



〔投資研究報告〕

2026/8/4

AI 資本支出取得條件式定價許可

目錄

- 一、 微軟：企業訂單與既有算力效率共同支撐估值
- 二、 亞馬遜：AWS 利潤擴張抵銷自由現金流轉負
- 三、 定價換錨：資本效率進入跨期四階段檢驗
- 四、 RPO 品質：Anthropic 揭露資本、估值與算力採購的經濟迴圈
- 五、 台系 AI 供應鏈：下一代機櫃訂單確立，估值轉向營業利益與投入資本報酬

微軟以企業訂單與現金回收領先， 亞馬遜以 AWS 利潤擴張承擔更高資本風險

2026/8/4 新光投顧

七月財報季重新界定了 AI 資本支出可以被接受的條件。市場對支出規模、折舊壓力與自由現金流的疑慮仍在，定價權重已轉向外部付費收入、遠期合約、既有算力產出及最終現金回收。

微軟第四財季 Azure 營收年增 43%，下一季指引約 45%，商業剩餘履約義務增至 6,780 億美元；亞馬遜第二季 AWS 營收年增 36.7%，營業利益率由 32.9% 升至 39.4%，未認列合約承諾達 4,960 億美元，單季增加 1,320 億美元。兩家公司均在高資本投入環境下交出雲端成長、訂單累積與營業利益擴張，AI 基礎設施已形成可計量的收入與利潤。

自由現金流的檢驗時點向後遞延。具備外部計費、長期訂單與高機隊利用率的平台，取得短期現金流容忍度。微軟同時維持正自由現金流，定價條件較寬；亞馬遜過去十二個月自由現金流已轉負，AWS 成長與利潤率成為估值的主要承重點。

目錄

- 一、 微軟：企業訂單與既有算力效率共同支撐估值
- 二、 亞馬遜：AWS 利潤擴張抵銷自由現金流轉負
- 三、 定價換錨：資本效率進入跨期四階段檢驗
- 四、 RPO 品質：Anthropic 揭露資本、估值與算力採購的經濟迴圈
- 五、 台系 AI 供應鏈：下一代機櫃訂單確立，估值轉向營業利益與投入資本報酬

一、 微軟：企業訂單與既有算力效率共同支撐估值

微軟 2026 會計年度第四季營收 900.1 億美元、年增 18%，GAAP 淨利 357.7 億美元、年增 31%，調整後每股盈餘 4.74 美元。Azure 及其他雲端服務營收年增 43%，全年 Azure 營收首次突破 1,000 億美元；管理層預期下一季固定匯率成長約 45%，需求仍高於可用供給。

單季總資本支出 410 億美元、年增約 69%，其中現金物業及設備支出 358 億美元，約三分之二投入中央處理器、繪圖處理器及其他短壽命設備。資本支出增速高於當期 Azure 營收增速，反映算力建置仍走在收入認列之前。資料中心興建、晶片安裝、測試、上線與客戶部署具有跨期特徵，當期資本支出增速與當期營收增速的直接比值缺乏足夠解釋力。

遠期訂單提供更有效的投入驗證。微軟商業剩餘履約義務年增 84% 至 6,780 億美元，單季增加約 510 億美元，新增金額全數來自大型前沿模型公司以外的客戶。排除 OpenAI 後，剩餘履約義務仍年增 25%，商業訂單年增 18%。資本投入已取得一般企業客戶的長期承諾，需求來源正由模型開發商向更廣泛的企業部署擴散。

既有機隊效率同步改善。管理層表示，Azure 加速受中央處理器與繪圖處理器機隊效率提升推動，供不應求使新增產出迅速轉為計費收入。Maia 200 每美元效能較機隊最新世代硬體提高 30%，並可同時支援 OpenAI 與微軟自有模型。缺乏公司逐字稿直接支持的每瓦效能數字，不納入估值判斷。

