

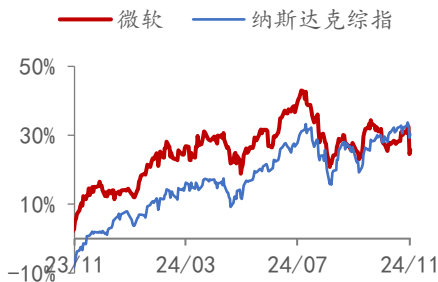
## 业绩略超预期，继续加码资本开支

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-11-05

收盘价（美元）	408.46
近 12 个月最高/最低（美元）	467.5/350.2
总股本（百万股）	7,435
流通股本（百万股）	7,435
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿美元）	30,368
流通市值（亿美元）	30,368

### 公司价格与纳斯达克综指走势比较



### 分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 相关报告

1. Amazon 深度：壁垒高筑，资本投入下带来业绩展望 2024-04-06
2. Adobe 深度：生态为主 AI 为辅，创意工具厚积薄发 2024-03-04

### 主要观点：

#### ● 业绩基本符合预期，云业务小幅 miss

公司发布 FY25Q1 业绩，1) 整体来看：收入录得 655.85 亿美元(yoy + 16%)，略高于彭博一致预期 1.7%；Operating profit 录得 305.52 亿美元(yoy+13.6%)，高于彭博一致预期 5.3%；OPM 达 46.6%，同比-1pct，环比+3.pct；GAAP 净利润录得 246.67 亿美元 (yoy+10.7%)，高于彭博一致预期 6.1%；Capex（不含租赁）为 149 亿美元，高于彭博预期 2.6%；

2) 分业务来看：在新口径下，①生产力和业务流程录得收入 283.17 亿美元，yoy+12.3%，显著高于彭博一致预期 16.8%；②更多个人计算录得收入 131.76 亿美元，yoy+16.8%，基本符合彭博预期；③智能云业务录得收入 240.92 亿美元，yoy+20.4%，低于彭博一致预期 7.6%，其中 Azure 收入同比增长 33%（固定汇率下+34%），高于彭博一致预期的 32%，上季度增速为 34%（固定汇率下+35%）。

#### ● 云业务 OPM 同比略有下滑，Azure 下季度指引增速进一步放缓

下季度由于算力供给短缺以及外部经济因素，Azure 云业务下季度指引增速进一步放缓，收窄至 31%-32%。微软云基础设施供给短缺，无法满足市场需求增长，其次欧洲经济疲软，下游厂商对云计算开支有所减弱，在多重因素影响下，下季度公司对 Azure 收入增速指引为 31%-32%，FY25 下半年开始环比加速。算力端，公司指引下季度 CAPEX 会环比增加，基础设施容量短缺问题会得以优化，从而拉动云业务增速回升。利润端，云业务 OPM 同比略有下滑，源于云基础设施的折旧扩大带来的影响，本季度云业务 OPM 为 43.6%，同比-0.9pct。

#### ● AI 业务增长较为明显，建议持续关注 AI 驱动下的各业务线增长

1) 云业务侧 AI 业务主要是 Azure OpenAI 和机器学习，目前规模较小，AI 对 Azure 增长的贡献占比仍在环比增加（据业绩会披露：本季度 AI 在 Azure 业务中贡献 12% 的增长，上季度为 11%）。Azure Arc 现在拥有 39,000 多家客户，同比增长超过 80%；过去六个月，Azure OpenAI 的使用量增长了一倍以上，随着开发人员在 Azure 上构建新的 AI 应用程序，Azure Cosmos DB 和 Azure SQL DB 使用率在加速增长；

2) Office 侧：Microsoft 365 Copilot 在财富 500 强中的渗透率有近 70%；每天使用 Microsoft 365 的人数比上一季度增加了一倍多。

此外，Dynamics 中 CRM 和 ERP 产品组合中 Copilot 的月活跃用户环比增长超过 60%。

据公司指引，下一季度 AI 业务有望超过 100 亿美元的年收入 run rate。

#### ● 投资建议

我们预计微软 FY2025-2027 收入为 2792.49/3204.2/3675.61 亿美元，同比+13.9%/+14.7%/+14.7%；净利润预计录得 976.15 /1150.23 /1330.56 亿美元，同比+10.8%/+17.8%/+15.7%，维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济环境波动; AI 业务发展不及预期; 云计算行业竞争加剧等。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	245,122	279,249	320,421	367,561
收入同比 (%)	15.7%	13.9%	14.7%	14.7%
净利润 (Non-GAAP)	88,136	97,615	115,023	133,056
同比 (%)	20.2%	10.8%	17.8%	15.7%
每股收益 EPS (美元)	11.80	13.06	15.35	17.72
市盈率 (P/E)	33.87	31.42	26.74	23.16

