

### 网易 (NTES.US/9999.HK)

## 买入

2024年11月20日

#### 暴雪系游戏回归端游收入重新增长,2025年迎来新品周期

- ▶ 2024Q3 业绩摘要: 2024Q3 公司实现营收 262.1 亿元,同比下滑 3.9%,低于彭博一致预期 265.9 亿元。本季度暴雪系 PC 游戏产品回归导致毛利率同比下滑 290bps 至 62.9%;经营利润率为 27.3%,同比下滑 40bps。GAAP 归母净利润为65.4 亿元,同比下滑 16.6%;Non-GAAP 归母净利润为75.0 亿元,同比下滑 13.3%,低于彭博一致预期的 80.0 亿元,摊薄 EPA 为 11.63 元。费用端方面,Q3 总营业开支同比下降 5.4%至93.3 亿元,其中管理费用同比下降 26.4%至38.1 亿元。
- ▶ 手游新品匮乏业绩承压,暴雪系游戏回归端游收入重新增长:本季度游戏及相关增值服务收入同比下滑 4.2%至 208.6亿元,其中手游收入受本季度新品匮乏叠加《蛋仔》及《逆水寒》等老游戏流水自然下滑,同比下滑 9.7%至 143亿元;端游收入同比增长 29.0%至 45.5亿元,《魔兽世界》及《炉石传说》回归带来流水正增长。本季度递延收入 155.4亿元,同比增长 14.2%。12月将上线武侠开放世界《燕云十六声》PC端及漫威 IP 的 PVP 射击游戏《漫威争锋》,预计 24 财年端游收入将同比下滑 12%至 216亿元,手游收入将同比增 5.4%至 600亿元,后续储备产品包括《代号无限大》、《漫威秘法狂潮》、《命运:崛起》等。
- ▶ 有道三季度经营利润新高,智能硬件及广告业务驱动增长:本季度有道收入 15.7 亿元,同比增长 2.2%;经营利润同比增长 186%至 1.1 亿元。得益于新一代词典笔 X7Pro 销量强劲,Q3 智能硬件收入同比增长 25.2%至 3.2 亿元。因 AI 优化广告内容+提升投放效率,RTA 收入同比增长超 100%,推动 Q3 在线营销收入同比增长 45.6%至 4.9 亿元。未来教育行业政策边界日渐明晰有望驱动公司 K12 相关课程迎来增长,AI 将继续拓展智能硬件产品功能助力广告精准投放。
- > 云音乐已进港股通, Q3 毛利率至 33%: 云音乐收入 20 亿元,同比增长 1.3%。得益于会员订阅收入的增加及成本管控的落地,毛利率同比增长 5.6pct 至 32.8%。截止 2024H1 平台 DAU/MAU 比率稳居 30%以上,在线音乐付费率为 24.4%,ARPU 至 6.2 元/月,平台独立音乐人至 73 万。
- ▶ **目标价 108.00 美元/168.05 港元, 买入评级:** 我们预计 2024-2026 年公司收入 CAGR 为 10.5%, Non-GAAP 净利润 CAGR 为 8.5%。采用分部估值法,给予游戏业务 1.2 倍 PEG,对应 12 倍 PE;有道及云音乐按网易持股份额的市值计算,集团市值给予 5%的折扣。目标价 108.00 美元/168.05 港元,对应 2025 年 PE 为 14.9 倍,对比美股和港股股价分别有26.05%/24.39%的上升空间,维持买入评级。

#### 曹凌霁

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

Chuck Li

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

#### 主要数据

行业 TMT

股价 85.68 美元/135.1 港元

目标价 108.00 美元/168.05 港元

(+26.05%/+24.39%)

股票代码 NTES (US) /9999 (HK)

总股数 6.5 亿 ADS/32.1 亿股

市值 552 亿美元

52 周高/低 118.89 美元/75.85 美元

每 ADS 账面值 28.28 美元

主要股东 丁磊 45.01%

Capital Research&
Management Company

2.99%

2.25%

BlackRock 2.89%

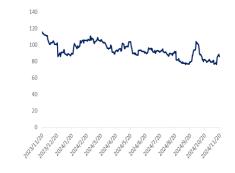
The Vanguard Group, Inc

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年历史	23年历史	24年预测	25年预测	26年预测
总营业收入 (百万美元)	13,328	14,291	15,015	16,304	17,442
变动	18.7%	7.2%	5.1%	8.6%	7.0%
Non-GAAP净利润(百万美元)	3,150	4,504	4,300	4,797	5,300
Non-GAAP每ADS盈利 (美元)	4.8	6.9	6.6	7.3	8.0
变动	17.9%	44.9%	-5.2%	10.7%	9.6%
基于85.68美元的市盈率(估)	17.9	12.4	13.1	11.8	10.8
每股派息 (美元)	1.4	1.7	1.5	1.7	1.9
股息现价比	1.6%	2.0%	1.8%	2.0%	2.2%

来源:公司资料,第一上海预测

#### 股价表现



来源:彭博

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: 百万人民币, 财务年度	度: 12月31日										
	<b>2022年</b> 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	盈利能力	<b>2022年</b> 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
主营业务收入	96,496	103,468	108,708	118,041	126,279	毛利率 (%)	54.7%	60.9%	62.6%	63.3%	63.8%
- 主营业务收入成本	-43,730	-40,405	-40,611	-43,334	-45,684	EBITDA 利率 (%)	23.3%	29.7%	29.8%	30.7%	32.0%
毛利	52,766	63,063	68,097	74,707	80,595	净利率(%)	21.1%	28.4%	26.7%	27.5%	28.4%
营业开支	-33,138	-35,354	-37,178	-39,308	-41,167	Non-GAAP 净利率	23.6%	31.5%	28.6%	29.4%	30.4%
- 行政管理费用	-4,696	-4,900	-4,566	-4,722	-4,925						
- 市场营销费用	-13,403	-13,969	-15,219	-16,054	-16,669	营运表现					
- 研究和开发开支	-15,039	-16,485	-17,393	-18,532	-19,573	行政管理费用/收入(%)	-4.9%	-4.7%	-4.2%	-4.0%	-3.9%
营业利润	19,629	27,709	30,919	35,400	39,428	市场营销费用/收入(%)	-13.9%	-13.5%	-14.0%	-13.6%	-13.2%
- 利息收入	2,150	4,120	2,718	2,715	2,904	研究和开发费用/收入(%)	-15.6%	-15.9%	-16.0%	-15.7%	-15.5%
- 营业外亏损净额	2,472	2,227	1,857	1,813	1,871	实际税率 (%)	-20.7%	-13.8%	-18.5%	-19.0%	-19.0%
税前利润	24,250	34,057	35,493	39,928	44,203						
- 所得税支出	-5,032	-4,700	-6,566	-7,586	-8,399	应收账款天数	10.4	10.8	10.0	10.0	11.0
净利润	19,218	29,357	28,927	32,342	35,805	应付账款天数	19.9	20.2	19.5	19.5	20.5
普通股东所得净利润	20,338	29,417	28,989	32,409	35,877						
20,000	,		,	,	财务状况						
折旧与摊销	2,858	3,055	1,500	873	999	总负债/总资产	37.0%	31.1%	28.8%	26.3%	24.4%
EBITDA	22,487	30,764	32,419	36,272	40,427	收入/净资产	88.6%	80.8%	73.6%	69.4%	64.7%
主营业务增长 (%)	19%	7%	5%	9%	7%	经营性现金流/收入	28.7%	34.1%	33.7%	30.1%	34.1%
EBITDA 增长率 (%)	68%	37%	5%	12%	11%		20.170	04.170	00.7 70	00.170	04.170
资产负债表						现金流量表					
