

3Q25 业绩点评，AI 受益叙事强化，看好云&广告收入增速回升

核心观点

从经营趋势上看，Google 搜索广告/ Youtube 广告/ Google Cloud 在 1Q23-1Q24 总体上一致向上，这主要是得益于 1) 1Q22-4Q22 同比基数逐季度降低；2) 经济环境修复，广告需求回升。4Q24 以来 Google 整体收入增速重新触底回升，这一方面受益于 24 年基数的影响，另一方面我们看到此前基本没有商业化的 AI Overview/ Google Lens 陆续开始商业化，PMax/ Demand Gen 等工具渗透率提升，搜索本身动能增强。另外，Google Clou 随着 TPU 订单/产能释放，也进入增速回升周期，我们认为 Google 未来 1 年收入可见度明显提升，当前估值&业绩仍有上修空间。

AI 受益叙事逐步形成，期待云&广告收入增速持续提升

3Q Google 修复了 DoJ 反垄断诉讼带来的估值压制，目前静态估值处于均值+1 倍标准差左右，但考虑后续催化，我们认为后续 Google 业绩&估值倍数上修空间较大：1) 2H25: AI Overview / AI Mode 扩张渗透带来运营指标提升，例如 Google Search 次数加速增长，或 Google 用户使用时长提升；2) 4Q25-1H26: Youtube Shorts 等 AI 驱动活跃度提升，带动广告库存释放；3) 4Q25-1H26: Anthropic/Apple/Tiktok/Meta 等大客户采用 TPU 及 Google Cloud，Google Cloud AI 部分贡献额外增量。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	307,394.00	350,018.00	398,320.48	456,873.60	518,551.53
YOY(%)	8.68	13.87	13.80	14.70	13.50
净利润(百万美元)	73,795.00	100,118.00	116,543.22	142,089.13	166,875.90
YOY(%)	23.05	35.67	16.41	21.92	17.44
毛利率(%)	56.63	58.20	59.70	60.60	61.40
净利率(%)	24.01	28.60	29.26	31.10	32.18
ROE(%)	26.04	30.80	26.56	24.61	22.55
EPS(美元/股，摊薄)	6.10	8.28	9.64	11.75	13.80
P/E(倍)	45.98	33.89	29.11	23.88	20.33
P/B(倍)	11.97	10.44	7.73	5.88	4.58

资料来源：iFinD，中信建投

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 11 月 08 日

当前股价：281.19 美元

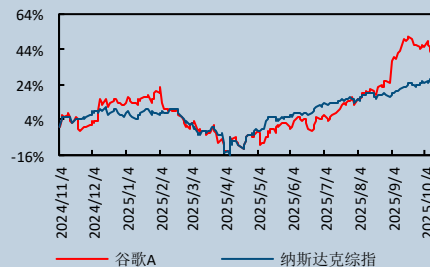
目标价格 6 个月：330 美元

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
	15.22/10.20	43.08/30.79	61.18/33.68
12 月最高/最低价(美元)			281.48/144.70
总股本(万股)			1,206,700.00
流通股本(万股)			581,800.00
总市值(亿美元)			33,931.20
流通市值(亿美元)			33,931.20
近 3 月日均成交量(万)			3375.71
主要股东			
The Vanguard Group			4.07%

股价表现



相关研究报告

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，2025-27 年有望实现 40% 以上的收入增长，而 GooglePlay、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。如果考虑到 AI Overview 推动 Google 在搜索领域巩固份额，后续可能释放额外增长，接下来 Youtube Shorts、TPU 等资产均有望带动 Google 释放价值，我们对 Google 的态度更加乐观，维持“买入”评级。

目录

3Q25 业绩点评：搜索&云增速回升强化 AI 受益叙事.....	1
核心分歧：AI 搜索对搜索市场的冲击下，Google 如何定位？	3
AIO vs ChatGPT：用户搜索的重合度并不高	3
ChatGPT 网页索引更依赖 Bing，Google 在供给侧的优势仍然维持	5
Performance Max：关税纠纷阶段性平息，Amazon 黑五重启投放为潜在增量	7
Youtube 内容飞轮：AI 丰富内容供给，提升用户时长，进而扩张广告库存	8
估值：静态估值修复充分，但后续业绩有望继续上修	9
风险分析.....	10
报表预测.....	11

