

# 微软 (MICROSOFT) (MSFT.O) 26FYQ3 财报点评

## AI 年化营收 370 亿美元，计划 2 年内整体算力翻倍

优于大市

### 核心观点

**业绩总览：微软 FY26Q3 整体业务稳健。**①**整体：**本季度公司收入 829 亿美元（同比+18%），营业利润+20%至 384 亿美元，净利润同比+23%至 318 亿美元。②**分业务：**生产力与业务流程收入为 350 亿美元（同比+6%），智能云收入为 347 亿美元（同比+30%），其他个人计算收入为 132 亿美元（同比-1%）。

**业务重点：**①**Azure 云持续高速增长，云业务毛利率承压：**本季度 Azure 同比+40%，超业绩指引的 39%，公司业绩会指引 Azure 2026 年下半年增速小幅提速。微软云毛利率 65%、下季度公司指引毛利率持续下降至 64%，同比下滑主因 AI 基础设施投入和 GitHub Copilot 使用量增加。②**AI 年化营收超 370 亿美元，从“订阅制”转向“席位 + 用量消费”混合模式：**AI 年化营收超 370 亿美元、同比+123%，Copilot 付费席位超 2000 万。商业模式全面从“席位订阅制”转向“席位 + 用量消费”混合模式，GitHub Copilot 率先切换。将推动营收从“用户数驱动”转向“使用强度驱动”，支撑 FY27 及后续双位数增长。③**资本开支保持高位，计划 2 年内整体算力翻倍：**本季度资本支出（含融资租赁）319 亿美元，同比+49%。业绩会指引 FY26Q4 资本支出预计超 400 亿美元，2026 自然年资本开支约 1900 亿美元（含约 250 亿美元组件涨价）、同比约+48%，算力供需紧张至少持续至 2026 年底。算力基建本季度新增 1GW 算力容量，计划 2 年内整体算力翻倍。

**业绩展望：预计整体保持稳健增长。**①**收入方面，**智能云收入 379.5-382.5 亿美元（同比+27%-28%，其中 Azure 指引+39%-40%cc），生产力和商业业务 370-373 亿美元（同比+12%-13%，其中 Office 365 商业版指引+13-14%cc），个人计算收入指引 117.5-122.5 亿美元（同比-13%-9%）。计算公司下季度总收入同比+13%-15%。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：**本季度业绩会指引后续云小幅加速，小幅上调 2026-2028 财年收入预测至 3295/3823/4478 亿美元（前值 3278/3739/4332 亿美元）。考虑到本季度公司业绩兑现积极，但公司上调 2026 自然年资本开支，后续折旧压力提升，调整净利润预测至 1288/1443/1704 亿美元（前值 1230/1465/1721 亿美元）。维持“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。

### 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

#### 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	414 美元
总市值/流通市值	30700/30700 亿美元
52 周最高价/最低价	553/356 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) 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》——2026-01-31
- 《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-营收利润超指引，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

### 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	329,552	382,388	447,818
(+/-%)	15.7%	14.9%	17.0%	16.0%	17.1%
归母净利润(百万美元)	88,136	101,832	128,835	144,337	170,453
(+/-%)	21.8%	15.5%	26.5%	12.0%	18.1%
EPS (元)	11.86	13.71	17.34	19.43	22.95
EBIT Margin	44.6%	45.6%	46.7%	46.5%	46.3%
净资产收益率 (ROE)	32.8%	29.6%	27.3%	23.4%	21.7%
市盈率 (PE)	35	30	24	21	18
EV/EBITDA	25	21	16	14	12
市净率 (PB)	11	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

## 财报表现：云维持高增速，AI 年化营收 370 亿美元，计划 2 年内整体算力翻倍

### ◆ 业务重点：

#### ①智能云与 Azure 保持高增速，云业务毛利率承压

智能云收入为 347 亿美元，同比+30% (+28%cc)，其中 Azure 同比+40%，超业绩指引的 39%。本季度提前交付部分数据中心容量，支撑了消费增长，但客户需求仍持续超过可用产能。业绩会指引下季度智能云同比增长 27%-28%、Azure 同比增长 39%-40% (CC)，Azure 2026 年下半年增速小幅提速。

微软云本季度毛利率 65%、公司指引下季度毛利率持续下降至 64%，同比下滑主因 AI 基础设施投入和 GitHub Copilot 使用量增加。

#### ②AI 年化营收超 370 亿美元，从“订阅制”转向“席位 + 用量消费”混合模式

AI 年化营收超 370 亿美元、同比+123%。M365 商业云收入本季度同比+19% (固定汇率下 15%)，Copilot 付费席位超 2000 万。

商业模式全面从“席位订阅制”转向“席位 + 用量消费”混合模式，GitHub Copilot 率先切换。企业在基础席位外，为高价值 A 任务支付用量费用，Copilot、GitHub、Dynamics 365 均已验证；长期看，将推动营收从“用户数驱动”转向“使用强度驱动”，支撑 FY27 及后续双位数增长，同时提升客户粘性与长期 ROI。

#### ③资本开支保持高位，指引 26 自然年资本开支约 1900 亿美元

本季度资本支出 (含融资租赁) 319 亿美元，同比+49%。指引 FY26Q4 资本支出预计超 400 亿美元，主因满足云与 AI 需求、数据中心与服务器投入。

业绩会指引 2026 自然年资本开支约 1900 亿美元 (含约 250 亿美元组件涨价)、同比约+48%，主要投向 GPU/CPU 短期资产，短期压制毛利率。算力供需紧张至少持续至 2026 年底。

算力基建本季度新增 1GW 算力容量，计划 2 年内整体算力翻倍；数据中心交付周期缩短约 20%。

### ◆ 整体情况：

本季度微软收入同比+18%至 829 亿美元；营业利润同比+22%至 383 亿美元，净利润同比+23%至 318 亿美元。

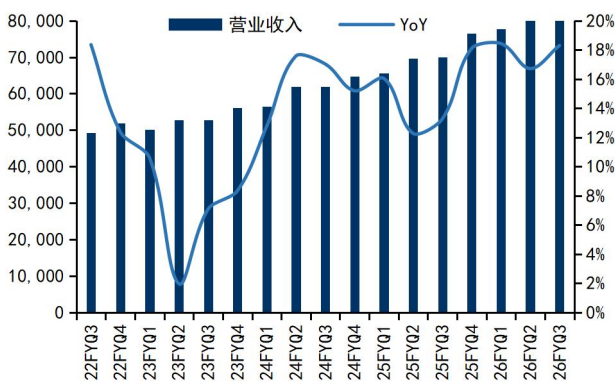
本季度业绩分业务看：

1) **生产力和业务流程**：本季度收入 350 亿美元，同比+6%。其中 M365 商业版收入本季度同比+19% (固定汇率下 15%)；LinkedIn 收入同比 +12% (+9% cc)；Dynamics 365 收入同比+22% (+17% cc)。

2) **智能云**：本季度收入为 347 亿美元，同比+30%。其中 Azure 同比+40%，超业绩指引的 37%。

3) 更多个人计算业务：本季度收入为 132 亿美元，同比-1%。其中 Windows OEM 同比-2%；搜索和新闻广告营收同比+12%；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、%）



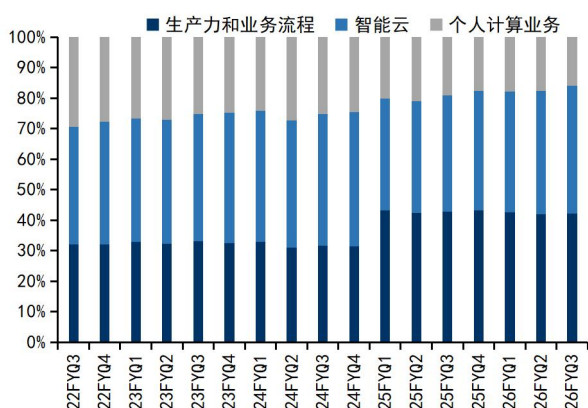
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：微软净利润季度变化情况（单位：百万美元、%）



