

# 微软 (MSFT.US): 大象舞动, 尚能持否?

微软是全球最大的软件公司,也是大模型领跑者 OpenAI 的最大股东。公司通过投资算法,出售算力,赋能应用,“OpenAI+Azure+Copilot”三位一体,成为全球大模型商业化先行者。AI 加速旗下多条线产品更新换代,量价齐升,市场份额有望提升。我们首次覆盖微软 (MSFT.US),首予“买入”评级,目标价为 524 美元,潜在升幅 16%。

- 投资算法——战略投资 OpenAI, 微软抢占先机:** 微软通过投资大模型领跑者 OpenAI, 成为其最大股东, 持股 49%。OpenAI 代表性产品包括 ChatGPT、Sora, GPT4 系列也是目前市场公认最强大语言模型之一。此外, 微软还陆续投资 Figure、Mistral 等独角兽, 积极布局 AI 赛道。微软也是全球最活跃收购企业之一, 完善产业布局, 同时遏制潜在竞争。
- 售卖算力——Azure 是主要增长驱动, 有望反超 AWS:** 1Q24 Azure 在全球云计算市场份额位居第二, 仅次于 AWS, 但近几年增速高于 AWS, 市场份额持续攀升。在 AI 加持下, Azure 的市场份额有望在 2026 年反超 AWS。Azure 是公司主要增长驱动, 我们预计 FY24 收入同比增长 30%。此外, 公司也在全球范围积极部署数据中心, 预计资本开支在未来几个季度环比上升。
- 赋能应用——Copilot 助力软硬件更新换代, 量价齐升:** 微软庞大的办公软件生态, 具备 AI 落地场景优势, Windows+Office 全球合计用户数十亿, 为公司提供稳定现金流。AI 助手 Copilot 渗透率持续提升, 我们预计 Office FY25 收入同比增长 12%。此外, AI PC 或催生换机潮, 公司预计未来一年将售出 5,000 万台 AI PC。
- 估值: 首予“买入”评级, 目标价为 524 美元。** 我们看好微软在办公软件的龙头地位, 预计公司或将长期受益于 AI 赋能。首予“买入”评级。根据 SOTP 估值, 得到目标价 524 美元, 对应 FY25E/2026E 38.7x/33.6x P/E。
- 投资风险:** 人工智能落地不及预期; 投入加大或导致利润下滑; 竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	198,270	211,915	244,713	279,249	319,453
经营利润	83,383	88,523	109,036	122,647	141,198
净利润	72,738	72,361	88,673	100,571	115,782
目标 PE (x)			44.0	38.7	33.6

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2024 年 6 月 28 日

## 微软 (MSFT.US)

目标价 (美元)	524
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价 (美元)	452.2
52 周内股价区间 (美元)	309.4-453.6
总市值 (百万美元)	3,360,591
近 3 月日均成交额 (百万)	7,953

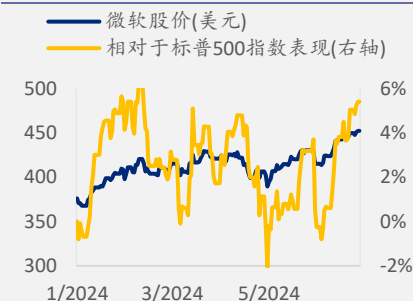
注: 截至 2024 年 6 月 26 日收盘价

## 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

# 目录

<b>OpenAI+Azure+Copilot, 打造 AI 商业化先行者</b> .....	<b>4</b>
<b>投资算法: 战略投资 OpenAI, 微软抢占先机</b> .....	<b>5</b>
积极布局 AI 算法, 开展深度战略合作 .....	5
热衷于收购, 加速产业布局 .....	6
<b>出售算力: Azure 是增长驱动, 有望反超 AWS</b> .....	<b>7</b>
开足火力, 全球部署数据中心 .....	9
自研 AI 芯片, 值得期待 .....	9
<b>赋能应用: Copilot 推动软硬件升级换代, 量价齐升</b> .....	<b>10</b>
以 Copilot 为核心, 加速产品迭代 .....	10
AI PC 或催生换机新周期 .....	13
<b>财务分析及预测</b> .....	<b>14</b>
<b>估值分析与预测</b> .....	<b>15</b>
<b>投资风险</b> .....	<b>17</b>
<b>SPDBI 乐观与悲观情景假设</b> .....	<b>18</b>

## 财务报表分析与预测

### 利润表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
<b>收入</b>	<b>198,270</b>	<b>211,915</b>	<b>244,713</b>	<b>279,249</b>	<b>319,453</b>
收入成本	(62,650)	(65,863)	(74,047)	(86,617)	(99,030)
<b>毛利润</b>	<b>135,620</b>	<b>146,052</b>	<b>170,666</b>	<b>192,632</b>	<b>220,422</b>
研发费用	(24,512)	(27,195)	(29,301)	(33,299)	(37,695)
销售费用	(21,825)	(22,759)	(24,715)	(28,292)	(31,945)
管理费用	(5,900)	(7,575)	(7,614)	(8,394)	(9,584)
其他费用	-	-	-	-	-
<b>经营利润</b>	<b>83,383</b>	<b>88,523</b>	<b>109,036</b>	<b>122,647</b>	<b>141,198</b>
其他利润	333	788	(971)	-	-
<b>税前利润</b>	<b>83,716</b>	<b>89,311</b>	<b>108,065</b>	<b>122,647</b>	<b>141,198</b>
所得税	(10,978)	(16,950)	(19,392)	(22,077)	(25,416)
<b>净利润</b>	<b>72,738</b>	<b>72,361</b>	<b>88,673</b>	<b>100,571</b>	<b>115,782</b>

