

微软(MICROSOFT) (MSFT.O) 26FYQ1 财报点评

Azure 云维持高速增长，商业预定额和 RPO 提升显著

优于大市

核心观点

业绩总览：微软 FY26Q1 整体财务表现强劲。①**整体：**本季度公司实现营收 777 亿美元（同比+18%），营业利润+24%至 380 亿美元，净利润同比+12%至 277 亿美元。②**分业务：**生产力与业务流程收入为 330 亿美元（同比+17%），智能云收入为 309 亿美元（同比+28%），其他个人计算收入为 138 亿美元（同比+4%）。③**订单指标：**季度商业预订量（新订单）同比上升 112%，主要是 OpenAI 采购承诺，以及 Azure 和 M365 业务中大额合同数量的持续增长。商业剩余履约义务（在手订单余额）为 3920 亿美元（同比+51%）。

业务重点：①**Azure 云持续高速增长，商业预定额与 RPO 提升显著：**智能云收入为 309 亿美元、同比+28%，其中 Azure 同比+40%（+39%cc）。公司预计算力约束将持续至本财年末，需优先保障核心业务。本季商业预订额同比暴涨 112%，商业剩余履约义务（RPO）达 3920 亿美元、同比增 51%，加权平均期限约 2 年，短期兑现属性强。②**生产力业务受云订阅和 M365 Copilot 驱动增长：**生产力业务收入 330 亿美元同比+17%，运营利润率 62%、同比+3pcts，核心驱动因素为云订阅收入占比提升、AI 功能（如 M365 Copilot）拉动 ARPU 增长。Dynamics 365 凭借“云+AI+行业模板”的组合优势成为全球第二大 CRM 供应商。③**资本开支保持高位，指引 26 财年增速提升：**本季度资本支出（含融资租赁）349 亿美元，同比+75%。指引 FY26 的资本支出增速将高于 FY25（yoy+58%）。计划本年度将 AI 总容量提升超 80%，未来两年内将数据中心总规模扩大约一倍。

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 322.5-325.5 亿美元（同比+25%-27%，其中 Azure+37%cc），生产力和商业业务 333-336 亿美元（同比+13%-14%，其中 Office 365 商业版指引+13-14%cc），个人计算收入指引 140-145 亿美元（同比-6%-2%）。公司下季度总收入 795-806 亿美元（同比+14%-16%）。②**成本方面，**下季度经营费用预计 263.5-265.5 亿美元，营业成本 173-174 亿美元。

投资建议：考虑本季度营收利润增长稳健且后续指引积极，调整 2026-2028 财年收入预测至 3265/3721/4310 亿美元（前值 3212/3655/4239 亿美元），调整幅度 0%/+1%/+1%。后续折摊压力有所提升，调整净利润预测至 1147/1343/1595 亿美元（前值 1187/1320/1552 亿美元），调整幅度 3%/1%/3%。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	326,503	372,128	431,018
(+/-%)	15.7%	14.9%	15.9%	14.0%	15.8%
归母净利润(百万美元)	88,136	101,832	114,714	134,267	159,492
(+/-%)	21.8%	15.5%	12.6%	17.0%	18.8%
EPS (元)	11.86	13.70	15.43	18.07	21.46
EBIT Margin	44.6%	45.6%	46.1%	46.4%	46.6%
净资产收益率 (ROE)	32.8%	29.6%	25.0%	22.7%	21.2%
市盈率 (PE)	44	38	34	29	25
EV/EBITDA	32	26	21	18	15
市净率 (PB)	15	11	9	7	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

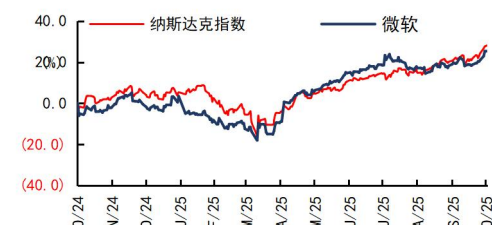
互联网·互联网 II

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	550.00 - 580.00 美元
收盘价	526 美元
总市值/流通市值	39436 亿美元/39436 亿美元
52 周最高价/最低价	554 美元/343 美元
近 3 个月日均成交额	130 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) 25FYQ4 财报点评-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》——2025-07-31
《微软(MICROSOFT) (MSFT.O) 3FQ25 财报点评-营收利润超预期，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

