

买入

2023年2月2日

受 PC 销量影响业绩不及预期，衰退逆风中云计算增长稳健

- 业绩摘要：** 本季度公司收入为 527 亿美元，同比增长仅 2%，略低于彭博一致预期的 529 亿美元，汇率因素造成 5pct 的影响。其中产品收入 165 亿美元，同比下降 21%；服务及其他收入 362 亿美元，同比增长 17%。毛利率为 66.8%，同比下降 40bps。经营利润率为 38.7%，同比下降 430bps。毛利的下降主要由于云业务的增长及 Windows OEM 业务的收入下降。经营利润的下降主要由于汇率因素及 OEM 收入的下降。GAAP 净利润为 167 亿美元，同比下降 12%，净利润率为 35%。GAAP 摊薄每股收益为 2.2 美元，低于彭博一致预期的 2.29 美元，去年同期为 2.48 美元。
- Azure 收入超预期，仍面临增长逆风：** 微软云收入同比增长 22% 至 271 亿美元。剩余履约义务 (RPO) 价值 1890 亿美元，同比增长 29%，环比增长 90 亿美元。本季度公司的 RPO 及新增订单量虽然较上个季度有所恢复，但新增订单量同比增长仅为 7%，也反映出在宏观经济压力下，云计算开支增长的大幅放缓对公司的核心业务造成压力。但我们认为在承担企业需求的不确定性风险、能源及供应链成本风险上云服务依然有不可替代的优势，渗透率提升的趋势没有变化。在宏观不利的环境下，公司核心云业务表现依然超过市场预期，Azure 增速保持在 31%，Dynamics 365、Office 365 等 B 端订阅业务增速也比预期更好。
- 百亿美元投资 OpenAI，押注下一代计算平台：** 公司将在未来几年内共向 OpenAI 投资 100 亿美元，获得其 49% 的股份。CEO 纳德拉认为下一代计算平台发展主要由 AI 推动，微软将与 OpenAI 合作推动 AI 的商业化发展。
- 更多个人计算业务受 PC 销量拖累：** 2022Q4 全球 PC 销量下滑 30%，对 Windows 业务造成较大的影响。本季度公司 Windows 收入为 48 亿美元，同比下降 27%；其中 OEM 收入同比下降 39%。
- 目标价 300 美元，买入评级：** 根据 DCF 估值法，设定 WACC 为 9%。考虑到公司长期会维持高于 GDP 的增长速度，长期增长率为 3%，获得目标价 300 美元，对应 2023 财年利润的 27.1 倍 PE，较当前价格有 21.1% 的提升空间，给予买入评级。
- 风险因素：** 云计算市场竞争风险，PC 出货量下降风险，Arm 冲击 PC 生态风险，国际局势风险，汇率风险。

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

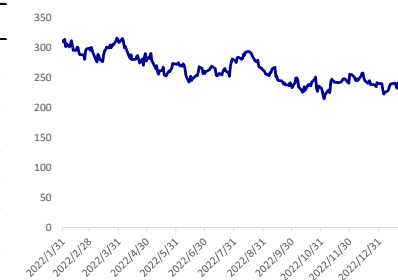
行业	TMT
股价	247.81 美元
目标价	300.00 美元 (+21.1%)
股票代码	MSFT
已发行股本	74.4 亿股
总市值	18446 亿美元
52 周高/低	315.95 美元/213.43 美元
每股净资产	24.59 美元
主要股东	Vanguard Group INC. 8.5% BlackRock INC. 7.0% State Street Corp 4.0% Capital Research and Management Co. 3.6%

盈利摘要

截至6月30日止财政年度	21财年实际	22财年实际	23财年预测	24财年预测	25财年预测
总营业收入 (百万美元)	168,088	198,270	208,033	231,887	263,115
变动	17.53%	17.96%	4.92%	11.47%	13.47%
净利润	61,271	72,738	68,558	79,350	91,717
摊薄每股盈利 (美元)	8.1	9.7	9.1	10.7	12.4
变动	39.76%	19.88%	-5.27%	17.23%	16.01%
基于247.81美元的市盈率 (估)	30.8	25.7	27.1	23.1	19.9
每股派息 (美元)	2.2	2.4	2.3	2.6	2.9
股息现价比	0.90%	0.98%	0.92%	1.04%	1.15%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

