

## 微软 (MSFT)

# FY26Q4 财报点评：云增长加速兑现，AI 资本回报仍待验证

买入（维持）

2026 年 07 月 30 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2025A   | 2026A   | 2027E   | 2028E   | 2029E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入（百万元）    | 281,724 | 331,839 | 387,207 | 462,016 | 555,349 |
| 同比(%)         | 14.93   | 17.79   | 16.69   | 19.32   | 20.20   |
| 归母净利润（百万元）    | 101,832 | 133,749 | 145,456 | 170,463 | 200,722 |
| 同比(%)         | 15.54   | 31.34   | 8.75    | 17.19   | 17.75   |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 13.71   | 18.01   | 19.58   | 22.95   | 27.02   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 28.49   | 21.69   | 19.94   | 17.02   | 14.45   |

关键词：#产能扩张

### 投资要点

■ **事件：**微软发布 FY26Q4 财报，实现营业收入 900.07 亿美元，同比+18%，高于一致预期的 877.23 亿美元；毛利润 604.82 亿美元，同比+15%，毛利率 67%，同比-1pct；净利润 357.66 亿美元，同比+31%，净利率 40%，高于一致预期的 317.12 亿美元。

■ **Azure 增长提速，新增产能快速变现：**FY26Q4 Azure 收入同比+43%，较 FY26Q3 的 40%进一步加速，并高于公司此前 39%-40%的固定汇率指引；FY27Q1 固定汇率增速指引约 45%。本季度公司新增约 1GW 数据中心容量，全年新增 88 个数据中心；过去一个财年，最大区域的新 GPU 从到货到上线时间缩短近 50%。管理层表示，本季度新增产能已迅速转化为 Azure 收入，产能交付效率持续改善。

■ **RPO 继续扩大，新增订单结构趋于分散：**FY26Q4 商业 RPO 达到 6,780 亿美元，同比+84%。尽管同比增速较 FY26Q3 的 99%回落，但未来 12 个月确认的 RPO 占比由 25%提升至 30%，平均期限缩短至 2.3 年，收入可见度增强。本季度约 510 亿美元的 RPO 环比增量全部来自前沿模型公司以外的客户；剔除 OpenAI 后，商业 RPO 同比增长 25%，商业 bookings 增速加快至 18%，新增订单来源进一步多元化。

■ **资本开支维持高位，自由现金流尚未同步改善：**FY26Q4 CapEx 为 410 亿美元，同比+70%；经营现金流同比增长 30%至 554 亿美元，但自由现金流同比下降 23%至 196 亿美元。公司将自然年 2026 年 CapEx 预期由 1,900 亿美元调整至 1,750 亿美元，主要由于部分数据中心租赁由融资租赁转为经营租赁，实体投资计划并未收缩。公司预计 FY27 CapEx 继续同比增长，其中 FY27Q1 将超过 500 亿美元。未来 AI 基础设施的利用率和收入转化效率仍是利润率及资本回报改善的关键。

■ **盈利预测与投资评级：**FY26Q4 业绩部分缓解了市场对高 CapEx 难以转化为收入的担忧。Azure 增长重新加速、非 OpenAI 订单扩散以及 Copilot 使用强度提升，均表明云与 AI 需求仍具备较强支撑。据此，我们将 FY27-28 归母净利润预测由 1,424/1,693 亿美元上调至 1,455/1,705 亿美元，新增 FY29 归母净利润预测 2,007 亿美元，对应 PE 为 20/17/14 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**AI 算力与数据中心产能扩张不及预期，云与 AI 需求增长不及预期，AI 技术迭代与商业化进展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 收盘价(美元)    | 390.54        |
| 一年最低/最高价   | 349.20/555.45 |
| 市净率(倍)     | 6.56          |
| 流通市值(百万美元) | 28999.73      |
| 总市值(百万美元)  | 28999.73      |

### 基础数据

|              |         |
|--------------|---------|
| 每股净资产(美元,LF) | 59.55   |
| 资产负债率(%,LF)  | 41.67   |
| 总股本(百万股)     | 7425.55 |
| 流通 A 股(百万股)  | 7423.03 |

