

买入

2024年11月14日

微软云商业订单增长快速，资本开支高增长扩大供给

- 业绩摘要：** 本季度公司收入为 656 亿美元，同比增长 16%，超过彭博一致预期的 645 亿美元。毛利率为 69.4%，同比下降 180bps，超过彭博一致预期的 69%。经营利润率为 46.6%，同比下降 100bps。GAAP 净利润为 247 亿美元，同比增长 11%，超过一致预期的 233 亿美元，净利润率为 37.6%。GAAP 摊薄每股收益为 3.30 美元，超过彭博一致预期的 3.11 美元。公司预计 FY2025Q2 财季收入区间为 678 亿美元至 691 亿美元，同比增长 9.8% 至 11.4%，中值不及彭博一致预期的 699 亿美元。
- Azure 收入继续受供给限制，商业订单增长快速：** 本季度 Azure 收入同比增长 33% 至 168 亿美元，AI 贡献了 12ppts 收入增速，略高于市场预期的 32% 增速。公司表示影响 Azure 收入增速的主要由于第三方 GPU 交付晚于预期，因此下半年的收入将加速。同时，数据中心建造到云实例上线也存在一定延迟。微软云收入同比增长 22% 至 389 亿美元。本季度最大亮点在公司的商业订单量同比增长 30%，去年同期订单增速为 14%。其中约 40% 订单会在 12 个月内确认，有大量的收入由于供给限制的原因尚未被确认。
- M365 Copilot 推动 ARPU 增长：** 本季度 M365 商业云收入同比增长 15% 至 182 亿美元，付费商业席位同比增长 8%，主要由于 SMB 的需求增长和 ARPU 提升。ARPU 的增长主要来自 E5 用户的增长以及 Copilot 订阅量提升。公司表示 M365 Copilot 的日活用户较上季度翻倍，财富 500 强企业近 70% 的企业现在都在使用 M365 Copilot。沃达丰此前的试用表明，使用 M365 Copilot 平均每人每周可节省 3 小时。M365 个人云及产品收入为 17 亿美元，同比增长 5%。个人版订阅用户为 8440 万，同比增长 10%。
- 目标价 500 美元，上调至买入评级：** 根据 DCF 估值法，维持 WACC 为 8.5%。考虑到公司长期会维持高于 GDP 的增长速度，长期增长率为 3%，获得目标价 500 美元，对应 2025 财年利润的 36 倍 PE，较当前价格有 18.2% 的提升空间，上调至买入评级。
- 风险因素：** 云计算市场竞争风险，PC 出货量下降风险，Arm 冲击 PC 生态风险，市场预期过高风险，汇率风险。

韩啸宇

+852-25222101
Peter.han@firstshanghai.com.hk

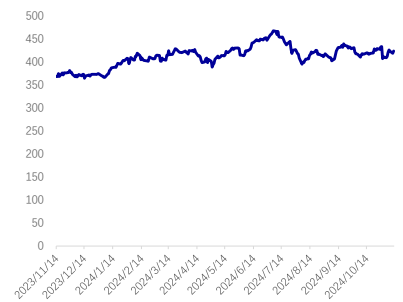
李倩

+852-25321539
Chuck.li@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	TMT
股价	423.03 美元
目标价	500.00 美元 (+18.2%)
股票代码	MSFT
已发行股本	74.3 亿股
总市值	31452 亿美元
52 周高/低	468.35 美元/362.90 美元
每股净资产	38.69 美元
主要股东	Vanguard Group INC. 9.1% BlackRock INC. 7.5% State Street Corp 4.0% Capital Research and Management Co. 3.1%

盈利摘要
股价表现

截至6月30日止财政年度	23财年实际	24财年实际	25财年预测	26财年预测	27财年预测
总营业收入 (百万美元)	211,915	245,122	278,221	318,018	362,415
变动	6.88%	15.67%	13.50%	14.30%	13.96%
净利润	72,361	88,136	103,804	115,762	134,212
摊薄每股盈利 (美元)	9.7	11.8	13.9	15.5	18.1
变动	0.31%	21.91%	17.82%	11.70%	16.64%
基于423.03美元的市盈率 (估)	43.7	35.8	30.4	27.2	23.4
每股派息 (美元)	2.7	3.2	3.7	4.2	4.8
股息现价比	0.63%	0.77%	0.87%	0.99%	1.13%



