

微软(MICROSOFT) (MSFT.O) 26FYQ2 财报点评

Azure 云增速开始边际放缓，指引下季度资本开支环比下降

优于大市

核心观点

业绩总览：微软 FY26Q2 整体业务稳健。①**整体：**本季度公司收入 813 亿美元（同比+17%），营业利润+21%至 383 亿美元，净利润同比+47%至 354 亿美元。②**分业务：**生产力与业务流程收入为 341 亿美元（同比+16%），智能云收入为 329 亿美元（同比+29%），其他个人计算收入为 143 亿美元（同比-3%）。

业务重点：业绩会后股价大幅下跌 10%，核心是高资本支出（本季度创历史新高）与 Azure 增速放缓（上季度 40%YoY、本季度 39%YoY）的预期错位，叠加后续指引 Azure 持续放缓（指引下季度 37%YoY）。同时，资源分配优先供 Copilot 等内部 AI 产品而非云业务、引发回报担忧。另外有对 OpenAI 依赖风险的担忧（45% RPO 来自 OpenAI）。伴随 AI 吞噬软件的逻辑持续演绎及当前利率环境，市场对整体软件公司进行估值重估。①**Azure 云持续高速增长，商业预定额与 RPO 提升显著：**微软云季度收入首次突破 500 亿美元，Azure 同比+39%。本季商业预订额（Booking）同比+228%，主要得益于 OpenAI 和 Anthropic 对 Azure 的订单。商业剩余履约义务（RPO）达 6250 亿美元，同比+110%，加权平均期限从去年同期的 2 年延长至 2.5 年，RPO 中 45%来自 OpenAI。②**生产力业务增速微降，M365 Copilot 与 E5 驱动 ARPU 增长：**341 亿美元同比+16%，增速环比微降，核心因 Office 2024 交易性采购回归常态，但 M365 Copilot 和 E5 仍驱动 ARPU 增长。③**资本开支保持高位，指引下季度环比下降：**本季度资本支出（含融资租赁）375 亿美元，同比+66%。其中约三分之二投向 GPU、CPU 等短期资产。指引 FY26Q3 资本支出环比下降，主要源于云基础设施建设的正常波动和融资租赁交付时间安排。

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 341-344 亿美元（同比+27%-28%，其中 Azure 指引+37%-38%cc），生产力和商业业务 342.5-345.5 亿美元（同比+15%-16%，其中 Office 365 商业版指引+13%-14%cc），个人计算收入指引 123-128 亿美元（同比-8%-4%）。计算公司下季度总收入同比+15%-17%）。②**成本方面，**下季度经营费用预计 178-179 亿美元，营业成本 266.5-268.5 亿美元。

投资建议：本季度营收增长稳健，调整 2026-2028 财年收入预测至 3278/3739/4332 亿美元（前值 3265/3721/4310 亿美元），调整幅度 0%/0%/+1%。考虑到公司净利率持续提升并减缓后续资本开支增速，调整净利润预测至 1230/1465/1721 亿美元（前值 1147/1343/1595 亿美元），调整幅度 2%/1%/3%。AI 背景下市场对软件股估值施加压力，近期股价有较多回落，我们仍给予适当目标价，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	327,848	373,897	433,284
(+/-%)	15.7%	14.9%	16.4%	14.0%	15.9%
归母净利润(百万美元)	88,136	101,832	123,074	146,517	172,155
(+/-%)	21.8%	15.5%	20.9%	19.0%	17.5%
EPS (元)	11.87	13.71	16.57	19.73	23.18
EBIT Margin	44.6%	45.6%	45.3%	46.9%	47.1%
净资产收益率 (ROE)	32.8%	29.6%	26.4%	23.9%	21.9%
市盈率 (PE)	37	32	26	22	19
EV/EBITDA	26	21	18	15	12
市净率 (PB)	12	9	7	5	4

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

证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn
S0980525010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	500.00 - 650.00 美元
收盘价	434 美元
总市值/流通市值	32190/32190 亿美元
52 周最高价/最低价	553/343 美元
近 3 个月日均成交额	97.5 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) 26FYQ1 财报点评-Azure 云维持高速增长，商业预定额和 RPO 提升显著》——2025-11-01
《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

