【广发 TMT 产业研究】

解析微软各业务增长驱动

分析师： 杨琳琳
SAC 执证号：S0260514050004
SFC CE.no: BNC117
0755-23480370
yll@gf.com.cn

核心观点：

- **微软 AI 开局漂亮，是否也能赢到最后？**在这轮 AI 产业周期伊始，微软深度绑定 OpenAI，逐步将 AI 能力融入所有业务，推动商业化进程，打造新一轮增长引擎。微软利用 AI 全面赋能各业务，并逐步构建生态加深护城河。一方面，通过 Azure AI 提供 MaaS 一站式服务，实现众多 AI 模型的落地和应用，加深云业务壁垒；另一方面，AI 助手 Copilot 从底层操作系统到应用软件全面赋能各产品。在巩固大模型和算力的关键技术外，微软推出各种平台和工具，致力于降低 AI 应用的开发门槛，扩大 AI 业务生态。
- **各业务趋于回暖，降本效应明显，AI 对业务产生拉动作用。**收入连续多个季度提速，毛利率、利润率趋于提升。（1）智能云：Azure 增速回升，AI 拉动作用体现。FY24Q1 实现收入 243 亿美元（YoY+19%），其中 Azure 和其他云服务同比增长 29%，AI 服务贡献了 3 个点的增量。（2）生产力与商业流程：Office 业务稳健。FY24Q1 实现收入 186 亿美元（YoY+13%）；Office 365 商业版订阅数同比+10%，Microsoft 365 消费版订阅数同比+18%至 0.76 亿人。（3）更多个人计算：Windows 业务恢复增长。FY24Q1 实现收入 137 亿美元（YoY+3%），其中 Windows 业务同比+5%（上季度同比-5%），同比恢复增长。
- **展望未来有哪些增长驱动？**（1）云业务：客户成本优化的影响减弱、AI 带来新增量，云业务增速迎拐点。截至 23Q3，Azure OpenAI 客户数量高速增长至 1.8 万家，同时很大部分客户因预期会使用 AI 服务重新开始使用微软的云服务。（2）M365：Copilot 付费渗透率提升带来增量。商业化进展上，Copilot 面向 B 端用户定价 30 美元/月，面向 C 端用户的 Copilot Pro 也已推出，定价 20 美元/月，Copilot 带来 50%~280%的价格涨幅，M365 商业版和企业版 Copilot 每 1%的渗透率对应 14.4 亿美元收入。（3）Windows：PC 需求回暖+AI PC 渗透率提升+Win11 份额提升，将驱动 Windows 业务增长。（4）游戏：收购动视暴雪，收入增厚超过 50%，获得众多头部经典 IP，包括《使命召唤》系列、《魔兽》等。
- **估值方面，**根据彭博一致预期，微软 FY24~FY25 收入预计分别为 2437 亿美元（YoY+15.0%）、2738 亿美元（YoY+12.4%），净利润分别为 843 亿美元（YoY+16.5%）、965 亿美元（YoY+14.5%），对应 FY24~FY25 的 PE 估值分别为 36 倍、31 倍。
- **投资建议：**关注大模型持续迭代进程、以及应用落地和商业化进程。AI 商业化在微软云和办公业务中已开始体现，关注付费用户增长进程。关注与微软合作的公司，美股英伟达、Meta 等，及 A 股蓝色光标、易点天下、浙大网新、洲明科技等；从国内对标来看，关注金山办公（关注 AI 商业化进展）、百度、腾讯、阿里巴巴、商汤、科大讯飞等 AI 应用落地及商业化进展。
- **风险提示：**宏观经济环境不及预期；AI 技术落地及商业化不及预期；云计算市场竞争加剧。

相关研究：

【广发 TMT 产业研究】:深度解析：AI 如何全面赋能微软业务	2023-12-29
【广发 TMT 产业研究】美股科技股观察:Salesforce、Adobe 业绩稳健增长，AI 布局持续深入	2023-12-21

本报告联系人： 罗可心 020-66336855 luokexin@gf.com.cn

目录索引

一、 从 PC 到移动都是赢家，AI 开局漂亮，是否也能赢到最后？ 5
二、 各业务趋于回暖，降本效应明显，AI 对业务产生拉动作用 7
（一） 收入增速回升，降本推动利润率增长 7
（二） 各业务趋于回暖，智能云收入占比持续提升，个人计算整体稳健 9
（三） 智能云：AZURE 增速企稳回升，AI 拉动作用体现 12
（四） 生产力与商业流程：OFFICE 业务稳健，DYNAMICS 保持高速增长 13
（五） 更多个人计算：WINDOWS 业务恢复增长 15
三、 展望未来有哪些增长驱动？ 18
（一） AI 全面赋能微软业务，生态护城河逐步构建 18
（二） 云业务：AI 形成正向驱动，AZURE 收入增速回升 18
（三） MICROSOFT 365：COPILOT 付费渗透率提升带来增量 22
（四）WINDOWS: PC 需求回暖+AI PC 渗透率提升+WIN11 份额提升，将驱动 WINDOWS 业务增长 23
（五） 游戏：收购动视暴雪，获得众多头部经典游戏 28
（六） BING 与 EDGE：AI 功能带来使用率上升、市场份额提升 31
四、 估值 34
五、 投资建议 35
六、 风险提示 37

图表索引

图 1: 微软季度营收、股价涨跌幅及发展历程复盘.....6
图 2: FY19-23 微软营收及同比增速.....7
图 3: FY19-23 微软归母净利润及同比增速.....7
图 4: FY22Q1-24Q1 微软营收及同比增速.....7
图 5: FY22Q1-24Q1 微软归母净利润及同比增速.....7
图 6: FY19-23 微软毛利率变动情况.....8
图 7: FY22Q1-24Q1 微软毛利率变动情况.....8
图 8: FY19-23 微软费用率变动情况.....8
图 9: FY22Q1-24Q1 微软费用率变动情况.....8
图 10: FY19-23 微软资本支出及同比增速.....9
图 11: FY22Q1-24Q1 微软资本支出及同比增速.....9
图 12: 微软业务概览.....10
图 13: FY19-23 微软分业务收入情况.....10
图 14: FY19-23 微软分业务收入同比增速.....10
图 15: FY22Q1-FY24Q1 微软分业务收入情况.....11
图 16: FY22Q1-FY24Q1 微软分业务收入同比增速.....11
图 17: FY19-23 微软分业务收入占比.....11
图 18: FY22Q1-FY24Q1 微软分产品营收结构.....12
图 19: FY22Q1-FY24Q1 微软分产品收入同比增速.....12
图 20: 智能云板块分产品收入.....12
图 21: 智能云板块分产品收入增速.....12
图 22: Azure 及其他云服务收入同比增速.....13
图 23: 生产力与商业流程板块分产品收入.....14
图 24: 生产力与商业流程板块分产品收入增速.....14
图 25: Office 商业版、消费版营收同比增速.....14
图 26: Office 365 商业版订阅数同比增速.....15
图 27: Office 365 消费版订阅数量及同比增速.....15
图 28: 更多个人计算板块分产品收入.....16
图 29: 更多个人计算板块分产品收入增速.....16
图 30: FY21Q4-FY24Q1 微软搜索和广告收入及同比增速.....16
图 31: 为 Windows 11 打造的 Surface 系列产品.....17
图 32: 通过 HoloLens 2 在设计产品时查看可视化数据.....17
图 33: 微软 AI 布局方向和布局矩阵概览.....18
图 34: 全球云计算服务市场规模及主要参与者份额.....19
图 35: 23Q2 全球云计算厂商市场份额情况.....19
图 36: 微软 Azure 云计算市场份额呈上升趋势.....19
图 37: AWS、微软 Azure 和谷歌云营收及合计营收同比增速.....20
图 38: Azure OpenAI 客户数量.....21
图 39: Azure 云收入同比增速及由 AI 驱动的增长率.....21

图 40：AWS、微软 Azure 和谷歌云营收同比增速情况.....21
图 41：AWS、微软智能云和谷歌云运营利润率情况.....21
图 42：Microsoft 365 Copilot 的用户.....22
图 43：2002-2022 年全球 PC 出货量（年度）.....24
图 44：2004Q4-2023Q4 全球 PC 出货量（季度）.....24
图 45：2023 年 12 月 PC 端操作系统市场份额.....25
图 46：Windows 操作系统市场份额变动情况.....25
图 47：全球 AI PC 普及曲线.....26
图 48：2022-2027 年全球 AI PC 渗透率及预测.....26
图 49：各厂商在 AI PC 处理器的布局.....26
图 50：2023Q4 全球 PC 厂商市场份额.....27
图 51：21Q2-23Q3 微软游戏收入及增速.....29
图 52：21Q2-23Q2 动视暴雪收入及净利润.....29
图 53：微软收购动视暴雪前，索尼、任天堂、微软独占游戏数量及主机出货量 29
图 54：动视暴雪业务架构及主要游戏 IP.....30
图 55：Xbox 与初创公司 Inworld AI 达成长期合作.....31
图 56：Bing 用户 AI 功能使用情况.....32
图 57：全球 PC 端浏览器市场份额变动情况.....32
图 58：Edge 浏览器市场份额变动情况.....32
图 59：全球 PC 端搜索引擎市场份额.....33
图 60：Bing 搜索引擎市场份额变动情况.....33

表 1：Azure 中 AI 贡献的部分.....21
表 2：Copilot 赋能多项 Microsoft 365 应用程序.....22
表 3：面向 B 端用户的 Copilot30 美元/月，面向 C 端的 Copilot Pro 20 美元/月，带来 50%~280%的价格涨幅.....23
表 4：安装并运行 Win 10 和 Win 11 系统的设备最低配置要求.....25
表 5：主要 PC 厂商在 AI PC 的布局.....28
表 6：动视暴雪主要游戏 IP 情况（部分）.....30
表 7：美股主要互联网科技公司估值表.....34
表 8：微软合作公司梳理（部分）.....35
表 9：微软 A/H 股对标公司梳理（部分）.....36

一、 从 PC 到移动都是赢家，AI 开局漂亮，是否也能赢到最后？

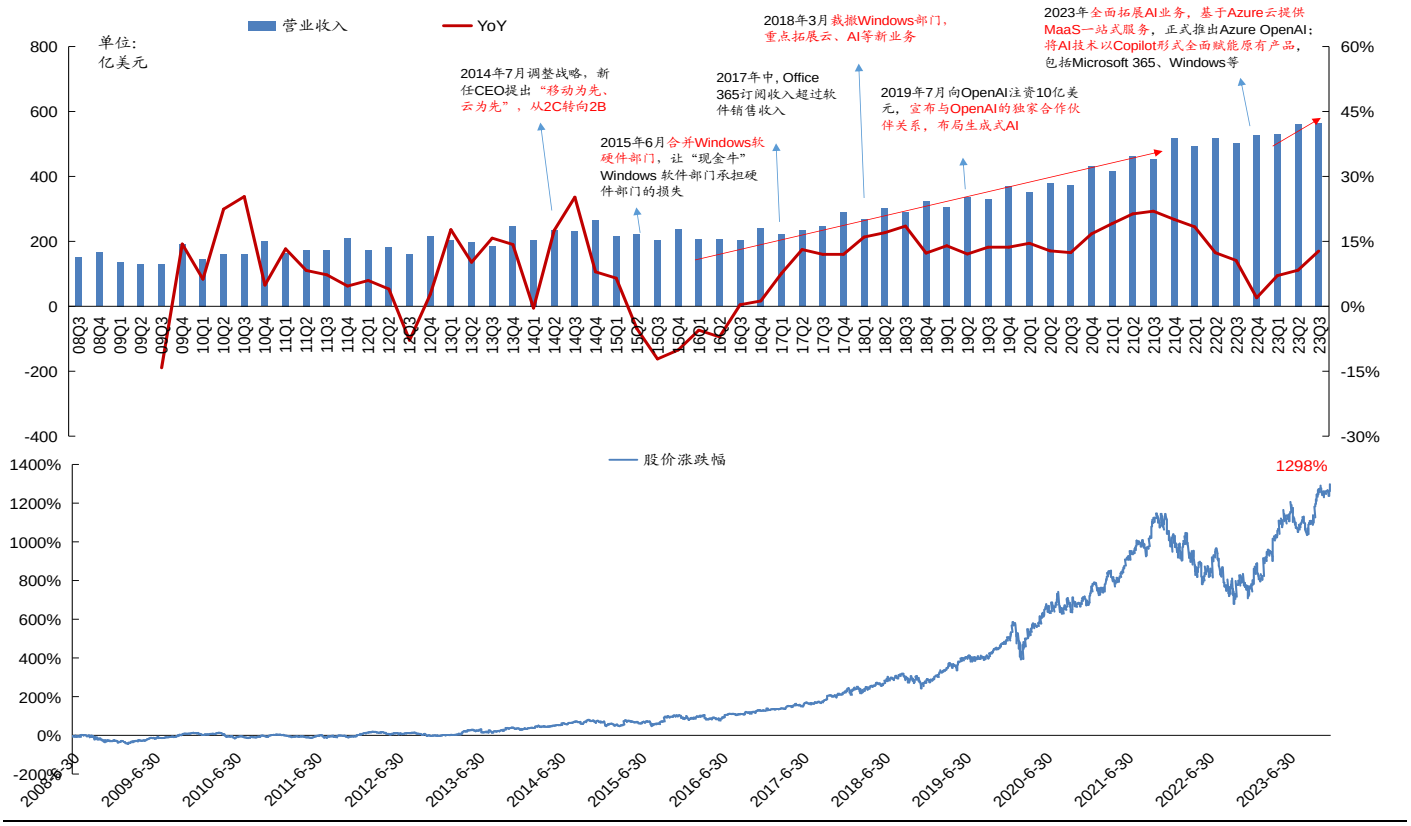
微软至今成立48年，从PC到移动都是最后赢家，其中也经历了错过移动互联网的低谷期，最终凭借云计算战略转型升级成功，重新崛起。在这轮AI产业周期伊始，微软深度绑定OpenAI，再次引领并推动行业发展。

2014年之前，微软经历比尔盖茨、鲍尔默两代CEO，成功打造PC时代全球顶尖的设备与服务提供商。

2014年前后微软处于低谷期，错过互联网、移动互联网的高增长，新业务拓展不达预期。2014年2月新任CEO纳德拉上任，调整组织架构，提出“移动为先，云为先”的战略，全面发力ToB云业务，经过4年时间，微软成功从以PC时代卖Windows和Office软件为主，转型为提供云服务和办公订阅的平台型公司。

2019年微软投资AI初创公司OpenAI，获得GPT系列大模型的独家授权。2023年逐步将AI能力融入所有业务，推动商业化进程，打造新一轮增长引擎。一方面，基于Azure云提供MaaS一站式服务，Azure业务在FY24Q1收入增速回升，AI对其贡献3个点增量，AI拉动作用开始体现；另一方面，以AI助手Copilot赋能所有产品，其中为Microsoft 365面向B端、C端用户均推出产品，带来50%~280%的价格涨幅，根据根据FY23Q3~FY24Q1的用户增长情况及订阅费测算，M365商业版和企业版Copilot每1%的渗透率对应14.4亿美元收入。

图 1：微软季度营收、股价涨跌幅及发展历程复盘



数据来源：Wind，微软官网，广发证券发展研究中心

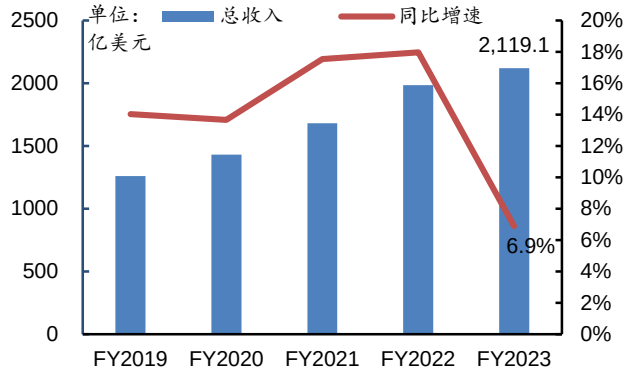
二、 各业务趋于回暖，降本效应明显，AI 对业务产生拉动作用

（注：本章节财务数据均为财年年度/财政季度数据）

（一） 收入增速回升，降本推动利润率增长

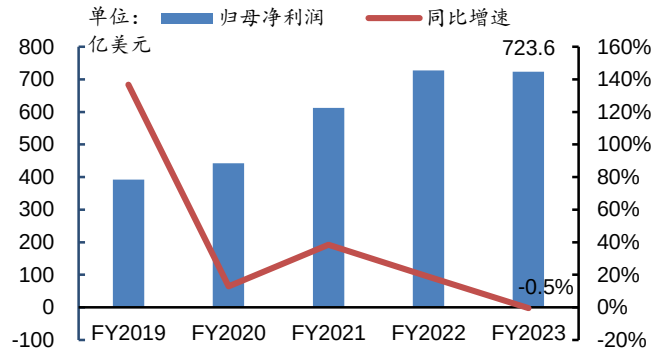
在FY2023，微软实现营收2119.1亿美元（YoY+6.9%），实现归母净利润723.6亿美元（YoY-0.5%）。在FY24Q1，微软收入提速，利润率持续提升。具体而言，微软FY24Q1实现营收565.2亿美元（YoY+13%，QoQ+0.6%）；实现归母净利润222.9亿美元（YoY+27%，QoQ+11%）。公司预计FY24Q2收入继续提速，总营收为604~614亿美元（YoY+15%~16%）。

