

买入

2024 年 7 月 30 日

收入利润和云业务均超预期，AI 开始贡献收入增长

- **24Q2 业绩总览：**24Q2 公司营业收入为 847 亿美元（YoY+13.6%, QoQ+5.2%），净利润 236 亿美元（YoY+28.6%, QoQ-0.2%），收入和利润均超出市场预期。其中，谷歌服务收入 739 亿美元（YoY+11.5%）；谷歌云业务收入 103 亿美元（YoY+28.8%）。整体看搜索广告业务保持稳健增长，云业务呈现高速增长。截至 24Q2 季度末，公司拥有 1007 亿美元的现金及等价物，经营现金流入 266 亿美元。24Q2 公司向 A/B/C 类股票的股东分别支付股息 12 亿/1.7 亿/11 亿美元，总计 25 亿美元。并宣布下季度派发 0.2 美元每股股息。
- **业务重点：**本季度谷歌搜索和其他广告收入 485 亿美元（YoY+13.8%），其增长受益于零售行业的增长。在效果广告和品牌广告的推动下，YouTube 广告收入达到 86.6 亿美元（YoY+12.9%）。网络广告收入 74.4 亿美元（YoY-5.2%）。订阅、平台和设备收入为 93.1 亿美元（YoY+14.4%），再次得益于 YouTube 订阅收入的提升。谷歌云业务收入 103 亿美元（YoY+28.8%，QoQ+8.1%），高于市场预期收入的 101 亿美元，得益于 AI 带来需求的增长。谷歌云的营业利润 11.7 亿美元，营业利润率为 11.3%，较上一季度提升 2%。Other Bets 创新业务收入达 3.7 亿美元，主要包括自动驾驶汽车项目 Waymo 和生命科学 Verily 部门，运营亏损 11.3 亿美元，弱于预期的 10.7 亿美元。
- **费用情况：**24Q1 谷歌毛利率 58.1%（YoY+0.9%，QoQ-0.04%）；运营利润率 32.4%（YoY+3.1%，QoQ+0.7%），同环比均有所提升，管理层在业绩电话会上表示未来两个季度运营利润继续提升。运营支出为 218.1 亿美元（YoY+5%），主要是研发费用的增加。本季度资本支出为 132 亿美元（YoY+91%，QoQ+10%），增幅超预期，主要投资于技术基础设施，最大支出仍为服务器，其次为数据中心。公司继续预计 2024 年全年每个季度资本支出将达到或超过 120 亿美元，全年有望达 490 亿美元，大超 2023 年的 323 亿美元。
- **上调目标价至 207 美元，维持买入评级：**AI 赋能多项业务服务场景，推动业绩新的增长。公司的广告业务有望受益于 AI 模型效率的提升维持较好增长；谷歌云业务连续 6 个季度实现盈利，盈利能力持续提升，随着 AI 基础设施建设的不断完善及 AI 解决方案的持续推出，我们看好谷歌未来广告业务的增长、云业务市场份额和盈利能力的提升以及 AI 变现的能力，给予每股目标价 207 美元，对应 24 财年 27 倍的 PE，维持买入评级。
- **风险提示：**美国宏观经济增长不及预期、公司的 AI 发展及商业化变现不及预期、云业务增长不及预期

罗凡环

852-25321539

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	169 美元
目标价	207 美元 (+22%)
股票代码	GOOGL/GOOG
已发行股本	123.1 亿股
市值	20900 亿美元
52 周高/低	191/120 美元
每股净现值	24 美元
主要股东	Vanguard 7.22% Blackrock 6.18% Sergey Brin 5.90% Lawrence Page 3.13%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	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	348,529	390,761	435,566
变动	9.8%	8.7%	13.4%	12.1%	11.5%
净利润	59,972	73,795	94,692	107,452	121,591
变动	-21.1%	23.0%	28.3%	13.5%	13.2%
摊薄每股盈利（美元）	4.6	5.8	7.7	9.0	10.6
变动	-23.8%	26.5%	32.9%	16.0%	17.5%
基于170美元的市盈率（估）	37.3	29.5	21.7	18.9	16.0

