

微软 (MICROSOFT) (MSFT.O) 25FYQ4 财报点评

优于大市

云显著加速、经营杠杆持续释放，指引 26 财年资本开支增速放缓

核心观点

业绩总览：微软 FY25Q4 整体财务表现超预期强劲。①**整体：**本季度公司实现营收 764 亿美元（同比+18%），营业利润+23%至 343 亿美元，净利润同比+24%至 272 亿美元。②**分业务：**生产力与业务流程收入 331 亿美元（同比+16%），智能云收入 299 亿美元（同比+26%），其他个人计算收入 135 亿美元（同比+9%）。③**订单指标：**季度商业预订量（新订单）同比上升 37%，商业剩余履约义务（在手订单余额）3680 亿美元（同比+37%）。

业务重点：①云与 Azure 加速增长、竞争优势明显，预计持续释放经营杠杆：智能云同比+26%，Azure 同比+39%、年收入超 750 亿美元，在传统迁移、云原生应用扩展和新 AI 工作负载上优势显著，平台布局领先。智能云 OPM 环比持平 41%，随着资本开支放缓、云业务迎来经营杠杆释放期，后续利润杠杆有望释放。26 财年上半年仍有算力限制。②**生产力业务增长超指引，E5 和 M365 Copilot 驱动增长：**生产力业务收入同比+16%，M365 商业云+18%，ARPU 因 E5 和 M365 Copilot 增长，付费商业席位增 6%。③**资本开支保持高位、聚焦效率提升，指引 26 财年增速放缓：**本季度资本支出 242 亿美元（含 65 亿融资租赁）。过去一年数据中心新增超 2 吉瓦容量，数据中心数量超 400 个。预计 FY26Q1 资本支出超 300 亿，26 财年增速放缓、更多投短期资产，将合理规划建设租赁节奏、优化效率支撑增长。

业绩展望：预计整体保持稳健增长。①**收入方面，**预计下季度智能云收入 301-304 亿美元（同比+25%-27%，其中 Azure+37%cc），生产力和商业业务 322-325 亿美元（同比+13-15%，其中 M365 商业云+13-14%cc），个人计算收入指引 124-129 亿美元。计算公司下季度总收入同比+14-16%。②**成本方面，**下季度经营费用预计 243-245 亿美元，营业成本 157-158 亿美元。

投资建议：考虑本季度营收利润超指引且后续指引积极，调整 2026-2027 财年收入预测至 3212/3655 亿美元（前值 3185/3616 亿美元），调整幅度 +1%/+1%，新增 2028 财年收入预测 4239 亿美元。后续折摊压力有所提升，调整净利润预测至 1187/1320 亿美元（前值 1140/1325 亿美元），调整幅度 3%/0%，新增 2028 财年利润预测 1552 亿美元。给予目标价 530-580 美元，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观压力与 IT 支出放缓；云与 AI 竞争加剧；产品落地低于预期

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	245,122	281,724	321,226	365,543	423,951
(+/-%)	15.7%	14.9%	14.0%	13.8%	16.0%
归母净利润(百万美元)	88,136	101,832	118,714	131,948	155,158
(+/-%)	21.8%	15.5%	16.6%	11.1%	17.6%
EPS (元)	11.86	13.70	15.97	17.75	20.87
EBIT Margin	44.6%	45.6%	45.8%	44.2%	44.2%
净资产收益率 (ROE)	32.8%	29.6%	25.7%	22.2%	20.7%
市盈率 (PE)	43	37	32	29	25
EV/EBITDA	31	25	21	19	16
市净率 (PB)	14	11	8	6	5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

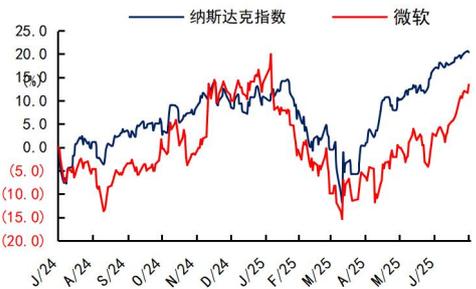
互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 证券分析师：刘子谭
0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn liuzitan@guosen.com.cn
S0980521120004 S0980525060001

