

谷歌-A (GOOGL.O)

云需求强劲，Nano-Banana 火爆出圈

谷歌发布 2025 年二季度业绩，云需求火热。谷歌 2025Q2 录得收入 964 亿美元，同比增长 13.8%。从业务类型角度，1) 谷歌服务录得收入 825 亿美元，同比增长 11.7%。其中，谷歌搜索/YouTube 广告/network/订阅平台和设备各录得收入 542/98/74/112 亿美元，同比增长 11.7%/13.1%/-1.2%/20.3%。2) 谷歌云业务录得收入 136 亿美元，同比增长 31.7%。本季度公司毛利润为 574 亿美元，同比增加 16.6%，毛利率达 59.5%。经营利润总额 313 亿美元，经营利润率约 32.4%。归母净利 282 亿美元，同比增长 19.4%，净利润率约 29.2%。

谷歌上调全年资本性支出指引。谷歌 2025Q2 的资本性支出为 224 亿美元，约 2/3 用于投资服务器，1/3 用于数据中心和网络设备。在云产品和服务的需求推动下，谷歌上调 2025 年的资本性支出 750 亿美元至 850 亿美元。管理层表示，预计 2026 年资本性支出将进一步增长。

Gemini 2.5 Pro 跻身全球大模型性能第一梯队。Gemini 2.5 Pro 在推理、代码、多模态、长文本等方面在 Gemini 系列产品中表现最为突出，在主流的核心基准测试中（如 GPQA diamond、AIME 2025、MMMU、MRCR v2 等）位居行业领先行列。

Gemini 2.5 Flash Image 领跑文生图与图像编辑榜单。谷歌 8 月推出的 Gemini 2.5 Flash Image (Nano-Banana) 是谷歌在图像生成与编辑领域最先进的模型。该模型能够将多张图片无缝结合、在连环叙事中保持角色形象一致、修改局部图像以及借助 Gemini 的世界知识来生成并编辑图像，在 LMArena 的图像编辑和文生图领域均优于 GPT-image-1 和 flux-1-kontext-max 等，位居排行榜第一。该模型定价为 30 美元/100 万输出 token，约每张图片 0.039 美元。

Veo 功能升级，降价加速商用。9 月 8 日，谷歌发布了视频模型 Veo 3 的三项更新：支持竖屏 9:16 画幅输出、支持 1080p 高清分辨率、价格下调。Veo 3 与 Veo 3 Fast 正式转为稳定版本，可在 Gemini API 中大规模商用，价格分别从原先的 0.75/0.40 美元每秒调整为 0.40/0.15 美元每秒。

重申“增持”评级。我们预计谷歌 2025-2027 年收入 3971/4453/4985 亿美元，同增 13%/12%/12%，归母净利 1210/1330/1496 亿美元，同增 21%/10%/12%。基于 25x 2026e P/E，我们给予谷歌 273 美元目标价，重申“增持”评级。

风险提示：AI 技术迭代不及预期、商业化进展不及预期、行业竞争加剧。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	307,394	350,018	397,055	445,305	498,494
增长率 yoy (%)	8.7	13.9	13.4	12.2	11.9
归母净利润 (百万美元)	73,795	100,118	121,019	133,008	149,600
增长率 yoy (%)	23.0	35.7	20.9	9.9	12.5
EPS 最新摊薄 (美元/股)	6.0	8.2	9.9	10.9	12.3
净资产收益率 (%)	26.0	30.8	31.5	29.3	27.6
P/E (倍)	9.5	8.4	7.4	6.6	5.9
P/B (倍)	39.7	29.2	24.2	22.0	19.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 09 月 09 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	增持
9月9日收盘价 (美元)	239.94
总市值 (百万美元)	2926788.12
总股本 (百万股)	12198.00
其中自由流通股 (%)	95.91
30 日日均成交量 (百万股)	na

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号：S0680524070003

邮箱：liuling3@gszq.com

相关研究

- 《谷歌-A (GOOGL.O)：广告和云强劲增长，持续探索 AI 应用》 2024-07-25
- 《谷歌-A (GOOGL)：广告和云加速增长，持续探索 AI 应用》 2024-05-08
- 《谷歌-A (GOOGL.O)：把握 Alpha，Bet on AI》 2024-02-19

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	171,530	163,711	152,540	193,152	220,213
现金及现金等价物	24,048	23,466	8,344	62,276	87,963
有价证券	86,868	72,191	59,410	44,644	30,871
应收账款	47,964	52,340	64,571	69,021	80,527
存货	0	0	4,502	1,497	5,137
其他流动资产	12,650	15,714	15,714	15,714	15,714
非流动资产	230,862	286,545	350,290	407,958	460,129
固定资产	134,345	171,036	234,781	292,449	344,620
经营租赁资产	14,091	13,588	13,588	13,588	13,588
无形资产	0	0	0	0	0
非市场化投资	31,008	37,982	37,982	37,982	37,982
其他非流动资产	51,418	63,939	63,939	63,939	63,939
资产总计	402,392	450,256	502,830	601,110	680,341
流动负债	81,814	89,122	78,310	107,339	94,829
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	7,493	7,987	7,319	10,678	9,225
应付负债	46,168	51,228	36,107	61,876	46,485
其他流动负债	28,153	29,907	34,883	34,786	39,119
非流动负债	37,199	36,050	40,639	39,104	43,468
长期借款	13,253	10,883	10,527	10,451	10,603
其他非流动负债	23,946	25,167	30,112	28,653	32,865
负债合计	119,013	125,172	118,949	146,444	138,297
股本和其他实收资本	76,534	84,800	84,800	84,800	84,800
未分配利润	211,247	245,084	303,881	374,667	462,044
累计其他综合损益	-4,402	-4,800	-4,800	-4,800	-4,800
归属母公司股东权益	283,379	325,084	383,881	454,667	542,044
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和权益总额	402,392	450,256	502,830	601,110	680,341

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	125,299	118,730	185,521	158,040
净利润	73,795	100,118	121,019	133,008	149,600
固定资产折旧	11,946	15,311	20,311	26,388	31,885
无形资产摊销	0	0	0	0	0
营运资金变动	-3,845	-8,406	-22,600	26,125	-23,445
其他经营现金流	19,850	18,276	0	0	0
投资活动现金流	-20,763	-45,536	-71,275	-69,291	-70,283
资本开支	-32,251	-52,535	-84,056	-84,056	-84,056
其他投资现金流	11,488	6,999	12,782	14,765	13,773
筹资活动现金流	-72,093	-79,733	-62,578	-62,298	-62,070
债务净增加额	-760	888	-356	-76	152
普通股增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-71,333	-80,621	-62,222	-62,222	-62,222
现金净增加额	2,169	30	-15,122	53,932	25,687

利润表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	307,394	350,018	397,055	445,305	498,494
营业成本	133,332	146,306	162,065	179,969	199,029
毛利润	174,062	203,712	234,989	265,336	299,465
研发费用	45,427	49,326	58,451	66,796	74,774
销售费用	27,917	27,808	28,862	32,716	36,025
管理费用	16,425	14,188	20,113	24,055	26,928
其他经营性损益	0	0	0	0	0
营业利润	84,293	112,390	127,563	141,770	161,737
其他非经营性收益	1,424	7,425	18,301	18,301	18,301
利润总额	85,717	119,815	145,864	160,071	180,038
所得税	11,922	19,697	24,845	27,063	30,439
净利润	73,795	100,118	121,019	133,008	149,600
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	73,795	100,118	121,019	133,008	149,600

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	8.7	13.9	13.4	12.2	11.9
营业利润(%)	7.3	6.5	13.4	12.6	10.9
归母净利润(%)	23.0	35.7	20.9	9.9	12.5
获利能力					
毛利率(%)	56.6	58.2	59.2	59.6	60.1
归母净利率(%)	24.0	28.6	30.5	29.9	30.0
ROE(%)	26.0	30.8	31.5	29.3	27.6
ROIC(%)	24.5	28.0	26.8	25.3	24.3
偿债能力					
资产负债率(%)	29.6	27.8	23.7	24.4	20.3
净负债比率(%)	-3.8	-3.9	0.6	-11.4	-14.3
流动比率	2.1	1.8	1.9	1.8	2.3
速动比率	1.4	1.1	0.9	1.0	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	7.0	7.0	6.8	6.7	6.7
应付账款周转率	21.1	18.9	21.2	20.0	20.0
每股指标 (美元)					
每股收益(最新摊薄)	6.0	8.2	9.9	10.9	12.3
每股经营现金流(最新摊薄)	8.3	10.3	9.7	15.2	13.0
每股净资产(最新摊薄)	23.2	26.7	31.5	37.3	44.4
估值比率					
P/S		8.4	7.4	6.6	5.9
P/E	39.7	29.2	24.2	22.0	19.6
P/B	10.3	9.0	7.6	6.4	5.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年09月09日收盘价