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

业绩摘要

2024 年第二季度业绩季度情况

搜索广告业务增长稳定，
云业务盈利能力持续提高

主要观点：二季度业绩增长主要受益于搜索广告和云业务的推动。AI 赋能多项业务服务场景，推动新的增长。公司不断重新构思和扩展 Google 搜索，随着 AI Overviews 的推出，提升用户搜索使用量及结果满意度。新的搜索方式 Lens 视觉搜索，有望通过视频形式完成搜索，提升视觉搜索使用量。大模型 Gemini 目前已有四种类型，每个类型都有其独特的使用场景，可提供 200 万个 Tokens 的上下文窗口，提升 Google 产品使用性能。公司会加大资本项目的开支大力发展 AI，而 AI 增量需求会抵消企业削减资本开支的影响。

云业务连续六个季度实现高速增长，营业利润率稳定提升至 11.3%。公司的 AI 基础设施为云客户提供的生成式 AI 解决方案被超过 200 万开发者使用，已创造数十亿美元的收入。最新的 Nvidia Blackwell 平台将于 2025 年进入 Google Cloud。云业务有望保持高速增长态势。整体而言，受益于美国消费和宏观经济复苏及 AI 赋能，广告业务预计会有较好增量空间；谷歌云业务将会有强劲的增长。我们对谷歌广告和云业务的发展仍保持一个积极乐观的态度。

24Q2 公司营业收入 847 亿美元（YoY+13.6%，QoQ+5.2%），净利润 236 亿美元（YoY+28.6%，QoQ-0.2%），收入和利润均超出市场预期。其中，谷歌服务收入 739 亿美元（YoY+11.5%，QoQ+5%），谷歌搜索和其他广告收入 485 亿美元（YoY+13.8%，QoQ+5.1%），YouTube 广告收入 86.6 亿美元（YoY+12.9%，QoQ+7.1%），网络广告收入 74.4 亿美元（YoY-5.2%，QoQ+0.04%），订阅、平台和设备收入为 93.1 亿美元（YoY+14.4%，QoQ+6.6%）；谷歌云业务收入 103 亿美元（YoY+28.8%，QoQ+8.1%），高于市场预期收入的 101 亿美元；子公司 other bets 收入 3.7 亿美元（YoY+28.1%，QoQ-2.6%），运营亏损为 11.3 亿美元。

截至 24Q2 季度末，公司拥有 1007 亿美元的现金及等价物，经营现金流入 266 亿美元。24Q2 公司向 A/B/C 类股票的股东分别支付股息 12 亿/1.7 亿/11 亿美元，总计 25 亿美元。并宣布下季度派发 0.2 美元股息。

