

FY1Q25 点评，短期继续受 AI 供应限制&应用部署制约，长期展望维持乐观

核心观点

微软整体业绩符合预期，利润率超预期，但其中 FY2Q25 核心业务的 PBP 及 IC 收入增长指引均低于预期，但对于 FY2H25 加速的展望不变。尽管 AI 业务能见度方面仍然存在问题，AI CapEx 的 ROI 尚不明确，这些问题在过去几个季度仍未得到业绩回应，但参考公有云转型的经验，架构/范式的转型涉及基础设施、开发结构方面的持续投入，其传导到终端需要一定周期，且当前微软估值回落至 FY26E 的 25x PE 左右，我们认为微软的 Risk/Reward 吸引力较上个季度有所提升，处于平衡状态，维持乐观展望并维持对微软的“买入”评级。

微软发布 FY4Q24 业绩

FY1Q25 收入利润基本符合预期，Azure 增速指引低于预期
FY24Q4 公司营业收入 656 亿美元 (YoY+16%，固定汇率+16%)，高于一致预期的 645 亿美元；经营利润 306 亿美元 (YoY+14%，CC+14%)，高于一致预期的 292 亿美元；净利润 247 亿美元 (YoY+11%，CC+10%)，EPS \$3.3/sh, YoY+10%，固定汇率下 +10%，好于一致预期的 \$3.11/sh。其中 Azure 收入 Ex-FX 增速 34%，高于预期的 32-33%，新口径下 AI 贡献增速~12%，与市场预期一致，环比增长不明显主要由于部分 AI 收入提前确认 & 部分供应延迟至 CY25。Capex 200 亿美元 (YoY+79%)，基本符合市场预期。指引方面，Azure FY2Q25 增速预计为 31-32%，低于预期(32-33%)，尤其考虑到 GCP 增速持续提升。Q2 总体增速 10-11.5% 的指引低于 12.5% 的市场预期，毛利率 44% 指引好于预期的 43.4%。管理层仍然指引 FY2H25 Azure 重新加速，Copilot 持续增长，长期叙事没有变化，但短期业绩可能引发股价回调。

简评

Azure 增速超指引，FY2H25 供应缓解释放 AI 增长动能

Azure 收入增长 33%，固定汇率下增长 34%，高于预期的 32-33%，新口径下 AI 贡献增速~12%，环比持平，主要由于部分 AI 收入提前确认 & 部分供应延迟至 CY25。与上一季度相同，管理层提到需求仍然远高于供应，而 Azure OpenAI Service 用量较 6 个月前增长超过 1x，并开始构建行业精调模型如医疗图像识别。随着 AI 在企业用例的渗透，其会间接带动数仓等服务增长。管理层预计 FY2H25 将实现供应增长，带动 Azure 增速回升。

微软(MSFT.O)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期：2024 年 11 月 07 日

当前股价：410.37 美元

目标价格 6 个月：480 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.63/-4.91	-1.91/-5.55	21.37/-20.56
12 月最高/最低价 (美元)		467.56/346.07
总股本 (万股)		743,488.08
流通股本 (万股)		743,488.08
总市值 (亿美元)		30,510.52
流通市值 (亿美元)		30,510.52
近 3 月日均成交量 (万)		1960.43
主要股东		
The Vanguard Group, Inc.		8.95%

股价表现



相关研究报告

- 24.08.01 【中信建投海外研究】微软 (MICROSOFT)(MSFT):FY4Q24 点评, Azure+AI 增速受供给约束, AI+软件业务的增益仍然混沌
- 【中信建投海外研究】微软 (MICROSOFT)(MSFT):FY4Q24 点评, Azure+AI 增速受供给约束, AI+软件业务的增益仍然混沌

AI CapEx 方面管理层仍然着眼长期，大部分投资用于 IDC 建设，服务器等可变投入匹配需求信号。管理层披露 FY24Q4~50% 的 CapEx 用于数据中心建设，50% 用于 GPU/CPU 服务器等采购，前者的使用寿命可达 15-20 年，而服务器采购则是根据需求信号进行采购。微软仍处于新一轮 CapEx 周期的早期阶段，初期大量投资建设数据中心（从投资到落地使用有 1-2 年的周期），后续根据需求填充（从下单到到货 1 年以内）。管理层提到 60% 以上的设备采购都是基于需求信号的。本轮 GenAI 引发的 CapEx 投资强度大于公有云转型，主要由于基础设施转型（GPU 服务器集群架构方式与 CPU 集群不同），全球各地区需求同时爆发（公有云时期是渐次发展），长期看需求和基础设施的投资将匹配。