图目录

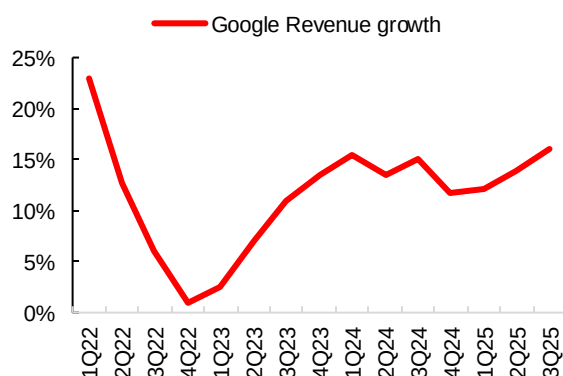
图 1:1Q22-3Q25 Google 收入同比增速.....	1
图 2:1Q22-3Q25 Google 搜索广告同比增速.....	1
图 3:1Q22-3Q25 Youtube 广告收入同比增速%	2
图 4:Google Cloud 1Q22-3Q25 收入同比增速%	2
图 5:Google 1Q22-3Q25 收入及 EPS 增速（EPS 增速对应右轴）	2
图 6:2024 年 5 月 15 日-2025 年 6 月 26 日期间 ChatGPT 用户对话分类中，搜索占比仅有 21.3%.....	4
图 7:Anthropic API 的主要需求集中于编程开发、UI/UX 设计、内容创作，几乎与搜索没有重合	4
图 8:2024/12-2025/6 美国 ChatGPT 用户提示词交互中购物相关占比从 7.8%提升至 9.8%.....	5
图 9: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.....	5
图 10:2023-24 年美国桌面端 Google 搜索增长情况（分产品）	5
图 11:SerpApi 2024 年 5 月前将 OpenAI 列为客户，但后续被删除	6
图 12:Cloudflare 需要 AI 爬虫为爬取网页内容付费	7
图 13:Google Performance Max 预算占比为 9%	7
图 14:PMax 25 年 CPM 价格实际上持续承压（美元/千次曝光）	7
图 15:Google US PMax 素材消耗份额（%），可以看到 Amazon 停止投放了相当长时间，而 Temu/Shein/Walmart 并未补上缺口，这对 PMax 竞价需求产生一定压制.....	8
图 16:AI 搜索引入后 Youtube/Pinterest 在美国的人均搜索次数有所提升.....	9
图 17:AI 搜索引入后 Youtube 在欧洲的人均搜索次数有所提升.....	9
图 18:Youtube CPM 2025 年持续大幅提升（美元/千次曝光）	9
图 19:Youtube 在美国已经成为最大的流媒体	9
图 20:2025 年 10 月 Google P/E 处于均值+1x 标准差以上.....	10
图 21:Google 与 Meta 估值差距回归历史高位	10

3Q25 业绩点评：搜索&云增速回升强化 AI 受益叙事

收入大幅超预期，利润剔除一次性影响后也好于预期。3Q25 营业收入为 1023 亿美元，同比+16%，一致预期为 998 亿美元。净利润为 350 亿美元，同比+33%；EPS 为 2.87 美元，同比+35%，一致预期为 2.26 美元。谷歌服务 25Q3 营收 871 亿美元（YoY+14%），其中，搜索营收 566 亿美元同比+14.5%(预期 11%+)，Youtube 广告营收 103 亿美元同比+15%（预期 10%+）；Google Cloud 25Q3 营收为 152 亿美元（YoY+34%），大幅好于预期的 28-30%，这主要得益于谷歌云平台（GCP）的核心产品、人工智能基础设施和生成式人工智能解决方案的增长。3Q25 OP 312 亿美元，利润率 30.5%(略低于市场预期 32-33%)，主要因欧盟反垄断罚款产生 35 亿美元一次性法律费用，经调整后利润 347 亿美元，利润率 33.9%符合市场预期。