微軟單季營運現金流 554 億美元、年增 30%，自由現金流 196 億美元。管理層並預期 2027 會計年度資本支出續增，全年自由現金流仍維持正值。此項承諾使微軟取得較高的資本支出容忍度，也形成明確的可證偽條件：2027 會計年度各季自由現金流能否持續守正。

Microsoft 365 Copilot 付費席次已超過 3,000 萬，單季淨新增席次較前季增加逾一倍。後續具鑑別力的門檻落在 4,500 萬至 5,000 萬席，並須同步檢驗淨新增速度、續約率與 Microsoft 365 商業雲端收入。單純突破 4,000 萬席的資訊含量有限。

OpenAI 集中度仍是估值折價來源。含 OpenAI 的剩餘履約義務年增 84%，排除 OpenAI 後增幅降至 25%，大型合約對總量的拉動仍高。新增訂單已擴散至前沿模型公司之外，終端產業分布、預付款比例與合約取消條款仍待進一步揭露。

二、亞馬遜：AWS 利潤擴張抵銷自由現金流轉負

亞馬遜第二季營收 2,006 億美元、年增 20%，營業利益 275 億美元、年增 43%。AWS 營收 422 億美元、年增 36.7%，創十八季最快增速，年化收入規模約 1,690 億美元；AWS 營業利益 166 億美元，營業利益率由去年同期 32.9% 升至 39.4%，擴張 650 個基點。

亞馬遜第二季物業及設備購置 542 億美元，去年同期為 321 億美元，年增 221 億美元。AWS 同季完成收入加速與 650 個基點的利潤率擴張，既有機隊利用率、產品組合、定價與成本控制形成的效益，已足以吸收新增折舊及營運負擔。

AWS 未認列合約承諾達 4,960 億美元，單季增加 1,320 億美元。新增積壓金額約為單季 AWS 收入的三倍，資本投入已有長期客戶承諾支撐。合約認列期間、取消權利與客戶集中度仍會影響其實質價值，單季 1,320 億美元的增量已提供強勁需求能見度。

AWS 的 AI 服務與自研晶片業務年化收入均已突破 250 億美元，兩者皆維持三位數成長。生成式 AI 已形成獨立收入池，Trainium、Graviton 與 Nitro 亦由內部降本工具發展為具外部計費規模的產品線。自研晶片提高硬體供應、價格與效能的控制能力，對 AWS 利潤率形成支撐；公司尚未量化 Trainium 對本季 650 個基點利潤率擴張的單獨貢獻。

Trainium 已取得 Anthropic、OpenAI 等客戶的大型多年期算力承諾。Anthropic 承諾未來十年採購 1,000 億美元 AWS 技術，並取得最高 5GW 的 Trainium 容量。AI 服務收入、自研晶片收入與長期合約已形成可計量的收入轉換鏈。

亞馬遜將 2026 年資本支出規畫提高至約 2,200 億美元。管理層將部分上調原因歸於記憶體價格上升，並警告 AWS 算力供給仍將短缺。名目資本支出同時反映產能擴張與單位成本通膨，支出增幅高於實質新增產能。記憶體漲價對供應商形成收入與獲利順風，對雲端買方則提高資本成本、折舊與回收壓力。

過去十二個月物業及設備淨購置增加約 661 億美元，該數字屬 TTM 口徑，不宜與微軟單季 410 億美元資本支出直接比較。亞馬遜過去十二個月營運現金流年增 33% 至 1,614 億美元，自由現金流由流入 182 億美元轉為流出 76 億美元。核心營運現金流仍在擴張，資本投入增量已使自由現金流轉負。

市場目前接受此一現金流結構，支撐來自 AWS 收入年增 36.7%、營業利益率 39.4%、積壓合約單季增加 1,320 億美元，以及 AI 服務與自研晶片收入均突破 250 億美元年化規模。

亞馬遜第二季淨利 626 億美元包含 534 億美元非營業稅前其他收益，主要來自 Anthropic 投資評價利益。該項收益不具經常性營運獲利品質。核心獲利評估仍應回到 275 億美元集團營業利益、166 億美元 AWS 營業利益與 1,614 億美元過去十二個月營運現金流。

