

# 微软(MICROSOFT) (MSFT.O) 3FQ25 财报点评

## 营收利润超指引，云重新加速，预期 26 财年资本开支继续增长

优于大市

### 核心观点

**业绩总览：**微软 FY25Q3 整体财务表现超预期强劲。①**整体：**本季度公司实现营收 701 亿美元（同比+13%），营业利润+16%至 320 亿美元，净利润同比+18%至 258 亿美元。②**分业务：**生产力与业务流程收入 299 亿美元（同比+10%），智能云收入 268 亿美元（同比+21%），其他个人计算收入 134 亿美元（同比+6%）。③**订单指标：**季度商业预订量（新订单）同比上升 18%，得益于 OpenAI 对 Azure 带动，商业剩余履约义务（在手订单余额）3150 亿美元（同比+34%）。

**业务重点：**①**云与 Azure 加速增长，非 AI 业务表现出色，预计 6 月后面临算力限制：**AI 占比 Azure 云业务 16 个点（上季度为 13 个点），本季度 Azure 同比+33%、增速环比+2pct，其中非 AI 业务表现出色。预计 FY25Q4 智能云收入同比+21-22%，环比持续加速，其中 Azure 指引+34%-35%cc，预计 6 月后有算力容量限制。②**生产力业务增长超指引，E5 和 M365 Copilot 驱动增长：**本季度生产力业务同比+10%，ARPU 因 E5 和 M365 Copilot 持续增长，M365 Copilot 用户数同比增加 3 倍。下季度指引生产力业务+12-13%、环比加速。③**资本开支增速放缓、提升各环节效率，指引 26 财年继续增长：**本季度资本支出 214 亿美元，同比+53%、环比略有下滑。本季度在四大洲 10 个国家开设新数据中心，缩短新 GPU 交付时间近 20%。预计第四财季资本支出环比增加。指引 26 财年资本支出预计增长，但增速低于 25 财年，会根据具体地区的电力和空间资源，合理规划建设和租赁节奏。

**业绩展望：**预计整体保持稳健增长。①**收入方面，**预计下季度智能云收入 287.5-290.5 亿美元（同比+21%-22%，其中 Azure+35%cc），生产力和商业业务 320.5-323.5 亿美元（同比+12%-13%，其中 M365 商业云+15%cc），个人计算收入指引 124-129 亿美元。计算公司下季度总收入同比+13-15%。②**成本方面，**下季度经营费用预计 236-238 亿美元，营业成本 180-181 亿美元。

**投资建议：**考虑近期宏观经济的不确定性，小幅调整 2025-2027 财年收入预测至 2789/3185/3616 亿美元（前值 2802/3206/3650 亿美元），调整幅度 0%/-1%/-1%。本季度利润超预期但长期 AI 投资折摊压力大，调整净利润预测至 1009/1140/1325 亿美元（前值 1002/1148/1338 亿美元），调整幅度 0%/0%/-1%，给予目标价 480-500 美元，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**宏观压力与 IT 支出放缓；云与 AI 竞争加剧；产品落地低于预期

### 盈利预测和财务指标

|              | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万美元)   | 211,915 | 245,122 | 278,867 | 318,525 | 361,603 |
| (+/-%)       | 6.9%    | 15.7%   | 13.8%   | 14.2%   | 13.5%   |
| 归母净利润(百万美元)  | 72,361  | 88,136  | 100,918 | 114,003 | 132,576 |
| (+/-%)       | -0.5%   | 21.8%   | 14.5%   | 13.0%   | 16.3%   |
| EPS (元)      | 9.73    | 11.86   | 13.58   | 15.34   | 17.83   |
| EBIT Margin  | 41.8%   | 44.6%   | 45.0%   | 43.8%   | 44.2%   |
| 净资产收益率 (ROE) | 35.1%   | 32.8%   | 29.3%   | 26.5%   | 25.1%   |
| 市盈率 (PE)     | 41      | 33      | 29      | 26      | 22      |
| EV/EBITDA    | 31      | 24      | 20      | 18      | 15      |
| 市净率 (PB)     | 14      | 11      | 9       | 7       | 6       |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·海外公司财报点评

#### 互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 联系人：刘子谭  
0755-81982651  
zhanglunke@guosen.com.cn liuzitan@guosen.com.cn  
S0980521120004