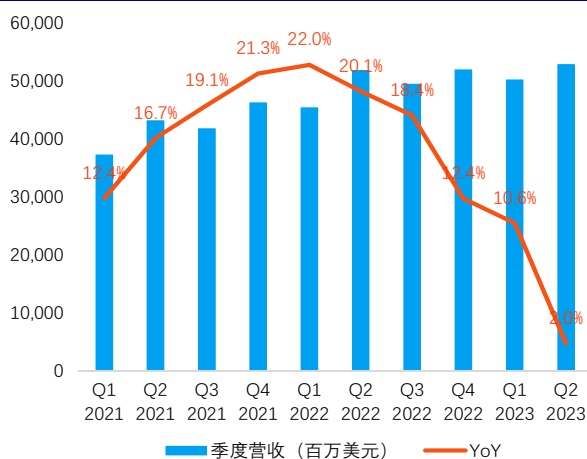
业绩摘要

收入同比增长 2%，净利润同比下降 12%，低于彭博一致预期

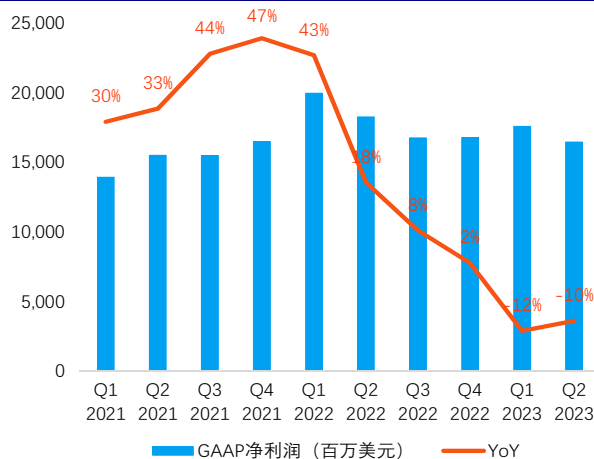
本季度公司收入为 527 亿美元，同比增长仅 2%，略低于彭博一致预期的 529 亿美元，汇率因素造成 5pct 的影响。其中产品收入 165 亿美元，同比下降 21%；服务及其他收入 362 亿美元，同比增长 17%。毛利率为 66.8%，同比下降 40bps。经营利润率为 38.7%，同比下降 430bps。毛利的下降主要由于云业务的增长及 Windows OEM 业务的收入下降。经营利润的下降主要由于汇率因素及 OEM 收入的下降。GAAP 净利润为 167 亿美元，同比下降 12%，净利润率为 35%。GAAP 摊薄每股收益为 2.2 美元，低于彭博一致预期的 2.29 美元，去年同期为 2.48 美元。

本季度公司包含融资租赁的资本开支为 68 亿美元；公司产生经营现金流 112 亿美元，同比下降 23%；自由现金流 49 亿美元，同比下降 43%。现金流的下降主要由于公司支付了 TCJA 研发拨备资本化相关的税款，剔除此影响自由现金流下降 16%。本季度公司共回购 46 亿美元股票及派息 51 亿美元。

图表 1: 季度营收情况及增速 (百万美元)



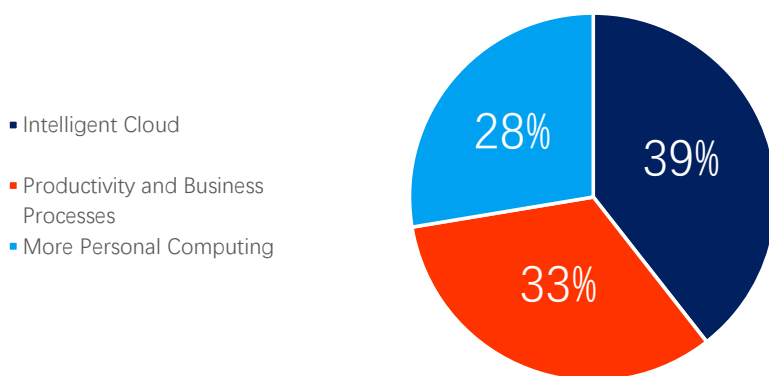
图表 2: 季度净利润情况及增速 (百万美元)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

