

买入

2024年11月14日

微软云商业订单增长快速,资本开支高增长扩大供给

- ▶ **业绩摘要:** 本季度公司收入为 656 亿美元,同比增长 16%,超过彭博一致预期的 645 亿美元。毛利率为 69.4%,同比下降 180bps,超过彭博一致预期的 69%。经营利润率为 46.6%,同比下降 100bps。GAAP 净利润为 247 亿美元,同比增长 11%,超过一致预期的 233 亿美元,净利润率为 37.6%。GAAP 摊薄每股收益为 3.30 美元,超过彭博一致预期的 3.11 美元。公司预计 FY2025Q2 财季收入区间为 678 亿美元至 691 亿美元,同比增长 9.8%至 11.4%,中值不及彭博一致预期的 699 亿美元。
- ➤ Azure 收入继续受供给限制,商业订单增长快速: 本季度 Azure 收入同比增长 33%至 168 亿美元, AI 贡献了 12ppts 收入增速,略高于市场预期的 32%增速。公司表示影响 Azure 收入增速的主要由于第三方 GPU 交付晚于预期,因此下半年的收入将加速。同时,数据中心建造到云实例上线也存在一定延迟。微软云收入同比增长 22%至 389 亿美元。本季度最大亮点在公司的商业订单量同比增长 30%,去年同期订单增速为 14%。其中约 40%订单会在 12 个月内确认,有大量的收入由于供给限制的原因尚未被确认。
- ▶ M365 Copilot 推动 ARPU 增长: 本季度 M365 商业云收入同比增长 15%至 182 亿美元,付费商业席位同比增长 8%,主要由于 SMB 的需求增长和 ARPU 提升。ARPU 的增长主要来自 E5 用户的增长以及 Copilot 订阅量提升。公司表示 M365 Copilot 的日活用户较上季度翻倍,财富 500 强企业中近 70%的企业现在都在使用 M365 Copilot。沃达丰此前的试用表明,使用 M365 Copilot 平均每人每周可节省 3 小时。M365 个人云及产品收入为 17 亿美元,同比增长 5%。个人版订阅用户为 8440 万,同比增长 10%。
- ▶ 目标价 500 美元,上调至买入评级: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 500 美元,对应 2025 财年利润的 36倍 PE,较当前价格有 18.2%的提升空间,上调至买入评级。
- ▶ 风险因素: 云计算市场竞争风险, PC 出货量下降风险, Arm 冲击 PC 生态风险, 市场预期过高风险, 汇率风险。

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 423.03 美元

目标价 500.00 美元

(+18.2%)

股票代码 MSFT

已发行股本 74.3 亿股

总市值 31452 亿美元

52 周高/低 468.35 美元/362.90 美元

每股净资产 38.69 美元

主要股东 Vanguard Group INC. 9.1%

BlackRock INC. 7.5%

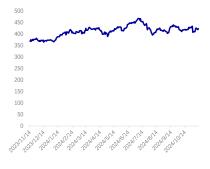
State Street Corp 4.0%

Capital Research and Management Co. 3.1%

盈利摘要

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 总营业收入(百万美元) 211,915 245, 122 278, 221 318,018 362, 415 15, 67% 13, 96% 变动 6.88% 13, 50% 14.30% 净利润 72,361 88, 136 103,804 115,762 134, 212 摊薄每股盈利 (美元) 9.7 11.8 13.9 15.5 18.1 21.91% 17, 82% 11.70% 16, 64% 变动 0.31% 基于423.03美元的市盈率(估) 43.7 35.8 30.4 27.2 23.4 每股派息(美元) 3.7 4.2 4.8 2.7 3.2 股息现价比 0.77% 0.87% 0.99% 1.13% 0.63% 资料来源:公司资料,第一上海预测

股价表现



资料来源: 彭博

第一上海证券有限公司 2024 年 11 月

业绩摘要

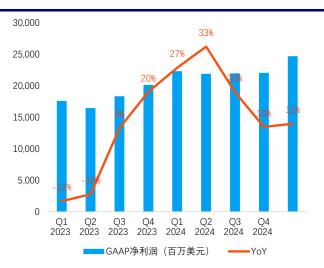
收入同比增长 16%,净 利润同比增长 11%,均 超彭博一致预期 本季度公司收入为 656 亿美元,同比增长 16%,超过彭博一致预期的 645 亿美元。其中产品收入 153 亿美元,同比下降 2%;服务及其他收入 503 亿美元,同比增长 23%。毛利率为 69. 4%,同比下降 180bps,超过彭博一致预期的 69%。经营利润率为 46. 6%,同比下降 100bps。GAAP 净利润为 247 亿美元,同比增长 11%,超过一致预期的 233 亿美元,净利润率为 37. 6%。GAAP 摊薄每股收益为 3. 30 美元,超过彭博一致预期的 3. 11 美元,去年同期为 2. 99 美元。

本季度公司包含融资租赁的资本开支为 200 亿美元;公司产生经营现金流 342 亿美元,同比增长 12%;自由现金流 193 亿美元,同比下降 7%。本季度公司共回购 28 亿美元股票及派息 62 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)

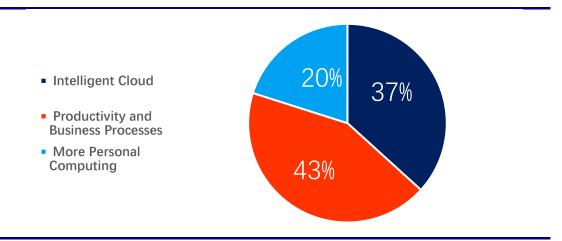




资料来源:公司资料,第一上海整理

资料来源:公司资料,第一上海整理

图表 3: 收入构成

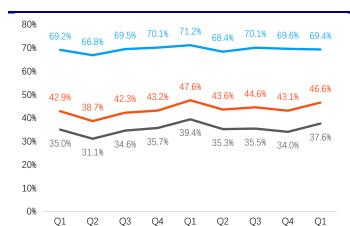


资料来源:公司资料,第一上海整理

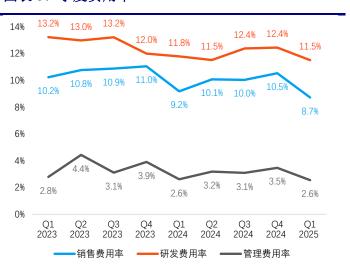
本季度公司研发费用为 75 亿美元,同比增长 13.3%,费用率为 11.5%;销售及营销费用为 57 亿美元,同比增长 10.2%,费用率为 8.7%;管理及总务费用为 17 亿美元,同比增长 13.5%,费用率为 2.6%。

第一上海证券有限公司 2024年11月





图表 5: 季度费用率



资料来源:公司资料,第一上海整理

毛利率

2023

2023

2023

2024

营业利润率

2024

■GAAP净利润率

资料来源:公司资料,第一上海整理

微软云收入同比增长 22%至 389 亿美元。本季度公司的商业订单量同比增长 30%,去年同期订单增速为 14%。剩余履约义务(RPO)价值 2590 亿美元,同比增长 22%,环比下降 100 亿美元。微软云的毛利率百分比下降 2%至 71%,主要由于对 AI 基础设置投资增长。

下季度收入指引同比增长 9.8%至 11.4%,中值不及一致预期

公司预计 FY2025Q2 财季收入区间为 678 亿美元至 691 亿美元,同比增长 9.8%至 11.4%,中值不及彭博一致预期的 699 亿美元。其中生产力和商业流程收入在 287 亿美元至 290 亿美元之间;智能云收入在 256 亿美元至 259 亿美元之间,其中 Azure 收入增速在 31%-32%;更多个人计算收入在 139 亿美元至 143 亿美元之间。预计销售成本在 219 亿美元至 221 亿美元之间,运营开支在 164 亿美元至 165 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 相关的资本开支将达到 733 亿美元,但经营费率的控制将部分抵消折旧提升的影响。

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 241 亿美元,同比增长 20%; 经营利润为 105 亿美元,同比增长 18%,经营利润率为 46.6%。企业咨询服务收入同比下降 1%至 19 亿美元,服务器产品及云服务收入同比增长 23%至 222 亿美元。