#### 基础数据

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)           |
| 合理估值        | 480.00 - 500.00 美元 |
| 收盘价         | 425 美元             |
| 总市值/流通市值    | 31600/31600 亿美元    |
| 52 周最高价/最低价 | 467/357 美元         |
| 近 3 个月日均成交额 | 97 亿美元             |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《微软(MICROSOFT) (MSFT.O) 2FQ25 财报点评-云与 SaaS 业务指引均降速，资本开支策略注重短期 ROI》——2025-02-03  
《微软(MICROSOFT) (MSFT.O) 1FQ25 财报点评-营收利润稳健增长，资本开支继续扩张》——2024-10-31  
《微软(MICROSOFT) (MSFT.O) 4FQ24 财报点评-业绩稳健，AI 折摊压力逐步增加，关注 Copilot 变现潜力》——2024-08-01  
《微软(MICROSOFT) (MSFT.O) -商业新增订单强劲，Azure 云持续加速增长》——2024-04-28  
《微软(MICROSOFT) (MSFT.O) -核心业务表现稳健，AI 驱动 Azure 云加速增长》——2024-02-01

## 财报表现：营收利润超预期强劲，指引云与 SaaS 业务收入加速，预期 26 财年资本开支继续增长

### ◆ 业务重点：

#### ①云与 Azure 加速增长，非 AI 业务表现出色，预计 6 月后有算力容量限制

本季度智能云收入为 268 亿美元，同比+21%、环比加速，其中 Azure 同比+33%（+35%cc），超业绩指引的 30%。本季度 Azure 增长中，非 AI 业务表现出色，而 AI 业务的超预期主要源于提前为部分客户提供了供应，未来 AI 与非 AI 工作负载的界限将越来越模糊。

AI 贡献了其中的 16 个点（上个季度为 13 个点），Azure 格局和 AI 竞争地位优势依旧显著领先，各行业客户对云迁移的需求加速，众多企业扩大在 Azure 上的业务布局。同时 AI 基础设施扩展使得毛利率同比下降 4 个百分点。

公司预计 FY25Q3 智能云收入同比+21-22%，环比持续加速，其中 Azure 指引+34%-35%cc、维持高增速。预计 6 月后有算力容量限制，将对 Azure 的 AI 业务增长曲线产生一定影响。本地服务器业务收入预计将继续下滑，企业和合作伙伴服务收入预计呈中到高个位数增长。

#### ②生产力业务增长超指引，E5 和 M365 Copilot 驱动增长

本季度生产力业务收入 299 亿美元同比+10%（+13%cc），ARPU 因 E5 和 M365 Copilot 持续增长，M365 Copilot 目前已有数十万家客户使用、用户数同比增加 3 倍，本季度购买更多席位的客户数量创历史新高。付费席位增长放缓，本季度付费商业席位增长 7% 至超 4.3 亿。

下季度指引生产力业务营收在 320.5-323.5 亿美元之间，同比+12-13%、环比加速。其中 M365 商业云收入本季度同比+11%（固定汇率下 15%），下季度指引 14%cc。

#### ③资本开支增速放缓、提升各环节效率，指引 26 财年继续增长

本季度资本支出（含融资租赁）214 亿美元，同比+53%、环比略有下滑。微软持续扩展数据中心容量，本季度在四大洲 10 个国家开设新数据中心。微软不断优化从数据中心设计到硬件、系统软件及模型的各个层面，降低成本并提升性能。模型性能每六个月翻倍，缩短新 GPU 交付时间近 20%，提高 AI 性能近 30%、Tokens 成本减半以上。

预计第四财季资本支出环比增加，指引 26 财年资本支出预计增长，但增速低于 25 财年。虽然目前存在 AI 需求供应不足的情况，但会根据具体地区的电力和空间资源，合理规划建设和租赁节奏。

### ◆ 整体情况：

本季度微软收入同比+13%至 701 亿美元；营业利润同比+16%至 320 亿美元，净利润同比+18%至 258 亿美元。

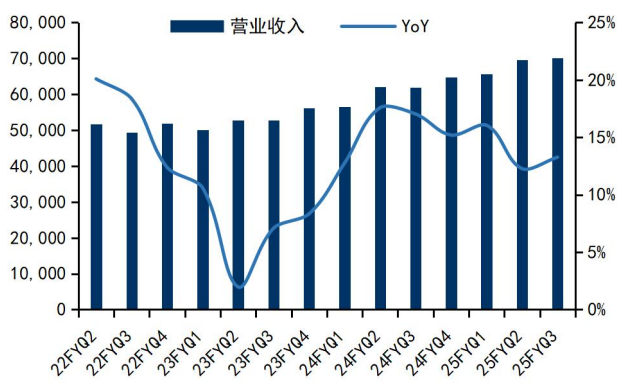
本季度业绩分业务看：

1) **生产力和业务流程**: 本季度收入 299 亿美元, 同比+10%。其中 M365 商业版收入本季度同比+11%, E5 和 M365 Copilot 推动 ARPU 持续增长; M365 消费者产品和云收入同比+10%, M365 消费者用户同比+9%达到 8770 万; LinkedIn 收入同比+7%, 用户参与度创历史新高, 人才解决方案业务持续受到招聘市场疲软的影响; Dynamics 365 收入同比+16%;

