

# 从微软穿越技术周期看企业发展路径

## 从创新是核心到新质生产力

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2024年02月06日

- 首席分析师：朱珠
- SAC编号：S1050521110001

研究创造价值

## 从微软看A股投资标的

从微软成长，看其穿越PC、移动互联网再到AI时代，我们看到的是微软持续保持伸展，且在领导力端的加持；字节跳动CEO梁汝波2022年也曾提出，保持企业拉升，避免僵化。

从微软的持续迭代能看A股，蓝色光标作为数字营销头部，从4A公司到数字营销，从积极出海到all in AI再到AI first战略迭代，迭代中也有领导力的持续跃升；再看风语筑作为中小民营企业代表，从2G的城镇化红利到城市更新红利，再积极拥抱元宇宙及AI、MR赋能公司数字展览主业，面对新需求、新技术，积极拥抱的同时也在保持企业的持续拉升；（面对每一次技术革新，企业需要保持高效率的执行力，需要领导力的重力加持，而非职业经理人的模式）。同时，万达电影的实控人、董事长、高层管理团队均重新调整后，也有在2024-2025年的主业发展上带来新看点。

## 中外国家在科技领域的发展已成共识，科技革命带来生产力与生产关系的改变推动产业升级、国力提升，也是新经济发展的至关重要点。

新质生产力下，前瞻谋划未来产业，数字经济有望再发展，与实体经济深度融合，我们认为，AI+MR有望赋能实体经济带来应用边界新拓展。2024年2月，vision pro开箱后，各领域应用持续探索中，从数字营销、直播电商、数字人、文化科普教育、体育赛事健身等领域有望持续赋能。AI应用的持续迭代，也有望带来内容、媒介、营销的新触达、新增量。

# 关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-02-05 股价	EPS			PE			投资评级
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
002605.SZ	姚记科技	21.44	0.86	1.46	1.80	24.93	14.68	11.91	买入
002739.SZ	万达电影	10.02	-0.88	0.42	0.58	-11.39	23.86	17.28	买入
002858.SZ	力盛体育	11.17	-0.48	-0.95	0.64	-23.27	-11.76	17.45	买入
300058.SZ	蓝色光标	5.29	-0.87	0.05	0.23	-6.08	105.80	23.00	买入
300251.SZ	光线传媒	6.81	-0.24	0.15	0.24	-28.38	45.40	28.38	买入
300413.SZ	芒果超媒	20.40	0.98	1.76	1.41	20.82	11.59	14.47	买入
300788.SZ	中信出版	24.01	0.66	1.01	1.27	36.38	23.77	18.91	买入
600986.SH	浙文互联	3.78	0.06	0.13	0.18	63.00	29.08	21.00	买入
603103.SH	横店影视	12.50	-0.50	0.22	0.47	-25.00	56.82	26.60	买入
603466.SH	风语筑	10.22	0.11	0.59	0.77	92.91	17.32	13.27	买入

资料来源：wind资讯

产业政策变化风险、推荐公司业绩不及预期的风险、行业竞争风险

新技术应用不及预期的风险、新业务进展不及预期的进展的风险

突发公共卫生事件的风险、宏观经济波动的风险等

# 目录

## CONTENTS

1. 微软每次的选择
2. 从微软看A股投资标的
3. 中国新质生产力如何驱动

# 01 微软的每次选择

研究创造价值

## AI：微软的‘iPhone时刻’

微软对于AI的布局与投资可看出：未来微软的软件和云服务将帮助其在AI竞赛中获胜，形成一个“强大的业务反馈循环”

## 领导力：企业市值天花板与人的关系

从Bill Gates时代进入Ballmer 时代再到Nadella 时代。Ballmer 时代也有被称为“停滞的十年”时代，但在Ballmer 期间，也是移动互联网红利期，也在持续尝试新商业模式，但进展不及预期；进入Nadella时期，CEO个人特色谦逊、务实，利于助推微软走向革新与开放。

## 微软穿越每一次技术革命依靠的是什么？

穿越技术周期，持续迭代，离不开组织架构的迭代以及企业文化的建设，企业具有较好的机制下有助于在每次技术迭代中，新领导力可带来灵活高效的组织升级以应对不确定的时代变化。

# 1.1、微软（MSFT）：1990~2024年



## 1986 年微软上市：PC高光

- 1990 年，微软发布 windows3.0，授权pc厂商预装操作系统，助力其软件业头部地位；
- 发布net计划，全面向互联网转型（但不成功）
- 1986~1996 年，微软因windows 系统、office 软件热销助力市值增长

