

MSFT_19Q1 财务分析

FY19Q1 概况：收入超预期 4.2%，EPS 超预期 18.5%

Current Quarter	Bloomberg 19Q1 Consensus	Factset 19Q1 Consensus	Guidance	DTC	Actual
Office Consumer				927	
Office Commercial				6,688	
Dynamics				609	
LinkedIn				1,500	
Other				56	
Productivity and Business Processes		9,391	9,250-9,450	9,780	9,771
Azure				2,909	
Server Tools				4,220	
Enterprise Services				1,380	
Other				-	
Intelligent Cloud		8,277	8,150-8,350	8,508	8,567
Windows				4,331	
Devices				1,215	
Gaming				2,048	
Search				1,818	
Other				442	
More Personal Computing		10,183	9,950-10,250	9,854	10,746
Total Revenue	27,922	27,879	27,350-28,050	28,143	29,084
Gross Margin	65.7%	65.5%	63.0-67.8%	66.5%	65.9%
Operating Margin	32.4%	32.4%	29.8-34.2%	33.8%	34.2%
adj. EPS	0.962	0.96	0.90-1.01	1.02	1.14

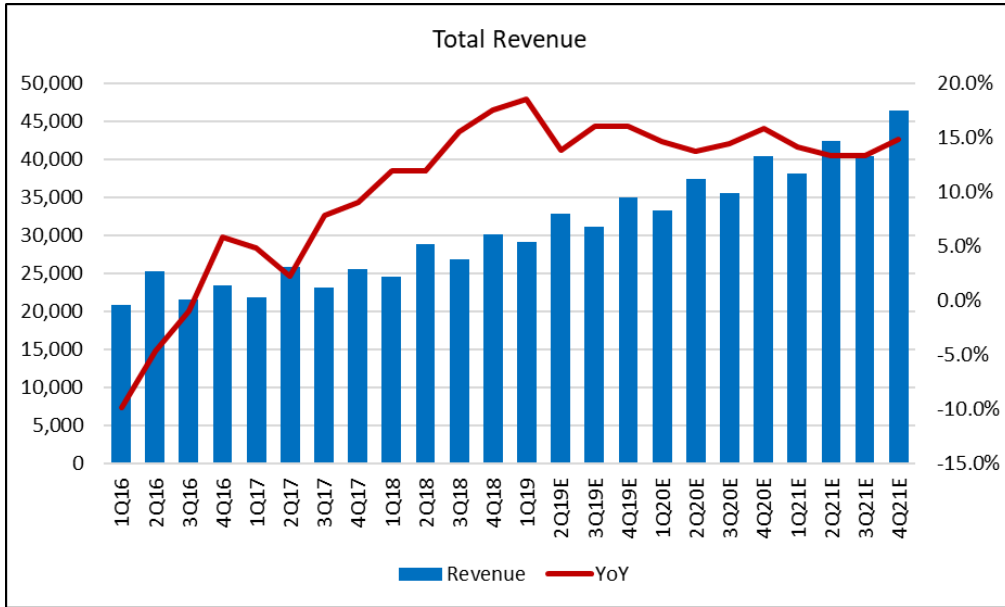
FY19Q2 指引：PBP 指引中值略高于市场预期，IC 和 MPC 指引下限基本上是市场预期；

Next Quarter	Bloomberg 19Q2 Consensus	Factset 19Q2 Consensus	Guidance
Office Consumer			
Office Commercial			
Dynamics			
LinkedIn			
Other			
Productivity and Business Processes		10,029	9,950-10,150
Azure			
Server Tools			
Enterprise Services			
Other			
Intelligent Cloud		9,158	9,150-9,350
Windows			
Devices			
Gaming			
Search			
Other			
More Personal Computing		12,941	12,800-13,200
Total Revenue	32,258	32,217	31,900-32,700
Gross Margin	62.2%	62.0%	63.0-67.8%
Operating Margin	31.0%	31.3%	29.8-34.2%
adj. EPS	1.077	1.08	1.04-1.16

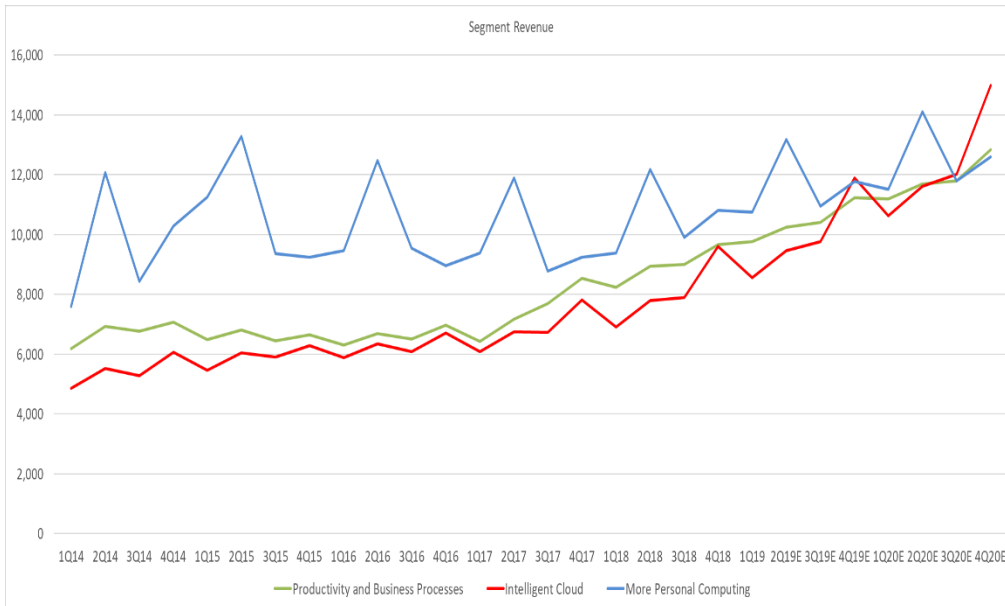
一. 业绩要点:

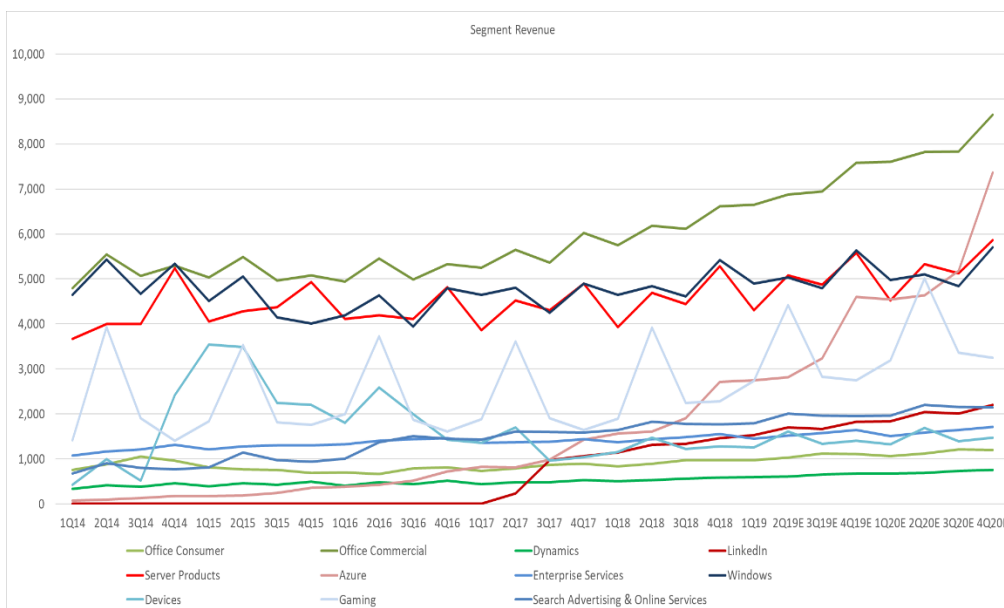
1. 营收概况:

- Revenue 29,084M, 同比上升 18.5%.