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 330.00 - 580.00 美元
收盘价 513 美元
总市值/流通市值 38147/38147 亿美元
52 周最高价/最低价 518/344 美元
近 3 个月日均成交额 97 亿美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《微软 (MICROSOFT) (MSFT.O) 3FQ25 财报点评-营收利润超指引，云重新加速，预期 26 财年资本开支继续增长》——2025-05-03
《微软 (MICROSOFT) (MSFT.O) 2FQ25 财报点评-云与 SaaS 业务指引均降速，资本开支策略注重短期 ROI》——2025-02-03
《微软 (MICROSOFT) (MSFT.O) 1FQ25 财报点评-营收利润稳健增长，资本开支继续扩张》——2024-10-31
《微软 (MICROSOFT) (MSFT.O) 4FQ24 财报点评-业绩稳健，AI 折摊压力逐步增加，关注 Copilot 变现潜力》——2024-08-01
《微软 (MICROSOFT) (MSFT.O) -商业新增订单强劲，Azure 云持续加速增长》——2024-04-28

财报表现：营收利润超指引，云显著加速、经营杠杆持续释放，指引 26 财年资本开支增速放缓

◆ 业务重点：

①云与 Azure 加速增长、竞争优势明显，预计持续释放经营杠杆

收入为 299 亿美元，同比+26% (+25% cc)，其中 Azure 同比+39%，显著超预期。Azure 年收入超过 750 亿美元，AI 驱动作用显著，包括传统迁移、云原生应用扩展和新的 AI 工作负载上竞争优势明显。CEO Satya 表示“如今的平台已超越 提供模型和 API 供调用 的阶段，需要重新设计应用技术栈（云平台/Agent 平台）”，而微软在平台布局上显著领先。

云业务将迎来持续经营杠杆释放期，本季度微软资本开支同比降速到 27%（与智能云收入增速接近）且指引 FY26 的资本支出增速放缓，对比其他海外云厂、微软 Capex 加速最早最快，也率先迎来收获期。云具备典型的资本前置与规模效应，尽管仍有算力容量限制、但需求强预计可维持高增速，本季度智能云 OPM 不再下滑、持平为 41%，后续随着投资放缓利润杠杆有望进一步释放。

公司预计 FY25Q4 智能云收入同比 +25%-26%，其中 Azure 指引+37% cc、维持高增速。尽管本季度新增数据中心容量，但需求仍高于供应，预 26 财年上半年仍有算力容量限制。本地服务器业务收入预计将继续下滑，跌幅在低至中个位数。企业和合作伙伴服务收入预计呈中个位数增长。

②生产力业务增长超指引，E5 和 M365 Copilot 驱动增长

本季度生产力业务收入 331 亿美元同比+16% (+14%cc)，其中 M365 商业云收入本季度同比+18%（固定汇率下 16%），当期收入确认带来的 2 个百分点提振，剔除该因素后业务趋势与上一季度基本稳定。ARPU 因 E5 和 M365 Copilot 持续增长，付费 M365 商业席位增长 6%。

下季度指引生产力业务营收 322-325 亿美元之间，同比+14%-15%，其中 M365 商业云收入下季度指引增长 13%-14%cc。

③资本开支保持高位、聚焦效率提升，指引 26 财年增速放缓

本季度资本支出（含融资租赁）242 亿美元，其中包含 65 亿美元的融资租赁，用于购买物业、厂房和设备的现金为 171 亿美元。微软持续扩展数据中心容量，过去 12 个月新增超 2 吉瓦的容量，在六大洲开设新数据中心，目前拥有超 400 个数据中心分布在 70 个地区。

预计 FY26Q1 资本支出将超过 300 亿美元，主要受强劲需求驱动。**26 财年资本支出增长将较 25 财年放缓**，更多投向短期资产。尽管目前存在 AI 需求供应不足的情况，但公司会根据需求和资源合理规划建设与租赁节奏，同时通过技术优化提升效率，支撑业务持续增长。

