



## 微软：AI基建大幅增长，利润赛道稳定切换

投资评级： 推荐

报告日期： 2025-12-16

行业	系统软件
收盘价（美元）	474.82
总市值（亿美元）	35290
流通市值（亿美元）	35290
总股本（百万股）	7432
PE (2026E)	29.9
PE (TTM)	33.6

### 近52周股价走势



### 作者

华通证券国际  
研究部  
宏观组  
SFC: AAK004  
Email: research@watson.com

### 主要观点：

#### ● 财务表现

2026财年微软第一季度（对应2025年自然年第三季度）报告期内营业总收入77,673百万美元（同比+43%），营业净利润27,747百万美元（同比+12.5%），毛利率维持69.26%高位，且现金流健康（经营现金流45,057百万美元），但资本开支激增至19,394百万美元（聚焦AI基础设施）。

#### ● 业务发展

智能云 (Intelligent Cloud) 营收达 268 亿美元，增长 21%（固定汇率增长 22%），Azure 及其他云服务增长高达 33%。

个人计算 (More Personal Computing) 营收为 134 亿美元，增长 6%（固定汇率增长 7%），Xbox 内容与服务增长 8%。此外，微软在本季度向股东返还了 97 亿美元，通过股息和股票回购彰显了对投资者的承诺。

#### ● 盈利预测

预计2025-2027年营收保持双位数增长（约为14.93%、13.00%、10.00%），经营利润率稳定于45.0%，但市盈率逐步走低(2025E36.31倍→2027E26.29倍），反映市场对持续高投入的回报效率存观望。

#### ● 风险提示

Azure等核心业务增速可能随基数扩大而自然放缓，且激增的资本开支（主要投向AI基础设施）将持续压缩短期利润率，并面临投资回报周期的不确定性。同时，个人计算业务增速相对平缓，凸显其对周期性市场（如PC、游戏）的依赖。高估值（近3万亿美元市值）已计入大量AI预期，任何业绩指引或增长动能不及预期的信号都可能引发市场剧烈波动。

#### ● 主要财务指标

百万美元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	245,122	281,724	318,348	350,183
(+/-)%	15.67	14.93	13.00	10.00
营业利润	109,433	126,776	143,257	157,582
(+/-)%	23.62	15.85	13.00	10.00
归母净利润	93,518	108,447	122,625	134,921
(+/-)%	21.29	15.96	13.07	10.03
经营利润率	44.64%	45.00%	45.00%	45.00%
PE	37.69	36.31	30.95	26.29

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

## 财务报表与盈利预测

### 资产负债表

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	159,734	180,500	203,900	224,290
现金及等价物	18,315	22,000	26,000	30,000
其他短期投资	57,228	68,000	78,000	86,000
应收账款	56,924	67,000	75,000	82,000
存货	1,246	1,500	1,900	2,290
非流动资产	352,429	395,000	445,000	490,000
固定资产净值	135,591	155,000	180,000	200,000
商誉及无形资产	165,778	185,000	205,000	225,000
其他非流动资产	51,060	55,000	60,000	65,000
总资产	512,163	575,500	648,900	714,290
流动负债	125,286	138,000	152,000	165,000
应付账款及票据	21,996	24,500	27,000	29,500
其他流动负债	89,331	98,500	108,000	117,500
非流动负债	118,400	130,000	143,000	155,000
总负债	243,686	268,000	295,000	320,000
股东权益	268,477	307,500	353,900	394,290
负债及权益总计	512,163	575,500	648,900	714,290

### 利润表

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	245,122	281,724	318,348	350,183
营业成本	-74,114	-84,517	-95,504	-105,055
营业开支	-61,575	-70,431	-79,587	-87,546
营业利润	109,433	126,776	143,257	157,582
利息收入	1,500	1,800	2,100	2,300
减: 利息支出	-2,935	-3,200	-3,500	-3,800
非经营损益	4,000	4,500	5,000	5,500
税前利润	111,998	129,876	146,857	161,582
减: 所得税	-18,480	-21,429	-24,232	-26,661
净利润	93,518	108,447	122,625	134,921
归母净利润	93,518	108,447	122,625	134,921
EPS	12.58	14.58	16.48	18.13

