

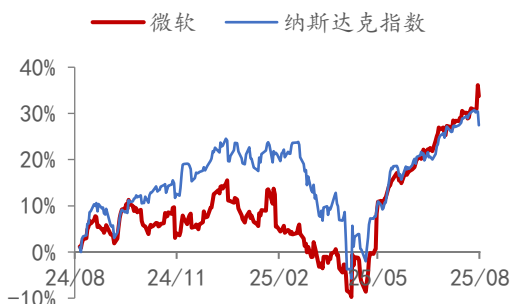
FY25Q4: Azure 显著超预期, 首次披露 Azure 收入

投资评级: 增持 (维持)

报告日期: 2025-08-05

收盘价 (美元)	535.64
近 12 个月最高/最低 (美元)	535.6/353.7
总股本 (百万股)	7,433
流通股本 (百万股)	7,433
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿美元)	39,815
流通市值 (亿美元)	39,815

公司价格与纳斯达克综指走势比较



分析师: 金荣

执业证书号: S0010521080002

邮箱: jinrong@hazq.com

分析师: 赵亮

执业证书号: S0010525070001

邮箱: zhaoliang@hazq.com

相关报告

1. 微软 FY25Q3: Azure 增速超预期, CAPEX 继续投入 2025-05-12
2. 微软 FY25Q2: 整体业绩略超预期, Azure 增速环比下滑 2025-02-09

主要观点:

● FY25Q4 业绩

公司发布 FY25Q4 业绩, 1) 整体来看: 收入录得 764 亿美元(yoy + 18.1%), 高于彭博一致预期 3.45%; Operating profit 录得 343 亿美元(yoy+22.9%), 高于彭博一致预期 7.09%; GAAP 净利润录得 272 亿美元(yoy+23.6%), 高于彭博一致预期 7.78%; CapEx (含租赁) 为 242 亿美元, 高于彭博一致预期的 230 亿美元;

2) 分业务来看: ①生产力和业务流程录得收入 331 亿美元(yoy+15.7%), 高于彭博一致预期 3.01%; ②更多个人计算录得收入 135 亿美元(yoy+9.2%), 高于彭博一致预期 6.15%; ③智能云业务录得收入 299 亿美元(yoy+25.6%), 高于彭博一致预期 2.59%, 其中 Azure 收入同比增长 39%, 显著高于彭博一致预期的 34%。

● Azure 增速显著超预期, 25 财年全年收入超 750 亿美元

1) Azure 收入增速较上季度加速, 显著高于市场预期: Azure 本季度收入增长达 39% (按固定汇率), 实现连续两季度加速增长 (上季度按固定汇率增速为 35%), 高于 BBG 预期的 34%, 超出上季度给予的指引 (34%-35%), 本季度 Azure 超预期主要源自 3 部分: ①企业大规模上云: 如本季度雀巢将 1.2PB 数据迁移到 Azure, 成为历史上规模最大的云迁移之一; ②云原生应用 (非 AI) 通过 AI 业务导流实现客户明显增长; ③AI 业务继续驱动 Azure 增长。

2) 公司指引下季度 Azure 在恒定汇率下的增速在 37%左右, 26 财年上半年仍受到容量限制, 纳德拉指出, 当前云迁移离终点线还很远, 可能刚处于中局阶段;

3) 微软首次披露 Azure 收入, 25 财年全年收入超 750 亿美元, 同比 +34%, 目前 Azure 在 70 个国家地区拥有超过 400 个数据中心, 在行业内处于领先地位, 同时在过去 12 个月中, Azure 已新增 2GW 容量, 也超过了其他竞争对手的扩张速度。

● 本季度 CapEx 超预期, 下季度 CapEx 指引为 300 亿美元

本季度 CapEx (含租赁) 为 242 亿美元, 高于彭博一致预期的 230 亿美元。下季度 CapEx 将加速增长, 公司指引 CapEx 将超过 300 亿美元, 以应对当前供不应求的状况。

● AI 业务继续驱动各业务增长, Copilot 加速推广

1) 云业务侧: AI 继续驱动 Azure 增长, 今年以来 Foundry API 已处理了超过 500 万亿个 token, 增长了 7 倍, 当前有 80% 的 500 强企业在使用 Foundry;

2) Office 侧: Copilot 在 B/C 两端的月活已超过 1 亿, 本季度 Adobe、毕马威、富国银行、辉瑞等企业均采购超过 2.5 万个席位。

● 投资建议

我们预计微软 FY2026-FY2028 收入为 3215/3655/4145(FY2026-2027

前值 3155/3593 亿美元), 同比+14.1%/+13.7%/+13.4%;
FY2026-FY2028 净利润预计录得 1148/1377/1584 亿美元 (前值
1154/1379 亿美元), 同比+12.8%/+19.9%/+15.0%, 维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济环境波动; Azure 业务增长不及预期; AI 产品落地不及预期;
云计算行业竞争加剧等。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	FY2025E	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	281,724	321,493	365,504	414,496
收入同比 (%)	14.9%	14.1%	13.7%	13.4%
净利润 (Non-GAAP)	101,832	114,848	137,710	158,419
同比 (%)	15.5%	12.8%	19.9%	15.0%
每股收益 EPS (美元)	13.61	15.32	18.34	21.05
市盈率 (P/E)	38.51	34.20	28.58	24.90