图 2：FY19-23微软营收及同比增速



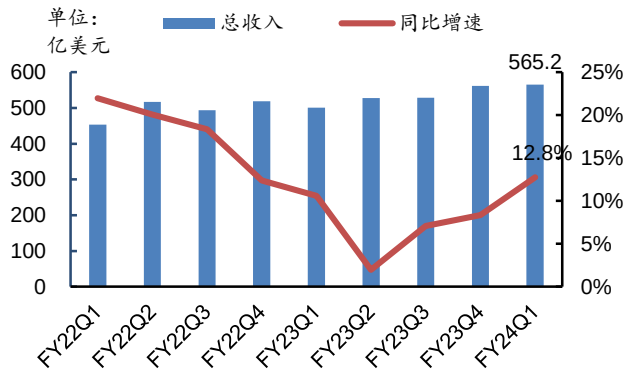
数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

图 3：FY19-23微软归母净利润及同比增速



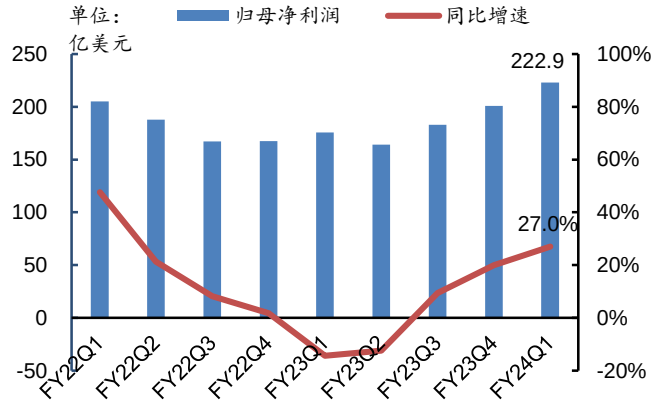
数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

图 4：FY22Q1-24Q1微软营收及同比增速



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

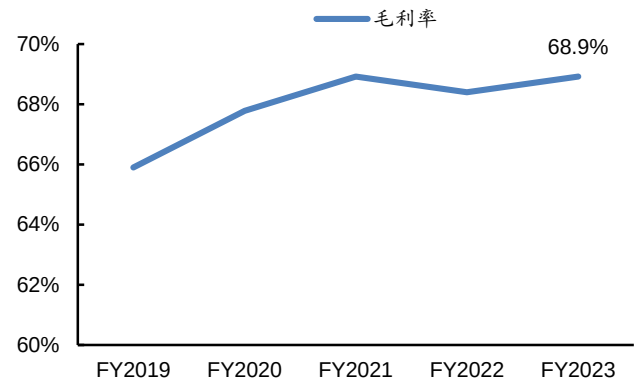
图 5：FY22Q1-24Q1微软归母净利润及同比增速



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

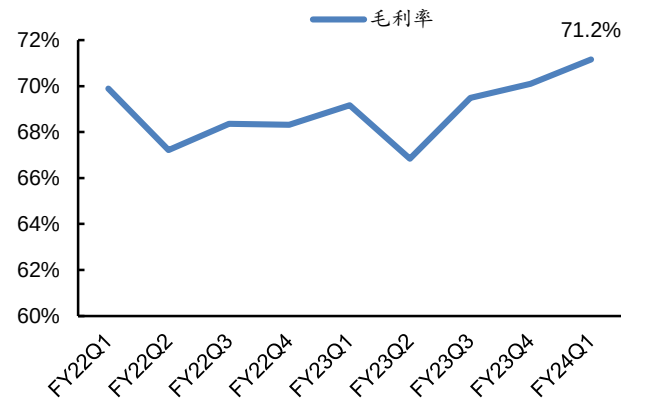
毛利率持续改善。在FY2023，毛利率为68.9%（YoY+2.0pct）。在FY24Q1，毛利率进一步改善，为71.2%（YoY+2.0pct，QoQ+1.1pct），主要得益于各个部门均做出改进。

图 6：FY19-23微软毛利率变动情况



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

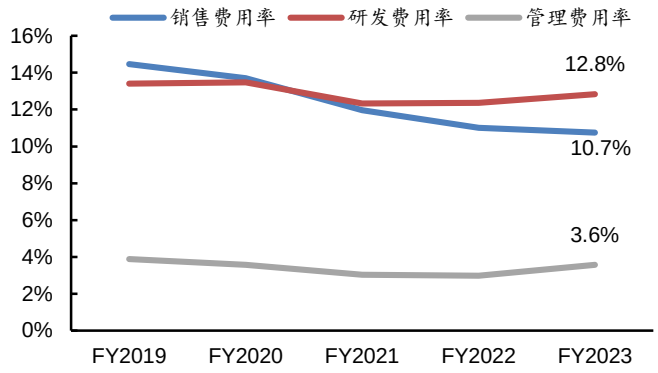
图 7：FY22Q1-24Q1微软毛利率变动情况



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

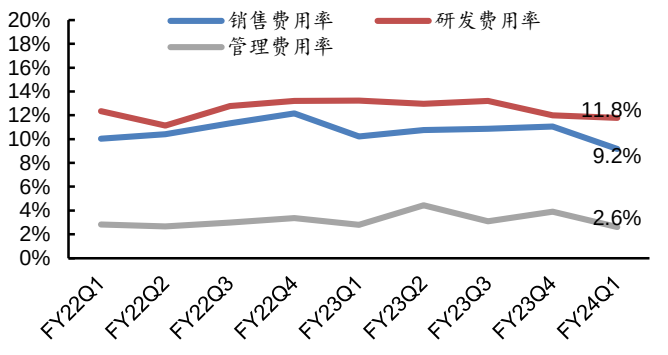
费用率趋于下降。在FY2023，微软三大费用合计为575.3亿美元（YoY+10.1%），其中销售费用/研发费用/管理费用分别为227.6/272.0/75.8亿美元，分别同比增长4.3%/10.9%/28.4%。在FY24Q1，微软销售费用达51.9亿美元（YoY+1.2%，QoQ-16.4%），主要由于在游戏方面的投资增加，销售费用率为9.2%（YoY-1.0pct，QoQ-1.9pct）；研发费用达66.6亿美元（YoY+0.5%，QoQ-1.2%），主要是云工程、LinkedIn和Windows相关费用增加，部分被设备业务费用下降抵消，研发费用率为11.8%（YoY-1.4pct，QoQ-0.2pct）；管理费用达14.7亿美元（YoY+5.4%，QoQ-32.9%），主要是法律方面开销增加，管理费用率为2.6%（YoY-0.2pct，QoQ-1.3pct）。

图 8：FY19-23微软费用率变动情况



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

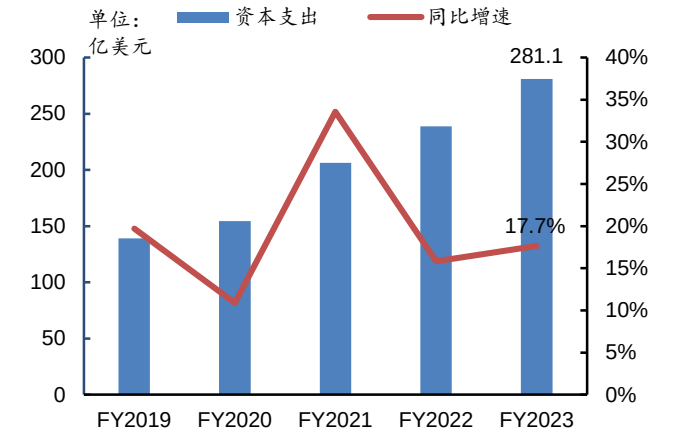
图 9：FY22Q1-24Q1微软费用率变动情况



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

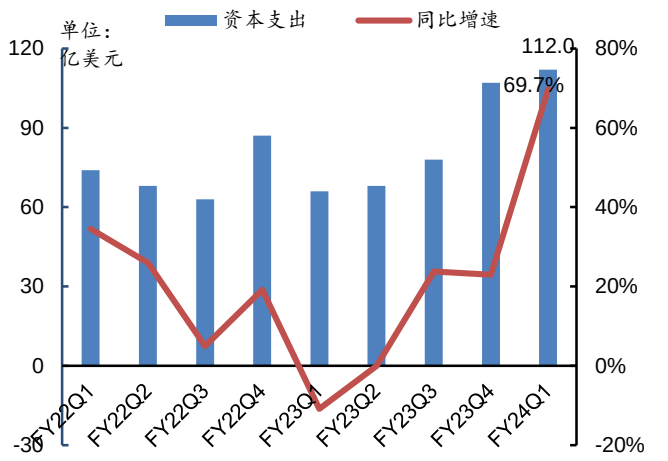
资本开支维持高速增长，以支持云与AI投资。在FY2023，微软资本支出为281.1亿美元，同比+17.7%。在FY24Q1，微软资本支出达112.0亿美元（YoY+69.7%，QoQ+4.7%），维持高速增长，以支持云服务和对AI基础设施的投资，微软预计资本支出在FY2024剩下几个季度将继续增长。根据FY23Q4 Earnings Call，公司预计24财年资本开支同比增加50%。

