

微软公司 (MSFT)

证券研究报告

2023 年 08 月 28 日

FY24 展望：序幕拉开，展望 AI+生产力的增长曲线

投资评级

6 个月评级

买入（维持评级）

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

李泽宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110002
lizeyu@tfzq.com

相关报告

- 1 《微软公司-公司动态研究:FY2023 Q3 点评：生成式 AI 时代的领军，产品迅速推出，经营杠杆进一步体现》 2023-05-06
- 2 《微软公司-公司动态研究:旗下产品或与 ChatGPT 全面结合，有望作为先锋打开 AI 长期商业化前景》 2023-02-05
- 3 《微软公司-公司动态研究:下季度指引略不及预期，受个人 PC 需求下滑，Azure 消费放缓等影响》 2022-11-05

事件：微软发布 2023 财年第四季度财报。2023Q4 收入超预期，为 562 亿美元，按固定汇率计算同比增长 10%。包括融资租赁在内的资本支出为 107 亿美元，以支持云计算需求，其中包括对人工智能基础设施的投资。微软云的年收入超过 1100 亿美元，按固定汇率计算增长 27%，其中 Azure 占总收入的比重首次超过 50%。

从各部门来看，1) 生产力和业务流程的收入为 183 亿美元，按固定汇率计算增长 12%，超出预期。其中 Office Commercial 的业绩好于预期，部分被 LinkedIn 抵消；2) 智能云部门的收入为 240 亿美元，按固定汇率计算增长 17%，略高于预期。其中 Azure 和其他云服务收入按固定汇率计算增长 27%；3) 个人计算业务营收为 139 亿美元，按固定汇率计算同比下降 3%，主要受 Windows 业务表现好于预期的推动，但被游戏业务所抵消。公司展望 2024 财年，重点关注随着 Azure AI 规模的扩大，公司人工智能服务将逐步增长，影响偏向 H2。对应的，公司将加快对云基础设施的投资，全年每个季度的资本支出将依次增加。

我们的观点：

AI 依然为最大亮点，指引下季度 Azure+AI 收入翻倍，但收入拉动将会在 24 财年下半年大量体现。

广告市场本季度没有太大惊喜，但关注后续 Bing Chat 商业化进展发力。

本财年四季度广告收入放缓到 8%，我们相信尽管 Bing 流量或有一定增长，但 Bing Chat 尚未商业化的四季度并未贡献广告收入增量。我们认为在市场喧嚣的“生成式 AI 挑战传统搜索引擎”的主题显然在最近的季度并未成为现实，但 Bing Chat 较高的用户活跃度与留存在推出广告业务后，将为是超市场预期的重要来源。我们认为 Bing Chat 初期的商业化目标，WhatsApp、微信等或许为更为合适的比较对象。

序幕拉开，从下游场景和算力支出去看空间

生产力和业务流程：包含 Office 商业产品、LinkedIn 和 Dynamics 365。这是微软消费者和商业客户最核心的业务。在 Office 365、Dynamics 365 等产品中集成 Copilot，提高个人和企业用户的工作效率。我们相信这不仅是 ARPU 乘以席位的提升，更是培育消费者心智认知、企业应用生态的关键。本季度微软已经宣布 365 Copilot 30 美元/月的定价。

智能云平台：包含 Azure、Windows Server、SQL Server、Visual Studio 等产品和服务，为客户提供云计算服务。这是微软增长最快的业务。增加基于 Copilot 的 AI 训练和推理工作负载，提升 Azure 云服务的消费量。我们相信这是协同销售的良好场景。

个人计算：包含 Windows 操作系统、游戏、设备等面向个人消费者的产品和服务。这是微软最成熟的业务。在 Bing 搜索引擎中应用 Copilot 提高相关性，并在 Edge 浏览器中集成，创造新的搜索体验。从长期来看，是结合边缘端设备与个人助手的机遇。

投资建议：考虑到微软产品的 AI 产品发布时间线，我们预测 2024-2026 财年营业收入 2517/2997/3555 亿美元，2024-2026 财年归母净利润 887/1059/1380 亿美元，前值为 24-25 财年营业收入 2627/3148 亿美元，归母净利润 1004/1363 亿美元，我们持续看好微软的技术栈与战略在企业与个人消费市场的长期表现。维持“买入”评级。

