

# 微軟 (MSFT.O)

## 四季報點評：短期 AI 對業績貢獻有限

微軟 (MSFT.O) 于美東時間 7 月 25 日發布 FY23Q4 財報，業績小幅超市場預期，盤後股價一度跌超 4%。

### 核心觀點

#### 業績小幅超市場預期，FY24Q1 業績指引放緩

FY23Q4 公司營收為 562 億美元，YoY+8%，營收增速持續回暖，主要受益于智能雲和生產力業務的增長。得益于會計準則調整以及降本增效，公司保持高利潤水平。FY23Q4 公司毛利率提高達 70%；經營利潤為 243 億美元，YoY+18%，淨利潤為 201 億美元，YoY+20%，稀釋後 EPS 為 2.69 美元，YoY+21%。但 FY24Q1 業績指引放緩，其中，按固定匯率計算，Azure 收入增速放緩至 25%-26%。

#### 智能雲業務增速放緩，商業剩餘履約合同增速放緩明顯

FY23Q4 智能雲收入為 240 億美元，YoY+15% (CC+17%)，主要是受微軟雲 Azure 和其他雲業務的驅動。其中，Azure 和其他雲服務收入增長 26% (CC+27%)。按固定匯率來看，Azure 營收增速從上季度的 31% 下滑至 27%。其中 AI 大約貢獻 1% 的營收，基本符合預期。按固定匯率計算，FY23Q4 商業剩餘履約合同金額同比增加 18.5% 至 2240 億美元，增速持續從 FY23Q1 的 31.4% 下降至 18.5%，降幅較大。長期來看，預計雲計算滲透率提升和 AI 需求增長有望持續提高 Azure 營收。

#### COPILLOT 應用加快，有望增加 OFFICE 商業收入

FY23Q4 生產力和業務流程收入為 183 億美元，增長 10% (CC+12%)。其中，Office 365 商業收入增長 15% (CC+17%)；Office 消費者產品和雲服務收入增長 3% (CC+6%)；Dynamics 365 收入增長 26% (CC+28%)。本季度生產力業務並未體現 Copilot 的影響。後續公司持續擴大對 Copilot 在各產品線應用，體現出了 Copilot 在微軟生態的強擴展性。除了 office Copilot，公司還推出了 GitHub Copilot、Security Copilot、Sales Copilot 或 Service Copilot。預計隨着 Copilot 商業化加速，預計將提高公司生產力業務及微軟生態的收入，比如拉動 Azure 的使用率等，TAM 潛力巨大。

### 投資建議

本季度微軟業績小幅超市場預期，但 FY24Q1 業績指引放緩。短期內 AI 對公司業績貢獻有限，公司收入增長依然放緩，業績將面臨壓力。根據公司業績會披露，預計生產力和業務流程收入增長將放緩至 9 至 11%；智能雲業務收入增長預計持平在 15%-16% 左右，其中，Azure 收入增速放緩至 25%-26%。

長期來看，隨着 AI 滲透率逐步提高以及 Copilot 等應用的廣泛推廣，預計將對公司業績有積極影響。根據公司業績會披露，預計隨着 Azure AI 的擴展以及 Copilot 全面推廣使用，AI 帶來的收入增長將呈現漸進式，預計將在 24 財年下半年貢獻明顯的業績增量。預計 24 財年營業利潤率將與去年同期持平。投資策略方面，建議短期采用 covered call 的策略。

### 風險提示

AI 商業化落地不及預期；資本開支擴大侵蝕利潤；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.com

### 聯系人

Chancy Chen  
chancychen@futunn.com

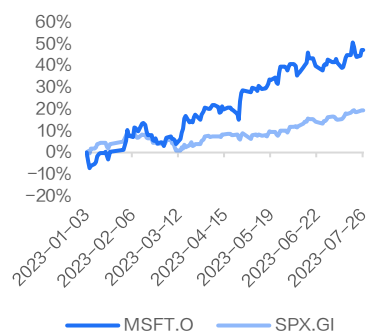
Derrick Cheng  
derrickcheng@futunn.com

### 市場數據

MSFT.O	微軟
日期	07/26/23
當前價	350.98
總股本	74,32 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	6.81%
近 12 月絕對漲幅	40.68%

