

微软 (MICROSOFT) (MSFT.O)

买入

FY2023Q3 财报点评：业绩增长保持韧性，AI 产品进展积极

核心观点

业绩总览：微软 FY23Q3 整体财务表现优于彭博一致预期。①**整体：**本季度公司实现营收 529 亿美元（同比+7%，按固定汇率同比+10%，下文简称 CC），毛利率 69.5%（同比+1.1pcts），净利润 183 亿美元（同比+9%，CC+14%）。②**分业务：**生产力与业务流程收入 175 亿美元（同比+11%，CC+15%），智能云收入 221 亿美元（同比+16%，CC+19%），其他个人计算收入 133 亿美元（同比-9%，CC-7%）。③**核心指标：**季度商业预订量（新订单）增长同比+11%，商业剩余履约义务（在手订单余额）1960 亿美元（同比+26%）。尽管面临宏观压力，但公司增长依旧体现韧性，整体财务表现优于彭博一致预期。

重点业务：①**Azure 增长保持韧性，AI 服务客户环比增长 10 倍。**企业 IT 支出放缓背景下，本季度 Azure 及其他云服务收入仍实现同比增长+27%（CC +31%）。同时 OpenAI 协同带来超 2500 个客户，季度环比增长超 10 倍。②**Office 365 稳步渗透，关注后续 AI 产品规模落地。**本季度商业 Office 365 同比增长+14%（CC +18%），Office 365 商业版席位同增+11%，个人版订阅数量 6540 万（同比+12%），Office 订阅制产品持续渗透。AI 方面，管理层表示 Copilot 嵌入 Microsoft 365 应用程序中，每天已有数百万使用。③**PC 业务触底。**Windows OEM 收入增长同比-28%，但较上季度-39%改善。

业绩展望：保持稳健增长。①**收入方面，**预计下一季度生产力与业务流程收入 179-182 亿美元（中值同比+9%，下同），智能云 236-239 亿美元（同比+14%），其他个人计算 134-138 亿美元（同比-6%，持续改善），预估汇率影响-2%，目前在手订单充足，增长保持韧性。②**成本方面，**公司预计营业成本为 168-170 亿美元（营业成本率环比持平），运营成本 151-152 亿美元。

公司情况：全球 SaaS 及云服务巨头，AI 增益长期价值可期。①**公司核心的 Office 与云业务竞争力出色，**大幅提升企业效率，具备长期提价能力。管理方面，公司已搭建成熟的职业经理人体系，治理结构良好。②**AI 领域领先布局投入有望大幅增益原有 Office、云与搜索等业务竞争力与商业价值，**并助力开发创新产品，进一步协助客户提升效率，打开公司长期空间。

投资建议：我们预计 2023-2025 财年公司收入为 2112/2376/2653 亿美元，净利润 722/824/940 亿美元，考虑公司出色的产品竞争力与 AI 增益长期空间，给予目标价 355-365 美元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观压力与 IT 支出放缓；云与 AI 竞争加剧；监管风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	168,088	198,270	211,155	237,635	265,278
(+/-%)	17.5%	18.0%	6.5%	12.5%	11.6%
归母净利润(百万元)	61,271	72,738	72,193	82,418	93,998
(+/-%)	38.4%	18.7%	-0.7%	14.2%	14.1%
EPS (元)	8.24	9.78	9.71	11.08	12.64
EBIT Margin	41.6%	41.4%	41.3%	41.5%	41.9%
净资产收益率 (ROE)	43.2%	43.7%	32.7%	29.2%	26.6%
市盈率 (PE)	37	31	32	28	24
EV/EBITDA	30	26	23	20	17
市净率 (PB)	16	14	10	8	6

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测 注：年份为财年，货币为美元，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：谢琦

021-60933157

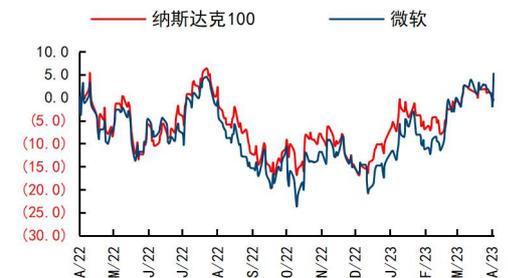
xieqi2@guosen.com.cn

S0980520080008

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	355.00 - 365.00 美元
收盘价	295 美元
总市值/流通市值	21962 亿美元/21962 亿美元
52 周最高价/最低价	300/212 美元
近 3 个月日均成交额	83 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