资料来源: wind, 华安证券研究所

资产负债表		单位:百万美元			
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	
<b>资产</b>					
现金及现金等价物	18,315	59,652	94,615	168,231	
短期投资	57,228	51,505	47,385	43,594	
应收账款	56,924	44,621	69,815	59,154	
存货	1,246	4,675	2,670	5,808	
即期递延税款	0	0	0	5	
其他流动资产	26,021	26,021	26,021	26,021	
<b>流动资产</b>	<b>159,734</b>	<b>186,474</b>	<b>240,506</b>	<b>302,813</b>	
固定资产	135,591	176,880	218,858	261,697	
股权和其他投资	14,600	14,600	14,600	14,600	
商誉	119,220	119,220	119,220	119,220	
其他无形资产	27,597	27,597	27,597	27,597	
其他长期资产	55,421	48,421	42,034	35,116	
<b>资产总计</b>	<b>512,163</b>	<b>573,191</b>	<b>662,815</b>	<b>761,042</b>	
<b>负债股东权益</b>					
应付账款	21,996	22,409	29,005	30,342	
短期借款	8,942	8,942	8,942	8,942	
应付费用	12,564	15,635	18,979	21,954	
即期所得税	5,017	5,017	5,017	5,017	
短期递延收入	57,582	50,265	54,472	62,485	
其他流动负债	19,185	19,185	19,185	19,185	
<b>流动负债</b>	<b>125,286</b>	<b>121,453</b>	<b>135,600</b>	<b>147,926</b>	
长期递延收入	2,602	2,964	3,401	4,043	
其他长期负债	73,110	73,110	73,110	73,110	
长期借款	42,688	42,688	42,688	42,688	
<b>负债合计</b>	<b>243,686</b>	<b>240,216</b>	<b>254,799</b>	<b>267,767</b>	
普通股和实收资本	100,923	108,487	116,618	125,363	
留存收益	173,144	230,078	296,988	373,502	
累计其他综合收益	-5,590	-5,590	-5,590	-5,590	
<b>股东权益合计</b>	<b>268,477</b>	<b>332,975</b>	<b>408,015</b>	<b>493,276</b>	
<b>负债股东权益总计</b>	<b>512,163</b>	<b>573,191</b>	<b>662,815</b>	<b>761,042</b>	

**主要财务比率**

会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>回报率</b>				
净资产收益率	32.83%	29.32%	28.19%	26.97%
总资产收益率	17.21%	17.03%	17.35%	17.48%
<b>增长率</b>				
营业总收入增长率	15.67%	13.92%	14.74%	14.71%
净利润增长率	21.80%	10.87%	17.71%	15.68%
总资产增长率	24.32%	11.92%	15.64%	14.82%
<b>资产管理能力</b>				
应收款项周转天数	84.8	58.3	79.5	58.7
应付款项周转天数	32.8	29.3	33.0	30.1
存货周转天数	1.9	6.1	3.0	5.8
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	47.58%	41.91%	38.44%	35.18%
流动比率	1.3	1.5	1.8	2.0

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表		单位:百万美元			
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	
<b>营业收入</b>	<b>245,122</b>	<b>279,249</b>	<b>320,421</b>	<b>367,561</b>	
增长率	15.7%	13.9%	14.7%	14.7%	
营业成本	74,114	88,811	102,830	118,695	
%销售收入	30.24%	31.80%	32.09%	32.29%	
<b>毛利</b>	<b>171,008</b>	<b>190,438</b>	<b>217,591</b>	<b>248,866</b>	
研发开支	29,510	32,863	37,695	42,286	
销售及营销开支	24,456	27,094	28,804	32,308	
一般及行政开支	7,609	6,445	7,221	8,408	
营业总开支	61,575	66,402	73,720	83,002	
<b>营业利润</b>	<b>109,433</b>	<b>124,036</b>	<b>143,872</b>	<b>165,864</b>	
%销售收入	44.64%	44.42%	44.90%	45.13%	
其他收入	-1,646	-4,783	-3,600	-3,600	
<b>除税前利润</b>	<b>107,787</b>	<b>119,253</b>	<b>140,272</b>	<b>162,264</b>	
%销售收入	43.97%	42.70%	43.78%	44.15%	
所得税	19,651	21,638	25,249	29,207	
<b>净利润 (GAAP)</b>	<b>88,136</b>	<b>97,615</b>	<b>115,023</b>	<b>133,056</b>	
%销售收入	35.96%	34.96%	35.90%	36.20%	
<b>净利润 (NON-GAAP)</b>	<b>88,136</b>	<b>97,615</b>	<b>115,023</b>	<b>133,056</b>	

**现金流量表**

现金流量表		单位:百万美元			
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	
<b>经营活动现金流变</b>	<b>138,991</b>	<b>159,857</b>	<b>180,482</b>	<b>138,991</b>	
净利润	97,721	115,023	133,056	97,721	
折旧摊销及其他	30,000	33,000	35,000	30,000	
以股份为基础的薪	11,271	11,834	12,426	11,271	
应收账款	12,303	-25,194	10,661	12,303	
存货	-3,429	2,004	-3,138	-3,429	
其他流动资产	5,723	4,120	3,791	5,723	
应付账款	413	6,596	1,337	413	
递延收入	-6,955	4,644	8,656	-6,955	
其他流动负债	3,071	3,343	2,976	3,071	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>150,118</b>	<b>155,371</b>	<b>204,774</b>	<b>150,118</b>	
<b>筹资活动</b>					
债务偿付	-	-	-	-	
普通股发行	2,156	2,317	2,491	2,156	
普通股回购	-22,973	-28,966	-35,962	-22,973	
普通股现金股息	-23,964	-25,760	-27,692	-23,964	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-44,781</b>	<b>-52,408</b>	<b>-61,163</b>	<b>-44,781</b>	
<b>投资活动</b>					
固定资产添置	-60,000	-64,000	-66,000	-60,000	
购置,扣除购置现	-4,000	-4,000	-4,000	-4,000	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-64,000</b>	<b>-68,000</b>	<b>-70,000</b>	<b>-64,000</b>	
现金及现金等价物	41,337	34,963	73,616	41,337	
期初现金及等价物	18,315	59,652	94,615	18,315	
<b>期末现金及等价物</b>	<b>59,652</b>	<b>94,615</b>	<b>168,231</b>	<b>59,652</b>	

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

## 重要声明

### 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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 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;
- 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。