微软公司（MSFT）

收入利润均超预期，AI 收入加速增长

证券研究报告
2025 年 05 月 28 日

投资评级

6 个月评级　买入（维持评级）

作者

孔蓉　分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

李泽宇　分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110002
lizeyu@tfzq.com

相关报告

1《微软公司-公司动态研究:FY25Q1 收入 Capex 略超预期，Q2 指引略低于预期》 2024-11-04

2《微软公司-公司动态研究:业务重组的核心逻辑：Azure+AI 增速更高，或准备近 900 亿美元级别的 Capex+租约投入》 2024-09-23

3《微软公司-公司动态研究:微软 2024 Build 大会发布 AI PC 产品和 Azure 更新》 2024-07-02

事件：

业绩概览：微软 FY25Q3 营收达 701 亿美元，同比增长 13%，超越彭博一致预期（685 亿美元）；毛利润 481 亿美元，超越彭博一致预期（467 亿美元）；每股收益为 3.46 美元，同比增长 18%，超越彭博一致预期（3.21 美元）。公司指引 FY2025Q4 收入 731.5-742.5 亿美元，预计四季度运营费用为 180-181 亿美元，**尽管持续投入 AI，预计 2025 财年全年运营利润率或将同比小幅上升。**

生产力与业务流程板块收入 299 亿美元，同比增长 10%，主要由 Microsoft 365 和 LinkedIn 推动。M365 商业云收入增长 12%。 Copilot 和 E5 套餐带动 ARPU 提升。消费订阅受 1 月涨价影响增长至 8770 万。Dynamics 365 收入同比增长 16%。

更多个人计算板块本季度收入为 134 亿美元，同比增长 6%，超出预期。Windows OEM 和设备收入增长 3%，受库存高位影响。搜索与新闻广告收入增长 21%，受益于第三方合作与 Bing 和 Edge 使用量提升。游戏收入增长 5%，其中 Xbox 内容与服务增长 8%，受第一方与第三方内容带动。整体毛利率同比提升 2 个百分点，营业利润同比增长 21%。

AI 收入增速看到向上拐点，云业务增速超预期。智能云板块本季度收入为 268 亿美元，同比增长 21%，主要由 Azure 推动，其中 Azure 及其他云服务收入增长 33%，AI 服务贡献约 16 个百分点。企业客户需求强劲，非 AI 服务增长加速，AI 基础设施扩容快于预期。本地服务器业务收入同比下降 6%，反映客户持续向云迁移趋势。企业与合作伙伴服务收入增长 5%，超出预期。尽管 AI 相关投入拉低毛利率 4 个百分点，运营利润仍同比增长 17%。我们认为 Azure 大幅超越市场预期，AI 贡献从上个季度的增速 13%提速到 16%，AI 收入增速拐点来临。

AI 商业化加速落地，需求快速增长。本季度超 7 万家企业使用 Foundry 设计、定制和管理 AI 应用与代理，本季度处理超 100 万亿 token，同比增长 5 倍（仅上月就达 50 万亿）。Microsoft 365 Copilot 用户数超数十万，同比增长 3 倍，客户续购座位数创纪录；GitHub Copilot 用户数同比增长了 4 倍。

Capex 指引维持不变。资本支出（包括融资租赁）为 214 亿美元，略低于预期，主要受数据中心租赁交付时间的正常波动影响；其中 PP&E 现金支出为 167 亿美元，约一半用于与云和 AI 相关的长期资产，这些资产将在未来 15 年及更长时间内支持货币化。公司预计 2026 财年资本支出相较于 2025 财年继续维持增长，但增速相较于 2025 财年有所放缓。

投资建议：**本季度微软展现出 AI 驱动下的高质量增长动能。AI 收入增速明显提速，Azure 整体增长表现稳健，AI 服务对增长的边际贡献持续扩大。**另一方面，公司持续推进降本增效，管理费用进一步下降，在保持高强度 AI 投入的同时，实现 FY25 全年利润率同比提升，经营杠杆持续增强。基于微软收入增速看到向上拐点，以及 AI 强劲需求信号，但考虑到整体宏观经济的不确定性，我们将 FY25-27 营收预测由 2851 亿美元/3280 亿美元/3837 亿美元，下调至 2780 亿美元/3155 亿美元/3605 亿美元；预计 FY25-27 GAAP 归母净利润为 991 亿/1142 亿/1319 亿美元，同时维持“买入”评级。

风险提示：AI 应用落地不及预期，行业竞争加剧，宏观环境不及预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com