图 1：谷歌季度业绩重点指标与预期对比

USD Millions		Alphabet Inc(GOOG/GOOG) Financial Results														
		1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	Consensus	Diff(%)	Diff(pct)		
Overview	Total Revenues	68,011	69,685	69,092	76,048	69,787	74,604	76,693	86,310	80,539	84,742	84,300	0.52%	Beat		
	YoY	23.0%	12.6%	6.1%	1.0%	2.6%	7.1%	11.0%	13.5%	15.4%	13.6%	13.0%				
	Gross profit	38,412	39,581	37,934	40,706	39,175	42,688	43,464	48,735	46,827	49,235	48,700	1.10%	Beat		
	YoY	23.1%	11.0%	1.2%	-3.9%	2.0%	7.8%	14.6%	19.7%	19.5%	15.3%	14.1%				
	Operating Income	20,094	19,453	17,135	18,160	17,415	21,838	21,343	23,697	25,472	27,425	26,400	3.88%	Beat		
	YoY	17.3%	1.9%	-17.5%	-18.8%	-5.2%	3.0%	21.0%	26.7%	28.3%	26.5%	20.9%				
	OPM	29.5%	27.9%	24.8%	23.9%	25.0%	29.3%	27.8%	27.5%	31.6%	32.4%	31.3%				
	Net Income	16,436	16,002	13,910	13,624	15,051	18,368	19,689	20,687	23,662	23,619	23,000	2.69%	Beat		
	YoY	-8.3%	-13.6%	-26.5%	-34.0%	-8.4%	14.8%	41.5%	51.8%	57.2%	28.6%	25.2%				
	NPM	24.2%	23.0%	20.1%	17.9%	21.6%	24.6%	25.7%	24.0%	29.4%	27.9%	27.3%				
Segment	Ads revenues	54,661	56,288	54,482	59,042	54,548	58,143	59,647	65,517	61,659	64,616	64,500	0.18%	Beat		
	YoY	20.1%	10.1%	2.5%	-2.3%	0.8%	5.5%	10.8%	12.5%	13.6%	11.5%	10.9%				
	Google search&othr	39,618	40,689	39,539	42,604	40,359	42,628	44,026	48,020	46,156	48,509	47,630	1.85%	Beat		
	YoY	24.3%	13.5%	4.3%	-1.6%	1.9%	4.8%	11.3%	12.7%	14.4%	13.8%	11.7%				
	YouTube	6,869	7,340	7,071	7,963	6,693	7,665	7,952	9,200	8,090	8,663	8,950	-3.21%	Beat		
	YoY	14.4%	4.8%	-1.9%	-7.8%	-2.6%	4.4%	12.5%	15.5%	20.9%	13.0%	16.8%				
	Google Network	8,174	8,259	7,872	8,475	7,496	7,850	7,669	8,297	7,413	7,444	7,870	-5.41%	Miss		
	YoY	20.2%	8.7%	-1.6%	-8.9%	-8.3%	-5.0%	-2.6%	-2.1%	-1.1%	-5.2%	0.3%				
	Google Other	6,811	6,553	6,895	8,796	7,413	8,142	8,339	10,794	8,739	9,312	9,380	-0.72%	Miss		
	YoY	4.9%	-1.1%	2.1%	7.8%	8.8%	24.2%	20.9%	22.7%	17.9%	14.4%	15.2%				
OPM	Google Cloud	5,821	6,276	6,868	7,315	7,454	8,031	8,411	9,192	9,574	10,347	10,090	2.55%	Beat		
	YoY	43.8%	35.6%	37.6%	32.0%	28.1%	22.5%	25.7%	28.4%	28.8%	25.6%	25.6%				
	Other Bets	440	193	209	226	288	285	297	657	495	365	390	-6.41%			
	YoY	122.2%	0.5%	14.8%	24.9%	-34.5%	47.7%	42.1%	190.7%	71.9%	5.0%	36.8%				
	Google Services	22,920	22,770	19,781	21,101	21,737	23,454	23,937	26,730	27,897	29,674	28,000	5.98%	Beat		
	OPM	41.9%	40.5%	36.3%	35.7%	39.8%	40.3%	40.1%	40.8%	45.2%	45.9%	43.4%				
	Google Cloud	(931)	(858)	(699)	(480)	191	395	266	864	900	1,172	982	19.35%	Beat		
	OPM	-16.0%	-13.7%	-10.2%	-6.6%	2.6%	4.9%	3.2%	9.4%	9.4%	11.3%	9.7%				

资料来源：公司财报、彭博，第一上海整理

搜索广告业务整体符合预期，谷歌云业务超市场预期

2024Q2 谷歌细分服务领域业务情况

谷歌服务收入 739 亿美元（YoY+11.5%，QoQ+5.0%）。本季度谷歌搜索和其他广告收入 485 亿美元（YoY+13.8%，QoQ+5.1%），其增长主要受到零售行业增长的推动。在效果广告和品牌广告的推动下，YouTube 广告收入达到 86.6 亿美元（YoY+12.9%，QoQ+7.1%）。网络广告收入 74.4 亿美元（YoY+5.2%，QoQ+0.04%）。订阅、平台和设备收入为 93.1 亿美元（YoY+14.4%，QoQ+6.6%），主要得益于 YouTube 订阅收入的提升。TAC 为 133.9 亿美元（YoY+6.8%，QoQ+3.4%），低于谷歌搜索及其他收入的增长，占营收比重的 15.8%，基本保持稳定。

谷歌云业务收入 103 亿美元（YoY+28.8%，QoQ+8.1%），高于市场预期收入的 101 亿美元。反映了 GCP 基础设施和解决方案的强劲需求带来的显著增长，AI 的贡献不断增强，得益于平均每席位收入的增长，特别是 Google Workspace 的强劲增长。谷歌云的营业利润 11.7 亿美元，营业利润率为 11.3%，环比增长 2%，盈利能力稳定提升。第二季度公司宣布在马来西亚的首个数据中心和云区域，并将于爱荷华州、弗吉尼亚州和俄亥俄州进行扩展项目。

