

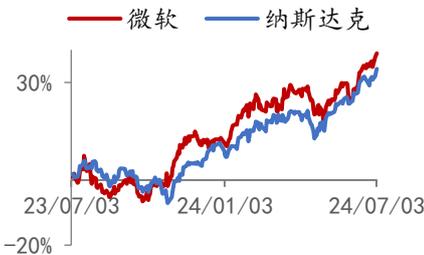
拥抱云与 AI，开启新的增长飞轮

投资评级：增持
首次覆盖

报告日期：2024-07-04

收盘价 (元)	460.77
近 12 个月最高/最低 (元)	460.7/310.3
总股本 (百万股)	7,432
流通股本 (百万股)	7,432
流通股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	34,246
流通市值 (亿元)	34,246

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. Amazon 深度：壁垒高筑，资本投入下带来业绩展望 2024-04-06

2. Adobe 深度：生态为主 AI 为辅，创意工具厚积薄发 2024-03-04

主要观点：

● Office 上云+订阅制实现业务升级，Copilot 提供增长新动力

Office 通过与 Windows 操作系统的捆绑销售确立了其在行业中的主导地位，并保持了稳定的市场份额。自 2011 年起，Office 系列应用开始从传统的本地安装桌面软件转型为基于云的 SaaS（软件即服务）模式，这一转变也带来了付费模式的革新，从一次性购买转向了持续的订阅服务，为业务持续增长提供了新的推动力。

其次，Copilot 赋能 Office 应用，微软布局 AI+办公板块，有望提供新增长动能。随着 Copilot 对 Office 核心应用的赋能不断完善和优化，我们预计 MS copilot 的付费率在 Office 用户中会逐渐提高，为 Office 收入提供增量。

● 云业务结构更优，OPM 高于亚马逊 AWS 和谷歌

相对于亚马逊和谷歌，微软具有更优质的云业务结构（以 PaaS 为主），这决定了微软云业务的 OPM 更高。亚马逊进入云计算行业较早，同时通过大力投入云基础设施，迅速在 IaaS 层建立起极强的竞争优势，但这种以 IaaS 层为重心的业务结构导致亚马逊 AWS 的 OPM 相对较低。谷歌云起步较晚，目前发展阶段落后于微软和亚马逊，还处于高负荷的投入期，OPM 在 2023 年刚实现转正。

● OpenAI 帮助公司构建 MaaS 护城河，AI 商业化领先于亚马逊和谷歌

微软具有 OpenAI 独家授权的 API 接口，目前来看在提供 AI 模型服务层面（MaaS）领先于亚马逊和谷歌。我们认为模型服务的竞争壁垒主要是两点，即模型资源和调用价格，在价格方面，市场不存在明显差异，所以模型资源就是 MaaS 层竞争的重点，在大模型方面，微软凭借 OpenAI 的独家授权在模型服务上的竞争更具优势。

● Windows 受到 PC 大盘需求减弱和苹果 PC 冲击影响，但目前市占仍在高位，中短期内基本盘依旧稳定

Windows OEM 收入主要受到全球 PC 出货量下降影响。自 2010 年以来，全球 PC 出货量呈现逐渐下滑的趋势，原因有两个：1) PC 经过了 2000 年-2010 年的高增长，市场趋近饱和，需求减弱；2) 移动时代开启，需求逐渐向移动端转移，如手机、平板。我们认为 PC 出货量下行趋势相对难以逆转，能否实现持续的出货量增长很大程度上取决于 AIPC 在功能和应用上能否有重大突破和落地。但整体来看，Windows 系统市场占有率极高，基本盘稳定，虽然受苹果电脑冲击，市占率有下降趋势，但中短期内看微软的市场份额仍相对稳定，不会出现大幅波动。

● 投资建议

我们预计微软 FY2024-FY2026 年收入为 2453.23/2823.05/3254.49 亿美元，同比+15.8%/+15.1%/+15.3%，实现 Non-GAAP 净利润为 885.72/1002.91/1145.43 亿美元，同比+20.8%/+13.2%/+14.2%。估

值方面，今年至今微软 PE-ttm 中枢在 36.5 附近，并有明显上行趋势，考虑到 Copilot 对微软各条业务线的赋能刚处于起步阶段，过去可能并未充分计价，同时考虑微软目前在 AI MaaS 层的领先优势明显，以及同时参考微软过去的 PE-ttm 历史中枢的情况，我们认为 2025 财年给予微软 35x-38xPE 较为合理。此外，也可以采用 SOTP 估值法，生产力及业务流程业务参考 Google、Adobe、Salesforces，最终给予 27xPE，智能云业务参考 Amazon 和 Google，给予 36xPE，更多个人计算业务参考索尼，给予 12xPE，最终对应 FY2025 合理市值为 36,117.90 亿美元，首次覆盖，给予增持评级。

● **风险提示**

行业竞争加剧；全球宏观经济扰动风险；全球云计算开支缩减；AI 进展不及预期等。

● **重要财务指标**

单位:百万美元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	211,915	245,323	282,305	325,449
收入同比 (%)	6.9%	15.8%	15.1%	15.3%
净利润 (Non-GAAP)	73,307	88,572	100,291	114,543
同比 (%)	5.6%	20.8%	13.2%	14.2%
每股收益 EPS (美元)	9.68	11.86	13.45	15.42
市盈率 (P/E)	47.58	38.84	34.27	29.88

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 复盘：从三个时期看估值变化.....	7
1.1 比尔盖茨时期：WINDOWS+OFFICE 抢占市场，引领 PC 时代浪潮.....	7
1.2 史蒂夫鲍尔默时期：创新者的窘境，市值陷入增长瓶颈.....	11
1.3 萨提亚纳德拉时期：拥抱云时代，踏上复兴之路.....	12
2 三条业务线：云业务成为收入增长的主要驱动力.....	13
2.1 生产力及业务流程：上云+订阅制实现业务升级，COPILLOT 提供增长新动力.....	15
2.1.1 OFFICE：市占稳固，COPILLOT 增添增长新动力.....	16
2.1.2 LINKEDLN 受宏观环境影响短期承压，COPILLOT 赋能 DYNAMICS.....	21
2.2 更多个人计算业务：WINDOWS 增长平缓，游戏业务或将成为业务增长新支点.....	24
2.2.1 WINDOWS：基本盘稳定，收入增长趋于平缓.....	25
2.2.2 游戏：优质 IP 注入，未来发展可期.....	29
2.2.3 设备&搜索：长期看有望受益于 AI 驱动.....	32
2.3 智能云业务：MAAS 领导者，AI 成为新动能.....	34
3 盈利预测与估值.....	40
财务报表与盈利预测.....	47

图表目录

图表 1 微软三个时期的市值变化	7
图表 2 世界第一台 PC——ALTAIR 8800	8
图表 3 APPLE II	8
图表 4 IBM PC 及兼容机快速抢占市场	9
图表 5 1970-2018 年个人设备操作系统市占率	9
图表 6 MS-DOS 操作界面 (CLI)	10
图表 7 WINDOWS 1.0 操作界面 (GUI)	10
图表 8 WINDOWS 各版本推出时间及主要更新功能	10
图表 9 80-90s 文本编辑软件市占率	11
图表 10 80-90s 表格类软件市占率	11
图表 11 鲍尔默时代推出的代表性产品	12
图表 12 游戏主机全球出货量 (百万台)	12
图表 13 2010 年全球搜索引擎市占率	12
图表 14 微软产品线划分及主要产品	13
图表 15 微软各业务收入情况 (百万美元)	14
图表 16 微软各业务收入同比增速情况	14
图表 17 微软各业务 OPERATING INCOME (百万美元)	14
图表 18 微软各业务 OPM 情况	14
图表 19 生产力及业务流程涵盖产品	15
图表 20 生产力及业务流程收入增速及占比 (单位: 百万美元)	16
图表 21 生产力及业务流程各业务收入 (百万美元)	16
图表 22 生产力及业务流程各业务收入同比增速	16
图表 23 OFFICE 各版本内容	17
图表 24 OFFICE2021 各版本费用	18
图表 25 根据现有 WORD 文档和 ONENOTE, 根据用户要求, 进行内容抓取改写	19
图表 26 WORD 文档可自动生成 Q&A	19
图表 27 可自动生成总结	19
图表 28 根据数据以及用户提问, 自动生成新的 SHEET, 并自动生成相关图表	20
图表 29 根据数据以及用户提问, 自动在图表中以颜色区分数据的相关性	20
图表 30 根据 WORD 或 PDF 等文件内容, 自动生成完整的 PPT	21
图表 31 全球 CRM 主要玩家市占率	22
图表 32 全球 ERP 主要应用市占率	22
图表 33 MICROSOFT DYNAMICS 365 COPILLOT 可实现的部分功能	22
图表 34 DYNAMICS365 收入增速高于整体 DYNAMICS 业务增速	23
图表 35 全球 LINKEDLN 企业数	23
图表 36 LINKEDLN 用户数	23
图表 37 更多个人计算业务产品框架	24
图表 38 更多个人计算业务收入及增速情况 (单位: 百万美元)	25
图表 39 更多计算业务各业务收入 (百万美元)	25
图表 40 多计算业务各业务收入同比增速	25
图表 41 PC 端操作系统市占率情况	26

图表 42 计算机操作系统市占率 (含台式和平板)	26
图表 43 全球季度 PC 出货量 (百万台)	26
图表 44 WINDOWS 系统各版本占比情况	27
图表 45 WINDOWS 商业版各版本产品	27
图表 46 企业版 WINDOWS 365 推荐套餐	28
图表 47 WINDOWS 365 自定义选项	28
图表 48 动视暴雪旗下著名游戏 IP	29
图表 49 动视暴雪收入 (亿美元)	30
图表 50 微软游戏收入及增速情况	30
图表 51 动视暴雪手游收入占比持续上升 (单位: 亿美元)	30
图表 52 2023 年游戏不同平台市占率	31
图表 53 游戏主机出货量市占率及主机出货量同比增速	31
图表 54 微软、索尼和任天堂游戏机发展历程 (2000 年以来)	31
图表 55 微软、索尼和任天堂知名独占游戏 IP	32
图表 56 24Q1 全球 PC 市场出货量 (单位: 千台) 及市占率情况	32
图表 57 微软 PC 市占率情况	33
图表 58 SURFACE 主流机型	33
图表 59 SURFACE COPILOT 按键	33
图表 60 全球搜索引擎市占率情况 (%)	34
图表 61 BING 各渠道市占率情况 (%)	34
图表 62 微软云业务产品构成	34
图表 63 微软、亚马逊、谷歌云业务收入对比 (百万美元)	35
图表 64 微软、亚马逊、谷歌云业务 OPM	35
图表 65 全球 IAAS 层市占率	35
图表 66 微软、谷歌资本开支 (百万美元)	35
图表 67 2023 年生成式 AI MAAS 层市场占有率	36
图表 68 OPENAI 股权结构图	36
图表 69 OPENAI 股权占比	36
图表 70 AZURE AI STUDIO 提供的部分服务	37
图表 71 AI 翻译服务定价表	37
图表 72 亚马逊 BEDROCK 与 AZURE AI STUDIO 模型收费对比	38
图表 73 谷歌 GEMINI 大模型 API 定价	38
图表 74 GPT-4o 在文本评估方面领先市场	39
图表 75 GPT-4o 在视觉理解方面领先市场	39
图表 76 2023 年英伟达 H100 订购量 (单位: 1000) 客户划分	40
图表 77 OFFICE 业务盈利预测	40
图表 78 LINKEDLN & DYNAMICS 盈利预测	41
图表 79 WINDOWS 业务盈利预测	41
图表 80 游戏业务盈利预测	42
图表 81 设备、搜索及广告业务盈利预测	42
图表 82 智能云业务盈利预测	43
图表 83 整体收入盈利预测	43
图表 84 整体利润预测	44
图表 85 微软 PE-TTM 历史情况	44

图表 86 微软在不同 PE 情况下目标市值 (百万美元) 及上涨空间分析	45
图表 87 微软各业务线 OPERATING PROFIT 预测	45
图表 88 微软 SOTP 估值表	46

1 复盘：从三个时期看估值变化

1975年，从阿尔伯克基的一家小旅馆成立的微软发展至今已近五十载，从一家名不见经传、以售卖 BASIC 编译器为生的软件公司到全球最大的软件提供商，微软帝国的建立离不开时代洪流的推动，也离不开自身经营策略的成功转型。基于此，我们将微软的发展历程分为三个时期，分别从外部的时代背景和公司内部的经营策略两个角度，去探究微软市值变化的驱动因素。

图表 1 微软三个时期的市值变化



资料来源：公司公告，ifind，华安证券研究所绘制

1.1 比尔盖茨时期：Windows+Office 抢占市场，引领 PC 时代浪潮

比尔盖茨时期的微软(1975-2000)恰逢计算机行业由工业向个人计算机(PC)转型的时代洪流之中，结合比尔盖茨超越行业的眼光及经营策略，微软完成了自身的业务转变，快速成为了PC时代的软件领军者。

1) 外部环境：PC 兴起，微软成立。

1946年，世界上第一台计算机 ENIAC 在美国诞生，主要用于弹道计算；

1954年，以打孔制表起家的 IBM 基于穿孔卡片数据处理设备推出了 650 型计算机，领跑计算机行业；6年后，IBM 推出 1401 型计算机，随之统治了全球电子计算机市场，逐渐成长为全球最大的信息技术公司，而此时的计算机针对的全部都是军工、航天、医疗等工业领域，个人计算机还是天方夜谭；

1971年，微处理器的发明让个人计算机成为可能，随之 1975年，MITS 推出了世界上第一台 PC——Altair 8800，在此之后的几年间，各种型号的 PC 开始涌现，其中包含 Apple II、TRS-80 和 IBM5150 等现象级 PC 产品。而也就是在 Altair 8800 推出的同年，微软成立，其主要业务就是为 Altair 8800 编写 BASIC 语言版本，作为

当时位数不多的 BASIC 开发者之一，微软很快成为了许多 PC 制造商的 BASIC 解释器供应商，微软的 BASIC 语言逐渐成为公认的市场标准，就此，微软正式在 PC 行业开始崭露头角。

图表 2 世界第一台 PC——Altair 8800



资料来源：Wikipedia Commons，华安证券研究所

图表 3 Apple II



资料来源：Wikipedia Commons，华安证券研究所

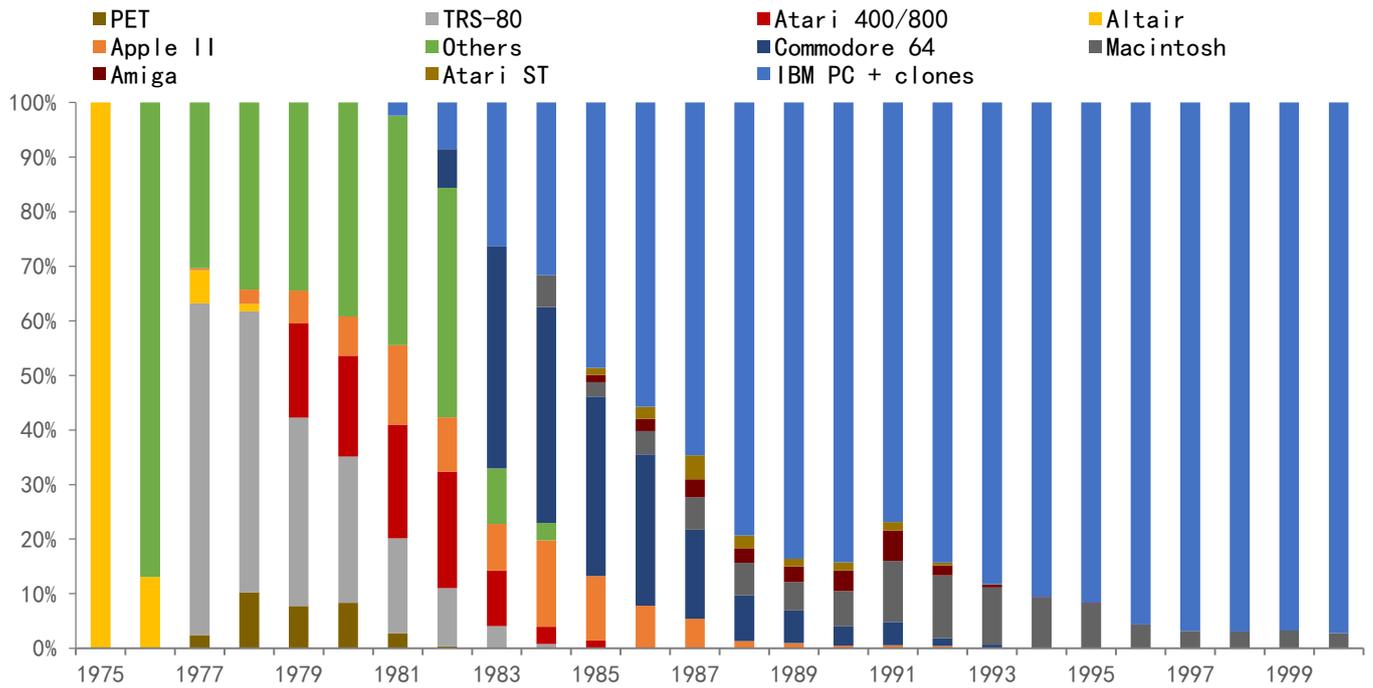
2) 经营策略：趁他人东风，野蛮人军团锋芒显露。

真正让微软在 PC 软件行业独占鳌头的契机来源于 1980 年的业务转型和 1985 年 Windows 1.0 的推出，而这两次业务转型和技术突破也绕不开另外两个巨头——IBM 和 Apple。

我们将微软正式崛起的关键战略总结为两点：①与正确的合作伙伴（即 IBM）合作，正确预判了 IBM 及其兼容机的发展；②借鉴 Apple，完成了操作系统由 CLI（设计命令行界面）向 GUI（图形用户界面）的跨时代性升级，推出 Windows 1.0。（注：1982 年 IBM 公开了其 PC 的技术资料，使不同厂商的标准部件可以互换，符合这一标准的机器称为 IBM 兼容机）。

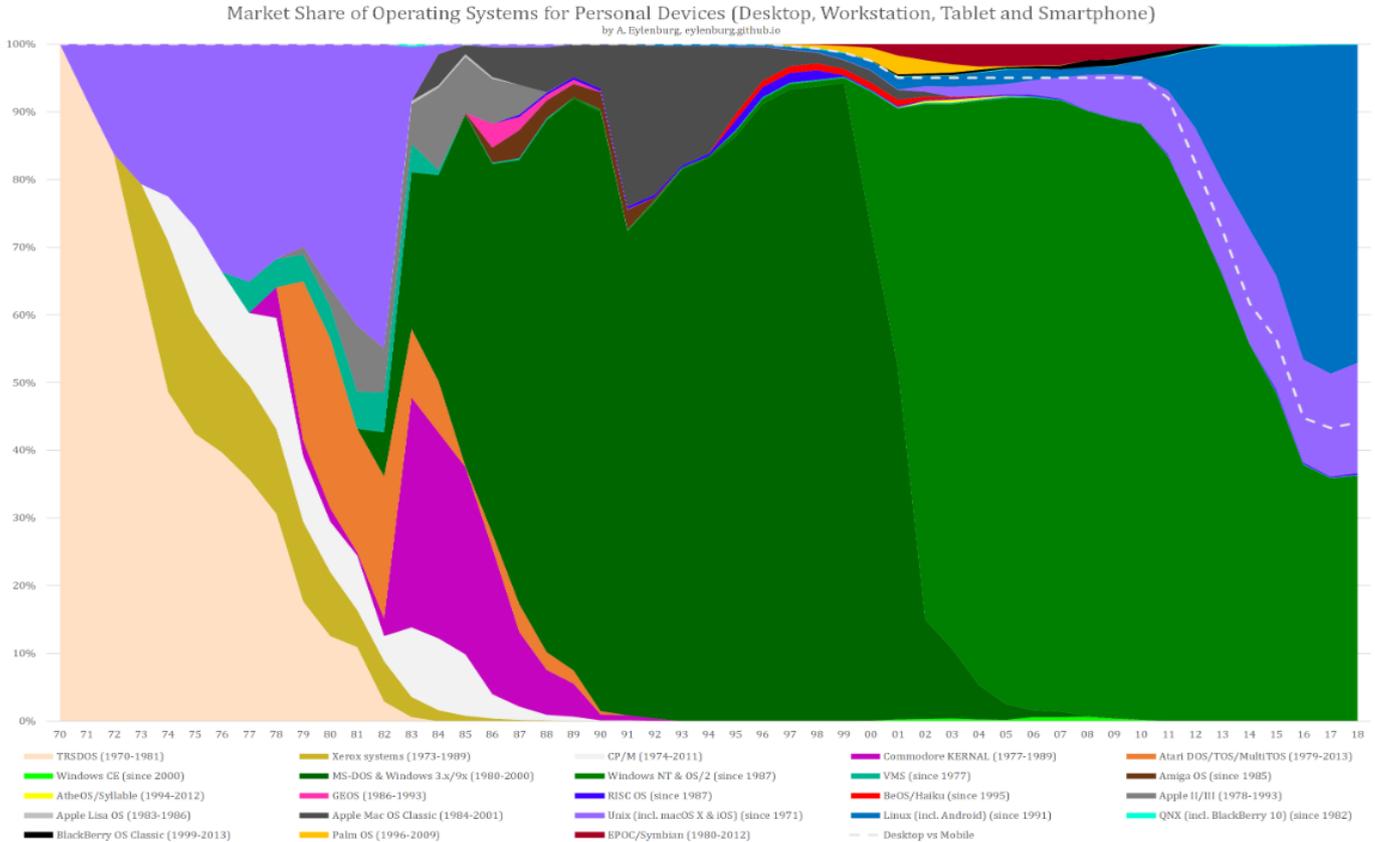
①与 IBM 的合作——第一次尝试操作系统业务。1980 年，IBM 与微软达成合作，要求微软为其即将发布的第一台 PC——IBM 5150 提供操作系统，而此时微软的业务还只是 BASIC 语言的编写，并没有开发自己的操作系统，于是在 1981 年微软花费 5 万美元从 Seattle Computer Products 手中购买了其开发的操作系统 86-DOS，并进行快速包装，更名 MS-DOS，并搭载到 IBM 5150 中，于同年上市。与 Apple 的封闭战略不同（即推崇硬件软件绑定的一体化系统），IBM 施行兼容战略并建立起了广泛的同盟阵营，这一阵营奉行 IBM 设立的 PC 标准和开放战略，硬件和软件相分离，更为开放的生态使得 IBM 极其兼容机迅速崛起快速占领了市场，而微软拥有 IBM 的背书，于是其 MS-DOS 操作系统也被市场广泛采用。至此，微软实现了业务向操作系统的转型，也快速的抢占了市场。