其中本季度 Azure 收入同比增长 33%至 168 亿美元,AI 贡献了 12ppts 收入增速,略高于市场预期的 32%增速。公司表示影响 Azure 收入增速的主要由于第三方 GPU 交付晚于预期,因此下半年的收入将加速。同时,数据中心建造到云实例上线也存在一定延迟。

本季度微软 Azure AI 增加了对 OpenAI 最新模型系列 o1 的支持,此外还引入了行业特定模型,包括一系列用于医学成像的一流多模态模型。Azure 也是第一个使用 GB200 服务器的云,此外微软自研加速器 Maia100 及 Cobalt100 等产品陆续上线。

第一上海证券有限公司 2024年11月

30,000 25,000 15,000 10,000 Q1 2023 Q2 2023 Q3 2023 Q4 2023 Q1 2024 Q2 2024 Q3 2024 Q4 2024 Q1 2025

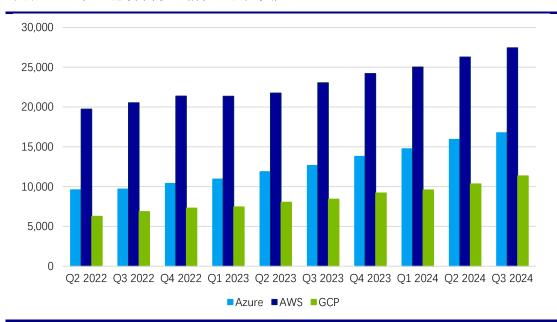
Intelligent Cloud

YoY

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





资料来源:公司资料

GitHub Copilot 企业用户环比增长 55%, ARR 超过 20 亿美元。AMD 和 Flutter Entertainment 等公司正在根据自己的代码库定制 Copilot。公司将推出 AI 代码生成的下一阶段,使 GitHub Copilot 成为开发人员工作流程中的代理。下一代数据平台 Microsoft Fabric 现在拥有超过 16000 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。基于现有业务流程的 AI Copilot 赋能将为大大提升微软产品的价值及 ARPU。

第一上海证券有限公司 2024年11月

30,000 25,000 15,000 10,000 5,000 Q1 2023 Q2 2023 Q3 2023 Q4 2023 Q1 2024 Q2 2024 Q3 2024 Q4 2024 Q1 2025 Intelligent Cloud Yoy

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 12% 本季度公司生产力和商业流程业务收入为 283 亿美元,同比增长 12%,主要由 M365 的收入增长推动,经营利润为 165 亿美元,同比增长 16%,经营利润率为 58.3%。

本季度 M365 商业云收入同比增长 15%至 182 亿美元,付费商业席位同比增长 8%,主要由于 SMB 的需求增长和 ARPU 提升。ARPU 的增长主要来自 E5 用户的增长以及 Copilot 订阅量提升。公司表示 M365 Copilot 的日活用户较上季度翻倍,财富 500 强企业中近70%的企业现在都在使用 M365 Copilot。沃达丰此前的试用表明,使用 M365 Copilot 平均每人每周可节省 3 小时。

本季度 M365 个人云及产品收入为 17 亿美元,同比增长 5%。M365 个人版订阅用户为8440 万,同比增长 10%。

本季度领英收入同比增长 10%至 43 亿美元,全业务线收入均有所增长。Dynamics 收入同比增长 14%至 18 亿美元,其中 Dynamics 365 收入同比增长 18%。



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

第一上海证券有限公司 2024 年 11 月

更多个人计算

更多个人计算收入同比 增长 14%

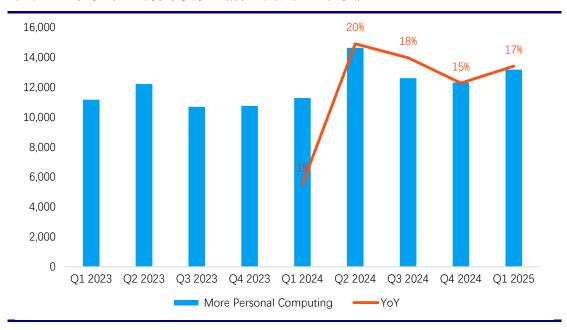
本季度更多个人计算业务收入为 132 亿美元,同比增长 17%,主要由于收购动视暴雪带来的影响,经营利润为 35 亿美元,同比下降 4%,经营利润率为 26.8%。