## 2013 年转折点：移动互联网思考

- 向外看，2010 年底，iPhone4 的热度推动 Apple市值，且超过微软市值；微软收购Nokia
- 向内看，2013 年Steve Ballmer 拟退休

## 从Ballmer 到 Nadella时代

- 提出，刷新而不是去旧换新
- 新CEO个人特色谦逊、务实，利于走向革新与开放，Windows部门分为Azure和Office两个团队
- 用云业务重塑微软、发力AI

## 生成式AI助推

- 联合OpenAI将GPT-4大模型落地到微软全系产品，并初步获得AI驱动的业绩收益
- 截止2024年2月5日，微软总市值超3万亿美元

资料来源：wind资讯

## 1.2、微软进入纳德拉时代（2014年）

- 第一，直面现实，不再把Windows作为微软核心增长模式（产品成功与时代背景有关 创新需要革新）；
- 第二，在Windows之外找到新的增长引擎（云为先）



新CEO

业务端

组织端

### Satya Nadella企业内晋升

- 纳德拉印裔技术宅AZURE负责人
- 企业自身员工，非空降、非职业经理人
- 搜索引擎负责人 Bing累积云知识
- 混合云模式

### 面对现实问题

- 重新定位Windows
- 与对手合作
- 工具逐步免费
- 成为苹果、安卓系统应用开发者

### 建立创新机制

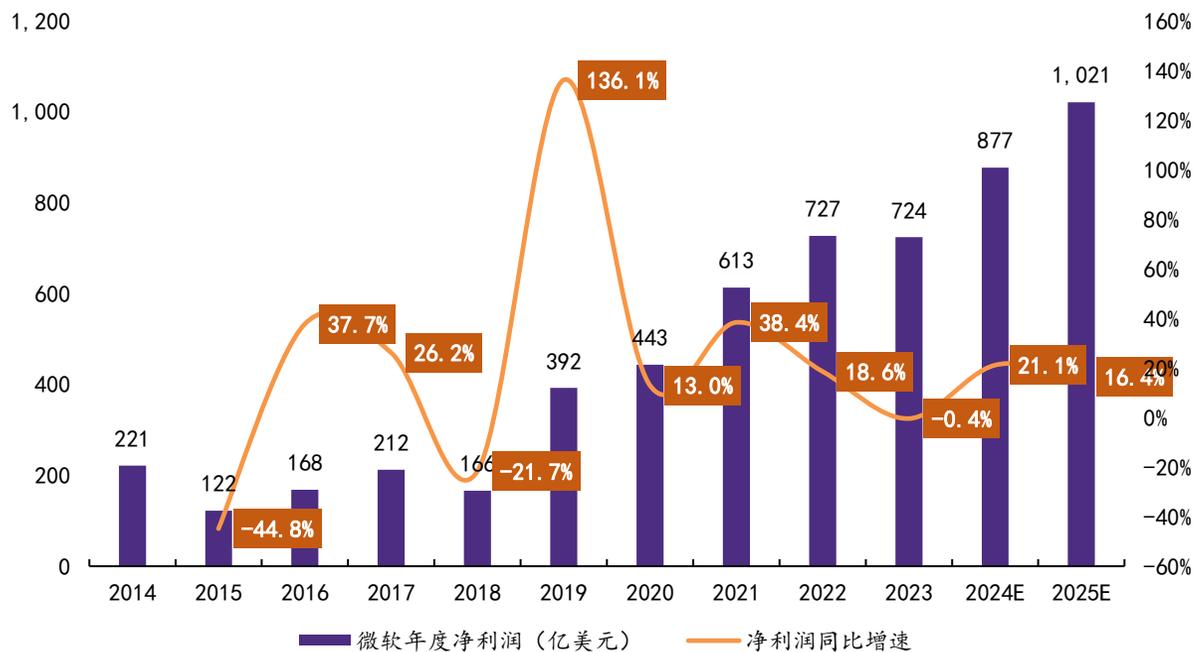
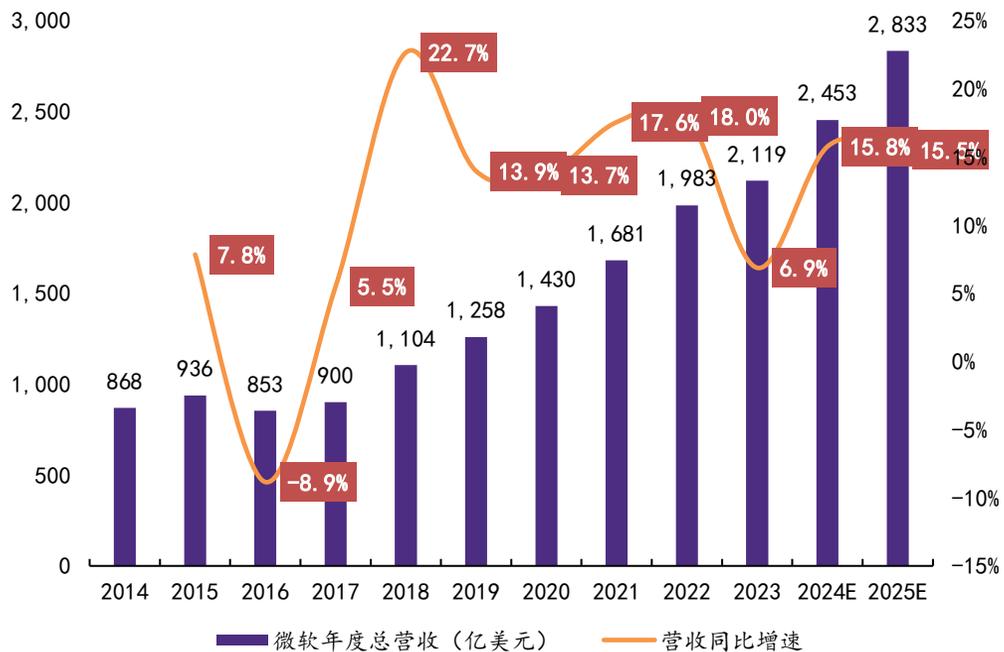
- 重新定义企业使命
- 赋能他人
- 改革会议制度，云为先战略
- 鼓励创新措施推出黑客马拉松
- 提振企业员工士气

资料来源：微软官网

# 1.3、2014-2025年微软财务数据及预测数据

纳德拉时代，总营收与净利润向好 但外部原因致2016年微软收入下滑 vs 2018年微软净利润下滑

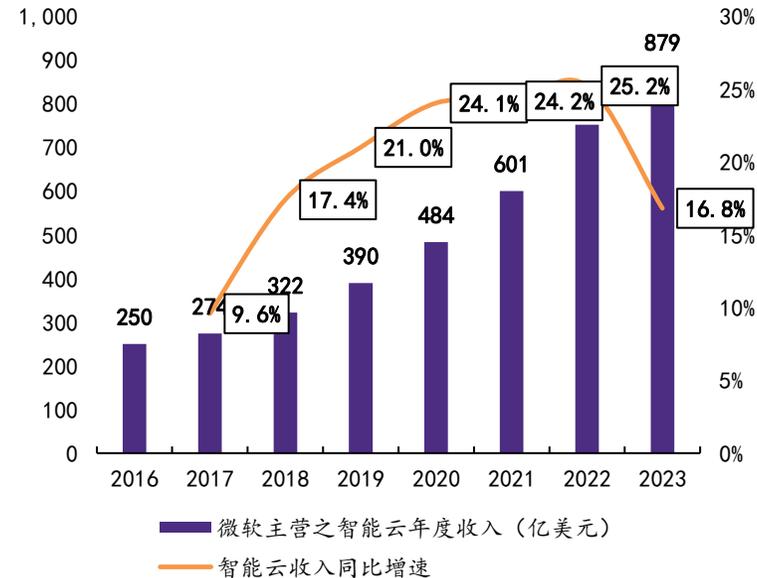
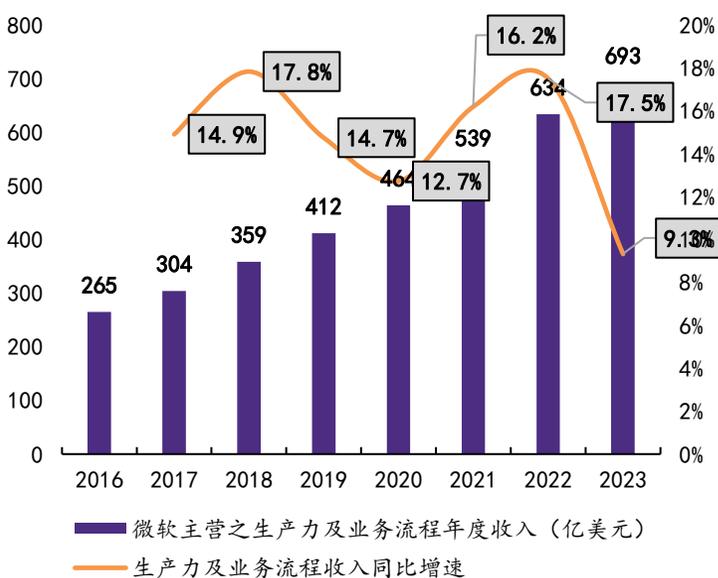
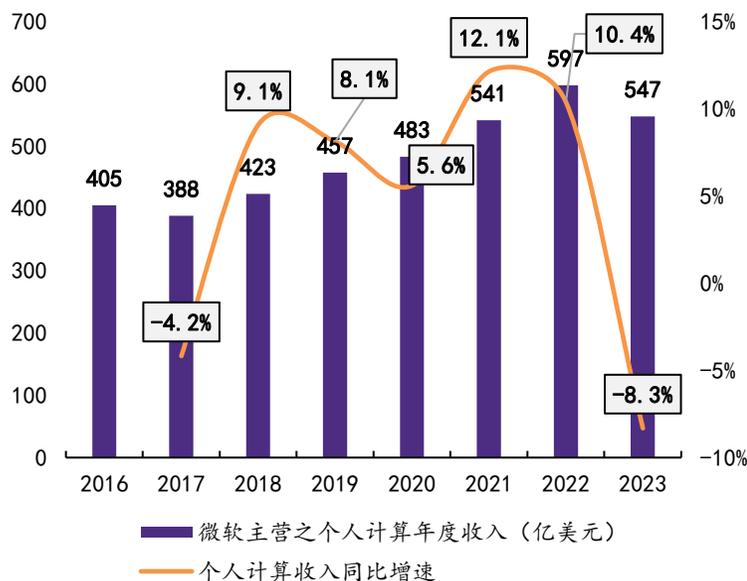
- 2016年微软总营收下滑8.9%（如下图）主因Windows10 产生66亿美元递延收益及外汇影响约38 亿美元。
- 2018年，微软由于“减税与就业法案”导致137亿美费用致其净利润增速下滑（2017年11月2日，众议院公布了税改法案，提出《减税与就业法案》（The Tax Cuts and Job Act）的税改计划）
- 在2018年净利润由于税的问题带来低基数，进而2019年微软净利润高增长至392亿美元，据wind一致预期数据2024-2025年微软净利润877、1021亿美元，对应最新3万亿美元市值PE为34倍、29倍。



