

买入

2025 年 7 月 30 日

业绩全面超预期，Token 消耗量爆发式增长

- **25Q2 业绩总览：**25Q2 谷歌营业收入为 964.3 亿美元 (YoY+13.8%, QoQ+6.9%)，这得益于核心产品需求的上升；营业利润增长 312.7 亿美元 (YoY+14.0%)，营业利润率 32.4%，均超于市场预期。净利润增长 19.4% 至 282.0 亿美元，每股收益增长 22% 至 2.31 美元。其中，谷歌服务收入为 825.4 亿美元 (YoY+11.7%)；受益于 GCP 核心和 AI 产品的强劲增长，谷歌云业务收入为 136.2 亿美元 (YoY+31.6%)。从成本端看，公司总成本与支出为 651.6 亿元，同比增长系因营业收入增长迅速，营业成本为 390.4 亿美元 (YoY+9.9%)，25 年资本支出由原来 750 亿美元提升至 850 亿美元，与此同时，二季度产生自由现金流 53.0 亿美元，公司回购了 136 亿美元股票，并支付了 25 亿美元的股息。

- **业务营收细分：**25Q2 谷歌搜索和其他广告收入 541.9 亿美元 (YoY+11.7%)，其增长中零售和金融服务贡献最大。与此同时，AI 工具为广告主带来了更高的转化率。YouTube 广告收入 98.0 亿美元 (YoY+13.1%)，增长主要来自直接响应广告，其次为品牌广告；网络广告收入 73.5 亿美元 (YoY+1.21%)。订阅、平台和设备收入 112.0 亿美元 (YoY+20.3%)，订阅是其主要增长动能：YouTube 订阅服务是最大增长动力，其次为 Google One，付费订阅用户数的增加是收入增长的主因。Other Bets 收入 3.73 亿美元，运营亏损 12 亿美元。在费用端，2025 年 Q2 谷歌资本支出为 224 亿美元，绝大部分投入技术基础设施，约三分之二用于服务器，三分之一用于数据中心和网络设备。

- **业务展望：**未来公司总体业务将保持良好势头，但谷歌服务收入受到去年基数影响，同比增速或被拉低。在支出层面，近年资本支出增加使折旧费用增长，仍持续对利润表造成压力，但 AI 相关需求高涨，公司追加百亿美元资本支出，并将通过提升资源利用率和效率部分抵消相关负面影响。此外，公司关键投资领域将适度增员，因而 Q3 新增员工将会环比上升。在产品业务扩张层面，公司持续推进 AI 与业务的深度结合，促进业务的健康发展与全球化推广。其中，Waymo 将扩大服务范围，安全覆盖更多地区的乘客

- **维持目标价 250 美元，买入评级：**谷歌 25Q2 业绩全面超预期，提振市场对 AI 驱动下广告和云业务持续增长的信心。搜索广告与 YouTube 维持稳健增长，云业务增速加快，AI 相关产品如 Gemini、AI Overviews 和 AI 广告工具加速渗透，带动用户与客户活跃度、点击率持续上升。公司将全年资本开支上调至 850 亿美元，持续加码 AI 与云基础设施，强化长期竞争力。当前股价对应 2025 年约 20 倍 PE，考虑盈利能力与 AI 赋能下的增长前景，具备戴维斯双击潜力，给予 2025 年 EPS 的 26 倍估值中枢，维持“买入”评级。

