

# 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

优于大市

### 核心观点

**业绩总览：**微软 FY25Q2 整体财务表现符合指引预期。①**整体：**本季度公司实现营收 696.3 亿美元（同比+12%），营业利润同比+17%至 316.5 亿美元，净利润同比+10%至 241.1 亿美元。②**分业务：**生产力与业务流程收入 294.4 亿美元（同比+14%），智能云收入 255.4 亿美元（同比+19%），其他个人计算收入 146.5 亿美元（同比+0%）。③**订单指标：**季度商业预订量（新订单）同比上升 67%cc（上季度 23%cc），得益于 OpenAI 对 Azure 带动和核心年订单增长，商业剩余履约义务（在手订单余额）2980 亿美元（同比+34%）。

**业务重点：**①**指引云与 Azure 增速放缓，预计年底产能平衡：**AI 占比 Azure 云业务 16 个点（上季度为 12 个点），本季度 Azure 同比+31%、增速环比-2pct。预计 FY25Q3 智能云收入同比+17-18%，其中 Azure 指引+31%-32%cc，增速略低于预期，预计到今年年底产能将趋于平衡。AI 业务年度收入已超过 130 亿美元（上个季度为 100 亿美元），同比+157%。②**生产力业务增长超指引，下季度增速放缓：**本季度生产力业务同比+14%，主要受益于 Office 2024 推出和提价以及 M365 商业版与 Copilot 的持续渗透。下季度指引生产力业务+8-10%，环比降速明显。③**资本开支增速放缓、注重投资短期 ROI：**本季度资本支出 226 亿美元，同比+97%。在过去三年，微软数据中心总容量实现翻倍以上增长。预计第三和第四财季资本支出与本季度相近，下季度资本支出约 216 至 219 亿美元之间，预计 2025 自然年资本开支超过 800 亿美元。微软资本开支更加注重 ROI，策略逐渐从长期资产投资向与收入增长相关性更高的短期资产投资转移，主要考虑 AI 投资折旧摊销压力。

**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 259-262 亿美元（同比+17%-18%，其中 Azure+31%-32%cc），生产力和商业业务 294-297 亿美元（同比+8%-10%，其中 Office 365+14%cc），个人计算收入指引 124-128 亿美元。计算公司下季度总收入同比+10%-11%。②**成本方面，**公司预计下季度经营费用预计 217-219 亿美元，营业成本 164-165 亿美元。

**投资建议：**考虑公司智能云与生产力业务增长放缓的指引，调整 2025-2027 财年收入预测至 2802/3206/3650 亿美元（前值 2801/3210/3658 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 1002/1148/1338 亿美元（前值 994/1148/1341 亿美元），调整幅度 1%/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	280,221	320,693	364,958
(+/-%)	6.9%	15.7%	14.3%	14.4%	13.8%
归母净利润(百万美元)	72,361	88,136	100,250	114,772	133,794
(+/-%)	-0.5%	21.8%	13.7%	14.5%	16.6%
EPS (元)	9.73	11.86	13.49	15.44	18.00
EBIT Margin	41.8%	44.6%	44.5%	43.8%	44.2%
净资产收益率 (ROE)	35.1%	32.8%	29.2%	26.7%	25.2%
市盈率 (PE)	43	35	31	27	23
EV/EBITDA	32	25	21	18	16
市净率 (PB)	15	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	415 美元
总市值/流通市值	30850/30850 亿美元
52 周最高价/最低价	467/387 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) 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
- 《微软(MICROSOFT) (MSFT.O) -FY2024Q1 财报点评：业绩表现强劲，AI 持续赋能》——2023-10-25

## 财报表现：云与 SaaS 业务指引持续降速，云业务预计年底产能平衡，资本开支注重 ROI

### ◆ 业务重点：

#### ①云与 Azure 指引增速放缓，预计云年底产能平衡，AI 业务年化达 130 亿美元

AI 给 Azure 云业务贡献了 16 个点的增速（上季度为 12 个点），尽管 AI 贡献显著增加，本季度 Azure 同比+31%（固定汇率下）、增速环比降低约 2pct。