AI 业务 Run-Rate 超过 100 亿美元，当季 PBP 指引低于预期，后续 M365 Commercial 增速有望回升。 FY1Q25 管理层披露公司 AI 业务 Run-Rate 突破 100 亿美元（对应 FY1Q25 AI 业务合计收入超过 25 亿美元），是公司发展最快的业务，其中预估 Azure AI 21-22 亿美元（包含 Legacy AI、Github Copilot、Azure OpenAI Service 等），剩余部分主要是 M365 Copilot、Bing Chat Enterprise 等。本季度 Copilot DAU 环比增长 1x 以上，部分大客户如 Vodafone、UBS 分别在 6.8/5 万员工中推广，目前 70% 的 F500 企业采用 M365 Copilot，目前 M365 Commercial Cloud 的增长主要由 E5 及 Copilot 驱动，而席位增长则由 F1 等面向 SMB 企业的套餐驱动，因此在 Copilot 渗透初期量价齐升的逻辑尚不明确，但展望后续季度，M365 Commercial 的增速也有望回升。

投资建议：微软整体业绩符合预期，利润率超预期，但其中 FY2Q25 核心业务的 PBP 及 IC 收入增长指引均低于预期，但对于 FY2H25 加速的展望不变，因此对于微软是一个短空长多的态度，短期投资者需要消化 1 个季度内缺乏惊喜、催化的事实，而长期看微软的财季报告确认公司的市场地位，在 IT 预算较为紧缩的环境下订单增长/收入增速仍然维持稳健，没有信号表明企业客户在缩减 AI/非 AI 的 IT 预算，对 AI 投资仍然维持热情。应用侧 M365 Copilot 可能在 2H25 乃至后续季度开始拉动生产力软件业务增长，Azure AI 带动其他如数仓业务等增长。尽管 AI 业务能见度方面仍然存在问题，AI CapEx 的 ROI 尚不明确，这些问题在过去几个季度仍未得到业绩回应，但参考公有云转型的经验，架构/范式的转型涉及基础设施、开发结构方面的持续投入，其传导到终端需要一定周期，且当前微软估值回落至 FY26E 的 25x PE 左右，我们认为微软的 Risk/Reward 吸引力较上个季度有所提升，处于平衡状态，维持乐观展望并维持对微软的“买入”评级。

风险分析

业务发展不及预期：云计算、Dynamics、Teams 等业务竞争格局仍处于较快变化阶段，我们对微软的估值和投资判断很大程度上是基于主观预期，而市场竞争加剧可能影响微软相关业务的表现，使预期与实际业绩产生偏差。

行业增长不及预期：疫情下居家办公等需求脉冲式增长，这使得重新开放后高基数、需求透支下业绩可能增速将有所放缓。

监管不确定性：云计算等业务涉及多个国家和地区，同时满足不同国家的监管要求及潜在的变化会对业务产生一定不确定性的影响。

报表预测

资产负债表 (百万美元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	169,684.0	184,257.0	275,419.1	384,360.2	509,564.9
现金	104,757.0	111,262.0	194,071.3	291,714.3	404,680.0
应收票据及应收账款	44,261.00	48,688.00	55,668.39	63,488.71	71,971.84
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	3,742.00	2,500.00	3,722.24	4,115.45	4,525.40
其他流动资产	16,924.00	21,807.00	21,957.17	25,041.72	28,387.70
非流动资产	195,156.0	227,719.0	211,174.2	194,629.4	178,084.7
长期投资	6,891.00	9,879.00	9,879.00	9,879.00	9,879.00
固定资产	74,398.00	95,641.00	80,657.24	65,673.49	50,689.73
无形资产	11,298.00	9,366.00	7,805.00	6,244.00	4,683.00
其他非流动资产	102,569.0	112,833.0	112,833.0	112,833.0	112,833.0
资产总计	364,840.0	411,976.0	486,593.3	578,989.6	687,649.7
流动负债	95,082.00	104,149.0	111,101.5	121,596.3	131,845.9
短期借款	2,749.00	5,247.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	19,000.00	18,095.00	21,815.64	24,120.16	26,522.85
其他流动负债	73,333.00	80,807.00	89,285.92	97,476.14	105,323.1
非流动负债	103,216.0	101,604.0	101,604.0	101,604.0	101,604.0
长期借款	47,032.00	41,990.00	41,990.00	41,990.00	41,990.00
其他非流动负债	56,184.00	59,614.00	59,614.00	59,614.00	59,614.00
负债合计	198,298.0	205,753.0	212,705.5	223,200.3	233,449.9
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	86,939.00	93,718.00	93,718.00	93,718.00	93,718.00
留存收益	79,603.00	112,505.0	180,169.8	262,071.3	360,481.7
归属母公司股东权益	166,542.0	206,223.0	273,887.8	355,789.3	454,199.7
负债和股东权益	364,840.0	411,976.0	486,593.3	578,989.6	687,649.7