### 现金流量表

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流				
净利润	88,136	108,447	122,625	134,921
折旧与摊销	22,287	25,000	28,000	30,500
营运资本变动	1,824	-3,000	-4,000	-5,000
经营现金流净额	118,548	130,447	146,625	160,421
投资活动现金流				
减: 资本支出	-44,477	-60,000	-68,000	-74,000
投资净变动	-96,970	-110,000	-120,000	-130,000
投资现金流净额	-141,447	-170,000	-188,000	-204,000
筹资活动现金流				
减: 股票回购	-17,254	-20,000	-22,000	-24,000
减: 股利支付	-21,771	-25,000	-28,000	-30,000
减: 债务偿还	-29,070	-30,000	-32,000	-34,000
筹资现金流净额	-68,095	-75,000	-82,000	-88,000
现金净增加额	-90,994	-114,553	-123,375	-131,579

### 主要财务比率

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	245,122	281,724	318,348	350,183
营业利润	109,433	126,776	143,257	157,582
净利润	93,518	108,447	122,625	134,921
盈利能力				
营业利润率	44.64%	45.00%	45.00%	45.00%
净利润率	38.15%	38.49%	38.52%	38.53%
回报率分析				
总资产	512,163	575,500	648,900	714,290
总资产收益率	18.26%	18.84%	18.90%	18.89%
净资产	268,477	307,500	353,900	394,290
净资产收益率	34.83%	35.27%	34.65%	34.22%
估值分析				
市盈率	37.69	36.31	30.95	26.29
市净率	13.13	12.81	10.72	9.00

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

## 财务表现概括：

2026财年微软第一季度报告期内营业总收入776.73亿美元（同比+43%），营业净利润277.47亿美元（同比+12.5%），毛利率维持69.26%高位，且现金流健康（经营现金流450.57亿美元），但资本开支激增至193.94亿美元（聚焦AI基础设施）。

## 财务报表分析：

### 1. 营收增长强劲

2026财年第一季度，微软总营收为776.73亿美元，较2024财年同期的543.47亿美元增长43%，增速显著高于全年平均水平。这主要受AI驱动的云业务增长拉动，显示其战略转型成效突出。

### 2. 利润稳健增长

营业净利润为277.47亿美元，较2024财年同期的246.47亿美元增长12.5%。尽管资本开支大幅增加，利润仍保持双位数增长，体现其规模效应与成本控制能力。

### 3. 毛利率维持高位

毛利率为69.26%，连续多季度保持在高位，反映其高附加值的产品结构与云服务规模优势，盈利能力持续巩固。

### 4. 各业务板块全面增长

智能云业务收入达268亿美元，同比增长21%，其中Azure及其他云服务增长33%，成为增长核心引擎。生产力与业务流程收入保持稳定增长，受益于Microsoft 365与Copilot的渗透。更多个人计算业务收入134亿美元，同比增长6%，其中Xbox内容与服务增长8%，显示游戏业务韧性。

### 5. 资产负债结构稳定

显著的变化是非流动资产，特别是物业、厂房及设备(PP&E)的大幅增加，这直接源于为建设AI数据中心而激增的资本开支。同时，现金及短期投资可能因巨额投资而有所消耗或增长放缓，而应收账款预计会随云业务营收快速增长而增加。这些变化共同指向一个结论：微软正将大量流动性资产，快速转化为支撑未来AI竞争力的长期硬资产，资产负债表变得更为“重型化”，彰显了其全力押注AI基础设施建设的战略决心。