### 现金流量表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
<b>净利润</b>	<b>72,738</b>	<b>72,361</b>	<b>88,673</b>	<b>100,571</b>	<b>115,782</b>
折旧及摊销	14,460	13,861	17,414	20,673	24,266
其他调整项	1,391	3,748	10,585	11,339	12,876
营运资金变动	446	(2,388)	1,672	1,908	2,183
<b>经营现金流</b>	<b>89,035</b>	<b>87,582</b>	<b>118,344</b>	<b>134,491</b>	<b>155,107</b>
固定资产	(23,886)	(28,107)	(38,000)	(43,363)	(49,606)
收购	(22,038)	(1,670)	(68,000)	(5,000)	(5,000)
其他投资现金流	15,613	7,097	16,000	(10,000)	(10,000)
<b>投资现金流</b>	<b>(30,311)</b>	<b>(22,680)</b>	<b>(90,000)</b>	<b>(58,363)</b>	<b>(64,606)</b>
债务	(9,023)	(2,750)	20,000	(10,000)	(10,000)
股份及股息	(48,990)	(40,179)	(37,697)	(44,138)	(47,376)
其他融资现金流	(863)	(1,006)	-	-	-
<b>融资现金流</b>	<b>(58,876)</b>	<b>(43,935)</b>	<b>(17,697)</b>	<b>(54,138)</b>	<b>(57,376)</b>
汇率变动影响	(141)	(194)	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>(293)</b>	<b>20,773</b>	<b>10,646</b>	<b>21,991</b>	<b>33,125</b>
年初现金及现金等价物	14,224	13,931	34,704	45,350	67,341
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>13,931</b>	<b>34,704</b>	<b>45,350</b>	<b>67,341</b>	<b>100,466</b>

### 资产负债表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
现金及现金等价物	13,931	34,704	45,350	67,341	100,466
应收款项	44,261	48,688	53,408	58,793	64,954
短期投资	90,826	76,558	60,558	70,558	80,558
其他流动资产	20,666	24,307	24,307	24,307	24,307
<b>流动资产合计</b>	<b>169,684</b>	<b>184,257</b>	<b>183,623</b>	<b>220,999</b>	<b>270,285</b>
固定资产	74,398	95,641	116,227	138,917	164,257
无形资产	78,822	77,252	145,252	150,252	155,252
证券投资及权益投资	6,891	9,879	9,879	9,879	9,879
其他非流动资产	35,045	44,947	44,947	44,947	44,947
<b>非流动资产合计</b>	<b>195,156</b>	<b>227,719</b>	<b>316,305</b>	<b>343,995</b>	<b>374,335</b>
<b>资产总计</b>	<b>364,840</b>	<b>411,976</b>	<b>499,928</b>	<b>564,994</b>	<b>644,620</b>
短期借款	2,749	5,247	25,247	15,247	5,247
预收收入	45,538	50,901	57,293	64,586	72,930
其他流动负债	46,795	48,001	48,001	48,001	48,001
<b>流动负债合计</b>	<b>95,082</b>	<b>104,149</b>	<b>130,541</b>	<b>127,834</b>	<b>126,178</b>
长期借款	47,032	41,990	41,990	41,990	41,990
其他非流动负债	56,184	59,614	59,614	59,614	59,614
<b>非流动负债合计</b>	<b>103,216</b>	<b>101,604</b>	<b>101,604</b>	<b>101,604</b>	<b>101,604</b>
<b>负债总计</b>	<b>198,298</b>	<b>205,753</b>	<b>232,145</b>	<b>229,438</b>	<b>227,782</b>
<b>权益总额</b>	<b>166,542</b>	<b>206,223</b>	<b>267,783</b>	<b>335,556</b>	<b>416,838</b>

### 主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	18.0%	6.9%	15.5%	14.1%	14.4%
毛利润增速	17.1%	7.7%	16.9%	12.9%	14.4%
经营利润增速	19.3%	6.2%	23.2%	12.5%	15.1%
净利润增速	18.7%	-0.5%	22.5%	13.4%	15.1%
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	68.4%	68.9%	69.7%	69.0%	69.0%
经营利润率	42.1%	41.8%	44.6%	43.9%	44.2%
净利率	36.7%	34.1%	36.2%	36.0%	36.1%
<b>每股指标 (美元)</b>					
基本EPS	9.7	9.7	11.9	13.6	15.6
摊薄EPS	9.6	9.7	11.9	13.5	15.6
<b>每股指标增速</b>					
基本EPS增速	19.5%	0.1%	22.8%	13.6%	15.4%
摊薄EPS增速	19.8%	0.4%	22.8%	13.6%	15.4%
<b>估值 (倍)</b>					
目标P/E			44.0	38.7	33.6
目标P/S			15.9	13.9	12.1
目标P/B			14.5	11.6	9.3

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

# 微软 (MSFT.US): 大象舞动, 尚能持否?

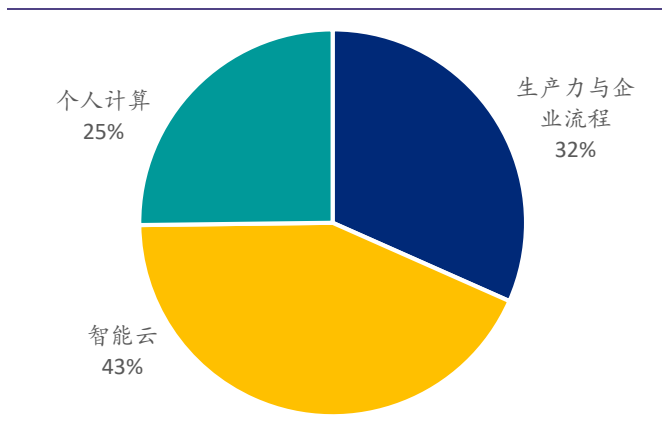
## OpenAI+Azure+Copilot, 打造 AI 商业化先行者

微软是全球 AI 大模型商业化领导者。微软是全球最大的软件公司, 也是大模型领跑者 OpenAI 的最大股东。公司通过投资算法, 出售算力, 赋能应用, “OpenAI+Azure+Copilot” 三位一体, 成为全球大模型商业化先行者。底层 Azure 云+顶层 Microsoft 365, 构成微软两大拳头产品。AI 加速旗下多条线产品更新换代, 量价齐升, 市场份额有望持续提升。

智能云是收入增长驱动, PBP 业务提供利润现金牛。公司业务主要包括三部分: 生产力与企业流程 (PBP)、智能云 (IC) 以及个人计算 (MPC), FY3Q24 三个业务板块的收入比重分别为 32%、43%和 25%, 收入增速分别为 12%、21%和 17%, 经营利润率分别为 52%、47%和 32%。PBP 作为成熟业务, 收入相对稳定, 拥有高利润率, 是公司的重要利润来源之一。智能云业务是公司增速最快的业务线, 持续受益于全球数字化浪潮。我们预测三个业务板块 FY24 年收入增速分别为 12%、20%和 13%, 公司总收入同比增长 15%至 2,447 亿美元。

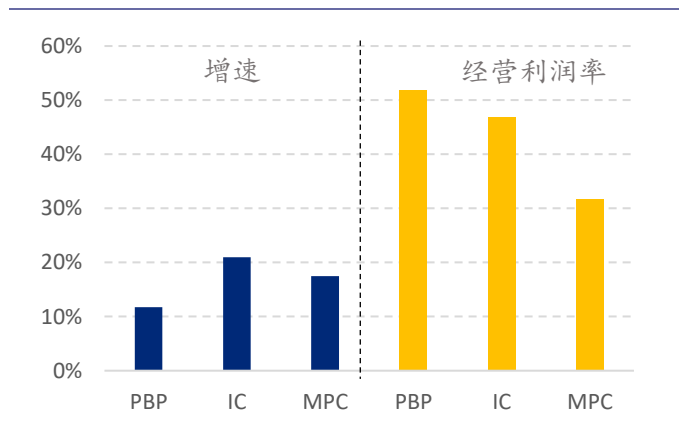
- 1) 生产力与企业流程部门: 包括 Office+Copilot 办公软件、LinkedIn 求职社交、Dynamics (包括 ERP 和 CRM) 等。
- 2) 智能云部门: 包括 Azure 云服务、SQL 数据平台、GitHub 开发者工具、和其他企业服务;
- 3) 个人计算包括 Windows 操作系统, Surface 电脑, Xbox+暴雪游戏业务, Bing 搜索等。

图表 2: 公司收入结构 (FY3Q24)



资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: 公司分部业务增速以及经营利润率 (FY3Q24)



资料来源: 公司资料、浦银国际

# 投资算法：战略投资 OpenAI，微软抢占先机

## ● 积极布局 AI 算法，开展深度战略合作

**战略投资 OpenAI，手握通往 AGI 时代入场券。**微软从 2019 年开始投资大语言模型龙头公司 OpenAI，五年共计投资 130 亿美元，目前拥有 49% OpenAI 的股份，是其最大股东。OpenAI 近两年先后发布多款代表性产品——ChatGPT 以及 Sora，当前旗舰产品 GPT4 系列也是市场公认的最强大语言模型之一。微软与 OpenAI 深度合作，在微软 Azure 平台中推出了一系列 OpenAI 品牌的工具和服务，支持 Azure 客户使用 OpenAI 的技术。

**基于股权和业务深度合作，微软重塑旗下产品。**微软在云服务上具有较为完善的产业链布局，覆盖 IaaS、PaaS、SaaS 三大层级，可以围绕 OpenAI 提供全方位服务。IaaS+PaaS 主要对应 Azure、服务器产品的 OpenAI 接口服务等，SaaS 产品包括 Microsoft 365、Dynamics 365、Teams 等系列产品。长期来看，微软有望在长周期内多维度受益，从而不断扩大市场份额。

**OpenAI 与微软的利润分享协议：**根据路透社消息，OpenAI 与微软签订了收入分成及利润分享协议。当客户通过 Azure 购买 OpenAI 模型时，微软将获得更大份额的收入，微软也将获得 OpenAI 利润的 75%，直到其本金投资得到偿还，之后获得 49% 的利润。另据 The Information，OpenAI 的当前年化收入已经突破了 34 亿美元。

**积极拓展 AI 领域战略合作伙伴：**除了 OpenAI 之外，微软陆续投资了 Figure AI、Mistral AI 和 Vengo AI 等其他 AI 初创公司，对阿联酋的人工智能公司 G42 投资了 15 亿美元。与此同时，微软还聘请了 DeepMind AI 和 Inflection AI 联合创始人 Mustafa Suleyman 担任微软 AI 部门的首席执行官。

## ● 热衷于收购，加速产业布局

微软通过积极收购，加速产业布局，遏制潜在竞争。据不完全统计，微软历史上收购过近 300 家公司，其中不乏大手笔收购，比如像动视暴雪、LinkedIn、Skype 和诺基亚手机业务等，虽然并非所有整合效果都达到市场预期。微软收购彰显了公司在重要战略领域布局的决心，一方面扩张了微软“帝国”的版图，另一方面也限制潜在的竞争。

图表 4：微软过去主要收购项目

日期	公司	行业
2022 年	动视暴雪	视频游戏
2021 年	Nuance	语音合成和识别
2020 年	ZeniMax	视频游戏
2018 年	GitHub	软件开发
2016 年	LinkedIn	职业社交网络
2014 年	Mojang	视频游戏
2013 年	诺基亚	智能手机
2007 年	aQuantive	数字营销
2011 年	Skype	通讯
2000 年	Visio	绘图软件

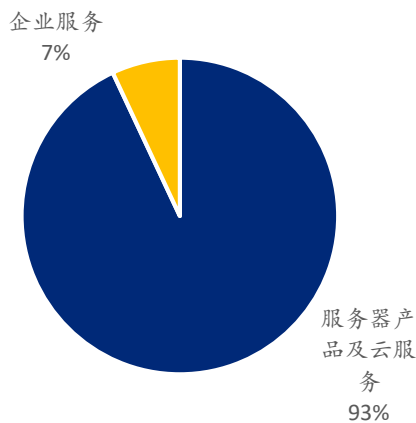
资料来源：浦银国际整理

## 出售算力：Azure 是增长驱动，有望反超 AWS

微软 Azure 是 OpenAI 唯一云服务提供商。微软通过云服务平台 Azure 成为了 OpenAI 大型语言模型（LLM）的独家供应商，用户可以直接在该平台上调用 ChatGPT、Codex 和 DALL·E，无需通过 OpenAI。除了与 OpenAI 大模型合作之外，微软 Azure 还提供 Meta、Hugging Face 的大模型。