公司表示 Azure 尽管面临产能紧张的局面，但客户对 Azure 的需求依旧旺盛。Azure 的付费客户数量持续增加，目前已超过 19000 家。Azure 格局和 AI 竞争地位优势依旧显著领先，AI 业务年度收入已超过 130 亿美元（上个季度为 100 亿美元），同比+157%。

公司预计 FY25Q3 智能云收入同比+17-18%，并未实现之前指引的 CY25H1 加速，其中 Azure 指引+31%-32%cc，增速略低于预期。主要在非 AI 业务方面，合作伙伴进行的间接销售模式存在执行问题，导致部分业务增长未达预期。随着前期投资的逐步落实，预计到今年年底产能将趋于平衡，以更好地满足市场需求。

#### ②生产力业务增长超指引，下季度增速有所放缓

本季度生产力业务同比+14%，超过上季度指引上限 11%，主要受益于 Office 2024 推出和提价以及 M365 商业版与 Copilot 的持续渗透。其中，Office 2024 的推出和提价因素带动 Microsoft 365 商业产品收入增长 13%，显著高于预期。Office 365 商业版收入同比+16%，略高于预期，主要归因于 Microsoft 365 Copilot 在用户中的认可度不断提高。同时，下季度指引生产力业务+8-10%，环比降速明显。

#### ③资本开支增速放缓、注重投资短期 ROI，折摊对利润率负面影响逐步提升

本季度资本支出（含融资租赁）226 亿美元，同比+97%，连续十个季度投资增加。其中购买物业、厂房和设备（PP&E）的现金为 158 亿美元。在过去三年，微软数据中心总容量实现翻倍以上增长，去年的扩容幅度更是达到历史最高水平。微软在 AI 训练和推理方面效率显著提升。硬件每更新一代，价格性能提升超两倍，软件优化使每个模块代际提升超 10 倍。

预计第三和第四财季资本支出与本季度相近，下季度资本支出约 216 至 219 亿美元之间，预计 2025 自然年资本开支超过 800 亿美元。

微软资本开支更加注重 ROI，策略逐渐从长期资产投资向与收入增长相关性更高的短期资产投资转移。微软也未参与甲骨文、软银和 OpenAI 宣布的 5000 亿美元“星门计划”（Project Stargate）数据中心建设计划，主要考虑 AI 投资折旧摊销压力。如本季度微软云业务经营利润率为 42%，同比下降 6 个百分点，主要原因是 AI 基础设施的大规模扩展。生产力和业务流程板块毛利率同比略有下降，同样是受 AI 基础设施扩展的影响。

### ◆ 整体情况：

本季度微软收入同比+12%至 656 亿美元；营业利润同比+17%至 305 亿美元，净利润同比+10%至 241 亿美元。

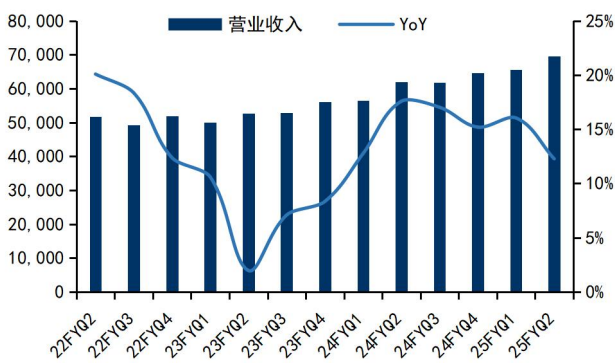
本季度业绩分业务看：

1) **生产力和业务流程**：本季度收入 294 亿美元，同比+14%。包括 Office 365 商业版收入同比+14%；LinkedIn 收入同比+9%，LinkedIn Premium 的年收入本季度首次超 20 亿美元，订阅者增长近 50%，近 40%的订阅者使用了 AI 功能来优化个人资料，这体现了 LinkedIn 在广告和增值服务方面的竞争力；Dynamics 收入同比+15%，其中 Dynamics 365 收入同比+19%；