图表 4 IBM PC 及兼容机快速抢占市场



资料来源: Ars Technica, 华安证券研究所

图表 5 1970-2018 年个人设备操作系统市占率



资料来源: eylenburg, 华安证券研究所

②借鉴 Apple——完成操作系统由 CLI 向 GUI 的升级,正式推出 Windows 1.0。在 GUI 之前,计算机的操作系统都是纯字符状态的命令行界面,而 GUI 则通过“桌面”、“文件夹”、“窗口”等全新概念,采用图形方式显现程序形象,大幅降低了用户的操作难度,提升了用户体验感。

GUI 的早期版本由施乐 PARC 发明,但并没有实现商业化。1979 年,乔布斯两次拜访施乐 PARC,以允许施乐以 100 万美元的价格购买 Apple 的十万股股票换来施乐 PARC 核心技术的展示(其中包括 GUI、面向对象编程和计算机网络系统等)。

1983 年,Apple 推出世界首台 GUI 操作系统的计算机——Lisa,但由于近 1 万美元的高昂定价并未在市场上斩获成功。随之 Apple 开始着手研发第二台 GUI 计算机——Macintosh,并邀请微软为其开发基于图形界面的软件,包括 word 和 Excel 等。也正是受到 Apple GUI 的影响,1983 年微软也开始着手开发适用于 IBM PC 的 GUI 操作系统,1985 年,微软正式推出适用于 IBM PC 的图形界面操作系统 Windows 1.0,完成了自身操作系统由 CLI 向 GUI 的划时代性跨越。

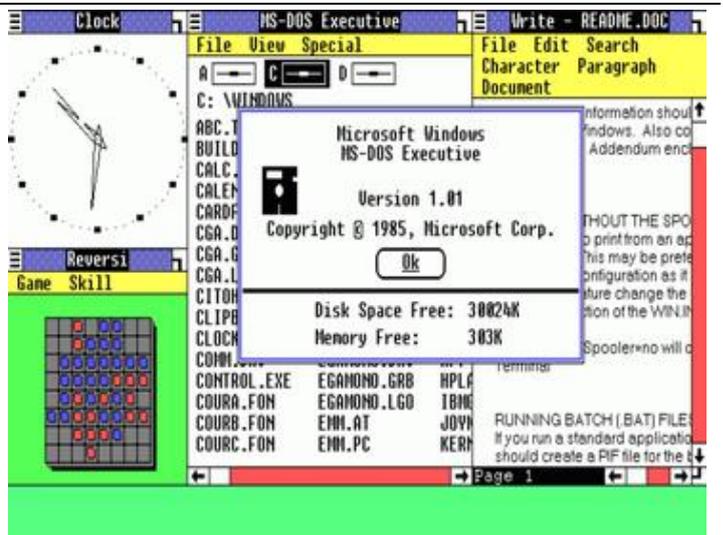
图表 6 MS-DOS 操作界面 (CLI)

```
Starting MS-DOS...
HIMEM is testing extended memory...done.
C:\>ver
MS-DOS Version 6.22
C:\>dir
Volume in drive C has no label
Volume Serial Number is 4342-00AF
Directory of C:\

DOS             <DIR>          10-01-13   11:56p
OLD_DOS         1 <DIR>          10-01-13   11:56p
COMMAND        COM           54,645 05-31-94   6:22a
WINA20         386           9,349 05-31-94   6:22a
CONFIG         SYS            109 10-02-13   12:05a
AUTOEXEC       BAT            54 10-02-13   12:05a
               6 file(s)
               64,157 bytes
               2,136,047,616 bytes free
C:\>
```

资料来源:IT之家,华安证券研究所

图表 7 Windows 1.0 操作界面 (GUI)



资料来源:Wikipedia,华安证券研究所

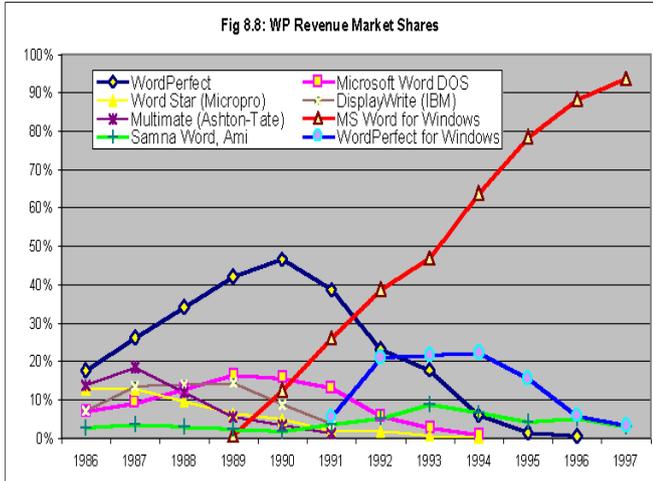
图表 8 Windows 各版本推出时间及主要更新功能

版本	发布时间	新增功能
Windows 1.0	1985	图形用户界面 (GUI), 窗口化操作, 程序管理器
Windows 2.0	1987	改进的图形用户界面, 重叠窗口, 控制面板
Windows 2.1x	1988	对 286 和 386 处理器的支持, 虚拟内存, 程序兼容性
Windows 3.0	1990	更成熟的图形用户界面, 改进的内存管理, 文件管理器
Windows 3.1	1992	程序管理器和文件管理器的改进, 真彩色显示支持
Windows 95	1995	开始菜单, 任务栏, 系统托盘, 即插即用, 长文件名支持
Windows 98	1998	集成的 Internet Explorer, Windows Update, 增强的即插即用
Windows 98SE	1999	改进的网络功能, 性能改进, 集成的 Internet Explorer 5
Windows Me	2000	系统还原, 改进的文件系统, 媒体播放功能
Windows XP	2001	全新用户界面, 数字媒体播放, 远程桌面, Windows 防火墙

资料来源:Wikipedia,华安证券研究所

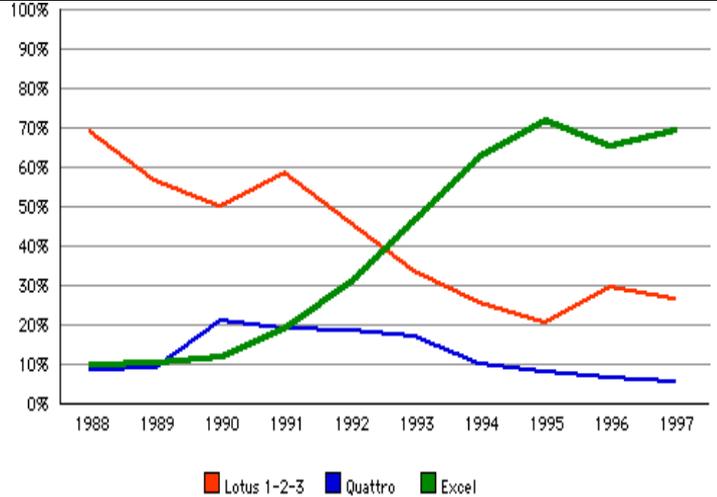
也正是凭借图形界面优势以及 IBM PC 及兼容机逐渐在 PC 市场占据统治地位，同时通过 Office（1990 年，word、excel 和 ppt 等办公软件整合为 office 套装发布）和 Windows 绑定的策略，微软的办公软件也实现后来者居上，逐渐占领市场。

图表 9 80-90s 文本编辑软件市占率



资料来源：《word processor》，The University of Texas，华安证券研究所

图表 10 80-90s 表格类软件市占率



资料来源：《The Rise of the Microsoft Monopoly》，华安证券研究所

1.2 史蒂夫鲍尔默时期：创新者的窘境，市值陷入增长瓶颈

史蒂夫鲍尔默时期（2000-2014）的微软面临着内忧外患的局面，市值缩水，并陷入增长瓶颈。

1) 外患：①2000 年初互联网泡沫破裂，公司市值由 1999 年最后一天的 6000 亿美元跌至 2000 年 4 月份的不到 4000 亿美元；②2000 年 4 月微软因垄断（主要被指控将 IE 浏览器绑定 windows，以此挤压竞争对手）违反了《谢尔曼反托拉斯法》，被判决拆分为两个独立的公司，后上诉和解；③2008 年金融危机。

2) 内忧：陷入创新者的窘境，多条新业务线进展不顺，错失移动互联网时代机遇，软件向硬件转型失败。

史蒂夫鲍尔默时代，微软在多个业务线上面临了挑战。在消费电子领域，微软推出了 Zune 音乐播放器以对标苹果的 iPod，但由于市场进入时机较晚，加之缺乏足够的差异化优势，Zune 未能从已被苹果瓜分的市场中取得显著份额。其次，在移动互联网领域，微软的 Windows Phone 操作系统尽管进行了一些创新尝试，但面对 Google 的 Android 和苹果的 iOS，它未能在市场上取得主导地位，市场份额始终处于劣势。此外，由于谷歌拒绝为 Windows Phone 开发应用，导致许多热门应用如 Instagram 和 Snapchat 无法在 Windows Phone 上使用，进一步限制了其市场吸引力。

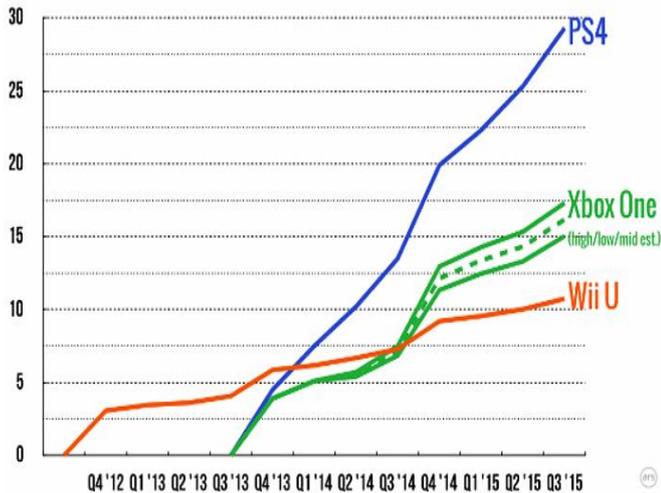
在移动设备领域，微软虽然早期就开始探索手机业务，但由于操作系统和硬件生态的缺乏，手机业务发展并不顺利。鲍尔默将重点放在维护 Windows 和 Office 的市场地位上，而对移动设备领域的创新投入不足。微软试图通过收购诺基亚来解决这一问题，希望能够借助诺基亚在手机市场的经验和提升自身竞争力，但最终这一举措也未能帮助微软在智能手机浪潮中取得突破，苹果和谷歌继续掌握着移动端市场的主导权。

图表 11 鲍尔默时代推出的代表性产品

涉及领域	微软产品及发布时间		主要竞争对手	竞争状态
音乐播放器	Zune (2006)		iPod	进入市场晚，落后于iPod 5年发布，创新不足，在市场未能斩获成功
搜索引擎	Bing (2009)		Google	进入市场晚，当时搜索引擎市场被google霸占（2010年google市占9成）
游戏	Xbox (2001)		PS/任天堂wii	Xbox在游戏主机市场获得成功，微软、索尼和任天堂在游戏机市场三足鼎立
手机	Windows Phone (2010)		iPhone及其他	进入市场晚，用户群体以ios和Android为主，创新不足，用户体验差，未能成功
平板电脑	Surface (2012)		iPad	当时占据少量市场份额，不能与主流品牌对比

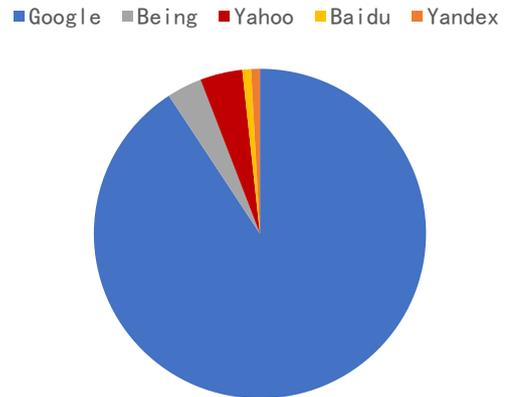
资料来源：公司官网，Wikipedia，华安证券研究所绘制

图表 12 游戏主机全球出货量（百万台）



资料来源：Gigazine，华安证券研究所

图表 13 2010 年全球搜索引擎市占率



资料来源：Statista，华安证券研究所

1.3 萨提亚纳德拉时期：拥抱云时代，踏上复兴之路

1) 时代背景：萨提亚纳德拉时期（2014-至今）的微软正值云计算兴起云涌的时代，2006 年，亚马逊推出了 Amazon Web Services (AWS)，标志着现代云计算服务的开始，2010 年，微软也正式对外推出 Azure Service Platform，云计算行业群雄逐鹿的时代正式

拉开序幕，而此时萨提亚纳德拉也正在微软任职云计算和企业部门的执行副总裁。

2) 公司战略:

①业务转型: 萨提亚纳德拉提出“移动为先，云为先”的战略，重塑生产力和业务流程，构建智能云平台，将云业务作为公司发展的重心。

②重整业务结构: 砍掉冗余部门(如诺基亚手机部门); 重整业务线(过去微软的业务部分经历了数次大调整，产品和业务结构混乱，划分不明确)，2014年之后微软业务线重整为三条线，即生产力及企业流程部门，智能云部门，更多个人计算部门。

③产品升级: 将 office 向移动端延伸(2014年为 Android 设备发布 Office 应用程序，同年3月发布 Office for iPad); 2020年将 Office365 升级为 Microsoft 365，产品内容进一步丰富。

③大兴收购，丰富业务矩阵: 纳德拉领导下的微软在云计算、AI、游戏、网络安全和社交网络等多个领域进行收购和投资。如游戏领域(收购 Mojang、ZeniMax Media、动视暴雪、Obsidian entertainment 等); 云计算、AI 与网络安全领域(收购 GitHub、Nuance、CyberX、RiskIQ 等，重笔投资 OpenAI、CoreWeave、Inflecyon AI 等)，社交领域(收购 LinkedIn 等)。

目前来看，微软 Azure 已经成长为仅次于亚马逊 AWS 的全球第二大云计算平台，与亚马逊 AWS 主要以 IaaS 层为重心的业务模式不同，微软云业务的强点和壁垒是利润率更高的 PaaS 层产品，尤其是在 AI 模型层面(即 MaaS, Model as a service)。在 AI 发展如火如荼的今天，微软也形成了独特的云业务竞争优势和壁垒，这也是如今微软市值出现大幅增长的主要驱动力。

2 三条业务线：云业务成为收入增长的主要驱动力

在萨提亚纳德拉的业务线重整下，如今微软的业务线共有三条，分别是生产力及业务流程部门 (Productivity & Business processes)，智能云部门 (Intelligent cloud)，更多个人计算部门 (More personal computing)。

其中，生产力及业务流程部门主要包括三部分，即 Office365、Dynamics 和 LinkedIn。智能云部门主要包括 Azure 云服务、服务器产品和企业服务。个人计算部门则主要包括 Windows 操作系统、游戏、设备、搜索和广告业务。

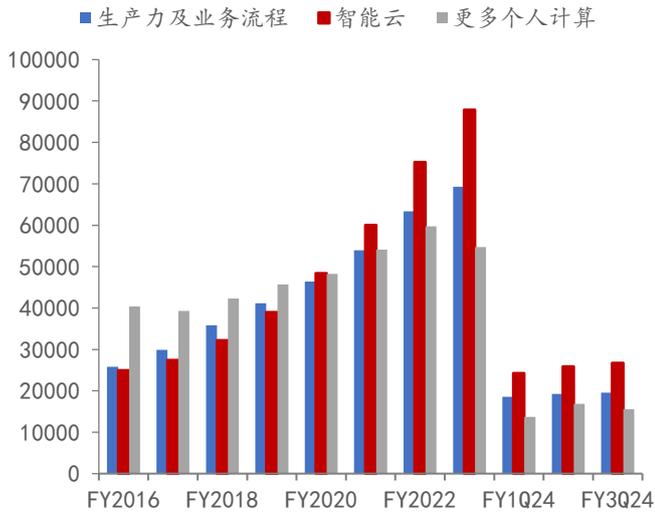
图表 14 微软产品线划分及主要产品

业务线	主要部门			主要产品
生产力&业务流程	Office	Dynamics	LinkedIn	Office, Dynamics 365, LinkedIn, Copilot
智能云	Azure	服务器	企业服务	Azure, GitHub, NUANCE
更多个人计算	Windows	设备	搜索&广告 游戏	Windows, Microsoft Surface, XBOX, Bing

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所绘制

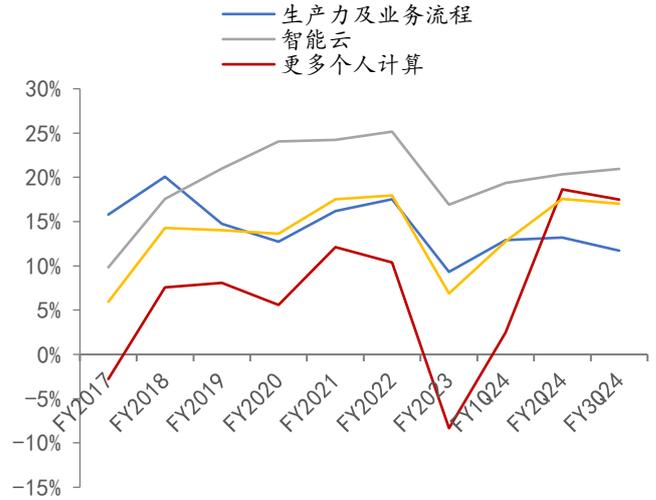
1) 收入端：智能云业务收入于 2020 年反超其他两项业务，成为微软最重要的收入来源。此外，公司业务增速触底反弹，进入 24 财年后业务增速出现明显回暖。2023 财年 (CY22H2-CY23H1) 公司各主要业务出现不同程度的增速下滑，其中更多个人计算业务更为明显 (表现为负增长)。其主要原因为：①PC 行业低迷，出货量出现明显下降；②面临经济不确定性，全球企业上云需求减弱，云开支收缩。进入 24 财年后，受益于 PC 大盘需求回暖，以及 AI 推动下的云计算需求增长，公司各业务重回合理增长区间。

图表 15 微软各业务收入情况 (百万美元)



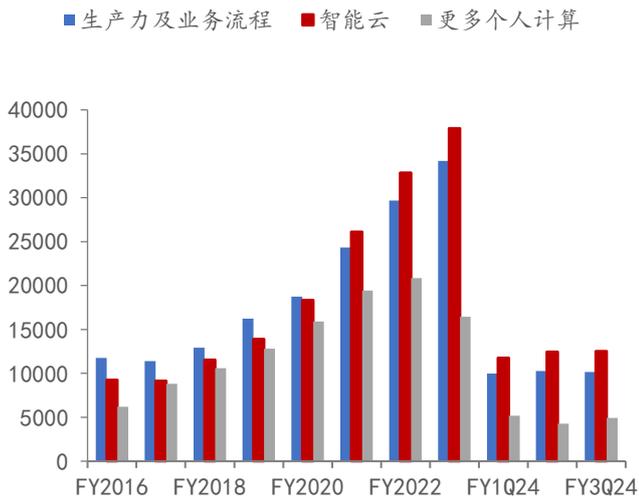
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 16 微软各业务收入同比增速情况



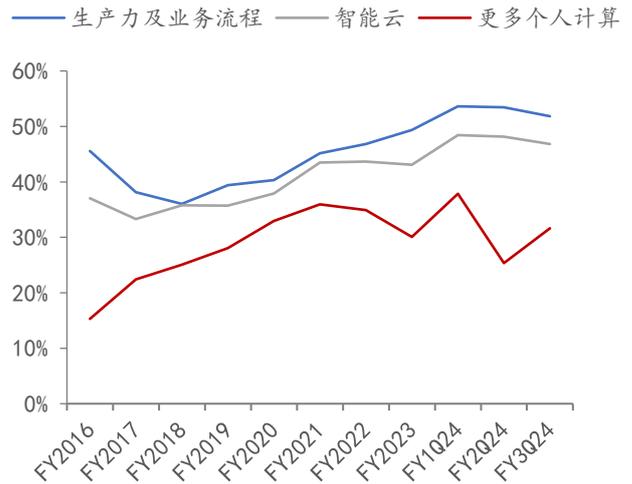
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 微软各业务 Operating income (百万美元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 18 微软各业务 OPM 情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2) 利润端：智能云业务和生产力及业务流程贡献主要营业利润。