數據來源：Wind，富途證券

### 股價表現



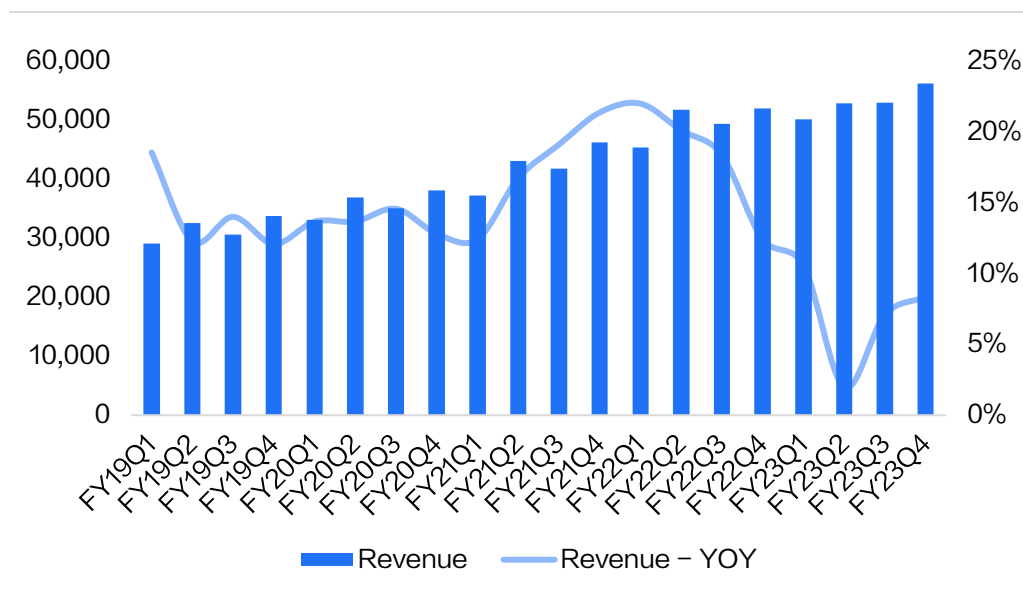
數據來源：Wind，富途證券

### 1、業績小幅超市場預期，FY24Q1業績指引放緩

業績整體超市場預期。FY23Q4 公司營收為 562 億美元，YoY+8%，營收增速持續回暖，主要受益於智能雲和生產力業務的增長。

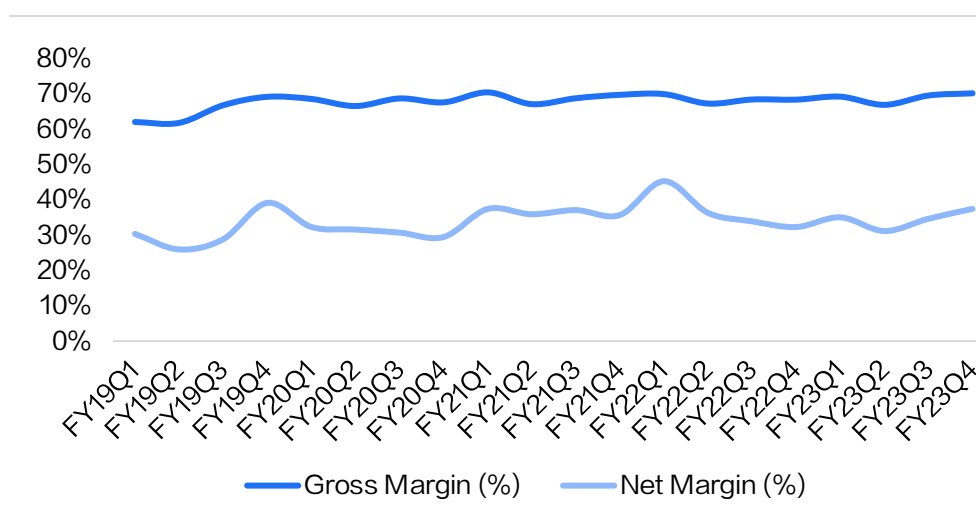
得益於會計準則調整以及降本增效，公司保持高利潤水平。利潤方面，FY23Q4 公司毛利率高達 70%，同比和環比分別提高 2pts 和 1pts；經營利潤為 243 億美元，YoY+18%，淨利潤為 201 億美元，YoY+20%，稀釋後 EPS 為 2.69 美元，YoY+21%。

