

谷歌 (ALPHABET)-A (GOOGL. O)

广告增长强韧，AI 布局值得期待

买入

核心观点

财务表现：广告业务保持强韧，云业务高增长，裁员降本利润端优化明显。①**整体：**FY23Q2 公司实现营收 746 亿美元（同比+7.1%，环比+6.9%），GAAP 毛利率 57.2%（同比+0.4pcts，环比+1.1pcts），GAAP 净利润 184 亿美元（同比+14.8%，环比+22.0%），优于市场预期。②**分业务：**谷歌服务收入 663 亿美元（同比+5.5%，环比+7.0%），其中包括：谷歌搜索业务收入 426 亿美元（同比+4.8%，环比+5.6%），Youtube 广告收入 77 亿美元（同比+4.4%，环比+14.5%），谷歌网络服务收入 79 亿美元（同比-5.0%，环比+4.7%），其他类业务收入 81 亿美元（同比+24.2%，环比+9.8%）。谷歌云业务收入 80 亿美元（同比+28.0%，环比+7.7%）。③**后续展望：**公司对广告业务较为乐观，在 YouTube 上看到广告商支出持续稳定的迹象。公司预计云业务依旧面临下游客户优化成本压力，但同时公司也看到客户对 AI 优化基础设施、LLM、AI 平台服务和新的生成式 AI 产品（如 DuetAI）很感兴趣，尽管还处于早期阶段，公司会积极投资，同时继续专注于盈利增长。

业务亮点：①**谷歌广告业务保持强韧：**搜索广告强大二季度呈现增长韧性（同比+4.8%），YouTube 广告业务表现良好。②**得益于 AI 热度与降本增效，云业务收入与利润表现积极：**GCP 收入同比增速与一季度持平未出现下滑，营业利润率提升至 4.9%（上季为 2.6%，去年同期为-9.4%）。③**降本增效，盈利改善：**通过连续两季度的裁员和放缓办公设施建设等举措有效缩减了开支，对利润端的改善明显，毛利率 57.2%（同比+0.4pcts），营业利润 218 亿美元（OPM 29.3%，同比+1.4 pcts）。

公司概况：全球搜索巨头，长期深耕 AI 领域积淀深厚。谷歌服务是公司的核心业务，包括 Chrome 浏览器、搜索、YouTube 等广告业务和 Google Play（安卓系统），汇聚海量流量与强大生态，为公司现金奶牛。谷歌云为战略性基础设施，是全球第三大云商，后续有望受益于 AI 发展。同时公司布局无人驾驶等创新业务，以提升长期科技竞争力。

投资建议：我们给予 2023-2025 财年公司收入预测 3041/3387/3720 亿美元，净利润预测 709/853/986 亿美元，考虑公司主业强劲与 AI 带来的机遇，给予目标价 160-170 美元，中值对应 2023 财年 PE 29x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观波动对广告与 IT 支出风险；AI 竞争超预期、发展低于预期。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万美元)	257,637	282,836	304,114	338,711	372,056
(+/-%)	41.2%	9.8%	7.5%	11.4%	9.8%
归母净利润(百万美元)	76,033	59,972	70,907	85,316	98,601
(+/-%)	88.8%	-21.1%	18.2%	20.3%	15.6%
EPS (元)	6.03	4.76	5.62	6.77	7.82
EBIT Margin	30.6%	26.5%	26.7%	28.4%	29.5%
净资产收益率 (ROE)	30.2%	23.4%	21.7%	20.7%	19.3%
市盈率 (PE)	21	27	23	19	16
EV/EBITDA	19	19	16	13	11
市净率 (PB)	6	6	5	4	3

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测 注：货币为美元，摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

S0980520080008

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	160.00 - 170.00 美元
收盘价	128 美元
总市值/流通市值	16187/15064 亿美元
52 周最高价/最低价	134/86 美元
近 3 个月日均成交额	42.36 亿美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

财报表现：广告增长强韧，云保持高增长

主要观点：二季度的业绩表现良好，广告保持强韧增长，云保持高增长，成本控制良好。

①**广告表现强韧：**为谷歌营收贡献达到 80% 以上的广告业务与宏观经济关联度高，美联储持续加息压制宏观需求背景下，谷歌广告业务表现出良好的增长韧性与抗风险能力。在分业务上，YouTube 广告收入 77 亿美元（同比+4 %）。谷歌搜索广告收入 426 亿美元（同比+5%），二季度广告业务表现仍然强韧。后续展望方面，公司业绩会上对广告业务较为乐观，在 YouTube 上看到广告商支出持续稳定的迹象。

②**谷歌云业务收入保持高增长，盈利持续改善：**得益于 AI 热度，一季度云业务开始实现扭亏，谷歌本季度云业务增速 28%，维持上季度的高增速。

③**降本增效，盈利改善：**通过连续两季度的裁员和放缓办公设施建设等举措有效缩减了开支，对利润端的改善明显，GAAP 毛利率 57.2%（同比+0.4pcts），营业利润 218 亿美元（OPM 29.3%，同比+1.4 pcts）。

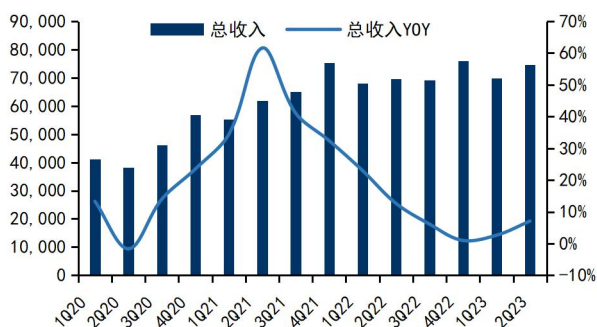
④**深耕 AI 领域，AI 系列产品丰富：**谷歌推出自研的 PaLM 2 大模型包括大型语言模型 Bard、多模态基础模型 Gemini、搜索、云等，将为谷歌旗下 25 项产品（如：Google Workspace 等）赋能。管理层表示 70% AI 独角兽为谷歌云客户，包括 Cohere, Jasper, Typeface 等，公司也将继续研发先进 LLM，有望开拓全新的产品生态、打开估值想象空间。

谷歌 Y23Q2 整体财务增长保持韧性。

①**整体：**FY23Q2 公司实现营收 746 亿美元（同比+7.1%，环比+6.9%），GAAP 毛利率 57.2%（同比+0.4pcts，环比+1.1pcts），GAAP 净利润 184 亿美元（同比+14.8%，环比+22.0%），优于市场预期。

②**分业务：**在 GAAP 下，谷歌服务收入 663 亿美元（同比+5.5%，环比+7.0%），其中包括：谷歌搜索业务收入 426 亿美元（同比+4.8%，环比+5.6%），Youtube 广告收入 77 亿美元（同比+4.4%，环比+14.5%），谷歌网络服务收入 79 亿美元（同比-5.0%，环比+4.7%），其他类业务收入 81 亿美元（同比+24.2%，环比+9.8%）。谷歌云业务收入 80 亿美元（同比+28.0%，环比+7.7%）。

图1：谷歌总收入及增速（百万美元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：谷歌净利润及净利润率（百万美元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 谷歌服务（广告与其他）收入及增速（百万美元、%）



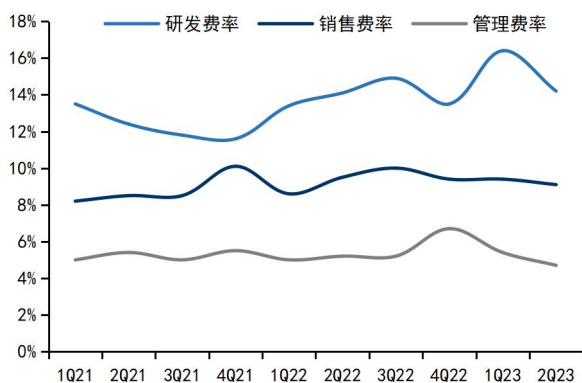
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 谷歌云收入及增速（百万美元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 谷歌三项经营费率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6: 谷歌营运利润及营运利润率（百万美元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业绩展望：公司对广告业务较为乐观，在 YouTube 上看到广告商支出持续稳定的迹象。公司预计云业务依旧面临下游客户优化成本压力，但同时公司也看到客户对 AI 优化基础设施、LLM、AI 平台服务和新的生成式 AI 产品（如 DuetAI）很感兴趣，尽管还处于早期阶段，公司会积极投资，同时继续专注于盈利增长。

表1: 谷歌分业务基本财务指标 (百万美元)

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
谷歌收入	68,011	69,685	69,092	76,048	69,787	74,604
yoy	23.0%	12.6%	6.1%	1.0%	2.6%	7.1%
谷歌服务	61,472	62,841	61,377	67,838	61,961	66,285
yoy	20.1%	10.1%	2.5%	-2.3%	0.8%	5.5%
谷歌搜索	39,618	40,689	39,539	42,604	40,359	42,628
yoy	1.9%	4.8%	7.0%	10.0%	10.0%	9.0%
YouTube 广告	6,869	7,340	7,071	7,963	6,693	7,665
yoy	14.4%	4.8%	-1.9%	-7.8%	-2.6%	4.4%
网络联盟	8,174	8,259	7,872	8,475	7,496	7,850
yoy	20.2%	8.7%	-1.6%	-8.9%	-8.3%	-5.0%
其他	6,811	6,553	6,895	8,796	7,413	8,142
yoy	4.9%	-1.1%	2.1%	7.8%	8.8%	24.2%
谷歌云	5,821	6,276	6,868	7,315	7,454	8,031
yoy	43.8%	35.6%	37.6%	32.0%	28.1%	28.0%
创新业务	440	193	209	226	288	285
yoy	122.2%	0.5%	14.8%	24.9%	-34.5%	47.7%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司情况: 全球搜索巨头, 长期深耕 AI 领域积淀深厚

公司业务: 谷歌服务、谷歌云和其他创新业务

谷歌涉及业务种类多, 覆盖范围广, 主要可以分为谷歌服务、谷歌云和其他创新业务, 其中谷歌服务包括广告业务 (Chrome 浏览器和谷歌搜索广告、Youtube 广告、网络联盟广告等) 和其他业务 (安卓系统、硬件、Youtube 订阅)。谷歌云可以分为谷歌云平台 and 谷歌 Work Space, 提供云服务和协助办公。其他业务主要是一些前沿创新业务。

- ◆ 谷歌搜索引擎是谷歌公司所提供的经典网络服务, 包括谷歌搜索业务、谷歌邮箱、Google map 和 Google Play 等业务。
- ◆ 谷歌公司在软件领域具有显著的主导地位。其安卓操作系统在手机市场占据最大份额。全球范围内, 安卓操作系统独自占据超 70% 的市场份额, 使其成为全球最大的手机操作系统。安卓系统是谷歌生态系统中的重要组成部分, 而在安卓设备上, Google Play Store 上集成了数量庞大的应用, 进一步加强了谷歌在移动端流量入口的地位。谷歌的 Chrome 浏览器同样占据着市场份额最大的位置, 与整体生态系统相互交织。默认情况下, Chrome 浏览器使用谷歌搜索作为搜索引擎, 并跟踪用户数据以进行用户行为分析。
- ◆ 在硬件方面谷歌围绕智能家居、To B 端、个人 3C、前沿科技均有产品布局, 超过 20 款, 从合作、并购和自研三种模式研发, 但现目前硬件方面暂无明星产品。

- ◆ 谷歌云平台仅次于 AWS 和 Azure，通过扩展云平台能力和业务的规模和范围以及收购相关公司，谷歌逐步成为全球领先的前三大 IaaS 和 PaaS 提供商。

图7：谷歌主要产品线

ALPHABET	Google	谷歌服务	广告业务	搜索广告及其他	搜索广告、Gmail广告、Google Play广告、Google Maps广告 
				YouTube广告	YouTube广告 
				网络联盟广告	AdSense、AdMob、AdManager 
		其他业务		应用商店	Google Play发行收入(app下载付费、app应用内付费) 
				硬件产品	Fitbit可穿戴、Nest智能家居、Pixel平板、Pixel手机 
				YouTube非广告收入	会员服务、TV订阅服务 
		云业务		云平台	GCP 
				数字化办公工具	Google Workspace 
		Other Bets	创新业务	互联网服务	Access 
				生命科学	Verily 
				无人驾驶	Waymo 
				其他	AI(语音识别、神经网络)、物联网、谷歌眼镜、Google X实验室、Wing无人机派送 GLASS 

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

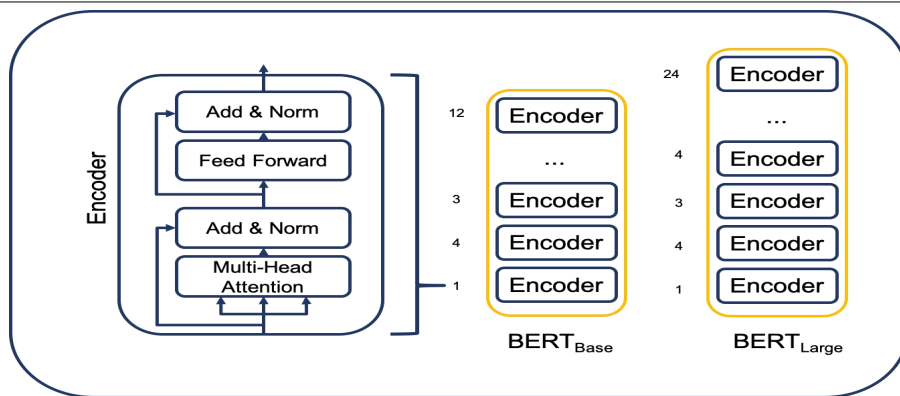
谷歌的 AI 布局：长期深耕 AI 领域，积淀深厚

谷歌是最早涉足 AI 投资的巨头，是 AI 大模型的奠基者、通用人工智能的探索者，AI 领域积淀深厚。2014 年谷歌收购人工智能公司 DeepMind，2015 年其成为谷歌母公司 Alphabet Inc. 的全资子公司，2016 年谷歌宣布从“Mobile First”转向“AI First”战略，AI 逐步成为谷歌战略规划版图中最重要的一块，同年 DeepMind 发布了轰动一时的 AlphaGo。2017 年谷歌提出的 Transformer 神经网络架构在自然语言处理领域有着优秀的表现，随后迅速成为各类预训练大模型的基础架构，为 AI 大模型技术的发展奠定基础。

(1) 大模型篇

大模型技术早期奠基者。谷歌基于 Transformer 编码器部分于 2018 年推出 BERT 预训练语言模型，该模型采用自编码的方式进行预训练。输入语料后掩盖部分字词，用类似于完形填空的方式训练语言模型的理解能力。Large 版本中的 BERT 学习了高达 16GB 的语料，形成 3.4 亿个参数，在 11 项 NLP 基准测试中取得第一名的结果。

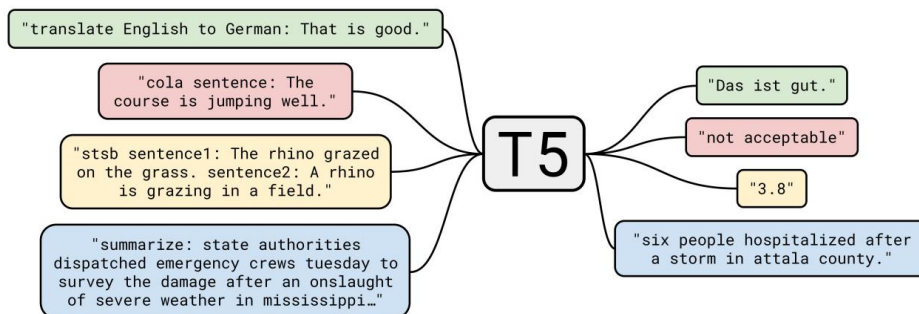
图8: 谷歌 BERT 预训练语言模型



资料来源: Analytics Vidhya, 国信证券经济研究所整理

2019 年谷歌团队提出 T5 (Text-to-Text Transfer Transformer) 模型, 目的在于构建统一框架, 将所有 NLP 任务都转化为“文本到文本”任务, 再用同样的模型和训练过程来完成所有任务。T5 完整地采用了 Transformer 的 encoder-decoder 架构, 同时语料规模增长到 750GB, 参数规模扩大到 110 亿个, 在 17 个 NLP 任务中取得第一名的成绩。

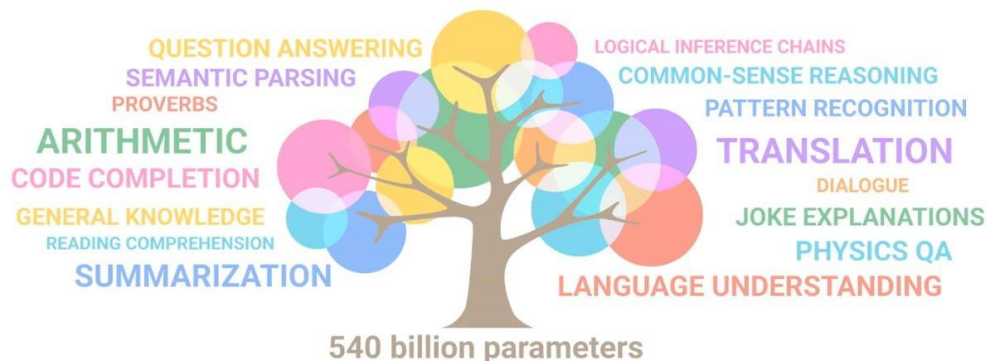
图9: 谷歌 T5 模型将 NLP 转为“文本到文本”过程



资料来源: Google AI Blog, 国信证券经济研究所整理

PaLM 大模型发布, 适配不同场景。2022 年谷歌探索新的技术路线, 发布大模型 PaLM (Pathways language model), 它是首个由谷歌自研 Pathways 系统架构训练而成的预训练大模型, 是基于 Transformer 解码器部分开发的一个稠密模型。PaLM 大模型采用数据并行和模型并行相结合的方式提升训练效率, 参数规模高达 5400 亿个, 硬件使用效率达 57.8%, 能支持问答聊天、翻译、阅读理解、缩写扩写等功能。

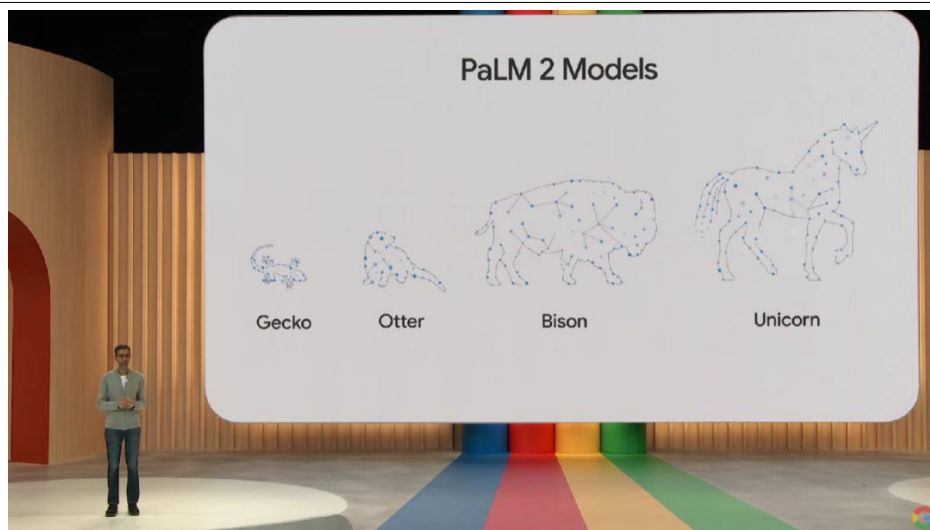
图10: 谷歌 PaLM 模型参数与功能



资料来源: 谷歌官网, 国信证券经济研究所整理

PaLM 2 提供了四个大小版本, 适用于不同的使用场景, 从小到大依次为: Gecko 壁虎、Otter 水獭、Bison 野牛和 Unicorn 独角兽。其中 Gecko 作为 PaLM2 最轻量的版本, 可在移动设备端运行快速运行, 提供每秒处理 20 个 token 的能力, 大约每秒 16 或 17 个单词。在离线时也能在设备上稳定运行。该技术进步能够提供 AIGC 更为定制化、时延更低, 安全性、隐私性更好的应用, 开拓 AI 模型在终端芯片推理的场景, 边缘侧智能终端以及 SoC 有望全面升级, 进入新的更新换代周期。

图11: 谷歌 PaLM2 模型的四个版本



资料来源: 谷歌 I/O 开发者大会官网, 国信证券经济研究所整理

PaLM2 与 GPT-4 是目前较领先的大模型。新模型 PaLM2 与 GPT-4 相比, 在数学问题、推理方面表现比 GPT-4 更优秀。在具有思维链 prompt 或自治性的 MATH、GSM8K 和 MGSM 基准评估上, PaLM2 大模型的部分结果超越了 GPT-4, 但在 AlignmentTunin

领域与 GPT-4 存在差距。

图12: 谷歌 PaLM2 与 GPT-4 等模型对比

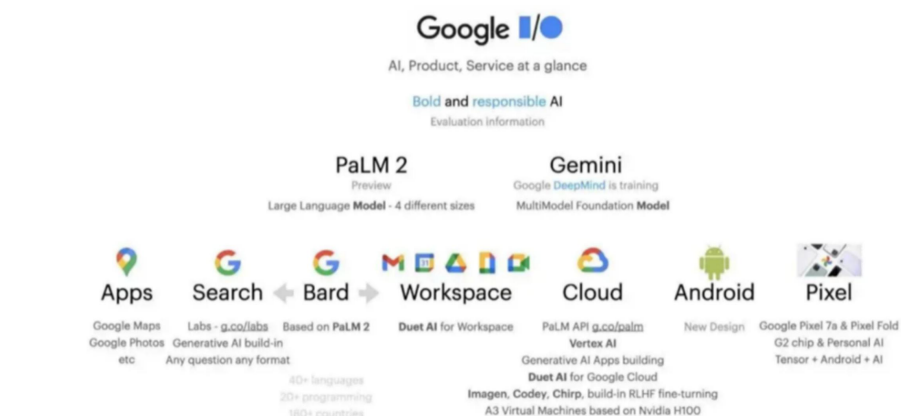
Task	SOTA	PaLM	Minerva	GPT-4	PaLM 2	Flan-PaLM 2
MATH	50.3^a	8.8	33.6 / 50.3	42.5	34.3 / 48.8	33.2 / 45.2
GSM8K	92.0 ^b	56.5 / 74.4	58.8 / 78.5	92.0	80.7 / 91.0	84.7 / 92.2
MGSM	72.0 ^c	45.9 / 57.9	-	-	72.2 / 87.0	75.9 / 85.8

资料来源:《PaLM 2 Technical Report》¹, 国信证券经济研究所整理

(2) AI 应用篇

谷歌持续推出丰富的产品应用矩阵。谷歌在其 I/O 开发者大会上宣布了多款产品和应用的更新, 包括大型语言模型 PaLM 2、多模态基础模型 Gemini、搜索、云等, 将为谷歌旗下 25 项产品赋能, 如聊天机器人 Bard 用上 PaLM2 模型来增强与用户回应能力、新增图片问答能力, 如整合进了第三方工具 Adobe Firefly 来快速生成图片。

图13: 谷歌 I/O 大会多款产品更新



资料来源: Indigox, 国信证券经济研究所整理

谷歌表示将 PaLM 2 大模型能力接入旗下 25 款应用中, 以 Bard、Workspace 等为窗口触达个人与企业, 赋能办公、医疗、网络安全等领域。

¹ Rohan Anil, Andrew M. Dai 等.《PaLM 2 Technical Report》.arXiv: 2305.10403 [cs.CL]:15

图14: 谷歌 PaLM2 大模型接入旗下多款产品



资料来源: 365 Web Resources, 国信证券经济研究所整理

- ◆ **AI 聊天机器人 Bard:** Bard 正式面向 180 个国家/地区开放使用, 目前支持英语、日语、韩语交互, 近期将扩展其他 40 种语言。Bard 通过 PaLM 2 提升多语言对话、理解推理、代码生成能力, 新增语言服务、支持将聊天记录导出到谷歌 Docs 和 Gmail 中, 引入图像生成服务, 帮助生成、解释和调试 20 多种编程语言的代码。此外, Adobe 将 Firefly (语言生成图像) 功能引入 Bard, 这样在和 Bard 的对话中, 能直接设计图片。
- ◆ **Workspace 推出 AIGC 工具包 “Sidekick”:** 推出一系列 AI 功能, 将 AI 能力落地企业办公, 套件更名为 Duet AI, 目标是提升办公效率, 类似于微软的 Microsoft Copilot。功能包括 Write in Gmail、Gmail 情境回复、Slides 文本直接生成图像、Sheets 自动整理、Docs 撰写草稿。
- ◆ **Android14 的生成式 AI 功能:** 引入 Magic Compose 功能到 Android 14 的默认短信应用 Messages 中, 可以根据收到的短信内容, 自动生成回复文本。
- ◆ **云端机器学习平台 Vertex AI:** 为开发者增加了三款新的大模型 Codey (text-to-code) 帮助开发者编写代码; Imagen (text-to-image) 可以生成高品质的图片; Chirp (speech-to-text) 可以方便地进行语音转文字。
- ◆ **AI 编程机器人 Studio Bot:** 该工具可以生成代码、修复 BUG、以及回答关于安卓应用开发的相关问题。
- ◆ **AR 工具 Geospatial Creator:** 由 ARCore 和 Google Map 平台 Photorealistic 3D Tiles 提供支持, 类似于 Google Earth 或 Google Street View 的可视化方式。凭借该工具开发者和创作者可以在几分钟内远程构建和发布沉浸式 AR 体验 (仅限支持 Photorealistic 3D Tiles 的国家/地区)。

股东情况: 联合创始人 Larry Page 和 Sergey Brin 实际控制 50% 以上的投票

谷歌的母公司 Alphabet 发行了三类普通股。A 类股份赋予持有人一票表决权, 在股票代码 GOOGL 下公开交易; B 类股有每股 10 票的投票权, 不公开交易, 主要由创始人拥有; C 类股没有投票权, 只有股权, 以股票代码 GOOG 公开交易。其中, Alphabet 拥有最大投票权的股东是联合创始人 Larry Page, 控制 26.3% 的投票, 其次是联合创始人 Sergey Brin 控制 24.9% 的投票, 两人持股数占比分别是 5.94% 和 5.66%。谷歌前十股东的持股数量、比例及投票权见下表。

表2: 谷歌股权结构（前 10 股东，截至 2023.3.31）

股东名称	持股数量(万股)	持股市值(万元)	持股数占比(%)	投票权(%)
Larry Page	38905.12	3,941,088.66	5.94	26.3
Sergey Brin	36871.25	3,735,057.63	5.66	24.9
VANGUARD GROUP INC	41,915.92	4,359,255.38	3.29	—
BLACKROCK INC.	36,592.77	3,805,647.75	2.88	—
STATE STREET CORP	19,204.82	1,997,301.56	1.51	—
Eric E. Schmidt	6789.53	687,779.39	0.99	—
PRICE T ROWE ASSOCIATES INC /MD/	12,163.12	1,264,964.76	0.96	—
FMR LLC	10,555.41	1,097,762.49	0.83	—
MORGAN STANLEY	6,906.87	718,314.44	0.54	—

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

管理层情况：已构筑成熟职业经理人体系

1) 谷歌自 1996 年靠着搜索引擎起步，历经多年成为全球搜索与移动生态公司巨头，其中经过三次组织结构变动，共经历了 Larry Page、Eric Schmidt、Larry Page 和 Sundar Pichai 四任 CEO。

2) 公司早期采用中心化+扁平式的组织架构，项目制是公司早期创新文化的重要体现。Eric Schmidt 任职期间，谷歌实现搜索引擎公司向科技巨头的转型。2014 年谷歌进行第一次组织架构调整，让 6 位高级副总裁将拥有更大的自主决定权。2015 年，谷歌再次进行架构升级，成立母公司 Alphabet，原谷歌核心业务与其他业务分离。

3) 2019 年 12 月，谷歌第三次进行架构调整，谷歌联合创始人 Larry Page 和 Sergey Brin 卸任谷歌母公司 Alphabet CEO 及总裁一职，谷歌 CEO 由担任过谷歌 Android 操作系统、Chrome 浏览器等核心产品负责人 Sundar Pichai 任 Alphabet 的 CEO 职位，并兼任谷歌 CEO 职务。

表3: 公司高管资料

姓名	职位	性别	年龄	履历
Sundar Pichai	Chief Executive Officer, Google and Director	男	50	Sundar Pichai, 2019 年 12 月担任 Google 和 Alphabet 的 CEO。过去 2004 年 4 月加入 Google, 2013 年 3 月到 2014 年 10 月负责安卓操作系统、谷歌浏览器、应用程序, 2014 年 10 月到 2015 年 10 月担任 Google 公司的高级产品副总裁。
Ruth Porat	Senior Vice President, Chief Financial Officer, Google	女	65	Ruth Porat, 2015 年 10 月以来担任 Alphabet 的高级副总裁兼首席财务官, 2015 年 5 月以来担任 Google 公司的高级副总裁兼首席财务官。她 2010 年 1 月加入 Google 公司, 此前她曾担任 Morgan Stanley 公司的执行副总裁和首席财务官, 曾担任投资银行副主席 (2003 年 9 月至 2009 年 12 月), 以及金融机构集团的全球主管 (2006 年 9 月至 2009 年 12 月)。
Prabhakar Raghavan	Senior Vice President, Knowledge and Information, Google	男	62	Prabhakar Raghavan 自 2018 年 11 月起担任谷歌的高级副总裁。他负责谷歌搜索、广告、商业和支付产品。此前, 他曾担任广告高级副总裁 (从 2018 年 10 月到 2020 年 6 月), 以及应用副总裁 (从 2014 年 5 月到 2018 年 10 月)。
Philipp Schindler	Senior Vice President, Chief Business Officer, Google	男	52	Philipp Schindler 自 2015 年 8 月起担任谷歌的高级副总裁兼首席业务官, 监督谷歌和 YouTube 的全球和区域销售活动, 全球技术和消费者支持和运营, 跨关键产品领域的伙伴关系和业务发展团队。Philip 从 2012 年 1 月到 2015 年 7 月担任全球销售和运营副总裁; 2009 年 6 月至 2012 年 1 月担任北欧和中欧总裁; 2005 年 9 月至 2009 年 6 月, 担任德国、瑞士、奥地利和北欧的董事总经理。
Kent Walker	President, Global Affairs, Chief Legal Officer and Secretary, Google	男	62	Kent Walker 自 2018 年 6 月起担任谷歌的全球事务高级副总裁和首席法律官, 自 2020 年 1 月起担任 Alphabet 的公司秘书。他负责监督负责内容政策、政府事务、法律事务、慈善事业和负责创新的团队。自 2006 年加入谷歌以来, 他一直领导谷歌在竞争、内容、版权和隐私方面的倡导。从 2006 年 11 月到 2010 年 12 月, 他担任谷歌的副总裁和总法律顾问。他曾担任全球互联网论坛反恐怖主义首任主席, 并担任谷歌的先进技术审查委员会主席。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

我们认为公司技术积累深厚, 传统广告业务增长强韧、云业务有望借助 AI 开拓需求: 1) 需求方面: 宏观经济与广告业务保持强劲, 同时借助 AI 技术快速发展, 云业务也有望迎来新增量。2) 生态方面: 公司依靠 Google 搜索、Chrome 搜索引擎和移动端 Android 系统庞大开发者群体与用户、数据积累, 已构筑良好的生态。3) 战略与技术方面: 公司长期投入前沿科技领域, 在 AI 领域积累深厚, 有望支撑公司在接下来的技术浪潮中保持长期竞争力, 开拓新需求。

投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级

盈利预测: 我们预计 2023-2025 财年公司收入为 3041/3387/3720 亿美元, 净利润预测 709/853/986 亿美元。

分业务角度, 我们预计:

1) **谷歌广告业务:** 宏观经济向好的趋势下广告业务收入增速持续提升, 二季度谷歌的广告收入同比增长 3.3%, 较上季度的-0.2%继续改善, 说明广告主的预期在不断修正, 预计拉动明年广告业务增速提升。其中 YouTube 反弹速度明显, 除了有低基数的因素, 也有 TikTok 竞争放缓、YouTube Shorts 年初变现的影响, 视频广告业务也开始贡献增量收入。我们对广告业务 2023-2025 财年收入增长预期为 4.6%/8.4%/7.6%;

2) **其他收入:** 谷歌其他业务主要由 Google Play、YouTube 会员付费、硬件 (手机 Pixel 和智能家电 Nest) 等组成, 收宏观经济预期驱动, 收入从一季度的 9% 持续提升至同比+24%, 重回稳定高位。我们对 2023-2025 财年收入增长预期为 20%/22%/15%;

3) **谷歌云业务:** 得益于 AI 热度, 一季度云业务实现扭亏, 谷歌自本季度云业务

增速 28%，维持上季度的高增速。在科技行业降低资本开支的周期下，谷歌云业务增速并未快速放缓，AI 驱动存量用户加大使用或新增的签约合同。我们对云业务 2023-2025 财年收入增长预期为 26%/22%/19%；；

利润端：公司轻资产模式，经营杠杆持续释放，通过连续两季度的裁员和放缓办公设施建设等举措有效缩减了开支，对利润端的改善明显，GAAP 毛利率 57.2%（同比+0.4pcts），营业利润 218 亿美元（OPM 29.3%，同比+1.4 pcts）。我们预计 2023-2025 财年净利润同比增长 18.2%/20.3%/15.6%。

表4：谷歌业务拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
谷歌服务广告业务						
收入（百万美元）	146,924	209,497	224,473	234,853	254,530	273,753
增速	9.0%	42.6%	7.1%	4.6%	8.4%	7.6%
谷歌服务其他业务						
收入（百万美元）	21,711	28,032	29,055	34,855	42,547	48,929
增速	27.6%	29.1%	3.6%	20.0%	22.1%	15.0%
谷歌云						
收入（百万美元）	13,059	19,206	26,280	33,214	40,418	48,097
增速	46.4%	47.1%	36.8%	26.4%	21.7%	19.0%
谷歌创新业务						
收入（百万美元）	657	753	1,068	1,105	1,216	1,277
增速	-0.3%	14.6%	41.8%	3.5%	10.0%	5.0%
合计						
总营收（百万美元）	182,527	257,637	282,836	304,114	338,711	372,056
增速	12.8%	41.2%	9.8%	7.5%	11.4%	9.8%
营业利润（百万美元）	41,224	78,714	74,842	81,120	96,223	109,874
增速	20.4%	90.9%	-4.9%	8.4%	18.6%	14.2%
营业利润率	27.5%	37.1%	32.0%	32.0%	33.9%	35.0%
净利润（百万美元）	40,269	76,033	59,972	70,907	85,316	98,601
增速	17.3%	88.8%	-21.1%	18.2%	20.3%	15.6%
净利润率	22.1%	29.5%	21.2%	23.3%	25.2%	26.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年收入为 3041/3387/3720 亿美元，同比 7.5%/11.4%/9.8%，营业利润率 32%/34%/35%，营业利润 811/962/1098 亿美元，同比 8%/19%/14%，净利润 709/853/986 亿美元。

未来 3 年业绩预测

表5：未来 3 年盈利预测表（百万美元，%）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	282,836	304,114	338,711	372,056
营业成本	126,203	136,190	149,754	162,602
销售费用	26,567	28,189	30,682	33,097
研发费用	39,500	42,673	45,516	49,325
管理费用	15,724	15,943	16,535	17,159
营业利润	74,842	81,120	96,224	109,874
财务费用	1,625	3,697	5,511	7,704
利润总额	71,328	84,817	101,736	117,577
归属于母公司净利润	59,972	70,907	85,316	98,601
EPS	4.76	5.62	6.77	7.82
ROE	23%	22%	21%	19%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2023-2025 年收入为 3041/3387/3720 亿美元，同比 7.5%/11.4%/9.8%，净利润 709/853/986 亿美元。利润年增速分别为 18%/20%/16%，每股收益 23-25 年分别为 5.62/6.77/7.82 美元。

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：163-174 美元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表6：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	12.8%	41.2%	9.8%	7.5%	11.4%	9.8%	8.9%	8.0%
营业成本/营业收入	46.0%	43.1%	44.6%	44.8%	44.2%	43.7%	43.7%	43.7%
管理费用/营业收入	15.9%	14.1%	15.0%	14.0%	13.4%	13.3%	13.3%	13.3%
销售费用/销售收入	15.1%	12.3%	14.0%	14.5%	13.9%	13.5%	13.5%	13.5%
所得税税率	16.2%	16.2%	15.9%	16.4%	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表7：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	16.4%
无风险利率	4.2%	Ka	8.6%
股票风险溢价	4.0%	有杠杆 Beta	1.11
公司股价（元）	128.64	Ke	8.6%
发行在外股数（百万）	12,609.00	E/(D+E)	99.1%
股票市值(E, 百万美元)	1,622,021.76	D/(D+E)	0.9%
债务总额(D, 百万美元)	14,701.00	WACC	8.6%
Kd	3.0%	永续增长率（10年后）	4.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 163-174 美元。从估值方法特征来看，以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司。

表8：谷歌 FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2032E	TV
EBIT	81,120	96,224	109,874	171,804	
所得税税率	16%	16%	16%	16%	
EBIT*(1-所得税税率)	67,816	80,694	92,141	144,076	
折旧与摊销	18,855	21,311	24,026	28,877	
营运资金的净变动	640	1,853	573	-308	
资本性投资	-36,208	-39,829	-43,811	-47,437	
FCFF	51,103	64,030	72,928	125,209	3,406,008
PV(FCFF)	47,065	54,312	56,972	54,980	1,488,039
核心企业价值	2,049,755				
减：净债务	-159,679				
股票价值	2,209,434				

每股价值

175

资料来源：国信证券经济研究所预测，省略中间年份

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.4%	8.5%	8.6%	8.7%	8.8%
永续 增长 率变 化	4.2%	182.78	178.29	174.00	169.91	165.99
	4.1%	179.61	175.29	171.16	167.21	163.43
	4.0%	176.59	172.42	168.44	164.63	160.97
	3.9%	173.70	169.68	165.84	162.15	158.62
	3.8%	170.93	167.06	163.34	159.78	156.36

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：160-170 美元

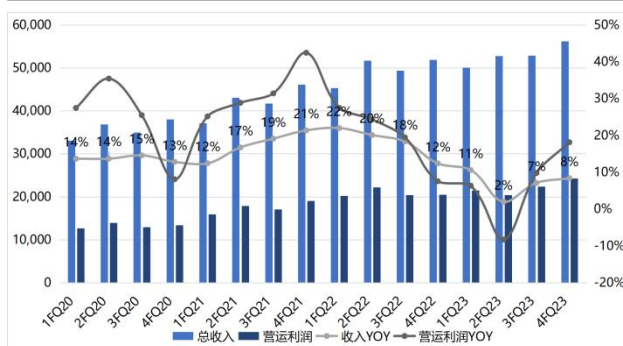
谷歌是全球搜索引擎和流媒体广告及云服务巨头，公司搜索类产品壁垒较深，未有完全相似的竞品公司，这里选取同属北美市场的全球 SaaS 与云业务巨头微软、社交媒体与广告巨头 META 做估值比较。

①云业务分析

谷歌云业务虽规模小但增速高：谷歌云业务规模份额（二季度 80 亿美元收入）低于微软云（二季度 240 亿美元收入），但谷歌云收入二季度同比+28%，微软智能云收入同比+15%（其中 Azure 及其他云服务收入同比+26%）。

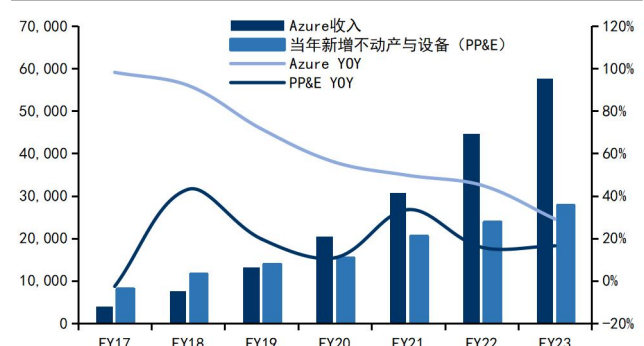
谷歌云从 23 年一季度开始扭亏、利润端提升显著：双方均在 AI 领域布局与投入积极，长期看两家企业云业务均有较好的发展预期，而近期看谷歌云业务扭亏，因此云业务收入与利润可以给予适当估值溢价（微软整体估值超过 30x PE，考虑云业务增速高于传统业务，隐含估值更高）。

图15：微软收入及营运利润变化情况（单位：百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图16：微软 Azure 收入及投入变化情况（单位：百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

②广告业务分析

广告业务谷歌相对 Meta 略有折价：谷歌和 META 主要收入、利润均来自于广告。META 核心是社交广告，近期逐步走出竞争格局（与推特、Tiktok 等）与隐私政策影响的“困境”现阶段整体发展趋势良好。谷歌以搜索为主要依托的搜索广告，一直以来护城河深厚，数据与广告精准度也显著领先竞品，但近期随着 ChatGPT、NewBing 等相关 AI 技术产品的出现带来了长期产品形态以及格局的不确定性，虽然短期看谷歌凭借自己全球近 30 亿的流量生态稳住了搜索广告收入以及推出 Bard 等同类 AI 搜索产品，Bing 等产品基本没有冲击搜索业务基本盘，不过长期依旧存在潜在风险。整体看当前市场谷歌估值相对 Meta 略有折价。

综合来看，谷歌搜索场景是 AI 技术在潜在的变革对象，但同时公司拥有出色的技术能力、流量与云生态，AI 加速发展对于云等产品仍然带来巨大机遇，我们给予目标价 160-170 美元，中值对应 2023 财年 PE 29x（对应当前溢价 25-30%%，同时考虑广告增速与技术变革风险，目标价对应相对估值略折价于微软与 Meta 目标价估值）。

表10: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (美元)	总市值 (百万美元)	2023E	EPS 2024E	2023E	PE 2024E
MSFT.O	微软	买入	327.8	2,435,328	9.7	11.2	34	29
META.O	META	——	310.7	799,558	13.2	16.9	24	18

资料来源：WIND，Bloomberg，国信证券经济研究所预测

投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

搜索与流媒体广告主业发展稳健、增长有韧性，同时 AI 有望带动新需求。作为全球主要互联网广告与云计算服务商，未来随着 AI 应用大规模落地，云业务、AI 应用等相关需求有望大幅增长，打开长期需求空间。考虑公司出色的技术能力、商业模式以及 AI 加速发展带来的长期空间，给予目标价 160-170 美元，中值对应 2023 财年 PE 29x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法，得出公司的目标价合理区间在 160-170 美元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是可比公司的选择和对公司估值倍数的选择。我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，并在估值时给予一定折价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设广告业务 2023-2025 财年收入增长预期为 4.6%/8.4%/7.6%，可能存在对广告市场大盘及公司在搜索引擎和广告市场的竞争偏乐观，未充分考虑到宏观经济的不确定性，进而高估广告收入的风险。
- ◆ 我们假设我们对云业务 2023-2025 财年收入增长预期为 26%/22%/19%，可能

存在对 IT 支出放缓周期预期不充分，可能存在 AI 技术与应用发展低于预期的风险，进而高估云业务增速的风险。

- ◆ 我们假设 2023-2025 年 Google Play 和订阅等其他收入增长预期为 20%/22%/15%，可能存在对公司其他业务发展预估偏乐观，对公司持续推出爆款内容能力及消费者付费意愿偏乐观，进而高估会员订阅收入的风险。
- ◆ 我们假设 2023-2025 财年净利润同比增长 18.2%/20.3%/15.6%，可能存在对于公司降本增效的成效过于乐观，进而高估利润率的风险。

经营风险

广告业务下滑的风险：谷歌广告营收占 Alphabet 总营收的 77.93%，本季度谷歌广告收入扭转两季连降，取得 581.4 亿美元，超预期的 574.5 亿，但由于消费者偏好的波动性存在广告业务落跌再次下滑的风险，直接影响盈利能力。广告市场面临激烈的竞争，同时广告主预算受制于宏观经济发展。如果宏观经济低迷导致广告主预算缩减，或者广告主将更多预算向其他平台（如短视频）转移，则会对公司的财务状况产生不利影响。

行业竞争加剧的风险：公司所处的搜索与广告行业竞争较为激烈，用户可能会因为不同的爆款产品而产生迁移。如年初，ChatGPT 和 New Bing 通过先进的 AI 技术对搜索入口和搜索形式的革新。虽然过去两个季度 New Bing 并没有抢到更多的搜索份额，并且谷歌也推出类似的 Bard 产品，但仍存在传统搜索形式替换、流量受到影响的风险。过去如 TikTok 等短视频应用给 Youtube 平台带来一定经营风险，削弱原有生态流量。同时新兴的其他类型社交媒体将抢夺用户流量与广告位，导致谷歌广告与谷歌联盟的收入下滑。

IT 弱周期与 AI 技术落地不及预期风险：在科技行业持续削减资本开支，云服务市场也存在下行的压力，谷歌云的增速也相对放缓。云计算业务竞争格局变化快，现目前整个商业市场环境对云服务的巨大需求促进谷歌云快速增长，市场竞争加剧。AI 的技术支撑云业务在逆周期下增速缓慢下行，但如果 AI 技术落地不及预期，可能会造成用户流失、订单减少，对盈利能力产生不利影响。谷歌合并两个人工智能实验室推动 AI 研究进度，在 AI 浪潮爆红下谷歌 5 月推出 PaLM2 大模型后低调研究，未来预计推出的 Gemini 模型表现尚未清晰，存在 AI 业务线表现不及预期风险。

行业增长不及预期、市场饱和风险：过去居家办公等需求脉冲式增长，现阶段高基数、需求透支下业绩增速存在放缓的风险。在某些核心市场，如搜索引擎和在线广告，市场可能已经接近饱和导致 DAU 下降。未来的增长可能需要开拓新市场或创建新产品，可能带来额外风险。

法律风险

反垄断法风险：由于市场主导地位，谷歌可能面临反垄断审查，导致罚款和业务限制。

隐私法风险：随着全球隐私法规的加强，谷歌的数据收集和使用可能面临更严格的限制和监管。

知识产权法风险：在全球范围内，知识产权保护越来越受重视。谷歌可能会

陷入专利纠纷和侵权诉讼。这不仅可能导致高昂的诉讼费用，还可能限制或禁止某些产品和服务的销售。

合规法规风险：各地区和国家的法律法规可能有所不同，特别是涉及税务、劳动法和数据保护等方面。谷歌需要确保在全球范围内的合规，否则可能会面临罚款、法律纠纷和声誉损害。

财务预测与估值

资产负债表（百万美元）

	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	21879	70535	133420	206801
应收款项	40258	43287	48211	52957
存货净额	2670	2896	3200	3495
其他流动资产	8105	8715	9706	10662
流动资产合计	164795	221910	295839	380281
固定资产	112668	131573	151565	172752
无形资产及其他	31044	29492	28017	26616
投资性房地产	26265	26265	26265	26265
长期股权投资	30492	31435	32378	33321
资产总计	365264	440675	534064	639235
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	5128	5563	6146	6713
其他流动负债	64172	71684	82617	92062
流动负债合计	69300	77247	88763	98776
长期借款及应付债券	14701	14701	14701	14701
其他长期负债	25119	21676	18233	14790
长期负债合计	39820	36377	32934	29491
负债合计	109120	113624	121697	128267
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	256144	327051	412367	510968
负债和股东权益总计	365264	440675	534064	639235

关键财务与估值指标

	2022	2023E	2024E	2025E
EPS	4.8	5.6	6.8	7.8
每股红利	1.5	0.0	0.0	0.0
每股净资产	20.31	25.94	32.70	40.52
ROIC	47%	43%	46%	47%
ROE	23%	22%	21%	19%
毛利率	55%	55%	56%	56%
EBIT Margin	26%	27%	28%	30%
EBITDA Margin	32%	33%	35%	36%
收入增长	10%	8%	11%	10%
净利润增长率	-21%	18%	20%	16%
资产负债率	30%	26%	23%	20%
息率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	27	23	19	16
P/B	6	5	4	3
EV/EBITDA	18	16	13	11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万美元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	282836	304114	338711	372056
营业成本	126203	136190	149754	162602
研发费用	(39500)	(42673)	(47217)	(50256)
销售及管理费用	(42291)	(44131)	(45516)	(49325)
营业利润	74842	81120	96224	109874
财务费用	1625	3697	5511	7704
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益净额	0	0	0	0
税前利润	71328	84817	101736	117577
所得税费用	11356	13910	16419	18976
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	59972	70907	85316	98601

现金流量表（百万美元）

	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	59972	70907	85316	98601
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(15928)	(18855)	(21311)	(24026)
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(1625)	(3697)	(5511)	(7704)
营运资本变动	(7597)	640	1853	573
其它	55048	37709	42623	48052
经营活动现金流	91495	90401	108481	123200
资本开支	(30356)	(36208)	(39829)	(43811)
其它投资现金流	26821	(4594)	(4824)	(5065)
投资活动现金流	(20298)	(41745)	(45595)	(49819)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(116)	0	0	0
支付股利、利息	(18550)	0	0	0
其它融资现金流	(32425)	0	0	0
融资活动现金流	(69757)	0	0	0
现金净变动	934	48656	62885	73380
货币资金的期初余额	20945	21879	70535	133420
货币资金的期末余额	21879	70535	133420	206801
企业自由现金流	60010	51103	64030	72928
权益自由现金流	28598	54193	68652	79388

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032