财报表现：业绩韧性强，期待 AI 产品规模化落地

主要观点：①整体而言，微软在 AI 领域领先的布局与投资在本季度并未大额体现在业绩端，本财报季更多体现为公司原有 Office 与云业务在弱宏观与企业资本开支周期的韧性，以及海外企业 IT 支出弱势周期边际企稳。②同时，我们也看到微软公司 AI 产品进展积极，AI 相关用户的快速增长。Azure OpenAI 服务已拥有超 2500 位客户，环比增长超 10 倍，Github 基于 GPT-4 的 AI Copilot 编程助手已拥有超 10000 个客户，Microsoft 365 Copilot 每日有超过百万使用，Newbing 日活用户超 1 亿等。③AI 有望成为新的增长引擎，关注规模化落地：现有云与 Office 业务随着渗透率与基数提升终有增长瓶颈，但公司 AI 产品持续迭代完善与大规模落地，有望带来更多的商业价值与产品创新，成为公司新的增长引擎。

表1：微软分业务基本财务指标

分业务收入：百万美元	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23E
生产力和业务流程	15,789	16,600	16,465	17,002	17,516	18,050
智能云	18,987	20,804	20,325	21,508	22,081	23,700
其他个人计算	14,584	14,461	13,332	14,237	13,260	13,600
总收入	49,360	51,865	50,122	52,747	52,857	55,350
YOY						
生产力和业务流程			9%	7%	11%	9%
智能云			20%	18%	16%	14%
其他个人计算			0%	-19%	-9%	-6%
总收入			11%	2%	7%	7%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

微软 FY23Q3 整体财务表现韧性强，业绩亮眼。①**整体看：**本季度公司实现营收 529 亿美元（同比+7%，按固定汇率同比+10%，下文简称 CC），毛利率 69.5%（同比+1.1pcts），净利润 183 亿美元（同比+9%，CC+14%）。尽管面临宏观压力，但公司增长依旧体现韧性，整体财务表现优于前期市场预期。②**分业务看：**生产力和业务流程收入 175 亿美元（同比+11%，CC+15%），智能云收入 221 亿美元（同比+16%，CC+19%），保持良好韧性，关注后续 AI 产品规模化落地后带来的业绩增量；其他个人计算收入 133 亿美元（同比-9%，CC-7%），PC 市场弱势下 Windows 销售承压，但较上季度同比-19%边际好转，下季度展望同比-6%，持续改善。

重点经营指标：①**订单增长与预付款保持强劲韧性：**本季度公司商业预订量增长同比+11%，商业剩余履约义务（类客户预付款）1960 亿美元，同比+26%，环比+4%，在手订单储备充分且趋势良好，保证未来几个季度增长确定性。商业年金收入比例 96%，环比持平。②**SaaS 订阅化与云化持续推进：**本季度云收入 285 亿美元，毛利率提升至 72%。服务器产品和云服务收入增长同比+17%（CC+21%）。Office 商业产品和云服务收入增长同比+13%（CC+17%），Dynamics 产品和云服务收入增

长同比+17% (CC+21%)。③个人计算业务触底：受 PC 出货弱势影响，Windows OEM 收入增长同比-28%，但优于市场较低的预期（预期下滑超过 30%）及上季度（同比-39%），公司预期下季度同比-25%左右，整体边际触底，关注后续 PC 需求回暖。④搜索与广告同比+10% (CC+13%)，整体广告市场承压，但 Newbing 日活用户突破 1 亿，关注后续 AI 产品带来更多增长。