圖 1: FY19Q1–FY23Q4 公司營收及增速 (百萬美元; %)



資料來源：公司官網，富途證券

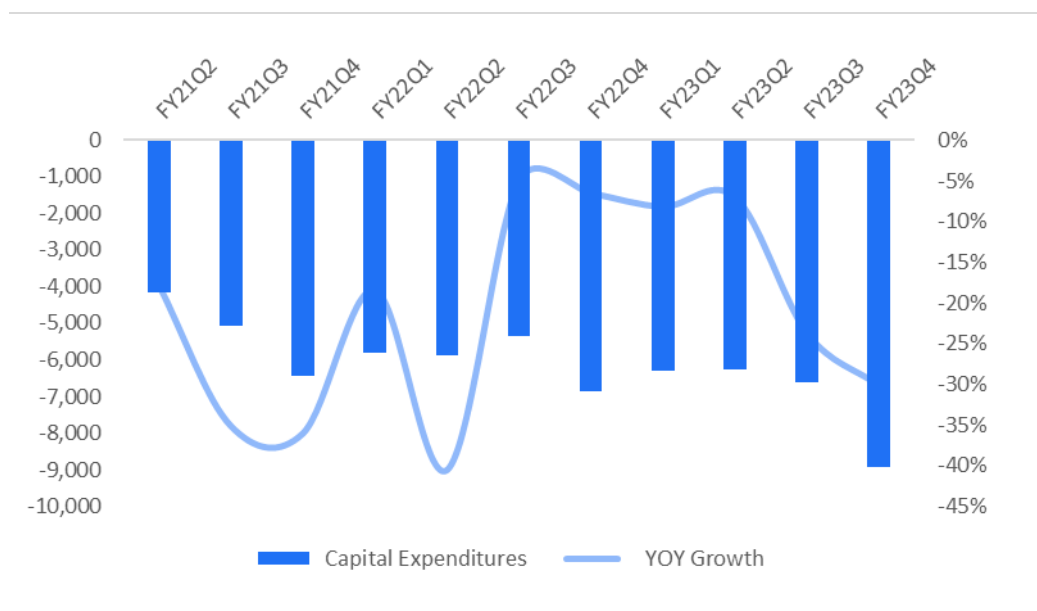
圖 2: FY19Q1–FY23Q4 公司利潤率情況 (%)



資料來源：公司官網，富途證券

公司加大資本開支以支持雲計算需求。本季度包括融資租賃的總資本開支高達 107 億美元，以支持雲和 AI 需求，其中現金支付的 PP&E 為 89 億美元，高于市場預期的 78.5 億美元。公司正加大對雲和 AI 方面的投資，包括數據中心、CPU、GPU 和網絡設備等，以支持 Azure 和一些 AI 工作的負載增長。預計隨着 AI 需求的增長，公司在後續季度將加大資本開支。

圖 3: FY21Q2–FY23Q4 公司資本開支 (百萬美元; %)



