

持有

2024年4月30日

24Q1 業績超預期，首次宣派季度股息

- 24Q1 業績總覽：** 24Q1 公司營業收入為 805.4 億美元 (YoY+15.4%, QoQ+6.7%)，淨利潤 236.6 億美元 (YoY+57.2%, QoQ+14.4%)，收入和利潤均超出市場預期。其中，穀歌服務收入 704 億美元 (YoY+13.6%)；穀歌雲業務收入 95.7 億美元 (YoY+28.4%)。整體看廣告業務保持穩健增長，穀歌雲業務增速強勁。截至 24Q1 季度末，公司擁有 1080.9 億美元的現金及等價物，經營現金流入 288.5 億美元。公司首次宣派每股 0.2 美元的季度股息，以及授權 700 億美元用於回購 A 類和 C 類股票。
- 業務重點：** 本季度穀歌搜索和其他廣告收入 461.6 億美元 (YoY+14.4%)，其增長再次得益於零售業的穩健增長。在效果廣告和品牌廣告的推動下，YouTube 廣告收入達到 80.9 億美元 (YoY+20.9%)。網路廣告收入 74.1 億美元 (YoY-1.1%)。訂閱、平臺和設備收入為 87.4 億美元 (YoY+17.9%)，主要得益於 YouTube 訂閱收入的提升。穀歌雲業務收入 95.7 億美元 (YoY+28.4%, QoQ+4.2%)，高於市場預期收入的 93.7 億美元，得益於 AI 帶來的日益增長的貢獻。穀歌雲的營業利潤 9 億美元，營業利潤率為 9.4%，與去年四季度基本持平。
- 費用情況：** 24Q1 穀歌毛利率 58.1% (YoY+2.0%, QoQ+1.7%)；運營利潤率 31.6% (YoY+6.7%, QoQ+4.2%)，同環比均有所改善。運營支出為 213.6 億美元 (YoY-2%)，主要減少在不動產費用和薪酬支出上。本季度資本支出為 120 億美元，主要投資於技術基礎設施，伺服器為最大支出，其次為資料中心。公司預計 2024 年全年每個季度資本支出將達到 120 億美元。
- 目標價 185 美元，持有評級：** 公司擁有世界領先的人工智慧時代的基礎設施，隨著公司 Gemini AI 模型和演算法的逐步推出，為 AI 項目注入動力。AI 賦能搜索帶來新的增長，同時 YouTube 在 AI 加持下廣告投放不斷增長，我們認為未來穀歌廣告業務將會持續受益於零售業務和經濟復蘇帶來的廣告增量增長，以及 AI 對穀歌廣告投放效率的提升。此外，公司一直致力於優化人員結構，谷歌雲業務連續 5 個季度實現盈利，且盈利能力明顯提高，預計都將為公司貢獻利潤端增速。我們看好谷歌未來廣告業務的增長、雲業務市場份額和盈利能力的提升以及 AI 變現的能力，給予每股目標價 185 美元，對應 24 財年 26 倍的 PE，持有評級。
- 風險提示：** 美國宏觀經濟增長不及預期、公司的 AI 發展及商業化變現不及預期、雲業務增長不及預期、以及公司 G-Suite 產品和 AI 結合落地不及預期。

羅凡環

852-25321539

Simon.luo@firstshanghai.com.hk
李京霖

852-25321957

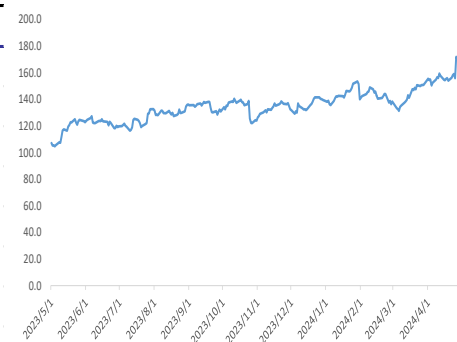
Jinglin.li@firstshanghai.com.hk
主要資料

行業	TMT
股價	166 美元
目標價	185 美元 (+11%)
股票代碼	GOOGL/GOOG
已發行股本	123.58 億股
市值	20700 億美元
52 周高/低	174.7/105.2 美元
每股淨現值	23.7 美元
主要股東	Vanguard 7.3% Blackrock 6.2% Sergey Brin 5.9% Lawrence Page 3.1%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
总营业收入 (百万美元)	282,836	307,394	344,578	384,878	425,394
变动	9.8%	8.7%	12.1%	11.7%	10.5%
净利润	59,972	73,795	89,788	99,235	109,111
变动	-21.1%	23.0%	21.7%	10.5%	10.0%
摊薄每股盈利 (美元)	4.6	5.8	7.3	8.3	9.5
变动	-23.8%	26.5%	26.0%	14.6%	14.2%
基于166.15美元的市盈率 (估)	36.5	28.8	22.9	20.0	17.5
每股派息 (美元)	0	0	0	0	0

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現


來源：彭博

業績摘要

2024年第一季度業績季度情況

廣告業務增長穩定，雲業務盈利能力持續提高

主要觀點：一季度廣告業務增長穩定，YouTube 訂閱收入大幅提升，未來有望維持增長勢頭。雲業務增長強勁，利潤得到較好的釋放，其營業利潤率為 9.4%。公司通過整合 AI 模型團隊，開發研究新的 AI 模型和演算法，加快在人工智慧領域的發展，推動各項產品服務的創新與效率提升。公司將會加大資本專案的開支，大力發展 AI，而 AI 增量需求會抵消企業削減資本開支的影響。受益於美國消費和宏觀經濟復蘇及 AI 賦能，廣告業務預計會有較好增量空間；穀歌雲業務將會有強勁的增長。我們對穀歌廣告和雲業務的發展仍保持一個積極樂觀的態度。

24Q1 公司營業收入為 805.4 億美元 (YoY+15.4%，QoQ-6.7%)，淨利潤 206.9 億美元 (YoY+57.2%，QoQ-6.7%)，收入和利潤均超市場預期。其中，穀歌服務收入 704 億美元 (YoY+13.6%，QoQ-7.7%)，穀歌搜索和其他廣告收入 461.6 億美元 (YoY+14.4%，QoQ-3.9%)，YouTube 廣告收入 80.9 億美元 (YoY+20.9%，QoQ-12.1%)，網路廣告收入 74.1 億美元 (YoY-1.1%，QoQ-1.1%)，訂閱、平臺和設備收入為 87.4 億美元 (YoY+17.9%，QoQ-19.0%)；穀歌雲業務收入 95.7 億美元 (YoY+28.4%，QoQ+4.2%)，高於市場預期收入的 93.7 億美元；子公司 other bets 收入 5 億美元 (YoY+71.8%，QoQ-24.7%)，運營虧損為 10 億美元。

截至 24Q1 季度末，公司擁有 1080.9 億美元的現金及等價物，經營現金流入 288.5 億美元，自由現金流為 168.4 億美元。公司宣告今年用於回購 A 類和 C 類股票的金額達 700 億美元，去年用於回購 A 類和 C 類股票的金額達 621.8 億美元（前年同期回購金額為 593.0 億美元），這表明公司每年用於回購的金額在持續增長。

圖 1：谷歌季度業績重點指標與預期對比

Alphabet Inc(GOOG/GOOGL) Financial Results											
USD Millions	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	Consensus	Diff(%/pct)
Total Revenues	68,011	69,685	69,092	76,048	69,787	74,604	76,693	86,310	80,539	79,000	1.95% Beat
YoY	23.0%	12.6%	6.1%	1.0%	2.6%	7.1%	11.0%	13.5%	15.4%	14.3%	
Gross profit	38,412	39,581	37,934	40,706	39,175	42,688	43,464	48,735	46,827	44,700	4.76% Beat
YoY	23.1%	11.0%	1.2%	-3.9%	2.0%	7.8%	14.6%	19.7%	19.5%	17.8%	
Operating Income	20,094	19,453	17,135	18,160	17,415	21,838	21,343	23,697	25,472	22,400	13.71% Beat
YoY	17.3%	1.9%	-17.5%	-18.8%	-5.2%	3.0%	21.0%	26.7%	28.3%	30.7%	
OPM	29.5%	27.9%	24.8%	23.9%	25.0%	29.3%	27.8%	27.5%	31.6%	28.4%	
Net Income	16,436	16,002	13,910	13,624	15,051	18,368	19,689	20,687	23,662	19,100	23.88% Beat
YoY	-8.3%	-13.6%	-26.5%	-34.0%	-8.4%	14.8%	41.5%	51.8%	57.2%	37.3%	
NPM	24.2%	23.0%	20.1%	17.9%	21.6%	24.6%	25.7%	24.0%	29.4%	24.2%	
Ads revenues	54,661	56,288	54,482	59,042	54,548	58,143	59,647	65,517	61,659	60,200	2.42% Beat
YoY	20.1%	10.1%	2.5%	-2.3%	0.8%	5.5%	10.8%	12.5%	13.6%	10.5%	
Google search&oth	39,618	40,689	39,539	42,604	40,359	42,628	44,026	48,020	46,156	44,980	2.61% Beat
YoY	24.3%	13.5%	4.3%	-1.6%	1.9%	4.8%	11.3%	12.7%	14.4%	13.8%	
YouTube	6,869	7,340	7,071	7,963	6,693	7,665	7,952	9,200	8,090	7,730	4.66% Beat
YoY	14.4%	4.8%	-1.9%	-7.8%	-2.6%	4.4%	12.5%	15.5%	20.9%	9.3%	
Google Network	8,174	8,259	7,872	8,475	7,496	7,850	7,669	8,297	7,413	7,520	-1.42% Miss
YoY	20.2%	8.7%	-1.6%	-8.9%	-8.3%	-5.0%	-2.1%	-1.1%	-4.5%		
Google Other	6,811	6,553	6,895	8,796	7,413	8,142	8,339	10,794	8,739	8,850	-1.25% Miss
YoY	4.9%	-1.1%	2.1%	7.8%	8.8%	24.2%	20.9%	22.7%	17.9%	28.4%	
Google Cloud	5,821	6,276	6,868	7,315	7,454	8,031	8,411	9,192	9,574	9,370	2.18% Miss
YoY	43.8%	35.6%	37.6%	32.0%	28.1%	28.0%	22.5%	25.7%	28.4%	36.4%	
Other Bets	440	193	209	226	288	285	297	657	495	372	33.06% Beat
YoY	122.2%	0.5%	14.8%	24.9%	-34.5%	47.7%	42.1%	190.7%	71.9%	78.0%	
OPM	22,920	22,770	19,781	21,101	21,737	23,454	23,937	26,730	27,897	24,300	14.80% Beat
OPM	41.9%	40.5%	36.3%	35.7%	39.8%	40.3%	40.1%	40.8%	45.2%	40.4%	
Google Cloud	(931)	(858)	(699)	(480)	191	395	266	864	900	672	33.93% Beat
OPM	-16.0%	-13.7%	-10.2%	-6.6%	2.6%	4.9%	3.2%	9.4%	9.0%	7.2%	

資料來源：公司財報、彭博，第一上海整理

2024Q1 穀歌細分服務領域業務情況

核心廣告業務整體符合預期，穀歌雲業務超市場預期

谷歌服務收入 704 億美元 (YoY+13.6%，QoQ-7.7%)。本季度穀歌搜索和其他廣告收入 461.6 億美元 (YoY+14.4%，QoQ-3.9%)，其增長再次由零售業的增長帶動。在直接廣告和品牌廣告的推動下，YouTube 廣告收入達到 80.9 億美元 (YoY+20.9%，

QoQ-12.1%)。網路廣告收入 74.1 億美元 (YoY-1.1%, QoQ-1.1%)。訂閱、平臺和設備收入為 87.4 億美元 (YoY+17.9%, QoQ-19.0%)，主要得益於 YouTube 訂閱收入的提升。

TAC 為 129.5 億美元 (YoY+10.5%, QoQ-7.4%)，低於穀歌搜索及其他收入的增長，占營收比重的 16.1%，基本保持穩定。

穀歌雲業務收入 95.7 億美元 (YoY+28.4%, QoQ+4.2%)，高於市場預期收入的 93.7 億美元，反映了 GCP 基礎設施和解決方案的強勁需求帶來的顯著增長，AI 的貢獻不斷增強，得益於平均每席位收入的增長 Google Workspace 也增長強勁。穀歌雲的營業利潤 9 億美元，營業利潤率為 9.4%，基本持平，盈利能力穩定。

圖 2: Alphabet Revenues (百萬美元)

