

微软(MICROSOFT) (MSFT.O) 1FQ25 财报点评

营收利润稳健增长，资本开支继续扩张

优于大市

核心观点

业绩总览：微软 FY25Q1 整体财务表现符合指引预期。①**整体：**本季度公司实现营收 655.8 亿美元（同比+16%），营业利润同比+47%至 305.5 亿美元，净利润同比+38%至 246.7 亿美元。②**分业务：**生产力与业务流程收入 283.2 亿美元（同比+12%），智能云收入 240.9 亿美元（同比+20%），其他个人计算收入 132 亿美元（同比+17%）。③**订单指标：**季度商业预订量（新订单）同比上升 23%cc（上季度 17%cc），商业剩余履约义务（在手订单余额）2590 亿美元（同比+21%，上季度为 2690 亿美元）。

业务重点：①**AI 贡献占比持续提升但 Azure 增速放缓，公司预计 FY25 下半年重新加速。**本季度智能云同比+20%，Azure 同比增长+33%，其中 AI 贡献了 12 个百分点（上季度为 8 个点）公司指引下季度增速继续放缓 1-2ppts，受大客户签单等因素影响季度波动性会增加。随着 FY25H1 算力供应得到缓解，预计 Azure 将重加速增长。②**生产力业务增长超指引，下季度增速有所放缓。**本季度生产力业务同比+12%，指引下季度生产力业务同比+11%-12%、增速放缓，因客户席位增长和 RPO 增长有所放缓。③**AI 业务下季度有望实现百亿美元的年化营收，投资折摊对利润率负面影响逐步提升。**财报会也表示 AI 业务有望下个季度实现 100 亿美元的年度营收，将成为微软企业历史上最快达到这一营收规模的业务。本季度毛利率、营业利润率同比均有下滑，主要反映了 AI 投资折旧摊销压力的增加。

业绩展望：预计整体保持稳健增长。①**收入方面，**公司预计下季度智能云收入 255.5-258.5 亿美元（同比+19%-20%，其中 Azure 指引+31%-32%cc），生产力和商业业务 287-290 亿美元（同比+11%-12%，其中 Office 365 商业版指引+14%cc），个人计算收入指引 138.5-142.5 亿美元。计算公司下季度总收入同比+10%-11.5%。②**成本方面，**公司预计下季度经营费用预计 219-221 亿美元，营业成本 164-165 亿美元。

投资建议：考虑公司智能云与生产力业务增长放缓的指引，调整 2024-2026 财年收入预测至 2801/3210/3658 亿美元（前值 2809/3238/3697 亿美元），调整幅度-1%/-1%/-1%。本季度利润超预期但长期 AI 投资折摊压力大，调整净利润预测至 994/1148/1341 亿美元（前值 990/1159/1355 亿美元），调整幅度 1%/-1%/-1%，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	280,127	320,955	365,830
(+/-%)	6.9%	15.7%	14.3%	14.6%	14.0%
归母净利润(百万美元)	72,361	88,136	99,446	114,867	134,107
(+/-%)	-0.5%	21.8%	12.8%	15.5%	16.8%
EPS (元)	9.73	11.85	13.38	15.45	18.04
EBIT Margin	41.8%	44.6%	44.2%	43.8%	44.2%
净资产收益率 (ROE)	35.1%	32.8%	29.0%	26.8%	25.3%
市盈率 (PE)	44	36	32	28	24
EV/EBITDA	33	26	22	19	16
市净率 (PB)	16	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

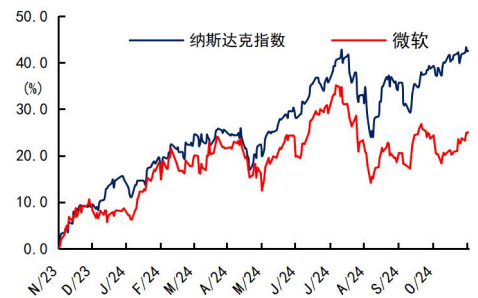
zhanglunke@guosen.com.cn liuzitan@guosen.com.cn

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	433 美元
总市值/流通市值	32156/32156 亿美元
52 周最高价/最低价	468/343 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) 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》——2024-08-01
- 《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

财报表现：营收利润稳健增长，资本开支继续扩张

◆ 业务重点：

①AI 贡献持续增加但 Azure 增速放缓，公司预计 FY25 下半年重新加速

AI 给 Azure 云业务贡献了 12 个点的增速（上季度为 8 个点），尽管 AI 贡献显著增加，本季度 Azure 同比+33%（业务口径调整）、增速环比降低约 1pct。

公司表示 Azure 增长受大客户签单等因素影响季度波动性会增加，并指引下季度增速继续放缓 1-2pcts，略低于一致预期。但财报会表示目前企业端需求稳健增长，随着 FY25H1 算力供应得到缓解，预计 FY25 下半年 Azure 业务将重新加速增长。

②生产力业务增长超指引，下季度增速有所放缓

本季度生产力业务同比+12%，超过上季度指引上限 11%，主要受益于 M365 与 Copilot 等产品收入的增长。其中 Office 365 商业版收入同比+15%，Office M365 Copilot 本季度 DAU 环比增长 60%。同时，下季度指引生产力业务同比+11%-12%，增速有所放缓，因客户席位增长和 RPO 增长有所放缓。

③AI 业务下季度有望实现百亿美元的年化营收，折摊对利润率负面影响逐步提升

本季度资本支出（含融资租赁）为 200 亿美元（同比+179%），连续九个季度投资增加，说明微软持续加码投资 AI 领域的决心。除了投资提升，财报会也表示 AI 业务有望下个季度实现 100 亿美元的年度营收，将成为企业历史上最快达到这一营收规模的业务。

本季度毛利率、营业利润率同比略有下滑，主要反映了 AI 投资折旧摊销压力。如本季度 Azure 的投资使得云业务运营成本增长了 8%，本季度经营利润率为 48%（同比-1pct、环比+4pcts）。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。

◆ 业务口径调整：

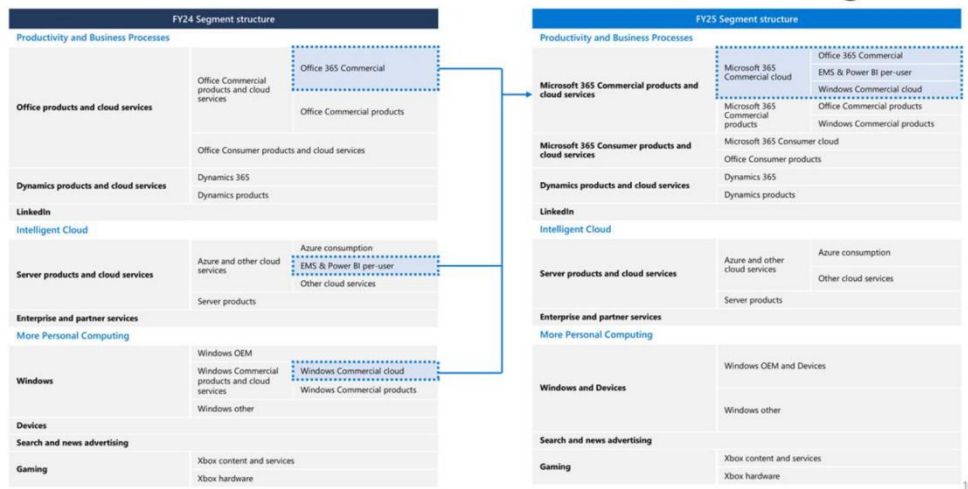
24 年 8 月微软调整了业务披露口径，部分业务的体量与增长趋势发生变化。调整将 Azure 里的【EMS 和 Power BI 商业云收入】移除，更紧密地反应了云的消费趋势。同时，Microsoft 365 商业云服务调整后更全面反应了微软订阅类产品转商业云的趋势。主要调整如下：

① 生产力流程业务板块中：原【Office 商业产品和云服务】改名为【Microsoft 365 商业产品和云服务】，并且把其中的【Microsoft 365 商业云服务】新并入【EMS 和 Power BI 商业云收入】和【Window 商业云收入】。

② CopilotPro（Copilot 的 C 端版）从原来【生产力流程业务→Office 商业产品和云服务】下转移到【个人计算业务板块→搜索与广告业务】下。

图1：微软业务披露口径调整

Microsoft 365 Commercial cloud metric change



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 整体情况：

本季度微软收入同比+16%至 656 亿美元；营业利润同比+47%至 305 亿美元，净利润同比+38%至 246 亿美元。

本季度业绩分业务看：

- 1) 生产力和业务流程：**本季度收入 283 亿美元，同比+20%。包括 Office 365 商业版收入同比+15%，LinkedIn 收入同比+10%，Dynamics 收入同比+14%，其中 Dynamics 365 收入同比+18%。
- 2) 智能云：**本季度收入为 241 亿美元，同比+20%。其中 Azure 和其他云业务同比+33%，其中 AI 贡献了其中的 12 个点（上个季度为 8 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 131 亿美元，同比+17%，高于上季度公司指引上限+12%。其中 Windows OEM 同比+2%，Windows 商业产品和云服务收入增长 15%；搜索和新闻广告收入（不含流量采集费用）增长 18%；Xbox 内容和服务收入增长 61%，收购动视暴雪对其贡献 53%。

图2：微软收入变化情况（单位：百万美元、%）

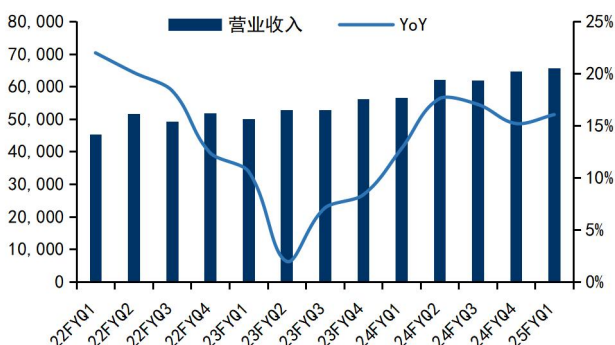
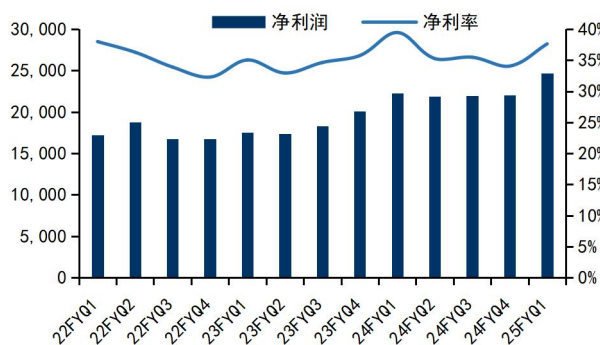
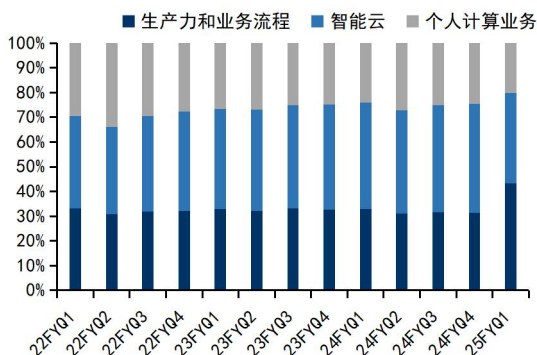


图3：微软净利润季度变化情况（单位：百万美元、%）



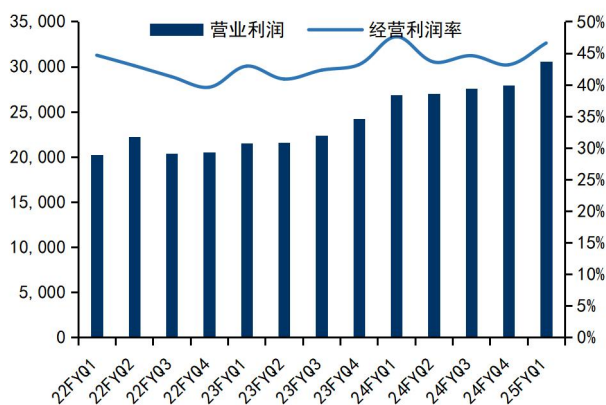
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图4：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

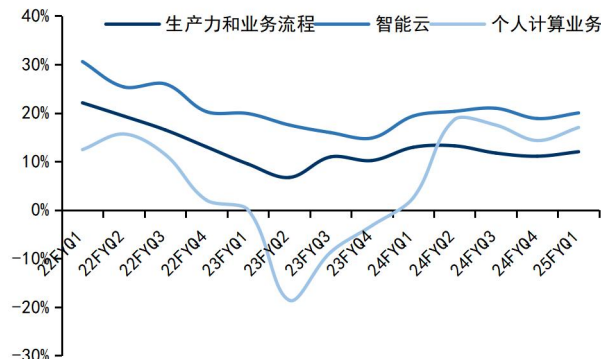
图6：微软营业利润季度变化情况（单位：百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

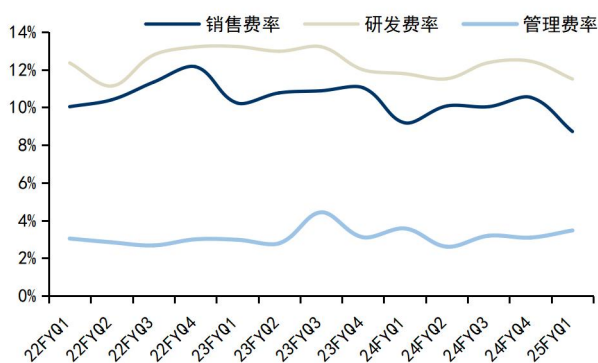
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图5：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7：微软三费占比变化情况（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 Arc 在各个行业拥有超过 3.9 万名客户, 同比增长超过 80%, Azure OpenAI 服务新增提供 GPT-4 01 支持。
- 2) **AI 数据中心**: 本季度宣布在巴西、意大利、墨西哥和瑞典进行新的云和 AI 基础设施投资。
- 3) **Copilot Studio**: 已有超过 10 万家机构使用了 Copilot 工作室, 环比翻倍增长。
- 4) **GitHub Copilot**: 引入下一阶段的 AI 代码生成, 使 GitHub Copilot 成为整个开发人员工作流程的代理。GitHub 扩展到新的开发人员群体, 引入 GitHub Spark 用自然语言构建应用程序。
- 5) **M365 Copilot**: 响应速度提高了 2 倍, 响应质量提高了近 3 倍, 使用 Microsoft 365 Copilot 的人数比上季度增加了一倍多。

- 6) **Power Platform Copilot:** 帮助客户使用低代码/无代码工具来降低成本和开发时间，超过 60 万家机构使用 AI 功能，同比增长 4 倍。
- 7) **Dynamic:** 在 Dynamics 365 中增加了 10 个即时可用的 AI Agent，帮助客户自动确定销售线索、跟踪供应商，并辅助解决问题。
- 8) **Security:** 通过安全未来计划，投入了 34,000 名全职工程师来解决最优先的安全任务。以确保各个层面都优先考虑安全问题，使用 Defender 发现并保护了超过 75 万个 GenAI 应用实例。

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	83565	140641	225865
应收款项	56924	65053	74534	84956
存货净额	1246	1429	1628	1871
其他流动资产	26021	29737	34071	38835
流动资产合计	159734	239874	313968	417775
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	629557	743188	888980
短期借款及交易性金融负债	8942	9836	10820	11902
应付款项	27013	30990	35291	40558
其他流动负债	89331	111171	117269	140034
流动负债合计	125286	151998	163380	192493
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	286496	313976	359187
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	268477	343062	429212	529792
负债和股东权益总计	512163	629557	743188	888980

关键财务与估值指标

	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	11.9	13.4	15.4	18.0
每股红利	2.7	3.3	3.9	4.5
每股净资产	36.11	46.14	57.73	71.26
ROIC	92%	85%	93%	99%
ROE	33%	29%	27%	25%
毛利率	70%	68%	69%	69%
EBIT Margin	45%	44%	44%	44%
EBITDA Margin	54%	55%	54%	55%
收入增长	16%	14%	15%	14%
净利润增长率	22%	13%	16%	17%
资产负债率	48%	46%	42%	40%
息率	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%
P/E	36	32	28	24
P/B	12	9	7	6
EV/EBITDA	26	22	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	280127	320955	365830
营业成本	74114	89149	100138	114139
研发费用	29510	32729	41710	47676
销售及管理费用	32065	34526	38515	42469
营业利润	109433	123723	140592	161546
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	121276	140081	163546
所得税费用	19651	21830	25215	29438
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	88136	99446	114867	134107

现金流量表（百万美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	88136	99446	114867	134107
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	29887	12483	28702
其它	36214	59469	67358	76160
经营活动现金流	118548	159068	161028	200889
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)	(24862)	(28717)	(33527)
其它融资现金流	447	894	984	1082
融资活动现金流	(37757)	(23967)	(27733)	(32445)
现金净变动	(16389)	65250	57075	85224
货币资金的期初余额	34704	18315	83565	140641
货币资金的期末余额	18315	83565	140641	225865
企业自由现金流	74071	95791	89825	121044
权益自由现金流	57456	97694	93517	126627

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