按业务板块划分:

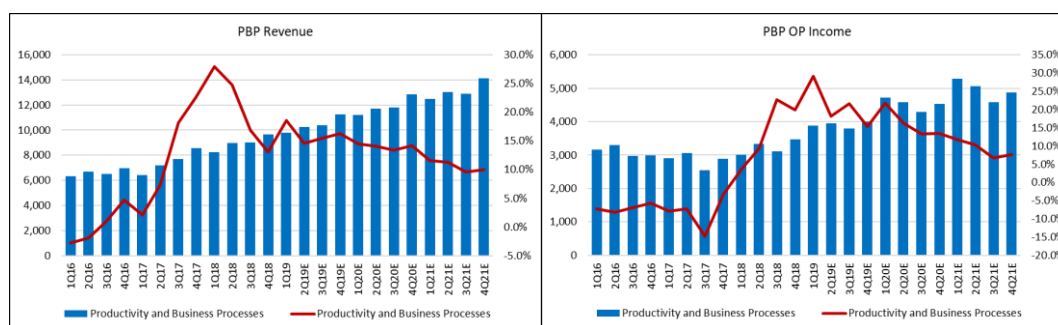




三大业务板块全面提升。

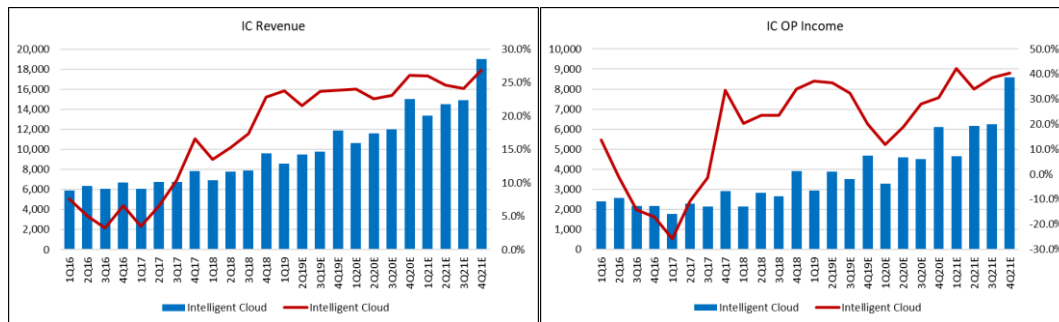
a) Productivity and Business Processes 营收 9,771M，同比上升 18.6%；

- Office commercial 营收同比增长 17%，其中 office commercial 365 的 36%同比增长， office commercial 365 seats 增长 29%；
- Office consumer 营收同比增长 16%， office 365 consumer 订阅用户达到 32.5M；
- Dynamics 营收同比增长 20% (全年预期 2.5B)，其中 Dynamics 365 同比增长为 51%；
- LinkedIn 贡献 1.530B 的营收，同比增长 33%；



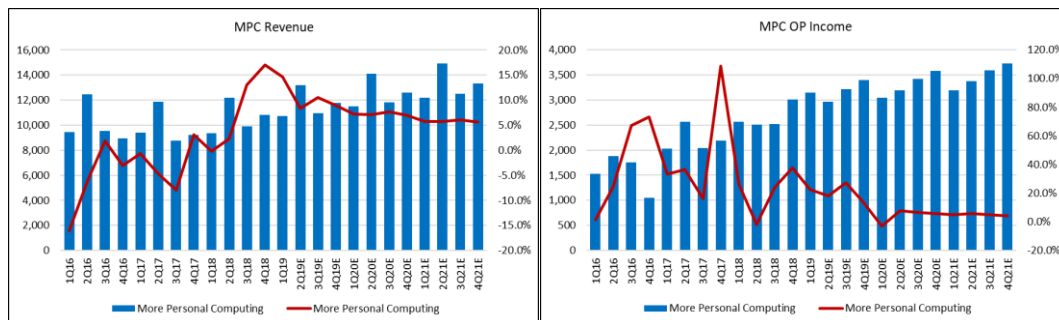
b) Intelligent Cloud 营收 8,567M，同比上升 23.8%；

- Server products and cloud services 增长 28%，其中 Azure 营收同比增长 76%；
- On-premise Server 业务同比增长 10%，由更高端的服务器版本和混合云推动，另外就是 19Q2 部分产品将提价使得部分需求提前释放；
- Enterprise Services revenue 增长 6%；



