

微軟 (MSFT.O)

23Q4 財報前瞻：AI 和網絡安全將成爲業績亮點

● 事件

微軟 (MSFT.O) 預計于美東時間 7 月 25 日發布 23Q4 財報。

● 核心觀點

AI 賦能帶來發展潛力，持續布局高增長業務

微軟對 Azure 雲產品的 AI 賦能計劃有望吸引更多的用戶，追趕行業龍頭地位。截至 2023 年一季度，微軟的 Azure 在全球雲市場以 23% 的份額位列第二。微軟已開始將 AI 結合在雲服務產品中，隨著 AI 賦能的優勢逐步凸顯，本季度收入增速將逐步企穩。同時，微軟也積極布局網絡安全業務等高增長業務。微軟過去 12 月安全相關收入超 200 億美元，近日再次推出安全服務邊緣領域的新產品。根據 GlobeNewswire 數據顯示，全球安全服務邊緣市場預計複合年增長率爲 25.0%。微軟有望憑藉其集成優勢吸在高增長業務領域引更多用戶。

Office 365 Copilot 定價超預期，暴雪收購議案再度推進

Office 365 Copilot 定價 30 美元/月起預期。在面向部分企業小範圍試用後，微軟 7 月 18 日正式宣布將 Office 365 Copilot 的定價爲每用戶 30 美元/月，在原有的套餐價格基礎上至少翻倍。儘管對 FY23Q4 的業績影響不大，但未來隨著產品滲透率的逐漸提高，有助於大幅增加 office 商業收入。遊戲業務方面，微軟對動視暴雪的收購議案再度推進。美國法院于 7 月 12 日批准了收購議案，微軟有望憑藉暴雪的遊戲 IP 成爲全球第三大遊戲集團，提高競爭力。

降本增效初見成果，大批裁員減少研發開支

隨著微軟降本增效的持續推行，營銷費率在近三年內持續波動下行，已從最高點 15% 降至 11% 左右。考慮到目前雲市場的激烈競爭和 Office 產品嵌入 AI 後的推廣需求，我們預計 23Q4 的營銷費率仍會繼續保持在 11% 左右。研發支出方面，微軟已在今年完成一系列裁員及減薪措施，預計本季度公司在研發開支上的縮減有望進一步釋放公司淨利潤。

投資建議

綜上，我們認爲微軟的實際 23 年 Q4 業績將與目前的一致預期相符。Azure 有望憑藉新的 AI 開發平臺在 Q3 的基礎上繼續吸納新業務，部分 Office 365 copilot 試用用戶支付的額外費用也帶來了新的增長點，公司在研發成本方面的控制也讓公司業績有了更穩定的支撐。但本季度財報數據依然滯後于業務的發展，本次財報季更值得關注的是 AI 業務的進展以及公司對未來的業績指引。

結合股價來看，微軟已自 2023 年初回升 44.64%，估值相對較高，但在 AI 的持續商業化和變現下，公司將迎來新的增長點。期權策略方面，建議持有正股并有降低風險需求的投資者采用 covered call 的策略；建議長期看好的投資者可采用賣 put 的策略，賺取期權金并降低買入成本。

● 風險提示

產品效果不及預期；營業成本過高；同業競爭加劇；收購議案進展受阻；宏觀經濟風險；

分析師

Eddie Zhang
SFC CE.No. BNS 460
eddiezhang@futu.hk

連絡人

Chancy Chen
chancychen@futu.hk

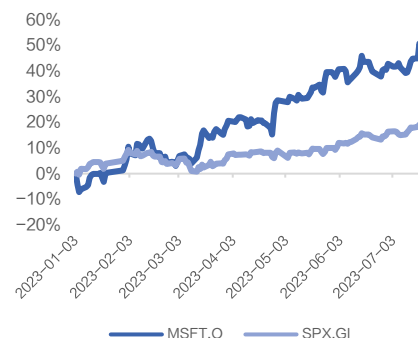
Derrick Cheng
derrickcheng@futu.hk

市場數據

Microsoft	MSFT.O
日期	07/20/23
當前價	355.08
總股本	74.35億
流通股本	74.29億
52周最高/最低價(美元)	366.78/211.83
近1月絕對漲幅	4.27%
近12月絕對漲幅	48.76%

數據來源：Wind，富途證券

股價表現

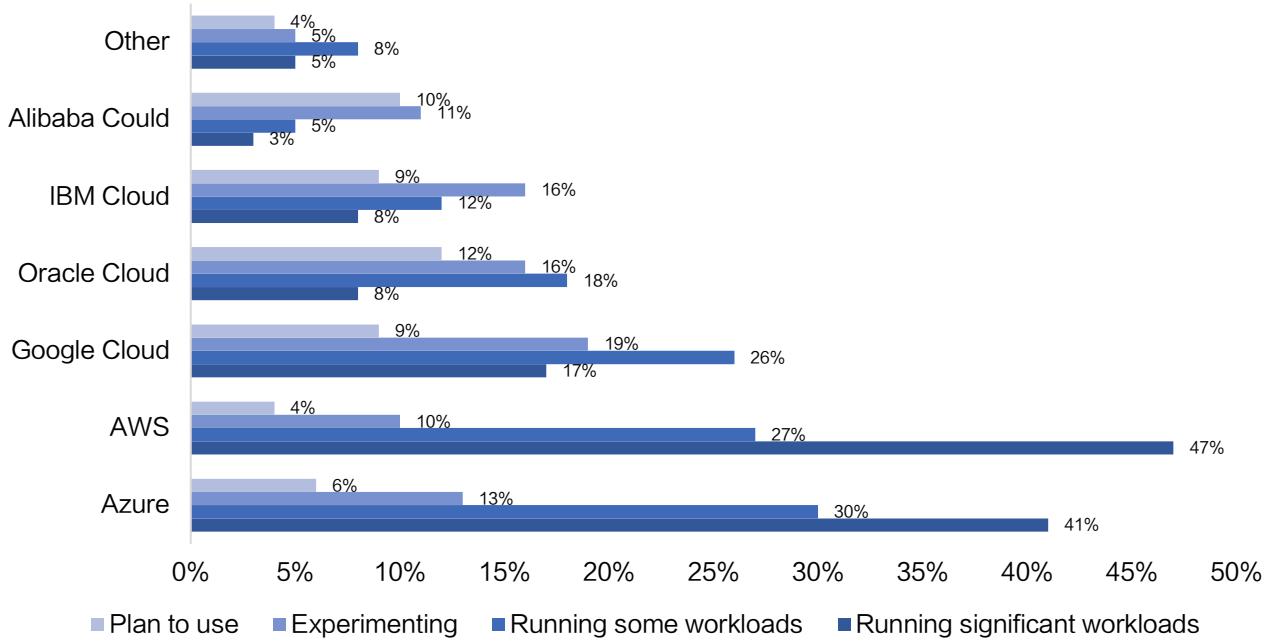


數據來源：Wind，富途證券

1. AI 賦能帶來發展潛力，Azure 增速迎來新增長點

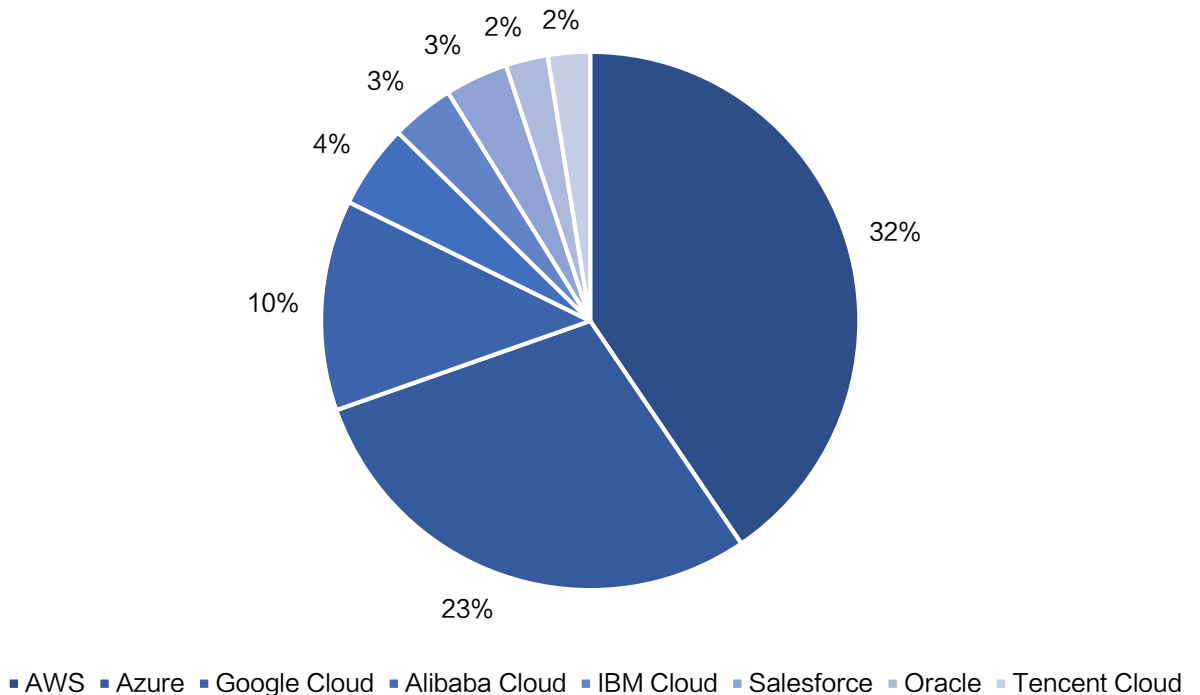
Azure 繼續向龍頭地位發起衝擊。截至 2023 年一季度，亞馬遜旗下的 AWS 繼續占據全球市場份額的龍頭，在全球雲市場中占比 32%；而微軟的 Azure 緊隨其後，以 23% 的占比位列第二。并且 Statista 3 月份的調研結果顯示，有更多的用戶傾向于在未來使用 Azure 的產品，Azure 有望繼續追趕 AWS 的龍頭地位。

