

Meeting Transcription

[00:00 - 00:07] Speaker A: 在美頭 Pro 把美股看透,大家好,我是美頭軍。

[00:07 - 00:16] Speaker A: 過去這一年,微軟似乎過得並不順利,股價表現幾乎停滯,而在最新的財報後,微軟的股價又下跌了 6%。

[00:16 - 00:25] Speaker A: 這也就是連續三個季度財報後下跌了,這放在微軟身上非常罕見,作為大科技中業績最為穩定的公司,作為 AI 時代必端應用,佈局最為領先的公司。

[00:25 - 00:30] Speaker A: 微軟從理論上講,應該是最為攻守兼備的企業,然而過去一年的微軟似乎並沒有給出任何滿意的答卷。

[00:30 - 00:34] Speaker A: 美頭軍知道,怎麼很多美頭 Pro 的會員都非常關注,相信持有這支股票的看官也多少會感到失望。

[00:34 - 00:38] Speaker A: 本期視頻我們就來詳細分析一下微軟這筆投資,它到底出了什麼問題。

[00:38 - 00:44] Speaker A: 對於我們投資者來說,現在低迷的微軟是難得的投資機會,還是價值陷阱呢?

[00:44 - 00:47] Speaker A: 要想看懂微軟這筆投資,最新的財報是最好的切入點。

[00:47 - 00:55] Speaker A: 本季度微軟實際營業收入為 696 億美元,同比增長 12%,略高於市場預期,淨利潤為 241 億美元,同比增長 10%,也高於市場預期。

[00:55 - 01:00] Speaker A: 分部門來看,收入佔比最大的生產力部門,同比增長 14%,高於此前公司給的指引。

[01:00 - 01:04] Speaker A: 個人計算收入部門同比持平,而市場最為關注的智能雲業務收入,同比增長 19%。

[01:04 - 01:07] Speaker A: 這些都基本符合市場的預期,從數據上看,微軟本次的業績表現整體是好於市場預期的。

[01:07 - 01:12] Speaker A: 但市場似乎沒有那麼買賬,財報公佈後,股價還是下跌了 6%,這放在微軟身上算是不小的跌幅了,這到底是為什麼呢?

[01:12 - 01:17] Speaker A: 最重要的原因,其實是公司的核心增長引擎,Azure 雲業務的表現疲軟,本季度 Azure 雲收入增長 31%。

[01:17 - 01:22] Speaker A: 雖然符合之前指引 31%到 32%的預期,但處於指引的下線,對於市場來說,這個表現是不夠滿意的。

[01:22 - 01:25] Speaker A: 那問題出在哪了呢？

[01:25 - 01:35] Speaker A: 進一步深挖,Azure 的業務結構,我發現本季度 31%的增速中,AI 相關服務貢獻了 13%,非 AI 的業務則貢獻了 18%,而問題就出在了這個 18%裡面。

[01:35 - 01:42] Speaker A: 事實上,這已經是連續三個季度非 AI 業務在放緩,上一個季度非 AI 業務已經從此前的 24%下降到了 22%,而這個季度又進一步下降到 18%。

[01:42 - 01:47] Speaker A: 這也是自 2020 財年一季度以來最低的增速貢獻,更讓人擔心的是,按照投行的預期來看,這種困境似乎還要維持一陣。

[01:47 - 01:52] Speaker A: 未來的增速,還要從現在的 18%下跌到 14%,而這也是過去三個季度微軟在財報後股價下跌的直接原因。

[01:52 - 01:55] Speaker A: 那麼微軟被給予厚望的究竟怎麼了？

[01:55 - 02:01] Speaker A: 搞懂這個問題,對於了解清楚微軟這家公司來說非常重要,因為一直市場對微軟最重視的業務,要是這部分業務有一個持續向下的壓力,那麼市場的信心就很難恢復。