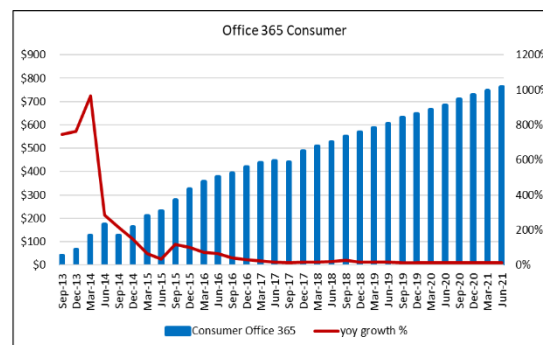
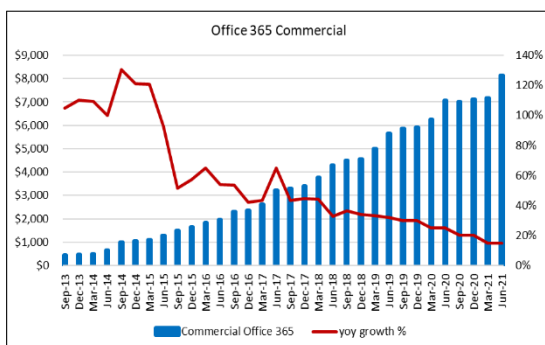
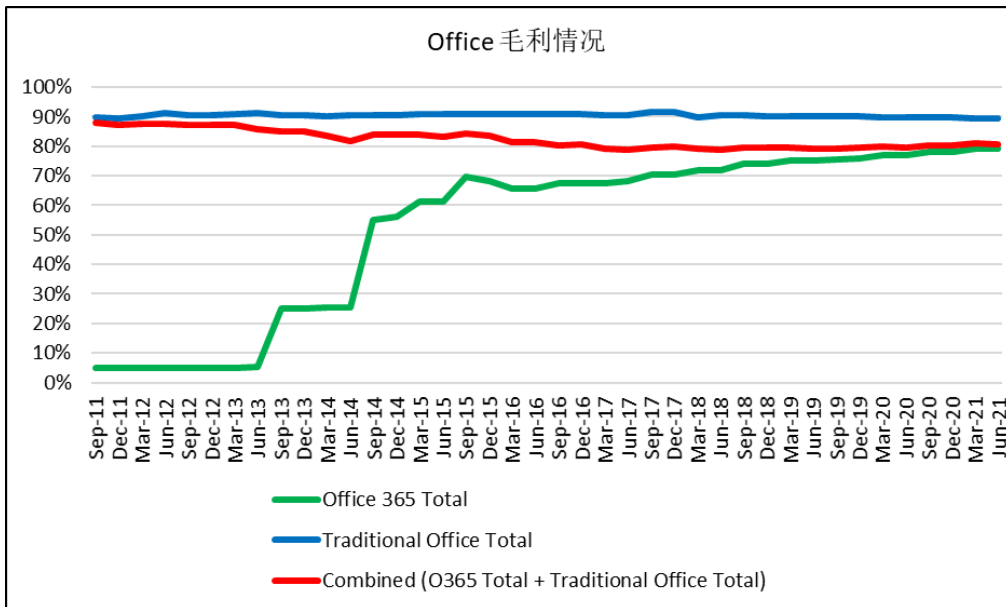
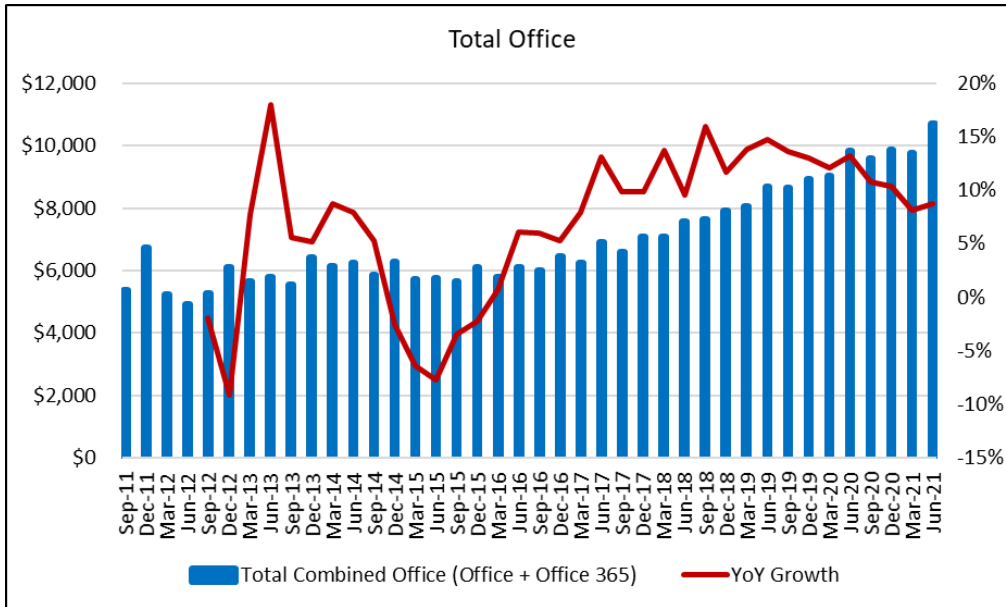
c) More Personal Computing 营收 10,746M，同比增长 14.6%；

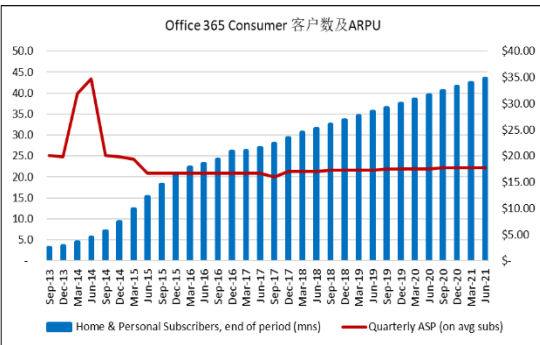
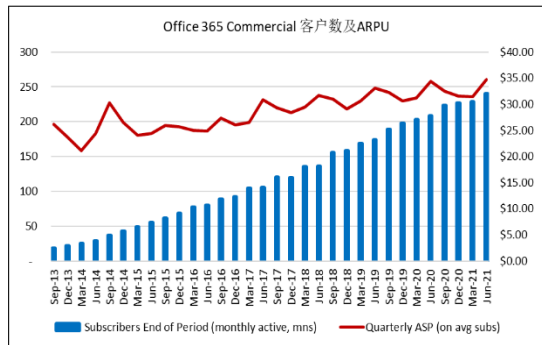
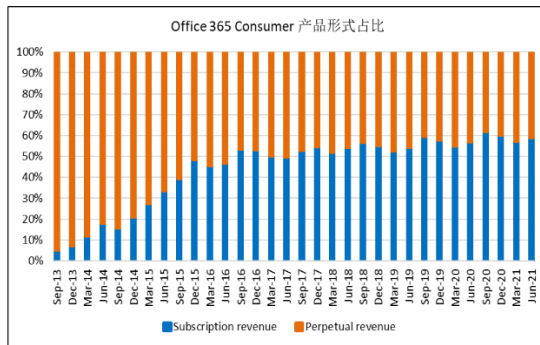
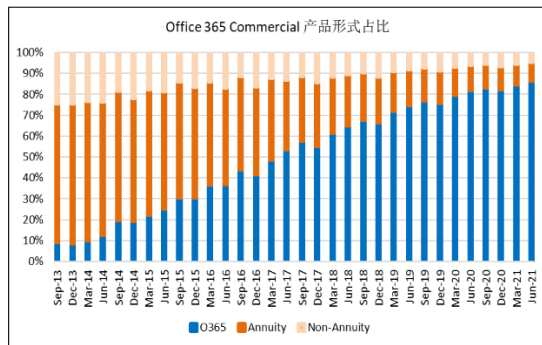
- Windows OEM 上涨 3%，其中 OEM Pro 收入增长 8%，略微领先 PC 市场；
- Windows commercial products and cloud services revenue 增长 12%，由于 multi-year agreements 的占比提升；
- Gaming 营收同比增长 44%，软件收入增长 36%，硬件收入增长 94%；
- Surface 营收同比增长 14%；
- Search advertising revenue 上涨 9%；