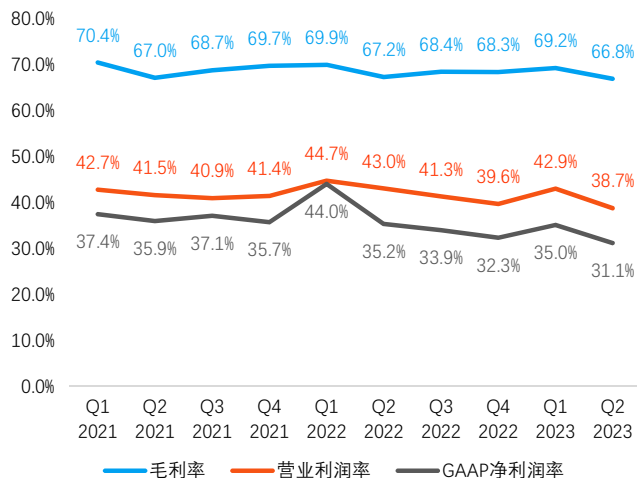
图表 3: 收入构成



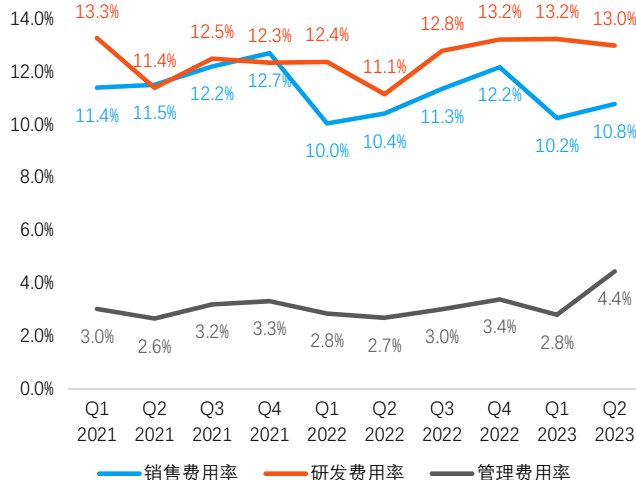
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

本季度公司研发费用为 68 亿美元，同比增长 18.9%，费用率为 13%；销售及营销费用为 57 亿美元，同比增长 5.6%，费用率为 10.8%；管理及总务费用为 23 亿美元，同比增长 68.9%，费用率为 4.4%。

图表 4: 季度利润率



图表 5: 季度费用率



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

微软云收入同比增长 22%至 271 亿美元。由于汇率影响, 公司的商业订单量同比增长 7%。剩余履约义务 (RPO) 价值 1890 亿美元, 同比增长 29%, 环比增长 90 亿美元。微软云的毛利率百分比为 72%, 扣除会计影响 (服务器和网络设备资产折旧年限从 4 年提升至 6 年), 毛利率同比下降约 1pct, 主要由于能源成本的提升。在宏观不利的环境下, 公司核心云业务表现依然超过市场预期, Azure 增速保持在 31%, Dynamics 365、Office 365 等 B 端订阅业务增速也比预期更好。

下季度收入指引同比增长 2.3%至 4.3%, 低于一致预期

公司预计 FY2023Q3 财季收入区间为 505 亿美元至 515 亿美元, 同比增长 2.3%至 4.3%, 低于彭博一致预期的 525 亿。其中生产力和商业流程收入在 169 亿美元至 172 亿美元之间; 智能云收入在 217 亿美元至 220 亿美元之间; 更多个人计算收入在 119 亿美元至 123 亿美元之间。预计销售成本在 156.5 亿美元至 158.5 亿美元之间, 运营开支在 147 亿美元至 148 亿美元之间; FY2023Q3 的有效税率约为 19%至 20%。

公司预计汇率因素将对 2023 财年全年营收造成-5pct 影响, 对成本和费用造成-3pct 影响。由于 OEM 收入的下跌及更高的能源成本, 公司预计 2023 财年经营利润率将同比下降 2pct。由于宏观经济衰退带来的压力, 下半年商业业务将降速, 按固定汇率计算增速将低于上半年的 20%。

我们预计公司 2023Q3 财季的收入将同比增长 3%至 511 亿美元。

智能云

智能云收入同比增长 18%

本季度公司智能云业务收入为 215 亿美元, 同比增长 18%; 经营利润为 89 亿美元, 同比增长 7%, 经营利润率为 41.4%。服务器产品和云服务收入同比增长 20%至 196 亿美元; 企业咨询服务收入同比增长 2%至 19 亿美元, 企业软件的安装数量同比增长 16%至 2.4 亿个席位。

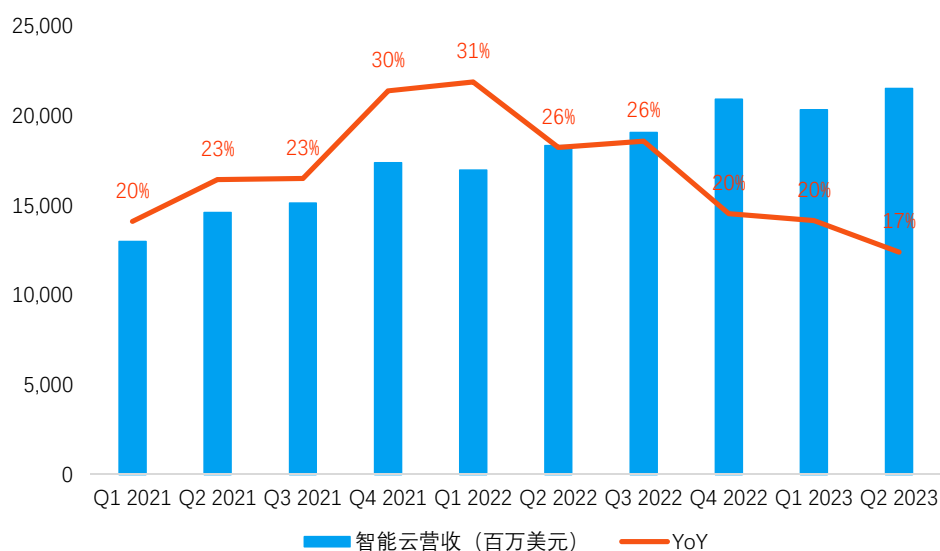
Azure 收入增速继续环比下滑趋势, 同比增长 31%至 142 亿美元。虽然增速继续环比下降 4pct, 但好于市场预期的 138 亿美元。由于宏观因素, 公司预期下季度 Azure 增速将继续环比放缓 4-5pct。

本季度公司的 RPO 及新增订单量虽然较上个季度有所恢复, 但新增订单量同比增长仅

为 7%，也反映出在宏观经济压力下，云计算开支增长的大幅放缓对公司的核心业务造成压力。但我们认为在承担企业需求的不确定性风险、能源及供应链成本风险上云服务依然有不可替代的优势，渗透率提升的趋势没有变化。**高速发展的云计算 Azure 业务仍然是公司最重要的增长动力。**未来大型企业的云服务订单将继续驱动公司智能云收入增长。

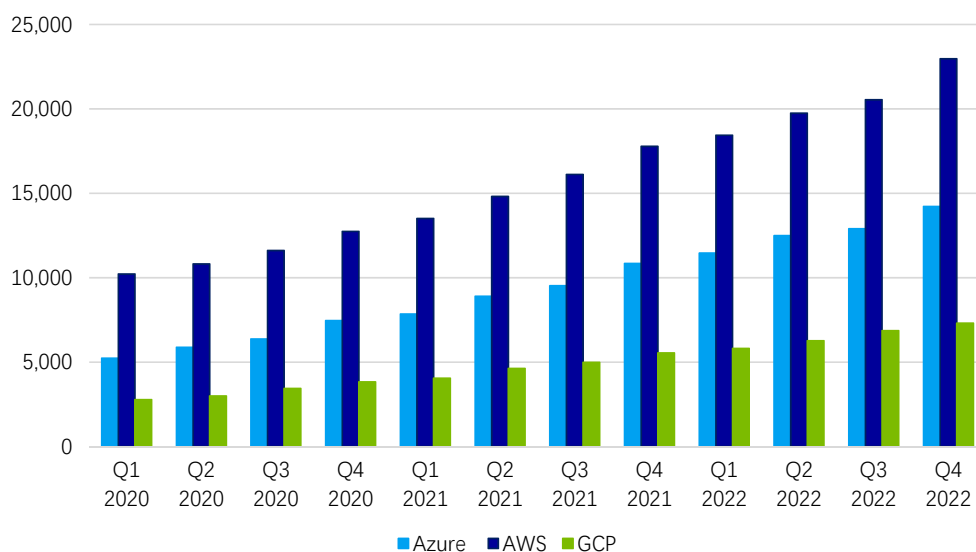
一月公司开始在 Azure 上提供 OpenAI 服务，目前有超过 200 个使用客户。继 2019 年向 OpenAI 投资 10 亿美元后，微软宣布将在未来几年内共向 OpenAI 投资 100 亿美元，获得其 49% 的股份。CEO 纳德拉认为下一代计算平台发展主要由 AI 推动，微软将与 OpenAI 合作推动 AI 的商业化发展。我们认为微软的 Windows 生态可以给 AI 带来大量的应用场景及用户数据，虽然短期内 AI 无法在收入上有明显贡献，但其生态容易孵化出类似谷歌搜索引擎或 Office 等新的通用平台。

图表 6：智能云季度收入情况与增速（百万美元）



资料来源：公司资料

图表 7：三大云服务商收入情况（百万美元）



资料来源：公司资料

生产力和商业流程

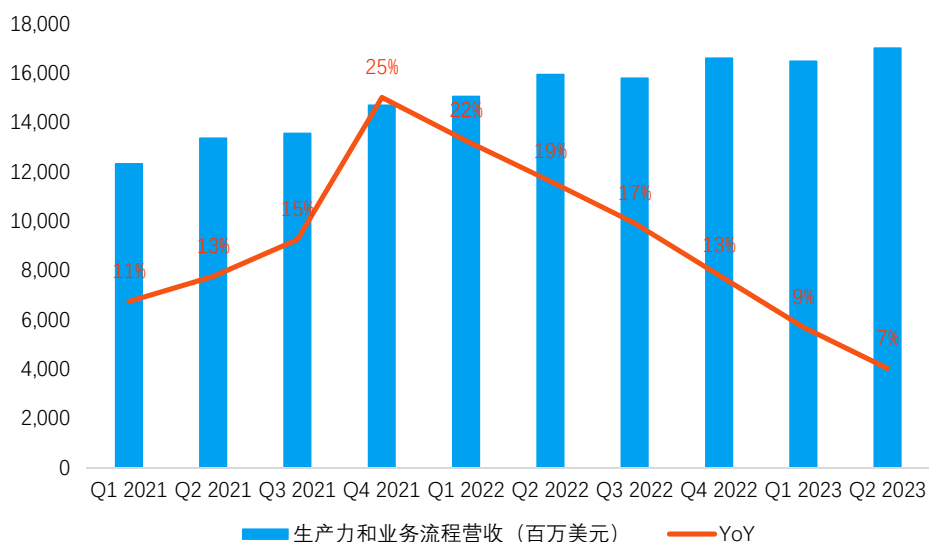
生产力和业务流程收入
同比增长 7%

本季度公司生产力和商业流程业务收入为 170 亿美元，同比增长 7%，主要由商业版 Office 365 的收入增长推动；经营利润为 82 亿美元，同比增长 6%，经营利润率为 48.1%。

Office 365 商业版收入同比增长 11%至 94 亿美元，商业版订阅用户量为 3.1 亿，同比增长 12%；Microsoft 365 消费者版订阅用户为 6320 万，同比增长 12%。本季度 Teams 的月活跃用户超过 2.8 亿。