2) **智能云**: 本季度收入为 268 亿美元, 同比+21%。其中 Azure 同比+33% (+35%cc), 超业绩指引的 30%; 本地服务器业务同比-6%, 反映客户继续转向云服务; 企业和合作伙伴服务收入+5%;

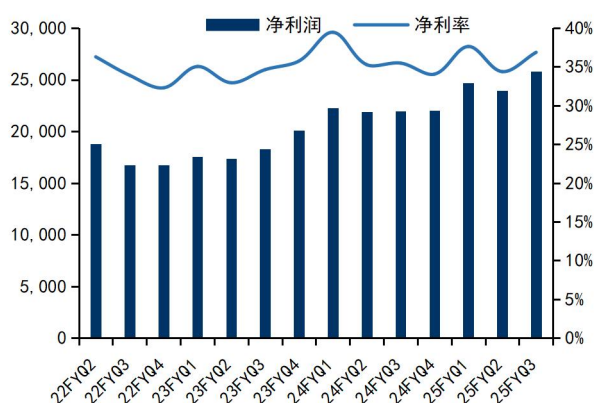
3) **更多个人计算业务**: 本季度收入为 134 亿美元, 同比+6%。其中 Windows OEM 同比+3%, 超出预期, 但受关税影响面临一定增长压力; Xbox 内容和服务收入同比+8%; 搜索和新闻广告营收同比+21%, 得益于第三方合作伙伴使用量上升、超出预期的费率扩张以及 Edge 和 Bing 销量的增长。

图1: 微软收入变化情况 (单位: 百万美元、%)



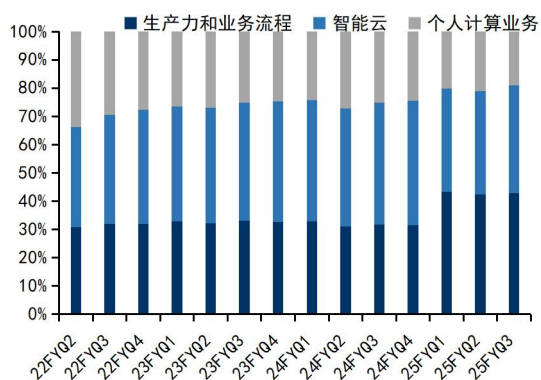
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图2: 微软净利润季度变化情况 (单位: 百万美元、%)



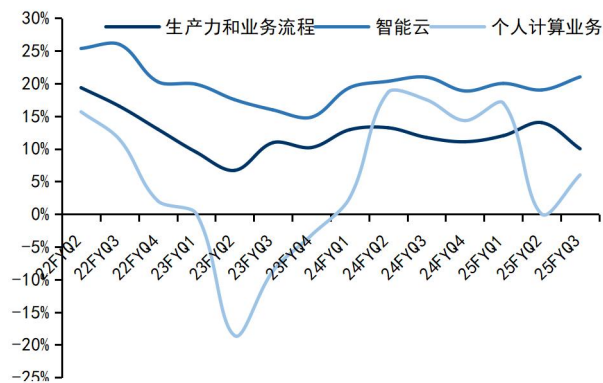
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图3: 微软分业务收入季度变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

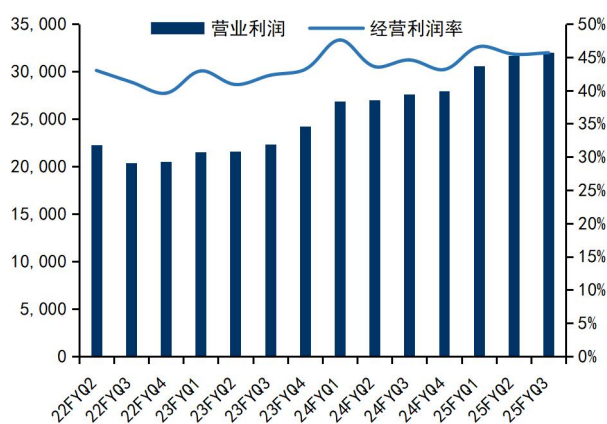
图4: 微软分业务收入增长变化情况 (单位: %)