图 10：FY19-23微软资本支出及同比增速



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

图 11：FY22Q1-24Q1微软资本支出及同比增速



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

（二） 各业务趋于回暖，智能云收入占比持续提升，个人计算整体稳健

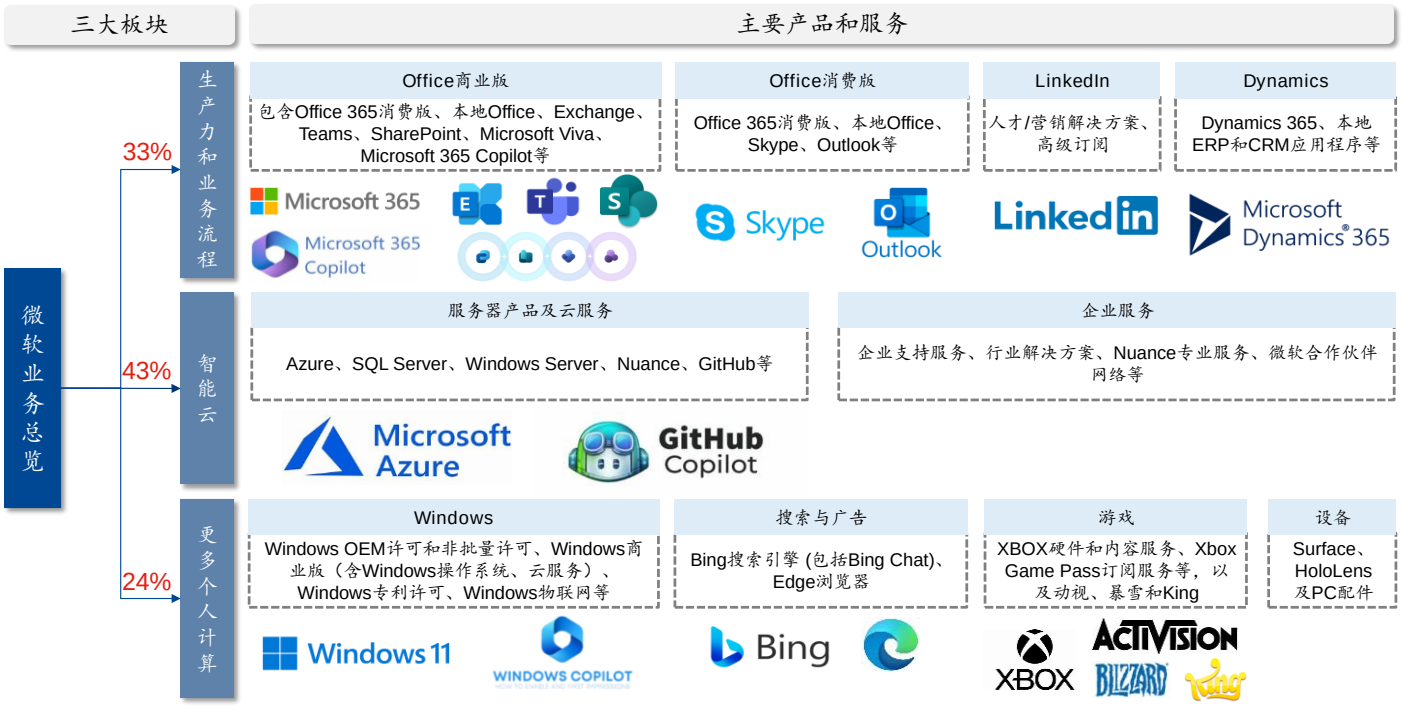
微软业务领域覆盖个人与企业用户的广泛需求，总体来说，主要包含三大板块：

（1）生产力和业务流程：旨在提高跨各种平台和设备的生产力、通信和信息服务。主要产品与服务包括Office系列办公软件、职场社交平台LinkedIn以及提供企业管理解决方案的Dynamics 365。

（2）智能云：提供广泛的公共、私有和混合服务器产品和云服务，为现代企业和开发人员提供支持。主要产品与服务包括服务器产品及云服务以及企业服务。

（3）更多个人计算：致力于提供全面的计算解决方案，以满足用户的个人计算需求。主要产品与服务包括Windows操作系统产品、Bing搜索引擎和Edge浏览器、Surface等设备产品以及Xbox系列等游戏硬件和内容。

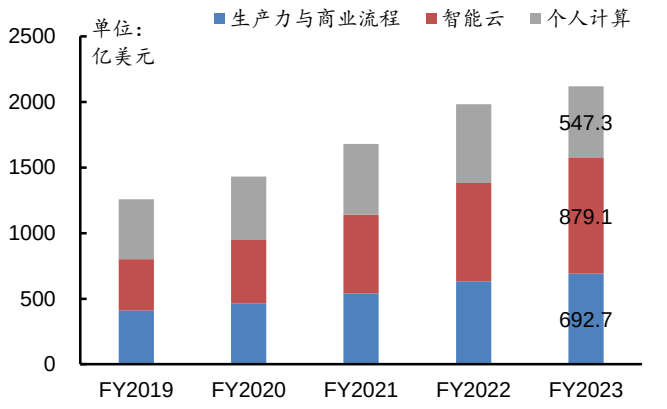
图 12：微软业务概览



数据来源：微软官网，微软财报，广发证券发展研究中心

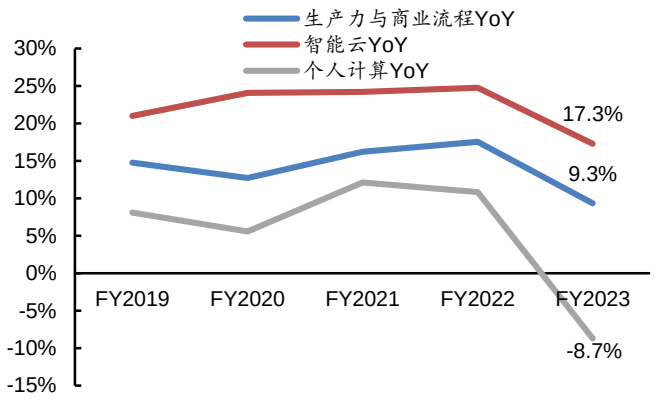
分业务看，FY2019至FY2023微软生产力和业务流程、智能云板块收入持续提升，更多个人计算板块FY2023承压。在FY24Q1，生产力与商业流程业务、智能云业务和更多个人计算业务分别实现营收185.9亿美元、242.6亿美元和136.7亿美元，同比增速分别为12.9%、19.4%和2.5%，生产力与商业流程业务、智能云业务均贡献了强劲的增长动力，更多个人计算业务也恢复增长。

图 13：FY19-23微软分业务收入情况



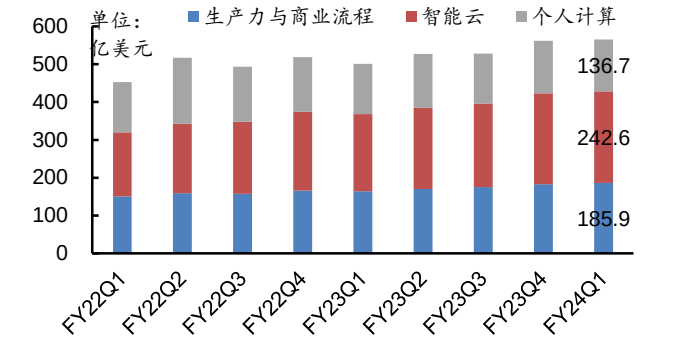
数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

图 14：FY19-23微软分业务收入同比增速



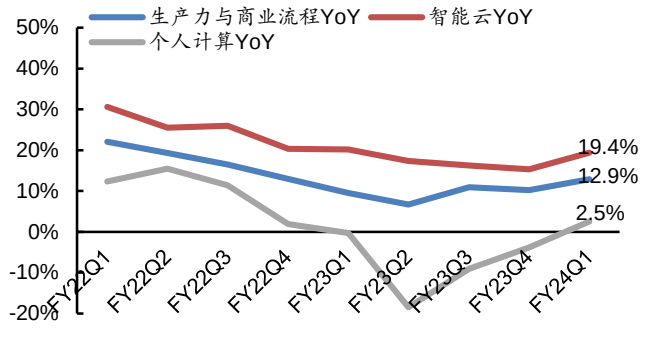
数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

