

## 买入

2025年5月9日

### Azure 业绩指引均超预期,资本开支将持续增长

- ▶ **业绩摘要:** 本季度公司收入为 701 亿美元, 同比增长 13%, 超过 彭博一致预期的 685 亿美元。其中产品收入 153 亿美元,同比下 降 10%; 服务及其他收入 547 亿美元, 同比增长 22%。毛利率为 68.7%, 同比下降 140bps, 持平彭博一致预期。经营利润率为 45.7%, 同比增长 110bps。GAAP 净利润为 258 亿美元, 同比增长 18%, 超过一致预期的 239 亿美元, 净利润率为 37.6%。 GAAP 摊 薄每股收益为3.46美元,超过彭博一致预期的3.21美元。公司 重申 2026 财年资本支出将继续增长,但增速低于 2025 财年,且 短期资产占比提升。
- > Azure 收入增速反弹,持续优化数据中心效率:本季度 Azure 收入同比增长 33%至 194 亿美元, 高于市场预期的 30%增 速,其中 AI 贡献了 16ppts。同时非 AI 业务超预期,其中企业客 户的增速加快,规模化运营效率也有所提升。本地部署服务器产 品业务收入同比下降6%,略低于预期,主要是因为续订导致合同 组合的期间收入确认减少。公司持续扩大数据中心容量,本季度 在四大洲的10个国家新开设了数据中心,通过从硬件到软件和 算法的全方位优化,每 token 成本降低超过 50%。
- ▶ **云迁移需求加速:** 公司观察到来自多个行业的客户(如 A&F、 可口可乐和 ServiceNow) 正在扩展其 Azure 业务。Tokens 需求 大幅增长。AI 平台与工具 Foundry 作为 AI 应用工厂的代理,现 已被超过 70000 家企业和数字化原生开发人员用于设计、定制和 管理其 AI 应用与代理。本季度微软处理了超 100 万亿 tokens, 同比增长 5 倍,仅 3 月就达创纪录的 50 万亿。本季度 M365 Copilot 席位同比增长 3 倍。Copilot 在 4 月发布重大更新,将 代理、笔记本、搜索和创建整合为全新工作框架。
- ▶ 目标价 520 美元, 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 520 美元, 对应 2025 财年利润的 38.8 倍 PE, 较当前价格有 20%的提升空间, 维持买入评级。
- ▶ 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 433.35美元

520.00美元 目标价

(+20.0%)

股票代码 MSFT

已发行股本 74.3 亿股

总市值 32209 亿美元

52 周高/低 465.64 美元/344.79 美元

每股净资产 43.30美元

主要股东 Vanguard Group INC. 9.2%

BlackRock INC.

State Street Corp 4.0%

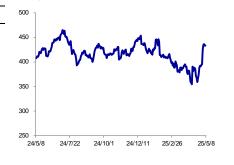
Capital Research and

Management Co. 3.0%

#### 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	279, 169	319, 100	362, 263
变动	6. 88%	15. 67%	13.89%	14. 30%	13.53%
净利润	72, 361	88, 136	100, 161	117, 558	134, 265
摊薄每股盈利 (美元)	9.7	11.8	13.4	15.8	18. 1
变动	0.31%	21.91%	13.71%	17. 58%	14.90%
基于520美元的市盈率(估)	53.7	44.1	38.8	33.0	28.7
每股派息 (美元)	2.7	2.9	3.5	4.3	4.8
股息现价比	0.61%	0.68%	0.82%	0.98%	1.11%
资料来源:公司资料,第一上海	预测				