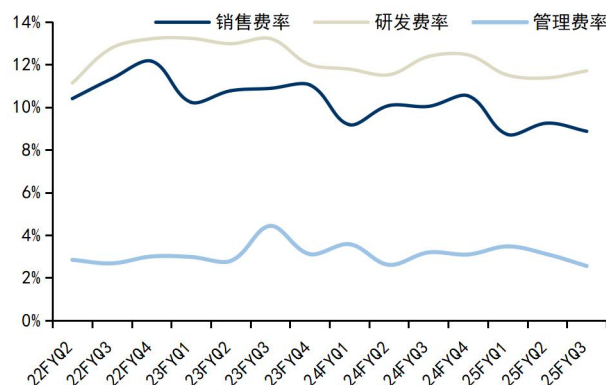
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图5: 微软营业利润季度变化情况 (单位: 百万美元、%)

图6: 微软三费占比变化情况 (单位: %)



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

### ◆ AI 及新产品线进展：

1) **Azure**: 本季度 Fabric 付费客户超 2.1 万，同比增长 80%。Power BI 与 Fabric 深度集成，仅 5 个月就有 40% 的客户使用。Azure AI Foundry 作为 AI 应用开发平台，被超 7 万家企业和数字原生公司使用，本季度处理超 100 万亿个 tokens，同比增长 5 倍。

2) **Copilot Studio**: 已被超过 23 万家组织使用，包括 90% 的财富 500 强企业。客户通过 Copilot Studio 创建了各种智能体，涵盖文档处理、财务审批、客户服务等多个领域，本季度客户创建了超过 100 万个自定义智能体，环比增长 130%。

3) **GitHub Copilot**: 目前拥有超过 1500 万用户，同比增长超过 4 倍，在开发者中得到了广泛应用。不断进化为具备多种智能辅助能力的工具。例如，在 VS Code 中引入的 Agen 模式，使 Copilot 能够自动迭代代码、识别并修复错误。此外，还有 Autofix 帮助开发者修复漏洞，Code Review Agent 已审查超过 800 万次代码合并请求。

4) **M365 Copilot**: 目前已有数十万家客户使用，M365 Copilot 用户数同比增加 3 倍，本季度购买更多席位的客户数量创历史新高。

5) **Windows Copilot**: Copilot Plus PCs 性能和续航优势明显，推出多项 AI 专属体验，Windows11 商业部署同比增长近 75%。

6) **Security Copilot**: 安全客户达 140 万，超 90 万客户使用四个或更多工作负载，同比增长 21%，Entra 月活超 9 亿。

7) **Dynamic**: Dynamics 365 的 Dragon Copilot 在医疗保健领域发展迅猛，上季度助力记录近 950 万次医患诊疗记录，环比增长超 50%；在制造业，代理可以基于其技术构建工业 AI 解决方案；零售业代理可以提升客户购物体验和店铺运营水平。

8) **消费者业务+AI**: LinkedIn 上使用 AI 助力学习和求职的会员增多。Copilot Search 和 Bing 等产品重塑搜索体验，广告收入过去 12 个月超 200 亿美元。游戏业务中，Xbox 集成 AI，《我的世界》电影成功带动游戏用户增长。

## 财务预测与估值

**资产负债表（百万美元）**

|                  | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 18315         | 87264         | 141358        | 225535        |
| 应收款项             | 56924         | 64761         | 73970         | 83974         |
| 存货净额             | 1246          | 1416          | 1618          | 1854          |
| 其他流动资产           | 26021         | 29603         | 33813         | 38386         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>159734</b> | <b>243133</b> | <b>313853</b> | <b>415997</b> |
| 固定资产             | 135591        | 176413        | 219103        | 263848        |
| 无形资产及其他          | 165778        | 157489        | 149615        | 142134        |
| 投资性房地产           | 36460         | 36460         | 36460         | 36460         |
| 长期股权投资           | 14600         | 19321         | 24042         | 28763         |
| <b>资产总计</b>      | <b>512163</b> | <b>632816</b> | <b>743073</b> | <b>887202</b> |
| 短期借款及交易性金融负债     | 8942          | 9836          | 10820         | 11902         |
| 应付款项             | 27013         | 30696         | 35078         | 40188         |
| 其他流动负债           | 89331         | 113620        | 116911        | 139319        |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>125286</b> | <b>154153</b> | <b>162810</b> | <b>191409</b> |
| 长期借款及应付债券        | 42688         | 42688         | 42688         | 42688         |
| 其他长期负债           | 75712         | 91810         | 107908        | 124006        |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>118400</b> | <b>134498</b> | <b>150596</b> | <b>166694</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>243686</b> | <b>288651</b> | <b>313406</b> | <b>358103</b> |
| 少数股东权益           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 股东权益             | 268477        | 344165        | 429667        | 529099        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>512163</b> | <b>632816</b> | <b>743073</b> | <b>887202</b> |

