

谷歌 (ALPHABET) - A (GOOGL. O)

优于大市

25Q2 财报点评：广告表现亮眼，云需求强劲，上调 25 年 CAPEX 指引

核心观点

业绩总览：25Q2 营收 964 亿美元（同比+14%、固定汇率下+13%），保持强劲增长态势。净利润 282 亿美元（同比+19%），受益于收入增长和持续的成本效率提升，尤其是云业务的利润率改善，部分被特定法律事项和解相关费用抵消。

广告：广告表现亮眼，继续受益于垂类领域贡献，AI 对业务赋能明显。谷歌 2025Q2 实现广告收入 713 亿美元，同比+10%，其中搜索广告收入 542 亿美元，同比+12%，主要得益于零售、金融服务（主要是保险）和医疗健康领域的增长。YouTube 广告收入 98 亿美元（同比+13%），主要得益于直接反应广告和品牌广告，Shorts 广告数量和价格上涨，观看每小时的收入已与 YouTube 传统的信息流广告相当。AI 对广告业务的赋能作用明显，启用 AI Max 和 Search 广告系列的广告客户通常能获得 14% 的额外转化量，使用智能竞价探索的广告系列平均转化量增长 19%。

云：云业务需求强劲，客户数量大幅增长，预计 26 年仍面临供需紧张。谷歌云收入 136 亿美元（同比 +32%），增长势头迅猛，OPM 进一步提升至 20.7%，同比+9.4pcts，环比+3.0pcts。超过 2.5 亿美元的交易数量同比增长一倍，25H1 签署的超过 100 万美元的交易数量与 2024 年全年持平，GCP 新客户数量环比增长近 28%，超过 8.5 万家企业使用 Gemini 进行开发。尽管公司加快了服务器的部署速度，但预计到 26 年供需环境仍然紧张。

CAPEX：加快服务器和数据中心建设，上调 25 年 CAPEX 至 850 亿美元。25Q2 CAPEX 为 224 亿美元，同比+70%，其中 2/3 用于服务器，1/3 用于数据中心和网络设备，考虑到强劲的云产品和服务需求，公司上调 25 年 CAPEX 预期至 850 亿美元，反映了服务器的额外投资，以及数据中心建设速度的加快，并且展望 2026 年，CAPEX 也将进一步增加。

分红回购：25Q2 进行了 136 亿美元股票回购和 25 亿美元的股息支付。

投资建议：考虑到云需求强劲和 CAPEX 投入节奏加速，我们小幅上调 2025-2027 年公司收入预测为 3939/4426/4863 亿美元，上调幅度 1%/1%/1%，同步小幅调整 2025-2027 年净利润预测为 1110/1244/1393 亿美元，上调幅度 2%/4%/3%。**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	393,851	442,607	486,286
(+/-%)	8.7%	13.9%	12.5%	12.4%	9.9%
归母净利润(百万美元)	73,795	100,118	110,971	124,435	139,263
(+/-%)	23.0%	35.7%	10.8%	12.1%	11.9%
EPS (元)	6.10	8.27	9.17	10.28	11.51
EBIT Margin	27.4%	32.1%	33.5%	33.4%	34.1%
净资产收益率 (ROE)	26.0%	30.8%	25.4%	22.2%	19.9%
市盈率 (PE)	32	23	21	19	17
EV/EBITDA	25	20	14	12	11
市净率 (PB)	8	7	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：刘子譚

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn liuzitan@guosen.com.cn

S0980521120004

S0980525060001

证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn

S0980525010001

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

192.17 美元

总市值/流通市值

23260 亿美元/21629 亿美元

52 周最高价/最低价

207.05 美元/140.53 美元

近 3 个月日均成交额

70.62 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) 25Q1 财报点评-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》——2025-04-25

《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

财报表现：广告表现亮眼，云需求强劲，上调 25 年 CAPEX 指引

◆ 业绩重点：

①广告表现亮眼，继续受益于垂类领域贡献，AI 对业务赋能明显

谷歌 2025Q2 实现广告收入 713 亿美元，同比+10%，其中搜索广告收入 542 亿美元，同比+12%，主要得益于零售、金融服务（主要是保险）和医疗健康领域的增长。YouTube 广告收入 98 亿美元（同比+13%），主要得益于直接反应广告和品牌广告，Shorts 中广告数量和价格上涨，观看每小时的收入已与 YouTube 传统的信息流广告相当。预计 25 年下半年，广告收入将面临一定的金融服务领域以及美国大选的基数效应。

AI 对广告业务的赋能作用明显，启用 AI Max 和 Search 广告系列的广告客户通常能获得 14% 的额外转化量，使用智能竞价探索（Smart Bidding Exploration）的广告系列平均转化量增长 19%。目前已有超过 200 万广告客户使用谷歌的人工智能驱动资产生成工具投放广告，较去年同期增长 50%。

②云业务需求强劲，客户数量大幅增长，预计 26 年仍面临供需紧张

谷歌云收入 136 亿美元（同比 +32%），增长势头迅猛，OPM 进一步提升至 20.7%，同比+9.4pcts，环比+3.0pcts。核心产品和人工智能产品方面的增速远高于云业务的整体收入增长。超过 2.5 亿美元的交易数量同比增长一倍，25H1 签署的超过 100 万美元的交易数量与 2024 年全年持平，GCP 新客户数量环比增长近 28%，超过 8.5 万家企业使用 Gemini 进行开发。未完成订单在第二季度环比增长 18%，同比增长 38%，在本季度末达到 1060 亿美元。尽管公司加快了服务器的部署速度，但预计到 26 年供需环境仍然紧张。

③加快服务器和数据中心建设，上调 25 年 CAPEX 至 850 亿美元

25Q2 CAPEX 为 224 亿美元，同比+70%，其中 2/3 用于服务器，1/3 用于数据中心和网络设备，考虑到强劲的云产品和服务需求，公司上调 25 年 CAPEX 预期至 850 亿美元，反映了服务器的额外投资，以及数据中心建设速度的加快，并且展望 2026 年，CAPEX 也将进一步增加。

◆ 财务概况：

FY25Q2 公司营收 964 亿美元（同比+14%、固定汇率下+13%），保持强劲增长态势。GAAP 毛利率 60%，营业利润 313 亿美元，同比+14%，营业利润率 32.4%，受益于强劲的收入增长和持续的成本效率提升，尤其是云业务的利润率改善，部分被特定法律事项和解相关费用抵消。

谷歌服务：收入 825 亿美元（同比+12%），营业利润率为 40%。其中包括：

- 谷歌搜索广告收入 542 亿美元（同比 +12%），增长覆盖所有垂直领域，零售和金融服务（尤其是保险）贡献最大。AI 功能持续推动用户搜索量增加，AI Overviews 月活超 20 亿，带动相关查询量增长 10% 以上。
- YouTube 广告收入 98 亿美元（同比 +13%），延续强劲表现，#Shorts 日观

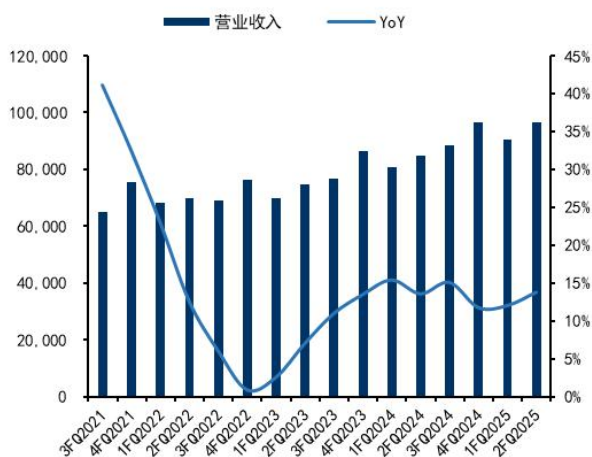
看量超 2000 亿次、美国地区每观看小时收入与传统信息流持平。

- 其他非广告业务（订阅、平台和设备业务）收入 112 亿美元（同比+20%），增长显著，主要受 YouTube 订阅服务和 Google One 推动，付费订阅用户增长是核心驱动力，Google AI Pro 和 Ultra 计划也助力订阅增长。

谷歌云：收入 136 亿美元（同比 +32%），增长势头迅猛，OPM 提升至 20.7%（去年同期 11.3%）。1）超过 2.5 亿美元的交易数量同比增长一倍。2）25H1 签署的超过 100 万美元的交易数量与 2024 年全年持平。3）GCP 新客户数量环比增长近 28%。4）超过 8.5 万家企业使用 Gemini 进行开发。

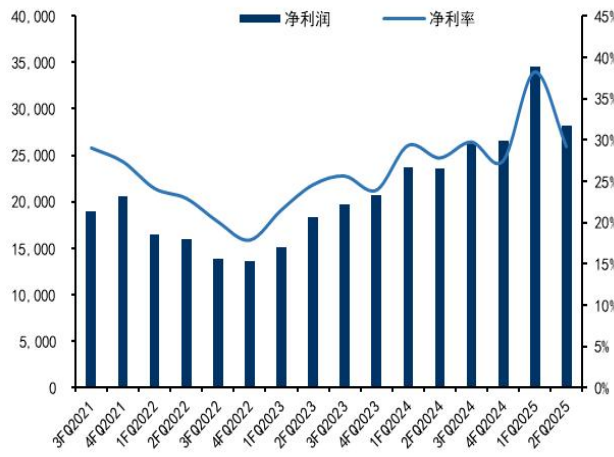
Other Bets（创新业务）：收入 3.73 亿美元（同比+2%），营业亏损 12 亿美元。公司正将更多资源分配给 Waymo 等能带来更多价值的业务。

图1：谷歌总收入及增速（百万美元、%）



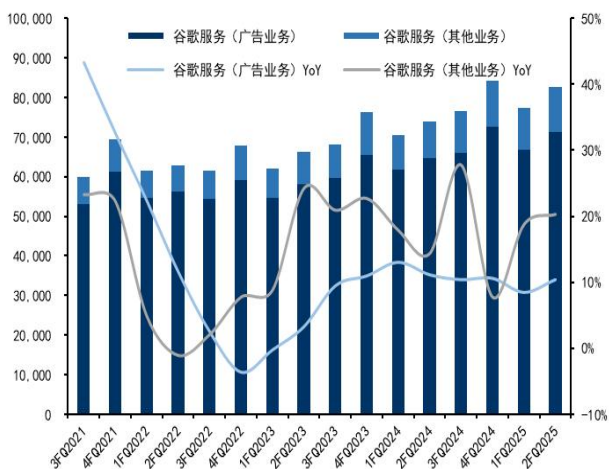
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：谷歌净利润及净利率（百万美元、%）



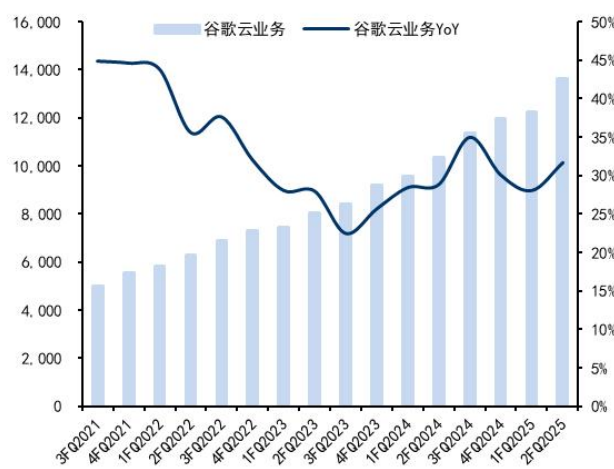
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：谷歌服务（广告与其他）收入及增速（百万美元、%）



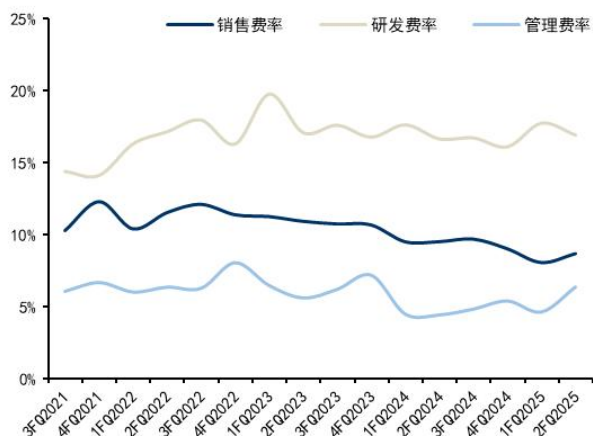
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：谷歌云收入及增速（百万美元、%）



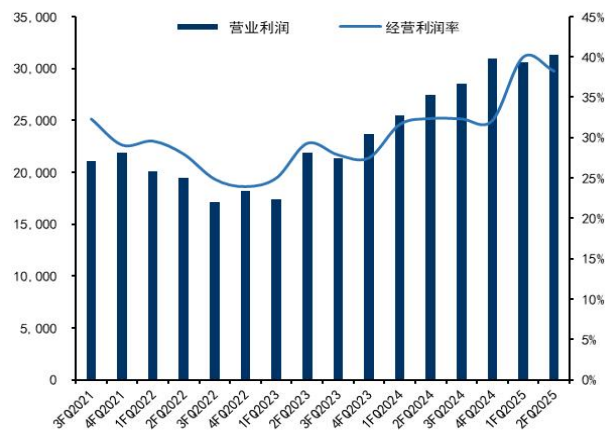
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 谷歌三项经营费率 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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

◆ 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**: 月活达到 20 亿, 环比+33%, 在显示 AI Overview 的查询类型中, 全球范围内推动了超过 10% 的查询量增长。
- 2) **Circle to Search**: 目前已在 3 亿多部安卓设备上推出
- 3) **Lens**: Google Lens 是搜索业务中增长最快的查询类型之一, 同比+70%。

➤ 大模型与其他业务:

- (1) 5 月时月处理 480 万亿个 token, 现在已经翻倍至 980 亿。
- (2) **Gemini**: Gemini MAU4.5 亿, 25Q2 每日请求量环比+50%。
- (3) **Veo3**: 5 月推出后已有超过七千万个视频使用 Veo3 制作完成
- (4) **Waymo**: 持续扩大规模和扩张, 以便在更多地区安全地服务更多乘客。上个月, Waymo 在亚特兰大正式上线, 奥斯汀服务区域扩大了一倍多, 洛杉矶和旧金山湾区的服务区域也扩大了约 50%。
- (5) **YouTube**: Shorts 的每小时收入已与 Youtube 上传统插播广告相当, 部分地区甚至有所超过。Shorts 中广告数量和价格都在上涨。

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	93221	168146	261085
应收款项	52340	58895	66185	72717
存货净额	0	0	0	0
其他流动资产	15714	17682	19871	21832
流动资产合计	163711	245598	333793	439204
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	584187	721023	877402
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	7987	9400	10560	11657
其他流动负债	81135	101460	111481	126280
流动负债合计	89122	110861	122042	137936
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	148132	160534	177649
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	325084	436055	560490	699753
负债和股东权益总计	450256	584187	721023	877402

关键财务与估值指标

	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	8.3	9.2	10.3	11.5
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	26.86	36.03	46.31	57.81
ROIC	46%	45%	44%	43%
ROE	31%	25%	22%	20%
毛利率	58%	60%	60%	60%
EBIT Margin	32%	33%	33%	34%
EBITDA Margin	36%	41%	41%	42%
收入增长	14%	13%	12%	10%
净利润增长率	36%	11%	12%	12%
资产负债率	28%	25%	22%	20%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	23	21	19	17
P/B	7	5	4	3
EV/EBITDA	19	14	12	11

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	393851	442607	486286
营业成本	146306	159370	177397	193879
研发费用	(49326)	(56245)	(64943)	(70767)
销售及管理费用	(41996)	(46313)	(52328)	(56030)
营业利润	112390	131924	147938	165611
财务费用	7425	1969	2213	2431
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	133893	150151	168042
所得税费用	19697	22922	25716	28779
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	100118	110971	124435	139263

现金流量表（百万美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	100118	110971	124435	139263
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)	(1969)	(2213)	(2431)
营运资本变动	(8242)	14437	2922	8623
其它	45369	56959	66704	77056
经营活动现金流	125299	153888	160709	186414
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)	69755	74925	92939
货币资金的期初余额	24048	23466	93221	168146
货币资金的期末余额	23466	93221	168146	261085
企业自由现金流	69495	78707	83855	101877
权益自由现金流	(701)	80339	85689	103892

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

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