财报表现：营收利润超指引，云维持高增速、商业预定额与 RPO 显著增长，指引 26 财年资本开支增速提升

◆ 业务重点：

①智能云与 Azure 保持高增速、竞争优势明显，商业预定额与 RPO 增长显著

收入为 309 亿美元，同比+28%（+27%cc），其中 Azure 同比+40%（+39%cc），超业绩指引的 37%。毛利率同比小幅下降，核心因 AI 基础设施投入（如 GPU/CPU 采购、数据中心建设）。受益于 Azure 效率提升（如 Tokens 吞吐量提升），营业利润率 43%（同比-1pct、环比+2pcts）。

公司预计算力约束将持续至本财年末，仍需优先保障核心业务算力分配，优先级排序为：第一方应用（如 M365 Copilot、GitHub Copilot）的用户增长与功能迭代；内部研发（如 AI 模型训练、产品团队）；老旧服务器与网络设备替换；第三方客户（含 Azure 商业客户）需求。

本季商业预订额同比暴涨 112%。商业剩余履约义务（RPO）达 3920 亿美元，同比增 51%，过去两年近乎翻倍；加权平均期限约 2 年，短期兑现属性强，反映客户需求真实且消耗节奏快。

OpenAI 新增 2500 亿美元 Azure 服务签约，微软对 OpenAI 投资已获约 10 倍回报，微软的收入分成、OpenAI API 独家授权（Azure 专属）将延续至 2030 年，模型与产品 IP rights 延长至 2032 年。

②生产力业务增长超指引，云订阅和 M365 Copilot 驱动增长

收入 330 亿美元同比+17%，其中 M365 商业云收入本季度同比+17%（固定汇率下 15%）。运营利润率 62%，同比提升 3 个百分点，核心驱动因素为高毛利的云服务收入占比提升、AI 功能（如 M365 Copilot）拉动 ARPU 增长，以及成本端效率优化。Dynamics 365 本季度收入同比增长 18%。凭借“云 + AI + 行业模板”的组合优势，Dynamics 365 在全球中端 CRM 市场份额同比提升 2 个百分点，超越 SAP 成为全球第二大 CRM 供应商。

下季度指引生产力业务营收 333-336 亿美元，同比增长 13%-14%，固定汇率下增速与 Q1 基本持平，增长确定性较强。

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）349 亿美元，同比+75%，核心驱动是云服务与 AI 业务需求。其中短期资产（占比约 50%）主要投向 GPU 与 CPU。长期资产（占比约 50%）用于支撑未来 15 年及更长期的 monetization，其中包含 111 亿美元的融资租赁开支。

指引 FY26 的资本支出增速将高于 FY25（Capex 882 亿美元、yoy+58%），FY26Q2 资本开支将环比增加。计划本年度将 AI 总容量提升超 80%，未来两年内将数据中心总规模扩大一倍。已部署全球首个 NVIDIA GB300 大规模集群，威斯康星州 Fairwater AI 数据中心（明年上线，规模 2 吉瓦）将成全球最强 AI 数据中心。

◆ 整体情况：

本季度微软收入同比+18%至 777 亿美元；营业利润同比+24%至 380 亿美元，净利润同比+12%至 277 亿美元。

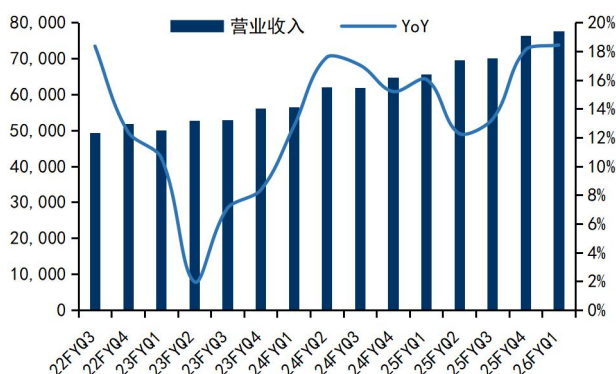
本季度业绩分业务看：

1) **生产力和业务流程**：本季度收入 330 亿美元，同比+17%。其中 M365 商业版收入本季度同比+17%（固定汇率下 15%），当期收入确认带来的 1 个百分点提振。E5 和 M365 Copilot 再次成为 ARPU 增长的核心驱动力；M365 消费者产品同比+17%，M365 消费者云收入同比+26%，M365 消费者用户同比+7%达到 9000 万；LinkedIn 收入同比 +10%（+9% cc）；Dynamics 365 收入同比+18%（+16% cc）。

