

Microsoft (MSFT US)

微软 2025 Build 大会：构建开放 AI 智能体网络

微软在 2025 年 Build 大会中，通过一系列革新性 AI 工具发布，旨在重构生成式 AI+开放代理生态。公司旨在打造一个开放智能体网络，使得 AI 从孤立运行的模型转变为数个有能力有身份能联动的智能体，通过云端（Azure）、端侧（Windows），被开发者编排（Copilot Studio），通过协议互联（MCP），拥有各自身份（Entra Agent ID），最终形成一个智能体互联网。在 Build 2025 大会中，微软发布三大 AI 平台更新：Azure AI Foundry、Windows AI Foundry 及 Copilot Agent，串联起了云、端、协议和治理的完整架构。依托云 - 端 - 浏览器 - OS-Web 五层技术栈，通过 50+项新品的发布，微软持续推动智能体从功能性概念变成操作系统级存在。我们认为本次更新呈现三大核心趋势：1) 多模型与多代理协作；2) 端侧低成本推理；3) 统一身份治理与可观测性，基于三大趋势围绕基础工具与使用场景平台化，推动 AI 代理规模化应用落地。基于其行业领先的基础模型技术栈、庞大的开发者与企业级客户生态覆盖及完善的 AI 产品矩阵，我们持续看好微软 AI 相关云服务及 AI 应用方面的发展前景，维持盈利预测和目标价 510.3 美元不变，维持买入评级。

- Azure AI Foundry：模型的训练场与调度中心。**微软在云端推出的 Azure AI Foundry，作为其 AI 云战略的核心支点，通过模块化架构赋予开发者灵活组装 AI 能力的开发体验，显著提升 AI 应用构建效率与灵活性。平台凭借行业首创的异构模型调度系统，无缝集成 GPT-4、Phi-3、Grok 3、Llama 系列及 Mistral 等开源模型，基于动态路由算法实现响应效率与准确率的智能平衡。同时，Azure AI Foundry 配备的 Model Evaluation 工具及可观测性工具链，可助力开发者对模型性能、成本及响应质量实施实时监测，可为企业级 AI 部署提供标准化解方案，有效降低运营成本与技术门槛。我们认为，在 AI 模型多元化发展态势下，微软持续构建标准化能力整合平台，通过完善工具矩阵提升开发者粘性，有望强化自身作为 AI 生态基建提供商的市场地位。
- Windows AI Foundry：端侧 AI 本地化基础设施。**本次大会中微软首次提出了 Windows AI Foundry 概念，面向开发者支持 AI 开发全生命周期。微软首次将 AI 开发框架延伸至边缘计算领域，跨平台部署能力覆盖 Windows 及 MacOS 系统，依托 ARM 架构与 NPU 硬件加速，支持离线环境下文本摘要、图像生成等复杂 AI 任务执行。同时创新性构建操作系统级上下文管理系统，通过深度整合文件系统与用户行为数据，实现智能体对终端环境的认知理解能力。此外，端云协同架构打通 Azure AI Foundry 算力资源，形成混合式 AI 计算网络，有望显著提升企业级应用的隐私安全与响应效率。
- Copilot Studio：助推人人可构建智能体。**微软通过三大核心组件构建智能体协作网络：1) Copilot Studio 低代码开发平台：支持可视化构建多智能体工作流，实现跨系统任务自动化（如数据检索-邮件处理-报告生成的全链路自动化）；2) 模型上下文协议（MCP）：建立智能体间标准化通信协议，支持跨平台上下文共享与软件操作互操作性；3) Entra Agent ID 认证体系：为每个智能体创建独立数字身份，结合权限管控与审计追踪功能，满足金融、医疗等高敏领域需求。

买入 (维持)

目标价 510.30 美元
潜在升幅 11.3%
当前股价 458.68 美元

中国互联网

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

马泽慧
(852) 3761 8838
joannama@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	#####
3 月平均流通量(百万美元)	4,364.4
52 周内股价高/低(美元)	467.56/354.56
总股本 (百万)	7469.0

资料来源：FactSet

股东结构

先锋领航	8.7%
贝莱德	7.2%

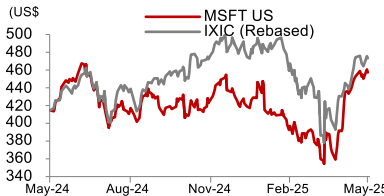
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	16.0%	5.6%
3 - 月	15.5%	13.6%
6 - 月	8.3%	8.6%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务资料

(截至 06 月 30 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万美元)	211,915	245,122	283,148	321,179	360,856
同比增长 (%)	6.9	15.7	15.5	13.4	12.4
净利润 (百万美元)	72,361.0	88,136.0	101,947.2	118,470.1	135,248.1
同比增长 (%)	(0.5)	21.8	15.7	16.2	14.2
每股收益 (美元)	9.72	11.86	13.75	16.01	18.31
市场平均预估每股收益 (美元)	na	na	13.16	14.99	17.48
市盈率 (倍)	47.2	38.7	33.4	28.7	25.0

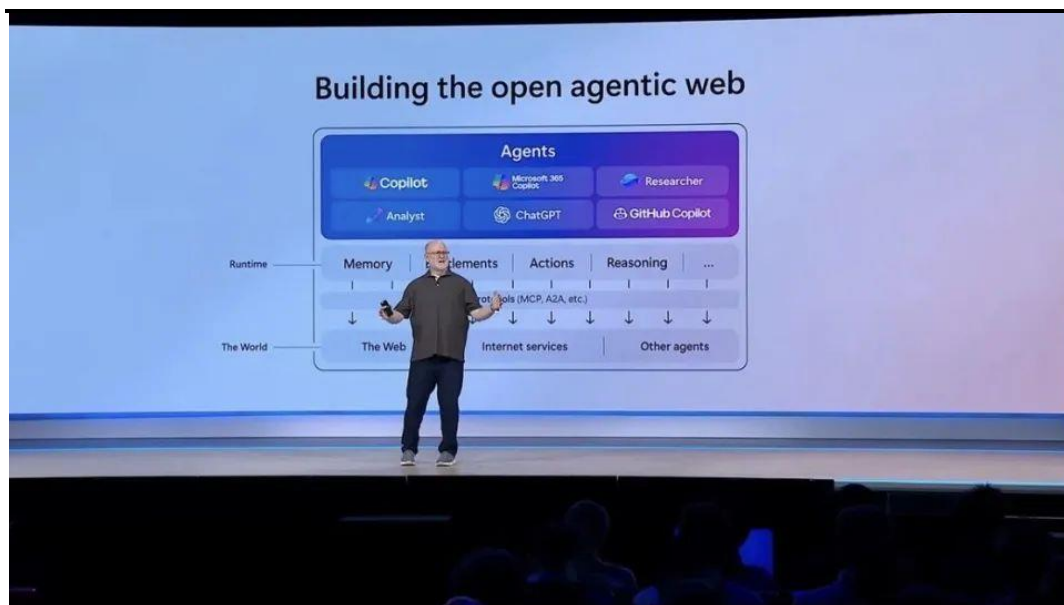
资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

构建智能体网络 Agentic Web

在 Build2025 中，微软首次提出“智能体网络”（Agentic Web）概念。不同于突破传统 AI 助手的响应式交互框架，在智能体网络中，通过赋予智能体任务主动发起、跨系统协同决策及低监督复杂流程执行能力，重构人机交互与技术协作的底层逻辑。

