

微软 (MICROSOFT) (MSFT.O)

商业新增订单强劲, Azure 云持续加速增长

买入

核心观点

业绩总览: 微软 FY24Q3 整体财务表现优于指引预期。①**整体:** 本季度公司实现营收 619 亿美元 (同比+17%)，营业利润同比+23%至 276 亿美元，净利润同比+20%至 219 亿美元，GAAP 每股收益为 2.94 美元。②**分业务:** 生产力与业务流程收入 196 亿美元 (同比+12%)，智能云收入 267 亿美元 (同比+21%)，其他个人计算收入 156 亿美元 (同比+17%)。③**订单指标:** 季度商业预订量 (新订单) 同比上升 31%cc (上季度 9%cc)，商业剩余履约义务 (在手订单余额) 2350 亿美元 (同比+120%，上季度为 2220 亿美元)。

业务重点: ①**传统云趋势向上, Azure 商业新增订单显著提升。** 本季度智能云同比+21%，主要受益于 Azure 持续加速同比+31%的增长 (高于指引+28%)，其中 AI 贡献了 7 个百分点。本季度商业新增订单同比+31%cc，增速提升明显，主要由于大型、长期的 Azure 合同驱动。②**生产力业务增长降速, M365 Copilot 仍处在早期阶段。** 本季度生产力业务环比上季度均有所降速。M365 Copilot 并未对收入端产生显著的拉动，持续关注后续 AI 大模型的迭代以及 Copilot 商业化落地。③**加码 AI 领域投资, 同时持续释放经营杠杆。** 本季度资本支出 (含融资租赁) 为 140 亿美元，提升显著。公司指引 25 财年资本开支将高于 24 财年，说明微软持续加码投资 AI 领域的决心。同时经营杠杆释放维持了高利润里，本季度微软经营利润率 44.6% (同比+2.3pcts、环比+1pcts)。

业绩展望: 预计整体保持稳健增长。①**收入方面,** 公司预计 FY24Q4 智能云收入 284-287 亿美元 (其中 Azure 指引+30%-31%cc)，生产力和商业业务 199-202 亿美元 (其中 Office 365 商业版指引+14%cc)，个人计算收入指引 152-156 亿美元。②**成本方面,** 公司预计 FY24Q4 经营费用预计 196-198 亿美元，营业成本 171.5-172.5 亿美元。同时公司指引 25 财年收入双位数增长，经营利润双位数增长，经营利润率约降低 1pct，资本开支高于 24 财年。

投资建议: 考虑公司出色的产品竞争力与 AI 增益长期空间，调整 2024-2026 财年收入预测至 2449/2825/3232 亿美元 (前值 2441/2825/3231 亿美元)，本季度净利润超公司指引，同时公司指引 25 财年营业利润率有所降低，调整净利润预测至 862/1002/1181 亿美元 (前值 849/1003/1159 亿美元)，给予目标价 460-500 美元，维持“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；产品落地低于预期

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万美元)	198,270	211,915	244,943	282,532	329,187
(+/-%)	0.0%	6.9%	15.6%	15.3%	16.5%
归母净利润 (百万美元)	72,738	72,361	86,191	101,565	118,075
(+/-%)	0.0%	-0.5%	19.1%	17.8%	16.3%
EPS (元)	9.79	9.74	11.60	13.67	15.89
EBIT Margin	42.1%	41.8%	42.0%	42.4%	42.4%
净资产收益率 (ROE)	43.7%	35.1%	31.8%	29.3%	27.1%
市盈率 (PE)	41	41	34	29	25
EV/EBITDA	32	31	25	21	18
市净率 (PB)	18	14	11	9	7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 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: 张伦可 联系人: 刘子谭

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn liuzitan@guosen.com.cn

S0980521120004

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	460.00 - 500.00 美元
收盘价	406 美元
总市值/流通市值	30199/30199 亿美元
52 周最高价/最低价	430/281 美元
近 3 个月日均成交额	9542 百万美元