图 15：FY22Q1-FY24Q1微软分业务收入情况



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

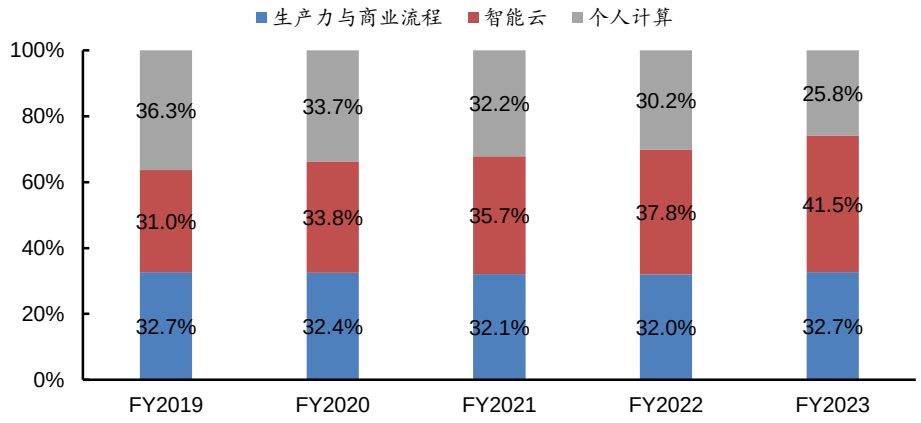
图 16：FY22Q1-FY24Q1微软分业务收入同比增速



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

业务占比上，FY2020及之后，智能云收入贡献最大，且其占比持续扩大，生产力与商业流程收入占比基本稳定。在FY2023，生产力与商业流程/智能云/个人计算分别占比32.7%/41.5%/25.8%，同比+0.7pct/+3.7pct/-4.4pct。

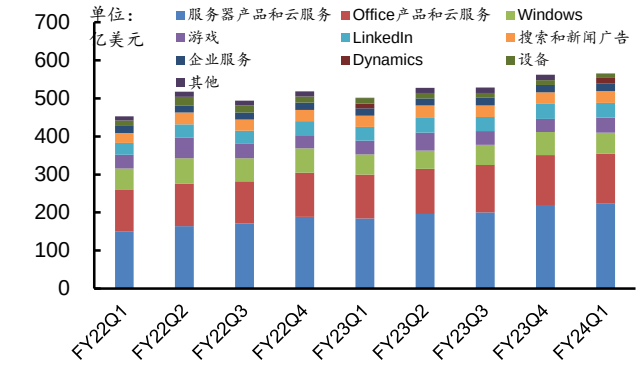
图 17：FY19-23微软分业务收入占比



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

分产品看，FY24Q1服务器产品和云服务实现收入223.1亿美元（YoY+21.3%，QoQ+1.7%）、Office产品和云服务实现收入131.4亿美元（YoY+13.5%，QoQ+0.1%）、Windows收入55.7亿美元（YoY+4.8%，QoQ-8.3%）、游戏收入39.2亿美元（YoY+8.6%，QoQ+12.3%）、LinkedIn收入30.5亿美元（YoY+7.9%，QoQ+0.1%）、搜索和新闻广告收入30.5亿美元（YoY+4.8%，QoQ+1.4%）、企业服务收入19.4亿美元（YoY+0.8%，QoQ-1.7%）、Dynamics收入15.4亿美元（YoY+22.2%）、设备收入11.3亿美元（YoY-22.3%，QoQ-9.4%）、其他收入0.1亿美元（YoY-85.7%，QoQ-99.4%）。

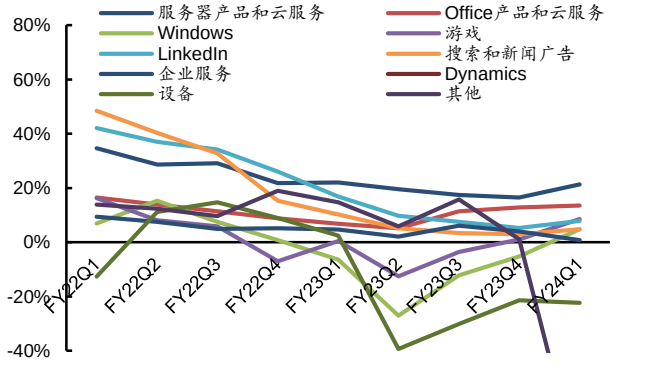
图 18：FY22Q1-FY24Q1微软分产品营收结构



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

备注：微软在 FY2023 年报中开始单独披露 Dynamics 数据，本图中 FY23Q1 的数据依据最新财报进行了调整，受影响项目有 Office 产品和云服务、LinkedIn、搜索和新闻广告、企业服务、其他。

图 19：FY22Q1-FY24Q1微软分产品收入同比增速



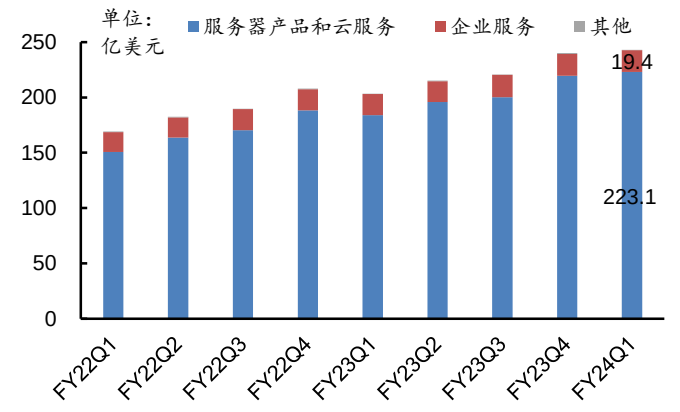
数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

备注：微软在 FY2023 年报中开始单独披露 Dynamics 数据，本图在 FY24Q1 中添加了同比增速。

（三） 智能云：Azure 增速企稳回升，AI 拉动作用体现

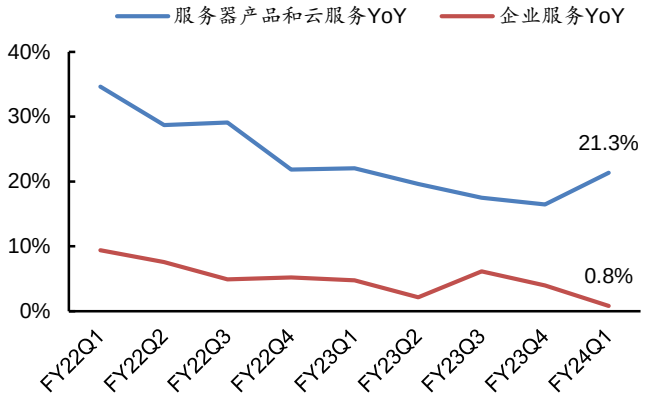
智能云业务包括公有、私有和混合服务器产品以及云服务，并为企业和开发人员提供支持。在FY2023，智能云业务总体实现营收879.1亿美元，同比+17.3%。智能云业务FY24Q1实现收入242.6亿美元，同比+19.4%，其中Azure及其他云服务在FY24Q1收入增速回升，AI对其贡献3个点增量（上季度为1个点），AI拉动作用开始体现。根据微软FY23Q1电话业绩会，公司预计FY24Q2智能云收入在251~254亿美元之间，同比+17%~18%，其中Azure收入预计同比+26%~27%。

图 20：智能云板块分产品收入



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

图 21：智能云板块分产品收入增速



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

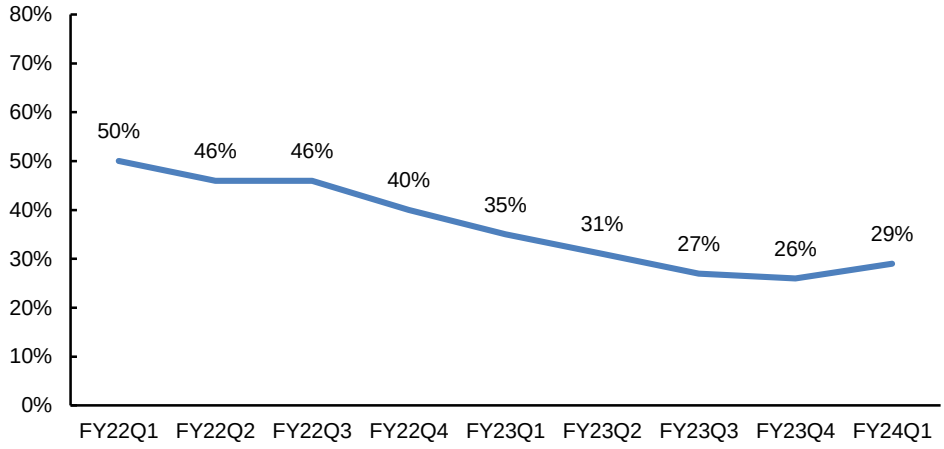
分产品看：

服务器产品及云服务旨在支持企业的IT基础架构、应用程序开发、数据管理和云计算需求，主要包含云计算平台Azure、数据库管理系统SQL Server、服务器操作系

统Windows Server、开发环境Visual Studio以及IT管理工具System Center；此外，还包含微软收购的Nuance和GitHub公司，Nuance以AI语音识别、图像处理技术赋能传统行业，GitHub是基于云的软件开发平台，为开发人员提供代码托管、版本控制和协作管理等功能。FY24Q1服务器产品及云服务收入同比+21.3%，主要由Azure和其他云服务同比+29%推动，同时很大部分客户因预期会使用AI服务重新开始使用微软的云服务，AI对Azure形成正向驱动。

企业服务包括企业支持服务、行业解决方案、Nuance专业服务、微软合作伙伴网络和学习体验。FY24Q1企业服务收入同比+0.8%，主要由于企业支持服务收入的增加，部分被行业解决方案的下降所抵消。

图 22：Azure及其他云服务收入同比增速



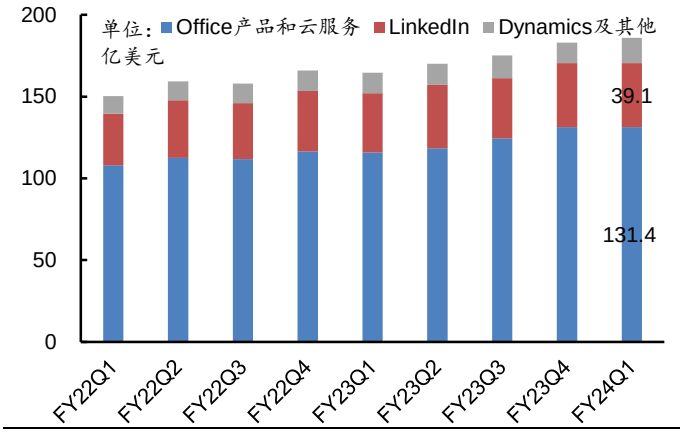
数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

备注：FY22Q2 前是 Azure 营收增速，FY22Q2 后是 Azure 及其他云服务营收增速。

（四） 生产力与商业流程：Office 业务稳健，Dynamics 保持高速增长

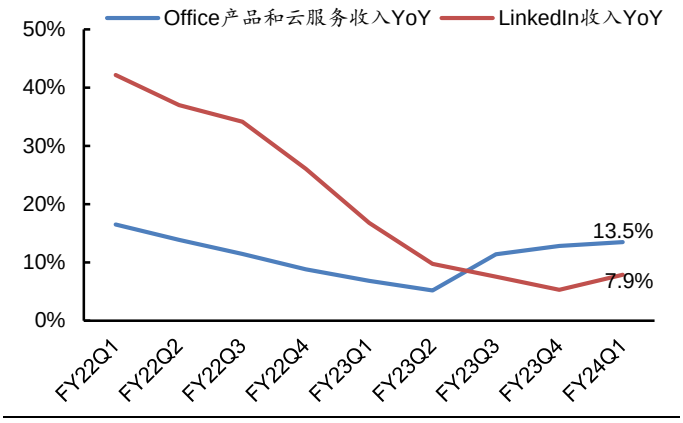
生产力和商业流程业务旨在为用户提供强大的生产力平台并优化业务流程，以实现更高效和智能的办公与协作。在FY2023，生产力和商业流程业务总体实现营收692.7亿美元，同比+9.3%。在FY24Q1，生产力与商业流程业务实现收入185.9亿美元，同比增速提升至12.9%。根据微软FY23Q1电话业绩会，公司预计FY24Q2生产力与流程业务营收有望达到188~191亿美元，同比+11%~12%。

图 23：生产力与商业流程板块分产品收入



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

图 24：生产力与商业流程板块分产品收入增速



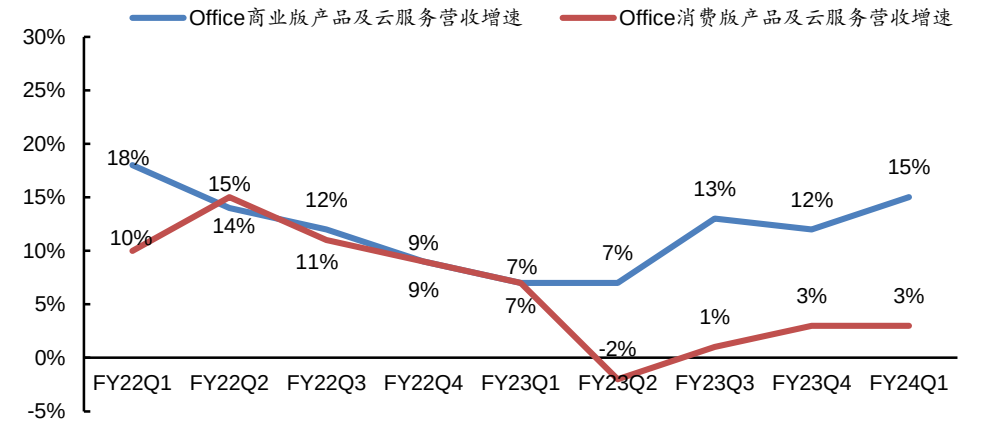
数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

分产品看：

Office商业版面向商业和企业用户，提供协作办公、企业级安全和管理以及Copilot等功能，包含Office 365商业版、企业级电子邮件应用Exchange、团队协作平台Teams、员工体验平台Viva、AI助手Microsoft 365 Copilot等。FY24Q1 Office商业版收入同比+15%，主要由中小企业和一线员工需求增长、ARPU上升驱动。公司预计FY24Q2 Office 365将继续推动Office商业版收入增长。

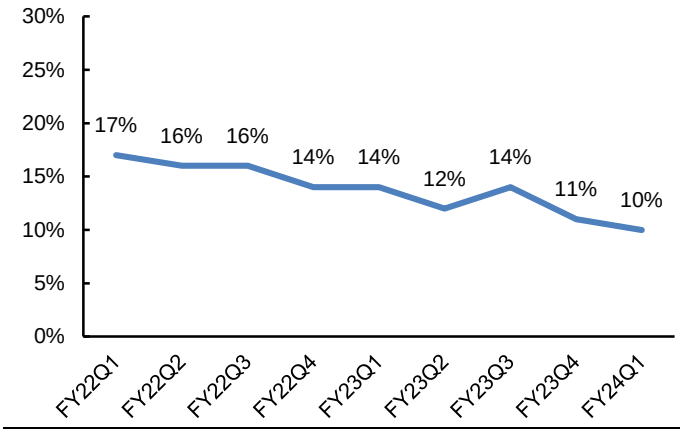
Office消费版面向个人和家庭用户，提供个人办公、云存储和移动设备支持等功能，包含Office 365消费版、即时通讯和语音通话应用Skype、个人电子邮件软件应用Outlook等。FY24Q1 Office消费版收入同比+3%，主要由于订阅用户数量的增长，而用户量增长主要由功能升级和拓展以及安全性能提升驱动。公司预计FY24Q2 Microsoft 365订阅有望推动Office消费版收入实现中个位数增长。

图 25：Office商业版、消费版营收同比增速



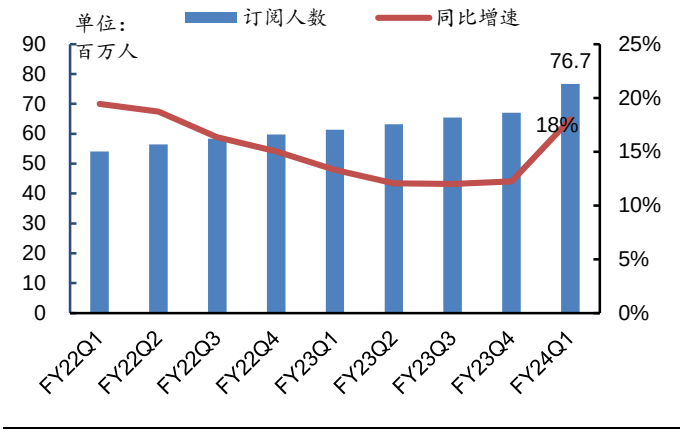
数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

