

買入

2025年02月10日

資本開支大幅超預期增長，搜索廣告業務基本盤穩固

- 24Q4 業績總覽：** 24Q4 穀歌營業收入為 965 億美元 (YoY+11.8%, QoQ+9.3%)，淨利潤 265 億美元 (YoY+28.3%, QoQ+0.9%)，收入略微低於市場預期但利潤超預期 1.8 個百分點。其中，穀歌服務收入 718 億美元 (YoY+9.5%)；穀歌雲業務收入 122 億美元 (YoY+30.1%)，市場預期增長 32% 以上，雲增速超預期放緩；公司搜索、YouTube 廣告業務增長回暖，全面超預期，但移動聯盟廣告不及預期，增長繼續放緩。盈利端，公司繼續重視將本提效，經營利潤率保持穩定 (OPM 37.9%)，主要得益於公司對銷售費用、管理費用等經營費用的控制。但公司出乎市場意料大幅提高 2025 年資本開支的指引，預計投入 750 億美元，大幅超出市場預期的 610 億美元左右水準。
- 業務重點：** 本季度穀歌搜索和其他廣告收入 540 億美元 (YoY+12.5%)，搜索的強勁增長主要由金融保險和零售推動。YouTube 廣告收入 105 億美元 (YoY+13.8%) 收入繼續回暖，保持美國流媒體觀看時間第一且市場份額創新高。網路廣告收入 80 億美元 (YoY-4.1%)。訂閱、平臺和設備收入 116 億美元 (YoY+7.8%)，主要是由於 YouTube TV、YouTube Music Premium 和 Google One 的付費訂閱數量增長。穀歌雲業務收入 120 億美元 (YoY+30.1%)，管理層表示雲業務需求增長強勁，公司算力供不應求，將加大資本開支投入；雲業務的營業利潤率提高到 17.5%，公司將繼續專注於推動雲業務的效率提升。Other Bets 收入 4 億美元，運營虧損 12 億美元。
- 費用情況：** 24Q4 穀歌毛利率 57.9% (YoY+14.6%, QoQ+7.8%)；運營利潤率 37.9% (YoY+30.7%, QoQ+8.6%)，運營利潤率得益於降本增效大幅提升。運營支出為 131 億美元 (YoY+8.3%)，低於收入增長幅度。本季度資本支出為 140 億美元，主要是對技術基礎設施的投資，公司計畫繼續加大對 AI 基礎設施的投入，預計 2025 年資本支出將達到 750 億美元，主要用於伺服器、資料中心和網路建設，其中 25Q1 投入 160~180 億美元，相對 4Q24 水準 (單季度 130 億美元) 可能有小幅上漲。
- 提升目標價至 250 美元，買入評級：** 我們認為公司具備多方面的長線驅動力，如 Gemini 2.5 與 3.0 年內推出可提升模型能力與市場份額，Gemini 用戶增長和生態完善帶來更大商業化空間，YouTube 靠用戶時長和 AI 廣告增長，雲業務擴大份額鞏固地位。儘管市場擔憂高資本開支影響利潤，但公司搜索業務穩定、廣告有望隨經濟增長，雲業務在 AI 變革下高景氣，且費用開支審慎能對沖折舊壓力，因此中長期投資價值被看好。提高每股目標價至 250 美元，對應 25 財年 27 倍的 PE，維持買入評級。
- 風險提示：** 美國宏觀經濟增長、AI 商業化變現、雲業務增長不及預期等。

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	185 美元
目標價	250 美元 (+35%)
股票代碼	GOOGL/GOOG
已發行股本	122 億股
市值	22600 億美元
52 周高/低	130/207 美元
每股淨現值	27 美元
主要股東	Vanguard 8.55%
	Blackrock 7.28%
	Sergey Brin 5.94%
	Lawrence Page 3.18%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
总营业收入 (百万美元)	307,394	350,018	392,763	438,011	488,879
变动	8.7%	13.9%	12.2%	11.5%	11.6%
净利润	73,795	100,118	110,001	123,527	134,648
变动	23.0%	35.7%	9.9%	12.3%	9.0%
摊薄每股盈利 (美元)	5.8	8.1	9.2	10.8	12.2
变动	26.5%	40.5%	13.9%	16.6%	13.7%
基于185美元的市盈率 (估)	32.1	22.8	20.0	17.2	15.1

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年第四季度業績季度情況

廣告業務穩健增長，雲業務盈利持續釋放，資本開支大超預期增長

主要觀點：谷歌 2024 年第四季度業績表現顯示出增長與挑戰並存的局面。廣告業務整體達標，搜索廣告增長強勁，YouTube 廣告回暖，但移動聯盟廣告表現不及預期，受暫停中止協力廠商 Cookie 的影響下滑加速。雲業務增速放緩至 30%，低於市場預期的 32% 以上，這讓此前依靠雲業務出色表現暫時放下中長期擔憂（如 AI 顛覆搜索入口及監管風險）的市場熱情降溫。儘管如此，公司在盈利能力方面仍有亮點，經營利潤率略超預期，得益於費用控制和雲業務利潤率提升至 17.5%，預計未來兩年可穩步增長至 20%。值得注意的是，公司宣佈 2025 年資本開支預計達 750 億美元，同比增加 43%，遠超市場預期的 600 億美元，主要用於技術基礎設施建設，如 AI、量子計算和資料中心。這一高調投資計畫引發市場對盈利能力長期承壓的擔憂。總體來看，谷歌這份業績表現穩健，在中長期視角下，AI 對搜索入口可能帶來的顛覆性影響以及持續的監管困擾仍是關鍵不確定性因素

24Q4 谷歌營業收入為 965 億美元 (YoY+11.8%, QoQ+9.3%)，淨利潤 265 億美元 (YoY+28.3%, QoQ+0.9%)，收入略微低於市場預期但利潤超預期 1.8 個百分點。其中，谷歌服務收入 718 億美元 (YoY+9.5%)；谷歌雲業務收入 122 億美元 (YoY+32.2%)，市場預期增長 32% 以上，雲增速超預期放緩；公司搜索、YouTube 廣告業務增長回暖，全面超預期，但移動聯盟廣告不及預期，增長繼續放緩。盈利端，公司繼續重視提效，經營利潤率保持穩定，主要得益於公司對銷售費用、管理費用等經營費用的控制。

截至 24Q4 季度末，公司擁有 960 億美元的現金及等價物，自由現金流入 248 億美元。24Q4 公司進行了 153 億美元的股票回購和 24 億美元的股息支付，24 全年共回購和派息接近 700 億美元。展望未來，公司正在努力平衡對 AI 和其他增長領域的投資以及對應的成本控制，持續提高股東回報價值。

圖 1：谷歌季度業績重點指標與預期對比

		Alphabet Inc(GOOG/LGOOG) Financial Results									
USD Millions		1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	Consensus	Diff(%/pct)
Overview	Total Revenues	69,787	74,604	76,693	86,310	80,539	84,742	88,268	96,469	96,600	-0.14% Miss
	YoY	2.6%	7.1%	11.0%	13.5%	15.4%	13.6%	15.1%	11.8%	26.0%	
	Gross profit	39,175	42,688	43,464	48,735	46,827	49,235	51,794	55,856	55,900	-0.08% Miss
	YoY	2.0%	7.8%	14.6%	19.7%	19.5%	15.3%	19.2%	14.6%	28.6%	
	Operating Income	17,415	21,838	21,343	23,697	25,472	27,425	28,521	30,972	30,700	0.89% Beat
	YoY	-5.2%	3.0%	21.0%	26.7%	28.3%	26.5%	28.9%	22.8%	43.8%	
	OPM	25.0%	29.3%	27.8%	27.5%	31.6%	32.4%	32.3%	32.1%	31.8%	
Net Income	15,051	18,368	19,689	20,687	23,662	23,619	26,301	26,536	26,100	1.67% Beat	
YoY	-8.4%	14.8%	41.5%	51.8%	57.2%	28.6%	33.6%	28.3%	32.6%		
NPM	21.6%	24.6%	25.7%	24.0%	29.4%	27.9%	29.8%	27.5%	27.0%		
Segment	Ads revenues	54,548	58,143	59,647	65,517	61,659	64,616	65,854	72,461	71,800	0.92% Beat
	YoY	0.8%	5.5%	10.8%	12.5%	13.6%	11.5%	12.5%	10.2%	20.4%	
	Google search&othr	40,359	42,628	44,026	48,020	46,156	48,509	49,385	54,034	53,300	1.38% Beat
	YoY	1.9%	4.8%	11.3%	12.7%	14.4%	13.8%	12.2%	12.5%	21.1%	
	YouTube	6,693	7,665	7,952	9,200	8,090	8,663	8,921	10,473	10,240	2.28% Beat
	YoY	-2.6%	4.4%	12.5%	15.5%	20.9%	13.0%	12.2%	13.8%	28.8%	
	Google Network	7,496	7,850	7,669	8,297	7,413	7,444	7,548	7,954	8,150	-2.40% Miss
	YoY	-8.3%	-5.0%	-2.6%	-2.1%	-1.1%	-5.2%	-1.6%	-4.1%	6.3%	
	Google Other	7,413	8,142	8,339	10,794	8,739	9,312	10,656	11,633	11,990	-2.98% Miss
	YoY	8.8%	24.2%	20.9%	22.7%	17.9%	14.4%	27.8%	7.8%	43.8%	
Google Cloud	7,454	8,031	8,411	9,192	9,574	10,347	11,353	11,955	12,160	-1.69% Miss	
YoY	28.1%	28.0%	22.5%	25.7%	28.4%	28.8%	35.0%	30.1%	44.6%		
Other Bets	288	285	297	657	495	365	388	400	595	400	
YoY	-34.5%	47.7%	42.1%	190.7%	71.9%	28.1%	30.6%	-39.1%	100.3%	-39.1%	
OPM	Google Services	21,737	23,454	23,937	26,730	27,897	29,674	30,856	32,836	32,300	1.66% Beat
	OPM	39.8%	40.3%	40.1%	40.8%	45.2%	45.9%	46.9%	45.3%	33.4%	
	Google Cloud	191	395	266	864	900	1,172	1,947	2,093	2,000	4.65% Beat
OPM	2.6%	4.9%	3.2%	9.4%	9.4%	11.3%	17.1%	17.5%	16.4%		

資料來源：公司財報、彭博，第一上海整理

2024Q4 谷歌細分服務領域業務情況

搜索廣告業務強勁增長，YouTube 受益於博客流量加

本季度谷歌搜索和其他廣告收入 540 億美元 (YoY+12.5%)，搜索的強勁增長主要由

持，穀歌雲業務由於產能供應不足因素低於市場預期

金融保險和零售推動。YouTube 廣告收入 105 億美元 (YoY+13.8%) 收入繼續回暖，保持美國流媒體觀看時間第一且市場份額創新高。網路廣告收入 80 億美元 (YoY-4.1%)。訂閱、平臺和設備收入 116 億美元 (YoY+7.8%)，主要是由於 YouTube TV、YouTube Music Premium 和 Google One 的付費訂閱數量增長。穀歌雲業務收入 120 億美元 (YoY+30.1%)，管理層表示雲業務需求增長強勁，公司算力供不應求，將加大資本開支投入；雲業務的營業利潤率提高到 17.5%，公司將繼續專注於推動雲業務的效率提升。Other Bets 收入 4 億美元，運營虧損 12 億美元。

穀歌雲業務收入 122 億美元 (YoY+32.2%)，市場預期增長 32% 以上，雲增速超預期放緩。谷歌客戶群體不斷擴大，與梅賽德斯-賓士等企業達成多筆超 10 億美元交易，訓練性能比上一代提高 4 倍，推理輸送量提高 3 倍，體現其在硬體技術上的優勢。與 NVIDIA 保持良好合作，交付基於 H200 的平臺，並率先宣佈客戶在 Blackwell 平臺運行。AI 基礎設施表現強勁，第六代 TPU Trillium 性能大幅提升，Vertex AI 客戶增長 5 倍。推出 Google Agent Space，強化 AI 生態。2025 年計畫投資 750 億美元擴展基礎設施，雲業務增長依賴產能部署進度。

圖 2: Alphabet Revenue (百萬美元)

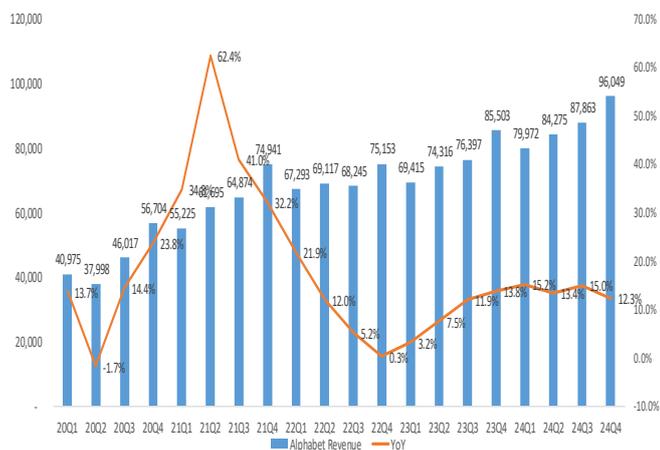
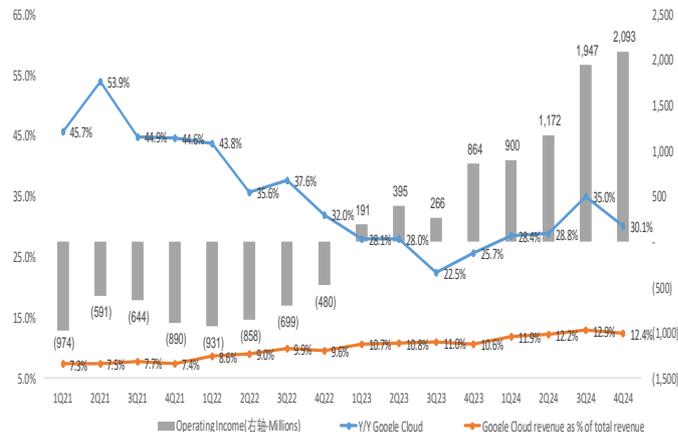


圖 3: Google Cloud Revenue (百萬美元)



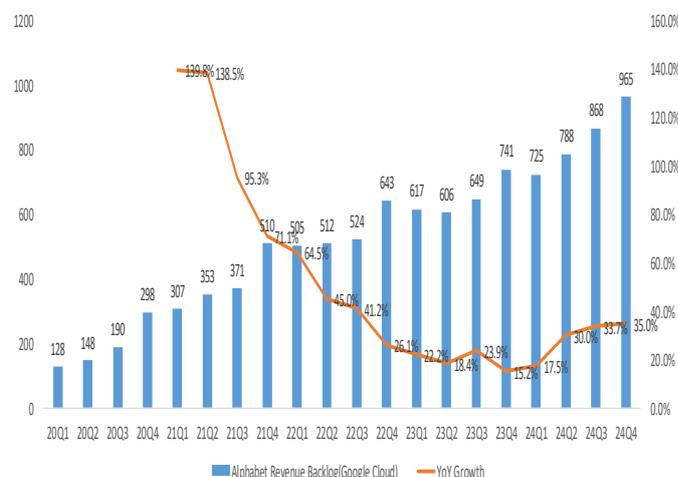
資料來源：公司財報，第一上海整理

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: Revenue Backlog (Google Cloud-億美元)