从经营趋势上看，Google 搜索广告/Youtube 广告/Google Cloud 在 1Q23-1Q24 总体上一致向上，这主要是得益于 1) 1Q22-4Q22 同比基数逐季度降低；2) 经济环境修复，广告需求回升，体现为 2 年复合增速在 23-24 年也在加速。4Q24 以来 Google 整体收入增速重新触底回升，这一方面受益于 24 年基数的影响，另一方面我们看到此前基本没有商业化的 AI Overview/Google Lens 陆续开始商业化，PMax/Demand Gen 等工具渗透率提升，搜索本身动能增强。另外，Google Clou 随着 TPU 订单/产能释放，也进入增速回升周期，我们认为 Google 未来 1 年收入可见度明显提升，随着市场预期上修，当前估值消化业绩预期后仍有上修空间。

图 1:1Q22-3Q25 Google 收入同比增速



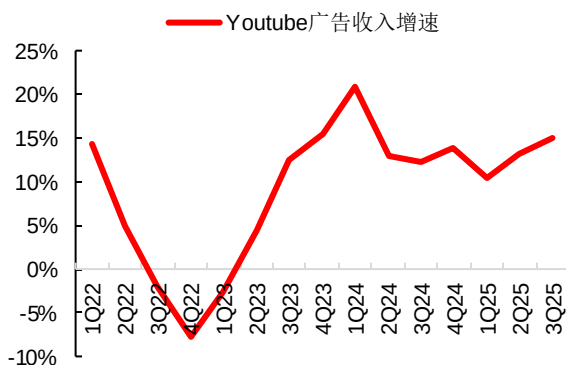
数据来源：公司公告，中信建投

图 2:1Q22-3Q25 Google 搜索广告同比增速



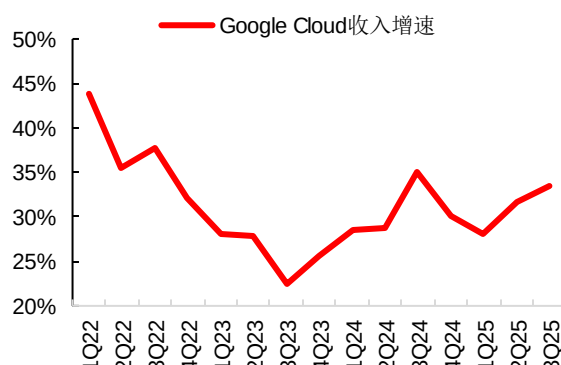
数据来源：公司公告，中信建投

图 3:1Q22-3Q25 Youtube 广告收入同比增速%



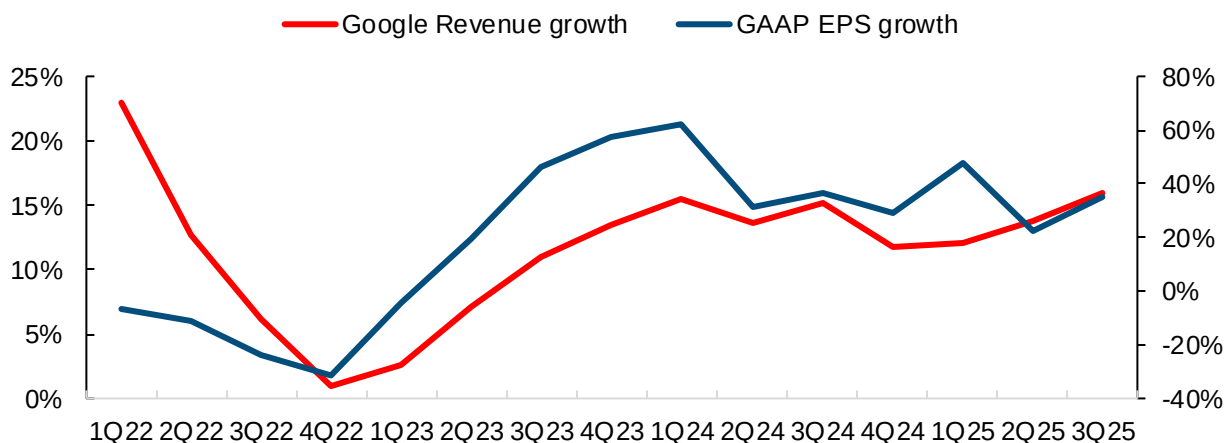
数据来源：公司公告，中信建投

图 4:Google Cloud 1Q22-3Q25 收入同比增速%



数据来源：公司公告，中信建投

图 5:Google 1Q22-3Q25 收入及 EPS 增速 (EPS 增速对应右轴)