2. Office 往 365 转型的进程：

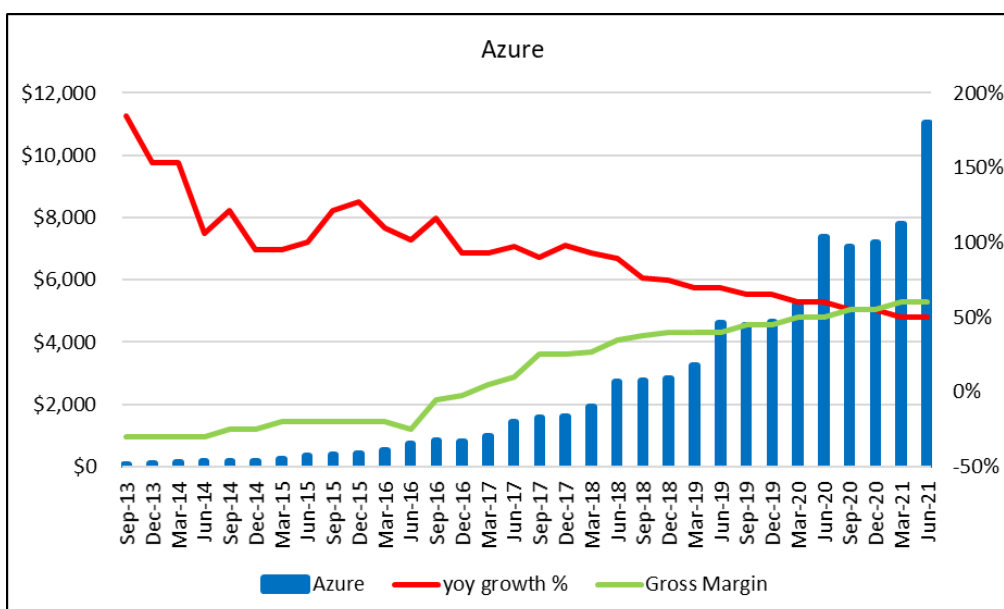
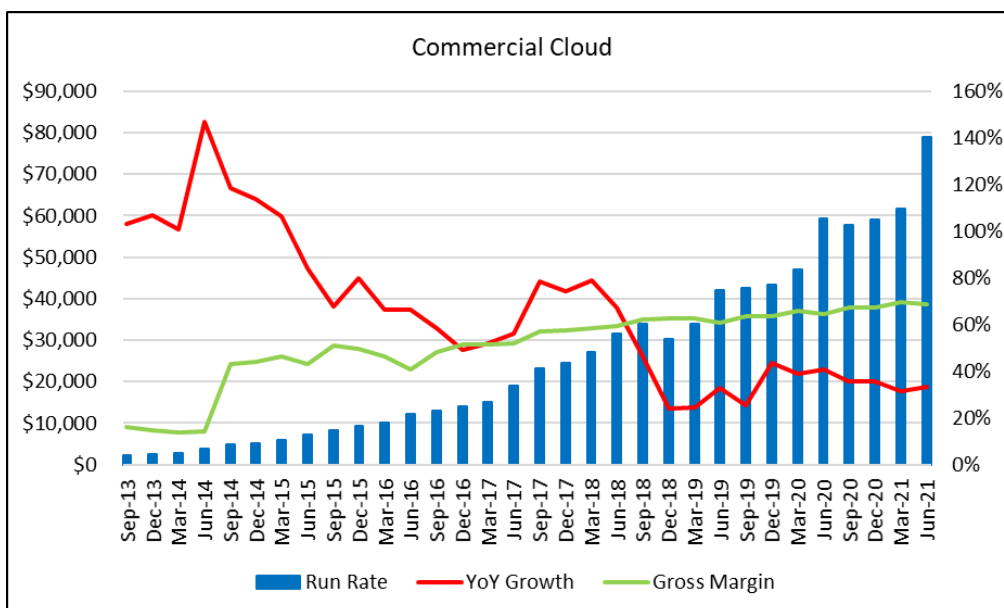
- Commercial office 365 营收同比增长 36%，订阅用户本季度同比增长 29%，企业级 office 365 营收占比达到 commercial office 业务的 68%，进一步提升；
- 营收增速高于用户增速，由于更多的企业客户逐渐从 E1（8 元/月）转到 E3（20 元/月），且开始转向 E5（35 元/月），ARPU 值提。
- 传统企业级 office 产品营收下滑 12%；
- Commercial office 合计增长率 17%，有 5%左右的增长是由于渠道赶在价格更好的 Office 2019 推出之前的提前销售；
- Office consumer 365 的收入同比增长 25%，用户数达到 32.5M；
- 毛利率方面，随着 O365 转型的持续，可以看到目前 Office 产品线整体的毛利率已经基本稳定在 80%左右；
- Office 所有产品整体增长 16%，为开启转型后最佳的单季表现；





3. 商务云业务

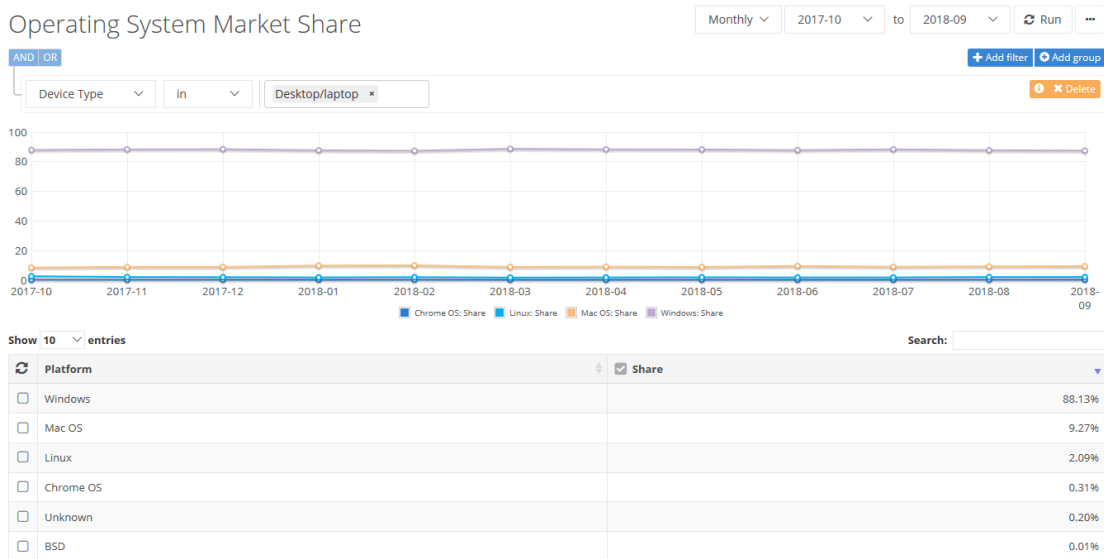
- Commercial cloud 业务，这个季度进行调整，将 Commercial LinkedIn (大约占整个 LinkedIn 收入的 65%左右) 收入纳入，现在商务云包括 Azure, commercial office 365、Dynamics 365 以及 Commercial LinkedIn 四项业务；
- 商务云的收入达到 8.5B, 同比增长 47%, 趋势仍然非常健康；
- 分项来看, Azure 增长 76%, C.O.365 增长 36%, Dynamics 365 增长 51%, Commercial LinkedIn 31%, 保持着高增速；
- Azure 本季度增速略低于市场预期 (~78%), 但 DTC 认为有微软 BYOL 计划 (Azure Hybrid Benefits) 的一部分影响, 结合整个服务器业务看, 不需要担心；
- 商务云业务毛利率提升, 同比由 58%提升至 62%, Azure 毛利率的显著提升；
- 本季度新推出了 100 项 Azure 新功能, 专注于现有工作流比如安全领域以及新工作流比如 IoT 和 Edge AI 等；
- Commercial Booking Growth 同比增长 15%, 好于公司预期, 受益于更大金额和更长期限的 Azure 订单, 已经 On-premise 的增长；
- Commercial revenue annuity mix 同比提升一个点至 90%；
- Unearned Revenue 超过 27.298B, 同比增长 22%；



