

微软 (MICROSOFT) (MSFT.O) 4FQ24 财报点评

业绩稳健, AI 折摊压力逐步增加, 关注 Copilot 变现潜力

优于大市

核心观点

业绩总览: 微软 FY24Q4 整体财务表现符合指引预期。①**整体:** 本季度公司实现营收 648 亿美元 (同比+15%), 营业利润同比+15%至 279 亿美元, 净利润同比+10%至 220 亿美元, GAAP 每股收益为 2.95 美元。②**分业务:** 生产力与业务流程收入 230 亿美元 (同比+11%), 智能云收入 285 亿美元 (同比+19%), 其他个人计算收入 159 亿美元 (同比+14%)。③**订单指标:** 季度商业预订量 (新订单) 同比上升 17%cc (上季度 29%cc), 商业剩余履约义务 (在手订单余额) 2690 亿美元 (同比+20%, 上季度为 2350 亿美元)。

业务重点: ①**AI 贡献占比持续提升, 公司预计 FY25 下半年 Azure 重新加速增长。** 本季度智能云同比+19%, Azure 同比增长+29%, 环比略有下降, 公司表示主要受计算能力限制及欧洲地区非 AI 消费上的疲软, 限制将持续到 FY25H1, 其中 AI 贡献了 8 个百分点 (上季度为 7 个点)。②**生产力业务增长超指引, M365 Copilot 有望扭转 M365 增长降速的趋势。** 本季度生产力业务同比+11%, 主要受益于 M365 Copilot 和 E5 的增长。Office M365 Copilot 本季度 DAU 环比翻倍, 客户数季度环比超 60%, 预计将驱动 Office 365 扭转过去四个季度的降速趋势。③**加码 AI 领域投资, 预计 AI 折摊对利润率负面影响逐步提升。** 本季度毛利率、营业利润率与净利率环比均有所下滑, 主要反映了投资周期折旧摊销压力的增加。同时, 本季度资本支出 (含融资租赁) 为 190 亿美元、提升显著, 预计后续折摊压力持续增加。

业绩展望: 预计整体保持稳健增长。①**收入方面,** 公司预计 FY25Q1 智能云收入 286-289 亿美元 (其中 Azure 指引+28%-29%cc), 生产力和商业业务 203-206 亿美元 (其中 Office 365 商业版指引+14%cc), 个人计算收入指引 149-153 亿美元。②**成本方面,** 公司预计 FY24Q4 经营费用预计 199.5-201.5 亿美元, 营业成本 152-153 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: 考虑公司短期云业务增长放缓、长期加速的指引, 调整 2024-2026 财年收入预测至 2809/3238 亿美元 (前值 2825/3232 亿美元), 调整幅度 1%/1%, 新增 2027 财年收入 3697 亿美元。公司加码 AI 投资, 调整净利润预测至 990/1159 亿美元 (前值 1002/1181 亿美元), 调整幅度 1%/2%, 新增 2027 财年调整净利润 1355 亿美元, 给予目标价 480-500 美元, 维持“优于大市”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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	211,915	245,122	280,916	323,847	369,742
(+/-%)	6.9%	15.7%	14.6%	15.3%	14.2%
归母净利润 (百万美元)	72,361	88,136	99,031	115,906	135,521
(+/-%)	-0.5%	21.8%	12.4%	17.0%	16.9%
EPS (元)	9.74	11.86	13.32	15.59	18.23
EBIT Margin	41.8%	44.6%	43.9%	43.8%	44.2%
净资产收益率 (ROE)	35.1%	32.8%	28.9%	27.0%	25.5%
市盈率 (PE)	43	36	32	27	23
EV/EBITDA	33	26	21	19	16
市净率 (PB)	15	12	9	7	6

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	优于大市(维持)
合理估值	480.00 - 500.00 美元
收盘价	418 美元
总市值/流通市值	31096/31096 亿美元
52 周最高价/最低价	468/317 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) - 商业新增订单强劲, Azure 云持续加速增长》——2024-04-28
- 《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