#### 股价表现



资料来源: 彭博

## 业绩摘要

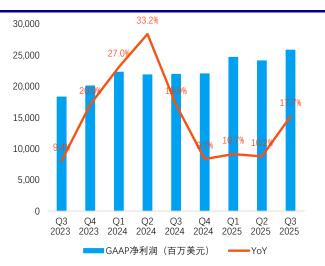
收入同比增长 13%,净 利润同比增长 18%,均 超彭博一致预期 本季度公司收入为 701 亿美元,同比增长 13%,超过彭博一致预期的 685 亿美元。其中产品收入 153 亿美元,同比下降 10%;服务及其他收入 547 亿美元,同比增长 22%。毛利率为 68.7%,同比下降 140bps,持平彭博一致预期。经营利润率为 45.7%,同比增长 110bps。GAAP 净利润为 258 亿美元,同比增长 18%,超过一致预期的 239 亿美元,净利润率为 37.6%。GAAP 摊薄每股收益为 3.46 美元,超过彭博一致预期的 3.21 美元,去年同期为 2.94 美元。

本季度公司包含融资租赁的资本开支为 214 亿美元;公司产生经营现金流 370 亿美元,同比增长 16%;自由现金流 203 亿美元,同比下降 3%。本季度公司共回购 35 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)

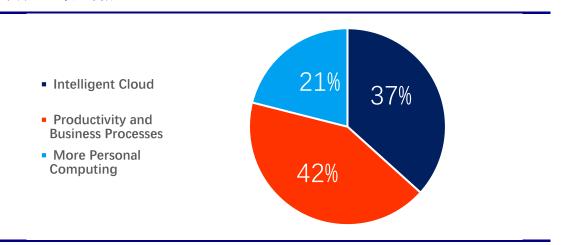




资料来源:公司资料,第一上海整理

资料来源:公司资料,第一上海整理

图表 3: 收入构成



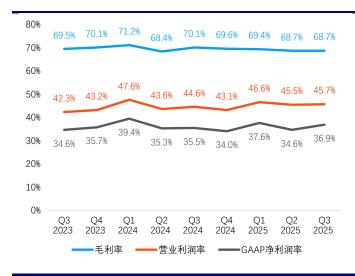
资料来源:公司资料,第一上海整理

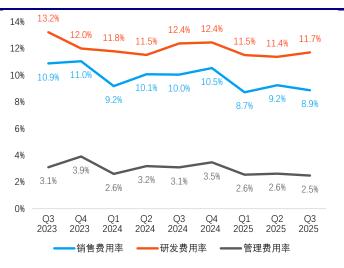
本季度公司研发费用为82亿美元,同比增长7.1%,费用率为11.7%;销售及营销费用为62亿美元,同比增长0.1%,费用率为8.9%;管理及总务费用为17亿美元,同比下降9.2%,费用率为2.5%。

第一上海证券有限公司 2025年5月









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 20%至 424 亿美元。本季度公司的商业订单量同比增长 18%,去年同期订单增速为 29%。剩余履约义务(RPO)价值 3150 亿美元,同比增长 34%,环比增长 170 亿美元。微软云的毛利率百分比下降 3%至 69%,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 14%,超过一致预期 的 公司预计 FY2025Q4 财季收入区间为 732 亿美元至 742 亿美元,同比增长 13.0%至 14.7%,中值超过彭博一致预期的 717 亿美元。其中生产力和商业流程收入在 321 亿美元至 324 亿美元之间;智能云收入在 288 亿美元至 291 亿美元之间,其中按固定汇率计算 Azure 收入增速在 34%-35%;更多个人计算收入在 124 亿美元至 129 亿美元之间。预计销售成本在 236 亿美元至 238 亿美元之间,运营开支在 180 亿美元至 181 亿美元之间;下一季度的有效税率约为 19%。

公司重申 2026 财年资本支出将继续增长,但增速低于 2025 财年,且短期资产占比提升。

## 智能云

智能云收入同比增长21%

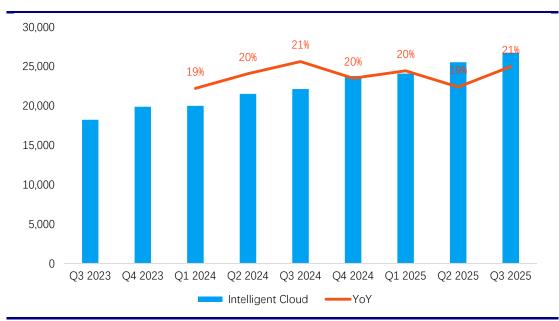
本季度公司智能云业务收入为 268 亿美元,同比增长 21%;经营利润为 111 亿美元,同比增长 17%,经营利润率为 42%。企业咨询服务收入同比增长 5%至 19 亿美元,服务器产品及云服务收入同比增长 22%至 248 亿美元。

