

Copilot 更新，AI 商业化或加速

华泰研究

2024 年 9 月 18 日 | 美国

动态点评

计算机应用

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

512.72

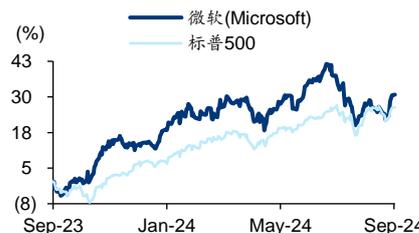
研究员 谢春生
SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036

研究员 彭钢
SAC No. S0570523090001 penggang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(美元)	512.72
收盘价(美元 截至 9 月 16 日)	431.34
市值(美元百万)	3,206,167
6 个月平均日成交额(美元百万)	8,147
52 周价格范围(美元)	307.14-467.51
BVPS(美元)	36.11

股价走势图



资料来源: S&P

Copilot 功能更新，AI 商业化或加速

微软发布 Microsoft 365 Copilot wave2.0, 将 Web+工作+Pages 整合为知识工作的全新设计系统, 本次更新主要包括发布多人 AI 协作画布 Copilot Pages、Microsoft 365 应用中的 Copilot 功能更新, 推出 Copilot Agents。此次发布进一步强化了微软核心产品的 AI 功能, 看好微软自身产品 AI 商业化进程加速。预计 FY25-27 EPS 为 13.86/16.04/18.65 美元, 可比公司 FY24/25 平均估值 30.3xPE, 考虑公司优势卡位与 AI 领先布局, 给予 FY25 37 xPE, 目标价 512.72 美元, 维持“买入”。

推出多人协作 AI 画布 Copilot Pages, 多人 AI 协作有望加速推广

微软发布多人协作 AI 画布 Copilot Pages, Pages 以 Business Chat 为枢纽, 把网络数据、工作数据和业务线数据汇集到工作流程中。Pages 支持编辑、添加内容并与其他人分享内容。在 Web 模式下可实现 AI 搜索并将 AI 生成内容变为持久内容, 在 Work 模式下可以将更多内容从数据、文件和 Web 添加到页面中。从而实现多人, 人与 AI 之间的协作。Microsoft Pages 将于 2024 年 9 月下旬全面上市。微软通过 Pages 产品提供多人 AI 协作的产品基础, 或推动微软 AI 应用的进一步推广。

Microsoft 365 Copilot 功能升级, 进一步支持个性化需求

Microsoft 365 Copilot 功能更新, 在 Excel 中支持对文本内容的分析以及通过自然语言使用 Python 进行高级分析; 在 PowerPoint 中通过叙述生成器生成可编辑/添加文件更新的大纲, 并与公司品牌模板进一步结合; 在 Word 中能够快速引用 Web 数据/工作数据/电子邮件/会议; OneDrive 中则可实现快速推理所有文件以找到所需的信息/总结和比较最多五个文件; Outlook 中未来将加入优先处理邮件功能。微软凭 AI 进一步提升了文本、数据的分析效率, 在生成类应用中更加贴合公司模板、结合业务数据等个性化需求, 产品或加速推广。

Copilot Agents 结合 SharePoint, 后续关注产品迭代&模型升级

微软推出 Copilot Agents in SharePoint, 能够基于 SharePoint 内容的范围集回答用户问题、总结信息或提供见解, 且 Agents 支持自定义配置, 能够添加操作以自动化工作流程或接入 SharePoint 以外的其他数据源。我们认为本次更新中不同应用场景中 AI 落地方式具有不同的侧重点, 体现微软对场景的深度理解。我们看好大量的客户反馈帮助微软不断迭代产品, 此外随着模型端不断升级, OpenAI o1 进一步强化的高级推理能力也有望推动微软产品能力进一步增强。

风险提示: 宏观经济波动; AI 商业化不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(美元百万)	211,915	245,122	279,574	319,648	367,947
+/-%	6.88	15.67	14.06	14.33	15.11
归属母公司净利润(美元百万)	72,361	88,136	103,001	119,192	138,593
+/-%	(0.52)	21.80	16.87	15.72	16.28
EPS(美元, 最新摊薄)	9.74	11.86	13.86	16.04	18.65
ROE(%)	38.82	37.13	32.84	29.24	26.89
PE(倍)	44.30	36.37	31.13	26.90	23.13
PB(倍)	15.54	11.94	8.93	7.02	5.58
EV EBITDA(倍)	31.95	25.63	23.32	20.50	17.88

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司估值表

公司	证券代码	收盘价 美元	总市值 十亿美元	净利润 (十亿美元)				PE(x)		
				2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Apple	AAPL US	216.32	3289	97	103	112	121	31.8	29.4	27.2
Meta	META US	533.28	1349	39	56	63	71	24.3	21.4	18.9
Google	GOOGL US	158.06	1946	74	95	107	121	20.4	18.2	16.1
Salesforce	CRM US	256.91	246	4.1	6.0	7.0	8.5	40.8	34.9	29.0
Adobe	ADBE US	521.50	231	5.4	5.5	7.1	8.1	42.0	32.6	28.7
Amazon	AMZN US	184.89	1941	30	51	64	81	38.0	30.3	23.8
平均								32.9	27.8	24.0

注: 盈利预测均为 Bloomberg 一致预期, 截至 2024/9/16

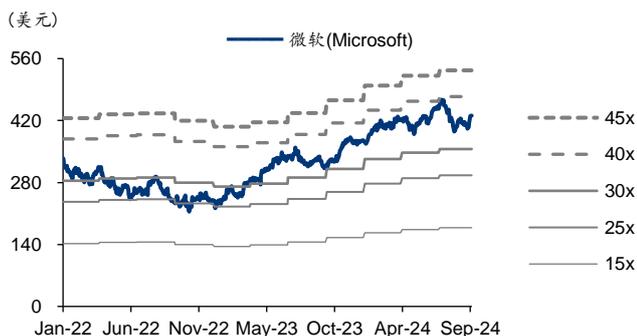
资料来源: Bloomberg、华泰研究

风险提示

宏观经济波动。公司收入增速与宏观经济具有一定关系, 若宏观经济波动, 可能对下游需求产生消极影响, 或导致公司收入增长不及预期。

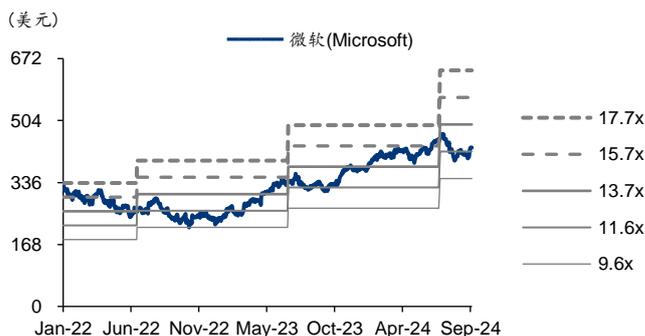
AI 商业化不及预期。公司通过 Copilot 等产品实现 AI 应用商业化, 下游 AI 应用需求释放也是智能云业务重要的收入推动力, 若 AI 商业化进度不及预期, 可能导致 Copilot 等应用、智能云业务收入增长不及预期。

图表2: 微软(Microsoft)PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表3: 微软(Microsoft)PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	211,915	245,122	279,574	319,648	367,947
销售成本	(65,863)	(74,114)	(84,330)	(95,710)	(109,697)
毛利润	146,052	171,008	195,244	223,939	258,251
销售及分销成本	(22,759)	(24,456)	(27,398)	(31,006)	(35,323)
管理费用	(7,575)	(7,609)	(8,387)	(9,270)	(10,303)
其他收入/支出	(27,195)	(29,510)	(32,990)	(37,399)	(42,682)
财务成本净额	(1,968)	(2,935)	(1,817)	(1,837)	(1,817)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	89,311	107,787	125,966	145,768	169,494
税费开支	(16,950)	(19,651)	(22,965)	(26,575)	(30,901)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	72,361	88,136	103,001	119,192	138,593
折旧和摊销	(13,861)	(22,287)	(18,434)	(19,941)	(21,422)
EBITDA	105,140	133,009	146,217	167,546	192,734
EPS (美元, 基本)	9.74	11.86	13.86	16.04	18.65

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	2,500	1,246	1,271	1,296	1,322
应收账款和票据	48,688	56,924	68,309	81,971	98,365
现金及现金等价物	34,704	18,315	27,802	12,280	9,457
其他流动资产	98,365	83,249	115,000	172,500	232,875
总流动资产	184,257	159,734	212,382	268,047	342,018
固定资产	95,641	135,591	178,157	223,600	269,360
无形资产	9,366	27,597	22,851	19,536	17,855
其他长期资产	122,712	189,241	201,848	214,360	226,796
总长期资产	227,719	352,429	402,856	457,495	514,011
总资产	411,976	512,163	615,238	725,542	856,029
应付账款	18,095	21,996	24,854	28,318	32,015
短期借款	5,247	2,249	249.00	(1,751)	(3,751)
其他负债	80,807	101,041	106,093	111,398	116,968
总流动负债	104,149	125,286	131,196	137,965	145,232
长期债务	41,990	42,688	45,688	47,688	48,688
其他长期债务	59,614	75,712	79,498	83,472	87,646
总长期负债	101,604	118,400	125,186	131,160	136,334
股本	93,718	100,923	102,941	105,000	107,100
储备/其他项目	112,505	167,554	255,915	351,417	467,363
股东权益	206,223	268,477	358,856	456,417	574,464
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	206,223	268,477	358,856	456,417	574,464

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	44.30	36.37	31.13	26.90	23.13
PB	15.54	11.94	8.93	7.02	5.58
EV EBITDA	31.95	25.63	23.32	20.50	17.88
股息率 (%)	0.63	0.63	0.74	0.71	0.99
自由现金流收益率 (%)	1.62	2.02	0.85	0.39	0.79

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	105,140	133,009	146,217	167,546	192,734
融资成本	1,968	2,935	1,817	1,837	1,817
营运资本变动	(7,923)	(3,524)	(35,251)	(62,419)	(67,528)
税费	(16,950)	(19,651)	(22,965)	(26,575)	(30,901)
其他	5,347	5,779	(1,817)	(1,837)	(1,817)
经营活动现金流	87,582	118,548	88,002	78,552	94,305
CAPEX	(28,107)	(44,477)	(60,347)	(65,640)	(68,551)
其他投资活动	5,427	(52,493)	(4,728)	(4,965)	(5,213)
投资活动现金流	(22,680)	(96,970)	(65,075)	(70,605)	(73,765)
债务增加量	(2,750)	575.00	1,000	0.00	(1,000)
权益增加量	(20,379)	(15,252)	2,018	2,059	2,100
派发股息	(18,550)	(20,233)	(20,230)	(23,690)	(22,647)
其他融资活动现金流	(2,256)	(2,847)	3,773	(1,837)	(1,817)
融资活动现金流	(43,935)	(37,757)	(13,439)	(23,469)	(23,364)
现金变动	20,967	(16,179)	9,487	(15,522)	(2,824)
年初现金	13,931	34,704	18,315	27,802	12,280
汇率波动影响	(194.00)	(210.00)	0.00	0.00	0.00
年末现金	34,704	18,315	27,802	12,280	9,457

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	6.88	15.67	14.06	14.33	15.11
毛利润	7.69	17.09	14.17	14.70	15.32
营业利润	6.16	23.62	15.57	15.65	16.19
净利润	(0.52)	21.80	16.87	15.72	16.28
EPS	(0.09)	21.80	16.85	15.72	16.28
盈利能力比率 (%)					
毛利率	68.92	69.76	69.84	70.06	70.19
EBITDA	49.61	54.26	52.30	52.42	52.38
净利润率	34.15	35.96	36.84	37.29	37.67
ROE	38.82	37.13	32.84	29.24	26.89
ROA	18.63	19.07	18.27	17.78	17.53
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	6.08	9.92	5.05	7.37	6.18
流动比率	1.77	1.27	1.62	1.94	2.35
速动比率	1.75	1.27	1.61	1.93	2.35
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.55	0.53	0.50	0.48	0.47
应收账款周转天数	78.95	77.55	80.63	84.63	88.22
应付账款周转天数	101.38	97.37	100.00	100.00	99.00
存货周转天数	17.06	9.10	5.37	4.83	4.30
现金转换周期	(5.37)	(10.72)	(14.00)	(10.55)	(6.48)
每股指标 (美元)					
EPS	9.74	11.86	13.86	16.04	18.65
每股净资产	27.75	36.12	48.28	61.40	77.29

免责声明

分析师声明

本人, 谢春生、彭钢, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股(香港)有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息,请参华泰金融控股(香港)有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券(美国)有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券(美国)有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。对于其在美国分发的研究报告,华泰证券(美国)有限公司根据《1934年证券交易法》(修订版)第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释,对本研究报告内容负责。华泰证券(美国)有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管(FINRA)分析师的注册资格,可能不属于华泰证券(美国)有限公司的关联人员,因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券(美国)有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券(美国)有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士,应通过华泰证券(美国)有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生、彭钢本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬,包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司,及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具,包括股票及债券(包括衍生品)华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具,包括股票及债券(包括衍生品)。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司,及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券(或任何相关投资)头寸,并可能不时进行增持或减持该证券(或投资)。因此,投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券(新加坡)有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证,可从事资本市场产品交易,包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约,并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问,就投资产品向他人提供建议,包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券(新加坡)有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用,华泰证券(新加坡)有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者,请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券(新加坡)有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券(新加坡)有限公司关系经理或客户主管,了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,台湾市场基准为台湾加权指数,日本市场基准为日经225指数,新加坡市场基准为海峡时报指数,韩国市场基准为韩国有价证券指数),具体如下:

行业评级

- 增持:** 预计行业股票指数超越基准
- 中性:** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持:** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入:** 预计股价超越基准15%以上
- 增持:** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有:** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出:** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级:** 已暂停评级、目标价及预测,以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级:** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司