财报表现：业绩稳健，预计 AI 折摊对利润率压力逐步增加，持续关注 Copilot 变现潜力

◆ 业务重点：

①AI 贡献持续增加，但 Azure 增速同比放缓，公司预计 FY25 下半年重新加速

AI 给 Azure 云业务贡献了 8 个点的增速（上季度为 7 个点），Azure 同比+29%（30%cc），增速环比略有放缓，公司表示主要受计算能力限制及欧洲地区非 AI 消费上的疲软，其中计算能力限制将持续到 FY25H1。公司预计 FY25 下半年 Azure 业务增速将重新加速。

②生产力业务增长超指引，M365 Copilot 有望扭转 M365 增长降速的趋势

本季度生产力业务同比+11%，超过上季度指引上限 10%，主要受益于 M365 Copilot 和 E5 的增长。其中 Office365 商业版收入同比+13%，Office M365 Copilot 本季度每日使用人数环比翻倍，客户数量季度环比增长超 60%。拥有超过 10000 个用户席位的大客户数量环比翻倍。同时，下季度指引同比+14%0C，预计在 M365 Copilot 的驱动下 office365 将扭转过去四个季度降速的趋势。

③加码 AI 领域投资，预计 AI 折摊对利润率负面影响逐步提升

本季度毛利率、营业利润率与净利率环比均有所下滑，主要反映了投资周期折旧摊销压力的增加。如本季度 Azure 的投资使得云业务运营成本增长了 5%，本季度经营利润率为 45.1%（同比+1.2pcts、环比-1.8pcts）。云业务预计面临增速企稳后毛利率与营业利润率进一步下滑的压力。

本季度资本支出（含融资租赁）为 190 亿美元，相比上季度 140 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 财年底一个点。

◆ 整体情况：

第三财季业绩表现稳健。本季度微软收入同比+15%至 647 亿美元；营业利润同比+15%至 279 亿美元，净利润同比+10%至 220 亿美元。

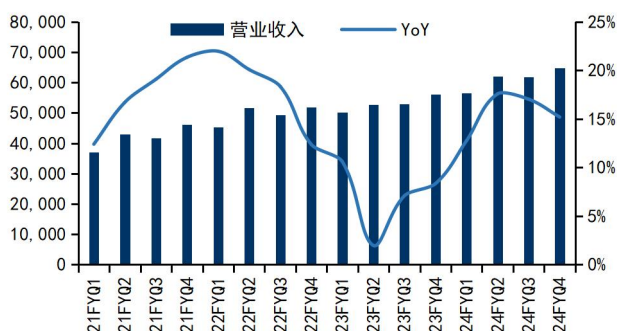
分业务看：

1) **生产力和业务流程：**本季度收入 203 亿美元，同比+11%，超过上季度指引上限。包括 Office365 商业版收入同比+14%，LinkedIn 收入同比+10%，Dynamics 收入同比+16%，其中 Dynamics 365 收入同比+19%。

2) **智能云：**本季度收入为 285 亿美元，同比+19%，略低于上季度公司指引上限+20%。其中 Azure 和其他云业务同比+29%，其中 AI 贡献了其中的 8 个点（上个季度为 7 个点），Azure 格局和 AI 竞争地位优势依旧显著领先；

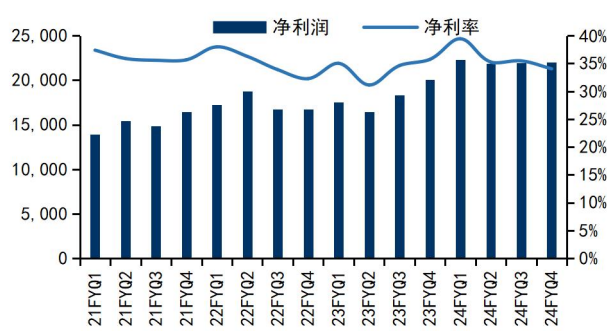
3) **更多个人计算业务：**本季度收入为 159 亿美元，同比+14%。其中 Windows OEM 同比+4%，Windows 商业产品和云服务收入增长 11%；搜索和新闻广告收入（不含流量采集费用）增长 19%；Xbox 内容和服务收入增长 61%，其中新收购的动视暴雪贡献 58%。

图1: 微软收入变化情况 (单位: 百万美元、%)



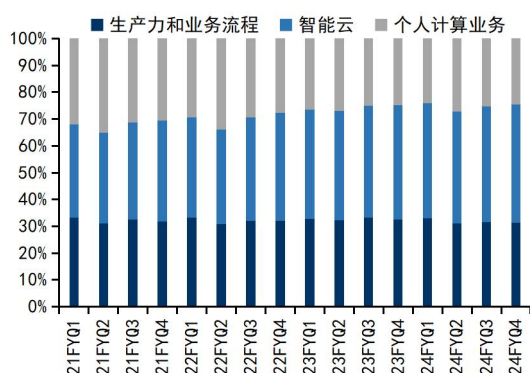
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图2: 微软净利润季度变化情况 (单位: 百万美元、%)



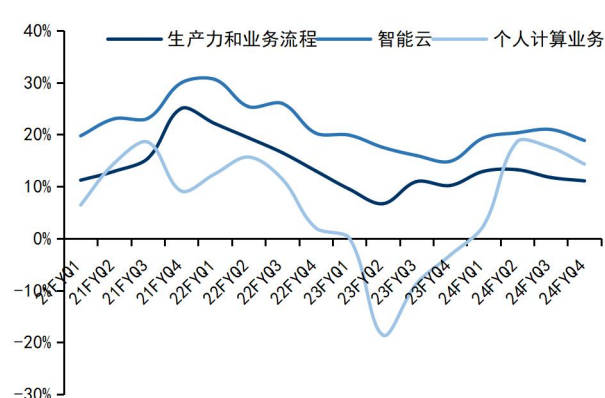
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图3: 微软分业务收入季度变化情况 (单位: %)



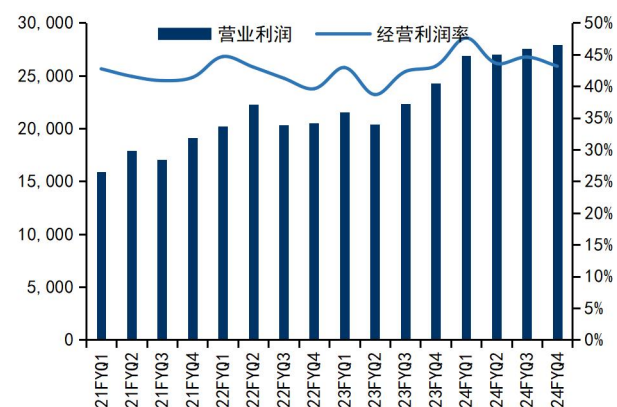
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图4: 微软分业务收入增长变化情况 (单位: %)



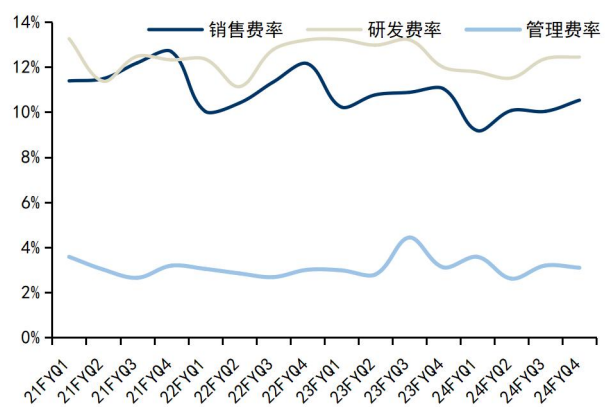
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

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: 微软三费率占比变化情况 (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**: Azure AI 累计超过 60,000 个客户，同比增加 60%，Azure OpenAI 服务提供 GPT-4o 和 GPT-4o mini 的访问。Azure Arc 目前拥有 36,000 个客户，同比+90%，我们是 SAP 和 Oracle 的首选超大规模云。Fabric 现在拥有超过 14,000 个付费客户，季度环比 20%，本季度我们在 Fabric 中引入了首创的实时智能功能，帮助客户洞察高密度、时间敏感数据。
- 2) **AI 基础设施**: 新增了 AMD 和 NVIDIA 的 AI 加速器，以及自研的 Azure Maia。推出了 Cobalt 100 处理器，为 Elastic、MongoDB、西门子、snowflake 和 Teradata 等提供较优性能。
- 3) **MaaS**: 提供第三方模型的 API 访问，包括 Cohere、Meta Llama 和 Mistral 的最新模型。Maas 付费客户数量季度环比翻倍，看到大量行业领先者使用，如：Adobe、普利司通、诺和诺德和 Palantir。
- 4) **Copilot Studio**: 超过 50,000 家机构使用 Copilot Studio 定制 Copilot for Microsoft 365，环比增长 70%。
- 5) **GitHub Copilot**: 超过 77,000 家组织使用了 Copilot，同比增长 190%。年化收入规模达到 20 亿美元，Copilot 占今年 Github 收入的 40% 以上。
- 6) **M365 Copilot**: M365 Copilot 的 DAU 环比增长近一倍，客户环比增长超过 60%。
- 7) **Power Platform Copilot**: 超过 48 万家机构使用 AI 功能，Power Apps 拥有超过 4800 万月活跃用户，同比增长超过 40%。
- 8) **Dynamic**: Dynamic 365 Business Central 超过 40,000 家机构使用，用户核心的 ERP。Dax Copilot: 被 400 多家医疗机构使用。
- 9) **Security**: 超过 1,000 家付费客户使用 Copilot For Security。当前拥有超过 120 万客户，Defender for Cloud 过去 12 个月收入规模突破 1 亿美元。

财务预测与估值

资产负债表 (百万美元)

	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	18315	80242	140835	227043
应收款项	56924	65236	75206	85864
存货净额	1246	1431	1639	1887
其他流动资产	26021	29821	34378	39250
流动资产合计	159734	236819	315152	420293
固定资产	135591	176413	219103	263848
无形资产及其他	165778	157489	149615	142134
投资性房地产	36460	36460	36460	36460
长期股权投资	14600	19321	24042	28763
资产总计	512163	626502	744372	891498
短期借款及交易性金融负债	8942	9836	10820	11902
应付款项	27013	31020	35544	40900
其他流动负债	89331	108397	117732	140681
流动负债合计	125286	149254	164096	193483
长期借款及应付债券	42688	42688	42688	42688
其他长期负债	75712	91810	107908	124006
长期负债合计	118400	134498	150596	166694
负债合计	243686	283752	314692	360177
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	268477	342750	429680	531321
负债和股东权益总计	512163	626502	744372	891498

关键财务与估值指标

	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	11.9	13.3	15.6	18.2
每股红利	2.7	3.3	3.9	4.6
每股净资产	36.12	46.11	57.81	71.48
ROIC	92%	85%	93%	100%
ROE	33%	29%	27%	26%
毛利率	70%	68%	69%	69%
EBIT Margin	45%	44%	44%	44%
EBITDA Margin	54%	54%	54%	54%
收入增长	16%	15%	15%	14%
净利润增长率	22%	12%	17%	17%
资产负债率	48%	45%	42%	40%
息率	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%
P/E	36	32	27	23
P/B	12	9	7	6
EV/EBITDA	25	21	19	16

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万美元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	245122	280916	323847	369742
营业成本	74114	89256	101040	115360
研发费用	29510	32886	42085	48184
销售及管理费用	32065	35557	38862	42929
营业利润	109433	123217	141860	163269
财务费用	788	(2447)	(511)	2000
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	107787	120770	141349	165269
所得税费用	19651	21739	25443	29748
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	88136	99031	115906	135521

现金流量表 (百万美元)

	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	88136	99031	115906	135521
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(22287)	(29735)	(33679)	(38080)
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(788)	2447	511	(2000)
营运资本变动	16485	26874	15221	28626
其它	36214	59469	67358	76160
经营活动现金流	118548	155640	164806	202226
资本开支	(62237)	(62268)	(68495)	(75344)
其它投资现金流	19330	(2861)	(3004)	(3155)
投资活动现金流	(96970)	(69850)	(76220)	(83220)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	698	0	0	0
支付股利、利息	(19800)	(24758)	(28977)	(33880)
其它融资现金流	447	894	984	1082
融资活动现金流	(37757)	(23864)	(27993)	(32798)
现金净变动	(16389)	61927	60593	86208
货币资金的期初余额	34704	18315	80242	140835
货币资金的期末余额	18315	80242	140835	227043
企业自由现金流	74071	92404	93641	122364
权益自由现金流	57456	94267	97295	127964

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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