本季度 Azure 收入同比增长 33%至 194 亿美元,高于市场预期的 30%增速,AI 贡献了 16ppts 收入增速。同时非 AI 业务超预期,其中企业客户的增速加快,规模化运营效率也有所提升。本地部署服务器产品业务收入同比下降 6%,略低于预期,主要是因为续订导致合同组合的期间收入确认减少。公司持续扩大数据中心容量,本季度在四大洲的 10 个国家新开设了数据中心,通过从硬件到软件和算法的全方位优化,每 token 成本降低超过 50%。

公司观察到云迁移需求加速,来自多个行业的客户(如 A&F、可口可乐和 ServiceNow)正在扩展其 Azure 业务。Tokens 需求大幅增长。AI 平台与工具 Foundry 作为 AI 应用工厂的代理,现已被超过 70000 家企业和数字化原生开发人员用于设计、

定制和管理其 AI 应用与代理。本季度微软处理了超 100 万亿 tokens,同比增长 5 倍,仅 3 月就达创纪录的 50 万亿。

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

GitHub Copilot 用户数突破 1500 万,同比增长 4 倍。Microsoft Fabric 付费客户超过 21000 家,同比增长 80%,自全面上市 5 个月已有 40% 客户使用。跨云数据湖 OneLake、PostgreSQL 及 Cosmos DB 等数据库产品使用量均有大幅增长。

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。

2,500 18.0% 16.0% 16.0% 13.0 2,000 14.0% 12.0% 11.0% 12.0% 10.0% 1.500 9.0% 10.0% 8.0% 1.000 6.0% 4 0% 2.1% 500 2.0% 0 0.0% Q3 2023 Q4 2023 Q1 2024 Q2 2024 Q3 2024 Q4 2024 Q1 2025 Q2 2025 Q3 2025 Azure AI营收(百万美元) Points from Al

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 10%

本季度公司生产力和商业流程业务收入为 299 亿美元,同比增长 10%,主要由 M365 商业云的收入增长推动;经营利润为 174 亿美元,同比增长 15%,经营利润率为 58%。

本季度 M365 商业云和服务收入同比增长 11%至 219 亿美元,付费商业席位同比增长 7%,主要由于 SMB 的需求增长。ARPU 的增长主要来自 E5 用户的增长以及 Copilot 订阅量提升。公司表示本季度 M365 Copilot 席位同比增长 3 倍。Copilot 在 4 月发布重大更新,将代理、笔记本、搜索和创建整合为全新工作框架。新推出的研究员和分析师深度推理代理可分析海量网络与企业数据。

本季度 M365 个人云及产品收入为 18 亿美元,同比增长 10%。M365 个人版订阅用户为 8770 万,同比增长 9%。

本季度领英收入同比增长 7%至 43 亿美元,全业务线收入均有所增长。Dynamics 收入同比增长 11%至 19 亿美元,其中 Dynamics 365 收入同比增长 16%。



