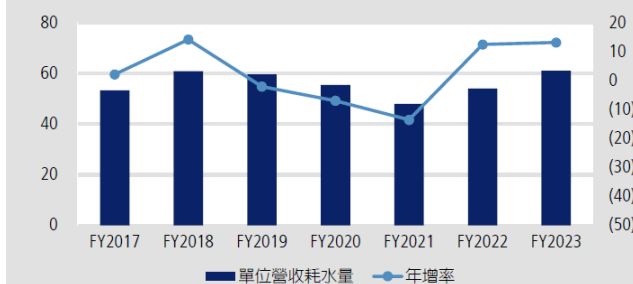
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)；使用比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：Microsoft – 耗水量

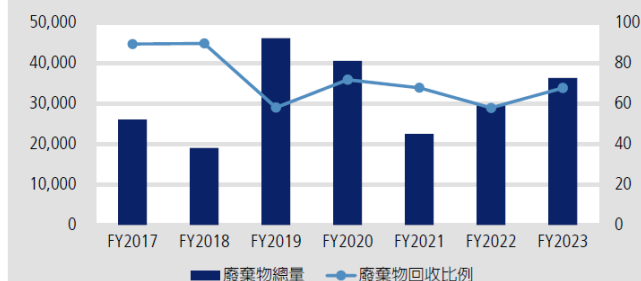
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 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

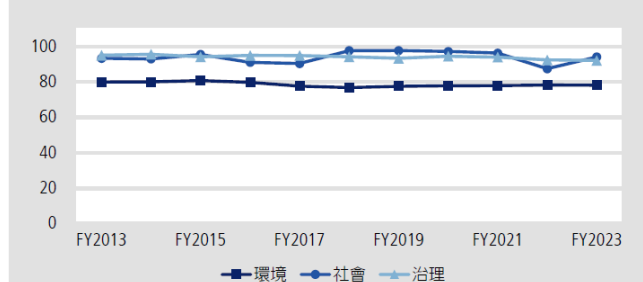
上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

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。

圖 15：Microsoft – ESG 各項分數

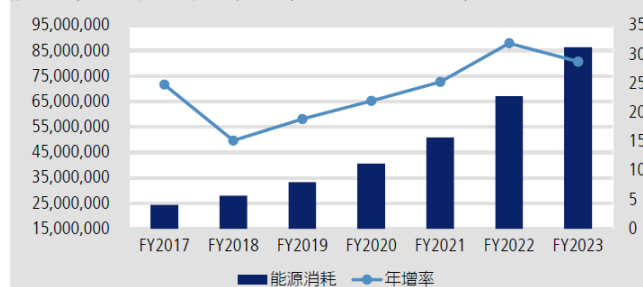
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：Microsoft – 能源消耗

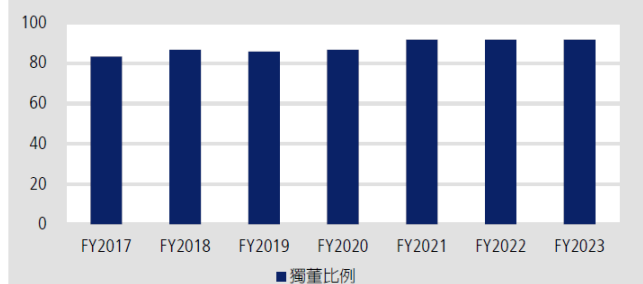
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：Microsoft – 獨立董事

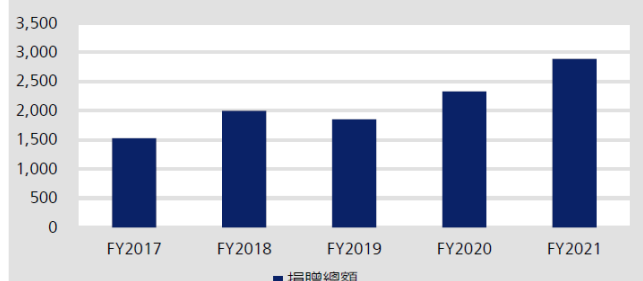
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：Microsoft – 捐款

捐款總額，百萬美金



資料來源：Refinitiv、公司資料