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

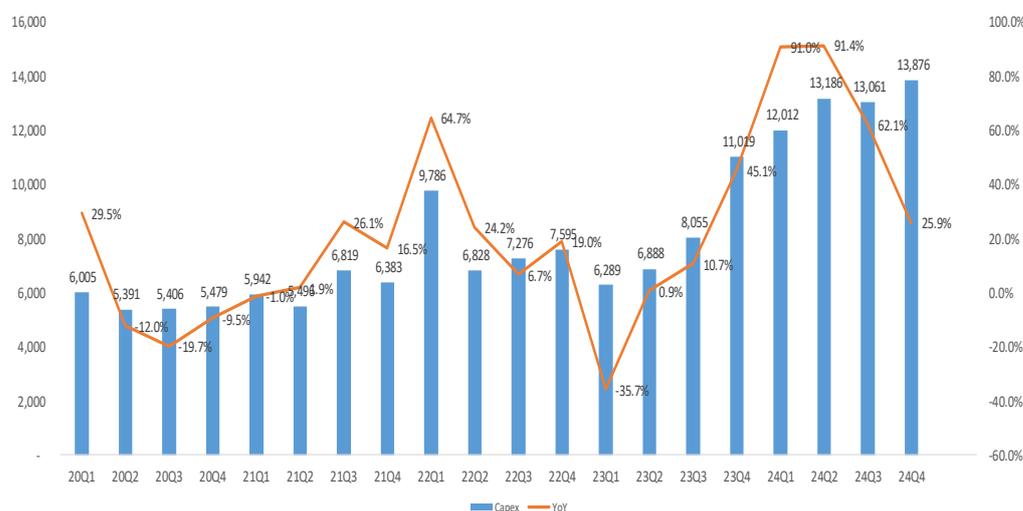
24Q4 資本開支情況

資本開支大超市場預期（原預測 600 億美元）增加至 700 億美元

本季度資本支出為 140 億美元，主要用於技術基礎設施投資，其中伺服器投資占比最大，其次是資料中心，目的是支援 Google 服務、Google Cloud 和 Google DeepMind 等業務的增長。2024 年全年資本支出超過 500 億美元，大量資金投入到如全球雲區域和資料中心園區建設、海底電纜項目等方面，以提升基礎設施能力，滿足業務擴張需求，像 2024 年在南卡羅來納州等地開設 11 個新的雲區域和資料中心園區，增強了雲計算業務的基礎。

2025 年資本支出超預期增加，主要用於伺服器、資料中心和網路等技術基礎設施建設，以滿足業務增長需求，計畫投資約 750 億美元，其中 160-180 億美元在第一季度進行，投資水準可能因交付和施工進度在季度間波動。收入增長可能受新產能部署時間影響，由於雲收入與產能相關，2025 年新產能上線時間將決定收入增長率的穩定性，但需密切關注產能擴充進度

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

加大資本開支繼續 All In AI，雲業務需求強勁

管理層在業績會上表示：在收入方面，受美元走強和閏年影響，2025 年第一季度收入面臨逆風；穀歌服務廣告受 2024 年金融服務表現影響；雲收入增長與新產能部署時間相關，可能出現波動。投資上，預計 2025 年資本支出約 750 億美元，主要用於技術基礎設施，重點擴展 AI 基建，且因交付和施工進度，各季度投資水準會有波動。費用層面，過去資本支出增加使折舊壓力增大，2024 年折舊增長 28%，預計 2025 年折舊增長率加快；同時，人工智慧和雲等關鍵領域員工人數預計增長，但公司會注重運營效率提升，如優化技術基礎設施投資、管理員工增長、整合組織及利用人工智慧工具管理業務等。

在財報會議上，公司管理層表示：

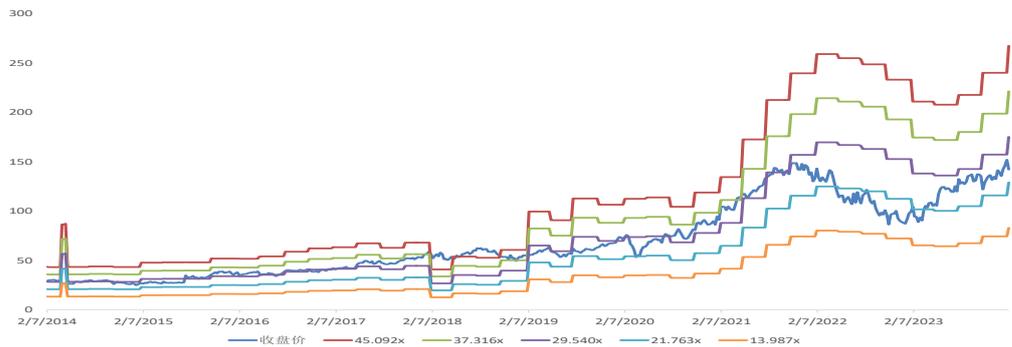
- (1) 廣告業務：Lens 每月用於超過 200 億次視覺搜索查詢，人們每天在 Google 上購物超過 10 億次。上個季度，穀歌推出了全新的 Google 購物體驗，並通過 AI 從頭開始構建公司持續在媒體購買、創意和測量方面投入 AI 能力，客戶也越發注重 AI 優化。如 Petco 在 YouTube 上利用 AI 進行需求生成活動，廣告支出回報率比社交基準高出 275%，點擊率高出 74%。

- (2) YouTube 業務：在美國流媒體觀看時間持續保持第一且市場份額創新高，選舉日超 4500 萬觀眾觀看選舉相關內容。播客投資成效顯著，已成為美國最常用播客消費服務，且將其整合至核心體驗，如視頻形式的熱門節目受創作者和觀眾歡迎，2024 年人們僅在客廳設備上每月觀看超 4 億小時播客。
- (3) 穀歌雲業務：AI 驅動的雲服務優勢明顯，AI 超級電腦在 GPU 和 TPU 性能及成本領先，助力客戶提升業務。第六代 TPU Trillium 需求強勁，與 NVIDIA 合作良好。AI 開發平臺 Vertex AI 客戶和使用量大幅增長，多種 AI 驅動平臺增長強勁，還推出 Google Agent Space 並向 Google Workspace 客戶提供 Gemini 功能。
- (4) 其他業務：2024 年取得巨大進展，安全服務超 400 萬次乘客出行，平均每週超 15 萬次且持續增長。計畫拓展市場與合作，車輛將赴東京，正在研發第六代 Waymo Driver 以降低硬體成本。

提高目標價 250 美元，買入評級

谷歌第三季度業績再次驗證穀歌搜索業務的絕對壟斷定位，AI 對穀歌業務的貨幣化率正逐步體現，穀歌擁有 7 款超 20 億使用者的產品，AI 變現潛力巨大。穀歌雲盈利潛力再次得到釋放，運營利潤率已經達到 17% 的水準，三寡頭壟斷雲業務市場的局面基本穩定。往後看，我們認為穀歌是 AI 這輪大週期的最直接潛在受益者之一，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 207 美元，對應 24 財年 27 倍的 PE，維持買入評級。

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	2024	2025E	2026E	2027E
Sales	233,881	256,508	295,118	332,878	373,159	419,200
YoY Growth	10.3%	9.7%	15.1%	12.8%	12.1%	12.3%
EV/Sales	9.3	8.5	7.4	6.5	5.8	5.2
EV/Sales to Growth	0.9	0.9	0.5	0.5	0.5	0.4
GAAP EBITDA	90,770	97,992	127,701	144,621	159,177	159,823
GAAP EBITDA Margin	38.8%	38.2%	43.3%	43.4%	42.7%	38.1%
YoY Growth	-0.4%	8.0%	30.3%	13.2%	10.1%	0.4%
EV/GAAP EBITDA	23.9	22.2	17.0	15.0	13.6	13.6
EV/GAAP EBITDA to Growth	-56.6	2.8	0.6	1.1	1.4	33.5
GAAP Net Income	59,972	73,795	100,118	110,001	123,527	134,648
GAAP Net Income Margin	25.6%	28.8%	33.9%	33.0%	33.1%	32.1%
GAAP EPS	4.6	5.8	8.1	9.2	10.8	12.2
YoY Growth	-23.8%	26.5%	40.5%	13.9%	16.6%	13.7%
P/E (GAAP)	40.6	32.1	22.8	20.0	17.2	15.1
PEG (GAAP)	-1.7	1.2	0.6	1.4	1.0	1.1
FCF minus SBC	40,648	47,035	49,979	61,592	74,900	127,487
(FCF-SBC) Margin %	17.4%	18.3%	16.9%	18.5%	20.1%	30.4%
YoY Growth	-21.3%	15.7%	6.3%	23.2%	21.6%	70.2%
EV/(FCF-SBC)	53.4	46.2	43.4	35.3	29.0	17.0
EV/(FCF-SBC) to Growth	-2.5	2.9	6.9	1.5	1.3	0.2
FCF	60,010	69,495	72,764	87,696	104,262	160,681
FCF Margin %	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
YoY Growth	-0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.5
EV/FCF	36.2	31.2	29.8	24.8	20.8	13.5
EV/FCF to Growth	-3.5	2.0	6.3	1.2	1.1	0.2
SBC	19,362	22,460	22,785	26,104	29,361	33,194
YoY Growth	25.9%	16.0%	1.4%	14.6%	12.5%	13.1%

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

单位：百万美元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	307,394	350,018	392,763	438,011	488,879
主营业务成本	-133,332	-146,306	-163,917	-181,277	-205,919
毛利	174,062	203,712	228,846	256,734	282,960
- 营业开支	-89,769	-91,322	-100,893	-114,548	-127,588
销售及营销开支	-27,917	-27,808	-29,959	-34,439	-38,690
研究及开发开支	-45,427	-49,326	-55,563	-62,544	-69,168
总务及管理开支	-16,425	-14,188	-15,371	-17,565	-19,731
营业利润	112,390	127,953	142,186	155,372	0
- 营业外费用	1,424	7,425	3,628	5,056	5,690
税前利润	85,717	119,815	131,581	147,242	161,062
- 所得税支出	-11,922	-19,697	-21,579	-23,715	-26,414
非常项目前收入	73,795	100,118	110,001	123,527	134,648
净利润	73,795	100,118	110,001	123,527	134,648
普通股股东所得净利润	73,795	100,118	110,001	123,527	134,648
折旧与摊销	13,699	15,311	16,668	16,991	4,451
EBITDA	97,992	127,701	144,621	159,177	159,823
主营业务收入增长 (%)	8.7%	13.9%	12.2%	11.5%	11.6%
EBITDA 增长率 (%)	7.4%	23.3%	11.7%	9.1%	0.4%

