

持有

2024年8月20日

营收增速趋缓,资本开支提升,Copilot 暂未带来收入亮点

- ▶ **业绩摘要:** 本季度公司收入为 647 亿美元,同比增长 15. 2%,高 于彭博一致预期的645亿美元。其中产品收入132亿美元,同比 下降 22%; 服务及其他收入 515 亿美元, 同比增长 31%。毛利率为 69.6%, 同比下降 50bps, 高于彭博一致预期的 69.4%。经营利润 率为 43.1%, 同比下降 10bps。GAAP 净利润为 220 亿美元, 同比 增长 10%, 持平一致预期, 净利润率为 34%。GAAP 摊薄每股收益 为 2.95 美元, 高于彭博一致预期的 2.94 美元, 去年同期为 2.69 美元。公司预计 FY2025Q1 财季收入区间为 638 亿美元至 648 亿美 元,同比增长12.9%至14.7%,中值不及彭博一致预期的653亿美 元。
- ▶ Azure AI 稳定增长,但 M365 Copilot 暂未带来收入亮点: Azure 收入同比增长 29%至 203 亿美元,其中 AI 贡献了约 8 个点 收入增速,不及市场预期的30%增速。公司表示收入增速在指引 下沿的主要原因是欧洲地区非 AI 需求出现疲软, 但 AI 需求仍然 超过供给能力。公司预计下半年 Azure 收入将加速。M365 商业版 收入同比增长 13%至 121 亿美元,付费商业席位同比增长 7%。 ARPU 5%的增长主要来自 E5 用户的增长以及 Copilot 订阅量提 升,但增速环比继续下降 1%, AI 带来的收益暂不明显。
- ▶ 资本开支提升,成本控制出色: 对公司预计 FY25 资本支出将 高于 FY24。考虑到本季度公司包含融资租赁的资本开支为 190 亿 美元, 我们认为 25 财年公司与 PP&E 相关的资本开支将接近 700 亿美元。同时公司指引 FY25 经营利润率同比下降 1ppts,公司在 营销和管理费用上的控制将资本开支大增带来的折旧增长影响降 低。因资本开支的增加,微软持续 6 个季度的利润增长高于营收 的利润改善周期可能将告终。
- ▶ 目标价 450 美元,持有评级: 根据 DCF 估值法,维持 WACC 为 8.5%。考虑到公司长期会维持高于 GDP 的增长速度,长期增长率 为 3%, 获得目标价 450 美元, 对应 2025 财年利润的 31.1 倍 PE, 较当前价格有7.7%的提升空间,给予买入评级。
- ▶ 风险因素: 云计算市场竞争风险, PC 出货量下降风险, Arm 冲击

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业 TMT

股价 418.47 美元

450.00美元 目标价

(+7.7%)

股票代码 **MSFT**

已发行股本 74.3 亿股

总市值 31105 亿美元

52 周高/低 468.35美元/309.45美元

每股净资产 36.12 美元

主要股东 Vanguard Group INC. 9.1%

BlackRock INC.

State Street Corp 4.0%

Capital Research and Management Co. 3.2%

PC 生态风险,	市场情绪风险,	汇率风险。	

盈利摘要							股价表现
截至6月30日止财政年度		23财年实际	24财年实际	25财年预测	26财年预测	27财年预测	500 - 450
总营业收入(百万美元)		211,915	245, 122	278,746	315, 588	357, 539	400
	变动	6.88%	15. 67%	13. 72%	13. 22%	13. 29%	350
净利润		72, 361	88, 136	100, 283	115, 100	130, 325	250 200
摊薄每股盈利 (美元)		9.7	11.8	13.4	15.4	17.6	150
	变动	0.31%	21.91%	13.84%	14.96%	13. 91%	100 50
基于417.84美元的市盈率	(估)	43.2	35. 4	31.1	27.1	23.8	20, 21, 21, 21, 21, 21, 21, 21, 21, 21, 21
每股派息 (美元)		2.7	3. 2	3.6	4.2	4.8	zedziele zedziele zedziele zarte zedziele zedziele zedziele zedziele zedziele zedziele zedziele zedziele zedzi
股息现价比		0.64%	0.78%	0.87%	1.00%	1.14%	
资料来源:公司资料,第一	上海	预测					资料来源: 彭博