图表1: 谷歌财务预测: 年度

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	307,394	350,018	397,055	445,305	498,494
YoY	8.7%	13.9%	13.4%	12.2%	11.9%
谷歌服务整体 (百万美元)	272,543	304,930	338,669	369,461	400,245
YoY	7.5%	11.9%	11.1%	9.1%	8.3%
谷歌云 (百万美元)	33,088	43,229	56,327	73,231	94,916
YoY	25.9%	30.6%	30.3%	30.0%	29.6%
创新业务 (百万美元)	1,527	1,648	1,847	2,402	3,122
			8%	5%	4%
毛利 (百万美元)	174,062	203,712	234,989	265,336	299,465
GPM	56.6%	58.2%	59.2%	59.6%	60.1%
销售费用 (百万美元)	27,917	27,808	28,862	32,716	36,025
管理费用 (百万美元)	16,425	14,188	20,113	24,055	26,928
研发费用 (百万美元)	45,427	49,326	58,451	66,796	74,774
销售费用率	9.1%	7.9%	7.3%	7.3%	7.2%
管理费用率	5.3%	4.1%	5.1%	5.4%	5.4%
研发费用率	14.8%	14.1%	14.7%	15.0%	15.0%
经营利润 (百万美元)	84,293	112,390	127,563	141,770	161,737
经营利润率	27.4%	32.1%	32.1%	31.8%	32.4%
净利润 (百万美元)	73,795	100,118	121,019	133,008	149,600
归母净利润率	24.0%	28.6%	30.5%	29.9%	30.0%
YoY	23%	36%	21%	10%	12%

资料来源: wind, 国盛证券研究所。

图表2: 谷歌财务预测: 季度

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
收入 (百万美元)	90,234	96,428	100,910	109,482	101,405	108,619	113,186	122,095
YoY	12.0%	13.8%	14.3%	13.5%	12.4%	12.6%	12.2%	11.5%
谷歌服务整体 (百万美元)	77,264	82,543	85,505	93,357	84,809	90,360	93,152	101,140
YoY	9.8%	11.7%	11.8%	11.0%	9.8%	9.5%	8.9%	8.3%
谷歌云 (百万美元)	12,260	13,624	14,869	15,574	15,959	17,721	19,326	20,226
YoY	28.1%	31.7%	31.0%	30.3%	30.2%	30.1%	30.0%	29.9%
创新业务 (百万美元)	450	373	504	520	585	485	656	676
YoY	-9.1%	2.2%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利 (百万美元)	53,873	57,389	59,892	63,835	60,843	65,100	67,662	71,730
GPM	59.7%	59.5%	59.4%	58.3%	60.0%	59.9%	59.8%	58.7%
销售费用 (百万美元)	6,172	7,101	7,461	8,128	7,498	7,999	8,301	8,918
管理费用 (百万美元)	3,539	5,209	5,451	5,914	5,478	5,868	6,114	6,596
研发费用 (百万美元)	13,556	13,808	14,753	16,334	15,211	16,293	16,978	18,314
销售费用率	6.8%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.3%	7.3%
管理费用率	3.9%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
研发费用率	15.0%	14.3%	14.6%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
经营利润 (百万美元)	30,606	31,271	32,227	33,459	32,657	34,941	36,269	37,903
经营利润率	33.9%	32.4%	31.9%	30.6%	32.2%	32.2%	32.0%	31.0%
净利润 (百万美元)	34,540	28,196	29,425	28,858	36,428	31,245	32,784	32,551
归母净利润率	38.3%	29.2%	29.2%	26.4%	35.9%	28.8%	29.0%	26.7%
YOY	46.0%	19.4%	11.9%	8.8%	5.5%	10.8%	11.4%	12.8%

资料来源: wind, 国盛证券研究所。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人擅自引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com