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万美元				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E					
资产									
现金及现金等价物	30,242	39,132	43,565	56,499					
短期投资	64,323	59,177	54,443	50,088					
应收账款	69,905	72,981	89,466	94,755					
存货	938	938	938	938					
其他流动资产	25,723	25,723	25,723	25,723					
流动资产	191,131	197,951	214,135	228,002					
固定资产	204,966	265,319	344,915	448,390					
股权和其他投资	15,405	15,405	15,405	15,405					
商誉	119,509	119,509	119,509	119,509					
其他无形资产	22,604	22,604	22,604	22,604					
其他长期资产	65,388	64,903	59,468	50,498					
资产总计	619,003	685,691	776,031	884,403					
负债股东权益									
应付账款	27,724	29,931	30,701	38,058					
短期借款	0	0	0	0					
应付款项	2,999	2,999	2,999	2,999					
即期所得税	13,709	13,709	13,709	13,709					
短期递延收入	7,211	7,211	7,211	7,211					
其他流动负债	19,185	19,185	19,185	19,185					
流动负债	141,218	137,590	138,360	145,717					
长期递延收入	2,710	2,710	2,710	2,710					
其他长期负债	91,444	91,444	91,444	91,444					
长期借款	40,152	40,152	40,152	40,152					
负债合计	275,524	271,896	272,666	280,023					
普通股和实收资本	109,095	116,618	125,363	134,769					
留存收益	237,731	300,524	381,349	472,958					
累计其他综合收益	-3,347	-3,347	-3,347	-3,347					
股东权益合计	343,479	413,795	503,365	604,380					
负债股东权益总计	619,003	685,691	776,031	884,403					
主要财务比率									
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E					
回报率									
净资产收益率	29.65%	27.75%	27.36%	26.21%					
总资产收益率	16.45%	16.75%	17.75%	17.91%					
增长率									
营业总收入增长率	14.93%	14.12%	13.69%	13.40%					
净利润增长率	15.54%	12.78%	20.00%	20.12%					
总资产增长率	20.86%	10.77%	13.17%	13.96%					
资产管理能力									
应收款项周转天数	90.6	82.9	89.3	83.4					
应付款项周转天数	35.9	34.0	30.7	33.5					
存货周转天数	1.2	1.1	0.9	0.8					
偿债能力									
资产负债率	44.51%	39.65%	35.14%	31.66%					
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6					
利润表					单位:百万美元				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E					
营业收入									
营业收入	281,724	321,493	365,504	414,496					
增长率	14.9%	14.1%	13.7%	13.4%					
营业成本	87,831	106,662	121,264	137,517					
%销售收入	31.18%	33.18%	33.18%	33.18%					
毛利	193,893	214,830	244,240	276,979					
研发开支	32,488	33,860	36,667	39,509					
销售及营销开支	25,654	27,347	30,360	33,599					
一般及行政开支	7,223	6,956	6,945	7,875					
营业总开支	65,365	68,163	73,972	80,984					
营业利润	128,528	146,668	170,268	195,994					
%销售收入	45.62%	45.62%	46.58%	47.29%					
其他收入	-4,901	-4,000	800	800					
除税前利润	123,627	142,668	171,068	196,794					
%销售收入	43.88%	44.38%	46.80%	47.48%					
所得税	21,795	27,820	33,358	38,375					
净利润 (GAAP)	101,832	114,848	137,710	158,419					
%销售收入	36.15%	35.72%	37.68%	38.22%					
净利润 (NON-GAAP)	101,832	114,848	137,710	158,419					
%销售收入	36.15%	35.72%	37.68%	38.22%					
现金流量表					单位:百万美元				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E					
经营活动现金流变									
经营活动现金流变	141,512	169,420	200,911	222,282					
净利润	101,832	114,848	137,710	158,419					
折旧摊销及其他	34,153	42,000	50,000	50,001					
股权薪酬开支	11,974	12,573	13,201	13,861					
应收账款	-10,581	-3,076	-16,485	-5,289					
存货	309	0	0	0					
其他流动资产	-3,045	5,146	4,734	4,355					
应付账款	569	2,207	770	7,357					
递延收入	5,438	0	0	0					
其他流动负债	5,923	0	0	0					
经营活动现金净流	136,162	173,698	189,940	228,717					
筹资活动									
债务偿付	-3,216	-	-	-					
普通股发行	1,510	2,317	2,491	2,678					
普通股回购	-13,093	-29,366	-36,306	-44,692					
普通股现金股息	-22,694	-25,760	-27,692	-29,769					
筹资活动现金流	-51,699	-52,808	-61,506	-71,783					
投资活动									
固定资产添置	-64,551	-88,000	-100,000	-120,000					
收购净现金	-5,978	-4,000	-4,000	-4,000					
投资活动现金流	-72,599	-112,000	-124,000	-144,000					
现金及现金等价物	11,927	8,890	4,433	12,934					
期初现金及现金等	18,315	30,242	39,132	43,565					
期末现金及现金等	30,242	39,132	43,565	56,499					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

分析师：赵亮，赵亮，悉尼大学金融学硕士，主要覆盖美股互联网、港股互联网、港股新消费等细分领域，2023 年加入华安证券研究所。执业证书编号：S0010525070001

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。