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

-5-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

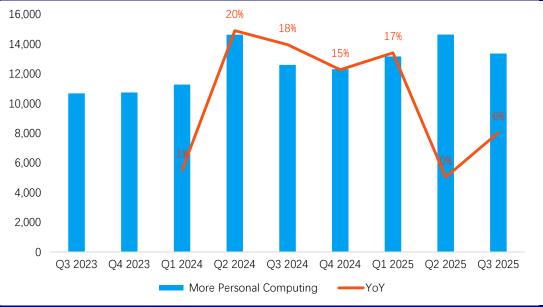
更多个人计算收入同比增长 6%

本季度更多个人计算业务收入为134亿美元,同比增长6%;经营利润为35亿美元,同比增长21%,经营利润率为26%。

本季度 Windows 系统及设备收入为 41 亿美元,同比增长 1%。其中 Windows OEM 收入同比增长 3%。

本季度公司游戏业务收入 57 亿美元,同比增长 5%。游戏硬件收入同比下降 6%,内容和服务收入同比增长 8%。全新推出的 Copilot for Gaming 是个人化游戏助手,可提供游戏内的实时指导。

搜索及新闻广告收入为 35 亿美元,同比增长 15%。Bing 和 Edge 市场份额持续增长,TTM 广告收入超 200 亿美元。剔除流量费用后同比增长 21%。



资料来源:公司资料

### 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 2792 亿、3191 亿、3623 亿美元,CAGR 为 13.9%。2025–2027 财年公司 GAAP 净利润分别为 1016 亿、1176 亿和 1343 亿美元,CAGR 为 15.1%。对应 EPS CAGR 将达到 15.4%。

目标价 520 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 520 美元,对应 2025 财年利润的 38.8 倍 PE,较当前价格有 20%的提升空间,维持买入评级。

### 图表 11: DCF 估值

	 高速成长期					稳定成长期					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	139,374	162,867	188,135								
自由现金流量	68,211	86,010	107,436	131,609	159,246	189,804	223,969	259,804	296,177	332,903	342,890
自由现金流增长率		26.1%	24.9%	23%	21%	19%	18%	16%	14%	12%	3%
沂合至2025财年的现金流量	68,211	79,272	91,262	103,037	114,908	126,228	137,281	146,770	154,210	159,753	2,991,74
永续期折现值											6 421 388

WACC	8.5%
长期增长率	3.0%
Valuation	
现金流折现	4,172,674
减:净金融负债	-44,855
减:少数股东权益+合伙人权益	336,096
股本价值	3,881,433
股本数量 (预期)	7,464
DCF法之每股价值 (美元)	520.00

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。

# 主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 百万美元,财务年											
			2025财年							2026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	279,169	319,100	362,263	毛利率 (%)	68.9%	69.8%	68.7%	67.1%	65.6%
- 主营业务收入成本	65,863	74,114	87,516	105,004	124,497	EBITDA 利率 (%)	48.3%	53.7%	56.1%	56.4%	55.7%
毛利	146,052	171,008	191,654	214,096	237,766	净利率(%)	34.1%	36.0%	35.9%	36.8%	37.1%
- 营业开支	57,529	61,575	64,719	68,018	72,020						
销售及营销开支	22,759	24,456	25,700	27,010	28,599	营运表现					
研究及开发开支	27,195	29,510	31,254	33,187	35,499	销售及管理费用/收入(%)	14.3%	13.1%	12.0%	10.9%	10.1%
总务及管理开支	7,575	7,609	7,765	7,821	7,921	研发费用/收入(%)	12.8%	12.0%	11.2%	10.4%	9.8%
营业利润	88,523	109,433	126,946	146,090	165,759	实际税率 (%)	19.0%	18.2%	18.3%	19.0%	19.0%
- 营业外费用	-788	1,646	4,376	957	0	股息支付率 (%)	27.5%	24.8%	26.5%	27.1%	26.5%
税前利润	89,311	107,787	122,570	145,133	165,759	库存周转率	21.1	39.6	51.4	46.8	51.4
- 所得税支出	16,950	19,651	22,408	27,575	31,494	应收账款天数	79.0	77.6	75.0	69.0	63.0
非常项目前收入	72,361	88,136	100,161	117,558	134,265	应付账款天数	101.4	97.4	94.0	87.0	88.0
净利润	72,361			117,558							
普通股东所得净利润	72,361			117,558		财务状况					
折旧与摊销	13,861		,		36,003	总负债/总资产	49.9%	47.6%	42.2%	37.4%	33.4%
EBITDA	102,384				201,762	收入/净资产	35.1%	32.8%			
主营业务增长 (%)	6.9%				13.5%	收入/总资产	17.6%				
EBITDA 增长率 (%)	4.4%				10.8%	经营性现金流/收入	41.3%	48.4%			
	4.470	22.070	10.570	10.070	10.070		41.070	40.470	40.070	31.070	31.370
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	34,704	18,315	42,779	79,736	134,337						
+ 短期投资	76,558	57,228	57,228	57,228	57,228	+ 净利润	72,361	88,136	100,161	117,558	134,265
+ 应收账款与票据	48,688	56,924	59,397	62,925	63,867	+ 折旧、摊销	13,861	22,287	29,682	22.004	36,003
+ 库存	2,500	1,246							29,002	33,981	
+ 其他流动资产	21,807		2,157	2,334	2,507	+ 其他非现金调整	3,748	,	,	,	12,207
总计流动资产	21,007			2,334 26,021	2,507 26,021	+ 其他非现金调整 + 非现金资本变动	3,748 -2,388	6,301	11,204	11,695	
10.51 1/10-132-1	184,257	26,021	26,021	26,021	26,021			6,301 1,824	11,204 -1,673	11,695 -367	5,660
+ 长期投资与应收		26,021 159,734	26,021 187,582	26,021 228,245	26,021 283,960	+ 非现金资本变动	-2,388	6,301 1,824	11,204 -1,673	11,695 -367	5,660
	184,257 9,879	26,021 159,734 14,600	26,021 187,582 14,600	26,021 228,245 14,600	26,021 283,960 14,600	+ 非现金资本变动	- <mark>2,388</mark> 87,582	6,301 1,824 118,548	11,204 -1,673 139,374	11,695 -367 162,867	5,660 188,135
+ 长期投资与应收	184,257 9,879 95,641	26,021 159,734 14,600 135,591	26,021 187,582 14,600 177,073	26,021 228,245 14,600 219,948	26,021 283,960 14,600 264,644	+ 非现金资本变动 经营活动现金流量	-2,388 87,582 -1,670	6,301 1,824 118,548 -69,132	11,204 -1,673 139,374	11,695 -367 162,867	5,660 188,135
+ 长期投资与应收 + 净固定资产	184,257 9,879 95,641 30,601	26,021 159,734 14,600 135,591 36,460	26,021 187,582 14,600 177,073 36,460	26,021 228,245 14,600 219,948 36,460	26,021 283,960 14,600 264,644 36,460	+ 非现金资本变动 经营活动现金流量 + 固定资产变动	-2,388 87,582 -1,670 -28,107	6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477	11,204 -1,673 139,374 0 -71,163	11,695 3 -367 162,867 0 -76,856	5,660 188,135 0 0 -80,699
+ 长期投资与应收 + 净固定资产 + 其他非流动资产 + 商誉	184,257 9,879 95,641 30,601 67,886	26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220	26,021 187,582 14,600 177,073 36,460 119,220	26,021 228,245 14,600 219,948 36,460 119,220	26,021 283,960 14,600 264,644 36,460 119,220	+ 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	-2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213	6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937	11,204 -1,673 139,374 0 -71,163	11,695 3 -367 162,867 0 -76,856	5,660 188,135 0 0 -80,699