資料來源：公司官網，富途證券

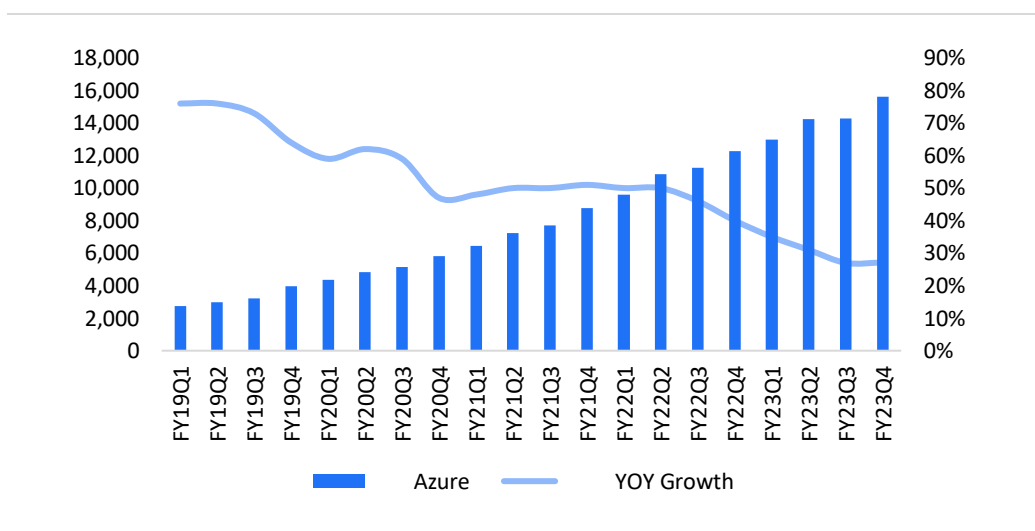
**AI 收入預計呈現漸進式增長，集中在 24 財年的下半年體現。**根據公司業績會披露，預計隨着 Azure AI 的擴展以及 Copilot 全面推廣使用，AI 帶來的收入增長將呈現漸進式，預計將在 24 財年下半年貢獻明顯的業績增量。預計 24 財年營業利潤率將與去年同期持平。

**FY24Q1 業績指引放緩。**根據公司業績會披露，預計生產力和業務流程收入增長將放緩至 9 至 11%，即 180 億美元至 183 億美元；智能雲業務收入增長預計持平在 15%–16% 左右（固定匯率在 14%–15%），其中，Azure 收入增速放緩至 25%–26%（固定匯率計算）。一季度業績指引反應出 AI 短期內對業績的公司有限，公司收入增長依然放緩，業績將面臨壓力。

## 2、智能雲業務增速放緩

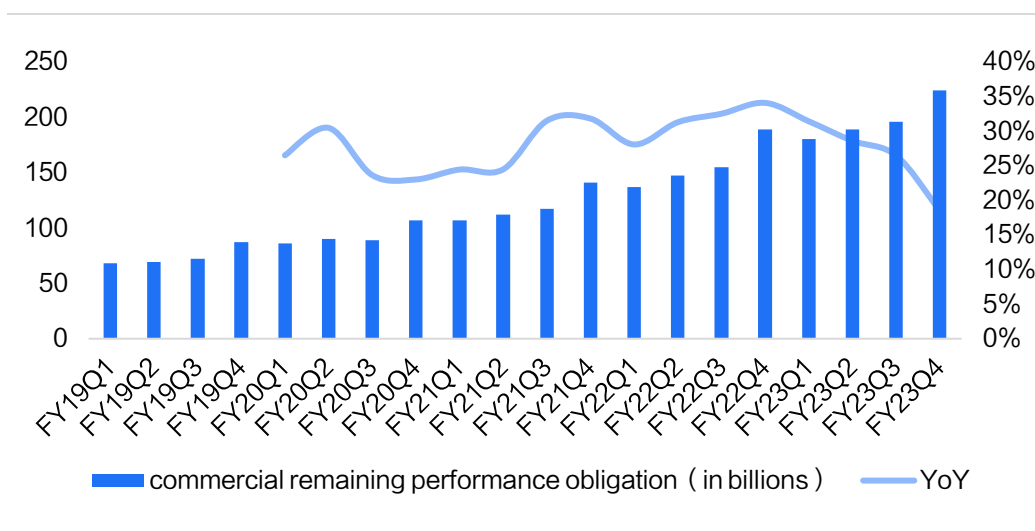
雲業務收入增速繼續放緩。FY23Q4 智能雲收入為 240 億美元，YoY+15% (CC+ 17%)，主要是受微軟雲 Azure 和其他雲業務的驅動。其中，服務器產品和雲服務收入增長 17%(CC+18%)，Azure 和其他雲服務收入增長 26% (CC+27%)。按固定匯率來看，Azure 營收增速從上季度的 31% 下滑至 27%，降幅相對明顯。其中 AI 大約貢獻了 1% 的營收，基本符合公司預期。按固定匯率計算，FY23Q4 商業剩餘履約合同金額同比增加了 18.5% 至 2240 億美元，增速持續從 FY23Q1 的 31.4% 下降至 18.5%，降幅較大。其中 45% 將在 12 個月內確認為營收。

圖 4: FY19Q1-FY23Q4 公司 Azure 業務營收及增速 (百萬美元; %)



資料來源：公司官網，富途證券

圖 5: FY19Q1-FY23Q4 商業剩餘履約合同金額及同比增速 (百萬美元; %)



資料來源：公司官網，富途證券

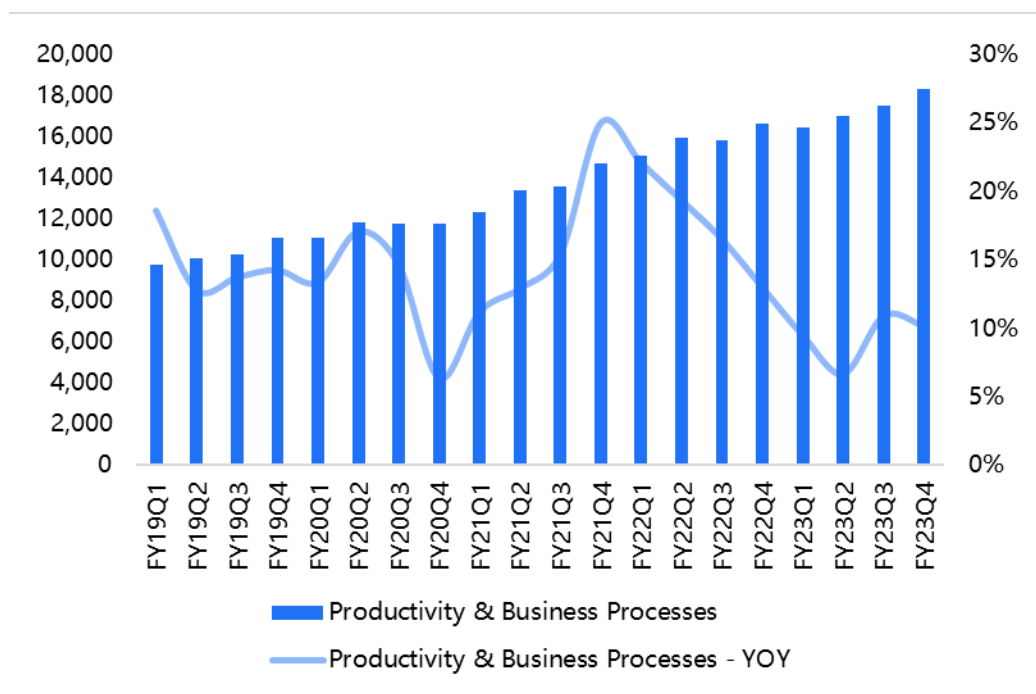
雲計算滲透率提升和 AI 需求增長有望持續提高 Azure 營收。預計短期內 Azure 貢獻相對有限，公司在 5 月 23 日才推出了 Azure AI Studio。但隨着雲和 AI 滲透率的持續提高，支出占 GDP 比重提升，長期從 TAM 來看，微軟雲依然擁有較大的增長空間。微軟首席技術官在 6 月 AI 研討會表示，公司計劃在未來將 AI 內置到每一個雲解決方案中，並提出這將是微軟歷史上增長最快的 100 億美元業務。同時，人工智能產品的廣泛推出將加大對數據庫和計算資源的需求，從而拉動 Azure 和 AI Azure 的增長。以 Copilot 使用為例，在使用 Copilot 插件是，會同時使用 Azure AI、Azure 表格、Azure 數據源和 Azure 的語義搜索。微軟首席技術官在 6 月 AI 研討會表示，公司計劃在未來將 AI 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。

### 3、Copilot應用加快，有望增加office商業收入

FY23Q4 生產力和業務流程收入為 183 億美元，增長 10% (CC+12%)。其中，Office 商業產品和雲服務收入增長 12% (14%)，主要受 Office 365 商業收入增長 15% (CC+17%) 驅動；Office 消費者產品和雲服務收入增長 3% (CC+6%)，Microsoft 365 消費者用戶增長至 6700 萬。

此外，Dynamics 產品和雲服務收入增長 19% (CC+21%)，主要受 Dynamics 365 收入增長 26% (CC+28%)。LinkedIn 收入增長 5% (CC+7%)

圖 6: FY19Q1–FY23Q4 生產力和業務流程收入及增速 (百萬美元, %)



資料來源：公司官網，富途證券

當前生產力和業務流程收入尚未受到 Copilot 的影響，預計隨着 Copilot 的持續推廣使用，長期來看，包括 Office 在內的整個生產力業務有望加速增長。

Office 365 Copilot 定價 30 美元/月超預期。7 月 18 日微軟在全球合作伙伴大會上宣布將 Office 365 Copilot 定價為每用戶 30 美元/月，較預期提高 260%，意味着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，有助於增加 office 商業收入。

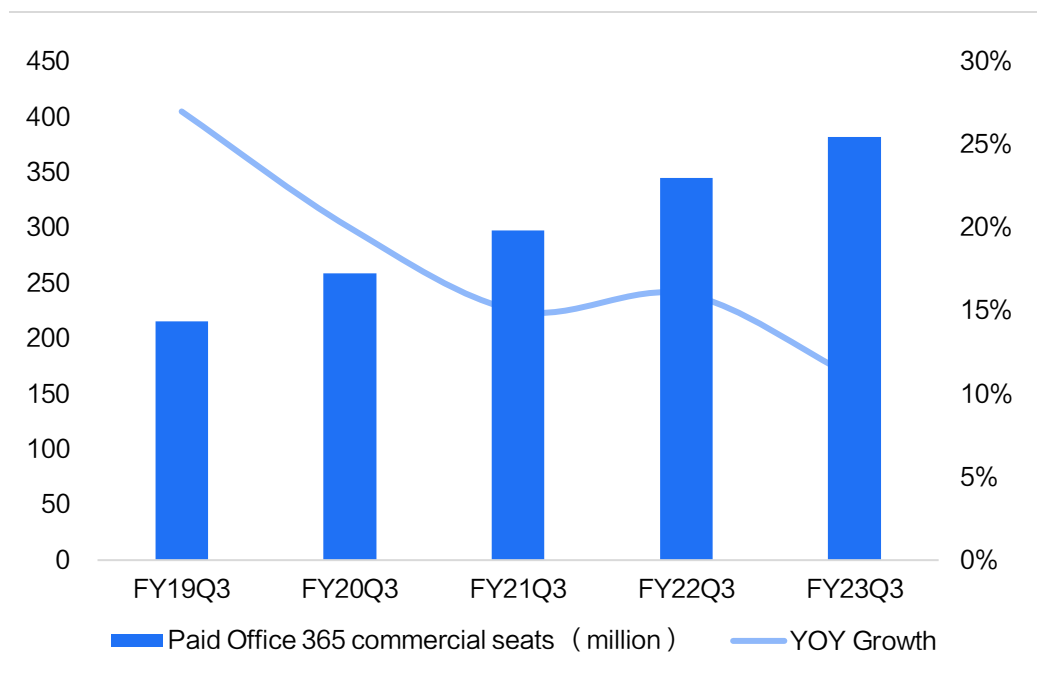
截止 FY2023Q4，公司 office 365 商業付費席位數同比增長 11%，預計後續將隨着滲透率的提高而維持高個位數增長。Office 365 Copilot 可以應用于 Microsoft 365 E3, E5, Business Standard and Business Premium 等付費相對較高的企業用戶，同時 360 美元/年/賬戶的高定價決定了首批目標客戶群以大公司為主。根據 enlyft 的調研，在微軟 Office 365 的企業訂閱用戶中，67%的企業雇員人數小於 50 人，僅 9%的企業員工數量超過 1000 人；而在企業訂閱用戶中，87%的企業年收入在 1000 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 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。

公司持續擴大對 Copilot 在各產品線應用，體現出了 Copilot 在微軟生態的強擴展性。除了 office Copilot，公司還推出了 GitHub Copilot、Security Copilot、Sales Copilot 或 Service Copilot，預計將有效提升公司的生產效率，隨着 Copilot 商業化加速，預計將提高公司生產力收入。同時，Copilot 的產品應用將同樣驅動整個微軟生態的發展，比如拉動 Azure 的使用率等，TAM 潛力巨大。

圖 7：FY2019Q3 至 FY2023Q3 Office 365 商業付費席位（百萬；%）



資料來源：公司官網，富途證券

#### 4、更多個人計算業務降幅收窄，動視暴雪收購案有進展

FY23Q4 公司更多個人計算業務的收入為 139 億美元，下降 4%（CC 下降 3%），雖然仍受到 PC 市場疲軟的衝擊，但整體降幅有所回升。其中，Windows OEM 收入同比下降 12%，PC 市場的萎靡是 Windows 系統收入疲軟的主要原因；設備收入下降 20%（CC 下降 18%）；Windows 商業產品和雲服務收入增長 2%（CC+3%）；Xbox 內容和服務收入增長 5%（CC+6%）；不計流量獲取成本的搜索和新聞廣告收入增長 8%。

**微軟對動視暴雪的收購案獲得美國法院批准，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，微軟在遊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，微軟有望憑借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，與我們前瞻判斷基本一致，FY23 年 Q4 遊戲收入與 FY22 年 Q4 基本持平。

#### 5、短期業績有增長壓力，長期關注 AI 對業績的推動

本季度微軟業績小幅超市場預期，但 FY24Q1 業績指引放緩。短期內 AI 對公司業績貢獻有限，公司收入增長依然放緩，業績將面臨壓力。根據公司業績會披露，預計生產力和業務流程收入增長將放緩至 9 至 11%；智能雲業務收入增長預計持平在 15%-16% 左右，其中，Azure 收入增速放緩至 25%-26%。

**長期來看，隨着 AI 滲透率逐步提高以及 Copilot 等應用的廣泛推廣，預計將對公司業績有積極影響。**根據公司業績會披露，預計隨着 Azure AI 的擴展以及 Copilot 全面推廣使用，AI 帶來的收入增長將呈現漸進式，預計將在 24 財年下半年貢獻明顯的業績增量。預計 24 財年營業利潤率將與去年同期持平。

投資策略方面，建議短期採用 covered call 的策略。

#### 風險提示

AI 商業化落地不及預期；資本開支擴大侵蝕利潤；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)復制,復印或儲存,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。

本報告祇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系富途證券。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系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系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,或其它注册或發牌的規例。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>