

買入

2025 年 10 月 30 日

業績全面超預期，實現首個千億收入季度，大幅上調資本開支

- **25Q3 業績總覽：**2025Q3 收入達 1023 億美元(+16%)，全面 beat 市場預期。其中，廣告業務依然穩健，穀歌搜索及其他收入 566 億美元(+15%)、YouTube 廣告收入 102 億美元(+15%)，帶動 Google Services 收入 870 億美元(+14%)；非廣告業務表現亮眼，穀歌雲收入 152 億美元同比大增 34%，OPM 從去年同期 17.1%提升至本季度 23.7%；訂閱與設備收入 128 億美元(+21%)，體現業務結構優化。利潤端受歐盟罰款影響，調整後營業利潤達 347 億美元，同比增長 22%，經營利潤率升至 33.9%；淨利潤 350 億美元，同比大增 33%，EPS 遠超預期。現金流持續強勁，25Q3 自由現金流 245 億美元(+39%)，過去 12 個月累計超 735 億美元(+32%)，顯示公司盈利品質與現金創造力持續提升。本季度回購 115 億美元股票並分紅 25 億股息回饋股東。

- **穀歌在 AI 與雲業務生態全面加速：**Gemini App 月活躍用戶超 6.5 億，查詢量環比上季暴增 3 倍，AI Mode 在美國日活用戶突破 7500 萬，AI Overviews 與 AI Max 廣告驅動搜索與廣告新增需求。訂閱付費用戶突破 3 億；AI 搜索功能已觸達逾 20 億用戶。雲業務持續高增，積壓訂單環比大增 46%至 1550 億美元，同比增長 82%，超七成客戶使用谷歌 AI 產品，年內簽署的 10 億美元級大單已超前兩年總和。Gemini Enterprise 已覆蓋 700 家公司、200 萬訂閱用戶，YouTube Shorts 單小時收入首次超過傳統廣告。AI 創新方面，視頻生成模型 Veo3 推動內容生態擴張，Gemini3.0 今年底發佈；Gen AI 產品收入同比增長超 200%，穀歌持續強化 AI 算力佈局並深化與 Anthropic、NVIDIA 合作。

- **大幅上調全年資本開支：**2025 全年資本支出(CapEx)指引大幅上調至 910-930 億美元(此前為 850 億美元)。Q3 資本支出為 240 億美元，預計 2026 年 CapEx 將大幅增加，儘管已在努力提高產能，但預計在 2025 年 Q4 和 2026 年仍將處於供需緊張的環境。Q4 折舊增速將略微加快，Q3 折舊費用 56 億美元(同比+41%)，隨著 Capex 增加，未來折舊將對利潤構成一定壓力。

- **提升目標價至 350 美元，買入評級：**谷歌第三季度業績實現首個千億收入。AI 需求強勁帶動雲業務提速。公司大幅上修全年資本開支以加碼 AI 和基礎設施建設，顯示對未來增長的信心。谷歌是美股七巨頭裡面唯一一家全棧自研的公司(從底層 TPU、大模型 Gemini 到 To C 產品)，長期看隨著穀歌訂閱制推進，以及 Gemini 大模型對穀歌 To C 和 To B 產品的全棧賦能，谷歌未來利潤有望成為美股首先突破 2000 億美金公司。當前股價對應 2025 年約 26 倍 PE，考慮盈利能力與 AI 賦能下的增長前景，具備大衛斯按兩下潛力，給予 2026 年 EPS 的 30 倍估值，一定估值溢價，維持“買入”評級。

- **風險提示：**美國宏觀經濟增速放緩、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

275 美元

目標價

350 美元

(+27%)

股票代碼

GOOGL/GOOG

已發行股本

121 億股

市值

33200 億美元

52 周高/低

275/140 美元

每股淨現值

32 美元

主要股東

Vanguard 7.6%

Blackrock 6.6%

Sergey Brin 6.0%

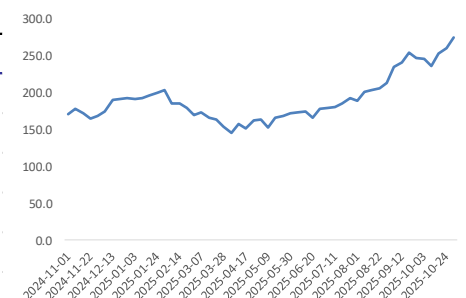
Lawrence Page 3.2%

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	399,465	456,675	510,821
变动	8.7%	13.9%	14.1%	14.3%	11.9%
净利润	73,795	100,118	127,318	133,755	147,641
变动	23.0%	35.7%	27.2%	5.1%	10.4%
摊薄每股盈利(美元)	5.8	8.1	10.7	11.7	13.4
变动	26.5%	40.5%	31.9%	9.1%	15.1%
基于275美元的市盈率(估)	47.7	33.9	25.7	23.6	20.5

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

業績摘要

2025 年第三季度業績情況

收入利潤全面超預期，單
季度首次突破千億美元

具體從收入端看，25Q3 穀歌營業收入為 1023.5 億美元 (YoY+16%, QoQ+6.1%)，實現首個單季千億收入。這得益於穀歌搜索、YouTube 廣告、訂閱、平臺和設備以及穀歌雲均實現了雙位數增長。其中，穀歌服務收入為 870.5 億美元 (YoY+14%, QoQ+5.5%)；穀歌雲業務收入為 151.6 億美元 (YoY+34%, QoQ+11.3%)，增長由 GCP 核心產品、AI 基礎設施和 GenAI 解決方案帶動。

從成本端看，公司總成本與支出為 711.2 億美元。營業成本為 413.7 億美元 (YoY+13.4%)。其中 TAC (流量獲取成本) 為 148.8 億美元 (YoY+8.4%)；其他營收成本為 265 億美元 (YoY+16%)，主要受 YouTube 內容獲取成本、折舊和技術基礎設施運營成本的推動。總運營費用 (R&D, S&M, G&A) 增長 27.8% 至 297.5 億美元。最大增長因素是 G&A (一般和行政) 費用大幅增長，主要由於計入了 35 億美元的歐盟委員會罰款。研發投入增長 21.7% 至 151.5 億美元，主要由 AI 相關的薪酬和折舊費用驅動。銷售與行銷費用基本持平，為 72.1 億美元 (YoY-0.3%)。

因而公司利潤端表現強勁。本季度營業利潤 312.3 億美元 (YoY+9%)，營業利潤率達 30.5%。剔除 35 億美元的歐盟罰款後，營業利潤同比增長 22%，營業利潤率達 33.9%，這得益於強勁的收入增長和持續的成本效率優化。淨利潤增長 33% 至 349.8 億美元，每股收益增長 35% 至 2.87 美元。本季度產生自由現金流 244.6 億美元，過去 12 個月累計自由現金流 735.5 億美元。此外，截至季度末，公司持有 985.0 億美元的現金、現金等價物和有價證券。

圖 1：谷歌季度業績重點指標與預期對比

Alphabet Inc(GOOG/GOOGL) Financial Results														
USD Millions		1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	Consensus	Diff(%/pct)
Overview	Total Revenues	69,787	74,604	76,693	86,310	80,539	84,742	88,268	96,469	90,234	96,428	102,346	99,800	2.55% Beat
	YoY	2.6%	7.1%	11.0%	13.5%	15.4%	13.6%	15.1%	11.8%	12.0%	13.8%	15.9%	17.8%	
	Gross profit	39,175	42,688	43,464	48,735	46,827	49,235	51,794	55,856	53,873	57,389	60,977	58,600	4.06% Beat
	YoY	2.0%	7.8%	14.6%	19.7%	19.5%	15.3%	19.2%	14.6%	15.0%	16.6%	17.7%	19.0%	
	Operating Income	17,415	21,838	21,343	23,697	25,472	27,425	28,521	30,972	30,606	31,271	31,228	32,300	-3.32% Beat
	YoY	-5.2%	3.0%	21.0%	26.7%	28.3%	26.5%	28.9%	22.8%	17.2%	11.4%	8.7%	17.8%	
	OPM	25.0%	29.3%	27.8%	27.5%	31.6%	32.4%	32.3%	32.1%	33.9%	32.4%	30.5%	32.4%	
	Net Income	15,051	18,368	19,689	20,687	23,662	23,619	26,301	26,536	34,540	28,196	34,979	24,700	41.62% Beat
	YoY	-8.4%	14.8%	41.5%	51.8%	57.2%	28.6%	33.6%	28.3%	46.0%	19.4%	33.0%	4.6%	
	NPM	21.6%	24.6%	25.7%	24.0%	29.4%	27.9%	29.8%	27.5%	38.3%	29.2%	34.2%	24.7%	
Segment	Capex	6,289	6,888	8,055	11,019	12,012	13,186	13,061	14,276	17,197	22,446	23,953	22,300	
	YoY	-35.7%	0.9%	10.7%	45.1%	91.0%	91.4%	62.1%	29.6%	43.2%	70.2%	83.4%		
	Ads revenues	54,548	58,143	59,647	65,517	61,659	64,616	65,854	72,461	66,885	71,340	74,182	72,400	2.46% Beat
	YoY	0.8%	5.5%	10.8%	12.5%	13.6%	11.5%	12.5%	10.2%	9.8%	11.7%	13.8%	12.0%	
	Google search&oti	40,359	42,628	44,026	48,020	46,156	48,509	49,385	54,034	50,702	54,190	56,567	54,900	3.04% Beat
	YoY	1.9%	4.8%	11.3%	12.7%	14.4%	13.8%	12.2%	12.5%	9.8%	11.7%	14.5%	13.2%	
	YouTube	6,693	7,665	7,952	9,200	8,090	8,663	8,921	10,473	8,927	9,796	10,261	10,030	2.30% Beat
	YoY	-2.6%	4.4%	12.5%	15.5%	20.9%	13.0%	12.2%	13.8%	10.3%	13.1%	15.0%	15.8%	
	Google Network	7,496	7,850	7,669	8,297	7,413	7,444	7,548	7,954	7,256	7,354	7,354	7,390	-0.49% Beat
	YoY	-8.3%	-5.0%	-2.6%	-2.1%	-1.1%	-5.2%	-1.6%	-4.1%	-2.1%	-1.2%	-2.6%	-0.7%	
OPM	Google Other	7,413	8,142	8,339	10,794	8,739	9,312	10,656	11,633	10,379	11,203	12,870	12,330	4.38% Beat
	YoY	8.8%	24.2%	20.9%	22.7%	17.9%	14.4%	27.8%	7.8%	18.8%	20.3%	20.8%	32.4%	
	Google Cloud	7,454	8,031	8,411	9,192	9,574	10,347	11,353	11,955	12,260	13,624	15,157	14,730	2.90% Beat
	YoY	28.1%	28.0%	22.5%	25.7%	28.4%	28.8%	35.0%	30.1%	28.1%	31.7%	33.5%	42.4%	
	Other Bets	288	285	297	657	495	365	388	400	450	373	344	429	
	YoY	-34.5%	47.7%	42.1%	190.7%	71.9%	28.1%	30.6%	-39.1%	-9.1%	2.2%	-11.3%	17.5%	
	Google Services	21,737	23,454	23,937	26,730	27,897	29,674	30,856	32,836	32,682	33,063	33,527	33,700	-0.51% Beat
	OPM	39.8%	40.3%	40.1%	40.8%	45.2%	45.9%	46.9%	45.3%	48.9%	46.3%	45.2%	13.6%	
	Google Cloud	191	395	266	864	1,172	1,947	2,093	2,177	2,826	2,826	3,594	2,985	20.40% Beat
	OPM	2.6%	4.9%	3.2%	9.4%	9.4%	11.3%	17.1%	17.5%	17.8%	20.7%	23.7%	20.3%	