图 2: Alphabet Revenue (百万美元)

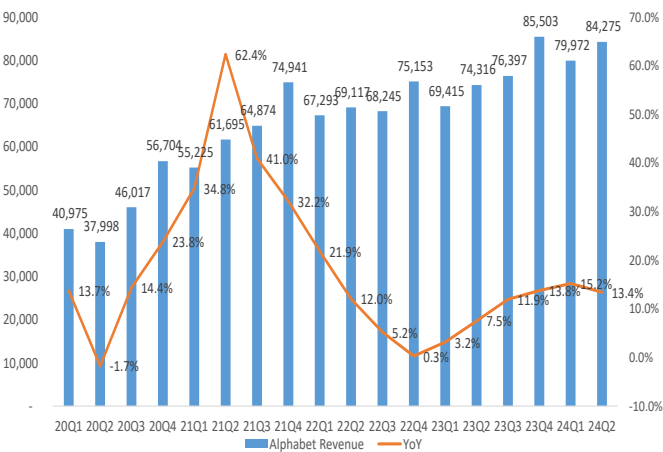
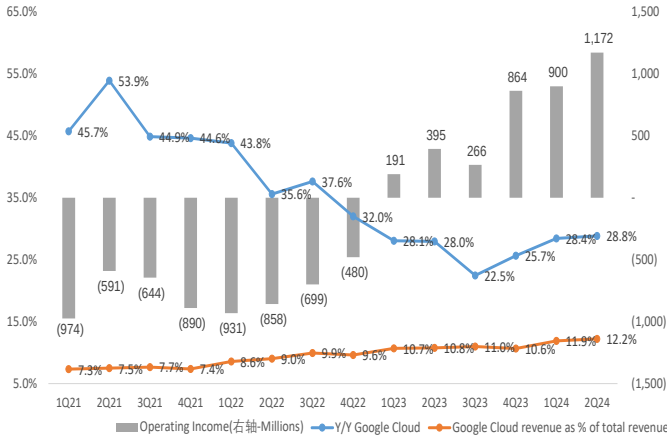


图 3: Google Cloud Revenue (百万美元)



资料来源：公司财报，第一上海整理

资料来源：公司财报，第一上海整理

图 4: Google Ads Revenues (百万美元)

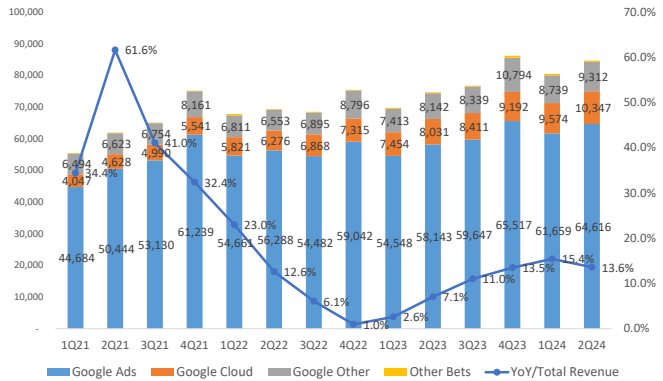
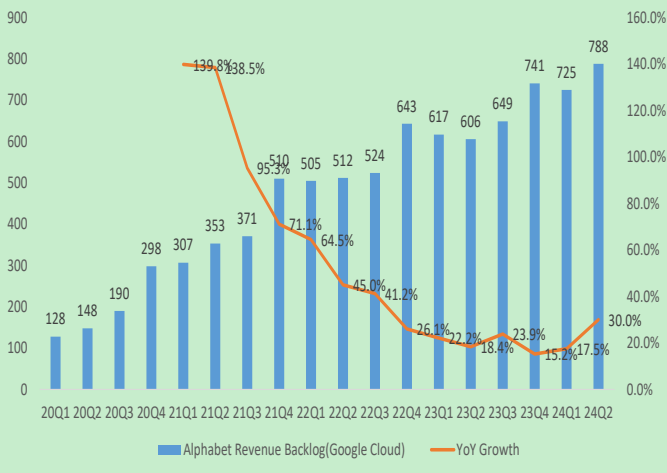


图 5: Revenue Backlog (Google Cloud-亿美元)



资料来源：公司财报，第一上海整理

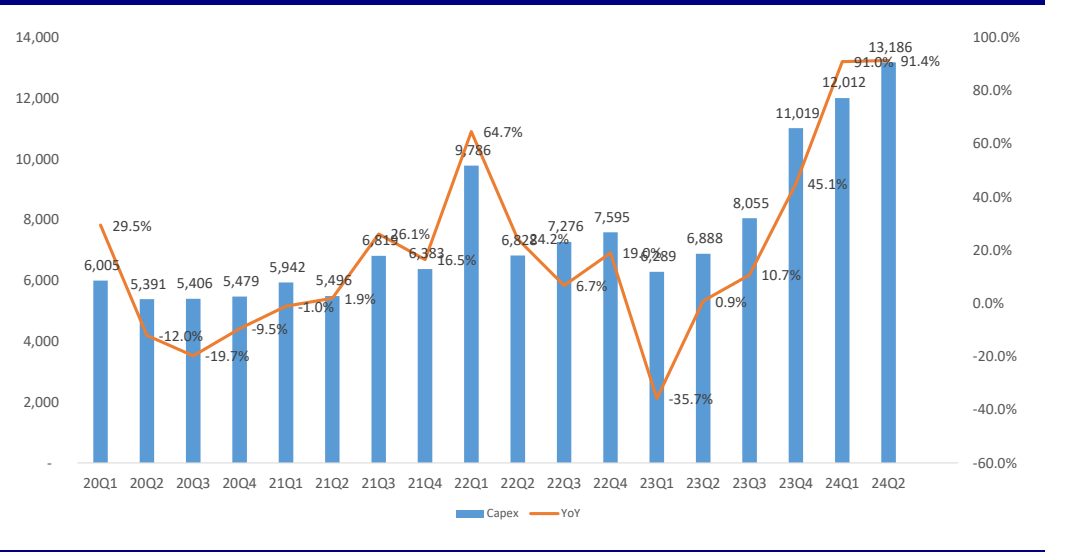
资料来源：公司财报，第一上海整理

24Q2 资本开支情况

资本开支同比、环比大幅提升，24 年将继续为 AI 算力做准备

谷歌 24Q2 资本开支为 132 亿美元（YoY+91%，QoQ+10%），与去年同期相比有大幅增长。该季度的资本开支继续用于投资技术基础设施，其中主要是购买服务器，其次是数据中心。管理层预计 2024 年每个季度资本支出将达到或超过 120 亿美元，全年有望达到 490 亿美元，2023 年全年资本开支为 322.5 亿美元，2024 年资本开支将会明显高于 2023 年。其中办公设施投资将低于总资本支出的 10%，与 2023 年基本持平。资本开支的增加反映了公司在发展其业务中看到了机会，资本开支专注于确保计算能力，以支持公司在 AI 发展中看到的服务和机会。

图 6: Alphabet 季度资本开支情况（百万美元）



资料来源：公司财报，第一上海整理

公司业绩及业务展望

搜索业务稳定增长，AI 贡献云业务收入增量明显

在广告领域，公司发展势头依旧强劲。搜索业务在各垂直领域占据优势地位，受益于零售业的增长，公司预计在未来几个季度搜索收入将继续看到稳定的增长；YouTube 收入将得益于直接广告和品牌广告增长加速；订阅、平台和设备业务增长稳定，主要由于 YouTube TV 和 YouTube Music Premium 订阅用户数量的不断增长驱动，但受到去年 YouTube TV 的涨价影响，年同比增速可能出现下降；谷歌云领域，公司加大对 AI 的投入表明了对云业务展现强劲的持续增长的信心，AI 驱动应用程序组合帮助其赢得新客户及老客户的追加销售，公司对其未来的客户互动和收入增长持乐观的态度。公司继续投资于顶级的工程和技术人才，尤其是云和技术基础设施领域，预计第三季度员工人数将有所增加，三季度运营利润率或将受到基础设施投资相关的折旧摊销费用增加影响，及由于硬件 Pixel 提前发布导致的更高的成本费用影响。但公司对于 2024 年全年运营利润率的展望仍将较 2023 年有所提高。

