

微软公司 (MSFT)

证券研究报告
2024年09月23日

业务重组的核心逻辑：Azure+AI 增速更高，或准备近 900 亿美元级别的 Capex+租约投入

投资评级

6 个月评级

买入 (维持评级)

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002
kongrong@tfzq.com李泽宇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520110002
lizeyu@tfzq.com

相关报告

- 《微软公司-公司动态研究:微软 2024 Build 大会发布 AI PC 产品和 Azure 更新》
2024-07-02
- 《微软公司-公司动态研究:FY24 展望:序幕拉开,展望 AI+生产力的增长曲线》
2023-08-28
- 《微软公司-公司动态研究:FY2023 Q3 点评:生成式 AI 时代的领军,产品迅速推出,经营杠杆进一步体现》
2023-05-06

事件：微软宣布调整全年各部门收入口径

将微软 365 的商业组件整合到 PBP 部门，该部门现在包括 Office 365 商业版、企业移动+安全 (EMS)、Power BI 每用户订阅以及 Windows 商业版云收入。

我们关注到最为关键的 Azure 的最新增长率，从上一季度的同比增长 30% 上升至 35%，其中 AI 贡献了 11%，而之前为 8%。

业绩表现：**投入：可能快速上升到接近年化 900 亿美元量级的 Capex+Leases，对利润表影响的成本可能在百亿美元以上。****从 10K 的微软年报来看：我们认为，微软可能快速上升到 900 亿美元的 Capex+Leases。**

我们认为，微软扩展供应的方式可概括为两类：1) 自建数据中心 (从零开始建造的情况下耗时最长，但可以自由配置服务器)；2) 租赁 (比从零开始建设要更快，但仍需要一定时间)。

在 FY2024，微软的建筑合同达到 354 亿美元，相比去年增长 219 亿美元，这个是其自建数据中心的前置指标。FY24 运营和融资 leases 合计达到 61 亿美元，而微软对于 FY25 年之后总租约规模达到了 1632 亿美元，这是其租约数据中心的前置指标。

目前主要用于数据中心且尚未开展的 operating 和 financial leases 各自是 86 亿美元和 1084 亿美元，在去年财报，这两个数字仅仅是 77 和 344 亿美元。这些尚未开展的租约在 FY25-30 年陆续开始。我们认为，这意味着微软在未来几年中或将从第三方数据中心获得大量电、机柜乃至算力供给。

资本支出：CY2024Q2 微软 Capex 加租赁 190 亿美元，不加租赁 140 亿美元。微软指引显示 FY25 的 Capex 会比 FY24 整体高。与彭博一致预期不同，我们认为 FY25 年或至少有 850 亿美元以上的 Capex+租约。

产出：微软 Azure 增速在 FY25H2 (CY25H1) 有望达到 33%-34%。

微软此前指引 FY25H2 之后 Azure 的增速将受益于 AI 服务供应的增加，并将有所加速，我们保守估计 Azure 增速或有望达到 33%-34%。我们认为以下因素有望促成该目标：1、微软形成的产品矩阵与品牌效应；2、微软/OpenAI 尚待发布的前沿模型；3、微软独特的客户粘性与生态。

投资建议：我们认为，在当前 Azure 服务供不应求的环境下，随着资本支出的不断投入与新前沿模型的发布，公司将会不断释放新的服务供给以满足客户需求，最终拉动营收。我们预测 FY25-FY26 营业收入将维持不变 (2851/3280 亿美元)，新增 FY27 年营收 3837 亿美元，归母净利润将维持不变 (FY25/FY26 仍为 990/1114 亿美元)，新增 FY27 归母净利润 1161 亿美元，继续维持“买入”评级。

风险提示：云业务供给扩展不及预期，AI 发展不及预期，外汇不利影响等

1. 微软业务重组包括哪些内容？

微软宣布对其核心业务部门进行重大重组，影响其 2025 财年的报告结构和细分收入指引。这些变化主要涉及将微软 365 的商业组件整合到 PBP 部门，该部门现在包括 Office 365 商业版、企业移动+安全 (EMS)、Power BI 每用户订阅以及 Windows 商业版云收入。