**关键财务与估值指标**

|               | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| EPS           | 11.9  | 13.6  | 15.3  | 17.8  |
| 每股红利          | 2.7   | 3.4   | 3.8   | 4.5   |
| 每股净资产         | 36.11 | 46.30 | 57.80 | 71.17 |
| ROIC          | 92%   | 84%   | 93%   | 98%   |
| ROE           | 33%   | 29%   | 27%   | 25%   |
| 毛利率           | 70%   | 68%   | 69%   | 69%   |
| EBIT Margin   | 45%   | 45%   | 44%   | 44%   |
| EBITDA Margin | 54%   | 56%   | 54%   | 55%   |
| 收入增长          | 16%   | 14%   | 14%   | 14%   |
| 净利润增长率        | 22%   | 15%   | 13%   | 16%   |
| 资产负债率         | 48%   | 46%   | 42%   | 40%   |
| 息率            | 0.7%  | 0.9%  | 1.0%  | 1.1%  |
| P/E           | 33    | 29    | 26    | 22    |
| P/B           | 11    | 9     | 7     | 6     |
| EV/EBITDA     | 24    | 20    | 18    | 15    |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

**利润表（百万美元）**

|              | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>  | <b>245122</b> | <b>278867</b> | <b>318525</b> | <b>361603</b> |
| 营业成本         | 74114         | 88100         | 99380         | 112820        |
| 研发费用         | 29510         | 32489         | 41383         | 47117         |
| 销售及管理费用      | 32065         | 32761         | 38223         | 41988         |
| 营业利润         | 109433        | 125517        | 139539        | 159678        |
| 财务费用         | 788           | (2447)        | (511)         | 2000          |
| 权益性投资损益      | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他损益净额       | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 税前利润         | 107787        | 123070        | 139028        | 161678        |
| <b>所得税费用</b> | <b>19651</b>  | <b>22153</b>  | <b>25025</b>  | <b>29102</b>  |
| 少数股东损益       | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 归属于母公司净利润    | 88136         | 100918        | 114003        | 132576        |

**现金流量表（百万美元）**

|                | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>净利润</b>     | <b>88136</b>   | <b>100918</b>  | <b>114003</b>  | <b>132576</b>  |
| 资产减值准备         | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 折旧摊销           | (22287)        | (29735)        | (33679)        | (38080)        |
| 公允价值变动损失       | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 财务费用           | (788)          | 2447           | 511            | (2000)         |
| 营运资本变动         | 16485          | 32482          | 10150          | 28803          |
| 其它             | 36214          | 59469          | 67358          | 76160          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>118548</b>  | <b>163134</b>  | <b>157832</b>  | <b>199458</b>  |
| 资本开支           | (62237)        | (62268)        | (68495)        | (75344)        |
| 其它投资现金流        | 19330          | (2861)         | (3004)         | (3155)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(96970)</b> | <b>(69850)</b> | <b>(76220)</b> | <b>(83220)</b> |
| 权益性融资          | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 负债净变化          | 698            | 0              | 0              | 0              |
| 支付股利、利息        | (19800)        | (25229)        | (28501)        | (33144)        |
| 其它融资现金流        | 447            | 894            | 984            | 1082           |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(37757)</b> | <b>(24335)</b> | <b>(27517)</b> | <b>(32062)</b> |
| <b>现金净变动</b>   | <b>(16389)</b> | <b>68949</b>   | <b>54095</b>   | <b>84177</b>   |
| 货币资金的期初余额      | 34704          | 18315          | 87264          | 141358         |
| 货币资金的期末余额      | 18315          | 87264          | 141358         | 225535         |
| 企业自由现金流        | 74071          | 99812          | 86574          | 119608         |
| 权益自由现金流        | 57456          | 101760         | 90321          | 125196         |

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032