

3Q24 点评，GCP 增速&利润超预期， 新任 CFO 强调组织效率提升

核心观点

2024 年两条主线：1) 组织结构优化，经营效率提升；2) AI 对广告/云业务效能提升。新 CFO 强调组织效率提升并开启新一轮办公场所优化，看好后续 OpEx 节约对 EPS 的提振。AI 赋能方面，管理层强调 AI 应用的广度以及目前增收的进度，业绩佐证+多个产品实例扭转此前对 Google AI 受益敞口较小的悲观情绪。考虑到股价自 2Q24 业绩发布以来相对指数跑输，基本面则基本摆脱 Bear Case，至 25 年初前反垄断监管缺乏进一步恶化的催化剂，后续 Risk/Reward 较 2Q24 吸引力有所提升，看好估值&业绩修复。

谷歌发布 3Q24 业绩

广告业务基本符合预期，云业务&订阅业务超预期增长

3Q24 公司实现营收 883 亿美元（同比+115.1%，环比+4.2%），GAAP 毛利率 58.7%（同比+201bps，环比+60bps），GAAP 净利润 263 亿美元（同比+33.6%，环比+11.4%）。其中，谷歌搜索业务收入 494 亿美元（同比+12.2%，环比+1.8%），Youtube 广告收入 89 亿美元（同比+12.2%，环比+3.0%），谷歌网络服务收入 75 亿美元（同比-1.6%，环比+1.4%），其他类业务收入 107 亿美元（同比+27.8%，环比+14.4%）。谷歌云业务收入 114 亿美元（同比+35.0%，环比+9.7%），主要受 AI 及核心云产品的需求驱动。

简评

3Q24 YTB 收入超 500 亿美元，增投 PGC 后关注成本后续变化 Youtube 广告+订阅收入 LTM 收入超过 500 亿元(1Q23 LTM YTB 收入>400 亿元)，对应~3.8%的环比增长，折年化 16%的同比增长。YTB 近期增长主要来自 NFL 等体育赛事会员。Youtube 过去几年的发展重心从原有中视频转向更轻度 UGC(Youtube Shorts)和 PGC(NFL 等体育赛事会员)，占据家庭场景，并吸引青少年用户。这一定位有助于提升 Youtube 的吸引力，维持平台流量的稳健增长，但需要考虑大量版权内容的采购是否对毛利率有负面影响。本季度 Ex-TAC 后的营业成本增长 11%，主要由内容采购等驱动，因此合理推测内容采购成本增速高于 11%(可能远高于 11%)，而 Youtube 整体增速估计为 16%左右，若订阅收入占比持续提升，Youtube UE 需要重新校正预期，需进一步观察。

谷歌 A (GOOGL. O)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期：2024 年 11 月 05 日

当前股价：171.29 美元

目标价格 6 个月：200 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
3.28/3.00	-0.15/-3.79	38.05/-3.88
12 月最高/最低价 (美元)		191.18/126.45
总股本 (万股)		1,224,100.00
流通股本 (万股)		584,300.00
总市值 (亿美元)		20,967.61
流通市值 (亿美元)		20,967.61
近 3 月日均成交量 (万)		2552.39

主要股东

BlackRock, Inc.

数据标示

股价表现



相关研究报告

24.07.24 【中信建投海外研究】谷歌 (ALPHABET)-A(GOOG.L):2Q24 点评，AI+CapEx+ROI 尚不明确，仍处于新一轮 CapEx 的早期阶段

管理层强调 AI 在 Google 业务应用广度，GCP 业绩验证 AI 落地速度，有力回应市场对于 AI CapEx ROI 的担忧。有鉴于 2Q24 CEO Sundar Pichai 提到 AI CapEx ROI “低估投资的风险远大于过度投资的风险”所引发的巨大争议，本季度管理层在讨论 AI 时更多强调具体用例，结合 GCP 高速增长及利润率提升支持，给予市场更多信心，缓解对于 AI 投入巨大短期收益寥寥的担忧。

3Q24，管理层强调 AI Overview 本周已经在超过 100 个国家及地区上线并覆盖 10 亿+MAU，初步结果显示用户留存、搜索量均有所增长，尤其是视频、图片类的搜索(该部分过去商业化率较低)。GCP 中 Gemini 的 API 调用量较 6 个月前提升~14x，Circle to Search 目前活跃在 1.5 亿台安卓设备上，其中 1/3 为 WAU。AI 代码助手方面，Google 新增代码中~25%来自 AI 生产且由工程师审核。本季度管理层着重强调 AI 在 Google 业务应用的广度和可能性，结合微软业绩会中关于 GPU 服务器供应限制的讨论，本季度 GCP 的超预期增长可能主要受 AI 需求驱动，尤其是 GPU、TPU 租赁相关需求，这部分毛利率在 50~60%，高于现有 GCP 的毛利率。后续 AI 需求可持续为 GCP 贡献增长，尤其是 GCP 在 AI/ML 技术栈具备较强积累，可能产生数据、技术引力。

新任 CFO 强调 1) 投资 AI 实现未来增长是重大机遇，2) 也需要重视其他部分的组织效率优化。关于组织效率提升，Google 自 2022 年裁员以来，市场长期期望 Google 通过 OpEx 节约提振 EPS 但此前兑现度总体上不符合市场预期。继 23H1 大量裁员&办公场所整合后，本季度 Google 继续在全球范围内优化实体办公室，产生相应 6 亿美元左右亏损，力度与 1H23 一致，我们期待后续公司继续优化成本结构，公司过去 2 年裁撤业务、人员、办公场所所节约的 OpEx 在 25-26 年将逐步释放(当期产生一次性费用)，抵消 AI CapEx 带来的折旧压力，并驱动 EPS 稳健增长。

股东回报方面，公司本季度宣布 1) 12 月 16 日将发放\$0.2/股的股息。Q3 完成 153 亿美元的股票回购和 25 亿美元的股息支付，过去 12 个月累计股东回报接近 700 亿美元，对应整体股息率约 3.24%。

投资建议：2024 年两条主线：1) 组织结构优化，经营效率提升；2) AI 对广告/云业务效能提升。新 CFO 强调组织效率提升并开启新一轮办公场所优化，看好后续 OpEx 节约对 EPS 的提振。AI 赋能方面，管理层强调 AI 应用的广度以及目前增收的进度，业绩佐证+多个产品实例扭转此前对 Google AI 受益敞口较小的悲观情绪。考虑到股价自 2Q24 业绩发布以来相对指数跑输，基本面则基本摆脱 Bear Case，至 25 年初前反垄断监管缺乏进一步恶化的催化剂，后续 Risk/Reward 较 2Q24 吸引力有所提升，看好估值&业绩修复。我们持续看好公司中长期的成长性与投资价值。维持“买入”评级。

风险分析

业务发展不及预期：云计算等业务竞争格局仍处于较快变化阶段，我们对谷歌的估值和投资判断很大程度上是基于主观预期，而市场竞争加剧可能影响微软相关业务的表现，使预期与实际业绩产生偏差。

行业增长不及预期：疫情下居家办公等需求脉冲式增长，这使得重新开放后高基数、需求透支下业绩可能增速将有所放缓。

监管不确定性：云计算等业务涉及多个国家和地区，同时满足不同国家的监管要求及潜在的变化会对业务产生一定不确定性的影响。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	164,795.0	171,530.0	293,259.4	439,719.7	611,209.8
现金	113,762.0	110,916.0	223,775.2	356,428.2	511,367.2
应收票据及应收账款合计	40,258.00	47,964.00	55,385.39	66,391.14	79,583.87
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	2,670.00	0.00	1,701.06	2,039.08	2,444.28
其他流动资产	8,105.00	12,650.00	12,397.73	14,861.31	17,814.44
非流动资产	200,469.0	230,862.0	209,814.6	188,769.6	167,726.4
长期投资	30,492.00	31,008.00	31,008.00	31,008.00	31,008.00
固定资产	112,668.0	134,345.0	113,297.6	92,250.23	71,202.85
无形资产	2,084.00	0.00	0.00	0.28	0.92
其他非流动资产	55,225.00	65,509.00	65,509.00	65,511.12	65,514.63
资产总计	365,264.0	402,392.0	503,074.0	628,489.4	778,936.2
流动负债	69,300.00	81,814.00	93,465.07	112,037.7	134,300.9
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	5,128.00	7,493.00	8,115.48	9,728.13	11,661.22
其他流动负债	64,172.00	74,321.00	85,349.59	102,309.5	122,639.7
非流动负债	39,820.00	37,199.00	37,199.00	37,199.00	37,199.00
长期借款	14,701.00	13,253.00	13,253.00	13,253.00	13,253.00
其他非流动负债	25,119.00	23,946.00	23,946.00	23,946.00	23,946.00
负债合计	109,120.0	119,013.0	130,664.0	149,236.7	171,499.9
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	0.00	0.00	1,000.00	2,000.00	3,000.00
资本公积	68,184.00	76,534.00	75,534.00	74,535.00	73,537.00
留存收益	187,960.0	206,845.0	295,875.9	402,717.7	530,899.2
归属母公司股东权益	256,144.0	283,379.0	372,409.9	479,252.7	607,436.2
负债和股东权益	365,264.0	402,392.0	503,074.0	628,489.4	778,936.2

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	91,495.00	101,746.0	111,632.4	130,997.5	152,781.2
净利润	58,733.56	71,227.45	89,030.98	106,841.7	128,181.5
折旧摊销	13,697.00	11,946.00	21,047.38	21,047.98	21,049.23
财务费用	0.00	0.00	57.06	-372.59	-875.87
其他经营现金流	19,064.44	18,572.55	1,497.00	3,480.41	4,426.33
投资活动现金流	-	-	1,283.89	1,282.89	1,281.89
资本支出	-	-	0.00	3.00	6.00
其他投资现金流	7,744.00	4,015.00	1,283.89	1,279.89	1,275.89
筹资活动现金流	-	-	-57.06	372.59	875.87
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-116.00	-1,448.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-	-	-57.06	372.59	875.87
现金净增加额	1,440.00	2,590.00	112,859.2	132,653.0	154,938.9

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	282,836.0	307,394.0	368,476.9	441,697.8	529,468.5
营业成本	126,203.0	133,332.0	160,970.0	192,956.7	231,299.5
其他营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售和管理费用	42,291.00	44,342.00	53,447.04	64,067.62	76,798.64
研发费用	39,500.00	45,427.00	50,351.59	60,357.07	72,350.75
财务费用	0.00	0.00	57.06	-372.59	-875.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
营业利润	74,842.00	84,293.00	103,651.2	124,689.9	149,897.4
其他非经营损益	-5,331.00	-2,133.00	1,134.33	1,134.33	1,134.33
利润总额	69,511.00	82,160.00	104,785.5	125,824.3	151,031.7
所得税	10,777.44	10,932.55	15,754.58	18,982.59	22,850.24
净利润	58,733.56	71,227.45	89,030.98	106,841.7	128,181.5
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	58,733.56	71,227.45	89,030.98	106,841.7	128,181.5
EBITDA	83,208.00	94,106.00	125,890.0	146,499.7	171,205.1
EPS (元)	4.80	5.82	7.27	8.73	10.47

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	9.78	8.68	19.87	19.87	19.87
归属于母公司净利润(%)	-22.40	18.20	27.61	19.66	19.69
获利能力					
毛利率(%)	55.38	56.63	56.31	56.31	56.31
净利率(%)	20.77	23.17	24.16	24.19	24.21
ROE(%)	22.93	25.14	23.91	22.29	21.10
ROIC(%)	41.99	39.58	40.71	53.12	70.17
偿债能力					
资产负债率(%)	29.87	29.58	25.97	23.75	22.02
净负债比率(%)	-38.67	-34.46	-56.53	-71.61	-82.00
流动比率	2.38	2.10	3.14	3.92	4.55
速动比率	2.22	1.94	2.99	3.77	4.40
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.76	0.73	0.70	0.68
应收账款周转率	7.03	6.41	6.65	6.65	6.65
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.80	5.82	7.27	8.73	10.47
每股经营现金流(最新摊薄)	7.47	8.31	9.12	10.70	12.48
每股净资产(最新摊薄)	20.93	23.15	30.42	39.15	49.62
估值比率					
P/E	35.70	29.44	23.55	19.62	16.36
P/B	8.19	7.40	5.63	4.38	3.45
EV/EBITDA	-0.85	-0.71	-0.02	0.30	0.40

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网及美股软件研究，2022 年加入中信建投海外前瞻组，2023 年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023 第十七届水晶球最佳分析师海外行业入围。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk