

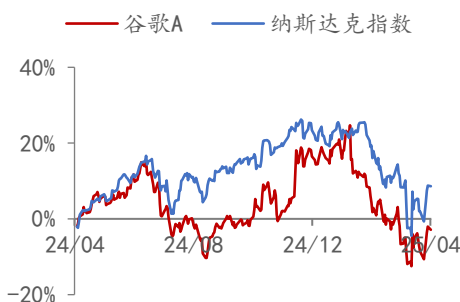
利润超预期，全年 CapEx 维持 750 亿美元

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-04-30

收盘价（美元）	160.16
近 12 个月最高/最低（美元）	206.2/144.7
总股本（百万股）	12,135
流通股本（百万股）	11,279
流通股比例（%）	92.95
总市值（亿美元）	19,435
流通市值（亿美元）	18,064

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.谷歌 24Q4：利润略超预期，云业务小幅 miss 2025-02-13
- 2.谷歌 24Q3：云业务强劲增长，利润率显著提高 2024-11-06

主要观点：

● 25Q1 业绩：利润显著超预期

公司发布 25Q1 业绩，1) 整体来看：收入 902 亿美元(yoy+12%)，高于 BBG 预期 1.3%；GAAP 营业利润 306 亿美元(yoy+20%)，高于 BBG 预期 6%；GAAP 净利润 345 亿美元(yoy+46%)，高于 BBG 预期 40%；（gain on equity securities 为 98 亿美元，去年同期为 22 亿美元）；2) 分业务来看：①谷歌服务录得 773 亿美元(yoy+9.75%)，略高于彭博一致预期 1.25%。其中搜索业务收入 507 亿美元(yoy+9.85%)，高于彭博一致预期 0.59%，YouTube 广告收入 89 亿美元(yoy+10.35%)，google network 收入 73 亿美元(yoy-2.12%)，订阅业务收入 104 亿美元(同比+18.77%)；②云业务收入录得 123 亿美元(yoy+28.06%)，低于彭博一致预期 0.45%；

● 广告稳健增长，今年 CapEx 维持 750 亿美元指引

1) CapEx：谷歌在数据中心、芯片和其他 AI 基础设施上的投入持续扩大。第一季度 CapEx 飙升至 172 亿美元，高于去年同期的 120 亿美元，也略高于 BBG 预期的 171 亿美元，今年整体 CAPEX 预期维持 750 亿美元，用于建设数据中心等项目，较 2024 年显著增加；

2) 广告：搜索广告近双位数增长，一季度收入 507 亿美元(yoy+9.8%)，基本 inline，主要由金融服务推动，得益于保险领域的强劲表现，其次是零售。谷歌表示 AI overview 货币化率基本与传统搜索大致相同，去年底以来，广告已在 AI overview（美国移动端）上方、下方及内部集成。建议持续关注 AI overview 对于搜索广告点击率和转化率的影响。YouTube 广告收入增长 10%，达到 89 亿美元，主要由直接响应广告推动，其次是品牌广告；

3) 订阅平台和设备收入增长 19%，达 104 亿美元，主要由 YouTube 订阅服务推动，其次是 Google One，订阅用户数量的增长是收入增长的主要驱动力；

3) 谷歌云收入 123 亿美元(yoy+28%,环比-2pct)，基本 inline，OPM 小幅改善，一季度达 17.8%，环比+0.2pct。

● 投资建议

我们预计谷歌 2025-2027 收入为 3851/4278/4731 亿美元(前值为 3915/4345/4814 亿美元)，同比+10%/+11%/+11%；净利润预计录得 1140/1152/1279 亿美元(前值为 1114 /1276 /1424 亿美元)，同比 +13.8%/+1.1%/+11%，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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	350,018	385,072	427,792	473,067
收入同比 (%)	13.9%	10.0%	11.1%	10.6%
净利润 (百万美元)	100,118	113,970	115,173	127,897
同比 (%)	35.7%	13.8%	1.1%	11.0%
每股收益 EPS (美元)	8.05	9.31	9.50	11.42
市盈率 (P/E)	19.96	17.26	16.90	14.06

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	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	163,711	168,166	188,771	228,863					
现金及现金等价物	23,466	18,208	29,827	69,878					
有价证券	72,191	73,500	73,500	73,500					
应收款项	52,340	58,757	65,662	65,704					
存货	0	0	0	0					
其他流动资产	15,714	17,701	19,781	19,781					
非流动资产	286,545	322,207	358,597	368,621					
固定资产	171,036	214,232	250,622	260,646					
经营租赁资产	13,588	13,722	13,722	13,722					
无形资产	0	0	0	0					
长期理财投资	37,982	34,172	34,172	34,172					
商誉	31,885	32,173	32,173	32,173					
其他非流动资产	32,054	27,908	27,908	27,908					
资产总计	450,256	490,373	547,368	597,484					
流动负债	89,122	79,704	80,294	80,032					
应付款项	7,987	7,226	7,816	7,554					
应付薪酬	15,069	11,373	11,373	11,373					
应付费用和其他流动负债	51,228	47,298	47,298	47,298					
短期应付费用	9,802	8,899	8,899	8,899					
短期递延收入	5,036	4,908	4,908	4,908					
非流动负债	36,050	41,522	41,522	41,522					
长期借款	10,883	13,238	13,238	13,238					
长期递延收入	0	0	0	0					
长期应付所得税	8,782	9,773	9,773	9,773					
经营租赁负债	11,691	11,678	11,678	11,678					
其他非流动负债	4,694	6,833	6,833	6,833					
负债合计	125,172	121,226	121,816	121,554					
普通股和实收资本	84,800	60,598	27,670	27,670					
累计其他综合收益	-4,800	-4,086	-4,086	-38,442					
留存收益	245,084	312,635	401,968	486,702					
权益合计	325,084	369,147	425,552	475,931					
负债和股东权益	450,256	490,373	547,368	597,484					
主要财务比率									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
回报率									
净资产收益率	30.80%	30.87%	27.06%	26.87%					
总资产收益率	22.24%	23.24%	21.04%	21.41%					
增长率									
营业总收入增长率	13.87%	10.02%	11.09%	10.58%					
净利润增长率	35.67%	13.84%	1.06%	11.05%					
总资产增长率	11.89%	8.91%	11.62%	9.16%					
资产管理能力									
应收款项周转天数	54.6	55.7	56.0	50.7					
应付款项周转天数	8.3	6.8	6.7	5.8					
总资产周转率	78%	79%	78%	79%					
偿债能力									
资产负债率	27.80%	24.72%	22.25%	20.34%					
流动比率	1.8	2.1	2.4	2.9					

利润表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	350,018	385,072	427,792	473,067					
增长率	13.87%	10.02%	11.09%	10.58%					
营业成本	146,306	162,354	185,048	202,314					
%销售收入	41.80%	42.16%	43.26%	42.77%					
毛利	203,712	222,718	242,744	270,752					
销售及营销开支	27,808	27,990	29,945	33,115					
研发开支	49,326	55,974	62,263	70,014					
一般及行政开支	14,188	14,448	14,973	17,030					
营业利润	112,390	124,306	135,563	150,593					
%销售收入	32.11%	32.28%	31.69%	31.83%					
其他收入	7,425	13,583	3,200	3,500					
除税前利润	119,815	137,889	138,763	154,093					
%销售收入	34.23%	35.81%	32.44%	32.57%					
所得税	-19,697	-23,919	-23,590	-26,196					
净利润	100,118	113,970	115,173	127,897					

现金流量表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
净利润	100,118	113,970	115,173	127,897					
折旧摊销	15,311	21,987	30,800	41,000					
以股份为基础的薪酬开支	22,785	24,389	27,072	34,187					
其他	-4,509	-10,631	0	0					
应收款项	-5,891	-6,119	-6,905	-41					
存货	0	0	0	0					
其他资产	-3,815	3,932	-2,080	0					
应付款项	359	-2,151	590	-262					
应付费用和其他流动负债	-1,161	-5,045	0	0					
短期应付费用	1,059	116	0	0					
递延收入	1,043	500	0	0					
经营活动现金净流量	125,299	140,947	164,650	202,781					
购买固定资产和无形资产	-55,375	-75,137	-83,300	-93,000					
购买有价证券	16,749	1,892	0	0					
购买长期理财投资	-4,152	-699	0	0					
其他投资活动	-2,758	150	0	0					
投资活动现金净流量	-45,536	-73,794	-83,300	-93,000					
普通股回购	-62,222	-60,068	-60,000	-60,000					
股息支付	-7,363	-9,688	-9,730	-9,730					
债务偿付	-11,840	-4,521	0	0					
其他	1,692	1,822	0	0					
筹资活动现金净流量	-79,733	-72,455	-69,730	-69,730					
汇率变动对现金的影响	-612	43	0	0					
现金净增加值	-582	-5,258	11,620	40,051					
期末现金及现金等价物	23,466	18,208	29,827	69,878					

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。