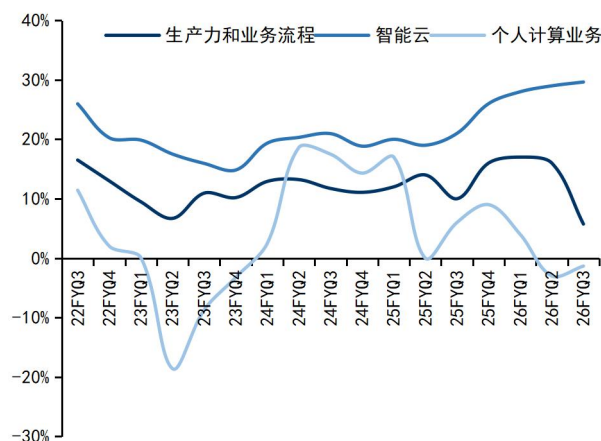
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图3：微软分业务收入季度变化情况（单位：%）



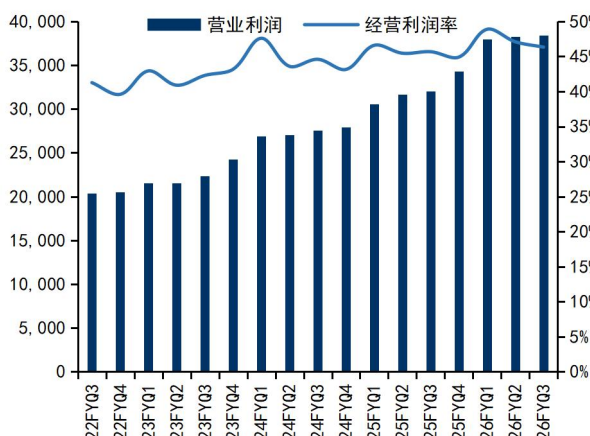
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图4：微软分业务收入增长变化情况（单位：%）



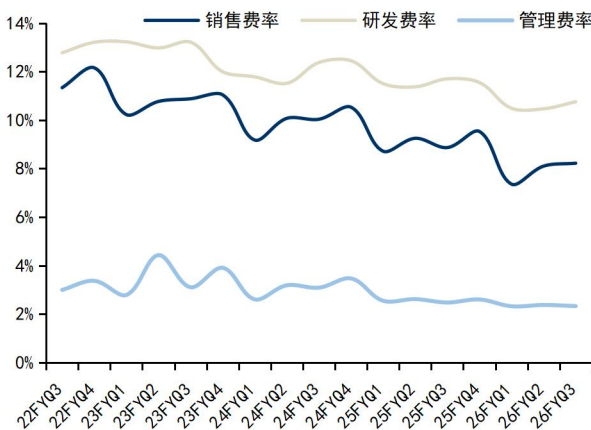
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图5：微软营业利润季度变化情况（单位：百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

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

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) **M365 Copilot**：付费席位突破 2000 万；
- 2) **Cosmos DB**：数据库业务收入同比+50%，Microsoft Fabric 付费客户达 3.5 万（同比+60%）；
- 3) **Azure Foundry**：多模型客户数环比翻倍；超过 10000 家客户使用过至少两种模型，5000 家使用开源模型，同时使用 Anthropic 和 OpenAI 模型的客户数环比翻倍；超过 300 家客户今年将在 Foundry 上处理超 1 万亿 token，token 处理量环比增长 30%。
- 4) **Microsoft Fabric 数据平台**：付费客户达 35000 家，同比增长 60%。OneLake 数据湖存储量同比增长近 4 倍，同时使用 Foundry 和 Fabric 的客户达 15000 家，同比增长 60%。
- 5) **企业 AI**：Work IQ 支撑企业级 AI 上下文，数据量达 17 艾字节（同比 + 35%）。
- 6) **算力基建**：本季度新增 1GW 算力容量，#计划 2 年内整体算力翻倍；数据中心交付周期缩短约 20%。
- 7) **自研芯片**：Maia 200 AI 加速器成本效率提升 30%+；Cobalt CPU 部署近半数数据中心区域。

