



微软 (MSFT.US)：业绩略超预期，云业务收入指引放缓

业绩略超市场预期：公司 FY25Q1 收入 656 亿美元，同比增长 16%，略超市场预期 2%；分部业务来看，生产力与企业流程 (PBP) 收入同比增长 12%，智能云业务同比增长 20%，个人计算同比增长 17%；每股收益 3.3 美元，同比增长 10%，好于市场预期。公司毛利率 69%，同比下降 2 个百分点，主要由于加大基础设施投入导致云业务毛利率下降。

整体稳健，云业务指引增速放缓：FY25Q1 智能云业务收入 241 亿美元，同比增长 20%，其中 Azure 及其他同比增长 33%，较上一季度略有下降，但好于先前指引 (28%~29%)。公司预计 Azure 下一季度同比增长 31%~32%，考虑到在持续加大 AI 投入的背景下，云业务收入增速进一步放缓，略显失望。PBP 业务收入 283 亿美元，同比增长 12%，相对稳健：其中 office 商业产品同比增长 13%，Office 消费者产品同比增长 5%，LinkedIn 同比增长 10%，Dynamics 同比增长 14%。公司预计下一季度 PBP 收入同比增长 10%~11%，基本符合预期。个人计算收入 132 亿美元，同比增长 17%。其中 Windows 收入同比增长 2%，游戏业务同比增长 61%，主要得益于暴雪并表影响，公司预计个人计算业务下一季度同比增长 9%~12%。

AI 贡献略有提升，继续加大资本开支投入：FY25Q1 Azure 增长中有 12 个百分点来自 AI 服务，较上季度提升一个百分点。公司预计 AI 相关收入在下季度有望超过 100 亿美元的年收。FY25Q1 资本支出约 200 亿美元，同比增长 78.6%，较 FY24Q4 的 190 亿美元继续扩张，微软表示将继续加大对 AI 基础设施的投入，下一季度或仍将环比增加。公司在全球 60 多个地区拥有数据中心，FY25Q1 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。受加大投入影响，我们认为利润率短期仍有压力。

维持“买入”评级，调整目标价至 500 美元：考虑到公司云业务收入指引放缓，我们将 FY25E 收入略微下调至 2762 亿美元，调整目标价至 500 美元，对应 FY25E/2026E 38x/32x P/E。我们依然看好微软在云业务和办公软件龙头地位，有望长期受益于 AI 赋能，维持“买入”评级。

投资风险：人工智能落地不及预期；资本开支加大超预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

美元百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	211,915	245,122	276,229	313,747	357,589
经营利润	88,523	109,433	122,802	139,617	160,557
净利润	72,361	88,136	98,175	113,090	130,051
目标 PE (x)			37.9	32.9	28.5

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2024 年 10 月 31 日

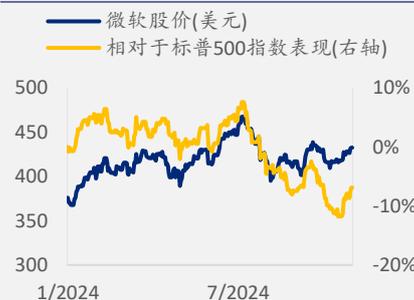
评级

目标价 (美元)	500
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价 (美元)	432.5
52 周内股价区间 (美元)	334.69-468.35
总市值 (百万美元)	3,215,809
近 3 月日均成交额 (百万)	7,762

市场预期区间



股价表现



注：截至 2024 年 10 月 30 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

美元百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY26E
收入	211,915	245,122	276,229	313,747	357,589
收入成本	(65,863)	(74,114)	(87,366)	(99,771)	(113,713)
毛利润	146,052	171,008	188,862	213,975	243,875
研发费用	(27,195)	(29,510)	(32,194)	(36,395)	(41,123)
销售费用	(22,759)	(24,456)	(25,728)	(28,865)	(32,183)
管理费用	(7,575)	(7,609)	(8,138)	(9,099)	(10,012)
其他费用	-	-	-	-	-
经营利润	88,523	109,433	122,802	139,617	160,557
其他利润	788	(1,646)	(1,783)	-	-
税前利润	89,311	107,787	121,019	139,617	160,557
所得税	(16,950)	(19,651)	(22,845)	(26,527)	(30,506)
净利润	72,361	88,136	98,175	113,090	130,051