图 26：Office 365商业版订阅数同比增速



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

图 27：Office 365消费版订阅数量及同比增速



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

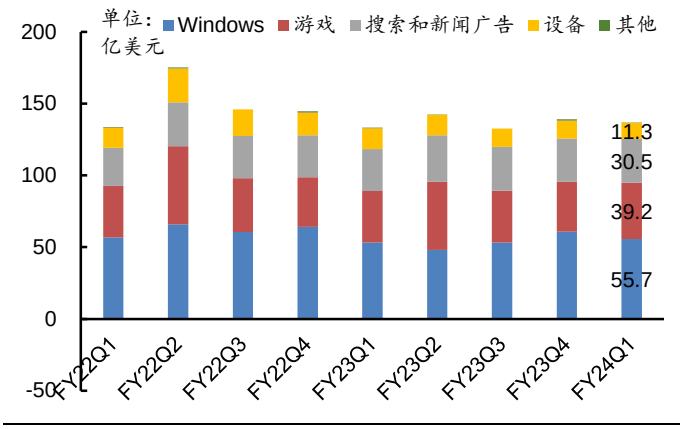
LinkedIn是面向全球专业人士的职业交流平台，是一个庞大的人才数据库，其主要包括3个收费方案：（1）人才解决方案：帮助公司搜索候选人、发布职位并简化招聘流程；（2）营销解决方案：帮助公司提升品牌知名度和影响力；（3）高级订阅：面向付费的个人用户提供更多增值功能，包括查看他人完整资料、高级搜索、联系个人工作关系网之外的其他用户等。FY24Q1 LinkedIn收入同比+7.9%，主要由人才解决方案贡献。

Dynamics旨在帮助组织管理和优化其业务流程、客户关系和运营效率，主要包括云端应用Dynamics 365、本地ERP和CRM应用程序等。FY24Q1 Dynamics收入同比+22%，主要由Dynamics 365收入同比+28%驱动。

（五） 更多个人计算：Windows 业务恢复增长

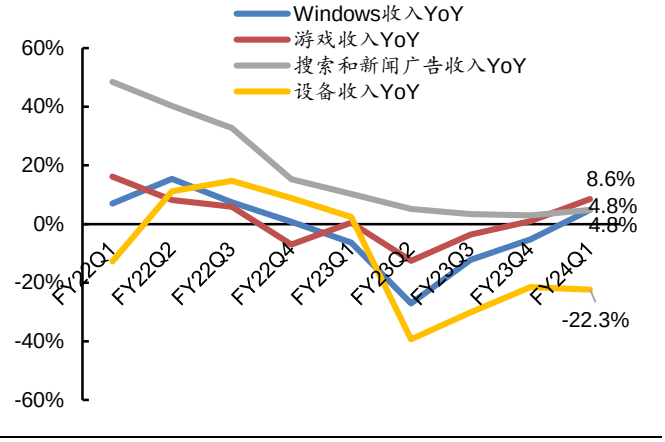
更多个人计算业务致力于提供全面的计算解决方案，包括操作系统、浏览器和搜索引擎、游戏以及硬件设备，以满足用户的个人计算需求。在FY2023，更多个人计算业务总体实现营收547.3亿美元，同比-8.7%。在FY24Q1，更多个人计算业务收入止跌反弹。更多个人计算业务FY24Q1实现收入136.7亿美元，同比+2.5%，主要受游戏和Windows驱动，部分被设备业务下滑拖累。根据微软FY23Q1电话业绩会，公司预计FY24Q2更多个人计算业务营收为165~169亿美元，同比+16%~19%。

图 28：更多个人计算板块分产品收入



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

图 29：更多个人计算板块分产品收入增速



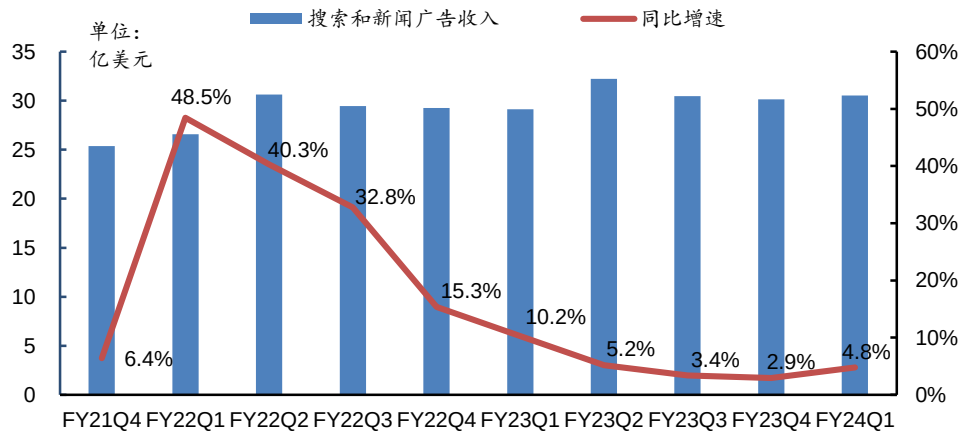
数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

分产品看：

Windows操作系统具备直观的用户界面、广泛的应用程序支持和其他丰富功能，广泛应用于PC、笔记本、平板和移动设备。收入主要来自于授权给OEM的Windows、授权给企业客户的Windows商业版、Windows专利授权以及物联网特供版本的Windows等。FY24Q1 Windows收入同比+4.8%，主要由Windows商业版收入同比+8%和Windows OEM收入同比+4%驱动，其中Windows商业版收入增长主要由Microsoft 365需求增加驱动。公司预计FY24Q2 Windows OEM收入同比+5%~9%。

搜索和新闻广告方面，收入主要来自Bing搜索引擎、Edge浏览器及微软新闻。Edge浏览器是Windows操作系统的默认浏览器，提供快速的浏览速度、安全的浏览体验及丰富的功能；Bing为Edge浏览器内置的搜索引擎；微软新闻与Edge浏览器紧密集成，使用户能够直接从浏览器中搜索和获取新闻内容。FY24Q1搜索和新闻广告收入同比+4.8%。

图 30：FY21Q4-FY24Q1微软搜索和广告收入及同比增速



数据来源：微软财报，广发证券发展研究中心

游戏方面，微软打造出“内容+社区+云”三位一体的游戏生态系统。Xbox Game Pass订阅服务提供丰富的第一方和第三方游戏，并形成庞大的游戏社区生态。Xbox云游

戏让玩家无需下载和安装，通过云端即可在PC、手机、平板等各种设备上随时随地畅玩游戏。2023年10月，微软以687亿美元完成对动视暴雪的收购，为游戏史上最大规模的并购案。FY24Q1微软游戏收入同比+8.6%，主要由第一方游戏内容和Xbox Game Pass订阅服务增长驱动；由于收购动视暴雪后合并收入流，微软预计游戏FY24Q2收入将增长近50%。

设备为Windows生态系统提供硬件支持，Windows的每个新版本都能开启全新一代的硬件创新，主要包含Surface、HoloLens和PC配件。Surface系列产品为平板或电脑设备，包括平板Surface Go、轻薄笔记本Surface Laptop、平板+电脑二合一的Surface Pro和高性能二合一电脑Surface Book。HoloLens产品则为一款基于云的MR（Mixed Reality）头戴式透明显示器，使得员工可在虚拟环境中协作、设计产品及查看可视化的实时数据等，帮助员工更智能、高效地工作。FY24Q1设备收入同比-22.3%，延续下滑态势。公司预计FY24Q2设备收入同比-15%左右。

图 31：为Windows 11打造的Surface系列产品



数据来源：微软官网，广发证券发展研究中心

图 32: 通过HoloLens 2在设计产品时查看可视化数据



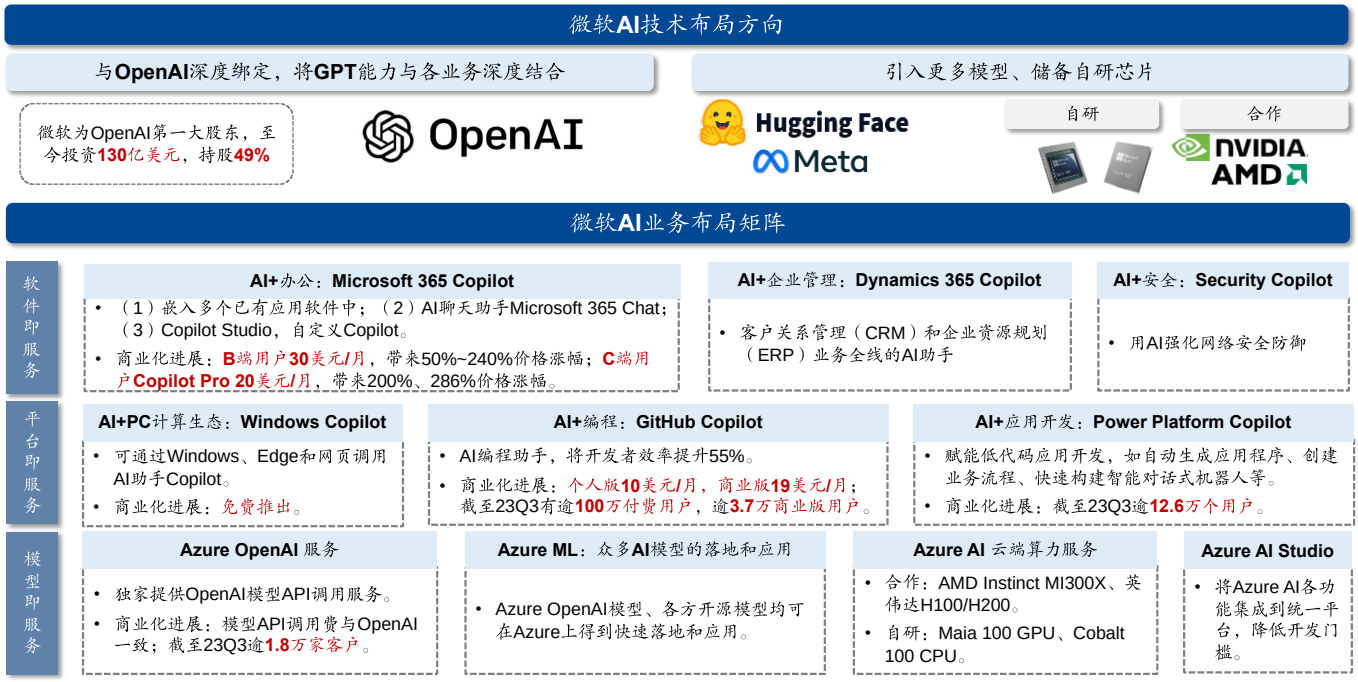
数据来源：微软官网，广发证券发展研究中心

三、 展望未来有哪些增长驱动？

（一） AI 全面赋能微软业务，生态护城河逐步构建

微软正利用AI全面赋能各业务，并逐步构建生态加深护城河。一方面，通过**Azure AI**提供MaaS一站式服务，实现众多AI模型的落地和应用，包括提供OpenAI GPT系列闭源模型以及LlaMa 2、Stable Diffusion等开源模型，另一方面，AI助手**Copilot**从底层操作系统到应用软件全面赋能各产品，包括AI+办公的Microsoft 365 Copilot、AI+操作系统的Windows Copilot等。在巩固大模型和算力的关键技术外，微软推出各种平台和工具，致力于降低AI应用的开发门槛，扩大AI业务生态。企业级开发平台**Azure AI Studio**集成模型、工具等到统一平台中，帮助简化开发流程、降低开发门槛，并支持用户基于自有关键业务数据来构建专属生成式AI应用。低代码工具**Copilot Studio**则支持构建特定应用场景下的Microsoft 365 Copilot和自定义GPT模型，扩展Copilot应用生态。

图 33：微软AI布局方向和布局矩阵概览



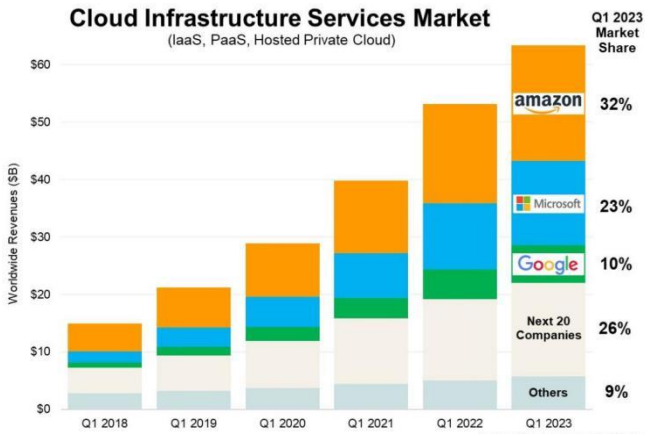
数据来源：微软官网，微软财报，Financial Times，广发证券发展研究中心

（二） 云业务：AI 形成正向驱动，Azure 收入增速回升

三家云计算巨头占据逾六成的市场份额，微软市占率呈上升趋势。云计算市场形成寡占格局，巨头们借助“云+AI”技术优势不断扩大领先地位，根据Statista统计，23Q2亚马逊AWS、微软Azure和谷歌云市占率分别为32%、22%和11%，合计占据65%的市场份额。纵向比较来看，**亚马逊AWS**持续领跑，长期稳定维持在30%-35%

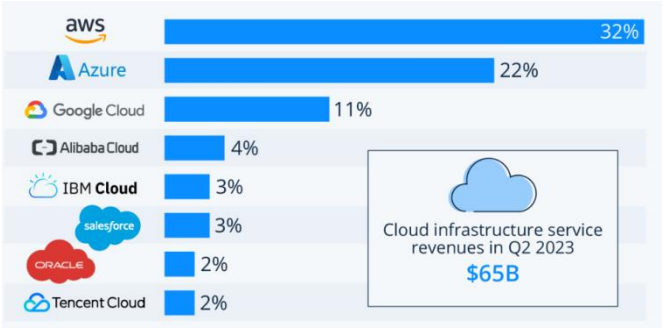
的市场份额占比；**微软Azure**位列第二，近年来市占率快速提升，与谷歌云、阿里云和IBM等厂商拉开差距，向位列第一的AWS发起挑战；**谷歌云**在2021年取代阿里云成为全球第三大云厂商，市占率稳步提升。

图 34：全球云计算服务市场规模及主要参与者份额



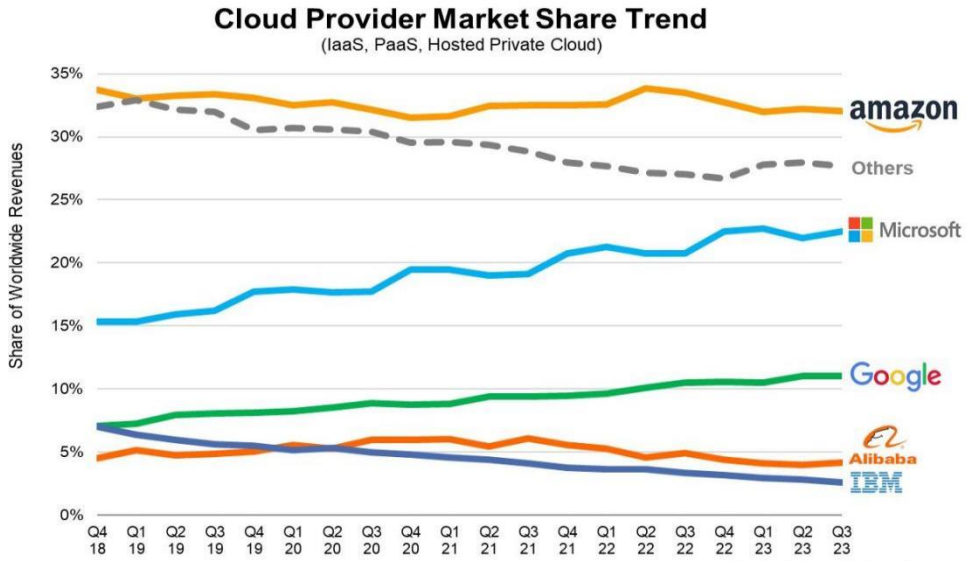
数据来源：Synergy，广发证券发展研究中心

图 35：23Q2全球云计算厂商市场份额情况



数据来源：Statista，广发证券发展研究中心

图 36：微软Azure云计算市场份额呈上升趋势



数据来源：Synergy，广发证券发展研究中心

客户成本优化影响减弱，AI带来新增量，云计算增速开始出现拐点。近年来，受全球通胀压力和宏观经济下行的双重影响，企业支出收紧，全球云计算市场规模增速明显下行。根据财报数据，AWS、微软智能云和谷歌云业务的合计营收同比增速在21Q2的44%峰值后逐季下跌。2022年11月，ChatGPT的推出在全球掀起生成式AI浪潮，在大模型、算力等需求的刺激下，AWS、微软Azure和谷歌云业务在23Q1/23Q2/23Q3的合计营收同比增速分别为21%/19%/19%，增速跌幅趋稳。一方面，越来越多的客户正在进入新的工作负载，成本优化影响继续减弱，另一方面，AI应用带来云计算需求新增量，未来全球云计算市场规模增速有望回升。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/296240131011010042