4. More personal computing 业务

- Windows 本季实现了 3% 的增长;
- Windows 整体 PC 端市场占有率稳定 (90% 左右);
- Surface 业务营收 1,180M, 同比增长 14%, 由 Surface Book 2 和 Surface Go 推动;
- Gaming 业务本季同比增长 44%, 软件部分增长 36%, 其中单款第三方游戏 (堡垒之夜 Fortnite 贡献巨大), Xbox Live 的月活 57M, 硬件销售增长 94%, 主要是节日硬件套装的销售比预期提前;
- Gaming 同时积极推动云转型, Xbox Live, Game Pass Subscription 和 Mixer 大幅提高了玩家参与度;
- 10 月早些时候, 推出了 Project xCloud 项目, 基于流媒体技术的云游戏平台, 虽然仍在早期, 但是对于长期前景感到兴奋;
- 搜索业务表现良好, 实现了同比 9% 的增长;

PC 操作系统市场占有率情况（数据来源 NetMarketshare，截止到 2018 年 9 月底）



5. 其他：

- Open Data Initiative 计划，Dynamics 与 Adobe 和 SAP 形成战略合作，实现数据层面的共享；
- GitHub 的收购预计将很快完成；

小结：

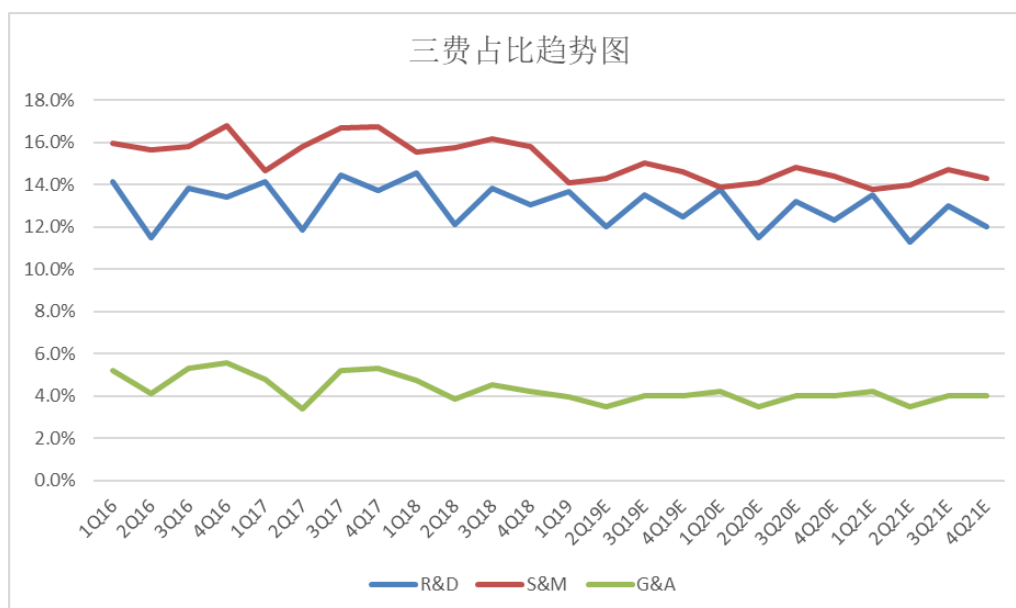
- **Office 365 发展情况良好，未来的增长驱动包括：**
 - 现有 Office 用户转向 O365；
 - 持续增长的新用户；
 - 积极引导订阅用户向价格更高的产品转移，比如由 E1 转向 E3，现在又推出了 E5；
 - 现有产品毛利率的提升，长期看有信心 SaaS 毛利做到行业较好水平 (>80%)；
 - 转向云端后盗版的减少；
- **Azure 增长良好，持续保持高增速，未来增长驱动包括：**
 - 企业云战略的不断推进，趋势是逐步有中小企业开始向大企业延伸；
 - 微软在大企业软件市场长期的市场地位有助于 Azure 进一步的获取市场份额；
 - Azure 毛利率持续改善，目前模型预测毛利率 38%左右，未来有信心可以提升至与 AWS 相仿的水平 (>60%)；
- **传统 Server 业务也保持良好发展，混合云的需求很大，微软在这个领域有一定的产品优势；**
- **Windows 业务表现近几个季度都非常好，未来影响因素包括：**
 - 整体 PC 市场的发展及市场占有率情况，整体发展我们给予了一些向上修正，市场占有率 Windows 多年来一直垄断，我们认为将会持续；
 - Microsoft 365 的推出，将 Windows 10 与 Office 365 等一起打包捆绑销售，将带动一定的增长；
 - 投行渠道调研，经销商普遍预期本次 Windows 的周期会在 2019 年上半年见顶；
- **Surface 持续推出市场反应不错的新品，继 Surface Book 2 和 Surface Go 之后，十月份又新推出了 Surface Pro 6 和 Surface Laptop 2；**
- **Gaming 业务有了更加清晰的发展战略，云游戏会是行业主要发展方向之一，微软在十**

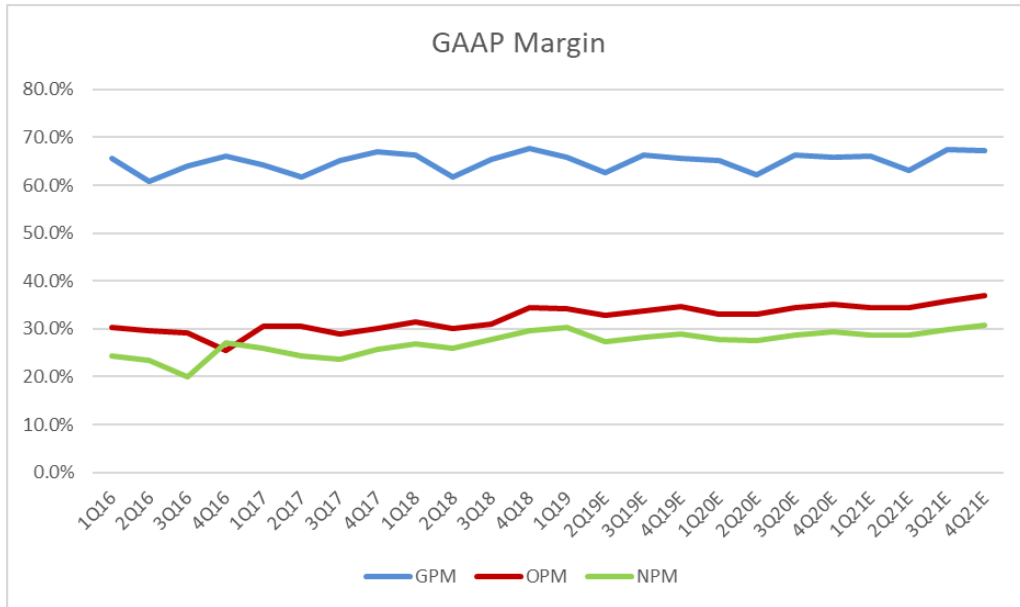
月份推出了自己的云游戏项目 Project xCloud，未来云游戏行业竞争的三个关键点，总结为“3C”，我们认为微软至少目前在前两点是有一定优势的：