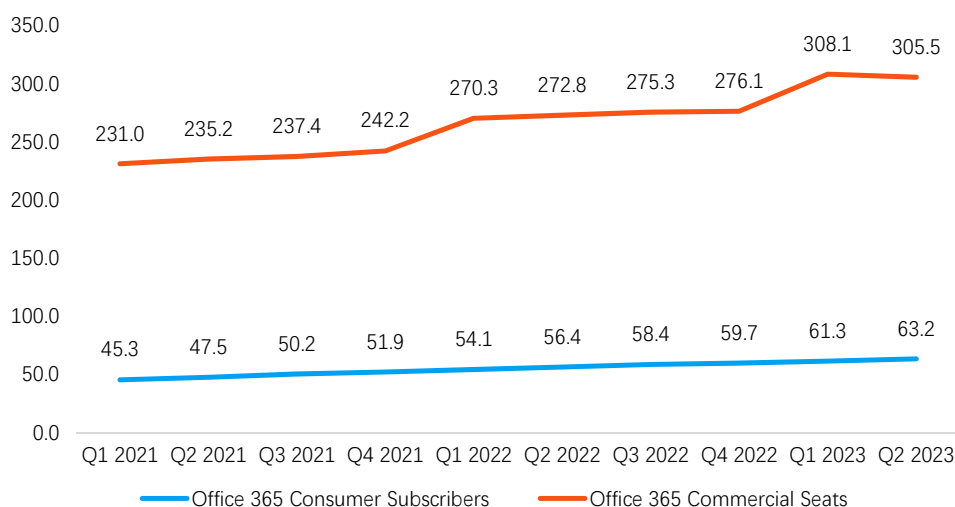
本季度领英收入同比增长 10%至 39 亿美元，主要由于人才解决方案的收入增长推动。Dynamics 收入同比增长 13%至 13 亿美元，其中 Dynamics 365 收入同比增长 21%。

图表 8：生产力和商业流程季度收入情况与增速（百万美元）



资料来源：公司资料

图表 9：Office 订阅用户数量（百万）



资料来源：公司资料

更多个人计算

更多个人计算收入同比下降 19%

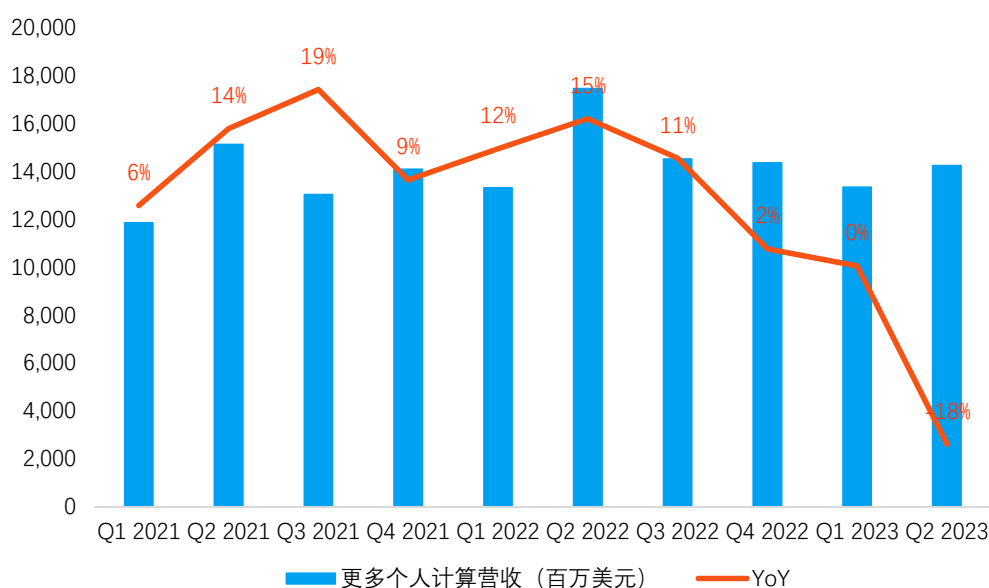
本季度更多个人计算业务收入为 142 亿美元，同比下降 19%；经营利润为 33 亿美元，同比下降 47%，经营利润率为 23.2%。利润率大幅下降主要由于 1.5 亿美元的硬件库存减计及高毛利的 Windows OEM 业务收入下降。

Windows 系统收入为 48 亿美元，同比下降 27%。由于 PC 销售量下滑，OEM 收入同比下降 39%。Windows 商业产品和云服务收入同比下降 3%，主要由于提到的新业务和独立产品的增长放缓。

本季度公司游戏业务收入 48 亿美元，同比下降 13%。游戏硬件收入同比下降 13%，内容和服务收入同比下降 12%。

Surface 平板电脑的销售收入为 14 亿美元，环比持平，同比下降 37%，消费电子市场并未出现需求恢复迹象。搜索广告收入为 32 亿美元，同比增长 5%，主要由于搜索广告的增长及 Xandr 的收入影响。

