

FY26Q2 财报点评：储备订单大增，投资回报质疑加剧

买入（维持）

盈利预测与估值	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入（百万元）	245,122	281,724	328,339	373,392	433,853
同比(%)	15.67	14.93	16.55	13.72	16.19
归母净利润（百万元）	88,136	101,832	126,455	142,431	169,268
同比(%)	21.80	15.54	24.18	12.63	18.84
EPS-最新摊薄（元/股）	11.87	13.71	17.03	19.18	22.80
P/E（现价&最新摊薄）	36.25	31.38	25.27	22.43	18.88

关键词：#产能扩张

投资要点

- 事件：**微软发布 FY26Q2 财报（对应自然年 2025 年 10-12 月）。尽管 FY26Q2 营收同比增长 17% 至 813 亿美元、EPS 同比增长 24% 至 4.14 美元，延续了上季度的强劲增长态势，但盘后股价仍然下跌。市场主要在担心微软对 openAI 的依赖过高，以及收入和 capex 增长的时间错配。
- OpenAI 依赖度的两面性。**①FY26Q2 微软的 RPO 余额（remaining performance obligations，即储备订单）飙升至 6250 亿美元（FY26Q1 为 3920 亿美元），其中约 2800 亿美元来自 openAI，占比 45%，这是这次财报最大的争议点。市场担心过于依赖 openAI 的订单，会带来较大的集中度风险。②另一方面，从 FY26Q2 开始，由于 OpenAI 转为公共利益公司，微软的权益法核算随之改变，此前微软按照 openAI 当期的盈亏确认投资收益/亏损，而现在按照净资产价值变动来确认投资收益/亏损。FY26Q2 微软录得 100 亿美元的收益（主要来自 OpenAI 估值提升），这虽然不影响营业利润，但对 EPS 有正向贡献。
- 收入增长和资本支出不匹配。**①短期来看，FY26Q2 Azure 收入同比增长 39%，低于 FY26Q1 指引的“至少 40%”，公司表示这是因为产能受限，“如果把所有 GPU 都给 Azure，增速能超 40%”。公司指引 FY26Q3 Azure 收入同比增长 37-38%，相较于 FY26Q2 的增速进一步下降，原因在于，FY26Q2 公司新增约 1 吉瓦产能，Fairwater Atlanta 和 Fairwater Wisconsin 这两个项目的交付时间将持续多年。因此 2026 年微软将继续受制于产能约束（CFO 表示，至少到财年结束，都会存在产能受限），Azure 增速可能维持在 37-39% 的区间，无法进一步加速。但与此同时，资本支出已经按照未来 2-3 年的需求预期在激进扩张。②长期来看，FY26Q2 微软的 RPO 加权平均期限达 2.5 年，相较于 FY26Q1 的 2 年进一步延长。Capex 按照 6 年折旧，而 RPO 的加权年限只有 2.5 年，这意味着大量 GPU 在 3 年后需要寻找新的需求来源，导致未来的折旧成本刚性而收入端并不明朗。
- 盈利预测与投资评级：**综合来看，微软 FY26Q2 的收入和利润增长依然强劲，AI 相关指标（席位数、用户数、token 处理量）快速增长。因为 capex 的激增速度超过了收入增长，导致 ROI 在短期面临下行压力。微软正在押注的是：企业愿意为 AI agent 支付比传统软件更高的溢价，且这种溢价能够覆盖激增的基础设施成本。如果这个假设成立，微软当前的投资将在未来迎来丰厚回报。我们将 FY2026-2028 年归母净利润预测从此前的 1191/1376/1571 亿美元上调至 1265/1424/1693 亿美元。我们认为微软仍然是 AI 时代的核心标的，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产能有限风险，需求不及预期风险，AI 技术不及预期风险。

2026 年 02 月 03 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

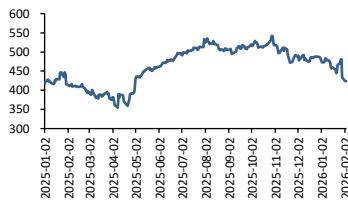
zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张文雨

执业证书：S0600525070007

zhangwy@dwzq.com.cn

股价走势（美元）



市场数据

收盘价(美元)	423.37
一年最低/最高价	344.79/555.45
市净率(倍)	26.53
流通市值(亿美元)	31437.89
总市值(百万美元)	31437.89

基础数据

每股净资产(美元,LF)	15.96
资产负债率(% ,LF)	32.00
总股本(百万股)	7432.54
流通 A 股(百万股)	7430.21

相关研究

《微软(MSFT)：FY26Q1 业绩点评：
业绩超预期，云业务增速延续》

2025-11-04

《微软(MSFT)：FY25Q4 业绩点评：
业绩超预期，继续看好云业务增长潜力》

2025-08-05

微软三大财务预测表

资产负债表(百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	利润表(百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	191,131.00	287,448.15	372,922.83	490,575.24	营业总收入	281,724.00	328,338.64	373,391.50	433,852.87
现金及现金等价物	30,242.00	110,559.16	180,580.28	277,503.15	营业成本	87,831.00	104,420.87	119,485.28	138,832.92
应收账款及票据	69,905.00	81,471.63	92,650.73	107,653.18	销售费用	25,654.00	25,781.07	29,871.32	34,708.23
存货	938.00	1,115.17	1,276.06	1,482.68	管理费用	7,223.00	7,108.02	7,467.83	8,677.06
其他流动资产	90,046.00	94,302.18	98,415.76	103,936.23	研发费用	32,488.00	35,025.32	41,073.07	43,385.29
非流动资产	427,872.00	494,923.25	572,856.08	652,843.34	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	204,966.00	303,191.37	404,678.87	504,216.50	经营利润	128,528.00	156,003.37	175,494.01	208,249.38
商誉及无形资产	166,936.00	138,556.88	115,002.21	95,451.83	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	2,385.00	1,789.90	1,797.40	1,825.00
其他长期投资	15,405.00	15,405.00	15,405.00	15,405.00	其他收益	(4,901.00)	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	40,565.00	37,770.00	37,770.00	37,770.00	利润总额	123,627.00	154,213.47	173,696.61	206,424.38
资产总计	619,003.00	782,371.40	945,778.91	1,143,418.57	所得税	21,795.00	27,758.42	31,265.39	37,156.39
流动负债	141,218.00	164,737.35	187,162.65	216,983.32	净利润	101,832.00	126,455.04	142,431.22	169,267.99
短期借款	2,999.00	2,999.00	2,999.00	2,999.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	27,724.00	32,960.62	37,715.73	43,822.84	归属母公司净利润	101,832.00	126,455.04	142,431.22	169,267.99
其他	110,495.00	128,777.73	146,447.92	170,161.48	EBIT	123,627.00	156,003.37	175,494.01	208,249.38
非流动负债	134,306.00	149,149.00	149,149.00	149,149.00	EBITDA	157,780.00	231,588.37	264,807.11	312,232.66
长期借款	40,152.00	40,152.00	40,152.00	40,152.00	Non-GAAP 净利润	101,832.00	126,455.04	142,431.22	169,267.99
其他	94,154.00	108,997.00	108,997.00	108,997.00					
负债合计	275,524.00	313,886.35	336,311.65	366,132.32					
股本	109,095.00	109,095.00	109,095.00	109,095.00	主要财务比率	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(美元)	13.71	17.03	19.18	22.80
归属母公司股东权益	343,479.00	468,485.04	609,467.26	777,286.25	每股净资产(美元)	46.26	63.09	82.08	104.68
负债和股东权益	619,003.00	782,371.40	945,778.91	1,143,418.57	发行在外股份(百万股)	7,425.63	7,425.63	7,425.63	7,425.63
					ROIC(%)	28.82	28.48	24.72	23.19
					ROE(%)	29.65	26.99	23.37	21.78
					毛利率(%)	68.82	68.20	68.00	68.00
					销售净利率(%)	36.15	38.51	38.15	39.02
					资产负债率(%)	44.51	40.12	35.56	32.02
					收入增长率(%)	14.93	16.55	13.72	16.19
					净利润增长率(%)	15.54	24.18	12.63	18.84
					P/E	31.38	25.27	22.43	18.88
					P/B	9.30	6.82	5.24	4.11
					EV/EBITDA	23.52	13.51	11.55	9.48

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为美元,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

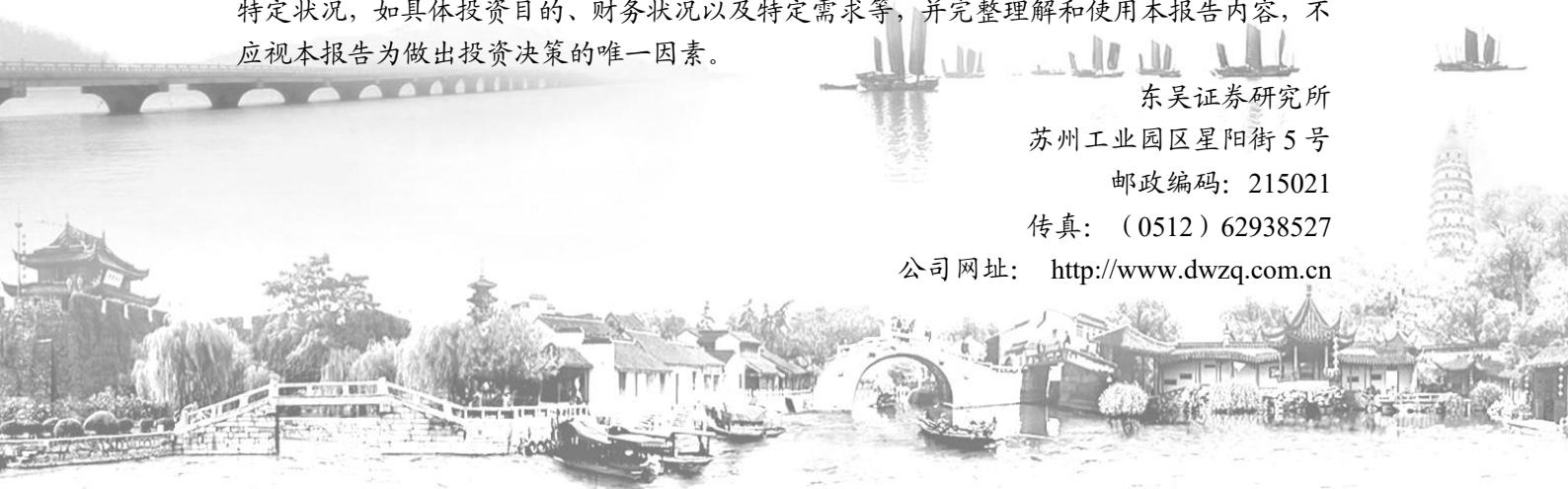
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>