

中信证券研究部



**许英博**  
 科技产业首席分析师  
 S1010510120041

### 核心观点

微软公布 2019 财年 2 季报 (截至 2018-12-31), 收入 325 亿 (美元, 下同) (同比+12%), 净利润 86 亿美元 (+14%); 三大业务营收为: 生产力和业务流程 101 亿 (+13%)、智能云 94 亿 (+20%)、更多个人计算 130 亿 (+7%)。公司并对第三财季给出指引: 收入 294-300 亿美元 (对应同比增速 9.6-11.9%), 经营利润 87-96 亿 (对应同比增速 4.3-15.2%)。对此我们点评如下:

- **Q2 收入大致符合指引, 利润端超市场预期。** 微软 2019 财年二季度的收入大致符合 319-327 亿的公司指引和 325 亿的市场预期。生产力和业务流程板块营收符合市场预期, 而智能云业务比市场预期稍高 1%, 但更多个人计算 (more personal computing) 板块受到疲弱的 PC 业务影响而稍微低于预期, 公司提及由于微处理器的短缺, PC 预装 Windows 软件收入下降了 5%。
- **商业云高增长可预期, 关注规模效应带来利润率的提升。** 商业云 Q2 销售额增长 48% 至 90 亿美元; 受到 Azure 规模效应的带动, 商业云的利润率亦同时增长 5% 至 62%。Azure 基础设施云服务收入增长 76%, 对比去年同期的 98% 和上季度的 76%, 我们认为基数变大导致增速放缓是可理解的趋势, 中大企业云化需求将成为公司持续高速增长的最有力支持, 而云业务的营业利润率提升后续将成为公司股价的重要催化剂。公司的资本开支同比上升 18% 至 39 亿美元, 并预期资本开支总额将持续环比增加以满足新需求。
- **以云为核心的完整产品生态有力抗衡科技迭代带来的波动性。** 生产力软件部门收入增长 13% 至 101 亿美元, 主要得益于 LinkedIn (+29%) 和 Office 365 商用版 (+34%) 的两位数收入增长, 企业级商业云应用 Dynamics 365 亦同比上涨了 51%。虽然预装版 Windows 收入下降 5%, 更多个人计算板块得到 Surface 和 Xbox 的支撑: Surface 设备收入增长了 39%, 而 Xbox 软件和服务同比增长了 31%。我们认为微软以智能云作为核心增长动力加上多元化应用 vs 硬件、企业级 vs 消费级产品的搭配能够在科技迭代的过程中保证业务增长的稳定性。
- **风险因素:** 云计算市场竞争激烈对收入和盈利造成负面影响, 企业并购后带来的业务整合风险, 传统业务跌幅扩大拖累新兴业务的发展等。
- **投资建议:** 根据路透一致预期, 微软在 2019、2020 财年的净利润预测分别为 344 与 388 亿美元, 对应 2019 年 1 月 29 日股价, PE 估值分别为 23 与 20 倍, 对比过去 5 年公司 20.1 倍的平均 PE 估值依然在相对合理的水平。我们建议投资者重点关注公司业务稳定增长会带来的投资机会及公司引领行业方向所能享受的红利。

### 微软盈利预测与估值

项目/财年	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万美元)	96,571	110,360	124,406	137,639	152,807
营业收入增长率 YoY	4.9%	14.3%	12.7%	10.6%	11.0%
经营利润 (百万美元)	29,331	35,058	40,938	46,525	53,822
经营利润增长率 YoY	5.0%	19.5%	16.8%	13.6%	15.7%
EBITDA	38,117	45,319	52,987	60,177	68,259
每股收益 (美元)	3.25	2.13	4.44	5.04	5.81
市盈率 (倍)	31.7	48.3	23.2	20.4	17.7
企业价值/净收入 (倍)	7.8	6.8	6.0	5.5	4.9
企业价值/EBITDA (倍)	19.7	16.6	14.2	12.5	11.0
P/FCF (倍)	25.7	24.9	21.7	18.8	16.4

资料来源: 路透 (含预测) 注: 股价为 2019 年 1 月 29 日收盘价, 公司财年截至当年 6 月底

微软	MSFT.O
当前价	105.25 美元
总股本	76.7 亿股
流通股本	76.7 亿股
52 周最高/最低价	116/87 美元
近 1 月绝对涨幅	2.38%
近 3 月绝对涨幅	-3.53%
近 12 月绝对涨幅	21.42%

表 1: 微软 2019 财年 Q2 (截至 2018 年 12 月 31 日) 业绩摘要

(以百万美元计除每股)	Q2 FY2018		Q2 FY2019		实际与一致 预测差距%
	实际值	公司指引	一致预测	实际值	
<b>营业收入</b>	<b>28,918</b>	<b>31,900-32,700</b>	<b>32,529</b>	<b>32,471</b>	<b>(0.2)</b>
同比增长%	12.0	10.3-13.1	12.5	12.3	
生产力和业务流程	8,953	9,950-10,150	10,092	10,100	0.1
智能云	7,795	9,150-9,350	9,281	9,378	1.0
更多个人计算	12,170	12,800-13,200	13,076	12,993	(0.6)
毛利	17,854	19,500-20,500	20,177	20,048	(0.6)
毛利率 (%)	61.7	61.1-62.7	62.0	61.7	(0.3)
<b>经营利润</b>	<b>8,679</b>	<b>9,600-10,700</b>	<b>10,248</b>	<b>10,258</b>	<b>0.1</b>
经营利润率 (%)	30.0	30.1-32.7	31.5	31.6	0.1
<b>净利润</b>	<b>7,498</b>		<b>8,486</b>	<b>8,577</b>	<b>1.1</b>
同比增长%	19.6		13.2	14.4	
<b>每股收益 (摊薄)</b>	<b>0.96</b>		<b>1.09</b>	<b>1.10</b>	<b>0.9</b>
同比增长%	20.0		13.5	14.6	

资料来源: 微软财报, 中信证券研究部

表 2: 微软 2019 财年 Q3 (截至 2019 年 03 月 31 日) 业绩指引

(以百万美元计除每股)	Q3 FY2018		Q3 FY2019	
	实际值	一致预测	公司指引 (最低)	公司指引 (最高)
<b>营业收入</b>	<b>26,819</b>	<b>29,864</b>	<b>29,400</b>	<b>30,000</b>
同比增长%	15.5	11.4	9.6	11.9
生产力和业务流程	9,006	10,150	9,900	10,100
同比增长%	16.9	12.7	9.9	12.1
智能云	7,896	9,257	9,150	9,350
同比增长%	17.3	17.2	15.9	18.4
更多个人计算	9,917	10,350	10,350	10,550
同比增长%	13.0	4.4	4.4	6.4
<b>经营利润</b>	<b>8,292</b>	<b>9,454</b>	<b>8,650</b>	<b>9,550</b>
同比增长%	23.3	14.0	4.3	15.2
经营利润率 (%)	30.9	31.7	29.4	31.8

资料来源: 微软财报, 路透, 中信证券研究部

图 1: 微软过去五年的 PE 和 PS 估值趋势



资料来源: 路透, 中信证券研究部

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。