图表 10：更多个人计算季度收入情况与增速（百万美元）



资料来源：公司资料

盈利预测与估值

2023-2025 财年收入 CAGR 为 9.9% 我们预测公司 2023-2025 财年收入分别为 2080 亿、2319 亿、2631 亿美元，CAGR 为 9.9%。对应 GAAP 净利润分别为 686 亿、794 亿和 917 亿美元，CAGR 为 8.7%。由于公司持续回购股票，公司的 EPS 增速将高于净利润增速，我们预计 2023-2025 财年公司 EPS CAGR 将达到 8.8%。

目标价 300 美元 根据 DCF 估值法，设定 WACC 为 9%。考虑到公司长期会维持高于 GDP 的增长速度，长期增长率为 3%，获得目标价 300 美元，对应 2023 财年利润的 27.1 倍 PE，较当前价格有 21.1%的提升空间，给予买入评级。

图表 11: DCF 估值

折现年限	高速成长期					稳定成长期					永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
(百万美元)											
CFO	94,708	111,412	128,931								
自由现金流量	67,597	81,591	96,127	110,546	124,917	138,658	152,523	166,250	179,550	192,119	197,883
自由现金流增长率		20.7%	17.8%	15%	13%	11%	10%	9%	8%	7%	3%
折后至2022年的现金流量	67,597	74,854	80,908	85,362	88,494	90,118	90,945	90,945	90,110	88,457	1,518,510
永续期折现值											3,396,983

WACC	9.0%
长期增长率	3.0%

Valuation	
现金流折现	2,366,299
减: 净金融负债	-66,927
减: 少数股东权益+合伙人权益	193,125
股本价值	2,240,101
股本数量 (预期)	7,467
DCF法之每股价值 (美元)	300.00

资料来源: 第一上海预测

风险因素

云计算市场竞争风险 云计算市场目前还处于高速发展阶段，市场竞争者众多。若公司的 Azure 业务与 Office 365 业务无法应对如 AWS、Google Docs 等竞争对手，则可能发展不及预期。

PC 出货量下降风险 目前全球 PC 市场出货量约 2.6 亿台，智能手机出货量约 14 亿台。如果未来 PC 市场规模继续萎缩，而公司不能有效获取 iOS 及安卓平台的智能手机用户，则 Chrome book 及 Mac 有可能对公司基本盘的 Windows 用户数量造成负面影响。

Arm 冲击 PC 生态风险 公司推进的 Arm 版 Windows 进展缓慢，开发者与应用较少。苹果已经开发出自研的 Arm 架构处理器。未来如果手机电脑逐步统一搭载 Arm 处理器，将对 Wintel 生态与 Xbox 游戏业务造成冲击。

国际局势风险 如果中美继续脱钩的进程，中国将推行国产办公软件及国内云服务商，这意味着公司有可能失去 20%世界人口的市场，对公司未来的收入增长造成重大影响。

汇率风险 全球汇率波动会对公司以美元计价的财务数据造成影响。

主要财务报表

损益表

单位: 百万美元, 财务年度截至6月30日

	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年
	实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入	168,088	198,270	208,033	231,887	263,115
- 主营业务收入成本	52,232	62,650	64,798	73,027	82,343
毛利	115,856	135,620	143,235	158,860	180,772
- 营业开支	45,940	52,237	59,506	61,780	68,593
销售及营销开支	20,117	21,825	24,516	25,083	27,780
研究及开发开支	20,716	24,512	28,444	30,025	33,611
总务及管理开支	5,107	5,900	6,546	6,672	7,202
营业利润	69,916	83,383	83,729	97,080	112,178
- 营业外费用	-1,186	-333	-832	-928	-1,052
税前利润	71,102	83,716	84,561	98,007	113,231
- 所得税支出	9,831	10,978	16,004	18,657	21,514
非常项目前收入	61,271	72,738	68,558	79,350	91,717
净利润	61,271	72,738	68,558	79,350	91,717
普通股股东所得净利润	61,271	72,738	68,558	79,350	91,717
折旧与摊销	11,686	14,460	15,208	18,284	21,667
EBITDA	81,602	97,843	98,938	115,364	133,845
主营业务收入增长 (%)	17.5%	18.0%	4.9%	11.5%	13.5%
EBITDA 增长率 (%)	16.4%	16.6%	1.1%	14.2%	13.8%

资产负债表

	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	14,224	13,931	31,768	61,573	103,908
+ 短期投资	116,110	90,826	90,826	90,826	90,826
+ 应收账款与票据	38,043	44,261	40,108	39,764	37,701
+ 库存	2,636	3,742	3,098	4,002	4,278
+ 其他流动资产	13,393	16,924	16,924	16,924	16,924
总计流动资产	184,406	169,684	182,723	213,089	253,638
+ 长期投资与应收	5,984	6,891	6,891	6,891	6,891
+ 净固定资产	59,715	74,398	86,300	97,838	108,975
+ 其他非流动资产	15,075	21,897	21,897	21,897	21,897
+ 商誉	49,711	67,524	67,524	67,524	67,524
+ 其他长期资产	7,800	11,298	11,298	11,298	11,298
总计长期资产	149,373	195,156	207,058	218,596	229,733
总资产	333,779	364,840	389,782	431,685	483,370
+ 应付账款	15,163	19,000	17,359	23,617	28,991
+ 短期借款	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	73,494	76,082	76,082	76,082	76,082
总计流动负债	88,657	95,082	93,441	99,699	105,073
+ 长期借款	50,074	47,032	47,032	47,032	47,032
+ 其他长期负债	53,060	56,184	56,184	56,184	56,184
总计长期负债	103,134	103,216	103,216	103,216	103,216
总负债	191,791	198,298	196,657	202,915	208,289
总股东权益	141,988	166,542	193,125	228,769	275,082

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务能力分析

	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	68.9%	68.4%	68.9%	68.5%	68.7%
EBITDA 利率 (%)	48.5%	49.3%	47.6%	49.7%	50.9%
净利率 (%)	36.5%	36.7%	33.0%	34.2%	34.9%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	15.0%	14.0%	14.9%	13.7%	13.3%
研发费用/收入 (%)	12.3%	12.4%	13.7%	12.9%	12.8%
实际税率 (%)	13.8%	13.1%	18.9%	19.0%	19.0%
股息支付率 (%)	27.8%	25.1%	25.0%	24.0%	23.0%
库存周转率	23.1	19.6	18.9	20.6	19.9
应收账款天数	75.0	74.7	73.0	62.0	53.0
应付账款天数	95.4	98.2	101.0	101.0	115.0
财务状况					
总负债/总资产	57.5%	54.4%	50.5%	47.0%	43.1%
收入/净资产	43.2%	43.7%	35.5%	34.7%	33.3%
收入/总资产	18.4%	19.9%	17.6%	18.4%	19.0%
经营性现金流/收入	45.7%	44.9%	45.5%	48.0%	49.0%

现金流量表

	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 净利润	61,271	72,738	68,558	79,350	91,717
+ 折旧、摊销	11,686	14,460	15,208	18,284	21,667
+ 其他非现金调整	4,719	1,391	7,786	8,080	8,386
+ 非现金资本变动	-936	446	3,156	5,698	7,160
经营活动现金流量	76,740	89,035	94,708	111,412	128,931
+ 固定资产变动	-8,909	-22,038	0	0	0
+ 资本支出	-20,622	-23,886	-27,111	-29,822	-32,804
+ 长期净投资变动	2,876	18,438	0	0	0
+ 其他投资活动	-922	-2,825	0	0	0
投资活动现金	-27,577	-30,311	-27,111	-29,822	-32,804
+ 已付股利	-16,521	-18,135	-17,065	-19,090	-21,095
+ 债务(偿付)所得现金	-5,504	-9,023	0	0	0
+ 股本增加	1,693	1,841	0	0	0
+ 股本减少	-27,385	-32,696	-32,696	-32,696	-32,696
+ 其他融资活动	-769	-863	0	0	0
融资所得现金	-48,486	-58,876	-49,761	-51,786	-53,791
现金净增减	648	-293	17,837	29,805	42,336
现金剩余	14,224	13,931	31,768	61,573	103,908
自由现金流	56,118	65,149	67,597	81,591	96,127

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2023 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利。