2) **智能云**：本季度收入为 309 亿美元，同比+28%。其中 Azure 同比+40%，超业绩指引的 37%；本地服务器业务同比+1%，业绩超预期，主要得益于 Windows Server 2025 的交易采购。

3) **更多个人计算业务**：本季度收入为 138 亿美元，同比+4%。其中 Windows OEM 同比+6%，远超预期，这主要得益于 Windows 10 终止支持前的强劲需求，以及仍处于高位的库存水平；Xbox 内容和服务收入同比+1%；搜索和新闻广告营收同比+16%。

图1：微软收入变化情况（单位：百万美元、%）



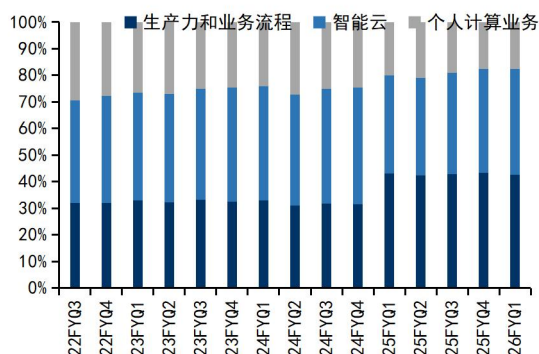
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：微软净利润季度变化情况（单位：百万美元、%）



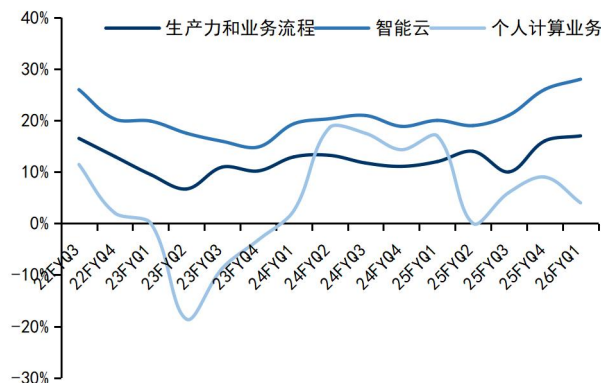
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图3：微软分业务收入季度变化情况（单位：%）



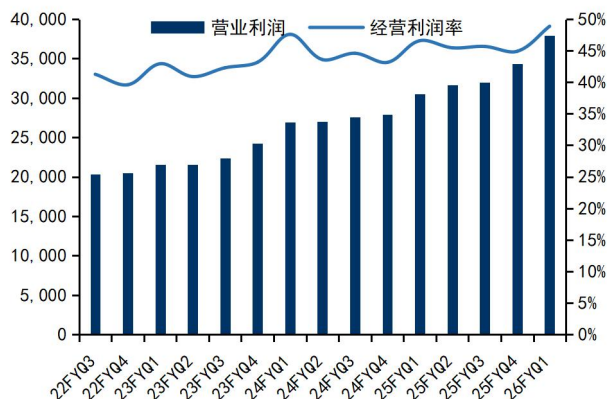
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图4：微软分业务收入增长变化情况（单位：%）



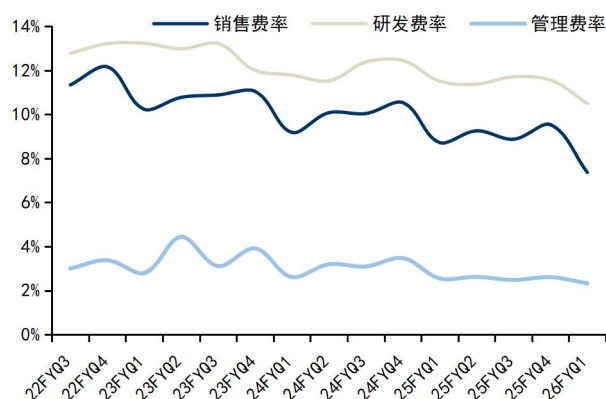
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图5: 微软营业利润季度变化情况 (单位: 百万美元、%)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