## 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	128178	250610	395438
应收款项	69905	81773	94883	111118
存货净额	938	1062	1252	1478
其他流动资产	25723	30090	34914	40888
<b>流动资产合计</b>	<b>191131</b>	<b>308641</b>	<b>452575</b>	<b>623385</b>
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	21756	26136	30516
<b>资产总计</b>	<b>619003</b>	<b>792596</b>	<b>988769</b>	<b>1215198</b>
短期借款及交易性金融负债	2999	3299	3629	3992
应付款项	34935	39548	46631	55052
其他流动负债	103284	124687	150669	179418
<b>流动负债合计</b>	<b>141218</b>	<b>167533</b>	<b>200928</b>	<b>238462</b>
长期借款及应付债券	40152	40152	40152	40152
其他长期负债	94154	112596	131038	149480
<b>长期负债合计</b>	<b>134306</b>	<b>152748</b>	<b>171190</b>	<b>189632</b>
<b>负债合计</b>	<b>275524</b>	<b>320281</b>	<b>372118</b>	<b>428094</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	343479	472314	616651	787104
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>619003</b>	<b>792596</b>	<b>988769</b>	<b>1215198</b>

### 关键财务与估值指标

	2025	2026E	2027E	2028E
EPS	13.7	17.3	19.4	22.9
每股红利	2.7	0.0	0.0	0.0
每股净资产	46.24	63.58	83.01	105.96
ROIC	77%	75%	82%	90%
ROE	30%	27%	23%	22%
毛利率	69%	68%	68%	67%
EBIT Margin	46%	47%	47%	46%
EBITDA Margin	58%	59%	59%	58%
收入增长	15%	17%	16%	17%
净利润增长率	16%	27%	12%	18%
资产负债率	45%	40%	38%	35%
息率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	30	24	21	18
P/B	9	7	5	4
EV/EBITDA	20	16	14	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
<b>营业收入</b>	<b>281724</b>	<b>329552</b>	<b>382388</b>	<b>447818</b>
营业成本	87831	105796	124204	146650
研发费用	32488	35214	39662	46708
销售及管理费用	32877	34524	40566	47165
营业利润	128528	154017	177956	207295
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	5546	(1425)	(1425)
税前利润	123627	157116	176020	207870
<b>所得税费用</b>	<b>21795</b>	<b>28281</b>	<b>31684</b>	<b>37417</b>
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	101832	128835	144337	170453

### 现金流量表 (百万美元)

	2025	2026E	2027E	2028E
<b>净利润</b>	<b>101832</b>	<b>128835</b>	<b>144337</b>	<b>170453</b>
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	5546	(1425)	(1425)
财务费用	4901	2447	511	(2000)
营运资本变动	23837	28099	33382	33177
其它	44646	70188	95947	109072
<b>经营活动现金流</b>	<b>136162</b>	<b>192028</b>	<b>225692</b>	<b>258166</b>
资本开支	(103528)	(90371)	(99409)	(109349)
其它投资现金流	(7095)	(3216)	(3377)	(3546)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(72599)</b>	<b>(94393)</b>	<b>(103590)</b>	<b>(113700)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>(51699)</b>	<b>300</b>	<b>330</b>	<b>363</b>
<b>现金净变动</b>	<b>11927</b>	<b>97936</b>	<b>122432</b>	<b>144829</b>
货币资金的期初余额	18315	30242	128178	250610
货币资金的期末余额	30242	128178	250610	395438
企业自由现金流	71700	99394	121188	140360
权益自由现金流	23071	101957	126614	149180

## 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 ±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 ±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所提及的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