

广告业务短期风险定价并不充分，中期AI搜索有望支撑收入维系增长

核心观点

中期维度看，1) AI Overview/Google Lens 等功能占据 Google 整体搜索量 5~6%，且贡献增量的 15%，这部分搜索拓展了商业化空间，中期维度商业化的节奏将显著影响广告收入增速；2) 关税风险上，市场倾向于认为关税更多带来一次性影响，而轻视关税谈判可能拖延或进展不顺利的可能性，由于 Google 并未对 2Q25 乃至 25 年广告作出实质性评论，我们认为需要进一步等待 Meta 等其他广告平台的展望，并提示短期预期下修的风险。

谷歌发布 1Q25 业绩

搜索超预期，Youtube 符合预期，云业务增速略逊于预期，降本增效驱动盈利改善

1Q25 公司实现营收 902 亿美元（同比+12.0%），超预期 1.27%，GAAP 毛利率 34.0%（同比+2.0pcts），GAAP 净利润 345 亿美元（同比+46.0%），超预期 40.0%，剔除投资收益后超预期 6.1%。其中，谷歌服务收入 773 亿美元（同比+9.8%），其中包括：谷歌搜索业务收入 507 亿美元（同比+9.8%），YouTube 广告收入 89 亿美元（同比+10.3%），谷歌网络服务收入 73 亿美元（同比-2.1%），其他类业务收入 104 亿美元（同比+18.8%）。谷歌云业务收入 123 亿美元（同比+28.0%）。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	307,394.00	350,018.00	394,820.30	444,172.84	497,917.76
YOY(%)	8.68	13.87	12.80	12.50	12.10
净利润(百万元)	73,795.00	100,118.00	119,154.88	140,041.74	162,832.39
YOY(%)	23.05	35.67	19.01	17.53	16.27
毛利率(%)	56.63	58.20	59.60	60.20	60.80
净利率(%)	24.01	28.60	30.18	31.53	32.70
ROE(%)	26.04	30.80	27.36	24.78	22.74
EPS(元/股, 摊薄)	23.25	26.67	35.72	46.37	58.74
P/E(倍)	26.49	19.52	16.40	13.96	12.00
P/B(倍)	6.90	6.01	4.49	3.46	2.73

资料来源: iFinD, 中信建投证券

谷歌 A(GOOG.L)

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: 2025 年 05 月 08 日

当前股价: 160.16 美元

目标价格 6 个月: 179.52 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
	3.78/2.98	-17.99/-6.48	-6.86/-16.48
12 月最高/最低价(美元)			206.38/144.70
总股本(万股)			1,213,500.00
流通股本(万股)			582,000.00
总市值(亿美元)			19,435.42
流通市值(亿美元)			19,435.42
近 3 月日均成交量(万)			3561.80

主要股东

The Vanguard Group

数据标示

股价表现



相关研究报告

【中信建投海外研究】谷歌 (ALPHABET)-A(GOOG.L): Gemini 模型发布, Google 缩短与 OpenAI-MSFT 差距
23.12.07

搜索超预期，Youtube 符合预期，云业务增速略逊于预期。1Q25 业务亮点：①Google 订阅&硬件超预期增长：Google Others（现 Google Subs & Platform/Hardware）1Q25 增速回升（同比+18.8%，超一致预期 5.4pct），Google One 订阅用户超过 2.7 亿，主要来自 Google One 引入 AI 功能，如 NotebookLM、Gemini Advanced 等；②搜索广告增速 9.8%，好于预期的 7-8%，但主要由于市场在 4.2 关税后下修预期，实际上仅略好于 BBG 一致预期（滞后于市场变化）。

成本方面，1）2025 年以来裁撤了数百名 Pixel、Android 团队的员工，相比于 24 年裁员进度明显放缓。高频数据显示 Google 在进一步加速招聘；2）Google 在买量获客方面优化渠道，倾向于高回报率的渠道维持投资，削减低回报率的投资渠道，在 TAC 增速方面表现明显；3）进一步优化线下办公场所租赁等。

中期维度看，1）AI Overview/Google Lens 等功能占据 Google 整体搜索量 5~6%，且贡献增量的 15%，这部分搜索拓展了商业化空间，中期维度商业化的节奏将显著影响广告收入增速；2）关税风险上，市场倾向于认为关税更多带来一次性影响，而轻视关税谈判可能拖延或进展不顺利的可能性，由于 Google 并未对 2Q25 乃至 25 年广告作出实质性评论，我们认为需要进一步等待 Meta 等其他广告平台的展望，并提示短期预期下修的风险。

投资建议：受益于经济的健康发展以及公司在广告产品结构上的调整，谷歌广告收入在 23-25 年有望维持高单位数增长。谷歌云作为全球 Top3 的云厂商，依靠在 AI 以及 SaaS 领域的深厚布局，大语言模型对社会降本增效的作用已经初步显现，未来进一步泛化普及的概率较高，这将推动云计算基础设施和大模型产品的需求增长，2023-25 年有望继续维持 20% 以上的收入增长，而 Google Play、YouTube 订阅、硬件等亦将持续受益在线化，成本费用的持续优化将支撑利润率的回升。尽管面临短期加息周期的波动和行业竞争的变化，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。

关于搜索：中期维度看好 AI 搜索重新拉升 Google 广告增速

2016 年 Google Blog 提到年化处理搜索请求超 2 万亿次，而 Google 2025 年 3 月博客提到目前年化处理搜索次数超 5 万亿次¹，对应 2015-24 年搜索量复合增速超 10.7%。同期 Google 披露的付费点击（Paid Clicks）合计增长则有 25.9%，反映付费点击比例持续提升。结合微软 2023 年 2 月提到全球日均搜索量达 100 亿次，我们可以推测 2022-24 年搜索量复合增速达 11%，而付费点击同期复合增速为 7.5%。

Google 在 22-24 年没有理由主动降低 Ad load 从而导致付费点击增速慢于整体搜索量，因而更多是搜索结构导致的，例如手机非联网搜索、视觉搜索等。目前 Google 搜索主要来自于 Chrome、Google Search 等终端，但 AI Overview、Circle to Search、Google Lens 等搜索几乎没有商业化，其中 Google Lens 每月处理 200 亿次视觉搜索²，对应搜索结构中占比~4.8%（其中 25% 为商品购物需求相关³）。考虑 AI Overview 目前 15 亿 MAU，Circle to Search 2 亿用户，这类搜索占整体比例预估为 7-9%。

下表展示了 Google 搜索处理次数的增长趋势，其中自然搜索（无广告）占比从 93.0% 下降至 72.7%，若不考虑 21 年以来 Google Lens、Circle to Search、AI Overview，则 21-24 年从 69.7% 提升至 70.9%。因此近年来付费点击增速慢于整体搜索的增长主要可以归因于 Google Lens 等功能。这些功能拓展了搜索引擎满足的用户需求，如微软所言，传统搜索引擎只能满足 50% 的用户需求，AI Overview/Google Lens 等功能使得用户增加在 Google 的搜索用量。

表 1: 2012-24 年 Google 搜索结构预估，22 年以来 AI 相关搜索拓展了市场空间但尚未商业化

维度	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Search(万亿次)	1.43	1.69	2.00	2.21	2.45	2.71	3.00	3.32	3.68	4.07	4.51	5.00
Paid clicks 增长%		29.0%	33.0%	43.0%	54.0%	62.0%	23.0%	19.0%	23.0%	10.0%	7.0%	5.0%
付费点击(万亿次)	0.10	0.13	0.17	0.25	0.38	0.61	0.75	0.90	1.10	1.21	1.30	1.36
自然流量%	93.0%	92.3%	91.4%	88.9%	84.6%	77.4%	74.9%	73.0%	70.0%	70.2%	71.2%	72.7%
AI Overview												0.05
Circle to search												0.02
Google Lens									0.04	0.10	0.14	0.24
剔除 AI 影响后自然流量%									69.7%	69.5%	70.3%	70.9%

资料来源：Google, Microsoft, TechCrunch⁴，中信建投

因此就市场关注度最高的搜索后续增长，尤其是本季度 10-Q 文件中披露的 Paid Clicks 同比增速放缓至 2%。后续搜索会不会不增长？我们认为 AI 对搜索市场的侵蚀被夸大了，根据 Semrush，AI Chatbot 如 ChatGPT 的 query 长度平均为 23 个单词，而搜索 query 的平均长度一般在 4 个单词左右⁵。另外，在搜索意图上，只有 30% 的 ChatGPT 提示属于导航、信息、商业和交易等类别（搜索引擎更容易做商业化），剩余 70% 的提示是独一无二的，在传统搜索引擎（例如 Google、Microsoft Bing）中很少或从未出现过。这反映 AI 推动搜索市场扩大，虽然 OpenAI 的 ChatGPT 绝对流量规模更大，但其中大多数 query 与搜索结合难度高，真正可商业化部分仅有

¹ <https://blog.google/products/ads-commerce/ai-personalization-and-the-future-of-shopping/>

² <https://blog.google/products/google-lens/lens-on-ios-ai-overviews/>

³ <https://business.google.com/us/think/search-and-video/google-search-innovations/>

⁴ <https://techcrunch.com/2024/10/25/perplexity-says-its-now-serving-100m-search-queries-a-week/>

⁵ <https://searchengineland.com/chatgpt-growing-traffic-referrer-changing-search-behavior-451525>

30%左右，因此对应搜索市场份额仅有 Google 的 2.2%，Perplexity 则为 0.1%。我们确实看到 AI 搜索迅速增长，但 Google 的 AI Overview/Google Lens/Circle to Search 也在快速渗透，虽然很难在 AI 搜索市场维持 Google 80~90% 的份额，但增量市场上 Google 还是可以依托搜索引擎的技术和渠道优势维持地位（不至于完全错失 AI 搜索的机会）。

图 1:OpenAI、Perplexity 占搜索份额较低，Google AI 功能防御效果较好，但尚未体现在商业化层面

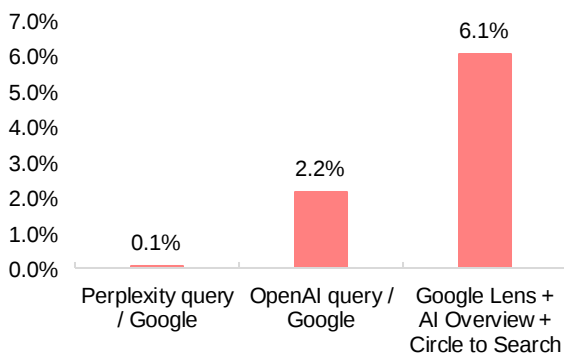
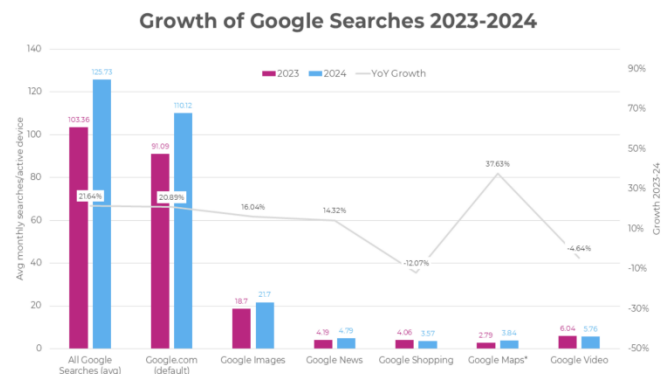
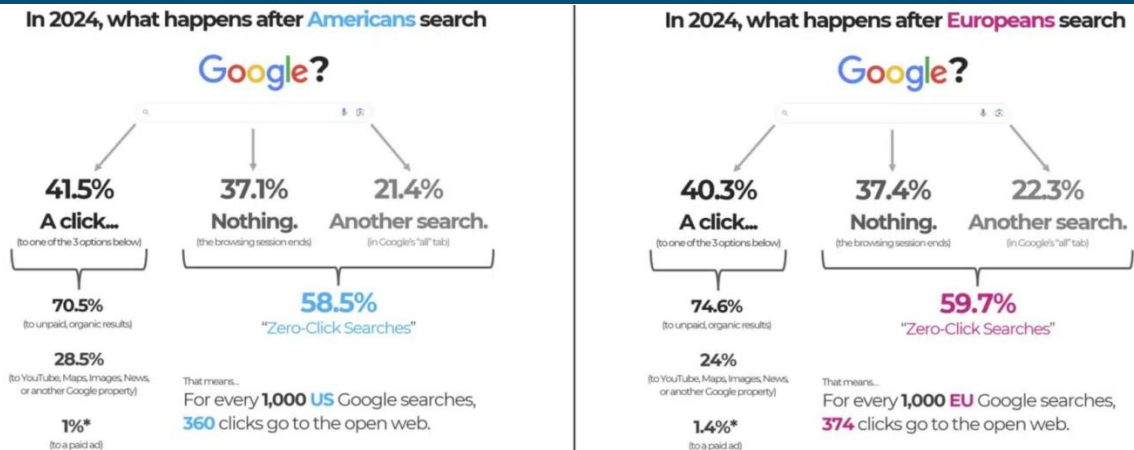


图 2:2023-24 年美国桌面端 Google 搜索增长情况（分产品）



数据来源: Google, TechCrunch, Search Engine Land⁶, 中信建投 数据来源: Datas⁷, 中信建投

图 3:Google 搜索结构中~40%有点击行为，点击行为中 70%为自然流量，剩余 30%为付费点击或者导向 Google 产品



数据来源: Search Engine Land⁸, 中信建投

简而言之，通过 AI 功能拓展搜索市场后，可以进一步进行商业化，例如 Google Lens 中有 25% 搜索请求与商业化相关（例如搜同款商品），这部分可以直接匹配电商关键词等；AI Overview/Circle to Search 预计也有相当比例的请求可被商业化（ChatGPT 中有 30% 请求匹配搜索关键词），AI Overview 不同，直接嵌入 Google Search，这一比例应当更高。我们假设 25/26/27 年 AI 功能的商业化比例分别为 5%/10%/15%，Google Lens 维持 20%，对应 Paid Clicks 2025-27 年维持 6% 的复合增速。结合 CPC 的微幅提升，当前 25-27 年 8-9% 的增速处于可实现的水平（考虑 CPC 提升幅度与 CPI 接近）。

⁶ <https://searchengineland.com/chat-gpt-growing-traffic-referrer-changing-search-behavior-451525>

⁷ <https://searchengineland.com/google-search-bigger-chat-gpt-search-453142>

⁸ <https://searchengineland.com/google-search-zero-click-study-2024-443869>

表 2:假设 AI 功能商业化后 Google 付费点击次数增速有望回升至中高个位数

维度	2024	2025E	2026E	2027E
Search(万亿次)	5.00	5.35	5.62	6.01
Paid clicks 增长%	5.0%	2.0%	1.0%	1.0%
付费点击(万亿次)	1.36	1.39	1.41	1.42
自然流量%	72.7%	74.0%	75.0%	76.4%
AI Overview	0.05	0.27	0.41	0.61
Circle to search	0.02	0.11	0.16	0.24
Google Lens	0.24	0.30	0.36	0.43
剔除 AI 影响后自然流量%	70.9%	70.2%	70.0%	70.0%
如果 AI 功能开始商业化				
付费点击(万亿次)	1.36	1.47	1.53	1.63
Paid clicks 增长%	5.0%	7.8%	4.3%	6.5%

资料来源: Google, 中信建投

关于关税: BBG 一致预期对关税持续影响定价偏于乐观

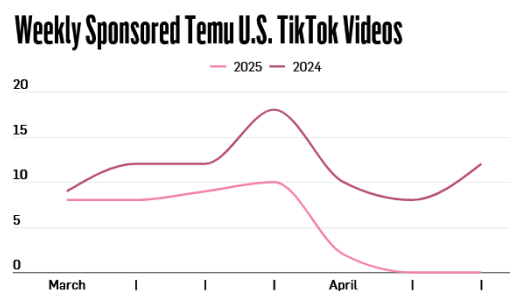
需要注意到, 我们当前处于一个宏观经济不确定性的拐点, 关税谈判拖延的时间越久, 供应链延误造成的通胀可能持续时间越长, 从而扰动广告主投放预算, 4 月初关税加码后供应链较长的跨境电商已经看到一些投放停止, 例如 Temu、Shein 在 Google、Meta 等平台上的投放迅速回落, 另外美国高频数据显示耐用品销售出现明显的补库存行为(应对未来的不确定性)。目前的市场一致预期并未完全考虑基本面的恶化风险, 如果关税持续维持高位, 跨境电商的广告投放可能持续停投, 这对于 25-26 年的收入增速将产生较大影响。但在 1Q25 业绩会中, Google 管理层并未明确回应这一担忧, 进一步限制了广告业务的可见度。

