

谷歌 (ALPHABET) - A (GOOGL. O) 25Q1 财报点评

优于大市

广告与云稳健增长，利润率持续提升，宏观波动下维持 Capex 指引

核心观点

业绩总览：广告业务稳健，云业务供不应求。 FY24Q4 公司营收 965 亿美元（同比+12%），符合一致预期，搜索业务的出色表现被云的不及预期抵消。GAAP 毛利率 57.9%（环比-80bps），营业利润 310 亿美元（营业利润率 32.1%）。

广告：维持双位数稳健增长，关税对业绩影响有待观察，AI 继续赋能搜索增长。 2024Q4 谷歌搜索广告收入同比+10%，主要得益于保险、零售、医疗保健和旅游行业的持续增长，以及随着 AI Overview 的推出搜索量有所增加。YouTube 广告收入同比+10%，主要得益于直接反应广告和品牌广告，Shorts 的活跃观看次数增长 20%+。Q1 各垂直领域普遍增长，二季度情况有待观察，APAC 零售商（关税政策下）可能带来轻微阻力。AI 继续赋能搜索增长，AI Overview 已达到 15 亿月活。

云：云业务维持高增速，关注 25 年产能部署节奏。 谷歌云收入 123 亿美元（同比+28%，环比+3%），规模效应下 OPM 为 18%、环比持平。一季度增速远超云业务整体平均水平，主要得益于 AI 的强劲需求与 Workspace 业务的席位收入增加。云业务仍然供给紧张，收入增长与新产能的部署时间紧密相关、存在波动，预计 25 年底将有较高的产能部署。

CAPEX：25 年资本支出目标维持 750 亿美元，彰显 AI 投入信心。 25Q1 CAPEX 为 172 亿美元，同比+43%，公司指引表示即使宏观经济出现变化，25 年 CAPEX 仍然维持 750 亿美元不变。投资源于 AI 产品旺盛的需求。

分红回购：25Q1 进行了 151 亿美元股票回购和 24 亿美元的股息支付，董事会宣布股息提高 5%，批准 700 亿美元的股票回购授权。

投资建议：考虑近期关税政策对广告投放带来的不确定性影响，我们小幅下调 2025-2027 财年公司收入预测为 3911/4378/4793 亿美元（前值为 4000/4506/4962），下调幅度 2%/3%/3%。考虑到近几年公司处于 AI 投资周期，小幅调整 2025-2026 年净利润预测为 1091/1197/1353 亿美元（1092/1244/1369 亿美元），下调幅度 0%/3%/1%。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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	307,394	350,018	391,085	437,767	479,312
(+/-%)	8.7%	13.9%	11.7%	11.9%	9.5%
归母净利润(百万美元)	73,795	100,118	109,065	119,738	135,331
(+/-%)	23.0%	35.7%	8.9%	9.8%	13.0%
EPS (元)	6.05	8.21	8.95	9.82	11.10
EBIT Margin	27.4%	32.1%	32.5%	31.6%	32.2%
净资产收益率 (ROE)	26.0%	30.8%	25.1%	21.6%	19.6%
市盈率 (PE)	27	20	18	16	15
EV/EBITDA	21	17	13	11	9
市净率 (PB)	7	6	5	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 证券分析师：张昊晨

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn zhanghaochen1@guosen.com.cn

S0980521120004

S0980525010001

联系人：刘子谭

liuzitan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	180.00 - 200.00 美元
收盘价	159 美元
总市值/流通市值	19400 亿美元/19400 亿美元
52 周最高价/最低价	206 美元/142 美元
近 3 个月日均成交额	64 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) - 广告维持双位数增长，供应限制致云增速回落》——2025-02-09
- 《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》——2024-10-31
- 《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

财报表现：广告维持双位数稳健增长，云业务收入受产能部署节奏影响

◆ 业绩重点：

①广告业务维持双位数稳健增长，二季度情况有待观察，AI 继续赋能搜索增长

谷歌 2024Q4 实现广告收入 841 亿美元（同比+10.2%），谷歌搜索广告收入 507 亿美元（同比+10%），主要得益于保险、零售、医疗保健和旅游行业的持续增长，以及随着 AI Overview 的推出搜索量有所增加。YouTube 广告收入 89 亿美元（同比+10%），主要得益于直接反应广告和品牌广告，Q1 的观看时长增长依然强劲，Shorts 的活跃观看次数增长 20%+。

Q1 各垂直领域普遍增长，二季度情况有待观察，APAC 零售商（关税政策下）可能带来轻微阻力。全年广告受 24 年金融垂直领域基数影响，但 AI 搜索改造持续推动查询增长。AI Overview 已在 100 多个国家/地区推出，继续推动更高的满意度和 Google 搜索使用率，AI overview 已达到 15 亿月活。Circle to Search 在超 2.5 亿设备上可用。

②云业务维持高增速，关注 25 年产能部署节奏

谷歌云收入 123 亿美元（同比+28%，环比+3%），规模效应下 OPM 为 18%，环比持平。一季度增速远超云业务整体平均水平，主要得益于 AI 的强劲需求与 Workspace 业务的席位收入增加。云业务仍然供给紧张，收入增长与新产能的部署时间紧密相关、存在波动，预计 25 年底将有较高的产能部署。

③AI 需求旺盛，25 年资本支出将不受宏观影响维持 750 亿美元

25Q1 CAPEX 为 172 亿美元，同比+43%，公司指引表示即使宏观经济出现变化，25 年 CAPEX 仍然维持 750 亿美元不变。投资源于 AI 产品旺盛的需求，包括技术基础设施的投入，主要是服务器，其次是数据中心和网络。资本支出增加导致折旧费用加速增长，同时谷歌服务和谷歌云利润率创新高，会平衡成本与投资，25 年在一些领域员工会增长。

◆ 财务概况：

FY25Q1 公司营收 902 亿美元（同比+12%），GAAP 毛利率 60%，营业利润 306 亿美元，同比+20%。主要是谷歌服务和谷歌云利润率创新高，高毛利的搜索业务收入占比增加，以及对于组织效率提升、薪酬增速放缓，缓解了折旧的增加（+31%）。

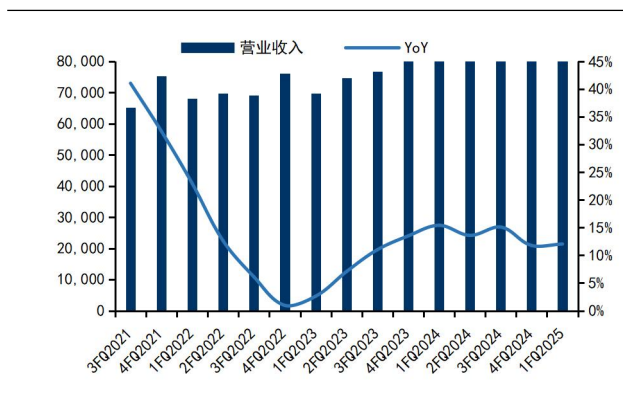
谷歌服务：收入 773 亿美元（同比+10%），营业利润率为 42%。其中包括：

- 谷歌搜索广告收入 507 亿美元（同比+10%），主要得益于保险、零售、医疗保健和旅游行业的持续增长，以及随着 AI Overview 的推出搜索量有所增加。
- YouTube 广告收入 89 亿美元（同比+10%），增长的主要原因是直接响应广告，其次是品牌广告。主要得益于直接反应广告和品牌广告，Q1 的观看时长增长依然强劲，Shorts 的活跃观看次数增长 20%+。
- 其他非广告业务（订阅、平台和设备业务）收入 104 亿美元（同比+19%），主要得益于 YouTube 和 Google One 的订阅用户数量增加。

谷歌云：收入 123 亿美元（同比+28%，环比+3%），OPM 为 18%，环比持平。增长主要来自谷歌云计算平台（GCP）核心产品、基础设施和生成式云计算解决方案。Google Workspace 的健康增长主要得益于单个席位平均收入的增长。将通过提高生产力效率和利用率应对规模扩大导致的折旧增加等费用。

Other Bets（创新业务）：收入 4.50 亿美元（同比-9%），营业亏损 12 亿美元，主要是由于 24Q1 的高基数。

图1：谷歌总收入及增速（百万美元、%）



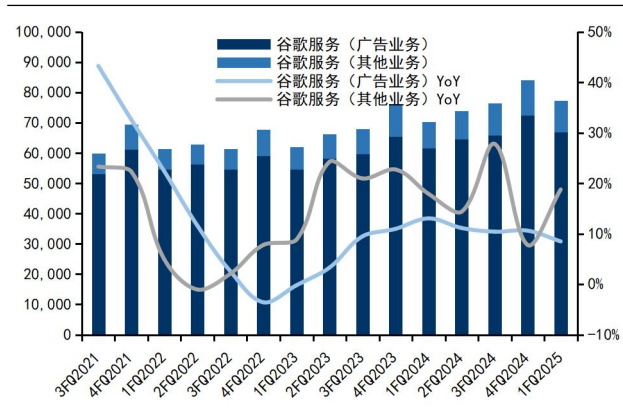
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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（%）

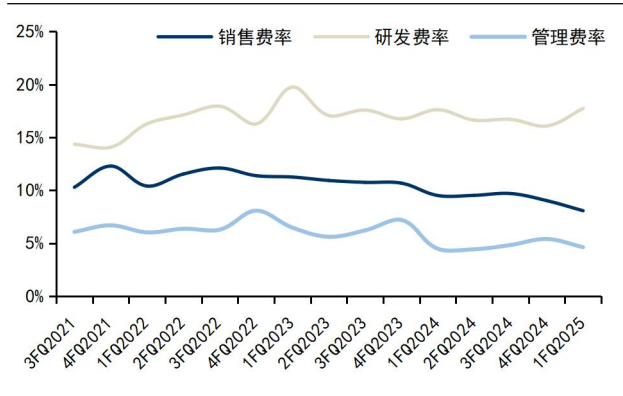


图6：谷歌营运利润及营运利润率（百万美元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ **AI 应用进展：Gemini2.5 推出，AI 功能用户数不断提升**

➤ **广告业务：AI 扩大搜索内容和搜索方式**

- 1) **AI Overview 与扩展：**AI Overviews 用户超 15 亿/月，多模态查询显著增长。AI 模式的搜索时长是传统搜索的 2 倍。
- 2) **Circle to Search：**（屏幕点选、画圈搜索）Circle to search 在超 2.5 亿设备可用（24Q4 为 2 亿台），本季度使用量增长近 40%。
- 3) **Lens：**视觉搜索功能，25Q1 使用镜头搜索进行购物的人数增长 10%+，且大多数镜头搜索查询都是新增的。

➤ **大模型与其他业务：**

- (1) **Gemini：**推出 Gemini 2.5 大模型，Vertex AI 平台提供 200 多种基础模型，计划收购 Wiz 加强云安全。正在开发新领域的 AI 模型，例如 Gemini 机器人模型。
- (2) **Waymo：**每周付费载客量达 25 万次，与 Uber 合作在多地拓展，计划在更多城市上线。
- (3) **YouTube：**全球 YouTube Music 和 Premium 订阅用户超 1.25 亿。预约广告业务同比增长超一倍，短视频功能 Shorts 的参与度增长超 20%。

财务预测与估值

资产负债表 (百万美元)

	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	23466	100837	177579	268038
应收款项	52340	58481	65462	71674
存货净额	0	0	0	0
其他流动资产	15714	17558	19653	21519
流动资产合计	163711	252676	342285	444801
固定资产	171036	217700	260882	306315
无形资产及其他	31885	30291	28776	27337
投资性房地产	45642	45642	45642	45642
长期股权投资	37982	44956	51930	58904
资产总计	450256	591265	729515	882999
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	7987	9639	10985	12087
其他流动负债	81135	110206	126151	141981
流动负债合计	89122	119845	137136	154068
长期借款及应付债券	10883	10883	10883	10883
其他长期负债	25167	26388	27609	28830
长期负债合计	36050	37271	38492	39713
负债合计	125172	157116	175628	193781
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	325084	434149	553887	689218
负债和股东权益总计	450256	591265	729515	882999

关键财务与估值指标

	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	8.2	8.9	9.8	11.1
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	26.67	35.62	45.44	56.54
ROIC	46%	45%	43%	42%
ROE	31%	25%	22%	20%
毛利率	58%	58%	58%	58%
EBIT Margin	32%	32%	32%	32%
EBITDA Margin	36%	40%	39%	40%
收入增长	14%	12%	12%	9%
净利润增长率	36%	9%	10%	13%
资产负债率	28%	27%	24%	22%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	20	18	16	15
P/B	6	5	4	3
EV/EBITDA	16	13	11	9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万美元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	350018	391085	437767	479312
营业成本	146306	164100	185818	202399
研发费用	(49326)	(55570)	(63804)	(69291)
销售及管理费用	(41996)	(44504)	(49787)	(53074)
营业利润	112390	126911	138358	154548
财务费用	7425	3704	6126	8751
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	119815	130615	144484	163299
所得税费用	19697	21550	24746	27968
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	100118	109065	119738	135331

现金流量表 (百万美元)

	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	100118	109065	119738	135331
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(11946)	(28480)	(33352)	(38528)
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(7425)	(3704)	(6126)	(8751)
营运资本变动	(8242)	23959	9436	10076
其它	45369	56959	66704	77056
经营活动现金流	125299	161504	162526	183935
资本开支	(48637)	(73549)	(75020)	(82522)
其它投资现金流	14677	(3610)	(3790)	(3980)
投资活动现金流	(45536)	(84133)	(85784)	(93476)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(2370)	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	(74993)	0	0	0
融资活动现金流	(79733)	0	0	0
现金净变动	(582)	77371	76742	90459
货币资金的期初余额	24048	23466	100837	177579
货币资金的期末余额	23466	100837	177579	268038
企业自由现金流	69495	84862	82429	94161
权益自由现金流	(701)	87955	87506	101413

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