AWS 營業利益率 39.4% 屬當期效率實證，不能直接外推為長期常態。GPU、高速網路、記憶體與能源成本將持續提高資本密度；Trainium 的價格效能、自研軟硬體整合及供應控制可抵銷部分壓力。核心驗證落在 AWS 收入維持 35% 以上成長時，營業利益率能否守住中高 30% 區間。

三、定價換錨：資本效率進入跨期四階段檢驗

AI 基礎設施具有長建置週期與高前置成本，資本效率須依序檢驗投入成本、訂單形成、收入轉換及現金回收。

第一階段為投入成本。資本支出需拆分設備數量、土地與建築、租賃分類、晶片與記憶體價格、網路設備及能源基礎設施。亞馬遜 2,200 億美元支出上調包含記憶體成本通膨，名目支出不能全數視為新增產能。

第二階段為訂單形成。微軟排除 OpenAI 後的剩餘履約義務年增 25%；AWS 積壓合約達 4,960 億美元、單季增加 1,320 億美元；Anthropic 與 OpenAI 另對 Trainium 提出大型多年期承諾。新增供給已取得外部客戶承接。

第三階段為收入及營業利益轉換。Azure 營收年增 43%，AWS 營收年增 36.7%，AWS 營業利益率擴張 650 個基點至 39.4%。AWS 的 AI 服務與自研

晶片業務年化收入均突破 250 億美元，資本投入已形成雲端服務、晶片產品與部門營業利益三條可量化產出。

第四階段為現金回收。微軟單季自由現金流 196 億美元，管理層承諾 2027 會計年度全年維持正值；亞馬遜過去十二個月自由現金流轉為流出 76 億美元。兩家公司均具備外部變現能力，現金回收品質已有分層。微軟以正自由現金流承接資本擴張，亞馬遜則依賴 AWS 收入、利潤與積壓合約持續增長，逐步消化 2,200 億美元投資規模。

自由現金流紀律仍是最終裁決。雲端收入、訂單與資產效率提供短期容忍度，現金流長期無法覆蓋折舊、租賃、利息與維持性投資，估值仍將回到資產負債表。

四、RPO 品質：Anthropic 揭露資本、估值與算力採購的經濟迴圈

外部客戶不必然等同非科技終端需求。雲端業者投資 AI 模型公司，模型公司取得資本後採購同一平台算力，資金、收入與估值利益會集中在科技生態系內部。

亞馬遜與 Anthropic 已形成完整實例。亞馬遜第二季因 Anthropic 投資認列 534 億美元非營業稅前評價利益；Anthropic 同時承諾未來十年採購 1,000 億美元 AWS 技術，並取得最高 5GW 的 Trainium 容量。投資標的估值上升提高亞馬遜帳面獲利，同一標的再以長期合約採購 AWS 自研算力。

亞馬遜在此關係中同時扮演股東、雲端供應商與晶片供應商，Anthropic 則同時是投資標的與大型客戶。Anthropic 估值、融資能力、模型需求、Trainium 收入與 AWS 積壓合約彼此強化；任何一個環節轉弱，投資評價、算力採購與訂單能見度可能同步承壓。

此一結構構成經濟利益循環，尚不能直接定性為虛假交易或會計上的循環收入。Anthropic 取得真實算力，AWS 提供真實基礎設施，合約具有經濟用途。

估值折價來自風險集中：投資收益、雲端收入與晶片收入共同依賴少數大型模型公司的融資能力與終端付費需求。

微軟本季新增商業剩餘履約義務全數來自大型前沿模型公司以外的客戶，排除 OpenAI 後仍年增 25%，循環曝險低於亞馬遜。終端產業分布仍未充分揭露，金融、醫療、製造、零售與政府客戶的正式部署、續約率及投資報酬率，將決定 RPO 的最終品質。

模型公司與雲端平台之間的長期合約具備收入能見度，耐久性仍受科技融資循環制約。市場後續將提高非科技企業部署占比、Copilot 與企業 AI 產品續約率，以及 AI 專案由概念驗證轉入正式生產環境比例的權重。