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

- 《微软 (MICROSOFT) (MSFT.O)-核心业务表现稳健, AI 驱动 Azure 云加速增长》——2024-02-01
- 《微软 (MICROSOFT) (MSFT.O)-FY2024Q1 财报点评: 业绩表现强劲, AI 持续赋能》——2023-10-25
- 《微软 (MICROSOFT) (MSFT.O)-FY2023Q4 财报点评: 业绩表现稳健, 期待后续 AI 产品规模化落地》——2023-07-28
- 《微软 (MICROSOFT) (MSFT.O)-微软 Inspire 大会: Microsoft 365 Copilot 定价 30 美元/月, 有望开启 AI 应用发展新里程》——2023-07-24
- 《微软 (MICROSOFT) (MSFT.O)-FY2023Q3 财报点评: 业绩增长保持韧性, AI 产品进展积极》——2023-05-01

财报表现：业绩稳健，期待 AI 产品规模化落地

◆ 业务重点：

① Azure 持续加速增长，传统云需求趋势向上，商业新增订单显著提升

本季度 AI 给 Azure 云业务贡献了 7 个点的增速（上季度为 6 个点），使其维持加速增长、同比+31%（上季度为+30%cc），持续抢占市场份额。

本季度智能云收入同比+21%，高于上季度公司指引上限+19%，增速环比也有所提升。同时，去除 AI 贡献约 13.3 亿美元的收入 Azure 中传统云收入也与上季度持平，走出之前环比下降的趋势。

此外，本季度商业新增订单同比+31%cc，相比此前季度约中双位数的增速提升明显，公司表示新增订单主要由于大型、长期的 Azure 合同驱动，这既保证了后续 Azure 持续维持在高速增长区间，也印证下游包括传统云业务和 AI 的强劲需求与广阔的增长前景。

② 生产力业务增长降速，M365 Copilot 仍处在早期阶段

本季度生产力业务同比+12%，达到上季度指引上限，其中 Office365 商业版收入同比+15%，但环比上季度均有所降速。本季度虽然 M365 Copilot 产品已经定价并正式商业化发布，但仍处在早期阶段，并未对收入端产生显著的拉动。持续关注后续 AI 大模型的更新迭代以及 AI 在生产力场景的商业化落地。看好公司未来凭借 Copilot+传统工具的形式大幅提升生产力，抢占 AI 工具的入口、构造 AI 工具生态闭环。

③ 加码 AI 领域投资，同时持续释放经营杠杆，维持高利润率

本季度微软经营利润率 44.6%（同比+2.3pcts、环比+1pcts），其提升来自于云需求以及 Office 客单价提升等带来的毛利率改善，也受益于微软持续的降本增效、三费比例下降。

由于上季度合同推迟等因素影响本季度资本支出（含融资租赁）为 140 亿美元，相比上季度 120 亿美元提升显著。此前公司曾指引 24 财年资本开支将季度增加，同时此次指引 25 财年资本开支将高于 24 财年，这说明微软持续加码投资 AI 领域的决心。伴随着经营杠杆释放，公司指引 25 财年预计经营利润率将比 24 财年低一个点。

◆ 整体情况：

第三财季业绩表现稳健。本季度微软收入同比+17%至 619 亿美元；营业利润同比+23%至 276 亿美元，净利润同比+20%至 219 亿美元。分业务看：

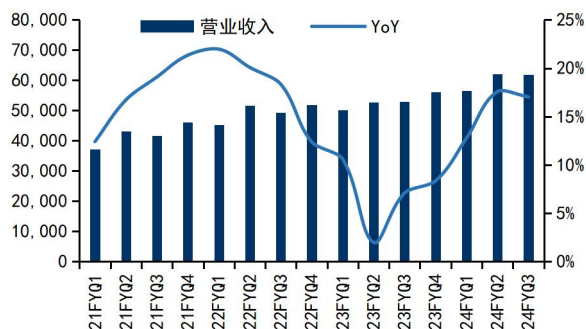
1) **生产力和业务流程：**本季度收入 192 亿美元，同比+12%，达到上季度指引上限。包括 Office365 商业版收入同比+15%，LinkedIn 收入同比+10%，Dynamics 收入同比+19%，其中 Dynamics 365 收入同比+23%。

2) **智能云：**本季度收入为 267 亿美元，同比+21%，其中 Azure 和其他云业务同比+31%，其中 AI 贡献了其中的 7 个点（上个季度为 6 个点）；

3) **更多个人计算业务：**本季度收入为 156 亿美元，同比+17%，其中收购暴雪贡献了 15 个百分点的增长。由于 PC 周期改善，Windows OEM 同比+11%，Windows 商业产品和云服务收入同比+13%。游戏收入同比+62%，主要收到暴雪收购影响。硬件设备