业绩摘要

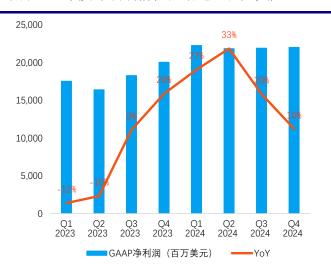
收入同比增长 15%,高 于预期;净利润同比增 长 10%,持平一致预期 本季度公司收入为 647 亿美元,同比增长 15.2%,高于彭博一致预期的 645 亿美元。其中产品收入 132 亿美元,同比下降 22%;服务及其他收入 515 亿美元,同比增长 31%。毛利率为 69.6%,同比下降 50bps,高于彭博一致预期的 69.4%。经营利润率为 43.1%,同比下降 10bps。GAAP 净利润为 220 亿美元,同比增长 10%,持平一致预期,净利润率为 34%。GAAP 摊薄每股收益为 2.95 美元,高于彭博一致预期的 2.94 美元,去年同期为 2.69 美元。

本季度公司包含融资租赁的资本开支为 190 亿美元;公司产生经营现金流 372 亿美元,同比增长 29%;自由现金流 233 亿美元,同比增长 18%。本季度公司共回购 28 亿美元股票及派息 56 亿美元。

图表 1: 季度营收情况及增速(百万美元)

图表 2: 季度净利润情况及增速(百万美元)

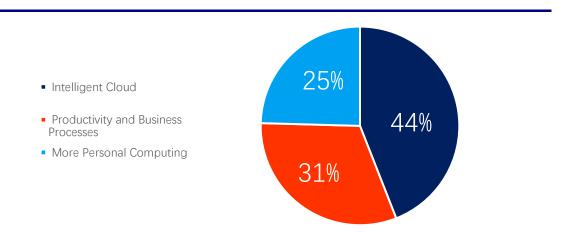




资料来源:公司资料,第一上海整理

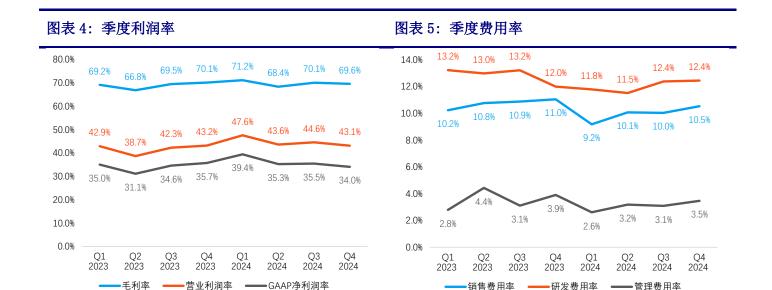
资料来源:公司资料,第一上海整理

图表 3: 收入构成



资料来源:公司资料,第一上海整理

本季度公司研发费用为 81 亿美元,同比增长 19.5%,费用率为 12.4%;销售及营销费用为 68 亿美元,同比增长 9.9%,费用率为 10.5%;管理及总务费用为 22 亿美元,同比增长 2.2%,费用率为 3.5%。



资料来源:公司资料,第一上海整理

资料来源:公司资料,第一上海整理

微软云收入同比增长 21%至 368 亿美元。本季度公司的商业订单量同比增长 17%,去年同期订单增速为-2%。剩余履约义务(RPO)价值 2690 亿美元,同比增长 20%,环比增长 340 亿美元。微软云的毛利率百分比为 69%,主要由于 Azure 的收入比例变化。Azure 的利润率有所改善,主要由于 AI 基础设施的规模效应逐渐显现。

下季度收入指引同比增长 12.9%至 14.7%,中值不及一致预期

公司预计 FY2025Q1 财季收入区间为 638 亿美元至 648 亿美元,同比增长 12.9%至 14.7%,中值不及彭博一致预期的 653 亿美元。其中生产力和商业流程收入在 203 亿美元至 206 亿美元之间;智能云收入在 286 亿美元至 289 亿美元之间,其中 Azure 收入增速在 28%-29%;更多个人计算收入在 149 亿美元至 153 亿美元之间。预计销售成本在 199.5 亿美元至 201.5 亿美元之间,运营开支在 152 亿美元至 153 亿美元之间;下一季度的有效税率约为 19%。

对于 2025 财年,公司预计收入将维持两位数增长。同时会增加对人工智能相关的硬件资本开支,FY25 资本支出将高于 FY24。受到更多的折旧费用影响,FY25 经营利润率指引比 FY24 下降 1ppts。我们认为 25 财年公司与 PP&E 相关的资本开支将接近 700 亿美元。公司在营销和管理费用上的控制将资本开支大增带来的折旧增长影响降低。因资本开支的增加,微软持续 6 个季度的利润增长高于营收的利润改善周期可能将告终。

智能云

智能云收入同比增长 19%

本季度公司智能云业务收入为 285 亿美元,同比增长 19%; 经营利润为 129 亿美元,同比增长 22%,经营利润率为 45.1%。企业咨询服务收入同比增长 1%至 19 亿美元,企业软件的安装数量同比增长 10%至 2.81 亿个席位。

Azure 收入同比增长 29%至 203 亿美元,其中 AI 贡献了约 8 个点收入增速,不及市场预期的 30%增速。公司表示收入增速在指引下沿的主要原因是欧洲地区非 AI 需求出现疲软,但 AI 需求仍然超过供给能力。公司预计下半年 Azure 收入将加速。

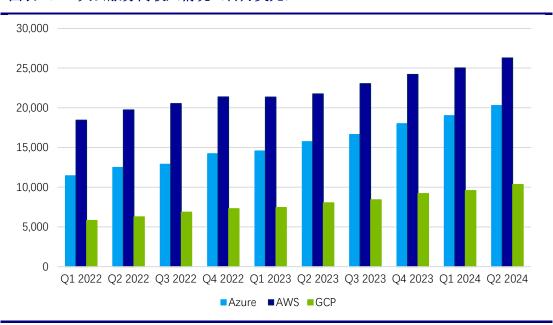
本季度微软上线了 AMD 的 MI300 以及自研的 Maia 和 Cobalt 100 芯片云服务。借助模型即服务,Azure 提供对第三方模型的 API 访问,包括来自 Cohere、Meta 和 Mistral的模型,付费模型即服务客户数量环比增长了一倍多。

图表 6: 智能云季度收入情况与增速(百万美元)



资料来源:公司资料

图表 7: 三大云服务商收入情况(百万美元)



资料来源:公司资料

Azure AI 服务目前有超过 60000 个客户使用,同比增长 60%,并且每个客户的平均支出持续增长。GitHub Copilot 的用户数量目前超过 77000,为 GitHub 今年的收入增长贡献了 40%以上,GitHub 的 ARR 现已达到 20 亿美元。下一代数据平台 Microsoft Fabric 现在拥有超过 14000 名付费客户。

我们认为微软的 Windows+Office+Azure 生态可以给 AI 带来大量的应用场景及数据。Azure 的收入将受益于 AI 服务及 OpenAI API 的计算需求(例如 CosmosDB 及 GPU 需求),明显强于竞争对手。

第一上海证券有限公司 2024年8月

1,400 9.0% 8.0% 8.0% 1,200 7.0% 7.0% 6.0% 1,000 6.0% 800 5.0% 4.0% 600 3.0% 3.0% 2.0% 400 2.0% 1.0% 200 1.0% 0 0.0% Q3 2023 Q4 2024 Q4 2023 Q1 2024 Q2 2024 Q3 2024 ■Azure AI营收(百万美元) Points from Al services

图表 8: Azure AI 收入贡献增速

资料来源:公司资料

生产力和商业流程

生产力和业务流程收入 同比增长 11% 本季度公司生产力和商业流程业务收入为 203 亿美元,同比增长 11%,主要由 M365 的收入增长推动;经营利润为 101 亿美元,同比增长 12%,经营利润率为 49.9%。

本季度 M365 商业版收入同比增长 13%至 121 亿美元,付费商业席位同比增长 7%,主要由于 SMB 的需求增长和 ARPU 提升。ARPU 5%的增长主要来自 E5 用户的增长以及 Copilot 订阅量提升,但增速环比继续下降 1%,AI 带来的收益暂不明显。M365 消费者版订阅用户为 8250 万,同比增长 10%。领英收入同比增长 10%至 43 亿美元,全业务线收入均有所增长。Dynamics 收入同比增长 16%至 17 亿美元,其中 Dynamics 365 收入同比增长 19%,收入占比达到 90%。



图表 9: 生产力和商业流程季度收入情况与增速(百万美元)

资料来源:公司资料

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

更多个人计算

增长 14%

更多个人计算收入同比 本季度更多个人计算业务收入为 159 亿美元,同比增长 14%;经营利润为 49 亿美元, 同比增长 5%, 经营利润率为 31.0%。

> Windows 系统收入为 66 亿美元,同比增长 7%。PC 市场补库存需求反弹,OEM 收入同比 增长 4%。Windows 商业产品和云服务收入同比增长 11%。二季度首批搭载 Windows 11 的新一代 Windows on Arm 机型发布。

> 本季度公司游戏业务收入 50 亿美元,同比增长 44%。游戏硬件收入同比下降 42%,内 容和服务收入同比增长 61% (动视暴雪的收入贡献 58%的增速)。

Surface 平板电脑的销售收入为 12 亿美元, 同比下降 11%。

搜索及新闻广告收入为32亿美元,同比增长5%。剔除流量费用后同比增长19%

图表 10: 更多个人计算季度收入情况与增速(百万美元)



资料来源:公司资料

盈利预测与估值

2025-2027 财年收入 CAGR 为 13.4% 我们预测公司 2025-2027 财年收入分别为 2787 亿、3156 亿、3575 亿美元, CAGR 为 13.4%。考虑到公司将受益于经营杠杆, 我们上调了利润预测, 2025-2027 财年公司 GAAP 净利润分别为 1003 亿、1151 亿和 1303 亿美元, CAGR 为 13.9%。对应 EPS CAGR 将达到 14.2%。

目标价 450 美元

根据 DCF 估值法,维持 WACC 为 8.5%。考虑到公司长期会维持高于 GDP 的增长速度,长期增长率为 3%,获得目标价 450 美元,对应 2025 财年利润的 31.1 倍 PE,较当前价格有 7.7%的提升空间,维持持有评级。

图表 11: DCF 估值

		高	速成长期							永续期		
折现年限	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
假设	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	
(百万美元)												
CFO	121,510	141,009	161,667									
自由现金流量	52,571	69,312	88,536	111,555	137,213	164,655	194,293	225,380	259,187	295,473	304,338	
自由现金流增长率		31.8%	27.7%	26%	23%	20%	18%	16%	15%	14%	3%	
折合至2024财年的现金流量	52,571	63,882	75,207	87,337	99,009	109,503	119,091	127,323	134,951	141,792	2,655,37	
永续期折现值											5,699,412	

WACC 长期增长率	8.5% 3.0%
Valuation	
现金流折现	3,666,037
减:净金融负债	-28,632
减:少数股东权益+合伙人权益	335,634
股本价值	3,359,036
股本数量(预期)	7,465
DCF法之每股价值(美元)	450.00

资料来源:第一上海预测

风险因素

云计算市场竞争风险

云计算市场发展速度放缓,市场竞争者众多。若公司的 Azure 业务与 0365 业务无法 应对如 AWS、GCP 等竞争对手,则可能发展不及预期。

PC 出货量下降风险

2023 年 PC 市场规模继续萎缩,同时 Chrome book 及 Mac 有可能对公司基本盘的 Windows 用户数量造成负面影响。

Arm 冲击 PC 生态风险

公司推进的 Arm 版 Windows 进展缓慢,开发者与应用较少。苹果已经开发出自研的 Arm 架构处理器。未来如果手机电脑逐步统一搭载 Arm 处理器,将对 Wintel 生态与 Xbox 游戏业务造成冲击。

市场情绪风险

当前市场对于 AI 情绪高涨,对于微软的估值反映了 AI 的预期。如果公司收入与市场预期有差距,则可能造成股价上的波动。

汇率风险

全球汇率波动会对公司以美元计价的财务数据造成影响。

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6月30	日									
	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年		2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
						盈利能力					
主营业务收入	211,915	245,122	278,746	315,588	357,539	毛利率 (%)	68.9%	69.8%	68.8%	68.0%	67.4%
- 主营业务收入成本	65,863	74,114	86,844	100,878	116,736	EBITDA 利率 (%)	48.3%	53.7%	48.4%	49.9%	50.9%
毛利	146,052	171,008	191,902	214,709	240,803	净利率(%)	34.1%	36.0%	36.0%	36.5%	36.5%
- 营业开支	57,529	61,575	69,789	74,144	79,922						
销售及营销开支	22,759	24,456	27,714	29,443	31,737	营运表现					
研究及开发开支	27,195	29,510	33,702	36,176	39,395	销售及管理费用/收入(%)	14.3%	13.1%	12.9%	12.0%	11.3%
总务及管理开支	7,575	7,609	8,373	8,525	8,790	研发费用/收入(%)	12.8%	12.0%	12.1%	11.5%	11.0%
营业利润	88,523	109,433	122,125	140,578	160,895	实际税率 (%)	19.0%	18.2%	19.0%	19.0%	19.0%
- 营业外费用	-788	1,646	-1,681	-1,521	0	股息支付率 (%)	27.5%	27.5%	27.0%	27.0%	27.0%
税前利润	89,311	107,787	123,806	142,099	160,895	库存周转率	21.1	39.6	51.4	45.0	45.0
- 所得税支出	16,950	19,651	23,523	26,999	30,570	应收账款天数	79.0	77.6	76.5	72.7	69.6
非常项目前收入	72,361	88,136	100,283	115,100	130,325	应付账款天数	101.4	97.4	97.0	92.0	90.0
净利润	72,361	88,136	100,283	115,100	130,325						
普通股东所得净利润	72,361					财务状况					
折旧与摊销	13,861	22,287				总负债/总资产	49.9%	47.6%	42.3%	37.5%	33.4%
EBITDA	102,384					收入/净资产	35.1%				
主营业务增长 (%)	6.9%					收入/总资产	17.6%				
EBITDA 增长率 (%)	4.4%					经营性现金流/收入	41.3%				
资产负债表						现金流量表					
	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年		2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	实际 34,704						实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同 + 短期投资		18,315	26,556	47,537	83,631	+ 净利润	实际 72,361				
	34,704	18,315 57,228	26,556 57,228	47,537 57,228	83,631 57,228	+ 净利润 + 折旧、摊销		88,136	100,283	115,100	130,325
+ 短期投资	34,704 76,558	18,315 57,228 56,924	26,556 57,228 61,543	47,537 57,228 65,919	83,631 57,228 72,313		72,361	88,136 22,287	100,283 12,721	3 115,100 16,857	130,325 21,159
+ 短期投资 + 应收账款与票据	34,704 76,558 48,688	18,315 57,228 56,924 1,246	26,556 57,228 61,543 2,131	47,537 57,228 65,919 2,352	83,631 57,228 72,313	+ 折旧、摊销	72,361 13,861	88,136 22,287 6,301	100,283 12,721 11,204	115,100 16,857 11,695	130,325 21,159 12,207
+ 短期投资 + 应收账款与票据 + 库存	34,704 76,558 48,688 2,500	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021	47,537 57,228 65,919 2,352 26,021	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021	+ 折旧、摊销 + 其他非现金调整	72,361 13,861 3,748	88,136 22,287 6,301 1,824	100,283 12,721 11,204 -2,697	3 115,100 16,857 11,695 7 -2,643	130,325 21,159 12,207 -2,024
+ 短期投资 + 应收账款与票据 + 库存 + 其他流动资产	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479	47,537 57,228 65,919 2,352 26,021 199,057	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029	+ 折旧、摊销 + 其他非现金调整 + 非现金资本变动	72,361 13,861 3,748 -2,388	88,136 22,287 6,301 1,824	100,283 12,721 11,204 -2,697	3 115,100 16,857 11,695 7 -2,643	130,325 21,159 12,207 -2,024
+ 短期投资 + 应收账款与票据 + 库存 + 其他流动资产 总计流动资产	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479 14,600	47,537 57,228 65,919 2,352 26,021 199,057 14,600	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029 14,600	+ 折旧、摊销 + 其他非现金调整 + 非现金资本变动	72,361 13,861 3,748 -2,388	88,136 22,287 6,301 1,824 118,548	100,283 12,721 11,204 -2,697 121,510	3 115,100 16,857 11,695 2 -2,643 0 141,009	130,325 21,159 12,207 -2,024 161,667
+ 短期投资 + 应收账款与票据 + 库存 + 其他流动资产 总计流动资产 + 长期投资与应收	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479 14,600 191,810	47,537 57,228 65,919 2,352 26,021 199,057 14,600 246,649	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029 14,600 298,621	+ 折旧、摊销 + 其他非现金调整 + 非现金资本变动 经营活动现金流量	72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582	88,136 22,287 6,301 1,824 118,548	100,283 12,721 11,204 2,697 121,510	3 115,100 16,857 1 11,695 7 -2,643 0 141,009	130,325 21,159 12,207 3 -2,024 161,667
+ 短期投资 + 应收账款与票据 + 库存 + 其他流动资产 总计流动资产 + 长期投资与应收 + 净固定资产	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479 14,600 191,810	47,537 5 57,228 6 65,919 2,352 26,021 199,057 14,600 246,649 36,460	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029 14,600 298,621 36,460	+ 折旧、摊销 + 其他非现金调整 + 非现金资本变动 经营活动现金流量 + 固定资产变动	72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107	88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477	100,283 12,721 11,204 -2,697 121,510	3 115,100 16,857 1 11,695 7 -2,643 0 141,009	130,325 21,159 12,207 3 -2,024 161,667 0 0
+ 短期投资 + 应收账款与票据 + 库存 + 其他流动资产 总计流动资产 + 长期投资与应收 + 净固定资产 + 其他非流动资产	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601 67,886	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479 14,600 191,810 36,460 119,220	47,537 5 57,228 6 65,919 2,352 26,021 199,057 14,600 246,649 36,460 119,220	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029 14,600 298,621 36,460 119,220	+ 折旧、摊销 + 其他非现金调整 + 非现金资本变动 经营活动现金流量 + 固定资产变动 + 资本支出	72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213	88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937	100,283 12,721 11,204 -2,697 121,510 0 -68,939	3 115,100 16,857 11,695 7 -2,643 141,009 0 -71,697	130,325 21,159 5 12,207 6 -2,024 161,667 0 0 7 -73,131
+ 短期投资 + 应收账款与票据 + 库存 + 其他流动资产 总计流动资产 + 长期投资与应收 + 净固定资产 + 其他非流动资产 + 商誉	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479 14,600 191,810 36,460 119,220 27,597	47,537 5 57,228 6 65,919 2,352 26,021 199,057 14,600 246,649 36,460 119,220 27,597	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029 14,600 298,621 36,460 119,220 27,597	+ 折旧、摊销 + 其他非现金调整 + 非现金资本变动 经营活动现金流量 + 固定资产变动 + 资本支出 + 长期净投资变动	72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116	88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298	100,283 12,721 11,204 -2,697 121,510 0 -68,939	3 115,100 16,857 4 11,695 7 -2,643 141,009 0 -71,697 0 0	130,325 21,159 12,207 3 -2,024 161,667 0 -73,131 0 0
+ 短期投资 + 应收账款与票据 + 库存 + 其他流动资产 总计流动资产 + 长期固定资产 + 净他非流动资产 + 其他长期资产	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597 352,429	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479 14,600 191,810 36,460 119,220 27,597 408,648	47,537 5 57,228 6 65,919 2,352 26,021 199,057 14,600 246,649 36,460 119,220 27,597 463,487	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029 14,600 298,621 36,460 119,220 27,597 515,459	+ 折旧、摊销 + 其他非现金调整 + 非现金资本变动 经营活动现金流量 + 固定资产变动 + 资本支出 + 长期净投资变动 + 其他投资活动	72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213	88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298	100,283 12,721 11,204 -2,697 121,510 0 -68,939	3 115,100 16,857 4 11,695 7 -2,643 141,009 0 -71,697 0 0	130,325 21,159 12,207 3 -2,024 161,667 0 -73,131 0 0
+ 短期投资 + 应收账款与票据 + 库存 + 其他流动资产 - 会计流动投资产与应收 + 净他是资产 + 其他手,资产 + 其他长期资产 会计长期资产	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719 411,976	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597 352,429 512,163	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479 14,600 191,810 36,460 119,220 27,597 408,648 582,127	47,537 5 57,228 6 65,919 2,352 26,021 199,057 14,600 246,649 36,460 119,220 27,597 463,487 662,545	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029 14,600 298,621 36,460 119,220 27,597 515,459 757,488	+ 折旧、摊销 + 其他非现金调整 + 非现金资本变动 经营活动现金流量 + 固定资产变动 + 资本支出 + 长期净投资变动 + 其他投资活动	72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680	88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970	100,283 12,721 11,204 -2,697 121,510 0 -68,939 0 0 -68,939	3 115,100 16,857 111,695 7 -2,643 141,009 0 -71,697	130,325 21,159 12,207 3 -2,024 161,667 0 -73,131 0 0 0
+ 短期投资 + 应收存 + 应收存 + 注价 + 注价 + 注价 + 注价 + 注码 + 注码 + 注码 + 注码 + 注码 + 注码 + 注码 + 注码	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719 411,976 18,095	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597 352,429 512,163 21,996	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479 14,600 191,810 36,460 119,220 27,597 408,648 582,127 24,803	47,537 57,228 65,919 2,352 26,021 199,057 14,600 246,649 36,460 119,220 27,597 463,487 662,545 26,757	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029 14,600 298,621 36,460 119,220 27,597 515,459 757,488 31,611	+ 折旧、摊销 + 其他非现金本企业 + 非现金资本企业 + 非现金资本企业 + 固定本产变动 + 资本出 + 发资产出 + 其他投资活动 投资活动现金 + 已付股利	72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680	88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970	100,283 12,721 11,204 -2,697 121,510 0 -68,939 -27,076	3 115,100 16,857 111,695 7 -2,643 141,009 0 -71,697 0 0 -71,697	130,325 21,159 12,207 3 -2,024 161,667 0 -73,131 0 0 0 7 -73,131
+ 短期投资 + 地域	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719 411,976 18,095	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597 352,429 512,163 21,996	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479 14,600 191,810 36,460 119,220 27,597 408,648 582,127 24,803	47,537 57,228 65,919 2,352 26,021 199,057 14,600 246,649 36,460 119,220 27,597 463,487 662,545 36,757	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029 14,600 298,621 36,460 119,220 27,597 515,459 757,488 31,611	+ 折旧、摊销 + 其他非现金资本流量 + 非现金资本流量 + 固定产变动 + 资本助净投资运动 + 发抵期投资活动 投资活动现金 + 已付股利 + 债务(偿付)所得现金	72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680 -19,800 -2,750	88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970	100,283 12,721 11,204 -2,697 121,510 1 -68,939 -27,076	3 115,100 16,857 111,695 7 -2,643 141,009 0 -71,697 0 0 -71,697	130,325 21,159 12,207 3 -2,024 161,667 0 -73,131 0 0 0 7 -73,131
+ 短期投资 + 知报账 + 大沙 中 本 的 是 的 是 的 是 的 是 的 是 的 是 的 是 的 是 的 是 的	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719 411,976 18,095 0 86,054	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597 352,429 512,163 21,996 0 96,597	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479 14,600 191,810 36,460 119,220 27,597 408,648 582,127 24,803 0	47,537 57,228 65,919 2,352 26,021 199,057 14,600 246,649 36,460 119,220 27,597 463,487 662,545 26,757 0 96,597	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029 14,600 298,621 36,460 119,220 27,597 515,459 757,488 31,611 0 96,597	+ 折旧、摊销 + 其现金本变动 经营活动现金流量 + 海家本变动 + 资实出,资实出, + 资本,并是一个。 + 发系,并是一个。 + 是一个,是一个。 + 是一个,是一个。 + 是一个,是一个。 + 是一个,是一个。 + 是一个,是一个。 + 是一个,是一个。 + 是一个,是一个。 + 是一个,是一个,是一个。 + 是一个,是一个,是一个。 + 是一个,是一个,是一个,是一个,是一个,是一个,是一个。	72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680 -19,800 -2,750 1,866	88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970 -21,771 575 2,002	100,283 12,721 11,204 -2,697 121,510 10 -68,939 -27,076	3 115,100 16,857 111,695 7 -2,643 141,009 0 -71,697 0 0 -71,697	130,325 21,159 12,207 12,207 161,667 0 0 7 -73,131 0 0 7 -73,131 7 -35,188 0 0
+ 短期投资	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719 411,976 18,095 0 86,054 104,149	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597 352,429 512,163 21,996 0 96,597 125,286	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479 14,600 191,810 36,460 119,220 27,597 408,648 582,127 24,803 0 96,597 128,093	47,537 57,228 65,919 2,352 26,021 199,057 14,600 246,649 36,460 119,220 27,597 463,487 662,545 26,757 0 96,597 130,047	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029 14,600 298,621 36,460 119,220 27,597 515,459 757,488 31,611 0 96,597 134,901	+ 折旧,摊销 + 其现现金本流量 + 非现金本流量 + 非现金本流量 + 方次,并是一个, + 方,, + 大,, + 大, + 大	72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680 -19,800 -2,750 1,866 -22,245	88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970 -21,771 575 2,002 -17,254	100,283 12,721 11,204 -2,697 121,510 0 -68,939 -27,076 0 0 -17,254	3 115,100 16,857 11,695 7 -2,643 141,009 0 -71,697 0 0 -71,697	130,325 21,159 12,207 161,667 0 -2,024 161,667 0 0 7 -73,131 0 0 7 -73,131 7 -35,188 0 0 0 0 4 -17,254
+ 短期投资	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719 411,976 18,095 0 86,054 104,149 41,990	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597 352,429 512,163 21,996 0 96,597 125,286 42,688	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479 14,600 191,810 36,460 119,220 27,597 408,648 582,127 24,803 0 96,597 128,093 42,688	47,537 57,228 65,919 2,352 26,021 199,057 14,600 246,649 36,460 119,220 27,597 463,487 662,545 26,757 0 96,597 130,047 42,688	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029 14,600 298,621 36,460 119,220 27,597 515,459 757,488 31,611 0 96,597 134,901 42,688	+ 折旧,摊销 + 共现现金本流量 + 非现资本金流量 + 非现资本金流量 + 为资本的。 + 自固定本的。 + 大型的。 + 大型。 + 大	72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680 -19,800 -2,750 1,866 -22,245 -1,006	88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970 -21,771 575 2,002 -17,254 -1,309	100,283 12,721 11,204 -2,697 121,510 0 -68,939 -27,076 0 0 -17,254	3 115,100 16,857 11,695 7 -2,643 141,009 0 -71,697 0 0 -71,697 0 0 -71,697	130,325 21,159 12,207 161,667 0 -73,131 0 -73,131 7 -35,188 0 0 0 4 -17,254
+ + + + 总 + + + 总总 + + + 总总 + + + 总总 + + + 计资应短其流射 医心腔 有性流 明 医一种 一种 一	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719 411,976 18,095 0 86,054 104,149 41,990 59,614	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597 352,429 512,163 21,996 0 96,597 125,286 42,688 75,712	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479 14,600 191,810 36,460 119,220 27,597 408,648 582,127 24,803 0 96,597 128,093 42,688 75,712	47,537 57,228 65,919 2,352 26,021 199,057 14,600 246,649 36,460 119,220 27,597 463,487 662,545 26,757 0 96,597 130,047 42,688 75,712	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029 14,600 298,621 36,460 119,220 27,597 515,459 757,488 31,611 0 96,597 134,901 42,688 75,712	+ 折旧、摊销 + 其他金型动 经营活动现金本流量 + 非非现资本金流量 + 非非无法。 + 许是一个,不是一个,不是一个,不是一个,不是一个。 + 并是一个,不是一个,不是一个,不是一个。 + 是一个,不是一个,不是一个,不是一个。 + 是一个,是一个,是一个,是一个,是一个,是一个,是一个,是一个,是一个,是一个,	72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680 -19,800 -2,750 1,866 -22,245 -1,006 -43,935	88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970 -21,771 575 2,002 -17,254 -1,309 -37,757	100,283 12,721 11,204 -2,697 121,510 0 -68,939 -27,076 0 0 -17,254 0 -44,330	3 115,100 16,857 11,695 7 -2,643 141,009 0 -71,697 0 0 -71,697 0 0 -71,697 0 0 -48,331	130,325 21,159 12,207 161,667 0 0 7 -73,131 0 0 7 -73,131 7 -35,188 0 0 1 -17,254 0 0 -52,442
+ + + + + + + + + + + + + + + + + + +	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719 411,976 18,095 0 86,054 104,149 41,990 59,614 101,604	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597 352,429 512,163 21,996 0 96,597 125,286 42,688 75,712 118,400	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479 14,600 191,810 36,460 119,220 27,597 408,648 582,127 24,803 0 96,597 128,093 42,688 75,712 118,400	47,537 57,228 65,919 2,352 26,021 199,057 14,600 246,649 36,460 119,220 27,597 463,487 662,545 26,757 0 96,597 130,047 42,688 75,712 118,400	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029 14,600 298,621 36,460 119,220 27,597 515,459 757,488 31,611 0 96,597 134,901 42,688 75,712 118,400	+ 折旧,摊销 + 共工现资本企业 + 排工现资本企业 + 非非无证。 + 非非无证。 + 生,并是不是, + 生,并是, + 生,并是, + 生,, + 生, + 生	72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680 -19,800 -2,750 1,866 -22,245 -1,006 -43,935 20,773	88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970 -21,771 575 2,002 -17,254 -1,309 -37,757 -16,389	100,283 12,721 11,204 2,697 121,510 0 68,939 27,076 0 	3 115,100 16,857 111,695 7 -2,643 141,009 0 -71,697 0 0 -71,697 0 0 -71,697 0 0 -48,331 20,981	130,325 21,159 12,207 16,1667 0 0 7 -73,131 0 0 7 -73,131 7 -35,188 0 0 1 -17,254 0 0 -52,442 36,094
+ 短期投资	34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719 411,976 18,095 0 86,054 104,149 41,990 59,614	18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597 352,429 512,163 21,996 0 96,597 125,286 42,688 75,712 118,400 243,686	26,556 57,228 61,543 2,131 26,021 173,479 14,600 191,810 36,460 119,220 27,597 408,648 582,127 24,803 0 96,597 128,093 42,688 75,712 118,400 246,493	47,537 57,228 65,919 2,352 26,021 199,057 14,600 246,649 36,460 119,220 27,597 463,487 662,545 26,757 0 96,597 130,047 42,688 75,712 118,400 248,447	83,631 57,228 72,313 2,836 26,021 242,029 14,600 298,621 36,460 119,220 27,597 515,459 757,488 31,611 0 96,597 134,901 42,688 75,712 118,400 253,301	+ 折旧、摊销 + 其他金型动 经营活动现金本流量 + 非非现资本金流量 + 非非无法。 + 许是一个,不是一个,不是一个,不是一个,不是一个。 + 并是一个,不是一个,不是一个,不是一个。 + 是一个,不是一个,不是一个,不是一个。 + 是一个,是一个,是一个,是一个,是一个,是一个,是一个,是一个,是一个,是一个,	72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680 -19,800 -2,750 1,866 -22,245 -1,006 -43,935	88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970 -21,771 575 2,002 -17,254 -1,309 -37,757 -16,389 18,315	100,283 12,721 11,204 -2,697 121,510 0 -68,939 -27,076 0 0 -17,254 0 0 -44,330 8,241 26,556	3 115,100 16,857 111,695 7 -2,643 141,009 0 -71,697 0 0 -71,697 0 0 -71,697 0 0 -48,331 20,981 47,537	130,325 21,159 12,207 16,1667 0 16,667 0 -73,131 0 0 1 -73,131 7 -35,188 0 0 1 -17,254 0 0 -52,442 36,094 83,631

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。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。