圖 1：2023 年 3 月雲市場用戶調研結果



資料來源：Statista，富途證券整理

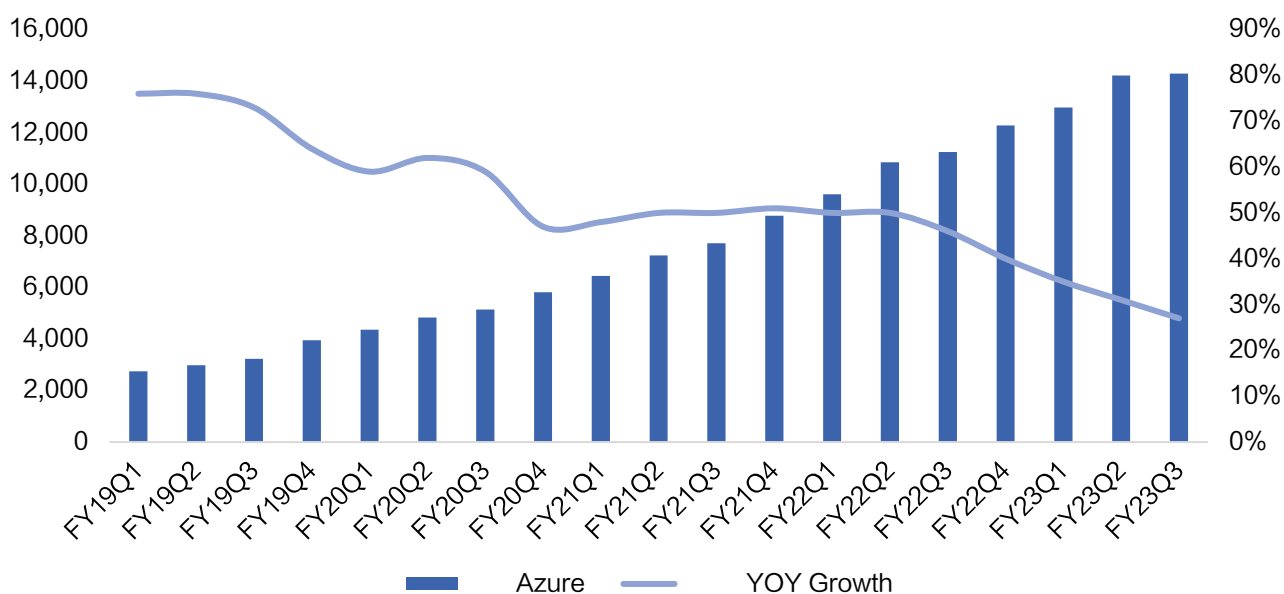
圖 2：2023 年 Q1 雲服務市場份額 (%)



資料來源：Synergy Research Group，富途證券整理

相比行業龍頭 AWS，微軟雲服務更大的成長潛力一部分來自 AI 賦能的技術優勢。5 月 23 日，微軟推出了 Azure AI Studio，開發人員只需點擊幾下就能夠根據自己的數據建立專屬的對話式 AI 模型，吸引了很多自然語言處理領域的開發者。隨後，微軟的首席技術官 Kevin Scott 也在 6 月的 AI 討論會上表示，公司計劃在未來將人工智能內置到每一個雲解決方案中，並提出這將是微軟歷史上增長最快的 100 億美元業務。在得到 OpenAI 的技術助力後，微軟對於 AI 嵌入各行各業的布局十分積極。儘管目前該計劃仍在布局當中，但未來內置 AI 的 Azure 將對用戶有更大的吸引力。

圖 3：2019 年 Q1 至 2023 年 Q3 各季度 Azure 業務收入及同比增速（百萬美元；%）



資料來源：Bloomberg，富途證券

儘管 Azure 近一年內收入增速放緩明顯，但有望逐步企穩。自 FY2022 年 Q2 以來，Azure 的同比增速一直呈下降趨勢，由 FY2022 年 Q2 的 50% 下降到 FY2023 年 Q3 的 27%，FY2023Q3 的環比增長率更是只有 0.48%。全球雲市場的逐漸飽和及宏觀逆風是 Azure 近一年內增速下滑的主要原因，但隨著 Azure 的 AI 賦能優勢逐步凸顯，這個季度有望實現收入增速將逐步企穩，預計實現 26%-27% 的增速水平。

2. 持續開拓網絡安全業務，關注高增長領域布局

微軟過去 12 個月安全相關收入超 200 億美元，新產品有望提高公司在網絡安全這類高增長領域的收入。在 FY2023Q2 財報電話會議上，微軟公布了超 200 億美元的安全相關收入。網絡安全市場前景廣闊，根據 IDC 數據，2022 年全球網絡安全總投資規模為 1955.1 億美元，並有望在 2026 年增至 2979.1 億美元，五年複合增長率約為 11.9%。近日，微軟再次推出了安全服務邊緣領域的新產品 Microsoft Entra Internet Access 和 Entra Private Access，完成對網絡安全領域的全布局。相比于現有的雲網絡安全提供商，如 Zscaler 和 Cloudflare，微軟的在計算，網絡和安全服務上的集成優勢是這些公司難以比擬的。根據 GlobeNewswire 的市場分析，全球安全服務邊緣市場預計將從 2023 年的 19 億美元增長到 2028 年的 59 億美元，預計複合年增長率為 25.0%。微軟有望通過在這種高增長領域的開拓布局進一步提高自己的營收。

3. 微軟 Office 365 Copilot 定價超預期, 提價有助于增加 office 商業收入

Office 365 Copilot 定價 30 美元/月起預期。公司將 AI 模型內置于 office 辦公產品中, 極大地提升了 Word, Copilot, PowerPoint, Excel, OneNote, 和 Outlook 等辦公軟件的自動生成和分析能力, 對生產效率的提升非常明顯。Office 365 Copilot 經過一段時間的試用後, 試用的 600 多家企業客戶中至少已有 100 家客戶額外分別為 1000 個訂閱賬戶支付 10 萬美元的年費 (100 美元/年/賬戶)。而 7 月 18 日微軟在全球合作夥伴大會上宣布將 Office 365 Copilot 定價為每用戶 30 美元/月, 較預期提高 260%, 意味著微軟認為企業願意為 AI 功能支付更高的費用。當前 office 365 產品單賬戶的價格區間在 6 美元/月和 38 美元/月之間, Office 365 Copilot 定價在原有的套餐價格至少翻倍, 有助于增加 office 商業收入。

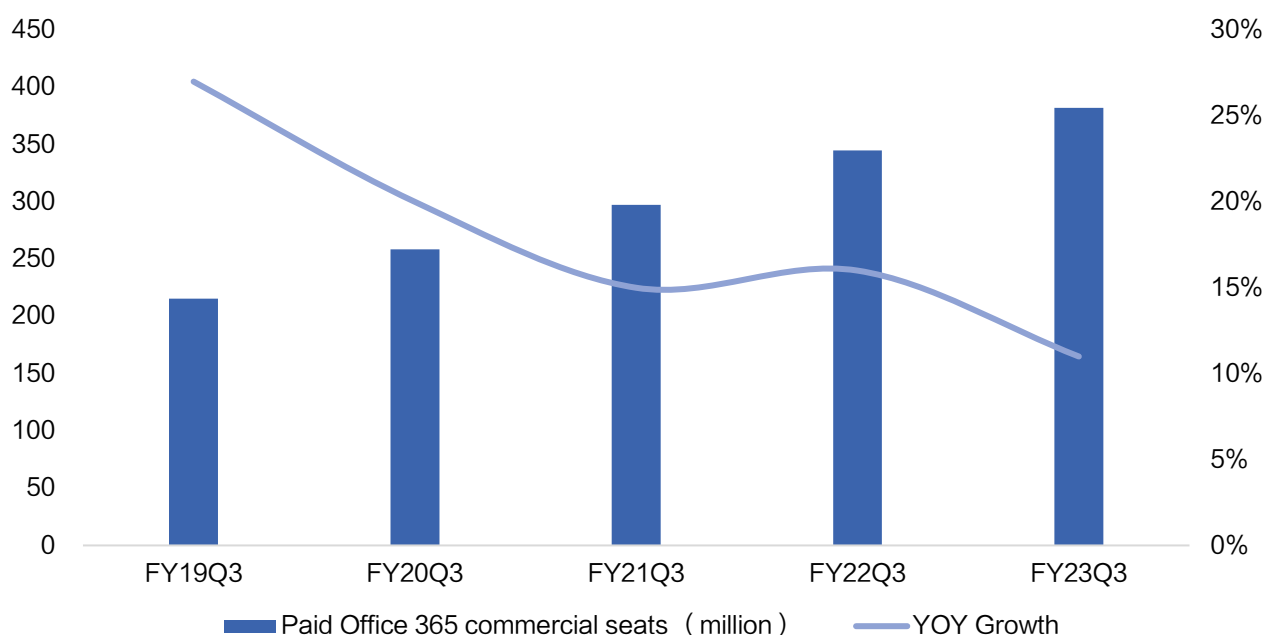
截止 FY2023Q3, 公司 office 365 商業付費席位數為 3.84 億, YoY+11%, 預計後續將隨著滲透率的提高而維持高個位數增長。Office 365 Copilot 可以應用於 Microsoft 365 E3, E5, Business Standard and Business Premium 等付費相對較高的企業用戶, 同時 360 美元/年/賬戶的高定價決定了首批目標客戶群以大公司為主。根據 enlyft 的調研, 在微軟 Office 365 的企業訂閱用戶中, 67% 的企業雇員人數小於 50 人, 僅 9% 的企業員工數量超過 1000 人; 而在企業訂閱用戶中, 87% 的企業年收入在 1000 萬美元以下。