资产负债表

	2023A	2024	2025E	2026E	2027E
+ 现金与现金等	24,048	23,466	47,388	85,285	14,778
+ 短期投资	86,868	72,191	72,191	72,191	90,233
+ 应收账款与票	47,964	52,340	58,837	65,667	27,173
+ 库存	0	0	0	0	1,757
+ 其他流动资产	12,650	15,714	13,927	15,544	0
总计流动资产	171,530	163,711	192,342	238,686	137,787
+ 长期投资与应	31,008	37,982	37,982	37,982	39,426
+ 净固定资产	134,345	171,036	211,262	251,955	11,854
+ 其他非流动资产	26,260	30,768	26,243	26,051	25,096
+ 商誉	29,198	31,885	31,885	31,885	31,885
+ 其他长期资产	10,051	14,874	10,085	11,256	0
总计长期资产	230,862	286,545	317,457	359,128	108,261
总资产	402,392	450,256	509,799	597,815	246,048
+ 应付账款	7,493	7,987	8,770	9,218	7,424
+ 短期借款	0	0	1,414	1,414	-10,883
+ 其他短期负债	74,321	81,135	92,548	103,025	22,976
总计流动负债	81,814	89,122	102,732	113,656	19,517
+ 长期借款	13,253	10,883	10,883	10,883	10,883
+ 其他长期负债	23,946	25,167	16,599	16,707	13,588
总长期负债	37,199	36,050	27,482	27,590	24,471
总负债	119,013	125,172	130,214	141,246	43,988
总股东权益	283,379	325,084	379,585	456,569	202,060

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务能力分析

	2023A	2024	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	67.9%	69.0%	68.7%	68.8%	67.5%
EBITDA 利率 (%)	38.2%	43.3%	43.4%	42.7%	38.1%
净利率 (%)	28.8%	33.9%	33.0%	33.1%	32.1%
营运表现					
销售及管理费用/收入	17.3%	14.2%	13.6%	13.9%	13.9%
研发费用/收入 (%)	17.7%	16.7%	16.7%	16.8%	16.5%
实际税率 (%)	13.9%	16.4%	16.4%	16.1%	16.4%
股息支付率 (%)					
库存周转率	32.8	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款天数	229.9	235.5	235.5	235.5	235.5
应付账款天数	99.5	107.6	101.7	95.7	89.6
财务状况					
总负债/总资产	29.6%	27.8%	25.5%	23.6%	17.9%
收入/净资产	108.5%	107.7%	103.5%	95.9%	241.9%
收入/总资产	76.4%	77.7%	77.0%	73.3%	198.7%
经营性现金流/收入	33.1%	35.8%	36.7%	37.0%	35.1%

现金流量表

	2023A	2024	2025E	2026E	2027E
+ 净利润	73,795	100,118	110,001	123,527	134,648
+ 折旧、摊销	13,699	15,311	16,668	16,991	4,451
+ 其他非现金调	18,097	18,276	22,165	29,350	32,450
+ 非现金资本变	-3,845	-8,406	-4,549	-7,922	-139
经营活动现金流量	101,746	125,299	144,286	161,945	171,410
+ 固定资产变动	-495	-2,931	0	0	0
+ 资本支出	-32,251	-52,535	-56,589	-57,684	-10,729
+ 长期净投资变	6,734	12,597	0	0	0
+ 其他投资活动	-1,051	-2,667	0	0	0
投资活动现金	-27,063	-45,536	-56,589	-57,684	-10,729
+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 债务(偿付)所	-11,550	-12,701	0	0	0
+ 股本增加	0	0	0	0	0
+ 股本减少	-61,504	-62,222	-63,775	-66,364	-69,059
+ 其他融资活动	961	2,553	0	0	0
融资所得现金	-72,093	-72,370	-63,775	-66,364	-69,059
现金净增减	2,169	6,781	23,922	37,897	91,622
现金剩余	24,048	23,466	47,388	85,285	176,907
自由现金流	69,495	72,764	87,696	104,262	160,681

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。