+ 长期投资与应收 + 净固定资产 + 其他非流动资产 + 商誉 + 其他长期资产	184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366	26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597	26,021 187,582 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597	26,021 228,245 14,600 219,948 36,460 119,220 27,597	26,021 283,960 14,600 264,644 36,460 119,220 27,597	+ 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	-2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116	6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298	11,204 -1,673 139,374 0 -71,163 0	11,695 3 -367 162,867 0 -76,856	5,660 188,135 0 -80,699 0 0
+ 长期投资与应收 + 净固定资产 + 其他非流动资产 + 商誉 + 其他长期资产 总计长期资产	184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719	26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 6 119,220 6 27,597 352,429	26,021 187,582 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911	26,021 228,245 14,600 219,948 36,460 119,220 27,597 436,786	26,021 283,960 14,600 264,644 36,460 119,220 27,597 481,482	+ 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	-2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213	6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298	11,204 -1,673 139,374 0 -71,163 0	11,695 3 -367 162,867 0 -76,856	5,660 188,135 0 -80,699 0 0
+ 长期投资与应收 + 净固定资产 + 其他非流动资产 + 商誉 + 其他长期资产 总计长期资产	184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719 411,976	26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 6 27,597 352,429 6 512,163	26,021 187,582 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 5 581,492	26,021 228,245 14,600 219,948 36,460 119,220 27,597 436,786 665,030	26,021 283,960 14,600 264,644 36,460 119,220 27,597 481,482 765,442	+ 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	-2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680	6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970	11,204 -1,673 139,374 0 -71,163 0 -71,163	11,695 162,867 162,867 0 163 -76,856	5,660 188,135 0 -80,699 0 0 -80,699
+ 长期投资与应收 + 净固定资产 + 其他非流动资产 + 商誉 + 其他长期资产 总计长期资产 总资产 + 应付账款	184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719 411,976 18,095	26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597 352,429 5 512,163 21,996	26,021 187,582 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 581,492 23,707	26,021 228,245 14,600 219,948 36,460 119,220 27,597 436,786 665,030 27,045	26,021 283,960 14,600 264,644 36,460 119,220 27,597 481,482 765,442 33,820	+ 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	-2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680 -19,800	6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970	11,204 -1,673 139,374 0 -71,163 0 -71,163	11,695 162,867 162,867 0 163 -76,856 0 164 -76,856 165 -31,799	5,660 188,135 0 C 6 -80,699 0 C 6 -80,699
+ 长期投资与应收 + 净固定资产 + 其他非流动资产 + 商誉 + 其他长期资产 总计长期资产 总资产 + 应付账款 + 短期借款	184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719 411,976 18,095	26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597 352,429 5 512,163 21,996	26,021 187,582 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 581,492 23,707	26,021 228,245 14,600 219,948 36,460 119,220 27,597 436,786 665,030 27,045	26,021 283,960 14,600 264,644 36,460 119,220 27,597 481,482 765,442 33,820 0	+ 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 + 债务(偿付)所得现金	-2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680 -19,800 -2,750	6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970 -21,771	11,204 -1,673 139,374 0 -71,163 0 -71,163 -26,493	11,695 162,867 162,867 0 163 -76,856 0 164 -76,856 165 -31,799	5,660 188,135 0 C 6 -80,699 0 C 6 -80,699 0 -35,580
