

## AI 筑牢搜索壁垒，云业务打造第二增长曲线

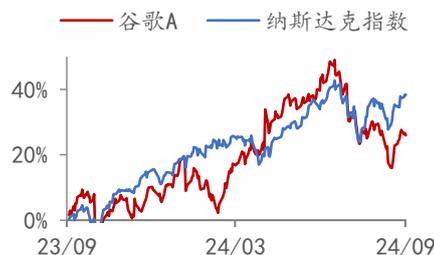
投资评级：增持

首次覆盖

报告日期：2024-09-29

收盘价 (美元)	163.95
近 12 个月最高/最低 (美元)	191.4/121.9
总股本 (百万股)	12,310
流通股本 (百万股)	12,310
流通股比例 (%)	100
总市值 (亿美元)	20,182
流通市值 (亿美元)	20,182

### 公司价格与纳斯达克指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 相关报告

1. 微软深度：拥抱云与 AI，开启新的增长飞轮 2024-06-27
2. Amazon 深度：壁垒高筑，资本投入下带来业绩展望 2024-04-06

### 主要观点：

#### ● 搜索壁垒牢固，Gen AI 赋能搜索和广告增长

谷歌通过 Chrome 浏览器和 Android 系统，实现了对桌面端和移动端两种主要搜索渠道的把控，搜索市占率高，壁垒牢固。在桌面端，谷歌搜索自 2023 年以来受到了来自微软的挑战，微软通过在 New Bing 中集成 Copilot AI 助手，分走了一部分谷歌搜索引擎的市场份额；在移动端，由于 Bing 的市占率远低于其在桌面端的市占率，谷歌搜索的统治地位没有受到影响。面对微软 Copilot+Edge 对搜索市场的冲击，谷歌也开始用生成式 AI 赋能搜索，推出 Gen AI+搜索功能 SGE（生成式搜索体验）和 AI 概览，加速 Gen AI 与搜索相关产品融合，提供更智能化的服务，有望提升单次搜索带来的价值。同时，谷歌也利用 AI 驱动广告创新，推出 Gen AI 赋能的广告工具，有望提升广告投放和转化率。

#### ● SaaS 是云业务强点，MaaS 业务有望突破

谷歌云业务在 SaaS、PaaS 和 IaaS 三方面均有布局。Workspace 属于 SaaS 业务，在办公生产力软件市场市占率高于微软 Office，是谷歌云业务的强点；GCP 属于 IaaS 和 PaaS 业务，目前市场份额占比仍较小，在企业多云策略中大多作为备用选择，具有一定提升空间。凭借强大的模型自研能力，谷歌有望在 MaaS 业务（属于 PaaS）上实现突破。对于微软和亚马逊，目前是通过与第三方大模型厂商如 OpenAI、Anthropic 的授权合作，来满足用户在云平台上对大模型的需求，而谷歌拥有与自身云服务绑定的自研模型，无需依赖第三方模型，长期来看具有成本优势和差异化优势。

#### ● AI 基础设施投资成效显著，目前处于利润释放阶段

在资本开支上，谷歌、微软、亚马逊近几年都呈现增加趋势，且都主要投入在基础设施方面。谷歌近几年的 CAPEX 占云业务收入比重迅速下降，OPM 已经转正，目前正处于利润爬坡阶段，前期投资已开始显现成效。

#### ● Gemini 赋能 Workspace，AI 成为新增长点

随着 Gemini 的推出，谷歌将原先的 Duet AI for Workspace 升级为 Gemini for Workspace，并针对典型应用场景推出了一系列集成生成式 AI 的新功能。谷歌积极布局 AI+办公板块，有望提高用户付费率，为 Workspace 收入带来增量。

#### ● 投资建议

我们预计 2024-2026 年录得 3476.6 亿美元/3888.9 亿美元/4310.4 亿美元，同比+13.1%/+11.9%/+10.8%；GAAP 净利润为 963.9 亿美元/1052.5 亿美元/1160.0 亿美元，同比+30.6%/+9.2%/+10.2%。参考谷歌历史 PE 中枢，首次覆盖，给予“增持”评级。

#### ● 风险提示

行业竞争加剧；全球宏观经济扰动风险；全球云计算开支缩减；AI 进

展不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万美元)	307,394	347,664	388,894	431,038
收入同比 (%)	8.7%	13.1%	11.9%	10.8%
净利润 (百万美元)	73,795	96,386	105,245	116,004
同比 (%)	23.0%	30.6%	9.2%	10.2%
每股收益 EPS (美元)	5.80	7.74	8.58	9.41
市盈率 (P/E)	28.26	21.19	19.11	17.42

资料来源: wind、华安证券研究所

## 正文目录

1 复盘：内外兼修驱动估值成长.....	6
1.1 创立初期：PAGERANK + 广告模式创新，谷歌搜索取得成功.....	6
1.2 业务扩张期：并购加速业务扩张，持续深耕技术领域.....	8
1.3 重组转型期：管理模式再革新，全面转向“AI FIRST”战略.....	10
1.4 公司过往整体财务表现.....	10
2 业务线：搜索和广告业务 AI 赋能明显.....	11
2.1 谷歌服务：广告是增长驱动力，GEN AI 有望成为新动能.....	12
2.1.1 搜索壁垒牢固，Gen AI 赋能广告增长.....	14
2.1.2 AI 赋能 YouTube 创作，Pixel 内置 Gemini AI.....	22
2.2 谷歌云：AI 打造第二增长曲线，目前处于利润释放阶段.....	25
2.2.1 Gemini 赋能 Workspace，AI 成为新增长点.....	26
2.2.2 谷歌云平台：加大 AI 基础设施投入，MaaS 有望突破.....	32
3 盈利预测与估值.....	40
财务报表与盈利预测.....	41

## 图表目录

图表 1 谷歌三个发展时期的市值变化.....	6
图表 2 ALTAVISTA 引入自然语言查询和布尔运算符 .....	7
图表 3 1999 年谷歌搜索的主页面 .....	7
图表 4 早期搜索引擎界面充斥着广告 .....	8
图表 5 GOOGLE 搜索结果中的 ADWORDS 广告 (2001 年) .....	8
图表 6 谷歌重要的并购案例 .....	9
图表 7 2004-2015 年谷歌并购活动数量 .....	9
图表 8 2009-2015 年 CHROME 浏览器市占率变化 .....	9
图表 9 谷歌整体收入情况 (亿美元) .....	10
图表 10 谷歌各业务线收入同比增速情况 .....	10
图表 11 24 年上半年经调整净利润同比增长 41.5% .....	11
图表 12 谷歌研发费用率保持在 14% 以上 .....	11
图表 13 谷歌业务划分及各业务主要产品 .....	11
图表 14 24Q2 广告业务贡献了谷歌服务将近九成的收入 .....	12
图表 15 24Q2 搜索和其他业务占广告业务收入比重超 75% .....	12
图表 16 谷歌各业务线营业利润 (亿美元) .....	12
图表 17 谷歌主要业务线 OPM 情况 .....	12
图表 18 谷歌服务涵盖业务 .....	13
图表 19 广告业务收入增速及占比 (亿美元) .....	13
图表 20 订阅、平台和设备收入增速及占比 (亿美元) .....	13
图表 21 谷歌服务各业务收入 (亿美元) .....	14
图表 22 谷歌服务各业务收入同比增速 .....	14
图表 23 谷歌 CPC 广告付费点击率增速放缓 .....	14
图表 24 谷歌不同广告模式费用增速 .....	14
图表 25 YOUTUBE 在社交媒体中的市占率不断上升 .....	15
图表 26 谷歌 TAC 费用变化 .....	15
图表 27 2023 年谷歌在全球搜索广告市场份额中占比 59% .....	16
图表 28 ANDROID 在移动端操作系统中市占率超过 70% .....	16
图表 29 2023 年 6 月以来谷歌搜索市场份额有所回落 .....	16
图表 30 EDGE 浏览器受 BING 搜索推动市场份额上升 .....	16
图表 31 谷歌搜索在移动端占比保持在 95% 以上 .....	17
图表 32 移动端在搜索渠道流量中占比超过 60% .....	17
图表 33 SGE 为需要考虑的关键信息生成建议, 并提供进一步探索的链接 .....	17
图表 34 AI 概览帮助用户制定计划 .....	18
图表 35 AI 创建主题快速生成个性化主题壁纸 .....	18
图表 36 “帮我写” 为用户提供在网页上起草内容的帮助 .....	19
图表 37 谷歌基本广告类型对比 .....	19
图表 38 提供建议并生成标题、描述和图片, 并根据用户提供的文本提示生成更多资产 .....	20
图表 39 根据文本提示生成图像资产 .....	21
图表 40 根据文本提示生成和更改图片背景 .....	22
图表 41 根据文本提示将产品放在图片中的指定位置 .....	22

图表 42 YOUTUBE 付费订阅服务定价.....	23
图表 43 AI INSIGHTS 为创作者提供视频创意并列大纲.....	24
图表 44 ASSISTIVE SEARCH 通过输入内容寻找合适的配乐.....	24
图表 45 PLAY 商店的下载量是 APP STORE 的三倍左右.....	24
图表 46 GEMINI 生成的图像可以直接拖放到 GMAIL 中.....	25
图表 47 ADD ME 对两张照片进行智能拼合.....	25
图表 48 谷歌云业务产品构成.....	26
图表 49 谷歌在办公生产力软件市场市占率最高 (2024 年).....	26
图表 50 谷歌、微软、亚马逊资本开支.....	26
图表 51 WORKSPACE 商用版订阅方案.....	27
图表 52 GEMINI 附加组件订阅方案.....	28
图表 53 总结最近的电子邮件和会议录音的要点.....	29
图表 54 自动整理和跟踪数据.....	29
图表 55 总结电子邮件会话, 提供情景化智能回复, 收集数据洞见.....	30
图表 56 总结电子邮件会话, 提供情景化智能回复, 收集数据洞见.....	30
图表 57 总结电子邮件会话, 提供情景化智能回复, 收集数据洞见.....	31
图表 58 根据用户提示生成幻灯片.....	32
图表 59 微软、亚马逊、谷歌云业务 OPM.....	33
图表 60 全球 IAAS 和 PAAS 特大型供应商市场份额.....	33
图表 61 主流大模型供应商旗舰大模型对比.....	33
图表 62 领先大模型处理上下文长度与 GEMINI 1.5 比较.....	34
图表 63 GEMMA 2 与领先开源大模型比较.....	34
图表 64 谷歌、微软、亚马逊的生成式 AI 助手比较.....	错误!未定义书签。
图表 65 2023 年生成式 AI 供应商和平台 MAAS 层市场占有率.....	35
图表 66 目前各 AI 开发平台上能调用的模型对比.....	36
图表 67 VERTEX AI 的多模态嵌入收费.....	36
图表 68 VERTEX AI 的上下文缓存收费.....	37
图表 69 谷歌大模型 API 定价.....	37
图表 70 OPENAI 大模型 API 定价.....	38
图表 71 ANTHROPIC 大模型 API 定价.....	38
图表 72 谷歌最新几代 TPU 对比.....	39
图表 73 各公司自研芯片对比.....	39
图表 74 谷歌 PE-TTM 情况.....	40
图表 75 谷歌基于不同情境下的市值预期.....	40

# 1 复盘：内外兼修驱动估值成长

## 1.1 创立初期：PageRank + 广告模式创新，谷歌搜索取得成功

自 1998 年成立以来，谷歌以搜索引擎业务起家，通过并购不断扩张业务范围，成功转型为科技公司，近年来又把握住 AI 发展的潮流，通过持续的技术创新，成为 AI 浪潮的重要引领者。回顾谷歌的整个发展阶段，谷歌的成功既来自于依时而变的公司策略，又离不开适应公司发展的管理模式。我们将谷歌的发展历程分为三个阶段，主要从内部公司策略及管理模式变化和时代背景的角度，探究驱动谷歌市值成长的关键因素。

图表 1 谷歌三个发展时期的市值变化



资料来源：理杏仁、华安证券研究所

谷歌在创立初期恰逢万维网迅速发展，互联网信息呈指数级增长，搜索引擎搜索质量下降，两位创始人独创 PageRank 算法，结合谷歌搜索引擎用户体验友好的界面和广告模式，谷歌搜索在搜索引擎中迅速突围，并领先于搜索广告市场。

### (1) 时代背景：乘万维网发展之势，谷歌搜索异军突起

1974 年，TCP/IP 协议被提出，用于控制数据在网络中的传输方式，从而推动了互联网前身 ARPANET 的发展；

1983 年，域名系统 DNS 引入互联网，解决了由于网络上计算机数量增加而难以跟踪所有不同 IP 地址的问题，并进一步推动了电子邮件的发展。TCP/IP 的普遍使用、DNS 的发明以及电子邮件的普及导致互联网活动的爆炸式增长，从 1986 年至 1987 年间，网络上的主机数量从 2000 台增长到 30000 台；

1989 年，“信息网络”概念首次被提出，它依靠超链接将页面或文件连接在一起，从而奠定了万维网发展的基础。与互联网这种将设备连接在一起的网络基础设施不同，万维网是一种通过互联网媒介访问信息的方式，相当于浏览器的前身。谷

歌创始人正是看到了利用网络信息间关联性的巨大潜力，独创了谷歌搜索的前身 PageRank 系统，将网页间的超链接数量和质量作为排序依据；

1993 年，随着 Mosaic 浏览器向非学术界受众开放网络，网站数量从 1993 年的 130 个迅速增加到 1996 年初的 100,000 多个，到 1995 年，当时最受欢迎的浏览器 Netscape Navigator 已有约 1000 万用户。在同一时期，搜索引擎已完成了多轮迭代，开始使用高级搜索技术，如搜索引擎 AltaVista 引入了自然语言查询和布尔运算符，但对于网页的排名方法仍然以关键词匹配和简单的启发式方法为主，面对爆炸性增长的信息搜索质量明显下滑，而谷歌正是看到了这一痛点，开创了 PageRank 算法，从而大幅提升了搜索质量。

图表 2 AltaVista 引入自然语言查询和布尔运算符

图表 3 1999 年谷歌搜索的主页面



资料来源：Web Design Museum、华安证券研究所

资料来源：Web Design Museum、华安证券研究所

**(2) 业务及管理模式：广告模式创新获市场青睐，管理层“三人团队”形成**

谷歌搜索能从一开始便获得成功，不仅仅源自 PageRank 算法的变革式创新，其他两个因素也不可或缺：①在业务上，创新式地采取用户友好的广告模式，成功占领搜索引擎市场；②在组织架构上，建立了稳固的“三人团队”，共同管理企业。

①采取简洁的界面+用户友好的广告模式。早期的搜索引擎界面大多充斥着广告，画面整体杂乱，限制了用户体验，而谷歌采取了简洁的搜索主页面，并在搜索结果展示界面将搜索结果和广告展示一分为二，分别占据约 2/3 和 1/3 的画面。同时，用户对广告的点击次数直接决定了广告的位置和排名，广告的点击率越高，和搜索结果的相关性越强，对用户有用的可能性也就越大。这种做法不仅强调了搜索的用户体验，也变向增加了用户在广告页面停留的时间，同时谷歌从 1998 年起引入了基于竞价的 pay-per-click 模型，允许广告商通过更高的出价获得广告在网页上更高的展示位置，这样就赢得了用户和广告商的双向青睐。

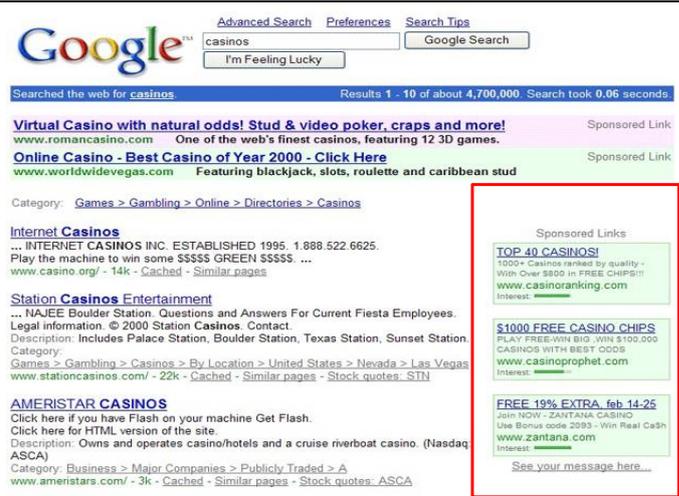
②施密特加入管理层，“三驾马车”成型。谷歌最早是由拉里·佩奇和谢尔盖·布林在斯坦福大学内部创建的搜索系统，在 1998 年公司成立后，布林主要负责谷歌创新业务发展，而佩奇则作为总裁，负责谷歌主要业务及公司整体发展。2001 年，在投资者的要求下，网络系统公司 Novell 前 CEO 埃里克·施密特被任命为谷歌 CEO，自此以后，公司整体运营由施密特负责，两位创始人则专注于公司技术领域的发展。

图表 4 早期搜索引擎界面充斥着广告



资料来源: Web Design Museum、华安证券研究所

图表 5 Google 搜索结果中的 Adwords 广告 (2001 年)



资料来源: Version Museum、华安证券研究所

## 1.2 业务扩张期：并购加速业务扩张，持续深耕技术领域

谷歌上市后，采取并购策略扩张新业务，并为搜索广告传统业务打造了坚固的生态壁垒，同时根据业务结构变化积极调整管理模式，保持平稳发展。

(1) 公司策略：通过并购实现业务快速扩张，并为搜索业务打造了坚固的生态壁垒，逐步转型成为科技公司，同时持续深耕技术领域，发掘优质创新业务。

2004 年，谷歌成功上市美股纳斯达克。上市之后，谷歌掀起了并购潮，先后收购超过 250 家公司，其中有约七成的并购活动发生在 2004-2015 年期间。在此期间，谷歌进行并购的领域非常广泛，包括搜索广告 (DoubleClick、AdMob)、地图 (Where2、Keyhole、Waze)、社交 (YouTube)、移动 (Android、摩托罗拉、HTC Dream)、云计算 (PeakStream) 等。通过持续开展并购活动，谷歌不断为传统业务注入新鲜血液，同时也拓展了新业务，推动公司向综合型科技公司发展。如今谷歌主营业务中的 YouTube 业务、Network 业务中的 AdMob 和 AdSense、Pixel 设备业务最初都来源于并购活动，其他业务也通过并购活动吸收了先进技术，进一步提高了业务水平。

2008 年，谷歌为了改善用户浏览网络的体验，推出 Chrome 浏览器。在谷歌推出 Chrome 之前，浏览器市场的竞争已经非常激烈，IE 浏览器和 Firefox 浏览器占据了超过 90% 的市场份额(图表 8)；但是在谷歌推出 Chrome 后，Chrome 浏览器的市场份额迅速上升，并逐步成为浏览器市场的主导者。

Chrome 浏览器能后来居上的主要原因包括：①通过多进程架构和 JavaScript 引擎提升了浏览器的速度和稳定性，并采用简洁的设计，用户体验显著提升，快速抢占了市场；②当时市占率最高的 IE 浏览器与 Windows 系统深度绑定，而 Chrome 对不同操作系统提供了广泛支持，跨平台兼容性强；③Chrome 的扩展商店提供了对扩展功能的强力支持，让用户能够对浏览器功能进行个性化定制。通过 Chrome 浏览器的成功，谷歌搜索建立起了更广泛的生态，业务更加稳定。

由于对技术领域的持续深耕，谷歌在前沿科技上的步伐较快，积极布局移动领域，并最早在 AI 领域大放异彩。在移动领域，谷歌通过对摩托罗拉移动部门的收购，获取了其 15,000 多项核心专利，为之后成功制造 Pixel 手机奠定了基础。在 AI 领域，谷歌于 2011 年就已自研了 DistBelief 深度学习系统 (TensorFlow 的前身)，并将其用于搜索业务和 Gmail；之后又于 2014 年收购 DeepMind，其开发的 AlphaGo

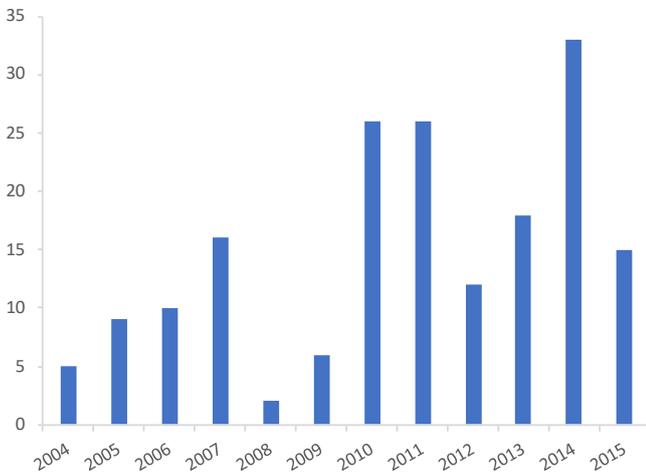
程序于 2016 年击败韩国围棋冠军李世石，成为 AI 发展历史上的一大里程碑。

图表 6 谷歌重要的并购案例

并购时间	公司名称	公司业务	收购金额 (亿美元)	战略价值
2006	YouTube	在线视频平台	16.5	成为谷歌广告业务的重要组成部分
2007	DoubleClick	在线广告	31	整合到AdSense中，推动谷歌在线广告发展
2009	AdMob	移动广告	7.5	整合到DoubleClick中，推动谷歌移动广告发展
2011	ITA Software	航班信息软件	6.76	Google Flights的前身
2012	摩托罗拉 (移动部门)	移动设备制造	125	获得移动领域15,000+核心专利
2013	Waze	GPS导航软件	9.66	整合到Google Map中，完善其社交功能
2014	Nest Labs	智能家居	32	布局物联网
2017	HTC (硬件部门)	移动设备研发	11	与谷歌合作研发Pixel系列手机
2019	Looker	数据分析	26	整合到GCP中，拓展B端市场
2021	Fitbit	消费电子产品	21	Wear OS的前身，布局智能穿戴设备
2022	Mandiant	网络安全	54	整合到GCP中，提供“端到端”安全运营套件

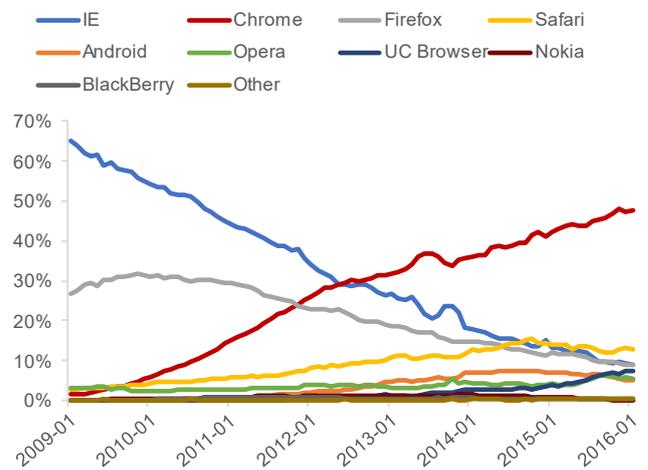
资料来源: Wikipedia、华安证券研究所

图表 7 2004-2015 年谷歌并购活动数量



资料来源: Wikipedia、华安证券研究所

图表 8 2009-2015 年 Chrome 浏览器市占率变化



资料来源: Statcounter、华安证券研究所

(2) 管理模式: 以“三驾马车”实现平稳过渡后, 谷歌变革组织架构为“CEO+高级副总裁”模式。2011 年, 施密特结束了在谷歌的任职, 创始人拉里·佩奇出任 CEO,谷歌正式走出“成人监护”模式。经过多年的并购和业务扩张, 谷歌已建立起 Chrome、YouTube、移动、社交等数个新的核心产品领域, 为了防止传统的层级管理模式阻碍公司的创新和决策能力, 谷歌将高级副总裁的权利下放到各个产品部门, 专门负责特定业务和产品, 从而实现“分布式管理”。

### 1.3 重组转型期：管理模式再革新，全面转向“AI First”战略

(1) 管理模式：继续革新管理模式，通过业务分离，进一步破除对科技创新的限制。随着谷歌业务范围的不断扩大，传统的大企业管理模式逐渐显露出弊端，多样化的创新性业务增加了谷歌管理结构的复杂性，从而可能拖累谷歌的创新速度。2016年，谷歌成立控股母公司 Alphabet，以进一步分离谷歌核心业务和其他创新业务，同时任命前 Chrome 浏览器负责人桑达尔·皮查伊为谷歌和 Alphabet 的 CEO，完成了对组织架构的重整。

#### (2) 公司策略：

①多领域投资：Alphabet 旗下脱离谷歌的子公司主要有八家，分布在多个不同领域中，包括 Access（光纤）、Calico（生命科技）、Capital G（股权投资）、GV（风投）、Nest（智能家居）、Verily（大健康）、Waymo（自动驾驶）和 X（谷歌实验室），作为谷歌对未来发展的赌注；

②加快创新速度：保持科技创新优势，近年来加快了 AI 相关的技术创新速度，先后取得了 AI 助手 Google Assistant、TPU 芯片、Transformer 架构、PaLM 模型、Bard 和 Gemini 等 AI 领域的技术突破，在如火如荼的 AI 竞争中保持了领先地位。

③加大 AI 投入：跟随微软、亚马逊，加大对 AI 和云计算方面的投入，在云业务方面保持了一定的竞争力。

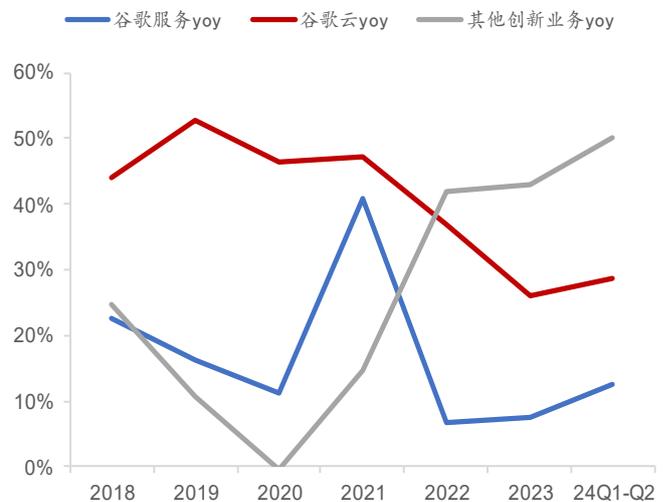
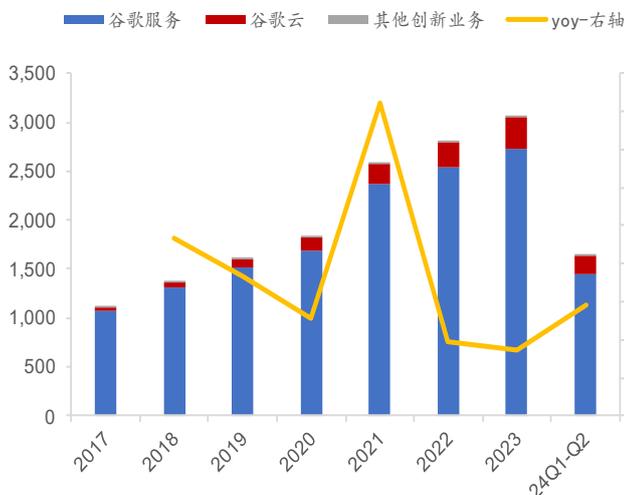
### 1.4 公司过往整体财务表现

收入端，2024 年上半年收入为 1,443 亿美元，同比+14.5%，公司主要业务线同比均实现亮眼增长。谷歌服务业务是公司的核心业务，同比+12.5%，重回两位数增长区间；谷歌云业务保持了 25% 以上增速，同比+28.6%；其他创新业务增速创出新高，同比+50.1%。

2021 年，谷歌服务增速一度达到 40.9%，其原因主要为：①业务方面，主要由于谷歌搜索中用户采纳率和使用量增加带来的查询量增加，以及广告客户支出的增长，使搜索广告增速激增，从而带动了谷歌服务整体增速；②疫情对 2020 年收入产生了不利影响，2020 年谷歌服务增速仅为 11.1%。

图表 9 谷歌整体收入情况 (亿美元)

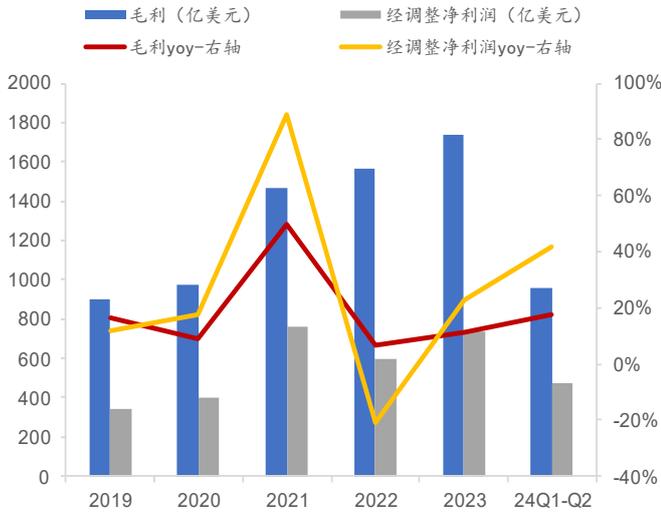
图表 10 谷歌各业务线收入同比增速情况



资料来源：公司公告、华安证券研究所

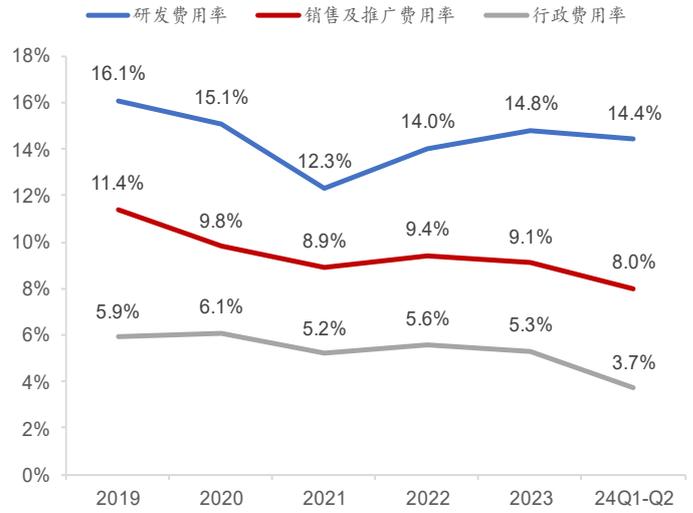
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 11 24 年上半年经调整净利润同比增长 41.5%



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 12 谷歌研发费用率保持在 14% 以上



资料来源：公司公告、华安证券研究所

## 2 业务线：搜索和广告业务 AI 赋能明显

谷歌共有三条业务线，分别是谷歌服务 (Google Services)、谷歌云 (Google Cloud) 和其他创新业务 (Other Bets)。其中，谷歌服务部门主要包括广告业务和订阅、平台和设备业务，广告业务又分为谷歌搜索和其他、YouTube 广告和谷歌网络；云计算部门主要包括谷歌云平台 (GCP) 和谷歌 Workspace；其他创新业务则主要包括自动驾驶、生命科技、智能家居等垂类业务。

图表 13 谷歌业务划分及各业务主要产品

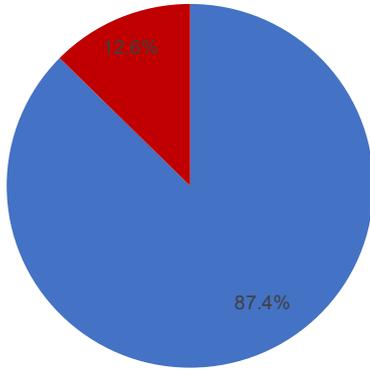


资料来源：公司官网、公司公告、华安证券研究所

(1) 收入端：谷歌云业务收入于 2023 年起占总业务比重开始超过 10%，逐渐成为谷歌收入增长的新驱动力；谷歌服务业务收入占总收入比例虽有所下降，但仍保持在 90% 左右，是谷歌的支柱业务。在谷歌服务中，广告业务贡献了将近九成的收入，其中搜索和其他业务又占了广告业务收入的大部分，比重保持在 70% 以上。

图表 14 24Q2 广告业务贡献了谷歌服务将近九成的收入

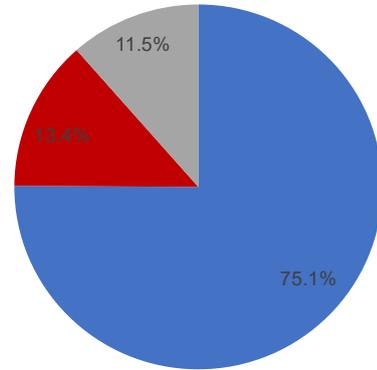
■ 谷歌广告 ■ 订阅、平台和设备



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 15 24Q2 搜索和其他业务占广告业务收入比重超 75%

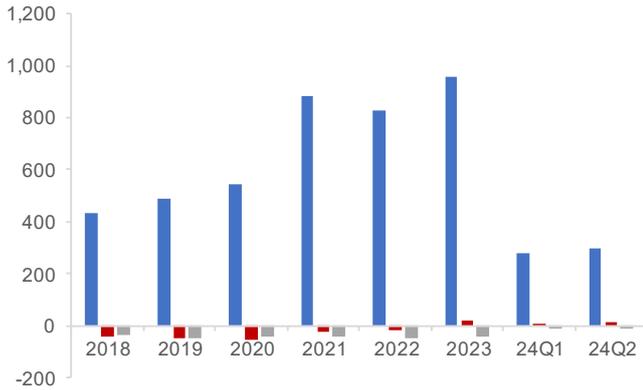
■ 谷歌搜索和其它 ■ YouTube 广告 ■ 谷歌网络



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 16 谷歌各业务线营业利润 (亿美元)

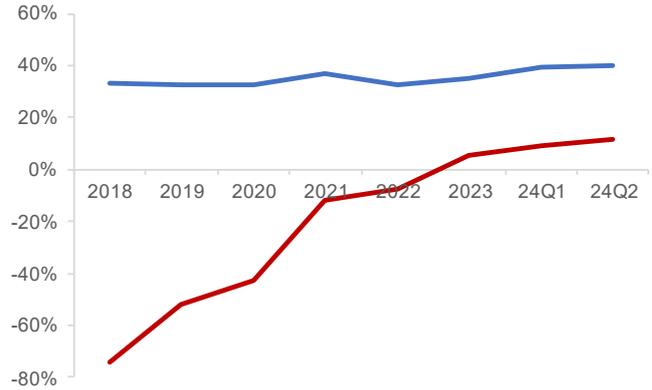
■ 谷歌服务 ■ 谷歌云 ■ 其他创新业务



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 17 谷歌主要业务线 OPM 情况

— 谷歌服务 — 谷歌云



资料来源：公司公告、华安证券研究所

(2) 利润端：谷歌服务业务一直以来都是营业利润的主要来源，谷歌云业务营业利润自 2023 年以来已实现转正。

## 2.1 谷歌服务：广告是增长驱动力，Gen AI 有望成为新动能

在谷歌服务中，谷歌广告业务收入增长近年来基本稳定在 10% 左右，该业务又可以分为谷歌搜索和其他、YouTube 广告和谷歌网络三个部分。

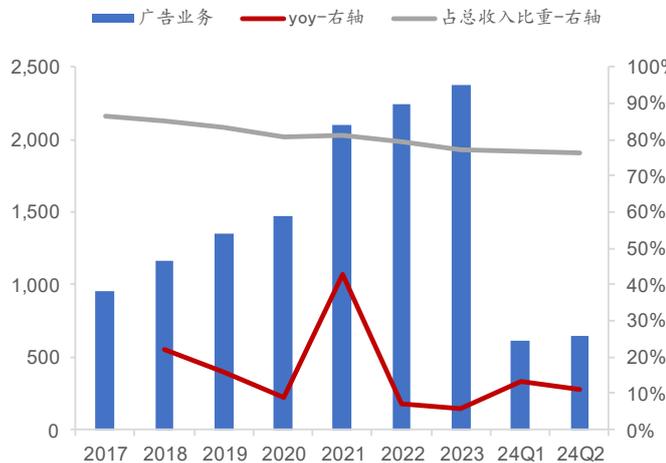
图表 18 谷歌服务涵盖业务



资料来源：公司公告、华安证券研究所

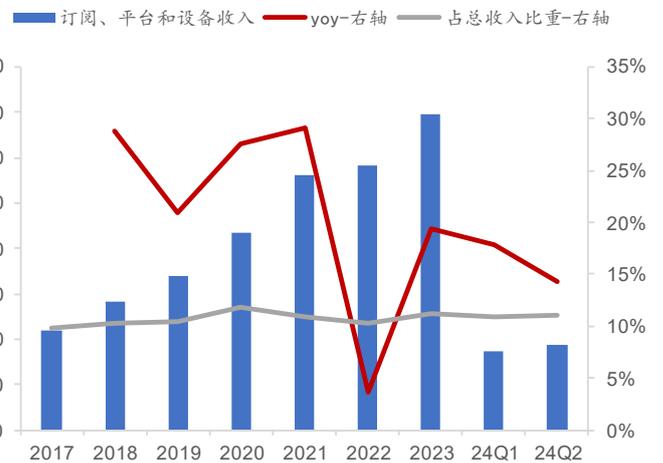
主要逻辑：①通过 Chrome 浏览器和 Android 系统实现对桌面端和移动端两种主要搜索渠道的高度把控，搜索广告业务护城河深，市占率稳定；②推出 Gen AI+ 搜索功能 SGE（生成式搜索体验）和 AI 概览，加速 Gen AI 与搜索相关产品融合，有望提升单次搜索带来的价值；③AI 驱动广告创新，推出 Gen AI 赋能的广告工具，有望提升广告投放和转化率。

图表 19 广告业务收入增速及占比（亿美元）



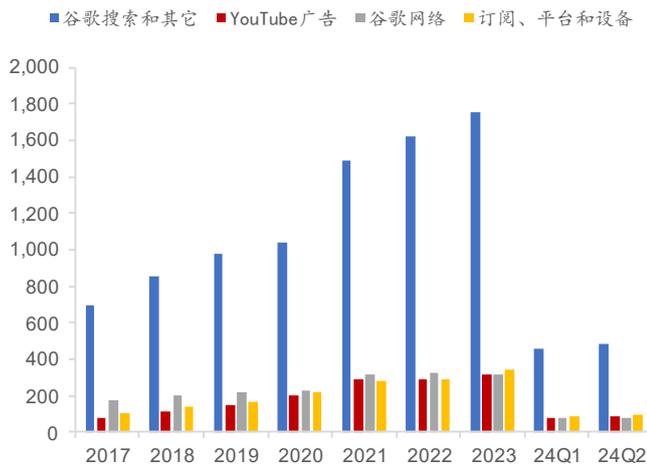
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 20 订阅、平台和设备收入增速及占比（亿美元）



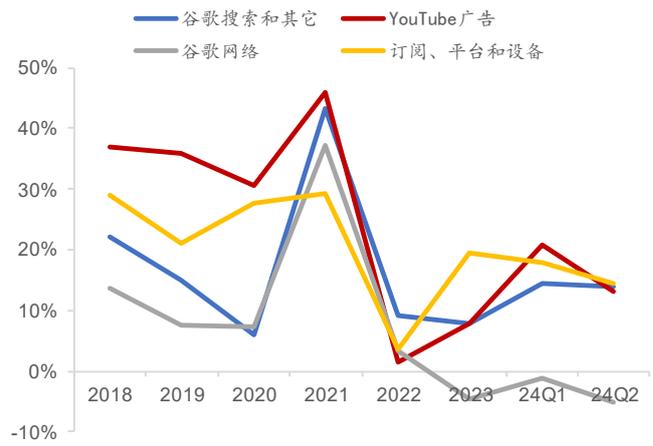
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 21 谷歌服务各业务收入 (亿美元)



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 22 谷歌服务各业务收入同比增速



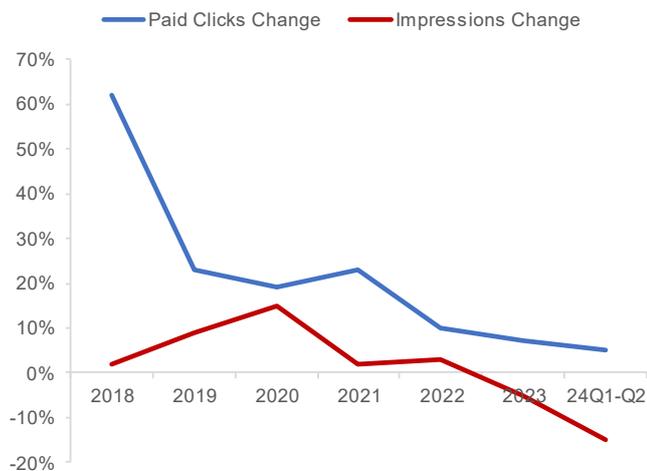
资料来源：公司公告、华安证券研究所

### 2.1.1 搜索壁垒牢固，Gen AI 赋能广告增长

谷歌广告的投放渠道主要可以分为谷歌搜索和 YouTube 等第一方渠道和与谷歌合作的网站和应用程序等第三方渠道。付费模式主要分为每次点击付费 (CPC) 和展示付费 (CPM)，其中每次点击付费就是根据用户的点击次数来计费，主要适用于谷歌搜索和其他媒体资源的流量，展示付费则是按照每千次展示进行付费，主要适用于谷歌 Network 资源的流量。YouTube 由于广告类型的多样性，包含多种付费模式，以每次观看付费 (CPV) 和 CPM 模式为主，其中每次观看付费是根据用户的观看次数来计费。

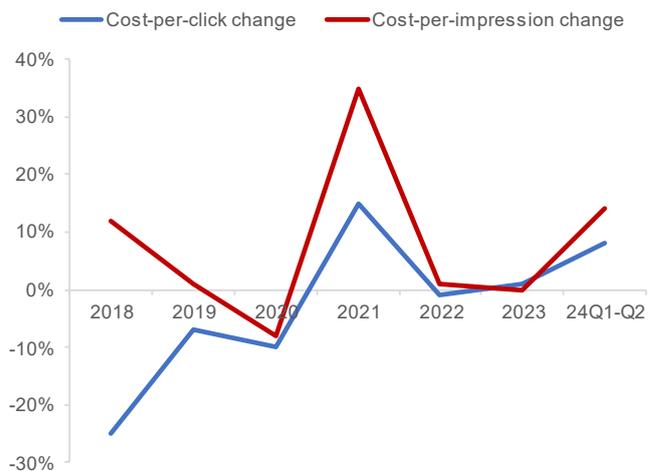
从近几年来看，谷歌 CPC 广告付费点击率保持了正增长，但增速逐步放缓，CPM 广告展示次数则在最近两年出现了负增长，两种广告模式的费用均有一定程度的上升。

图表 23 谷歌 CPC 广告付费点击率增速放缓



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 24 谷歌不同广告模式费用增速



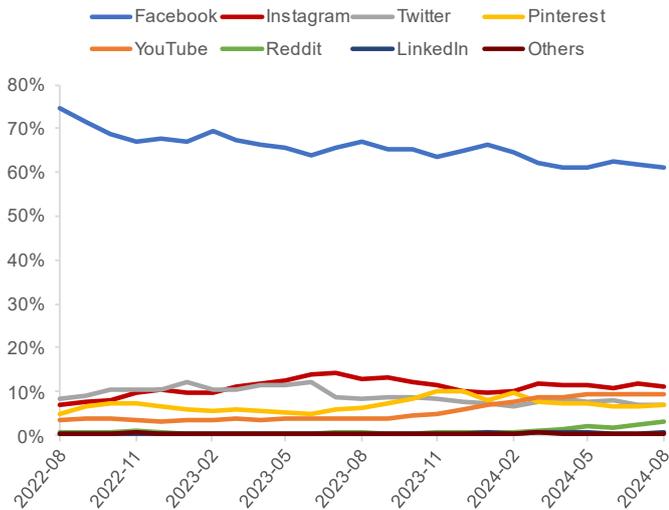
资料来源：公司公告、华安证券研究所

YouTube 广告类型多样，根据投放场景和格式的不同主要可以分为可跳过和不可跳过的插播广告、信息流视频广告、标头广告、视频覆盖广告和视频行动广告等。

YouTube 是全球领先的流媒体视频网站，采用 UGC 创作模式和社交媒体定位，人人皆可创作内容并发表，因此创作者基数大，受众粘性强。在中长视频上，YouTube 始终保持领先地位；在短视频上，YouTube 受到了来自 TikTok 的强力竞争，因此于 2021 年起推出 YouTube Shorts，对标 TikTok 和 Instagram Reels。近两年，YouTube 在社交媒体中的市占率不断上升，目前已位居第三，仅次于 Facebook 和 Instagram。

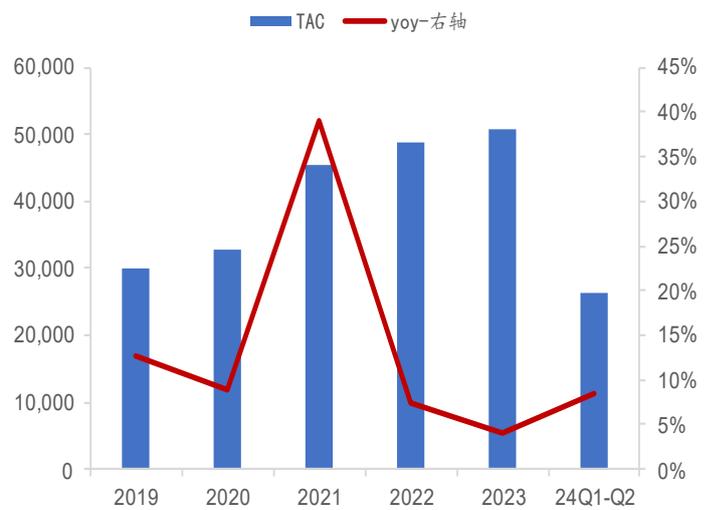
谷歌网络收入主要由 AdMob、AdSense 和 Ad Manager 三方面组成，其中 AdMob 和 AdSense 分别是移动端和桌面端的广告生成和投放工具，Ad Manager 则是广告分析和管理工具。由于谷歌网络的广告是投向第三方平台，因此谷歌需要向合作伙伴支付流量获取成本 (TAC)。

图表 25 YouTube 在社交媒体中的市占率不断上升



资料来源: Statcounter、华安证券研究所

图表 26 谷歌 TAC 费用变化

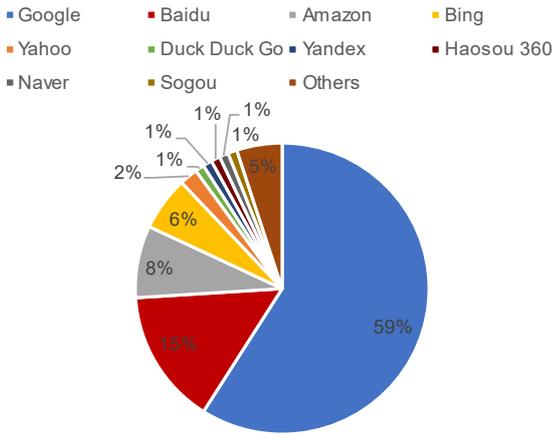


资料来源: 公司公告、华安证券研究所

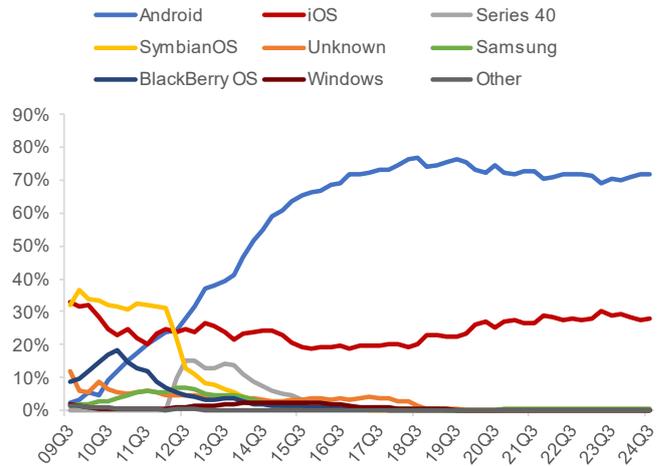
**业务优势:**

(1) 谷歌通过自身的 Chrome 浏览器和 Android 系统，实现了对桌面端和移动端两种主要搜索渠道的把控，市占率高，搜索壁垒牢固。谷歌搜索广告的高市占率离不开其搜索引擎的领先地位，而搜索引擎的成功又离不开与 Chrome 浏览器的集成以及强大的 Android 生态。Chrome 浏览器之所以能成为谷歌搜索广告的重要支撑，主要有三方面原因：①以数据为导向，通过收集用户数据和浏览行为，了解用户的行为和偏好，从而提供个性化的浏览体验并投放具有高度针对性的广告；②在桌面端，与 Google Ads 和 DoubleClick 等谷歌广告平台集成，并提供多样化的广告格式；③在移动端，与设备制造商合作，将 Chrome 预装为设备上的默认浏览器，同时与流行的软件应用程序集成，提高用户采用率和使用量。Chrome 还与 Android 集成，受益于 Android 在移动端操作系统中的高市占率及其强大的生态系统，使其在移动端浏览器中的市场份额更加稳固。

图表 27 2023 年谷歌在全球搜索广告市场份额中占比 59% 图表 28 Android 在移动端操作系统中市占率超过 70%



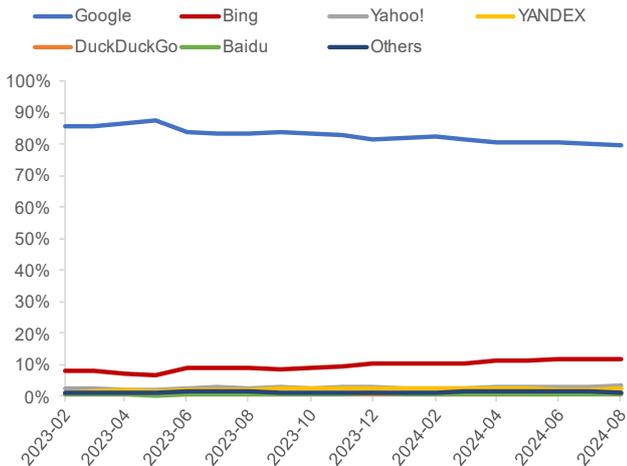
资料来源: Statista、华安证券研究所



资料来源: Statcounter、华安证券研究所

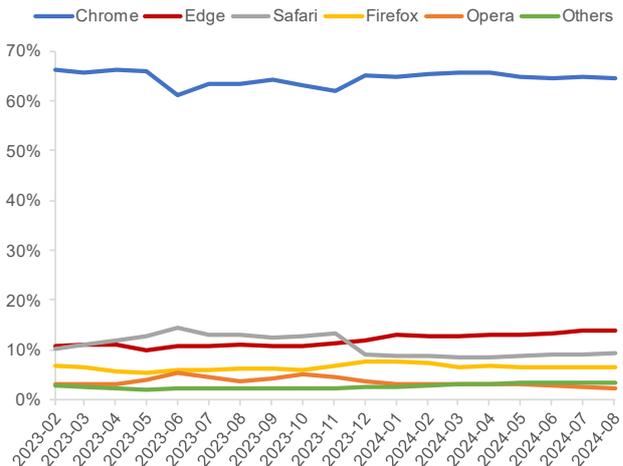
在桌面端，谷歌搜索自 2023 年以来受到了来自微软的挑战。微软通过在 **New Bing** 中集成 **Copilot AI** 助手，分走了一部分谷歌搜索引擎的市场份额，原因主要是：①为用户提供基于生成式 AI 的交互式搜索体验，和主流搜索模式相比具有差异性，形成了对谷歌搜索的差异化替代；②与微软 **Edge** 浏览器进行绑定，而 **Edge** 又是 **Windows** 系统的默认浏览器，借助 **Windows** 生态进行推广。随着 Bing 市占率的提升，Edge 浏览器的市场份额也相应增加。在移动端，由于 Bing 的市占率远低于其在桌面端的市占率，谷歌搜索的统治地位没有受到影响。从长期来看，交互式搜索可能会对搜索市场造成较大冲击，但就目前而言，其搜索结果的准确性仍有待提高，加上移动端在搜索渠道流量中的占比更高，因此微软 Bing 对谷歌搜索的整体影响仍相对有限。

图表 29 2023 年 6 月以来谷歌搜索市场份额有所回落



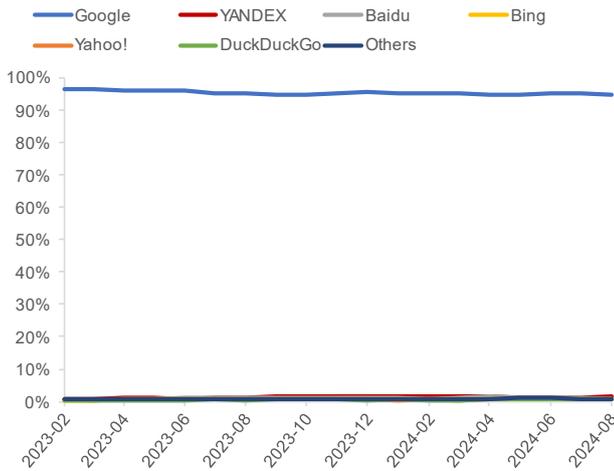
资料来源: Statcounter、华安证券研究所

图表 30 Edge 浏览器受 Bing 搜索推动市场份额上升



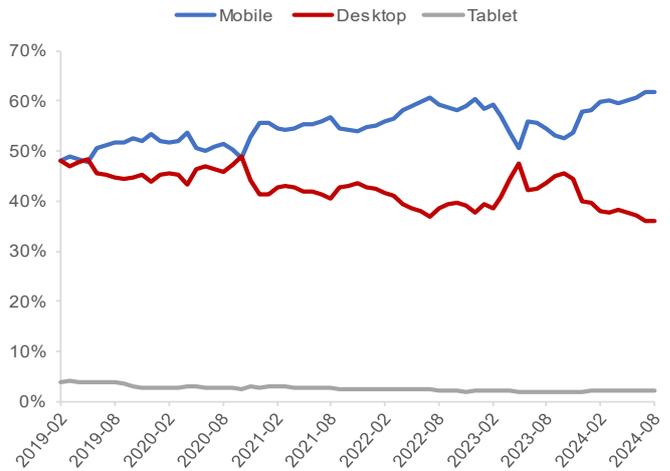
资料来源: Statcounter、华安证券研究所

图表 31 谷歌搜索在移动端占比保持在 95%以上



资料来源: Statcounter、华安证券研究所

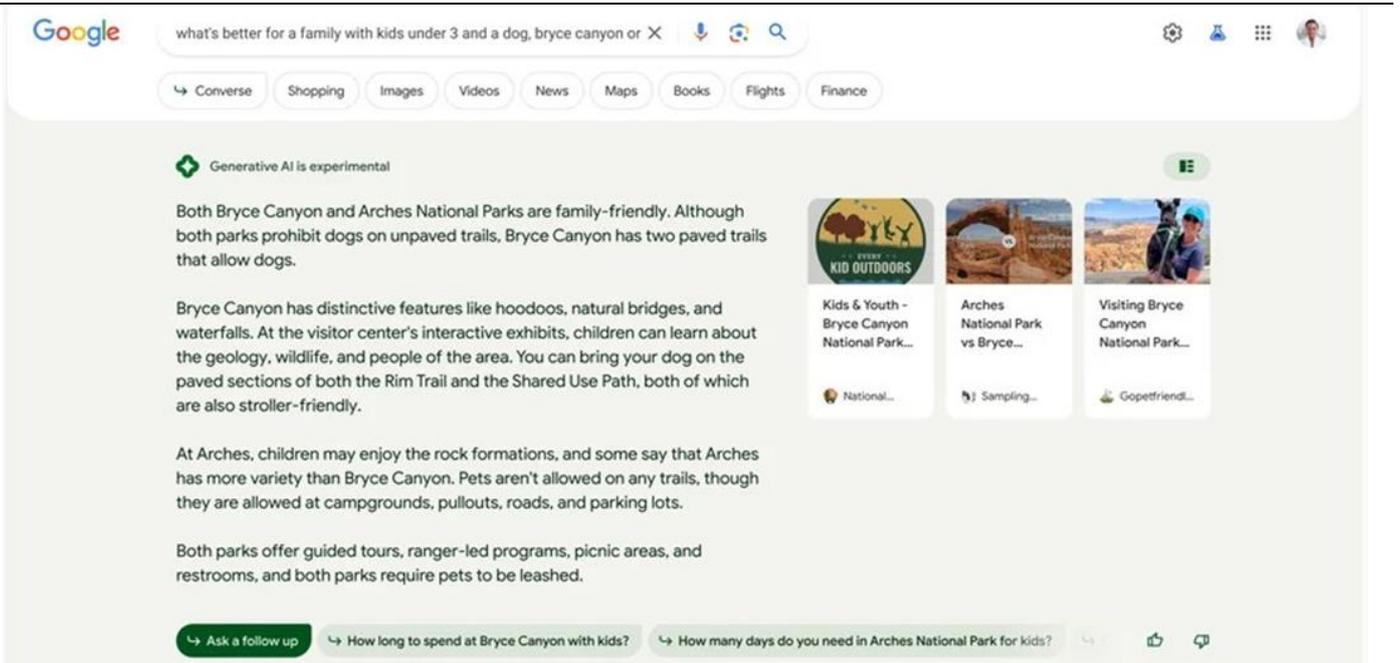
图表 32 移动端在搜索渠道流量中占比超过 60%



资料来源: Statcounter、华安证券研究所

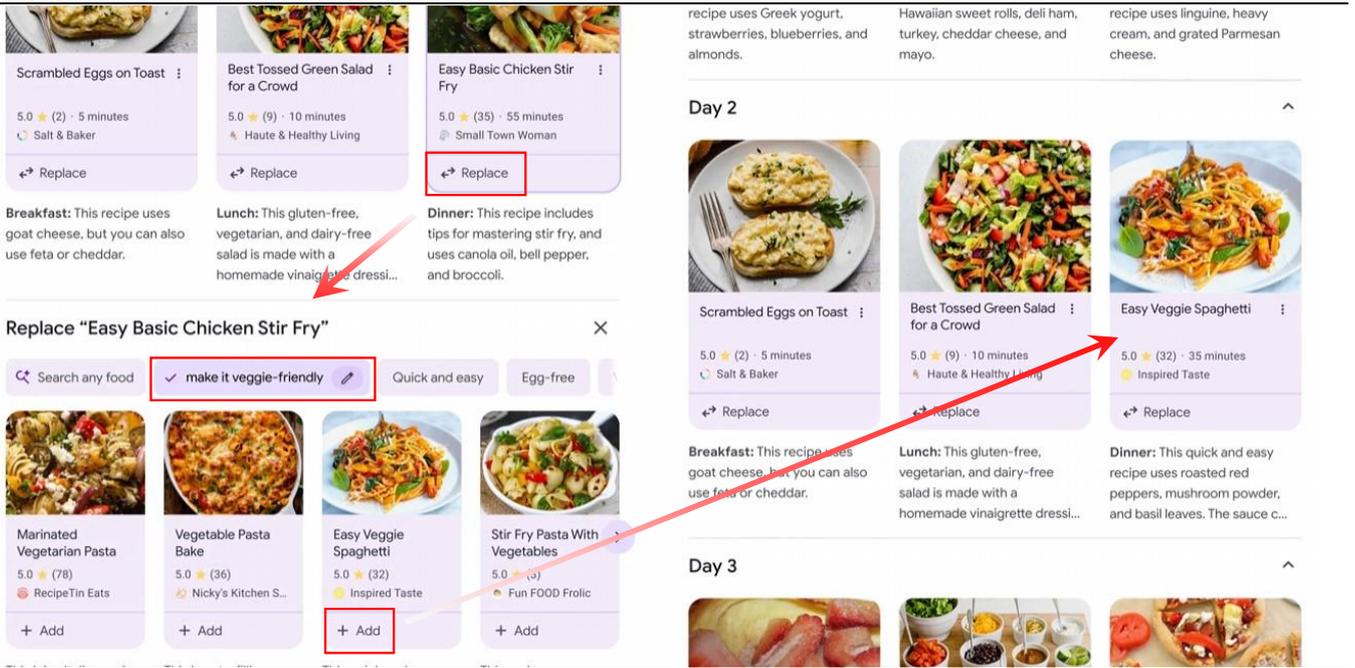
(2) 推出 Gen AI+搜索功能 SGE (生成式搜索体验), 加速 Gen AI 与搜索相关产品融合, 有望提升单次搜索带来的价值。面对微软 Copilot+Edge 对搜索市场的冲击, 谷歌也开始用生成式 AI 赋能搜索, 提供更智能化的服务。生成式搜索体验是谷歌推出的首款互动式搜索功能, 能够帮助用户更快地理解主题、发现新的观点和见解, 为需要考虑的关键信息生成建议, 并提供进一步探索的链接。在 Gemini 模型推出后, 谷歌又上线了 AI 概览功能, AI 概览也是一种互动式搜索, 显示在谷歌搜索结果页面的顶部, 借助 Gemini 模型的多步推理功能, AI 概览可以帮助用户快速解决复杂的问题, 协助用户制定计划, 还可以为用户创建一个由 AI 组织的结果页面以提供灵感。目前该功能还处于试验阶段, 仅适用于美国地区用户。

图表 33 SGE 为需要考虑的关键信息生成建议, 并提供进一步探索的链接



资料来源: 公司官网、华安证券研究所

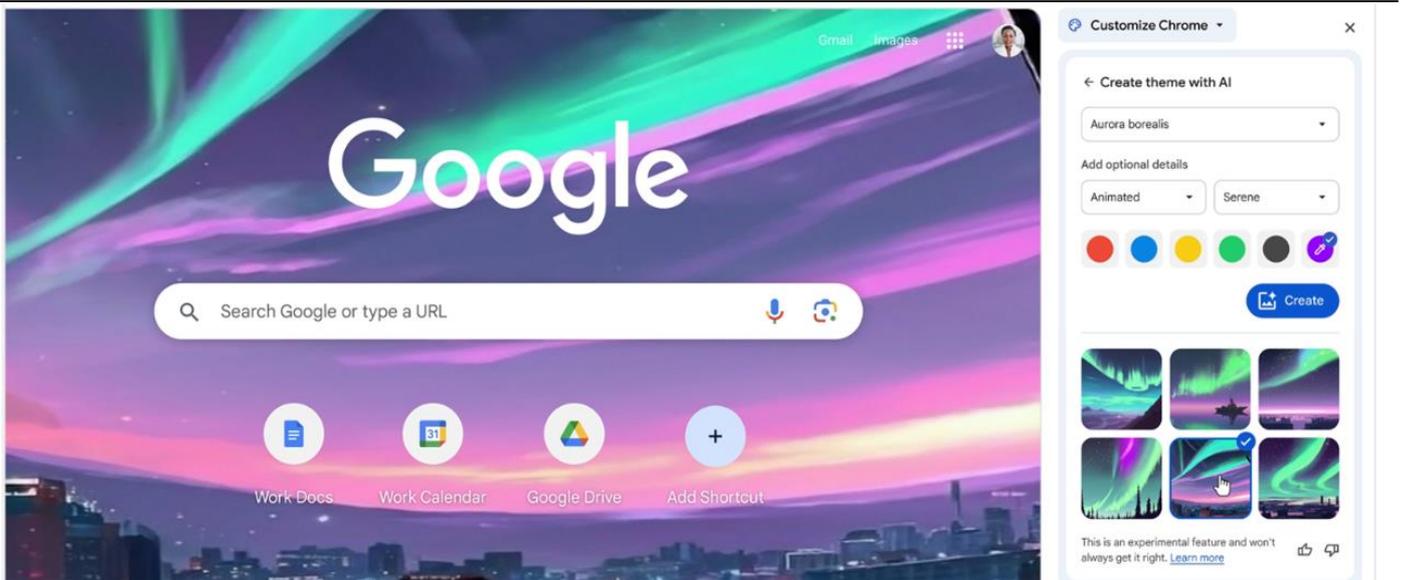
图表 34 AI 概览帮助用户制定计划



资料来源：公司官网、华安证券研究所

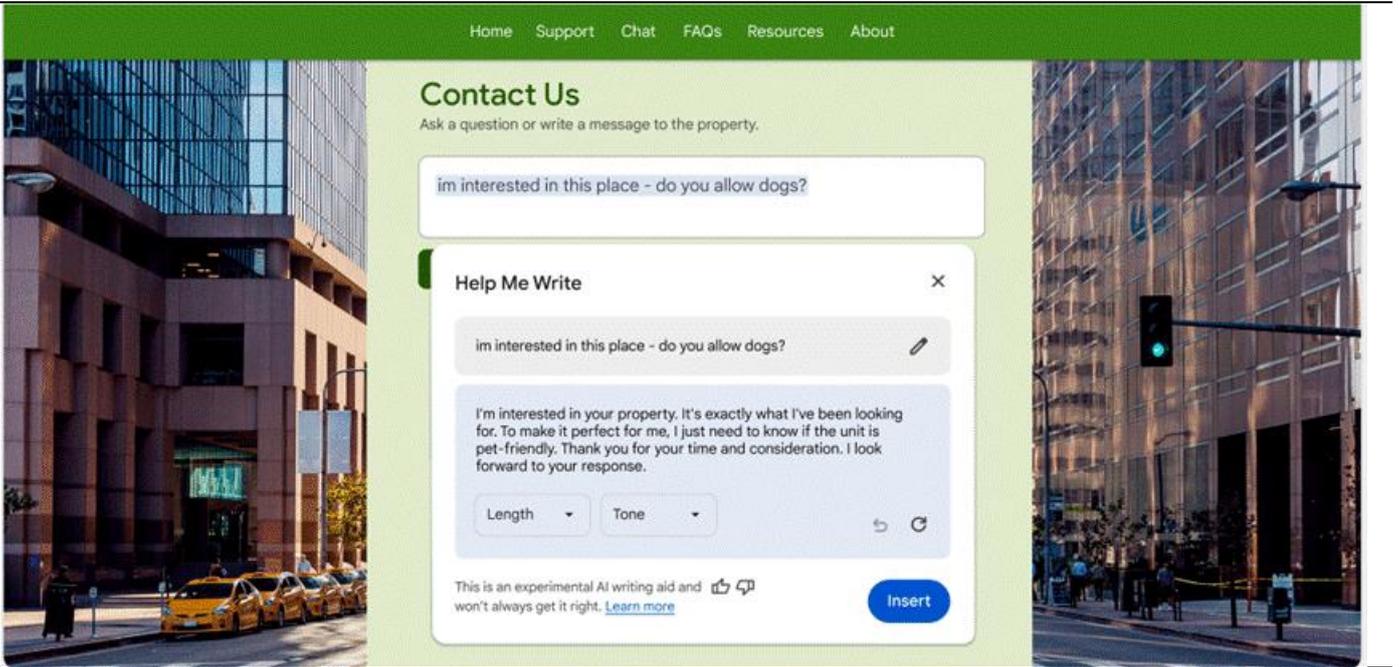
除了推出新的交互式搜索模式，Gen AI 还与 Chrome 浏览器和谷歌地图等搜索相关产品集成，提升了用户体验。在 Chrome 方面，推出了 AI 驱动的主题页管理器、AI 创建主题和“帮我写”功能。标签页管理器可以将浏览器选项卡按照类别进行智能分组，以便于用户查找；AI 创建主题是与 Pixel 8 上推出的生成式 AI 壁纸相似的功能，允许用户根据所选择的主题、情绪、视觉风格和颜色快速生成个性化主题壁纸；“帮我写”功能则为用户提供了在网页上写作的帮助。在谷歌地图方面，谷歌将交互式搜索引入移动端，为用户的本地搜索提供更加相关和个性化的结果，将用户体验从单纯的地图导航转变为用于查找本地服务和景点的交互式指南。

图表 35 AI 创建主题快速生成个性化主题壁纸



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 36 “帮我写”为用户提供在网页上起草内容的帮助



资料来源：公司官网、华安证券研究所

(3) AI 驱动广告创新，推出 Gen AI 赋能的广告工具，有望提升广告投效和转化率。谷歌借助 AI 推出了区别于传统搜索广告的 Pmax 广告和 Demand Gen 广告，搜索广告专注于最大化谷歌搜索的效果，Pmax 则用于最大限度地提高谷歌所有渠道和平台的效果，而 Demand Gen 是一种发现广告，帮助广告客户在谷歌和 YouTube 平台中最具沉浸感和娱乐性的接触点 (YouTube Shorts、Discover 和 Gmail) 上通过视觉故事讲述来创造和转化新的需求。

图表 37 谷歌基本广告类型对比

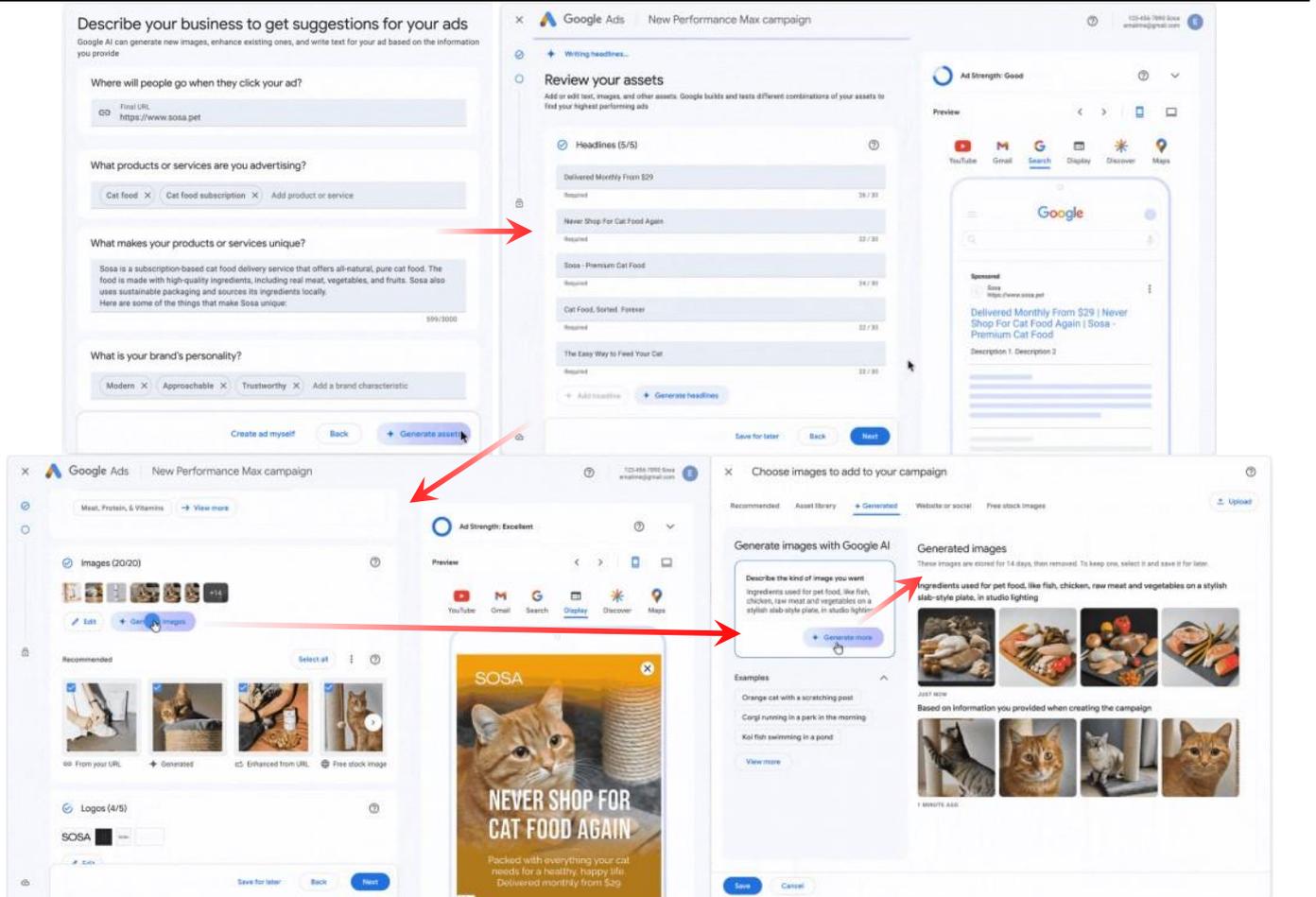
广告类型	搜索广告	Pmax 广告	Demand Gen 广告
用途	最大限度地提高 Google 搜索的效果	最大限度地提高 Google 所有渠道和平台的效果	在谷歌和 YouTube 平台中最具沉浸感和娱乐性的接触点上创造和转化新的需求
投放渠道	通过搜索 + 搜索网络合作伙伴 (AFS) 触达客户。	谷歌搜索、YouTube (包含 Shorts)、Discover、Gmail、Display	YouTube Shorts、YouTube in-feed、Discover、Gmail
投放指标	目标意图说明、点击次数、转化次数、转化价值	转化次数、转化价值	点击次数、转化次数、转化价值
目标受众	对搜索受众进行个性化营销	根据价值规则和受众信号引导 AI (无硬性目标)	启用受众自定义，并能够定位独特的受众细分 (如 Lookalike 细分)
资产类型	图像、文本	图像、文本、视频	图像、文本、视频、轮播广告、商品上传数据

资料来源：公司官网、华安证券研究所

主要功能:

①**Gen AI+PMax**: 将生成式 AI 引入 Pmax 广告, 帮助用户创建和扩展自定义资产, 用户在提供网站链接和其他必要信息后, AI 就会开始了解品牌, 然后使用文本和其他类型的创意资源填充广告系列, 以及为用户生成新图片。Google Ads 是谷歌的在线广告平台, 包含从广告创作到投放等多个环节, 该平台以 AI 为基础, 现已针对不同的广告类型和应用场景推出了 AI 生成功能。

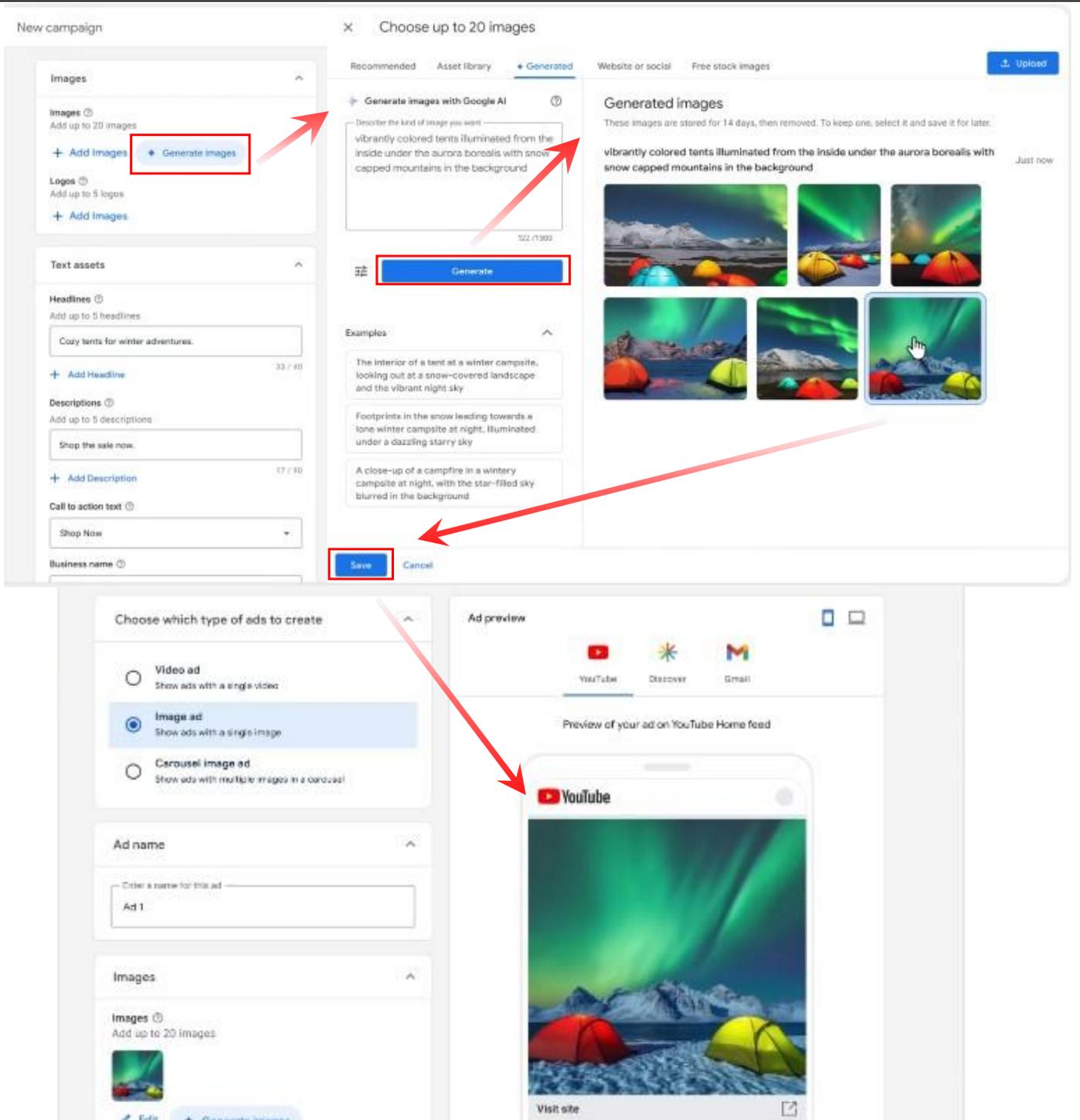
图表 38 提供建议并生成标题、描述和图片, 并根据用户提供的文本提示生成更多资产



资料来源: 公司官网、华安证券研究所

②**Gen AI+Demand Gen**: 将生成式 AI 引入 Demand Gen, 允许用户提供文本提示, 以根据用户的偏好生成更多图像资产。

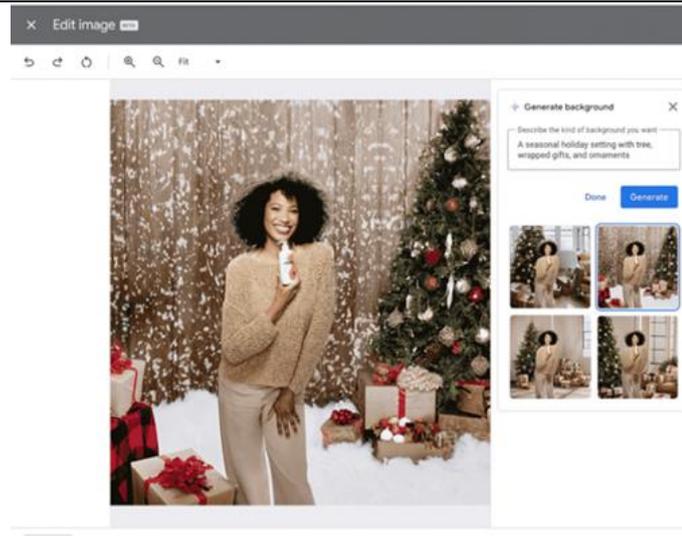
图表 39 根据文本提示生成图像资产



资料来源：公司官网、华安证券研究所

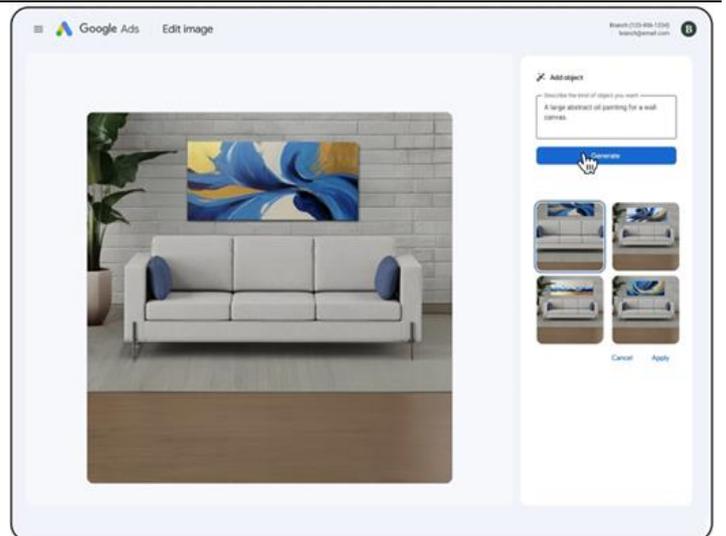
**③Gen AI+图片编辑：**将生成式 AI 引入图片编辑功能，随着广告主探索创意，Gen AI 将生成更多推荐，在不同情境和场景中展示商品，以提供丰富的资产选择，还可以根据文本提示生成和更改图片背景，以及将所要展示的产品放在图片中的指定位置。

图表 40 根据文本提示生成和更改图片背景



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 41 根据文本提示将产品放在图片中的指定位置

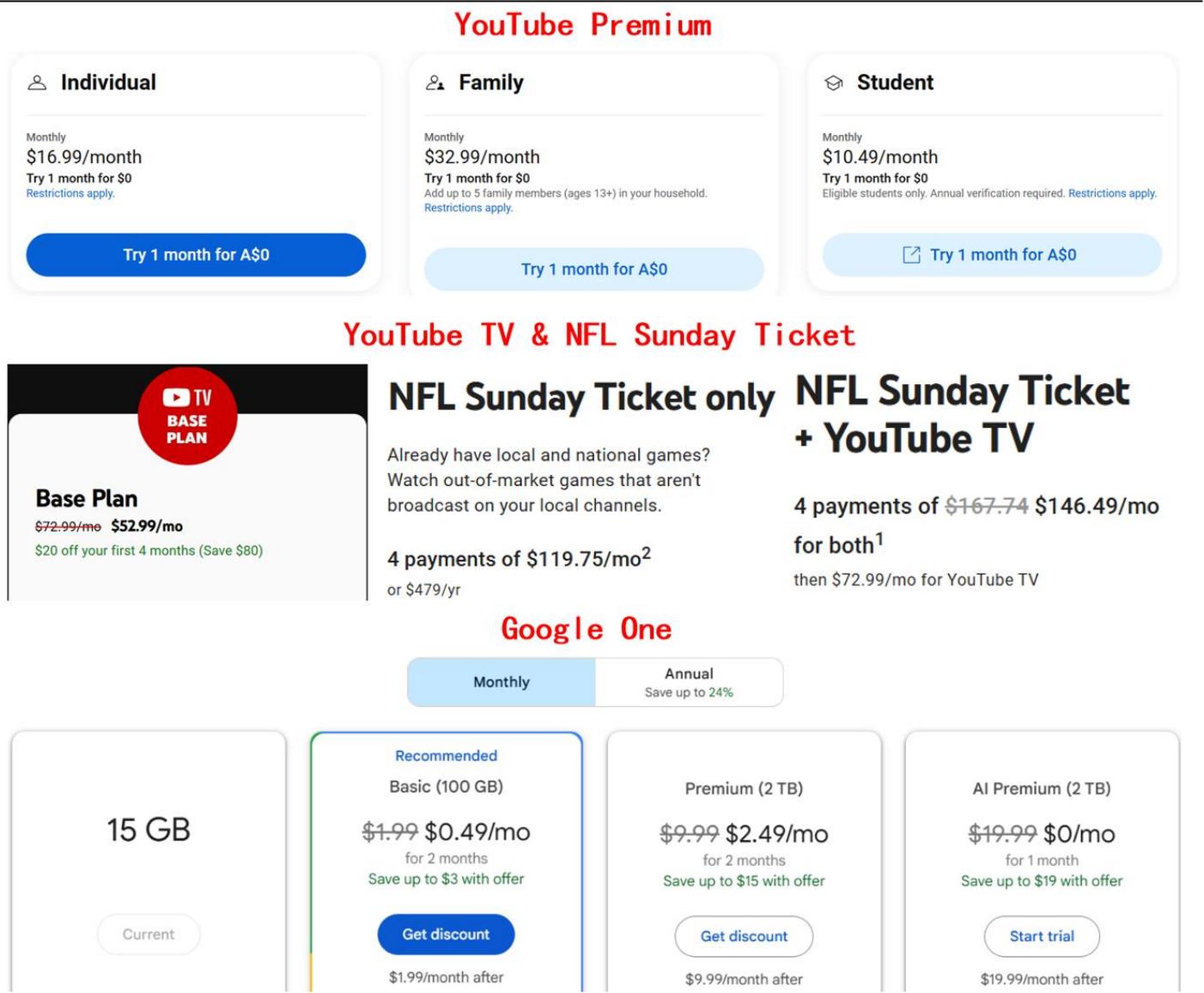


资料来源：公司官网、华安证券研究所

## 2.1.2 AI 赋能 YouTube 创作，Pixel 内置 Gemini AI

谷歌的消费者订阅服务主要是 YouTube 订阅业务，包括频道会员和付费订阅服务，频道会员就是部分提供会员服务的创作者专门为会员提供的视频、直播、帖子等专属福利，付费订阅服务则包括 YouTube Premium、YouTube TV & NFL Sunday Ticket 和 Google One 等平台服务。频道会员采取按月收费模式，根据创作者需求分为多个订阅级别，创作者获得税后的 70% 收入，YouTube 分成略低于 30%。YouTube Premium 提供 YouTube 平台和 YouTube Music 的无广告、下载和后台播放权益，按月收费，分为个人、家庭和学生等三种会员类型，且提供首月免费服务。YouTube TV 提供 100+ 个直播频道和 NFL 本地比赛、全国转播比赛等放送服务，NFL Sunday Ticket 则是 YouTube 自 2023 年起获得的 NFL Sunday Ticket 独家分销权，提供 NFL 非本地比赛放送服务，既可以单独订阅，也提供与 YouTube TV 基本会员的打包订阅优惠，但大部分地区需一次性支付四个月订阅费用。Google One 是谷歌自 2018 年起推出的额外存储空间服务，分为 Basic、Premium 和 AI Premium 三个会员档次，并且提供按月和按年两种付费方式，按年付费提供 24% 的折扣，其中 AI Premium 会员可以获得最新版 Gemini 服务的使用权。

图表 42 YouTube 付费订阅服务定价

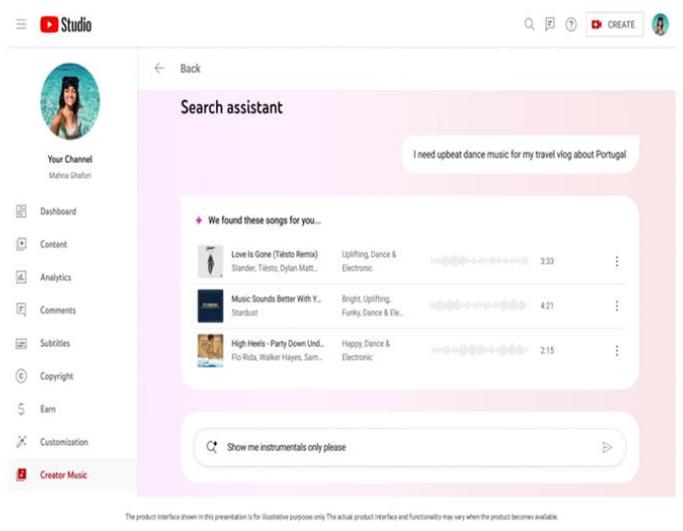
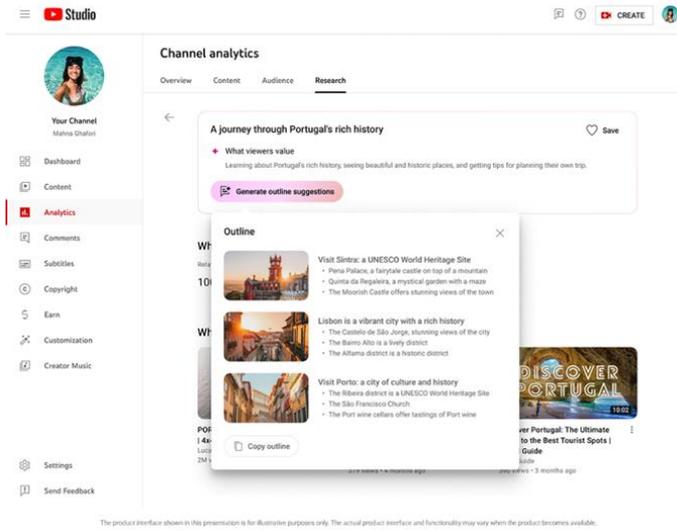


资料来源：各产品官网、华安证券研究所

在 AI 方面，YouTube 推出了一系列 AI 驱动的创作工具，以赋能内容创作。Dream Screen 是 YouTube Shorts 推出的一款创作工具，对标 TikTok 的 AI Greenscreen，允许创作者为短视频构思 AI 生成的视频或图像背景。AI Insights 是 YouTube 推出的基于数据分析的创意激发工具，可以根据观众在 YouTube 平台上已经观看的内容，利用生成式 AI 为创作者提供视频创意并列大纲，有超过 70% 的受访者在初步测试中表达了工具的有效性。Assistive Search in Creator Music 则是一种辅助搜索工具，允许创作者通过输入内容为视频寻找合适的配乐。

图表 43 AI Insights 为创作者提供视频创意并列大纲

图表 44 Assistive Search 通过输入内容寻找合适的配乐

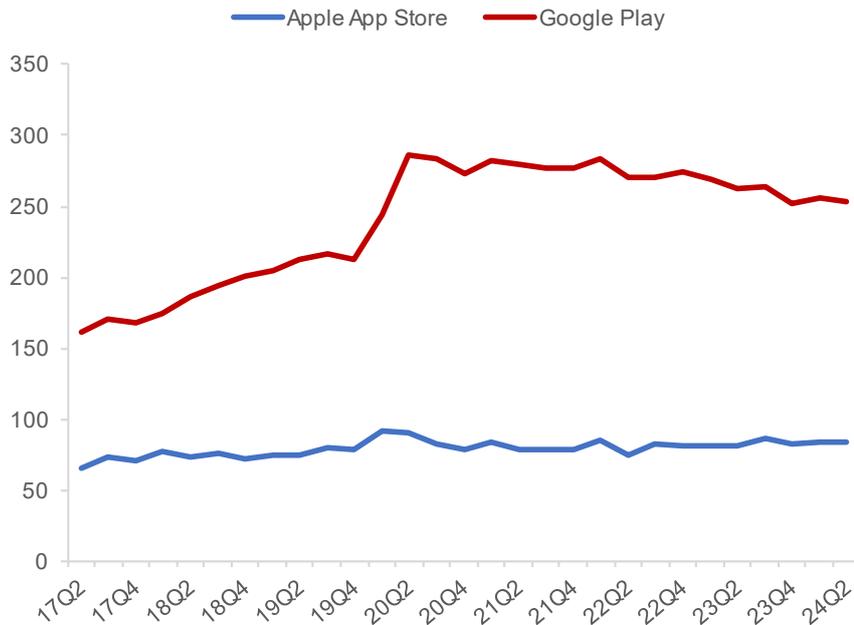


资料来源：YouTube 官网、华安证券研究所

资料来源：YouTube 官网、华安证券研究所

谷歌在平台方面的收入主要来自 Play 商店的应用程序销售和應用内购买，谷歌从 Play 商店中获得 30% 的收入分成。应用程序销售是开发人员直接向用户收取下载其应用程序的费用，一般无需付其他费用；应用内购买则是允许用户免费下载应用，但是额外的功能或内容需要在应用程序内购买。Play 商店是谷歌在移动端的流量入口，由于与 Android 系统相绑定，拥有巨大的应用下载量，是 Android 市占率高的主要原因。目前 Play 商店的季度下载量已超过 250 亿次，相当于 Apple App Store 的三倍左右。

图表 45 Play 商店的下载量是 App Store 的三倍左右



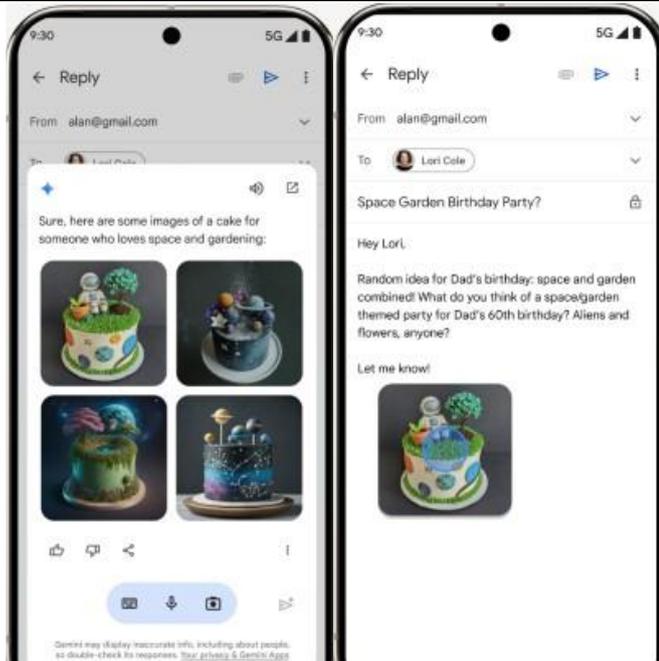
资料来源：Statista、Sensor Tower、华安证券研究所

谷歌的设备业务主要是 Pixel 系列设备的销售，目前的最新机型是 Pixel 9 系

列，内建 Gemini AI 以支持先进 AI 功能。在 AI 助手方面，Gemini Live 是谷歌在 Pixel 9 Pro 型号上最新推出的移动对话体验，需要 Gemini Advanced 订阅，允许用户以文本、图像或语音的形式与 Gemini 进行自由流畅的对话。由于与 Android 的深度集成，Gemini 还能与其他应用进行交互，比如可以将 Gemini 生成的图像直接拖放到 Gmail 和 Messages 等应用程序中。在拍照方面，推出了 Add Me、Best Take 等 AI 内容创建工具，利用 AI 提供了拼合或混合多张照片的玩法。在搜索方面，Circle to Search 是谷歌从 Pixel 8 系列开始推出的 AI 图像搜索工具，允许用户通过简单的手势（如圈出、突出显示、涂鸦或点击）选择图像中感兴趣的内容，以提供 AI 概览和所需要的视觉信息。

图表 46 Gemini 生成的图像可以直接拖放到 Gmail 中

图表 47 Add Me 对两张照片进行智能拼合



资料来源：谷歌官网、华安证券研究所

资料来源：Pixel 官网、华安证券研究所

## 2.2 谷歌云：AI 打造第二增长曲线，目前处于利润释放阶段

目前谷歌云业务收入主要来源于两部分业务：(1) 谷歌云平台 (GCP)，主要包括 AI 基础设施和平台服务产品，涵盖计算、存储、网络、安全、大数据、AI 和机器学习等多个产品矩阵，是谷歌云平台的核心业务，并受益于生成式 AI 的发展带来新增量。(2) Google Workspace，提供通信和协作工具以及其他企业服务，包括 Gmail、Docs、Drive、Calendar、Meet 等办公应用，主要收取服务订阅费。

