

## 云业务增速放缓, AI 贡献提升

### 投资要点

- **事件:** 公司 2024 财年第四季度 (FY24Q4, 即自然年 2024Q2) 营收 647 亿美元, 同比增长 15%; GAAP 净利润 220 亿美元, 同比增长 10%; 毛利率 69.6%, 同比下降 0.5pp。
- **Azure 增速放缓, AI 贡献提升。** FY24Q4 智能云业务收入 285 亿美元, 同比增长 19%, 符合此前指引 284~287 亿美元。微软 Azure 云收入同比增长 29%, 增速有所放缓, 公司对数据中心和服务器加大投资有望推动 Azure 收入在 FY2025H2 加速增长; 服务器产品和云服务收入同比增长 21%。AI 贡献提升, FY2024Q4, AI 推动 Azure 收入增长 8%, 相比 FY24Q3 的 7% 继续提升; Azure AI 客户超过 60000 个, 同比增长 60%; 超过 77,000 个客户已采用 GitHub Copilot, 同比增长 180%。FY2024Q4 资本开支 190 亿美元, 同比增长 78%, 主要用于 AI 和云相关投入。公司预计 FY25Q1 智能云收入在 286~289 亿美元之间。
- **Microsoft 365 订阅数持续增长, Dynamics 365 收入快速增长。** FY24Q4 生产力和业务流程收入 203 亿美元, 同比增长 11%, 高于此前指引 199~202 亿美元。Office 商业版收入同比增长 12%, 其中 Office365 商业收入同比增长 13%; Office 消费者收入同比增长 3%, Microsoft 365 订阅数增长至 8250 万。Dynamics 收入同比增长 16%, 其中 Dynamics 365 收入同比增长 19%。公司预计 FY25Q1 生产力与流程业务收入在 203~206 亿美元之间。
- **PC 市场回暖, 个人计算业务表现好于预期。** 更多个人计算收入 159 亿美元, 同比增长 14%, 高于此前指引 152~156 亿美元, 主要得益于 PC 市场回暖带来的个人电脑销售增长。Windows 收入同比增长 7%, 其中 Windows OEM 收入同比增长 4%, Windows 商用产品和云服务收入同比增长 11%。Surface 收入同比下降 11%, 游戏与 Xbox 收入同比增长 61%, 主要得益于收购 Activision 带来的 58% 的增长, 搜索和新闻广告收入同比增长 19%。公司预计 FY25Q1 个人计算收入 149~153 亿美元。
- **盈利预测与评级:** 预计公司 2025-2027 财年归母净利润分别为 1027.5 亿美元、1198.2 亿美元、1380.4 亿美元, 未来三年复合增速为 16.1%。公司为云服务领先提供商, 各项业务持续健康发展, 前瞻布局 AI 领域并持续投入, Copilot 客户数量环比强劲增长, AI 商业化加速, 订单量有望持续增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** AI 商业化不及预期、云计算市场竞争加剧、PC 市场回暖不及预期等风险。

指标/年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万美元)	211915.00	245122.00	283481.10	325657.86	370475.13
增长率	6.88%	15.67%	15.65%	14.88%	13.76%
归属母公司净利润(百万美元)	72361.00	88136.00	102746.31	119819.61	138038.22
增长率	-0.52%	21.80%	16.58%	16.62%	15.21%
每股收益 EPS	9.74	11.86	13.82	16.12	18.57
净资产收益率	35.09%	32.83%	29.33%	27.44%	25.91%
PE	42.97	35.28	30.26	25.95	22.53

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰  
执业证号: S1250521120002  
电话: 0755-26671517  
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 杨镇宇  
执业证号: S1250517090003  
电话: 023-67563924  
邮箱: yzyu@swsc.com.cn

联系人: 张雪晴  
电话: 010-7758528  
邮箱: zxqf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



### 基础数据

52 周区间(美元)	309.45-468.35
3 个月平均成交量(百万)	19.01
流通股数(亿)	74.33
市值(亿美元)	31096

### 相关研究

1. 微软 (MSFT.O): Azure 云服务快速增长, 资本支出创新高 (2024-05-03)
2. 微软 (MSFT.O): 云计算强劲增长, AI 商业化稳步推进 (2024-02-07)
3. 微软 (MSFT.O): 业绩全面超预期, 关注 AI 变现进展 (2023-11-01)
4. 微软 (MSFT.O): 资本支出加大, 365 Copilot 商业化前景可期 (2023-08-01)
5. 微软 (MSFT.O): 云计算业务快速增长, 产品 AI 化未来可期 (2023-05-11)

**附：财务报表**

资产负债表 (百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	利润表 (百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
货币资金	75543.00	124515.64	200071.89	289966.50	销售收入	245122.00	283481.10	325657.86	370475.13
应收账款	56924.00	64748.57	74943.09	85303.23	销售成本	74114.00	87061.82	102831.93	114948.00
预付款项	0.00	0.00	0.00	0.00	销售和管理费用	32065.00	36852.54	39176.64	44938.63
存货	1246.00	3322.81	3924.69	4387.11	研发费用	29510.00	33450.77	38101.97	43345.59
其他流动资产	26021.00	27820.66	33347.27	37348.10	营业利润	109433.00	124194.51	144044.98	166030.10
流动资产总计	159734.00	220407.67	312286.94	417004.94	其他非经营损益	-1646.00	422.00	316.00	281.00
长期股权投资	14600.00	14600.00	14600.00	14600.00	税前利润	107787.00	124616.51	144360.98	166311.10
固定资产	135591.00	152298.41	170389.15	184079.90	所得税	19651.00	21870.20	24541.37	28272.89
无形资产	27597.00	23830.83	20314.67	16965.17	净利润	88136.00	102746.31	119819.61	138038.22
其他非流动资产	174641.00	167343.00	170824.00	172439.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	352429.00	358072.24	376127.82	388084.06	归属于母公司股东的净利润	88136.00	102746.31	119819.61	138038.22
资产总计	512163.00	578479.91	688414.76	805089.01	EBITDA	130074.00	159596.73	187788.74	219182.66
应付账款	21996.00	25387.08	29585.48	33568.32	NOPLAT	89782.00	103982.62	120804.27	138811.61
其他流动负债	94348.00	104728.01	120579.86	135946.04	EPS(元)	11.86	13.82	16.12	18.57
流动负债合计	125286.00	130115.10	150165.34	169514.37					
长期债务	42688.00	42688.00	42688.00	42688.00					
其他非流动负债	75712.00	55371.00	58904.00	60026.00					
非流动负债合计	118400.00	98059.00	101592.00	102714.00	<b>财务分析指标</b>	<b>FY2024A</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>
负债合计	243686.00	228174.10	251757.34	272228.37	<b>成长能力</b>				
归属母公司权益	268477.00	350305.81	436657.42	532860.64	销售收入增长率	15.67%	15.65%	14.88%	13.76%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	20.69%	17.40%	15.27%	14.85%
股东权益合计	268477.00	350305.81	436657.42	532860.64	EBITDA 增长率	26.07%	22.70%	17.66%	16.72%
负债和股东权益合计	512163.00	578479.91	688414.76	805089.01	税后利润增长率	21.80%	16.58%	16.62%	15.21%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	69.76%	69.29%	68.42%	68.97%
					净利率	35.96%	36.24%	36.79%	37.26%
					ROE	32.83%	29.33%	27.44%	25.91%
					ROA	17.21%	17.76%	17.41%	17.15%
					ROIC	54.95%	38.64%	40.70%	44.51%
					<b>估值</b>				
					P/E	35.28	30.26	25.95	22.53
					P/S	12.69	10.97	9.55	8.39
					P/B	11.58	8.88	7.12	5.84
<b>现金流量表 (百万美元)</b>	<b>FY2024A</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>					
税后经营利润	89481.91	102398.37	119557.33	137804.99					
折旧与摊销	22287.00	33058.76	41925.42	51658.76					
其他经营资金	6779.09	2070.07	3727.21	4525.65					
经营性现金净流量	118548.00	139448.66	166712.31	195202.19					
投资性现金净流量	-96970.00	-58695.06	-56185.72	-62259.77					
筹资性现金净流量	-37757.00	-31780.96	-34970.34	-43047.80					
现金流量净额	-16179.00	48972.64	75556.25	89894.62					

数据来源：公司公告，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所  
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---