在财报会议上，公司管理层表示：

大力发展 AI 业务，各项业务将更多与 AI 相结合

- (1) 广告业务随着 AI 模型的进步，逐步提高广告投放的回报率和效率。在搜索、Pmax、Demand Gen 和零售方面应用 AI 简化工作流程，提升创意制作，为消费者提供更具吸引力的体验。AI Overviews 已经在美国推出，生成式 AI 扩展用户使用频次，提升用户搜索结果满意度，不论广告位于 AI Overviews 的上方或者下方都将对整体搜索广告有所帮助。公司也开发新的搜索方式，视觉搜索 Lens，通过视频拍摄进行提问，提升整体视觉搜索使用量。Circle to Search 目前也已经在超过 1 亿台安卓设备上使用。AI 产品不断拓展用户场景和使用频次。公司的大模型 Gemini 目前推出四种类型，已超过 150 万开发者使用，

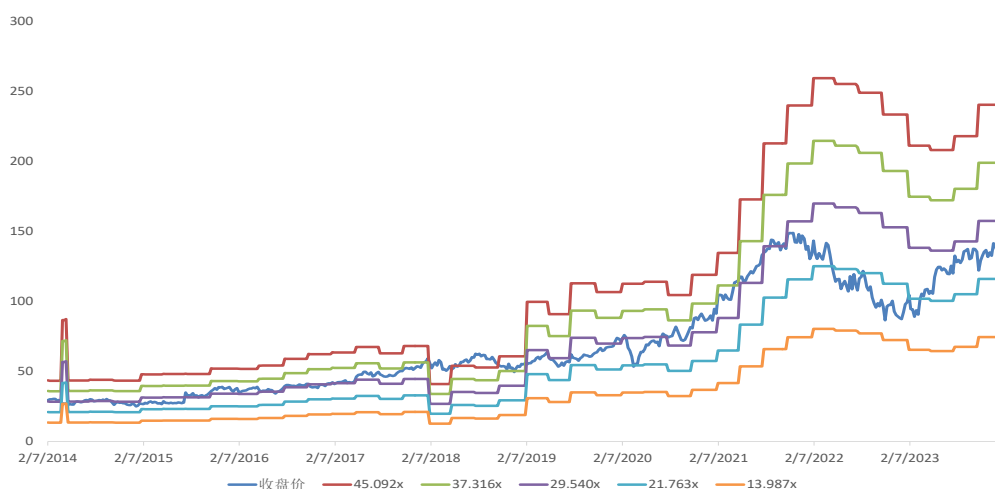
Gemini 赋能 Google 产品更高的效率，为搜索、工作空间、Google 消息等提供更有用的功能，每月有超过 20 亿用户在使用 Gemini。公司将持续投资资源推动 AI 模型的效率。

- (2) 管理层对 YouTube 广告和订阅收入的增长表示满意，YouTube 在美国流媒体整体观看时间保持第一，整体订阅、平台和设备主要受益于用户增长所驱动。YouTube Shorts 货币化率持续改善，YouTube 上的 CTV 受益于强劲的观看时间增长、广告主的创新及品牌广告的预算从传统电视 转向 YouTube。
- (3) 在云业务端，公司云团队在全球范围内与客户广泛接触，提供 AI 相关解决方案，前 100 大客户中大多数已经在使用公司的生成式 AI 解决方案，例如日立、摩托罗拉和 KPMG 等。GCP 的增长率超过了整体云业务的增长。公司在 AI 计算、Vertex AI、及 Gemini for Workplace 等方面都有较大进展。目前在 Vertex 和 AI Studio 上深度参与 Gemini 模型的已超过 200 万开发者。最新的 Nvidia Blackwell 平台将于 2025 年进入 Google Cloud。第二季度公司宣布在马来西亚的首个数据中心和云区域，并将于爱荷华州、弗吉尼亚州和俄亥俄州进行扩展项目。
- (4) 关于其他业务，公司将专注于提高投资回报的整体效率。Waymo 发展顺利，目前已提供超 200 万次形成，在公共道路上行驶超 2000 万英里，在旧金山和凤凰城每周提供超 5 万次付费公众乘车服务。新一项 50 亿美元的多年度投资资金将投资于 Waymo，Waymo 有望成为世界领先的自动驾驶技术公司。

上调目标价 207 美元，维持买入评级

AI 赋能多项业务服务场景，推动业绩新的增长。公司的广告业务有望继续受益于 AI 模型效率的提升维持较好增长；谷歌云业务连续 6 个季度实现盈利，盈利能力持续提升，随着 AI 基础设施建设的不断完善及 AI 解决方案的持续推出，我们看好谷歌未来谷歌业务的发展，特别是 AI 赋能下对广告投放效率的提高、云业务市场份额继续提升稳居全球三大公有云厂商，云业务盈利能力不断释放。我们预计谷歌未来三年（2024-2026）的利润 CAGR 增长至少为 12.4%，未来三年收入（2024-2026）的 CAGR 至少为 13.4%增长，结合公司过去 10 年的历史估值中枢，给予谷歌 24 年 27 倍的估值，对应美股 207 美元的估值，较当前收盘价有 22%的上行空间。

图 7：谷歌过去十年历史估值中枢



资料来源：Wind，第一上海整理

图 8：公司历史及未来估值预测

	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024E</u>	<u>2025E</u>	<u>2026E</u>
Sales	233,881	256,508	293,053	330,297	370,101
YoY Growth	10.3%	9.7%	14.2%	12.7%	12.1%
EV/Sales	8.8	8.0	7.0	6.2	5.6
EV/Sales to Growth	0.9	0.8	0.5	0.5	0.5
GAAP EBITDA	90,770	97,992	123,250	135,120	150,103
GAAP EBITDA Margin	38.8%	38.2%	42.1%	40.9%	40.6%
YoY Growth	-0.4%	8.0%	25.8%	9.6%	11.1%
EV/GAAP EBITDA	22.7	21.1	16.7	15.3	13.7
EV/GAAP EBITDA to Growth	-53.8	2.6	0.6	1.6	1.2
GAAP Net Income	59,972	73,795	94,692	107,452	121,591
GAAP Net Income Margin	25.6%	28.8%	32.5%	32.5%	32.9%
GAAP EPS	4.6	5.8	7.7	9.0	10.6
YoY Growth	-23.8%	26.5%	32.9%	16.0%	17.5%
P/E (GAAP)	37.3	29.5	21.7	18.9	16.0
PEG (GAAP)	-1.6	1.1	0.7	1.2	0.9
FCF minus SBC	40,648	47,035	54,577	78,488	89,960
(FCF-SBC) Margin %	17.4%	18.3%	18.7%	24.0%	24.7%
YoY Growth	-21.3%	15.7%	16.0%	43.8%	14.6%
EV/(FCF-SBC)	50.8	43.9	36.9	25.7	22.4
EV/(FCF-SBC) to Growth	-2.4	2.8	2.3	0.6	1.5
FCF	60,010	69,495	78,456	106,293	121,024
FCF Margin %	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
YoY Growth	-0.1	0.2	0.1	0.4	0.1
EV/FCF	34.4	29.7	25.7	19.0	16.6
EV/FCF to Growth	-3.3	1.9	2.0	0.5	1.2
SBC	19,362	22,460	24,015	25,902	29,120
YoY Growth	25.9%	16.0%	6.9%	7.9%	12.4%

资料来源：公司财报，第一上海整理和预测

附录 1：主要财务报表

损益表						财务能力分析					
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	348,529	390,761	435,566	盈利能力					
- 主营业务收入成本	-126,203	-133,332	-148,256	-165,033	-182,449	毛利率 (%)	67.0%	67.9%	68.3%	68.3%	68.4%
毛利	156,633	174,062	200,273	225,727	253,117	EBITDA 利率 (%)	38.8%	38.2%	42.1%	40.9%	40.6%
- 营业开支	-81,791	-89,769	-91,511	-100,824	-113,422	净利率 (%)	25.6%	28.8%	32.4%	32.5%	32.9%
销售及营销开支	-26,567	-27,917	-27,939	-29,727	-34,062	营运表现					
研究及开发开支	-39,500	-45,427	-49,367	-55,565	-62,039	销售及管理费用/收入 (%)	18.1%	17.3%	14.4%	13.7%	13.9%
总务及管理开支	-15,724	-16,425	-14,205	-15,532	-17,321	研发费用/收入 (%)	16.9%	17.7%	16.8%	16.8%	16.8%
营业利润	84,293	108,762	124,903	139,696	0	实际税率 (%)	15.9%	13.9%	15.9%	16.4%	16.0%
- 营业外费用	-3,514	1,424	3,982	3,628	5,056	股息支付率 (%)					
税前利润	71,328	85,717	112,744	128,531	144,751	库存周转率	42.8	32.8	0.0	0.0	0.0
- 所得税支出	-11,356	-11,922	-17,932	-21,079	-23,160	应收账款天数	223.8	229.9	236.1	236.1	236.1
非常项目前收入	59,972	73,795	94,812	107,452	121,591	应付账款天数	89.8	99.5	105.9	99.9	93.9
净利润	59,972	73,795	94,812	107,452	121,591	财务状况					
普通股股东所得净利润	59,972	73,795	94,812	107,452	121,591	总负债/总资产	29.9%	29.6%	30.2%	28.2%	26.0%
折旧与摊销	15,928	13,699	14,488	10,217	10,408	收入/净资产	110.4%	108.5%	113.1%	106.9%	99.0%
EBITDA	90,770	97,992	123,250	135,120	150,103	收入/总资产	77.4%	76.4%	79.0%	76.7%	73.2%
主营业务增长 (%)	9.8%	8.7%	13.4%	12.1%	11.5%	经营性现金流/收入	32.3%	33.1%	34.7%	35.2%	35.4%
EBITDA 增长率 (%)	-0.4%	7.4%	20.5%	8.8%	10.0%						

资产负债表						现金流量表					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
+ 现金与现金等同	21,879	24,048	34,673	70,216	119,109	+ 净利润	59,972	73,795	94,812	107,452	121,591
+ 短期投资	91,883	86,868	73,500	73,500	73,500	+ 折旧、摊销	15,928	13,699	14,488	10,217	10,408
+ 应收账款与票据	40,258	47,964	54,083	60,755	67,757	+ 其他非现金调整	17,830	18,097	21,629	25,728	29,126
+ 库存	2,670	0	0	0	0	+ 非现金资本变动	-2,235	-3,845	-9,955	-5,908	-6,944
+ 其他流动资产	8,105	12,650	12,378	13,905	15,508	经营活动现金流量	91,495	101,746	120,974	137,489	154,181
总计流动资产	164,795	171,530	174,634	218,376	275,874	+ 固定资产变动	-6,969	-495	-87	0	0
+ 长期投资与应收	30,492	31,008	34,172	34,172	34,172	+ 资本支出	-31,485	-32,251	-51,396	-36,333	-37,010
+ 净固定资产	112,668	134,345	169,986	196,101	222,704	+ 长期净投资变动	16,567	6,734	13,972	0	0
+ 其他非流动资产	21,726	26,260	24,344	21,412	21,520	+ 其他投资活动	1,589	-1,051	-32	0	
+ 商誉	28,960	29,198	29,185	29,185	29,185	投资活动现金	-20,298	-27,063	-37,543	-36,333	-37,010
+ 其他长期资产	6,623	10,051	8,963	10,069	11,230	+ 已付股利	0	0	0	0	0
总计长期资产	200,469	230,862	266,651	290,939	318,811	+ 债务(偿付)所得现	-54,068	-11,550	-5,502	0	0
总资产	365,264	402,392	441,284	509,315	594,684	+ 股本增加	0	0	0	0	0
+ 应付账款	5,128	7,493	8,441	8,985	9,451	+ 股本减少	-59,296	-61,504	-63,220	-65,613	-68,277
+ 短期借款	0	0	0	0	0	+ 其他融资活动	43,607	961	-1,255	0	0
+ 其他短期负债	64,172	74,321	86,975	96,970	107,304	融资所得现金	-69,757	-72,093	-69,977	-65,613	-68,277
总计流动负债	69,300	81,814	95,416	105,955	116,755	现金净增减	934	2,169	13,091	35,543	48,894
+ 长期借款	14,701	13,253	13,238	13,238	13,238	现金剩余	21,879	24,048	34,673	70,216	119,109
+ 其他长期负债	25,119	23,946	24,573	24,503	24,629	自由现金流	60,010	69,495	69,578	101,156	117,171
总长期负债	39,820	37,199	37,811	37,741	37,867						
总负债	109,120	119,013	133,227	143,696	154,622						
总股东权益	256,144	283,379	308,058	365,619	440,063						

资料来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」），「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。