

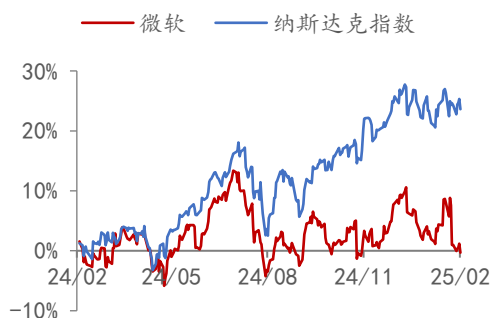
整体业绩略超预期，Azure 增速环比下滑

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-02-09

收盘价（美元）	409.75
近 12 个月最高/最低（美元）	466.5/306.5
总股本（百万股）	7,433
流通股本（百万股）	7,433
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿美元）	30,461
流通市值（亿美元）	30,461

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. 微软 FY25Q1：业绩略超预期，继续加码资本开支 2024-11-05
2. 微软 FY24：业绩基本符合预期，后续关注 Azure 增速 2024-08-07

主要观点：

● 业绩基本符合预期，云业务小幅 miss

公司发布 FY25Q2 业绩，1) 整体来看：收入录得 696.32 亿美元(yoy + 12.3%)，略高于彭博一致预期 1.04%；Operating profit 录得 316.53 亿美元(yoy+17.1%)，高于彭博一致预期 5.84%；GAAP 净利润录得 241.08 亿美元 (yoy+10.2%)，高于彭博一致预期 2.5%；CapEx（含租赁）为 226 亿美元，高于彭博一致预期 7.63%；

2) 分业务来看：①生产力和业务流程录得收入 294.37 亿美元 (yoy+13.9%)，高于彭博一致预期 4.97%；②更多个人计算录得收入 146.51 亿美元 (yoy+0.1%)，高于彭博一致预期 1.58%；③智能云业务录得收入 255.44 亿美元 (yoy+18.7%)，低于彭博一致预期 1.36%，其中 Azure 收入同比增长 31%，低于彭博一致预期的 31.75%。

● 受供给紧缺影响，Azure 已连续三个季度增速下滑

FY25Q2 云收入 255.4 亿美元，同比增长 18.7%，Azure 收入同比增长 31%，相比前两季度 34%/33%的增速有所放缓。本季度 Azure AI 收入同比增长 157%，贡献 Azure 整体 13%的收入增长，公司指引 FY25Q3 Azure 固定汇率收入同比增速为 31%-32%，当前云业务仍然受到供给侧不足的限制。

● 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（本季度 AI 在 Azure 业务中贡献 13%的增长，上季度为 12%）；

2) Office 侧：FY25Q2 Microsoft 365 Commercial products and cloud services 收入录得 211.17 亿美元，同比+15.3%。Microsoft 365 Copilot seats 在过去 18 个月增长超 10 倍，Copilot DAU 环比增长一倍，超 16 万个组织正在使用 Copilot Studio，过去三个月创建了超 40 万个自定义 Agent，环比增长 2 倍。

据公司披露，当前整体 AI 业务 ARR 已超 130 亿美元。

● 投资建议

我们预计微软 FY2025-FY2027 收入为 2763.6/3133.8/3567.4 亿美元（前值 2792.49/3204.2/3675.61 亿美元），同比+12.7%/13.4%/13.8%；FY2025-FY2027 净利润预计录得 971.3/1073.0/1303.7 亿美元（前值 976.15 /1150.23 /1330.56 亿美元），同比+10.2%/+10.5%/+21.5%，维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济环境波动；Azure 业务增长不及预期；AI 产品落地不及预期；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	276,362	313,377	356,736
收入同比 (%)	15.7%	12.7%	13.4%	13.8%
净利润 (Non-GAAP)	88,136	97,132	107,295	130,366
同比 (%)	20.2%	10.2%	10.5%	21.5%
每股收益 EPS (美元)	11.80	12.98	14.32	17.36
市盈率 (P/E)	34.72	31.56	28.62	23.60