### 6. 现金流量去向调整

报告期内，经营活动产生的现金流高达450.57亿美元，这主要得益于其以Azure和Microsoft 365为核心的云订阅商业模式所带来的稳定、可预测的现金流入。强大的经营性现金流为公司的所有战略举措提供了坚实的财务根基，证明了其核心业务的健康度与盈利质量。

本季度财报最引人注目的信号在于其激进的资本配置策略。公司资本开支同比激增近一倍，达到193.94亿美元的历史性高位。这笔巨额支出明确指向对未来的投资——主要用于构建全球AI数据中心网络、大规模采购和储备高性能GPU(如图形处理器)，以及升级高速网络基础设施。这标志着微软正将丰厚的当期利润，大规模、前瞻性地转化为支撑未来增长的“护城河”资产，旨在牢牢把握由大模型和生成式AI驱动的下一轮云计算竞争主动权。

尽管面临巨大的再投资需求，微软依然保持了出色的财务纪律与平衡。在扣除天文数字般的资本开支后，公司当季仍产生了约256.63亿美元的自由现金流，展现了在全力投资未来之余仍保有充足财务弹性的能力。更为重要的是，公司并未因战略性扩张而忽视股东回报，本季度通过股息分红和股票回购向股东返还了97亿美元。这一举动清晰地向市场传递了管理层对于平衡“长期增长投入”与“短期股东回报”的信心。

## 核心业务板块：

### 1. 智能云板块：

该季度智能云业务实现营收 268 亿美元，同比增长 21%（固定汇率下增长 22%），占总营收的 38.2%，是公司第二大收入支柱。其增长主要源于 Azure 及其他云服务高达 33% 的同比增速，这标志着 AI 服务已成为该板块最强劲的增长引擎。为实现这一增长，微软正以前所未有的力度投入 AI 基础设施，季度资本开支高达 193.94 亿美元，用于在全球范围内扩张数据中心（目标两年内规模近翻倍）并部署自研芯片（如 Maia 100）。其战略定位已明确为：构建一个全球规模的“云计算与 AI 工厂”，将算力优势转化为长期竞争壁垒。

### 2. 生产力和业务流程板块：

该板块营收为 299 亿美元，同比增长 10%，是公司最大的收入来源，占比达 42.73%。其增长主要由旗舰产品 Microsoft 365 Copilot 已部署于 90% 的财富 500 强公司，并有效提升了用户付费意愿。该板块证明了微软将前沿 AI 技术（Copilot）与成熟生产力套件（Office）深度结合的成功模式，不仅巩固了其在企业软件市场的统治地位，更开辟了通过提升用户效率（ARPU）来实现增长的清晰路径。

### 3. 更多个人计算板块：

2025 财年第三季度，该板块营收为 134 亿美元，同比增长 6%，是公司第三大业务。增长主要得益于 Xbox 内容与服务 8% 的增长，显示了游戏业务的韧性。尽管 Windows OEM 收入受 PC 市场周期影响，但该板块整体体现了微软在消费者市场的多元化布局，包括 Windows、Surface 设备、搜索广告和游戏。随着 AI PC 概念的兴起和 Windows 11 的持续推广，该板块有望受益于新的硬件升级周期。

### 4. 微软云板块：

超越单一板块，微软的核心竞争力在于其将智能云（IaaS/PaaS）、生产力应用（SaaS）与 AI 能力（Copilot、模型）深度融合的全栈生态。这体现在：1) 技术整合：通过 Azure AI Foundry 平台提供从基础设施到模型的完整服务；2) 开发者绑定：GitHub Copilot 拥有 2600 万用户，将生态优势前置至开发源头；3) 商业确定性：将近 4000 亿美元的剩余履约义务（RPO）和与 OpenAI 的深度合作，为客户提供了长期的技术与供应链保障。这种“基础设施+平台+应用”的协同，使微软成为企业数字化转型和 AI 化的“默认选择”，构筑了极高的转换成本和竞争护城河。

## 市场分析

### AI 超预期增长，基础设施投入构筑长期护城河

行业红利为增长提供广阔舞台，但头部厂商分化加剧，全球云计算与 AI 基础设施市场持续保持高速扩张，为技术巨头提供了同步增长的基础。然而，当前的市场红利正显著向具备规模化资本实力和全栈技术能力的头部厂商集中。经济不确定性加速了企业将关键工作负载与 AI 创新迁移至公有云，但客户在选择供应商时，愈发看重其在 AI 时代的“确定性”——即大规模、可靠的算力供给与一站式解决方案能力。这导致了行业增长的同时，竞争格局出现分化。

当季高达 193.94 亿美元的资本开支，不仅绝对值惊人，其投向也极具战略性。这远超同侪的投入规模，正在快速将微软的 AI 算力储备和基础设施规模拉升至一个竞争对手难以短期匹敌的层级。这不再是“跟进投资”，而是旨在定义未来 AI 服务供给标准和成本结构的“压制性”投入。

增长引擎的“AI 纯度”显著提升：Azure 及其他云服务高达 33% 的同比增长中，由 AI 服务直接驱动的比例持续扩大。这标志着增长动力已从传统的 IT 上云，明确切换至 AI 模型训练、推理及 Copilot 等智能应用带来的新需求。微软的增长质量正在变化，其增速与行业 AI 化进程的关联度前所未有地紧密。

生态优势从“用户绑定”深化为“开发者绑定”：通过将Azure AI服务、GitHub Copilot与开发工具链深度集成，微软正将竞争优势从传统的企业IT采购层面，前置到应用开发生命周期的源头。当开发者的工作流和新建应用都深度依赖于微软的AI模型与云平台时，其产生的用户黏性与迁移成本是根本性的。这构成了比单纯合同更稳固的壁垒。

云计算与AI的竞争已进入一个以资本密集度和技术整合深度为核心的新阶段。行业红利仍在，但分享红利的门槛已被大幅抬高。微软通过激进的、聚焦AI的资本开支，确保了自己在算力规模这一硬实力上的领先地位；同时，通过全栈产品（从芯片、模型到应用）的协同与生态绑定，强化了其作为企业AI化“默认选择”的软实力。其第三季度的财务表现，正是这种“硬实力投入”开始转化为“软实力优势和财务结果”的初步兑现。市场的下一焦点将是其庞大的资本开支，能否持续转化为超过行业平均的增速和稳固的利润率。

## 未来发展与总结

微软的未来发展，全面锚定于“AI优先”战略。其核心路径是通过激进的资本投入（2025财年第三季度达194亿美元）构建全球AI算力基础设施，打造“云计算与AI工厂”。这不仅旨在驱动Azure的持续高增长，更是为Copilot等AI应用奠定基石。通过投资OpenAI和自研AI芯片（如Maia 100），公司致力于巩固长期技术自主权与成本优势。

其核心竞争力源自独特的全栈生态整合能力——将智能云、生产力应用与AI能力深度耦合。Azure AI Foundry、Microsoft 365 Copilot和GitHub Copilot的协同，覆盖了从底层基础设施到上层开发的完整价值链，构筑了极高的用户转换成本和以开发者为核心的生态护城河。

展望未来，挑战与机遇并存。公司需要在维持高资本开支以保持领先的同时，确保投资能高效转化为可持续的超行业增速与稳健的利润率。市场已对其AI前景赋予高估值，因此业绩增长的兑现与回报周期的效率将成为影响股价的关键。微软正从软件巨头转型为AI时代的定义者，其长期成功取决于能否将当前的战略投入，持续转化为不可撼动的市场领导地位与坚实的财务回报。

## 风险提示

资本开支对于短期利润率是一个持续不断的压缩过程，且回报不确定。在AI军备竞赛的当下，持续投入有可能会导致相对于以往更长的回报周期，这对于未来的企业财务状况是不利的。同时，传统的个人计算业务增速相对平缓，凸显其对周期性市场（如PC、游戏）的依赖。

## 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。