风险提示：公有云市场竞争，宏观经济通胀风险，反垄断及其它政策风险，硬件销售不及预期，AI 发展不及预期，文中测算具有主观性

1. FY23Q4：收入利润基本符合预期，Azure 占微软云收入超过 50%

事件：微软发布 2023 财年第四季度财报。2023Q4 收入超预期，为 562 亿美元，按固定汇率计算同比增长 10%。包括融资租赁在内的资本支出为 107 亿美元，以支持云计算需求，其中包括对人工智能基础设施的投资。微软云的年收入超过 1100 亿美元，按固定汇率计算增长 27%，其中 Azure 占总收入的比重首次超过 50%。

从各部门来看，1) 生产力和业务流程的收入为 183 亿美元，按固定汇率计算增长 12%，超出预期。其中 Office Commercial 的业绩好于预期，部分被 LinkedIn 抵消；2) 智能云部门的收入为 240 亿美元，按固定汇率计算增长 17%，略高于预期。其中 Azure 和其他云服务收入按固定汇率计算增长 27%；3) 个人电脑业务营收为 139 亿美元，按固定汇率计算同比下降 3%，主要受 Windows 业务表现好于预期的推动，但被游戏业务所抵消。公司展望 2024 财年，重点关注随着 Azure AI 规模的扩大，公司人工智能服务将逐步增长，影响偏向 H2。对应的，公司将加快对云基础设施的投资，全年每个季度的资本支出将依次增加。

2. FY24 财年：有望在广阔的 AI TAM 中加速商业化

我们相信在微软的核心业务中，消费者与开发者对微软至关重要，每一个个体与组织的数字化的增量价值为微软所面向的 TAM，而生成式 AI 的快速到来大幅加速了微软商业化的进展

生产力和业务流程：包含 Office 商业产品、LinkedIn 和 Dynamics 365。这是微软消费者和商业客户最核心的业务。在 Office 365、Dynamics 365 等产品中集成 Copilot，提高个人和企业用户的工作效率。我们相信这不仅是 ARPU 席位的提升，更是培育消费者心智认知与开发者开发生态的关键。

智能云平台：包含 Azure、Windows Server、SQL Server、Visual Studio 等产品和服务，为客户提供云计算服务。这是微软增长最快的业务。增加 AI 训练和推理工作负载，提升 Azure 云服务的消费量。我们相信这是协同销售的良好场景。

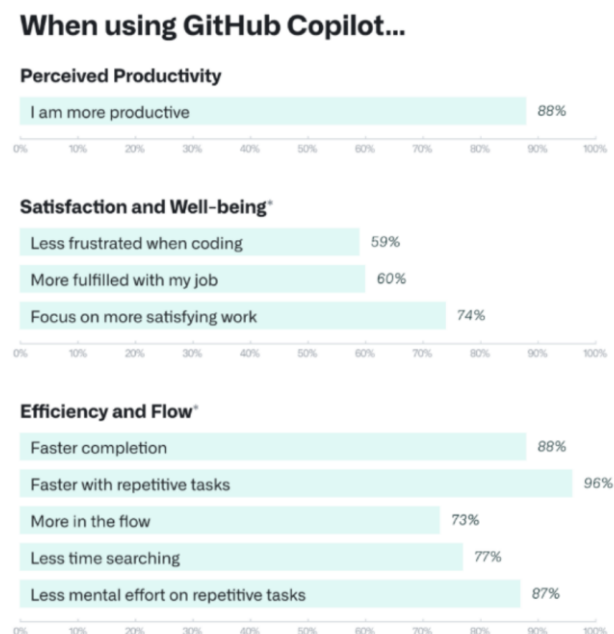
个人计算：包含 Windows 操作系统、游戏、设备等面向个人消费者的产品和服务。这是微软最成熟的业务。在 Bing 搜索引擎中应用 Copilot 提高相关性，并在 Edge 浏览器中集成，创造新的搜索体验。从长期来看，是结合边缘端设备与个人助手的机遇。

微软已经宣布将在 Office 365、Dynamics 365 和 GitHub 等产品中集成 Copilot。我们认为这对微软来说或是增收机会最大且最直接的领域。