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

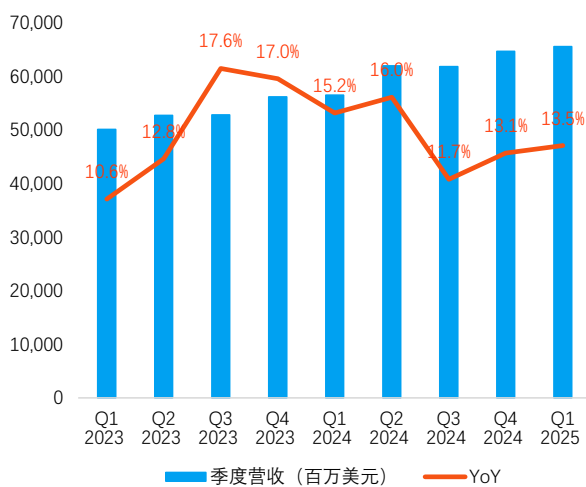
业绩摘要

收入同比增长 16%，净利润同比增长 11%，均超彭博一致预期

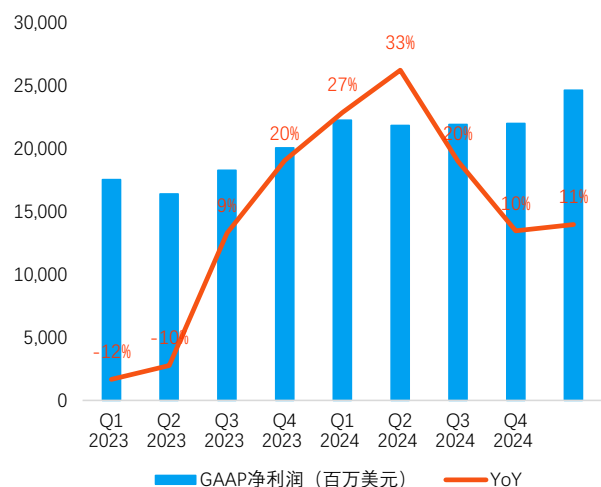
本季度公司收入为 656 亿美元，同比增长 16%，超过彭博一致预期的 645 亿美元。其中产品收入 153 亿美元，同比下降 2%；服务及其他收入 503 亿美元，同比增长 23%。毛利率为 69.4%，同比下降 180bps，超过彭博一致预期的 69%。经营利润率为 46.6%，同比下降 100bps。GAAP 净利润为 247 亿美元，同比增长 11%，超过一致预期的 233 亿美元，净利润率为 37.6%。GAAP 摊薄每股收益为 3.30 美元，超过彭博一致预期的 3.11 美元，去年同期为 2.99 美元。

本季度公司包含融资租赁的资本开支为 200 亿美元；公司产生经营现金流 342 亿美元，同比增长 12%；自由现金流 193 亿美元，同比下降 7%。本季度公司共回购 28 亿美元股票及派息 62 亿美元。

图表 1: 季度营收情况及增速 (百万美元)



图表 2: 季度净利润情况及增速 (百万美元)