24. 24.04.24	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	770	2022年	2023年	2024年	2025年	2026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	24,889	21,429	29,981	36,720	49,304	+ 净利润	19,843	29,357	28,927	32,342	35,805
+ 短期投资	95,269	108.069	121,178	134,051	147,682	+ 折旧、摊销	2.858	3,055	1,500	070	999
+ 应收账款与票据	5,003	6,422	5,193	,			_,	-,		8/3	
+ 其他流动资产	•			7.420	6.765	+ 其他调整	1.510	2.543		873 3.378	
总计流动资产	6.442			7,420 6.869	6,765 7,162	+ 其他调整 + 非现金运营资本变动	1,510 3,497	2,543 376	3,200	3,378	3,549
	6,442 131 603	6,772	6,828	6,869	7,162	+ 非现金运营资本变动	3,497	376	3,200 2,974	3,378 -1,112	3,549 2,672
	131,603	6,772 142,693	6,828 163,179	6,869 185,059	7,162 210,912		,		3,200	3,378	3,549 2,672
+ 总固定资产	131,603 12,613	6,772 142,693 15,176	6,828 163,179 17,456	6,869 185,059 19,987	7,162 210,912 22,595	+ 非现金运营资本变动 经营活动现金流量	3,497 27,709	376 35,331	3,200 2,974 36,600	3,378 -1,112 35,480	3,549 2,672 43,026
+ 总固定资产 - 累计折旧	131,603 12,613 6,270	6,772 142,693 15,176 6,924	6,828 163,179 17,456 8,423	6,869 185,059 19,987 9,296	7,162 210,912 22,595 10,296	+ 非现金运营资本变动 经营活动现金流量 + 固定及无形资产变动	3,497 27,709 -2,100	376 35,331 -2,302	3,200 2,974 36,600 -2,458	3,378 -1,112 35,480 -2,531	3,549 2,672 43,026 -2,607
+ 总固定资产 - 累计折旧 + 净固定资产	131,603 12,613 6,270 6,342	6,772 142,693 15,176 6,924 8,075	6,828 163,179 17,456 8,423 9,033	6,869 185,059 19,987 9,296 10,691	7,162 210,912 22,595 10,296 12,299	+ 非现金运营资本变动 经营活动现金流量 + 固定及无形资产变动 + 短期投资净变动	3,497 27,709 -2,100 -2,502	376 35,331 -2,302 -7,897	3,200 2,974 36,600 -2,458 -12,000	3,378 -1,112 35,480 -2,531 -12,000	3,549 2,672 43,026 -2,607 -12,000
+ 总固定资产 - 累计折旧 + 净固定资产 + 总计土地使用 - 净值	131,603 12,613 6,270 6,342 4,122	6,772 142,693 15,176 6,924 8,075 4,075	6,828 163,179 17,456 8,423 9,033 4,075	6,869 185,059 19,987 9,296 10,691 4,075	7,162 210,912 22,595 10,296 12,299 4,075	+ 非现金运营资本变动 经营活动现金流量 + 固定及无形资产变动 + 短期投资净变动 + 收购与剥离净现金	3,497 27,709 -2,100 -2,502 0	376 35,331 -2,302 -7,897 0	3,200 2,974 36,600 -2,458 -12,000	3,378 -1,112 35,480 -2,531 -12,000 0	3,549 2,672 43,026 -2,607 -12,000