资料来源：wind资讯、微软官网、中国社会科学院

# 1.4、2016-2023年微软主营数据：2023年AI换挡器

- **微软主营收之一个人计算**：Windows业务、设备（Surface、手机及PC配件）、游戏（Xbox）等产品；（2023年收入下滑8%，全球pc出货下滑）
- **微软主营收之二智能云主要包含两个部分**：1)服务器产品和云服务,包含 SQL 服务器、Windows 服务、可视化工作室、系统中心和 Azure；2)企业服务,包含企业高级支持服务和微软 咨询服务。其中,Azure 对服务器和云服务的贡献排名第一,Azure 是一个涉及计算、联网、存储、数据库、管理和分析的可扩展的云平台,可帮助开发者建立、部署、管理企业、移动、网络和物联网应用程序,适用于任何平台或设备（2023年企业们降本增效优化云服务量，需求减弱）
- **微软主营收之三生产力和业务流程**：有办公商业，包括 Office 365 订阅和本地许可的 Office，包Office、Exchange、SharePoint、Skype for Business 和 Microsoft Teams，及相关客户端访问许可证（“CAL”）；办公消费者，包括 Office 365 订阅和本地许可的 Office，及 Office 消费者服务，包括 Skype、Outlook.com 和 OneDrive。



资料来源：wind资讯、微软官网

## 1.5、微软主营数据：2024FYQ2

- 微软主2023年微软三大主业营收增速放缓主因宏观经济下行致整个消费级电脑产品的销量差强人意，由于电脑出货量的下滑，也会影响生产力业务（如office产品本身的预装），微软的云计算业务主要服务的对象是B端企业用户，宏观经济下行后B端用户本身经营也会影响；在面对2023年外部因子影响下，微软也在积极降低自身运营成本，进而盈利能力持续保持稳健。
- 2024年Q2，微软的三大主业营收实现增长

### FY24 Q2 Business Highlights

 <p><b>Productivity and Business Processes</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Office Commercial products and cloud services revenue increased 15% (up 13% CC) driven by Office 365 Commercial revenue growth of 17% (up 16% CC)</li> <li>• Office Consumer products and cloud services revenue increased 5% (up 4% CC) and Microsoft 365 Consumer subscribers grew to 78.4 million</li> <li>• LinkedIn revenue increased 9% (up 8% CC)</li> <li>• Dynamics products and cloud services revenue increased 21% (up 19% CC) driven by Dynamics 365 revenue growth of 27% (up 24% CC)</li> </ul>
 <p><b>Intelligent Cloud</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Server products and cloud services revenue increased 22% (up 20% CC) driven by Azure and other cloud services revenue growth of 30% (up 28% CC)</li> </ul>
 <p><b>More Personal Computing</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Windows revenue increased 9% with Windows OEM revenue growth of 11% and Windows Commercial products and cloud services revenue growth of 9% (up 7% CC)</li> <li>• Devices revenue decreased 9% (down 10% CC)</li> <li>• Xbox content and services revenue increased 61% (up 60% CC) driven by 55 points of net impact from the Activision acquisition</li> <li>• Search and news advertising revenue excluding traffic acquisition costs increased 8% (up 7% CC)</li> </ul>

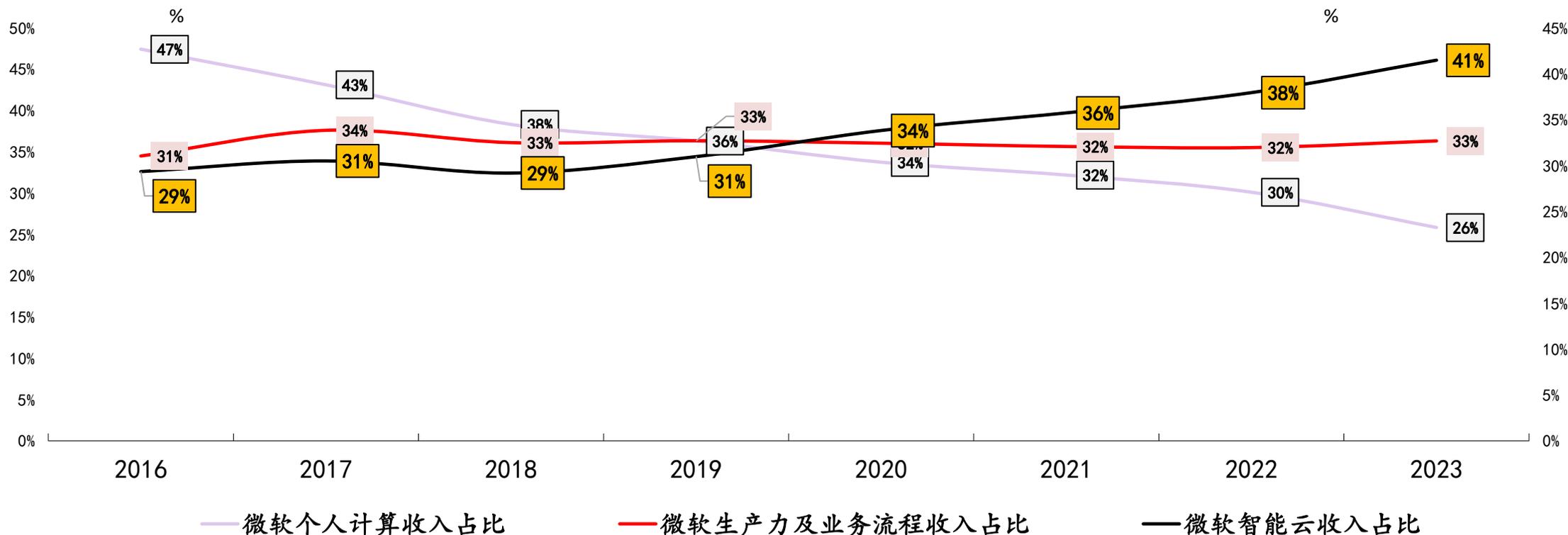
Includes non-GAAP constant currency ("CC") growth. See Appendix for reconciliation of GAAP and non-GAAP measures. Growth rates in GAAP and CC are equivalent unless otherwise noted.

6

资料来源：微软官网

# 1.6、2016-2023年微软三大收入：智能云收入占比持续提升

- 微软主营收之一个人计算：收入占比从2016年的47%下滑至2023年的26%（个人计算业务占比下降）
- 微软主营收之二智能云主要包含两个部分：收入占比从2016年的29%上涨至2023年的41%（智能云业务占比持续提升）
- 微软主营收之三生产力和业务流程：收入占比从2016年的31%微增至2023年的33%（生产力业务占比稳健）