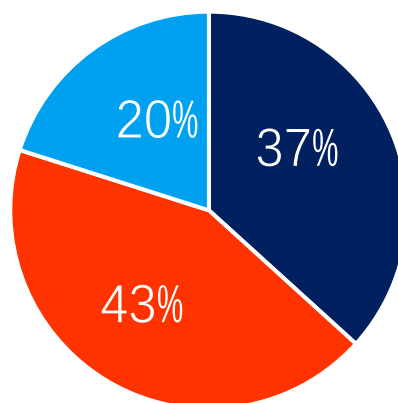


资料来源: 公司资料, 第一上海整理

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 3: 收入构成

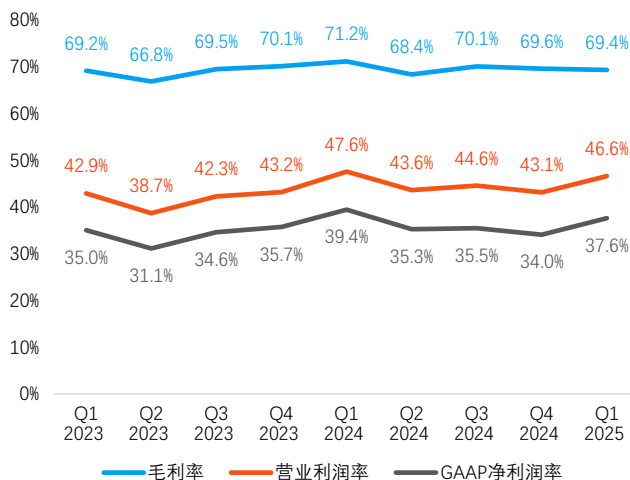
- Intelligent Cloud
- Productivity and Business Processes
- More Personal Computing



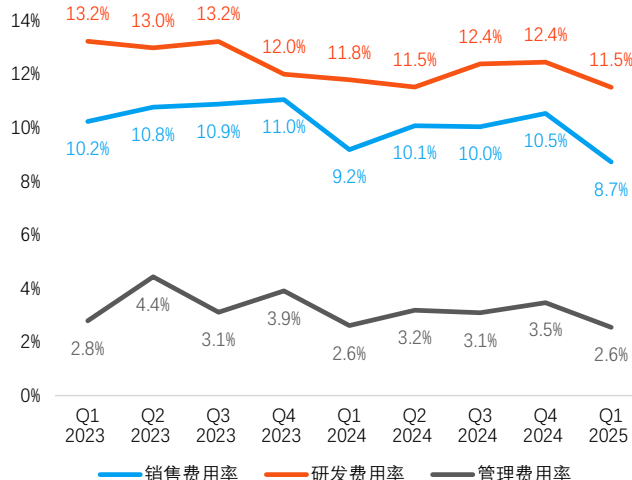
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

本季度公司研发费用为 75 亿美元，同比增长 13.3%，费用率为 11.5%；销售及营销费用为 57 亿美元，同比增长 10.2%，费用率为 8.7%；管理及总务费用为 17 亿美元，同比增长 13.5%，费用率为 2.6%。

图表 4: 季度利润率



图表 5: 季度费用率



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

微软云收入同比增长 22%至 389 亿美元。本季度公司的商业订单量同比增长 30%，去年同期订单增速为 14%。剩余履约义务（RPO）价值 2590 亿美元，同比增长 22%，环比下降 100 亿美元。微软云的毛利率百分比下降 2%至 71%，主要由于对 AI 基础设置投资增长。

下季度收入指引同比增长 9.8%至 11.4%，中值不及一致预期

公司预计 FY2025Q2 财季收入区间为 678 亿美元至 691 亿美元，同比增长 9.8%至 11.4%，中值不及彭博一致预期的 699 亿美元。其中生产力和商业流程收入在 287 亿美元至 290 亿美元之间；智能云收入在 256 亿美元至 259 亿美元之间，其中 Azure 收入增速在 31%-32%；更多个人计算收入在 139 亿美元至 143 亿美元之间。预计销售成本在 219 亿美元至 221 亿美元之间，运营开支在 164 亿美元至 165 亿美元之间；下一季度的有效税率约为 19%。

对于 2025 财年，公司预计收入将维持两位数增长。同时会增加对人工智能相关的硬件资本开支，FY25 资本支出将高于 FY24。受到更多的折旧费用影响，FY25 经营利润率指引比 FY24 下降 1ppts。我们认为 25 财年公司与 PP&E 相关的资本开支将达到 733 亿美元，但经营费率的控制将部分抵消折旧提升的影响。