+ 总固定资产 - 累计折旧 + 净固定资产 + 总计土地使用 - 净值 + 其他长期资产	131,603 12,613 6,270 6,342 4,122 11,261	6,772 142,693 15,176 6,924 8,075 4,075 8,550	6,828 163,179 17,456 8,423 9,033 4,075 8,550	6,869 185,059 19,987 9,296 10,691 4,075 8,550	7,162 210,912 22,595 10,296 12,299 4,075 8,550	+ 非现金运营资本变动 经营活动现金流量 + 固定及无形资产变动 + 短期投资净变动 + 收购与剥离净现金 + 其他投资活动	3,497 27,709 -2,100 -2,502 0 -2,768	376 35,331 -2,302 -7,897 0 -6,845	3,200 2,974 36,600 -2,458 -12,000 0	3,378 -1,112 35,480 -2,531 -12,000 0	3,549 2,672 43,026 -2,607 -12,000 0
+ 总固定资产 - 累计折旧 + 净固定资产 + 总计土地使用 - 净值 + 其他长期资产 总计长期资产	131,603 12,613 6,270 6,342 4,122 11,261 41,158	6,772 142,693 15,176 6,924 8,075 4,075 8,550 43,232	6,828 163,179 17,456 8,423 9,033 4,075 8,550 44,190	6,869 185,059 19,987 9,296 10,691 4,075 8,550 45,848	7,162 210,912 22,595 10,296 12,299 4,075 8,550 47,456	+ 非现金运营资本变动 经营活动现金流量 + 固定及无形资产变动 + 短期投资净变动 + 收购与剥离净现金	3,497 27,709 -2,100 -2,502 0	376 35,331 -2,302 -7,897 0	3,200 2,974 36,600 -2,458 -12,000	3,378 -1,112 35,480 -2,531 -12,000 0	3,549 2,672 43,026 -2,607 -12,000
+ 总固定资产 - 累计折旧 + 净固定资产 + 总计土地使用 - 净值 + 其他长期资产 总计长期资产	131,603 12,613 6,270 6,342 4,122 11,261 41,158 172,761	6,772 142,693 15,176 6,924 8,075 4,075 8,550 43,232 185,925	6,828 163,179 17,456 8,423 9,033 4,075 8,550 44,190 207,369	6,869 185,059 19,987 9,296 10,691 4,075 8,550 45,848 230,908	7,162 210,912 22,595 10,296 12,299 4,075 8,550 47,456 258,368	+ 非现金运营资本变动 经营活动现金流量 + 固定及无形资产变动 + 短期投资净变动 + 收购与剥离净现金 + 其他投资活动 投资活动现金	3,497 27,709 -2,100 -2,502 0 -2,768 -7,370	376 35,331 -2,302 -7,897 0 -6,845 -17,043	3,200 2,974 36,600 -2,458 -12,000 0 0 -14,458	3,378 -1,112 35,480 -2,531 -12,000 0 0 -14,531	3,549 2,672 43,026 -2,607 -12,000 0 0 -14,607
+ 总固定资产 - 累计折旧 + 净固定资产 + 总计土地使用 - 净值 + 其他长期资产 总计长期资产 总资产 + 应付账款	131,603 12,613 6,270 6,342 4,122 11,261 41,158 172,761 1,507	6,772 142,693 15,176 6,924 8,075 4,075 8,550 43,232 185,925 881	6,828 163,179 17,456 8,423 9,033 4,075 8,550 44,190 207,369 1,344	6,869 185,059 19,987 9,296 10,691 4,075 8,550 45,848 230,908 1,030	7,162 210,912 22,595 10,296 12,299 4,075 8,550 47,456 258,368 1,723	+ 非现金运营资本变动 经营活动现金流量 + 固定及无形资产变动 + 短期投资净变动 + 收购与剥离净现金 + 其他投资活动 投资活动现金 + 已付股利	3,497 27,709 -2,100 -2,502 0 -2,768 -7,370 -6,724	376 35,331 -2,302 -7,897 0 -6,845 -17,043	3,200 2,974 36,600 -2,458 -12,000 0 -14,458	3,378 -1,112 35,480 -2,531 -12,000 0 -14,531 -8,102	3,549 2,672 43,026 -2,607 -12,000 0 -14,607
+ 总固定资产 - 累计折旧 + 净固定资产 + 总计土地使用 - 净值 + 其他长期资产 总计长期资产 总资产 + 应付账款 + 短期借款	131,603 12,613 6,270 6,342 4,122 11,261 41,158 172,761 1,507 23,876	6,772 142,693 15,176 6,924 8,075 4,075 8,550 43,232 185,925 881 19,240	6,828 163,179 17,456 8,423 9,033 4,075 8,550 44,190 207,369 1,344 19,240	6,869 185,059 19,987 9,296 10,691 4,075 8,550 45,848 230,908 1,030 19,240	7,162 210,912 22,595 10,296 12,299 4,075 8,550 47,456 258,368 1,723 19,240	+ 非现金运营资本变动 经营活动现金流量 + 固定及无形资产变动 + 短期投资净变动 + 收购与剥离净现金 + 其他投资活动 投资活动现金 + 已付股利 + 短期债务	3,497 27,709 -2,100 -2,502 0 -2,768 -7,370 -6,724 6,119	376 35,331 -2,302 -7,897 0 -6,845 -17,043 -8,014 5,350	3,200 2,974 36,600 -2,458 -12,000 0 -14,458 -7,247 0	3,378 -1,112 35,480 -2,531 -12,000 0 -14,531 -8,102 0	3,549 2,672 43,026 -2,607 -12,000 0 -14,607 -8,969
+ 总固定资产 - 累计折旧 + 净固定资产 + 总计土地使用 - 净值 + 其他长期资产 总计长期资产 总资产 + 应付账款 + 短期借款 + 延递收入	131,603 12,613 6,270 6,342 4,122 11,261 41,158 172,761 1,507 23,876 12,519	6,772 142,693 15,176 6,924 8,075 4,075 8,550 43,232 185,925 881 19,240 13,362	6,828 163,179 17,456 8,423 9,033 4,075 8,550 44,190 207,369 1,344 19,240 14,698	6,869 185,059 19,987 9,296 10,691 4,075 8,550 45,848 230,908 1,030 19,240 16,168	7,162 210,912 22,595 10,296 12,299 4,075 8,550 47,456 258,368 1,723 19,240 17,785	+ 非现金运营资本变动 经营活动现金流量 + 固定及无形资产变动 + 短期投资净变动 + 收购与剥离净现金 + 其他投资活动 投资活动现金 + 已付股利 + 短期债务 + 股本回购	3,497 27,709 -2,100 -2,502 0 -2,768 -7,370 -6,724 6,119 -8,328	376 35,331 -2,302 -7,897 0 -6,845 -17,043 -8,014 5,350 -5,234	3,200 2,974 36,600 -2,458 -12,000 0 -14,458 -7,247 0 -5,234	3,378 -1,112 35,480 -2,531 -12,000 0 -14,531 -8,102 0 -5,234	3,549 2,672 43,026 -2,607 -12,000 0 0 -14,607 -8,969 0 -5,234
+ 总固定资产 - 累计折旧 + 净固定资产 + 总计土地使用 - 净值 + 其他长期资产 总计长期资产 总资产 + 应付账款 + 短期借款 + 延递收入 + 其他短期负债	131,603 12,613 6,270 6,342 4,122 11,261 41,158 172,761 1,507 23,876 12,519 18,668	6,772 142,693 15,176 6,924 8,075 4,075 8,550 43,232 185,925 881 19,240 13,362 20,359	6,828 163,179 17,456 8,423 9,033 4,075 8,550 44,190 207,369 1,344 19,240 14,698 20,359	6,869 185,059 19,987 9,296 10,691 4,075 8,550 45,848 230,908 1,030 19,240 16,168 20,359	7,162 210,912 22,595 10,296 12,299 4,075 8,550 47,456 258,368 1,723 19,240 17,785 20,359	+ 非现金运营资本变动 经营活动现金流量 + 固定及无形资产变动 + 短期投资净变动 + 收购与剥离净现金 + 其他投资活动 投资活动现金 + 已付股利 + 短期债务 + 股本回购 + 其他融资活动	3,497 27,709 -2,100 -2,502 0 -2,768 -7,370 -6,724 6,119 -8,328 -1,305	376 35,331 -2,302 -7,897 0 -6,845 -17,043 -8,014 5,350 -5,234 -13,569	3,200 2,974 36,600 -2,458 -12,000 0 -14,458 -7,247 0 -5,234 0	3,378 -1,112 35,480 -2,531 -12,000 0 -14,531 -8,102 0 -5,234 0	3,549 2,672 43,026 -2,607 -12,000 0 0 -14,607 -8,969 0 -5,234
+ 总固定资产 - 累计折旧 + 净固定资产 + 总计土地使用 - 净值 + 其他长期资产 总计长期资产 总资产 - 应付账款 + 短期借款 + 延递收入 + 其他短期负债 总计流动负债	131,603 12,613 6,270 6,342 4,122 11,261 41,158 172,761 1,507 23,876 12,519 18,668 56,829	6,772 142,693 15,176 6,924 8,075 4,075 8,550 43,232 185,925 881 19,240 13,362 20,359 53,842	6,828 163,179 17,456 8,423 9,033 4,075 8,550 44,190 207,369 1,344 19,240 14,698 20,359 55,642	6,869 185,059 19,987 9,296 10,691 4,075 8,550 45,848 230,908 1,030 19,240 16,168 20,359 56,798	7,162 210,912 22,595 10,296 12,299 4,075 8,550 47,456 258,368 1,723 19,240 17,785 20,359 59,108	+ 非现金运营资本变动 经营活动现金流量 + 固定及无形资产变动 + 短期投资净变动 + 收购与剥离净现金 + 其他投资活动 投资活动现金 + 已付股利 + 短期债务 + 股本回购	3,497 27,709 -2,100 -2,502 0 -2,768 -7,370 -6,724 6,119 -8,328	376 35,331 -2,302 -7,897 0 -6,845 -17,043 -8,014 5,350 -5,234	3,200 2,974 36,600 -2,458 -12,000 0 -14,458 -7,247 0 -5,234	3,378 -1,112 35,480 -2,531 -12,000 0 -14,531 -8,102 0 -5,234	3,549 2,672 43,026 -2,607 -12,000 0 0 -14,607 -8,969 0 -5,234
+ 总固定资产 - 累计折旧 + 净固定资产 + 总计上地使用 - 净值 + 其他长期资产 总计长期资产 总资产 - 应付账款 + 短期借款 + 延递收入 + 其他短期负债 总计流动负债	131,603 12,613 6,270 6,342 4,122 11,261 41,158 172,761 1,507 23,876 12,519 18,668 56,829 7,059	6,772 142,693 15,176 6,924 8,075 4,075 8,550 43,232 185,925 881 19,240 13,362 20,359 53,842 3,998	6,828 163,179 17,456 8,423 9,033 4,075 8,550 44,190 207,369 1,344 19,240 14,698 20,359 55,642 3,998	6,869 185,059 19,987 9,296 10,691 4,075 8,550 45,848 230,908 1,030 19,240 16,168 20,359 56,798 3,998	7,162 210,912 22,595 10,296 12,299 4,075 8,550 47,456 258,368 1,723 19,240 17,785 20,359 59,108 3,998	+ 非现金运营资本变动 经营活动现金流量 + 固定及无形资产变动 + 短期投资净变动 + 收购与剥离净现金 + 其他投资活动 投资活动现金 + 已付股利 + 短期债务 + 股本回购 + 其他融资活动 融资所得现金	3,497 27,709 -2,100 -2,502 0 -2,768 -7,370 -6,724 6,119 -8,328 -1,305 -10,238	376 35,331 -2,302 -7,897 0 -6,845 -17,043 -8,014 5,350 -5,234 -13,569 -21,467	3,200 2,974 36,600 -2,458 -12,000 0 -14,458 -7,247 0 -5,234 0 -12,482	3,378 -1,112 35,480 -2,531 -12,000 0 -14,531 -8,102 0 -5,234 0 -13,337	3,549 2,672 43,026 -2,607 -12,000 0 0 -14,607 -8,969 0 -5,234 0 -14,204
+ 总固定资产 - 累计折旧 + 净固定资产 + 总计扩度资产 + 总计上地使用 - 净值 + 其他长期资产 总资产 - 应付账款 + 短期借款 + 延递收知期负债 总计流动负债 总长期负债	131,603 12,613 6,270 6,342 4,122 11,261 41,158 172,761 1,507 23,876 12,519 18,668 56,829 7,059 63,888	6,772 142,693 15,176 6,924 8,075 4,075 8,550 43,232 185,925 881 19,240 13,362 20,359 53,842 3,998 57,841	6,828 163,179 17,456 8,423 9,033 4,075 8,550 44,190 207,369 1,344 19,240 14,698 20,359 55,642 3,998 59,640	6,869 185,059 19,987 9,296 10,691 4,075 8,550 45,848 230,908 1,030 19,240 16,168 20,359 56,798 3,998 60,796	7,162 210,912 22,595 10,296 12,299 4,075 8,550 47,456 258,368 1,723 19,240 17,785 20,359 59,108 3,998 63,106	+ 非现金运营资本变动 经营活动现金流量 + 固定及无形资产变动 + 短期投资净变动 + 收购与剥离净现金 + 其他投资活动 投资活动现金 + 已付股利 + 短期债务 + 股本回购 + 其他融资活动 融资所得现金 现金净增减	3,497 27,709 -2,100 -2,502 0 -2,768 -7,370 -6,724 6,119 -8,328 -1,305 -10,238	376 35,331 -2,302 -7,897 0 -6,845 -17,043 -8,014 5,350 -5,234 -13,569 -21,467	3,200 2,974 36,600 -2,458 -12,000 0 -14,458 -7,247 0 -5,234 0 -12,482 9,661	3,378 -1,112 35,480 -2,531 -12,000 0 -14,531 -8,102 0 -5,234 0 -13,337 7,612	3,549 2,672 43,026 -2,607 -12,000 0 0 -14,607 -8,969 0 -5,234 0 -14,204
+ 总固定资产 - 累计折旧 + 净固定资产 + 总计上地使用 - 净值 + 其他长期资产 总计长期资产 总资产 - 应付账款 + 短期借款 + 延递收入 + 其他短期负债 总计流动负债	131,603 12,613 6,270 6,342 4,122 11,261 41,158 172,761 1,507 23,876 12,519 18,668 56,829 7,059	6,772 142,693 15,176 6,924 8,075 4,075 8,550 43,232 185,925 881 19,240 13,362 20,359 53,842 3,998	6,828 163,179 17,456 8,423 9,033 4,075 8,550 44,190 207,369 1,344 19,240 14,698 20,359 55,642 3,998	6,869 185,059 19,987 9,296 10,691 4,075 8,550 45,848 230,908 1,030 19,240 16,168 20,359 56,798 3,998	7,162 210,912 22,595 10,296 12,299 4,075 8,550 47,456 258,368 1,723 19,240 17,785 20,359 59,108 3,998	+ 非现金运营资本变动 经营活动现金流量 + 固定及无形资产变动 + 短期投资净变动 + 收购与剥离净现金 + 其他投资活动 投资活动现金 + 已付股利 + 短期债务 + 股本回购 + 其他融资活动 融资所得现金	3,497 27,709 -2,100 -2,502 0 -2,768 -7,370 -6,724 6,119 -8,328 -1,305 -10,238	376 35,331 -2,302 -7,897 0 -6,845 -17,043 -8,014 5,350 -5,234 -13,569 -21,467	3,200 2,974 36,600 -2,458 -12,000 0 -14,458 -7,247 0 -5,234 0 -12,482	3,378 -1,112 35,480 -2,531 -12,000 0 -14,531 -8,102 0 -5,234 0 -13,337	3,549 2,672 43,026 -2,607 -12,000 0 0 -14,607 -8,969 0 -5,234 0 -14,204

数据来源: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。