資料來源：公司財報、彭博，第一上海整理

2025Q3 穀歌各業務細分情況

AI 開始為穀歌廣告變現提供
增量，廣告收入增長強勁

穀歌搜索和其他廣告收入 565.7 億美元 (YoY+15%)，其增長來自各垂直領域貢獻，其中零售和金融服務貢獻最大。AI 正在推動搜索的擴張時刻，AI Overviews 和 AI Mode 推動了查詢量的增長，AI Mode 現已擁有美國區超 7500 萬日活躍用

戶。Gemini App 現在擁有超過 6.5 億的月活躍用戶，查詢量比 Q2 增長了 3 倍。客戶使用 API 調用每分鐘消耗 Gemini 70 億 Token，月均消耗 300 萬億 Token。

YouTube 廣告收入 102.6 億美元 (YoY+15%)，增長主要來自直接回應廣告，其次為品牌廣告。在美國，Shorts 短視頻現在每觀看小時的收入已高於 YouTube 上的傳統插播廣告 (in-stream)。網路廣告收入 73.5 億美元 (YoY-2.6%)。在廣告方面，AI 正在重塑行銷流程。AI Max 和 Search 已被數十萬廣告商使用，僅在 Q3 就解鎖了數十億的淨新查詢。

訂閱、平臺和設備收入 128.7 億美元 (YoY+21%)，YouTube 和 Google One 訂閱的強勁增長是主要動力，付費訂閱用戶總數已突破 3 億。Other Bets 收入 3.44 億美元，運營虧損 14.26 億美元，公司繼續為 Waymo 等業務分配資源，Waymo 目標明年在倫敦開通服務，並正努力進入東京，同時宣佈向達拉斯、納什維爾、丹佛和西雅圖擴張。

穀歌雲增長全面超預期，盈利繼續大幅提升，積壓訂單環比增長 46%，同比增長 82%

穀歌雲業務收入 151.6 億美元 (YoY+34%)，其中 GCP 的增長率遠高於雲業務的整體增長率，Google Workspace 在席位數和每席位平均收入的推動下也實現了兩位數增長。穀歌雲服務持續供不應求。積壓訂單 (Backlog) 環比增長 46%，季度末達到 1550 億美元，同比增長 82%。此外，本季度值得關注的業務亮點如下：

第一，在 2025 年的前 9 個月，簽署的 10 億美元以上交易數量超過了前兩年的總和；

第二，GCP 新客戶數量同比增長近 34%；

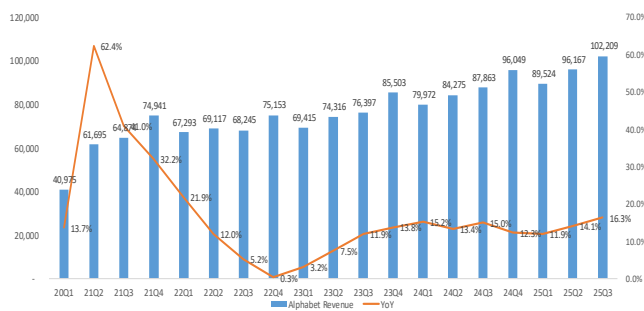
第三，超過 70% 的現有谷歌雲客戶使用其 AI 產品。因而，穀歌雲營業利潤增至 35.9 億美元，營業利潤率從去年同期的 17.1% 提升至 23.7%。利潤率擴張得益於強勁的收入表現和持續的成本效率優化，部分被技術基礎設施使用成本（包括折舊費用）的上升所抵消。

七巨頭唯一一家全棧自研公司

穀歌在人工智慧領域亦取得了多項突破性進展。

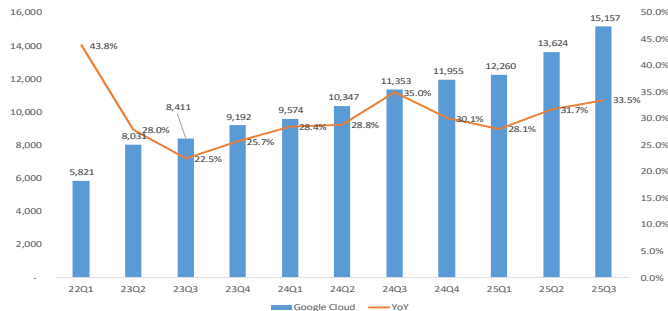
- **基礎設施：**谷歌的人工智慧全棧方法以其廣泛而可靠的基礎設施為基礎，這是其關鍵差異化因素。公司正在資料中心擴展最先進的晶片，是唯一一家同時提供 NVIDIA GPU（包括由 NVIDIA GB300 支援的新 A4X Max 實例）和自研專用 TPU（第 7 代 Ironwood 即將全面上市）的公司。為滿足客戶和合作夥伴的巨大需求，穀歌正在投資 TPU 產能，例如 Anthropic 最近分享了訪問多達 100 萬個 TPU 的計畫。此外，前 10 名 AI 實驗室中有 9 家選擇穀歌雲。
- **研發領導力：**穀歌的模型處於世界領先地位，GEMINI 2.5 Pro、Veo、Genie 3 均為同類產品中的最佳。目前已有超過 1300 萬開發者使用其生成模型進行了構建，使用 Veo 3 生成的視頻已超過 2.3 億條。公司期待今年晚些時候發佈 Gemini 3。在研究前沿，穀歌宣佈其 Willow 量子晶片實現了重大突破，運行演算法的速度比世界最好的超級電腦之一快 13,000 倍。
- **產品和平臺：**穀歌正將 AI 帶給廣泛的用戶和開發者，今年 7 月，公司宣佈在所有平臺上處理的月均 token 量達到 980 萬億。如今，這一數字已提升每月超過 1.3 萬億個 tokens，同比增長超過 20 倍。Gemini 應用月活躍用戶超過 6.5 億，查詢量較第二季度增長了 3 倍。AI 模式 (AI Mode) 已在全球 40 種語言中推出，美國區日活躍用戶超過 7500 萬。本季度穀歌還推出了 Pixel 10 系列設備（首款搭載專為 Gemini 設計的 Tensor G5 晶片），並在三星 Galaxy XR 設備上推出了以 Gemini 為核心的新作業系統 Android XR。針對企業，新推出的 Gemini Enterprise 已在 700 家公司中擁有超過 200 萬用戶。

圖 2: Alphabet Revenue (百萬美元)



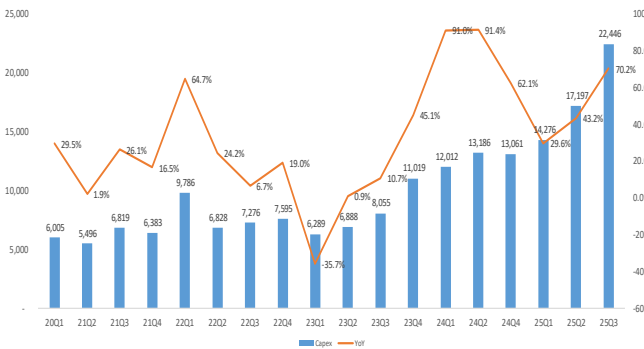
資料來源：公司財報，第一上海整理

圖 3: Google Cloud Revenue (百萬美元)



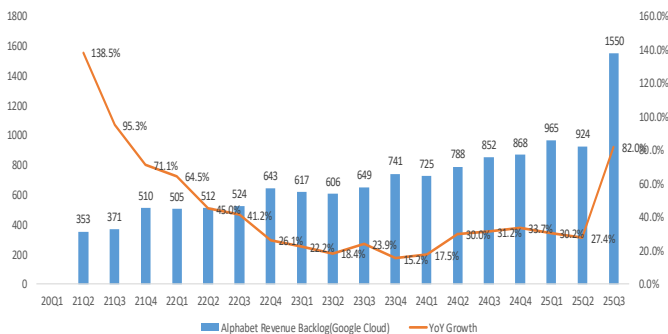
資料來源：公司財報，第一上海整理

圖 4: Google Ads Revenues (百萬美元)



資料來源：公司財報，第一上海整理

圖 5: Revenue Backlog (Google Cloud-億美元)



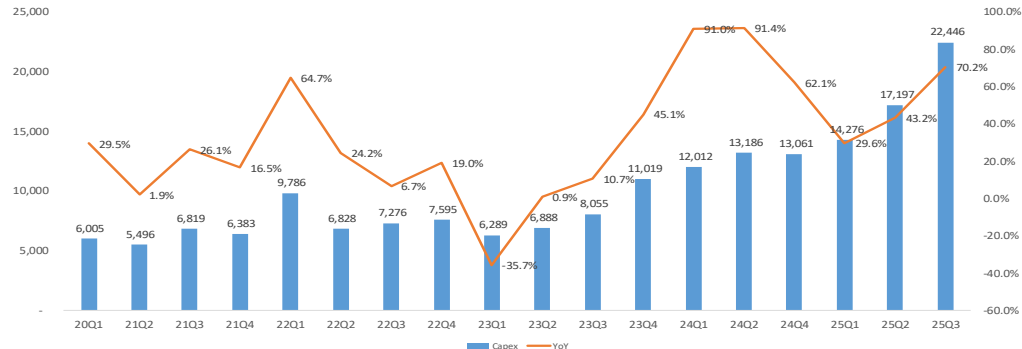
資料來源：公司財報，第一上海整理

25Q3 資本開支情況

大幅提升全年資本開支

2025 全年資本支出(CapEx)指引大幅上調至 910-930 億美元（此前為 850 億美元）。Q3 資本支出為 239.5 億美元，預計 2026 年 CapEx 將大幅增加，儘管已在努力提高產能，但預計在 2025 年 Q4 和 2026 年仍將處於供需緊張的環境。Q4 折舊增速將略微加快，Q3 折舊費用 56 億美元（同比+41%），隨著 Capex 增加，未來折舊將對利潤構成一定壓力。在股東回報層面，回購 115 億美元股票並分紅 25 億股息回饋股東

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

AI 對穀歌廣告效率提升顯著，資本開支的提升將會對明年折舊攤銷產生壓力

在收入層面，整體業務勢頭良好。按目前即期匯率，第四季度收入或將受益於外匯順風。在 Google Services 板塊，廣告收入的同比增長將受到 2024 年第四季度美國大選相關高額支出（尤其是在 YouTube 平臺）的負面影響。

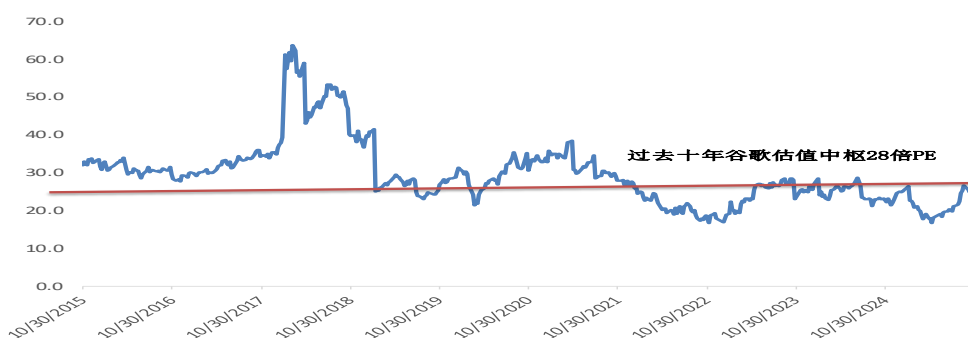
在支出層面，技術基礎設施投資的大幅增加將繼續以更高的折舊費用和相關運營成本（如能源）的形式對損益表造成壓力。2025 年資本支出預計將在 910 億至 930 億美元之間，高於先前預期，並預計在 2026 年將大幅增加。在業務層面，公司持續推動人工智慧發展，推動 AI 產品落地與業務擴張。

- 1) **搜索與廣告：**AI Overviews（AI 概覽）正在推動有意義的查詢增長，這種效應在第三季度更為強勁，尤其是在年輕人中。AI Mode（AI 模式）已在全球 40 種語言中推出，目前在美國擁有超過 7500 萬日活躍用戶，並已在推動搜索總查詢量的增量增長。
- 2) **YouTube 業務：**上個月（2025 年 9 月），YouTube 首次作為 NFL 直播廣播公司，在巴西進行的獨家全球直播吸引了超過 1900 萬粉絲，創下了 YouTube 直播同時觀看人數的新紀錄。YouTube Music 和 Premium 以及 YouTube TV 等訂閱服務也表現出強勁的增長勢頭。
- 3) **穀歌雲業務：**客戶需求依然強勁，第三季度收入增長加速，積壓訂單環比增長 490 億美元。GCP 中對企業 AI 基礎設施（包括 TPU 和 GPU）、由 Gemini 2.5 等模型驅動的企業 AI 解決方案以及核心 GCP 服務的需求強勁。儘管谷歌在努力增加產能，但預計在第四季度和 2026 年仍將處於供需緊張的環境中。
- 4) **其他業務：**Waymo 目標明年在倫敦開通服務，並正努力將服務引入東京。公司還宣佈了向達拉斯、納什維爾、丹佛和西雅圖的擴張，並獲得了在聖約瑟和三藩市機場完全自主運營的許可。Waymo 的增長和勢頭強勁，2026 年有望成為激動人心的一年。

提升目標價至 350 美元，買入評級

谷歌 2025Q3 業績實現首個千億收入季度。AI 需求強勁帶動雲業務提速。公司大幅上修全年資本開支以加碼 AI 和基礎設施建設，顯示對未來增長的信心。谷歌是美股七巨頭裡面唯一一家全棧自研的公司（從底層 TPU、大模型 Gemini 到 To C 產品），長期看隨著穀歌訂閱制推進，以及 Gemini 大模型對穀歌 ToC 和 ToB 產品的全棧賦能，谷歌未來利潤有望成為美股首先突破 2000 億美金公司。當前股價對應 2025 年約 26 倍 PE，考慮盈利能力與 AI 賦能下的增長前景，具備大衛斯按兩下潛力，給予 2026 年 EPS 的 30 倍估值，一定估值中樞溢價，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