本季度 Windows 系统及设备收入为 43 亿美元,同比持平。其中 Windows OEM 收入同比增长 2%。

本季度公司游戏业务收入 50 亿美元,同比增长 43%。游戏硬件收入同比下降 29%,内容和服务收入同比增长 61%(动视暴雪的收入贡献了 53ppts 的增速)。

搜索及新闻广告收入为32亿美元,同比增长7%。剔除流量费用后同比增长18%

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

第一上海证券有限公司 2024年11月

盈利预测与估值

2025-2027 财年收入 CAGR 为 13.9% 我们预测公司 2025-2027 财年收入分别为 2782 亿、3180 亿、3624 亿美元,CAGR 为 13.9%。由于公司的经营费用控制出色,我们上调了利润预测,2025-2027 财年公司 GAAP 净利润分别为 1039 亿、1158 亿和 1342 亿美元,CAGR 为 15.0%。对应 EPS CAGR 将达到 15.4%。

目标价 500 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 500 美元,对应 2025 财年利润的 36 倍 PE,较当前价格有 18.2%的提升空间,上调至买入评级。

图表 11: DCF 估值

折现年限	高速成长期					稳定成长期					
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	1
假设	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035
(百万美元)											
CFO	143,077	163,589	184,689								
自由现金流量	71,913	90,291	110,658	133,899	160,679	189,601	219,937	250,729	283,323	317,322	326,84
自由现金流增长率		25.6%	22.6%	21%	20%	18%	16%	14%	13%	12%	39
折合至2025财年的现金流量	71,913	83,218	93,999	104,831	115,942	126,093	134,810	141,643	147,518	152,276	2,851,72
永续期折现值											6,120,85

WACC	8.5%
长期增长率	3.0%
	_
Valuation	
现金流折现	4,023,965
减:净金融负债	-47,594
减: 少数股东权益+合伙人权益	338,775
股本价值	3,732,784
股本数量 (预期)	7,466
DCF法之每股价值 (美元)	500.00

资料来源:第一上海预测

风险因素

云计算市场竞争风险

云计算市场市场竞争者众多,包括已有的巨头及新进入的 GPU 云服务商。公司的 Azure 业务无法应对如 AWS、GCP 等竞争对手,则可能发展不及预期风险。

PC 出货量下降风险

2023年PC市场规模继续萎缩,同时 Chromebook 及 Mac 对搭载 Windows 的 PC 产生竞争,导致 Windows 销量及公司产品总用户量下降风险。