现金流量表 (百万美元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	89,035.00	87,582.00	114,314.6	128,793.8	149,919.9
净利润	72,738.00	72,361.00	92,961.63	112,520.8	135,201.5
折旧摊销	14,460.00	13,861.00	16,544.76	16,544.76	16,544.76
财务费用	0.00	0.00	1,616.30	1,186.39	817.82
其他经营现金流	1,837.00	1,360.00	3,191.93	-1,458.16	-2,644.20
投资活动现金流	-	-	654.83	654.83	654.83
资本支出	-	-	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-3,301.00	8,857.00	654.83	654.83	654.83
筹资活动现金流	-	-	-	-	-
短期借款	-5,323.00	2,498.00	-5,247.00	0.00	0.00
长期借款	-3,042.00	-5,042.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-	-	-	-	-
现金净增加额	-152.00	20,967.00	82,809.32	97,643.01	112,965.7

资料来源: 公司公告, 中信建投

利润表 (百万美元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	198,270.0	211,915.0	245,842.9	280,379.1	317,842.3
营业成本	62,650.00	65,863.00	75,372.76	83,334.83	91,636.09
其他营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售和管理费用	27,725.00	30,334.00	31,222.06	33,645.50	34,962.66
研发费用	24,512.00	27,195.00	29,230.73	30,841.70	32,419.92
财务费用	0.00	0.00	1,616.30	1,186.39	817.82
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	83,383.00	88,523.00	108,401.1	131,370.7	158,005.8
其他非经营损益	333.00	788.00	769.00	769.00	769.00
利润总额	83,716.00	89,311.00	109,170.1	132,139.7	158,774.8
所得税	10,978.00	16,950.00	16,208.51	19,618.81	23,573.34
净利润	72,738.00	72,361.00	92,961.63	112,520.8	135,201.5
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	72,738.00	72,361.00	92,961.63	112,520.8	135,201.5
EBITDA	98,176.00	103,172.0	127,331.2	149,870.8	176,137.4
EPS (元)	9.79	9.74	12.51	15.14	18.19

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	17.96	6.88	16.01	14.05	13.36
归属于母公司净利润	17.74	6.68	24.05	20.35	19.70
获利能力					
毛利率(%)	68.40	68.92	69.34	70.28	71.17
净利率(%)	36.69	34.15	37.81	40.13	42.54
ROE(%)	43.68	35.09	33.94	31.63	29.77
ROIC(%)	83.65	54.59	57.34	77.11	100.85
偿债能力					
资产负债率(%)	54.35	49.94	43.71	38.55	33.95
净负债比率(%)	-33.01	-31.05	-55.53	-70.19	-79.85
流动比率	1.78	1.77	2.48	3.16	3.86
速动比率	1.57	1.54	2.25	2.92	3.62
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.51	0.51	0.48	0.46
应收账款周转率	4.48	4.35	4.42	4.42	4.42
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	9.79	9.74	12.51	15.14	18.19
每股经营现金流(最新摊薄)	11.98	11.78	15.38	17.33	20.17
每股净资产(最新摊薄)	22.41	27.75	36.85	47.87	61.11
估值比率					
P/E	41.55	41.77	32.51	26.86	22.35
P/B	18.15	14.66	11.04	8.49	6.65
EV/EBITDA	-0.36	-0.42	-1.00	-1.48	-1.88

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网及美股软件研究，2022 年加入中信建投海外前瞻组，2023 年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023 第十七届水晶球最佳分析师海外行业入围。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk