微软(MICROSOFT)（MSFT.O）27FYQ1 财报点评

Azure 持续加速增长，CopilotAuto 模式模型路由、降本提效

优于大市

核心观点

业绩总览：微软 FY27Q1 整体业务稳健，Azure 再加速、AI 商业化继续兑现。①整体：收入同比+19%至 923 亿美元；毛利率 68%，同比下滑 1 个百分点，主因 Azure 收入占比提升及 AI 基础设施持续投入；营业利润同比+21%至 459 亿美元，营业利润率 50%；GAAP 净利润同比+32%至 366 亿美元，剔除 OpenAI 投资扰动后 Non-GAAP 净利润 364 亿美元，同比+18%。**②分业务（FY27 财年业务重组为两大新分部）：1）Agents and Infra：**收入 768 亿美元、同比+25%，其中微软云收入 639 亿美元、同比+30%。**2）Devices and Consumer：**收入 155 亿美元、同比-3%，PC 终端疲软与渠道去库存继续拖累硬件。

业务重点：①业务披露口径调整，Azure 持续加速增长：将“智能云”与大部分“生产力流程”业务统一成“智能代理与基础设施”板块方便调度资源。首次披露 Azure 收入 331 亿美元、48%增速驱动。商业剩余履约义务 CPO 达 6770 亿美元（环比-10 亿美金），同比+73%。加权平均履约周期 2.3 年、约 30%合约 12 个月内确认收入；**②微软云 PAAS 层再升级，商业模式变为席位打底+用量消费双轨：**CopilotAuto 模式默认启用、弱化客户对模型的感知，90%查询走 Auto 自动路由，系统根据任务质量、时延、成本，自动在不同模型之间调度；推出 Copilot Fusion 多模型编排引擎，同等任务质量，速度最高+40%、推理成本最高-77%。**③FY27Q1 总资本开支（含融资租赁）452 亿美元、同比+30%：**指引 FY27Q2 资本开支>500 亿美元，指引 2027FY 资本开支同比增长。本季度第三方算力（含 Rubin）存在交付延迟，公司确认 FY27 全年维持正自由现金流，融资工具优先融资租赁，无股权融资计划。结构持续向短期算力资产倾斜。

业绩展望：下季度整体 960-971 亿美元（同比 18-19%）；Agents and Infra 801-807 亿美元（+24%-25%）；Devices and Consumer 159-164 亿美元。Azure：49%- 50%，M365 商业云约 19%；微软云毛利率预计约 65%。

投资建议：本季度业绩会指引后续云小幅加速，小幅上修 2027-2029 财年收入预测至 3939/4643/5676 亿美元（前值 3898/4643/5676 亿美元）。考虑到本季度公司 PaaS 层降本增效，调整净利润预测至 1572/1717/2113 亿美元（前值 1487/1686/2080 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。

盈利预测和财务指标	2025	2026	2027E	2028E	2029E
营业收入(百万美元)	281,724	331,839	393,916	464,328	567,607
(+/-%)	14.9%	17.8%	18.7%	17.9%	22.2%
归母净利润(百万美元)	101,832	133,749	157,216	171,739	211,349
(+/-%)	15.5%	31.3%	17.5%	8.1%	23.1%
EPS（元）	13.71	18.01	21.17	23.13	28.46
EBIT Margin	45.6%	46.8%	46.6%	43.6%	43.7%
净资产收益率（ROE）	29.6%	30.2%	26.2%	22.2%	21.5%
市盈率（PE）	38	29	25	23	18
EV/EBITDA	26	20	17	15	12
市净率（PB）	11	9	6	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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	550.00 - 600.00 美元
收盘价	522 美元
总市值/流通市值	3.88/3.88 万亿
52 周最高价/最低价	551/348 美元
近 3 个月日均成交额	2512 万美元

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）26FYQ4 财报点评-Azure 加速增长，指引 FY27 全年 CapEx 同比增长》 ——2026-07-31
《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》 ——2026-05-05
《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

财报表现：Azure 加速增长，CopilotAuto 模式自动模型路由、降本提效

◆ **业务重点：**

①业务披露口径调整，Azure 持续加速增长

把算力底座、模型平台、生产力 Agent 应用收拢在同一个板块统一调度资源，围绕 Agent 全栈闭环管理；本季度起首次单独披露 Azure 绝对收入，提升 AI 云业务透明度。

Azure 本季度 48%增速驱动：首次披露 Azure 收入 331 亿美元，AI 工作负载由早期少数 AI 原生客户，逐步转向传统大型企业客户；企业更加看重数据主权、可控性、安全、成本，属于长期渗透而非短期脉冲。

商业剩余履约义务 CPO 达 6770 亿美元（环比-10 亿美金），同比+73%。加权平均履约周期 2.3 年、约 30%合约 12 个月内确认收入；本季度商业预订同比-12%，受去年大额 Azure 订单高基数影响；

利润扰动项：OpenAI 投资本季度带来 2.07 亿账面净收益，去年同期存在大额投资损失，显著抬升 GAAP 净利润同比增速。

②微软云 PAAS 层再升级，商业模式变为席位打底+用量消费双轨

从 Copilot 工具升级为 Agent 工作操作系统，长期目标是让 Agent 接管复杂、长周期、多步骤业务任务，产品侧大迭代：

① **CopilotAuto 模式默认启用（弱化客户对模型的感知）：**90%查询走 Auto 自动路由，系统根据任务质量、时延、成本，自动在不同模型之间调度；客户 workload 动态混合三类方案：前沿大模型、多模型智能路由、客户微调/自研 MAI 开源权重模型，客户会根据成本效果动态切换。

② **推出 Copilot Fusion 多模型编排引擎：**实现多模型串联编排，同等任务质量，速度最高+40%、推理成本最高-77%；

③ **Foundry 成为企业自建 Agent 核心平台：**Foundry 定位企业自有 Agent 工厂，支持客户混合自研 MAI 模型、开源模型、前沿闭源模型，客户可以自主掌握数据与模型闭环；Foundry 客户突破 12 万，收入同比 3 倍。

商业模式从【单一席位订阅】→【席位打底+用量消费双轨模式】，适配 Agent 负载波动大、复杂任务算力消耗差异巨大的特点：

① **基础层：**M365E3/E7、Copilot 席位（IT 统一采购、按人头订阅），覆盖员工日常常规轻量任务，作为企业准入底座；

② **增量层：**复杂推理、长任务 Agent、前沿大模型调用、GitHub 编码 Agent、Foundry 负载走 Credits 按量后付费，本季度按量计费客户同比+75%；

③ 副作用：传统多年框架订单计入 Bookings、RPO；按量计费没有前置长期合同承诺，不计入 Bookings/RPO。所以 Bookings 同比下滑、RPO 走平是结构性转型，不是需求走弱。

③第三方算力存在交付延迟，指引 FY27 全年 CapEx 同比增长

FY27Q1 总资本开支（含融资租赁）452 亿美元，同比+30%；物业设备现金支出 394 亿美元，同比+103%；指引 FY27Q2 资本开支>500 亿美元，指引 2027FY 资本开支同比增长。本季度第三方算力（含 Rubin）存在交付延迟，部分供给顺延到 FY27 下半年，因此 2026 自然年 CY 资本开支指引下调至约 1700 亿美元。

公司确认 FY27 全年维持正自由现金流，融资工具优先融资租赁，无股权融资计划。结构持续向短期算力资产倾斜：75%的资本开支投向 GPU、CPU、内存存储这类短折旧算力资产（去年同期仅 50%），缩短资本投入到收入兑现的周期，提升 ROIC 弹性。

算力池定位是“可动态调配的统一资源池”：不单独为某一类产品预留固定算力，在 Copilot、Foundry、Fabric、原生 Azure 客户之间动态调度，这是供给紧张环境下实现高增长的底层工程机制。

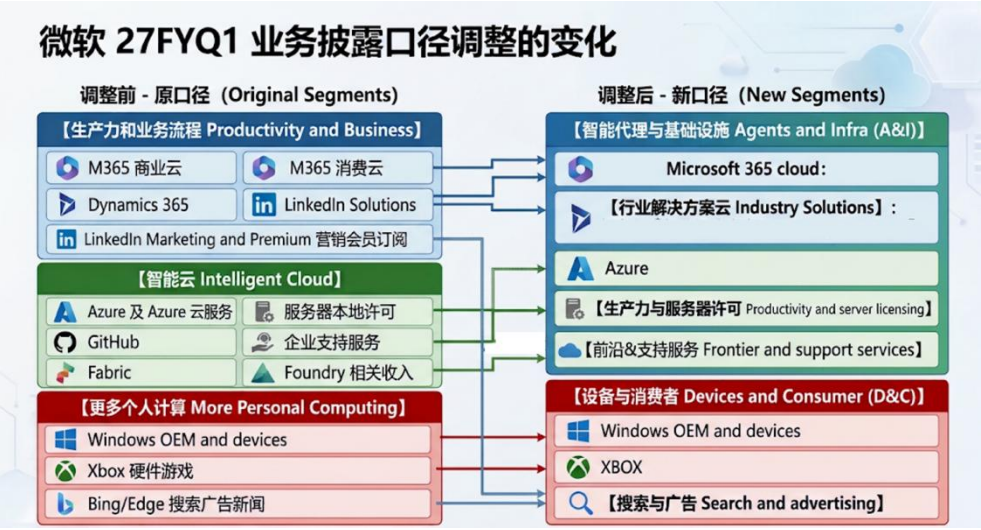
VeraRubin（Rubin）已经启动首批交付：GB300 交付周期环比缩短 20%；Copilot 负载吞吐量环比提升 50%；Rubin 和现有 GB300、AMDGPU、自研 Maia200/300、CobaltCPU 组成混合算力池；Maia200 每瓦 Token 性能提升 1.7 倍，Maia300 进一步提升能效。本季度五大洲新增 24 个数据中心。