[02:01 - 02:05] Speaker A: 微軟的股價就很難徹底反轉,所以接下來咱們一起來看看增速壓力背後的原因。

[02:05 - 02:08] Speaker A: 我們不妨先看看公司管理層自己怎麼說的,事實上過去三個季度。

[02:08 - 02:13] Speaker A: 管理層對增速不如預期給出的解釋都不一樣,第一個季度公司給出的理由是歐洲的需求疲軟,這點確實可以理解。

[02:13 - 02:17] Speaker A: 畢竟在歐洲 AI 的發展要慢很多,而且當時的歐洲也經歷了不小的宏觀壓力。

[02:17 - 02:20] Speaker A: 上季度管理層給出的理由是數據中心上線延遲,這背後的意思是產能限制,這點我認為也說得過去。

[02:20 - 02:24] Speaker A: 畢竟英偉達的芯片確實一卡難求,不過這裡還有值得進一步探究的空間,我後面會講到。

[02:24 - 02:28] Speaker A: 最近這個季度管理層給出的理由是公司在市場推廣策略的調整。

[02:28 - 02:37] Speaker A: 具體來說,就是銷售團隊過於專注推廣 AI 雲產品,比如 Azure Open AI 的服務,而忽視了 Azure 的非 AI 雲產品,也就是計算、儲存和數據庫等傳統服務。

[02:37 - 02:42] Speaker A: 這種不平衡的銷售推廣策略導致 Azure 中非 AI 業務的增長放緩,從而影響了整體的增速,這個理由就讓我有些懷疑了。

[02:42 - 02:47] Speaker A: 要知道微軟在銷售方面從來就沒讓人失望過,他們擁有 5 萬名銷售與技術支持人員,直接覆蓋全球企業客戶。

[02:47 - 02:51] Speaker A: 還有 40 萬家合作夥伴可以間接觸達客戶,照理說微軟在銷售策略上有巨大的靈活度。

[02:51 - 02:54] Speaker A: 如果他們想要推動非 AI 雲的增長,難度應該不大。

[02:54 - 02:57] Speaker A: 那會不會是管理層想掩蓋什麼更大的問題呢？

[02:57 - 03:01] Speaker A: 為此,我特地去深扒了行業內其他幾家雲服務公司的財報。

[03:01 - 03:05] Speaker A: 看完他們的財報後,我看到了一個行業內更立體的全貌,我發現微軟非 AI 雲需求疲軟的背後有兩個更為重要的原因。

[03:05 - 03:13] Speaker A: 第一,是宏觀經濟的不確定性帶來的需求疲軟,其實這個季度除了微軟的表現疲軟以外,其他同行的表現也非常一般,比如 AWS 和谷歌雲,他們的增速分別 19%和 30%,都不能說是亮眼。

[03:13 - 03:19] Speaker A: 而且大軟件公司,比如 Servi Now 和 Salesforce,最近也發布了讓人失望的業績,同時這些雲公司在口徑上也明顯從樂觀變得謹慎。

[03:19 - 03:24] Speaker A: 半年前他們會說預算開始鬆動,我們預計年底會有大量支出,而現在都變成外部環境仍然艱難,我們假設需求將會保持穩定。

[03:24 - 03:29] Speaker A: 這麼看來,當前宏觀經濟的不明朗,可能引發了企業在雲支出上的猶豫。

[03:29 - 03:34] Speaker A: 不過更能解釋當下業績不達預期的原因是 AI 的擠戰效應,也就是說客戶因為在 AI 上要花更多的錢,所以不得不減少在非 AI 上的支出。

[03:34 - 03:39] Speaker A: 從微軟管理層對銷售團隊的解釋中,也能看出這一層意思,不過這並不是只有微軟公司一家的問題,他更像是全行業的一個趨勢。

[03:39 - 03:46] Speaker A: 在最近一兩季度的業績中看,幾乎所有的雲業務公司,包括微軟 Azure,AWS Service Now, Salesforce 等,都能發現 AI 相關數據和業務表現強勁的朱絲馬跡。

[03:46 - 03:51] Speaker A: 但整體業績,以及非 AI 或核心業務表現都未達預期,比如 AWS 就提到說預計未來幾年雲業務增長將呈現波動性。

[03:51 - 03:56] Speaker A: 因為企業採用週期、容量考慮和技術進步會影響世界安排,言外之意就是,因為許多企業客戶的預算有限,為了長遠考慮增加 AI 雲支出,就不得不減少對傳統雲服務的投入。

[03:56 - 04:03] Speaker A: 所以我認為銷售策略的調整只不過是表相,更大的可能是管理層已經看到了非雲的需求疲軟,不得不把戰略重心轉移到 AI 雲上去,這才是微軟非雲增數放緩的根本原因。

[04:03 - 04:07] Speaker A: 那短期這個趨勢有改變的可能嗎?