- **风险提示：**美国宏观经济增速放缓、AI 商业化变现、云业务增长不及预期等。

罗凡环

852-25321539

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

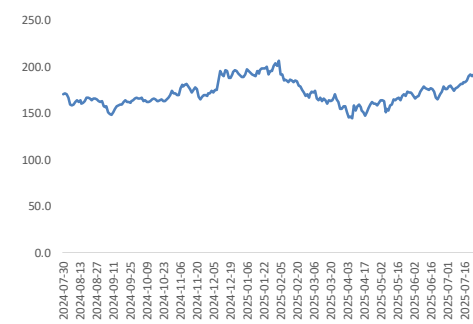
主要数据

行业	TMT
股价	196 美元
目标价	250 美元 (+28%)
股票代码	GOOGL/GOOG
已发行股本	121 亿股
市值	23600 亿美元
52 周高/低	140/206 美元
每股净现值	30 美元
主要股东	Vanguard 7.6% Blackrock 6.6% Sergey Brin 6.0% Lawrence Page 3.2%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	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	394,069	439,183	490,388
变动	8.7%	13.9%	12.6%	11.4%	11.7%
净利润	73,795	100,118	120,272	126,912	140,337
变动	23.0%	35.7%	20.1%	5.5%	10.6%
摊薄每股盈利 (美元)	5.8	8.1	10.1	11.1	12.8
变动	26.5%	40.5%	24.6%	9.6%	15.3%
基于196美元的市盈率 (估)	34.0	24.2	19.4	17.7	15.4

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

业绩摘要

2025 年第二季度业绩情况

多项业务实现双位数增长，云业务同比增速超 30%，营收、利润超预期

具体从收入端看，25Q2 谷歌营业收入为 964.3 亿美元 (YoY+13.8%, QoQ+6.9%)，高于市场一致预期，这得益于核心云平台产品、AI 基础设施与生成式 AI 解决方案需求的上升。其中，谷歌服务收入为 825.4 亿美元 (YoY+11.7%, QoQ+6.8%)，其中谷歌搜索及其它、YouTube 广告、Google 订阅、平台与设备均实现双位数业绩增长；谷歌云业务收入为 136.2 亿美元 (YoY+31.6%, QoQ+11.1%)，是受益于 GCP 核心和 AI 产品的强劲增长。

从成本端看，公司总成本与支出为 651.6 亿元，同比增长系因营业收入增长迅速。营业成本为 390.4 亿美元 (YoY+9.9%)。其中技术基础设施成本 147 亿美元，增长 10%；其他营收成本 243 亿美元，增长 10%，主要受内容获取成本（以 YouTube 为主）和折旧费用增加驱动。总运营费用增长 261.2 亿美元 (YoY+19.8%)，最大增长因素是与法律及其他事项相关的 14 亿美元和解准备金。研发投入增长 16.42% 至 138.1 亿美元，主要由人员薪酬和折旧费用增加所致。销售与营销费用增长 5% 至 71.0 亿美元，主要反映广告促销支出增加。

因而公司利润端表现超于预期，自由现金流充足。本季度营业利润增长 312.7 亿美元 (YoY+14.02%)，营业利润率达 32.4%。利润率的提升得益于收入强劲增长和持续的成本优化。净利润增长 19.4% 至 282.0 亿美元，每股收益增长 22% 至 2.31 美元。尽管自由现金流受到资本支出环比大幅增加及季度性税务支付影响，二季度产生自由现金流 53.0 亿美元，过去 12 个月累计自由现金流 667.3 亿美元。此外，截至季度末，公司持有 951.5 亿美元现金及有价证券。

图 1：谷歌季度业绩重点指标与预期对比

Alphabet Inc(GOOG/GOOG) Financial Results													
USD Millions	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A
Overview	Total Revenues	68,011	69,685	69,092	76,048	69,787	74,604	76,693	86,310	80,539	84,742	88,268	96,469
	YoY	23.0%	12.6%	6.1%	1.0%	2.6%	7.1%	11.0%	13.5%	15.4%	13.6%	15.1%	11.8%
	Gross profit	38,412	39,581	37,934	40,706	39,175	42,688	43,464	48,735	46,827	49,235	51,794	55,856
	YoY	23.1%	11.0%	1.2%	-3.9%	2.0%	7.8%	14.6%	19.7%	19.5%	15.3%	19.2%	14.6%
	Operating Income	20,094	19,453	17,135	18,160	17,415	21,838	21,343	23,697	25,472	27,425	28,521	30,972
	YoY	17.3%	1.9%	-17.5%	-18.8%	-5.2%	3.0%	21.0%	26.7%	28.3%	26.5%	28.9%	22.8%
	OPM	29.5%	27.9%	24.8%	23.9%	25.0%	29.3%	27.8%	31.6%	32.4%	32.3%	32.1%	33.9%
	Net Income	16,436	16,002	13,910	13,624	15,051	18,368	19,689	20,687	23,662	23,619	26,301	26,536
	YoY	-8.3%	-13.6%	-26.5%	-34.0%	-8.4%	14.8%	41.5%	51.8%	57.2%	28.6%	33.6%	28.3%
	NPM	24.2%	23.0%	20.1%	17.9%	21.6%	24.6%	25.7%	24.0%	29.4%	27.9%	29.8%	27.5%
Segment	Ads revenues	54,661	56,288	54,482	59,042	54,548	58,143	59,647	65,517	61,659	64,616	65,854	72,461
	YoY	20.1%	10.1%	2.5%	-2.3%	0.8%	5.5%	10.8%	12.5%	13.6%	11.5%	12.5%	10.2%
	Google search&ott	39,618	40,689	39,539	42,604	40,359	42,628	44,026	48,020	46,156	48,509	49,385	54,034
	YoY	24.3%	13.5%	4.3%	-1.6%	1.9%	4.8%	11.3%	12.7%	14.4%	13.8%	12.2%	12.5%
	YouTube	6,869	7,340	7,071	7,963	6,693	7,665	7,952	9,200	8,090	8,663	8,921	10,473
	YoY	14.4%	4.8%	-1.9%	-7.8%	-2.6%	4.4%	12.5%	15.5%	20.9%	13.0%	12.2%	13.8%
	Google Network	8,174	8,259	7,872	8,475	7,496	7,850	7,669	8,297	7,413	7,444	7,548	7,954
	YoY	20.2%	8.7%	-1.6%	-8.9%	-8.3%	-5.0%	-2.6%	-2.1%	-1.1%	-5.2%	-1.6%	-4.1%
	Google Other	6,811	6,553	6,895	8,796	7,413	8,142	8,339	10,794	8,739	9,312	10,656	11,633
	YoY	4.9%	-1.1%	2.1%	7.8%	8.8%	24.2%	20.9%	22.7%	17.9%	14.4%	27.8%	7.8%
OPM	Google Cloud	5,821	6,276	6,868	7,315	7,454	8,031	8,411	9,192	9,574	10,347	11,353	11,955
	YoY	43.8%	35.6%	37.6%	32.0%	28.1%	28.0%	22.5%	25.7%	28.4%	28.8%	35.0%	30.1%
	Other Bets	440	193	209	226	288	285	297	657	495	365	388	400
	YoY	122.2%	0.5%	14.8%	24.9%	-34.5%	47.7%	42.1%	190.7%	71.9%	28.1%	30.6%	-39.1%
	Google Services	22,920	22,770	19,781	21,101	21,737	23,454	23,937	26,730	27,897	29,674	30,856	32,836
	OPM	41.9%	40.5%	36.3%	35.7%	39.8%	40.3%	40.1%	40.8%	45.2%	45.9%	46.9%	45.3%
	Google Cloud	(931)	(858)	(699)	(480)	191	395	266	864	900	1,172	1,947	2,093
	OPM	-16.0%	-13.7%	-10.2%	-6.6%	2.6%	4.9%	3.2%	9.4%	9.4%	11.3%	17.1%	17.5%
	Google Cloud	(931)	(858)	(699)	(480)	191	395	266	864	900	1,172	1,947	2,093
	OPM	-16.0%	-13.7%	-10.2%	-6.6%	2.6%	4.9%	3.2%	9.4%	9.4%	11.3%	17.1%	17.5%

资料来源：公司财报、彭博，第一上海整理

2025Q2 谷歌各业务细分情况

AI 属性嵌入谷歌服务生态，收入动能焕新。

谷歌搜索和其他广告收入 541.9 亿美元（YoY+11.7%），其增长来自各垂直领域贡献，其中零售和金融服务贡献最大。Gemini 的原生多模态能力正帮助将线下视听世界融入线上，为搜索创造诸多新机遇：视觉搜索方面，Google Lens 已成为搜索中增长最快的查询类型之一；“圈选搜索”功能，现已覆盖超 3 亿台 Android 设备；在购物领域虚拟试衣功能尤其受 Z 世代用户欢迎。

YouTube 广告收入 98.0 亿美元（YoY+13.1%），增长主要来自直接响应广告，其次为品牌广告。为 YouTube Shorts 短视频引入 B0I、Potato 视频和生成式特效，既简化了内容创作又开辟了创意新途径。网络广告收入 73.5 亿美元（YoY+1.21%）。在广告方面，AI 重塑整个营销流程。AI MAX 以及智能竞价等功能的更新为广告主带来更高的转化率。目前已有 200 万广告主使用谷歌 AI 素材生成工具 Asset Studio 投放广告，较去年同期增长 50%。

订阅、平台和设备收入 112.0 亿美元（YoY+20.3%），YouTube 订阅服务是最大增长动力，其次为 Google One，付费订阅用户数的增加是收入增长的主因。Other Bets 收入 3.73 亿美元，运营亏损 12 亿美元，系因更多资源被分配给 Waymo 等具有价值创造潜力的业务。

云业务实现收入、订单及盈利多维成长

谷歌云业务收入 136.2 亿美元（YoY+31.67%），其中 GCP 核心及 AI 产品增速远超云业务整体水平，Google Workspace 增长则受每席位平均收入和席位数量共同推动。

谷歌云服务持续供不应求。积压订单在第二季度环比增长 18%，同比增长 38%，季度末达到 1060 亿美元。此外，本季度值得关注的业务亮点如下：第一，价值超过 2.5 亿美元的交易量同比翻倍；第二，2025 年上半年我们签署的百万美元级交易数量已与 2024 全年持平；第三，新增 GCP 客户数量环比增长近 28%，新增企业客户超 8.5 万家，推动 Gemini 使用量实现 35 倍同比增长。

因而，谷歌云营业利润增至 28 亿美元，营业利润率从 11.3%提升至 20.7%。利润率扩张得益于收入强劲表现和持续成本优化，部分被技术基础设施使用成本（含相关折旧）增加所抵消。在加大 AI 投资的同时，公司持续通过提升运营效率来抵消基础设施相关支出（特别是折旧费用）的增长。

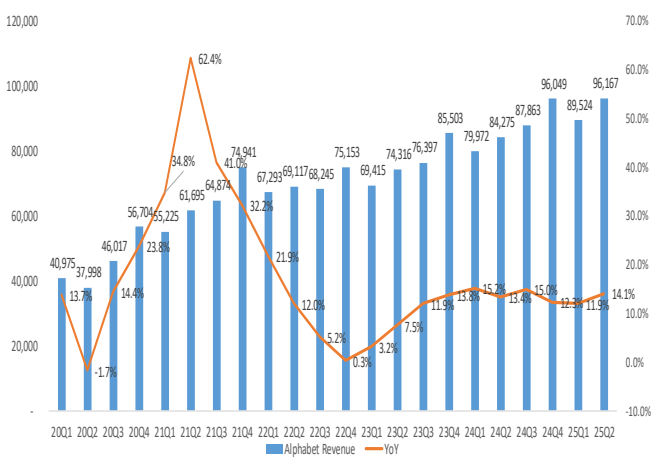
人工智能持续领跑，构筑核心竞争力

谷歌在人工智能领域亦取得了多项进展。

- **基础设施：**运营全球领先的 AI 优化数据中心与云区域网络，提供丰富的 TPU 和 GPU 选择，搭配存储及软件解决方案。几乎所有生成式 AI 独角兽都选用谷歌云，Safe Superintelligence 和 Physical Intelligence 等顶尖 AI 研究实验室也专门采用 TPU，对满足云客户增长需求意义重大。
- **研发领导力：**不断拓展 Gemini2.5 混合推理模型家族，在多数主要基准测试中性能领先。推出速度极快的 Flashlight 版本，先进版 Gemini 和 Deep Think 取得国际金牌级性能表现。目前已有 900 万开发者基于 Gemini 开发。Veo 作为先进视频生成模型引发传播热潮，自五月以来，使用 Veo3 生成的视频超 7000 万条，Gemini 应用中照片转视频功能颇受欢迎，现已向 Google Photos 用户开放。

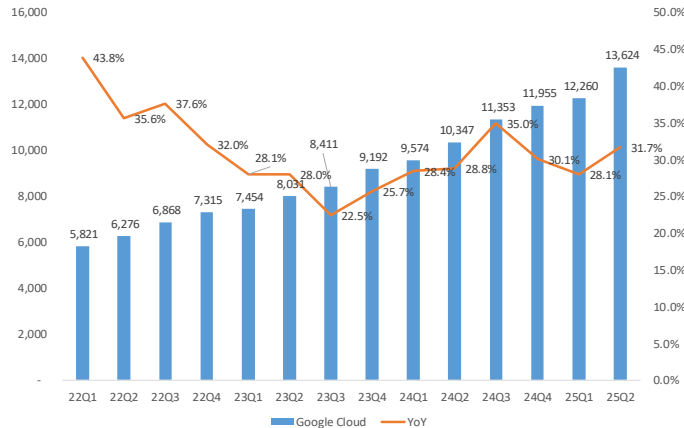
产品和平台：借助 Workspace 等界面将 AI 技术推广给用户与合作伙伴，使用量增长迅猛，五月处理 480 万亿 token，如今每月处理超 980 万亿。Gemini 应用月活跃用户突破 4.5 亿，日均请求量较第一季度增长超 50%。六月份，超 5000 万人在 Google Meet 中使用 AI 会议笔记功能，由 VOI 驱动的 Workspace 短视频新产品月活跃用户接近 100 万。本月在三星 Galaxy 和 PAC 活动上，发布了专为三星设备打造的 Android 与 AI 新功能，Google AI Pro 推动订阅业务增长。

图 2: Alphabet Revenue (百万美元)



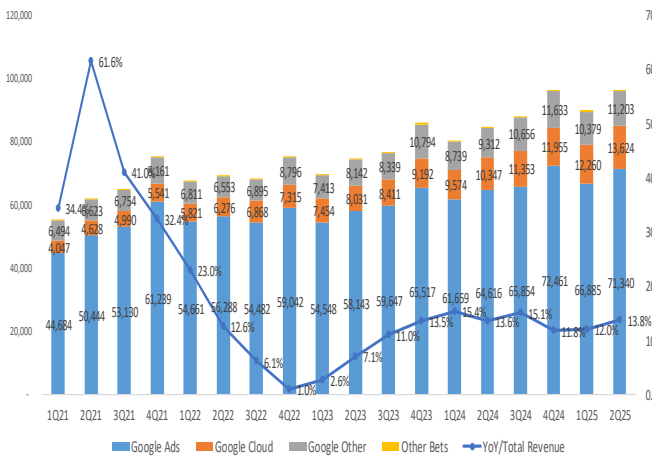
资料来源：公司财报，第一上海整理

图 3: Google Cloud Revenue (百万美元)



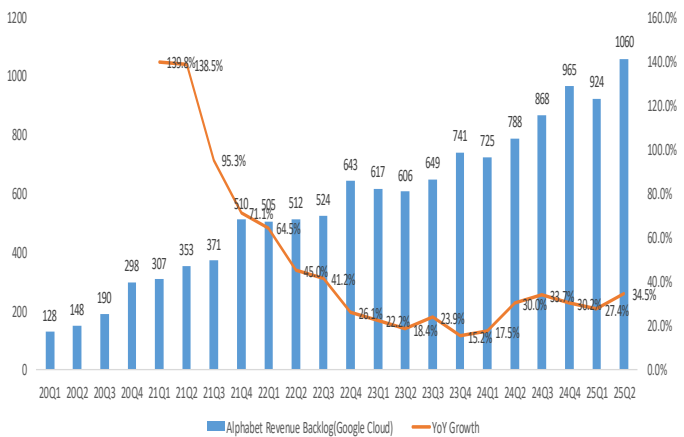
资料来源：公司财报，第一上海整理

图 4: Google Ads Revenues (百万美元)



资料来源：公司财报，第一上海整理

图 5: Revenue Backlog (Google Cloud-亿美元)