- **社区生态 Community:** 微软目前有超过 57M 的 Xbox Live 会员，且微软在不同平台 (console, PC 等) 都有布局，整个生态包括 Xbox Live、Game Pass 或 Mixer 等；
- **云计算能力 Cloud:** Azure 已经是云计算行业的最主要玩家，有着成熟的产品和服务体系，未来除了承接自身 xCloud 的业务，有很好的协同效应，还可以通过自身的经验形成细分行业解决方案去承接其他游戏厂商的这部分业务；
- **内容 Content:** 转向云游戏之后，console 端的重要性大幅降低，不再需要高性能的主机来支撑游戏大作，因此优质游戏内容的变得越发重要，微软显然意识到了这一点呢，在今年 E3 游戏展就宣布了收购 5 家游戏制作工作室；

二 . 运营情况

- Gross margin 为 65.9%，同比下降 32bps；
- OP margin 为 34.2%，同比提升 282bps；
- NP margin 为 30.3%，同比提升 354bps；
- R&D 费用 3,977M，同比提升 11.3%，占比 13.7%，占比下降 0.9%；
- S&M 费用 4,098M，同比提升 7.5%，占比 14.1%，占比下降 1.4%；
- G&A 费用 1,149M，同比下降 1.5%，占比 4.0%，占比下降 0.8%；



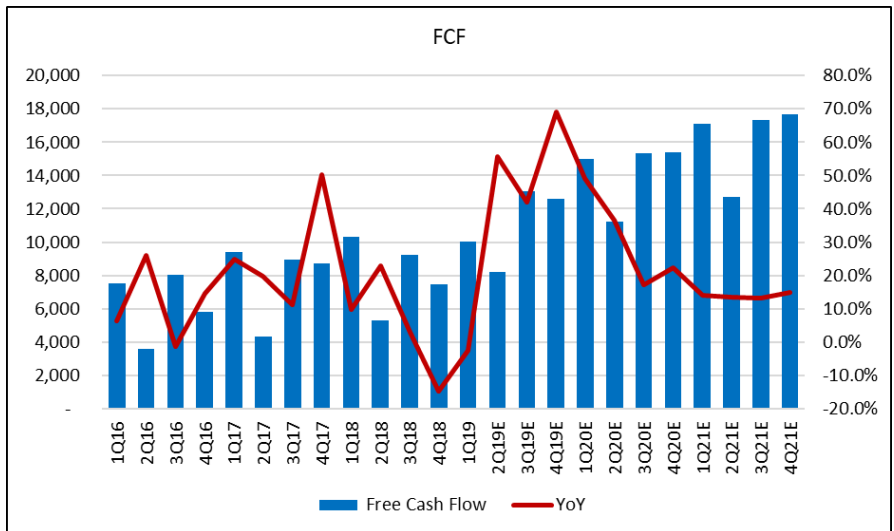


毛利率保持平稳。

三项费用均改善，半年前的组织架构调整效果很快体现。

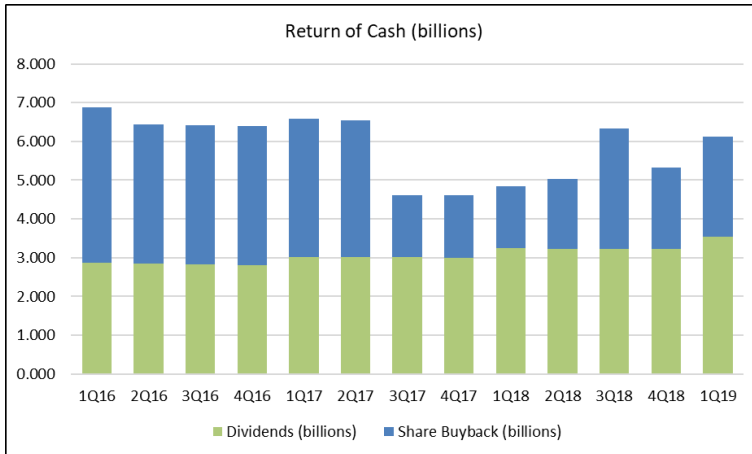
三. 现金流、股息回报情况：

本季度实现 FCF 10,055，同比下降 2.5%，主要原因是加大了 CAPEX 的投入，持续的投入为 Azure 未来的发展奠定基础。

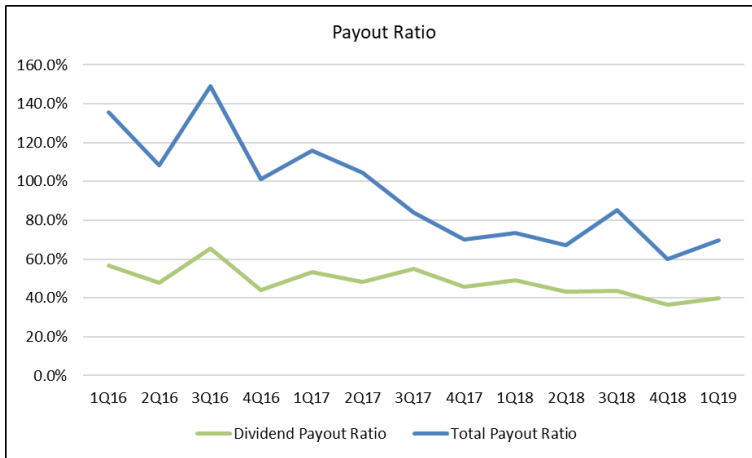


Capex (in billions)	2016				2017				2018				
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
QoQ	1.5	2.0	2.3	3.1	2.3	2.5	2.1	3.3	2.7	3.3	3.5	4.1	4.3
YoY	#DIV/0!	33.3%	15.0%	34.8%	-25.8%	8.7%	-16.0%	57.1%	-18.2%	22.2%	6.1%	17.1%	4.9%
	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	53.3%	25.0%	-8.7%	6.5%	17.4%	32.0%	66.7%	24.2%	59.3%