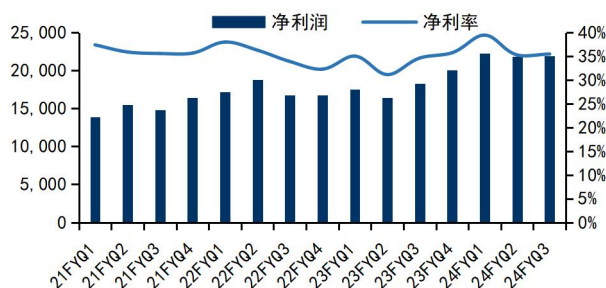
收入同比-17%。搜索广告收入同比+12%，主要受搜索量增加的推动。

图1: 微软收入变化情况 (单位: 百万美元、%)



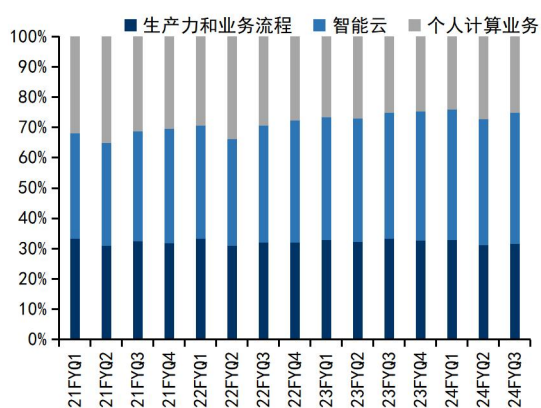
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图2: 微软净利润季度变化情况 (单位: 百万美元、%)



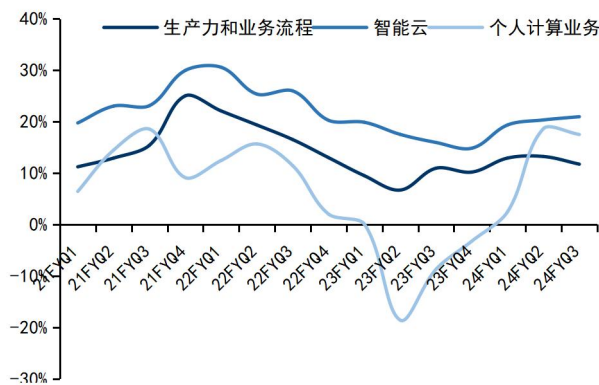
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图3: 微软分业务收入季度变化情况 (单位: %)



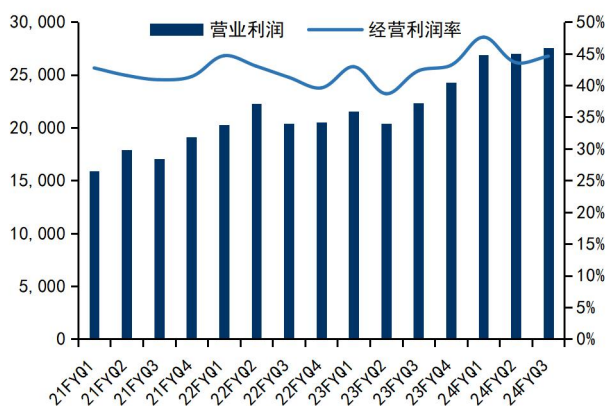
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图4: 微软分业务收入增长变化情况 (单位: %)



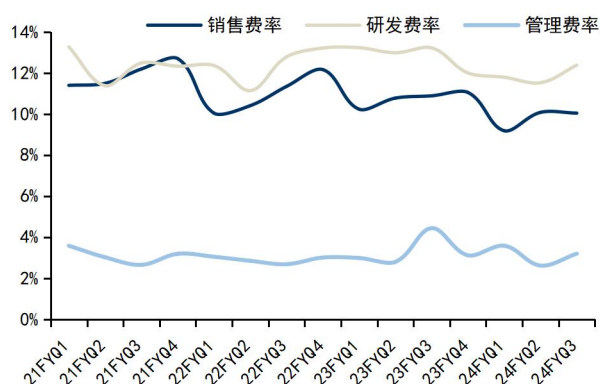
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图5: 微软营业利润季度变化情况 (单位: 百万美元、%)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图6: 微软三费占比变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