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

◆ AI 及新产品线进展:

- 1) **Azure:** Azure AI Foundry 服务 8 万家客户 (含 80% 财富 500 强), 提供超 1.1 万个模型 (含 GPT-5、xAI Grok-4),
- 2) **Copilot Studio:** 截至本季, 超 10 万家组织使用 Copilot Studio, 季度环比增长超 2 倍。
- 3) **GitHub Copilot:** GitHub Copilot 用户超 2600 万, AMD 等企业开发者每月接受数十万行代码建议; GitHub 新增 “Agent HQ”, 整合多厂商 AI 编码代理, 平台开发者超 1.8 亿。
- 4) **M365 Copilot:** M365 Copilot 月活用户超 1.5 亿, 90% 财富 500 强企业采用; 推出 “Agent Mode”, 可生成专业文档 / 表格并迭代, 普华永道 (PWC) 部署 20 万席位, 员工使用超 3000 万次, 节省数百万工时。
- 5) **Edge/Bing:** 在 Edge 浏览器中推出首创 AI 功能, 可自动化浏览器内多步工作流, 助力 Edge 连续 18 季度提升市场份额; 在 Bing 搜索中嵌入对话功能, 同时推出 “Groups” 功能, 首次将 Copilot 转化为多人共享体验, 本季 Copilot 消费端 APP 日活用户环比增长近 50%。
- 6) **Dynamic:** Dynamics 365 的 Dragon Copilot 在医疗保健领域表现突出, Dragon Copilot 季度处理 1700 万次患者问诊, 同比增 5 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	112855	227587	364480
应收款项	69905	81016	92337	106950
存货净额	938	1032	1190	1385
其他流动资产	25723	29812	33977	39354
流动资产合计	191131	292253	426007	586630
固定资产	204966	263044	318833	377605
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	7932	5459	2986
资产总计	619003	762384	941524	1150913
短期借款及交易性金融负债	2999	3299	3629	3992
应付款项	34935	38423	44311	51566
其他流动负债	103284	109722	129935	153771
流动负债合计	141218	151443	177875	209329
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	304191	349065	398961
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	343479	458193	592460	751952
负债和股东权益总计	619003	762384	941524	1150913

关键财务与估值指标

	2025	2026E	2027E	2028E
EPS	13.7	15.4	18.1	21.5
每股红利	2.7	0.0	0.0	0.0
每股净资产	46.21	61.65	79.71	101.17
ROIC	77%	75%	78%	84%
ROE	30%	25%	23%	21%
毛利率	69%	69%	69%	69%
EBIT Margin	46%	46%	46%	47%
EBITDA Margin	58%	59%	59%	59%
收入增长	15%	16%	14%	16%
净利润增长率	16%	13%	17%	19%
资产负债率	45%	40%	37%	35%
息率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	38	34	29	25
P/B	11	9	7	5
EV/EBITDA	25	21	18	15

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	326503	372128	431018
营业成本	87831	101869	116104	134477
研发费用	32488	37149	41583	47694
销售及管理费用	32877	36865	41912	48065
营业利润	128528	150620	172529	200780
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	(8278)	(8278)	(8278)
税前利润	123627	139895	163740	194502
所得税费用	21795	25181	29473	35010
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	101832	114714	134267	159492

现金流量表（百万美元）

	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	101832	114714	134267	159492
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(34153)	(40640)	(46549)	(53111)
公允价值变动损失	0	(8278)	(8278)	(8278)
财务费用	4901	2447	511	(2000)
营运资本变动	23837	13074	28898	29350
其它	44646	97836	109653	122778
经营活动现金流	136162	176706	217992	250230
资本开支	(103528)	(90371)	(99409)	(109349)
其它投资现金流	(7095)	(3216)	(3377)	(3546)
投资活动现金流	(72599)	(94393)	(103590)	(113700)
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	(7027)	300	330	363
融资活动现金流	(51699)	300	330	363
现金净变动	11927	82613	114732	136893
货币资金的期初余额	18315	30242	112855	227587
货币资金的期末余额	30242	112855	227587	364480
企业自由现金流	71700	84260	113959	133088
权益自由现金流	23071	86634	118913	141244

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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