现金流量表

美元百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY26E
净利润	72,361	88,136	98,175	113,090	130,051
折旧及摊销	13,861	22,287	31,317	37,159	42,088
其他调整项	3,748	6,301	11,489	12,326	13,874
营运资金变动	(2,388)	1,824	(2,077)	(2,359)	(2,689)
经营现金流	87,582	118,548	138,904	160,216	183,325
固定资产	(28,107)	(44,477)	(60,145)	(61,483)	(63,067)
收购	(1,670)	(69,132)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
其他投资现金流	7,097	16,639	(10,000)	(10,000)	(10,000)
投资现金流	(22,680)	(96,970)	(75,145)	(76,483)	(78,067)
债务	(2,750)	575	(10,000)	(10,000)	(10,000)
股份及股息	(40,179)	(37,023)	(46,517)	(49,538)	(54,025)
其他融资现金流	(1,006)	(1,309)	-	-	-
融资现金流	(43,935)	(37,757)	(56,517)	(59,538)	(64,025)
汇率变动影响	(194)	(210)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	20,773	(16,389)	7,242	24,195	41,232
年初现金及现金等价物	13,931	34,704	18,315	25,557	49,752
年末现金及现金等价物	34,704	18,315	25,557	49,752	90,984

资产负债表

美元百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY26E
现金及现金等价物	34,704	18,315	25,557	49,752	90,984
应收款项	48,688	56,924	65,028	74,232	84,722
短期投资	76,558	57,228	67,228	77,228	87,228
其他流动资产	24,307	27,267	27,267	27,267	27,267
流动资产合计	184,257	159,734	185,079	228,478	290,201
固定资产	95,641	135,591	164,419	188,743	209,723
无形资产	77,252	146,817	151,817	156,817	161,817
证券投资及权益投资	9,879	14,600	14,600	14,600	14,600
其他非流动资产	44,947	55,421	55,421	55,421	55,421
非流动资产合计	227,719	352,429	386,257	415,581	441,561
资产总计	411,976	512,163	571,336	644,060	731,762
短期借款	5,247	8,942	(1,058)	(11,058)	(21,058)
预收收入	50,901	57,582	63,609	70,454	78,256
其他流动负债	48,001	58,762	58,762	58,762	58,762
流动负债合计	104,149	125,286	121,313	118,158	115,960
长期借款	41,990	42,688	42,688	42,688	42,688
其他非流动负债	59,614	75,712	75,712	75,712	75,712
非流动负债合计	101,604	118,400	118,400	118,400	118,400
负债总计	205,753	243,686	239,713	236,558	234,360
权益总额	206,223	268,477	331,624	407,502	497,402

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY26E
盈利增速					
营业收入增速	6.9%	15.7%	12.7%	13.6%	14.0%
毛利润增速	7.7%	17.1%	10.4%	13.3%	14.0%
经营利润增速	6.2%	23.6%	12.2%	13.7%	15.0%
净利润增速	-0.5%	21.8%	11.4%	15.2%	15.0%
盈利能力比率					
毛利率	68.9%	69.8%	68.4%	68.2%	68.2%
经营利润率	41.8%	44.6%	44.5%	44.5%	44.9%
净利率	34.1%	36.0%	35.5%	36.1%	36.1%
每股指标 (美元)					
基本EPS	9.7	11.9	13.2	15.3	17.6
摊薄EPS	9.7	11.8	13.2	15.2	17.5
每股指标增速					
基本EPS增速	0.1%	22.0%	11.6%	15.4%	15.2%
摊薄EPS增速	0.4%	21.8%	11.6%	15.4%	15.2%
估值 (倍)					
目标P/E			37.9	32.9	28.5
目标P/S			13.4	11.8	10.3
目标P/B			11.2	9.1	7.4

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

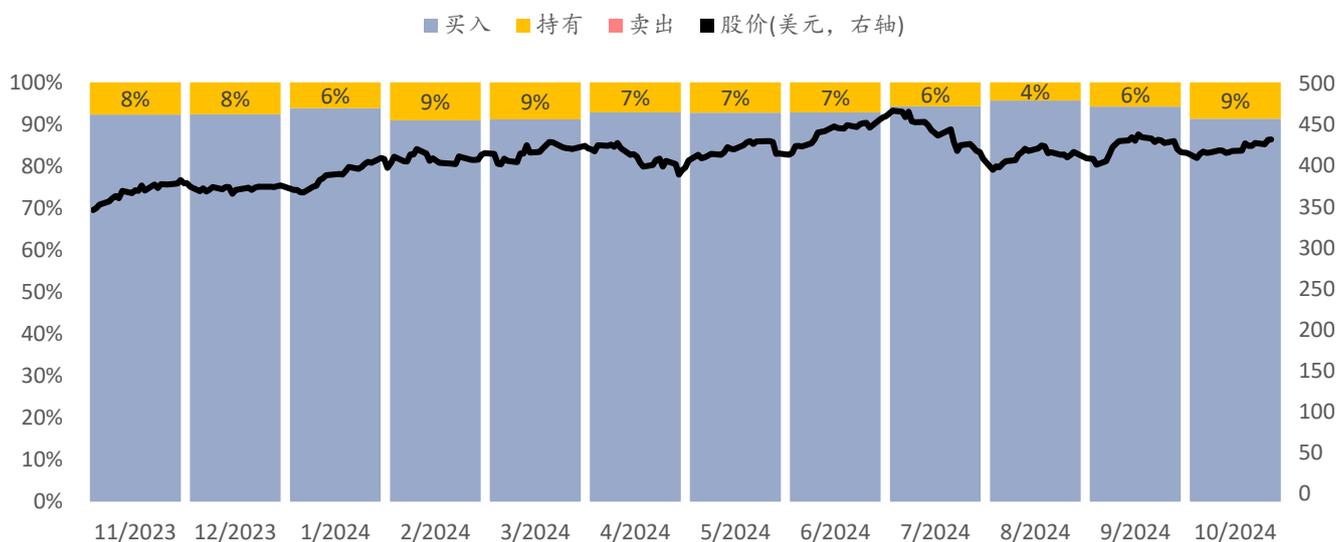
图表 2：浦银国际目标价：微软（MSFT.US）



注：截至 2024 年 10 月 30 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

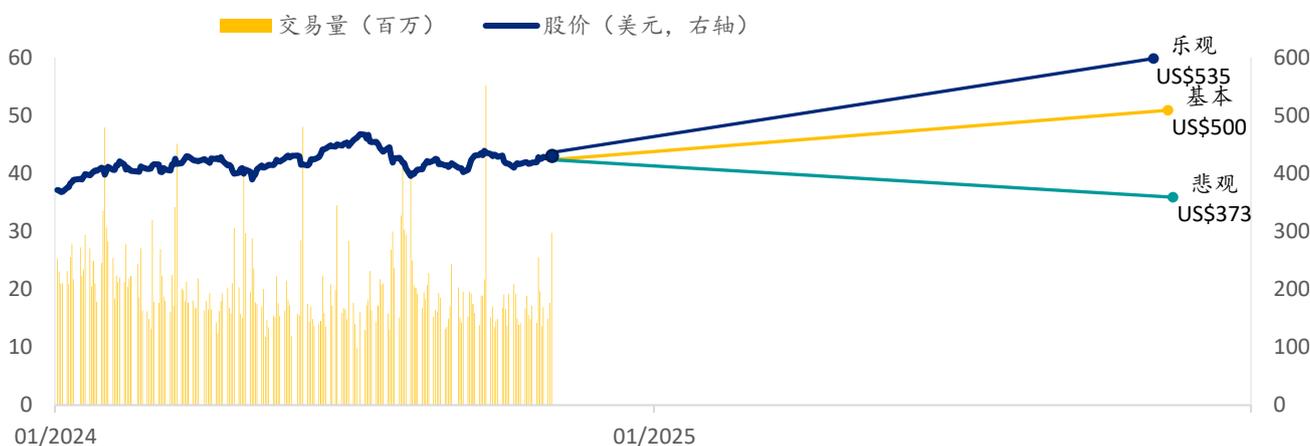
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 市场普遍预期: 微软 (MSFT.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 情景假设: 微软 (MSFT.US)



乐观情景: 公司收入增长好于预期	悲观情景: 公司收入增长不及预期
<p>目标价: 535 美元</p> <p>概率: 20%</p> <ul style="list-style-type: none"> 云业务增长优于预期; 利润率持续扩张; AI 商业化加速。 	<p>目标价: 373 美元</p> <p>概率: 20%</p> <ul style="list-style-type: none"> 云业务增长不及预期; 投入加大导致利润率不及预期; AI 商业化进度不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	94.55	持有	85.00	16/8/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	98.70	持有	87.00	16/8/2024	电商
9618 HK Equity	京东	155.50	持有	155.00	16/10/2024	电商
JD US Equity	京东	40.03	持有	40.00	16/10/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	120.87	买入	145.00	27/8/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	14.24	持有	16.00	16/10/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	19.98	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	7.74	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	3.16	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	404.60	买入	460.00	9/9/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	80.70	买入	105.00	23/8/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	123.80	买入	163.00	23/8/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	170.60	买入	123.00	23/8/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	22.22	买入	15.80	23/8/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.14	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	20.90	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	4.12	买入	4.00	3/9/2024	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.07	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.56	买入	4.50	16/10/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	11.06	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	182.50	买入	130.00	29/8/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	45.90	买入	53.00	16/9/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	17.56	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.62	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	26.90	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	11.40	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	8.13	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.70	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	95.35	买入	87.00	14/8/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	20.70	买入	20.00	12/8/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	432.53	买入	500.00	31/10/2024	软件
APP US Equity	AppLovin	171.65	买入	148.00	30/9/2024	广告

注：港股、A股截至2024年10月31日收盘，美股截至10月30日收盘，资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司（创梦天地 1119.HK）在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

- “超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

