

计算机行业

微软云增速继续回落，资本开支环比放缓

微软发布 19Q3 (20 财年 Q1) 业绩：营业收入 331 亿美金，同比增长 14%；毛利 226 亿美金，同比增长 18%；毛利率 69%，提升 3 个百分点；营业利润 127 亿美金，同比增长 27%；营业利润率 38%，提升 4 个百分点；净利润 107 亿美金，同比增长 21%。

● 智能云板块为微软支柱业务之一

- 生产力和商业流程板块 (包含 Office 商业产品、Office 消费者产品、LinkedIn、Dynamics 等) 营收 111 亿美金，同比增长 13%。
- 智能云板块 (包括服务器产品和云服务、企业服务等) 营收 108 亿美金，同比增长 27%。
- 个人计算板块 (Windows OEM、Windows 商业产品、搜索广告、Xbox 内容和服务、Surface 等) 营收 111 亿美金，同比增长 4%。

智能云板块营收与另两板块持平且增速最高，为微软的支柱业务之一。

生产力和商业流程板块中，Office 365 消费者部分的订阅数量达到 3560 万，相比于上季度的 3480 万环比增长约 2.3%。(来源：公司财报)

Teams 超过 10000 个用户的机构超过 350 个 (来源：公司财报说明电话会)，**相比于 3 月公布的 150 家** (来源：微软官网) **增加超过 130%**。

● 云增速继续回落，资本开支环比放缓

微软公布 Azure 季度同比增速 59%，同比增速回落 17 个百分点，环比回落 5 个百分点。过去 5 个季度，Azure 收入增速的环比变化依次 (从 18Q3 到 19Q3) 是 -13%、0%、-3%、-9%、-5%。(来源：公司财报) 从另一统计口径，微软商业云 (包含 Office 365 商业版，Azure，LinkedIn 的商业部分，Dynamics 365 等) 毛利率同比提升了 4 个百分点，达到 66%，主要得益于 Azure 的毛利率明显提升 (来源：公司财报说明 PPT)。

19Q3 (20 财 Q1) 微软资本开支为 34 亿美金，同比下降 6%，环比下降 16%。(来源：公司财报) 资本开支加融资租赁获得资产共计 48 亿美金，同比增长 12% (相比上季度 53 亿美金环比下滑约 9%)。(来源：公司财报)

公司提到资本开支略低于预期是云基础设施建设时点的正常季度间变动。对 19Q4 (20 财年 Q2) 资本开支预期为环比轻微下滑，但同比仍然增长。(来源：公司财报说明电话会)。

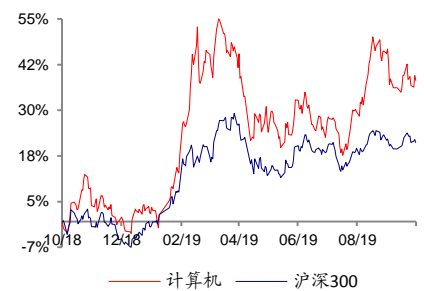
虽然微软云短期增速环比放缓，其作为第二大公有云其增速仍然远远领先亚马逊，且盈利能力有所加强，且基础设施有投资节奏等原因，云计算相关服务器和光模块厂商仍值得关注。且由于 Teams 万人以上大客户半年增长超 130%，亿联网络北美业务有可能获得更大的市场空间。

● 风险提示

云计算业务基数较大，后续需求增速有放缓的可能。贸易环境的不确定性有可能影响相关厂商投资意愿。北美供应链体系内的中国公司受贸易冲突的影响可能基础设施时点存在一定不确定性。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-10-25

相对市场表现



分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002



SFC CE No. BNX004



021-60750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究：

计算机行业:华为拟退鲲鹏整机市场，生态建设加大力度	2019-09-20
计算机行业:云计算增速持续回落，资本开支有企稳迹象	2019-08-18

联系人：

钱砾 021-60750604

qianli@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
浪潮信息	000977	CNY	24.56	2019/08/30	买入	27.58	0.69	1.00	35.59	24.56	16.87	12.45	10.0	12.7

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

微软发布三季度（20财年 Q1）报告

微软发布20财年Q1业绩：

- 营业收入331亿美金，同比增长14%；
- 毛利226亿美金，同比增长18%；
- 毛利率69%，提升3个百分点；
- 营业利润127亿美金，同比增长27%；
- 营业利润率38%，提升4个百分点；
- 净利润107亿美金，同比增长21%。

智能云板块为微软支柱业务之一

三大业务板块中：

- 生产力和商业流程板块（包含Office商业产品、Office消费者产品、LinkedIn、Dynamics等）营收111亿美金，同比增长13%。
- 智能云板块（包括服务器产品和云服务（包括Azure）、企业服务等）营收108亿美金，同比增长27%。
- 个人计算板块（Windows OEM、Windows商业产品、搜索广告、Xbox内容和服、Surface等）营收111亿美金，同比增长4%。

整个智能云板块的收入与其他两个板块几乎持平，且增速最高，体现智能云板块为微软现在的支柱业务之一。

生产力和商业流程板块中，微软的Office业务分为Office商业和Office消费者两个部分，（分别包含Office软件销售和Office 365云服务），其中Office 365消费者部分的订阅数量达到3560万，相比于上季度的3480万环比增长约2.3%。（来源：公司财报）

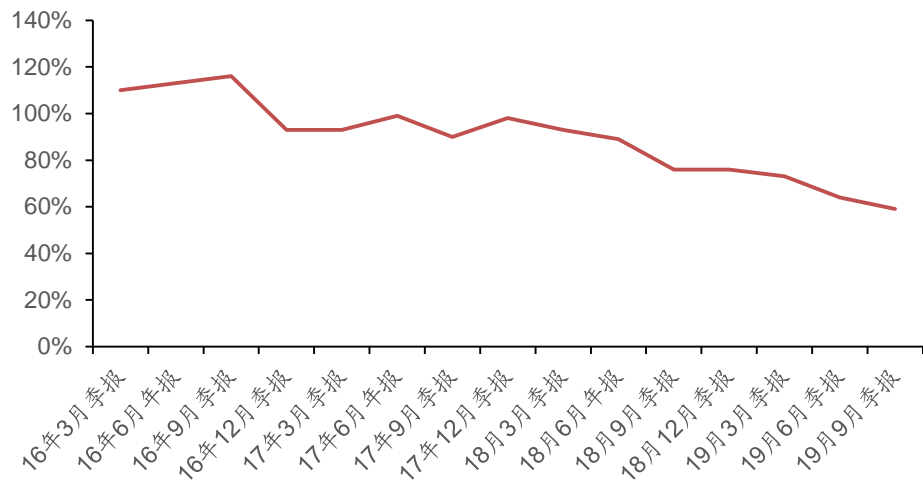
微软还提到，Teams超过10000个用户的机构超过350个（来源：公司财报说明电话会），相比于3月公布的150家（来源：微软官网）增加超过130%。

Azure 增速继续回落，资本开支环比放缓

微软Azure公有云归类到其智能云业务板块中。微软公布Azure季度同比增速59%，同比增速回落17个百分点，环比回落5个百分点。过去5个季度，Azure收入增速的环比变化依次（从18Q3到19Q3）是-13%、0%、-3%、-9%、-5%，没有明显的加减速趋势。（来源：公司财报）

从另一统计口径，微软商业云（包含Office 365商业版，Azure，LinkedIn的商业部分，Dynamics 365等）毛利率同比提升了4个百分点，达到66%，主要得益于Azure的毛利率明显提升（来源：公司财报说明PPT）。

图 1: 微软Azure云服务收入季度同比增速



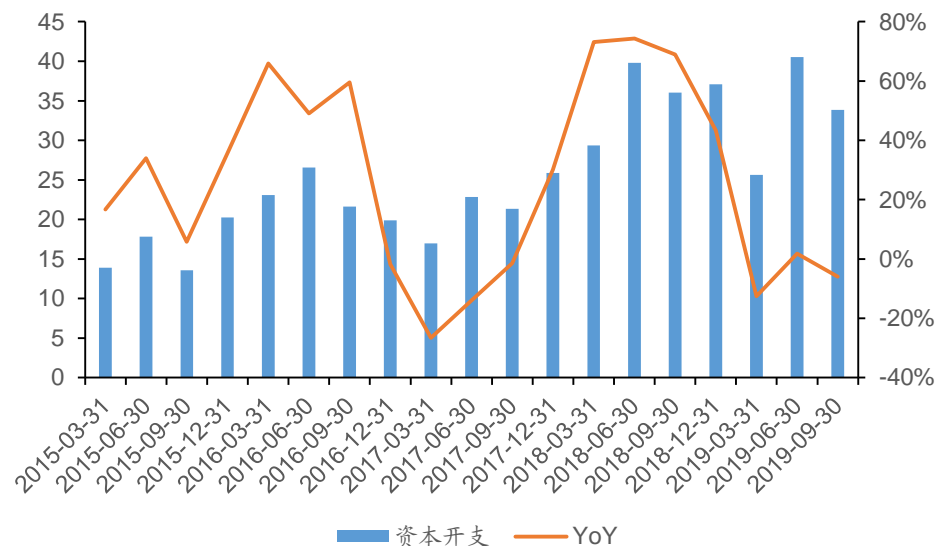
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

资本开支方面, 19三季度(20财年一季度)微软资本开支为34亿美金, 同比下降6%, 环比下降16%。(来源: 公司财报)

若考虑租赁部分, 资本开支加上融资租赁获得资产共计48亿美金, 同比增长12% (但相比上一季度的53亿美金环比下滑约9%)。(来源: 公司财报)

公司提到开支水平略低于预期是由于云基础设施建设时点的正常季度间变动。同时对下一季度(20财年Q2)的资本开支预期为环比轻微下滑, 但同比仍然会是增长的。(来源: 公司财报说明电话会)

图 2: 微软季度资本开支(亿美元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

虽然微软云短期增速环比放缓, 其作为第二大公有云其增速仍然远远领先亚马逊, 且盈利能力有所加强, 且基础设施有投资节奏等原因, 云计算相关服务器和光

模块厂商仍值得关注。且由于Teams万人以上大客户半年增长超130%，亿联网络北美业务有可能获得更大的市场空间。

风险提示

- 云计算业务基数较大，后续需求增速有放缓的可能。
- 贸易环境的不确定性有可能影响相关厂商投资意愿。
- 北美供应链体系内的中国公司受贸易冲突的影响可能存在一定不确定性。

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏：资深分析师，上海财经大学信息管理学士，上海财经大学资产评估硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 郑楠：资深分析师，北京邮电大学计算机专业学士，法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士，2010年起就职于外资企业软件公司从事研发、咨询顾问等工作，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 钱砾：研究助理，东南大学信息工程学士、生物医学工程医学电子影像方向硕士，先后在电子信息行业和医疗影像设备行业工作超过6年，2017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35 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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@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。

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。