

公司研究

微软 Azure 收入增速或将放缓，后续资本支出增长能否持续？

——微软（MSFT.O）FY25Q1 业绩点评

买入（维持）

当前价：432.53 美元

作者

分析师：付天姿 CFA FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

联系人：宾特丽亚

binteliya@ebsecn.com

021-52523681

市场数据

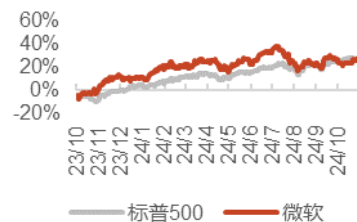
总股本(亿股)：74.35

总市值(亿美元)：32156

一年最低/最高(美元)：337.12/467.51

近 3 月换手率：0.40%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.4	3.0	10.7
绝对	0.9	6.7	38.6

资料来源：Wind

相关研报

云转型的软件帝国：引领 AIGC 时代洪流，建立生态护城河——微软（MSFT.O）投资价值分析报告（2024-03-05）

AI 驱动云服务加速回暖，持续丰富 Copilot 产品矩阵——微软（MSFT.O）FY24Q3 业绩点评（2024-04-27）

微软 FY24Q2 业绩超预期，AI 助力 Azure 加速增长——美股互联网传媒行业跟踪报告（二）（2024-01-31）

23Q2 美股互联网巨头财报：AIGC 应用各自争先，业绩潜力尚待释放——美国互联网科技公司跟踪专题报告（三）（2023-08-05）

要点

事件：

美国东部时间 10 月 30 日盘后，微软发布 FY25Q1 业绩公告。截至北京时间 10 月 31 日早 7:59，微软盘后股价下跌 3.73%。

点评：

FY25Q1 营收、净利润超预期。 FY25Q1 微软实现营业收入 655.9 亿美元（vs 彭博一致预期+1.67%），同比增长 16%；公司指引 FY25Q2 营业收入为 681-691 亿美元，中位数 686 亿美元，低于一致预期 1.84%。FY25Q1 微软实现营业利润 305.6 亿美元，同比增长 13.6%；净利润 246.7 亿美元（vs 一致预期+6.07%），同比增长 10.7%。

盘后股价由涨转跌，主要系云部门与 Azure 收入增长指引令人失望。 得益于强劲的利润增长，盘后微软股价一度涨至 444.95 美元，但随着电话会公司给出 FY25Q2 Azure 收入增速放缓的指引，盘后股价转跌。FY25Q1 微软智能云部门收入 241 亿美元，同比增长 20%，基本符合预期。调整汇率波动后，FY25Q1 Azure 收入同比增长 34%，相比 FY24Q4 的 35% 增速有所放缓，公司指引 FY25Q2 Azure 收入增长为 31%-32%，呈现进一步放缓趋势；AI 贡献了 Azure 收入增速中的 12pcts。Azure 收入增长的减速主要源于第三方供应推迟；公司预计，下半年得益于稳定的消费增长、持续的资本支出带来算力增强，Azure 收入增长将重新加速。

生产力和企业流程业绩超预期，动视暴雪收购拖累营业利润增长。 FY25Q1 微软生产力和企业流程部门收入 283 亿美元，同比增长 12%，相较 FY24Q4 11% 的增长略有提升，生产力和企业流程各项业务收入均超市场预期。得益于期间收入确认，M365 商业云收入同比增长 15%。FY25Q1 微软更多个人计算部门收入 132 亿美元，同比增长 17%，超预期增长主要由游戏和搜索业务带动，收购动视暴雪的净影响达 15%；Xbox 内容和服务收入同比增长 61%，其中动视暴雪收购业务净影响为 53%。在公司层面，动视暴雪收购拖累营业利润增长 2 个百分点。公司指引 FY25Q2 生产力和企业流程收入增速降低至 10%-11%。

资本支出增长超预期，Copilot 创新带动产品活跃用户。 根据 FY25Q1 电话会：1) FY25Q1 含融资租赁资本支出 200 亿美元，同比增长 78.6%，环比增长 5.3%，其中 PP&E 支出为 149 亿美元（vs 彭博一致预期+2.22%）。与 AI 和云相关的支出中，约一半继续用于长期资产，一半主要用于服务器 CPU 和 GPU。2) Copilot 企业客户数环比增长 55%。3) 近 70% 的财富 500 强企业正在使用 Microsoft 365 Copilot，增速领先。4) Microsoft 365 Copilot 的创新推动 Microsoft 365 每日使用的人数环比增长超一倍。5) CRM 和 ERP 产品组合中 Copilot 的月活跃用户环比增长 60% 以上。

盈利预测、估值与评级： FY25Q1，公司营业收入、净利润均超预期，智能云部门收入增速回升，AI 贡献 Azure 收入增速的占比稳步提升，然而，公司毛利率短期内面临压力，主要系云相关折旧支出提升，动视暴雪收购拖累了公司业绩增长，带来毛利率下行压力和运营费用的增加。公司指引 FY25Q2 的 Azure 收入增速暂时放缓，同时资本支出继续增加，在高估值下市场将寻求更多 AI 创收的总量指引，股价或将面临短期压力。

考虑到微软 AI 应用短期货币化进展不及预期，我们调整 25-27 财年收入预测至 2795.3/3192.4/3678.2 亿美元（相比上次预测-2.9%/-1.8%/+1.0%）；考虑到资本支出大幅提升和动视暴雪带来的利润压力，我们下调 25-27 财年净利润预测至 982.0/1095.4/1295.2 亿美元（相比上次预测-2.2%/-5.7%/-2.6%），对应 25-27 财年 PE 33/29/25 倍，维持“买入”评级。

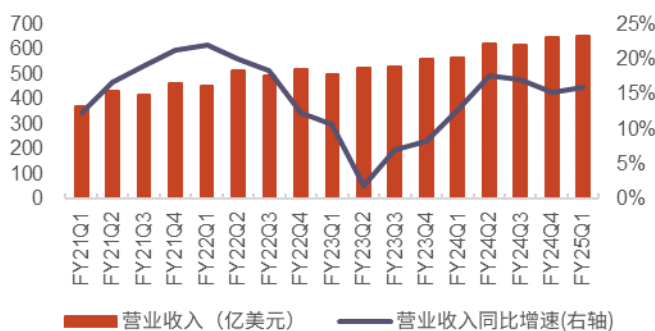
风险提示： AI 货币化不及预期、行业竞争加剧、与 OpenAI 绑定过深风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入（亿美元）	2,119.2	2,451.2	2,795.3	3,192.4	3,678.2
营业收入同比增速	6.9%	15.7%	14.0%	14.2%	15.2%
净利润（亿美元）	723.6	881.4	982.0	1,095.4	1,295.2
净利润同比增速	-0.5%	21.8%	11.4%	11.6%	18.2%
EPS（美元）	9.72	11.86	13.22	14.74	17.43
P/E	44	36	33	29	25

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间 2024-10-30，微软财年为上一年度 7 月 1 日至本年度 6 月 30 日