◆ 整体情况：

本季度微软收入同比+18%至 764 亿美元；营业利润同比+23%至 343 亿美元，净利

润同比+24%至 272 亿美元。

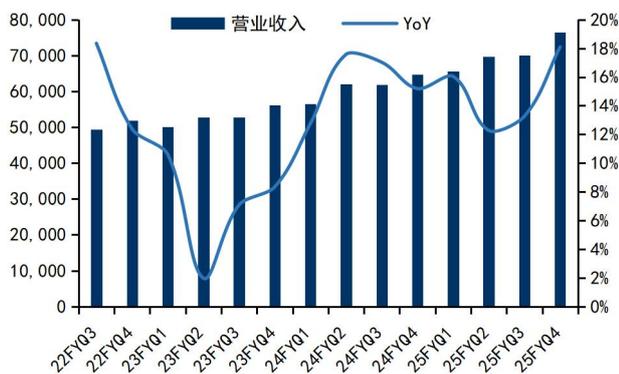
本季度业绩分业务看：

1) **生产力和业务流程**：本季度收入 331 亿美元，同比+16%。其中 M365 商业版收入本季度同比+18%，当期收入确认带来的 2 个百分点提振，剔除该因素后业务趋势与上一季度基本稳定。E5 和 M365 Copilot 推动 ARPU 持续增长；M365 消费者产品和云收入同比+21%，M365 消费者用户同比+6%达到 8900 万；LinkedIn 收入同比 +9%；Dynamics 365 收入同比+23%；

2) **智能云**：本季度收入为 299 亿美元，同比+26%。其中 Azure 同比+39%，超业绩指引的 11%；Azure 年收入超过 750 亿美元，AI 驱动作用显著。本地服务器业务同比-2%，反映客户继续转向云服务；企业和合作伙伴服务收入+7%。

3) **更多个人计算业务**：本季度收入为 135 亿美元，同比+9%。其中 Windows OEM 同比+3%，但面临库存水平下降等因素影响，存在一定增长压力；Xbox 内容和服务收入同比+13%；搜索和新闻广告营收同比+21%。

图1：微软收入变化情况（单位：百万美元、%）



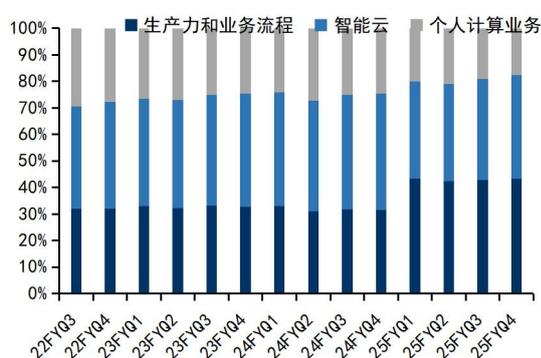
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：微软净利润季度变化情况（单位：百万美元、%）



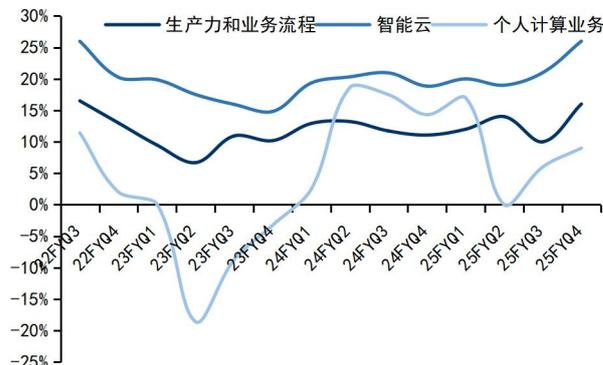
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图3：微软分业务收入季度变化情况（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图4：微软分业务收入增长变化情况（单位：%）



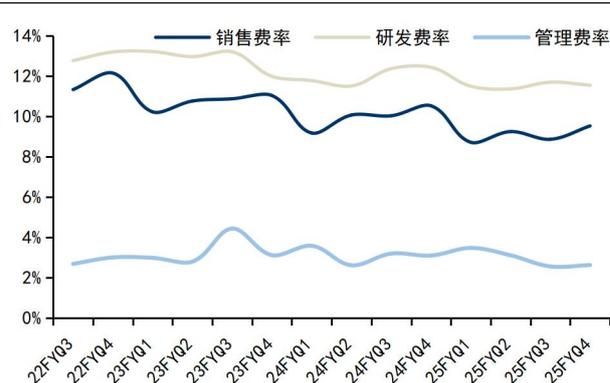
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图5：微软营业利润季度变化情况（单位：百万美元、%）

图6：微软三费占比变化情况（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

◆ AI 及新产品线进展：

1) **Azure**：本季度 Fabric 付费客户超 2.5 万，收入同比增长 55%。Power BI 与 Fabric 深度集成，仅 5 个月就有 40% 的客户使用。Azure AI Foundry 作为 AI 应用开发平台，已被 80% 的财富 500 强企业使用，本季度处理的 tokens 超 500 万亿，同比增长超 7 倍。

2) **Copilot Studio**：Copilot 家族月活跃用户已超 1 亿，若涵盖所有产品 AI 功能则月活跃用户超 8 亿。客户通过 Copilot Studio 创建了各种智能体，涵盖文档处理、财务审批、客户服务等多个领域，本季度客户创建了超过 300 万个自定义智能体。

3) **GitHub Copilot**：用户规模达 2000 万，90% 的财富 100 强企业在使用。企业客户数量环比增长 75%。代码审查代理每月在平台上执行数百万次代码审查。

4) **M365 Copilot**：目前已有超 100 万月度活跃用户（商业和消费者合计），本季度新增席位数量创发布以来新高。

5) **Windows Copilot**：Copilot Plus PCs 性能和续航优势明显，推出多项 AI 专属体验，Windows11 商业部署同比增长近 75%。

6) **Security Copilot**：安全客户近 150 万，过去一年推出了超 100 项新功能。

7) **Dynamic**：Dynamics 365 的 Dragon Copilot 在医疗保健领域表现突出，本季度记录了 1300 多万次医患互动，同比增长近 7 倍。

财务预测与估值

资产负债表（百万美元）

	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	30242	188351	356423	555094
应收款项	69905	79707	90703	105196
存货净额	938	996	1102	1242
其他流动资产	25723	29330	33376	38709
流动资产合计	191131	365923	552521	774704
固定资产	204966	175685	146404	117123
无形资产及其他	166936	158589	150660	143127
投资性房地产	40565	40565	40565	40565
长期股权投资	15405	16210	17015	17820
资产总计	619003	756972	907165	1093339
短期借款及交易性金融负债	2999	3299	3629	3992
应付款项	34935	37089	41048	46267
其他流动负债	103284	101644	97157	104148
流动负债合计	141218	142031	141834	154407
长期借款及应付债券	40152	40152	40152	40152
其他长期负债	94154	112596	131038	149480
长期负债合计	134306	152748	171190	189632
负债合计	275524	294779	313024	344039
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	343479	462193	594141	749300
负债和股东权益总计	619003	756972	907165	1093339

关键财务与估值指标

	2025	2026E	2027E	2028E
EPS	13.7	16.0	17.8	20.9
每股红利	2.7	0.0	0.0	0.0
每股净资产	46.21	62.18	79.93	100.80
ROIC	77%	84%	113%	156%
ROE	30%	26%	22%	21%
毛利率	69%	69%	69%	69%
EBIT Margin	46%	46%	44%	44%
EBITDA Margin	58%	58%	54%	53%
收入增长	15%	14%	14%	16%
净利润增长率	16%	17%	11%	18%
资产负债率	45%	39%	35%	31%
息率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	37	32	29	25
P/B	11	8	6	5
EV/EBITDA	25	21	19	16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万美元）

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	281724	321226	365543	423951
营业成本	87831	100223	114049	132273
研发费用	32488	36326	47643	55261
销售及管理费用	32877	37457	42427	49200
营业利润	128528	147220	161423	187218
财务费用	(4901)	(2447)	(511)	2000
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益净额	0	0	0	0
税前利润	123627	144773	160912	189218
所得税费用	21795	26059	28964	34059
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	101832	118714	131948	155158

现金流量表（百万美元）

	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	101832	118714	131948	155158
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(34153)	(37628)	(37210)	(36814)
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	4901	2447	511	(2000)
营运资本变动	23837	5489	2766	10686
其它	(91516)	75255	74421	73628
经营活动现金流	0	161831	171924	202659
资本开支	(103528)	0	0	0
其它投资现金流	(7095)	(3216)	(3377)	(3546)
投资活动现金流	0	(4021)	(4182)	(4351)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(2536)	0	0	0
支付股利、利息	(19800)	0	0	0
其它融资现金流	44672	300	330	363
融资活动现金流	0	300	330	363
现金净变动	11927	158109	168072	198671
货币资金的期初余额	18315	30242	188351	356423
货币资金的期末余额	30242	188351	356423	555094
企业自由现金流	71700	161831	171924	202659
权益自由现金流	(61392)	162130	172254	203021

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032