2) **智能云**：本季度收入为 255 亿美元，同比+19%。其中 Azure 和其他云业务同比+31%，其中 AI 贡献了其中的 19 个点（上个季度为 12 个点），Azure 格局和 AI 竞争地位优势依旧显著领先；

3) **更多个人计算业务**：本季度收入为 147 亿美元，同比+0%。其中 Windows OEM 同比+4%；搜索和新闻广告收入（不含流量采集费用）增长 21%；Xbox 内容和服务收入增长 2%。

图1：微软收入变化情况（单位：百万美元、%）



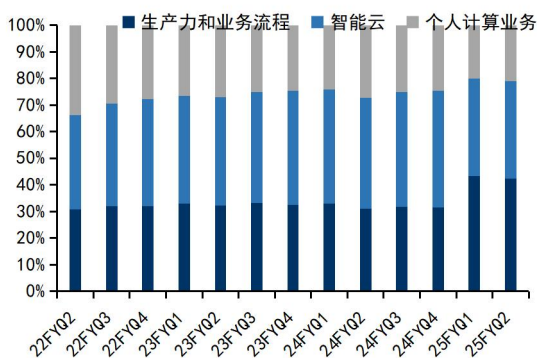
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：微软净利润季度变化情况（单位：百万美元、%）



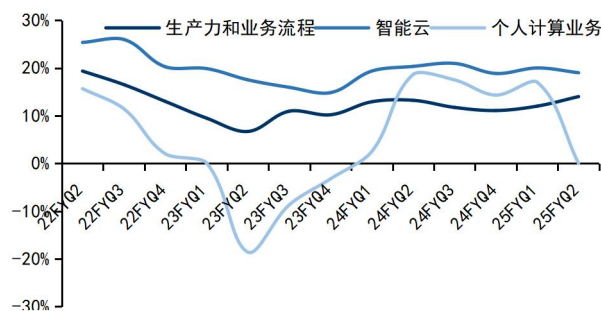
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

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

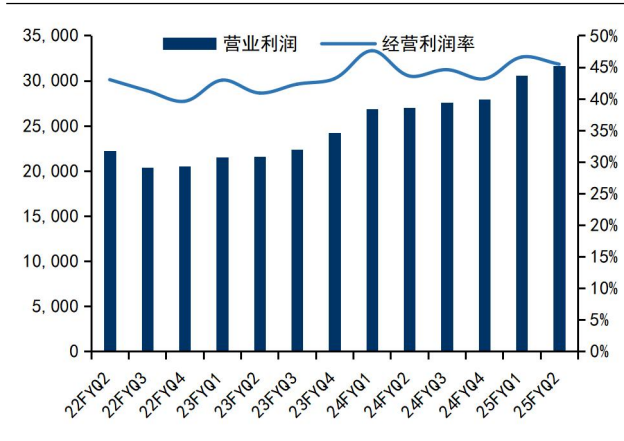
图4：微软分业务收入增长变化情况（单位：%）



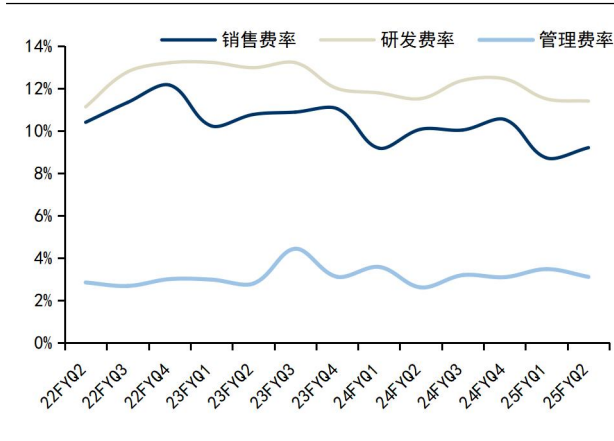
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