### 相关研究

《微软(MSFT)：FY26Q2 财报点评：

储备订单大增，投资回报质疑加剧》

2026-02-04

《微软(MSFT)：FY26Q1 业绩点评：

业绩超预期，云业务增速延续》

2025-11-04

微软三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        | 2026A             | 2027E             | 2028E               | 2029E               | 利润表 (百万元)       | 2026A             | 2027E             | 2028E             | 2029E             |
|--------------------|-------------------|-------------------|---------------------|---------------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>207,710.00</b> | <b>250,711.33</b> | <b>323,061.23</b>   | <b>430,819.39</b>   | <b>营业总收入</b>    | <b>331,839.00</b> | <b>387,207.07</b> | <b>462,015.95</b> | <b>555,349.18</b> |
| 现金及现金等价物           | 20,935.00         | 49,552.30         | 90,365.11           | 159,442.64          | 营业成本            | 106,374.00        | 129,714.37        | 157,085.42        | 191,595.47        |
| 应收账款及票据            | 80,876.00         | 91,423.89         | 109,087.10          | 131,124.11          | 销售费用            | 26,710.00         | 30,202.15         | 36,037.24         | 43,317.24         |
| 存货                 | 1,397.00          | 1,686.29          | 2,042.11            | 2,490.74            | 管理费用            | 7,956.00          | 9,680.18          | 11,550.40         | 13,883.73         |
| 其他流动资产             | 104,502.00        | 108,048.85        | 121,566.91          | 137,761.90          | 研发费用            | 35,562.00         | 41,431.16         | 51,745.79         | 61,532.69         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>550,666.00</b> | <b>679,864.70</b> | <b>810,493.53</b>   | <b>942,409.48</b>   | 其他费用            | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 固定资产               | 313,076.00        | 400,518.40        | 488,716.56          | 572,844.90          | <b>经营利润</b>     | <b>155,237.00</b> | <b>176,179.22</b> | <b>205,597.10</b> | <b>245,020.06</b> |
| 商誉及无形资产            | 162,437.00        | 203,193.30        | 244,623.97          | 291,411.57          | 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            | 0.00              | 1,683.57          | 1,617.57          | 1,657.57          |
| 其他长期投资             | 36,348.00         | 37,348.00         | 38,348.00           | 39,348.00           | 其他收益            | 10,697.00         | 6,195.31          | 6,468.22          | 4,442.79          |
| 其他非流动资产            | 38,805.00         | 38,805.00         | 38,805.00           | 38,805.00           | <b>利润总额</b>     | <b>165,934.00</b> | <b>180,690.96</b> | <b>210,447.75</b> | <b>247,805.28</b> |
| <b>资产总计</b>        | <b>758,376.00</b> | <b>930,576.03</b> | <b>1,133,554.76</b> | <b>1,373,228.87</b> | 所得税             | 32,185.00         | 35,234.74         | 39,985.07         | 47,083.00         |
| <b>流动负债</b>        | <b>168,825.00</b> | <b>203,603.81</b> | <b>237,154.87</b>   | <b>274,141.70</b>   | <b>净利润</b>      | <b>133,749.00</b> | <b>145,456.22</b> | <b>170,462.67</b> | <b>200,722.27</b> |
| 短期借款               | 9,227.00          | 13,227.00         | 9,227.00            | 7,227.00            | 少数股东损益          | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 应付账款及票据            | 42,416.00         | 43,238.12         | 52,361.81           | 55,882.01           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>133,749.00</b> | <b>145,456.22</b> | <b>170,462.67</b> | <b>200,722.27</b> |
| 其他                 | 117,182.00        | 147,138.69        | 175,566.06          | 211,032.69          | EBIT            | 165,934.00        | 182,374.53        | 212,065.32        | 249,462.85        |
| <b>非流动负债</b>       | <b>147,164.00</b> | <b>142,164.00</b> | <b>144,164.00</b>   | <b>149,164.00</b>   | EBITDA          | 204,468.00        | 239,175.83        | 282,436.49        | 333,546.90        |
| 长期借款               | 31,067.00         | 26,067.00         | 28,067.00           | 33,067.00           | Non-GAAP        | 128,786.00        | 145,019.85        | 170,547.91        | 200,802.56        |
| 其他                 | 116,097.00        | 116,097.00        | 116,097.00          | 116,097.00          |                 |                   |                   |                   |                   |
| <b>负债合计</b>        | <b>315,989.00</b> | <b>345,767.81</b> | <b>381,318.87</b>   | <b>423,305.70</b>   |                 |                   |                   |                   |                   |
| 股本                 | 117,406.00        | 117,406.00        | 117,406.00          | 117,406.00          | <b>主要财务比率</b>   | <b>2026A</b>      | <b>2027E</b>      | <b>2028E</b>      | <b>2029E</b>      |
