

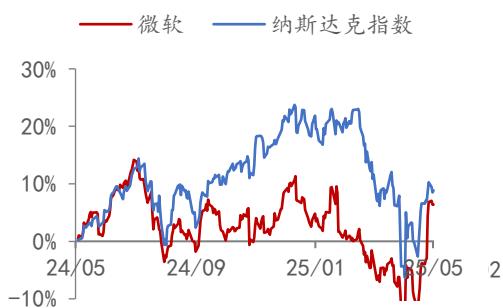
FY25Q3: Azure 增速超预期, CAPEX 继续投入

投资评级: 增持 (维持)

报告日期: 2025-05-12

收盘价 (美元)	438.73
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)	32,609
流通市值 (亿美元)	32,609

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

主要观点:

● 业绩

公司发布 FY25Q3 业绩, 1) 整体来看: 收入录得 701 亿美元(yoy + 13.3%), 高于彭博一致预期 2.32%; Operating profit 录得 320 亿美元 (yoY+16.0%), 高于彭博一致预期 5.57%; GAAP 净利润录得 258 亿美元 (yoY+17.7%), 高于彭博一致预期 7.34%; CapEx (含租赁) 为 214 亿美元, 略低于彭博一致预期的 226 亿美元;
2) 分业务来看: ①生产力和业务流程录得收入 299 亿美元 (yoY+10.4%), 高于彭博一致预期 0.97%; ②更多个人计算录得收入 134 亿美元 (yoY+6.1%), 高于彭博一致预期 5.54%; ③智能云业务录得收入 268 亿美元 (yoY+20.8%), 高于彭博一致预期 2.92%, 其中 Azure 收入同比增长 33%, 高于彭博一致预期的 30%。

● Azure 增速超预期, CapEx 维持持续投入

1) Azure 收入增速较上季度加速, 高于市场预期: Azure 本季度收入增长达 33%, 是连续三个季度增速环比下滑后首次加速增长, 高于 BBG 预期的 30%, 超出上季度给予的指引 (31%-32%), 本季度 Azure 超预期主要源自非 AI 业务需求增长; 公司指引下季度 Azure 在恒定汇率下的增速保持在 34%~35% 之间 (本季度恒定汇率增速为 35%);
2) CapEx 在新财年将继续增长, 一定程度上打消市场对于微软云业务此前砍单的顾虑: 本季度 CapEx 不含融资租赁达 167 亿美元, 略高于 BBG 预期的 163 亿美元; 包含融资租赁的 CapEx 达 214 亿美元, 这是两年多以来首次低于上一季度, 反映出数据中心投资的减少, 同时也低于 BBG 预期的 226 亿美元, 不过公司指引在 7 月开始的新财年, 资本支出将继续增长, 尽管增速有所放缓;

● AI 业务需求增长明显, 短期内仍存在供给短缺问题

1) 云业务侧: 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 16% 的增长, 上季度为 13%)。同时 AI 业务需求旺盛, 预计短期内仍存在供给短缺问题;
2) Office 侧: Microsoft 365 Copilot 客户已达数十万, 同比增长 3 倍。

● 投资建议

我们预计微软 FY2025-FY2027 收入为 2780.2/3155.2/3593.2 (前值 2763.6/3133.8/3567.4 亿美元), 同比+13.4%/+13.5%/+13.9%;
FY2025-FY2027 净利润预计录得 999.6/1153.5/1379.8 亿美元 (前值 971.3/1073.0/1303.7 亿美元), 同比+13.4%/+15.4%/+19.6%, 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。

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

● 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	278,023	315,522	359,321
收入同比 (%)	15.7%	13.4%	13.5%	13.9%
净利润 (Non-GAAP)	88,136	99,958	115,350	137,982
同比 (%)	20.2%	13.4%	15.4%	19.6%
每股收益 EPS(美元)	11.80	13.36	15.39	18.37
市盈率 (P/E)	36.72	32.44	28.16	23.59

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					利润表				
会计年度	单位:百万美元				单位:百万美元				
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
资产					营业收入	245,122	278,023	315,522	359,321
现金及现金等价物	18,315	36,532	46,446	103,70	增长率	15.7%	13.4%	13.5%	13.9%
短期投资	57,228	51,505	47,385	43,594	营业成本	74,114	87,393	99,818	114,400
应收账款	56,924	44,175	68,511	57,567	%销售收入	30.24%	31.43%	31.64%	31.84%
存货	1,246	4,580	2,550	5,622	毛利	171,008	190,631	215,704	244,922
其他流动资产	26,021	26,021	26,021	26,021	研发开支	29,510	32,024	36,344	40,244
流动资产	159,73	162,81	190,91	236,51	销售及营销开支	24,456	25,643	27,102	28,746
固定资产	135,59	176,88	218,85	261,69	一般及行政开支	7,609	6,833	7,587	8,461
股权和其他投资	14,600	14,600	14,600	14,600	营业总开支	61,575	64,500	71,033	77,451
商誉	119,22	119,22	119,22	119,22	营业利润	109,433	126,130	144,671	167,471
其他无形资产	27,597	27,597	27,597	27,597	%销售收入	44.64%	45.37%	45.85%	46.61%
其他长期资产	55,421	73,733	92,346	106,43	其他收入	-1,646	-4,194	-4,000	800
资产总计	512,16	574,84	663,53	766,05	除税前利润	107,787	121,936	140,671	168,271
负债股东权益					%销售收入	43.97%	43.86%	44.58%	46.83%
应付账款	21,996	21,700	28,209	28,991	所得税	19,651	21,979	25,321	30,289
短期借款	8,942	8,942	8,942	8,942	净利润(GAAP)	88,136	99,958	115,350	137,982
应付费用	12,564	15,993	19,033	22,767	%销售收入	35.96%	35.95%	36.56%	38.40%
即期所得税	5,017	5,017	5,017	5,017	净利润(NON-GAAP)	88,136	99,958	115,350	137,982
短期递延收入	57,582	50,044	53,639	61,085	%销售收入	35.96%	35.95%	36.56%	38.40%
其他流动负债	19,185	19,185	19,185	19,185					
流动负债	125,28	120,88	134,02	145,98					
长期递延收入	2,602	2,951	3,349	3,953					
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	243,68	239,63	253,17	265,73					
普通股和实收资本	100,92	108,48	116,61	125,36					
留存收益	173,14	232,31	299,33	380,54					
累计其他综合收益	-5,590	-5,590	-5,590	-5,590					
股东权益合计	268,47	335,21	410,36	500,32					
负债股东权益总计	512,16	574,84	663,53	766,05					
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%	29.82%	28.11%	27.58%					
总资产收益率	17.21%	17.39%	17.38%	18.01%					
增长率									
营业总收入增长率	15.67%	13.42%	13.49%	13.88%					
净利润增长率	21.80%	13.41%	15.40%	19.56%					
总资产增长率	24.32%	12.24%	15.43%	15.45%					
资产管理能力									
应收款项周转天数	84.8	58.0	79.3	58.5					
应付款项周转天数	32.8	28.5	32.6	29.4					
存货周转天数	1.9	6.0	2.9	5.7					
偿债能力									
资产负债率	47.58%	41.69%	38.16%	34.69%					
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.6					

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。