表2: 微软核心经营指标

单位：除特殊标注，均为百万	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q3-23
商业（包括 LinkedIn 的商业部分）					
商业预订量增长（同比）*	28% / 35%	25% / 35%	-3% / 16%	7% / 4%	11% / 12%
商业剩余履约义务（十亿美元）	\$155	\$189	\$180	\$189	\$196
商业年金收入比例	96%	96%	96%	96%	96%
微软云收入（十亿美元）	\$23.4	\$25.1	\$25.7	\$27.1	\$28.5
微软云毛利率	70%	69%	73%	72%	72%
生产力和业务流程以及智能云					
Office 商业产品和云服务收入增长（同比）*	12% / 14%	9% / 13%	7% / 13%	7% / 14%	13% / 17%
Office 消费产品和云服务收入增长（同比）*	11% / 12%	9% / 12%	7% / 11%	-2% / 3%	1% / 4%
Office 365 商业版席位增长（同比）	16%	14%	14%	12%	11%
Microsoft 365 消费者订阅者数	58.4	59.7	61.3	63.2	65.4
Dynamics 产品和云服务收入增长（同比）*	22% / 25%	19% / 24%	15% / 22%	13% / 20%	17% / 21%
LinkedIn 收入增长（同比）*	34% / 35%	26% / 29%	17% / 21%	10% / 14%	8% / 10%
服务器产品和云服务收入增长（同比）*	29% / 32%	22% / 26%	22% / 28%	20% / 26%	17% / 21%
其他个人计算					
Windows OEM 收入增长（同比）（PC 厂为主）	11%	-2%	-15%	-39%	-28%
Windows 商业产品和云服务收入增长（同比）*	14% / 18%	6% / 12%	8% / 15%	-3% / 3%	14% / 18%
设备收入增长（同比）*	10% / 15%	12% / 18%	2% / 8%	-39% / -34%	-30% / -26%
Xbox 内容和服务收入增长（同比）*	4% / 6%	-6% / -4%	-3% / 1%	-12% / -8%	3% / 5%
搜索和新闻广告收入（不包括 TAG）增长（同比）*	23% / 25%	18% / 21%	16% / 21%	10% / 15%	10% / 13%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 *为 NonGAAP 增长/固定汇率增长

主要业务：①Azure 增长保持韧性，AI 服务客户环比增长 10 倍。宏观逆风、企业 IT 支出放缓背景下，本季度 Azure 及其他云服务收入仍实现同比增长+27% (CC +31%)。同时 Azure 与 OpenAI 协同带来的初步业务成果出色，管理层表示已拥有超 2500 个 Azure OpenAI 服务客户，季度环比增长超 10 倍。②Office 365 稳步渗透，关注后续 AI 产品规模落地。本季度商业 Office 365 同比增长+14%(CC +18%)，Office 365 商业版席位同比增长+11%，个人版订阅数量 6540 万（同比+12%），Office 订阅制产品持续渗透。AI 方面，管理层表示 Copilot 嵌入 Microsoft 365 应用程序中，每天已有数百万使用，初期反馈积极，关注后续 AI 产品规模落地后客户渗透与定价情况。③PC 业务触底。Windows OEM 收入增长同比-28%，但好于预期且较上季度-39%改善。

表3: 微软部分重点业务本季度增长

	按照 GAAP YOY	按照固定汇率 YOY	汇率影响
微软云收入	22%	25%	-3%
Office 商业产品和云服务	13%	17%	-4%
Office 365 商业版	14%	18%	-4%
Office 消费产品和云服务	1%	4%	-3%
领英	8%	10%	-2%
Dynamics 产品和云服务	17%	21%	-4%
Dynamics 365	25%	29%	-4%
服务器产品和云服务	17%	21%	-4%
Azure 和其他云服务	27%	31%	-4%
Windows OEM	-28%	-28%	0%
Windows 商业产品和云服务	14%	18%	-4%
Xbox 内容和服务	3%	5%	-2%
搜索和新闻广告	10%	13%	-3%
设备	-30%	-26%	-4%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

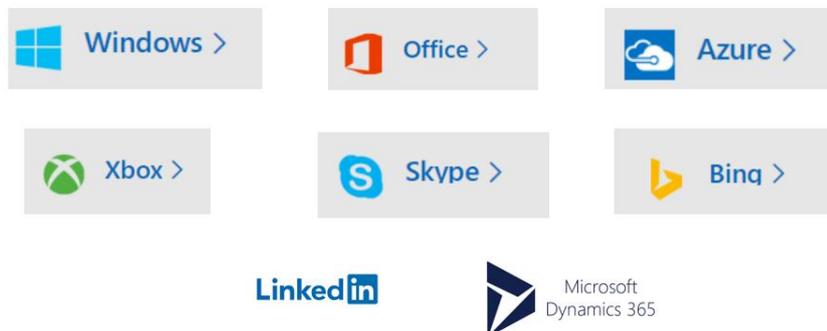
业绩展望: ①**收入方面**, 公司预计下一季度生产力与业务流程收入 179-182 亿美元 (中值同比+9%, 下同), 智能云 236-239 亿美元 (同比+14%), 其他个人计算 134-138 亿美元 (同比-6%), 预估汇率影响-2%, 目前在手订单充足, 业绩增长保持韧性。②**重点业务方面**, Azure 收入同比 CC +26-27%, Office 365 收入同比 CC+16%, Windows OEM 收入增长同比-25%左右, 搜索与广告+10%。③**成本方面**, 公司预计营业成本为 168-170 亿美元 (营业成本率环比持平), 运营成本 151-152 亿美元。

公司情况: 全球 SaaS 及云服务巨头, AI 有望增益长期价值

1) 公司业务: 操作系统、软件与云服务产品矩阵。公司是全球 SaaS 与云服务巨头, 提供 Windows、Office、Azure 云等服务, 均为对应行业市场主导玩家, 财务口径核心业务分为三块——生产力与业务流程 (Productivity and Business Processes, 核心为商用 Office), 智能云 (Intelligent Cloud, 核心为 Azure 云), 其他个人计算 (More Personal Computing, 核心为 Windows)。

其中: ①本季度生产力与业务流程收入 175 亿美元 (占总收入比重 33%, 同比+11%, CC+15%), 近年 Office 365 持续渗透, 推进 Office 从买断制转向订阅制, 提升 Office 产品长期提价与增长能力, 关注后续 Copilot AI 产品大规模落对 Office 业务的进一步驱动; ②智能云收入 221 亿美元 (占总收入比重 42%, 同比+16%, CC+19%), 是目前公司最大的收入来源与增长驱动, 主要得益于 Azure 高增长驱动, 云服务 Microsoft 365、Teams 等产品协同, 持续跑赢市场、获取份额, 关注后续 AI 产品对云业务的驱动。③其他个人计算收入 133 亿美元 (占总收入比重 25%, 同比-9%, CC-7%), 短期全球 PC 出货弱势业务承压, 从经营表现看, 本季度该业务基本触底, 关注后续周期复苏。

图1: 微软主要产品线



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

表4: 微软股权结构 (前 20 机构股东, 截至 2022. 12. 31)

股东名称	持股数量(万股)	持股市值(万美元)	持股数占比(%)
VANGUARD GROUP INC	64,266	15,412,390	8.6
BLACKROCK INC.	53,204	12,759,448	7.1
STATE STREET CORP	29,457	7,064,490	4.0
FMR LLC	19,899	4,772,074	2.7
PRICE T ROWE ASSOCIATES INC /MD/	16,865	4,044,501	2.3
MONETA GROUP INVESTMENT ADVISORS LLC	15,019	3,601,795	2.0
GEODE CAPITAL MANAGEMENT, LLC	14,273	3,422,979	1.9
MORGAN STANLEY	11,942	2,863,881	1.6
JPMORGAN CHASE & CO	9,302	2,230,831	1.3
CAPITAL WORLD INVESTORS	9,172	2,199,511	1.2
CAPITAL INTERNATIONAL INVESTORS	8,383	2,010,294	1.1
BANK OF AMERICA CORP /DE/	8,362	2,005,435	1.1
NORTHERN TRUST CORP	8,320	1,995,284	1.1
CAPITAL RESEARCH GLOBAL INVESTORS	7,806	1,872,056	1.1
BANK OF NEW YORK MELLON CORP	7,721	1,851,759	1.0
WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP	6,380	1,530,147	0.9
CHARLES SCHWAB INVESTMENT MANAGEMENT INC	4,201	1,007,374	0.6
UBS ASSET MANAGEMENT AMERICAS INC	4,026	965,586	0.5
MASSACHUSETTS FINANCIAL SERVICES CO /MA/	4,015	962,985	0.5
GOLDMAN SACHS GROUP INC	3,980	954,408	0.5

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

2) **股东情况: 股权较为分散, 资本持仓众多, 公众公司。**截至 2022 年 12 月 31 日, VANGUARD 为公司第一大股东, 占已发行普通股比例为 8.6%, BLACKROCK 持有公司 7.14% 的股份, 剩余部分也主要为各类资本与机构持有, 而管理层持股较少 (CEO Satya Nadella 仅持有 76 万股), 是比较典型的公众公司。

3) **管理层情况: 已构筑稳定职业经理人治理结构。**微软自 1974 年创立以来经历了较长的发展, 已历 Bill Gates、Steve Ballmer 与 Satya Nadella 三任 CEO, 而 Bill Gates 等早期创始人基本退出实际具体经营管理, 目前已经过渡到较为稳定成熟的职业经理人治理体系, 主要由 Nadella 为首的职业经理人团队管理。

Nadella 于 1992 年加入微软, 于 2014 年 2 月被任命为首席执行官, 并于 2021 年 6 月被任命为董事会主席。2013 年 7 月之前历任云和企业执行副总裁、服务器和工具部总裁、在线服务部高级副总裁、搜索门户和广告高级副总裁等。Nadella 领导了微软向云基础设施和服务业务的转型, 使微软在云业务竞争中取得优势并

持续获取份额，目前正在带领公司全面转型 AI。

表5: 公司高管资料

姓名	职位	性别	年龄	履历
Satya Nadella	Chairman and Chief Executive Officer	男	54	Nadella 于 1992 年加入微软，于 2014 年 2 月被任命为首席执行官，并于 2021 年 6 月被任命为董事会主席。2013 年 7 月之前历任云和企业执行副总裁、服务器和工具部总裁、在线服务部高级副总裁、搜索门户和广告高级副总裁等。
Amy E. Hood	Executive Vice President, Chief Financial Officer	女	50	Amy E. Hood, 执行副总裁，首席财政官，2013 年 5 月被任命为财务总监。从 2010 年开始担任微软商业部门的财务总监。从 2006 年到 2009 年担任微软商业策略部门的总经理，2002 年加入微软。
Bradford L. Smith	President and Vice Chair	男	63	Bradford L. Smith, 自 2001 年 11 月起担任执行副总裁、总法律顾问兼秘书。2002 年成为首席合规官。曾任全球销售的副总法律顾问，负责管理总部设在巴黎的欧洲法律与公司事务集团。于 1993 年加入微软。
Christopher C. Capossela	Executive Vice President, Marketing and Consumer Business, and Chief Marketing Officer	男	52	Christopher C. Capossela, 他于 2014 年 5 月被任命为执行副总裁兼首席营销官。他曾任职 Microsoft 公司 20 年以上，担任微软的办公部门的多种营销领导职务。他也曾负责营销效率的解决方案，包括 Microsoft Office、Office 365 SharePoint、Exchange、Skype for Business、Project、Visio。
Christopher D. Young	Executive Vice President, Business Development, Strategy, and Ventures	男	50	Christopher D. Young 担任业务发展、战略和风险投资执行副总裁。在加入微软之前，他在 2017 年至 2020 年期间担任 McAfee, LLC 的首席执行官，并在 2014 年至 2017 年期间担任英特尔安全集团的高级副总裁兼总经理
Judson Althoff	Executive Vice President and Chief Commercial Officer	男	49	Judson Althoff 于 2021 年 7 月被任命为执行副总裁兼首席商务官。从 2017 年 7 月起一直担任全球商业业务执行副总裁。于 2013 年 3 月加入微软，担任微软北美区总裁。
Kathleen T. Hogan	Executive Vice President, Human Resources	女	56	Kathleen T. Hogan 于 2014 年 11 月被任命为微软公司人力资源执行副总裁。于 2003 年加入微软。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4) AI 有望赋能原有业务，打开长期空间。微软作为 PC、云、移动终端集大成厂商，也是 OpenAI 的投资方和关系密切的商务合作伙伴。微软技术能力与储备强大，在 OpenAI 的加持下，从应用端层层推进。在 ChatGPT 发布不久后的 2023 年 2 月 2 日微软宣布旗下所有产品将全线整合 ChatGPT，包括且不限于 Bing 搜索引擎、Office 全家桶、Azure 云服务、Teams 聊天程序等。

技术能力与储备方面：微软作为全球顶级的科技公司之一，在语音识别与合成（Cortana 语音助手）、自然语言处理（语言生成模型 Turing-NLG）、机器学习框架（微软推出了 Azure Machine Learning 和 ONNX 等机器学习框架）、代码托管平台（Github）、云计算平台（Azure）等方面都有一定的积累，目前已发布的 Newbing、Copilot 等产品已体现出公司的技术能力。

具体产品应用方面：

①Office 等办公产品：AI 提升办公产品的使用效率和用户体验，Office、Teams、Dynamics 等 SaaS 产品有望受益于 AI 能力。目前，Copilot 嵌入 Microsoft 365 应用程序中日活已达到数百万。通过 Copilot 促进单位用户价值提升，有望大幅提升 Office 产品提价能力与粘性。

②云业务：随着大模型、大数据相关技术以及应用的演进，算力等云计算资源将跟随扩容、长期受益。Azure 云计算平台在全球云市场中排名第二且势头良好，同时借助与 OpenAI 的合作关系，调用 ChatGPT 的 API 接口企业都可转变成微软 Azure 客户，提升微软云营销转化率，公司披露目前已有超 2500 个 Azure OpenAI

服务客户且增长迅速。

③**Bing 搜索**：GPT 技术可以帮助 Bing 更好地理解用户查询，为用户提供准确、简洁的问答答案，提高搜索体验，目前 Newbing 日活用户突破 1 亿。

④**Windows**：AI 技术促进了微软产品的流量入口性质，还可以实现更智能的语音助手 Cortana、自动更新和系统优化等功能，提高用户体验。

微软 Office 与云业务在这轮 AI 浪潮中优势明显，是 AI 应用最重要的创新者，也是行业观察 AI 领域应用发展的重要风向标。引用 Satya Nadella 的表述：微软 +OpenAI 是“世界上最先进的 AI 模型与最通用的自然语言结合的用户界面”，“在整个微软云服务中，微软是帮助客户从数字支出中获得最大价值并为下一代 AI 进行创新的首选平台”。

投资建议：AI 有望打开长期空间，首次覆盖给予“买入”评级

盈利预测：我们预计 2023-2025 财年公司收入为 2112/2376/2653 亿美元，净利润 722/824/940 亿美元。

分业务角度，我们预计：

1) **生产力和业务流程**：收入保持稳健增长，后续 Copilot 等 AI 产品落地有望持续驱动 Office 相关业务业绩保持高基数下持续增长，我们对 2023-2025 财年收入增长预期为 9%/11%/9%；

2) **智能云收入**：云客户成本优化周期已经接近一年，进入相对低基数阶段，需求有望逐步企稳，后续受益于公司领先的 AI 产品布局，AI 相关云需求有望加速增长，我们对 2023-2025 财年收入增长预期为 17%/20%/16%；

3) **其他个人计算收入**：PC 出货周期基本见底，预计后续有望逐步走出底部，我们对 2023-2025 财年收入增长预期为-9%/2%/7%；

利润端：公司轻资产模式，经营杠杆持续释放，我们预计 2023-2025 财年净利润同比增长-1%/14%/14%，对应净利率 34.2%/34.7%/35.4%。

表6: 微软分业务收入增长预测

货币单位：百万美元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
生产力和业务流程收入	\$46,398	\$53,915	\$63,364	\$69,077	\$76,692	\$83,594
同比	12.7%	16.2%	17.5%	9.0%	11.0%	9.0%
智能云收入	\$48,366	\$60,080	\$75,198	\$87,734	\$105,278	\$122,122
同比	24.1%	24.2%	25.2%	16.7%	20.0%	16.0%
其他个人计算收入	\$48,251	\$54,093	\$59,709	\$54,344	\$55,665	\$59,562
同比	5.6%	12.1%	10.4%	-9.0%	2.4%	7.0%
总收入	\$143,015	\$168,088	\$198,270	\$211,155	\$237,635	\$265,278
同比	13.6%	17.5%	18.0%	6.5%	12.5%	11.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

投资建议：1) **商业模式出色**：公司是全球 SaaS 与云服务巨头，现有核心产品 Office、Azure 云均为对应行业市场主导玩家，竞争优势明显，商业模式良好，其产品本质是提升企业人员工作效率，因此具备长期提价与抗通胀能力（如订阅制的 Office 365 未来年化有望提升 3-5%价格），而预付款与轻资产模式又保证

了公司出色的增长确定性与现金流回报；2) **AI 有望打开新空间**：现阶段公司在 AI 领域布局领先，一方面是 OpenAI 重要的投资者与合作伙伴，另一方面公司全产品线与 AI 生成能力契合，现阶段产品的 AI 化升级、AI 相关用户活跃情况均进展积极，后续有望大规模商业化变现。

考虑公司出色的商业模式与 AI 带来的长期空间，我们认为能够支撑公司相对亚马逊 (2023 年 EV/EBITDA 13x, Bloomberg 一致性预期)、谷歌 (2023 年 PE 21x, Bloomberg 一致性预期)、Meta (2023 年 PE 21x, Bloomberg 一致性预期) 等其他科技巨头及纳指大盘的估值溢价，**给予目标价 355-365 美元，对应 2024 财年 (2023 年 6 月至次年 6 月) PE 32-33x，首次覆盖给予“买入”评级。**

风险提示

宏观压力与 IT 支出放缓；云与 AI 竞争加剧；监管风险

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	13931	40459	91038	149071	营业收入	198270	211155	237635	265278
应收款项	44261	47137	53049	59220	营业成本	63935	66514	74617	82767
存货净额	3742	3819	4309	4811	研发费用	(24512)	(27551)	(33506)	(36874)
其他流动资产	16924	18024	20284	22644	销售及管理费用	(27725)	(29985)	(30893)	(34486)
流动资产合计	169684	204806	268815	340888	营业利润	82098	87105	98618	111151
固定资产	74398	90323	107072	124728	财务费用	333	1789	3132	4895
无形资产及其他	91970	87372	83003	78853	权益性投资损益	0	0	0	0
投资性房地产	21897	21897	21897	21897	其他损益净额	0	0	0	0
长期股权投资	6891	7798	8705	9612	税前利润	83716	88894	101750	116046
资产总计	364840	412195	489492	575977	所得税费用	10978	16701	19333	22049
短期借款及交易性金融负债	2749	3024	3326	3659	少数股东损益	0	0	0	0
应付款项	23067	23539	26563	29658	归属于母公司净利润	72738	72193	82418	93998
其他流动负债	69266	58605	67639	77073					
流动负债合计	95082	85168	97528	110390	现金流量表(百万元)				
长期借款及应付债券	47032	47032	47032	47032	净利润	72738	72193	82418	93998
其他长期负债	56184	59308	62432	65556	资产减值准备	0	0	0	0
长期负债合计	103216	106340	109464	112588	折旧摊销	(14460)	(16142)	(17835)	(19732)
负债合计	198298	191508	206992	222978	公允价值变动损失	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	财务费用	(333)	(1789)	(3132)	(4895)
股东权益	166542	220687	282500	352999	营运资本变动	(2805)	(11117)	6519	6621
负债和股东权益总计	364840	412195	489492	575977	其它	33562	32285	35671	39464
关键财务与估值指标					经营活动现金流	89035	77218	106772	120351
EPS	9.78	9.71	11.08	12.64	资本开支	(27240)	(27469)	(30216)	(33237)
每股红利	2.49	2.43	2.77	3.16	其它投资现金流	25284	(4541)	(4768)	(5007)
每股净资产	22.40	29.68	37.99	47.47	投资活动现金流	(30311)	(32917)	(35891)	(39151)
ROIC	30%	28%	29%	31%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	44%	33%	29%	27%	负债净变化	(3042)	0	0	0
毛利率	68%	68%	69%	69%	支付股利、利息	(18550)	(18048)	(20604)	(23499)
EBIT Margin	41%	41%	42%	42%	其它融资现金流	(15692)	275	302	333
EBITDA Margin	49%	49%	49%	49%	融资活动现金流	(58876)	(17773)	(20302)	(23167)
收入增长	18%	6%	13%	12%	现金净变动	(293)	26528	50579	58033
净利润增长率	19%	-1%	14%	14%	货币资金的期初余额	14224	13931	40459	91038
资产负债率	54%	46%	42%	39%	货币资金的期末余额	13931	40459	91038	149071
息率	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	企业自由现金流	65149	48296	74020	83149
P/E	31.4	31.6	27.7	24.3	权益自由现金流	43061	50024	76859	87446
P/B	13.7	10.4	8.1	6.5					
EV/EBITDA	25	23	20	17					

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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