◆ **整体情况：**

本季度微软收入同比+19%至 923 亿美元；毛利率 68%，同比下滑 1 个百分点，主因 Azure 收入占比提升、AI 基建持续投入。营业利润同比+21%至 459 亿美元、营业利润率 50%，GAAP 净利润同比+32%至 366 亿美元。剔除 OpenAI 投资扰动后 Non-GAAP 净利润 364 亿美元，同比+18%。

本季度业绩分业务看（FY27 财年业务重组为两大新分部）：

图1：微软 27FYQ1 业务披露口径变化

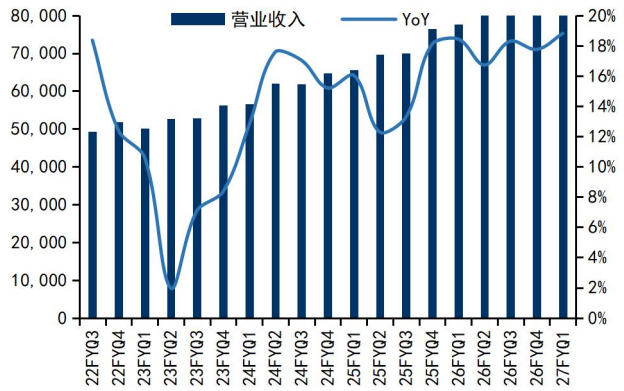


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

1）Agents and Infra（智能代理与基础设施，将生产力和业务流程、智能云合并）：收入 768 亿美元同比+25%，其中微软云收入 639 亿美元同比+30%；Azure 收入 331 亿美元同比+48%、第三方 GPU 算力交付本季度发生延迟；M365 商业云报告口径同比+17%（固定汇率+18%），M365 消费云同比+17%。行业解决方案云同比+10%。

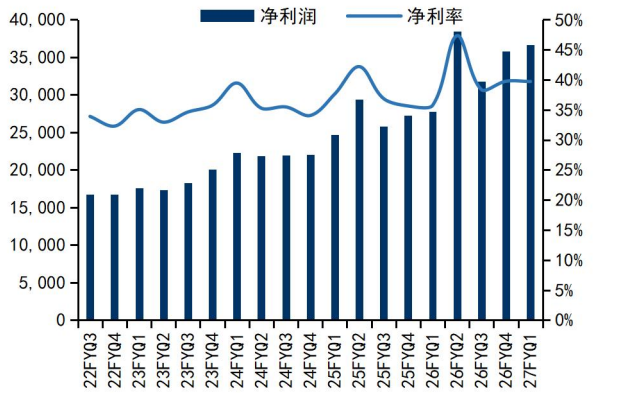
2）Devices and Consumer（设备与消费业务，基本继承原来个人计算业务、LinkedIn 广告营销部分）：收入 155 亿美元同比-3%；搜索广告（剔除 TAC）同比+12%；Xbox 内容服务收入-2%；WindowsOEM 设备收入-22%，PC 终端市场疲软、渠道去库存拖累硬件板块。

图2：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3：微软净利润季度变化情况（单位：百万美元、%）

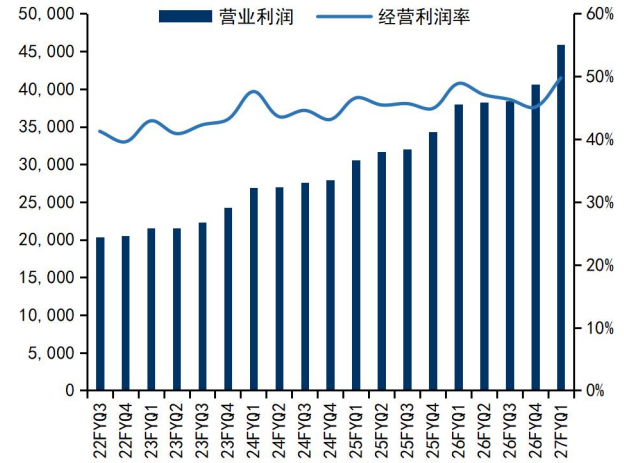


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

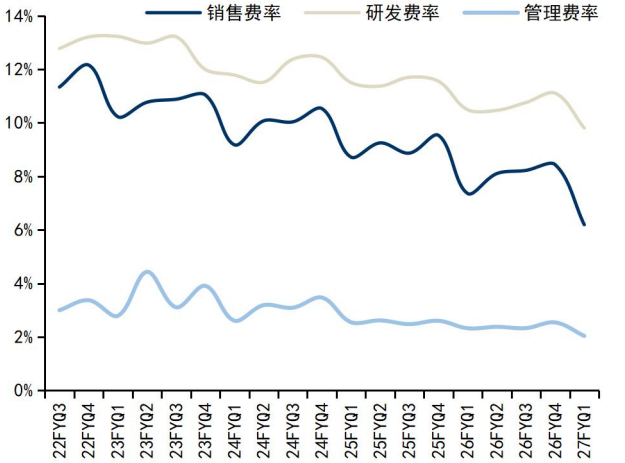
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图4：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5：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

◆ **资本支出&现金流：**

1）资本支出（含融资租赁）452 亿美元，同比+30%，约 3/4 投向 GPU、CPU 等短期资产支撑 Azure 与 AI 需求，剩余投向长期数据中心基建。物业设备现金支出 394 亿，同比暴涨 103%；融资租赁 74 亿。

2）经营现金流 580 亿美元同比+29%，自由现金流 186 亿美元同比下滑 27%，主要受云 AI 基建大额资本开支挤压。

3）股东回报：本季度合计向股东返还 102 亿美元，包含 67.6 亿现金分红、34.4 亿股票回购。

◆ **云核心指标：**

1）商业剩余履约义务 CPO 达 6770 亿美元，同比大幅+73%。加权平均履约周期 2.3 年、约 30%合约 12 个月内确认收入；本季度商业预订同比-12%，受去年大额 Azure 订单高基数影响。

2）利润扰动项：OpenAI 投资本季度带来 2.07 亿账面净收益，去年同期存在大额投资损失，显著抬升 GAAP 净利润同比增速，经营表现优先参考 Non-GAAP 口径。

◆ **AI 及新产品线进展：**

1）**M365 opilot：**完成迄今最大规模产品整合，将 Chat、Cowork、Autopilot 与 Code 整合为统一体验；日活用户环比增长近 50%、同比增长超 5 倍，拥有 5 万+席位的客户数同比增长超 8 倍，按用量计费消耗 Credits 的客户数本季度增长超 75%；商业模式由席位订阅向“订阅+用量”延伸。

2）**数据库（PostgreSQL/Cosmos DB）：**PostgreSQL 收入增长连续第四季度加快，90%的 PostgreSQL 客户同时使用 Foundry；PostgreSQL、SQL DB Hyperscale 与 Cosmos DB 等 AI 优化数据库部署提速，为智能体提供数据及上下文访问。

3）**Azure Foundry：**客户数超 12 万，收入同比增长超 3 倍，使用多模型构建智能体方案的客户数同比增长 5 倍，开源模型收入同比增长 10 倍；自研 MAI-Base-2 完成预训练，训练算力效率达所测试开放权重模型的 4-12 倍，模型层成本优势有望向客户端传导。

4）**Microsoft Fabric 与 IQ：**Fabric 付费客户 4.4 万，同比增长超 50%，超 1.9 万客户同时使用 Foundry 与 Fabric；Microsoft IQ 整合 Work IQ、Fabric IQ 与 Foundry IQ，近 6 万客户使用，环比增长 25%，数据与上下文平台协同增强。

5）**GitHub Copilot：**智能体发起的 PR 占比超过 1/3，过去六个月智能体生成 PR 数增至 6 倍；Copilot Fusion 实现多模型编排，速度最高提升 40%、成本最高降低 77%。

6）**业务应用 AI：**Dynamics 365 新增 30 项 Copilot 技能，将 CRM/ERP 能力嵌入工作流；LinkedIn AI 求职搜索日使用会员超 1000 万，超 2.5 万客户使用智能体招聘方案，Hiring Assistant 将寻找面试合格候选人的速度提升 33%。

7）**医疗 AI：**Dragon Copilot 等方案本季度自动化处理接近 3000 万次患者就诊，同比增长 70%；临床文档自动化持续渗透，有望进一步验证垂直场景付费价值。

8）**Agent 365 企业 AI 治理平台：**注册智能体数量超 5000 万，环比增长超 30%；平台提供智能体管理、安全与性能/成本优化能力，并纳入 E7 套件，有望随企

业智能体部署扩大形成治理层增量收入。

9）**AI 安全**：Perception 扩展本地及云端智能体发现、动态权限与持续风险评估能力，并引入守护智能体；客户累计通过 Microsoft Purview 审计超 76 亿次智能体活动，环比增长 5 倍，AI 治理由工具层向企业级安全控制层延伸。

◆ **业绩展望：**

公司预计下季度总收入 960 亿至 971 亿美元（同比 18-19%）；Agents and Infra 801-807 亿美元（+24%- 25%）；Devices and Consumer159-164 亿美元。营业利润率预计同比小幅回落。核心业务增速（固定汇率口径）：Azure：49%- 50%，M365 商业云约 19%；微软云毛利率预计约 65%；

2027FY 总收入预计实现双位数增长，营业利润率预计小幅下行，现金流维持正向。Agents and Infra 板块 M365 商业云全年保持稳健增长，Azure 维持高增速；Devices and Consumer 板块 Windows OEM 硬件持续承压。

财务预测与估值

资产负债表（百万美元）	2026	2027E	2028E	2029E
现金及现金等价物	20935	60205	105766	195884
应收款项	80876	96005	113166	138337
存货净额	1397	1600	1905	2317
其他流动资产	48594	57684	67995	83119
流动资产合计	**207710**	**274197**	**350472**	**484378**
固定资产	313076	425267	537328	654746
无形资产及其他	162437	154315	146599	139269
投资性房地产	38805	38805	38805	38805
长期股权投资	36348	67988	101355	134722
资产总计	**758376**	**960573**	**1174559**	**1451921**
短期借款及交易性金融负债	9227	10150	11165	12281
应付款项	44950	51466	61304	74556
其他流动负债	114648	130247	138015	167716
流动负债合计	**168825**	**191862**	**210484**	**254553**
长期借款及应付债券	31067	31067	31067	31067
其他长期负债	116097	138040	159983	181926
长期负债合计	**147164**	**169107**	**191050**	**212993**
负债合计	**315989**	**360969**	**401534**	**467546**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	442387	599603	773025	984375
负债和股东权益总计	**758376**	**960573**	**1174559**	**1451921**

关键财务与估值指标	2026	2027E	2028E	2029E
EPS	18.0	21.2	23.1	28.5
每股红利	2.7	0.0	0.0	0.0
每股净资产	59.57	80.74	104.09	132.55
ROIC	68%	65%	66%	69%
ROE	30%	26%	22%	21%
毛利率	68%	67%	67%	67%
EBIT Margin	47%	47%	44%	44%
EBITDA Margin	62%	61%	59%	58%
收入增长	18%	19%	18%	22%
净利润增长率	31%	18%	8%	23%
资产负债率	42%	38%	34%	32%
息率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	29	25	23	18
P/B	9	6	5	4
EV/EBITDA	20	17	15	12

利润表（百万美元）	2026	2027E	2028E	2029E
营业收入	**331839**	**393916**	**464328**	**567607**
营业成本	106374	129260	152190	185881
研发费用	35562	41690	48049	58209
销售及管理费用	34666	39489	61565	75198
营业利润	155237	183477	202524	248319
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	10697	7424	7424
税前利润	165934	191727	209437	257743
所得税费用	**32185**	**34511**	**37699**	**46394**
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	133749	157216	171739	211349

现金流量表（百万美元）	2026	2027E	2028E	2029E
净利润	**133749**	**157216**	**171739**	**211349**
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(50309)	(58258)	(69215)	(81328)
公允价值变动损失	0	10697	7424	7424
财务费用	4901	2447	511	(2000)
营运资本变动	10781	19635	15065	24189
其它	88714	95122	123581	147808
经营活动现金流	**182935**	**224412**	**248595**	**309442**
资本开支	(158419)	(162327)	(178560)	(196416)
其它投资现金流	8415	(2795)	(2935)	(3082)
投资活动现金流	**(139500)**	**(186066)**	**(202438)**	**(220441)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(9085)	0	0	0
支付股利、利息	(19800)	0	0	0
其它融资现金流	5224	923	1015	1116
融资活动现金流	**(52546)**	**923**	**1015**	**1116**
现金净变动	**(9307)**	**39270**	**47172**	**90118**
货币资金的期初余额	30242	20935	60205	105766
货币资金的期末余额	20935	60205	105766	195884
企业自由现金流	66987	61046	67774	109038
权益自由现金流	20655	63008	71050	114143

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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