智能云

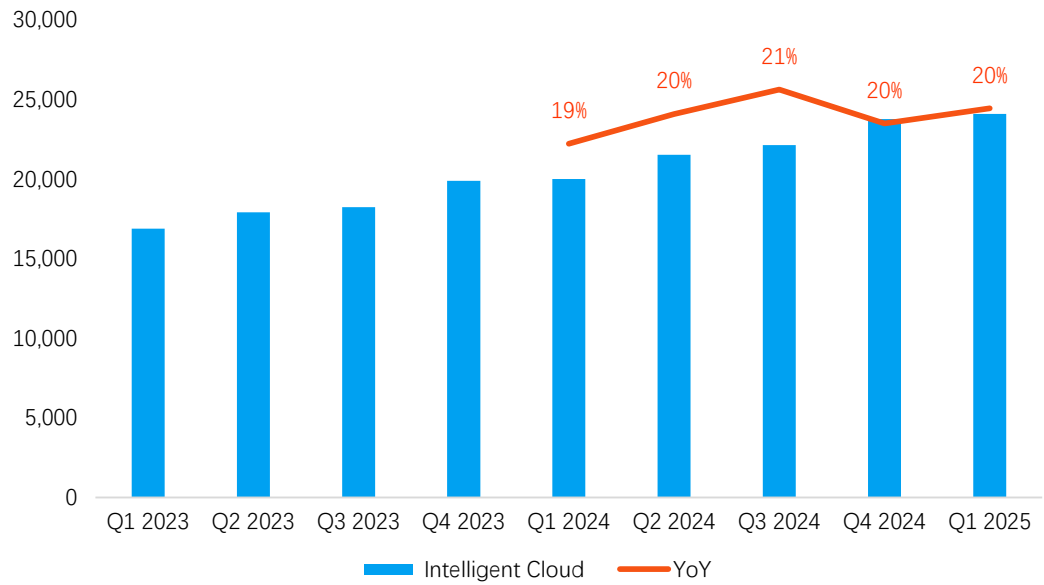
智能云收入同比增长 19%

本季度公司智能云业务收入为 241 亿美元，同比增长 20%；经营利润为 105 亿美元，同比增长 18%，经营利润率为 46.6%。企业咨询服务收入同比下降 1%至 19 亿美元，服务器产品及云服务收入同比增长 23%至 222 亿美元。

其中本季度 Azure 收入同比增长 33%至 168 亿美元，AI 贡献了 12ppts 收入增速，略高于市场预期的 32%增速。公司表示影响 Azure 收入增速的主要由于第三方 GPU 交付晚于预期，因此下半年的收入将加速。同时，数据中心建造到云实例上线也存在一定延迟。

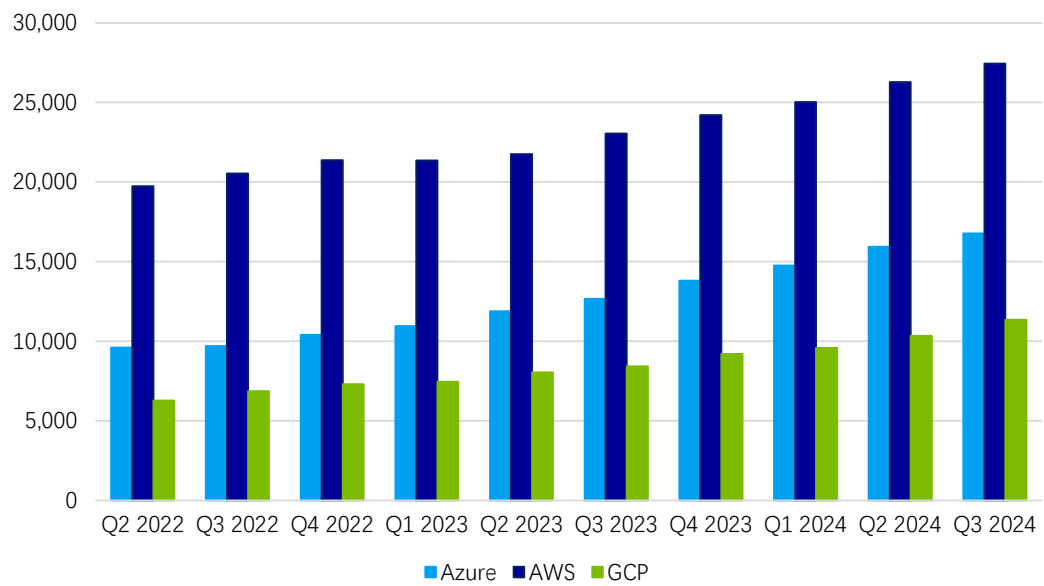
本季度微软 Azure AI 增加了对 OpenAI 最新模型系列 o1 的支持，此外还引入了行业特定模型，包括一系列用于医学成像的一流多模态模型。Azure 也是第一个使用 GB200 服务器的云，此外微软自研加速器 Maia100 及 Cobalt100 等产品陆续上线。