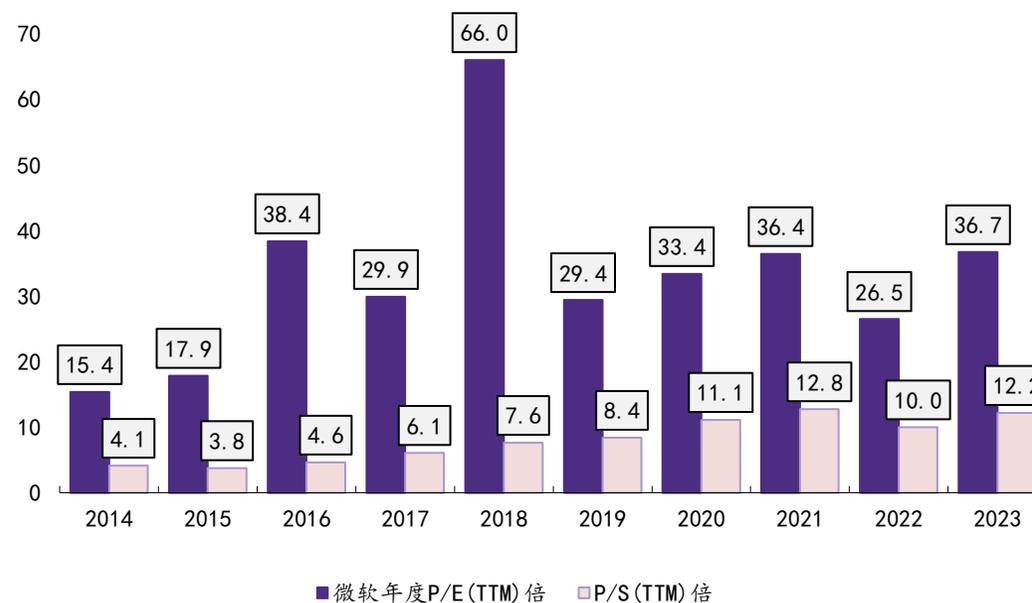
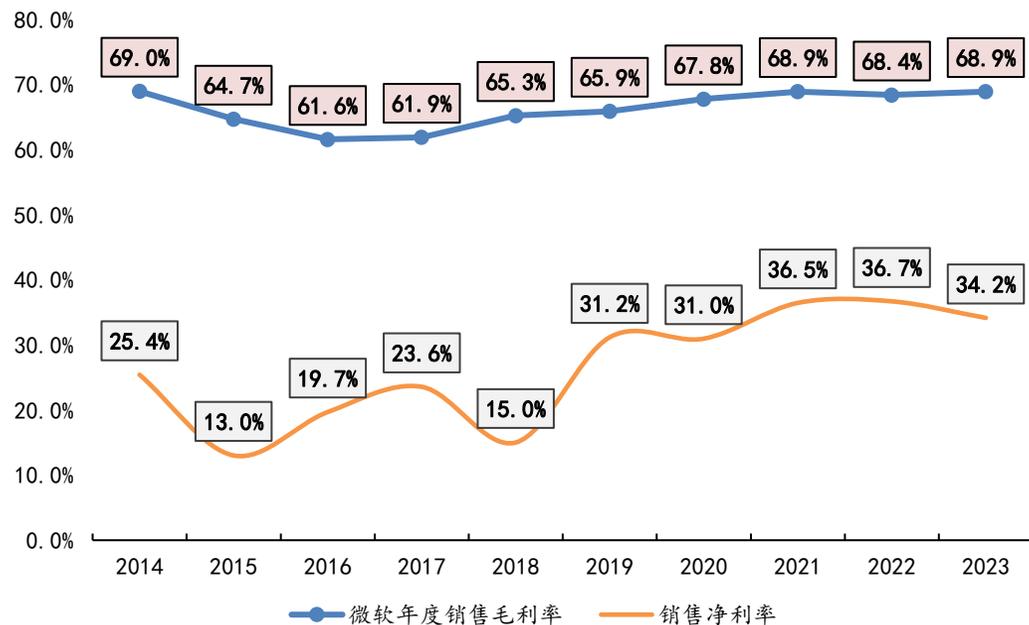