微软通过结构化检索增强生成（RAG）和情境感知计算两大核心突破，解决了智能体商业化落地的关键瓶颈。RAG 技术通过实时整合企业内外数据源，使智能体能够精准调用历史交互数据和行业专业知识，显著降低大模型的幻觉率并提升响应的可解释性。而情境感知能力则通过多模态传感器数据融合，实现智能体对用户需求的深度预判，例如工作专用智能体可自动关联雇主系统中的合同模板、合规要求等上下文信息，将用户操作步骤压缩 70% 以上。

图 1: 微软 Build 2025: 构建开放智能体网络



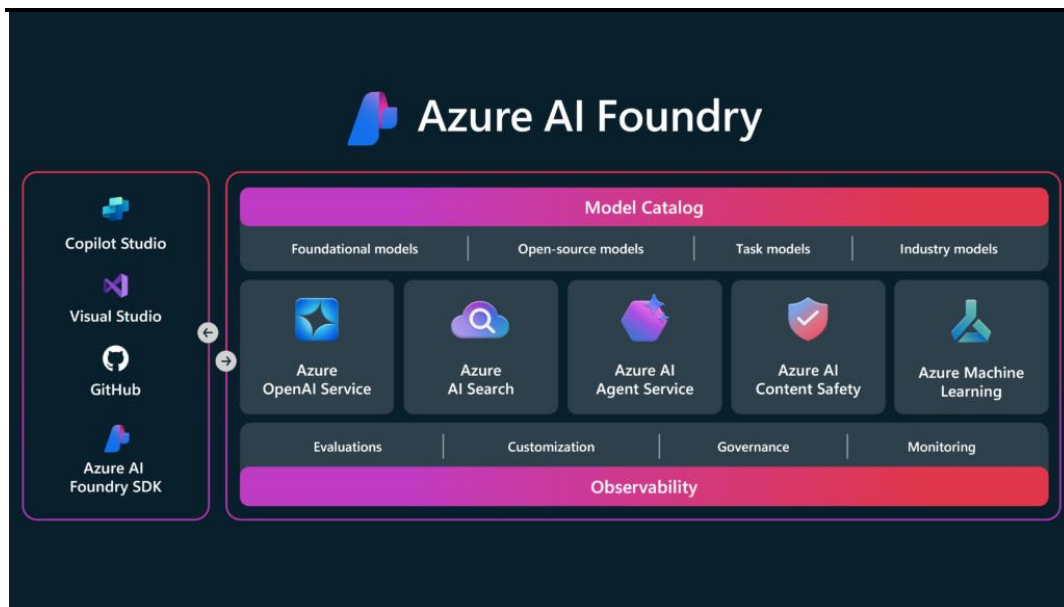
资料来源：微软，招银国际环球市场

端云一体化：Azure AI Foundry 与 Windows AI Foundry

微软对 Azure AI Foundry 平台进行战略级更新，进一步巩固其在企业级智能体开发领域的领导地位。多智能体协同架构已成为企业级 AI 落地的核心竞争力，通过将复杂 workflow 拆解为专业智能体的模块化协作，如代码生成智能体、合规审查智能体、数据处理智能体的组合，共同处理复杂任务提升响应速度并降低任务失败率。这一设计理念通过 Azure AI Foundry Agent Service 全面落地，该服务支持 A2A、MCP 等开放协议，允许开发者在 Copilot Studio 中可视化编排跨模型、跨协议的智能体 workflow。

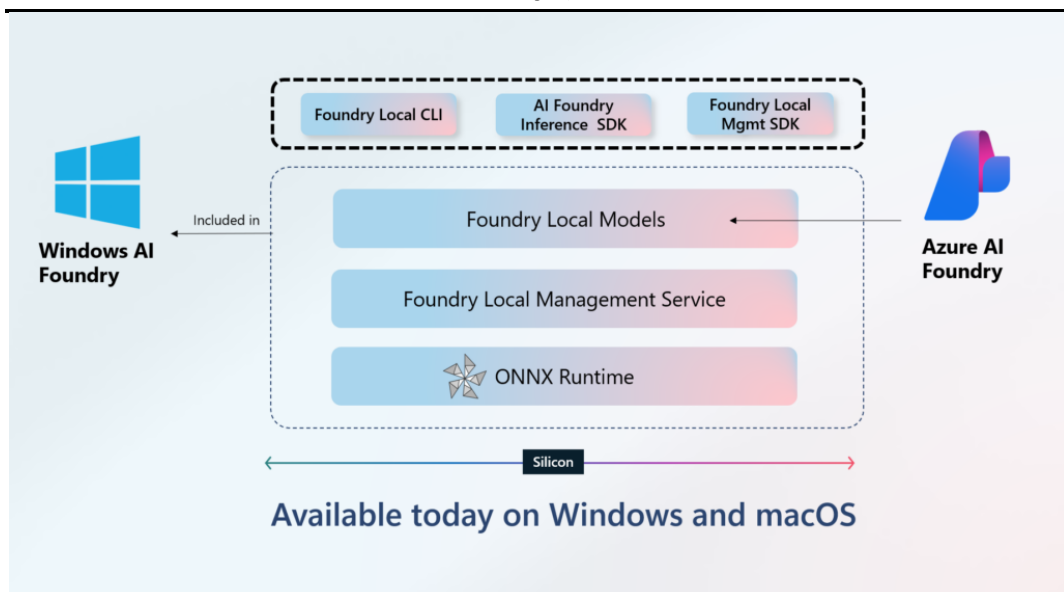
在端侧 AI 战略层面，微软以 Windows AI Foundry 重构本地设备的 AI 开发范式。该平台通过深度集成 Windows ML 框架与模型优化工具链，实现了“一次开发、多端部署”的跨平台能力，并支持 Windows 11 设备与 macOS 终端的原生 AI 推理。客户端 AI 的需求正迅速增长，企业对本地化模型部署的需求如医疗影像分析、工业设备预测性维护等推动 Windows AI Foundry 的开发者注册量快速增长。我们看好微软的“云-端双轮驱动”策略有助于在 AI 智能体时代形成护城河：云端 Azure AI 多智能体解决跨企业协作难题，端侧 Windows 端 AI 智能体满足低延迟、高隐私场景需求且持续渗透存量设备。