财报表现：云维持高增速、商业预定额与 RPO 显著增长，指引下季度资本开支环比下降

◆ 业务重点：

①智能云与 Azure 保持高增速，商业预定额与 RPO 增长显著

AI 全栈布局的规模化落地，推动微软云季度收入首次突破 500 亿美元、达 515 亿美元。微软云毛利率 67%、同比小幅下降，下季度指引毛利率持续下降至 65%，核心因 AI 基础设施投入。整体智能云超预期收入为 329 亿美元，同比+29%(+28% cc)，其中 Azure 同比+39% (+38%cc)，超业绩指引的 37%。

本季商业预订额(Booking)同比+228%，主要得益于 OpenAI 和 Anthropic 对 Azure 的订单。商业剩余履约义务 (RPO) 达 6250 亿美元，同比+110%，RPO 加权平均期限从去年同期的 2 年延长至 2.5 年。其中约 25% 将在未来 12 个月内确认为营收，同比增长 39%。商业剩余履约义务 (RPO) 中 45% 来自 OpenAI，但 55% (约 3500 亿美元) 来自多元化客户及解决方案、同比+28%。

②生产力业务增速微降，M365 Copilot 与 E5 驱动 ARPU 增长

收入 341 亿美元同比+16%，其中 M365 商业云收入本季度同比+17% (固定汇率下 14%)。增速微降，核心因 Office 2024 交易性采购回归常态，但 M365 Copilot 和 E5 仍驱动 ARPU 增长。付费商业席位同比增长 6% 至 4.5 亿以上。Dynamics 365 营收同比增长 19% (固定汇率下+17%)，内置 Agent 功能已在客户知识管理、潜在客户筛选等场景落地。

下季度指引生产力业务营收 342.5-345.5 亿美元，同比+15%-16%，其中 Office 365 商业版指引+13-14%cc。

③资本开支保持高位、算力约束持续，指引 26 财年增速放缓

本季度资本支出 (含融资租赁) 375 亿美元，同比+66%。其中约三分之二投向 GPU、CPU 等短期资产，剩余部分用于数据中心等长期资产 (将支持未来 15 年以上的商业化)。

算力约束持续，GPU/CPU 优先分配给 M365 Copilot、GitHub Copilot 等产品及研发团队。若将新增 GPU 全部分配给 Azure，其增长将超 40%。

指引 FY26Q3 资本支出环比下降，主要源于云基础设施建设的正常波动和融资租赁交付时间安排。FY26 全年来看，内存价格上涨还将影响资本支出，但由于按六年折旧，其对微软云毛利率的影响将逐步显现。

◆ 整体情况：

本季度微软收入同比+17%至 813 亿美元；营业利润同比+21%至 383 亿美元，净利润同比+47%至 354 亿美元。

本季度业绩分业务看：

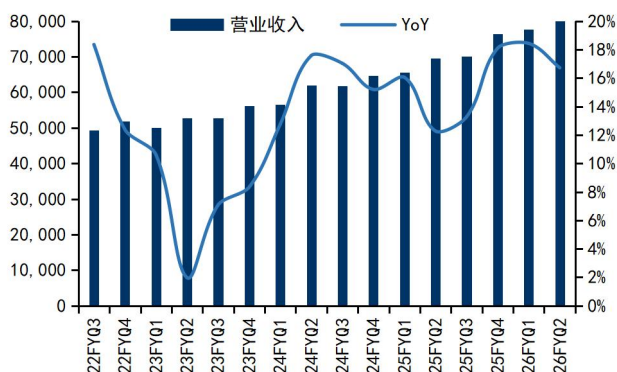
1) 生产力和业务流程：本季度收入 341 亿美元，同比+16%。其中 M365 商业版收入本季度同比+17% (固定汇率下 14%)；LinkedIn 收入同比 +11% (+10% cc)；