图表 6：智能云季度收入情况与增速（百万美元）



资料来源：公司资料

图表 7：三大云服务商收入情况（百万美元）

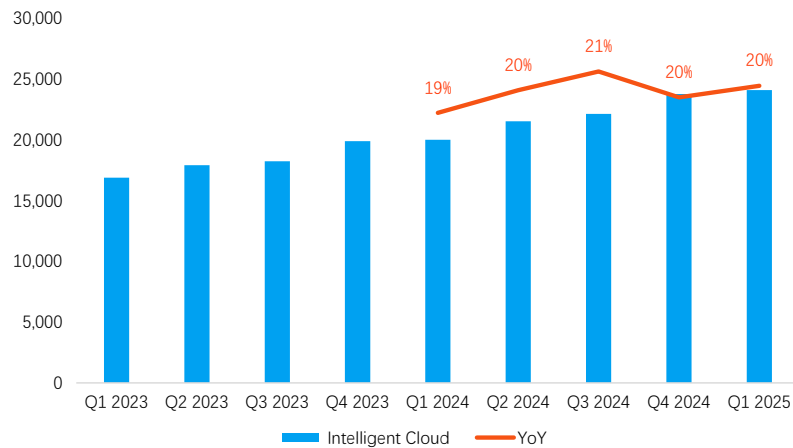


资料来源：公司资料

GitHub Copilot 企业用户环比增长 55%，ARR 超过 20 亿美元。AMD 和 Flutter Entertainment 等公司正在根据自己的代码库定制 Copilot。公司将推出 AI 代码生成的下一阶段，使 GitHub Copilot 成为开发人员工作流程中的代理。下一代数据平台 Microsoft Fabric 现在拥有超过 16000 名付费客户。

我们认为微软的 Windows+Office+Azure 生态可以给 AI 带来大量的应用场景及数据。Azure 的收入将受益于 AI 服务及 OpenAI API 的计算需求（例如 CosmosDB 及 GPU 需求），明显强于竞争对手。基于现有业务流程的 AI Copilot 赋能将为大大提升微软产品的价值及 ARPU。

图表 8: Azure AI 收入贡献增速



资料来源: 公司资料

生产力和商业流程

生产力和业务流程收入
同比增长 12%

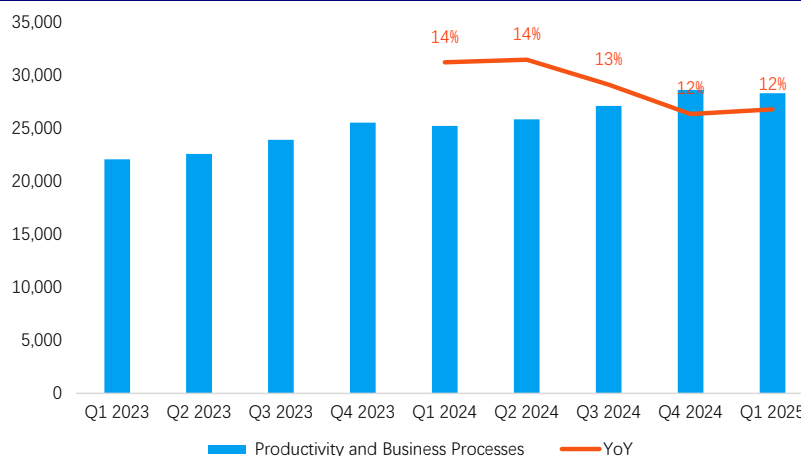
本季度公司生产力和商业流程业务收入为 283 亿美元, 同比增长 12%, 主要由 M365 的收入增长推动; 经营利润为 165 亿美元, 同比增长 16%, 经营利润率为 58.3%。

