

公司研究

生产力与企业流程稳健增长，Azure 增长受可分配算力限制

——微软（MSFT.O）2026 财年二季报业绩点评

要点

事件：美国东部时间 2026 年 1 月 28 日盘后，微软发布 FY26Q2 业绩公告。美国东部时间 2026 年 1 月 29 日盘后，微软股价收跌 9.99%。

FY26Q2 业绩超预期系投资收益拉动。FY26Q2 微软实现营业收入 813 亿美元，同比增长 17%，略高于市场一致预期；实现营业利润 383 亿美元，同比增长 21%，对应营业利润率 47.1%；GAAP 口径下净利润 385 亿美元，同比增长 60%，主要受 OpenAI 投资重估收益拉动；剔除 OpenAI 投资影响后的 non-GAAP 净利润 309 亿美元，同比增长 23%。

Azure 增速维持高位，但收入增长受可分配算力限制。FY26Q2 智能云实现收入约 329 亿美元，同比增长 29%，整体增速与前期水平接近，主要反映既有云业务与存量客户扩容的延续；其中 Azure 及其他云服务收入同比增长 39%，与 FY26Q1 基本持平，增速未进一步上行，公司指引 FY26Q3 Azure 收入在固定汇率口径下同比增长 37%-38%。公司虽确认 AI 相关工作负载仍对 Azure 形成支撑，但同时提及算力资源配置、商业化节奏与内部优先级调整等因素，对短期云收入释放节奏构成一定约束。

生产力与企业流程稳健增长，更多个人计算承压。FY26Q2 生产力和企业流程部门实现收入 341 亿美元，同比增长 16%。其中，Microsoft 365 商业云收入同比增长 17%，消费者云收入同比增长 29%，Dynamics 365 收入同比增长 19%，显示 Copilot 等 AI 功能对企业与个人用户 ARPU 形成持续拉动。LinkedIn 收入同比增长 11%，在宏观环境偏谨慎背景下表现稳健。更多个人计算部门收入 143 亿美元，同比下降 3%。其中，Windows OEM 与设备收入小幅增长 1%，Xbox 内容与服务收入同比下降 5%，搜索与新闻广告（不含 TAC）同比增长 10%，整体仍受硬件周期与游戏内容节奏影响。

FY26Q2 资本开支维持高强度，AI 供给侧持续扩张。FY26Q2 资本开支（含融资租赁）继续维持高位，固定资产与设备投入显著提升，数据中心与算力相关支出成为主要方向。管理层重申，FY26 全年资本开支增速将高于 FY25，AI 相关总产能预计同比提升 80% 以上，未来两年全球数据中心总面积有望接近翻倍。短期资本开支对自由现金流形成一定压制，但有助于稳固公司在 AI 基础设施层面的长期领先优势。

盈利预测、估值与评级：综合 FY26Q2 云业务稳健、商业 RPO 高增及 AI 需求确定性，维持对微软中长期增长判断。考虑公司持续优化运营效率，以及 FY26 包含 OpenAI 投资重估收益，预计 FY2026-FY2028 净利润分别为 1303/1426/1668 亿美元（较上次预测+9.5%/+2.9%/+1.9%）。按当前股价测算，公司 FY2026E-FY2028E PE 为 25x/23x/19x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期、关税政策不确定性、AI 商业化进展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（亿美元）	2,451	2,817	3,249	3,756	4,330
营业收入增长率	15.7%	14.9%	15.3%	15.6%	15.3%
净利润（亿美元）	881	1,018	1,303	1,426	1,668
净利润增长率	21.8%	15.5%	27.9%	9.5%	16.9%
EPS（美元）	11.86	13.70	17.54	19.21	22.46
P/E	37	32	25	23	19

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-1-29，微软财年为上一年度 7 月 1 日至本年度 6 月 30 日

买入（维持）

当前价：433.5 美元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

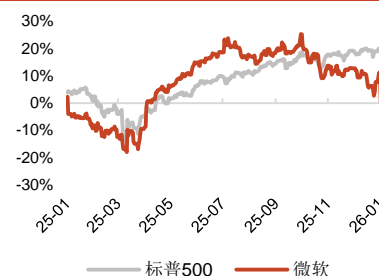
021-52523878

yangpengpei@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：74.26
总市值(亿美元)：32190
一年最低/最高(美元)：343.59/554.54
近 3 月换手率：0.34%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.9	-10.7	-4.4
绝对	-1.2	-9.2	11.6

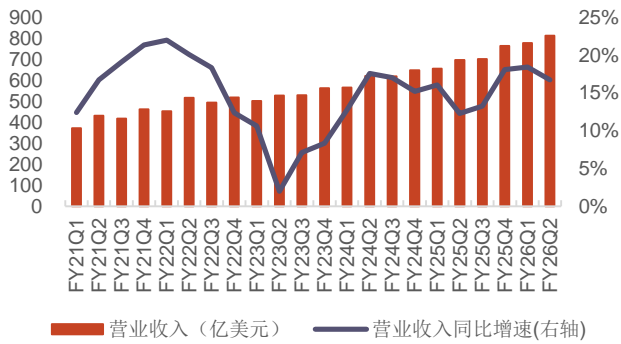
资料来源：Wind

相关研报

云转型的软件帝国：引领 AIGC 时代洪流，建立生态护城河——微软（MSFT.O）投资价值分析报告（2024-03-05）

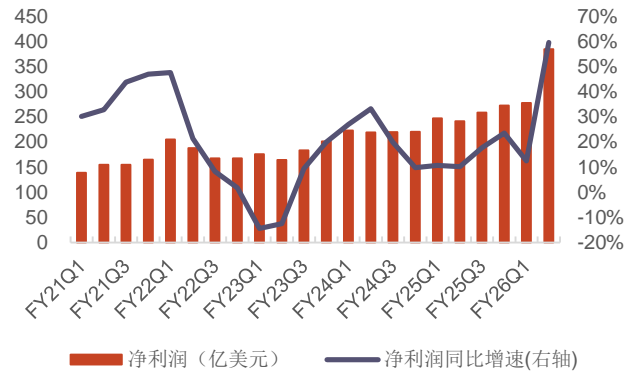
微软 Azure 营收加速增长，2026 财年资本开支适度扩张——微软（MSFT.O）2025 财年四季报业绩点评（2025-7-31）