Dynamics 365 收入同比+19% (+17% cc)。

2) **智能云**：本季度收入为 329 亿美元，同比+29%。其中 Azure 同比+39%，超业绩指引的 37%。

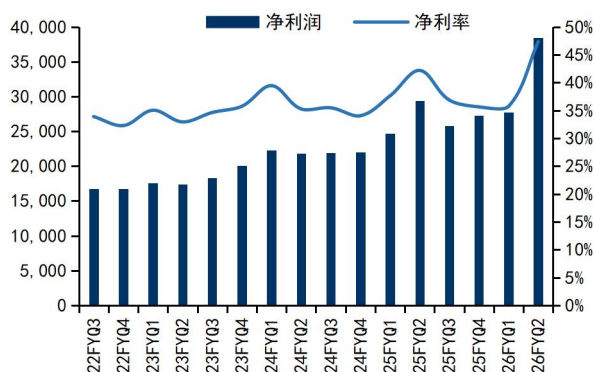
3) **更多个人计算业务**：本季度收入为 143 亿美元，同比-3%。其中 Windows OEM 同比+1%；搜索和新闻广告营收同比+10%；Xbox 内容和服务收入同比-5%；。

图1：微软收入变化情况（单位：百万美元、%）



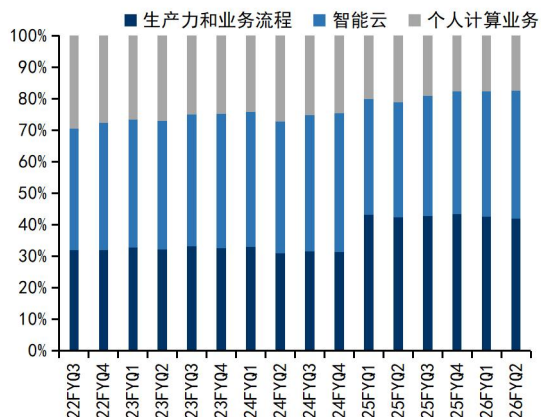
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：微软净利润季度变化情况（单位：百万美元、%）



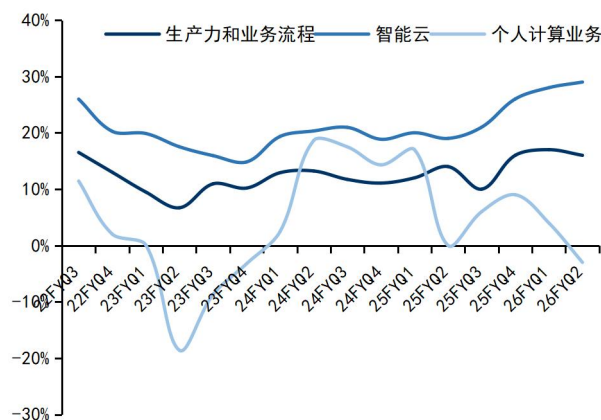
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