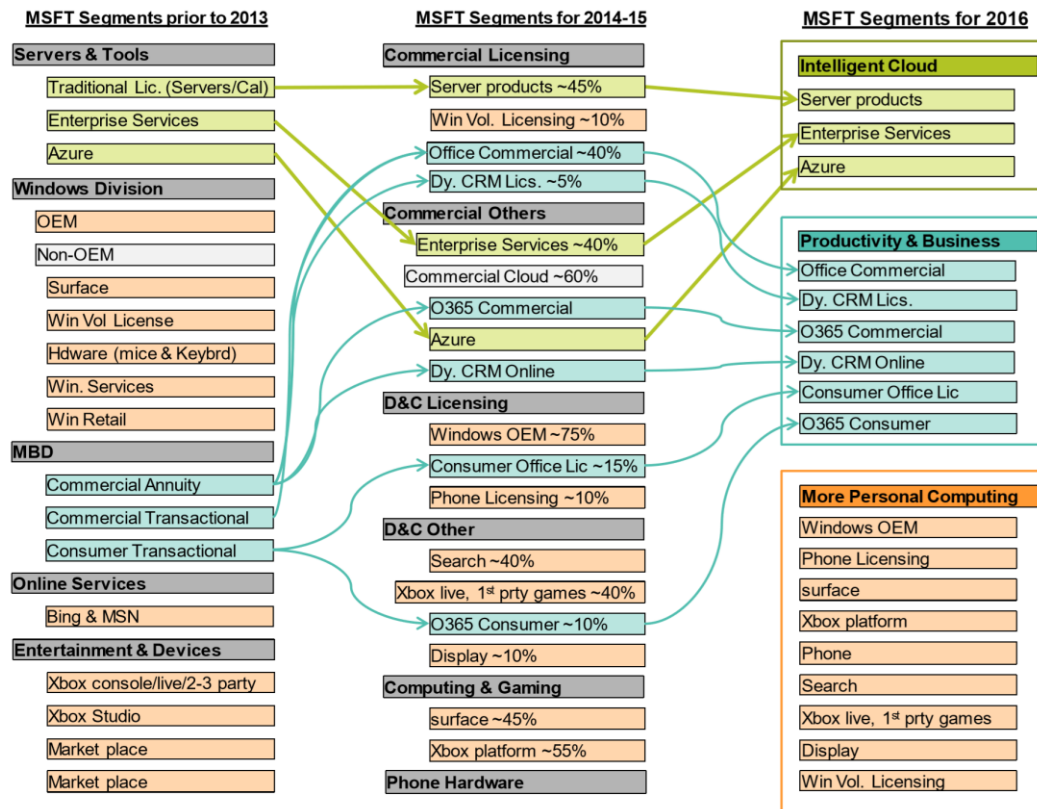
本季度美股分红由 0.42 提高至 0.46 元，合计股息 3.533B，回购 2.6B。



Dividend Payout Ratio 40.0%, Dividend yield ~1.6%, Total Payout Ratio 69.5%.



四 . 架构调整历史:



3月29日，微软宣布架构重组，成立两个新的工程技术团队，分别是**体验与设备部门**以及**云计算和人工智能平台部门**。而原来 windows 团队被肢解，核心高管梅尔森离开微软。

具体来说，原来 windows 的业务团队被拆分，设备业务（包括 Surface 系列产品）以及 Windows 的新功能开发业务归入**体验与设备部门**。Windows 的平台技术归入**云计算和人工智能平台部门**，这类技术允许微软的合作商在这一平台上打造自己的设备、应用和服务。这一新部门还将涵盖混合现实业务（包括微软的 Hololens 设备及其人工智能业务）。

调整后的微软主要工程团队架构:

体验与设备部门: 由原来生产力部门的 Rajesh Jha 领导，专注于在最终用户体验和设备中灌输统一的产品理念。包括 windows、企业移动端产品、Office 以及硬件产品等。

云计算及人工智能平台部门: 由原来智能云部门的 Scott Guthrie 领导，专注于从分布式计算结构到 AI（基础设施、框架、工具和更高层次服务），还包括混合现实产品等。

人工智能研发团队: 仍然由沈向洋领导，将会更多的注重基础研究，未来将在商业化上面将没有太多的话语权。

评价:

这是纳德拉掌管微软三年多以来对公司核心部门进行的最大一次改组，印度高管上位较快，实际权力进一步集中。进一步明确了未来几年，以 AI 为基础的 Azure 云、Office 将成为微软前进的两大引擎。调整架构后，客观上有利于优化运营费用的优化，实际效果值得关注，如果能在费用端进一步优化，则可以加速已经在上升通道中的 OPM。

五 . 电话会议纪要：

会议信息：

时间：2018-10-24

参会管理层：

- Satya Nadella, CEO;
- Amy Hood, CFO;
- Michael Spencer, General Manager of Investor Relations;

问答环节：

1. (Heather Bellini with Goldman Sachs) 看 IC 业务，特别是服务器和云业务，增长为何这么好？是否有原因是季度提出的提价促使部分需求提前释放？另外 Azure Hybrid Benefit 对于 Azure 增速有何影响？
 - 微软的主要优势，一个是在混合云架构上的技术优势，不认为混合云是转向公有云的一个过渡阶段，而是一个完整的分布式计算能力解决方案，结合了云计算和边缘计算的能力，不只是为现有工作流，更重要是为新工作流服务。在这块我们收到了很多客户正面的反应，而且这个领域微软是领头羊；
 - 第二个优势是商业模式上的优势，Azure benefits 对于服务器和数据库业务都有很大的帮助；
 - 关于提价的影响，会有多方面的影响，不会把增长全归结于提价提前释放需求，无论怎么说 28% 的增长都是非常好的表现；
2. (Keith Weiss with Morgan Stanley) 关于资本使用效率，这个季度提到了 Azure 毛利率显著提升，看到了 CAPEX 的增长速度稍有放缓，能否分析一下原因？是转移到更高价的服务？还是数据中心的扩张减缓？还是核心计算资源效率提升？能否帮助理解云业务特别是 Azure 的资本集约度的趋势？
 - 首先强调一点的就是资本投入并不是只用于 Azure 这个业务，而是所有的业务，比如未来的游戏流媒体，比如现在在做的 Microsoft 365 或者 Dynamics 365 等。微软未来形成一个大的底层基础架构平台。
 - 关于 Azure，混合云优势以及高阶服务确实对 margin 贡献很大，特别是 Azure database 这块。
3. (Phillip Winslow with Wells Fargo) 关于 Office 业务，Office 365 的企业版和零售版增长都很好，特别是企业版，我们仍然看到了用户数增长和收入增长的差异 (imply ARPU 的提升)，能否判断一下现在在整个周期的什么位置？对于未来趋势的判断？
 - 应该从更大的维度去看，不只是 Office 365，而是 Microsoft 365，包含了 EMS、ATP 以及一些其他的 Windows 服务在内；