附錄 1：主要財務報表

損益表						財務能力分析					
單位：百萬美元，財務年度截至12月31日											
	2023A	2024	2025E	2026E	2027E		2023A	2024	2025E	2026E	2027E
主營業務收入	307,394	350,018	399,465	456,675	510,821	盈利能力					
-						毛利率 (%)	67.9%	69.0%	69.9%	70.5%	68.9%
主營業務收入成本	-133,332	-146,306	-161,926	-181,287	-207,860	EBITDA 利率 (%)	38.2%	43.3%	43.3%	42.4%	39.4%
毛利	174,062	203,712	237,539	275,388	302,961	淨利率 (%)	28.8%	33.9%	37.5%	34.2%	33.6%
- 營業開支	-89,769	-91,322	-109,197	-123,941	-134,357	營運表現					
銷售及營銷開支	-27,917	-27,808	-28,942	-33,660	-35,646	銷售及管理費用/收入	17.3%	14.2%	14.9%	15.2%	14.1%
研究及開發開支	-45,427	-49,326	-58,568	-64,403	-72,505	研發費用/收入 (%)	17.7%	16.7%	17.2%	16.5%	16.5%
總務及管理開支	-16,425	-14,188	-21,687	-25,878	-26,206	實際稅率 (%)	13.9%	16.4%	18.9%	16.1%	16.4%
營業利潤	112,390	128,342	151,446	168,604	0	股息支付率 (%)					
- 營業外費用	1,424	7,425	28,604	8,000	8,000	庫存周轉率	32.8	0.0	0.0	0.0	0.0
稅前利潤	85,717	119,815	156,946	159,446	176,604	應收賬款天數	229.9	235.5	236.8	236.8	236.8
- 所得稅支出	-11,922	-19,697	-29,628	-25,691	-28,963	應付賬款天數	99.5	107.6	126.2	120.3	113.9
非常項目前收入	73,795	100,118	127,318	133,755	147,641	財務狀況					
淨利潤	73,795	100,118	127,318	133,755	147,641	總負債/總資產	29.6%	28.2%	26.8%	23.8%	10.8%
普通股股東所得淨利潤	73,795	100,118	127,318	133,755	147,641	收入/淨資產	108.5%	107.7%	99.2%	89.6%	90.9%
折舊與攤銷	13,699	15,311	18,841	14,144	4,451	收入/總資產	76.4%	77.7%	72.6%	68.2%	81.0%
EBITDA	97,992	127,701	147,183	165,590	173,055	經營性現金流/收入	33.1%	35.8%	37.2%	36.7%	38.1%
主營業務增長 (%)	8.7%	13.9%	14.1%	14.3%	11.9%						
EBITDA 增長率 (%)	7.4%	23.3%	13.2%	11.1%	4.3%						
資產負債表						現金流量表					
	2023A	2024	2025E	2026E	2027E		2023A	2024	2025E	2026E	2027E
+ 現金與現金等	24,048	23,466	31,694	91,424	14,778	+ 淨利潤	73,795	100,118	127,318	133,755	147,641
+ 短期投資	86,868	72,191	75,406	75,406	93,448	+ 折舊、攤銷	13,699	15,311	18,841	14,144	4,451
+ 應收賬款與票	47,964	52,340	60,308	69,580	27,173	+ 其他非現金調	18,097	18,276	10,946	29,497	32,743
+ 庫存	0	0	0	0	1,757	+ 非現金資本變	-3,845	-8,406	-8,583	-9,639	9,719
+ 其他流動資產	12,650	15,714	14,275	16,470	16,470	經營活動現金流量	101,746	125,299	148,522	167,757	194,554
總計流動資產	171,530	163,711	181,684	252,879	157,472	+ 固定資產變動	-495	-2,931	-1,425	0	0
+ 長期投資與應	31,008	37,982	63,800	63,800	65,244	+ 資本支出	-32,251	-52,535	-79,584	-60,378	-10,729
+ 淨固定資產	134,345	171,036	236,030	282,264	326,008	+ 長期淨投資變	6,734	12,597	-1,649	0	0
+ 其他非流動資產	26,260	30,768	24,840	25,026	36,534	+ 其他投資活動	-1,051	-2,667	-1,845		
+ 商譽	29,198	31,885	33,269	33,269	33,269	投資活動現金	-27,063	-45,536	-84,503	-60,378	-10,729
+ 其他長期資產	10,051	14,874	10,337	11,926	11,926	+ 已付股利	0	0	0	0	0
總計長期資產	230,862	286,545	368,276	416,285	472,981	+ 債務(償付)所獲	-11,550	-12,701	-26,093	0	0
總資產	402,392	450,256	549,960	669,165	630,453	+ 股本增加	0	0	0	0	0
+ 應付賬款	7,493	7,987	8,432	8,876	7,424	+ 股本減少	-61,504	-62,222	-51,829	-47,650	-49,585
+ 短期借款	0	0	0	0	0	+ 其他融資活動	961	2,553	29,401	0	0
+ 其他短期負債	74,321	81,135	99,360	110,930	22,976	融資所得現金	-72,093	-72,370	-48,521	-47,650	-49,585
總計流動負債	81,814	89,122	107,793	119,806	30,400	現金淨增減	2,169	6,781	15,742	59,729	134,241
+ 長期借款	13,253	10,883	21,607	21,607	21,607	現金剩餘	24,048	23,466	31,694	91,424	225,664
+ 其他長期負債	23,946	26,850	17,979	18,154	16,361	自由現金流	69,495	72,764	68,938	107,379	183,825
總長期負債	37,199	37,733	39,586	39,761	37,968						
總負債	119,013	126,855	147,379	159,566	68,368						
總股東權益	283,379	325,084	402,581	509,598	562,084						

資料來源：公司資料、第一上海預測

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的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。