

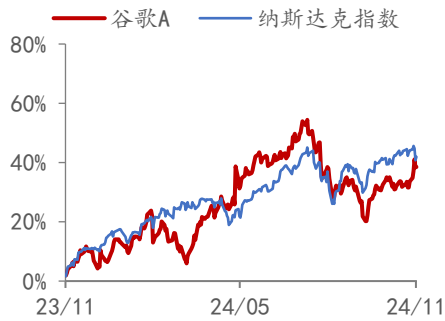
## 云业务增长强劲，利润率显著提高

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-11-05

收盘价（美元）	169.24
近 12 个月最高/最低（美元）	191.5/128.9
总股本（百万股）	12,241
流通股本（百万股）	12,241
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿美元）	20,717
流通市值（亿美元）	20,717

### 公司价格与纳斯达克综指走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 相关报告

1. Amazon 深度：壁垒高筑，资本投入下带来业绩展望 2024-04-06
2. Adobe 深度：生态为主 AI 为辅，创意工具厚积薄发 2024-03-04

### 主要观点：

#### ● 24Q3 业绩：收入利润均超预期

公司发布 24Q3 业绩，1) 整体来看：收入录得 882.68 亿美元，yoy + 15.1%，略高于彭博一致预期 2.1%；Operating profit 录得 285.21 亿美元，yoy+33.6%，高于彭博一致预期 6.9%；GAAP 净利润录得 263.01 亿美元，yoy+33.6%，显著高于彭博一致预期 15.4%；CAPEX 为 130.61 亿美元，略高于彭博一致预期 1.4%；

2) 分业务来看：①谷歌服务录得 765.10 亿美元，yoy+12.5%，略高于彭博一致预期 1.7%。其中搜索业务收入 493.85 亿美元，yoy+12.2%，YouTube 广告收入 89.21 亿美元，yoy+12.2%，google network 收入 75.48 亿美元，yoy-1.6%，订阅业务收入 106.56 亿美元，增速显著提升，同比+27.8%，高于彭博预期 8.8%；②云业务收入录得 113.53 亿美元，yoy+35%，高于彭博一致预期 5.2%；

#### ● 云业务盈利水平改善明显，投资回报开始显现

三季度谷歌云业务收入维持强劲增长，同比+35%，利润端改善极为明显，OPM 达 17.1%，同比+14pct，环比+5.8pct。GCP 在 AI 基础设施、GenAI 核心产品方面加速增长，AI 产品组合吸引了新客户和更大规模交易。据公开业绩会透露，Gemini API 调用量在近 6 个月内增长了近 14 倍。公司在高投入下迎来了收入和利润的双重改善，一定程度打消市场担忧。与 AWS 和微软云业务 OPM 水平相比，谷歌的云业务还处于发展初期，未来在规模效应进一步显现后，利润率改善仍有较大空间。

#### ● AI 赋能搜索业务，AI overview 在三季度已在多个国家地区上线

1) 用户侧，AI overview 大幅提升了用户的使用体验，可以解决用户提出更复杂的问题。三季度 AI overview 已在全球 100 多个国家上线，月度用户达 10 亿人，Circle to Search 功能已部署在 1.5 亿台 Android 设备上。在用户侧，谷歌搜索通过 AI 进一步加强了其用户资源壁垒，AI 驱动下的搜索精准度提升有望带来广告点击率和曝光数增长。

2) 广告主侧，AI 赋能下广告转化率有效提升，同时谷歌广告提供的智能竞价、自动生成广告素材等工具，可有效降低广告主的广告生成和投放成本，进一步提升广告主的广告投放意愿。

#### ● 投资建议

我们预计谷歌 2024-2026 收入为 3502.52/3947.20/4393.82 亿美元，同比+13.9%/+12.7%/+11.3%；净利润预计录得 995.75 /1144.81 /1312.65 亿美元，同比 34.9%/+15.0%/+14.7%，维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

宏观经济环境波动；AI 业务发展不及预期；云计算行业竞争加剧等。

## ● 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	350,252	394,720	439,382
收入同比 (%)	8.7%	13.9%	12.7%	11.3%
净利润 (百万美元)	73,795	99,575	114,481	131,265
同比 (%)	23.0%	34.9%	15.0%	14.7%
每股收益 EPS (美元)	5.80	8.00	9.34	10.66
市盈率 (P/E)	29.17	21.81	18.67	16.37

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万美元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	<b>171, 53</b>	<b>162, 43</b>	<b>202, 66</b>	<b>300, 60</b>	
现金及现金等价物	24, 048	19, 026	50, 923	140, 12	
有价证券	86, 868	73, 500	73, 500	73, 500	
应收款项	47, 964	53, 724	60, 129	66, 843	
存货	0	0	0	0	
其他流动资产	12, 650	16, 185	18, 115	20, 137	
<b>非流动资产</b>	<b>230, 86</b>	<b>279, 43</b>	<b>316, 27</b>	<b>351, 57</b>	
固定资产	134, 34	170, 94	207, 78	243, 08	
经营租赁资产	14, 091	13, 561	13, 561	13, 561	
无形资产	0	0	0	0	
长期理财投资	31, 008	34, 172	34, 172	34, 172	
商誉	29, 198	31, 935	31, 935	31, 935	
其他非流动资产	22, 220	28, 825	28, 825	28, 825	
<b>资产总计</b>	<b>402, 39</b>	<b>441, 87</b>	<b>518, 94</b>	<b>652, 17</b>	
<b>流动负债</b>	<b>81, 814</b>	<b>79, 380</b>	<b>79, 833</b>	<b>80, 168</b>	
应付款项	7, 493	6, 914	7, 367	7, 702	
应付薪酬	15, 140	11, 373	11, 373	11, 373	
应付费用和其他流	46, 168	47, 298	47, 298	47, 298	
短期应付款项	8, 876	8, 899	8, 899	8, 899	
短期递延收入	4, 137	4, 896	4, 896	4, 896	
<b>非流动负债</b>	<b>37, 199</b>	<b>36, 296</b>	<b>36, 296</b>	<b>36, 296</b>	
长期借款	13, 253	13, 238	13, 238	13, 238	
长期递延收入	911	1, 015	1, 015	1, 015	
长期应付所得税	8, 474	8, 219	8, 219	8, 219	
经营租赁负债	12, 460	11, 654	11, 654	11, 654	
其他非流动负债	2, 101	2, 170	2, 170	2, 170	
<b>负债合计</b>	<b>119, 01</b>	<b>115, 67</b>	<b>116, 12</b>	<b>116, 46</b>	
普通股和实收资本	76, 534	72, 887	53, 229	81, 089	
累计其他综合收益	-4, 402	-5, 554	-14, 07	-30, 57	
留存收益	211, 24	258, 86	363, 65	485, 19	
<b>权益合计</b>	<b>283, 37</b>	<b>326, 19</b>	<b>402, 81</b>	<b>535, 71</b>	
<b>负债和股东权益</b>	<b>402, 39</b>	<b>441, 87</b>	<b>518, 94</b>	<b>652, 17</b>	
<b>主要财务比率</b>					
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>回报率</b>					
净资产收益率	26. 04%	30. 46%	27. 82%	23. 42%	
总资产收益率	18. 34%	22. 50%	21. 70%	19. 39%	
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	8. 68%	13. 94%	12. 70%	11. 31%	
净利润增长率	23. 05%	34. 93%	14. 97%	14. 66%	
总资产增长率	10. 16%	9. 99%	19. 21%	28. 30%	
<b>资产管理能力</b>					
应收款项周转天数	57. 0	56. 0	55. 6	55. 5	
应付款项周转天数	8. 9	7. 2	6. 8	6. 4	
总资产周转率	76%	79%	75%	65%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29. 58%	26. 14%	22. 01%	17. 21%	
流动比率	2. 1	2. 1	2. 6	4. 1	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万美元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	307, 394	350, 252	394, 720	439, 382	
增长率	8. 68%	13. 94%	12. 70%	11. 31%	
营业成本	133, 332	147, 064	162, 293	180, 062	
%销售收入	43. 37%	41. 99%	41. 12%	40. 98%	
毛利	174, 062	203, 188	232, 427	259, 320	
销售及营销开支	27, 917	28, 375	28, 609	29, 649	
研发开支	45, 427	49, 265	53, 746	60, 264	
一般及行政开支	16, 425	13, 651	15, 789	15, 378	
营业利润	84, 293	111, 898	134, 283	154, 029	
%销售收入	27. 42%	31. 95%	34. 02%	35. 06%	
其他收入	1, 424	6, 254	400	400	
<b>除税前利润</b>	<b>85, 717</b>	<b>118, 152</b>	<b>134, 683</b>	<b>154, 429</b>	
%销售收入	27. 89%	33. 73%	34. 12%	35. 15%	
所得税	-11, 922	-18, 577	-20, 203	-23, 164	
<b>持续经营净利润</b>	<b>73, 795</b>	<b>99, 575</b>	<b>114, 481</b>	<b>131, 265</b>	
非持续经营净利润	0	0	0	0	
<b>GAAP 净利润</b>	<b>73, 795</b>	<b>99, 575</b>	<b>114, 481</b>	<b>131, 265</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	99, 575	114, 481	131, 265	
折旧摊销	13, 699	14, 591	18, 744	23, 404	
以股份为基础的薪	22, 460	22, 832	25, 342	27, 860	
其他	-4, 363	-3, 955	0	0	
应收款项	-7, 833	-5, 941	-6, 405	-6, 714	
存货	0	0	0	0	
其他资产	-1, 620	-6, 109	-1, 930	-2, 023	
应付款项	664	-177	453	335	
应付费用和其他流	3, 937	-6, 366	0	0	
短期应付费用	482	478	0	0	
递延收入	525	860	0	0	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>101, 746</b>	<b>115, 787</b>	<b>150, 685</b>	<b>174, 127</b>	
购买固定资产和无	-32, 746	-53, 490	-56, 150	-59, 126	
购买有价证券	8, 814	16, 745	0	0	
购买长期理财投资	-2, 080	-2, 502	0	0	
其他投资活动	-1, 051	-2, 500	0	0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-27, 063</b>	<b>-41, 747</b>	<b>-56, 150</b>	<b>-59, 126</b>	
普通股回购	-61, 504	-61, 671	-45, 000	0	
股息支付	0	-7, 365	-9, 688	-9, 730	
债务偿付	-11, 550	-8, 951	0	0	
其他	961	-154	0	0	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-72, 093</b>	<b>-78, 141</b>	<b>-54, 688</b>	<b>-9, 730</b>	
汇率变动对现金的	-421	-222	0	0	
现金净增加值	2, 169	-4, 323	39, 847	105, 271	
期末现金及现金等	24, 048	19, 725	59, 572	164, 843	

## 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;
- 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。