

Alphabet (GOOGL.US/GOOG.US): 竞争加剧, 但估值吸引

苹果公司计划引入多家 AI 搜索, 加剧竞争: 5月7日, 苹果公司高管表示计划在 Safari 浏览器中引入 AI 搜索引擎选项, 包括 OpenAI、Perplexity 等。若苹果引入多家 AI 搜索提供商, 可能对谷歌搜索带来一定影响。我们测算 Safari 对于谷歌搜索的收入贡献约 15%, 由于多家竞争并非完全取代, 实际影响或在 5% 左右。此外, Safari 的搜索量在上个月首次出现下滑, 反映确实有部分用户在转向 GPT。谷歌在搜索引擎市场份额虽然有所下滑, 但领先优势依然显著。根据 StatCounter 数据, 谷歌搜索全球市场份额在 2023 年 5 月达到巅峰 93.11%, 此后开始下滑, 2024 年底降至 89.7%, 2025 年 4 月为 89.66%。

一季度业绩好于预期, 二季度或受关税不确定性影响: 一季度营收 902 亿美元, 同比增 12%, 略好于市场预期; 调整后净利润 345 亿美元, 同比增长 46%, 远高于市场预期, 主要得益于投资收益。从分部来看, 核心广告业务保持稳健, 收入同比增长 8.5%, 其中搜索广告收入同比增长 9.8%, YouTube 广告收入同比增长 10%; 谷歌云保持强劲, 收入同比增长 28%, 云业务利润率 17.8%, 较去年同期的 9.4% 大幅提升。展望二季度, 由于关税带来不确定性, 部分客户或保持谨慎而适度控制广告预算, 我们预计二季度搜索收入同比增长 8.5%, 增速环比回落。

维持“买入”评级, 调整目标价至 185 美元。我们略微调整公司 FY2025E 收入预测至 3,874 亿美元。我们调整目标价均至 185 美元, 对应 FY2025E 20x 市盈率。我们认为公司核心搜索业务龙头地位依然稳固, 当前估值相对吸引, 维持“买入”评级。此外, 公司宣布 700 亿美元股票回购计划, 并将季度现金分红提高 5%, 进一步提升股东回报。

投资风险: AI 落地不及预期; 投入加大或导致利润下滑; 反垄断监管风险; 广告需求依赖经济周期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

美元百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	307,394	350,018	387,362	429,734	474,582
经营利润	84,293	112,390	127,181	142,242	159,934
净利润	73,795	100,118	116,191	118,456	132,787
目标 PE (x)			19.6	19.2	17.2

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2025 年 5 月 8 日

Alphabet (GOOGL.US)

买入

目标价 (美元)	185
潜在升幅/降幅	+22%
目前股价 (美元)	151.4
52 周内股价区间 (美元)	140-207
总市值 (百万美元)	1,845,356
近 3 月日均成交额 (百万美元)	5,935

注: 截至 2025 年 5 月 7 日收盘价

市场预期区间



Alphabet (GOOG.US)

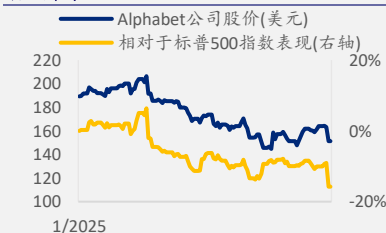
买入

目标价 (美元)	185
潜在升幅/降幅	+21%
目前股价 (美元)	152.8
52 周内股价区间 (美元)	142-209
总市值 (百万美元)	1,845,356
近 3 月日均成交额 (百万美元)	3,841

市场预期区间



股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

美元百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	307,394	350,018	387,362	429,734	474,582
收入成本	(133,332)	(146,306)	(160,074)	(177,910)	(194,579)
毛利润	174,062	203,712	227,288	251,824	280,004
研发费用	(45,427)	(49,326)	(55,513)	(60,163)	(65,492)
销售费用	(27,917)	(27,808)	(29,029)	(33,090)	(36,543)
管理费用	(16,425)	(14,188)	(15,566)	(16,330)	(18,034)
其他费用	-	-	-	-	-
经营利润	84,293	112,390	127,181	142,242	159,934
其他利润	1,424	7,425	14,183	4,000	4,000
税前利润	85,717	119,815	141,364	146,242	163,934
所得税	(11,922)	(19,697)	(25,172)	(27,786)	(31,148)
净利润	73,795	100,118	116,191	118,456	132,787

现金流量表

美元百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
净利润	73,795	100,118	116,191	118,456	132,787
折旧及摊销	11,946	15,311	19,493	25,819	31,994
其他调整项	19,850	18,276	23,179	25,409	27,814
营运资金变动	(3,845)	(8,406)	(6,122)	(6,792)	(7,501)
经营现金流	101,746	125,299	152,741	162,892	185,094
固定资产	(32,251)	(52,535)	(75,000)	(80,000)	(85,000)
投资	6,734	12,597	-	-	-
其他投资现金流	(1,546)	(5,598)	-	-	-
投资现金流	(27,063)	(45,536)	(75,000)	(80,000)	(85,000)
债务	(760)	888	(1,000)	(1,000)	(1,000)
股份及股息	(71,341)	(81,775)	(70,000)	(70,000)	(70,000)
其他融资现金流	8	1,154	-	-	-
融资现金流	(72,093)	(79,733)	(71,000)	(71,000)	(71,000)
汇率变动影响	(421)	(612)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	2,169	(582)	6,741	11,892	29,094
年初现金及现金等价物	21,879	24,048	23,466	30,207	42,099
年末现金及现金等价物	24,048	23,466	30,207	42,099	71,192

资产负债表

美元百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	24,048	23,466	30,207	42,099	71,192
应收款项	47,964	52,340	58,860	66,092	74,080
短期投资	86,868	72,191	72,191	72,191	72,191
其他流动资产	12,650	15,714	15,714	15,714	15,714
流动资产合计	171,530	163,711	176,971	196,096	233,177
固定资产	134,345	171,036	226,543	280,725	333,731
无形资产	29,198	31,885	31,885	31,885	31,885
证券投资及权益投资	31,008	37,982	37,982	37,982	37,982
其他非流动资产	36,311	45,642	45,642	45,642	45,642
非流动资产合计	230,862	286,545	342,052	396,234	449,240
资产总计	402,392	450,256	519,024	592,330	682,417
应付账款	7,493	7,987	8,384	8,825	9,312
其他流动负债	74,321	81,135	81,135	81,135	81,135
流动负债合计	81,814	89,122	89,519	89,960	90,447
长期借款	13,253	10,883	9,883	8,883	7,883
其他非流动负债	23,946	25,167	25,167	25,167	25,167
非流动负债合计	37,199	36,050	35,050	34,050	33,050
负债总计	119,013	125,172	124,569	124,010	123,497
权益总额	283,379	325,084	394,454	468,319	558,920

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
盈利增速					
营业收入增速	8.7%	13.9%	10.7%	10.9%	10.4%
毛利润增速	11.1%	17.0%	11.6%	10.8%	11.2%
经营利润增速	12.6%	33.3%	13.2%	11.8%	12.4%
净利润增速	23.0%	35.7%	16.1%	1.9%	12.1%
盈利能力比率					
毛利率	56.6%	58.2%	58.7%	58.6%	59.0%
经营利润率	27.4%	32.1%	32.8%	44.2%	44.2%
净利率	24.0%	28.6%	30.0%	36.1%	36.1%
每股指标 (美元)					
基本EPS	5.8	8.1	9.5	9.7	10.9
摊薄EPS	5.8	8.0	9.4	9.6	10.8
每股指标增速					
基本EPS增速	27.3%	39.1%	16.9%	1.9%	12.1%
摊薄EPS增速	27.3%	38.7%	17.0%	1.9%	12.1%
估值 (倍)					
目标P/E			19.6	19.2	17.2
目标P/S			5.8	5.3	4.8
目标P/B			5.7	4.8	4.0

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：Alphabet（GOOGL.US）



注：截至 2025 年 5 月 7 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：浦银国际目标价：Alphabet（GOOG.US）

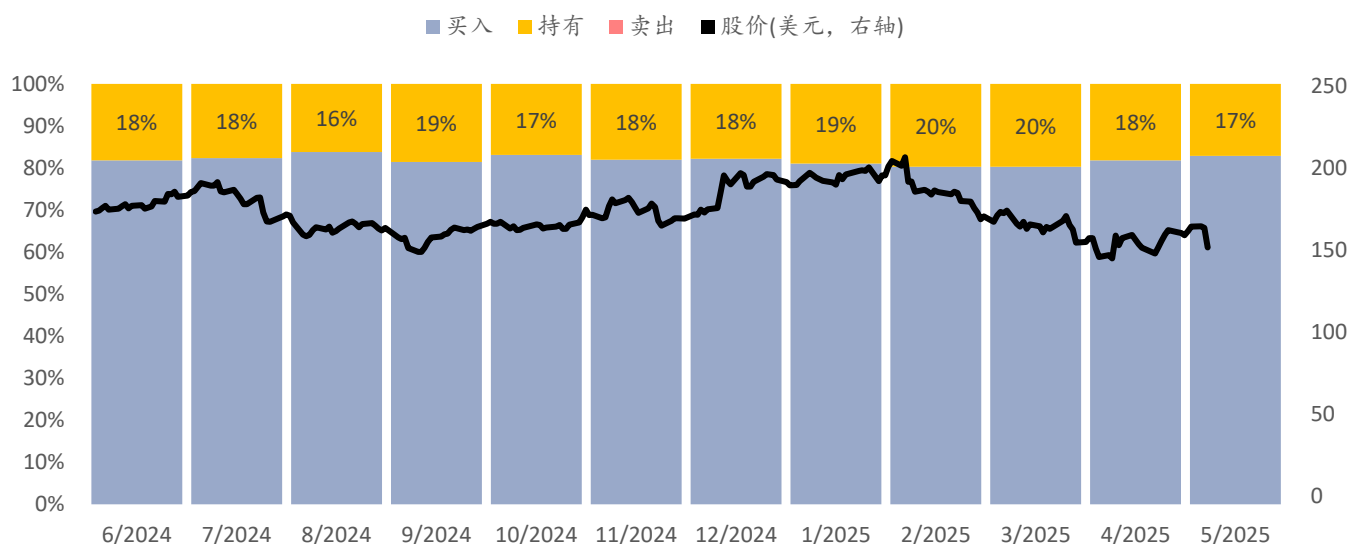


注：截至 2025 年 5 月 7 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

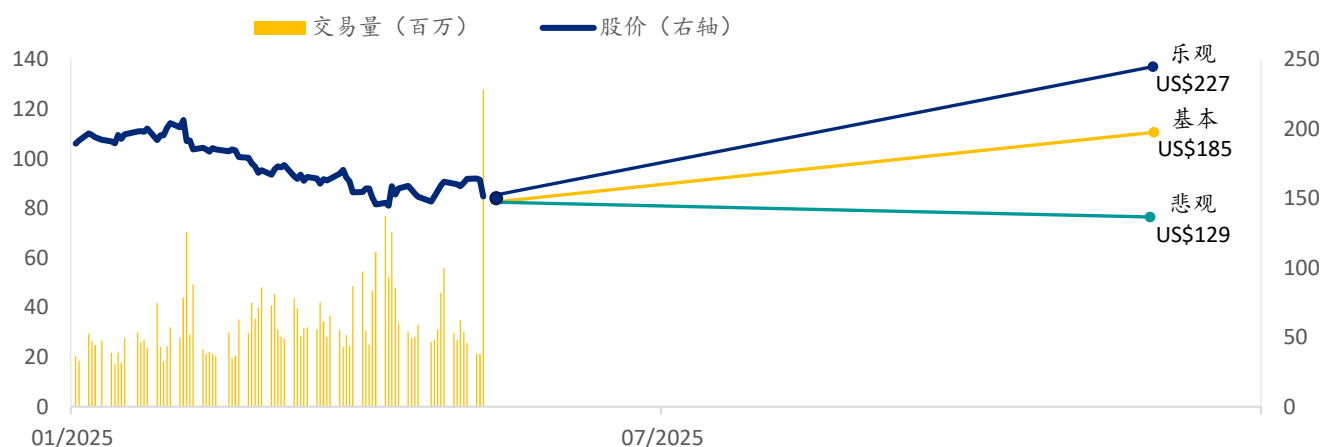
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：市场普遍预期：Alphabet (GOOGL.US)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：SPDBI 情景假设：Alphabet (GOOGL.US)



乐观情景：公司收入利润好于预期
(概率：20%)

目标价：227 美元

- 云业务增长优于预期；
- 利润率持续扩张；
- AI 商业化加速。

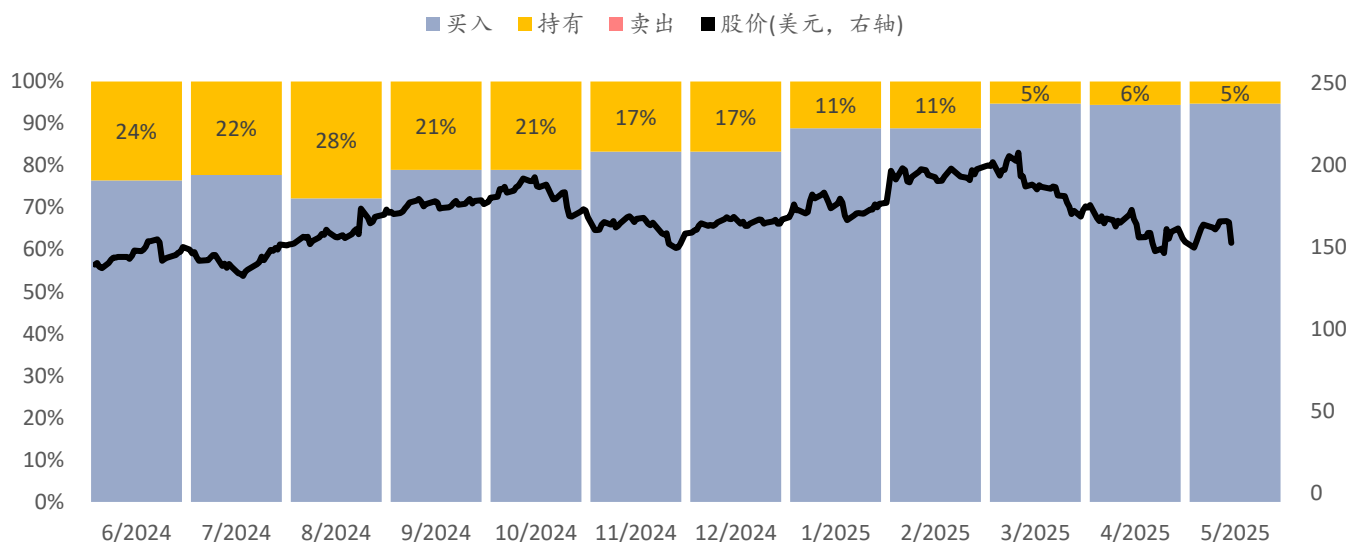
悲观情景：公司收入利润不及预期
(概率：20%)

目标价：129 美元

- 云业务增长不及预期；
- 投入加大导致利润率不及预期；
- AI 商业化进度不及预期。

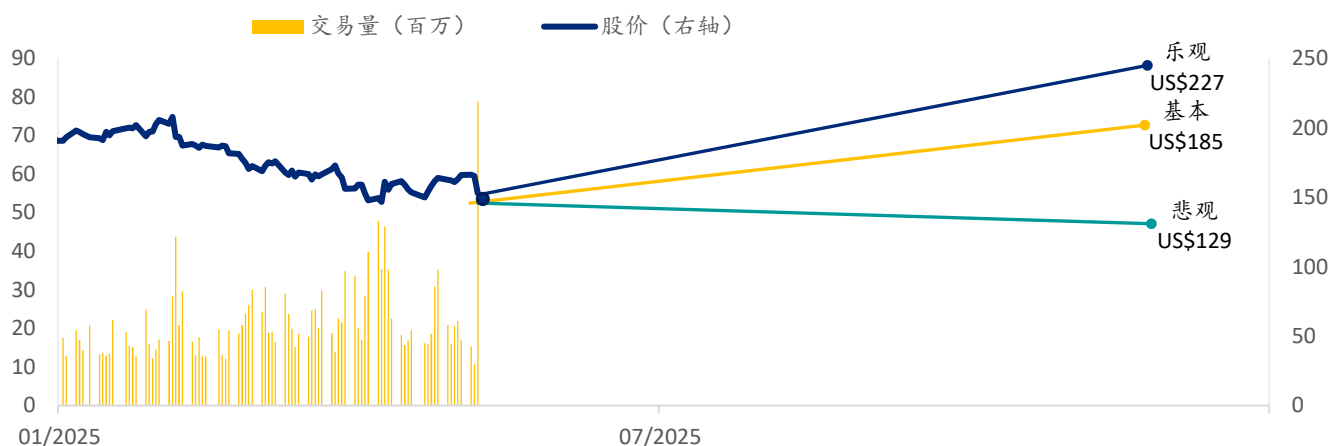
资料来源：浦银国际预测

图表 6：市场普遍预期：Alphabet (GOOG.US)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：SPDBI 情景假设：Alphabet (GOOG.US)



乐观情景：公司收入利润好于预期
(概率：20%)

目标价：227 美元

- 云业务增长优于预期；
- 利润率持续扩张；
- AI 商业化加速。

悲观情景：公司收入利润不及预期
(概率：20%)

目标价：129 美元

- 云业务增长不及预期；
- 投入加大导致利润率不及预期；
- AI 商业化进度不及预期。

资料来源：浦银国际预测

图表 8: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	121.30	买入	136.00	9/4/2025	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	123.23	买入	139.00	9/4/2025	电商
9618 HK Equity	京东	130.90	买入	217.00	7/3/2025	电商
JD US Equity	京东	33.82	买入	56.00	7/3/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	109.39	持有	125.00	21/3/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	14.19	持有	14.00	9/4/2025	电商
9878 HK Equity	汇通达	12.66	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	7.75	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	3.28	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	489.80	买入	700.00	20/3/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	106.48	买入	118.00	24/2/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	166.10	买入	184.00	24/2/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	139.00	买入	150.00	8/4/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	17.58	买入	19.00	8/4/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.10	买入	13.00	14/4/2025	游戏
2400 HK Equity	心动	37.85	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	3.73	买入	4.20	9/4/2025	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	0.85	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.68	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	7.14	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	139.00	买入	200.00	24/3/2025	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	53.05	买入	70.00	26/3/2025	短视频
780 HK Equity	同程旅行	20.85	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.71	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	40.70	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	14.51	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	13.48	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.98	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.09	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	142.53	买入	165.00	5/3/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	20.66	买入	33.00	24/2/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	433.35	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	303.46	买入	535.00	13/2/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	188.71	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	151.38	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	152.80	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	596.81	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	495.56	买入	570.00	7/5/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	657.10	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	14.25	买入	18.00	19/3/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	56.80	买入	70.00	19/3/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	184.60	买入	190.00	26/2/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	36.76	买入	55.00	30/4/2025	软件

注：股价截至 2025 年 5 月 7 日收盘，资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(创梦天地 1119.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