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万美元				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E					
资产									
现金及现金等价物	18,315	34,827	36,102	74,983					
短期投资	57,228	51,505	47,385	43,594					
应收账款	56,924	43,571	68,349	56,821					
存货	1,246	4,565	2,787	5,633					
即期递延税款	0	0	0	5					
其他流动资产	26,021	26,021	26,021	26,021					
流动资产	159,734	160,490	180,644	207,058					
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	72,348	91,961	117,043					
资产总计	512,163	571,134	652,879	747,214					
负债股东权益									
应付账款	21,996	21,586	29,877	29,065					
短期借款	8,942	8,942	8,942	8,942					
应计费用	12,564	15,541	17,704	21,510					
即期所得税	5,017	5,017	5,017	5,017					
短期递延收入	57,582	49,745	53,274	60,645					
其他流动负债	19,185	19,185	19,185	19,185					
流动负债	125,286	120,016	133,999	144,364					
长期递延收入	2,602	2,934	3,327	3,924					
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					
负债合计	243,686	238,748	253,124	264,086					
普通股和实收资本	100,923	108,487	116,618	125,363					
留存收益	173,144	229,489	288,728	363,355					
累计其他综合收益	-5,590	-5,590	-5,590	-5,590					
股东权益合计	268,477	332,386	399,756	483,128					
负债股东权益总计	512,163	571,134	652,879	747,214					
主要财务比率									
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E					
回报率									
净资产收益率	32.83%	29.22%	26.84%	26.98%					
总资产收益率	17.21%	17.01%	16.43%	17.45%					
增长率									
营业总收入增长率	15.67%	12.74%	13.39%	13.84%					
净利润增长率	21.80%	10.21%	10.46%	21.76%					
总资产增长率	24.32%	11.51%	14.31%	14.45%					
资产管理能力									
应收款项周转天数	84.8	57.5	79.6	58.1					
应付款项周转天数	32.8	28.5	34.8	29.7					
存货周转天数	1.9	6.0	3.2	5.8					
偿债能力									
资产负债率	47.58%	41.80%	38.77%	35.34%					
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4					
利润表					单位:百万美元				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E					
营业收入	245,122	276,362	313,377	356,736					
增长率	15.7%	12.7%	13.4%	13.8%					
营业成本	74,114	87,164	102,927	117,884					
%销售收入	30.24%	31.54%	32.84%	33.05%					
毛利	171,008	189,198	210,450	238,852					
研发开支	29,510	32,398	36,742	40,910					
销售及营销开支	24,456	26,272	28,172	31,357					
一般及行政开支	7,609	6,752	7,489	8,402					
营业总开支	61,575	65,422	72,403	80,669					
营业利润	109,433	123,776	138,048	158,183					
%销售收入	44.64%	44.79%	44.05%	44.34%					
其他收入	-1,646	-5,171	-7,200	800					
除税前利润	107,787	118,605	130,848	158,983					
%销售收入	43.97%	42.92%	41.75%	44.57%					
所得税	19,651	21,474	23,553	28,617					
净利润 (GAAP)	88,136	97,132	107,295	130,366					
%销售收入	35.96%	35.15%	34.24%	36.54%					
净利润 (NON-GAAP)	88,136	97,132	107,295	130,366					
现金流量表					单位:百万美元				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E					
经营活动现金流变	116,724	138,402	152,129	177,792					
净利润	88,136	97,132	107,295	130,366					
折旧摊销及其他	22,287	30,000	33,000	35,000					
以股份为基础的薪	10,734	11,271	11,834	12,426					
应收账款	-7,191	13,353	-24,778	11,528					
存货	1,284	-3,319	1,778	-2,846					
其他流动资产	-1,648	5,723	4,120	3,791					
应付账款	3,545	-410	8,291	-813					
递延收入	5,348	-7,505	3,922	7,969					
其他流动负债	4,867	2,977	2,163	3,807					
经营活动现金净流	118,548	149,221	147,626	201,237					
筹资活动									
债务偿付	-29,070	-	-	-					
普通股发行	2,002	2,156	2,317	2,491					
普通股回购	-17,254	-22,973	-28,909	-35,160					
普通股现金股息	-21,771	-23,964	-25,760	-27,692					
筹资活动现金流	-37,757	-44,781	-52,351	-60,360					
投资活动									
固定资产添置	-44,477	-63,927	-70,000	-78,000					
购置, 扣除购置现	-69,132	-4,000	-4,000	-4,000					
投资活动现金流	-96,970	-87,927	-94,000	-102,00					
现金及现金等价物	-16,389	16,512	1,274	38,881					
期初现金及现金等	34,704	18,315	34,827	36,102					
期末现金及现金等	18,315	34,827	36,102	74,983					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

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。