[04:07 - 04:13] Speaker A: 首先由於宏觀的不確定性,我們看到軟件行業的一些公司對未來還是偏保守態度,大家對雲支出的預算也變得緊張起來。

[04:13 - 04:16] Speaker A: 這意味著短期很難看到有大幅改善的可能。

[04:16 - 04:20] Speaker A: 而更為重要的 AI 幾戰效應就更會延續下去了,在當前 AI 才是企業最核心的投資方向下。

[04:20 - 04:25] Speaker A: 企業把有限的預算投入到 AI 雲裡面,幾乎就是必然的選擇,這就意味著短期內微軟在傳統雲的增數放緩,還會持續一陣。

[04:25 - 04:28] Speaker A: 相信有不少看官會問,雖然傳統雲的增數被擠榨了,但如果 AI 雲的增數表現非常好,那不應該是受到市場的熱烈追捧才對嗎?

[04:28 - 04:32] Speaker A: 畢竟從長期來看,AI 帶動的業績增長才是上限更高的,確實如此,長期來看,企業們從傳統雲轉移到 AI 雲,市場肯定是喜聞樂見的。

[04:32 - 04:38] Speaker A: 而事實上 Azure 的 AI 業務增數也確實非常出色,它對 Azure 整體增數的貢獻在過去三個季度,每季度都增加一個百分點,現在已經到了 13%。

[04:38 - 04:41] Speaker A: 我做了一個大致的推算,本季度 AI 的收入為 117 億美元。

[04:41 - 04:45] Speaker A: 同比增長估計能達到了驚人的 160%,而且根據下季度的指引,AI 對增長的貢獻還會進一步提升。

[04:45 - 04:49] Speaker A: 這個數據看上去非常不錯,但如果我們把時間放在中短期來看,其實沒那麼興奮了。

[04:49 - 04:52] Speaker A: 這是因為整塊業務實在是太大了,非 AI 這部分業務的佔比體量還是要大的多得多。

[04:52 - 04:56] Speaker A: 即便 AI 業務的增長很出色,但這對於整體提升並不足夠。

[04:56 - 05:04] Speaker A: 下圖是我根據公司披露的歷史數據推算出來的 AI 雲和非 AI 雲的業績表現,可以看到非 AI 雲佔了整個 2 的 87%,而 AI 雲僅佔 13%,當佔比 87%的非 AI 雲業務增數放緩的時候,即便這 13%的業務有 160%的增長,也無法改變整個業務增長放緩的趨勢。

[05:04 - 05:09] Speaker A: 那有沒有可能隨著 AI 技術的持續發展,尤其是應用層的爆發,AI 雲這一塊業務也能實現爆發,從而扭轉的頹勢呢?

[05:09 - 05:14] Speaker A: 就像當年的英偉達在 AI 大火後,直接扭轉了原來的遊戲顯卡業務的頹勢一樣,只能說有可能,但是希望不大。

[05:14 - 05:18] Speaker A: 首先是短期產能的評靜問題,提供的算力,背後也是需要產能的配合的。

[05:18 - 05:22] Speaker A: 你沒有足夠多的數據中心,沒有足夠多的 GPU,那這個算力也提供不出去,而微軟的產能確實遇到了平靜。

[05:22 - 05:26] Speaker A: 主要在於高端 GPU 的供應上,畢竟英偉達的芯片大家都得靠搶,其次作為 Open AI 的主要雲服務提供商,又要為其預留大量算力進一步加劇了 GPU 資源的緊張。

[05:26 - 05:29] Speaker A: 最後數據中心的建設

[07:32 - 07:48] Speaker A: 的游戏显卡业务的颓势一样,只能说有可能,但是希望并不大,首先是短期产能的瓶颈问题,提供的算力背后也是需要产能的配合的,你没有足够多的数据中心,没有足够多的 GPU,那这个算力也提供不出去,而微软的产能确实遇到了瓶颈,主要在于高端 GPU 的供应上,毕竟英伟达的芯片大家都得靠抢,其次,作为 Open AI 的主要云服务提供商,又要为其预留大量算力,进一步加剧了 GPU 资源的紧张,最后,数据中心的建设速度也面临挑战,所以就是微软想要堆 AI 算力产能,也不允许他快速增长,不过英伟达当时也受到产能的限制,但他的业绩还是可以实现快速增长,这背后的原因是英伟达可以通过涨价来提升利润率,那微软可以通过对 AI 云涨价来快速提升业绩吗? 答案是非常困难,英伟达呢肆无忌惮的涨价,是因为他没有竞争对手一家独大,但微软不是,尽管 AI 云比传统云的技术门槛更高,但并没有抛开其他两个竞争对手太远,这就使不能像当年的英伟达那样肆无忌惮的涨价,尤其在标准化算力和大模型推理市场,云服务商的差异化不高,不降价就不错了,更别提涨价,而在供给端,

芯片算力的进步也压制着 AI 云计算的价格空间,云服务过去十年的单位成本下降了近 90%,而这个趋势还在继续,由于单位算力成本每年都在快速下降,间接传导到中端定价,使得 AI 云服务始终面临价格压力,所以综合产能平静和价格压力来看,我想期待的 AI 云能够有爆发性的增长是不现实的,但现在的高增速,不过是因为基数太低而已,我们能够期待的就是 AI 应用爆发后,对于 AI 云需求的一个加速,这或许能带来一些积极转变,但是很难出现质的变化,这么看来,云的重使增速非常依赖 AI 应用层发展路径的明确,就 25 年这一年来说,我认为整体增速放缓的问题很难有太大的改善,我不排除他还能维持着一个 30%左右的稳定增长,但要想进一步突破,并让市场消除对的顾虑,可能性并不大,不光是收入端的增长,还存在压力。

[09:48 - 10:15] Speaker A: 支出的持续增长也是 25 年让投资者担心原因,本季度微软的资本性支出达到 226 亿美元,并预计全年达 880 亿美元,高于市场预期的 830 亿,而市场对于微软如此庞大的资本性支出是存在质疑的,因为微软的资本性支出有很大部分用于长期项目,如土地和数据中心厂房等,这些项目都需要较长时间才能实现回报,另一方面,过高的资本性支出也会对未来毛利率和现金流产生影响,向公司本季度的自由现金流就下降了 29%,而微软和一般的公司还不一样,市场是非常在意他每个季度的利润,现金流以及他的股东回报率的资本性支出的提升必然会对这些因素带来影响。

[10:15 - 10:43] Speaker A: 当然,这个情况不会一直存在,从微软的指引来看,明年资本性支出的投入增速就会开始下降,从今年的 60%下降到 10%到 15%左右,整个供需关系也在今年年底恢复平衡,只不过在 25 年年底之前,资本性支出带来的业绩压力还是会存在,整体来看,就 2025 年的微软来说,我总结出三个核心的趋势,第一,传统云业务的增长依然乏力,并且短期很难改善。第二,快速增长的 AI 云还未能给微软的业绩带来实质性改变,也无法期待它会带来爆发性增长。第三,庞大的资本开支还会持续。这三点即解释了过去这一年微软所面临的困境,也预示了整个 2025 年微软的业绩还是会处于一个相对乏力的状态,也就预示着微软的股价很难出现质的变化。

[10:43 - 11:13] Speaker A: 而要想改变这一现状,关键还要看 AI 应用层的发展,这个我们一会还会提到,不过业绩的困难,毕竟是一个相对短期的情况,很多人愿意选择微软,也不是看在他中短期的表现,而是看他长期的投资价值,那微软现在长期投资价值还在吗?未来的投资逻辑在哪呢?在我看来,如果你决定长期投资微软,最值得看重的是这家公司在 AI 云上的护城河,虽然当前云服务有三家巨头,但在 AI 云这块,微软还是有一定竞争优势的,就首先体现

在微软资本性支出的领先身位,从下图可以看出,23 年一季度,微软就率先通过资本性支出,先发优势,是三家云巨头中动作最快的,由于较早的进行投入,持续扩展和升级数据中心与算力资源,在性能和可靠性上均处于领先地位。

[11:13 - 11:45] Speaker A: 其次是和 Open AI 的深度合作,因为有了早先的合作,在后续的服务上,Open AI 已经和微软达成独家绑定,Open AI 的技术集成也增强了 AI 能,让在生成式 AI 领域占据先发优势,吸引更多开发者与企业,根据 IOT Analytics 在 24 年 10 月的报告,微软在整体 AI 和生成式 AI 中都处于领先地位,最后也是我认为最重要的一点,是微软强大的企业客户基础,做 B 端企业,客户是刻在微软的基因里的优势,相对谷歌云主要在中小型企业市场,以及亚马逊的技术性客户,微软更多针对大企业客户,世界 500 强企业中 65%使用,Microsoft 365 企业用户超 3.45 亿,庞大的客户群不仅为其提供稳定收入,形成网络效应,增强客户粘性,更重要的是,最先接纳 AI 应用的就是这些 B 端的大公司们,正是因为较早的资本投入,领先的技术集成,以及强大的企业客户基础,共同巩固了微软在云服务,尤其是 AI 云的领先地位。

[11:45 - 12:20] Speaker A: 不过,光有护城河还是不够的,有护城河的公司很多,可口可乐护城河也深,但可口可乐增长只有 3%,和微软的这个护城河不一样,它不仅能带来业绩的稳定性,还是足以给公司带来不俗的增长,这首先能从的 RPO 数据商业剩余履约义务上得到验证,再指的是客户已签约,但还没有确认的收入,通常会在未来一段时间内逐步转化为实际收入,在最新的季度财报上,微软的 RPO 增速达到 34%,较之前约 20%的增速拉高了一个台阶,这次财报超高的增速主要来自于与 Open AI 的合作,尽管微软并未透露具体的交易金额,但是明确表示这只是和 Open AI 合作的第一阶段,未来应该还有更多的合作,不过即便排除掉这个季度,RPO 都稳定在 17%以上,最近几个季度还有加速增长的趋势。

[12:20 - 12:52] Speaker A: 另外,微软也是行业中,从体量和增速综合来看,表现最好的云府上,下图展示了三家云府商过去两年和未来一年的增速表现,可以看到无论是过去还是未来,的增速平均下来都是最高的,即便是不考虑 AI 云部分,仅考虑非 AI 云的增速也依然很强劲,经过推算,的年收入规模约为 900 亿美元,在这么大规模的基数下,17%到 18%的非收入增长并不低,只不过市场的预期更高而已,为了更好的对比,投行 UBS 预计亚马逊非 AI 云的增速仅有 15%,低于,SAS 类应用软件公司中,Service Now 是高增长的代表,但增速也只是 21%,可是它的规模只有的 5 分之一,因此,虽然前面我们有说的增速在下降,但他依然是行业中增速最

快的公司,这最终就是反应到公司的市场份额依然稳固,甚至还能蚕食掉别人的市场份额,从而带动整个公司的业绩增长,因此整体来看,凭借着在 AI 云上的护城河,让我相信短期公司面临的压力更多只是暂时的,长期来看,只要这个护城河依旧稳固,那么在 AI 时代的浪潮下,微软依然可以保证一个不俗的增长。

[12:52 - 13:05] Speaker A: 现在我们了解了公司的长期投资逻辑,也清楚了短期公司所面临的困境,那么对于我们投资者而言,应该如何应对这样一笔投资呢?从上面的分析中,我们可以看出,由于短期业绩持续的压力,公司股价其实是缺少上升的动能。

[13:05 - 13:30] Speaker A: 如果业绩上没有动能,微软就很难突破这一年来股价盘整的格局,但我们也分析了,公司长期的势能依旧很强,而且极具确定性,那么对于投资者而言,如何突破眼下的盘整格局,跨越到长期 AI 时代的势能释放,将会成为投资这家公司的关键,而我认为要想实现这个跨越,最重要的一点是微软估值的重构,我们不妨来看一下过去 20 年微软的估值结构,回顾微软过去 20 年的历史,在 2010 年到 2013 年这几年间,微软的市盈率 PE 估值大约在 10 倍左右,那时候微软虽然已经有云业务,但主要还是投入阶段,而且当时的 CEO 在云方向上也不够明确,因此市场更多是把微软当成一个软件公司来看待,而在 2013 年往后,随着新任 CEO 纳德拉的上任,微软在云方向上逐渐开始发力,2016 年开始,微软的市场份额开始快速增长,同时微软的估值也水涨船高,在 2019 到 2021 年这几年间,微软的 PE 估值一度接近 35 倍,不过从 2022 年开始,由于业绩增速开始放缓,以及高通胀的环境,微软的估值开始下降,目前已经回落到 25 倍左右。

[15:00 - 15:12] Speaker A: 始能釋放,將會成為投資這家公司的關鍵。而我認為要想實現這個跨越,最重要的一點是微軟估值的重構。我們不妨來看一下,過去 20 年微軟的估值結構。

[15:12 - 15:29] Speaker A: 回顧微軟過去 20 年的歷史,在 2010 年到 2013 年這幾年間,微軟的適盈率 PE 估值大約在 10 倍左右。那時候微軟雖然已經有雲業務,但主要還是投入階段,而且當時的 CEO 在雲方向上也不夠明確,因此市場更多是把微軟當成一個軟件公司來看待。

[15:29 - 15:47] Speaker A: 而在 2013 年往後,隨著新任 CEO 納德拉的上任,明確了雲的方向後,Azure 雲業務規模迅速擴大,成為僅次於亞馬遜的全球三大雲服務提供商之一,這使得微軟的估值一直在提升,直到 20 年估值觸碰到了 25 倍的位置。

[15:47 - 15:51] Speaker A: 不過這個趨勢到了 20 年就停下來了。

[15:51 - 16:22] Speaker A: 過去這五年,微軟的估值擴張沒有持續下去,而是一直在 25 倍的附近盤整,說明傳統雲業務帶動的估值擴張其實已經鑑定,未來隨著 AI 雲地位的確立,我認為微軟即將再度踏上估值擴張的道路,因為 AI 雲會給微軟帶來更強的競爭優勢,而且最關鍵的是它的利潤率還要高過傳統雲,這些都會系統性的提升公司的估值,就像當年微軟從軟件公司轉移到雲公司估值的持續提升一樣,這也是我認為未來微軟股價增長最大的動能,沒有質疑。

[16:22 - 16:27] Speaker A: 目前 AI 雲佔 Azure 的比重不到 15%,市場還不足以據此來重新給微軟估值。

[16:27 - 16:33] Speaker A: 什麼時候這個比例提升到 30%至 40%,我認為它的地位就算基本算確立了,也就到了估值擴張的時刻了。

[16:33 - 16:41] Speaker A: 這時便是我認為微軟下一個上升週期的開啟,而眼下這個階段,我認為正是我們逐步佈局微軟的好時機。

[16:41 - 16:51] Speaker A: 對於長期價值投資者,最好的佈局時機就是當一家好公司短期面臨困難,價格便宜的時候,而微軟現在正處於這樣的環境當中,誠然它短期的業績壓力還需要至少持續到年底,但這也是市場共識的事情。

[16:51 - 17:01] Speaker A: 我們不知道的是 AI 應用爆發的節點,而我認為這很可能比想像中要更快,而股價又往往是提前與事實反應的,所以微軟距離它估值重構的時間,恐怕不會有市場想像中那麼長。

[17:01 - 17:04] Speaker A: 當然也很難說馬上就會開始。

[17:04 - 17:14] Speaker A: 不過也正因如此,這就給了我們投資者足夠的時間來在低位慢慢佈局。微軟這家公司下線是很高的,低位佈局相對比較安心。如果是持有股票的話,我認為更是可以安心了。