| 少数股东权益             | 0.00              | 0.00              | 0.00                | 0.00                | 每股收益(元)         | 18.01             | 19.58             | 22.95             | 27.02             |
| 归属母公司股东权益          | 442,387.00        | 584,808.22        | 752,235.89          | 949,923.17          | 每股净资产(元)        | 59.55             | 78.73             | 101.26            | 127.88            |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>758,376.00</b> | <b>930,576.03</b> | <b>1,133,554.76</b> | <b>1,373,228.87</b> | 发行在外股份(百万股)     | 7,428.43          | 7,428.43          | 7,428.43          | 7,428.43          |
|                    |                   |                   |                     |                     | ROIC(%)         | 30.77             | 26.53             | 24.30             | 22.71             |
|                    |                   |                   |                     |                     | ROE(%)          | 30.23             | 24.87             | 22.66             | 21.13             |
|                    |                   |                   |                     |                     | 毛利率(%)          | 67.94             | 66.50             | 66.00             | 65.50             |
|                    |                   |                   |                     |                     | 销售净利率(%)        | 40.31             | 37.57             | 36.90             | 36.14             |
|                    |                   |                   |                     |                     | 资产负债率(%)        | 41.67             | 37.16             | 33.64             | 30.83             |
|                    |                   |                   |                     |                     | 收入增长率(%)        | 17.79             | 16.69             | 19.32             | 20.20             |
|                    |                   |                   |                     |                     | 净利润增长率(%)       | 31.34             | 8.75              | 17.19             | 17.75             |
|                    |                   |                   |                     |                     | P/E             | 21.69             | 19.94             | 17.02             | 14.45             |
|                    |                   |                   |                     |                     | P/B             | 6.56              | 4.96              | 3.86              | 3.05              |
|                    |                   |                   |                     |                     | EV/EBITDA       | 13.65             | 12.09             | 10.08             | 8.34              |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2026A</b>      | <b>2027E</b>      | <b>2028E</b>        | <b>2029E</b>        |                 |                   |                   |                   |                   |
| 经营活动现金流            | 182,935.00        | 219,816.56        | 246,538.16          | 287,322.31          |                 |                   |                   |                   |                   |
| 投资活动现金流            | (139,500.00)      | (185,480.69)      | (199,072.78)        | (216,552.21)        |                 |                   |                   |                   |                   |
| 筹资活动现金流            | (52,546.00)       | (5,522.57)        | (6,456.57)          | (1,496.57)          |                 |                   |                   |                   |                   |
| 现金净增加额             | (9,307.00)        | 28,617.30         | 40,812.81           | 69,077.53           |                 |                   |                   |                   |                   |
| 折旧和摊销              | 38,534.00         | 56,801.30         | 70,371.17           | 84,084.05           |                 |                   |                   |                   |                   |
| 资本开支               | (115,948.00)      | (185,000.00)      | (200,000.00)        | (215,000.00)        |                 |                   |                   |                   |                   |
| 营运资本变动             | (4,895.00)        | 22,070.78         | 10,554.96           | 5,301.20            |                 |                   |                   |                   |                   |

数据来源: Bloomberg, 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。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>