



〔投資研究報告〕

2026/6/23

微軟 (MSFT) 重資產折價 之壓力測試

目錄

- 一、折價本質：FCF 壓縮與估值乘數之傳導鏈
- 二、外部變現實證：Azure 動能與 RPO 虛胖陷阱
- 三、轉換風險：OpenAI 解除獨家與外移條件
- 四、定價權考驗：預算降級之極限測試
- 五、會計重力：折舊攀升與毛利率壓縮
- 六、交易儀表板與觸發條件

外部變現動能仍在，FCF 壓縮牽制估值乘數擴張

2026/6/23 新光投顧

微軟股價之定價核心已轉軌至「CapEx 週期下之自由現金流 (FCF) 折價是否過度」。股價自 2025 年 10 月高點約 555 美元下跌逾三成至現價約 379 美元 (年初至今約 -17.44%)。前瞻本益比落至約 22 倍之近年低區間；對比賣方共識目標價區間 560–587 美元 (52–55 家買進、0 賣出)，現價隱含約 50% 潛在空間。市場正剝奪其輕資產軟體倍數，以重資產 AI 基建營運商邏輯對其進行折價。

此折價具備實質財務依據：高達 1,900 億美元級距之 2026 曆年資本開支構成鉅額現金流出；融資租賃導入類債務槓桿；折舊壓力將使 Q4 營業利益率面臨下行；且 OpenAI 具備工作負載外移條件，構成合約餘額 (RPO) 的轉換風險。

然微軟仍具備同業難以複製之防禦與變現力。其 CapEx 主要由營運現金流與自有資金支應，免於同業大規模發債之風險。Q3 FY26 Azure 成長 40%，6,270 億美元商用 RPO 提供營收能見度。估值修復要件在於：Azure 達標 Q4 指引的 39–40%、剔除 OpenAI 後的真實 RPO (年增 26%) 健康兌現、以及定價權推升 ARPU。

目錄

- 一、 折價本質：FCF 壓縮與估值乘數之傳導鏈
- 二、 外部變現實證：Azure 動能與 RPO 虛胖陷阱
- 三、 轉換風險：OpenAI 解除獨家與外移條件
- 四、 定價權考驗：預算降級之極限測試
- 五、 會計重力：折舊攀升與毛利率壓縮
- 六、 交易儀表板與觸發條件

一、 折價本質：FCF 壓縮與估值乘數之傳導鏈

市場對微軟之估值懲罰，源於 FCF 殖利率之結構性壓縮。

面對 1,900 億美元 CapEx，微軟常態營運現金流 (OCF，約 1,200–1,400 億美元) 無法完全覆蓋。微軟主要以 OCF 與內部自有資金支應，並輔以融資租賃 (Q3 CapEx 與融資租賃合計 319 億美元、年增 49%)。

憑藉逾 1,300 億美元之年化淨利潛力與 S&P AAA 信評，微軟不需依賴甲骨文式的大規模發債，將破產與稀釋風險降至極低。

流動性無虞，但股東回報函數已改變。傳導途徑為：龐大 CapEx 超出 OCF 覆蓋範圍 → 短期 FCF 實質萎縮 → 支撐庫藏股與股息增長之剩餘現金減少 → 估值乘數向下校正。資產負債表僅鎖死左尾破產風險，估值擴張依賴 Q4 與 FY27 H1 營收與 FCF 之驗證。

二、外部變現實證：Azure 動能與 RPO 虛胖陷阱

Azure 為折價贖回之首道防線。Q3 Azure 持穩 40% 成長（固定匯率 39%），Q4 指引維持 39%–40% 固定匯率，確立為下一次財報之核心驗證線。達標將降溫 CapEx 焦慮；跌出指引則重資產折價坐實。

商用 RPO（6,270 億美元，年增 99%）潛藏依賴性陷阱。微軟官方揭露，剔除 OpenAI 後真實企業 RPO 僅年增 26%，含 OpenAI 之訂單實質年減 4%。財務定價必須以「+26%」為企業需求定價錨點。

此外，「營收輪迴」是一項必須標記的待驗證假設風險。AI 新創之算力消耗可能高度依賴微軟投資與創投補貼，若一級市場融資環境收緊，此部分需求將急凍。驗證此假設是否發酵的指標，即是持續追蹤 Ex-OpenAI（+26%）這組乾淨數據是否轉弱。