2.1 生产力及业务流程：上云+订阅制实现业务升级，Copilot 提供增长新动力

生产力及业务流程业务收入增长近年来趋于稳定，维持 10%出头的收入增长，占总收入比重维持在 30%左右。该业务主要包含三部分，即 Office、LinkedIn 和 Dynamics。

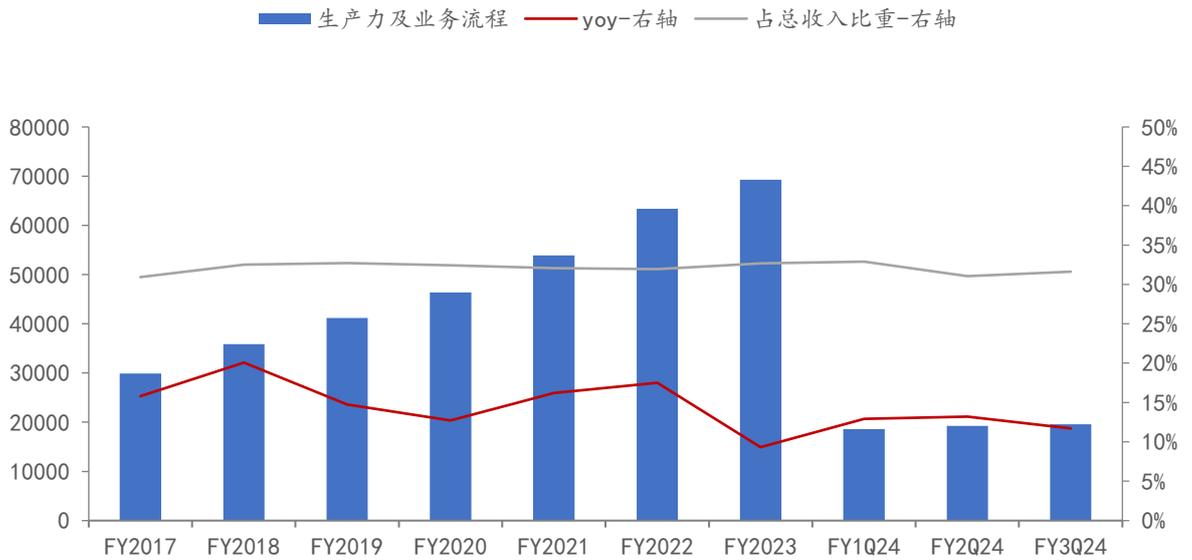
主要逻辑：1) **Office：**①通过一直以来捆绑 Windows 系统实现行业垄断，市占稳定；②2011 年起，Office 应用由本地部署的桌面软件转型为云端 SaaS 应用，背后付费模式由一次性买断制向订阅制转化，为业务增长注入新驱动力；③Copilot 赋能 Office 应用，布局 AI+办公板块，有望提供新增长动能。2) **LinkedIn：**收入主要依靠营销方案、广告和订阅费用，收入增速趋于平缓，维持在高个位数增长；3) **Dynamics：**为企业客户提供 CRM、ERP 等核心功能，目前在大型企业中渗透率高（世界前 500 强渗透率 70%），后续有望通过 Copilot 赋能进一步提升渗透率和 ARPU 值增长。

图表 19 生产力及业务流程涵盖产品



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所绘制

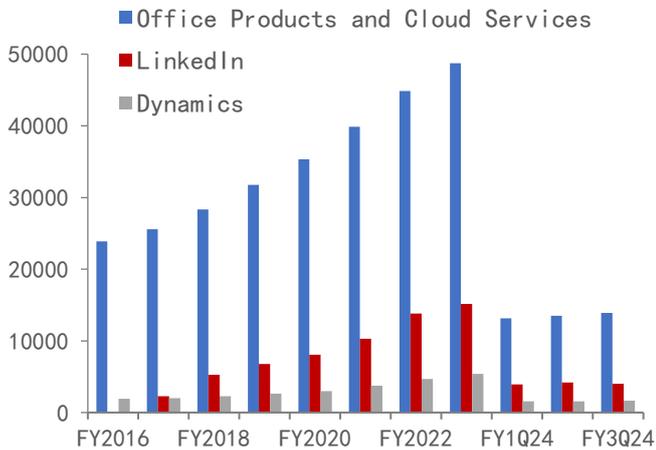
图表 20 生产力及业务流程收入增速及占比 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

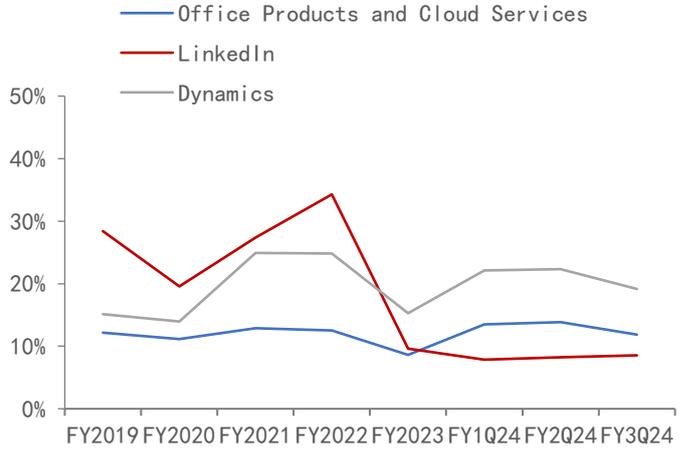
分业务看: 1) Office 产品收入占据该业务的主导地位, 收入占比在八成以上, 目前增长维持在 10% 以上, 较为稳定; 2) LinkedIn 受全球经济形势的复杂性导致了市场环境的不确定性, 从而降低了企业的投资和招聘活动意愿, 收入增速在 2023 财年 (22H2-23H1) 出现大幅下滑, 目前维持高个位数增长; 3) Dynamics 目前收入规模相对较小, 增速较快, 维持在 20% 上下。

图表 21 生产力及业务流程各业务收入 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 22 生产力及业务流程各业务收入同比增速



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 增速数据选取固定汇率

2.1.1 Office: 市占稳固, Copilot 增添增长新动力

Office 业务以 to B 为主, 也就是说 Office 产品的主要收入来源是商用, To C 占比并不高。针对个人消费者和商用的版本在产品内容的区别主要是商用版除了包含消费者版的基本应用程序外 (如 Word、Excel、PowerPoint、Outlook), 还提供了

额外的商业应用和服务,如 Microsoft Teams、SharePoint、Exchange 等,以支持企业协作和数据管理,同时商业版则提供了更高级的安全功能,包括数据丢失防护、威胁防护、合规性工具等,以及更细致的设备和应用管理选项。

微软对于 Office 产品的划分相对复杂,但主要包含两大版本: 1) **Consumer**: 分为个人版和家庭版; 2) **Commercial**: 分为商业版 (for business) 和企业版 (for enterprise), 两个版本下还划分不同套餐。

图表 23 Office 各版本内容

各版本一览	Consumer	个人版		¥ 39/月	
		家庭版		¥ 50/月	
	商业版	应用版		¥ 64/月	
		基础版		¥ 46/月	
		标准版		¥ 97/月	
		高级版		¥ 170/月	
	Commercial	MS365	F3		¥ 62/月
			E3	F3 产品+	¥ 261/月
			E5	E3 产品+	¥ 401/月
		Office 365	应用版		¥ 93/月
			E1		¥ 60/月
			E3	E1 产品+	¥ 161/月
	E5	E3 产品+	¥ 277/月		

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所绘制

注: 1) 图中各版本仅展现了产品的不同, 其中还有云安全功能和云储存功能的不同;

2) consumer 和商业版均是 MS365 下版本。

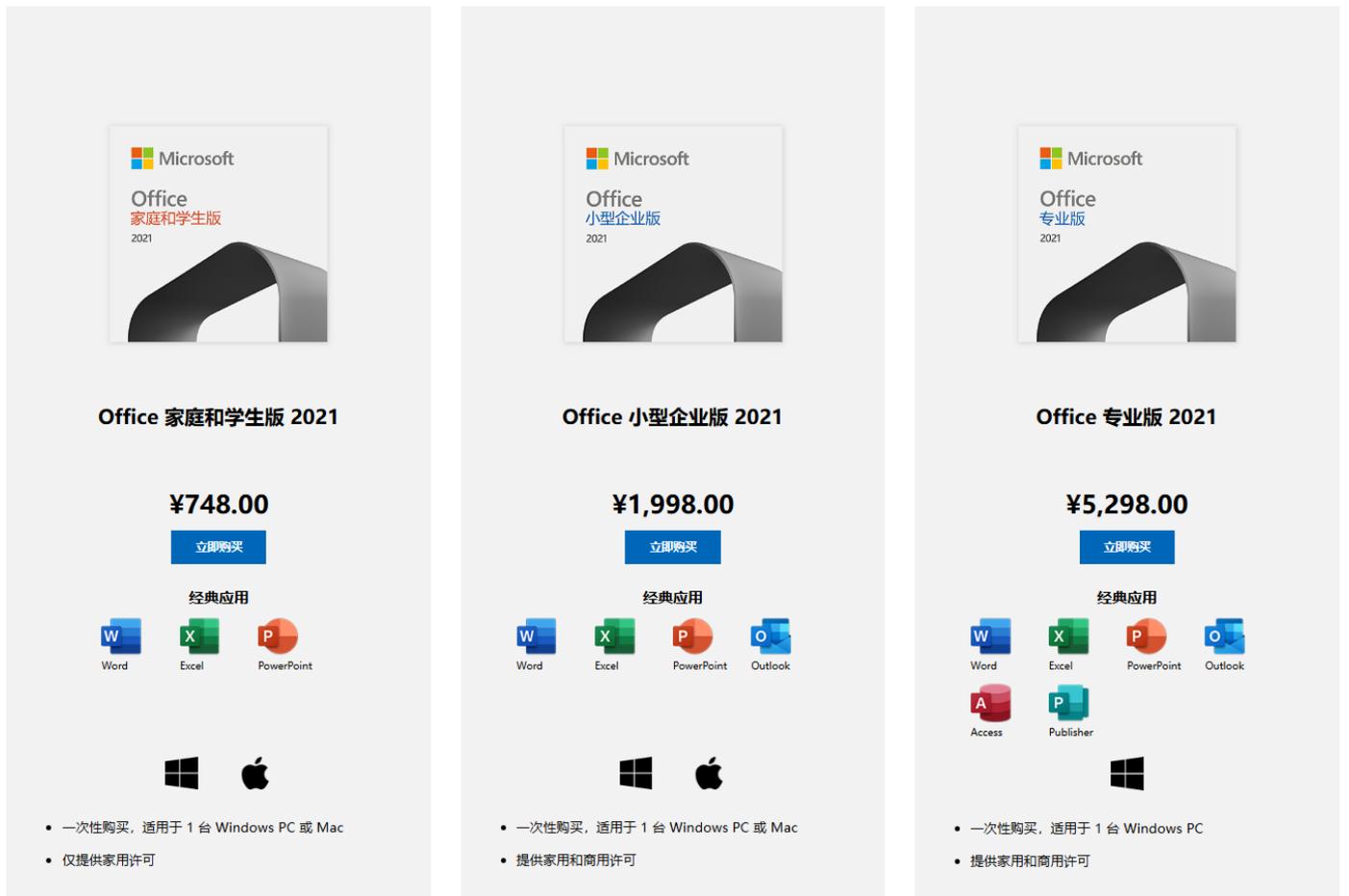
3) 企业版中 MS365 和 Office365 的不同点在于 MS365 具有安全性、合规性及设备管理的新功能, 还包括企业版的 Windows 操作系统;

业务优势:

1) **Office 通过与 Windows 系统绑定的方式, 在全球办公软件市场占据领先地位, 基本盘稳定。** Microsoft Office 的成功在很大程度上归功于它与 Windows 操作系统的兼容性和集成性。随着 Windows 操作系统在市场上的主导地位, Microsoft Office 作为其主要的办公软件套件, 也获得了巨大的市场份额, 基本盘稳固。

2) **收费模式的转变为 Office 产品增添持续的增长动能。** Office365 于 2011 年推出, 这项服务标志着微软从传统的一次性购买软件授权的方式, 转变为基于云服务的订阅模式。相较于传统的一次性买断制 Office 版本, Office 365 用户可以享受到持续的功能更新、多平台跨设备的使用权以及云存储服务, 例如 OneDrive 和 SharePoint。目前仍然能购买的最新版一次性买断式 Office 版本为 Office2021, 根据版本不同, 售价由 748 元至 5298 元不等。

图表 24 Office2021 各版本费用



资料来源：公司官网，华安证券研究所

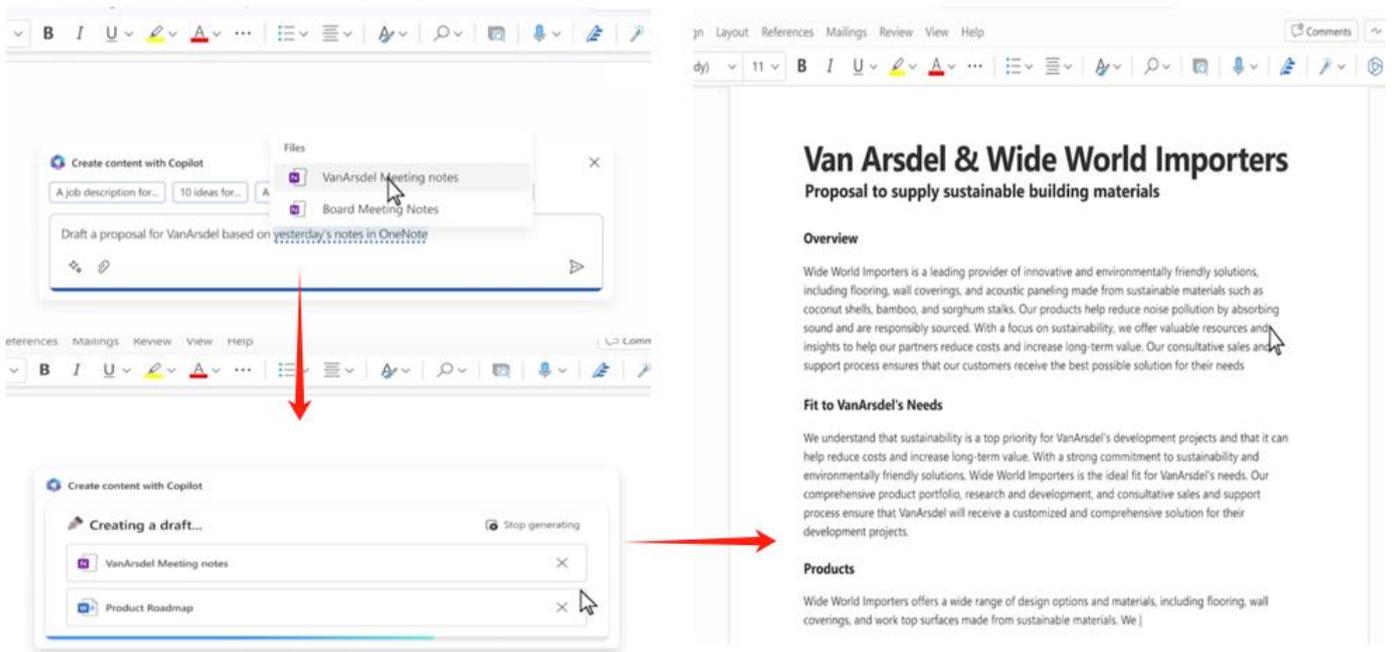
3) Copilot 为 Office 赋能，有望为 Office 业务注入新动力。目前 MS copilot 适用于商业版和企业版 Office，每月为 30 美元，个人用户可以购买并使用 copilot pro，每月 20 美元。随着 Copilot 对 Office 核心应用的赋能不断完善和优化，我们预计 MS copilot 的付费率在 Office 用户中会逐渐提高。

我们认为 MS Copilot 的优势主要体现在两方面：①保持领先于市场的智能化，MS Copilot 会保持采用最新版本的 GPT 模型；②兼顾了 Office 各应用之间的协同性，这也在很大程度上抵御了外部 AI 工具带来的冲击（如外部 AI 文本生成或改写工具也有很多，但 copilot 具备基于 Office 套件下的生态优势，如 Word 可根据 OneNote 内容生成文案，Word 文档可自动生成 PPT 等功能）。

主要功能：

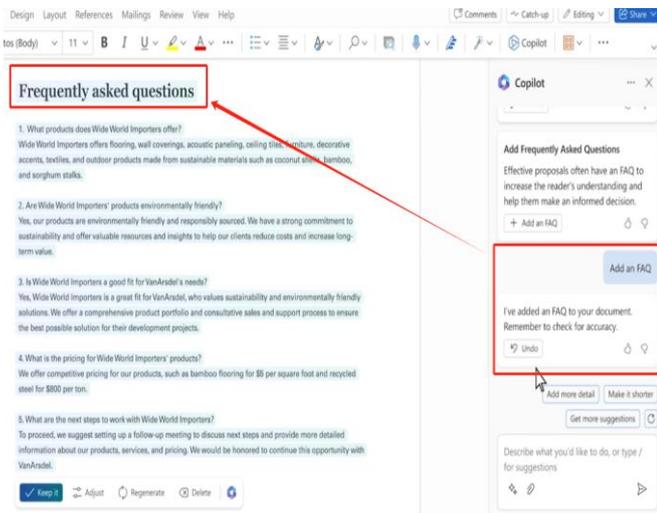
①Copilot+Word: Copilot 可以帮助用户快速从空白页面开始撰写文档，提供内容建议和灵感，也可以对现有 word 文档、OneNote 等文件进行改写和转换，也允许用户就文档内容提出问题或要求摘要。

图表 25 根据现有 word 文档和 OneNote，根据用户要求，进行内容抓取改写



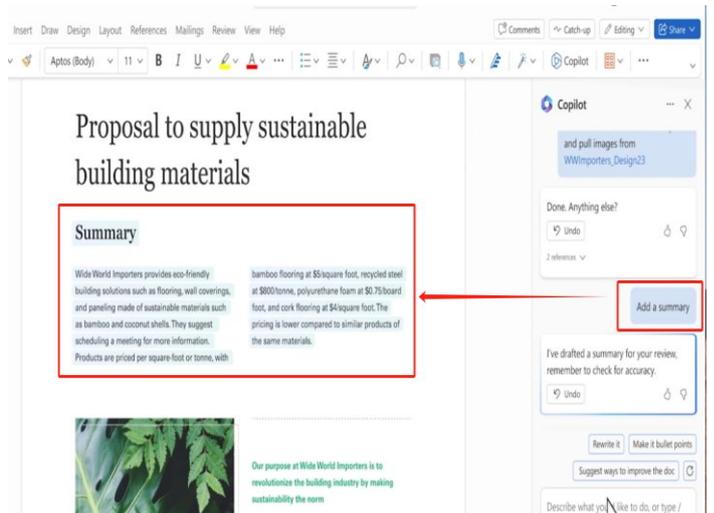
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 26 Word 文档可自动生成 Q&A



资料来源：公司官网，华安证券研究所

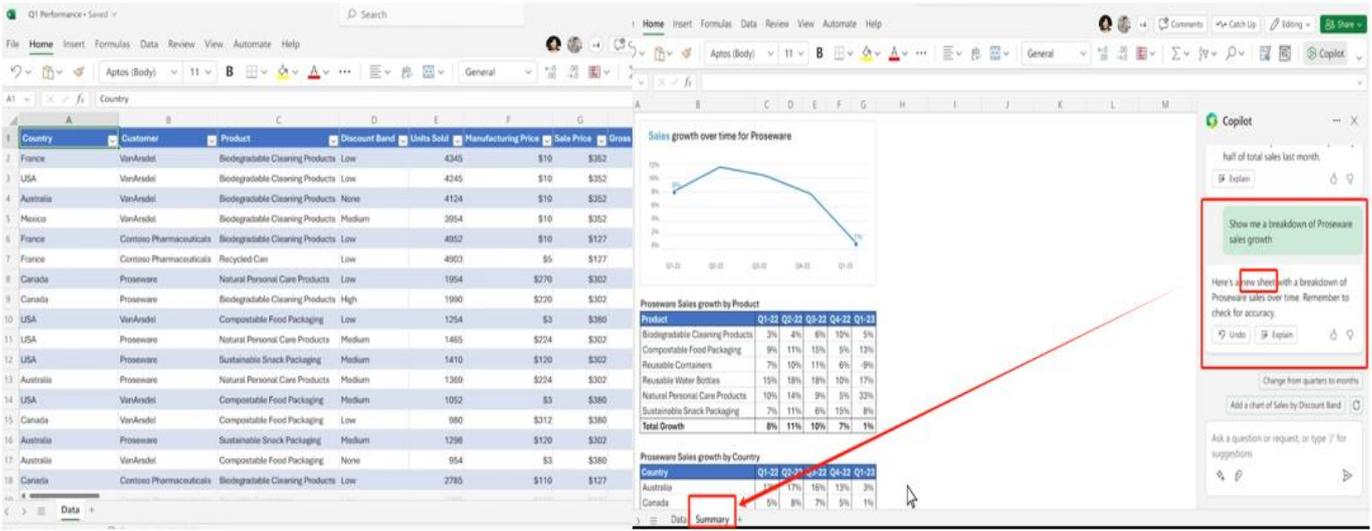
图表 27 可自动生成总结



资料来源：公司官网，华安证券研究所

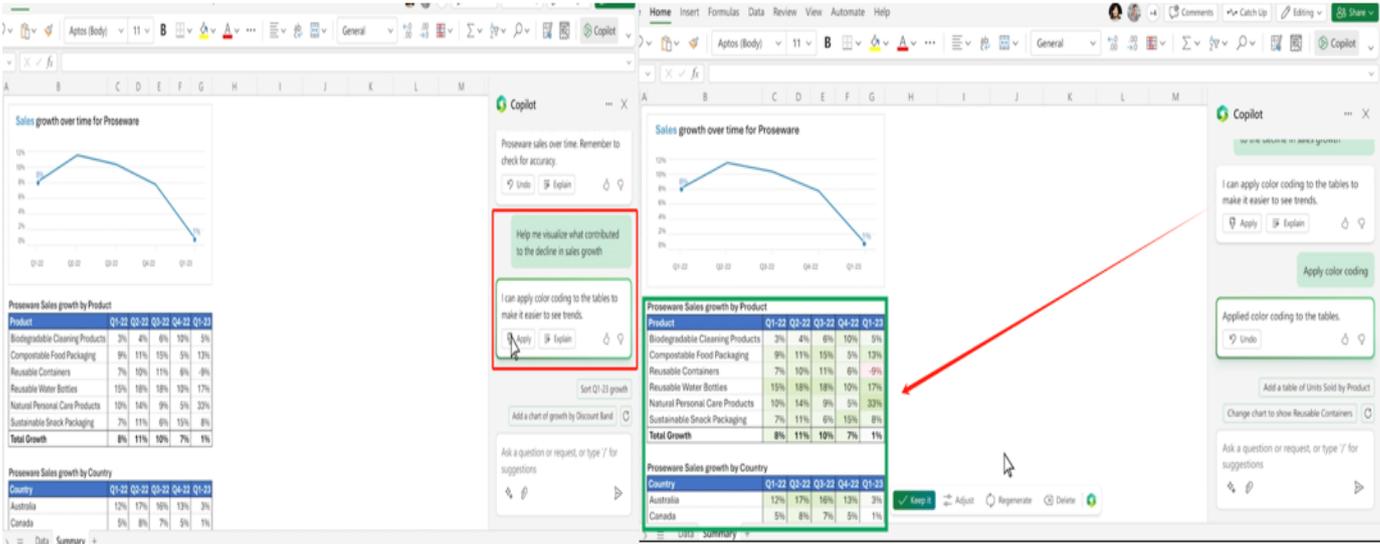
②Copilot+Excel: 用户可以直接用文字描述想要进行的数据分析，Copilot 将自动生成相应的公式或图表或新的 sheet，也可以在图表和数据透视表中显示见解，突出显示数据的关联性。

图表 28 根据数据以及用户提问，自动生成新的 sheet，并自动生成相关图表



资料来源：公司官网，华安证券研究所

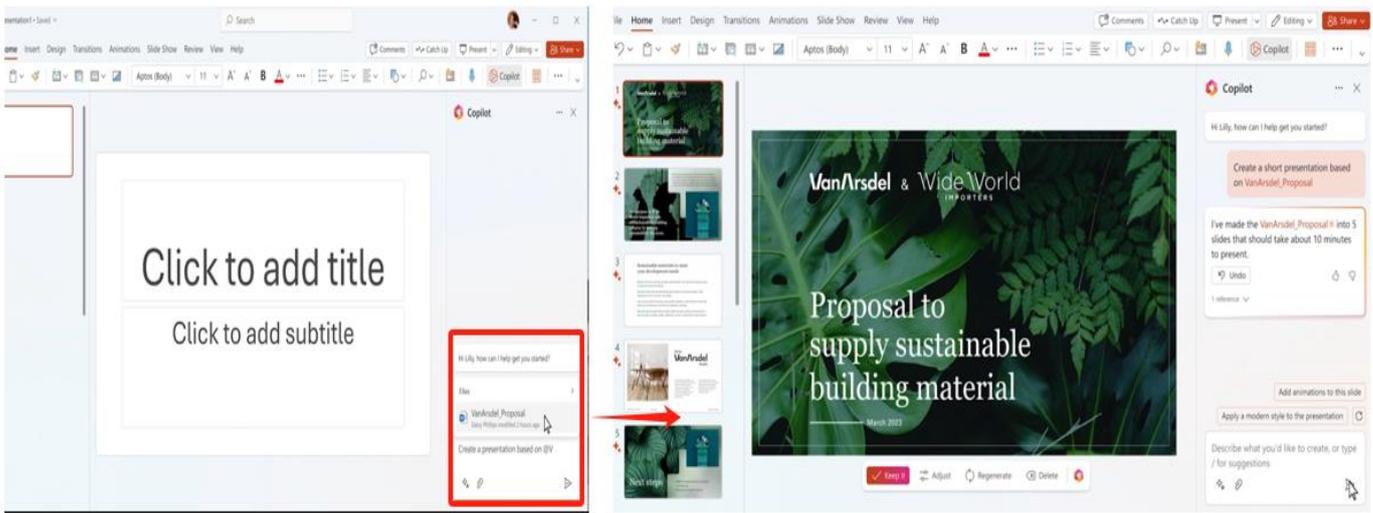
图表 29 根据数据以及用户提问，自动在图表中以颜色区分数据的相关性



资料来源：公司官网，华安证券研究所

③Copilot+PPT: 可以从现有 Word 文档创建演示文稿, Copilot 能对文档内容进行全面分析, 识别其中的关键点, 并自动生成具有专业设计的幻灯片。

图表 30 根据 word 或 PDF 等文件内容，自动生成完整的 PPT



资料来源：公司官网，华安证券研究所

④**Copilot+其他**：在 Teams 中，Copilot 可作为会议助手，帮助记录要点、生成会议纪要或提供实时翻译和转录；可以帮助用户管理电子邮件和日程安排，提供智能回复建议，以及邮件内容总结和优先级排序；在 OneNote 中可帮助用户组织笔记和想法，可能包括信息整理、笔记分类和搜索优化；

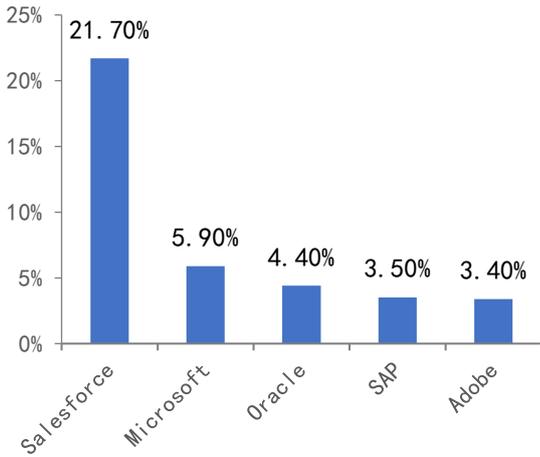
2.1.2 LinkedIn 受宏观环境影响短期承压，Copilot 赋能 Dynamics

Dynamics:

Dynamics 是微软提供的一个企业资源规划 (ERP) 和客户关系管理 (CRM) 解决方案套件。2016 年 Dynamics 新版本 Dynamics365 发布，也是业界首款打破传统将 CRM (客户关系管理) 和 ERP (企业资源计划) 功能融为一体的 SaaS 应用，解决了之前两个系统封闭独立运行，容易形成数据孤岛的弊端。据官方统计，在世界 500 强的企业中，Dynamics 整体 (包含 365 版本) 的渗透率已达到 70%。

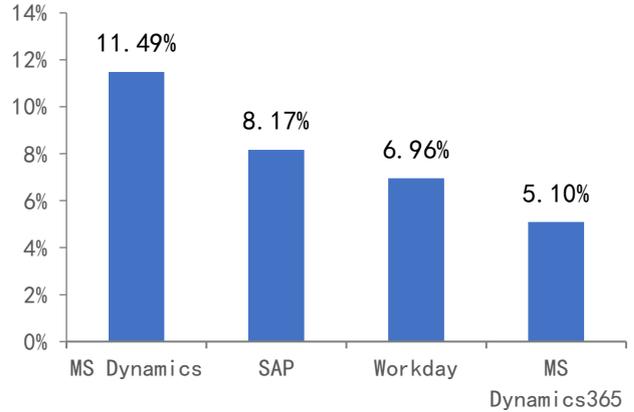
主要功能涵盖：1) **销售管理**：提供工具来跟踪潜在客户、管理销售渠道和优化销售流程；2) **客户服务**：企业可以提供更快速、个性化的客户支持和服务；3) **财务和运营管理**：包括财务管理、库存管理、供应链管理等功能，帮助企业更有效地管理日常运营；4) **人力资源管理**：提供人力资源相关的功能，如员工信息管理、绩效跟踪和薪酬管理；5) **项目管理**：帮助企业规划和管理项目，跟踪项目进度和预算；6) **定制和集成**：提供高度的定制性，可以与现有的业务流程和其他系统 (如 Office 365) 集成，以满足特定的业务需求；7) **商业智能和分析**：提供强大的数据分析工具，帮助企业洞察业务趋势和做出明智决策

图表 31 全球 CRM 主要玩家市占率



资料来源: Statista, 华安证券研究所

图表 32 全球 ERP 主要应用市占率



资料来源: Statista, 华安证券研究所

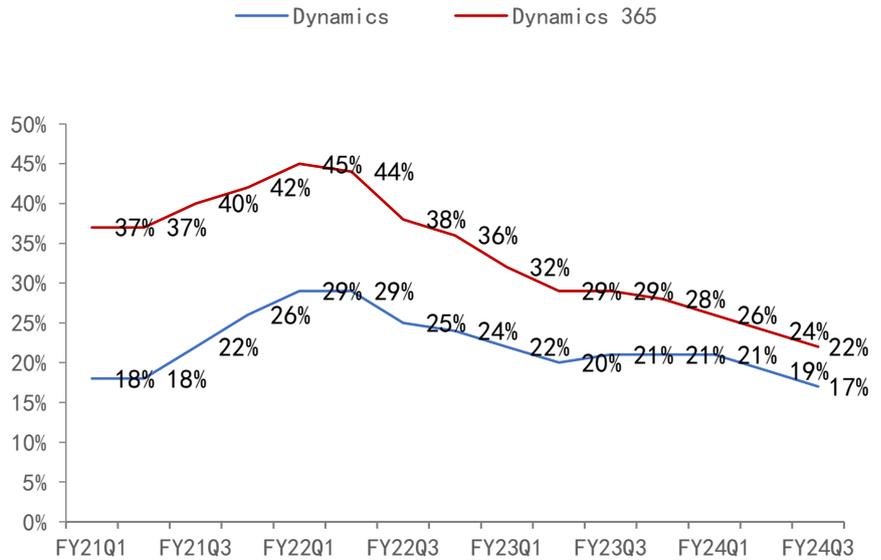
Copilot 全方位深度赋能 Dynamics 365, 有望进一步推动市占率提升, 打开提价空间。2023 年 3 月 6 日, 微软宣布将 Copilot 引入 Dynamics 365, 推出全球首款 AI 商业管理 SaaS 应用 Microsoft Dynamics 365 Copilot。Copilot 对 Dynamics 365 中的主要功能都进行了深度赋能, 大幅提升了企业的生产力和效率。

图表 33 Microsoft Dynamics 365 Copilot 可实现的部分功能

Copilot +	功能模块	功能描述
	Viva Sales	<ol style="list-style-type: none"> 根据客户电子邮件生成内容建议, 例如对查询的回复或建议请求, 并包含与收件人特别相关的数据, 例如定价、促销和截止日期。 通过 AI 生成的会议摘要及时跟进客户, 提供会议期间讨论的关键主题、问题和关注点的自动摘要。
	Customer Service	<ol style="list-style-type: none"> 快速制作草稿电子邮件或聊天回复给客户, Copilot 可以帮助在几秒钟内创建针对客户查询的相关和个性化的电子邮件回复。 高度智能的对话机器人使用受信任的网站和公司的内部数据来解决客户问题。
	Customer Insights and Marketing	<ol style="list-style-type: none"> 通过简单的提示探索、分析和了解客户群的规模和偏好, 无需通过 SQL 处理数据。 通过 Azure OpenAI 服务生成创意邮件进行营销。
	Business Central	通过生成 AI 生成的产品描述, 帮助中小企业更快地将新产品推向市场。
	Supply Chain Management	可供 Dynamics 365 供应链管理客户使用, 以更好地预测供应商、天气和地理位置之间发生的中断并采取行动。使用新闻模块中的情报, 主动标记可能影响关键供应链流程的外部问题, 例如天气、金融和地缘政治新闻。预测性洞察可显示材料、库存、承运人、分销网络等方面受影响的订单。

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所绘制

图表 34 Dynamics365 收入增速高于整体 Dynamics 业务增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

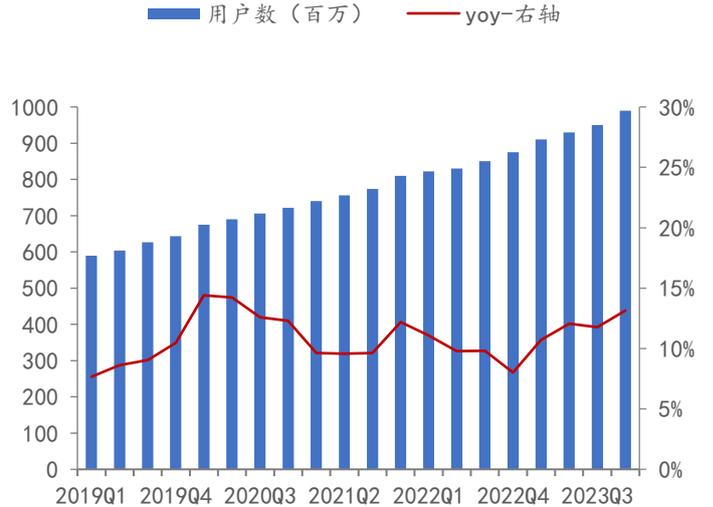
注：增速数据选取固定汇率

LinkedIn:

LinkedIn 是全球领先的专业求职社交网络平台，它允许用户创建个人资料，与其他专业人士建立联系，分享行业新闻和工作机会。用户可以在这个平台上展示自己的职业经历、教育背景、技能和成就，同时也可以使用 LinkedIn 来寻找工作、招聘人才、拓展业务联系和参与行业讨论。**截至 2023 年底，LinkedIn 入驻企业数达 6700 万家，用户数达近 10 亿人。收入主要依靠付费订阅、广告业务及人才解决方案等业务。**

图表 35 全球 LinkedIn 企业数

图表 36 LinkedIn 用户数



资料来源：Business of APPs，华安证券研究所

资料来源：Business of APPs，华安证券研究所

2.2 更多个人计算业务：Windows 增长平缓，游戏业务或将成为业务增长新支点

更多个人计算业务产品框架：整体来说，该业务分为四大板块，1) **Windows：**业务收入来源主要依靠 Windows OEM 许可及其他非批量安装许可，以及 Windows 商业产品及云服务，如 Windows 商业版操作系统、Windows365（类似虚拟机）等；2) **游戏：**分为硬件和内容服务，硬件主要指 Xbox 游戏机及其配件，内容服务主要是订阅费用、广告以及游戏收入（包括自有和三方游戏和三方游戏）；3) **设备：**主要为 Surface 和 PC 配件；4) **搜索&广告：**这里主要为 bing 带来的收入。

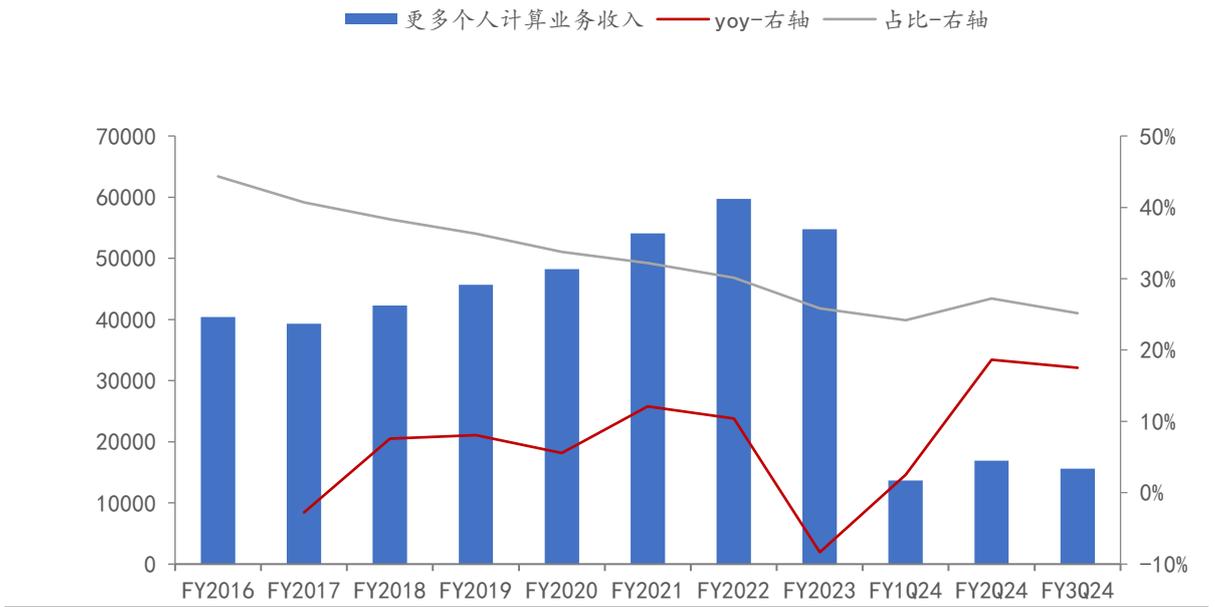
图表 37 更多个人计算业务产品框架



资料来源：公司公告，华安证券研究所绘制

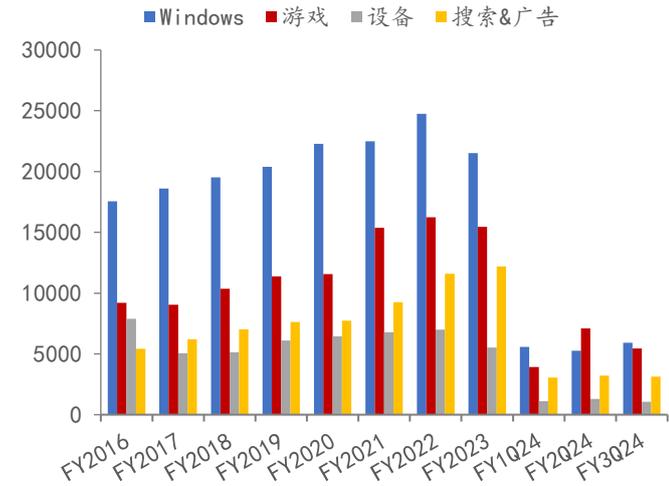
收入端：更多个人计算业务收入占整体比重逐渐减弱，维持在两到三成之间，增速自 2023 财年触底后反弹，近两季度收入增速出现明显拉升，主要因为收购动视暴雪后合并收入所致。分业务看，Windows 收入占比最高，但在微软收购动视暴雪后，游戏收入于 FY2Q24 (CY4Q23) 超过 windows 收入。

图表 38 更多个人计算业务收入及增速情况 (单位: 百万美元)



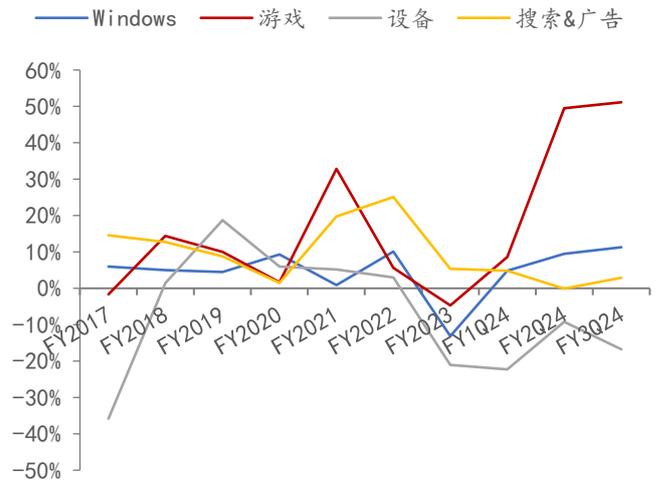
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 39 更多计算业务各业务收入 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 40 多计算业务各业务收入同比增速

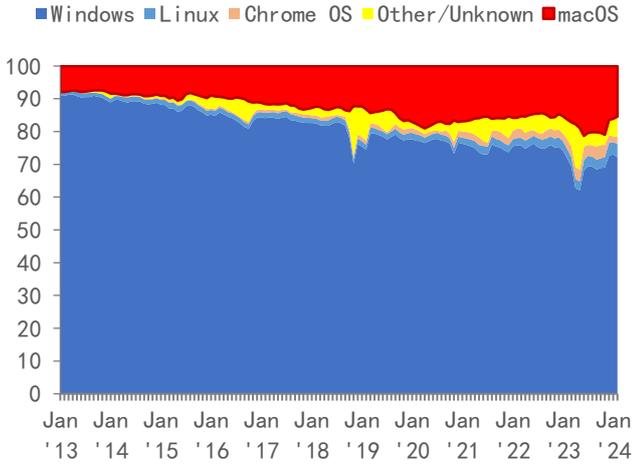


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2.2.1 Windows: 基本盘稳定, 收入增长趋于平缓