资料来源：wind资讯、微软官网

# 1.7、2014-2023年微软财务数据（毛利率 净利率 PE PS）

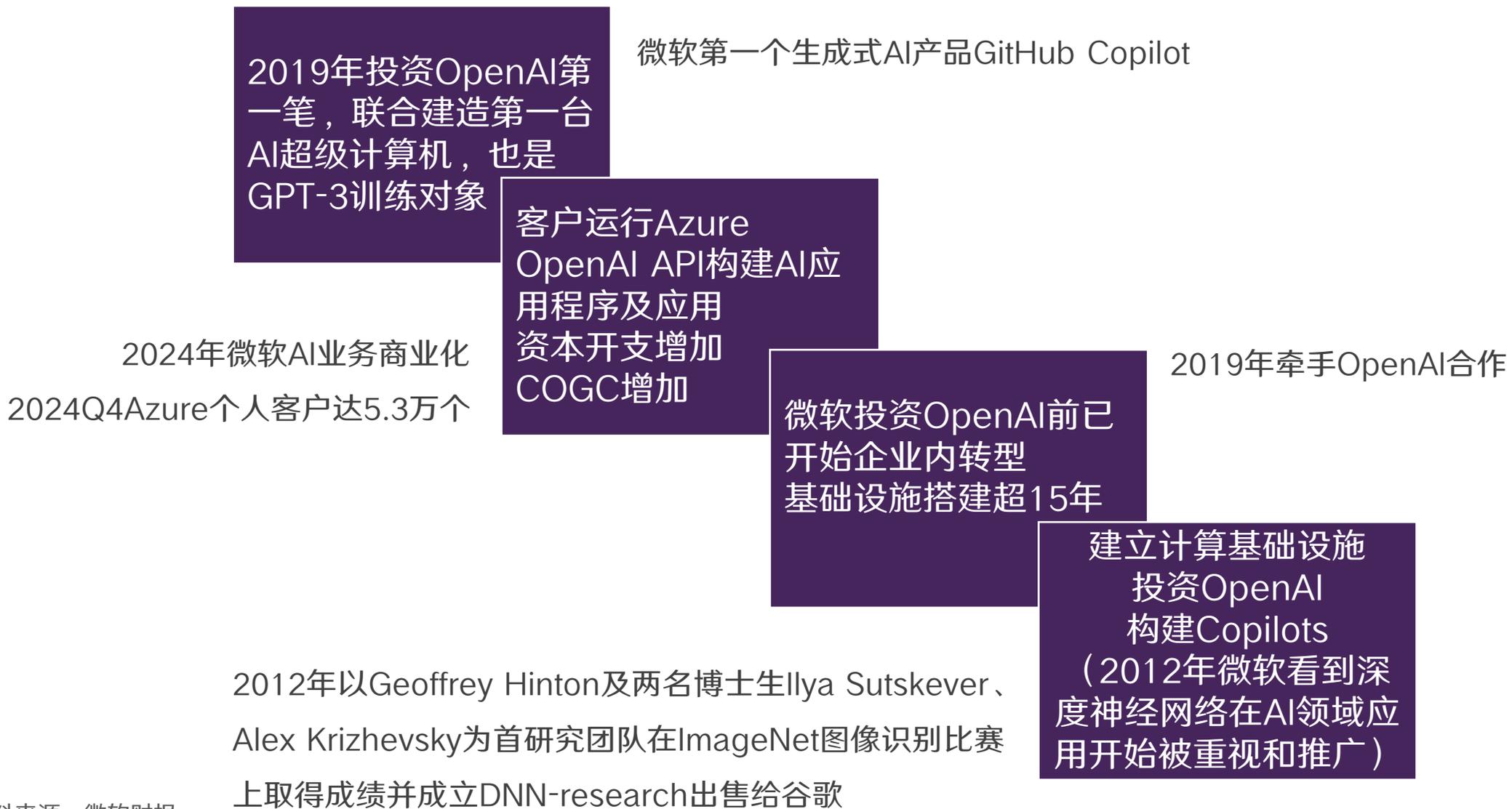
2014-2023年，纳德拉执掌期间，微软毛利率稳定在65%左右

- 2018年，微软营收超1000亿美元（达1104亿美元，数据参考上一页），智能云业务取得增长，得益于Azure增长（Azure的发展也为后续AI发力奠定基础）
- 销售净利率角度看，在2018年由于“减税与就业法案”带来费用增加影响利润率外，2019年至2023年，利润率维持在超30%的稳定良性区间波动；
- PE角度看，2018年微软的PE（TTM）达超60倍，得益于云业务的发展，2023年PE超30倍，得益于AI的助力
- PS角度看，微软在纳德拉执掌后，PS从2014年的4倍升至2023年12倍。



资料来源：wind资讯

# 1.8、微软AI战略：在发力前已做基础建设超15年



资料来源：微软财报

## 02 从微软看A股投资标的

研究创造价值

## 2、从微软看A股投资标的

第一，从微软成长，看其穿越PC、移动互联网再到AI时代，我们看到的是微软持续保持伸展，且在领导力端的加持；字节跳动CEO梁汝波在2022年也曾提出，保持企业拉升，避免僵化，在2024年又提出始终创业，逃逸平庸的重力，并指出，像航天器如果达不到某个速度，就会被地球重力的吸引而掉落；企业组织若低效、迟钝，不努力克服，也会被“拽”成一个平庸的组织。