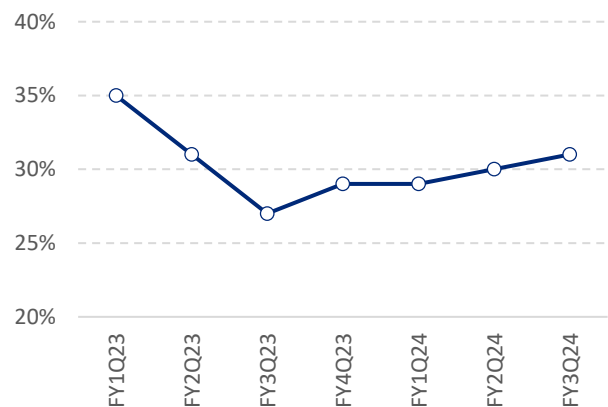
Azure 是公司主要增长驱动，AI 对 Azure 贡献持续提升。根据 FY3Q24 财报数据，AI 对 Azure 的增量贡献提升至 7 个百分点，幅度进一步提升。目前微软拥有 5.3 万个 Azure AI 客户，其中 1/3 是过去 12 个月加入，也彰显了大模型的加持作用。今年 2 月初，微软在全球范围多个地区提高其云和本地产品的价格，以确保位于全球不同地区，使用不同货币的客户可以获得趋于一致的云服务价格。智能云业务持续受益于全球数字化浪潮，仍是公司增速最快的业务线之一。

图表 5：智能云的产品结构（FY3Q24）



资料来源：公司资料、浦银国际

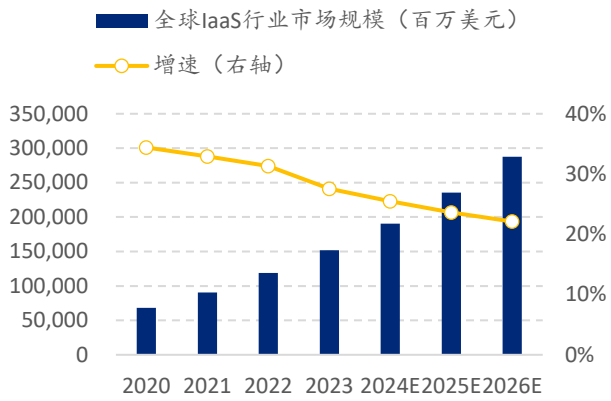
图表 6：Azure 收入增速



资料来源：公司资料、浦银国际

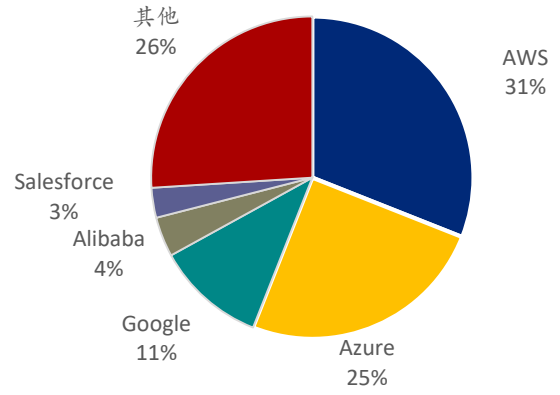
在 AI 加持下，Azure 有望在 2026 年超越 AWS。1Q24 Azure 在全球云计算市场位居第二，市占率为 25%，仅次于 AWS 的 31%，但近几年增速高于 AWS 和其他竞争对手，市场份额持续攀升。我们认为在 AI 加持下，Azure 有望继续保持收入增速优势，市场份额或在 2026 年反超 AWS，成为全球最大的云服务商。Azure 在人工智能技术和混合云方面的相对领先，拥有更强大和多样化的功能和工具。AWS 更加注重弹性扩展和系统的可灵活性，而 Azure 更加强调数据管理和集成，注重管理和安全性。

图表 7: 全球云计算市场规模



E=Statista 预测  
资料来源: Statista、浦银国际

图表 8: 全球云计算市场份额 (1Q24)



资料来源: Synergy Research、浦银国际



## ● 开足火力，全球部署数据中心

**全球范围积极部署数据中心。**据不完全统计，今年上半年，微软已宣布在东南亚共投资超过 39 亿美元，用于数据中心建设，地点包括马来西亚、泰国、印度尼西亚等地区。此外，微软也宣布对于日本的 29 亿美元投资。此前，微软还曾宣布在英国投资 32 亿美元、在德国投资 35 亿美元、在西班牙投资 21 亿美元。微软在全球范围积极部署数据中心的脚步在逐步提速，加强云服务覆盖范围。

**加大投入，资本开支或持续上调。**根据财报，FY3Q24 公司资本开支为 140 亿美元，公司预计未来几个季度资本开支或将持续环比提升，主要用于 AI 数据中心等基础设施建设。

## ● 自研 AI 芯片，值得期待

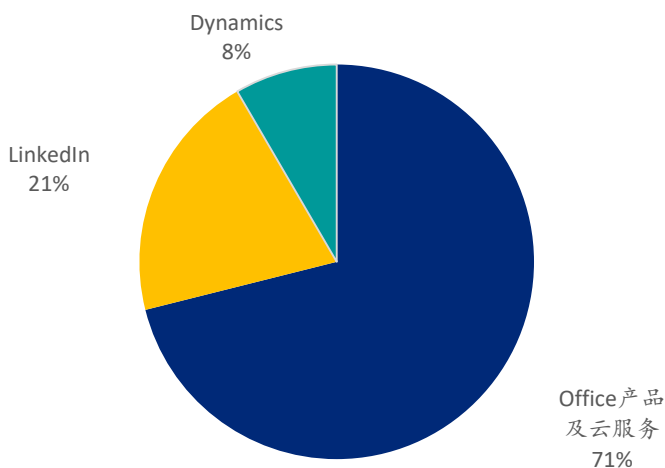
**微软努力研发定制芯片，应对攀升的大模型训练成本，降低对英伟达依赖。**根据彭博社估算，英伟达最大的客户是微软，贡献其收入约 15%，其次是 Meta（13%）、亚马逊（6%）和谷歌（6%）。2023 年 11 月，微软曾宣布推出首款自主研发的 AI 芯片 Maia 100，旨在训练大型语言模型，并推出基于 ARM 架构的通用计算芯片 Cobalt 100，以优化云计算工作负载。Azure Maia 100 作为一款定位于 AI 芯片的创新之作，专为 Azure 云服务而设计，采用台积电 5nm 工艺，单片芯片上拥有高达 1,050 亿个晶体管。Maia 和 Cobalt 是微软在芯片领域迈出的重要一步，旨在减少对供应链的依赖，为 Azure 数据中心提供更高效、更密集的服务器处理器。

## 赋能应用：Copilot 推动软硬件升级换代，量价齐升

- 以 Copilot 为核心，加速产品迭代

Copilot 是公司推出的人工智能助手，赋能现有业务。Copilot 与 GPT-4、DALL-E 3 等行业领先 AI 能力结合，帮助用户提高工作效率和创造力。目前，微软已发布多款 Copilot 产品，包括“AI+办公”Microsoft 365 (M365) Copilot、“AI+编程” GitHub Copilot、“AI+企业管理” Dynamics 365 Copilot 等。Windows Copilot 作为系统工具调用微软旗下丰富的产品阵营，成为所有 Copilot 工具的中枢。

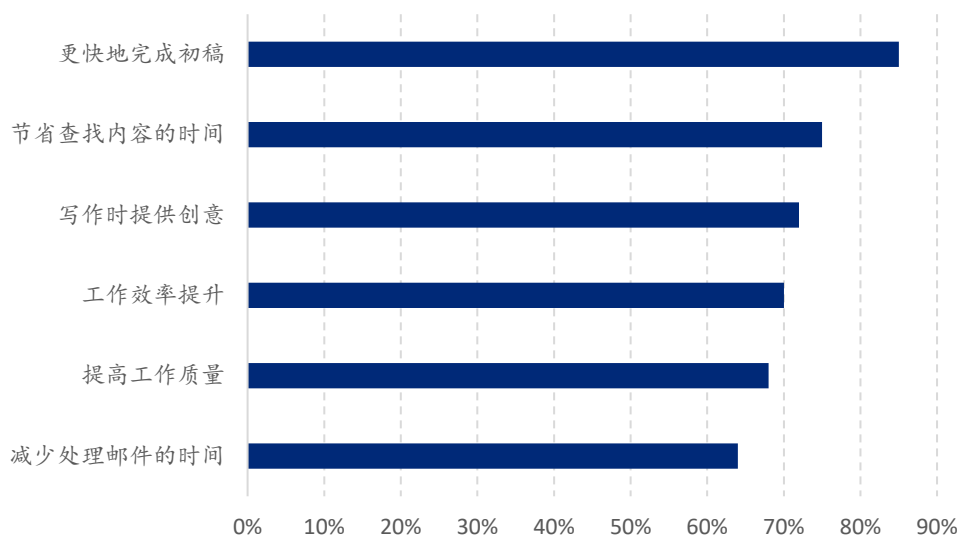
图表 9：PBP 收入结构（FY3Q24）



资料来源：公司资料、浦银国际

**Microsoft 365 Copilot 打造旗舰产品，持续提高工作效率。** Microsoft 365 Copilot 能够在 Word 中快速启动创作过程，提供初稿，节省写作编辑的时间，并对内容进行缩短、重写或提供反馈；在 PowerPoint 中通过简单的提示创建精美的演示文稿；在 Excel 中快速分析趋势并创建数据可视化；在 Outlook 中总结电子邮件并快速起草建议的回复；在 Teams 会议期间实时总结关键讨论点并建议行动项目等。公司数据显示，Copilot 显著提高了个人生产力：64%的人表示减少了处理电子邮件的时间，85%的人表示更快地完成初稿，72%的人表示在写作时提供了创意。

图表 10: Microsoft Copilot 用户反馈



资料来源: 公司资料、浦银国际

增长空间巨大, 看好渗透率持续提升。今年 2 月份, Microsoft 365 Copilot 上线三个月时间, 已在超过 7500 万台 Windows 设备中使用。微软指出, 近 60% 的财富 500 强公司已经开始使用 M365 Copilot, 显示出跨行业和地区采用的加速趋势。我们认为, 凭借公司产品在市场上的领先地位, Copilot 有巨大的渗透潜力, 有望推动各产品服务 ARPU 的持续提升。相比于独立的 AI 产品, 结合应用场景原生内置的 AI 助手能够给用户带来更好的使用体验。Copilot 作为提高效率的生产力工具, 有望促使用户产生更高的付费意愿。

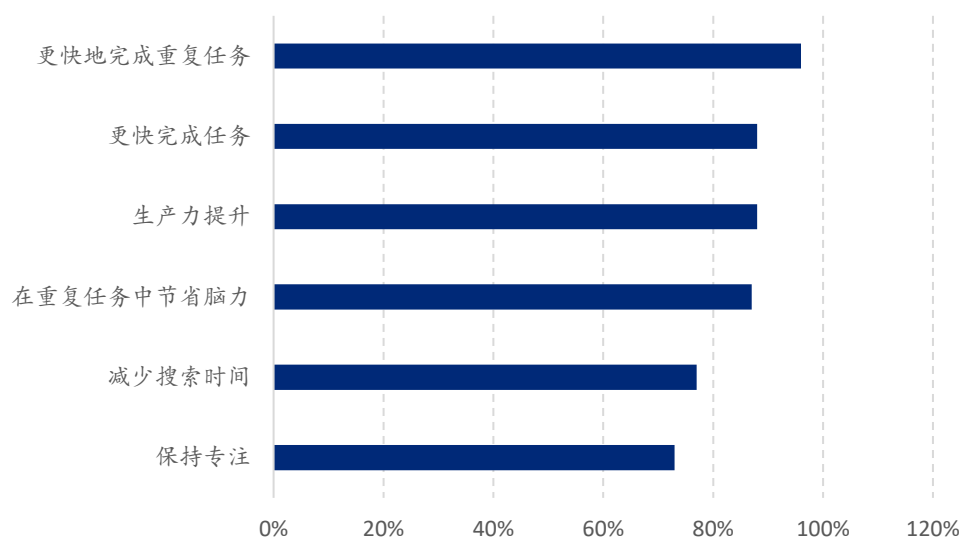
图表 11: Microsoft Copilot 订阅计划

	Copilot	Copilot Pro	Copilot for Microsoft 365
价格	免费	US\$20/月	US\$30/月
功能	聊天、总结、创造等	个人版, 更快响应、可在 M365 中使用 Copilot	商业版, 可在 M365 中使用 Copilot

资料来源: 公司资料、浦银国际

**GitHub Copilot 受到欢迎，解放生产力。** GitHub Copilot 目前已拥有 180 万付费订阅用户。GitHub 数据显示，在使用 GitHub Copilot 的开发者中，88% 的人表示他们的工作效率更高，73% 的人表示他们可以在工作中保持专注，77% 的人表示它帮助他们减少了搜索信息或示例的时间。除了提升生产速度之外，GitHub Copilot 承担枯燥重复的开发工作可以减轻认知负荷，这让开发人员有空间享受更有意义的工作，能够更专注于复杂、批判性思维和解决问题，从而带来更大的幸福感和满足感。

**图表 12: GitHub Copilot 用户反馈**



资料来源：公司资料、浦银国际

## ● AI PC 或催生换机新周期

**2024 年或成为 AI PC 元年。**AI PC，全称为人工智能个人计算机，是将人工智能技术应用于个人计算设备的新一代产品。传统的个人计算机注重的是计算能力和硬件性能，而 AI PC 在此基础上更加注重智能化应用。通过引入深度学习、自然语言处理、计算机视觉等人工智能技术，AI PC 能够更好地理解用户需求，提供更智能、个性化的服务。IDC 预测，2024 年全球 PC 出货量将达到 2.65 亿台，同比增长 2%，核心驱动因素是 AI PC。AI PC 的广泛推出也将推动市场发展，为暂缓购买的用户提供创新性和吸引力的产品。根据 Canalys 预计，2024 年 AI PC 出货量将达 5,100 万台，2026 年为 1.54 亿台，2028 年将达 2.08 亿台，2024 年-2028 年的五年复合增长率为 42%。

**Windows 11 AI PC 带来转机。**微软于 2024 年 5 月推出 Windows 11 AI PC Surface Pro 和 Surface Laptop 两款机型。微软在 Windows 系统层面，集成了 GPT-4o；在硬件层面，内置的骁龙 X Elite 芯片可以在不依赖云端算力的情况下，本地处理生成式 AI 应用。Windows 11 AI PC 的核心功能之一“Recall（回顾）”，可以帮助用户回溯屏幕显示内容。此外，利用可以调用系统本地权限的优势，本地 AI 可以变得更加“主动”。微软预计未来一年将售出 5,000 万台 AI PC。相比于 Windows 操作系统，微软的 PC 产品 Surface 目前在全球市场中的市场占有率并不高，而 AI PC 或带来转机。

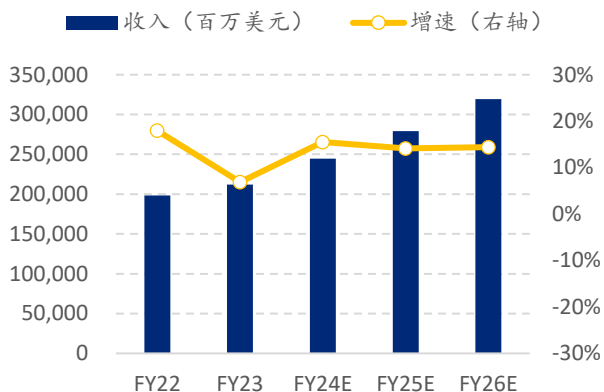
图表 13: Surface AI PC



资料来源：公司资料、浦银国际

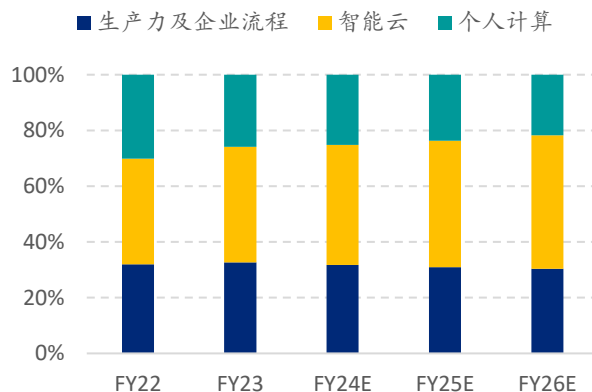
# 财务分析及预测

图表 14: 微软收入预测



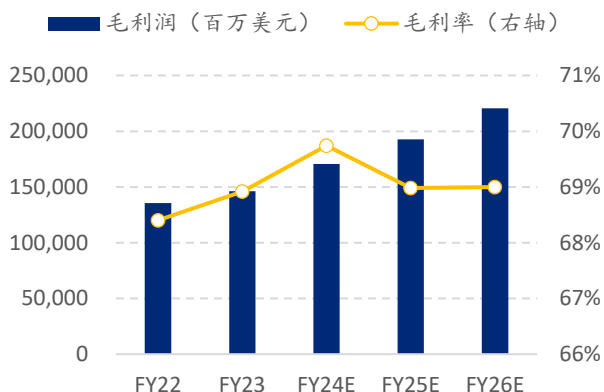
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 15: 微软分部业务收入占比预测



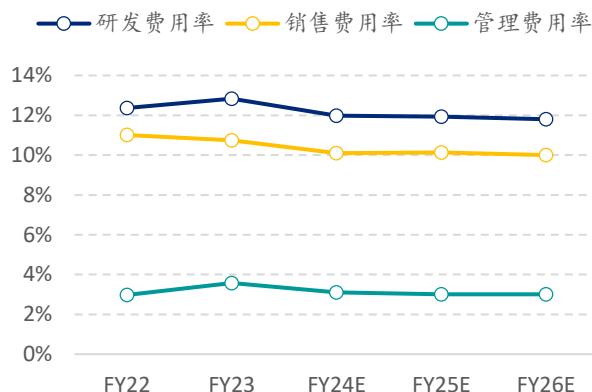
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 16: 微软毛利润预测



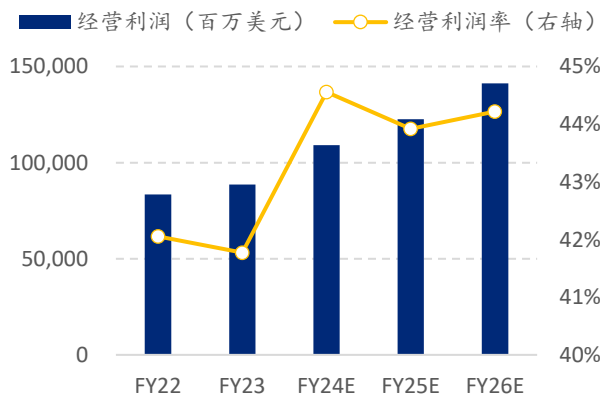
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 17: 微软营业费用率预测



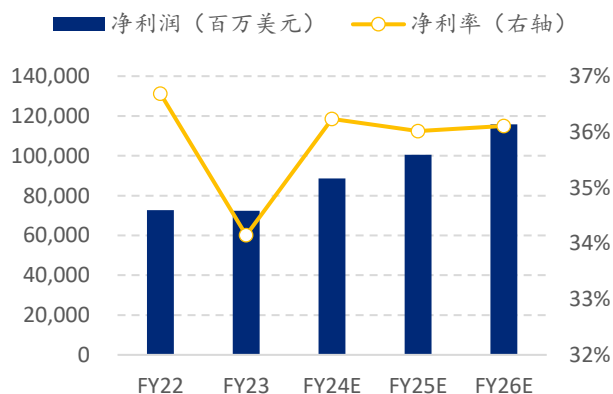
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 18: 微软经营利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 19: 微软净利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

## 估值分析与预测

### 首予“买入”评级，目标价 524 美元

我们使用 SOTP 估值法对微软进行估值，参考可比公司估值，分别给予生产力与企业流程/智能云/个人计算业务 25x/40x/25x P/E，得到目标价 524 美元，对应 FY25E/2026E 38.7x/33.6x P/E，潜在升幅 16%，首次覆盖微软，给予“买入”评级。

图表 20：微软估值-分部加总法

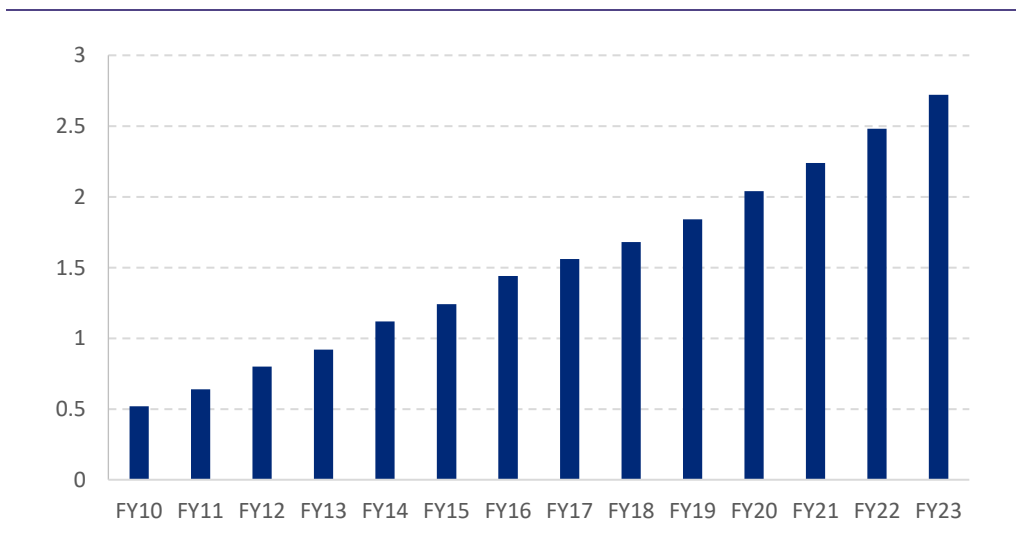
业务 (美元百万)	FY25E 收入	FY25E 经营利润	P/E (x)	估值
生产力与企业流程	86,363	44,877	25	1,121,931
智能云	126,797	57,316	40	2,292,651
个人计算	66,089	19,271	25	481,786
<b>市值(美元百万)</b>				<b>3,896,369</b>
<b>股数(百万)</b>				<b>7,442</b>
<b>目标价(美元)</b>				<b>524</b>

注：E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

公司目前股息率约为 0.7%，相对于同业并不突出，但保持每年稳定增长。公司的现金流依然强劲，随着公司营收规模的稳步增长以及利润率的逐步改善，可为派息提供有力保障。我们认为这种趋势仍将持续。

图表 21：微软历年每股股息 (美元)



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 22: 可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 百万美元	股价 交易货币	P/E (市盈率)			P/S (市销率)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
AAPL US Equity	Apple	3,269,993	213.3	31.7	28.3	25.8	8.3	7.9	7.6
GOOG US Equity	Alphabet	2,281,404	185.4	24.2	21.3	19.0	7.8	7.0	6.3
AMZN US Equity	Amazon	2,014,827	193.6	36.6	29.9	24.6	3.2	2.8	2.5
META US Equity	Meta	1,301,703	513.1	24.6	21.4	18.9	8.2	7.3	6.5
ORCL US Equity	Oracle	380,943	138.2	23.4	20.6	17.8	6.9	6.2	5.6
SAP US Equity	SAP	243,969	198.6	39.1	29.5	23.0	6.7	6.1	5.4
CRM US Equity	Salesforce	235,612	243.2	24.9	22.4	19.7	6.3	5.8	5.3
ADBE US Equity	Adobe	234,408	528.7	28.8	25.4	22.2	10.8	9.7	8.7
NOW US Equity	ServiceNow	154,552	753.9	55.8	46.5	38.1	14.2	11.7	10.0
DELL US Equity	Dell	98,054	138.2	18.2	15.3	13.4	1.0	1.0	0.9
CRWD US Equity	CrowdStrike	92,567	380.4	95.9	79.0	66.8	23.6	18.7	15.2
SHOP US Equity	Shopify	84,353	65.5	66.3	52.0	38.7	9.9	8.2	6.8
PLTR US Equity	Palantir	53,668	24.1	72.8	61.2	52.1	19.9	16.5	14.0
SNOW US Equity	Snowflake	43,233	129.1	188.5	135.1	102.1	12.6	10.2	8.4
<b>合计</b>				<b>75.2</b>	<b>59.2</b>	<b>47.6</b>	<b>13.1</b>	<b>10.9</b>	<b>9.2</b>

注: E=Bloomberg 一致预期, 股价截至 2024 年 6 月 26 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 23: 浦银国际目标价: 微软 (MSFT.US)