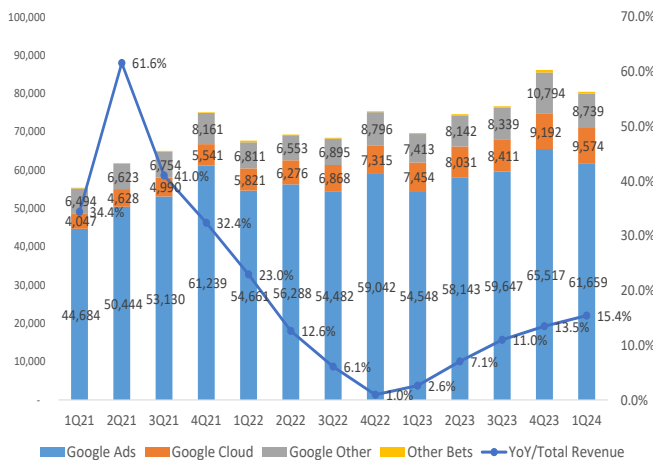
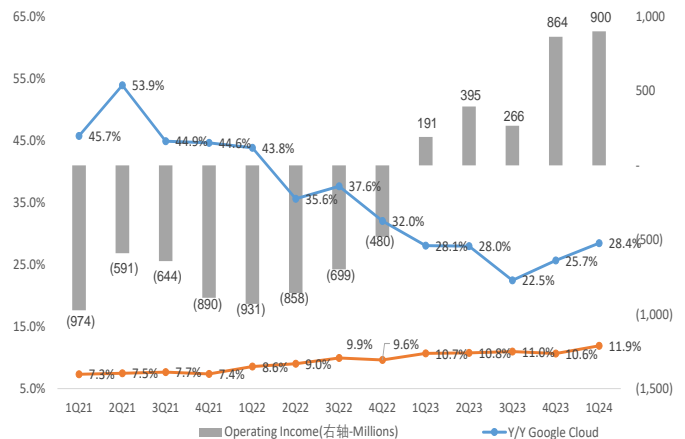


圖 3: Google Cloud Revenues (百萬美元)



資料來源：公司財報，第一上海整理

資料來源：公司財報，第一上海整理

圖 4: Google Ads Revenues (百萬美元)

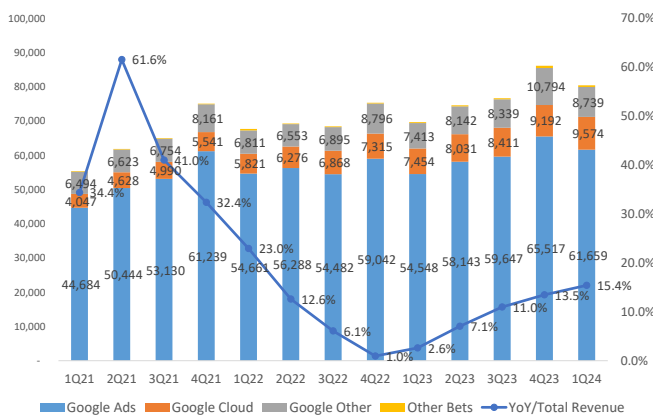
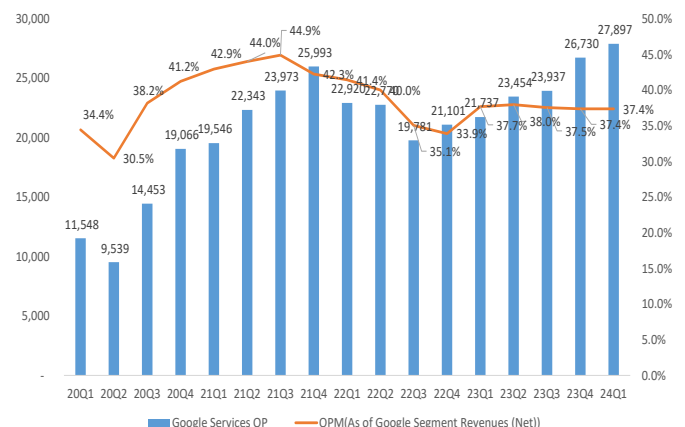


圖 5: Google Services Revenues (百萬美元)



資料來源：公司財報，第一上海整理

資料來源：公司財報，第一上海整理

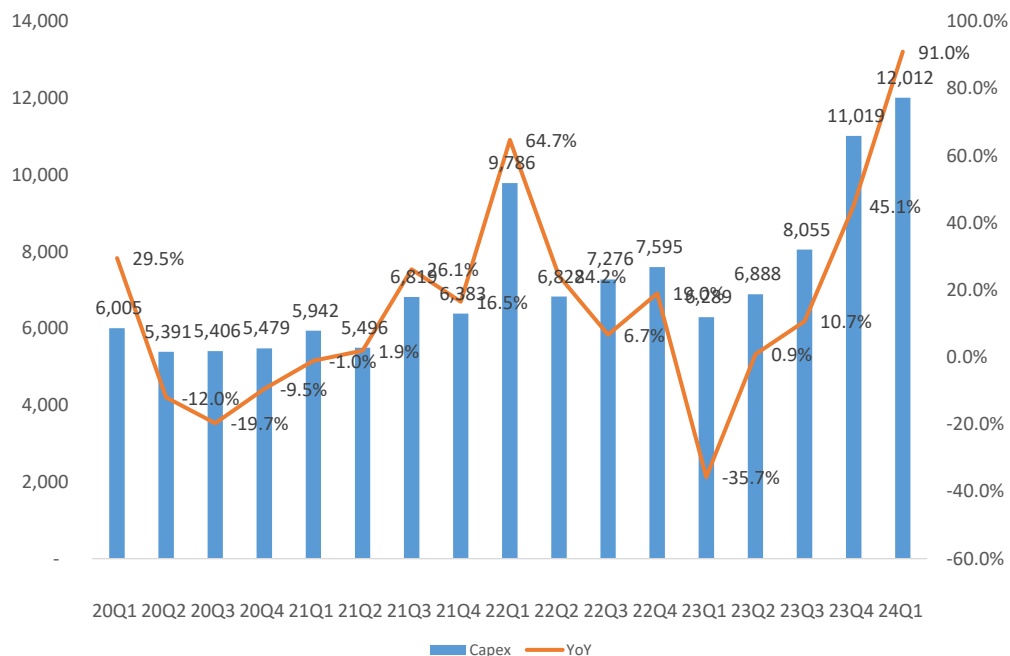
24Q1 資本開支情況

資本開支同比、環比大幅提升，24 年將繼續為 AI 算力做準備

穀歌 24Q1 資本開支為 120.1 億美元 (YoY+91%，QoQ+9%)，與去年同期相比有大幅增長。該季度的資本開支繼續用於投資技術基礎設施，其中主要是購買伺服器，其次是資料中心。管理層表示 2024 年會繼續加大資本專案支出，預計 2024 年每個季度資本支出將達到或超過 120 億美元，2023 年全年資本開支為 322.5 億美元，2024

年資本開支將會明顯高於 2023 年。其中辦公設施投資將低於總資本支出的 10%，與 2023 年基本持平。資本開支的增加反映了公司在發展其業務中看到了機會，資本開支專注於確保計算能力，以支援公司在 Alphabet 中看到的服務和機會。

圖 6: Alphabet 季度資本開支情況 (百萬美元)



資料來源：公司財報，第一上海整理

公司業績及業務展望

公司對雲業務的發展充滿信心

在廣告領域，公司發展勢頭依舊強勁。搜索業務在各垂直領域佔據優勢地位，受益於零售業的強勁增長，公司預計在未來幾個季度搜索收入將繼續看到穩定的增長；YouTube 收入將得益於直接廣告和品牌廣告增長加速，訂閱服務方面，一季度收入同比增長環比有所下降，部分是因為一季度只有一周的 Sunday Ticket 訂閱收入，而去年四季度有 14 周的，未來訂閱業務收入有望從五月受益於去年 YouTube TV 價格上漲，平臺業務未來收入將依託買家數量的增長而持續增長；穀歌雲領域，公司加大對 AI 的投入表明了對雲業務展現強勁的持續增長的信心，特別是 GCP 和 Workspace 方面，公司對其未來的客戶互動和收入增長持樂觀的態度。公司預計 2024 年 YouTube 和雲業務整體年運營額將超過 100 億美元。谷歌不斷優化人員團隊結構，提升工作效率，將 AI 模型團隊整合在 Google DeepMind 旗下，將平臺和設備團隊整合在一起，不斷開發推出高品質產品和體驗，有望實現更快的發展。

在財報會議上，公司管理層表示：

大力發展 AI 業務，搜索業務將更多與 AI 相結合

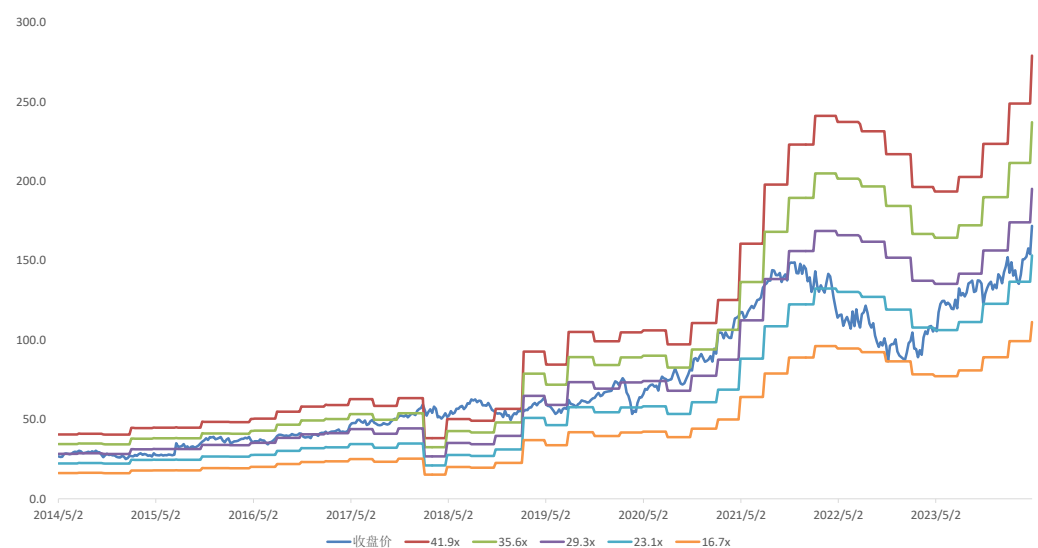
- (1) 廣告業務中的 AI 創新將成為產品組合的核心，公司將持續加大在 AI 方面的投資，大力發展 AI 在廣告業務的應用，隨著底層 AI 模型的進步，逐步提高廣告投放的回報率和效率。今年二月份，公司將 PMAX 引入進 Gemini，有助於策劃和生成文本和圖片，使用 PMAX 生產廣告的客戶發佈具有良好或優秀廣告的可能性要高出 63%，而將 PMAX 廣告強度提升到優秀的客戶平均轉化率會提高 6%。其次，搜索領域的人工智慧創新也為廣告商帶來新的增長機會，公司嘗試新的廣告格式推動零售商的盈利能力增長，幫助優化線上線下的數字表現。公司也表示使用新 AI 概覽的用戶的搜索使用量有所增加，使用者對結構的滿意度也有所提升。

- (2) 管理層對 YouTube 廣告和訂閱收入的大幅增長感到滿意，直接廣告和品牌廣告都變現強勁，公司表示會繼續維持這一勢頭。一季度 YouTube 的音樂和高級訂閱使用者超 1 億，包括試用用戶。目前擁有超過 800 萬的付費訂閱用戶。Shorts 的貨幣化率持續改善，一季度環比提升十個百分點。此外，在一季度公司的聯網電視暫停廣告試點取得了進展，這是一種新的非中斷廣告格式，當用戶暫停時廣告出現，初步表明暫停廣告有利於推動品牌效果提升，並價格相對較高。
- (3) 在雲業務端，穀歌過去八個月發佈了超一千種新產品和新功能。在 Google Cloud Next 上，超三百名客戶和合作夥伴使用過 Google Cloud 實現生成式 AI，包括拜耳、梅賽德斯賓士、沃爾瑪等全球品牌。通過公司的 AI 超級電腦，提供高效的基礎設施來訓練和服務模型，目前超過 60% 的獲得資助的 Gen AI 初創公司和近 90% 的 Gen AI 獨角獸都是 Google Cloud 客戶。此外，公司也提供 130 多個模型，在 Cloud Next 上推出了 Gemini 1.5 Pro 和 Imagine 2.0，目前有超 100 萬的開發人員使用公司的生成式 AI。穀歌將繼續積極投資，並專注於盈利增長。

目標價 185 美元，持有評級

公司擁有人工智慧時代最好的基礎設施，隨著公司 Gemini AI 模型和演算法的逐步推出，為 AI 項目提供動力。AI 賦能搜索帶來新的增長，同時 YouTube 在 AI 加持下廣告投放不斷增長，我們認為未來穀歌廣告業務將會持續受益於零售業務和經濟復蘇帶來的廣告增量增長，以及 AI 對穀歌廣告投放效率的提升。此外，公司一直致力於優化人員結構，谷歌雲業務連續 5 個季度實現盈利，且盈利能力明顯提高，預計都將為公司貢獻利潤端增速。我們看好谷歌未來業務的發展，即使 AIGC 形成的私域流量短期會對穀歌的搜尋引擎地位有潛在替代影響，但是我們認為穀歌在人工智慧技術發展上技術實力並不差，近期 Google Deep Mind 的整合其實就是公司對人工智慧領域的再次聚焦和發力。雲業務盈利能力持續得到驗證，穀歌雲 OPM 達到 9%，同期 Azure 和 AWS 有 35% 的 OPM 水準，穀歌雲業務的盈利能力依然具有巨大的提升空間。我們維持公司 2024-2026 年未來三年收入和利潤預測不變，結合公司過去 10 年的歷史估值中樞，給予穀歌 24 年 26 倍的估值，對應美股 185 美元的估值，較當前收盤價有 11% 的上行空間。

圖 7：穀歌過去十年歷史估值中樞



資料來源：Wind，第一上海整理

圖 8：公司歷史及未來估值預測

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Sales	233,881	256,508	288,080	323,063	358,331
YoY Growth	10.3%	9.7%	12.3%	12.1%	10.9%
EV/Sales	7.4	6.7	6.0	5.3	4.8
EV/Sales to Growth	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4
GAAP EBITDA	90,770	97,992	117,520	127,294	143,707
GAAP EBITDA Margin	38.8%	38.2%	40.8%	39.4%	40.1%
YoY Growth	-0.4%	8.0%	19.9%	8.3%	12.9%
EV/GAAP EBITDA	19.0	17.6	14.7	13.6	12.0
EV/GAAP EBITDA to Growth	-45.0	2.2	0.7	1.6	0.9
GAAP Net Income	59,972	73,795	89,426	98,649	112,379
GAAP Net Income Margin	25.6%	28.8%	31.0%	30.5%	31.4%
GAAP EPS	4.6	5.8	7.2	8.0	9.3
YoY Growth	-23.8%	27.3%	23.7%	11.8%	15.8%
P/E (GAAP)	31.5	24.7	20.0	17.9	15.5
PEG (GAAP)	-1.3	0.9	0.8	1.5	1.0
FCF minus SBC	40,648	47,035	51,485	72,139	85,870
(FCF-SBC) Margin %	17.4%	18.3%	17.9%	22.3%	24.0%
YoY Growth	-21.3%	15.7%	9.5%	40.1%	19.0%
EV/(FCF-SBC)	42.5	36.7	33.5	23.9	20.1
EV/(FCF-SBC) to Growth	-2.0	2.3	3.5	0.6	1.1
FCF	60,010	69,495	75,940	100,755	117,786
FCF Margin %	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
YoY Growth	-0.1	0.2	0.1	0.3	0.2
EV/FCF	28.8	24.8	22.7	17.1	14.7
EV/FCF to Growth	-2.8	1.6	2.5	0.5	0.9
SBC	19,362	22,460	24,455	28,616	31,916
YoY Growth	25.9%	16.0%	8.9%	17.0%	11.5%