- 看到大量的工作流从 E3 转到 E5, 客户对于安全性、分析能力、协作的需求很充足;
 - 在用户数量和 ARPU 上, 都还有增长的空间;
 - 在中小企业工作流的渗透率大幅提升;
4. (Raimo Lenschow with Barclays) 关于游戏业务, xCloud 的推出, 这个是整个行业一直向往的圣杯, 意味着微软游戏业务开始全面的转向云端, 提供云游戏服务和订阅服务。能否谈一谈哪些技术创新使得这些业务成为现实?
- 在谈流媒体技术之前, 需要强调首先你需要一个成熟的游戏玩家平台或者社区, Xbox 已经拥有非常核心的游戏社区和商业化能力。在这个基础之上, 微软持续的加强这个社区关系, 比如 Game Pass 的推出;
 - 流媒体技术的成熟是水到渠成的事情, 另外就是微软拥有领先的云计算能力;
 - 对这块业务前景感到兴奋, 认为微软的核心内容提供能力、社区以及云平台能够帮助微软很好的商业化这块业务;
5. (Jennifer Lowe with UBS) GitHub 的收购宣布已经几个月时间了, 作为一个并不是基于微软技术的开发者社区, 微软会如何吸引其他在竞争平台上的开发者? 会如何拥抱他们进入微软的生态? 还是说会让 GitHub 作为一个独立运营的实体?
- 对于 GitHub 的收购感到兴奋, 微软一直非常在意开发者和开发者生产力, 特别是在目前这样一个阶段, 随着数字化的推进更多的开发者是在科技行业之外的;
 - GitHub 未来会保证其开发者社区, 这是其核心。会作必要的事情使得微软的产品和服务以及工具会在 GitHub 开源, 取得开发者的信任, 而不是说依靠 GitHub 的股东身份去取得信任;
6. (Brad Zelnick with Credit Suisse) 强劲的 IT 支出环境能持续到什么时候, 什么指标给的信心?
- 主要是依据跟客户沟通交流时候对他们扩张需求的判断。
 - 微软在业务上的投入, 技术强度上的积累会最终驱动客户需求, 不论是 Microsoft 365 或者是其他的生产力工具、软件、或者是我们刚刚提到的游戏业务, 微软核心关注的是我们能否为客户提供价值, 提供更高的 ROI, 不论 IT 支出预算是多少。只要微软可以持续提供价值, 就能获得机会并获取更大的市场份额。
7. (Walter Pritchard with CITI) Azure 的增速有些波动, 能否提供全年的指引?
- 事实上我们看到 Q1 和上个季度 Q4 都有很好的 bookings, 对于全年的业务肯定是支撑;
 - 我们会更加关注整个业务板块的 KPI 情况, 因为 Azure 混合云会有益于不止 Azure, 还有 Windows Server 和 SQL Server 等, 这些对于客户都是非常有价值的, 如果只是关注于一个指标, 可能漏掉对整个微软的市场策略和产品组合的全面判断;
8. (Mark Murphy with JPMorgan) 上个季度提到 commercial bookings 增长的时候, 公司提到看到波动情况在加大, 但是这季度即使在到期产品是相对稳定的时候, 仍然有 16% 的 bookings 增长, 这是一个很好的表现。未来趋势会是怎么样?
- 波动还是会存在的, 随着 expiry base 的变化, 而 Azure 的长期大合同也有影响。
 - 特别是混合云增长强势, 很多并不会会计入 commercial Unearned 里面, 虽然合同是变大了, 但是有部分是属于 on-premise 收入, 有部分属于 Azure 收入。

9. (Ross MacMillan with RBC Capital Markets) Azure+server 的高增速今年能否持续? Windows 业务, 看到了强势 Pro 增长, 应该是由于企业级 Win 10 周期, 对这个财年下半年的趋势怎么判断?

- 服务器方面本季度很好, 也给了我们信心, 但是要看到 Q2 才能给出更长期的承诺;
- Win 10 Pro 的强势表现, 在企业级的更新周期持续看到积极信号, 特别是对于安全性、现代硬件和软件的可管理性; 预计下半年会持续较好的表现;

10. (Brad Reback with Stifel) Dynamics 业务未来的发展, 是否会进行收购还是靠内生增长?

- 看好业务发展的前景, 特别是 Dynamics 365 和 LinkedIn 的结合取得了不错的效果;
- 会持续对于外部收购机会保持关注;

六. 部分投行观点 (Bloomberg ANR: 34 Buys / 1 Holds / 2 Sells, Ave. TP 125.55)

机构	评级	TP	报告时间	观点
GS	Buy	123 由 114 上调	20181025	<ul style="list-style-type: none"> ● 全业务发展良好; ● 微软的 BYOL 计划 (Azure Hybrid Benefits) 推动了强劲的企业级合同续约和 Azure adoption, 认为这个强劲的趋势会延续到 FY19 甚至更远; ● 估值: DCF, EV/FCF 及 PE 混合估值;
MS	Buy	130	20181025	<ul style="list-style-type: none"> ● 微软在混合云的强势行业地位在财报中很好的反应; ● 混合云推动 IC 业务增长, O365 增长持续, 游戏业务推动 MPC 增长; ● Margin 提升; ● 估值: 27x CY19 EPS (24x ex-SBC PE);
Bernstein	Buy	137 由 135 上调	20181025	<ul style="list-style-type: none"> ● 全面的 beat 市场预期; ● 商务云持续增长, 游戏业务再次成为亮点; ● Azure 增速低于预期, 但认为是季节性、以及 BYOL 计划的综合影响, 不担心; ● 指引高于市场预期; ● 估值: PE, DCF 及 SOTP 混合估值;
CS	Buy	125	20181025	<ul style="list-style-type: none"> ● 传统服务器业务同比增长 10%, 受益于 Azure Hybrid Benefits 计划; ● Azure 毛利率提升; ● O365 Commercial 用户、ARPU 增长; ● Windows 业务趋势强劲; ● Margins 改善; ● 估值: CY19 25.0x EV/FCF or 24.9x ex-SBC PE;

Jefferies Sell 75 20181025

- 股价已经充分反映 Azure 业务收入，但相应 Risk 并没反映，大多数投资者以 AWS 的成长路径来看 Azure，但是竞争格局不同，AWS 在现在 Azure 规模的时候，OPM 可以做到现在 Azure 的 GPM；
- Cash Flow 略低于市场预期；
- 估值：DCF 估值，imply CY18 17xPE；

总结：

整体业绩增长趋势强势，仍然受益于健康的宏观环境以及 IT 支出增长趋势，特别是客户的混合云、公有云需求。

生产力工具的 SaaS 转型稳步推进，Office 365 保持良好的增长态势，订阅数加速增长，ARPU 的提升，Dynamics 365 与 Adobe 及 SAP 结成战略联盟，联手对抗 Salesforce，LinkedIn 增长保持良好趋势。

服务器及云业务方面，微软在传统服务器业务上的积累结合 Azure，让其在混合云、公有云的竞争中占据优势，传统业务保持稳定增长，Azure 也保持高增速，随着各个行业的云转型逐步由中小公司向大公司延伸，微软在企业级市场的优势将会进一步的显现，也是未来增长的重要驱动力，看好 Azure 在云计算市场继续拓展市场份额。

MPC 业务，Windows 近几个季度持续超预期，全球 PC 市场的出货情况好于预期，但是渠道调研显示 2019 年上半年可能是阶段性的周期顶点，我们对于这块业务仍然保持相对保守的预期。

游戏业务增长良好，整体实现 44% 的增长，游戏软件业务实现 36% 的增长，硬件业务实现 94% 的增长。微软持续推进游戏业务的云转型，战略也逐渐清晰，基于流媒体技术的云游戏平台会是未来行业的重点发现，我们认为微软在这块布局领先，有一定的优势。游戏业务有潜力成为一个重要的收入增长点。

FY19Q2 指引高于市场预期。

架构调整的效果有所展现，费用率优化。

本文仅供参考，不作为投资建议。