本季度 M365 商业云收入同比增长 15% 至 182 亿美元, 付费商业席位同比增长 8%, 主要由于 SMB 的需求增长和 ARPU 提升。ARPU 的增长主要来自 E5 用户的增长以及 Copilot 订阅量提升。公司表示 M365 Copilot 的日活用户较上季度翻倍, 财富 500 强企业中近 70% 的企业现在都在使用 M365 Copilot。沃达丰此前的试用表明, 使用 M365 Copilot 平均每人每周可节省 3 小时。

本季度 M365 个人云及产品收入为 17 亿美元, 同比增长 5%。M365 个人版订阅用户为 8440 万, 同比增长 10%。

本季度领英收入同比增长 10% 至 43 亿美元, 全业务线收入均有所增长。Dynamics 收入同比增长 14% 至 18 亿美元, 其中 Dynamics 365 收入同比增长 18%。

图表 9: 生产力和商业流程季度收入情况与增速 (百万美元)



资料来源: 公司资料

更多个人计算

更多个人计算收入同比增长 14%

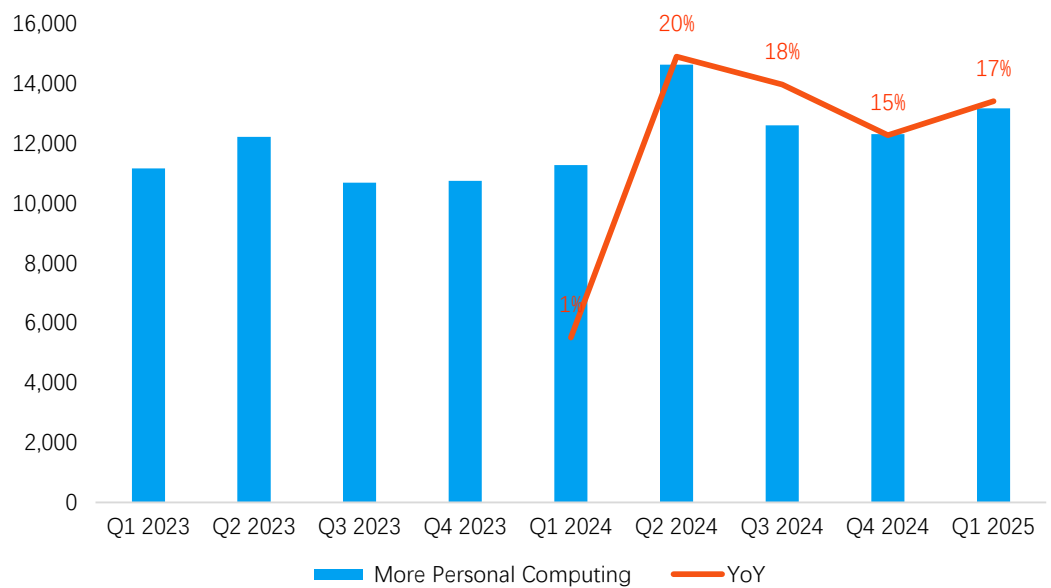
本季度更多个人计算业务收入为 132 亿美元，同比增长 17%，主要由于收购动视暴雪带来的影响；经营利润为 35 亿美元，同比下降 4%，经营利润率为 26.8%。

本季度 Windows 系统及设备收入为 43 亿美元，同比持平。其中 Windows OEM 收入同比增长 2%。

本季度公司游戏业务收入 50 亿美元，同比增长 43%。游戏硬件收入同比下降 29%，内容和服务收入同比增长 61%（动视暴雪的收入贡献了 53ppts 的增速）。

搜索及新闻广告收入为 32 亿美元，同比增长 7%。剔除流量费用后同比增长 18%

图表 10：更多个人计算季度收入情况与增速（百万美元）



资料来源：公司资料

盈利预测与估值

2025-2027 财年收入 CAGR 为 13.9%

我们预测公司 2025-2027 财年收入分别为 2782 亿、3180 亿、3624 亿美元，CAGR 为 13.9%。由于公司的经营费用控制出色，我们上调了利润预测，2025-2027 财年公司 GAAP 净利润分别为 1039 亿、1158 亿和 1342 亿美元，CAGR 为 15.0%。对应 EPS CAGR 将达到 15.4%。

目标价 500 美元

根据 DCF 估值法，维持 WACC 为 8.5%。考虑到公司长期会维持高于 GDP 的增长速度，长期增长率为 3%，获得目标价 500 美元，对应 2025 财年利润的 36 倍 PE，较当前价格有 18.2% 的提升空间，上调至买入评级。

图表 11: DCF 估值

折现年限	高速成长期					稳定成长期					永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
(百万美元)											
CFO	143,077	163,589	184,689								
自由现金流量	71,913	90,291	110,658	133,899	160,679	189,601	219,937	250,729	283,323	317,322	326,842
自由现金流增长率		25.6%	22.6%	21%	20%	18%	16%	14%	13%	12%	3%
折合至2025财年的现金流量	71,913	83,218	93,999	104,831	115,942	126,093	134,810	141,643	147,518	152,276	2,851,722
永续期折现值											6,120,854

WACC	8.5%
长期增长率	3.0%

Valuation	
现金流折现	4,023,963
减: 净金融负债	(47,594)
减: 少数股东权益+合伙人权益	338,775
股本价值	3,732,784
股本数量 (预期)	7,466
DCF法之每股价值 (美元)	500.00

资料来源：第一上海预测

风险因素

云计算市场竞争风险

云计算市场市场竞争者众多，包括已有的巨头及新进入的 GPU 云服务商。公司的 Azure 业务无法应对如 AWS、GCP 等竞争对手，则可能发展不及预期风险。

PC 出货量下降风险

2023 年 PC 市场规模继续萎缩，同时 Chromebook 及 Mac 对搭载 Windows 的 PC 产生竞争，导致 Windows 销量及公司产品总用户量下降风险。

Arm 冲击 PC 生态风险

公司推进的 Arm 版 Windows 进展缓慢，开发者与应用较少。苹果已经开发出自研的 Arm 架构处理器。未来如果手机电脑逐步统一搭载 Arm 处理器，将对 Wintel 生态与 Xbox 游戏业务造成冲击。

市场预期过高风险

当前市场对于 AI 情绪高涨，对于微软的估值部分反映了 AI 收入高增长的预期。公司 AI 产品收入有不及市场预期风险。

汇率风险

全球汇率波动会对公司以美元计价的财务数据造成影响。

主要财务报表

损益表

单位: 百万美元, 财务年度截至6月30日

	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入	211,915	245,122	278,221	318,018	362,415
- 主营业务收入成本	65,863	74,114	86,822	103,896	122,724
毛利	146,052	171,008	191,398	214,122	239,691
- 营业开支	57,529	61,575	65,375	70,265	74,011
销售及营销开支	22,759	24,456	25,961	27,902	29,390
销售及开发开支	27,195	29,510	31,571	34,283	36,481
总务及管理开支	7,575	7,609	7,844	8,079	8,140
营业利润	88,523	109,433	126,035	143,870	165,693
- 营业外费用	-788	1,646	-1,934	954	0
税前利润	89,311	107,787	127,969	142,916	165,693
- 所得税支出	16,950	19,651	24,165	27,154	31,482
非常项目前收入	72,361	88,136	103,804	115,762	134,212
净利润	72,361	88,136	103,804	115,762	134,212
普通股股东所得净利润	72,361	88,136	103,804	115,762	134,212
折旧与摊销	13,861	22,287	29,682	33,981	35,647
EBITDA	102,384	131,720	155,717	177,851	201,341
主营业务增长 (%)	6.9%	15.7%	13.5%	14.3%	14.0%
EBITDA 增长率 (%)	4.4%	22.3%	15.4%	12.4%	11.7%