+ 长期投资与应收 + 净固定非流动资产 + 其他非流动资产 + 商誉 + 其他长期资产 总计长期资产 总资产 + 应付账款 + 短期借款 + 其他短期负债	184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719 411,976 18,095 0	26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 119,220 27,597 352,429 512,163 21,996 0 96,597	26,021 187,582 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 581,492 23,707 0 96,597	26,021 228,245 14,600 219,948 36,460 119,220 27,597 436,786 665,030 27,045 0	26,021 283,960 14,600 264,644 36,460 119,220 27,597 481,482 765,442 33,820 0 96,597	+ 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 + 长期争投资变动 + 其他投资活动 投资活动现金 + 已付股利 + 债务(偿付)所得现金 + 股本增加	-2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680 -19,800 -2,750 1,866	6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970 -21,771 575 2,002	11,204 -1,673 139,374 0 -71,163 0 -71,163 -26,493	11,695 162,867 162,867 0 163 -76,856 0 164 -76,856 165 -31,799	5,660 188,135 0 C 6 -80,699 0 C 6 -80,699 0 -35,580
+ 长期投资与应收 + 净相投资与产 + 其他等 + 有他长期资产 总计长期资产 总资产 + 应付账款 + 短期短期负债 总计流动负债	184,257 9,879 95,641 30,601 67,886 9,366 227,719 411,976 18,095 0 86,054 104,149	26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 27,597 352,429 512,163 21,996 0 96,597	26,021 187,582 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 581,492 23,707 0 96,597 126,997	26,021 228,245 14,600 219,948 36,460 119,220 27,597 436,786 665,030 27,045 0 96,597 130,335	26,021 283,960 14,600 264,644 36,460 119,220 27,597 481,482 765,442 33,820 0 96,597 137,110	+ 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 + 股本增加 + 股本减少	-2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680 -19,800 -2,750 1,866 -22,245	6,301 1,824 118,548 -69,132 -44,477 17,937 -1,298 -96,970 -21,771 575 2,002 -17,254	11,204 -1,673 139,374 0 -71,163 0 -71,163 -26,493 0 0 -17,254	11,695 162,867 162,867 0 0 16 -76,856 0 0 16 -76,856 17,799 0 0 17,254	5,660 188,135 0 C 6 -80,699 0 C 6 -80,699 0 C 6 -35,580 0 C
+ 长期投资与应收 + 净相投资与应收 + 净相管 + 有性长期产 总资产付账款 - 短期他知知使 + 短期他知知使 + 其他和的人员。 + 长,一个一个一个一个一个一个一个一个一个一个一个一个一个一个一个一个一个一个一个	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	26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 27,597 352,429 512,163 21,996 0 96,597 125,286 42,688	26,021 187,582 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 581,492 23,707 0 96,597 126,997 42,688	26,021 228,245 14,600 219,948 36,460 119,220 27,597 436,786 665,030 27,045 0 96,597 130,335 42,688	26,021 283,960 14,600 264,644 36,460 119,220 27,597 481,482 765,442 33,820 0 96,597 137,110 42,688	+ 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 + 股本增加 + 股本减少 + 其他融资活动	-2,388 87,582 -1,670 -28,107 10,213 -3,116 -22,680 -19,800 -2,750 1,866 -22,245 -1,006	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	11,204 -1,673 139,374 0 -71,163 0 -71,163 -26,493 0 -17,254	11,695 - 367 - 162,867 - 162,867 - 76,856 - 76,856 - 31,799 - 0 - 17,254	5,660 188,135 0 C 6 -80,699 0 C 6 -80,699 0 C 6 -35,580 0 C
+ 长期投资与应收 + 净其商量 + 并有其他誉 + 并的 并	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	26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 27,597 352,429 512,163 21,996 0 96,597 125,286 42,688 75,712	26,021 187,582 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 581,492 23,707 0 96,597 126,997 42,688 75,712	26,021 228,245 14,600 219,948 36,460 119,220 27,597 436,786 665,030 27,045 0 96,597 130,335 42,688 75,712	26,021 283,960 14,600 264,644 36,460 119,220 27,597 481,482 765,442 33,820 0 96,597 137,110 42,688 75,712	+ 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 资本支进 + 长期没资动 + 其他投资活动 投资活动现金 + 已付股利 + 债务(偿付)所得现金 + 股本增加 + 股本减少 + 其他融资活动 融资所得现金	-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	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	11,204 -1,673 139,374 0 -71,163 0 -71,163 -26,493 0 -17,254 0	11,695 162,867 162,867 162,867 163 176,856 177,254 177,254 177,254 177,254 177,254	5,660 188,135 0 -80,699 0 -80,699 0 -35,580 0 0 0 1 -17,254 0 0 -52,834
+ 长期投资与应收 + 净其商品, + 净其商品, + 为其的一种, + 为其的一种, + 为于, + 为于	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	26,021 159,734 14,600 135,591 36,460 3119,220 327,597 352,429 352,429 352,429 36,597 125,286 42,688 75,712 118,400	26,021 187,582 14,600 177,073 36,460 119,220 27,597 393,911 581,492 23,707 0 96,597 126,997 42,688 75,712 118,400	26,021 228,245 14,600 219,948 36,460 119,220 27,597 436,786 665,030 27,045 0 96,597 130,335 42,688 75,712 118,400	26,021 283,960 14,600 264,644 36,460 119,220 27,597 481,482 765,442 33,820 0 96,597 137,110 42,688 75,712 118,400	+ 非现金资本变动 经营活动现金流量 + 固定资产变动 + 资本支净投资运动 + 长期他没资运动 投资活动现金 + 已付贵(偿付)所得现金 + 股本减少 + 其他融资活动 融资所得现金 现金净增减	-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	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	11,204 -1,673 139,374 0 -71,163 0 -71,163 -26,493 0 -17,254 0 -43,747 24,464	11,695 162,867 162,867 162,867 163 176,856 176,856 177,254 177	5,660 188,135 0 C 6 -80,699 0 C 6 -80,699 0 C 7 -35,580 0 C 0 C 0 C 0 C 0 C 0 C 0 C 0 C 0 C 0
+ + + + + + + + + + + + + + + + + + +	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 59,614 101,604 205,753	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	26,021 187,582 14,600 177,073 36,460 1119,220 27,597 393,911 581,492 23,707 0 96,597 126,997 42,688 75,712 118,400 245,397	26,021 228,245 14,600 219,948 36,460 119,220 27,597 436,786 665,030 27,045 0 96,597 130,335 42,688 75,712 118,400 248,735	26,021 283,960 14,600 264,644 36,460 119,220 27,597 481,482 765,442 33,820 0 96,597 137,110 42,688 75,712 118,400 255,510	+ 非现金资本变动 经营活动现金流量 + 固定资产或 + 资本实动 + 货源动 + 长期他资源动 投资活动现金 + 已付务(偿付)所得现金 + 股本减少 + 其他融资活动 是项的,是项的,是可能的。 + 以为,是可能的。 + 以,是可能的。 + 以,是,也,是,是,是,是,是,是,是,是,是,是,是,是,是,是,是,是,是,	-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 34,704	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	11,204 -1,673 139,374 0 -71,163 0 -71,163 -26,493 0 -17,254 0 -43,747 24,464 42,779	11,695 -367 -162,867 -76,856 -76,856 -76,856 -31,799 0 -17,254 0 -49,053 36,957 79,736	5,660 188,135 0 C 6 -80,699 0 C 6 -80,699 0 C 7 -35,580 0 C 0 C 0 C 0 C 0 C 0 C 0 C 0 C 0 C 0
+ 长期投资与应收 + 净其商营 + 并以资产 + 并以资产 + 并以资产 计资产 计数 电	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	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	26,021 187,582 14,600 177,073 36,460 1119,220 27,597 393,911 581,492 23,707 0 96,597 126,997 42,688 75,712 118,400 245,397	26,021 228,245 14,600 219,948 36,460 119,220 27,597 436,786 665,030 27,045 0 96,597 130,335 42,688 75,712 118,400 248,735	26,021 283,960 14,600 264,644 36,460 119,220 27,597 481,482 765,442 33,820 0 96,597 137,110 42,688 75,712 118,400 255,510	+ 非现金资本变动 经营活动现金流量 + 固定资产变动 + 资本支净投资运动 + 长期他没资运动 投资活动现金 + 已付贵(偿付)所得现金 + 股本减少 + 其他融资活动 融资所得现金 现金净增减	-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	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	11,204 -1,673 139,374 0 -71,163 0 -71,163 -26,493 0 -17,254 0 -43,747 24,464 42,779	11,695 -367 -162,867 -76,856 -76,856 -76,856 -31,799 0 -17,254 0 -49,053 36,957 79,736	5,660 188,135 0 C 6 -80,699 0 C 6 -80,699 0 C 7 -35,580 0 C 0 C 0 C 0 C 0 C 0 C 0 C 0 C 0 C 0

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。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。