注: 截至 2024 年 6 月 26 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

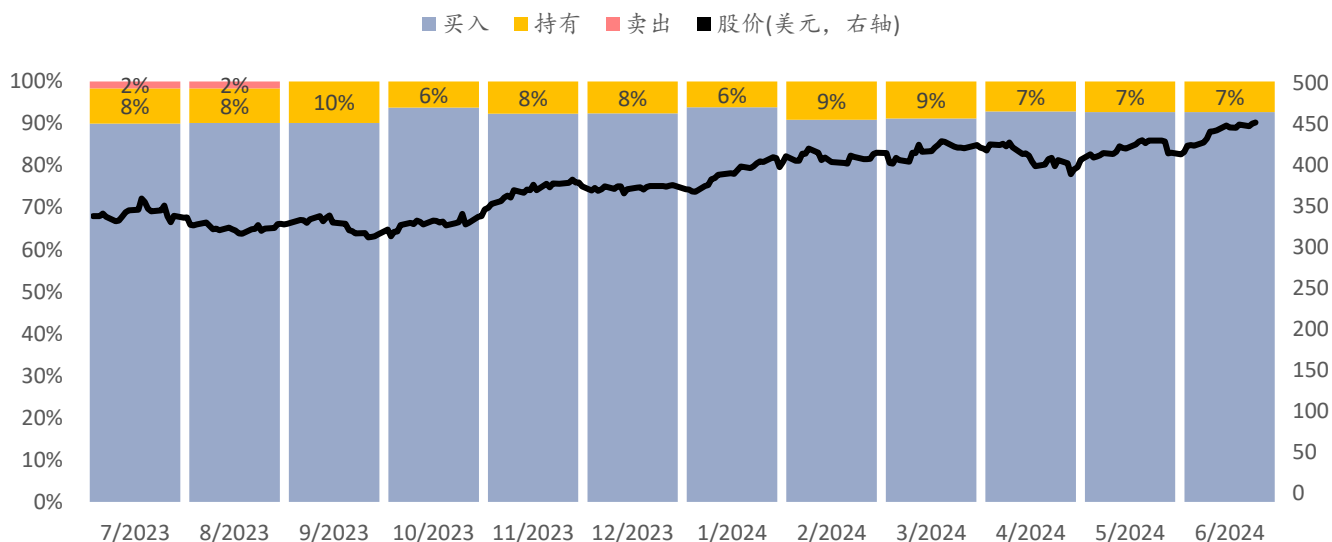


## 投资风险

- 人工智能落地不及预期；
- 投入加大或导致利润下滑；
- 竞争加剧。

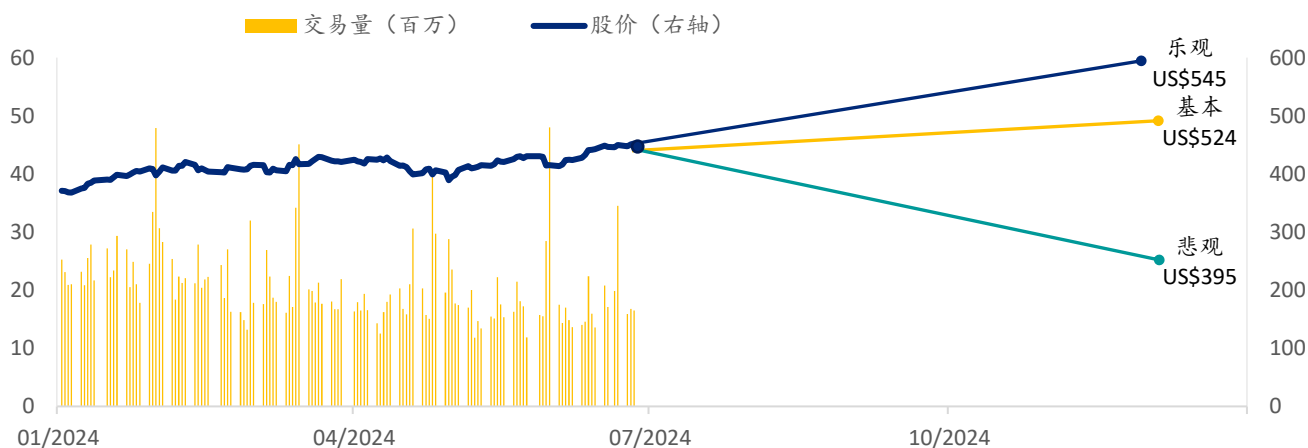
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 24: 市场普遍预期: 微软 (MSFT.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 25: SPDBI 情景假设: 微软 (MSFT.US)



乐观情景: 公司收入利润好于预期 (概率: 20%)	悲观情景: 公司收入利润不及预期 (概率: 20%)
目标价: 545 美元	目标价: 395 美元
<ul style="list-style-type: none"> <li>云业务增长优于预期;</li> <li>利润率持续扩张;</li> <li>AI 商业化加速。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>云业务增长不及预期;</li> <li>投入加大导致利润率不及预期;</li> <li>AI 商业化进度不及预期。</li> </ul>

资料来源: 浦银国际预测

图表 26: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
MSFT US Equity	微软	452.16	买入	524.00	28/6/2024	软件
9988 HK Equity	阿里巴巴	71.55	持有	85.00	16/5/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	74.17	持有	87.00	16/5/2024	电商
9618 HK Equity	京东	105.5	持有	122.00	17/5/2024	电商
JD US Equity	京东	27.51	持有	31.00	17/5/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	138.23	买入	185.00	23/5/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	13.79	持有	18.00	23/5/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	25.10	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	6.12	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.39	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	374.40	买入	460.00	16/5/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	96.74	买入	111.00	24/5/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	150.30	买入	173.00	24/5/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	126.70	买入	131.00	24/5/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	16.45	买入	16.80	24/5/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	11.86	买入	15.00	2/4/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	18.60	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	2.89	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.94	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.83	买入	6.90	21/5/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	11.02	持有	6.30	2/4/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	113.70	持有	121.00	7/6/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	46.40	买入	71.00	23/5/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	15.92	买入	24.00	22/5/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.39	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	22.40	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	10.29	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	7.31	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.02	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.08	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	74.90	买入	84.00	23/5/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	16.46	买入	31.00	10/5/2024	软件

注: 股价截至 2024 年 6 月 26 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com  
852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: www.spdbi.com  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