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。

市场预期过高风险

当前市场对于 AI 情绪高涨,对于微软的估值部分反映了 AI 收入高增长的预期。公司 AI 产品收入有不及市场预期风险。

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。

第一上海证券有限公司 2024年11月

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 百万美元,财务年											
	2023财年 2									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	278,221	318,018	362,415	毛利率 (%)	68.9%	69.8%	68.8%	67.3%	66.1%
- 主营业务收入成本	65,863	74,114	86,822	103,896	122,724	EBITDA 利率 (%)	48.3%	53.7%	56.0%	55.9%	55.6%
毛利	146,052	171,008	191,398	214,122	239,691	净利率(%)	34.1%	36.0%	37.3%	36.4%	37.0%
- 营业开支	57,529	61,575	65,375	70,265	74,011						
销售及营销开支	22,759	24,456	25,961	27,902	29,390	营运表现					
研究及开发开支	27,195	29,510	31,571	34,283	36,481	销售及管理费用/收入(%)	14.3%	13.1%	12.2%	11.3%	10.4%
总务及管理开支	7,575	7,609	7,844	8,079	8,140	研发费用/收入(%)	12.8%	12.0%	11.3%	10.8%	10.1%
营业利润	88,523	109,433	126,035	143,870	165,693	实际税率 (%)	19.0%	18.2%	18.9%	19.0%	19.0%
- 营业外费用	-788	1,646	-1,934	954	0	股息支付率 (%)	27.5%	27.5%	26.5%	27.1%	26.5%
税前利润	89,311	107,787	127,969	142,916	165,693	库存周转率	21.1	39.6	51.4	45.0	45.6
- 所得税支出	16,950	19,651	24,165	27,154	31,482	应收账款天数	79.0	77.6	75.0	69.0	63.1
非常项目前收入	72,361	88,136	103,804	115,762	134,212	应付账款天数	101.4	97.4	94.0	92.0	93.7
净利润	72,361	88,136	103,804	115,762	134,212						
普通股东所得净利润	72,361	88,136	103,804	115,762	134,212	财务状况					
折旧与摊销	13,861	22,287	29,682	33,981	35,647	总负债/总资产	49.9%	47.6%	42.0%	37.6%	33.3%
EBITDA	102,384	131,720	155,717	177,851	201,341	收入/净资产	35.1%				
主营业务增长 (%)	6.9%	15.7%	13.5%	14.3%	14.0%	收入/总资产	17.6%	17.2%			
EBITDA 增长率 (%)	4.4%	22.3%	15.4%	12.4%	11.7%	经营性现金流/收入	41.3%	48.4%			
1471 (117	1. 170	22.070	10.170	12.170	11.770		11.070	10.170	01.170	01.170	01.070
资产负债表						现金流量表					
	2023财年 2									2026财年	
	2023财年 2 实际	2024财年 2 实际	2025财年: 预测	2026财年 2 预测	2027财年 预测		2023财年 实际	2024财年 实际	2025财年 预测	2026财年 预测	2027财年 预测
+ 现金与现金等同											
+ 现金与现金等同 + 短期投资	实际	实际	预测	预测	预测	+ 净利润			预测	预测	预测
	实际 34,704	实际 18,315	预测 45,518	预测 87,242	预测 145,080	+ 净利润 + 折旧、摊销	实际	实际	预测 103,804	预测 115,762	预测 134,212
+ 短期投资	实际 34,704 76,558	实际 18,315 57,228	预测 45,518 57,228	预测 87,242 57,228	预测 145,080 57,228		实际 72,361	实际 88,136 22,287	预测 103,804 29,682	预测 115,762 33,981	预测 134,212 35,647
+ 短期投资 + 应收账款与票据	实际 34,704 76,558 48,688	实际 18,315 57,228 56,924	预测 45,518 57,228 59,001	预测 87,242 57,228 62,906	预测 145,080 57,228 64,238	+ 折旧、摊销	实际 72,361 13,861	实际 88,136 22,287 6,301	预测 103,804 29,682 11,204	预测 115,762 33,981 11,695	预测 134,212 35,647 12,207
+ 短期投资 + 应收账款与票据 + 库存	实际 34,704 76,558 48,688 2,500	实际 18,315 57,228 56,924 1,246	预测 45,518 57,228 59,001 2,130	预测 87,242 57,228 62,906 2,487	预测 145,080 57,228 64,238 2,899	+ 折旧、摊销 + 其他非现金调整	实际 72,361 13,861 3,748	实际 88,136 22,287 6,301 1,824	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613	预测 115,762 33,981 11,695 2,152	预测 134,212 35,647 12,207 2,623
+ 短期投资 + 应收账款与票据 + 库存 + 其他流动资产	实际 34,704 76,558 48,688 2,500 21,807	实际 18,315 57,228 56,924 1,246 26,021	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021	预测 145,080 57,228 64,238 2,899 26,021	+ 折旧、摊销 + 其他非现金调整 + 非现金资本变动	字际 72,361 13,861 3,748 -2,388	实际 88,136 22,287 6,301 1,824	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613	预测 115,762 33,981 11,695 2,152	预测 134,212 35,647 12,207 2,623
+ 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	实际 34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257	实际 18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021 189,899	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021 235,884	预测 145,080 57,228 64,238 2,899 26,021 295,465	+ 折旧、摊销 + 其他非现金调整 + 非现金资本变动	字际 72,361 13,861 3,748 -2,388	实际 88,136 22,287 6,301 1,824 118,548	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613 143,077	预测 115,762 33,981 11,695 2,152 163,589	预测 134,212 35,647 12,207 2,623 184,689
+ 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	实际 34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879	実际 18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021 189,899 14,600	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021 235,884 14,600	预测 145,080 57,228 64,238 2,899 26,021 295,465 14,600	+ 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	字际 72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582	实际 88,136 22,287 6,301 1,824 118,548	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613 143,077	预测 115,762 33,981 11,695 2,152 163,589	预测 134,212 35,647 12,207 2,623 184,689
+ 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	实际 34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641	実际 18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021 189,899 14,600 177,073	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021 235,884 14,600 216,390	预测 145,080 57,228 64,238 2,899 26,021 295,465 14,600 254,773	+ 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	字际 72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670	实际 88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613 143,077 0 -71,163	预测 115,762 33,981 11,695 2,152 163,589 0 -73,298	预测 134,212 35,647 12,207 2,623 184,689
+ 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	实际 34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601	実际 18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021 189,899 14,600 177,073 36,460	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021 235,884 14,600 216,390 36,460	预测 145,080 57,228 64,238 2,899 26,021 295,465 14,600 254,773 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 + 资本支出	字际 72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107	实际 88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613 143,077 0 -71,163	预测 115,762 33,981 11,695 2,152 163,589 0 -73,298	预测 134,212 35,647 12,207 2,623 184,689 0 -74,031
+ 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	实际 34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601 67,886	実际 18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021 189,899 14,600 177,073 36,460 119,220	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021 235,884 14,600 216,390 36,460 119,220	预测 145,080 57,228 64,238 2,899 26,021 295,465 14,600 254,773 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 + 长期净投资变动	字际 72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213	实际 88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613 143,077 0 -71,163 0	预测 115,762 33,981 11,695 2,152 163,589 0 -73,298	预测 134,212 35,647 12,207 2,623 184,689 0 -74,031
+ 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 + 萬誉 + 其他长期资产	实际 34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366	実际 18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597 352,429	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021 189,899 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021 235,884 14,600 216,390 36,460 119,220 27,597	预测 145,080 57,228 64,238 2,899 26,021 295,465 14,600 254,773 36,460 119,220 27,597 471,611	+ 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	字际 72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116	实际 88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613 143,077 0 -71,163 0	预测 115,762 33,981 11,695 2,152 163,589 0 -73,298	预测 134,212 35,647 12,207 2,623 184,689 0 -74,031
+ 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 + 长期没资与应收 + 净固定资产 + 其他非流动资产 + 萬誉 + 其他长期资产	实际 34,704 76,558 48,688 2,500 21,807 184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719	実际 18,315 57,228 56,924 1,246 26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021 189,899 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021 235,884 14,600 216,390 36,460 119,220 27,597 433,228	预测 145,080 57,228 64,238 2,899 26,021 295,465 14,600 254,773 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 + 其他投资活动	字际 72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116	实际 88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613 143,077 0 -71,163 0	预测 115,762 33,981 11,695 2,152 163,589 0 -73,298 0 0 -73,298	预测 134,212 35,647 12,207 2,623 184,689 0 -74,031 0 0 -74,031
+ 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 + 长期资资与应收 + 净他非流动资产 + 其他非流动资产 + 其他长期资产 总计长期资产	字际 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	実际 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	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021 189,899 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 583,809	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021 235,884 14,600 216,390 36,460 119,220 27,597 433,228 669,111	预测 145,080 57,228 64,238 2,899 26,021 295,465 14,600 254,773 36,460 119,220 27,597 471,611 767,077	+ 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 投资活动现金 + 已付股利	字际 72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680 -19,800	实际 88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613 143,077 0 -71,163 0 -71,163	预测 115,762 33,981 11,695 2,152 163,589 0 -73,298 0 -73,298	预测 134,212 35,647 12,207 2,623 184,689 0 -74,031 0 -74,031 -35,566
+ 短期投资 + 应收账款与票据 + 库存 + 其他流动资产 总计流期投资产与应收 + 净他非流动资产 + 其他等 + 其他长期资产 总计长期资产 总计长期资产 总计长期资产	实际 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	実际 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	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021 189,899 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 583,809 23,345 0	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021 235,884 14,600 216,390 36,460 119,220 27,597 433,228 669,111 29,758 0	预测 145,080 57,228 64,238 2,899 26,021 295,465 14,600 254,773 36,460 119,220 27,597 471,611 767,077 34,125 0	+ 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 投资活动现金	字际 72,361 13,861 3,748 -2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680 -19,800 -2,750	实际 88,136 22,287 6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970 -21,771 575	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613 143,077 0 -71,163 0 -71,163 -27,456	预测 115,762 33,981 11,695 2,152 163,589 0 -73,298 0 0 -73,298	预测 134,212 35,647 12,207 2,623 184,689 0 -74,031 0 -74,031 -35,566
+ 短期投资 + 应收款 与票据 + 应收存 + 体产的流动资产 + 体产,以下的。 + 体,并是,一个, + 体,并是,一个, + 体,, + 体, + 体	实际 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	実际 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	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021 189,899 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 583,809 23,345 0 96,597	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021 235,884 14,600 216,390 36,460 119,220 27,597 433,228 669,111 29,758 0 96,597	预测 145,080 57,228 64,238 2,899 26,021 295,465 14,600 254,773 36,460 119,220 27,597 471,611 767,077 34,125 0 96,597	+ 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 + 长期净投资运动 + 其他投资活动 投资活动现金 + 已付股利 + 债务(偿付)所得现金	字际 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	实际 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	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613 143,077 0 -71,163 0 -71,163 -27,456	预测 115,762 33,981 11,695 2,152 163,589 0 -73,298 0 -73,298 -31,314 0 0	预测 134,212 35,647 12,207 2,623 184,689 0 -74,031 0 -74,031 -35,566
+ 短期投资 + 短收存 + 应收存 + 分子 + 大沙子 + 大 + 大 + 大 + 大 + 大 + 大 + 大 + 大 + 大 + 大	字际 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	*************************************	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021 189,899 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 583,809 23,345 0 96,597 126,635	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021 235,884 14,600 216,390 36,460 119,220 27,597 433,228 669,111 29,758 0 96,597 133,048	7 预测 145,080 57,228 64,238 2,899 26,021 295,465 14,600 254,773 36,460 119,220 27,597 471,611 767,077 34,125 0 96,597 137,415	+ 折旧、摊销 + 其他非现金本。 + 其他非现金本。 经营活动现金流量 + 固定本变动 + 资本进资变动 + 长期免资。 + 长期免资。 + 是不可以 + 是一一一 + 是一一 + 是一一 + 是一一 + 是一一 + 是一一 + 是一一 + 是一 + 是	字际 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	实际 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	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613 143,077 0 -71,163 0 -71,163 -27,456 0 0 -17,254	预测 115,762 33,981 11,695 2,152 163,589 0 -73,298 0 0 -73,298 -31,314 0 0 -17,254	预测 134,212 35,647 12,207 2,623 184,689 0 -74,031 0 0 -74,031 -35,566