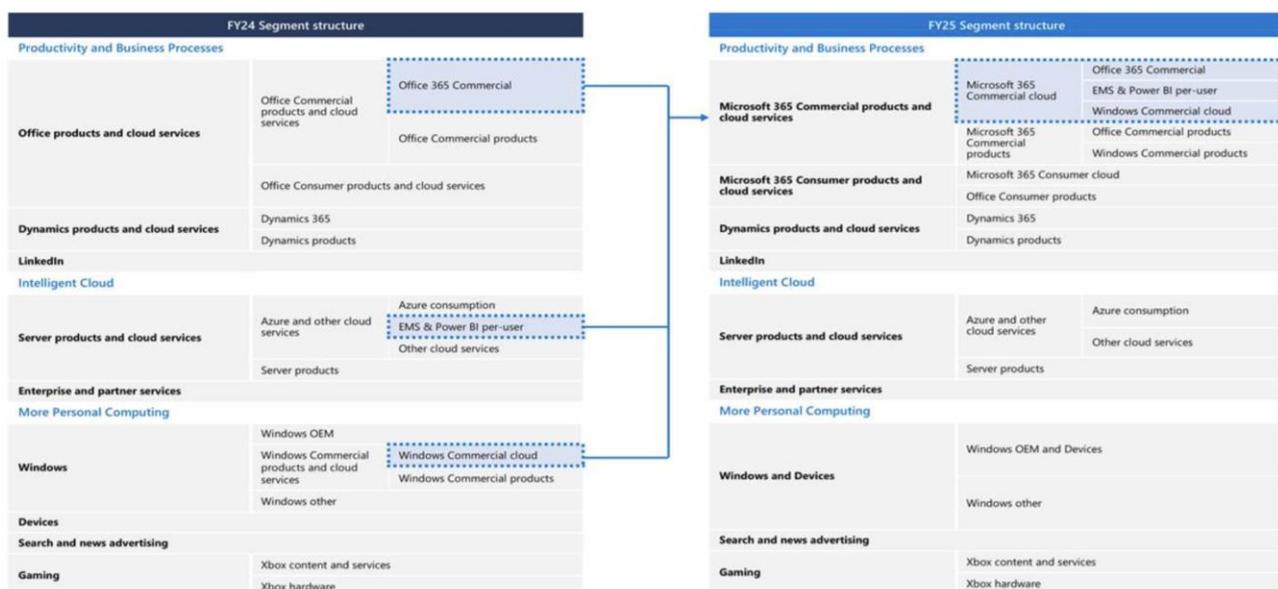
这次修改口径后 FY25Q1 新指引如下：PBP 部门预计营收为 277.5-280.5 亿美元，IC 部门预计营收为 238-241 亿美元，MPC 部门预计营收为 122.5-126.5 亿美元。

微软还对 Azure 增长、AI 增长贡献、新的微软 365 商业云收入增长以及搜索和新闻广告（扣除流量获取成本）增长率进行了重新调整。

我们认为最为关键的 Azure 的最新增长率，从上一季度的同比增长 30% 上升至 35%，其中 AI 贡献了 11%，而之前为 8%。

我们认为，这次重组使微软的业务和财务指标与核心云指标和 Azure 消费指标更加一致。

图 1：微软业务统计口径修改解读



资料来源：微软官网、天风证券研究所

图 2：更新口径后的 FY2024 财务数据

Investor Metrics	FY24 As reported					FY24 Restated				
	FY24 Q1	FY24 Q2	FY24 Q3	FY24 Q4	FY24	FY24 Q1	FY24 Q2	FY24 Q3	FY24 Q4	FY24
Microsoft 365 Commercial cloud revenue growth (y/y) ¹	Not previously reported					20% / 19%	20% / 18%	17%	15% / 16%	18%
Azure and other cloud services revenue growth (y/y) ^{1, 2, 3}	29% / 28%	30% / 28%	31%	29% / 30%	30%	31% / 30%	33% / 31%	35%	34% / 35%	33%
AI services point contribution to Azure	3pts	6pts	7pts	8pts	6pts	5pts	9pts	10pts	11pts	9pts
Windows OEM and Devices revenue growth (y/y) ⁴	Not previously reported					(5)%	4%	2%	(1)% / 0%	0%
Search and news advertising revenue (ex TAC) growth (y/y) ³	10% / 9%	8% / 7%	12%	19%	12%	8% / 7%	6% / 4%	8%	15% / 16%	9%

Quarterly growth rates include non-GAAP CC growth (GAAP % / CC %).

资料来源：微软官网、天风证券研究所

图 3：更新口径后 FY2025Q1 的财务指引

	As provided on July 30, 2024	Updated outlook
Foreign currency impact	<ul style="list-style-type: none"> Decrease to revenue growth at the total company and all individual segment levels of less than 1 point Decrease to COGS growth of less than 1 point and no meaningful impact to Opex growth 	• No change
Productivity and Business Processes	• Revenue of \$20.3 to \$20.6 billion	• Revenue of \$27.75 to \$28.05 billion
Intelligent Cloud	• Revenue of \$28.6 to \$28.9 billion	• Revenue of \$23.80 to \$24.10 billion
More Personal Computing	• Revenue of \$14.9 to \$15.3 billion	• Revenue of \$12.25 to \$12.65 billion
Cost of revenue	• COGS of \$19.95 to \$20.15 billion including approximately \$0.7 billion of purchase accounting adjustments, as well as integration and transaction-related costs from the Activision acquisition	• No change
Operating expenses	• Expenses of \$15.2 to \$15.3 billion including approximately \$0.2 billion of purchase accounting adjustments, as well as integration and transaction-related costs from the Activision acquisition	• No change
Other income and expense	• Expected to be roughly \$(650) million	• No change
Effective tax rate	• Approximately 19%	• No change

资料来源：微软官网、天风证券研究所

全年展望：

- 1) 预计收入将实现两位数增长，运营支出增长率为个位数水平，营业利润将实现两位数增长，营业利润率预计同比-1pct；
- 2) 预计 FY25 的资本支出将高于 FY24 的资本支出；
- 3) 预计，FY24Q4 的消费趋势将持续到 FY25H1，并对 Azure 收入产生影响，其中包括欧洲地区非 AI 业务的消费疲软，到 FY25H2 之后 Azure 的增速将受益于 AI 服务供应的增加。

2. 业务重组的核心：重新梳理清楚 AI 的预期投入与回报**2.1. 投入：可能快速上升到年化近 900 亿美元量级的 Capex+Leases，对利润表影响的成本可能在百亿美元以上。**

我们从 10K 的微软年报来看：微软可能快速上升到近 900 亿美元的 Capex+Leases

我们认为，微软扩展供应的方式可概括为两类：1) 自建数据中心（从零开始建造的情况下耗时最长，但可以自由配置服务器）；2) 租赁（比从零开始建设要更快，但仍需要一定时间）。

在 FY2024，微软的建筑合同达到 354 亿美元，相比去年增长 219 亿美元，这个是其自建数据中心的前置指标。运营和融资 leases 合计达到 61 亿美元，而微软对于 FY25 年之后总租约规模达到了 1632 亿美元，这是其租约数据中心的前置指标。目前主要用于数据中心的尚未开展的 operating 和 financial leases 各自是 86 亿美元和 1084 亿美元，在去年财报，这两个数字仅仅是 77 和 344 亿美元。这些尚未开展的租约在 FY25-30 年陆续开始。我们认为，这意味着微软或将从第三方数据中心获得大量的电、机柜乃至算力供给。
资本支出： FY2024Q2 (CY2024Q2) 微软 Capex 加租赁 190 亿美元，不加租赁 140 亿美元。微软指引显示 FY25 资本支出会比 FY24 整体高，与彭博一致预期不同，我们认为 FY25 年或至少有 850 亿美元以上的 Capex+租约。

图 4：彭博一致预期的微软 Capex 增速（单位：百万美元）

MSFT	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	CY24E	CY25E	FY24	FY25E
MSFT (不包括lease)	6,283	6,274	6,607	8,943	9,917	9,735	10,952	13,873	14,440	14,398	14,497	15,214	15,183	15,587	53,663	60,482	44,477	58,550
MSFT (包括lease)	6,800	6,800	7,800	10,700	11,200	11,500	14,000	19,000	21,440	21,398	21,497	22,214	22,183	22,587	75,838	88,482	55,700	86,550
MSFT Capex Diff (lease included - leases excluded)	317	526	1,193	1,757	1,283	1,765	3,048	5,127	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	22,175	28,000	11,223	28,000
MSFT Financial Lease obligations	611	598	1,044	875	1,704	1,796	3,421	4,662									11,583	
MSFT新增且尚未开始使用的融资租赁资产规模（主要用于数据中心）	10,500	19,700	21,900	34,400	75,100	85,100	87,800	106,400										

资料来源：彭博客户端，天风证券研究所

从折旧摊销来看：微软在 FY24Q1(CY23Q3)以及此前每个季度摊销都在 40 亿美元以下，在 FY24 Q2-Q4 均在 60 亿美元左右，考虑到微软的折旧政策，这意味着微软如果达到年化近 900 亿美元的 Capex+Leases，其折旧将可能从 FY24 的 220 亿美元大幅上升，超过 300 亿美元量级。

2.2. 回报：Azure AI 更明确的加速

智能云业务或将是未来主要收入增长引擎：我们认为，微软或成为生成式 AI 趋势和企业软件复苏的首要受益者之一，因此微软依旧有望成为 AI+云的最大赢家。对微软而言，目前企业整体 IT 预算可能的回暖也是一大利好。

Open AI 应用为微软带来优势：我们认为，OpenAI 为微软 Azure 带来更大量级客户，更是微软 Azure 领先的 AI 能力的来源。大模型时代微软对外提供 OpenAI Azure Services 服务，包括 AI 优化的基础设施以及大模型的训练、微调能力。

FY2024Q4 (CY2024Q2) 微软业绩会中提到目前 Azure 处于供不应求的状态，预计到 FY2025H2 会有所好转。同时，微软正在从 Oracle 等机构获取云服务和数据中心资源。我们认为，这会缓解微软供不应求的压力，且自身收入增速有望得到保证，而这种方式下的 Capex 相较于自建数据中心可能更低。部分由于基础设施限制，OpenAI 在提供服务时仍设置了 Rate limits。我们认为，这或反映出目前 GPT 模型服务的供不应求。我们预计在算力上线后微软将持续释放 AI 收入。

Microsoft 365 Copilot 结合了 Microsoft 365、Microsoft Graph 中的商业数据以及 AI 应用，并有销售专用、服务专用等 Copilot 以帮助不同阶段的工作流。其具体功能包括文本、语音和图像功能聊天，文档和页面汇总以及允许使用 Copilot GPT 等。

Office 365 copilot：本季度微软首次提到，Microsoft 365 Copilot 是推动 Office 365 商业 ARPU（每用户平均收入）增长的因素之一。虽然微软没有量化这个贡献，但微软通常按照影响的大小来列出这些驱动因素，所以我们认为 Copilot 的影响力仅相对比 E5 小，且它是本季度的一个重要推动因素。

微软此前指引 FY25H2 之后 Azure 的增速将受益于 AI 服务供应的增加，并将有所加速，我们认为 Azure 增速在 FY25H2 (CY25H1) 有望达到 33%-34%。我们认为关键在于 1、微软形成的产品矩阵与品牌效应；2、微软/OpenAI 尚待发布的前沿模型；3、微软独特的客户粘性与生态。

3. 投资建议

我们认为，在当前 Azure 服务供不应求的环境下，随着资本支出的不断投入与新前沿模型的发布，公司将会不断释放新的服务供给以满足客户需求，最终拉动营收。我们预测 FY25-FY26 营业收入将维持不变（2851/3280 亿美元），新增 FY27 年营收 3837 亿美元，归母净利润将维持不变（FY25/FY26 仍为 990/1114 亿美元），新增 FY27 归母净利润 1161 亿美元，继续维持“买入”评级。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com