◆ AI 及新产品线进展：

- 1) **Azure**: 超 1 亿美元的交易数量同比+80%，超过 1000 万美元的交易数量翻了一倍多。超过 65%的财富 500 强企业使用 Azure OpenAI 服务。Azure Arc 目前拥有 33,000 个客户，同比增长超过两倍。Fabric 现在拥有超过 11,000 个付费客户
- 2) **Copilot Studio**: 超过 30,000 家机构使用 Copilot Studio 定制 Copilot for Microsoft 365，同比增长 175%。
- 3) **GitHub**: GitHub 收入同比超过 45%，有超过 180 万的付费 GitHub Copilot 用户，环比上季度+35%。
- 4) **Power Platform Copilot**: 超过 33 万家机构使用 AI 功能，Power Apps 拥有超过 2500 万月活跃用户，同比增长超过 40%。
- 5) **Dynamic**: 本季度重点推出了服务版和销售版的 Copilot。LinkedIn 利用 AI 招聘，AI 辅助消息接受率提高 40%。Dax Copilot: 被 200 多家医疗机构使用。
- 6) **Office Copilot**: 近 60%财富 500 强公司在使用 Copilot，Teams 中 Copilot 交互数增加了近 50%。
- 7) **Window**: Copilot 在 Windows 10 和 Windows 11 PC 上可用，安装量接近 2.25 亿，季度增长 2 倍。

财务预测与估值

资产负债表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	34704	77375	143061	212788
应收款项	48688	56276	64912	75631
存货净额	2500	2851	3320	3872
其他流动资产	21807	25206	29074	33875
流动资产合计	184257	242094	324772	414791
固定资产	95641	120016	145572	172426
无形资产及其他	91598	87018	82667	78534
投资性房地产	30601	30601	30601	30601
长期股权投资	9879	12867	15855	18843
资产总计	411976	492596	599467	715195
短期借款及交易性金融负债	5247	5772	6349	6984
应付款项	22247	25368	29546	34453
其他流动负债	76655	85557	108069	126268
流动负债合计	104149	116696	143963	167704
长期借款及应付债券	41990	41990	41990	41990
其他长期负债	59614	63044	66474	69904
长期负债合计	101604	105034	108464	111894
负债合计	205753	221730	252427	279598
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	206223	270866	347040	435597
负债和股东权益总计	411976	492596	599467	715195

关键财务与估值指标

	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	9.7	11.6	13.7	15.9
每股红利	2.7	2.9	3.4	4.0
每股净资产	27.75	36.44	46.69	58.61
ROIC	115%	109%	116%	125%
ROE	35%	32%	29%	27%
毛利率	69%	69%	69%	69%
EBIT Margin	42%	42%	42%	42%
EBITDA Margin	48%	50%	50%	50%
收入增长	7%	16%	15%	17%
净利润增长率	-1%	19%	18%	16%
资产负债率	50%	45%	42%	39%
息率	0.7%	0.7%	0.9%	1.0%
P/E	41	34	29	25
P/B	14	11	9	7
EV/EBITDA	30	25	21	18

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	211915	244943	282532	329187
营业成本	65863	75932	88150	102706
研发费用	27195	31843	37859	44111
销售及管理费用	30334	34292	36729	42794
营业利润	88523	102876	119793	139575
财务费用	788	2235	4066	6197
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益净额	0	0	0	0
税前利润	89311	105111	123860	145772
所得税费用	16950	18920	22295	27697
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	72361	86191	101565	118075

现金流量表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	72361	86191	101565	118075
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(13861)	(19555)	(22080)	(24892)
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(788)	(2235)	(4066)	(6197)
营运资本变动	(6773)	4114	17147	10465
其它	35855	39109	44160	49785
经营活动现金流	87582	109860	140792	153433
资本开支	(35104)	(39350)	(43285)	(47613)
其它投资现金流	14268	(3828)	(4019)	(4220)
投资活动现金流	(22680)	(46166)	(50292)	(54822)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(5042)	0	0	0
支付股利、利息	(19800)	(21548)	(25391)	(29519)
其它融资现金流	5749	525	577	635
融资活动现金流	(43935)	(21023)	(24814)	(28884)
现金净变动	20773	42671	65686	69727
货币资金的期初余额	13931	34704	77375	143061
货币资金的期末余额	34704	77375	143061	212788
企业自由现金流	59475	68678	94172	100800
权益自由现金流	53185	71035	98084	106454

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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中所提及的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