

微软 (msft)

Azure 营收增速放缓，市场关注 AI 回报率

核心观点:

- 美东时间 1 月 28 日盘后，微软发布 FY26Q2 业绩公告。盘后股价表现低迷，1 月 29 日微软股价收跌 9.99%。
- **FY26Q2 营收、净利润超预期，FY26Q3 营收指引略高于预期。** 营业收入 812.7 亿美元（超一致预期 1.25%），同比增长 16.7%；下季度营业收入指引 806.5-817.5 亿美元，中位数略高于一致预期。营业利润为 382.75 亿美元，营业利润率 47.1%，环比下滑 1.7pcts；净利润 385 亿美元（超一致预期 3.68%），同比增长 59.5%，净利率 47.3%。
- **Azure 营收增速放缓，主要系 AI 负载容量限制。** 本季度微软智能云收入 329 亿美元，同比增长 28.8%；Azure 收入同比增长 39%，高于上季度指引 37%，但相比前值 40%有所放缓，若将全部 GPU 分配给客户，本季度 Azure 收入同比增速将超过 40%。下季度 Azure 收入增速指引为 37%-38%。**商业 RPO 同比显著增长，但较依赖 OpenAI 单一客户。** 本季度商业 RPO 同比增长 110%至 6250 亿美元，其中 45%来自 OpenAI，剔除 OpenAI 后其他商业 RPO 实现 28%的同比增速。
- **资本开支大幅超预期，GPU 等短期资产占比提升至 2/3。** 微软资本开支 375 亿美元，同比增长 65.9%，高于一致预期 34.7%。根据电话会，资本开支约三分之二用于 GPU 和 CPU 等短期资产（此前约为一半）。
- **盈利预测与投资建议：** 当前阶段市场更关注 AI 投资回报率，对微软后续季度 Azure 收入增速放缓、利润率承压产生担忧。我们认为，微软当前经营现金流足以覆盖资本开支，折旧费用压力部分被云业务经营效率优化抵消，AI Agent 对云计算需求形成长期拉动，微软在大型企业的渠道分发能力和强大的安全合规能力将成为差异化优势。我们预测 2026-2028 财年微软净利润 1236/1417/1653 亿美元，对应 PE 25 /22/18 倍，根据 SOTP，合理价值为 480.30 美元，给予“买入”评级。
- **风险提示：** AI 投资回报不确定性，对 OpenAI 过分依赖，AI 竞争加剧。

盈利预测:

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万美元)	245,122	281,724	329,731	392,980	464,365
增长率 (%)	16%	15%	17%	19%	18%
EBITDA (百万美元)	115,957	140,859	183,829	207,842	239,263
归母净利润 (百万美元)	88,136	101,832	123,635	141,665	165,290
增长率 (%)	22%	16%	21%	15%	17%
EPS (美元/股)	11.86	13.70	16.65	19.08	22.26
市盈率 (x)	35	30	25	22	18
ROE (%)	37%	33%	32%	30%	29%
EV/EBITDA (x)	26	22	17	15	13

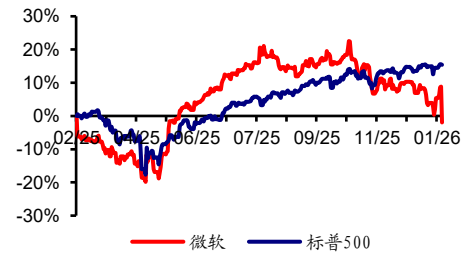
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心，表中 2026E 代表微软 2026 财年，即 2025 年 7 月 1 日-2026 年 6 月 30 日

公司评级

买入

当前价格	411.21 美元
合理价值	480.30 美元
报告日期	2026-02-04

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

廖志国



SAC 执证号: S0260525060001



021-38003665



liaozhiguo@gf.com.cn

分析师:

宾特丽亚



SAC 执证号: S0260526010003



021-38003624



binteliya@gf.com.cn

请注意，廖志国、宾特丽亚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、FY2026 Q2 业绩点评：AZURE 增速放缓，资本开支中 GPU 等短期资产占比提升 ..4	
（一）营收、净利润超预期，下季度营收指引略高于预期	4
（二）AZURE 营收增速放缓，主要受限于 AI 负载容量不足	4
（三）生产力和企业流程营收增速放缓，更多个人计算营收同比下滑	5
（四）资本开支大幅超预期，GPU 等短期资产占比提升	6
二、微软：AI+云服务双轮驱动，构筑软件护城河	7
（一）行业概述：AI 驱动全球云计算市场规模加速增长	7
（二）微软公司基本情况：云转型的软件龙头，拥抱生成式 AI 潮流	8
（三）业务分析：三大业务板块，AZURE 驱动智能云收入加速增长	9
三、盈利预测和投资建议	10
四、风险提示	14

图表索引

图 1: FY21Q1-FY26Q2 微软营业收入与同比增速	4
图 2: FY21Q1-FY26Q2 微软净利润与同比增速	4
图 3: FY21Q1-FY26Q2 微软智能云、Azure 营收同比增速	5
图 4: FY21Q1-FY26Q2 微软分部门营业收入与同比增速	5
图 5: FY21Q1-FY26Q2 微软资本开支与同比增速	6
图 6: FY19Q4-FY26Q2 微软各部门营业利润率	6
图 7: 20Q3-25Q3 全球云基础设施服务市场规模	7
图 8: 20Q4-25Q3 全球云供应商市场份额趋势	7
图 9: 2021 Q1-2025 Q3 微软智能云、谷歌云、亚马逊 AWS 营收与同比增速	8
表 1: 微软分部门盈利预测	10
表 2: 微软费用率与盈利预测	11
表 3: 微软生产力与企业流程盈利预测与相对估值表	12
表 4: 微软智能云盈利预测与相对估值表	12
表 5: 微软更多个人计算盈利预测与相对估值表	13
表 6: 微软盈利预测与相对估值表	13

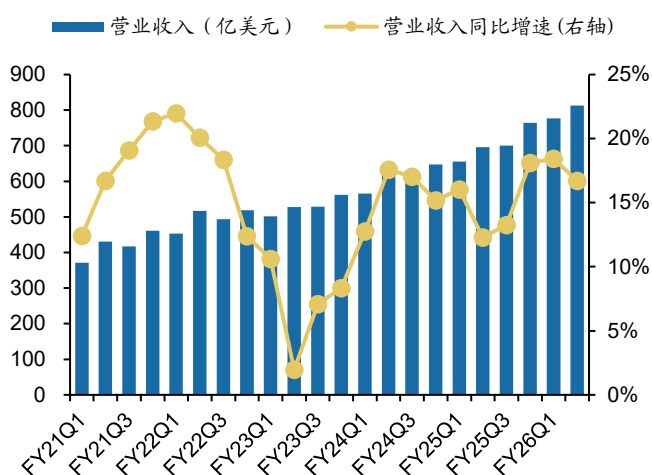
一、FY2026 Q2 业绩点评：Azure 增速放缓，资本开支中 GPU 等短期资产占比提升

美国东部时间1月28日盘后，微软发布FY26Q2业绩公告。盘后股价表现低迷，主要系Azure收入增速放缓，资本开支超预期，1月29日，微软股价收跌9.99%。

（一）营收、净利润超预期，下季度营收指引略高于预期

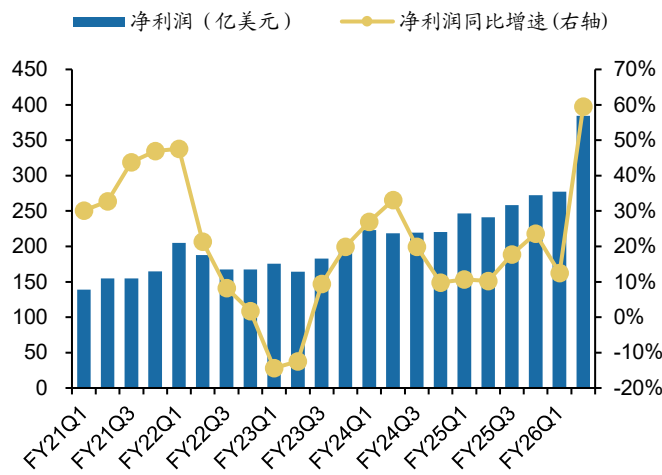
FY26Q2微软实现营业收入812.73亿美元（超Refinitiv一致预期1.25%，下文简称一致预期），同比增长16.7%；公司指引FY26Q3营业收入806.5-817.5亿美元，中位数812亿美元，略高于一致预期。FY26Q2微软实现营业利润382.75亿美元，营业利润率47.1%（环比下滑1.7pcts，超一致预期4.88%）；净利润384.58亿美元（超一致预期3.68%），同比增长59.5%，净利率47.3%。

图 1：FY21Q1-FY26Q2微软营业收入与同比增速



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图 2：FY21Q1-FY26Q2微软净利润与同比增速



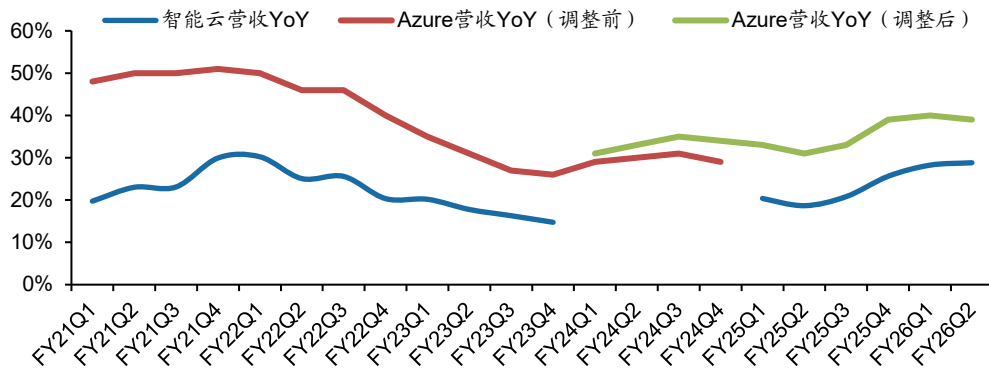
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

（二）Azure 营收增速放缓，主要受限于 AI 负载容量不足

FY26Q2微软智能云部门收入329.07亿美元，同比增长28.8%（前值28.2%）。FY26Q3智能云收入指引341-344亿美元。FY26Q2 Azure收入同比增长39%，高于上季度指引的增速37%，但相比上季度增速40%有所放缓。公司指引FY26Q3 Azure收入同比增长37-38%。FY26Q2商业订单同比增长230%，商业RPO同比增长110%至6250亿美元，其中约45%来自OpenAI，剔除OpenAI后其他商业RPO实现28%的同比增速。

Azure营收增速放缓主要因为产能分配和数据中心容量限制。微软数据中心产能除分配给Azure外部客户外，还用于支持Microsoft 365 Copilot、GitHub Copilot等AI应用使用量的加速增长，以及分配给研发团队以加速产品创新。根据公司FY26Q2电话会，若将全部GPU分配给Azure客户，本季度Azure收入同比增速将超过40%。

图 3: FY21Q1-FY26Q2微软智能云、Azure营收同比增速

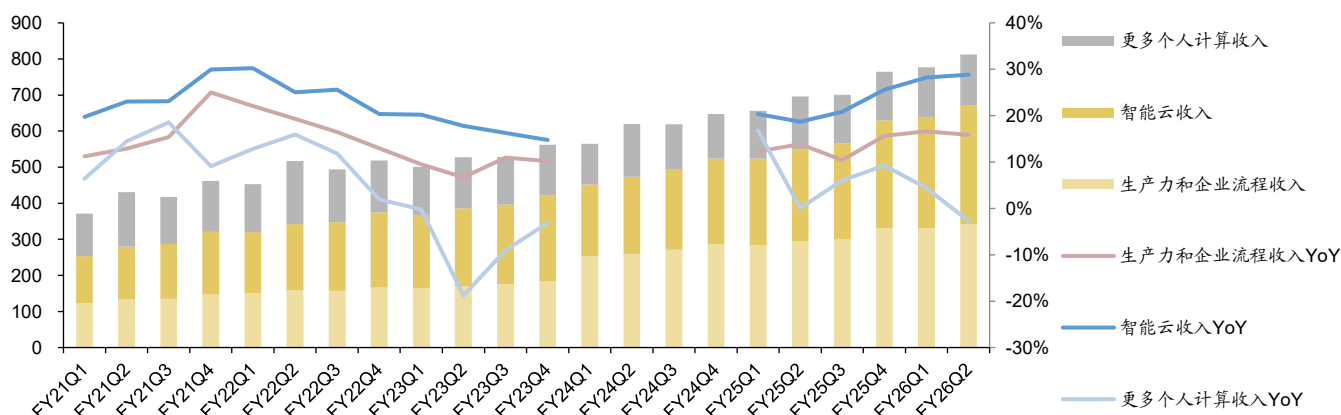


数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

(三) 生产力和企业流程营收增速放缓，更多个人计算营收同比下滑

FY26Q2微软生产力和企业流程部门收入341.16亿美元，同比增长15.9% (前值16.6%)。根据公司FY26Q2电话会，本季度Copilot系列AI应用DAU同比增长近三倍，Microsoft 365 Copilot付费席位超过1500万，季度新增席位同比增长超160%。Github Copilot付费用户数达470万，同比增长75%。

图 4: FY21Q1-FY26Q2 微软分部门营业收入与同比增速



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心，单位：亿美元，右轴为同比增速。因微软修改财报披露口径，导致FY24Q1-FY24Q4各部门营收同比增速丢失

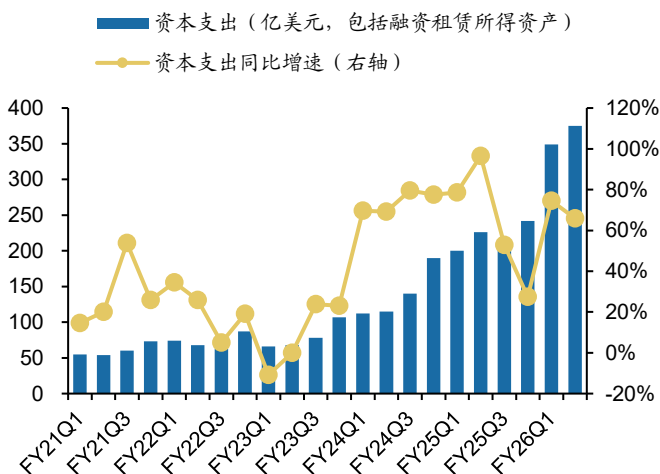
FY26Q2微软更多个人计算部门收入142.5亿美元，同比下降2.7%（前值4.4%）。根据公司FY26Q2电话会，本季度搜索和新闻广告收入同比增长10%，游戏收入同比下滑9%，Xbox内容和服务收入同比下降5%。

（四）资本开支大幅超预期，GPU等短期资产占比提升

FY26Q1微软资本开支375亿美元，同比增长65.9%，高于一致预期34.74%。根据FY26Q2电话会，本季度资本开支中约三分之二用于GPU和CPU等短期资产（此前表述为一半用于短期资产）。由于GPU和CPU等短期资产折旧年限一般为4-6年，该调整或将给微软带来更大的折旧费用压力。FY26Q2微软云毛利率为67%，同比有所下滑。公司提到AI投资带来的成本压力部分被经营效率优化抵消。

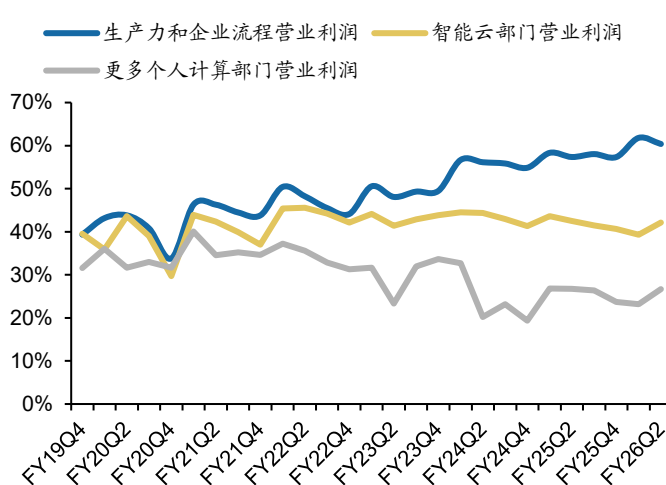
微软仍重视自研全栈式AI生态构建，致力于为Agent提供最佳运行环境。根据FY26Q2业绩电话会，公司将持续投资于自建大模型，将自研芯片Maia与英伟达、AMD芯片组合，形成硬件层面最佳性价比。Azure正在为Agent的广泛部署提供全面支持，Foundry Knowledge与Fabric正加速发展，当前Foundry平台季度消费超百万美元的客户数量已增长近80%，预计今年将有超过250家客户在Foundry平台上消耗超万亿tokens。本季度公司推出了 Agent 365，旨在将企业现有的公司治理、身份认证、安全管理等扩展到智能代理，并已实现与Adobe、Databricks、NVIDIA、SAP等合作伙伴的集成。

图 5: FY21Q1-FY26Q2微软资本开支与同比增速



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图 6: FY19Q4-FY26Q2微软各部门营业利润率



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

二、微软：AI+云服务双轮驱动，构筑软件护城河

（一）行业概述：AI 驱动全球云计算市场规模加速增长

云计算行业技术模式成熟且产业链结构清晰，行业发展具备坚实基础。云计算服务指将计算、存储等资源以服务形态交付给终端用户的商业模式，用户无需自行购置全套硬件设施，可通过付费订阅等方式获取标准化服务，降低前期投入与运维成本。

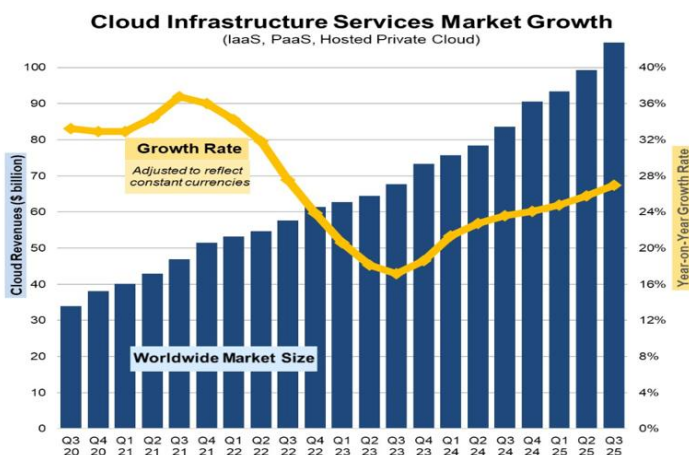
云计算行业上游提供服务器、路由器、交换机等硬件设备，以及芯片、操作系统等核心组件，是产业链运行的基础保障；中游为服务交付层，主要参与者包括IDC厂商（提供基础设施托管服务）与云服务提供商（提供IaaS/PaaS/SaaS等核心服务）；下游终端客户包括互联网、金融、政府、制造企业等及个人用户。

全球公有云市场规模持续增长，云服务提供商头部集中效应明显。

（1）当前软件、设备及云服务市场竞争日趋激烈，受低延迟计算、边缘数据处理、混合云解决方案以及实时分析需求的推动，全球公有云市场规模持续增长。据 SynergyResearchGroup 统计，2025年第三季度全球云基础设施服务收入（包括IaaS、PaaS和托管私有云服务）达到1069亿美元，过去12个月收入达到3900亿美元。公共IaaS和PaaS服务占据市场大部分份额，三季度两者合计增长30%。

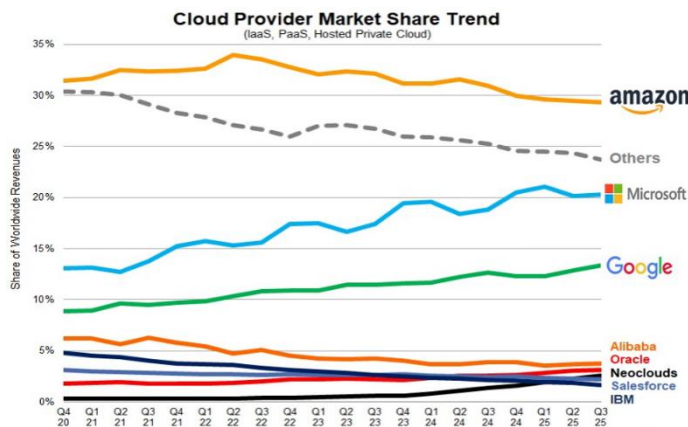
（2）主要的云提供商中，亚马逊仍稳居市场领先地位，微软和谷歌则保持高速增长态势。2025年第三季度三家企业全球市场份额分别为29%、20%和13%，合计占企业云基础设施服务支出的63%。除此三家企业外，其他规模相对较小的市场竞争者包括阿里巴巴、Oracle、Neoclouds（包括CoreWeave、Nebius等）、Salesforce、IBM等，市场份额均处于5%以下。

图 7：20Q3-25Q3全球云基础设施服务市场规模



数据来源：Synergy Research Group，广发证券发展研究中心

图 8：20Q4-25Q3全球云供应商市场份额趋势



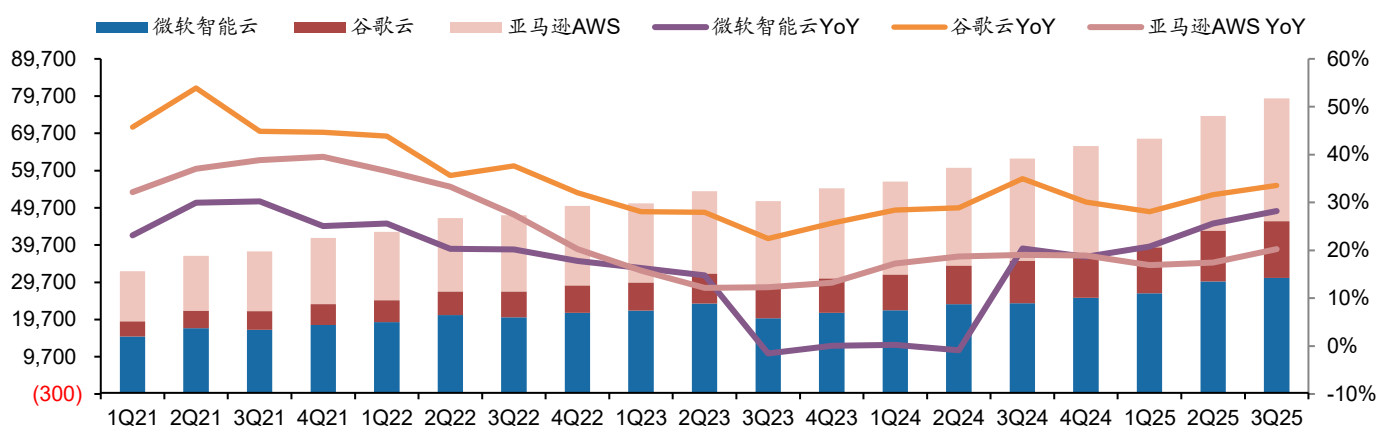
数据来源：Synergy Research Group，广发证券发展研究中心

AI融合应用成为云服务行业核心增长引擎，头部厂商加速AI领域布局与技术落地。

(1)全球头部云服务提供商均将AI作为战略布局重点，根据自身优势在AI时代形成差异化竞争力。亚马逊优势在于全球高覆盖率的数据中心网络，通过加大数据中心资本开支投入，夯实AI基础设施能力。谷歌在AI领域全栈式布局自研模型、自研芯片、云计算平台与AI应用产品矩阵，提供强大的数据分析能力和高性价比的AI托管服务。

微软通过与OpenAI的早期合作快速获得AI客户，并持续强化自身在网络安全、企业合规和混合云等领域的优势。2023年以来微软和OpenAI的战略合作升级，Azure成为OpenAI旗下模型API的独家云供应商，OpenAI的模型能力嵌入Microsoft 365等产品中，使微软在企业级GenAI领域更早地建立商业闭环和生态反馈。微软Azure Arc和Azure Stack解决方案可以将云原生能力延伸到本地和多云环境。对于合规要求高的政企公司和财富500强大型公司，以及无法完全放弃本地数据中心的金融和医疗机构而言，微软Azure擅长的混合云部署方案成为优选。

图 9：2021 Q1-2025 Q3 微软智能云、谷歌云、亚马逊 AWS 营收与同比增速



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心，单位：百万美元，右轴为同比增速

(二) 微软公司基本情况：云转型的软件龙头，拥抱生成式 AI 潮流

微软作为全球科技行业龙头企业，主营业务覆盖软件、硬件设备、云服务及AI解决方案等多领域，业务体系完善。

微软 (Microsoft) 成立于1975年，1986年于纳斯达克股票交易所挂牌上市。公司主营操作系统、应用软件、开发工具的研发，以及为个人用户与企业客户提供技术解决方案及AI云服务等，核心产品包括跨设备生产与协作应用、服务器应用、桌面与服务器管理工具、软件开发工具及游戏等；此外，公司还设计销售个人电脑 (PC)、平板电脑、游戏娱乐主机等智能设备及相关配件。

云服务平台Azure成为营收增长核心支柱，AI领域研发布局实现突破性进展。

2025财年公司实现营业总收入2817.24亿美元，同比增长15%；营业利润1285.28亿美元，同比增长17%，盈利水平保持稳步提升。云端服务平台Azure营收首次突破750亿美元，同比增长34%，明显高于公司整体营收增速，成为核心增长极。

公司AI业务布局实现多领域覆盖，涵盖AI云计算服务、AI基础设施及Copilot人工智能助手、智能代理（Agent）等产品。截至2025年已在70个地区运营超400个数据中心，规模稳居行业领先水平；公司推出Azure AI Foundry平台与Microsoft Fabric平台，前者用于企业AI部署运营、大模型开发及应用程序搭建，后者作为端到端统一数据分析平台，为企业AI应用开发奠定技术基础。此外，2025年公司发布首款自研大语言模型MAI-1预览版、自然语音生成模型MAI-Voice-1及图像生成模型MAI-Image-1，标志着其在自研AI技术领域实现重大突破，技术壁垒进一步加固。

（三）业务分析：三大业务板块，Azure 驱动智能云收入加速增长

微软主营业务包括生产力与企业流程、智能云、更多个人计算三大板块。

生产力与企业流程包括Microsoft365商业产品和云服务、Microsoft365消费产品和云服务、LinkedIn、Dynamics产品与云服务，聚焦提升企业及员工生产效率。智能云为公司核心增长板块，主要包括Azure及GitHub、Nuance医疗保健等其他云服务，同时涵盖SQLServer、WindowsServer等服务器产品。更多个人计算包括Windows操作系统与硬件设备、Xbox硬件及内容服务、搜索引擎和新闻广告等业务。

2025财年公司三大业务板块营收持续稳健增长，智能云板块增速领跑。

（1）根据公司2025财年年报，生产力与企业流程板块实现营收1208.10亿美元，占总营收的42.88%，为公司贡献了主要收入，同比增长13%，增长主要由Microsoft365云服务15%的营收增速驱动。三大业务板块均实现正增长，营收结构保持稳定，智能云板块营收占比持续提升，公司业务结构向高增长、高附加值的云服务领域倾斜。

（2）智能云板块实现营收1062.65亿美元，占总营收的37.72%，为公司第二大营收板块，同比增长21%，是三大板块中增速最快的业务，增长动力源于Azure及其他云服务34%的高速增长。随着AI技术与云服务的进一步融合，推动智能云板块盈利优化，板块盈利贡献度有望持续提升。

（3）更多个人计算板块实现营收546.49亿美元，同比增长7%，营收增长主要受益于游戏、搜索引擎和新闻广告等业务的稳健发展。

三、盈利预测和投资建议

微软的三大板块分别为生产力与企业流程、智能云、更多个人计算。

生产力与企业流程: 我们假设Microsoft 365用户数和ARPU增速逐年放缓, 主要系E3和E5渗透率已较高, 市场竞争加剧下订阅价格上行空间有限; 假设Dynamics和LinkedIn营收增速放缓, 主要系企业服务SaaS市场逐步成熟。我们预测2026-2028财年微软生产力与企业流程收入同比分别增长13.9%、12.4%、11.1%。考虑到AI基建的折旧费用和AI产品研发费用部分分摊至Microsoft 365 Copilot, 我们预测2026-2027财年生成力与企业流程部门营业利润率分别为58.3%、57.5%, 因SaaS业务规模效应逐渐显现, 2028财年营业利润率回升至57.8%。

智能云: AI下游需求强劲, 云计算业务作为早期受益者营收增长确定性高, Azure AI收入占比持续提升, 成为智能云部门营收增长的重要驱动力。我们假设2026-2027财年AI驱动Azure营收加速增长, 2028财年AI产业部分价值量被分配至下游应用端, Azure营收在高基数下增速有所放缓。我们预测2026-2028财年微软智能云收入同比分别增长29.5%、31.8%、28.9%。考虑到AI基建的折旧费用和AI模型、自研芯片的研发费用大部分分配至智能云部门, 我们预测2026-2028财年智能云营业利润率分别为41.5%、39.7%、38.9%。

更多个人计算: 全球PC消费电子市场趋于疲软, 我们假设Windows OEM和设备营收维持较低增速; 微软整合动视暴雪后尚未在游戏内容服务领域形成明显竞争力, FY2026Q2微软游戏收入同比下滑9.5%, 拖累2026财年更多个人计算部门营收负增长; 搜索引擎广告则面临着激烈的市场竞争。我们预测2026-2028财年微软更多个人计算部门营收增速分别为-0.2%、4.3%、3.1%。考虑到更多个人计算部门规模化效应不明显, 部分业务仍处于早期投入阶段, 我们预测2026-2028财年更多个人计算营业利润率分别为28.3%、22.1%、20.4%。

综上, 我们预测2026-2028财年微软营收分别为3297/3930/4644亿美元, 同比分别增长17.0%、19.2%、18.2%。

表 1: 微软分部门盈利预测

	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
生产力与企业流程				
收入	1,208	1,375	1,547	1,719
增长率	13.1%	13.9%	12.4%	11.1%
总成本	510	574	657	725
营业利润	698	801	889	993
营业利率(%)	57.8%	58.3%	57.5%	57.8%
智能云				
收入	1,063	1,376	1,814	2,338
增长率	21.5%	29.5%	31.8%	28.9%
总成本	617	806	1,095	1,430
营业利润	446	571	720	909
营业利率(%)	42.0%	41.5%	39.7%	38.9%
更多个人计算				

收入	546	546	569	587
增长率	7.5%	-0.2%	4.3%	3.1%
总成本	405	391	443	467
营业利润	142	154	126	119
营业利率(%)	25.9%	28.3%	22.1%	20.4%
合计				
收入	2,817	3,297	3,930	4,644
增长率	14.9%	17.0%	19.2%	18.2%

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

毛利率：考虑到2023财年以来微软持续投入AI数据中心基建，2024-2025财年资本开支大幅增长75%和57%，FY2026Q2资本开支达到375亿美元，同比增长65.9%，仍然维持较高增速，预计会对公司2026-2027财年毛利率形成一定的压力。我们预测2026-2028财年微软毛利率分别为67.9%、66.5%、65.6%。

费用率：考虑到微软在自研AI模型和自研芯片上的布局相较亚马逊和谷歌起步更晚，预计2026-2028财年研发费用率持续增加，2026-2027财年销售费用率有所增加，2028财年AI带来的内部降本增效和经营效率优化抵消部分费用率提升。我们预测2026-2028财年微软销售费用率分别为8.4%、8.7%、8.3%，研发费用率分别为10.8%、11.2%、11.4%、行政费用率维持在2.4%。

综上所述，我们预测微软2026-2028财年营业利润率分别为46.3%、44.1%、43.5%，净利润分别为1236、1417、1653亿美元，同比分别增长21.4%、14.6%、16.7%。

表 2：微软费用率与盈利预测

	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
收入	2,817	3,297	3,930	4,644
增长率	14.9%	17.0%	19.2%	18.2%
成本	878	1,059	1,318	1,598
毛利润	1,939	2,238	2,612	3,046
毛利率	68.8%	67.9%	66.5%	65.6%
销售费用率	9.1%	8.4%	8.7%	8.3%
研发费用率	11.5%	10.8%	11.2%	11.4%
行政费用率	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%
营业利润	1,285	1,526	1,735	2,021
营业利率	45.6%	46.3%	44.1%	43.5%
净利润	1,018	1,236	1,417	1,653
净利润增速	15.5%	21.4%	14.6%	16.7%

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

考虑微软业务线复杂，我们选取SOTP估值方法对微软三大核心业务板块分别估值，并加总得到合理市值。本次估值基于我们对微软2027财年（即2026年7月1日-2027年6月30日）的盈利预测，综合对比可比公司2026年和2027年净利润一致预期对应估值。由于微软当前商业模式成熟、客户群体稳定，三大业务板块均选取PE估值法。

生产力与企业流程：该板块以订阅制付费为主，具备高客户粘性、高续费率、稳定现金流等特征，商业模式与全球企业级SaaS龙头类似。我们选取Salesforce、ServiceNow、Workday三家成熟企业级SaaS龙头作为可比公司，2026E和2027E的行业平均PE分别为18.4倍和15.3倍。考虑到微软SaaS业务营业利润率高于同业，具备行业领先的渗透率和客户留存率，以及强大的财富500强公司分销渠道及持续的产品升级迭代能力，我们给予生产力与企业流程业务高于行业平均的20倍PE。

表 3: 微软生产力与企业流程盈利预测与相对估值表

证券代码	可比公司	市值	净利润			净利润增速		PE	
			2025E	2026E	2027E	2026E	2026E	2027E	
CRM.N	Salesforce	1,989	111	125	81	12.9%	15.8	13.9	
NOW.N	ServiceNow	1,224	43	53	65	21.5%	23.4	19.0	
WDAY.O	Workday	462	24	29	35	17.0%	15.9	13.1	
	平均值						18.4	15.3	
			FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY2027E	FY2027E		
MSFT.O	微软	14,559	652	728	813	11.6%	20.0		

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心，单位：亿美元，可比公司净利润预测为 Refinitiv 一致预期，数据截至 2026-02-02，Salesforce、Workday 财年截至 1 月 31 日

智能云：该板块以云基础设施服务（IaaS/PaaS）及企业AI云解决方案为核心。微软Azure与亚马逊AWS、谷歌GCP并称全球三大综合型云基础设施服务商，故选取亚马逊、谷歌作为可比公司，2026E和2027E行业平均PE分别为30.4倍和25.6倍，两年平均值为28倍。考虑到微软与OpenAI的紧密战略合作、持续投资AI基础设施建设、与企业软件生态协同效应显著，我们给予智能云业务高于行业平均的30倍PE。

表 4: 微软智能云盈利预测与相对估值表

证券代码	可比公司	市值	净利润			净利润增速		PE	
			2025E	2026E	2027E	2026E	2026E	2027E	
AMZN.O	Amazon	25,582	771	865	1,061	12.1%	30.0	24.5	
GOOGL.O	Google	40,849	1,295	1,354	1,553	4.6%	30.7	26.8	
	平均值						30.4	25.6	
			FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY2027E	FY2027E		
MSFT.O	微软	17,652	463	588	744	27.1%	30.0		

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心，单位：亿美元，可比公司净利润预测为 Refinitiv 一致预期，数据截至 2026-02-02

更多个人计算：主要业务线包括Windows操作系统与硬件设施、Xbox与动视暴雪游戏内容服务、搜索广告服务。三条业务线分别选取消费电子龙头苹果、头部游戏企业Electric Arts、搜索广告巨头谷歌作为可比公司，2026E和2027E行业平均估值分别为27.4倍和25.2倍PE，两年平均值为26.3倍。考虑到微软在上述三个业务中均不具备明显的领先地位，在内存涨价压力下PC市场增长趋缓，我们给予更多个人计算业务低于行业平均的25倍PE。

表 5：微软更多个人计算盈利预测与相对估值表

证券代码	可比公司	市值	净利润			净利润增速		PE	
			2025E	2026E	2027E	2026E	2026E	2027E	
AAPL.O	Apple	38,138	1,236	1,331	1,430	7.7%	29.8	27.7	
GOOGL.O	Google	40,849	1,295	1,354	1,553	4.6%	30.7	26.8	
EA.O	Electric Arts	509	22	23	24	7.3%	21.8	21.2	
	平均值						27.4	25.2	
			FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY2027E	FY2027E		
MSFT.O	微软	2,508	121	100	96	-17.3%	25.0		

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心，单位：亿美元，可比公司净利润预测为 Refinitiv 一致预期，Apple 财年截至 9 月 30 日，Electric Arts 财年截至 3 月 31 日，数据截至 2026-02-02

综上所述，生产力与企业流程、智能云、更多个人计算业务的合理市值分别为14559、17652、2508亿美元。截至2025年10月28日，微软对OpenAI的长期投资价值约为1350亿美元，考虑到微软和OpenAI的业务具备协同效应，我们对OpenAI投资给予70%的折价，对应945亿美元。上述各部分加总后得到微软合理市值35664亿美元，合理价值480.30美元。

表 6：微软盈利预测与相对估值表

收入部门	估值方法	FY2027E 净利润	净利率	估值倍数	对应市值	市值占比	合理价值
生产力与企业流程	PE	728	47.1%	20	14,559	40.8%	196.1
智能云	PE	588	32.4%	30	17,652	49.5%	237.7
更多个人计算	PE	100	17.6%	25	2,508	7.0%	33.8
OpenAI 投资					945	2.6%	12.7
总计		1,417			35,664	100.0%	480.3

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心，单位：亿美元，合理价值单位：美元，数据截至 2026-02-02

海外AI算力供不应求的趋势长期持续，微软以激进的资本开支计划应对 Azure 和 Copilot 的强劲需求，但当前阶段市场更关注AI投资回报率，对微软后续季度Azure收入增速放缓、利润率承压产生担忧。

我们认为，Azure收入增速放缓主要受限于AI负载容量限制，将部分计算资源分配给内部AI研发是形成长期竞争力的必要投资；成本端来看，微软当前经营现金流足以覆盖资本开支，折旧费用压力部分被云业务经营效率优化抵消，随着硬件交付效率不断提高，云业务利润率长期有望改善。2026年AI模型性能持续迭代、成本进一步降低，年初以来以Claude Cowork、Clawdbot为代表的AI应用密集推出，AI Agent的

产业趋势将对云计算需求形成长期拉动，微软在大型企业的渠道分发能力和强大的安全合规能力将成为差异化优势。

我们预测2026-2028财年微软实现营业收入3297/3930/4644亿美元，同比分别增长17%/19%/18%；净利润1236/1417/1653亿美元，同比分别增长21%/15%/17%，现价对应PE分别为25/22/18倍。合理价值480.30美元，给予“买入”评级。