图 1: FY21Q1-FY26Q2 微软营业收入与同比增速



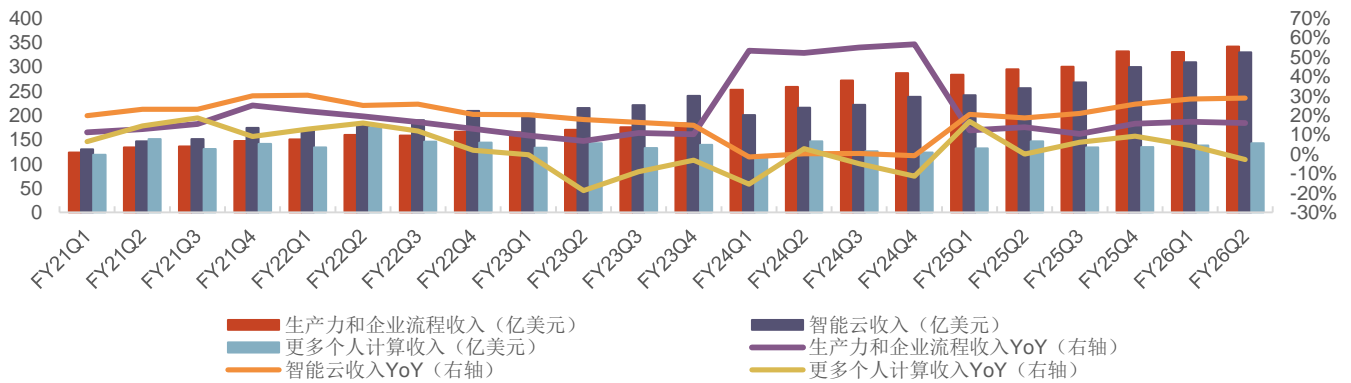
资料来源: 微软公司公告, 光大证券研究所整理

图 2: FY21Q1-FY26Q2 微软净利润与同比增速



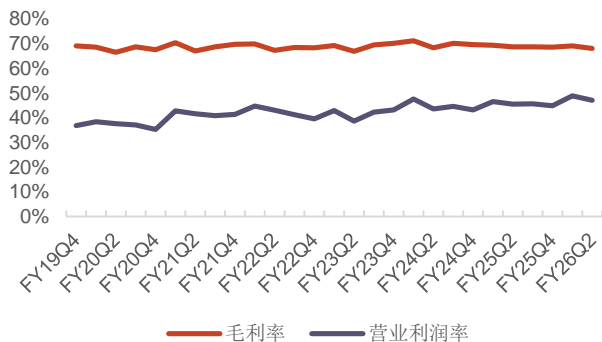
资料来源: 微软公司公告, 光大证券研究所整理

图 3: FY21Q1-FY26Q2 微软分部门营业收入与同比增速



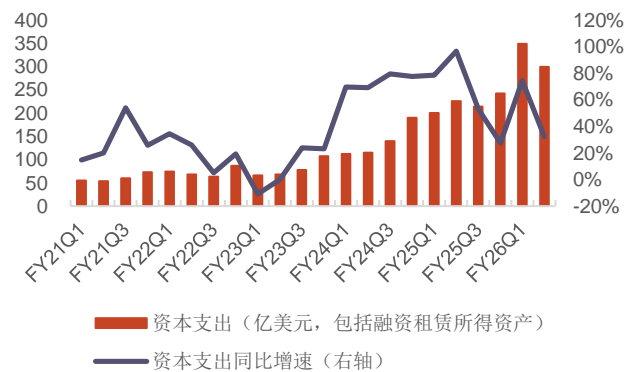
资料来源: 微软公司公告, 光大证券研究所整理, 公司于 FY25Q1 调整财务披露口径, FY24Q1-FY24Q4 为调整后各部门收入数据, 因此同比增速出现异常值

图 4: FY19Q4-FY26Q2 微软毛利率与营业利润率



资料来源: 微软公司公告, 光大证券研究所整理

图 5: FY21Q1-FY26Q2 微软资本支出与同比增速



资料来源: 微软公司公告, 光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (亿美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	2,451	2,817	3,249	3,756	4,330
营业成本	741	878	1,035	1,232	1,407
销售和营销费用	246	257	294	337	368
研发费用	295	325	340	362	420
一般和行政费用	76	72	85	98	113
经营利润	1,094	1,285	1,496	1,727	2,022
其他收入	-16	-49	91	8	9
除税前盈利	1,078	1,236	1,587	1,735	2,031
所得税开支	197	218	285	308	363
净利润	881	1,018	1,303	1,426	1,668

现金流量表 (亿美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	1,185	1,362	1,646	1,832	2,120
净利润	881	1,018	1,303	1,426	1,668
折旧、摊销	223	342	376	390	406
非现金营运资本变动	18	-54	-32	15	46
其他项目	63	55	0	0	0
投资活动产生现金流	-378	-517	-466	-516	-594
固定及无形资产变动	-1,136	-705	-715	-774	-879
长期投资净变动	179	-44	-116	-137	-161
其他	-13	23	-45	0	0
融资活动现金流	-970	-726	-876	-910	-1,040
已付股利	-218	-241	-316	-346	-404
债务工具融资净现金流	6	-90	0	0	0
回购现金流出	-173	-184	-150	-170	-190
其他融资活动	-585	-211	-410	-395	-446
净现金流	-164	119	305	406	486

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总资产	5,122	6,190	7,112	8,133	9,355
现金和现金等价物	183	302	607	1,013	1,498
应收账款	569	699	803	885	975
存货	12	9	13	15	17
其他短期资产	832	900	1,026	1,173	1,344
总计流动资产	1,597	1,911	2,449	3,086	3,834
固定资产	1,356	2,050	2,424	2,836	3,332
长期投资	1,804	1,823	1,834	1,805	1,783
其他长期资产	365	406	406	406	406
总负债	2,437	2,755	2,841	2,950	3,099
应付账款及票据	220	277	310	381	449
短期债务	67	0	0	0	0
其他短期负债	966	1,135	1,182	1,223	1,299
总计流动负债	1,253	1,412	1,492	1,604	1,748
长期债务	427	402	402	402	402
其他长期负债	486	490	495	493	497
总股东权益	2,685	3,435	4,272	5,183	6,256
股本与资本公积	1,009	1,091	1,091	1,091	1,091
留存收益	1,731	2,377	3,214	4,125	5,199
其他股东权益	-56	-33	-33	-33	-33

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