图 4: Temu 完全停止在美国的 Google 广告投放



数据来源: Smec⁹, 中信建投

图 5: Temu 也完全停止了在 TikTok 美区的视频广告投放



数据来源: Tubular Labs¹⁰, 中信建投

目前市场(至少 BBG 汇集的卖方预期)并未充分定价关税的持续性影响, 反而更倾向于认为关税的影响是一次性的, 可能在 2H25 逐步回落, 导致供应链回归常态。至少就目前的市场预期而言, 我们认为 Google 在关税风险上定价尚不充分, 仍然存在一定的风险敞口。

⁹ https://gigazine.net/gsc_news/en/20250416-temu-pulls-us-google-shopping

¹⁰ <https://x.com/MacroMicroMe/status/1912723451154223312/photo/1>

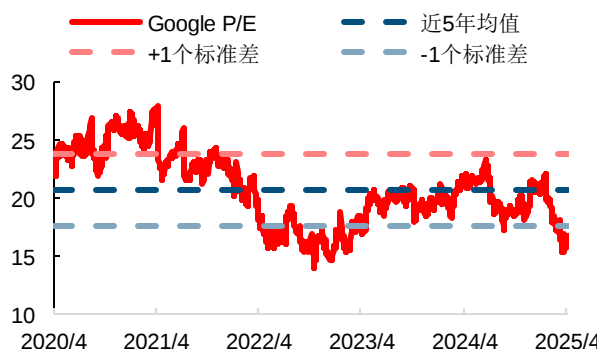
表 3:2020-27 年关税冲击对 Google 广告的影响测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
谷歌广告收入(Youtube + Search)	123,834	177,796	191,693	206,543	234,231	257,558	280,060	304,764
% yoy	9.3%	43.6%	7.8%	7.7%	13.4%	10.0%	8.7%	8.8%
中国零售商家广告投放	7,000	11,000	12,000	13,000	15,000			
中国零售敞口%	5.7%	6.2%	6.3%	6.3%	6.4%			
整体零售敞口%					21%			
关税冲击(2H25 取得谈判进展)						3,750		
关税冲击(维持高关税)						10,500	15,000	15,000
谷歌广告收入增速(关税 2H25 取得谈判进展)						8.4%	10.3%	8.8%
谷歌广告收入增速(维持高关税)						5.5%	7.3%	9.3%
BBG 谷歌广告收入增速						8.8%	9.1%	8.4%
假设边际毛利率%						70%	70%	70%
对 Non-GAAP EPS 冲击(关税 2H25 取得谈判进展)						-0.9%		
对 Non-GAAP EPS 冲击(维持高关税)						-2.5%	-3.3%	-2.9%

资料来源: Observer¹¹, Google, Bloomberg, 中信建投

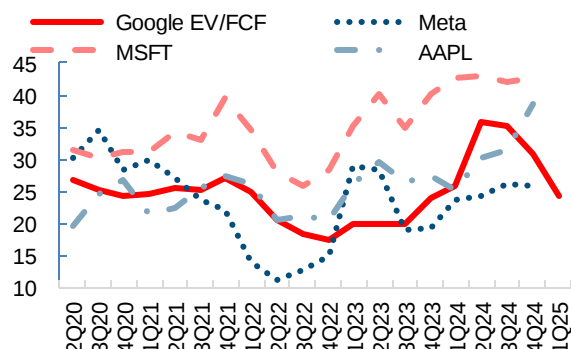
估值层面, 如果仅考虑动态 P/E, 目前 Google P/E 处于近 5 年的低估水平(低于 1 倍标准差), 但实际上近年来 AI CapEx 的投入主要影响 FCF, 折旧对利润的影响还未完全体现, 因此如果看 EV/FCF, Google 的估值实际上处于近 5 年的均值水平(24.2x), 且高于 4Q22 GenAI 之前的水平(17.5x), 意味着不存在明显低估。二者的差异主要由于近年来 Google 大量投资于 AI CapEx, 且 25 年宣布对 Wiz 的 320 亿美元收购(尚未完成), 这些大手笔的投入对应的短期回报高度不确定, 相应损失了 FCF 的增长, 如果在 OpEx 层面没有进一步优化, 我们认为 FCF 短期缺乏增长动力。考虑到关税的滞后影响尚未充分定价, 我们对 Google 中期维持谨慎乐观态度。

图 6:2025 年 4 月 Google P/E 低于均值-1x 标准差



数据来源: Bloomberg, 中信建投

图 7:但 Google EV/FCF 目前处于均值水平



数据来源: Bloomberg, 中信建投

¹¹ <https://observer.com/2025/04/google-ad-revenue-china-tariffs/>

图 8:FY26 情形分析

 Current Stock Price **\$161.97**

	Bear (1)	Base (2)	Bull (3)
Cloud growth	25.0%	27.0%	29.0%
Search growth	7.0%	9.0%	12.0%
Youtube growth	14.0%	16.0%	18.0%
Operating Margin	30.0%	37.3%	40.0%
Adjusted EPS	\$8.37	\$11.22	\$12.81

	Bear	Base	Bull
FY 26 Earnings	\$8.37	\$11.22	\$12.81
Target P/E	14.0x	17.0x	22.0x
Target Price	\$117.19	\$190.69	\$281.82
% return	(27.6%)	17.7%	74.0%
% IRR	(10.2%)	5.6%	20.3%

Bull	\$281.82	20.0%
Base	\$190.69	40.0%
Bear	\$117.19	40.0%
Probability Adjusted	\$179.52	

Base EPS	\$11.22		
P/E	17.0x	Target	% return
	16.0x	\$190.69	17.7%
	15.0x	\$168.26	3.9%
	14.0x	\$157.04	(3.0%)
	13.0x	\$145.82	(10.0%)

Base Case Thoughts

IT预算周期缓慢回升（没有异常通胀）
 AI搜索对传统搜索不构成显著商业化冲击
 Youtube依靠PGC维持增长
 OpEx稳步优化

Bull EPS	\$12.81		
P/E	22.0x	Target	% return
	21.0x	\$269.01	66.1%
	20.0x	\$256.20	58.2%
	19.0x	\$243.39	50.3%
	18.0x	\$230.58	42.4%

Bull Case Thoughts

IT预算周期性回升
 AI搜索商业化效率提升，拓展市场
 OpEx进一步明显优化
 反垄断案件落地，缓解拆分Chrome/Android等忧虑

Bear EPS	\$8.37		
P/E	14.0x	Target	% return
	13.0x	\$108.82	(32.8%)
	12.0x	\$100.45	(38.0%)
	11.0x	\$92.08	(43.1%)
	10.0x	\$83.71	(48.3%)

Bear Case Thoughts

IT预算受通胀压制
 关税持续维持高位
 AI CapEx带来的折旧压力明显提升
 利润率回归2020年以前均值水平
 大力收购&投资但回报不明显

数据来源: Blommborg, Google, 中信建投

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(百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	171,530.0	163,711.0	305,780.2	472,449.2	660,905.5
现金	110,916.0	95,657.00	230,612.1	387,903.9	566,151.3
应收票据及应收账款合	47,964.00	52,340.00	58,947.51	66,315.94	74,340.17
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	0.00	0.00	1,124.87	1,246.68	1,376.46
其他流动资产	12,650.00	15,714.00	15,095.75	16,982.71	19,037.62
非流动资产	230,862.0	286,545.0	259,749.3	232,956.1	206,164.6
长期投资	31,008.00	37,982.00	37,982.00	37,982.00	37,982.00
固定资产	134,345.0	171,036.0	144,240.3	117,444.7	90,649.08
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.28	0.92
其他非流动资产	65,509.00	77,527.00	77,527.00	77,529.12	77,532.63
资产总计	402,392.0	450,256.0	565,529.6	705,405.3	867,070.2
流动负债	81,814.00	89,122.00	94,003.77	104,135.8	114,941.5
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	7,493.00	7,987.00	8,050.98	8,922.84	9,851.71
其他流动负债	74,321.00	81,135.00	85,952.79	95,213.05	105,089.8
非流动负债	37,199.00	36,050.00	36,050.00	36,050.00	36,050.00
长期借款	13,253.00	10,883.00	10,883.00	10,883.00	10,883.00
其他非流动负债	23,946.00	25,167.00	25,167.00	25,167.00	25,167.00
负债合计	119,013.0	125,172.0	130,053.7	140,185.8	150,991.5
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	76,534.00	84,800.00	84,800.00	84,801.00	84,803.00
留存收益	206,845.0	240,284.0	350,675.8	480,418.4	631,275.6
归属母公司股东权益	283,379.0	325,084.0	435,475.8	565,219.4	716,078.6
负债和股东权益	402,392.0	450,256.0	565,529.6	705,405.3	867,070.2

现金流量表(百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	101,746.0	125,299.0	143,685.9	167,048.1	189,093.7
净利润	73,795.00	100,118.0	119,154.8	140,041.7	162,832.3
折旧摊销	11,946.00	15,311.00	26,795.64	26,796.24	26,797.49
财务费用	-3,557.00	0.00	-43.15	-554.58	-1,141.77
其他经营现金流	19,562.00	9,870.00	-2,221.48	764.75	605.63
投资活动现金流	-27,063.0	-45,536.0	-10.86	-11.86	-12.86
资本支出	-31,078.0	-53,756.0	0.00	3.00	6.00
其他投资现金流	4,015.00	8,220.00	-10.86	-14.86	-18.86
筹资活动现金流	-72,093.0	-79,733.0	-8,719.89	-9,744.54	-10,833.4
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-1,448.00	-2,370.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-70,645.0	-77,363.0	-8,719.89	-9,744.54	-10,833.4
现金净增加额	2,590.00	30.00	134,955.1	157,291.7	178,247.4

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投

利润表(百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	307,394.0	350,018.0	394,820.3	444,172.8	497,917.7
营业成本	133,332.0	146,306.0	159,507.4	176,780.7	195,183.7
其他营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售和管理费用	44,342.00	41,996.00	41,054.36	43,521.12	46,795.51
研发费用	45,427.00	49,326.00	51,691.52	56,820.45	62,201.97
财务费用	-3,557.00	0.00	-43.15	-554.58	-1,141.77
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	87,850.00	112,390.0	142,610.1	167,606.0	194,880.2
其他非经营损益	-2,133.00	7,425.00	-13.00	-13.00	-13.00
利润总额	85,717.00	119,815.0	142,597.1	167,593.0	194,867.2
所得税	11,922.00	19,697.00	23,442.28	27,551.31	32,034.90
净利润	73,795.00	100,118.0	119,154.8	140,041.7	162,832.3
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	73,795.00	100,118.0	119,154.8	140,041.7	162,832.3
EBITDA	94,106.00	135,126.0	169,349.6	193,834.7	220,523.0
EPS (元)	6.05	8.21	9.77	11.49	13.36

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	8.68	13.87	12.80	12.50	12.10
归属于母公司净利润	18.20	45.83	18.98	17.18	15.98
获利能力					
毛利率(%)	56.63	58.20	59.60	60.20	60.80
净利率(%)	24.01	28.60	30.18	31.53	32.70
ROE(%)	26.04	30.80	27.36	24.78	22.74
ROIC(%)	39.31	43.39	43.27	54.69	69.60
偿债能力					
资产负债率(%)	29.58	27.80	23.00	19.87	17.41
净负债比率(%)	-34.46	-26.08	-50.46	-66.70	-77.54
流动比率	2.10	1.84	3.25	4.54	5.75
速动比率	1.94	1.66	3.08	4.36	5.57
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.78	0.70	0.63	0.57
应收账款周转率	6.41	6.69	6.70	6.70	6.70
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	6.05	8.21	9.77	11.49	13.36
每股经营现金流(最新)	8.35	10.28	11.79	13.70	15.51
每股净资产(最新摊薄)	23.25	26.67	35.72	46.37	58.74
估值比率					
P/E	26.49	19.52	16.40	13.96	12.00
P/B	6.90	6.01	4.49	3.46	2.73
EV/EBITDA	-0.71	-0.37	-1.06	-1.72	-2.29

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，2023-24 第十七届、十八届水晶球最佳分析师海外行业入围，2024 年度证券时报·新财富杂志海外市场研究团队第五名。

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