图 1: FY21Q1-FY25Q1 微软营业收入与同比增速



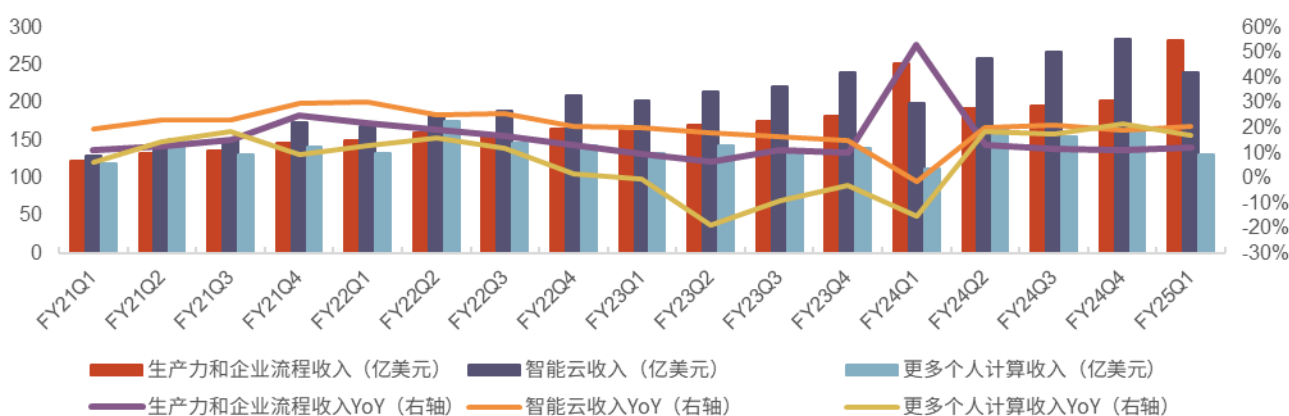
资料来源：微软公司公告，光大证券研究所整理

图 2: FY21Q1-FY25Q1 微软净利润与同比增速



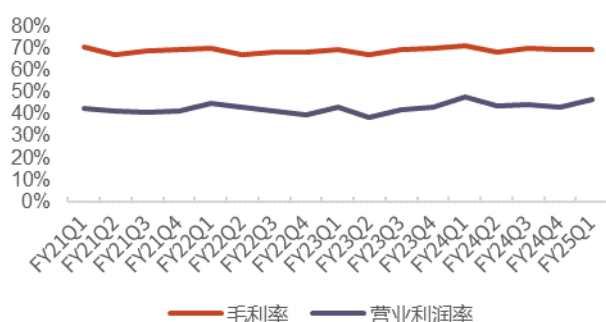
资料来源：微软公司公告，光大证券研究所整理

图 3: FY21Q1-FY25Q1 微软部门营业收入与同比增速



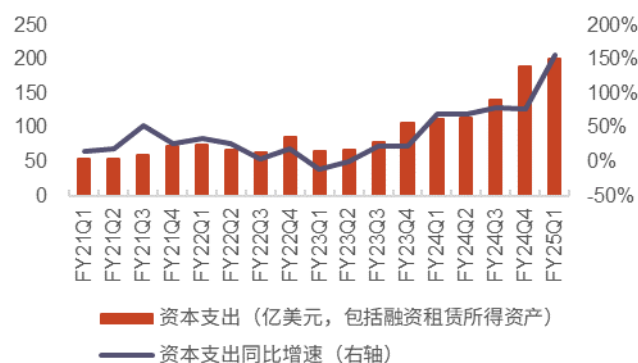
资料来源：微软公司公告，光大证券研究所整理，公司于FY25Q1调整财务披露口径，FY24Q1为调整后各部门收入数据，因此同比增速出现异常值

图 4: FY21Q1-FY25Q1 微软毛利率与营业利润率



资料来源：微软公司公告，光大证券研究所整理

图 5: FY21Q1-FY25Q1 微软资本支出与同比增速



资料来源：微软公司公告，光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (亿美元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	2,119	2,451	2,795	3,192	3,678
营业成本	659	741	886	1,058	1,228
销售和营销费用	228	246	295	338	369
研发费用	207	245	272	295	331
一般和行政费用	76	76	82	95	110
经营利润	885	1,094	1,201	1,336	1,582
其他收入	8	-16	6	6	7
除税前盈利	893	1,078	1,206	1,343	1,589
所得税开支	170	197	224	247	294
净利润	724	881	982	1,095	1,295

现金流量表 (亿美元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	876	1,185	1,178	1,324	1,548
净利润	724	881	982	1,095	1,295
折旧、摊销	139	223	174	200	223
非现金营运资本变动	-24	18	22	29	30
其他项目	37	63	0	0	0
投资活动产生现金流	-439	-378	-398	-447	-517
固定及无形资产变动	-298	-1,136	-626	-702	-758
长期投资净变动	102	179	-143	-215	-279
其他	-31	-13	0	0	0
融资活动现金流	-227	-970	-769	-917	-1,037
已付股利	-198	-218	-248	-277	-328
债务工具融资净现金流	-28	6	0	0	0
回购现金流出	-222	-173	-150	-170	-190
其他融资活动	221	-585	-371	-470	-519
净现金流	208	-164	11	-40	-6

资料来源：微软公告，光大证券研究所预测

资产负债表 (亿美元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总资产	4,120	5,122	5,875	6,739	7,771
现金和现金等价物	347	183	194	154	148
应收账款	487	569	657	790	960
存货	25	12	22	26	30
其他短期资产	984	832	1,026	1,290	1,619
总计流动资产	1,843	1,597	1,899	2,260	2,756
固定资产	956	1,356	1,845	2,378	2,937
长期投资	1,015	1,804	1,767	1,736	1,712
其他长期资产	306	365	365	365	365
总负债	2,058	2,437	2,607	2,822	3,075
应付账款及票据	181	220	253	321	396
短期债务	0	67	67	67	67
其他短期负债	861	966	1,095	1,244	1,425
总计流动负债	1,041	1,253	1,415	1,632	1,888
长期债务	420	427	427	427	427
其他长期负债	416	486	494	492	490
总股东权益	2,062	2,685	3,269	3,917	4,695
股本与资本公积	937	1,009	1,009	1,009	1,009
留存收益	1,188	1,731	2,315	2,964	3,742
其他股东权益	-63	-56	-56	-56	-56

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP