

方正证券研究所证券研究报告
微软 (MSFT.O)

公司研究

互联网行业

公司短评报告 2019.04.25

海外首席分析师： 杨仁文
执业证书编号： S1220514060006
E-mail： yangrenwen@foundersc.com

历史表现：


数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《微软 FY2019Q2 短评报告：云保持较高速增长，外汇导致财务数据略逊预期，未来增长动能仍显著》2019.01.31
 《亚马逊 (AMZN.O) AWS re:Invent2018 云计算大会—AI、ML、混合云产品发布，仍占据 IaaS 半壁江山》2018.12.04
 《亚马逊 18Q3 业绩短评：总体营收增速低于预期，18Q4 指引增速较低，云计算等高毛利业务仍稳定》2018.10.29

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：

微软发布 FY19Q3 财报 (对应自然年 19Q1)，实现营收\$306 亿 (YoY +14%，一致汇率 YoY +16%)，超过市场一致预期\$298.5 亿；营业利润\$103 亿 (YoY +25%，一致汇率 YoY +27%)；净利润\$88 亿 (YoY +18%)，超过市场一致预期\$77.8 亿。

点评：

1. 公司上季财报指引较保守，但本季度受益于智能云 (主要为 Azure) 的出色表现，收入和利润端均实现双位数增长，超市场预期。商业云 FY19Q3 收入\$96 亿，同比增长 41% (考虑到 LinkedIn 收购导致的口径变更)，Microsoft Office commercial、Microsoft Azure、LinkedIn 的商业部分以及 Microsoft Dynamics 365 都有较快速增长。其中，Office 365 是唯一一个可与企业业务流程集成的全面的生产力、协作和通信解决方案，另外，Microsoft Teams 在上线的两年时间里，用户数增长速度明显。如今全世界超过 150 个组织、91% 的财富 100 强正在使用 Microsoft Teams 办公。Microsoft Teams 未来客户增长潜力巨大，企业协作通话程序市场前景广阔，未来一年订阅市场有望超过\$70 亿。

2. 云计算从独立的基础设施 (IaaS) 和应用 (SaaS) 两端向可扩展的平台 (PaaS) 发展。凭借 Windows 系统、Office + Dynamics 套件、LinkedIn + Glint 用户需求、GitHub 开发者平台等多方位数据的积淀，微软将通过 Azure 作为平台，探索更多的下游应用。**微软本次着重提出了边缘 (Edge) 的概念。**我们认为基于 Open Stack 的混合云架构将会更有效地赋能其他行业之数字化蜕变，金融、工业和医疗等领域的基础设施、数据和人工智能将成为微软智能云更大的发展空间。Azure 方面，毛利率继续提高，使智能云整体毛利率提高 5Pt (但整体云产品结构变化导致智能云运营利润率微降)。

3. 建议关注微软的云游戏平台 xCloud。微软 Xbox Live MAUs 达到 6400 万，其中移动和 PC 用户数量最多。Xbox Game Pass 用户和 Mixer 的合作也达到了新的历史新高。18 年收购的 PlayFab 本季度玩家账户超过 10 亿，xCloud 将在今年晚些时候公测。

4. 盈利预测与估值：根据 Bloomberg 一致预期，公司 FY19/20/21 营收为 \$1249.5 / 1383.3 / 1530.0 亿，调整后 EPS 为 \$4.53 / 5.07 / 5.85，对应 PE 估值为 27.6x / 24.7x / 21.4x。

5. 风险提示：云服务业务增长不及预期、个人电脑及平板电脑销量不及预期、美国/欧盟等反垄断条款范围扩大、办公室生产力软件的竞争加剧导致 Office 等产品市占率下降的风险。

事件:

微软发布 FY19Q3 财报 (对应自然年 19Q1), 实现营收\$306 亿 (YoY+14%, 一致汇率 YoY+16%), 超过市场一致预期\$298.5 亿; 营业利润\$103 亿 (YoY+25%, 一致汇率 YoY+27%), 超市场预期; 净利润\$88 亿 (扭亏为盈), 超过市场一致预期\$77.8 亿。

点评:

1 数据与云计算赋能, 混合云并非过渡阶段, 将与边缘计算和 IoT 融合

1.1 微软 Commercial cloud (商业云) 保持高增速, Office 365 不仅仅是软件

公司上季财报给予较保守指引, 但受益于智能云 (主要为 Azure) 的出色表现, 收入和利润端均实现双位数增长。

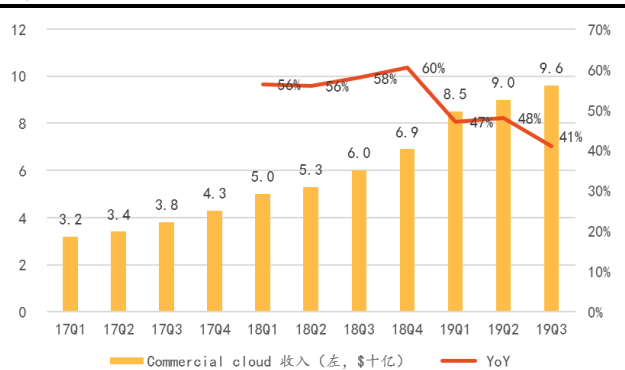
图表 1: 公司指引 vs 财报结果

	FY19Q3 指引	FY19Q3 实际	+/-
收入	-2 %	+14 %	+16 Pt
生产力和业务流程	\$9.90 ~ 10.10 bn	\$10.24 bn	+ 1 ~ 3 Pt
智能云	\$9.15 ~ \$9.35 bn	\$9.65 bn	+ 3 ~ 5 Pt
个人计算	\$10.35 ~ \$10.65 bn	\$10.68 bn	+ 0 ~ 3 Pt

资料来源: 微软财报, 方正证券研究所

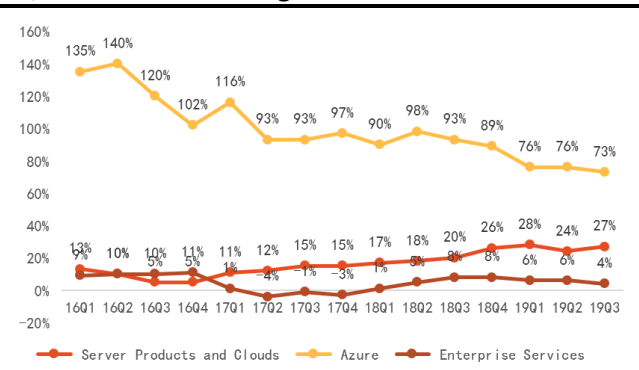
商业云 FY19Q3 收入\$96 亿, 同比增长 41% (考虑到 LinkedIn 收购导致的口径变更), 其中 Microsoft Office commercial、Microsoft Azure、LinkedIn 的商业部分以及 Microsoft Dynamics 365 都有较快速增长。

图表 2: 微软 Commercial Cloud 收入增长



资料来源: 微软财报, 方正证券研究所

图表 3: 微软 Intelligent Cloud 增速



资料来源: 微软财报, 方正证券研究所

不仅仅是软件, Office 365 是唯一一个可与企业的业务流程集成的全面的生产力、协作和通信解决方案。Teams 的加入, 使得微软的解决方案更全面。从跨国大公司到小企业, 从一线员工到后台人员, Office 365 使每个人都获得全平台体验。

Microsoft Teams 在上线的两年时间里，用户数增长速度明显。如今全世界超过 150 个组织、91% 的财富 100 强正在使用 Microsoft Teams 办公。而 Microsoft Teams 用户数的飞速发展离不开 Office 365 的 1.8 亿用户基础。加上 Microsoft Teams 推出的免费使用版本，将持续吸引 Office 365 以外的客户，辅助完善 Office 365 的协作办公功能，全面提升用户的工作效率。

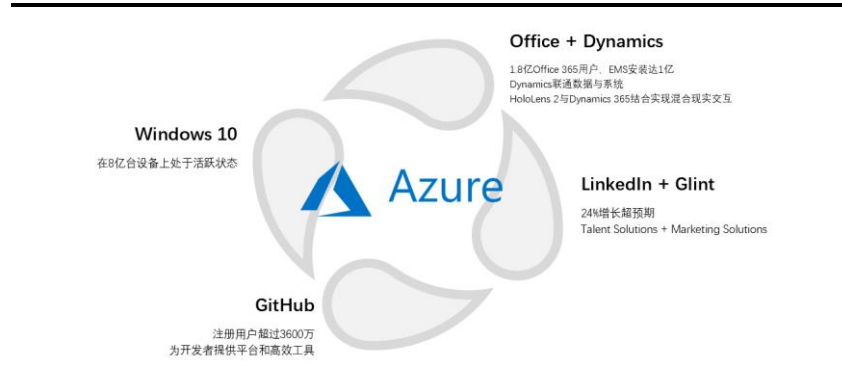
Microsoft Teams 正在追赶强劲对手 Slack (拟于 19 年完成 IPO)。微软副总裁在今年的 Ignite 大会上表示，Teams 的用户增长率大概是 Slack 的两倍。且据 Spiceworks 于 2018 年底的调查显示，有 21% 的受调者正在使用 Microsoft Teams，这领先于 Slack 的 15%。

Microsoft Teams 未来客户增长潜力巨大，企业协作通话程序市场前景广阔。全世界有超过 75 亿人，平均劳动参与率 61.8%，适龄劳动人口中有 2% 需要在日常办公中使用 Microsoft Teams 等协作软件，以 \$80/人/年计算，未来企业协作市场一年订阅市场有望超过 \$70 亿。

1.2 数据为核心，多领域赋能，探索边缘计算和 IoT

云计算从单一的基础设施 (IaaS) 和应用 (SaaS) 两端向可扩展的平台 (PaaS) 发展。凭借 Windows 系统、Office + Dynamics 套件、LinkedIn + Glint 用户、GitHub 开发者平台等多方位数据的积淀，微软将通过 Azure 作为平台探索更多的下游应用。

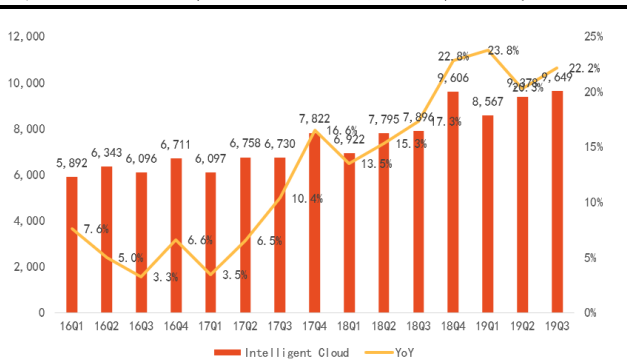
图表 4: 微软基于 Azure 平台的数据矩阵具有巨大价值



资料来源: 方正证券整理

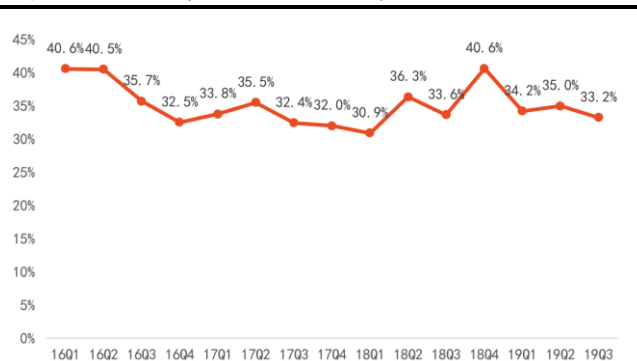
微软本次着重提出了边缘 (Edge) 的概念。我们认为基于公司 Open Stack 的混合云架构将更有效地赋能其他行业的数字化蜕变，金融、工业、医疗的基础设施、数据和人工智能将为微软智能云提供更大的发展空间。

图表 5: 微软智能云营收及增速 (单位: \$ 百万)



资料来源: 微软财报, 方正证券研究所

图表 6: 微软智能云营业利润率稳健



资料来源: 微软财报, 方正证券研究所

Azure 毛利率继续提高，使智能云整体毛利率提高 5Pt（但整体云产品结构变化导致智能云运营利润率微降）。

1.3 未来增速如何保证？AI 和 IoT 新场景持续研发和量子计算等。

与亚马逊 AWS 类似，IaaS + PaaS 供应商由于前期巨大 CapEx 投入，往往享受较高估值溢价，但随着营收体量增大，虽然营业利润率稳定，但营收增速有明显的下降趋势，未来如何保证增长是最大问题。目前方向有三：1. 在 PaaS 层通过 AI 和 IoT 新的场景引入，使原有用户增加模块，提高收入；2. 在 IaaS 层开发新的计算类型，过去从虚拟 instance 到容器，再到无服务器，以及 Azure 和 AWS 在量子计算等前沿领域的布局未来，从而提高计算需求；3. 多云和混合云的趋势正在逐步明确。因此我们看好微软在混合云 Azure Stack 和量子计算上的先发优势。

2 游戏 + 云可能是下个浪潮

微软 Xbox Live MAUs 达到 6400 万，其中移动和 PC 用户数量最多。Xbox Game Pass 用户和 Mixer 的合作也达到了新的历史新高。18 年收购的 PlayFab 本季度玩家账户超过 10 亿，xCloud 将在今年晚些时候公开试用。

云游戏市场前景广阔，微软作为云与游戏行业头部玩家将大有可为。据 Statista 数据显示，2023 年全球云游戏市场总量将达到 450 亿美元。微软从 2001 年起正式进入游戏行业，推出的三代主机 Xbox，Xbox 360 和 Xbox One 销量超过 1 亿 2 千万台。作为与索尼 Play Station 和任天堂并肩齐驱的游戏行业三巨头之一，相较于潜在或已经推出云游戏的 Google，Amazon 等巨头，微软有着更深厚的 IP 积累，工作室布局与内容优势。而针对目前云游戏最大的延迟等技术问题，微软作为全球份额第二大的云服务提供商，可以凭借位于 140 个国家/地区的 54 个 Azure 区域和服务的数据中心，为全球玩家提供卓越的游戏体验，减少游戏传输与渲染所带来的延迟问题。

图表 7：微软 xCloud 推出进程，期待 E3 上的表现



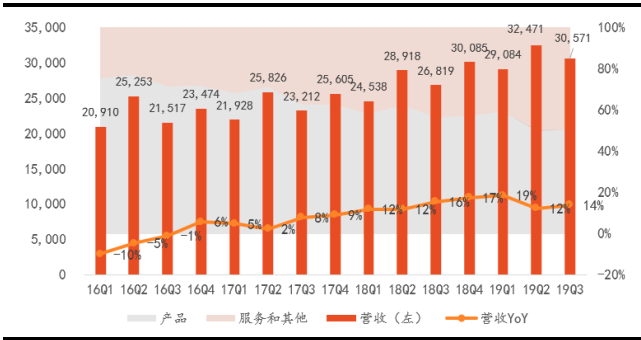
资料来源：方正证券研究所整理

3 微软营收保持增长，毛利率稳定

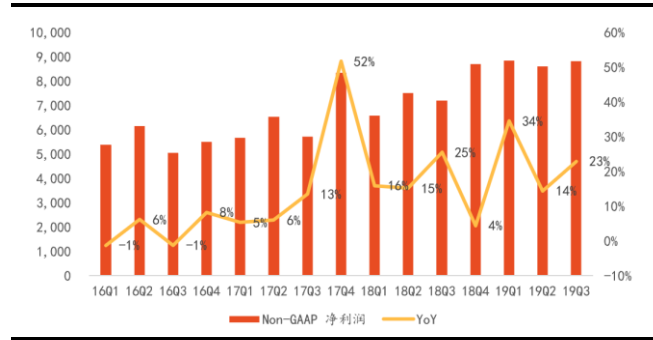
微软 FY19Q3 季度营收 \$305.7 亿，同比增长 14%，除去汇率影响同比增长 16%，略超出市场预期的 \$298.5 亿。

图表 8：营收继续保持双位数增长（单位：\$百万）

图表 9：微软 Non-GAAP 净利润及增速（单位：\$百万）



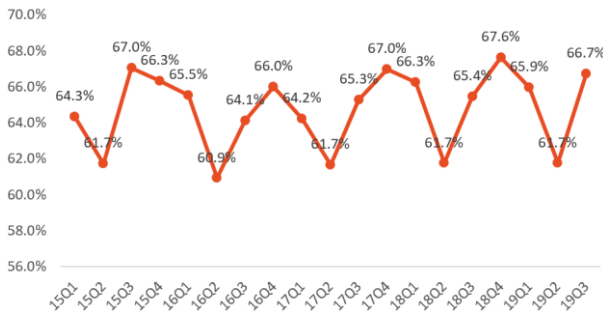
资料来源: 微软财报, 方正证券研究所



资料来源: 微软财报, 方正证券研究所

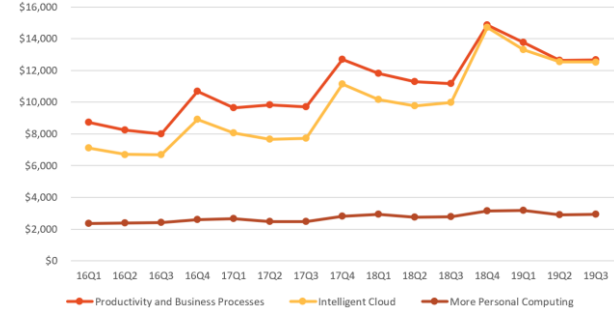
利润方面, FY19Q3 录得\$88 亿, 大幅超过市场预期。主要原因为 Azure 毛利率提高是的整体毛利率水平好于预期。考虑到未来 Azure 收入占整体收入比例将持续提高, 以及公司管理层对未来毛利率具有信心。我们认为, 公司整理利润率在未来将持续提高。

图表 10: 微软毛利率稳定



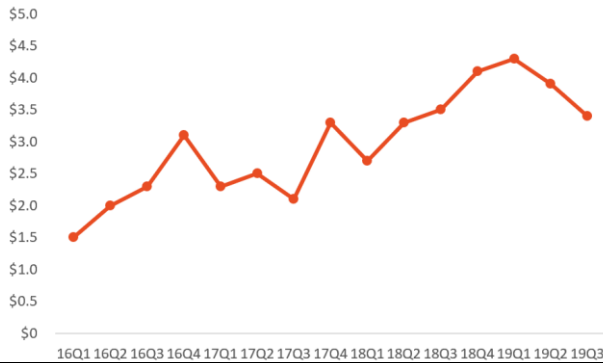
资料来源: 微软财报, 方正证券研究所

图表 11: 微软各业务递延收入 (单位: \$百万)



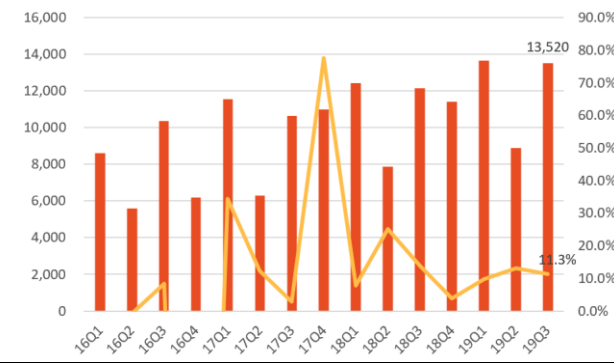
资料来源: 微软财报, 方正证券研究所

图表 12: 微软季度 CapEx (包括资本租赁, 单位: \$十亿)



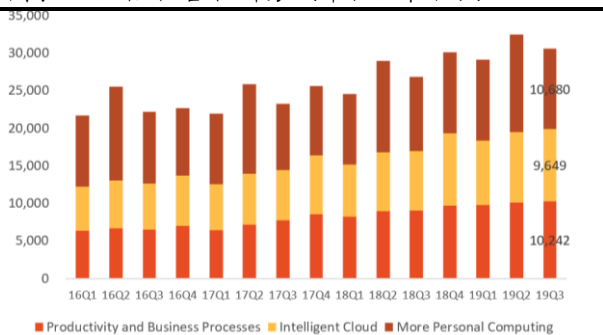
资料来源: 微软财报, 方正证券研究所

图表 13: 微软运营现金流及增速 (单位: \$百万)



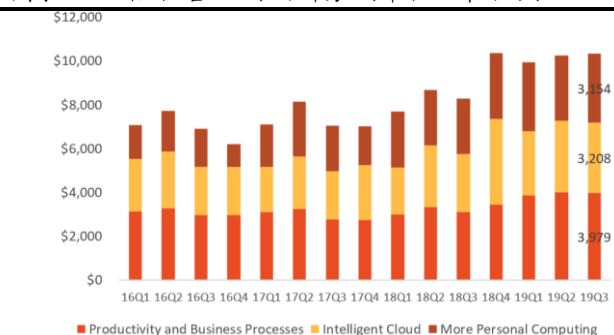
资料来源: 微软财报, 方正证券研究所

图表 14: 微软营收拆分 (单位: \$百万)



资料来源: 微软财报, 方正证券研究所

图表 15: 微软营业利润拆分 (单位: \$百万)



资料来源: 微软财报, 方正证券研究所

图表 16: 微软产品季度增速

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
1. Productivity and Business Processes											
Office commercial	5%	5%	7%	5%	10%	10%	14%	10%	17%	11%	12%
O365	51%	47%	45%	43%	42%	41%	42%	38%	36%	34%	30%
Office consumer	8%	22%	15%	13%	12%	12%	12%	8%	16%	1%	8%
LinkedIn					New	New	37%	37%	33%	29%	24%
Dynamics	11%	7%	10%	7%	13%	10%	17%	11%	20%	17%	13%
2. Intelligent Cloud											
Server Products and Clouds	11%	12%	15%	15%	17%	18%	20%	26%	28%	24%	27%
Azure	116%	93%	93%	97%	90%	98%	93%	89%	76%	76%	73%
Enterprise Services	1%	-4%	-1%	-3%	1%	5%	8%	8%	6%	6%	4%
3. More Personal Computing											
Windows											
Commercials	0%	5%	6%	8%	7%	-4%	21%	23%	12%	13%	18%
OEM	0%	5%	5%	1%	4%	4%	4%	7%	3%	-5%	9%
Devices					-15%	-13%	27%	23%	9%	32%	
Gaming	-5%	-3%	4%	3%	1%	8%	18%	39%	44%	8%	5%
Search					15%	13%	12%	12%	9%	9%	
Search ex. TAC	9%	10%	8%	10%	15%	15%	16%	17%	17%	14%	12%

资料来源: 微软财报, 方正证券研究所

4 FY19Q4 指引

图表 17: 微软 FY19Q4 指引

	FY19 Q4 指引
外汇影响	总营收增长: -2 百分点, 其中对生产力和业务流程影响 2 百分点, 智能云 2 百分点, 个人计算 1 百分点 COGS 增长: -1 百分点 OpEx 增长: -1 百分点
生产力和业务流程	营收: \$10.55 to \$10.75 billion
智能云	营收: \$10.85 to \$11.05 billion
个人计算	营收: \$10.80 to \$11.10 billion
COGS	\$1065 to \$10.85 billion
OpEx	\$10.70 to \$10.80 billion
其他收入和费用	预期约 \$50 million
Commercial 递延收入	约环比上升 36% to 37%
有效税率	约 17%

资料来源: 微软财报, 方正证券研究所

5 盈利预测

根据 Bloomberg 一致预期, 公司 FY19/20/21 营收为 \$1249.5 / 1383.3 / 1530.0 亿, 调整后 EPS 为 \$4.53 / 5.07 / 5.85, 对应 PE 估值为 27.6x / 24.7x / 21.4x。

图表 18: 彭博一致预期及估值 (单位: \$百万)

财务指标	Q1 2019 A	Q2 2019 A	Q3 2019 A	Q4 2019 E	Q1 2020 E	FY 2018 A	FY 2019 E	FY 2020 E	FY 2021 E
营收	29,084	32,500	30,571	32,610	31,918	110,360	124,949	138,329	153,002
毛利率	66%	62%	67%	67%	66%	65%	65%	65%	65%
营业利润	9,955	10,256	10,341	11,151	10,959	35,058	41,394	46,613	53,352
EBITDA	12,792	13,101	13,267	13,900	13,944	45,319	53,384	59,871	68,033
净利润, Non-GAAP	8,824	8,483	8,809	9,281	9,147	30,267	35,166	38,922	44,723
净利润, GAAP	8,824	8,589	8,809	9,423	9,173	16,571	35,252	39,432	45,172
EPS, Non-GAAP	1.14	1.09	1.13	1.20	1.20	3.88	4.53	5.07	5.85
PE						32.2	27.6	24.7	21.4
EPS, GAAP	1.14	1.09	1.14	1.19	1.18	2.13	4.52	5.03	5.77

资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所 注: 收盘价以 Bloomberg 提取 4 月 24 日收盘价 \$125.01 为准

6 风险提示

云计算业务增长不及预期、个人电脑及平板电脑销量不及预期、美国/欧盟等反垄断条款扩大、办公室生产力软件竞争加剧导致 Office 等产品市占率下降的风险。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下, 本报告中的信息或所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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

- 强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;
- 推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;
- 中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;
- 减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

- 推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;
- 中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;
- 减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com