第二，回看A股，从蓝色光标等企业发展路径中，我们也看到其作为数字营销头部，从4A公司到数字营销，从积极出海到all in AI再到AI first战略迭代，迭代中也有领导力的持续跃升；再看风语筑作为中小民营企业代表，从2G的城镇化红利到城市更新红利，再积极拥抱元宇宙及AI、MR赋能公司数字展览主业，面对新需求、新技术，积极拥抱的同时也在保持企业的持续拉升；（面对每一次的技术革新，企业需要保持高效率的执行力，需要领导力的重力加持，而非职业经理人的模式）。同时，万达电影的实控人、董事长、高层管理团队均重新调整后，也有望在2024-2025年的主业发展上带来新看点。

### 第三，个股层面

**蓝色光标300058**：从pc时代进入移动互联网再到AI时代，持续跟进。2024年Blue AI将在已有实践应用基础上，持续向AI Agent（智能体）进化，并打造Blue AI Studio（智能工坊），孵化创新形态AI应用，成为AI First的创新底座，以AI Native为核心来架构流程与驱动业务，2024年公司将在All in AI的基础上追求“AI First”，AI驱动的业务有望推动收入高增。

**风语筑603466**：作为数字展示行业头部，从城镇化红利进入城市更新，从元宇宙再到AI MR应用的探索赋能主业，从2G到2G再到2C的展览院线，大力拓展数字新文旅业务，在城市更新的战略进程中，打造沉浸式文旅消费新场景，虚实融合驱动沉浸式产业 公司践行文化数字化在沉浸式体验空间落地

**万达电影002739**：迎新高层破茧成，在新高层带领下，有望开启新篇章；2024年电影院线市场有望新增 从β到α均可期。

# 03 中国新质生产力如何驱动

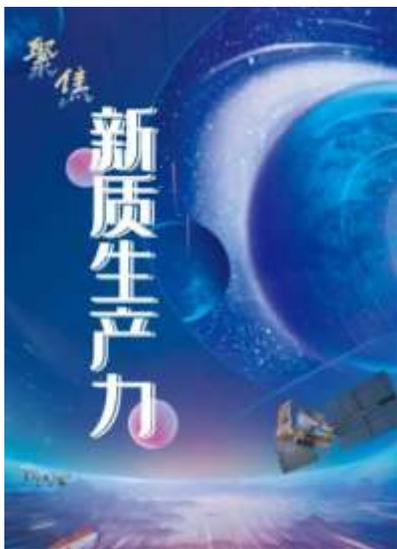
研究创造价值

### 3、中国新质生产力如何驱动应用？

第一，中外在科技领域的发展已成共识，科技革命带来的生产力与生产关系的改变推动产业升级、国力提升，也是新经济发展的至关重要点。

第二，中国提出新质生产力，即整合科技创新资源，引领发展战略性新兴产业和未来产业，加快形成新质生产力新质生产力有别于传统生产力，涉及领域新、技术含量高，依靠创新驱动是其中关键，新质生产力代表一种生产力的跃迁，它是科技创新在其中发挥主导作用的生产力。

第三，新质生产力下，前瞻谋划未来产业，数字经济有望再发展，与实体经济深度融合，我们认为，AI+MR有望赋能实体经济带来应用边界新拓展。2024年2月，vision pro开箱后，各领域应用持续探索中，从数字营销、直播电商、数字人、文化科普教育、体育赛事健身等领域有望持续赋能。AI应用的持续迭代，也有望带来内容、媒介、营销的新触达、新增量。



#### 什么是新质生产力

- 新质生产力是 创新起主导作用，摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径，具有 高科技、高效能、高质量特征，符合 新发展理念的 **先进生产力质态**。

#### 发展新质生产力的核心要素

- **科技创新能够催生** 新产业、新模式、新动能，是发展新质生产力的 **核心要素**。
- **必须加强科技创新**，特别是 原创性、颠覆性科技创新，加快实现高水平科技自立自强，打好关键核心技术攻坚战，使 原创性、颠覆性科技创新成果竞相涌现，**培育发展新质生产力的新动能**。

资料来源：中国政府网

产业政策变化风险、推荐公司业绩不及预期的风险、行业竞争风险

新技术应用不及预期的风险、新业务进展不及预期的进展的风险

突发公共卫生事件的风险、宏观经济波动的风险等

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费等。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研 究 创 造 价 值