资产负债表

	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	34,704	18,315	45,518	87,242	145,080
+ 短期投资	76,558	57,228	57,228	57,228	57,228
+ 应收账款与票据	48,688	56,924	59,001	62,906	64,238
+ 库存	2,500	1,246	2,130	2,487	2,899
+ 其他流动资产	21,807	26,021	26,021	26,021	26,021
总计流动资产	184,257	159,734	189,899	235,884	295,465
+ 长期投资与应收	9,879	14,600	14,600	14,600	14,600
+ 净固定资产	95,641	135,591	177,073	216,390	254,773
+ 其他非流动资产	30,601	36,460	36,460	36,460	36,460
+ 商誉	67,886	119,220	119,220	119,220	119,220
+ 其他长期资产	9,366	27,597	27,597	27,597	27,597
总计长期资产	227,719	352,429	393,911	433,228	471,611
总资产	411,976	512,163	583,809	669,111	767,077
+ 应付账款	18,095	21,996	23,345	29,758	34,125
+ 短期借款	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	86,054	96,597	96,597	96,597	96,597
总计流动负债	104,149	125,286	126,635	133,048	137,415
+ 长期借款	41,990	42,688	42,688	42,688	42,688
+ 其他长期负债	59,614	75,712	75,712	75,712	75,712
总长期负债	101,604	118,400	118,400	118,400	118,400
总负债	205,753	243,686	245,035	251,448	255,815
总股东权益	206,223	268,477	338,775	417,664	511,262

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务能力分析

	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	68.9%	69.8%	68.8%	67.3%	66.1%
EBITDA 利率 (%)	48.3%	53.7%	56.0%	55.9%	55.6%
净利率 (%)	34.1%	36.0%	37.3%	36.4%	37.0%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	14.3%	13.1%	12.2%	11.3%	10.4%
研发费用/收入 (%)	12.8%	12.0%	11.3%	10.8%	10.1%
实际税率 (%)	19.0%	18.2%	18.9%	19.0%	19.0%
股息支付率 (%)	27.5%	27.5%	26.5%	27.1%	26.5%
库存周转率	21.1	39.6	51.4	45.0	45.6
应收账款天数	79.0	77.6	75.0	69.0	63.1
应付账款天数	101.4	97.4	94.0	92.0	93.7
财务状况					
总负债/总资产	49.9%	47.6%	42.0%	37.6%	33.3%
收入/净资产	35.1%	32.8%	30.6%	27.7%	26.3%
收入/总资产	17.6%	17.2%	17.8%	17.3%	17.5%
经营性现金流/收入	41.3%	48.4%	51.4%	51.4%	51.0%

现金流量表

	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 净利润	72,361	88,136	103,804	115,762	134,212
+ 折旧、摊销	13,861	22,287	29,682	33,981	35,647
+ 其他非现金调整	3,748	6,301	11,204	11,695	12,207
+ 非现金资本变动	-2,388	1,824	-1,613	2,152	2,623
经营活动现金流量	87,582	118,548	143,077	163,589	184,689
+ 固定资产变动	-1,670	-69,132	0	0	0
+ 资本支出	-28,107	-44,477	-71,163	-73,298	-74,031
+ 长期净投资变动	10,213	17,937	0	0	0
+ 其他投资活动	-3,116	-1,298	0	0	0
投资活动现金	-22,680	-96,970	-71,163	-73,298	-74,031
+ 已付股利	-19,800	-21,771	-27,456	-31,314	-35,566
+ 债务(偿付)所得现金	-2,750	575	0	0	0
+ 股本增加	1,866	2,002	0	0	0
+ 股本减少	-22,245	-17,254	-17,254	-17,254	-17,254
+ 其他融资活动	-1,006	-1,309	0	0	0
融资所得现金	-43,935	-37,757	-44,710	-48,568	-52,820
现金净增减	20,773	-16,389	27,203	41,724	57,838
现金剩余	34,704	18,315	45,518	87,242	145,080
自由现金流	59,475	74,071	71,913	90,291	110,658

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。