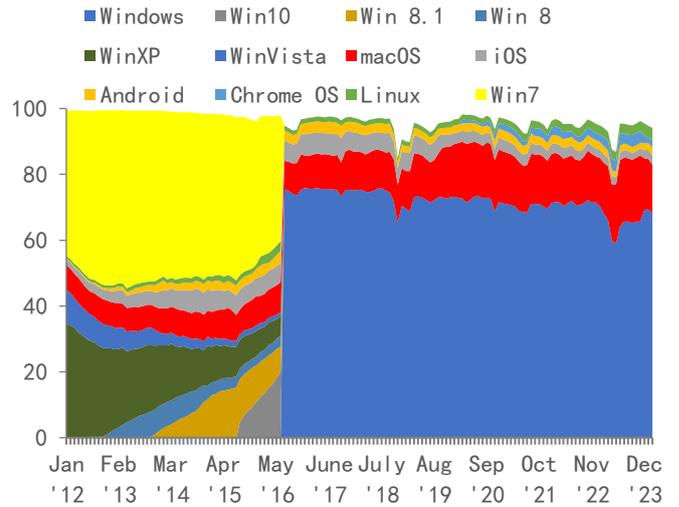
1) Windows 系统市场占有率极高, 基本盘稳定, 虽然受苹果电脑冲击, 市占率有下降趋势, 但中短期内看微软的市场份额仍相对稳定, 不会出现大幅波动。微软主要受到了苹果 PC 的冲击, 市占率有缓慢下坡的趋势, 截至目前 Windows 系统仍占据 7 成以上, 我们认为中短期看微软基本盘仍相对稳固。

图表 41 PC 端操作系统市占率情况



资料来源: Statista, 华安证券研究所

图表 42 计算机操作系统市占率 (含台式和平板)

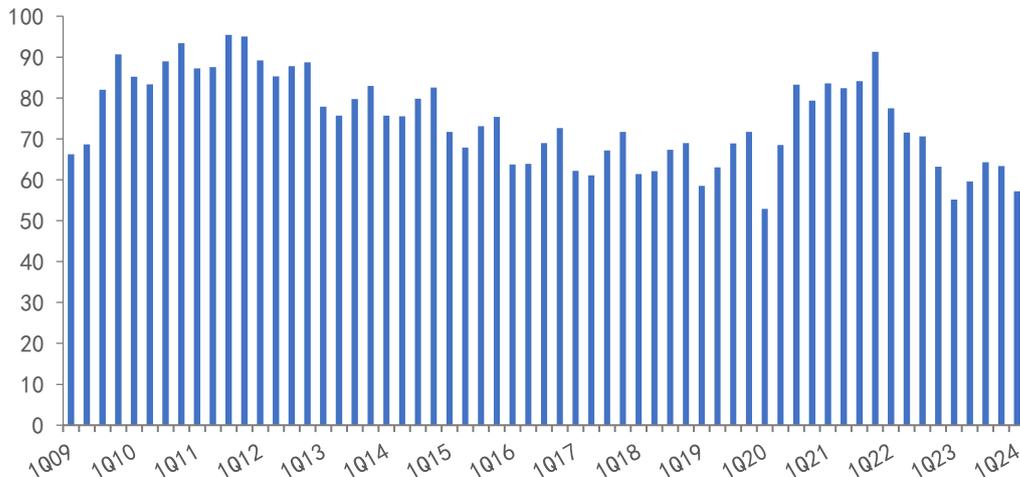


资料来源: Statista, 华安证券研究所

2) Windows OEM 收入主要受到全球 PC 出货量下降影响。自 2010 年以来, 全球 PC 出货量呈现逐渐下滑的趋势, 原因有两个: 1) PC 经过了 2000 年-2010 年的高增长, 市场趋近饱和, 需求减弱; 2) 移动时代开启, 需求逐渐向移动端转移, 如手机、平板。

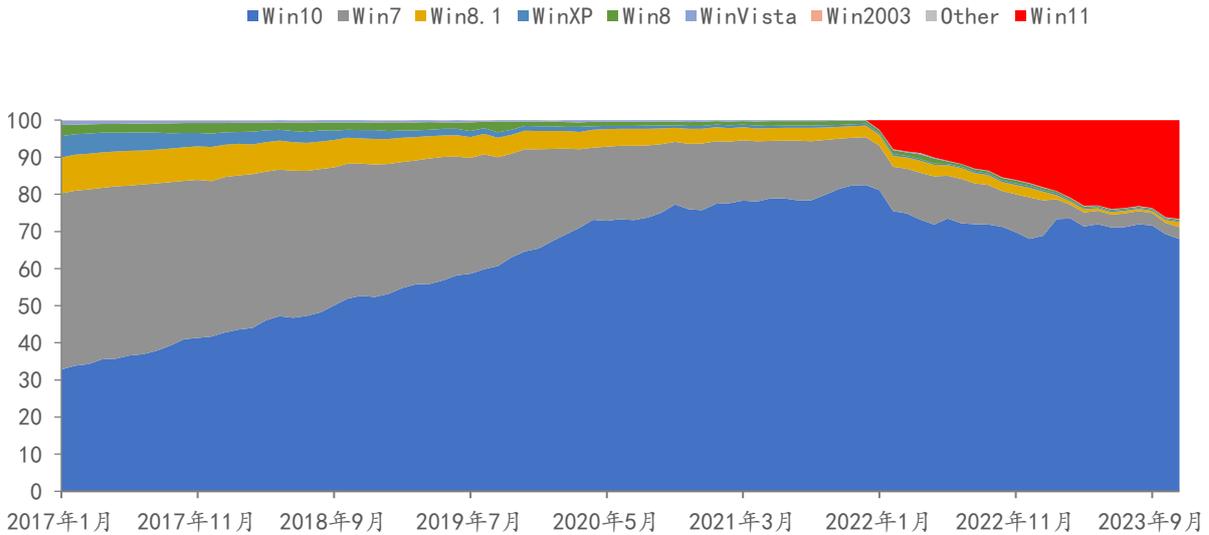
今年一季度, 全球 PC 出货量实现正增长 (根据 Canalys: 同比增速达 3%), 我们认为增长主要因为去年同期的低基数, 以及 AIPC 产生了一定的换机需求。从目前角度看, 我们认为 PC 出货量下行趋势相对难以逆转, 能否实现持续的出货量增长很大程度上取决于 AIPC 在功能和应用上能否有重大突破和落地。所以大盘逆势很大程度上压制了 Windows OEM 收入增长, 但另一方面, 随着 Win10 系统在 2025 年停止服务, 之后的 OEM 将会以 Win11 为主, OEM 的 ARPU 值有望提升。综合判断我们认为 Windows OEM 收入中短期内将会维持低个位数的增长。

图表 43 全球季度 PC 出货量 (百万台)



资料来源: Statista, 华安证券研究所

图表 44 Windows 系统各版本占比情况



资料来源: Statista, 华安证券研究所

3) Windows 商业产品及云服务主要包含 Windows 商业版操作系统以及 Windows 365 等产品, 这项业务在很大程度上并不受 PC 大盘出货量影响, 而是与 B 端订阅付费意愿相关。Windows 商业版操作系统相比一般版本具备更高级的隐私保护和系统, 如 BitLocker、AppLocker、Windows Information Protection (WIP) 等。

图表 45 Windows 商业版各版本产品

Windows 企业版 E3	Windows 企业版 E5	Microsoft 365 F3 中的 Windows Enterprise E3
适用于具有高级安全和综合管理需求的大中型组织。	对于希望利用整体、云交付端点安全解决方案的组织。	适用于拥有一线工人的大中型组织 ³
联系销售人员	联系销售人员	联系销售人员
Windows 11 Enterprise E3 升级 Windows 11 Pro 并添加:	Windows 11 企业版 E5 升级了 Windows 11 企业版 E3, 并添加了:	Microsoft 365 F3 订阅中包含的 Windows 11 Enterprise E3 包括:
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Windows 中 Copilot 的生成 AI 功能。 ✓ 广泛的操作系统部署和更新控制选项。 ✓ 全面的设备和应用程序管理。 ✓ 使用通用打印进行无服务器打印管理。 ✓ 针对现代网络威胁的高级防护。 ✓ 使用 Windows Autopatch 自动更新 Windows 和 Office 365。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Microsoft Defender for Endpoint, 一个完整的端点安全解决方案。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Windows 中 Copilot 的生成 AI 功能。 ✓ 广泛的操作系统部署和更新控制选项。 ✓ 全面的设备和应用程序管理。 ✓ 使用通用打印进行无服务器打印管理。 ✓ 针对现代网络威胁的高级防护。
要求: <ul style="list-style-type: none"> ✓ 合格操作系统: Windows 11 Pro。 ✓ 按用户许可, 包括 Azure 虚拟桌面和 Windows 365 实例。 查看许可详细信息。 	要求: <ul style="list-style-type: none"> ✓ 合格操作系统: Windows 11 Enterprise E3。 ✓ 按用户许可。 查看许可详细信息。 	要求: <ul style="list-style-type: none"> ✓ 合格操作系统: Windows 11 Pro。 ✓ 按用户授权, 包括云管理和虚拟化。 查看授权详情。

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

Windows 365 是微软提供的一项云电脑（类似于一种高度可用、经过优化且可缩放的虚拟机），它允许用户在云端创建 Windows10 或 Windows11 的系统安装，并将操作系统流式传输到任何设备，包括 Mac、iPad、Linux PC 和 Android 设备从而进行访问。用户可以购买官方推荐套餐，也可为完全自己配置一台云电脑，具备极高的灵活性。

图表 46 企业版 Windows 365 推荐套餐

Standard	Premium
Run a full range of productivity tools and line-of-business apps.	Run high-performance workloads and heavier data processing.
\$41.00 user/month Subscription automatically renews ¹	\$66.00 user/month Subscription automatically renews ¹
2 vCPU 8 GB RAM 128 GB Storage	4 vCPU 16 GB RAM 128 GB Storage
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Integrated with Microsoft Intune for advanced threat protection, and PC and mobile device management ✓ Supports the desktop versions of Microsoft 365 apps, Outlook, and OneDrive ✓ Supports the desktop version of Microsoft Teams ✓ Unlimited users 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Integrated with Microsoft Intune for advanced threat protection, and PC and mobile device management ✓ Supports the desktop versions of Microsoft 365 apps, Outlook, and OneDrive ✓ Supports the desktop version of Microsoft Teams ✓ Supports Microsoft Visual Studio, Power BI, and Dynamics 365 ✓ Unlimited users
Purchasing and licensing requirements ⓘ	Purchasing and licensing requirements ⓘ
Buy now	Buy now
Contact sales for a free trial > See trial terms²	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 47 Windows 365 自定义选项

處理器 ⓘ

2 vCPU	4 vCPU
8 vCPU	16 vCPU

RAM ⓘ

4 GB	8 GB
------	------

儲存空間 ⓘ

64 GB	128 GB
256 GB	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.2.2 游戏：优质 IP 注入，未来发展可期

收购动视暴雪为游戏业务提供增量。从 2022 年 1 月，微软首次宣布计划收购动视暴雪到 2023 年 10 月微软宣布以 690 亿美元完成收购，长达近两年的收购行动历经波折（其中主要原因是索尼的阻拦，因为担心动视暴雪被微软收购后，动视暴雪旗下的《使命召唤》系列会被 Xbox 独占，而《使命召唤》系列仅在 2021 年就为索尼在美国地区带来了 8 亿美元的收入。为推动收购顺利结束，微软分别与任天堂和索尼签署协议承诺收购完成后会继续面向 Switch 和 PlayStation 提供《使命召唤》游戏授权）。收购动视暴雪后，微软旗下游戏 IP 得到进一步丰富，游戏业务收入也得到大幅提升，FY2Q24、FY3Q24 微软合并动视暴雪后收入同比增速达 50%、51%。

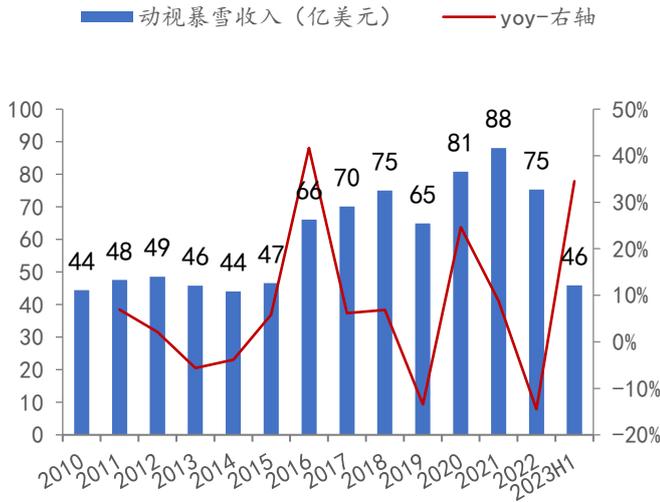
图表 48 动视暴雪旗下著名游戏 IP



资料来源：公司官网，华安证券研究所

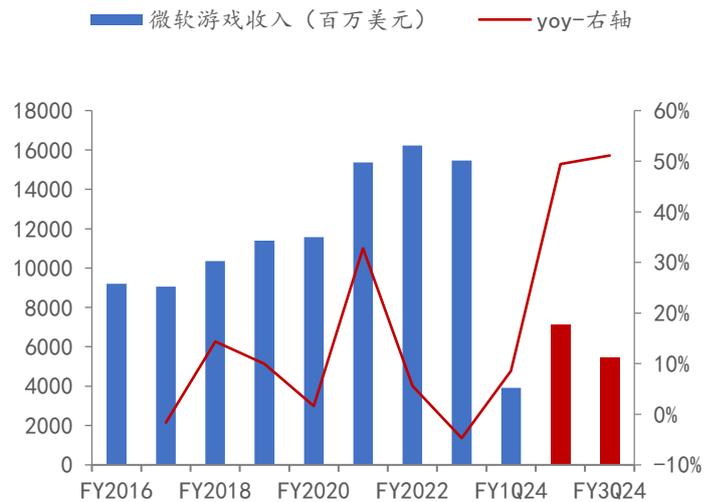
其次，收购动视暴雪后，微软在游戏品类的布局也延伸到了手游。此前微软游戏品类一直都为主机游戏，在变现能力更强的手游侧并没有布局，而动视暴雪在手游端的收入占比持续上涨，截至 2023 年中，来自手游的收入已占到整体收入的 4 成以上，旗下知名手游作品有《糖果传奇》、《使命召唤》手游等。

图表 49 动视暴雪收入 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

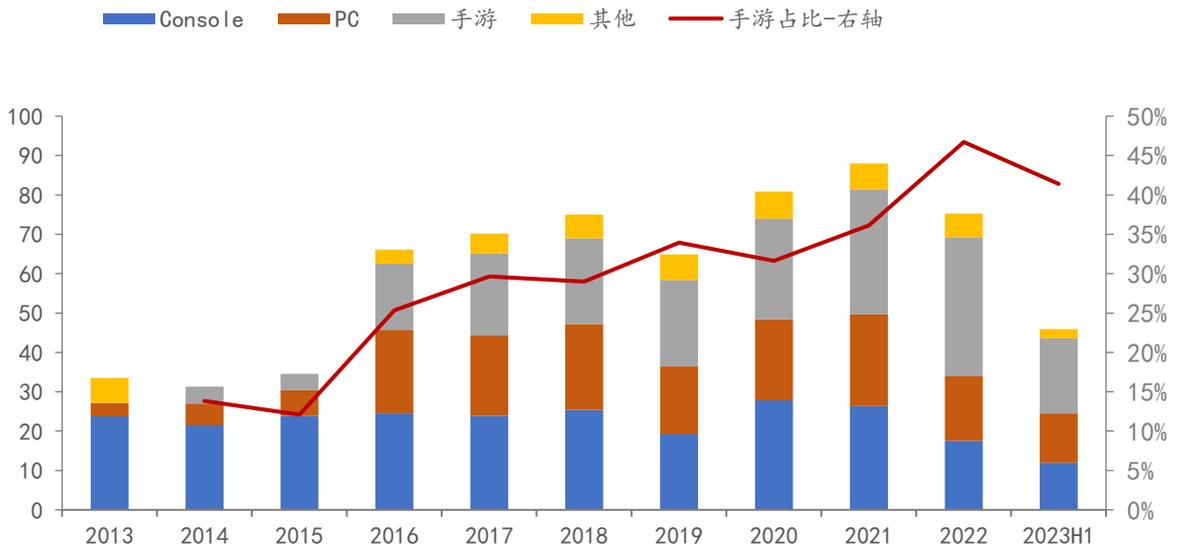
图表 50 微软游戏收入及增速情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 红色为合并动视暴雪后收入

图表 51 动视暴雪手游收入占比持续上升 (单位: 亿美元)

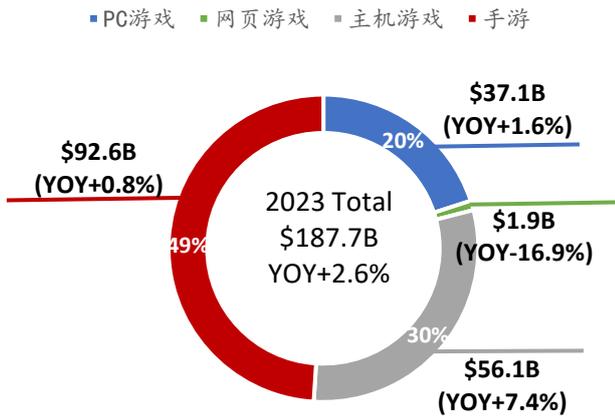


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

在微软游戏业务的硬件端则指的是 Xbox 游戏机, 当前游戏市场中, 主机游戏仅次于手游位列第二大游戏市场, 而在游戏主机市场的竞争格局中, 微软(Xbox 系列)、索尼(PS 系列)和任天堂(Switch 系列)呈现三足鼎立的局面。从市占率方面看, 微软的 Xbox 占比最低, 与索尼的任天堂都有较大差距。

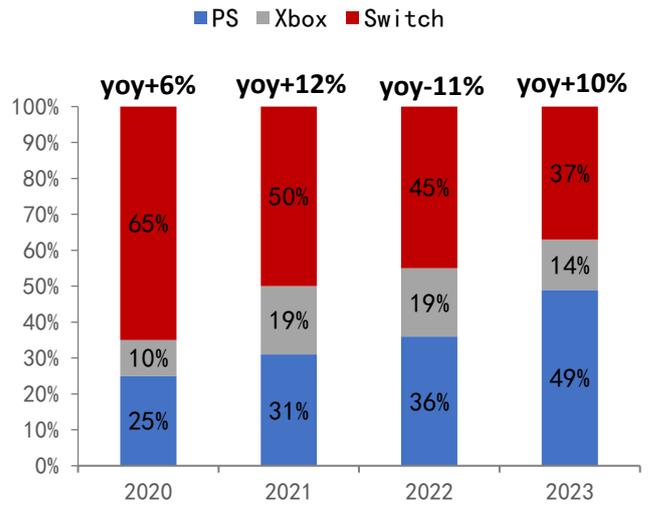
我们认为 Xbox 市占率被压制的根本原因就是 PS 和 Switch 的独占游戏远高于 Xbox, 两者已经建立起了自身的竞争壁垒, 想要发展独占游戏就要建立在丰富优质的自有 IP 之下, 预计微软在收购动视暴雪后, 在独占游戏方面会有一定的补强。

图表 52 2023 年游戏不同平台市占率



资料来源: newzoo, 华安证券研究所

图表 53 游戏主机出货量市占率及主机出货量同比增速



资料来源: counterpoint, 华安证券研究所

图表 54 微软、索尼和任天堂游戏机发展历程 (2000 年以来)



资料来源: 公司官网, Wikipedia, 华安证券研究所

图表 55 微软、索尼和任天堂知名独占游戏 IP



资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.2.3 设备&搜索：长期看有望受益于 AI 驱动

设备业务（主要指 Surface）受 PC 行业景气度低迷以及自身竞争力不足影响，收入端仍处于收缩状态，未来看点在于 Surface 新加 Copilot 按键（可呼出 Copilot 助手）是否能增强产品竞争力进而推动销量增长，短期看我们认为该业务的收入降幅受 AIPC 推动将有所收窄，但想要重回增长区间有一定难度。

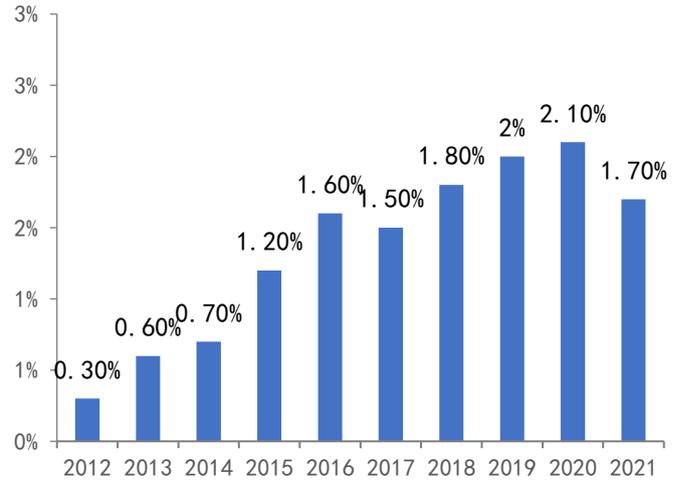
全球 PC 市占率方面，CR5 占据 7-8 成，格局稳定，微软 PC 市占率历来最高也仅有 2%左右，很难对头部厂商构成冲击。

图表 56 24Q1 全球 PC 市场出货量（单位：千台）及市占率情况

品牌	24Q1 出货量	24Q1 市占率	23Q1 出货量	23Q1 市占率	出货量 yoy
Lenovo	13735	24%	12746	23%	7.80%
HP	12029	21%	11999	21.60%	0.30%
Dell	9273	16.20%	9481	17.10%	-2.20%
Apple	5361	9.40%	5231	9.40%	2.50%
Acer	3727	6.50%	3523	6.40%	5.80%
Others	13117	22.90%	12475	22.50%	5.10%

