

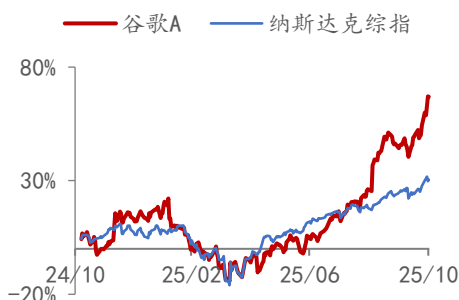
25Q3 点评：CapEx 指引上修，云业务加速增长

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-11-03

收盘价（美元）	281.19
近 12 个月最高/最低（美元）	281.5/144.3
总股本（百万股）	12,077
流通股本（百万股）	11,235
流通股比例（%）	93.03
总市值（亿美元）	33,959
流通市值（亿美元）	31,591

公司价格与纳斯达克综指走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：赵亮

执业证书号：S0010525070001

邮箱：zhaoliang@hazq.com

相关报告

1.谷歌 25Q1：利润超预期，全年 CapEx 维持 750 亿美元 2025-04-30

2.谷歌 24Q4：利润略超预期，云业务小幅 miss 2025-02-13

主要观点：

● 25Q3 业绩

公司发布 FY25Q3 业绩，1) 整体来看：收入录得 1023 亿美元 (yoy +16%)，超出 BBG 预期 2.5%，创下公司首个千亿美元季度；GAAP Operating income 312 亿美元 (yoy +9%)，低于 BBG 预期 2.9%，本季度业绩包含一项 35 亿美元的欧盟委员会 (EC) 罚款，剔除该罚款后，Non-GAAP Operating income 同比增长 22%。GAAP 净利润 350 亿美元 (yoy +33%)，超出 BBG 预期 27.39% (本季度其他收益录得 107 亿美元，去年同期为 18 亿美元，我们判断主要来源于 Anthropic 的估值增长)；

2) 分业务来看：① 谷歌服务录得收入 871 亿美元 (yoy +14%)，超出 BBG 预期 2.8%。其中搜索业务收入 566 亿美元 (yoy +15%)，超出 BBG 预期 2.9%；YouTube 广告收入 103 亿美元 (yoy +15%)，超出 BBG 预期 2.3%；Google Network 收入 74 亿美元 (yoy -3%)；订阅、平台和设备收入 129 亿美元 (yoy +21%)，超出 BBG 预期 4.2%。② 云业务收入录得 152 亿美元 (yoy +34%)，超出 BBG 预期 2.8%，连续三个季度环比提速 (25Q1-25Q3 同比增速分别为+28%/+32%/+34%)。

● AI 重塑搜索，推动查询量增长

AI 正在推动搜索的扩张：AI Overviews (AIO) 和 AI Mode (AIM) 正在改善搜索体验，推动了更高的使用频率和更复杂的查询。本季度 CPC 与 Paid Clicks 均实现+7%增长，呈现加速增长趋势。管理层重申 AIO 的货币化率与传统搜索大致相同。AI Mode (AIM) 已在全球 40 个语言地区推出，日活跃用户超 7500 万，并已在推动增量总查询量增长。在美国，AI Mode 的查询量在本季度翻了一番；

● 云业务增长强劲，积压订单创新高

1) 云业务收入同比增长 34%，增长提速，GCP 的增速远高于云业务整体增速。Cloud Backlog (积压订单) 环比增长 46%至 1550 亿美元。今年前三季度签订的 10 亿美元以上大单数量已超过前两年总和。增长主要由企业 AI 产品 (包括 AI 基础设施和 AI 解决方案) 驱动，基于生成式 AI 模型的产品收入同比增长超过 200%。

2) AI 产品数据亮眼：Gemini App 月活跃用户已超 6.5 亿，查询量环比增长 3 倍。所有平台每月处理的 Token 量超 1.3 千万亿 (1.3 quadrillion)，同比增长超 20 倍。10 月新推出的 Gemini Enterprise，已在 700 家公司中拥有超过 200 万订阅用户。

● CapEx 大幅上调，2026 年将继续增加

1) Q3 资本支出为 240 亿美元，绝大多数投资于技术基础设施，其中约 60%用于服务器，40%用于数据中心和网络设备。

2) 2025 年指引上调：公司将 2025 年全年的 CapEx 指引从原先的 850 亿美元上调至 910 亿-930 亿美元。CFO Anat Ashkenazi 表示，预计 2026

年 CapEx 将大幅增加，以满足云客户的需求和增长机会。尽管资本支出增加，公司预计在 Q4 和 2026 年仍将处于供应受限的环境中。

● 投资建议

我们预计谷歌 2025-2027 收入为 4011/4670/5321 亿美元(前值为 3956/4443/4978 亿美元)，同比+14.6%/+16.4%/+13.9%；GAAP 净利润预计录得 1293/1380/1530 亿美元(前值为 1214/1296/1422 亿美元)，同比+29.1%/+6.7%/+10.8%，维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济环境波动；AI 业务发展不及预期；云计算行业竞争加剧等。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	350,018	401,136	467,045	532,062
收入同比（%）	13.9%	14.6%	16.4%	13.9%
GAAP 净利润（百万美元）	100,118	129,266	137,991	152,952
同比（%）	35.7%	29.1%	6.7%	10.8%
GAAP EPS（美元）	8.05	10.54	11.25	12.60
市盈率（P/E）	34.95	26.67	24.98	22.32

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	163,711	172,260	185,205	201,240					
现金及现金等价物	23,466	17,701	18,297	32,217					
有价证券	72,191	73,500	73,500	73,500					
应收款项	52,340	62,293	71,783	73,897					
存货	0	0	0	0					
其他流动资产	15,714	18,766	21,625	21,625					
非流动资产	286,545	348,710	388,623	399,619					
固定资产	171,036	234,976	274,889	285,885					
经营租赁资产	13,588	14,524	14,524	14,524					
无形资产	0	0	0	0					
长期理财投资	37,982	34,172	34,172	34,172					
商誉	31,885	33,269	33,269	33,269					
其他非流动资产	32,054	31,769	31,769	31,769					
资产总计	450,256	520,971	573,829	600,858					
流动负债	89,122	80,496	81,117	81,480					
应付款项	7,987	7,384	8,005	8,368					
应付薪酬	15,069	11,373	11,373	11,373					
应付费用和其他流动负债	51,228	47,298	47,298	47,298					
短期应付费用	9,802	8,899	8,899	8,899					
短期递延收入	5,036	5,542	5,542	5,542					
非流动负债	36,050	42,400	42,400	42,400					
长期借款	10,883	13,238	13,238	13,238					
长期递延收入	0	0	0	0					
长期应付所得税	8,782	10,072	10,072	10,072					
经营租赁负债	11,691	12,106	12,106	12,106					
其他非流动负债	4,694	6,984	6,984	6,984					
负债合计	125,172	122,896	123,517	123,880					
普通股和实收资本	84,800	88,336	76,518	76,518					
累计其他综合收益	-4,800	-2,054	-2,054	-38,442					
留存收益	245,084	311,793	375,848	438,903					
权益合计	325,084	398,075	450,311	476,978					
负债和股东权益	450,256	520,971	573,829	600,858					
主要财务比率									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
回报率									
净资产收益率	30.80%	32.47%	30.64%	32.07%					
总资产收益率	22.24%	24.81%	24.05%	25.46%					
增长率									
营业总收入增长率	13.87%	14.60%	16.43%	13.92%					
净利润增长率	35.67%	29.11%	6.75%	10.84%					
总资产增长率	11.89%	15.71%	10.15%	4.71%					
资产管理能力									
应收款项周转天数	54.6	56.7	56.1	50.7					
应付款项周转天数	8.3	6.7	6.3	5.7					
总资产周转率	78%	77%	81%	89%					
偿债能力									
资产负债率	27.80%	23.59%	21.53%	20.62%					
流动比率	1.8	2.1	2.3	2.5					