图表 48 谷歌云业务产品构成

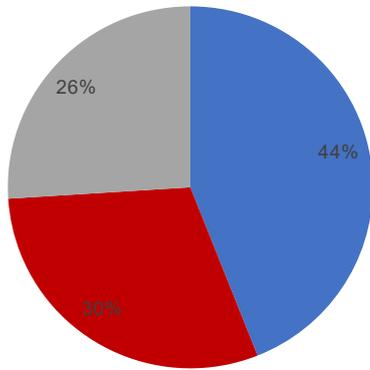


资料来源：公司官网、华安证券研究所

谷歌云业务在 SaaS、PaaS 和 IaaS 三方面均有布局，其中 Workspace 属于 SaaS 业务，在办公生产力软件市场市占率高于微软 Office，是谷歌云业务的强点；GCP 属于 IaaS 和 PaaS 业务，目前市场份额占比仍较小，在企业多云策略中大多作为备用选择，具有一定提升空间，但凭借强大的模型自研能力，谷歌有望在 MaaS 业务（属于 PaaS）上实现突破。

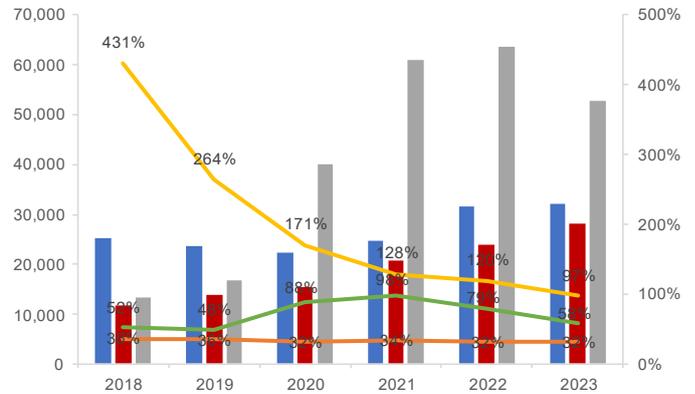
图表 49 谷歌在办公生产力软件市场市占率最高(2024 年) 图表 50 谷歌、微软、亚马逊资本开支

■ Google Apps ■ Microsoft Office 365 ■ Others



资料来源：Statista、华安证券研究所

■ 谷歌 ■ 微软 ■ 亚马逊  
 ■ 谷歌 CAPEX 占云业务收入比重-右轴  
 ■ 微软 CAPEX 占云业务收入比重-右轴



资料来源：各公司财报、华安证券研究所

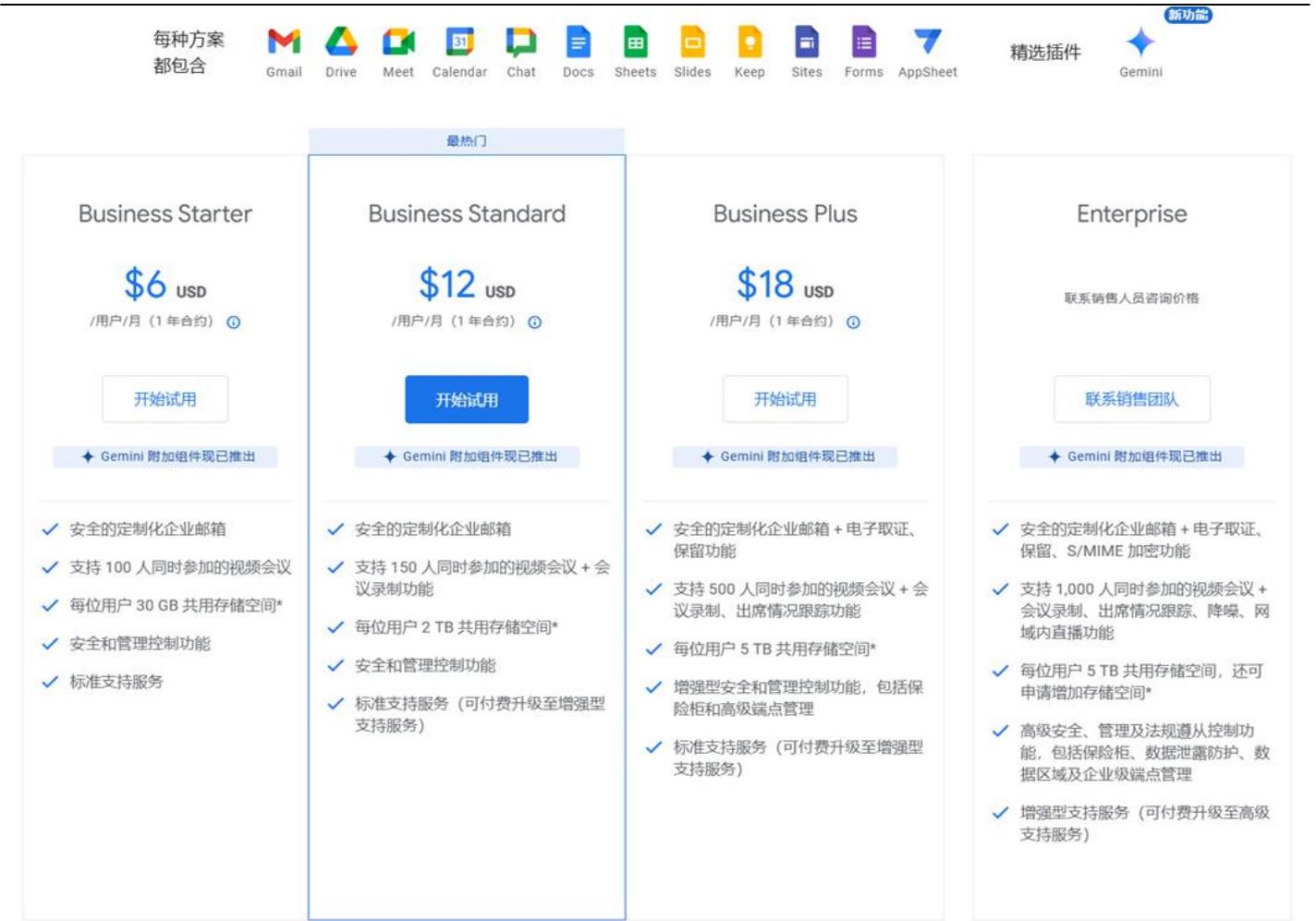
在资本开支上，谷歌、微软、亚马逊近几年都呈现增加趋势，且都主要投入在基础设施方面。谷歌近几年的 CAPEX 占云业务收入比重迅速下降，OPM 已经转正，目前正处于利润爬坡阶段，前期投资已开始显现成效。

### 2.2.1 Gemini 赋能 Workspace，AI 成为新增长点

Workspace 业务以 to B 为主，主要面向企业和组织的商用场景，其免费版也可面向 to C 提供给个人使用。商用版主要分为四种订阅方案，按年订阅，每种方案均包含所有软件的使用权限，其不同之处在于更高级的订阅方案能使用更高级的软件功能或者软件限额更大。用户还可以通过额外付费添加 Gemini 的附加组件，获得

全新侧边栏体验, 目前有商业版和企业版两种订阅方案, 每月费用分别为\$20 和\$30, 同样是按年订阅。

图表 51 Workspace 商用版订阅方案



资料来源: 公司官网、华安证券研究所

图表 52 Gemini 附加组件订阅方案

◆ 免费试用 14 天。

## 为您的 Workspace 方案添加 Gemini

选择适合您的方案。若要注册 Gemini 插件，您需要先具有 Workspace 方案。

<p><b>Gemini Business</b></p> <p><b>\$20 USD /用户/月 (1年合约)</b></p> <p>适合各种规模的团队使用的 AI 助理：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Gmail、文档、幻灯片、表格和 Meet 中的 Gemini</li> <li>📄 用户可获享采用 Google 最强大的 AI 模型的 Gemini</li> <li>🛡️ 企业级安全与隐私保障</li> <li>🏢 满足普通企业用户的需求</li> </ul>	<p><b>Gemini Enterprise</b></p> <p><b>\$30 USD /用户/月 (1年合约)</b></p> <p>包含 Gemini Business 的所有功能，另加上：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>🗣️ 高级会议功能，包括超过 15 种语言的翻译字幕</li> <li>🔑 Gemini 的完整访问权限与使用权限</li> </ul>
---	--

资料来源：公司官网、华安证券研究所

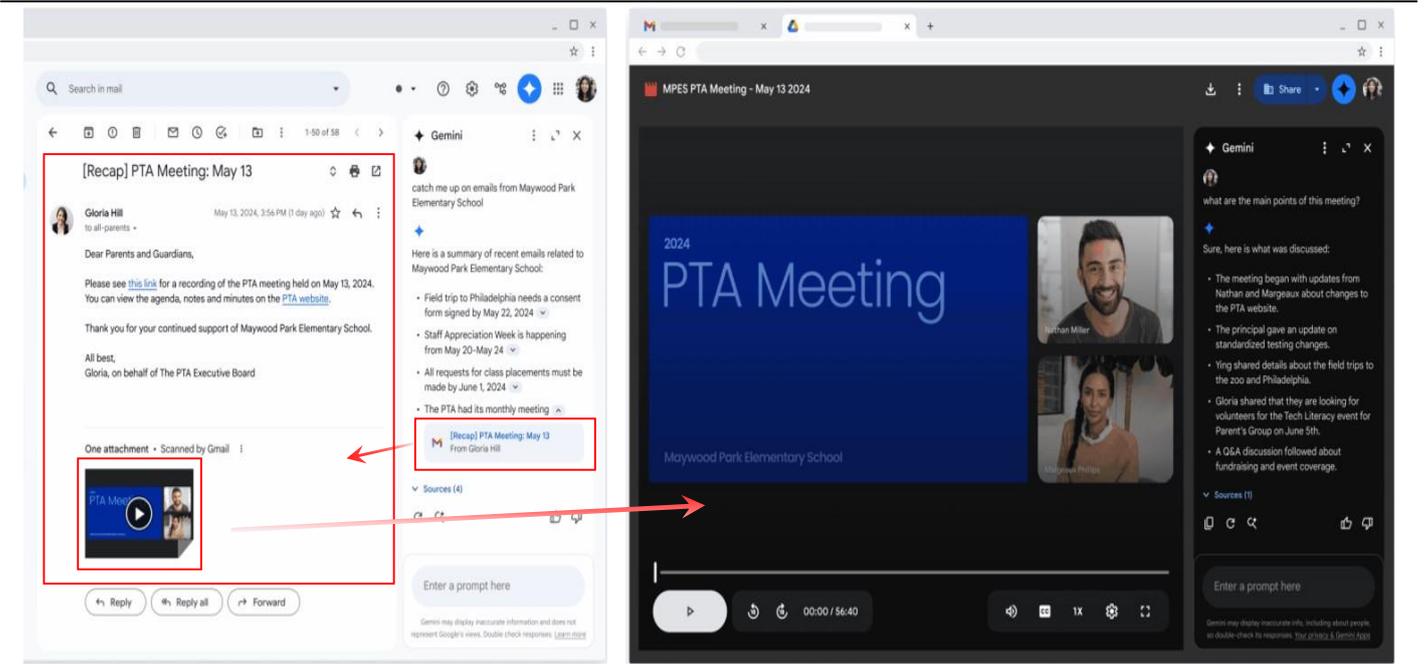
(1) **Workspace 基于云架构，且完全支持浏览器访问，远程协作体验和跨平台体验好。**Workspace 专门为云端协作设计，允许用户实时协作编辑文档、表格等，远程协作体验好；所有服务都基于云端，完全支持浏览器访问，因此能够在移动设备上提供一致的体验。而微软 Office 最初是基于本地的应用程序，相比 Workspace 在协作工具和跨平台方面体验均较为落后。

(2) **Gemini 赋能 Workspace，AI 已成为新增长点。**随着 Gemini 的推出，谷歌将原先的 Duet AI for Workspace 升级为 Gemini for Workspace，并针对典型应用场景推出了一系列集成生成式 AI 的新功能，有望提高用户付费率，为 Workspace 收入带来增量。

### 主要功能：

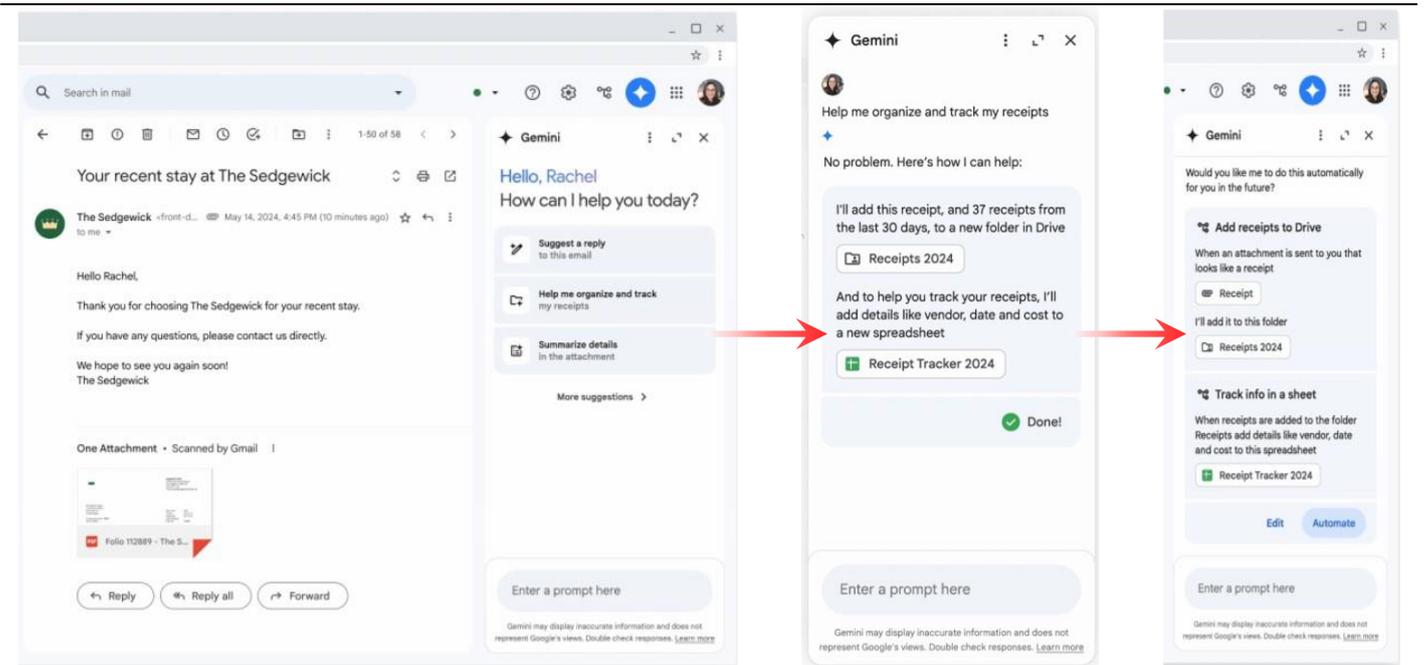
①**Gemini+Gmail：**Gmail 侧边栏中的 Gemini 能够帮助用户总结最近的电子邮件和会议录音的要点，可以为用户提供云端硬盘中文件的信息，而无须用户离开所在的电子邮件或文档页面，还可以帮助用户自动整理和跟踪数据，让企业的日常工作流更轻松、快速地执行。

图表 53 总结最近的电子邮件和会议录音的要点



资料来源：公司官网、华安证券研究所

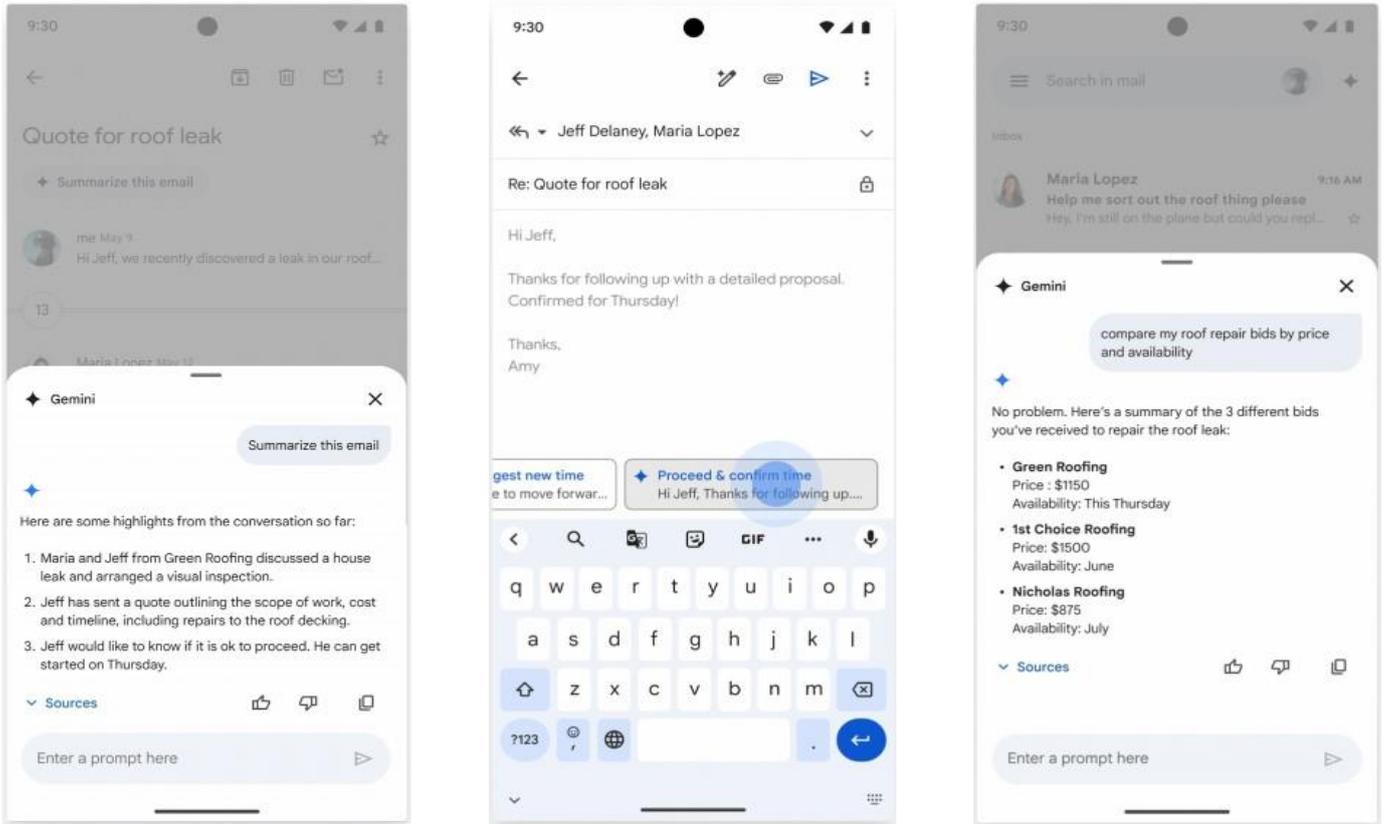
图表 54 自动整理和跟踪数据



资料来源：公司官网、华安证券研究所

Gmail 也提供移动版的 Gemini 功能，能够帮助用户分析电子邮件并直接在 Gmail 应用程序中提供包含关键点的摘要视图，并且可以通过综合用户电子邮件内容，提供一键式的智能回复功能。Gemini 还可以帮助用户从收件箱中收集数据洞见，为用户提供更自定义的回复或其他见解。

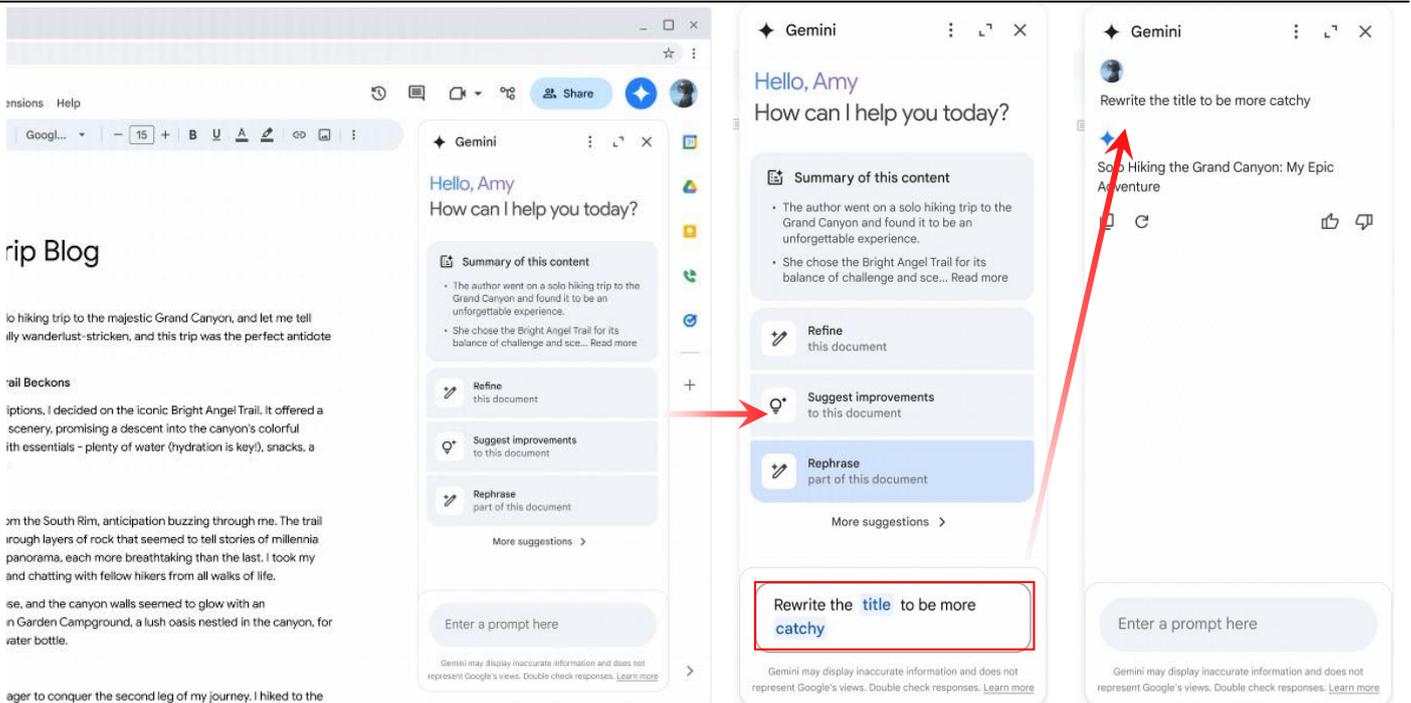
图表 55 总结电子邮件会话，提供情景化智能回复，收集数据洞见



资料来源：公司官网、华安证券研究所

②Gemini+Docs: Docs 文档侧边栏中的 Gemini 可以提供文档内容摘要，并根据用户需求提供润色、改进和重新表述方面的建议。

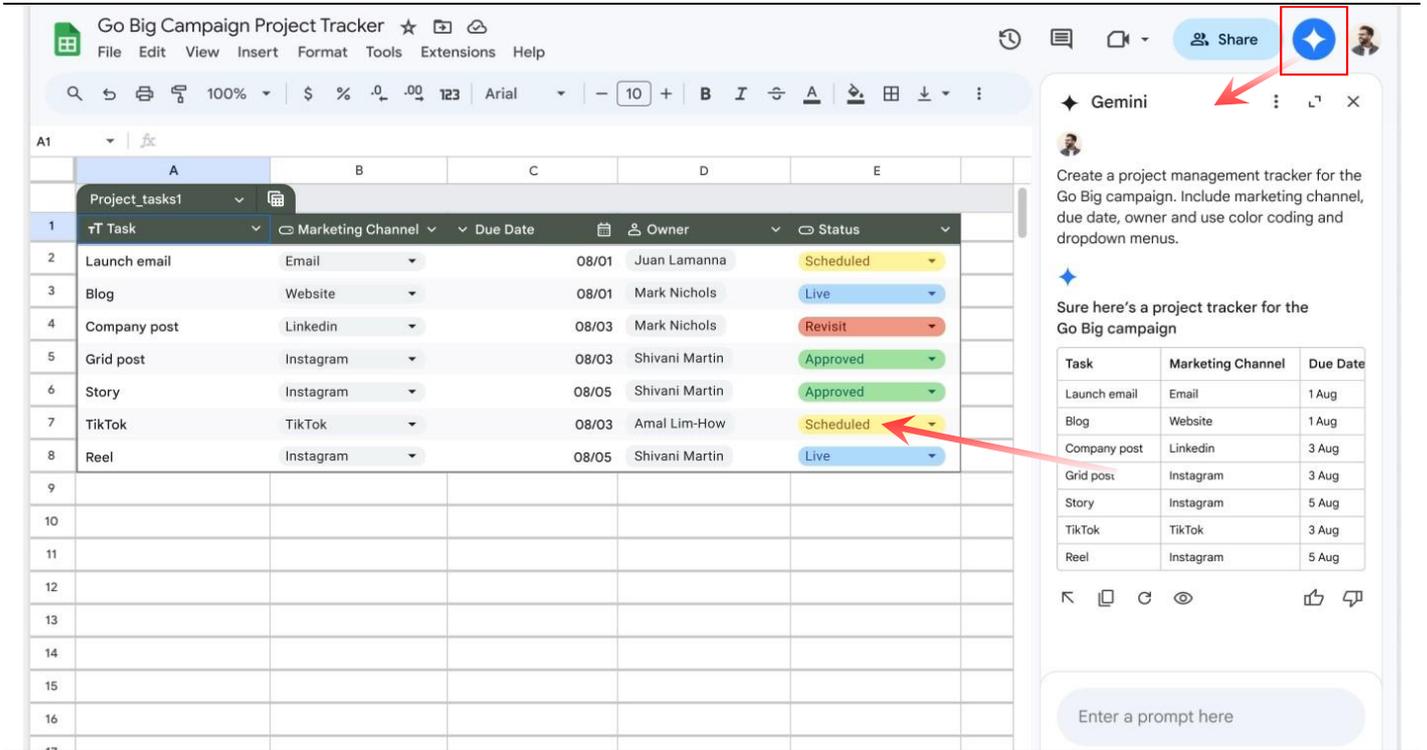
图表 56 总结电子邮件会话，提供情景化智能回复，收集数据洞见



资料来源：公司官网、华安证券研究所

③**Gemini+Sheets**: Sheets 表格侧边栏中的 Gemini 可以根据用户输入的简单提示，查看最新数据摘要并制作电子表格，也可以帮助用户生成公式，提高工作效率。Gemini 还可以通过检测数据模式和提出建议来帮助用户分析数据，从而节省时间并减少错误。

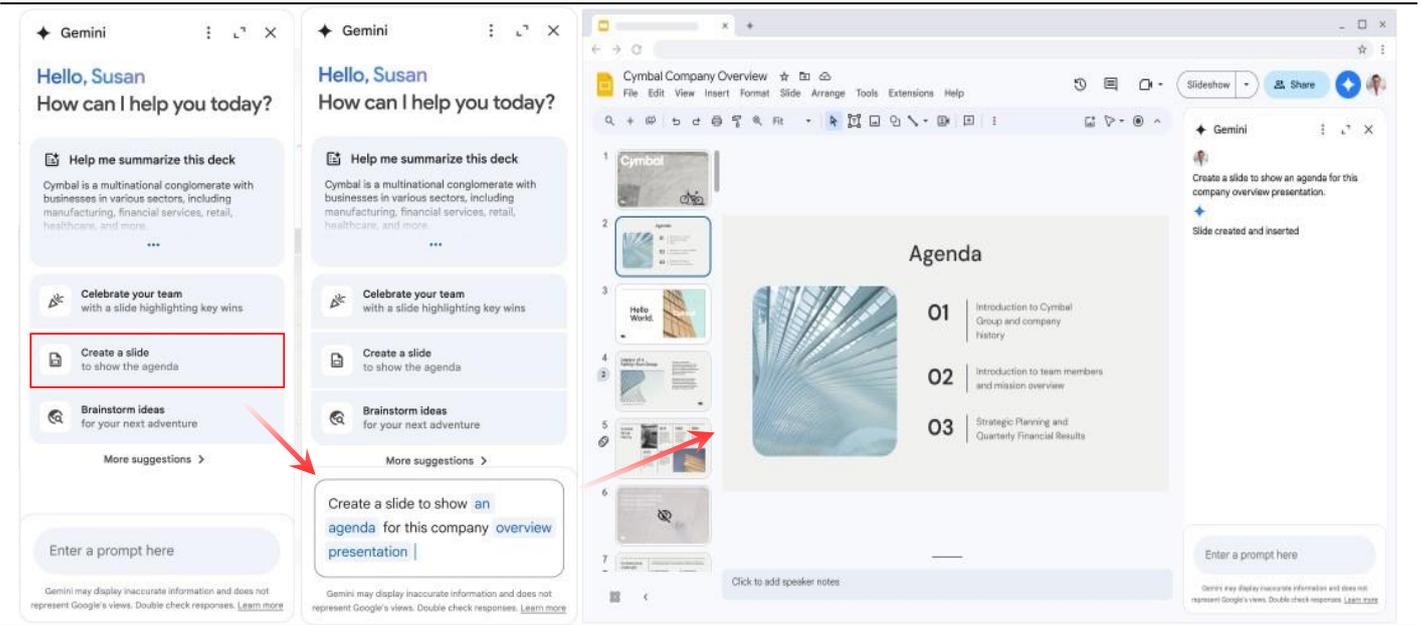
图表 57 总结电子邮件会话，提供情景化智能回复，收集数据洞见



资料来源：公司官网、华安证券研究所

④**Gemini+Slides**: Slides 演示文稿中的 Gemini 可以快速获取摘要，抓住内容主旨，根据用户输入的简单提示，即可生成幻灯片，或者生成相关图片或原创图片，还可以为用户生成头脑风暴的想法。

图表 58 根据用户提示生成幻灯片



资料来源：公司官网、华安证券研究所

⑤Gemini+其他：在 Meet 中，Gemini 可以为用户提供摄影棚效果、录音室效果和摄影棚灯效功能，提升视频画质和音质，“帮我记录”功能可以帮助总结会议要点和待办事项；在 Chat 中，可以帮助用户解答问题、生成对话摘要、寻找云端硬盘内容和想出新的创意点子。

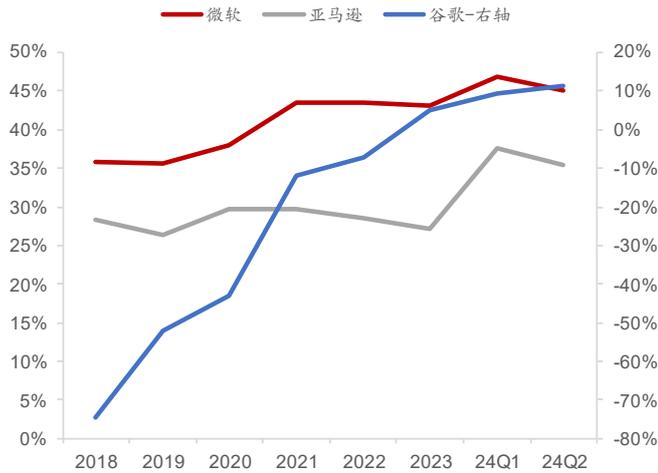
## 2.2.2 谷歌云平台：加大 AI 基础设施投入，MaaS 有望突破

谷歌在云业务上的特点和优势主要可以概括为以下几个方面：

### (1) 起步较晚，规模次于微软和亚马逊，目前处于利润释放阶段

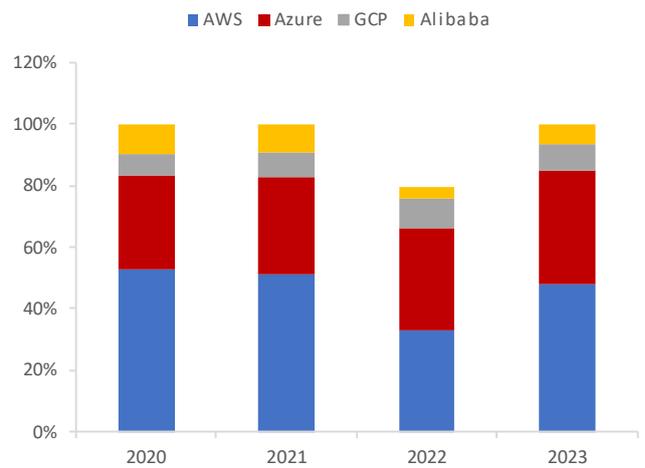
谷歌云平台起步较晚，目前仍处于增长期，在发展阶段上落后于微软和亚马逊的成熟期，投入仍较大。受此影响，谷歌云业务整体 OPM 仍处于低位，利润仍在逐步爬坡释放。谷歌云业务经过几年快速发展，OPM 已于 2023 年转正，24Q2 云业务 OPM 达到 11.3%。

图表 59 微软、亚马逊、谷歌云业务 OPM



资料来源：各公司财报、华安证券研究所

图表 60 全球 IaaS 和 PaaS 特大型供应商市场份额



资料来源：Statista、华安证券研究所

2) 具有自研大模型，创新能力强，属于大模型头部玩家，且在长上下文窗口上具有优势

谷歌具有较强的大模型自研能力，新发布的 Gemini 1.5 Pro 大模型在性能上全面对标 OpenAI 的 GPT-4o 和 Anthropic 的 Claude 3 Opus 大模型，并且具有领先的 200 万 token 上下文长度处理能力，以及领先的 token 输出长度。在 2024 年的 Google I/O 大会上，谷歌发布了 Gemini 系列的全新模型 Gemini 1.5 Flash（专为对成本和延迟要求较高的大批量任务而设计），该模型能够处理的上下文长度达到了 200 万 token，相当于最长 2 小时长度的视频输入或者 22 小时的语音输入。我们看到，谷歌 Gemini 系列除了具有基础大模型的强大泛用性，在处理长上下文输入方面具备独特优势，适配于自身 Youtube 业务所创造的视频生成需求。

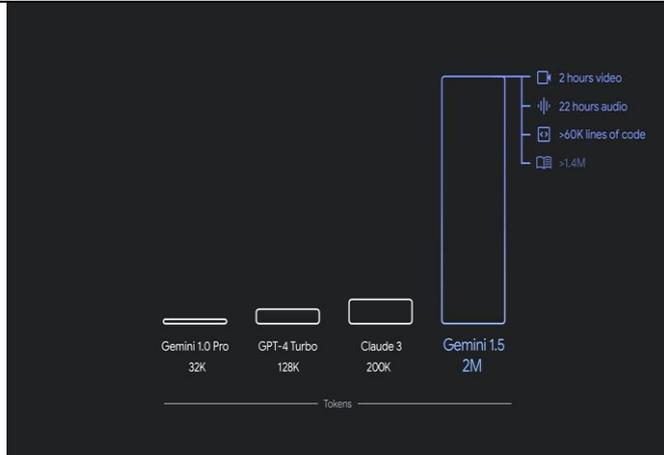
图表 61 主流大模型供应商旗舰大模型对比

	GPT-4o	Gemini 1.5 Pro	Claude 3 Opus
<b>Provider</b> The entity that provides this model.	OpenAI	Google	Anthropic
<b>Input Context Window</b> The number of tokens supported by the input context window.	128K tokens	1M tokens	200K tokens
<b>Maximum Output Tokens</b> The number of tokens that can be generated by the model in a single request.	2,048 tokens	8,192 tokens	4,096 tokens
<b>Release Date</b> When the model was first released.	May 13th, 2024 2 months ago	February 15th, 2024 5 months ago	March 4th, 2024 4 months ago
<b>Input</b> Cost of input data provided to the model.	\$5.00 per million tokens	\$7.00 per million tokens	\$15.00 per million tokens
<b>Output</b> Cost of output tokens generated by the model.	\$15.00 per million tokens	\$21.00 per million tokens	\$75.00 per million tokens
<b>MMLU</b> Evaluating LLM knowledge acquisition in zero-shot and few-shot settings.	88.7 (5-shot) <a href="#">Source</a>	81.9 (5-shot) <a href="#">Source</a>	88.2 (5-shot CoT) <a href="#">Source</a>
<b>MMMU</b> A wide ranging multi-discipline and multimodal benchmark.	69.1 <a href="#">Source</a>	58.5 (0-shot) <a href="#">Source</a>	59.4 <a href="#">Source</a>

资料来源：Context.ai、华安证券研究所

除了闭源大模型，谷歌还发布了最新的开放式大模型 Gemma 2，在整体性能上取得了比 Meta 开源大模型 Llama 3 更好的表现。根据谷歌官网消息，Gemma 2 提供了 9B 和 27B 参数的两个版本，推理性能和效率均优于一代，且 27B 参数版本可以与体积超过其两倍的 70B 参数 Llama 3 模型进行同等级别的竞争。

图表 62 领先大模型处理上下文长度与 Gemini 1.5 比较 图表 63 Gemma 2 与领先开源大模型比较



BENCHMARK	METRIC	Gemma 2		Llama 3		Grok-1
		9B	27B	8B	70B	314B
General	MMLU 5-shot, top-1	71.3	75.2	66.6	79.5	73.0
Reasoning	BBH 3-shot, CoT	68.2	74.9	61.1	81.3	-
	HellaSwag 10-shot	81.9	86.4	82	-	-
Math	GSM8K 5-shot, maj@1	68.6	74.0	45.7	-	62.9 (8-shot)
	MATH 4-shot	36.6	42.3	-	-	23.9
Code	HumanEval pass@1	40.2	51.8	-	-	63.2 (0-shot)

资料来源：公司官网、华安证券研究所

资料来源：公司官网、华安证券研究所

自 Gemini 系列模型发布以来，谷歌的生成式 AI 助手已更名为 Gemini，以重塑市场的品牌认知。在云端，谷歌生成式 AI 助手的前身为 Duet AI，在设备端，谷歌于 2023 年推出了 Bard AI 聊天机器人，现已并入 Gemini 生态系统。谷歌 Gemini 对标微软 Copilot 和亚马逊 Amazon Q，其定位是数字助理+聊天机器人。与苹果的 Siri、亚马逊的 Alexa 等语音系统以及 OpenAI 的 ChatGPT 和 Anthropic 的 Claude AI 这类单纯的生成式 AI 聊天机器人不同的是，生成式 AI 助手融合了两者的长处，能够充当统一的 AI 助手，向用户提供跨服务的个性化建议和任务自动化。Gemini 与谷歌自身云服务相绑定，在谷歌云和 Workspace 上均提供支持，分为 Gemini for Google Cloud 和 Gemini for Workspace。为了构建良好的云服务生态，三家公司也为 AI 助手提供了开发者版本，分别为 Gemini for developer、Github Copilot 和 Amazon Q (前身是 Amazon CodeWhisperer)，协助开发人员完成编码和测试工作。

图表 64 谷歌、微软、亚马逊的生成式 AI 助手比较

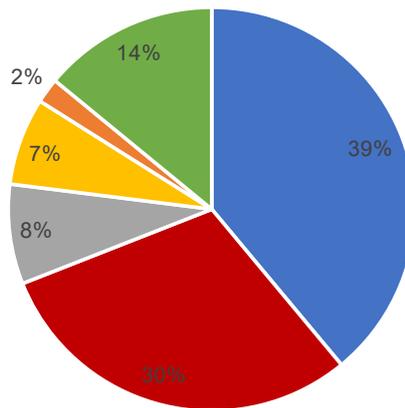
厂商	谷歌	微软	亚马逊
生成式AI助手	Gemini	Copilot	Amazon Q
底层模型	Gemini系列	GPT-4系列	Titan系列等
主要目标受众	广泛的消费者和专业人士	工作场所/企业用户	使用 Microsoft 产品套件的组织和个人
细分场景	Gemini for Google Cloud Gemini for Workspace	Copilot for Microsoft 365 、Microsoft copilot in Azure等	AWS
定价	Gemini Business按年付费， USD\$20每人月	Copilot 聊天机器人免费， Copilot for Microsoft 365 按年付费，USD\$30每人月	Amazon Q Business按月付费， 精简版USD\$3每人月，专业版 USD\$20每人月

资料来源：各公司官网、华安证券研究所

由于微软与 OpenAI 合作关系的特殊性，两家合作与竞争并存，在 GPT-4 技术上 OpenAI 向微软独家授权，但在大模型产品上两家相互竞争，因此存在一定的内部合作风险，目前在 MaaS 层上两家分享大部分市场份额。而谷歌的 Gemini 系列完全自研，可直接与自家云产品相绑定，从长期来看更加稳定。

图表 65 2023 年生成式 AI 供应商和平台 MaaS 层市场占有率

■ OpenAI ■ 微软 ■ 亚马逊 ■ 谷歌 ■ Anthropic ■ 其他



资料来源：IoT analyst、华安证券研究所

Vertex AI 是谷歌云的全托管式统一 AI 开发平台，对标微软的 Azure AI studio 和亚马逊的 Bedrock，为开发者提供了一个大规模利用模型的集成开发环境，用户可以通过该平台调用大模型的 API，来构建自己的 AI 解决方案。Vertex AI 中所提供

的大模型包括第一方模型 (Gemini、Imagen)、第三方模型 (Claude 3) 和开放式模型 (Gemma、Llama), 可供用户自主选择。除了基础大模型, Vertex AI 还向用户提供一些额外功能, 如多模态嵌入和上下文缓存, 并根据不同的特征和输入输出类型进行收费。

除了 Vertex AI, 开发者也能够通过 Google AI Studio 来访问 Gemini 模型, 两者的区别是 AI Studio 所提供的功能仅限于原型设计和测试。在定价上, AI Studio 提供免费有限使用, 而 Vertex AI 则需按实际资源使用量付费。

图表 66 目前各 AI 开发平台上能调用的模型对比

平台	第一方模型	第三方模型
Vertex AI	Gemini系列、Imagen 2.0、Chirp 2.0等	Claude 系列
Bedrock	Titan系列	Claude 系列、Stable Diffusion、Mistral AI等
Azure AI	GPT4系列(独家授权)	Stable Diffusion、Mistral AI、Phi-3等

资料来源: 公司官网、华安证券研究所

图表 67 Vertex AI 的多模态嵌入收费

Model	Feature	Description	Input	Output	Price
multimodalembdiding	Embeddings for Multimodal: Text	Generate embeddings using text as an input	Text	Embeddings	\$0.0002 / 1k characters input
	Embeddings for Multimodal: Image	Generate embeddings using image as an input	Image	Embeddings	\$0.0001 / image input
	Embeddings for Multimodal: Video Plus	Video Plus	Video	Embeddings (up to 15 embeddings per min of video)	\$0.0020 per second of video
	Embeddings for Multimodal: Video Standard	Video Standard	Video	Embeddings (up to 8 embeddings per min of video)	\$0.0010 per second of video
	Embeddings for Multimodal: Video Essential	Video Essential	Video	Embeddings (up to 4 embeddings per min of video)	\$0.0005 per second of video

资料来源: 公司官网、华安证券研究所

**图表 68 Vertex AI 的上下文缓存收费**

Model	Feature	Type	Price ( ≤ 128K context window )	Price ( > 128K context window )
Gemini 1.5 Flash	Cached Input	Image Input	0.000032875 / image	0.00006575 / image
		Video Input	0.000032875 / second	0.00006575 / second
		Text Input	0.00003125 / 1k characters	0.0000625 / 1k characters
		Audio Input	0.000003125 / second	0.00000625 / second
	Context Cache Storage	Image Input	0.000263 / image / hr	
		Video Input	0.000263/ second / hr	
		Text Input	0.00025 / 1k characters / hr	
		Audio Input	0.000025 / second / hr	
Gemini 1.5 Pro	Cached Input	Image Input	0.00032875 / image	0.0006575 / image
		Video Input	0.00032875 / second	0.0006575 / second
		Text Input	0.0003125 / 1k characters	0.000625 / 1k characters
		Audio Input	0.00003125 / second	0.0000625 / second
	Context Cache Storage	Image Input	0.0011835 / image / hr	
		Video Input	0.0011835/ second / hr	
		Text Input	0.001125 / 1k characters / hr	
		Audio Input	0.0001125 / second / hr	

资料来源：公司官网、华安证券研究所

对于微软和亚马逊，目前是通过与第三方大模型厂商如 OpenAI、Anthropic 的授权合作，来满足用户在云平台上对大模型的需求，而谷歌拥有与自身云服务绑定的自研模型，无需依赖第三方模型，长期来看具有成本优势和差异化优势。

**图表 69 谷歌大模型 API 定价**

Model	Feature	Type	Price ( ≤ 128K context window )	Price ( > 128K context window )
Gemini 1.5 Flash	Multimodal	Image Input	\$0.0001315 / image	\$0.000263 / image
		Video Input	\$0.0001315 / second	\$0.000263 / second
		Text Input	\$0.000125 / 1k characters	\$0.00025 / 1k characters
		Audio Input	\$0.0000125 / second	\$0.000025 / second
		Text Output	\$0.000375 / 1k characters	\$0.00075 / 1k characters
Gemini 1.5 Pro	Multimodal	Image Input	\$0.001315 / image	\$0.00263 / image
		Video Input	\$0.001315 / second	\$0.00263 / second
		Text Input	\$0.00125 / 1k characters	\$0.0025 / 1k characters
		Audio Input	\$0.000125 / second	\$0.00025 / second
		Text Output	\$0.00375 / 1k characters	\$0.0075 / 1k characters
Gemini 1.0 Pro	Multimodal	Image Input	\$0.0025 / image	
		Video Input	\$0.002 / second	
		Text Input	\$0.000125 / 1k characters	
	Text Output	\$0.000375 / 1k characters		

资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 70 OpenAI 大模型 API 定价

Model	Pricing	Pricing with Batch API*
gpt-4o	US\$5.00 / 1M input tokens	US\$2.50 / 1M input tokens
	US\$15.00 / 1M output tokens	US\$7.50 / 1M output tokens
gpt-4o-2024-05-13	US\$5.00 / 1M input tokens	US\$2.50 / 1M input tokens
	US\$15.00 / 1M output tokens	US\$7.50 / 1M output tokens

Model	Pricing	Pricing with Batch API*
gpt-3.5-turbo-0125	US\$0.50 / 1M input tokens	US\$0.25 / 1M input tokens
	US\$1.50 / 1M output tokens	US\$0.75 / 1M output tokens
gpt-3.5-turbo-instruct	US\$1.50 / 1M input tokens	US\$0.75 / 1M input tokens
	US\$2.00 / 1M output tokens	US\$1.00 / 1M output tokens

资料来源: OpenAI 官网、华安证券研究所

图表 71 Anthropic 大模型 API 定价

<b>Claude 3.5 Sonnet</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>Our most intelligent model to date</li> <li>200K context window</li> </ul>	Input <b>\$3 / MTok</b>	Output <b>\$15 / MTok</b>
<b>Claude 3 Opus</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>Powerful model for complex tasks</li> <li>200K context window</li> </ul>	Input <b>\$15 / MTok</b>	Output <b>\$75 / MTok</b>
<b>Claude 3 Haiku</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>Fastest, most cost-effective model</li> <li>200K context window</li> </ul>	Input <b>\$0.25 / MTok</b>	Output <b>\$1.25 / MTok</b>

资料来源: Anthropic 官网、华安证券研究所

算力方面,谷歌在自研芯片上布局较早,在 2015 年就推出了第一代 TPU 芯片,目前已迭代至第六代。谷歌 TPU 属于 ASIC 芯片,ASIC 是一种专为某种特定应用需求而定制的芯片,而谷歌 TPU 就是一种神经网络专用芯片。谷歌 TPU 不仅为谷歌补充了外采芯片以外的算力供应,降低了对外采芯片的依赖,也让公司实现了对英伟

达 GPU 的部分算力替代，从而降低了算力成本。在 2024 年 I/O 开发者大会上，谷歌发布了最新的 Trillium TPU，相比 TPU V5e，第六代芯片的峰值计算效能提升了 4.7 倍，同时能效提高了 67%。

除了 TPU,谷歌也开始推出自研 CPU 芯片。在云计算大会 Cloud Next 2024 上，谷歌宣布推出 Axion，这是一款基于 Arm 架构的数据中心芯片，性能相比通用 Arm 芯片高 30%，比英特尔生产的当前一代 x86 芯片高 50%。此外，谷歌云推出与英伟达合作的配备 H100 的 A3 Mega VM 虚拟机，并将英伟达 Blackwell 芯片整合进产品中，如以 B200 和 GB200 提供支持的虚拟机。

图表 72 谷歌最新几代 TPU 对比

指标	v4	v5e	v5p	Trillium
chips per pod	4096	256	8960	256
芯片间互连带宽 (Gbps)	2400	1600	4800	3200
HBM容量 (Gb)	32	16	95	32
HBM带宽 (Gbps)	1228	820	2765	约1640
BF16 TFLOPs	275	197	459	约926
INT8 TOPs	N/A	394	918	约1847

资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 73 各公司自研芯片对比

公司	芯片产品	发布时间	用途	目前代际	类型
谷歌	Trillium TPU	2024/5	训练、推理	6	ASIC
	Axion	2024/4	云上工作性能支持	1	ARM
亚马逊	Graviton4	2023/12	云上工作负载支持	4	ARM
	Tranium2	2023/12	训练	2	ASIC
	Inferentia2	2023/4	推理	2	ASIC
微软	Maia 100	2023/11	训练、推理	1	ASIC
	Cobalt 100	2023/11	云上工作负载支持	1	ARM
Meta	Artemis	2024/4	推理	2	ASIC

资料来源：各公司官网、TrendForce、华安证券研究所

### 3 盈利预测与估值

我们预计 2024-2026 年录得 3476.6 亿美元/3888.9 亿美元/4310.4 亿美元，同比+13.1%/+11.9%/+10.8%；GAAP 净利润为 963.9 亿美元/1052.5 亿美元/1160.0 亿美元，同比+30.6%/+9.2%/+10.2%。

图表 74 谷歌 PE-ttm 情况



资料来源：iFind、华安证券研究所

图表 75 谷歌基于不同情境下的市值预期

Date	20240926						
Market value (\$mn)	\$1,987,942				2024	2025	2026
Up-side	2024	2025	2026	NI(\$mn)	\$96,386	\$105,245	\$116,004
PE-19	-8%	1%	11%	PE-19	\$1,831,332	\$1,999,654	\$2,204,070
PE-20	-3%	6%	17%	PE-20	\$1,927,717	\$2,104,899	\$2,320,073
PE-21	2%	11%	23%	PE-21	\$2,024,103	\$2,210,144	\$2,436,077
PE-22	7%	16%	28%	PE-22	\$2,120,489	\$2,315,389	\$2,552,081
PE-23	12%	22%	34%	PE-23	\$2,216,875	\$2,420,634	\$2,668,085
PE-24	16%	27%	40%	PE-24	\$2,313,261	\$2,525,879	\$2,784,088
PE-25	21%	32%	46%	PE-25	\$2,409,647	\$2,631,124	\$2,900,092

资料来源：iFind、华安证券研究所

### 风险提示：

行业竞争加剧；全球宏观经济扰动风险；全球云计算开支缩减；AI 进展不及预期等。

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>171,530</b>	<b>170,862</b>	<b>209,754</b>	<b>308,379</b>	营业收入	307,394	347,664	388,894	431,038
现金及现金等	24,048	27,885	58,600	148,900	增长率	8.68%	13.10%	11.86%	10.84%
有价证券	86,868	73,500	73,500	73,500	营业成本	133,332	146,247	164,364	182,893
应收款项	47,964	53,393	59,676	66,074	%销售收入	43.37%	42.07%	42.26%	42.43%
存货	0	0	0	0	毛利	174,062	201,417	224,530	248,145
其他流动资产	12,650	16,085	17,978	19,905	销售及营销开	27,917	27,809	31,112	34,483
<b>非流动资产</b>	<b>230,862</b>	<b>271,458</b>	<b>308,059</b>	<b>343,124</b>	研发开支	45,427	49,661	54,445	60,345
固定资产	134,345	169,838	206,439	241,504	一般及行政开	16,425	13,479	15,556	17,242
经营租赁资产	14,091	13,606	13,606	13,606	营业利润	84,293	110,467	123,418	136,075
无形资产	0	0	0	0	%销售收入	27.42%	31.77%	31.74%	31.57%
长期理财投资	31,008	34,172	34,172	34,172	其他收入	1,424	3,169	400	400
商誉	29,198	29,185	29,185	29,185	<b>除税前利润</b>	<b>85,717</b>	<b>113,636</b>	<b>123,818</b>	<b>136,475</b>
其他非流动资	22,220	24,657	24,657	24,657	%销售收入	27.89%	32.69%	31.84%	31.66%
<b>资产总计</b>	<b>402,392</b>	<b>442,320</b>	<b>517,813</b>	<b>651,503</b>	所得税	-11,922	-17,251	-18,573	-20,471
<b>流动负债</b>	<b>81,814</b>	<b>78,602</b>	<b>79,026</b>	<b>79,380</b>	<b>持续经营净利</b>	<b>73,795</b>	<b>96,386</b>	<b>105,245</b>	<b>116,004</b>
应付款项	7,493	6,781	7,205	7,559	非持续经营净	0	0	0	0
应付薪酬	15,140	11,373	11,373	11,373	<b>GAAP 净利润</b>	<b>73,795</b>	<b>96,386</b>	<b>105,245</b>	<b>116,004</b>
应付费和其	46,168	47,298	47,298	47,298	%销售收入	24.01%	27.72%	27.06%	26.91%
短期应付费用	8,876	8,899	8,899	8,899					
短期递延收入	4,137	4,251	4,251	4,251					
<b>非流动负债</b>	<b>37,199</b>	<b>36,104</b>	<b>36,104</b>	<b>36,104</b>					
长期借款	13,253	13,238	13,238	13,238					
长期递延收入	911	985	985	985					
长期应付所得	8,474	7,703	7,703	7,703					
经营租赁负债	12,460	11,708	11,708	11,708					
其他非流动负	2,101	2,470	2,470	2,470					
<b>负债合计</b>	<b>119,013</b>	<b>114,706</b>	<b>115,130</b>	<b>115,484</b>					
普通股和实收	76,534	61,582	41,900	69,618					
累计其他综合	-4,402	-4,208	-5,013	-5,669					
留存收益	211,247	270,239	365,796	472,070					
<b>权益合计</b>	<b>283,379</b>	<b>327,613</b>	<b>402,683</b>	<b>536,019</b>					
<b>负债和股东权</b>	<b>402,392</b>	<b>442,320</b>	<b>517,813</b>	<b>651,503</b>					

现金流量表				
单位:百万美元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	73,795	96,386	105,245	116,004
折旧摊销	13,699	14,116	18,744	23,404
以股份为基础	22,460	22,979	25,318	27,719
其他	-4,363	-2,310	0	0
应收款项	-7,833	-6,196	-6,284	-6,398
存货	0	0	0	0
其他资产	-1,620	-4,323	-1,893	-1,927
应付款项	664	126	424	354
应付费和其	3,937	-5,176	0	0
短期应付费用	482	97	0	0
递延收入	525	220	0	0
<b>经营活动现金</b>	<b>101,746</b>	<b>115,919</b>	<b>141,553</b>	<b>159,156</b>
购买固定资产	-32,746	-50,158	-56,150	-59,126
购买有价证券	8,814	15,566	0	0
购买长期理财	-2,080	-1,594	0	0
其他投资活动	-1,051	-32	0	0
<b>投资活动现金</b>	<b>-27,063</b>	<b>-36,218</b>	<b>-56,150</b>	<b>-59,126</b>
普通股回购	-61,504	-61,380	-45,000	0
股息支付	0	-7,365	-9,688	-9,730
债务偿付	-11,550	-5,502	0	0
其他	961	-1,255	0	0
<b>筹资活动现金</b>	<b>-72,093</b>	<b>-75,502</b>	<b>-54,688</b>	<b>-9,730</b>
汇率变动对现	-421	-363	0	0
现金净增加值	2,169	3,837	30,715	90,300
期末现金及现	24,048	27,885	58,600	148,900

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>回报率</b>				
净资产收益率	26.04%	29.42%	26.14%	21.64%
总资产收益率	18.34%	21.79%	20.32%	17.81%
<b>增长率</b>				
营业总收入增	8.68%	13.10%	11.86%	10.84%
净利润增长率	23.05%	30.61%	9.19%	10.22%
总资产增长率	10.16%	9.92%	17.07%	25.82%
<b>资产管理能力</b>				
应收款项周转	57.0	56.1	56.0	56.0
应付款项周转	8.9	7.1	6.8	6.4
总资产周转率	76%	79%	75%	66%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	29.58%	25.93%	22.23%	17.73%
流动比率	2.1	2.2	2.7	3.9

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。