資料來源：公司財報，第一上海整理和預測

附錄 1：主要財務報表

損益表						財務能力分析					
单位：百万美元，财务年度截至12月31日											
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	282,836	307,394	344,578	384,878	425,394	盈利能力					
-						毛利率 (%)	67.0%	67.9%	68.3%	68.3%	68.3%
主营业务收入成本	-126,203	-133,332	-147,043	-163,001	-178,767	EBITDA 利率 (%)	38.8%	38.2%	40.8%	39.4%	38.7%
毛利	156,633	174,062	197,535	221,877	246,628	净利率 (%)	25.6%	28.8%	31.0%	30.5%	30.2%
- 营业开支	-81,791	-89,769	-94,277	-104,586	-117,703	营运表现					
销售及营销开支	-26,567	-27,917	-29,746	-32,995	-36,548	销售及管理费用/收入	18.1%	17.3%	15.9%	15.6%	15.5%
研究及开发开支	-39,500	-45,427	-48,345	-54,032	-61,910	研发费用/收入 (%)	16.9%	17.7%	16.7%	16.6%	17.2%
总务及管理开支	-15,724	-16,425	-16,186	-17,559	-19,246	实际税率 (%)	15.9%	13.9%	17.2%	18.0%	18.5%
营业利润	84,293	103,258	117,290	128,925	0	股息支付率 (%)					
- 营业外费用	-3,514	1,424	5,210	3,728	4,954	库存周转率	42.8	32.8	0.0	0.0	0.0
税前利润	71,328	85,717	108,468	121,018	133,879	应收账款天数	223.8	229.9	220.8	206.8	192.9
- 所得税支出	-11,356	-11,922	-18,680	-21,783	-24,768	应付账款天数	89.8	99.5	105.9	99.9	93.9
非常项目前收入	59,972	73,795	89,788	99,235	109,111	财务状况					
净利润	59,972	73,795	89,788	99,235	109,111	总负债/总资产	29.9%	29.6%	31.3%	29.7%	27.9%
普通股股东所得净利润	59,972	73,795	89,788	99,235	109,111	收入/净资产	110.4%	108.5%	111.8%	107.2%	100.8%
折旧与摊销	15,928	13,699	14,754	10,755	10,860	收入/总资产	77.4%	76.4%	76.9%	75.4%	72.7%
EBITDA	90,770	97,992	118,012	128,046	139,785	经营性现金流/收入	32.3%	33.1%	36.6%	35.6%	35.3%
主营业务增长 (%)	9.8%	8.7%	12.1%	11.7%	10.5%						
EBITDA 增长率 (%)	-0.4%	7.4%	17.0%	7.8%	8.4%						
资产负债表						现金流量表					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
+ 现金与现金等	21,879	24,048	35,886	70,929	115,815	+ 净利润	59,972	73,795	89,788	99,235	109,111
+ 短期投资	91,883	86,868	83,597	83,597	83,597	+ 折旧、摊销	15,928	13,699	14,754	10,755	10,860
+ 应收账款与票	40,258	47,964	49,851	52,483	54,369	+ 其他非现金调	17,830	18,097	23,729	28,604	32,162
+ 库存	2,670	0	0	0	0	+ 非现金资本变	-2,235	-3,845	-2,309	-1,492	-2,146
+ 其他流动资产	8,105	12,650	12,229	13,738	15,255	经营活动现金流量	91,495	101,746	125,962	137,102	149,987
总计流动资产	164,795	171,530	181,564	220,747	269,037	+ 固定资产变动	-6,969	-495	-61	0	0
+ 长期投资与应	30,492	31,008	33,994	33,994	33,994	+ 资本支出	-31,485	-32,251	-49,697	-35,740	-36,088
+ 净固定资产	112,668	134,345	169,526	194,511	219,738	+ 长期净投资变	16,567	6,734	3,408	0	0
+ 其他非流动资产	21,726	26,260	25,121	22,021	22,099	+ 其他投资活动	1,589	-1,051	101	0	0
+ 商誉	28,960	29,198	29,183	29,183	29,183	投资活动现金	-20,298	-27,063	-46,249	-35,740	-36,088
+ 其他长期资产	6,623	10,051	8,856	9,948	11,047	+ 已付股利	0	0	0	0	0
总计长期资产	200,469	230,862	266,680	289,657	316,061	+ 债务(偿付)所得	-54,068	-11,550	-3,079	0	0
总资产	365,264	402,392	448,244	510,404	585,098	+ 股本增加	0	0	0	0	0
+ 应付账款	5,128	7,493	8,339	8,877	9,297	+ 股本减少	-59,296	-61,504	-63,732	-66,320	-69,013
+ 短期借款	0	0	0	0	0	+ 其他融资活动	43,607	961	-939	0	0
+ 其他短期负债	64,172	74,321	92,136	102,991	114,274	融资所得现金	-69,757	-72,093	-67,750	-66,320	-69,013
总计流动负债	69,300	81,814	100,476	111,868	123,571	现金净增减	934	2,169	11,838	35,042	44,886
+ 长期借款	14,701	13,253	13,228	13,228	13,228	现金剩余	21,879	24,048	35,886	70,929	115,815
+ 其他长期负债	25,119	23,946	26,375	26,293	26,411	自由现金流	60,010	69,495	76,265	101,362	113,899
总长期负债	39,820	37,199	39,603	39,521	39,639						
总负债	109,120	119,013	140,079	151,389	163,209						
总股东权益	256,144	283,379	308,165	359,015	421,889						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。