

微软公司 (MSFT)

证券研究报告
2024年11月04日

FY25Q1 收入 Capex 略超预期，Q2 指引略低于预期

投资评级

6个月评级

买入 (维持评级)

事件: MSFT 公布 FY2025Q1 财报，其中收入为 656 亿美元，同比+16.0% (超彭博一致预期 1.7%)；毛利率为 69.4%，同比-1.8pcts (略超彭博一致预期 0.5%)；调整后营业利润率为 46.7%，同比-0.9pcts (超彭博一致预期 2.7%)；EPS 为 3.30 美元，同比+10.4% (超彭博一致预期 6.2%)。

分业务看: 生产力和业务流程业务收入 283 亿美元，按固定汇率计算同比+13% (超彭博一致预期 16.8%)。更多个人计算业务收入 132 亿美元，按固定汇率计算同比+17% (略超彭博一致预期 0.4%)。

智能云业务收入 241 亿美元，按固定汇率计算同比+21% (低于彭博一致预期 7.1%)，且同比增速相较于 FY24Q4 (20%) 有所上升。其中 Azure 营收按固定汇率计算同比+34%，超越彭博一致预期的 32%。本季度超预期的结果部分得益于当期收入确认的小幅收益。FY25Q1 期间 AI 服务为 Azure 营收创造了 12% 的增长，非 AI 对 Azure 增长的贡献环比-1pct。

资本支出超预期: 微软本季度资本支出 (包括融资租赁) 达 200 亿美元。可比资本支出为 149 亿美元，同比+50.5%，环比+7.6% (超越彭博一致预期 2.6%)。公司指出，云和 AI 相关支出中约一半用于支持未来 15 年及以上的长期资产变现。剩余的云和 AI 支出主要用于服务器，包括 CPU 和 GPU。

Copilot 推进持续加速: GitHub Copilot 的 Copilot Enterprise 客户环比增长 55%；Microsoft 365 Copilot 日活用户环比翻倍。目前有近 70% 的财富 500 强企业使用 Microsoft 365 Copilot。公司指出，Vodafone 将向 68,000 名员工部署该产品，估计每人每周平均节省 3 小时；UBS 将部署 50,000 个席位，并成为金融服务业最大规模的部署。此外，目前已有近 60 万家组织使用 Power Platform 的 AI 功能，同比增长达 4 倍。Copilot Studio 已有超过 10 万家组织使用，环比增长超过 2 倍，Dynamics 365 Copilot 月活用户环比增长超过 60%。公司指出，E5 与 Copilot 365 在本季度继续贡献 ARPU 增长。

公司 FY25Q2 指引: 1) 预计生产力和业务流程业务收入在 287 亿美元到 290 亿美元，(按固定汇率计算) 同比预计增长 10%~11%，预计更多个人计算业务收入在 138.5 亿美元到 142.5 亿美元；

2) 预计智能云业务收入在 255.5 亿美元到 258.5 亿美元，(按固定汇率计算) 同比预计增长 18%~20%，其中 Azure 按固定汇率计算的收入增长率将在 31%~32%，增速放缓是由于第三方交付的供应推迟；预计 AI 服务的贡献将与 Q1 类似，并预计 FY25H2 期间 Azure 收入增速将由于供应增加而加速；

3) 预计营收成本将以固定汇率增长 11%至 13%，即 219 亿至 221 亿美元之间；预计营业费用将以固定汇率增长约 7%，即 164 亿至 165 亿美元之间，营业利润率预计将有所上升；

4) 预计 AI 业务在 Q2 将达到 100 亿美元的年化营收；

5) 鉴于云和 AI 的强劲需求，公司预计将继续增加资本支出。随着需求增长和资本积累，后续资本支出增速将会放缓，而收入增速仍会持续上升。

投资建议: FY25Q1 期间微软的 AI 对 Azure 贡献规模以及 Copilot 相关产品服务用户规模均有明显上升，且 Azure 供不应求的局面有望在 FY25H2 得到缓解，从而进一步提高智能云业务增速。基于微软 AI 相关业务的表现和云市场的强劲需求信号，我们维持原有预测，即 FY25-27 营收预测为 2851 亿/3280 亿/3837 亿美元，归母净利润预测为 990 亿/1114 亿/1161 亿美元，同时维持“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

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: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》 2024-09-23
- 《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

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com