+ 短期投资 + 中国 + 中	字际 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	*************************************	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021 189,899 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 583,809 23,345 0 96,597 126,635 42,688	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021 235,884 14,600 216,390 36,460 119,220 27,597 433,228 669,111 29,758 0 96,597 133,048 42,688	7 预测 145,080 57,228 64,238 2,899 26,021 295,465 14,600 254,773 36,460 119,220 27,597 471,611 767,077 34,125 0 96,597 137,415 42,688	+ 折旧、摊销 + 其他非现金本。 + 其他非现金本。 全营活动现金流量 + 固定本变动 + 资本期分资。 + 长期他分别。 + 是他为现金 + 是你是一个,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,	字际 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	实际 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	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613 143,077 0 -71,163 0 -71,163 -27,456 0 0 -17,254	预测 115,762 33,981 11,695 2,152 163,589 0 -73,298 0 -73,298 -31,314 0 0 -17,254	预测 134,212 35,647 12,207 2,623 184,689 0 -74,031 0 0 -74,031 -35,566
+ 短期投资 + 中 总 + 中 总 + 中 总 + 中 点 + 中 其 商 其 的 对 资 应 应 的 对 资 应 应 的 对 资 应 应 的 对 资 应 应 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的 的	实际 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	*************************************	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021 189,899 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 583,809 23,345 0 96,597 126,635 42,688 75,712	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021 235,884 14,600 216,390 36,460 119,220 27,597 433,228 669,111 29,758 0 96,597 133,048 42,688 75,712	700	+ 折旧、摊销 + 其他非现金本变动 经营活动现金流量 + 取动金流量 + 资本变动 + 资本的, + 发系, + 发系, + 发系, + 发系动 + 发系动 + 发系动 + 发系动 + 是他动现金 + 是什么的, + 是他的, + 是他的,	字际 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	实际 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	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613 143,077 0 -71,163 0 -71,163 -27,456 0 0 -17,254 0 -44,710	预测 115,762 33,981 11,695 2,152 163,589 0 -73,298 0 0 -73,298 -31,314 0 0 -17,254 0 -48,568	预测 134,212 35,647 12,207 2,623 184,689 0 -74,031 0 0 -74,031 -35,566 0 0 -17,254 0 -52,820
+短期投资 + 短期投资 + 短期收存 + 以 + 以 + 以 + 以 + 以 + 以 + 以 + 以 + 以 +	字际 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	*************************************	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021 189,899 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 583,809 23,345 0 96,597 126,635 42,688 75,712 118,400	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021 235,884 14,600 216,390 36,460 119,220 27,597 433,228 669,111 29,758 0 96,597 133,048 42,688 75,712 118,400	76测 145,080 57,228 64,238 2,899 26,021 295,465 14,600 254,773 36,460 119,220 27,597 471,611 767,077 34,125 0 96,597 137,415 42,688 75,712 118,400	+ 折旧、摊销 + 其他非现金本变动 经营活动现金流量 + 非现资本企流量 + 资实力 + 资实力 + 资实力 + 发资方数分别。 + 是一种,是一种,是一种,是一种,是一种,是一种,是一种。 + 股本减少 + 其他融入。 + 以为,是一种,是一种,是一种,是一种,是一种,是一种,是一种,是一种。 + 以为,是一种,是一种,是一种,是一种,是一种,是一种,是一种,是一种,是一种,是一种	字际 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	实际 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	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613 143,077 0 -71,163 0 -71,163 -27,456 0 0 -17,254 0 -44,710 27,203	预测 115,762 33,981 11,695 2,152 163,589 0 -73,298 0 0 -73,298 -31,314 0 0 -17,254 0 -48,568 41,724	预测 134,212 35,647 12,207 2,623 184,689 0 -74,031 0 -74,031 -35,566 0 0 -17,254 0 -52,820 57,838
+ 短期投资 + 知识 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 的 中 的 的 中 的 的 的 中 的 的 中 的 的 中 的 的 中 的 的 中 的 的 中 的 的 中 的 的 中 的 的 中 的 的 中 的 的 中 的 的 中 的 中 的 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 中 的 n n n n	实际 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	*************************************	预测 45,518 57,228 59,001 2,130 26,021 189,899 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 583,809 23,345 0 96,597 126,635 42,688 75,712	预测 87,242 57,228 62,906 2,487 26,021 235,884 14,600 216,390 36,460 119,220 27,597 433,228 669,111 29,758 0 96,597 133,048 42,688 75,712	700	+ 折旧、摊销 + 其他非现金本变动 经营活动现金流量 + 取动金流量 + 资本变动 + 资本的, + 发系, + 发系, + 发系, + 发系动 + 发系动 + 发系动 + 发系动 + 是他动现金 + 是什么的, + 是他的, + 是他的,	字际 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	实际 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	预测 103,804 29,682 11,204 -1,613 143,077 0 -71,163 0 -71,163 -27,456 0 0 -17,254 0 -44,710 27,203 45,518	预测 115,762 33,981 11,695 2,152 163,589 0 -73,298 0 0 -73,298 -31,314 0 0 -17,254 0 -48,568 41,724 87,242	预测 134,212 35,647 12,207 2,623 184,689 0 -74,031 0 -74,031 -35,566 0 0 -17,254 0 -52,820 57,838

资料来源:公司资料,第一上海预测

第一上海证券有限公司 2024 年 11 月

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。