

谷歌 (ALPHABET)-A (GOOGL. O) 25Q3 财报点评

全栈自研优势显著，云增速和利润率表现亮眼

优于大市

核心观点

业绩总览：谷歌 25Q3 营收为 1023 亿美元（同比+16%、固定汇率下+15%），beat 一致预期的 13%，今年以来逐季度加速。净利润为 350 亿美元（同比+33%），beat 一致预期 27%，主要是股权投资收益带来的影响。

广告：广告增长超预期，AI 对业务赋能明显。谷歌 2025Q3 实现广告收入 742 亿美元，同比+13%，其中搜索广告收入 566 亿美元（同比+15%），所有垂直领域增长，零售、金融服务贡献最大。AI 概览 (AI overviews)：覆盖超 20 亿用户，当前广告变现率与传统搜索持平；AI 模式 (AI mode)：美国日活超 7500 万，季度查询量翻倍；AI Max 搜索广告 9 月全球推出，超数十万广告主使用，已帮助广告商覆盖了数十亿新增查询。

云：云业务需求强劲，客户数量大幅增长，预计 26 年仍供给紧张。谷歌云收入 152 亿美元（同比+34%）、环比继续加速，OPM 提升至 23.7%，环比继续提升。未完成订单达 155 亿美元（同比+82%），新客户数量同比+34%，企业 AI 产品（如 Gemini2.5）和差异化芯片（TPU+GPU）吸引 9/10 顶级 AI 实验室及超 70% 现有客户，当前服务器供给仍紧张。

CAPEX：加快服务器和数据中心建设，上调 25 年 CAPEX 至 910-930 亿美元。Q3 资本开支 240 亿美元，主要投向技术基础设施（60% 为服务器，40% 为数据中心及网络设备）。2025 年 Capex 预期上调至 910-930 亿美元（原预期 850 亿美元），2026 年计划进一步大幅增加。

投资建议：考虑到云需求强劲和股权投资收益带来的影响，我们小幅上调 2025-2027 年公司收入预测为 3986/4508/5067 亿美元（前值 3911/4378/4793 亿美元），上调幅度 0%/3%/5%，同步调整 2025-2027 年净利润预测为 1214/1319/1539 亿美元（前值 1110/1244/1393 亿美元），上调幅度 8%/6%/8%。
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	398,629	450,880	506,676
(+/-%)	8.7%	13.9%	13.9%	13.1%	12.4%
归母净利润 (百万美元)	73,795	100,118	121,447	131,923	153,920
(+/-%)	23.0%	35.7%	21.3%	8.6%	16.7%
EPS (元)	6.11	8.29	10.06	10.92	12.74
EBIT Margin	27.4%	32.1%	32.6%	33.7%	34.7%
净资产收益率 (ROE)	26.0%	30.8%	27.2%	22.8%	21.0%
市盈率 (PE)	45	33	27	25	22
EV/EBITDA	34	28	21	18	15
市净率 (PB)	12	10	7	6	5

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	300.00 - 330.00 美元
收盘价	281 美元
总市值/流通市值	34896 亿美元/34896 亿美元
52 周最高价/最低价	291 美元/140.53 美元
近 3 个月日均成交额	57 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) -25Q2 财报点评：广告表现亮眼，云需求强劲，上调 25 年 CAPEX 指引》——2025-07-25
《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

财报表现：AI 赋能广告业务，云需求强劲，上调 25 年 CAPEX 指引

◆ 业绩重点：

①广告增长超预期，AI 赋能业务明显

谷歌 2025Q3 实现广告收入 742 亿美元，同比+13%，其中搜索广告收入 566 亿美元（同比+15%），所有垂直领域增长，零售、金融服务贡献最大。YouTube 广告收入 103 亿美元（同比+15%），直接响应广告为核心驱动，品牌广告辅助。全球付费订阅超 3 亿（Google One、YouTube Premium 为主要增长引擎）。

- **AI 概览 (AI overviews)**：覆盖超 20 亿用户、推动查询量增长，年轻用户参与度更高，当前广告变现率与传统搜索持平，为未来的货币化奠定了良好基础。
- **AI 模式 (AI mode)**：美国日活超 7500 万，全球覆盖 40 种语言，季度查询量翻倍，Q3 迭代超 100 项功能，已驱动搜索总查询增量。
- **AI Max 搜索广告**：9 月全球推出，超数十万广告主使用，Q3 解锁数十亿新查询。
- **营销工具**：Imagen 资产工作室、PMax（绩效最大化）广告，SoFi 用 PMax 实现转化量同比+39%。

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 152 亿美元（同比+34%）、环比继续加速，OPM 提升至 23.7%，环比继续提升。未完成订单达 155 亿美元（同比+82%），新客户数量同比+34%，企业 AI 产品（如 Gemini 2.5）和 TPU+GPU 芯片吸引 9/10 顶级 AI 实验室及超 70% 现有客户，当前服务器供给仍紧张。

③加快服务器和数据中心建设，上调 25 年 CAPEX 至 910-930 亿美元

Q3 资本开支 240 亿美元，主要投向技术基础设施（60% 为服务器，40% 为数据中心及网络设备）。2025 年 Capex 预期上调至 910-930 亿美元（原预期 850 亿美元），2026 年计划进一步大幅增加。

◆ 财务概况：

FY25Q3 公司营收 1023 亿美元（同比+16%、固定汇率下+15%），beat 一致预期的 13%，今年以来逐季度加速。GAAP 毛利率 60%，营业利润 312 亿美元，同比+9%，营业利润率 30.5%，主要是欧盟反垄断罚款影响约 35 亿，若加回后对应 OP 为 347 亿美元，同比+22%，OPM 达到 33.9%，同环比保持提升。

谷歌服务：收入 871 亿美元（同比+14%），营业利润率为 39%。其中包括：

- 谷歌搜索广告收入 566 亿美元（同比 +15%），beat 一致预期的 11%，零售和金融服务贡献最大，AI0 和 AI mode 均在推动查询量增长，AI mode 本季度查询量翻倍，DAU 7500 万+。
- YouTube 广告收入 103 亿美元（同比 +13%），延续强劲表现，#Shorts 美国

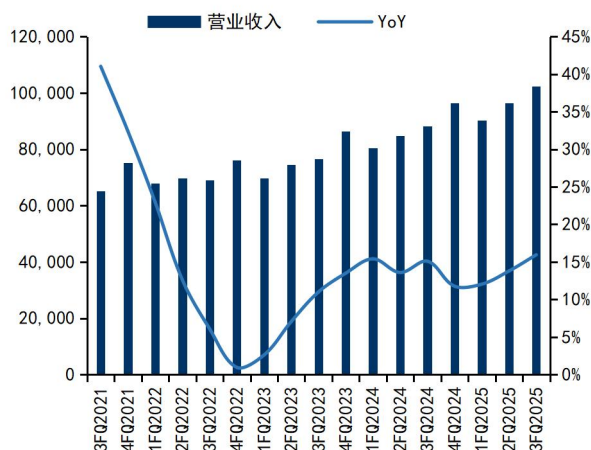
地区每观看小时收入已超过传统信息流。

- 其他非广告业务（订阅、平台和设备业务）收入 129 亿美元（同比+21%），增长显著，主要受 YouTube 订阅服务和 Google One 推动。

谷歌云：收入 152 亿美元（同比 +34%），环比继续加速，OPM 提升至 23.7%（去年同期 17%，环比+6.7pcts）。1）本季度签署的金额超 10 亿美元的协议数量，已超过前两年的总和。2）GCP 新客户数量同比增长 34%。3）付费订阅用户数突破 3 亿，这一增长主要由 Google One 和 YouTube Premium 推动。4）Gemini Enterprise 在 700 家企业中的订阅用户数已突破 200 万。

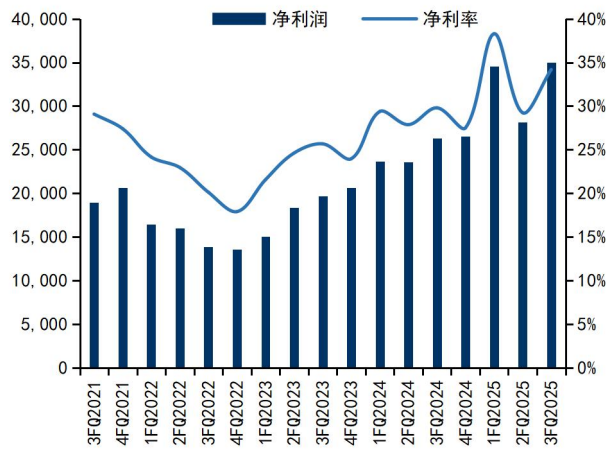
Other Bets（创新业务）：收入 3.44 亿美元（同比-11%），营业亏损 14 亿美元。公司正将更多资源分配给 Waymo 等能带来更多价值的业务。

图1：谷歌总收入及增速（百万美元、%）



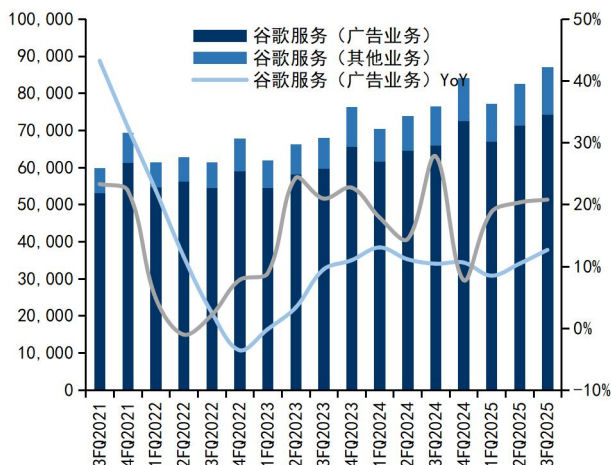
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：谷歌净利润及净利率（百万美元、%）



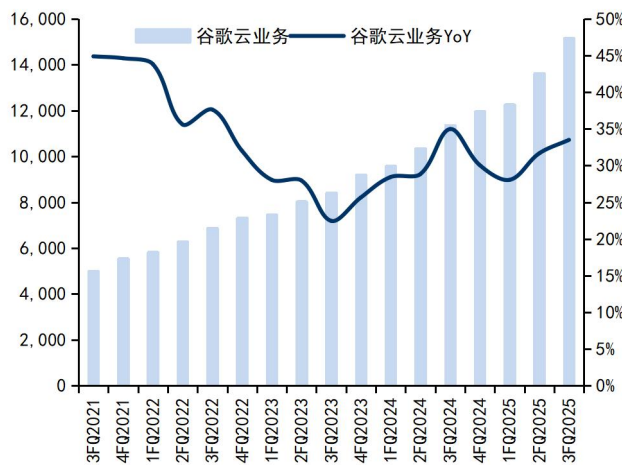
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：谷歌服务（广告与其他）收入及增速（百万美元、%）



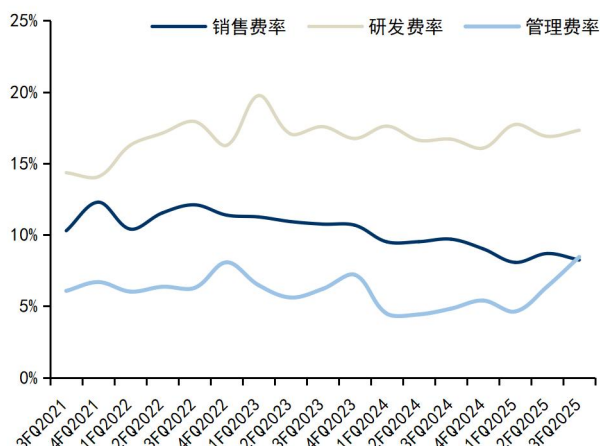
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：谷歌云收入及增速（百万美元、%）



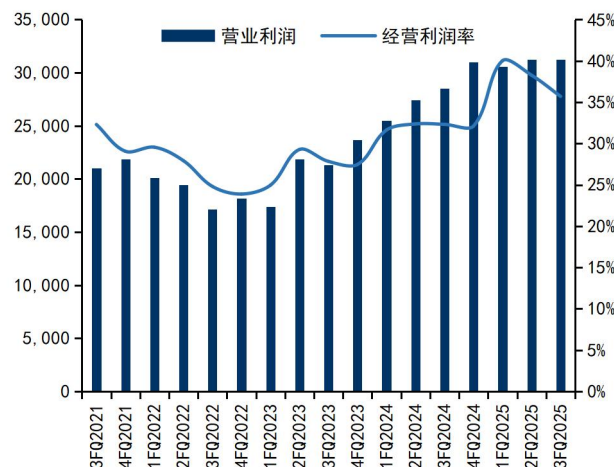
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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:** 当前已覆盖超 20 亿用户, 目前 AIO 的货币化率与传统搜索持平。
- 2) **AI mode:** AIO 和 AI mode 均在推动查询量增长, AI mode 在美国本季度查询量翻倍, 全球 DAU 7500 万+。AI mode 新增购物功能, 让用户能够以对话形式在搜索中购物, 同时将虚拟试穿功能扩展到更多服装品类, 且还在测试广告功能。

➤ 大模型与其他业务:

- (1) **Gemini:** Gemini MAU 6.5 亿, API 每分钟处理 70 亿 tokens, 查询量环比增长 2 倍, 预计今年晚些时候将推出 Gemini 3。
- (2) **Veo3:** 已有超过 2.3 亿个视频通过 Veo3 生成, (截至 Q2 是 0.7 亿)。随着模型基数进步, 版本迭代的开发周期也将延长。
- (3) **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。明年上线伦敦, 正在推进东京落地。此外还宣布将服务范围扩展至达拉斯、纳什维尔、Denmar 和西雅图。
- (4) **YouTube:** 中小型广告主对 DemandGen 的采用率不断提升, 后续还将推出直接链接优惠、网站、短视频和长视频中的可替换品牌片段, 带动货币化率进一步提升。
- (5) **AI Max:** 9 月推出 AI Max, 已有数十万名广告主使用, Q3 带来了数十亿的新增查询量。
- (6) **自研 TPU:** 第七代 TPU (Ironwood) 即将全面发布, 客户需求旺盛, Anthropic 计划接入 100 万个 TPU。

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	83466	159914	252054
应收款项	52340	59609	67422	75766
存货净额	0	0	0	0
其他流动资产	15714	17896	20242	22747
流动资产合计	163711	236772	327169	434137
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	61560	75436	92084
资产总计	450256	591965	737906	905515
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	7987	9512	10644	11819
其他流动负债	81135	98651	110316	121610
流动负债合计	89122	108163	120960	133429
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	145434	159452	173142
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	325084	446531	578453	732373
负债和股东权益总计	450256	591965	737906	905515

关键财务与估值指标

	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	8.3	10.1	10.9	12.7
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	26.92	36.97	47.90	60.64
ROIC	46%	44%	44%	44%
ROE	31%	27%	23%	21%
毛利率	58%	59%	60%	61%
EBIT Margin	32%	33%	34%	35%
EBITDA Margin	36%	40%	41%	42%
收入增长	14%	14%	13%	12%
净利润增长率	36%	21%	9%	17%
资产负债率	28%	25%	22%	19%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	33	27	25	22
P/B	10	7	6	5
EV/EBITDA	27	21	18	15

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	398629	450880	506676
营业成本	146306	161581	179061	197086
研发费用	(49326)	(57664)	(66315)	(75001)
销售及管理费用	(41996)	(49423)	(53582)	(58856)
营业利润	112390	129961	151922	175734
财务费用	7425	1993	2254	2533
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益净额	0	16604	6902	9674
税前利润	119815	148558	161078	187941
所得税费用	19697	27111	29155	34021
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	100118	121447	131923	153920

现金流量表（百万美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	100118	121447	131923	153920
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	16604	6902	9674
财务费用	(7425)	(1993)	(2254)	(2533)
营运资本变动	(8242)	10810	3859	2841
其它	45369	23751	52900	57709
经营活动现金流	125299	144133	162232	185615
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)	60000	76448	92140
货币资金的期初余额	24048	23466	83466	159914
货币资金的期末余额	23466	83466	159914	252054
企业自由现金流	69495	68954	85366	101019
权益自由现金流	(701)	70584	87212	103093

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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