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

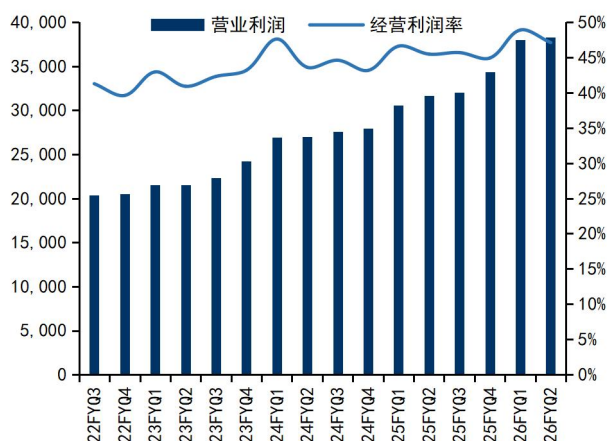
图4：微软分业务收入增长变化情况（单位：%）



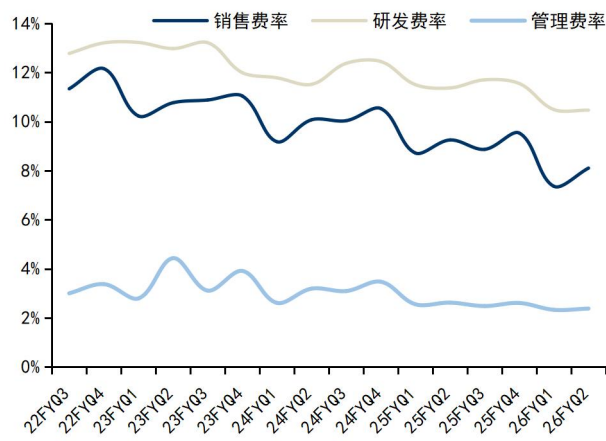
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

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:** Azure AI Foundry 季度消费超 100 万美元的客户数增长近 80%，250+ 客户年处理令牌超 1 万亿。新增对 GPT-5.2、Cloud 4.5 的支持，现有 1500 + 客户在 Foundry 上使用 Anthropic 和 OpenAI 模型；
- 2) **GitHub Copilot:** GitHub Copilot 付费用户达 470 万，同比增长 75%，Copilot Pro Plus 订阅量环比增长 77%；
- 3) **M365 Copilot:** Microsoft 365 Copilot 付费席位达 1500 万，同比增长 160%，日活用户同比增长 10 倍，平均每用户对话量翻倍；35000+席位的大客户数同比增长 3 倍。
- 4) **Fabric:** 上线两年年营收超 20 亿美元，客户数超 31000 家，同比增长 60%，为市场增长最快的分析平台；
- 5) **医疗 Dragon Copilot:** 服务 10 万+ 医疗从业者，本季度记录 2100 万次患者问诊，同比增长 3 倍；
- 6) **安全 Security Copilot:** 新增 12 款 Agent，使用后手动分诊时间减少 75%，Purview 本季度审计 240 亿次 Copilot 交互，同比增长 9 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	120988	226907	364657
应收款项	69905	81350	92776	107512
存货净额	938	1068	1194	1390
其他流动资产	25723	29934	34139	39561
流动资产合计	191131	300880	425932	587582
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	20191	29977	39763
资产总计	619003	783269	965967	1188642
短期借款及交易性金融负债	2999	3299	3629	3992
应付款项	34935	39787	44469	51769
其他流动负债	103284	120883	133610	158025
流动负债合计	141218	163968	181708	213785
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	316716	352898	403417
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	343479	466553	613070	785225
负债和股东权益总计	619003	783269	965967	1188642

关键财务与估值指标

	2025	2026E	2027E	2028E
EPS	13.7	16.6	19.7	23.2
每股红利	2.7	0.0	0.0	0.0
每股净资产	46.26	62.83	82.56	105.75
ROIC	77%	75%	79%	85%
ROE	30%	26%	24%	22%
毛利率	69%	67%	69%	69%
EBIT Margin	46%	45%	47%	47%
EBITDA Margin	58%	58%	59%	59%
收入增长	15%	16%	14%	16%
净利润增长率	16%	21%	19%	17%
资产负债率	45%	40%	37%	34%
息率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	32	26	22	19
P/B	9	7	5	4
EV/EBITDA	21	18	15	12

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	327848	373897	433284
营业成本	87831	106632	116656	135185
研发费用	32488	36769	40518	46499
销售及管理费用	32877	35890	41514	47637
营业利润	128528	148556	175209	203964
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	3981	3981	3981
税前利润	123627	150090	178679	209945
所得税费用	21795	27016	32162	37790
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	101832	123074	146517	172155

现金流量表（百万美元）

	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	101832	123074	146517	172155
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	3981	3981	3981
财务费用	4901	2447	511	(2000)
营运资本变动	23837	25106	20095	29802
其它	44646	73318	85135	98260
经营活动现金流	136162	184839	209179	251087
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	90746	105919	137750
货币资金的期初余额	18315	30242	120988	226907
货币资金的期末余额	30242	120988	226907	364657
企业自由现金流	71700	92293	105055	133951
权益自由现金流	23071	94767	110101	142101

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