资料来源：IDC，华安证券研究所

图表 57 微软 PC 市占率情况



资料来源: CNBC, 华安证券研究所

图表 58 surface 主流机型



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

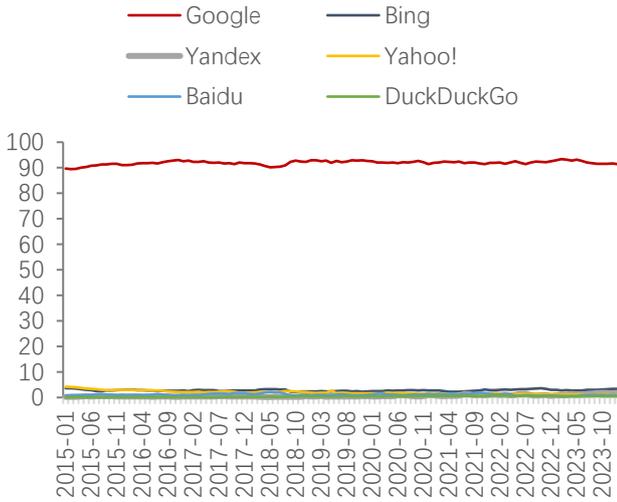
图表 59 Surface copilot 按键



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

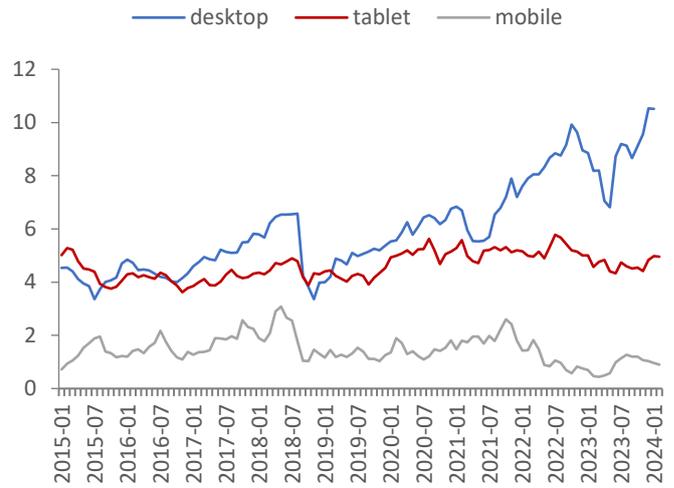
搜索引擎市场呈现 Google 一家独大的局面, 即便 Bing 接入了 GPT, 但短期看对 Google 的冲击还不显著。2023 年 3 月份 Bing 接入 GPT 后, 平板和手机端市占率并没有发生显著变化, 桌面端市占率有小幅上升, 因此我们认为 Bing 提升市占率是一个长期的过程, 搜索业务收入预计短期内将维持个位数平缓增长。

图表 60 全球搜索引擎市占率情况 (%)



资料来源: Statista, 华安证券研究所

图表 61 Bing 各渠道市占率情况 (%)



资料来源: Statista, 华安证券研究所

2.3 智能云业务: MaaS 领导者, AI 成为新动能

目前微软智能云业务主要有两大部分: 1) 服务器产品及云服务, 其中服务器产品包括 SQL server、Windows Server 等, 这部分属于传统云计算业务, 我们认为随着企业上云的渗透率提升, 这部分业务的收入增速会趋于平缓。而云服务(主要指 Azure 云)则是智能云业务最为主要收入来源(2023 财年 Azure 收入在智能云业务中占比超 50%)和增长驱动力; 2) 企业服务, 包括咨询费、Nuance 的服务费用(Nuance 是一家语音识别技术公司, 主要服务医疗、汽车等垂直领域企业)等。

云业务目前以 IaaS 和 PaaS 为主(主要为 PaaS), 其中 AI 业务(主要为 MaaS, model as a service, 很大程度上属于 PaaS)将会是 Azure 云下一阶段的增长驱动力。据公司业绩会信息, FY24Q3 服务器产品与云服务收入增长 24%, 其中云服务增长 31%, 云服务中 AI 服务贡献 7% 的增长(FY24Q2 贡献 6% 增长, FY24Q1 贡献 3% 增长)。

图表 62 微软云业务产品构成

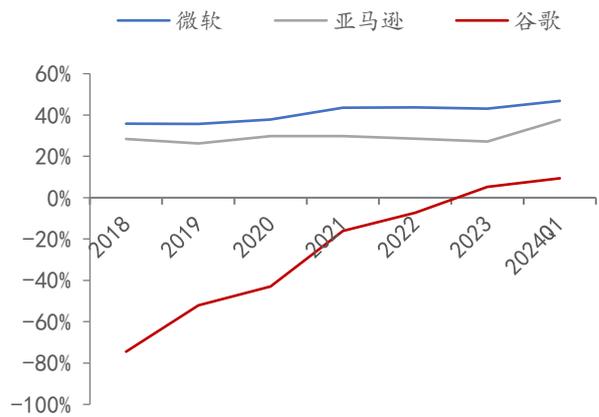
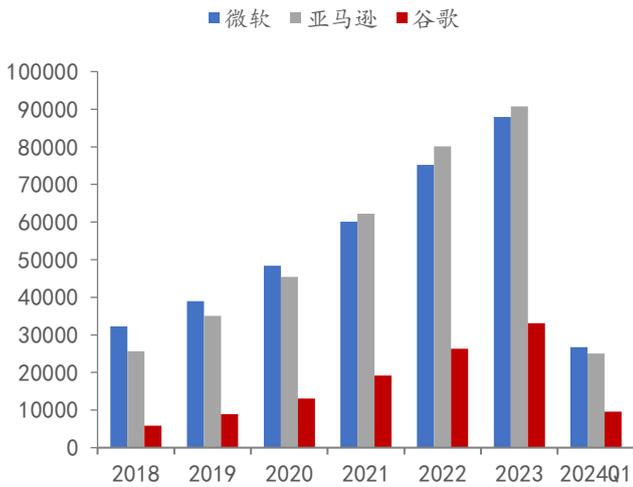


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所绘制

我们将微软云业务的竞争优势和特点总结为 3 个：

1) 相对于亚马逊和谷歌，微软具有更优质的云业务结构（以 PaaS 为主，SaaS 也是微软的强点，但 SaaS 业务收入大部分不属于智能云部门，如 Office，这也解释了为什么生产力及业务流程的 OPM 比智能云业务更高的原因），这决定了微软云业务的 OPM 更高。亚马逊 AWS 业务以 IaaS 层为主，因为 AWS 进入云计算行业很早，有很强的先发优势，所以 IaaS 层为重心的业务结构导致亚马逊 AWS 的 OPM 比微软低一些。谷歌云目前发展阶段落后于微软和亚马逊，目前还处于投入期，OPM 在 2023 年刚实现转正。

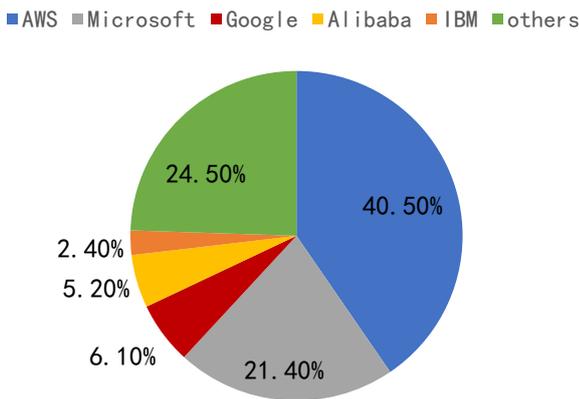
图表 63 微软、亚马逊、谷歌云业务收入对比（百万美元） 图表 64 微软、亚马逊、谷歌云业务 OPM



资料来源：公司公告，华安证券研究所

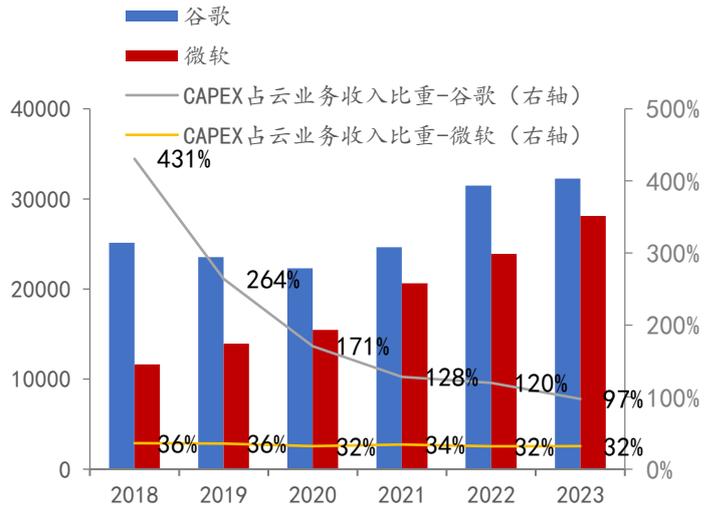
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 65 全球 IaaS 层市占率



资料来源：Statista，华安证券研究所

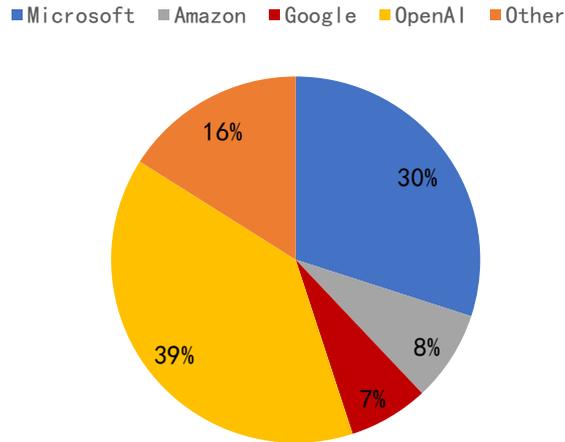
图表 66 微软、谷歌资本开支（百万美元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2) 微软具有 OpenAI 独家授权的 API 接口，目前来看在提供 AI 模型服务层面 (MaaS) 领先于亚马逊和谷歌。

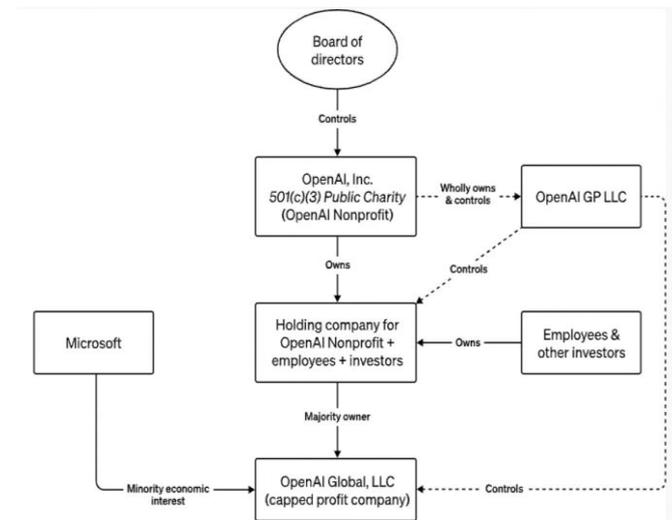
图表 67 2023 年生成式 AI MaaS 层市场占有率



资料来源: IoT analyst, 华安证券研究所

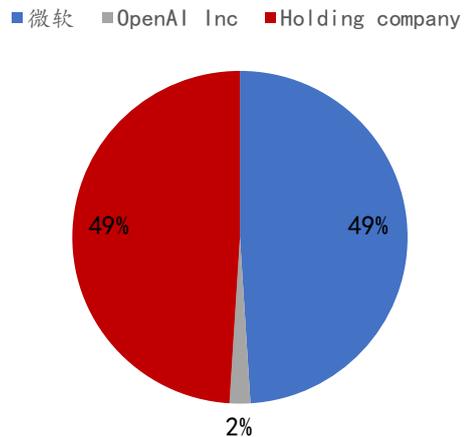
微软目前是 OpenAI 的最大股东，持股比例为 49%。OpenAI 的股权结构分为三个部分：微软占 49%，其他风险投资者合计占 49%，以及 OpenAI 的非营利母公司持有 2%。OpenAI 的利润分配将遵循四个阶段的安排：第一阶段，初始投资者将享有优先收益分配权，先满足以马斯克为首的首批投资者，让他们收回初始资本（OpenAI 的初始资金主要来自马斯克等人的十亿美元捐赠）；第二阶段，微软将有权获得 OpenAI 产生的 75% 的利润，直至其收回 130 亿美元的投资本金，剩余 25% 利润分给员工和早期投资人；第三阶段，当微软收回 130 亿美元本金后，微软的利润分配比例将从 75% 降至 49%，剩余利润分配给 OpenAI Inc (2%) 和员工及早期投资者 (49%)；第四阶段，当 OpenAI 的累计利润达到 920 亿美元时，微软需把持有的所有股权无偿转让给 OpenAI Inc；

图表 68 OpenAI 股权结构图



资料来源: OpenAI 官网, 华安证券研究所

图表 69 OpenAI 股权占比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

微软通过 **Azure AI studio** 向用户提供模型服务（功能与亚马逊 **Bedrock**、谷歌 **Vertex AI** 相似），它提供了一个集成的环境，用户可以构建、训练和部署机器学习和 **AI** 模型，也可调用 **API** 构建自己产品的 **AI** 解决方案。如用户可以调用微软提供的大模型 **API** 为自己的应用提供支持（按使用量付费），也可以通过 **API** 调用微软预先训练的 **AI** 模型，实现特定功能，如 **AI** 翻译、**AI** 语音、**AI** 文档智能等（同样按使用量付费）。

图表 70 Azure AI studio 提供的部分服务

Pricing by Service

Select a service to view its available pricing options.

Product	Features
Azure OpenAI Service	Power your apps with large-scale AI models. Learn More
Azure AI Search	Enterprise scale search for app development. Learn More
Azure AI Content Safety	Use AI to monitor text and image content for safety. Learn More
Azure AI Document Intelligence	Accelerate information extraction from documents. Learn More
Azure AI Speech	Transcribe, translate and generate spoken audio. Learn More
Azure AI Language	Identify, analyze and summarize text with natural language processing. Learn More
Azure AI Translator	Real-time machine translation for documents and text. Learn More
Azure AI Vision	Analyze, extract and categorize information from images. Learn More

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 71 AI 翻译服务定价表

Features	Instance C2	Instance C3	Instance C4	Instance D3
Document Translation Using standard translation	\$15 per million characters of document translation	\$15 per million characters of document translation	\$15 per million characters of document translation	\$6.075/month 675 million characters per month included Average: \$9 per million characters
Custom Translation				
Text Translation	\$2,055/month Up to 62.5 million characters per month Average: \$32.88 per million characters	\$6,000/month Up to 250 million characters per month Average: \$24 per million characters	\$45,000.003/month Up to 2.5 billion characters per month Average: \$18 per million characters	\$40 per million characters of custom translation
Document Translation	\$2,055/month Up to 62.5 million characters per month Average: \$32.88 per million characters	\$6,000/month Up to 250 million characters per month Average: \$24 per million characters	\$45,000.003/month Up to 2.5 billion characters per month Average: \$18 per million characters	\$40 per million characters of document translation
Training	\$8.22 per million source + target characters of training data (max. \$300/training)	\$6 per million source + target characters of training data (max. \$300/training)	\$4.50 per million source + target characters of training data ¹	\$10 per million source + target characters of training data (max. \$300/training)
Custom model hosting	\$10 per hosted custom translation model per region, per month	\$10 per hosted custom translation model per region, per month	\$10 per hosted custom translation model per region, per month	\$10 per hosted custom translation model per region, per month

资料来源：公司官网，华安证券研究所

我们认为模型服务的竞争壁垒主要是两点，即模型质量和调用价格，在价格方面，市场不存在明显差异，所以模型质量就是 **MaaS** 层的重点，而在大模型资源方面，微软和亚马逊都更依赖第三方大模型，但凭借 **OpenAI** 的独家授权，微软在模型服务上的竞争更具优势。谷歌的自研能力更强（如自研的 **Gemini** 系列），所以在模型层面，谷歌是微软强有力的竞争对手，但谷歌大模型商业化落地较晚（**Gemini** 于今年 5 月份刚开始收费），目前规模尚小。

图表 72 亚马逊 Bedrock 与 Azure AI studio 模型收费对比

AWS Bedrock				Azure AI studio			
Anthropic models				Models			
	Price per 1,000 input tokens		Price per 1,000 output tokens	Context	Input (Per 1,000 tokens)		Output (Per 1,000 tokens)
Claude Instant	\$0.0008		\$0.0024	GPT-4o Global Deployment	128K	\$0.005	\$0.015
Claude 2.0/2.1	\$0.008		\$0.024	GPT-4o Regional API	128K	\$0.005	\$0.015
Claude 3 Opus*	\$0.015		\$0.075	GPT-3.5-Turbo-0125	16K	\$0.0005	\$0.0015
Claude 3 Sonnet	\$0.003		\$0.015	GPT-3.5-Turbo-Instruct	4K	\$0.0015	\$0.002
Claude 3 Haiku	\$0.00025		\$0.00125	GPT-4-Turbo	128K	N/A	N/A
*Claude 3 Opus is currently available in the US West (Oregon) Region				GPT-4-Turbo-Vision	128K	N/A	N/A
Stability AI model				GPT-4	8K	\$0.03	\$0.06
	Image resolution	Price per image generated for standard quality (<=50 steps)	Price per image generated for premium quality (>50 steps)	GPT-4	32K	\$0.06	\$0.12
SDXL 0.8	512 x 512 or smaller	\$0.018 per image	\$0.036 per image	Models			
	Larger than 512 x 512	\$0.036 per image	\$0.072 per image	Dall-E-3	Standard	1024 * 1024	\$4
SDXL 1.0	Up to 1024 x 1024	\$0.04	\$0.08		Standard	1024 * 1792, 1792 * 1024	\$8
				Dall-E-3	HD	1024 * 1024	\$8
					HD	1024 * 1792, 1792 * 1024	\$12
				Dall-E-2	Standard	1024 * 1024	\$2

自然语言生成

图像生成

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 73 谷歌 Gemini 大模型 API 定价

Gemini 1.5Pro

Price (input)
\$3.50 / 1 million tokens (for prompts up to 128K tokens)
\$7.00 / 1 million tokens (for prompts longer than 128K)
Price (output)
\$10.50 / 1 million tokens (for prompts up to 128K tokens)
\$21.00 / 1 million tokens (for prompts longer than 128K)

Gemini 1.5Flash

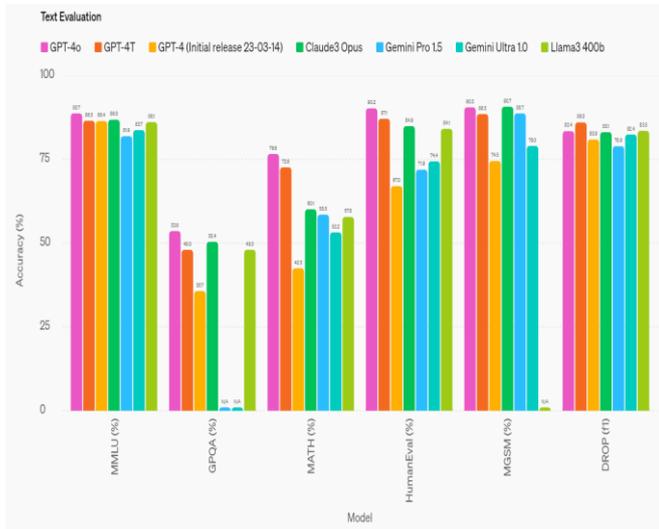
Price (input)
\$0.35 / 1 million tokens (for prompts up to 128K tokens)
\$0.70 / 1 million tokens (for prompts longer than 128K)
Price (output)
\$1.05 / 1 million tokens (for prompts up to 128K tokens)
\$2.10 / 1 million tokens (for prompts longer than 128K)

资料来源：公司官网，华安证券研究所

在大模型的资源上，三家的大模型丰富度都基本相似，即市面主流的大模型都在各自平台中提供，区别在于独家使用的 AI 模型，在这一点上，微软的竞争力在三家中最强。

- ①微软独家大模型：OpenAI 提供的大模型（独家授权，大模型有 GPT 系列、Dall • E 系列）；
- ②亚马逊独家大模型：Titan 系列大模型（自研大模型）；
- ③谷歌独家大模型：Gemini 系列（自研大模型）、PaLM 系列（自研大模型）；

图表 74 GPT-4o 在文本评估方面领先市场



资料来源: OpenAI 官网, 华安证券研究所

图表 75 GPT-4o 在视觉理解方面领先市场

Eval Sets	GPT-4o	GPT-4T 2024-04-09	Gemini 1.0 Ultra	Gemini 1.5 Pro	Claude Opus
MMMU (%) (val)	69.1	63.1	59.4	58.5	59.4
MathVista (%) (testmini)	63.8	58.1	53.0	52.1	50.5
AI2D (%) (test)	94.2	89.4	79.5	80.3	88.1
ChartQA (%) (test)	85.7	78.1	80.8	81.3	80.8
DocVQA (%) (test)	92.8	87.2	90.9	86.5	89.3
ActivityNet (%) (test)	61.9	59.5	52.2	56.7	
EgoSchema (%) (test)	72.2	63.9	61.5	63.2	

资料来源: OpenAI 官网, 华安证券研究所

微软与 OpenAI 存在着一定程度的竞争关系(都提供 API 服务),相较于 OpenAI,微软在 API 价格与 OpenAI 保持一致的基础下,还具备安全性、选择多样性等优势。

①**安全性:** 提供基于 Azure 云的企业级安全性、合规性和数据隐私保障,能满足各地域和行业的合规性和安全性要求;

②**模型选择的多样性:** 微软除了提供 OpenAI 旗下大模型,还有丰富的第三方模型,能满足不同用户的不同需求;

3) 以自研芯片+外采的模式解决算力短缺问题,保证云业务增长不被供给短缺限制。

自研芯片:

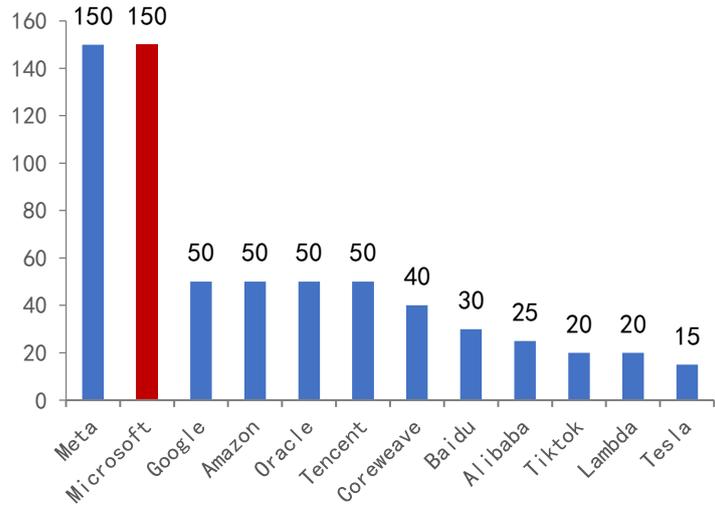
在 2023 年 Ignite 大会上,微软展示了其自主研发的两款芯片,分别为 AI 芯片 Maia 100 GPU 和云原生 CPU Cobalt 100。

①**Maia 100 GPU:** 这是微软首次推出的自研 AI 芯片,采用台积电 5nm 工艺,拥有 1050 亿颗晶体管,针对 AI 和生成式 AI 进行了优化,并支持微软首次实现的低于 8 位数据类型 (MX 数据类型)。微软已经在 Bing 和 Office AI 产品测试该芯片。

②**Cobalt 100 CPU:** 基于 Arm v9 架构的 CPU 专为云环境中的 AI 计算任务而设计,优化了处理通用工作负载时的性能、能效和成本。与 Azure 之前使用的基于 Arm 的芯片相比, Cobalt 100 的性能提高了 40%。

外采方面, 2023 年微软对 H100 的订购量远领先于市场,同时配备 H100 GPU 的 AI 虚拟机 Azure ND H100 v5 已在 Azure 云中发布, H200 GPU 的虚拟机也即将按计划推出。此外, CoreWeave 与微软成为战略合作伙伴,微软为其建设云计算基础设施提供资金支持, CoreWeave 为微软的 AI 产品及服务提供算力资源补充。

图表 76 2023 年英伟达 H100 订购量 (单位: 1000) 客户划分



资料来源: Statista, 华安证券研究所

3 盈利预测与估值

盈利预测:

1) 生产力及企业流程:

图表 77 Office 业务盈利预测

Revenue break-down	FY 2023					FY 2024E					FY 2025E		FY 2026E	
(in millions\$)	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24E	Sep-24E	Dec-24E	Mar-25E	Jun-25E	Sep-25E	Dec-25E	Mar-26E	Jun-26E		
I. Office Products and Cloud Services	\$48,728	\$13,140	\$13,477	\$13,911	\$14,592	\$55,120	\$14,819	\$15,159	\$15,606	\$16,302	\$61,886	\$70,027		
% YoY Growth	8.6%	13.5%	13.9%	11.8%	13.3%	13.1%	12.8%	12.5%	12.2%	11.7%	12.3%	13.2%		
◎ Consumer	\$5,840	\$1,406	\$1,491	\$1,544	\$1,628	\$6,068	\$1,468	\$1,564	\$1,621	\$1,711	\$6,364	\$6,681		
% YoY Growth	2.0%	3.0%	5.0%	4.0%	3.6%	3.9%	4.4%	4.9%	5.0%	5.1%	4.9%	5.0%		
Office 365 Consumer ex Copilot	\$5,840	\$1,406	\$1,491	\$1,544	\$1,617	\$6,058	\$1,448	\$1,532	\$1,578	\$1,655	\$6,214	\$6,330		
% YoY Growth	2.0%	3.0%	5.0%	4.0%	3.0%	3.7%	3.0%	2.8%	2.2%	2.3%	2.6%	1.9%		
Consumer subscribers(mn)	74.9	76.7	78.4	80.8	84.6	84.6	85.8	87.1	89.3	93.1	93.1	101.8		
% YoY Growth	25.5%	17.8%	15.8%	14.1%	13.0%	13.0%	12.0%	12.0%	11.0%	11.0%	10.0%	9.3%		
Repurchase subscribers(mn)	52.4	56.2	57.5	58.8	60.6	60.6	63.9	64.8	65.8	67.4	67.4	74.3		
% repurchase rate	74.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.5%	75.5%	75.5%	75.5%	75.5%	76.0%		
New subscribers(mn)	22.5	20.5	20.9	22.0	24.0	24.0	21.9	22.3	23.5	25.7	25.7	27.5		
% YoY Growth	31.9%	-1.9%	6.9%	6.3%	6.8%	6.8%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	7.0%		
ARPU(\$)	\$78	\$18	\$19	\$19	\$19	\$72	\$17	\$18	\$18	\$18	\$67	\$62		
% YoY Growth	-18.7%	-12.6%	-9.3%	-8.9%	-8.9%	-8.2%	-8.0%	-7.5%	-7.5%	-7.0%	-6.8%	-6.8%		
Copilot Pro subscribers(mn)					0.17	0.17	0.34	0.52	0.71	0.93	0.93	1.83		
% of Consumer subscribers					0.2%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.0%	1.8%		
Price (\$20/month)					\$60	\$60	\$60	\$60	\$60	\$60	\$162	\$192		
◎ Commercial	\$42,888	\$11,734	\$11,986	\$12,367	\$12,964	\$49,051	\$13,351	\$13,595	\$13,985	\$14,591	\$55,522	\$63,345		
% YoY Growth	9.6%	14.9%	15.1%	12.9%	14.7%	14.4%	13.8%	13.4%	13.1%	12.6%	13.2%	14.1%		
Office 365 Commercial ex Copilot	\$42,797	\$11,463	\$11,529	\$11,712	\$12,093	\$46,797	\$12,282	\$12,316	\$12,480	\$12,862	\$49,940	\$52,883		
Office 365 Commercial Paid Seats(mn)	392	397	404	414	421	421	424	431	440	447	447	471		
% YoY Growth	11.0%	10.0%	9.0%	8.0%	8.0%	7.3%	8.0%	7.0%	7.0%	7.0%	6.2%	5.5%		
Repurchase Seats(mn)	302.7	313.9	317.2	323.1	331.1	331.1	338.9	341.3	346.6	354.3	354.3	376.4		
% repurchase rate	79.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.5%	80.5%	80.5%	80.5%	80.5%	80.5%	81.0%		
New Seats(mn)	89.6	82.6	86.7	90.8	89.9	89.9	85.1	89.3	93.5	92.6	92.6	94.5		
% YoY Growth	6.4%	1.7%	1.1%	0.3%	0.3%	0.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.5%		
ARPU(\$)	\$109	\$29	\$29	\$28	\$29	\$111	\$29	\$29	\$28	\$29	\$112	\$112		
% YoY Growth	-1.5%	2.1%	1.5%	-1.0%	0.5%	1.9%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.5%	0.4%		
Copilot for Microsoft Paid Seats(mn)	1.0	3.0	5.1	7.3	9.7	11.9	14.2	16.7	19.2	19.2	35.3	35.3		
% of O365 Commercial Paid Seats	0.3%	0.8%	1.3%	1.8%	2.3%	2.8%	3.3%	3.8%	4.3%	4.3%	4.3%	7.5%		
Price (\$30/month)	\$90	\$90	\$90	\$90	\$90	\$233	\$90	\$90	\$90	\$90	\$290	\$296		

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所测算

①Office 业务: 预计 2024-2026 财年维持低双位数增长, 主要受商业版增长驱

动。我们将 Office 分为 To C 的消费者版和 To B 的商业版，拆分逻辑为用户数/席位数*ARPU，同时考虑了 Copilot 对 Office 业务的收入增量（用户数/席位数*Copilot 渗透率*ARPU）。综合来看，我们判断 Office for commercial FY2024-FY2026 收入为 490.51/555.22/633.45 亿美元，同比+14.4%/+13.2%/+14.1%。Office for consumer FY2024-FY2026 收入为 60.68/63.64/66.81 亿美元，同比+3.9%/+4.9%/+5.0%。FY2024-FY2026 Office 业务整体收入预计为 551.20/618.86/700.27 亿美元，同比+13.1%/+12.3%/+13.2%。

图 78 LinkedIn & Dynamics 盈利预测

Revenue break-down		FY 2023					FY 2024E					FY 2025E		FY 2026E
(in millions\$)		Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24E	2024E	Sep-24E	Dec-24E	Mar-25E	Jun-25E	2025E	2026E		
2.LinkedIn		\$15,145	\$3,913	\$4,195	\$4,013	\$4,220	\$16,341	\$4,226	\$4,531	\$4,334	\$4,558	\$17,648	\$19,237	
	% YoY Growth	9.6%	7.9%	8.2%	8.5%	7.0%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	9.0%	
3.Dynamics		\$5,401	\$1,540	\$1,576	\$1,646	\$1,658	\$6,420	\$1,760	\$1,815	\$1,945	\$1,954	\$7,474	\$8,629	
	% YoY Growth	15.3%	22.2%	22.3%	19.2%	12.7%	18.9%	14.3%	15.2%	18.2%	17.9%	16.4%	15.4%	
	⊖Dynamics365	4517	1202	1282	1530	1522	5,537	1,443	1,538	1,837	1,826	6,644	7,840	
	% YoY Growth	24.2%	28.0%	27.0%	23.0%	15.0%	22.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	18.0%	18.0%	
	⊖Dynamics	884	338	294	116	136	883	317	276	109	128	830	788	
	% YoY Growth	-15.6%	3.3%	5.2%	-15.5%	-8.0%	-0.2%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6.0%	-5.0%	

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

②LinkedIn & Dynamics：LinkedIn 维持高个位数增长，Dynamics 受 Dynamics365 驱动维持高双位数左右增长。预计 FY2024-2026 LinkedIn 收入为 163.41/176.48/192.37 亿美元，同比+7.9%/+8.0%/+9.0%。Dynamics 收入为 64.20/74.74/86.29 亿美元，同比+18.9%/+16.4%/+15.4%。

2) 更多个人计算业务：

图 79 Windows 业务盈利预测

Revenue break-down		FY 2023					FY 2024E					FY 2025E		FY 2026E
(in millions\$)		Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24E	2024E	Sep-24E	Dec-24E	Mar-25E	Jun-25E	2025E	2026E		
1.Windows		\$21,507	\$5,567	\$5,262	\$5,929	\$6,244	\$23,002	\$5,682	\$5,346	\$6,279	\$6,650	\$23,958	\$25,025	
	% YoY Growth	-13.1%	4.8%	9.4%	11.3%	3.1%	7.0%	2.1%	1.6%	3.9%	6.3%	4.2%	4.3%	
⊖Windows OEM		\$10,304	\$2,909	\$2,853	\$2,526	\$2,758	\$11,046	\$3,028	\$2,964	\$2,632	\$2,823	\$11,446	\$11,680	
	% YoY Growth	-24.7%	4.0%	11.0%	11.0%	3.6%	7.2%	4.1%	3.0%	4.2%	2.3%	3.6%	2.0%	
	Global PC shipment (mn)	261.2	68.2	67.1	59.8	59.7	254.8	69.9	68.4	61.0	62.1	261.5	265.	
	% YoY Growth	-21.2%	-7.6%	-2.6%	5.1%	5.0%	-2.4%	3%	2%	2%	4%	2.6%	1.6%	
	APPLE PC shipment(mn)	24.3	6.3	6.3	6.0	5.4	24.0	6.8	6.6	6.1	5.6	25.1	27.	
	% of Global PC shipment	9.3%	9.2%	9.5%	10.0%	9.0%	9.4%	9.7%	9.7%	10.0%	9.0%	9.6%	10.2%	
	Other operating system ,ex APPLE(mn)	13.1	3.8	3.7	3.3	3.3	14.0	3.8	3.7	3.3	3.3	14.0	14.	
	Windows OEM paid units(mn)	223.8	58.2	57.1	50.5	51.1	216.8	59.4	58.1	51.6	53.3	222.3	224.	
	% of Global PC shipment	85.7%	85.3%	85.0%	84.5%	85.5%	85.1%	84.9%	84.9%	84.6%	85.7%	85.0%	84.5%	
	ARPU(1\$)	\$46	\$50	\$50	\$50	\$54	\$51	\$51	\$51	\$51	\$53	\$51	\$52	
⊖Windows commercial product&cloud services		\$10,152	\$2,318	\$2,067	\$3,238	\$3,405	\$11,029	2503.6	2232.6	3497.3	3677.9	11911.5	12745.	
	% YoY Growth (reported)	5.4%	8.0%	9.0%	13.0%	5.0%	8.6%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	7.0%	
⊖Other		\$1,051	\$340	\$342	\$165	\$80	\$927	\$150	\$150	\$150	\$150	\$600	\$600	

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

①Windows：预计 FY2024-FY2026 维持低个位数增长，主要受 Windows commercial products & cloud services 业务驱动，OEM 业务受 PC 行业大盘影响以及在苹果 PC 冲击下，业务增速预计放缓。AIPC 预计在一定程度上推动换机需求，我们判断 PC 大盘出货量在 2025-2026 财年将维持 2%左右同比增长，同时苹果 PC 市占率逐步提升至 10%左右，基于此情况下，Windows OEM 收入预计在 FY2024-FY2026 将达 110.46/114.46/116.80 亿美元，同比+7.2%/+3.6%/+2.0%。Windows commercial product & cloud services 不受 PC 大盘影响，而是与商业订阅有关，判

断未来收入将维持目前的高个位数增长，预计 FY2024-FY2026 收入为 110.29/119.11/127.45 亿美元，同比+8.6%/+8.0%/+7.0%。整体来看，预计 FY2024-FY2026 Windows 收入为 230.02/239.58/250.25 亿美元，同比+7.0%/+4.2%/+4.5%。

图表 80 游戏业务盈利预测

Revenue break-down (in millions\$)	FY					FY					FY	
	2023	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24E	2024E	Sep-24E	Dec-24E	Mar-25E	Jun-25E	2025E	F
2.Game	\$15,466	\$3,919	\$7,111	\$5,451	\$5,004	\$21,485	\$5,853	\$7,256	\$5,790	\$5,334	\$24,233	\$25,085
% YoY Growth	-4.7%	8.0%	9.0%	13.0%	43.3%	38.9%	49.3%	2.0%	6.2%	6.6%	12.8%	3.5%
⊖ Xbox	\$3,262	\$719	\$1,412	\$356	\$478	\$2,965	\$576	\$1,271	\$320	\$406	\$2,572	\$2,315
% YoY Growth	-12%	-8%	3%	-31%	-20%	-9%	-20%	-10%	-10%	-13%	-13%	-10%
Xbox shipment(mm)	8.0					7.0					7.0	38
ASP(\$)	408					424					367	38
⊕ Xbox content&Services,include Activision	\$12,204	\$3,200	\$5,453	\$5,008	\$4,446	\$18,107	\$5,177	\$5,885	\$5,370	\$4,828	\$21,260	\$22,452
% YoY Growth	-3.0%	13.0%	61.0%	62.0%	53.6%	48.4%	61.8%	7.9%	7.2%	8.6%	17.4%	5.6%
Ex Activision			\$3,048	\$2,782	\$2,460	\$11,490	\$3,040	\$3,140	\$2,866	\$2,583	\$11,628	\$11,977
% YoY Growth			-10%	-10%	-15%	-5.8%	-5%	3%	3%	5%	1.2%	3.0%
Est Activision (Since FY24Q2)	8706	2264	\$2,405	\$2,226	\$1,986	\$8,881	\$2,038	\$2,645	\$2,404	\$2,145	\$9,232	\$10,151
% YoY Growth	14%	27%	3%	-7%	-10%	2.0%	-10%	10%	8%	8%	4.0%	10.0%
⊖ Other			\$246	\$87	\$80	\$413	\$100	\$100	\$100	\$100	\$400	\$320

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

②游戏业务：在收购动视暴雪后，预计 FY2024-2025 财年收入端会出现高速增长，驱动力主要源于游戏内容服务。硬件方面，Xbox 在 PS station 和 Switch 挤压下出现收入下滑，我们判断 FY2024-FY2026 年，Xbox 业务收入为 29.65/25.72/23.15 亿美元，同比-9%/-13%/-10%。游戏内容服务方面，合并暴雪后业务收入预计为 181.07/212.60/224.52 亿美元，同比+48.4%/+17.4%/+5.6%。综上，FY2024-FY2026 年游戏整体收入预计为 214.85/242.33/250.88 亿美元，同比+38.9%/+12.8%/+3.5%。

图表 81 设备、搜索及广告业务盈利预测

Revenue break-down	FY					FY					FY	
	2023	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24E	2024E	Sep-24E	Dec-24E	Mar-25E	Jun-25E	2025E	F
3.Devices	\$5,521	\$1,125	\$1,298	\$1,067	\$1,148	\$4,638	\$1,012	\$1,209	\$1,004	\$1,106	\$4,330	\$4,27
% YoY Growth	-21.0%	-22.3%	-9.2%	-16.8%	-15.7%	-16.0%	-10.1%	-6.9%	-5.9%	-3.7%	-6.6%	-1.4%
⊖ Surface	\$5,000	\$1,013	\$1,192	\$961	\$1,048	\$4,214	\$912	\$1,109	\$904	\$1,006	\$3,930	\$3,87
% YoY Growth	-24.4%	-22.0%	-9.0%	-17.0%	-23.0%	-15.7%	-10.0%	-7.0%	-6.0%	-4.0%	-6.7%	-1.5%
⊖ Other	\$521	\$112	\$106	\$106	\$100	\$424	\$100	\$100	\$100	\$100	\$400	\$40
4.Search&adv	\$12,208	\$3,053	\$3,220	\$3,134	\$3,421	\$12,828	\$3,358	\$3,542	\$3,385	\$3,694	\$13,979	\$14,95
% YoY Growth	5.3%	4.8%	-0.1%	2.9%	13.0%	5.1%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	9.0%	7.0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

③设备、搜索及广告业务：设备业务方面，Surface 目前竞争力依旧不足，短期内不会对主流 PC 厂商构成冲击，但受 copilot+PC 影响，出货量将收到一定推动作用，判断 FY2024-FY2026 设备业务收入降幅出现收窄，预计收入为 46.38/43.30/42.71 亿美元，同比-16.0%/-6.6%/-1.4%。搜索及广告业务方面，Bing+GPT 将一定程度推动业务增长，但短期内仍不会对谷歌构成冲击，预计 FY2024-FY2026 收入为 128.28/139.79/149.58 亿美元，同比+5.1%/+9.0%/+7.0%。

3) 智能云业务：

图表 82 智能云业务盈利预测

Revenue break-down		FY					FY					FY		F
(in millions\$)		2023	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24E	2024E	Sep-24E	Dec-24E	Mar-25E	Jun-25E	2025E	2026	
Intelligent Cloud		\$87,907	\$24,259	\$25,880	\$26,708	\$28,642	\$105,489	\$29,622	\$31,652	\$32,364	\$35,159	\$128,797	\$158,215	
	% YoY Growth	16.9%	19.4%	20.3%	21.0%	19.4%	20.0%	22.1%	22.3%	21.2%	22.8%	22.1%	22.8%	
1.Server Products & Cloud Services		\$79,970	\$22,308	\$23,953	\$24,832	\$26,857	\$97,950	\$27,624	\$29,682	\$30,451	\$33,338	\$121,095	\$150,360	
	% YoY Growth	18.8%	21.3%	22.2%	24.0%	22.3%	22.5%	23.8%	23.9%	22.6%	24.1%	23.6%	24.2%	
Server Products		\$22,720	\$5,539	\$5,876	\$5,690	\$6,417	\$23,521	\$5,649	\$5,993	\$5,803	\$6,546	\$23,991	\$24,471	
	% YoY Growth	-1.6%	2.8%	3.3%	5.1%	3.0%	3.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
Azure		\$57,250	\$16,769	\$18,077	\$19,142	\$20,440	\$74,429	\$21,975	\$23,689	\$24,648	\$26,793	\$97,104	\$125,889	
	% YoY Growth	29.4%	29.0%	30.0%	31.0%	29.9%	30.0%	31.0%	31.0%	28.8%	31.1%	30.5%	29.6%	
	Enterprise Mobility installed seats(mm)	256	259	268	274	287	287	290	300	304	324	324	36	
	% YoY Growth	11.3%	11.6%	11.2%	9.6%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	11.0%	13.0%	13.0%	10.0%	
	ARPU(\$)	\$224	\$65	\$67	\$70	\$71	\$260	\$76	\$79	\$81	\$83	\$300	\$344	
	% YoY Growth	16.3%	15.6%	16.9%	19.5%	16.0%	16.1%	17.0%	17.0%	16.0%	16.0%	15.5%	15.0%	
2.Enterprise Services		\$7,722	\$1,944	\$1,917	\$1,861	\$1,770	\$7,492	\$1,983	\$1,955	\$1,898	\$1,805	\$7,642	\$7,795	
	% YoY Growth	4.3%	0.5%	3.0%	-7.3%	-8.0%	-3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

①**服务器产品及云服务**：服务器产品很大程度上为传统的云计算业务，随着企业上云渗透率提升，我们判断该业务增速不高，将维持低个位数增长。Azure 云服务将会是业务增长的主要驱动力，其中 Azure 在 AI MaaS 层建立起的竞争优势也会成为业务增长的持续动力。我们判断 FY2024-FY2026 服务器产品业务收入将为 235.21/239.91/244.71 亿美元，同比+3.5%/+2.0%/+2.0%，云服务收入预计为 744.29/971.04/1258.89 亿美元，同比+30.0%/+30.5%/+29.6%。

②**企业服务**：我们判断 FY2024-FY2026 该业务收入将为 74.92/76.42/77.95 亿美元，同比-3.0%/+2.0%/+2.0%。

4) **整体收入预测**：综上所述，我们判断微软 FY2024-FY2026 总收入为 2453.23/2823.05/3254.49 亿美元，同比+15.8%/+15.1%/+15.3%。其中：

1) 生产力及企业流程业务收入为 778.80/870.09/978.83 亿美元，同比+12.4%/+11.7%/+12.5%；

2) 智能云业务收入为 1054.89/1287.97/1582.15 亿美元，同比+20.0%/+22.1%/+22.8%；

3) 更多个人计算业务收入为 619.53/665.00/693.42 亿美元，同比+13.2%/+7.3%/+4.3%。

图表 83 整体收入盈利预测

Revenue break-down		FY					FY					FY		F
(in millions\$)		2023	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24E	2024E	Sep-24E	Dec-24E	Mar-25E	Jun-25E	2025E	2026	
Total Revenue		\$211,915	\$56,517	\$62,020	\$61,858	\$64,928	\$245,323	\$66,332	\$70,509	\$70,707	\$74,757	\$282,305	\$325,449	
	% YoY Growth	6.9%	12.8%	17.6%	17.0%	15.6%	15.8%	17.4%	13.7%	14.3%	15.1%	15.1%	15.3%	
Productivity and Business Processes		\$69,274	\$18,592	\$19,249	\$19,570	\$20,469	\$77,880	\$20,806	\$21,504	\$21,885	\$22,814	\$87,009	\$97,892	
	% YoY Growth	9.3%	12.9%	13.2%	11.7%	11.9%	12.4%	11.9%	11.7%	11.8%	11.5%	11.7%	12.5%	
Intelligent Cloud		\$87,907	\$24,259	\$25,880	\$26,708	\$28,642	\$105,489	\$29,622	\$31,652	\$32,364	\$35,159	\$128,797	\$158,215	
	% YoY Growth	16.9%	19.4%	20.3%	21.0%	19.4%	20.0%	22.1%	22.3%	21.2%	22.8%	22.1%	22.8%	
More Personal Computing		\$54,734	\$13,666	\$16,891	\$15,580	\$15,816	\$61,953	\$15,905	\$17,353	\$16,458	\$16,785	\$66,500	\$69,342	
	% YoY Growth	-8.3%	2.5%	18.6%	17.5%	13.7%	13.2%	16.4%	2.7%	3.6%	6.1%	7.3%	4.3%	

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

5) **整体利润预测**：我们判断微软 FY2024-FY2026 Operating income 为 1092.38/1237.75/1413.82 亿美元，Margin 为 44.5%/43.8%/43.4%。净利润预计为 885.72/1002.91/1145.43 亿美元，同比+22.4%/+13.2%/+14.2%。

图表 84 整体利润预测

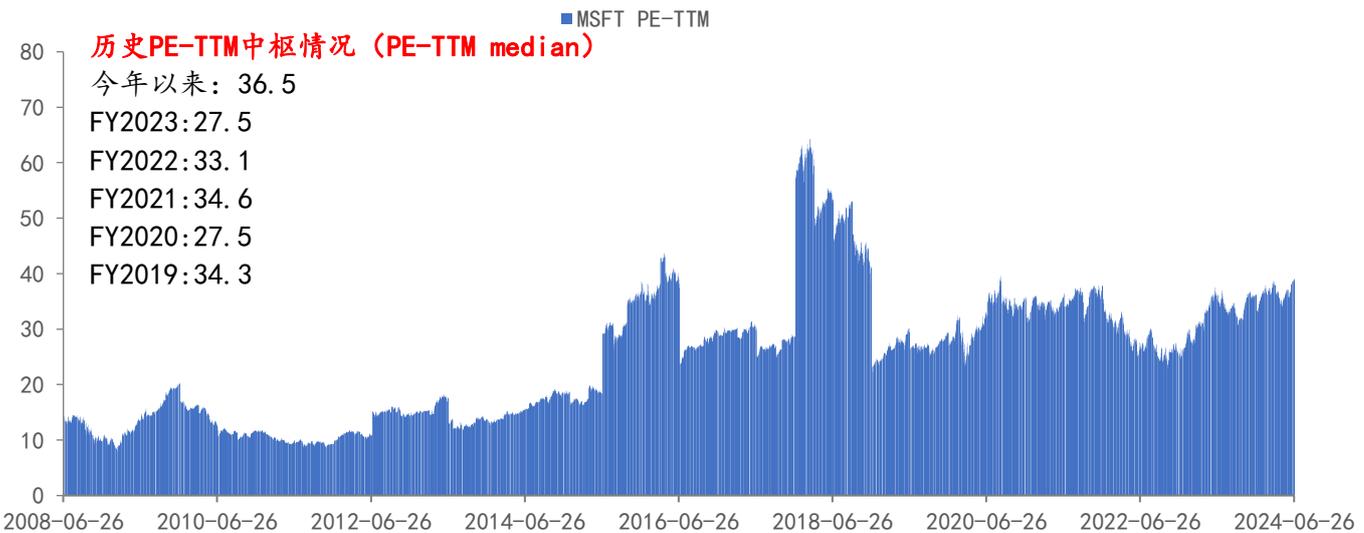
Income Statement	FY					FY					FY	FY
	2023	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24E	2024E	Sep-24E	Dec-24E	Mar-25E	Jun-25E	2025E	2026E
(in millions\$)												
Net Revenue	\$211,915	\$56,517	\$62,020	\$61,858	\$64,928	\$245,323	\$66,332	\$70,509	\$70,707	\$74,757	\$282,305	\$325,449
% YoY Growth	6.9%	12.8%	17.0%	17.0%	15.0%	15.8%	17.4%	13.7%	14.3%	15.1%	15.1%	15.3%
% QoQ Growth		0.6%	0.7%	-0.3%	-0.7%		2.2%	6.3%	0.3%	3.7%		
Cost of Goods Sold	\$65,863	\$16,302	\$19,623	\$18,505	\$19,868	\$74,298	\$19,000	\$22,168	\$21,011	\$22,726	\$84,905	\$97,558
% YoY Growth	5.1%	5.3%	12.2%	14.7%	18.3%	12.8%	16.6%	13.0%	13.5%	14.4%	14.3%	14.9%
% QoQ Growth		-2.9%	20.4%	-5.7%	7.4%		-4.4%	16.7%	-5.2%	8.2%		
Gross Profit	\$146,052	\$40,215	\$42,397	\$43,353	\$45,060	\$171,025	\$47,332	\$48,341	\$49,696	\$52,031	\$197,400	\$227,891
% YoY Growth	7.7%	16.0%	20.2%	18.0%	14.4%	17.1%	17.7%	14.0%	14.6%	15.5%	15.4%	15.4%
% QoQ Growth		2.1%	5.4%	2.3%	3.9%		5.0%	2.1%	2.8%	4.7%		
% Margin	68.9%	71.2%	68.4%	70.1%	69.4%	69.5%	71.4%	68.6%	70.3%	69.6%	69.9%	70.0%
Research & Development	\$27,195	\$6,659	\$7,142	\$7,653	\$8,181	\$29,635	\$8,479	\$8,825	\$9,455	\$10,167	\$36,925	\$44,201
% of Revenue	12.8%	11.8%	11.3%	12.4%	12.6%	12.1%	12.8%	12.5%	13.4%	13.6%	13.1%	13.6%
% YoY Growth	3.8%	-10.9%	-11.2%	-6.4%	5.1%	-5.9%	8.5%	8.7%	8.1%	7.9%	8.3%	3.8%
Sales and Marketing	\$22,759	\$5,187	\$6,246	\$6,207	\$7,136	\$24,776	\$6,633	\$7,051	\$7,071	\$7,476	\$28,231	\$32,545
% of Revenue	10.7%	9.2%	10.1%	10.0%	11.0%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
% YoY Growth	-2.4%	-10.3%	-6.5%	-7.8%	-0.5%	-6.0%	9.0%	-0.7%	-0.3%	-9.0%	-1.0%	0.0%
General & Administrative	\$7,575	\$1,474	\$1,977	\$1,912	\$2,013	\$7,376	\$1,990	\$2,115	\$2,121	\$2,243	\$8,469	\$9,763
% of Revenue	3.6%	2.6%	3.2%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
% YoY Growth	20.1%	-6.5%	-28.1%	-0.6%	-20.7%	-15.9%	15.0%	-5.9%	-2.9%	-3.2%	-0.2%	0.0%
Total Operating Expenses	\$57,529	\$13,320	\$15,365	\$15,772	\$17,330	\$61,787	\$17,102	\$17,991	\$18,647	\$19,885	\$73,625	\$86,509
% of Revenue	27.1%	23.6%	24.8%	25.5%	26.7%	25.2%	25.8%	25.5%	26.4%	26.6%	26.1%	26.6%
% YoY Growth	3.0%	-10.2%	-12.1%	-6.3%	-0.9%	-7.2%	9.4%	3.0%	3.4%	-0.3%	3.5%	1.9%
Operating Income	\$88,523	\$26,895	\$27,032	\$27,581	\$27,730	\$109,238	\$30,230	\$30,350	\$31,050	\$32,146	\$123,775	\$141,382
% Operating Profit Margin	41.8%	47.6%	43.6%	44.6%	42.7%	44.5%	45.6%	43.0%	43.9%	43.0%	43.8%	43.4%
% YoY Growth	6.2%	25.0%	32.5%	23.4%	14.3%	23.4%	12.4%	12.3%	12.6%	15.9%	13.3%	14.2%
Other Income, net	\$788	\$389	(\$506)	(\$854)	(\$325)	(\$1,296)	\$457	(\$575)	(\$976)	(\$374)	(\$1,469)	(\$1,696)
% of Revenue	0.4%	0.7%	-0.8%	-1.4%	-0.5%	-0.5%	0.7%	-0.8%	-1.4%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
Income before income taxes	\$89,311	\$27,284	\$26,526	\$26,727	\$27,405	\$107,942	\$30,686	\$29,775	\$30,073	\$31,772	\$122,306	\$139,686
% YoY Growth	6.7%	26.5%	30.4%	17.9%	10.8%	20.9%	12.5%	12.2%	12.5%	15.9%	13.3%	14.2%
% QoQ Growth		10.3%	-2.8%	0.8%	2.5%		12.0%	-3.0%	1.0%	3.6%		
% Margin	42.1%	48.3%	42.8%	43.2%	42.2%	44.0%	46.3%	42.2%	42.5%	42.5%	43.3%	42.9%
Provision for income taxes	\$16,950	\$4,993	\$4,656	\$4,788	\$4,933	\$19,370	\$5,524	\$5,359	\$5,413	\$5,719	\$22,015	\$25,144
% tax rate	19%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Net Income	\$72,361	\$22,291	\$21,870	\$21,939	\$22,472	\$88,572	\$25,163	\$24,415	\$24,660	\$26,053	\$100,291	\$114,543
% YoY Growth	-0.5%	27.0%	33.2%	19.9%	11.9%	22.4%	12.9%	11.6%	12.4%	15.9%	13.2%	14.2%
% QoQ Growth		11.0%	-1.9%	0.3%	2.4%		12.0%	-3.0%	1.0%	3.6%		
% Margin	34.1%	39.4%	35.3%	35.5%	34.6%	36.1%	37.9%	34.6%	34.9%	34.9%	35.5%	35.2%

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

估值：

今年以来，微软 PE-ttm 中枢在 36.5 附近，并有明显上行趋势，考虑到 Copilot 对微软各条业务线的赋能刚处于起步阶段，过去可能并未充分计价，同时考虑微软目前在 AI MaaS 层的领先优势明显，以及同时参考微软过去的 PE-ttm 历史中枢的情况，我们认为 2025 财年给予微软 35x-38xPE 较为合理。

图表 85 微软 PE-TTM 历史情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 86 微软在不同 PE 情况下目标市值 (百万美元) 及上涨空间分析

Date	20240703								
Market value (\$mn)	\$3,413,509			FY2024 FY2025 FY2026					
Up-side		FY2024	FY2025		FY2026	NI(\$mn)	FY2024	FY2025	FY2026
PE-30		-22%	-12%		1%	PE-30	\$2,657,166	\$3,008,736	\$3,436,283
PE-33		-14%	-3%		11%	PE-33	\$2,922,883	\$3,309,610	\$3,779,911
PE-35		-9%	3%		17%	PE-35	\$3,100,027	\$3,510,192	\$4,008,996
PE-38		-1%	12%		28%	PE-38	\$3,365,744	\$3,811,066	\$4,352,625
PE-40		4%	18%		34%	PE-40	\$3,542,888	\$4,011,648	\$4,581,710

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所测算

同时可以采用 SOTP 估值法给予微软估值, 我们预计生产力及业务流程、更多个人计算以及智能云三个业务在 2025 财年的 OPM 分别为 52.1%、27.3%、46.8%, 对应 operating profit 为 453.33/181.71/602.71 亿美元。

生产力及业务流程业务参考 Google、Adobe 和 salesforce, 我们认为 Office 在办公领域市占率极高且稳定, 同时考虑到 copilot 对 Office 的赋能, 我们给予微软生产力及业务流程业务 27xPE。智能云业务可参考 Google 和 Amazon, 我们认为微软在 MaaS 领域优势明显, 且 OPM 明显高于还在高负荷投入期的 Google 以及以 IaaS 为重心的 Amazon, 但也同时考虑到 Amazon 在全球 IaaS 层的垄断地位难以撼动, 我们认为当前阶段给予微软智能云业务 36x-38xPE 相对合适。更多个人计算业务参考索尼, 给予 12xPE。最终对应 FY2025 微软合理总市值为 36117.90 亿美元, 对应 5.8% 增长空间。

图表 87 微软各业务线 Operating profit 预测

Profit break-down		FY					FY					FY
(in millions\$)		2023	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24E	2024E	Sep-24E	Dec-24E	Mar-25E	Jun-25E	2025E
Operating Profit (\$mn)												
Productivity and Business Processes		\$34,189	\$9,970	\$10,284	\$10,143	\$10,335	\$40,732	\$11,115	\$11,446	\$11,299	\$11,473	\$45,333
% YoY Growth		15.2%	19.8%	25.8%	17.4%	14.2%	19.1%	11.5%	11.3%	11.4%	11.0%	11.3%
%OPM		49.4%	53.6%	53.4%	51.8%	50.5%	52.3%	53.4%	53.2%	51.6%	50.3%	52.1%
More Personal Computing		\$16,450	\$5,174	\$4,287	\$4,925	\$4,543	\$18,929	\$4,825	\$3,728	\$4,652	\$4,967	\$18,171
% YoY Growth		-21.6%	22.7%	29.1%	16.2%	-2.8%	15.1%	-6.8%	-13.0%	-5.5%	9.3%	-4.0%
%OPM		30.1%	37.9%	25.4%	31.6%	28.7%	30.6%	30.3%	21.5%	28.3%	29.6%	27.3%
Intelligent Cloud		\$37,884	\$11,751	\$12,461	\$12,513	\$12,852	\$49,577	\$14,290	\$15,177	\$15,098	\$15,706	\$60,271
% YoY Growth		15.8%	30.9%	39.9%	32.0%	22.1%	30.9%	21.6%	21.8%	20.7%	22.2%	21.6%
%OPM		43.1%	48.4%	48.1%	46.9%	44.9%	47.0%	48.2%	47.9%	46.7%	44.7%	46.8%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所测算

图表 88 微软 SOTP 估值表

SOTP	FY2025 Target MV(\$mn)	PE	vs.	PE(E=OP)	2023OE
Productivity and Business Processes	\$1,223,995	27	GOOGL	25.7	\$84,293
			ADBE	22.9	\$9,818
			CRM	22.0	\$10,632
Intelligent Cloud	\$2,169,739	36	GOOGL	25.7	\$84,293
			AMZN	51.6	\$36,852
More Personal Computing	\$218,056	12	SONY	11.6	\$8,372
FY2025 reasonable Market Value	\$3,611,790				
Up-Side	5.8%				

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

风险提示：

行业竞争加剧；全球宏观经济扰动风险；全球云计算开支缩减；AI 进展不及预期等。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
资产					营业收入				
现金及现金等价物	34,704	24,260	53,732	79,890	营业收入	211,915	245,323	282,305	325,449
短期投资	76,558	57,419	51,677	47,543	增长率	6.9%	15.8%	15.1%	15.3%
应收账款	48,688	47,517	55,139	61,092	营业成本	65,863	74,298	84,905	97,558
存货	2,500	2,453	3,207	3,761	%销售收入	31.08%	30.29%	30.08%	29.98%
即期递延税款	0	0	0	0	毛利	146,052	171,025	197,400	227,891
其他流动资产	21,807	21,826	21,826	21,826	研发开支	27,195	29,635	36,925	44,201
流动资产	184,25	153,47	185,58	214,11	销售及营销开支	22,759	24,776	28,231	32,545
固定资产	95,641	126,99	161,78	204,41	一般及行政开支	7,575	7,376	8,469	9,763
股权和其他投资	9,879	14,807	14,807	14,807	营业总开支	57,529	61,787	73,625	86,509
商誉	67,886	119,16	119,16	119,16	营业利润	88,523	109,238	123,775	141,382
其他无形资产	9,366	28,828	28,828	28,828	%销售收入	41.77%	44.53%	43.84%	43.44%
其他长期资产	44,947	53,275	48,827	42,690	其他收入	788	-1,296	-1,469	-1,696
资产总计	411,97	496,54	558,99	624,01	除税前利润	89,311	107,942	122,306	139,686
负债股东权益					%销售收入	42.14%	44.00%	43.32%	42.92%
应付账款	18,095	19,054	23,399	25,380	所得税	16,950	19,370	22,015	25,144
短期借款	5,247	22,784	22,784	22,784	净利润	72,361	88,572	100,291	114,543
应付款项	11,009	13,729	16,047	18,900	%销售收入	34.15%	36.10%	35.53%	35.20%
即期所得税	4,152	7,311	7,311	7,311	<i>NON-GAAP 调整项</i>	946			
短期递延收入	50,901	46,611	50,815	55,326	净利润(NON-GAAP)	73,307	88,572	100,291	114,543
其他流动负债	14,745	18,023	18,023	18,023	现金流量表				
流动负债	104,14	127,51	138,37	147,72	单位:百万美元				
长期递延收入	2,912	2,944	3,388	3,905	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
其他长期负债	56,702	66,995	66,995	66,995	经营活动现金流变	89,970	120,549	143,102	165,136
长期借款	41,990	42,658	42,658	42,658	净利润	72,361	88,572	100,291	114,543
负债合计	205,75	240,10	251,41	261,28	折旧摊销及其他	13,861	21,885	32,214	39,468
普通股和实收资本	93,718	101,02	108,90	117,40	以股份为基础的薪	9,611	10,092	10,596	11,126
留存收益	118,84	160,84	204,10	250,76	经营活动资产/负债	-2,388	13,923	8,675	7,491
累计其他综合收益	-6,343	-5,435	-5,435	-5,435	应收账款	-4,087	-3,488	-7,622	-5,953
股东权益合计	206,22	256,43	307,57	362,73	存货	1,242	-1,149	-754	-554
负债股东权益总计	411,97	496,54	558,99	624,01	其他流动资产	-1,991	19,140	5,742	4,134
主要财务比率					应付账款	-2,721	959	4,345	1,981
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	递延收入	5,535	-4,258	4,647	5,029
回报率					其他流动负债	2,272	2,720	2,318	2,853
净资产收益率	35.55%	34.54%	32.61%	31.58%	经营活动现金净流	87,582	134,472	151,777	172,627
总资产收益率	17.79%	17.84%	17.94%	18.36%	筹资活动				
增长率					债务偿付	-2,750	-	-	-
营业总收入增长率	6.88%	15.76%	15.08%	15.28%	普通股发行	1,866	2,011	2,168	2,338
净利润增长率	5.56%	22.40%	13.23%	14.21%	普通股回购	-22,245	-29,836	-38,984	-48,427
总资产增长率	12.92%	20.53%	12.58%	11.63%	普通股现金股息	-19,800	-21,804	-23,504	-25,337
资产管理能力					筹资活动现金流	-43,935	-49,628	-60,320	-71,427
应收款项周转天数	83.9	70.7	71.3	68.5	投资活动				
应付款项周转天数	31.2	28.3	30.3	28.5	固定资产添置	-28,107	-47,771	-57,986	-71,042
存货周转天数	4.3	3.6	4.1	4.2	购置, 扣除购置现	-1,670	-68,790	-4,000	-4,000
偿债能力					投资活动现金流	-22,680	-95,289	-61,986	-75,042
资产负债率	49.94%	48.36%	44.98%	41.87%	现金及现金等价物	20,773	-10,444	29,472	26,158
流动比率	1.8	1.2	1.3	1.4	期初现金及现金等	13,931	34,704	24,260	53,732
					期末现金及现金等	34,704	24,260	53,732	79,890

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。