图 2: 微软 Build 2025: Azure AI Foundry 平台



资料来源：微软，招银国际环球市场

图 3: 微软 Build 2025: Windows AI Foundry 平台



资料来源：微软，招银国际环球市场

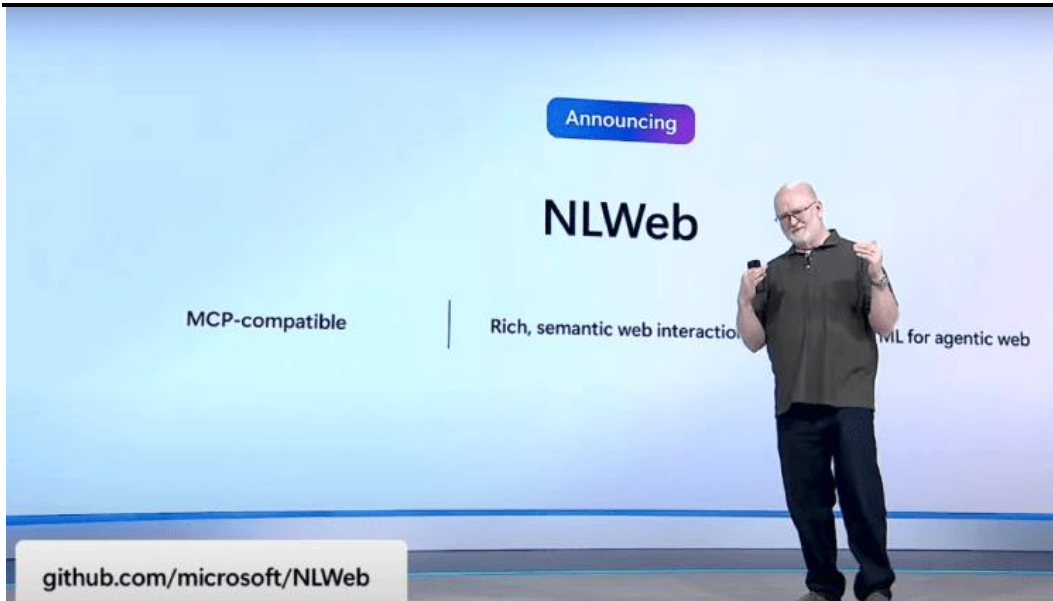
NLWeb+MCP 协议：智能体网络时代的 HTML

本次另一重大发布为新开源项目 NLWeb，其定位为“智能体网络时代的 HTML”，其战略价值在于通过标准化协议重构人机交互与跨平台协作的底层架构。该项目基于 Anthropic 的模型控制协议（MCP）构建，每个实例均作为 MCP 服务器运行，使网站能够以自然语言对话界面接入智能体生态系统，支持自定义模型与结构化数据的动态交互。

微软宣布加入 MCP 指导委员会，并为生态系统贡献两项新成果：更新的授权规范与 MCP 服务器注册服务设计。同一协议栈 MCP 将云-端-浏览器-网页缝成一体，降低开发者多端移植成本。以 Perplexity 为例，其 AI 搜索引擎可通过 MCP 协议直接调用 Windows 文件系统