利润表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	350,018	401,136	467,045	532,062					
增长率	13.87%	14.60%	16.43%	13.92%					
营业成本	146,306	163,431	189,450	224,119					
%销售收入	41.80%	40.74%	40.56%	42.12%					
毛利	203,712	237,705	277,595	307,942					
销售及营销开支	27,808	28,775	32,693	36,180					
研发开支	49,326	58,321	66,979	75,021					
一般及行政开支	14,188	16,833	14,869	15,962					
营业利润	112,390	130,319	163,054	180,779					
%销售收入	32.11%	32.49%	34.91%	33.98%					
其他收入	7,425	27,404	3,200	3,500					
除税前利润	119,815	157,723	166,254	184,279					
%销售收入	34.23%	39.32%	35.60%	34.63%					
所得税	-19,697	-28,456	-28,263	-31,328					
GAAP 净利润	100,118	129,266	137,991	152,952					
现金流量表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
净利润	100,118	129,266	137,991	152,952					
折旧摊销	15,311	21,496	36,800	50,000					
以股份为基础的薪酬开	22,785	24,523	28,182	38,450					
其他	-4,509	-14,293	0	0					
应收款项	-5,891	-6,346	-9,490	-2,114					
存货	0	0	0	0					
其他资产	-3,815	-5,664	-2,859	0					
应付款项	359	-3,489	622	363					
应付费用和其他流动负债	-1,161	-1,560	0	0					
短期应付费用	1,059	-219	0	0					
递延收入	1,043	636	0	0					
经营活动现金净流量	125,299	144,349	191,245	239,650					
购买固定资产和无形资产	-55,375	-93,817	-140,919	-156,000					
购买有价证券	16,749	467	0	0					
购买长期理财投资	-4,152	-2,116	0	0					
其他投资活动	-2,758	-1,845	0	0					
投资活动现金净流量	-45,536	-97,311	-140,919	-156,000					
普通股回购	-62,222	-50,210	-40,000	-60,000					
股息支付	-7,363	-9,928	-9,730	-9,730					
债务偿付	-11,840	-26,093	0	0					
其他	1,692	29,401	0	0					
筹资活动现金净流量	-79,733	-56,830	-49,730	-69,730					
汇率变动对现金的影响额	-612	244	0	0					
现金净增加值	-582	-9,548	596	13,920					
期末现金及现金等价物	23,466	17,701	18,297	32,217					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	350,018	401,136	467,045	532,062					
增长率	13.87%	14.60%	16.43%	13.92%					
营业成本	146,306	163,431	189,450	224,119					
%销售收入	41.80%	40.74%	40.56%	42.12%					
毛利	203,712	237,705	277,595	307,942					
销售及营销开支	27,808	28,775	32,693	36,180					
研发开支	49,326	58,321	66,979	75,021					
一般及行政开支	14,188	16,833	14,869	15,962					
营业利润	112,390	130,319	163,054	180,779					
%销售收入	32.11%	32.49%	34.91%	33.98%					
其他收入	7,425	27,404	3,200	3,500					
除税前利润	119,815	157,723	166,254	184,279					
%销售收入	34.23%	39.32%	35.60%	34.63%					
所得税	-19,697	-28,456	-28,263	-31,328					
GAAP 净利润	100,118	129,266	137,991	152,952					

现金流量表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
净利润	100,118	129,266	137,991	152,952					
折旧摊销	15,311	21,496	36,800	50,000					
以股份为基础的薪酬开	22,785	24,523	28,182	38,450					
其他	-4,509	-14,293	0	0					
应收款项	-5,891	-6,346	-9,490	-2,114					
存货	0	0	0	0					
其他资产	-3,815	-5,664	-2,859	0					
应付款项	359	-3,489	622	363					
应付费用和其他流动负债	-1,161	-1,560	0	0					
短期应付费用	1,059	-219	0	0					
递延收入	1,043	636	0	0					
经营活动现金净流量	125,299	144,349	191,245	239,650					
购买固定资产和无形资产	-55,375	-93,817	-140,919	-156,000					
购买有价证券	16,749	467	0	0					
购买长期理财投资	-4,152	-2,116	0	0					
其他投资活动	-2,758	-1,845	0	0					
投资活动现金净流量	-45,536	-97,311	-140,919	-156,000					
普通股回购	-62,222	-50,210	-40,000	-60,000					
股息支付	-7,363	-9,928	-9,730	-9,730					
债务偿付	-11,840	-26,093	0	0					
其他	1,692	29,401	0	0					
筹资活动现金净流量	-79,733	-56,830	-49,730	-69,730					
汇率变动对现金的影响	-612	244	0	0					
现金净增加值	-582	-9,548	596	13,920					
期末现金及现金等价物	23,466	17,701	18,297	32,217					

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

分析师：赵亮，赵亮，悉尼大学金融学硕士，主要覆盖美股互联网、港股互联网、港股新消费等细分领域，2023 年加入华安证券研究所。执业证书编号：S0010525070001

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。