三、轉換風險：OpenAI 解除獨家與外移條件

OpenAI 轉換風險已具備發動條件。4/27 重談協議後，微軟取消獨家地位。OpenAI 取得外移條件，並已另簽 AWS 380 億、甲骨文 3,000 億美元之雲端與算力協議。這對微軟帳上依賴 OpenAI 的巨額 RPO 構成實質轉換風險。OpenAI 今年估虧 140 億美元，其在 AWS/甲骨文之工作負載落地速度，將直接決定微軟該部分 RPO 兌現率之下修幅度。

四、定價權考驗：預算降級之極限測試

GitHub Copilot 與 M365 提價為 FCF 修復之兩大定價槓桿，兩者皆面臨企業預算排擠考驗。

1. **GitHub Copilot 轉用量計價 (6/1 生效)**：由訂閱制轉為按 Token 消耗計價 (github.blog 4/27)，旨在捕捉重度推論成本。費率機制調整將遭遇開發者限制用量之摩擦，形成「每席收入 (ARPU) 上升、使用深度下降」之拉鋸。
2. **M365 商用版調漲 (7/1 生效)**：各 SKU 迎來 +5% 至 +16% 漲價 (如 Office 365 E3 +13%、商務基本版 +16%、licenseq 6 月)。在企業 IT 總預算遭 AI 基建擠壓之環境下，客戶可能採取降級或席次精簡進行防禦。定價權驗證落於 FY27 H1 續約表現。若提價效益遭降級行為完全抵銷，軟體倍數將面臨下修。

五、會計重力：折舊攀升與毛利率壓縮

1,900 億美元 CapEx 中約有 250 億美元屬零組件 (記憶體) 通膨成本，且大量投向短壽命之 GPU 與伺服器。此投入直接推升折舊費用，構成銷貨成本之重壓。微軟官方指引已量化此壓力：Q4 Microsoft Cloud 毛利率降至約 64%；整體營業利益率預期由 Q3 的 46.3% 降至 Q4 約 44%。營益率 2.3 個百分點的下行，即為資本密集化在財報上的絕對物理定律。若營收增速無法覆蓋折舊膨脹，折價將被坐實。

六、交易儀表板與觸發條件

當前約 379 美元之股價與 22 倍前瞻本益比，已定價 CapEx 之空方情境，落入折價待驗證區間。部位策略應摒棄一次性押注，採 7/28 Q4 財報讀數作為分批建倉或停損之觸發器。

觀察變數	多頭續航條件	風險升級條件	財務與操作含義
Azure 成長指引	Q4 達 39%–40% 固定匯率	跌出 39%–40% 指引下緣	估值錨上移 / 重 資產折價坐實
RPO 兌現品質	Ex-OpenAI 維持 雙位數增長	Ex-OpenAI 增速 轉弱，認列落後	營收輪迴風險發 酵，調整變現假 設

OpenAI 轉換風險	Azure 承諾執行穩健	工作負載實質外移至 AWS/甲骨文	RPO 兌現落空，下修中長期營收可見度
毛利率與營益率	Cloud 毛利率穩於 64%、營益率 44% 企穩	連續兩季跌破財測指引	資本回收不抵折舊壓力，估值倍數收縮
定價權實質落地	ARPU 上升且席次持穩	企業客戶降級、整併席次抵銷提價	FCF 修復落空，軟體倍數折價
估值乘數位置	守穩前瞻本益比 22 倍區間	跌破近年區間低位	提供安全邊際 / 觸發停損保護

結論

市場拒絕以輕資產軟體倍數資本化 AI 願景。微軟之重資產折價建立於實際財務邏輯：CapEx 壓縮短期 FCF、融資租賃增加槓桿、短壽命資產推升折舊壓低營益率至約 44%，且 OpenAI 具備外移 AWS/甲骨文之轉換條件。

微軟千億美元淨利與內部自償能力確保了破產與稀釋風險之左尾防禦。次一階段之超額報酬建立於對 7/28 財報之判讀。若 Ex-OpenAI RPO (+26%) 健康兌現證明企業需求無虞、毛利率與營益率在折舊重壓下達標，且定價權順利轉化為 ARPU 增量，本益比將向賣方共識 560–587 美元之目標靠攏；反之，若任一條件破局，其重資產營運商之定位與折價將被坐實。

點我加入新光證券官方 Line 帳號，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告