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:** Fabric 作为 Azure 的分析产品增长迅速，Power BI 与 Fabric 深度集成，月活跃用户超过 3000 万，同比增长 40%。Azure AI Foundry 为开发者提供了一系列先进的工具和运行时环境，该平台已拥有超 20 万月活跃用户。
- 2) **AI 数据中心:** 为满足 AI 及云计算业务的需求，微软持续扩充 Azure 的数据中心容量。在过去三年，数据中心总容量实现了翻倍以上的增长，去年的扩容幅度更是创下历史新高。
- 3) **Copilot Studio:** 员工可以在工作流程中直接使用 Copilot Studio 创建和使用代理，降低了使用门槛。已有超过 106 名医生使用 Copilot Studio，在过去三个月内集体创建了超过 40 万个定制代理。
- 4) **GitHub Copilot:** Copilot 成为众多开发者的首选工具，GitHub 上开发者数量达 1.5 亿，过去两年增长 50%。
- 5) **M365 Copilot:** Microsoft 365 Copilot 提升员工生产力，为员工提供智能代理服务。从整体数据来看，购买 Copilot 的客户在过去 18 个月内，集体将席位扩展了 10 倍以上，且每日使用 Copilot 的人数季度环比增长超过一倍。
- 6) **Dynamic:** Dynamics 365 的 Docs Copilot 得到了广泛应用，每月的医患互动超过 200 万次，季度环比增长 54%。

## 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	85841	141195	226246
应收款项	56924	65075	74474	84753
存货净额	1246	1428	1627	1867
其他流动资产	26021	29747	34043	38742
<b>流动资产合计</b>	<b>159734</b>	<b>242180</b>	<b>314433</b>	<b>417857</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>631864</b>	<b>743653</b>	<b>889062</b>
短期借款及交易性金融负债	8942	9836	10820	11902
应付款项	27013	30961	35268	40481
其他流动负债	89331	112904	117225	139896
<b>流动负债合计</b>	<b>125286</b>	<b>153701</b>	<b>163313</b>	<b>192279</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>288199</b>	<b>313909</b>	<b>358973</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	268477	343665	429744	530089
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>512163</b>	<b>631864</b>	<b>743653</b>	<b>889062</b>

### 关键财务与估值指标

	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	11.9	13.5	15.4	18.0
每股红利	2.7	3.4	3.9	4.5
每股净资产	36.11	46.23	57.81	71.31
ROIC	92%	85%	93%	99%
ROE	33%	29%	27%	25%
毛利率	70%	68%	69%	69%
EBIT Margin	45%	45%	44%	44%
EBITDA Margin	54%	55%	54%	55%
收入增长	16%	14%	14%	14%
净利润增长率	22%	14%	14%	17%
资产负债率	48%	46%	42%	40%
息率	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%
P/E	35	31	27	23
P/B	11	9	7	6
EV/EBITDA	25	21	18	16

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>280221</b>	<b>320693</b>	<b>364958</b>
营业成本	74114	89044	100056	113867
研发费用	29510	32579	41677	47562
销售及管理费用	32065	33894	38483	42365
营业利润	109433	124704	140477	161164
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	122257	139966	163164
<b>所得税费用</b>	<b>19651</b>	<b>22006</b>	<b>25194</b>	<b>29369</b>
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	88136	100250	114772	133794

### 现金流量表 (百万美元)

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	<b>88136</b>	<b>100250</b>	<b>114772</b>	<b>133794</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	31560	10833	28763
其它	36214	59469	67358	76160
<b>经营活动现金流</b>	<b>118548</b>	<b>161545</b>	<b>159284</b>	<b>200637</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)	(25063)	(28693)	(33449)
其它融资现金流	447	894	984	1082
<b>融资活动现金流</b>	<b>(37757)</b>	<b>(24168)</b>	<b>(27709)</b>	<b>(32367)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(16389)</b>	<b>67526</b>	<b>55354</b>	<b>85051</b>
货币资金的期初余额	34704	18315	85841	141195
货币资金的期末余额	18315	85841	141195	226246
企业自由现金流	74071	98240	88046	120780
权益自由现金流	57456	100171	91773	126375

## 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 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 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提及的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