因此, 假設到 FY2024 年, Office 365 Copilot 的滲透率到 5% 左右, 則貢獻預計營收約 69 億美元。

Bing Chat Enterprise 吸引企業用戶套餐升級。Bing Chat Enterprise 現在已經推出預覽版, 並且免費包含在 Microsoft 365 E3, E5, Business Standard and Business Premium 等版本中使用, 提升產品性價比, 有利于推動 office 企業用戶的套餐升級。此外, Bing Chat Enterprise 未來將作為一個獨立產品推出, 定價為每個賬戶 5 美元/月, 方便整合、提取、分析公司內部數據, 提供工作效率, 預計將為公司帶來增量收入。

不過值得注意的是, office 365 Copilot 和 Bing Chat Enterprise 的定價都是在 7 月 18 日公布的, 對微軟 FY23Q4 的財報沒有影響, FY23Q4 公司 office 業務收入增速與企業用戶增速基本一致, 維持在高個位數。但是 FY23Q4 的財報數據已有滯後, 參考意義下降。

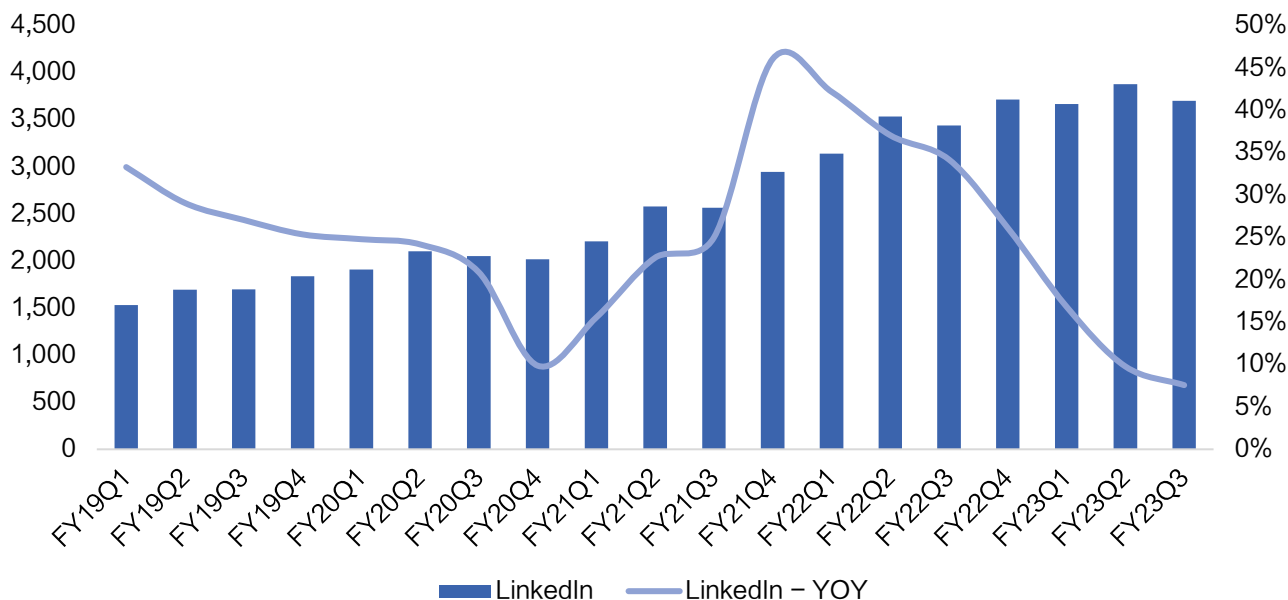
圖 4: FY2019Q3 至 FY2023Q3 Office 365 商業付費席位 (百萬)



資料來源: Bloomberg, 富途證券整理

LinkedIn 的收入增速自 2022 年 Q1 開始逐步下滑，出現飽和趨勢，本季度收入可能繼續環比下降。自 2022 年 Q1 以來，LinkedIn 的收入增速開始大幅下滑，在 2023 年 Q2 已下降到 10% 以下。根據 KEPIOS 在 4 月份披露的數據，LinkedIn 在美國，印度，巴西合計有約 3.6 億註冊會員；而中國則至少有 6000 萬註冊會員。2023 年五月，LinkedIn 宣布裁員并關閉在中國的應用程序，此舉反映了其繼續實現高增長的難度，約 6000 萬註冊會員的流失也可能會導致本季度收入環比繼續下滑。

圖 5：2019 年 Q1 至 2023 年 Q3 各季度 LinkedIn 收入及同比增速（百萬美元；%）

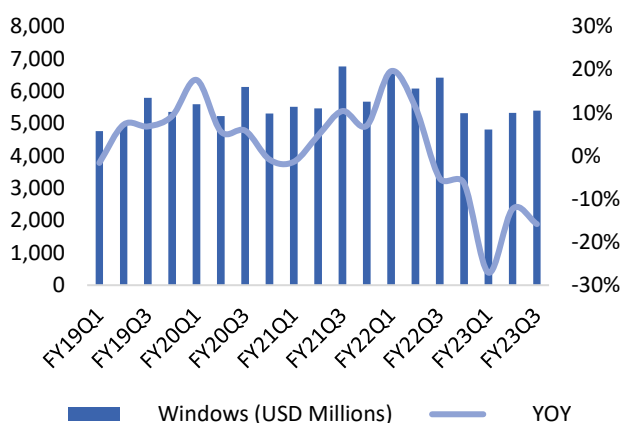


資料來源：Bloomberg，富途證券整理

4. Windows 業務步入寒冬，暴雪收購推進帶來更多可能性

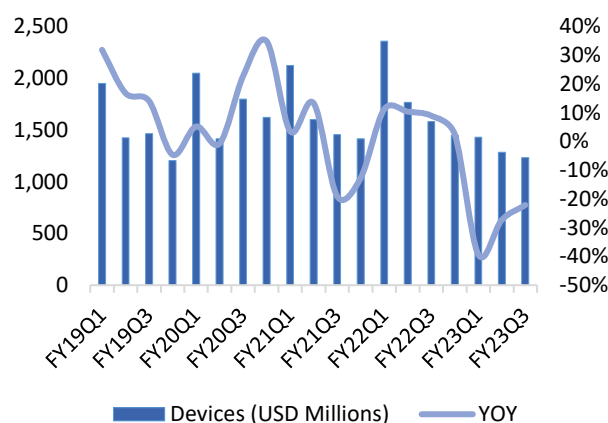
微軟的 Windows 系統自 FY2022 年 Q2 以來同比增速持續下滑至負值，已進入瓶頸期。作為全球市場份額占比最大的操作系統，Windows 的收入已出現了明顯的下滑趨勢。根據 GlobalStats 的數據，2023 年 2 月 Windows 在美國桌面操作系統市場份額已跌至 57.37% 的歷史低點，與 2009 年 1 月的歷史最高點 92.37% 相去甚遠。從近一年內的數據來看，PC 市場的萎靡是 Windows 系統收入疲軟的主要原因，考慮到 PC 市場尚未復蘇，預計本季度收入將同比下滑。

圖 6：2019 年 Q1 至 2023 年 Q3 各季度 Windows 收入及同比增速



資料來源：Bloomberg，富途證券

圖 7：2019 年 Q1 至 2023 年 Q3 各季度設備收入及同比增速



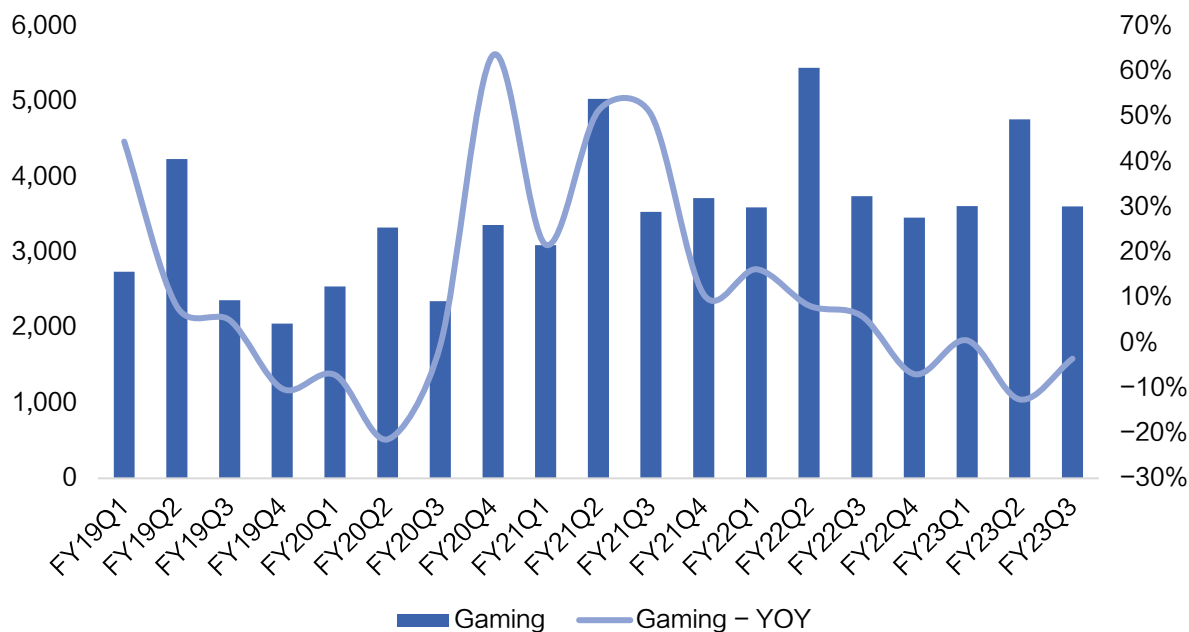
資料來源：Bloomberg，富途證券

微軟欲以 690 億美元收購動視暴雪的交易案贏得美國法院批准，有望實現遊戲產業壟斷。2023 年 7 月 12 日，微軟收購動視暴雪的交易案得到美國法院批准，有望成為全球第三大遊戲集團。截至目前，微軟在游

[請仔細瞭解并閱讀本公司的重要免責聲明](#)

戲產業的發展仍較為困難，除了 Xbox 遊戲系統不如 Sony 的 PlayStation 和任天堂以外，手游方面也沒有明顯突破，而疫情後出行修復導致遊戲行業相對低迷。此次收購若完成，微軟有望憑藉暴雪過硬的遊戲質量和品牌 IP 實現業務升級，完善遊戲生態，提高遊戲訂閱和 Xbox 遊戲硬件的競爭力。由於收購仍未落地，對本季度業績影響較小，預計 FY23 年 Q4 遊戲收入大致與 FY22 年 Q4 持平。

圖 8：2019 年 Q1 至 2023 年 Q3 各季度遊戲業務收入及同比增速（百萬美元；%）

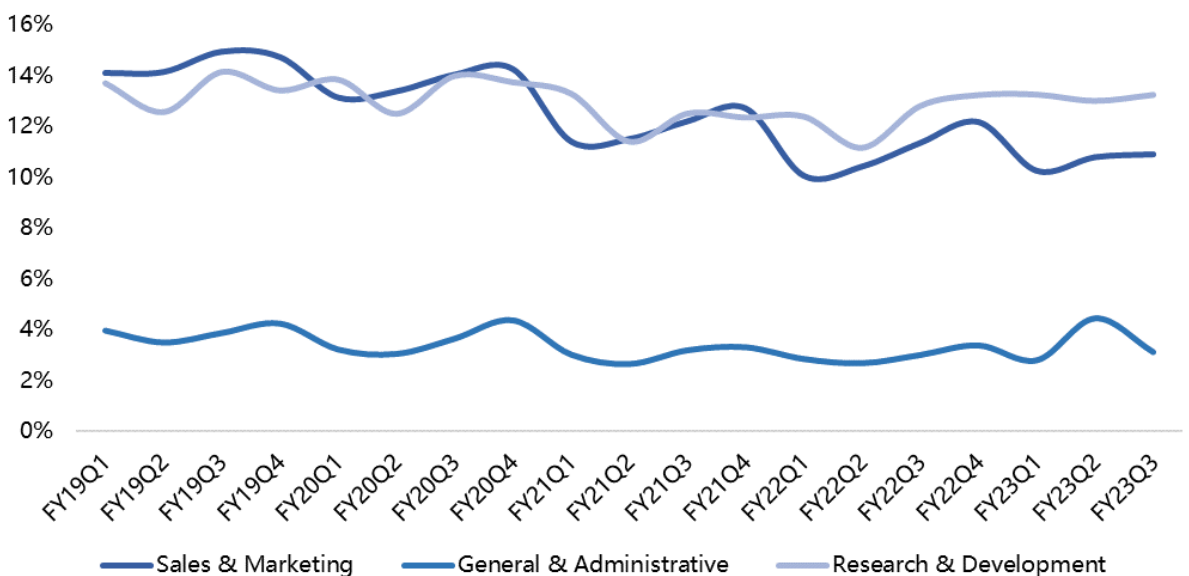


資料來源：Bloomberg，富途證券整理

5. 降本增效初見成果，大批裁員減少研發開支

隨著微軟降本增效的持續推行，營銷費率在近三年內持續波動下行，已從最高點 15% 降至 11% 左右。但從過去三年的數據來看，微軟傾向於在 FY23Q4 投入更多的營銷費用。並且隨著雲市場的競爭加劇，以及微軟在 Office 產品上的 AI 賦能，公司在這些核心業務上仍有較高的推廣需求。因此，我們預計微軟 23 年 Q4 的營銷費率會繼續保持在 11% 左右。

圖 9：2019 年 Q1 至 2023 年 Q3 各季度營銷、管理、研發費用率（%）



資料來源：Bloomberg，富途證券整理

隨著微軟降本增效的持續推行，營銷費率在近三年內持續波動下行，已從最高點 15% 降至 11% 左右。但從過去三年的數據來看，微軟傾向于在 FY23Q4 投入更多的營銷費用。并且隨著雲市場的競爭加劇，以及微軟在 Office 產品上的 AI 賦能，公司在這些核心業務上仍有較高的推廣需求。因此，我們預計微軟 23 年 Q4 的營銷費率會繼續保持在 11% 左右。

6. 本季度的財報亮點在于 AI 商業化進展和業績指引

綜上，我們認為微軟主要的收入增長點來源于微軟雲 Azure 在 AI 領域的產品競爭力和領先優勢，有望受益于爆發的 AI 大模型開發需求，以及網絡安全產品收入高增長；同時，Office 365 Copilot 和 Bing Chat Enterprise 逐步商業化有望貢獻新的收入增長點。

但是由于本季度 AI 的商業化變現有限，預計對公司業績影響有限，且 windows 等傳統業務依然面臨 PC 市場低迷的困境，預計營收同比增速較上季度基本持平，利潤方面，預計本季度降本增效依然是推動微軟利潤增長的關鍵點。

彭博對微軟 23 年 Q4 給出的一致預期：營業收入為 554.5 億美元，同比增長 6.92%；Adjusted Diluted EPS 為 2.6，同比增長 14.59%；淨利潤為 191.0 億美元，同比增長 14.12%。

我們預計微軟 FY23Q4 的實際業績基本符合一致預期，Azure 有望憑藉新的 AI 開發平臺在 FYQ3 的基礎上繼續吸納新業務，公司在費用成本方面的控制也讓公司業績有了更穩定的支撐。

但本季度財報數據依然滯後于業務的發展，Office 365 Copilot 和 Bing Chat Enterprise 的大規模商業落地是在 2023 年 7 月後，因此，本次財報季更值得關注的是 AI 業務的進展以及公司對未來的業績指引。

結合股價來看，微軟已自 2023 年初回升 44.64%，估值相對較高，但在 AI 的持續商業化和變現下，公司將迎來新的增長點。期權策略方面，建議持有正股并有降低風險需求的投資者采用 covered call 的策略；建議長期看好的投資者可采用賣 put 的策略，賺取期權金并降低買入成本。

風險提示

產品效果不及預期；營業成本過高；同業競爭加劇；收購議案進展受阻；宏觀經濟風險；

研究報告免責聲明

一般聲明

本報告由富途證券國際(香港)有限公司(“富途證券”)編制。本報告之持有者透過接收及/或觀看本報告(包含任何有關的附件),表示并保證其根據下述的條件下有權獲得本報告,并且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成違反有關法律。

未經富途證券事先以書面同意,本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製,複印或儲存,或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。富途證券對因使用本報告中包含的材料而導致的任何直接或間接損失概不負責。

本報告內的資料來自富途證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源,惟本報告并非旨在包含投資者所需要的所有信息,并可能受送遞延誤,阻礙或攔截等因素所影響。富途證券不明示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性,準確性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途證券及其關連公司(統稱“富途集團”)均不會就由于任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限于任何直接的,間接的,隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映富途證券或其關連公司的立場,亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改,富途證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

本報告只為一般性提供數據之性質,旨在供富途證券之客戶作一般閱覽之用,而非考慮任何某特定收取者的特定投資目標,財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為富途集團的任何成員作出提議,建議或徵求購入或出售任何證券,有關投資或其它金融證券。本報告所提及之產品未必適合所有投資者,閱覽本報告的人士應在作出任何投資決策時須充分考慮相關因素并尋求專業建議。

本報告提供給某接收人是基于該接收人被認為有能力獨立評估投資風險并就投資決策能行使獨立判斷。投資的獨立判斷是指,投資決策是投資者自身基于對潛在投資的目標、需求、機會、風險、市場因素及其他投資考慮而獨立做出的。

本報告由受香港證券和期貨委員會監管的富途證券于香港提供。香港的投資者若有任何關於富途證券研究報告的問題請直接聯繫富途證券。本報告作者所持香港證監會牌照的中央編號已披露在報告首頁的作者姓名旁。

本報告中的任何內容均不得解釋為購買或出售證券的要約或邀請。任何決定購買本研究報告中所提及的證券都應考慮到現有的公開信息,包括任何有關此類證券的招股說明書等。

分析員保證

主要負責撰寫本報告的分析員確認(i)本報告所表達的意見都準確地反映他/她對本研究報告所評論的上市法團的個人觀點;及(ii)他/她過往,現在或將來,直接或間接,所收取之報酬沒有任何部份是與他/她在本報告所表達之特別推薦或觀點有關連的。

分析員確認分析員本人及其有聯繫者均沒有在研究報告發出前30日內及在研究報告發出後3個營業日內交易報告內所述的上市法團及其相關證券。

利益披露聲明

報告作者為香港證監會持牌人士,分析員本人或其有聯繫者并未擔任本研究報告所評論的上市法團高級管理人員,也未持有其任何財務權益。

本報告中,富途證券并無持有該上市公司市值的1%或以上的任何財務權益,在過去12個月內與該公司并無投資銀行關係。本公司員工均非該上市公司的雇員。

可用性

對部分的司法管轄區或國家而言,分發,發行或使用本報告會抵觸當地法律,法則,規定,或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

此處包含的信息是基于富途證券認為之準確的來源。富途證券(或其附屬公司或員工)可能在相關投資產品中擁有頭寸及交易。富途集團及/或相關人士對投資者因使用本報告或依賴其所載資訊而引起的一切可能損失,概不承擔任何法律責任。

有關不同產品風險的詳細信息,請訪問<http://www.futuhk.com>上的風險披露聲明。