

谷歌 (ALPHABET) -A (GOOGL. O)

云业务收入和利润率大幅提升，广告业务高基数下稳健增长

优于大市

核心观点

业绩总览：广告业务持续加速增长，云增速恢复，利润率显著提升。①**整体：**FY24Q3 公司营收 882.68 亿美元（同比+15%，CC+16%），GAAP 毛利率 58.7%，营业利润 285 亿美元（营业利润率 32.3%）。②**分业务：**谷歌服务收入 765 亿美元（同比+10.4%），其中包括谷歌广告收入 658.54 亿美元（同比+9.42%）和其他非广告业务收入 106.56 亿美元（同比+27.8%）。广告收入包括谷歌搜索广告收入 493.85 亿美元（同比+12.2%），YouTube 广告收入 89.21 亿美元（同比+12.2%），谷歌网络联盟收入 75.48 亿美元（同比-1.58%）。谷歌云收入 113.53 亿美元（同比+35%、环比+9.72%）；Other Bets（创新业务）收入 3.38 亿美元（同比+13.8%）。

业务重点：①**广告业务高基数下增长稳健，AI 功能提升搜索意愿和需求：**受益于金融保险和零售垂直业务的强劲以及三季度选举广告的需求，谷歌广告收入同比+10%。公司指引谷歌搜索广告仍能以两位数的水平增长。同时，核心搜索在 AI 驱动下显著提升了用户搜索意愿、场景和搜索次数。②**云业务收入连续七个季度加速增长，规模效应利润率提升显著：**谷歌云收入同比增速+35%，AI 产品组合吸引了新客户和更大规模交易。OPM 为 17%（环比+5.8pct），规模效应和业务效率提升推动了利润率增长。③**资本开支预计四季度持平，算力建设同时采用 GPU 与自身 TPU：**三季度资本开支环比持平，财报会预计四季度投资与 Q3 持平，预计全年约 510 亿美金，同时指引 2025 年的资本支出将高于 2024 年。技术基础设施中同时投资 GPU 与自身 TPU 服务器，预计对自身 TPU 的使用将有效降低算力成本、提升云业务等相关利润率。

业绩展望：公司对广告业务在 AI 赋能下的稳健增长保持乐观预期。同时公司将持续 AI 基础设施投入，提升搜索体验、助力广告素材生成工具。

投资建议：考虑云利润释放加速，我们小幅上调 2024-2026 财年公司收入预测为 3520/4049/4551 亿美元（前值为 3508/3958/4387 亿美元），上调幅度 1%/2%/2%。考虑到 AI 赋能下广告和云业务增长稳健，上调 2024-2025 财年净利润预测为 968/1118/1283 亿美元（955/1106/1268 美元），上调幅度 1%/1%/1%。维持目标价 200-220 美元，中值对应 2024 财年 PE 27x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观压力与 IT 支出放缓；云与 AI 竞争加剧；产品落地低于预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	282,836	307,394	351,970	404,957	455,139
(+/-%)	9.8%	8.7%	14.5%	15.1%	12.4%
归母净利润(百万美元)	59,972	73,795	96,791	111,821	128,317
(+/-%)	-21.1%	23.0%	31.2%	15.5%	14.8%
EPS (元)	4.89	6.02	7.89	9.12	10.46
EBIT Margin	26.5%	27.4%	31.6%	31.6%	31.8%
净资产收益率 (ROE)	23.4%	26.0%	25.5%	22.7%	20.7%
市盈率 (PE)	35	28	22	19	16
EV/EBITDA	24	23	15	13	11
市净率 (PB)	8	7	6	4	3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：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

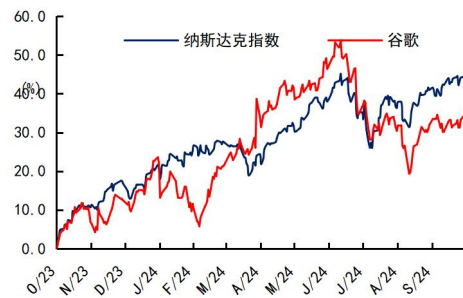
互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 联系人：刘子谭
0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn liuzitan@guosen.com.cn
S0980521120004

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 200.00 - 220.00 美元
收盘价 175 美元
总市值/流通市值 21271 亿美元/21271 亿美元
52 周最高价/最低价 191 美元/120 美元
近 3 个月日均成交额 32 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

《谷歌 (ALPHABET) -A (GOOGL. O) 24Q2 财报点评-云增速持续提升，广告业务在宏观承压下保持稳健》——2024-07-25
《谷歌 (ALPHABET) -A (GOOGL. O) -云增速持续提升，广告业务稳健增长》——2024-04-28
《谷歌 (ALPHABET) -A (GOOGL. O) -云增速恢复，广告业务稳健增长》——2024-02-01
《谷歌 (ALPHABET) -A (GOOGL. O) -谷歌发布 Gemini 原生多模态模型，性能出色有望带来应用新变革》——2023-12-08
《谷歌 (ALPHABET) -A (GOOGL. O) -广告增长稳健，云业务增速放缓，持续布局 AI 产品》——2023-10-26

财报表现：云业务收入和利润率大幅提升，广告业务高基数下保持稳健增长

◆ 业绩重点：

①广告业务高基数下增长稳健，AI 功能提升搜索意愿和需求

宏观联储开启降息周期托底，宏观和消费数据边际较有韧性，受益于金融保险和零售垂直业务的强劲以及三季度选举广告的需求，谷歌广告在高基数水平下增长依然稳健，广告收入 658.54 亿美元（同比+10%），其中谷歌搜索广告同比+12%。公司预计四季度广告收入增长仍受到高基数，包括亚太地区的零售商减少投放的影响。但谷歌搜索广告仍能以两位数的水平增长，网络联盟收入会加速下降。

核心搜索在 AI 驱动下，显著提升了用户搜索意愿、场景和搜索次数。公司提供包括 AI Overview 生成式搜索、Circle to Search 屏幕画圈手势搜索、Lens 拍照视频搜索等功能。借助原有高频场景，带动搜索使用量增加，用户满意度提高。AI Overview MAU 已超过 10 亿，Circle to Search 也有超过 1.5 亿安卓用户在使用，Lens 每月的搜索次数超过 200 亿次。

②云业务收入连续七个季度加速增长，规模效应利润率提升显著

谷歌云收入同比增速+35%，连续七个季度加速增长，云业务受 AI 贡献不断增加。谷歌的 AI 产品组合吸引了新客户和更大规模交易，为客户更好地实现业务效益，包括降低成本、提高用户参与度、更快的响应时间和更好的收入转化。24Q3 实现了 19.5 亿美元的季度运营利润，营业利润率为 17.1%（环比+5.8pct），规模效应和业务效率提升推动了利润率增长。

③资本开支预计四季度持平，算力建设同时采用 GPU 与自身 TPU

良好的利润表现支持谷歌持续加大投资 AI 基础设施。谷歌 24Q3 资本支出 130.61 亿美元（同比+62.15%、环比持平），其中最大的部分是服务器，其次是数据中心。财报会预计四季度投资与 Q3 持平，预计全年约 510 亿美金。同时公司指引 2025 年的资本支出将高于 2024 年。从费用端而言，基础设施折旧相关费用会持续增加，部分被相关收入抵消。

对于 24Q3 的 130 亿美元资本开支拆分，财报会表示主要是技术基础设施 (Technical Infrastructure)，另外还包括一些办公设施和谷歌 Bets 业务支出。技术基础设施投资里有 60%是服务器，40%是数据中心建设（厂房冷却电气设备）和网络连接 (Networking) 支出。对于服务器算力，无论对外客户还是对内都提供了包括了英伟达 GPU 与谷歌 TPU 在内的选择。

对自身 TPU 的使用将有效降低算力成本、提升云业务等相关利润率。财报会表示 TPU 将其多模态模型推理时长降低了 50%以上，运营成本降低了 72%。

◆ 财务概况：

FY24Q3 公司营收 882.68 亿美元（同比+15%，CC+16%），GAAP 毛利率 58.7%（环比持平），收入成本增长主要由主要用于 YouTube 的内容获取成本与基础设施投资折旧增加导致。

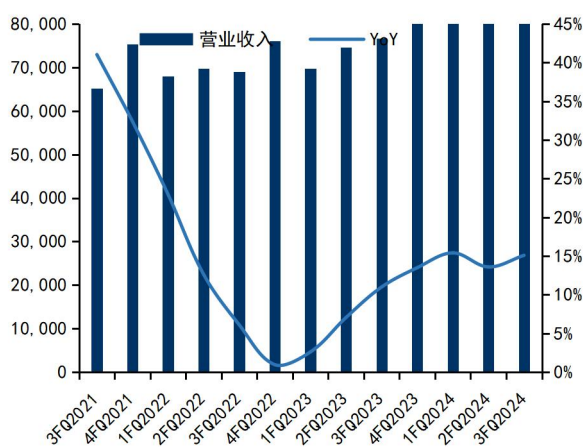
谷歌服务：收入 765 亿美元（同比+12.5%），三季度受到去年高基数的影响，但各垂类行业需求稳健。营业利润率为 40.3%。其中包括：

- 谷歌搜索广告收入 493.85 亿美元（同比+12.2%），搜索业务表现在各个垂直领域，其中金融服务以保险业务的表现领先，其次是零售业。
- YouTube 广告收入 89.21 亿美元（同比+12.2%），主要是品牌广告的带动，其次是直接响应广告，目前 Youtube 中每天超过 700 亿次 Shorts 短视频的观看。
- 其他非广告业务（订阅、平台和设备业务）收入 106.56 亿美元（同比+27.8%），主要受 YouTube TV、YouTube Music Premium 和 Google One 付费用户数增长推动。近期 YouTube Premium 会员价格从 11.99 欧元小幅提价到 13.99 欧元（以欧洲为例），提价分区域进行，23 年美国、土耳其等国家，23 年欧洲、新加坡、泰国等区域。

谷歌云：收入 113.53 亿美元（同比+35%，环比+9.72%），同比增速较上季度上升，反映了 AI 基础设施、GenAI 解决方案和核心 GCP 产品的加速增长。AI 产品使客户能够实现更好地业务效益，包括降低成本、提高用户参与度、更快的响应时间和更好的收入转化。Q3 营业利润率为 17.1%（同比+632pcts、环比+5.8pcts），主要是因云收入增加带来的规模效应以及 Workspace 的平均席位收入增长导致。

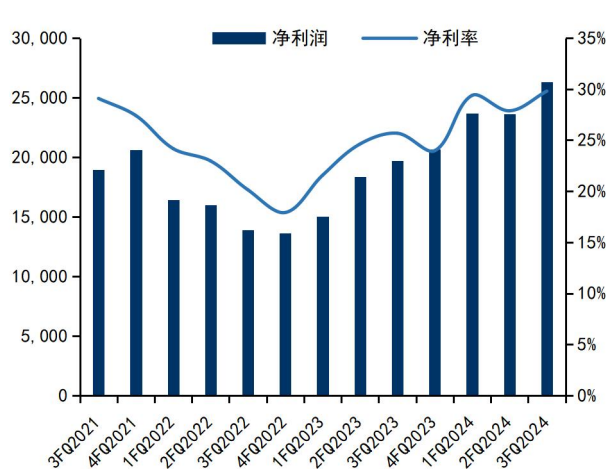
Other Bets（创新业务）：收入 3.38 亿美元（同比+13.8%），营业亏损 11.16 亿美元。

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

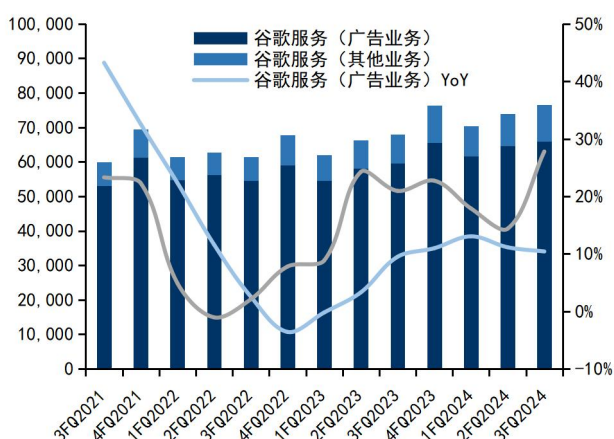
图2：谷歌净利润及净利润率（百万美元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

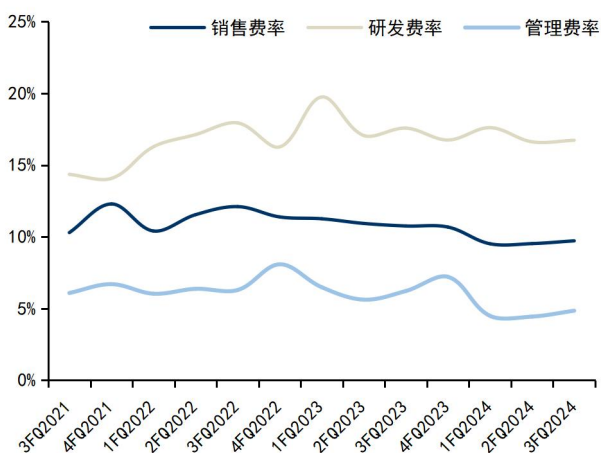
图3：谷歌服务（广告与其他）收入及增速（百万美元、%）

图4：谷歌云收入及增速（百万美元、%）

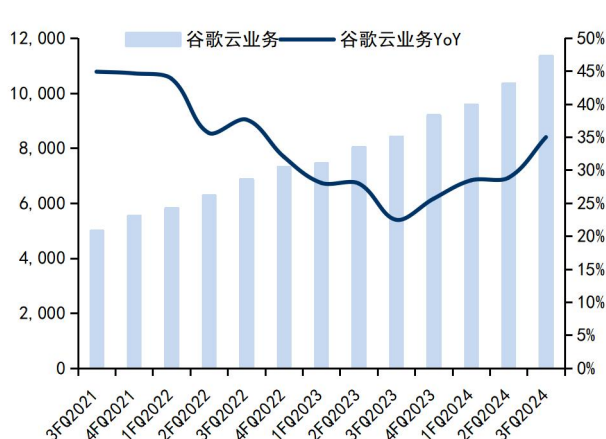


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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



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

◆ AI 应用进展：Gemini 赋能原有产品，持续提升搜索等用户体验

➢ 广告业务：AI 扩大搜索内容和搜索方式

- (1) **AI Overview 与扩展**：推出 AI Overview 后，搜索使用量增加，用户满意度提高。开始在 100 多个新的国家和地区推出，MAU 超过 10 亿。通过工程技术 # 在 18 个月内将查询的成本降低了 90% 以上，同时将使用的 Gemini 模型的大小增加了一倍。
- (2) **Circle to Search**：（屏幕点选、画圈搜索）当前超过 1.5 亿安卓用户在使用。1/3 试用过的用户都会继续使用，提高了用户（尤其是 18-24 岁）参与度。
- (3) **Lens**：视觉搜索功能，每月的搜索次数超过 200 亿次，四分之一的搜索具有商业意图。
- (4) **Demand Gen 广告**：AIGC 素材工具，在未来几个月逐步推广到展示视频和搜索广告中。与 Search 或或者 Performance Max 搭配使用时，平均转化率提升。

例如：奥迪使用该产品将网站访问量增加了 80%，点击量增加了 2.7 倍，提升销售额。DoorDash 生成视频和图片，生成的广告转化率比单纯视频广告提高了 15 倍，广告费的效率提高了 50%。

➤ **大模型与其他业务：**

- (1) **Gemini：**当前超 150 万开发人员使用，Gemini 与公司自身产品相互促进，超过七款产品和 20 亿月活跃用户的平台都在使用 Gemini。谷歌超过四分之一的新代码是由 AI 生成，然后由工程师审查和接受。Gemini API 的编程接口调用在六个月内增长了近 14 倍。
- (2) **Waymo：**每周的自动驾驶里程超过 100 万英里，付费服务超过 15 万次。
- (3) **YouTube：**谷歌 DeepMind 视频生成模型今年年末将在 YouTube shorts (短视频功能) 上帮助创作。

➤ **算力：**

LG AI 研究使用自身 TPU 将其多模态模型推理时长降低了 50% 以上，运营成本降低了 72%。

财务预测与估值

资产负债表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	24048	109407	202131	306151
应收款项	47964	54919	63187	71017
存货净额	0	0	0	0
其他流动资产	12650	14484	16665	18730
流动资产合计	171530	270022	377755	496459
固定资产	134345	158799	181116	204815
无形资产及其他	29198	27738	26351	25034
投资性房地产	36311	36311	36311	36311
长期股权投资	31008	31524	32040	32556
资产总计	402392	524394	653573	795175
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	7493	8656	10008	11208
其他流动负债	74321	99542	116721	129980
流动负债合计	81814	108198	126729	141187
长期借款及应付债券	13253	13253	13253	13253
其他长期负债	23946	22773	21600	20427
长期负债合计	37199	36026	34853	33680
负债合计	119013	144224	161582	174867
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	283379	380170	491991	620308
负债和股东权益总计	402392	524394	653573	795175

关键财务与估值指标

	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	6.0	7.9	9.1	10.5
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	23.11	31.00	40.12	50.58
ROIC	44%	51%	54%	56%
ROE	26%	25%	23%	21%
毛利率	57%	58%	58%	58%
EBIT Margin	27%	32%	32%	32%
EBITDA Margin	31%	38%	38%	38%
收入增长	9%	15%	15%	12%
净利润增长率	23%	31%	16%	15%
资产负债率	30%	28%	25%	22%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	28	22	19	16
P/B	7	6	4	3
EV/EBITDA	22	15	13	11

利润表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	307394	351970	404957	455139
营业成本	133332	147125	170305	190338
研发费用	(45427)	(51185)	(47595)	(52158)
销售及管理费用	(44342)	(42291)	(59270)	(68062)
营业利润	84293	111368	127786	144581
财务费用	1424	4209	7014	10105
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	85717	115577	134800	154686
所得税费用	11922	18786	22980	26370
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	73795	96791	111821	128317

现金流量表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	73795	96791	111821	128317
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(11946)	(22157)	(25124)	(28279)
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(1424)	(4209)	(7014)	(10105)
营运资本变动	(8286)	16421	6910	3390
其它	48183	44314	50249	56558
经营活动现金流	101746	135369	143855	159985
资本开支	(33623)	(45151)	(46054)	(50660)
其它投资现金流	5015	(4343)	(4561)	(4789)
投资活动现金流	(27063)	(50011)	(51131)	(55964)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(1448)	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	(69197)	0	0	0
融资活动现金流	(72093)	0	0	0
现金净变动	2169	85359	92724	104021
货币资金的期初余额	21879	24048	109407	202131
货币资金的期末余额	24048	109407	202131	306151
企业自由现金流	69495	86693	91983	100942
权益自由现金流	(2522)	90218	97801	109325

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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