资源，实现“自然语言请求 - 系统级操作”的无缝闭环。我们认为这一发布将进一步增厚微软在开发者生态与企业级服务市场的壁垒。

图 4: 微软 Build 2025: NLWeb + MCP 协议



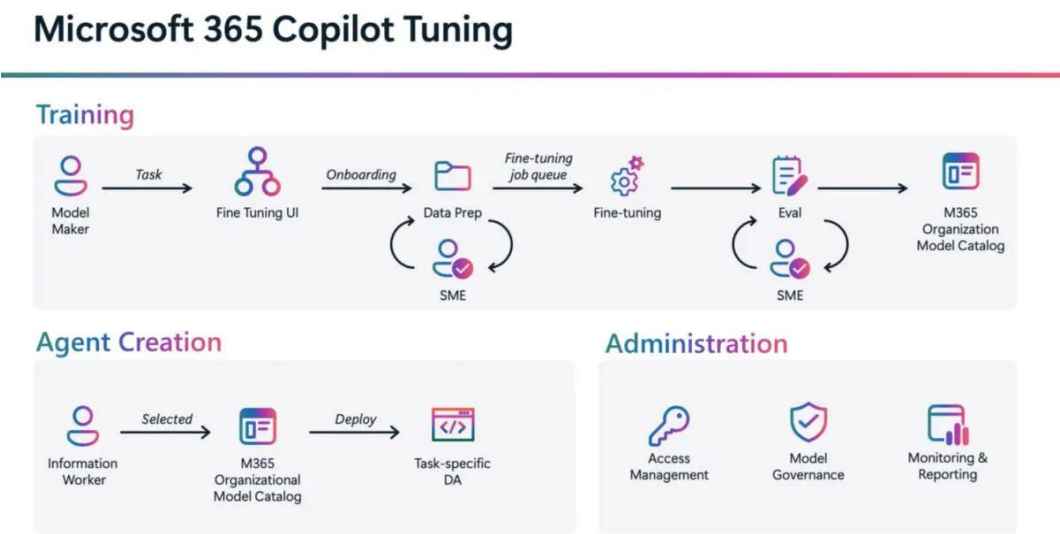
资料来源：微软，招银国际环球市场

Copilot 升级：企业工作的新中枢

本次 Build 大会也宣布了 Microsoft 365 Copilot 的升级，整合了五大核心模块：1) Chat：融合 Web 与工作数据进行推理；2) Search：跨平台搜索（支持 Google Drive、Jira 等）；3) Notebooks：结构化地收集对话、页面、邮件、文档；4) Create：生成视频、图像、文档等内容；5) Agents：构建个性化智能助手，参与实时对话和工作流。Microsoft 365 Copilot Tuning 作为一项全新的低代码功能，使得每个组织都可以利用自身企业数据、工作流程和业务逻辑快速定制智能体，开发周期从数周压缩至小时级。公司披露目前已有包括 90% 的《财富》500 强企业在内的 230,000 多家企业，使用 Microsoft Copilot Studio 来创建和自定义智能体，预计到 2028 年企业将拥有 13 亿个 AI 智能体，其未来价值将进一步提升。

在安全治理层面，微软发布了 Microsoft Entra Agent ID，其可自动为开发者在 Copilot Studio 或 Azure AI Foundry 中创建的智能体分配唯一身份标识，帮助企业从源头安全管理智能体，避免因无序扩展导致的监管盲区。微软同时将 Purview 数据安全性与合规控制深度集成至 AI 平台，支持开发者构建具备企业级安全能力的 AI 解决方案。例如，针对 Microsoft 365 Copilot 智能体的数据丢失防护（DLP）控制，以及在 AI 交互中检测敏感数据的全新功能。

图 5: 微软 Build 2025: Microsoft 365 Copilot Tuning



资料来源：微软，招银国际环球市场

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 06 月 30 日 (百万美元)						
销售收入	198,270	211,915	245,122	283,148	321,179	360,856
销售成本	(62,650)	(65,863)	(74,114)	(90,607)	(102,135)	(114,752)
毛利润	135,620	146,052	171,008	192,541	219,044	246,104
运营费用	(52,237)	(57,529)	(61,575)	(66,680)	(74,070)	(80,574)
销售费用	(21,825)	(22,759)	(24,456)	(26,616)	(29,285)	(31,916)
销售	(5,900)	(7,575)	(7,609)	(7,785)	(9,268)	(9,952)
研发费用	(24,512)	(27,195)	(29,510)	(32,279)	(35,516)	(38,706)
其他	0	0	0	0	0	0
运营利润	83,383	88,523	109,433	125,861	144,975	165,530
利息收入	333	788	(1,646)	0	1,285	1,443
其他	(1)	0	0	0	0	0
税前利润	83,715	89,311	107,787	125,861	146,259	166,973
所得税	(10,978)	(16,950)	(19,651)	(23,914)	(27,789)	(31,725)
其他	0	0	0	0	0	0
税后利润	72,737	72,361	88,136	101,947	118,470	135,248
净利润	72,737	72,361	88,136	101,947	118,470	135,248
调整后净利润	72,737	72,361	88,136	101,947	118,470	135,248

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 06 月 30 日 (百万美元)						
流动资产	169,684	184,257	159,734	191,825	236,470	301,950
现金与现金等价物	13,931	34,704	18,315	43,631	76,081	134,316
应收账款	44,261	48,688	56,924	58,972	65,918	67,384
存货	3,742	2,500	1,246	1,246	1,246	1,246
其他流动资产	107,750	98,365	83,249	87,976	93,226	99,003
非流动资产	195,156	227,719	352,429	393,884	434,654	472,480
物业及厂房及设备 (净额)	74,398	95,641	135,591	177,046	217,816	255,642
使用权资产	13,148	14,346	18,961	18,961	18,961	18,961
合资及联营公司投资	6,891	9,879	14,600	14,600	14,600	14,600
无形资产	11,298	9,366	27,597	27,597	27,597	27,597
商誉	67,524	67,886	119,220	119,220	119,220	119,220
其他非流动资产	21,897	30,601	36,460	36,460	36,460	36,460
总资产	364,840	411,976	512,163	585,709	671,124	774,430
流动负债	95,082	104,149	125,286	137,909	147,879	160,962
短期债务	2,749	5,247	2,249	2,249	2,249	2,249
应付账款	19,000	18,095	21,996	27,017	28,232	33,842
其他流动负债	73,333	80,807	101,041	108,643	117,399	124,871
非流动负债	103,216	101,604	118,400	118,400	118,400	118,400
长期债务	47,032	41,990	42,688	42,688	42,688	42,688
融资租赁承担	11,489	12,728	15,497	15,497	15,497	15,497
其他非流动负债	44,695	46,886	60,215	60,215	60,215	60,215
总负债	198,298	205,753	243,686	256,309	266,279	279,362
股本	86,939	93,718	100,923	100,923	100,923	100,923
留存收益	84,281	118,848	173,144	234,066	309,511	399,734
其他储备	(4,678)	(6,343)	(5,590)	(5,590)	(5,590)	(5,590)
股东权益总额	166,542	206,223	268,477	329,399	404,844	495,067
总负债和股东权益	364,840	411,976	512,163	585,709	671,124	774,430

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 06 月 30 日 (百万美元)						
经营现金流						
税前利润	83,715	89,311	107,787	125,861	146,259	166,973
税款	(10,978)	(16,950)	(19,651)	(23,914)	(27,789)	(31,725)
营运资金变化	446	(2,388)	1,824	5,849	(2,226)	5,838
其他	15,852	17,609	28,588	9,512	10,619	12,694
净经营现金流	89,035	87,582	118,548	117,308	126,863	153,780
投资现金流						
资本开支	(23,886)	(28,107)	(44,477)	(50,967)	(51,389)	(50,520)
处理短期投资所得现金	18,438	10,213	17,937	0	0	0
其他	(24,863)	(4,786)	(70,430)	0	0	0
净投资现金流	(30,311)	(22,680)	(96,970)	(50,967)	(51,389)	(50,520)
融资现金流						
已支付股息	(18,135)	(19,800)	(21,771)	(23,771)	(25,771)	(27,771)
净借贷	0	0	29,645	0	0	0
股票回购	(32,696)	(22,245)	(17,254)	(17,254)	(17,254)	(17,254)
其他	(8,045)	(1,890)	(28,377)	0	0	0
净融资现金流	(58,876)	(43,935)	(37,757)	(41,025)	(43,025)	(45,025)
净现金流变动						
年初现金	14,224	13,931	34,704	18,315	43,631	76,081
汇率变动	(141)	(194)	(210)	0	0	0
年末现金	13,931	34,704	18,315	43,631	76,081	134,316
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 06 月 30 日						
销售收入	18.0%	6.9%	15.7%	15.5%	13.4%	12.4%
毛利润	17.1%	7.7%	17.1%	12.6%	13.8%	12.4%
经营利润	19.3%	6.2%	23.6%	15.0%	15.2%	14.2%
净利润	18.7%	(0.5%)	21.8%	15.7%	16.2%	14.2%
调整后净利润	18.7%	(0.5%)	21.8%	15.7%	16.2%	14.2%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 06 月 30 日						
毛利率	68.4%	68.9%	69.8%	68.0%	68.2%	68.2%
营业利益率	42.1%	41.8%	44.6%	44.5%	45.1%	45.9%
调整后净利润率	36.7%	34.1%	36.0%	36.0%	36.9%	37.5%
股本回报率	47.2%	38.8%	37.1%	34.1%	32.3%	30.1%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 06 月 30 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	na	na	na	na	na
流动比率 (倍)	1.8	1.8	1.3	1.4	1.6	1.9
应收账款周转天数	na	na	na	na	na	na
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	na	na	na	na	na	na
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 06 月 30 日						
市盈率	47.1	47.2	38.7	33.4	28.7	25.0
市盈率 (摊薄)	47.3	47.4	38.9	33.5	28.7	25.1
市帐率	20.7	16.6	12.8	10.4	8.4	6.9
市现率	52.8	57.6	46.3	51.5	45.1	32.9
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。