资料来源：公司财报，第一上海整理

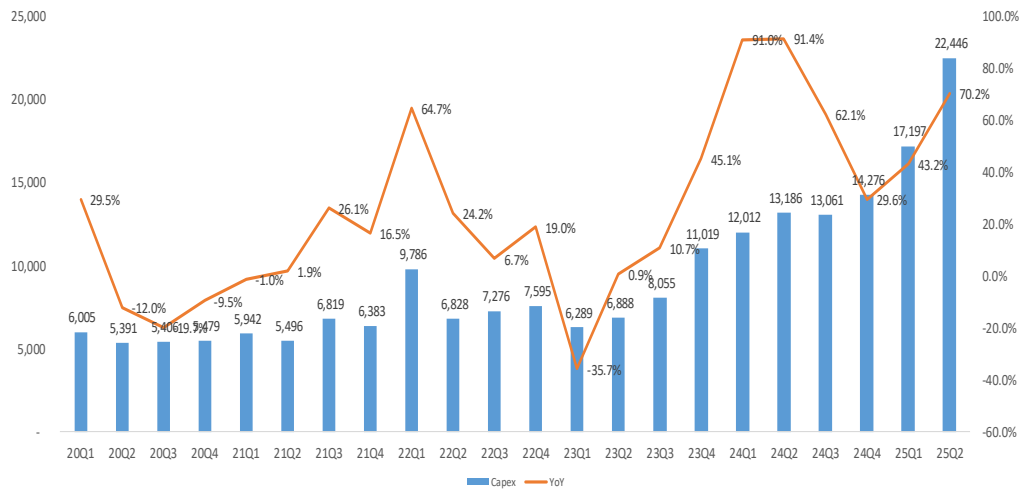
25Q2 资本开支情况

追加百亿美元资本支出，
多举措回报股东

2025 年第二季度，谷歌资本支出为 224 亿美元，绝大部分投入技术基础设施，约三分之二用于服务器，三分之一用于数据中心和网络设备。由于云计算产品和服务的需求强劲且持续增长，公司将 2025 年的资本开支预算从 750 亿美元进一步上调至 850 亿美元。

在股东回报层面，公司在 Q2 回购了 136 亿美元股票，并支付了 25 亿美元的股息。

图 6: Alphabet 季度资本开支情况（百万美元）



资料来源：公司财报，第一上海整理

公司业绩及业务展望

AI 赋能业务势头良好，仍需关注资本支出对利润表影响

在收入层面，整体业务势头良好。第三季度有概率获外汇增益；Google Services 广告收入受 2024 年金融服务业广告高基数、2024 年下半年美国大选相关广告支出（尤其 YouTube 平台）影响，同比增速或被拉低。

在支出层面，近年资本支出增加使折旧费用增长持续对利润表造成压力。具体而言，2025 下半年及 2026 年技术基础设施相关支出显著增长，将通过提升资源利用率和效率部分抵消。此外，公司 2025 年关键投资领域将适度增员，第三季度新增员工将会环比上升。八月新款 Pixel 系列发布相关的费用亦将计入三季度支出。

在业务层面，公司持续推动人工智能发展，推动 AI 产品落地与业务扩张。

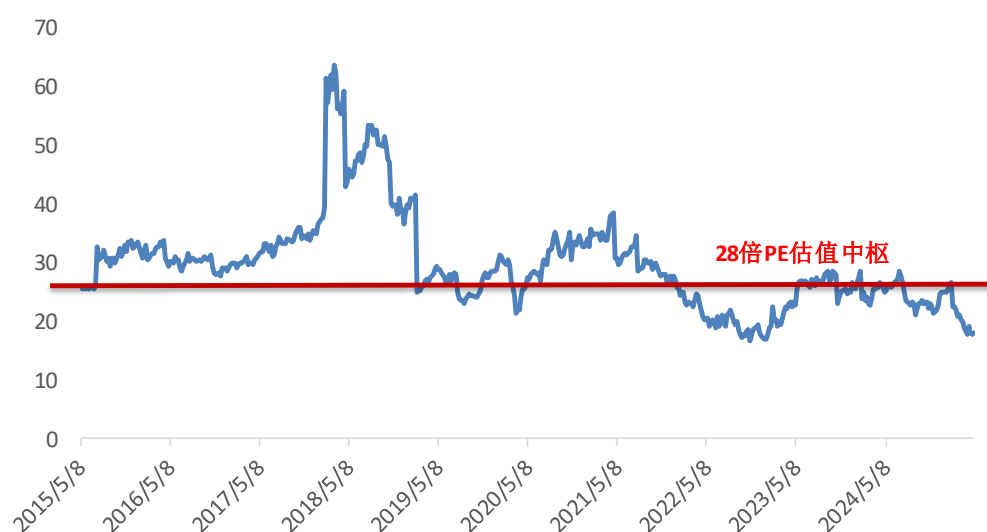
- (1) 搜索与广告：谷歌的 AI Overviews 功能凭借 Gemini2.5 实现了业界最快 AI 响应速度，在全球范围内已为相关查询类型带来超 10%的额外搜索量，且增长趋势仍在加速。多模态搜索使用量增长强劲，尤其是 Lens 视觉搜索或圈选搜索与 AI Overviews 结合应用时效果显著。全新端到端 AI 搜索体验 AI mode 收获积极反馈，处理长尾复杂问题表现出色。虽尚在逐步推广，但已在美国和印度获得超 1 亿的月活跃用户。后续谷歌将快速推出优质功能持续优化 AI mode，如引入高级研究工具 Deep Search，提供更个性化响应服务，持续拓展人们搜索和获取信息的方式，开启向谷歌提问的全新可能。
- (2) YouTube 业务：九月份，YouTube 将从巴西直播 NFL 赛季首场周五赛事。目前 YouTube Shorts 日均观看量超 2000 亿次，AI 技术不断优化推荐和自动配音功能，为创作者和品牌拓展潜在受众、提升回报，今日起为创作者推出全套新 AI 工具。此外，YouTube 持续丰富订阅选项，近期将 Premium Lite 服务扩展至 15 个新国家。
- (3) 谷歌云业务：得益于产品差异化和全面的 AI 产品组合，客户需求强劲，谷歌正全力增加数据中心和服务器供应，预计产能将在年末显著提升。具体看，BBVA 借助 Gemini 和 Google Workspace 自动化重复性任务，目前正向全球 10 万员工推广。同时，谷歌推出 Agent Space 平台。Gordon Food Service 正为美国员工部署该平台以提升决策效率。
- (4) 其他业务:Waymo 继续扩大服务范围，安全覆盖更多地区的乘客。该业务总体发展势头强劲，Waymo 自动驾驶系统已在公共道路累计行驶超 1 亿英里。团队

今年将在包括纽约和费城在内的 10 余个城市测试，未来计划在所有 10 个城市提供服务。

维持目标价 250 美元，买入评级

谷歌 25Q2 业绩全面超预期，提振市场对 AI 驱动下广告和云业务持续增长的信心。搜索广告与 YouTube 维持稳健增长，云业务增速加快，AI 相关产品如 Gemini、AI Overviews 和 AI 广告工具加速渗透，带动用户与客户活跃度、点击率持续上升。公司将全年资本开支上调至 850 亿美元，持续加码 AI 与云基础设施，强化长期竞争力。当前股价对应 2025 年约 20 倍 PE，考虑盈利能力与 AI 赋能下的增长前景，具备戴维斯双击潜力，给予 2025 年 EPS 的 26 倍估值中枢，维持“买入”评级。

图 7：谷歌过去十年历史估值中枢



资料来源：Wind，第一上海整理

附录 1：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12月31日											
	2023A	2024	2025E	2026E	2027E		2023A	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	307,394	350,018	394,069	439,183	490,388	盈利能力					
-						毛利率 (%)	67.9%	69.0%	69.5%	69.4%	69.0%
主营业务收入成本	-133,332	-146,306	-161,743	-179,025	-200,103	EBITDA 利率 (%)	38.2%	43.3%	43.3%	42.5%	39.6%
毛利	174,062	203,712	232,326	260,159	290,285	净利率 (%)	28.8%	33.9%	36.0%	33.9%	33.3%
- 营业开支	-89,769	-91,322	-103,594	-113,934	-128,107	营运表现					
销售及营销开支	-27,917	-27,808	-29,137	-33,723	-37,888	销售及管理费用/收入	17.3%	14.2%	14.0%	13.9%	13.9%
研究及开发开支	-45,427	-49,326	-56,677	-61,735	-69,462	研发费用/收入 (%)	17.7%	16.7%	16.9%	16.5%	16.5%
总务及管理开支	-16,425	-14,188	-17,780	-18,476	-20,757	实际税率 (%)	13.9%	16.4%	16.8%	16.1%	16.4%
营业利润	112,390	128,733	146,225	162,177	0	股息支付率 (%)					
- 营业外费用	1,424	7,425	15,812	5,056	5,690	库存周转率	32.8	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	85,717	119,815	144,545	151,281	167,867	应收账款天数	229.9	235.5	237.4	237.4	237.4
- 所得税支出	-11,922	-19,697	-24,273	-24,368	-27,530	应付账款天数	99.5	107.6	116.4	110.7	104.5
非常项目前收入	73,795	100,118	120,272	126,912	140,337	财务状况					
净利润	73,795	100,118	120,272	126,912	140,337	总负债/总资产	29.6%	27.8%	27.3%	24.4%	11.7%
普通股股东所得净利润	73,795	100,118	120,272	126,912	140,337	收入/净资产	108.5%	107.7%	102.0%	92.1%	92.2%
折旧与摊销	13,699	15,311	16,157	12,893	4,451	收入/总资产	76.4%	77.7%	74.1%	69.6%	81.4%
EBITDA	97,992	127,701	144,890	159,118	166,628	经营性现金流/收入	33.1%	35.8%	35.6%	36.3%	37.3%
主营业务增长 (%)	8.7%	13.9%	12.6%	11.4%	11.7%						
EBITDA 增长率 (%)	7.4%	23.3%	11.9%	8.9%	4.5%						

资产负债表						现金流量表					
	2023A	2024	2025E	2026E	2027E		2023A	2024	2025E	2026E	2027E
+ 现金与现金等	24,048	23,466	39,596	84,180	14,778	+ 净利润	73,795	100,118	120,272	126,912	140,337
+ 短期投资	86,868	72,191	74,112	74,112	92,154	+ 折旧、摊销	13,699	15,311	16,157	12,893	4,451
+ 应收账款与票	47,964	52,340	58,837	65,667	27,173	+ 其他非现金调	18,097	18,276	13,935	29,473	32,771
+ 库存	0	0	0	0	1,757	+ 非现金资本变	-3,845	-8,406	-10,256	-9,739	5,266
+ 其他流动资产	12,650	15,714	13,927	15,544	15,544	经营活动现金流量	101,746	125,299	140,108	159,539	182,826
总计流动资产	171,530	163,711	186,472	239,502	155,252	+ 固定资产变动	-495	-2,931	-353	0	0
+ 长期投资与应	31,008	37,982	52,574	52,574	54,018	+ 资本支出	-32,251	-52,535	-69,608	-57,902	-10,729
+ 净固定资产	134,345	171,036	226,524	271,532	314,074	+ 长期净投资变	6,734	12,597	-379	0	0
+ 其他非流动资产	26,260	30,768	23,822	23,676	35,184	+ 其他投资活动	-1,051	-2,667	-363		
+ 商誉	29,198	31,885	32,335	32,335	32,335	投资活动现金	-27,063	-45,536	-70,703	-57,902	-10,729
+ 其他长期资产	10,051	14,874	10,085	11,256	11,256	+ 已付股利	0	0	0	0	0
总计长期资产	230,862	286,545	345,339	391,373	446,867	+ 债务(偿付)所得	-11,550	-12,701	-18,397	0	0
总资产	402,392	450,256	531,811	630,875	602,118	+ 股本增加	0	0	0	0	0
+ 应付账款	7,493	7,987	8,501	8,665	7,424	+ 股本减少	-61,504	-62,222	-56,393	-57,054	-59,370
+ 短期借款	0	0	0	0	0	+ 其他融资活动	961	2,553	26,047	0	0
+ 其他短期负债	74,321	81,135	95,495	103,915	22,976	融资所得现金	-72,093	-72,370	-48,743	-57,054	-59,370
总计流动负债	81,814	89,122	103,996	112,581	30,400	现金净增减	2,169	6,781	21,107	44,583	112,727
+ 长期借款	13,253	10,883	23,607	23,607	23,607	现金剩余	24,048	23,466	39,596	84,180	196,906
+ 其他长期负债	23,946	25,167	17,721	17,832	16,170	自由现金流	69,495	72,764	70,501	101,637	172,097
总长期负债	37,199	36,050	41,328	41,439	39,777						
总负债	119,013	125,172	145,324	154,020	70,177						
总股东权益	283,379	325,084	386,487	476,855	531,941						

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。