五、台系 AI 供應鏈：下一代機櫃訂單確立，估值轉向營業利益與投入資本報酬

微軟表示，公司將成為最早部署 AMD Helios 與 NVIDIA Vera Rubin 機架級 AI 基礎設施的雲端業者之一。資本支出已由抽象金額落到下一代機櫃平台，台系供應鏈的需求涵蓋伺服器主板、機櫃整合、液冷、電源、交換器、高速連接、機構件與測試。

新機櫃平台提高單櫃價值與系統複雜度，也提高存貨、應收帳款與短期融資需求。高價繪圖處理器會放大營收分母，表面毛利率可能下降。毛利率下降本身不足以判定股東價值惡化，營業利益絕對額、每股盈餘、投入資本報酬率與自由現金流具有更高的估值解釋力。

單看營業利益絕對額亦可能高估價值。獲利若依賴大量墊付高價零組件、短期借款與低報酬資產，投入資本報酬率與自由現金流仍會承壓。代工廠需同時證明營業利益額增加、營運資金可控及資本報酬率高於資金成本。

台系 ODM 的核心驗證指標包括營業利益絕對額、營業利益率、投入資本報酬率、存貨天數、應收帳款天數、現金轉換週期與營運現金流。機櫃整合、液冷、電源與測試收入能否提高每台附加價值，決定營收擴張能否轉為長期估值上修。

營業利益額高速成長、投入資本報酬率穩定、營運現金流同步改善，即使毛利率受高價零組件影響下降，估值仍具支撐。營收與營業利益創高，存貨、短期借款與現金轉換週期持續上升，代表規模成長主要由資產負債表承擔。

結論

微軟與亞馬遜財報確認 AI 基礎設施仍處於擴張週期。市場給予的定價許可附帶四項條件：外部計費收入維持高成長、遠期訂單支撐新增產能、既有資產維持高利用率、營運現金流最終覆蓋資本投入。

微軟目前的條件最完整。Azure 年增 43%、下一季指引 45%，排除 OpenAI 後剩餘履約義務仍增 25%，單季營運現金流年增 30%，自由現金流維持 196 億美元正值，管理層並承諾 2027 會計年度全年自由現金流守正。企業訂單、資產效率與現金回收形成完整閉環。

亞馬遜以 AWS 年增 36.7%、營業利益率 39.4% 及 4,960 億美元積壓合約取得支出許可，單季新增積壓合約 1,320 億美元提供需求能見度。AI 服務與自研晶片業務年化收入均突破 250 億美元，Trainium 提供收入增長與成本控制雙重支撐。過去十二個月自由現金流由流入 182 億美元轉為流出 76 億美元，現金回收壓力高於微軟；2,200 億美元資本支出亦包含記憶體成本通膨，名目支出無法等同實質產能。

Anthropic 關係揭露了 AI 資本週期的集中風險。投資評價利益、雲端收入、自研晶片收入與大型模型公司的融資能力彼此連動，外部訂單仍需穿透至非科技終端產業。循環結構未構成虛假交易，估值應反映需求與資金來源的集中度。

後續多頭續航條件為 Azure 成長達 45%、AWS 維持 35% 以上，AWS 營業利益率守住中高 30% 區間，微軟排除 OpenAI 後剩餘履約義務持續雙位數成長，微軟 2027 會計年度各季自由現金流維持正值，台廠同步上修 Helios、Vera Rubin 及下一代機櫃出貨，營業利益額、投入資本報酬率與營運現金流共同改善。

估值壓縮條件為雲端收入減速、積壓合約增幅低於收入、AWS 營業利益率跌破 35%、資本支出維持高檔，或台廠營收創高而現金轉換週期持續拉長。市場屆時將重新提高折舊、自由現金流與融資成本的權重。



AI 資本支出週期尚未觸頂。微軟與亞馬遜已取得附帶條件的擴張許可，最終裁決仍在現金回收。

[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