四、风险提示

（一）高额资本开支和AI投资回报不确定性

由于下游尚未形成规模化的AI应用商业模式，云厂商为了抢夺市场份额，AI业务的溢价明显低于传统云业务，若微软在AI基础设施的高额资本开支无法高效转化为利润，将拖累公司长期利润率。

（二）对单一战略伙伴OpenAI过分依赖

微软未来AI云营收的增长与OpenAI高度绑定，大量云服务RPO依赖于OpenAI，放大了单一合作关系变动的风险。

（三）AI技术和产品竞争加剧

当前全球科技巨头积极参与AI军备竞赛，微软的主要竞争对手亚马逊、谷歌均长期布局自研芯片，或将在长期建立起相对微软的成本优势。

资产负债表

单位：百万美元

至 6 月 30 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	159,734	191,131	251,340	331,435	422,415
货币资金	75,543	94,565	137,820	191,621	251,695
应收及预付	57,754	70,849	82,433	103,416	128,990
存货	1,246	938	1,308	1,619	1,950
其他流动资产	25,191	24,779	29,779	34,779	39,779
非流动资产	352,429	427,872	467,265	508,708	561,373
长期股权投资	14,600	15,405	15,405	15,405	15,405
固定资产	95,641	135,591	204,966	243,336	287,568
无形资产	146,817	142,113	143,137	140,347	138,183
其他长期资产	95,371	134,763	103,758	109,621	120,217
资产总计	512,163	619,003	718,606	840,143	983,788
流动负债	125,286	141,218	161,560	192,917	229,757
短期借款	6,693	0	0	0	0
应付及预收	21,996	27,724	31,768	42,070	54,481
其他流动负债	96,597	113,494	129,792	150,847	175,276
非流动负债	118,400	134,306	134,893	134,740	135,311
长期借款	42,688	40,152	40,152	40,152	40,152
其他非流动负债	75,712	94,154	94,741	94,588	95,159
负债合计	243,686	275,524	296,454	327,657	365,068
股本	7,431	7,433	7,426	7,426	7,426
资本公积	93,492	101,662	101,669	101,669	101,669
留存收益	173,144	237,731	316,404	406,738	512,972
归属母公司股东权益	268,477	343,479	422,152	512,486	618,720
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	512,163	619,003	718,606	840,143	983,788

利润表

单位：百万美元

至 6 月 30 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	245,122	281,724	329,731	392,980	464,365
营业成本	74,114	87,831	105,885	131,805	159,795
营业税金及附加	19,651	21,795	27,012	30,635	35,928
销售费用	24,456	25,654	27,778	34,063	38,410
管理费用	7,609	7,223	7,961	9,538	11,281
研发费用	29,510	32,488	35,482	44,095	52,732
营业利润	109,433	128,528	152,625	173,479	202,147
营业外收支	-1,646	-4,901	-1,978	-1,179	-929
利润总额	107,787	123,627	150,647	172,300	201,219
所得税	19,651	21,795	27,012	30,635	35,928
GAAP 净利润	88,136	101,832	123,635	141,665	165,290
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	88,136	101,832	123,635	141,665	165,290
EBITDA	115,957	140,859	183,829	207,842	239,263
EPS (美元)	11.86	13.70	16.65	19.08	22.26

现金流量表

单位：百万美元

至 6 月 30 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	118,548	136,162	165,293	186,086	213,397
净利润	88,136	101,832	123,635	141,665	165,290
折旧摊销	22,287	34,153	37,683	39,511	41,601
营运资金变动	1,824	-5,350	3,975	4,910	6,505
其它	6,301	5,527	0	0	0
投资活动现金流	-96,970	-72,599	-96,373	-106,040	-126,878
资本支出	-44,477	-64,551	-71,552	-79,775	-92,873
投资变动	-51,195	-10,365	-20,286	-26,265	-34,005
其他	-1,298	2,317	-4,535	0	0
筹资活动现金流	-37,757	-51,699	-44,962	-51,331	-59,057
银行借款	575	-8,962	0	0	0
股权融资	-37,023	-40,446	-44,962	-51,331	-59,057
其他	-1,309	-2,291	0	0	0
现金净增加额	-16,389	11,927	23,958	28,715	27,462
期初现金余额	34,704	18,315	30,242	54,200	82,915
期末现金余额	18,315	30,242	54,200	82,915	110,378

主要财务比率

至 6 月 30 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长	16%	15%	17%	19%	18%
营业利润增长	45%	46%	46%	44%	44%
GAAP 归母净利润增长	22%	16%	21%	15%	17%
获利能力					
毛利率	70%	69%	68%	66%	66%
净利率	36%	36%	37%	36%	36%
ROE	37%	33%	32%	30%	29%
ROIC	21%	20%	21%	21%	21%
偿债能力					
资产负债率	48%	45%	41%	39%	37%
净负债比率	19%	13%	10%	8%	7%
流动比率	127%	135%	156%	172%	184%
速动比率	106%	117%	136%	153%	166%
营运能力					
总资产周转率	53%	50%	49%	50%	51%
应收账款周转率	381%	368%	355%	338%	375%
存货周转率	3957%	8043%	9427%	9006%	8955%
每股指标 (元)					
每股收益	11.86	13.70	16.65	19.08	22.26
每股经营现金流	15.96	18.34	22.26	25.06	28.74
每股净资产	36.16	46.26	56.85	69.02	83.32
估值比率					
P/E	35	30	25	22	18
EV/EBITDA	26	22	17	15	13

广发传媒与互联网行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 宾特丽亚：高级分析师，硕士，毕业于清华大学，2026年加入广发证券，曾任职于光大证券，2年证券行业研究经验。
- 黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。