GitHub Copilot：商业化满一年的回顾——程序员生产力革命

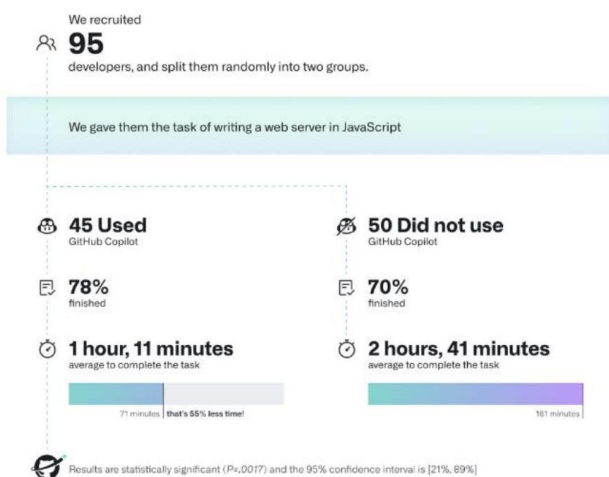
GitHub 拥有超过 1 亿开发者用户。GitHub Copilot Trained on OpenAI 的 Codex 使开发者更高效。我们预期 GitHub Copilot 个人版和商业版在未来几年将成为大多数开发者的必备工具。

图 1: GitHub Copilot 带来效率提高



资料来源: GitHub、天风证券研究所

图 2: GitHub Copilot 带来效率提高



资料来源: GitHub、天风证券研究所

Microsoft 365 Copilot——企业数据与统一交互界面为杀手锏，我们看好 FY24 商业化进展。

微软商业版 Office 365 席位为 Copilot 的部署提供了巨大的客户基础。微软 365 Copilot 发布定价 30 美元/月。我们认为微软首年如果在三千万的客户中实现增购，则对应期待实现的订阅为 100 亿美元量级，长期来看,如果超过 1 亿的客户升级到 Copilot 版本,每席位平均增加收入 300 美元/年，则会创造超过 300 亿美元/年的收入。

3. 算力支出的交叉验证

考虑到台积电均预计未来五年 AI 服务器相关支出将以 CAGR 接近 50%的速度增长。微软也指引在 FY24 年每季度 Capex 均将逐季增长。

我们类比云计算历史，做出以下的基准假设

- 1) 微软的算力支出将略快于整个 AI 算力市场增长，我们假设 FY24 财年 AI 带来的额外资本开支为 183 亿美元，同时 FY24-FY26 资本开支 CAGR60%
- 2) 我们假设微软的 AI 收入的利润率将会和云计算初期类似，即部分被初期高昂的折旧费用所拖累，但更快进入盈利期，并且在 FY26 年实现的利润率和微软的目前的生产力业务与智能云业务接近。

图 3：微软 AI 收入与 Capex 的交叉验证

微软AI收入与资本开支测算（百万美元）	2024E	2025E	2026E
微软AI收入	16,239	41,925	78,260
YOY		158%	87%
新增AI相关折旧（假设）	9,171	14,674	23,478
新增AI相关Capex	18,342	29,347	46,956
YOY		60%	60%
云计算折旧占云计算收入比例	76%	35%	30%
其他运营成本（包括数据中心租用、流量、电费 等）	3070	6289	8385
其它运营成本占比	19%	15%	11%
毛利润	3,999	20,962	46,397
毛利润率	25%	50%	59%
管理研发销售费用占收入比例	25%	25%	23%
管理研发销售费用	4,060	10,481	18,000
净利润	-61	10,481	28,397
净利润率	0%	25%	36%

资料来源：天风证券研究所测算

我们交叉验证，认为在基准假设下，微软有望实现 AI 收入在 FY26 超过 780 亿美元。

同时我们认为超过基准假设的可能性在于：

- 1) 如果微软+OpenAI 的大模型的基础能力持续具有较强的优势，从而获得超过市场平均的终端产品增速和商业化。
- 2) 如果微软能够获得外部的独立 GPU 云厂商或其它 IDC 的更多算力
- 3) 如果实现了更强的产品能力与用户体验，微软能够在边缘设备和互联网广告市场获得更高的市场份额
- 4) 如果 AI 技术与产业发展超出预期

4. 投资建议

考虑到微软产品的 AI 赋能，我们预测 2024-2026 财年营业收入 2517/2997/3555 亿美元，2024-2026 财年归母净利润 887/1059/1380 亿美元，前值为 24-25 财年营业收入 2627/3148 亿美元，归母净利润 1004/1363 亿美元，调整的主要原因是我们认为微软的 AI 系列产品的商业化时间线可能略微更晚，收入确认可能在 24 财年下半年大量实现。我们相信在技术快速发展和商业化拓展下，超越基准假设的空间依然较大，我们持续看好微软的技术栈与战略在企业与个人消费市场的长期表现。维持“买入”评级。

风险提示：公有云市场竞争，宏观经济通胀风险，反垄断及其它政策风险，硬件销售不及预期，AI 发展不及预期，文中测算具有主观性

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com