数据来源：公司公告，中信建投

注：上一轮股价的上涨周期中收入/EPS 同步提升，且 EPS 增幅大于收入。

AI 搜索实质上扩大了 Google 的业务空间，而非此前市场定价的中性。10 月 tokens 消耗量 1300 万亿，相比 7 月 980 万亿 tokens 消耗量增长 33%。此外，Gemini APP 拥有超 6.5 亿 MAU（WAU 数亿），Q3 交互量环比+200%，25Q3 每日请求量环比+40%以上。AI Overviews 目前 MAU 仍然超过 20 亿（与 2Q 口径一致），AI Mode DAU 7500 万（2Q 披露 MAU 1 亿，反映 AI Mode 使用率相对高频，高于 ChatGPT），此前 AIO 推动搜索量额外增长超过 10%，并且将会随着时间推移持续增加，年轻用户的增长最为显著。2025 年 9 月 Anthropic、OpenAI 发布用户研究报告，其中 1）OpenAI 提到 ChatGPT 24/5-25/6 期间用户交互中仅有 21.3%与信息搜寻相关，这部分需求与 Google 搜索引擎满足的需求更接近，且用户商业查询的比例接近 10%；2）Anthropic 统计 1 方 API 的用户请求中几乎没有与搜索相重合/接近的需求，大部分需求集中于编程开发、UI/UX 设计等。

GCP 增速好于预期，更重要的是利润率持续提升。与微软/AWS 不同，GCP 在 AI 领域的全栈优势确保 TPU 即使算力租赁下利润率也好于传统的 GCP 毛利率，因此随着 CapEx/产能扩张，GCP 可以实现收入/利润率的扩张，至少在初期阶段不至于受产能波动而震荡。另外，市场此前的一致预期反映 GCP 26-27 年维持 30%左右的增长，但在 Meta/Anthropic 等客户公开签署大额订单的情况下，TPU 产能带来的额外增长被明显低估。同时，

AI 算力租赁带动后续 CPU/存储/数据库的需求也可能拉动 GCP 进一步加速增长，我们认为目前市场对于 GCP 的后续增速轨迹也非常保守。

总结来看，3Q Google 修复了 DoJ 反垄断诉讼带来的估值压制，目前静态估值处于均值+1 倍标准差左右，但考虑后续催化，我们认为后续 Google 业绩&估值倍数继续上修空间较大：1) 2H25: AI Overview / AI Mode 扩张渗透带来运营指标提升，例如 Google Search 次数加速增长，或 Google 用户使用时长提升；2) 4Q25-1H26: Youtube Shorts 等 AI 驱动活跃度提升，带动广告库存释放；3) 4Q25-1H26: Anthropic/Apple/TikTok/Meta 等大客户采用 TPU 及 Google Cloud，Google Cloud AI 部分贡献额外增量。

核心分歧：AI 搜索对搜索市场的冲击下，Google 如何定位？

我们认为 Google 目前处于叙事扭转的关键节点，目前投资者仍然普遍认为 AI 搜索对传统搜索市场构成冲击，且 ChatGPT/Perplexity.ai 等厂商在增量市场中可能占据大部分市场份额，而存量市场 Google 也未必能够守住，这可能是一轮类似移动互联网转型的危机（从 PC 到智能手机），用户交互的起点可能从搜索转变为 Chatbot，Google 的市场份额可能受到难以预估的影响。

简单来说，目前投资者的共识可以简化为 1) AI 搜索既冲击存量市场，2) 也占据增量市场的大部分份额（Google AI Overview 等产品不具备显著优势）。

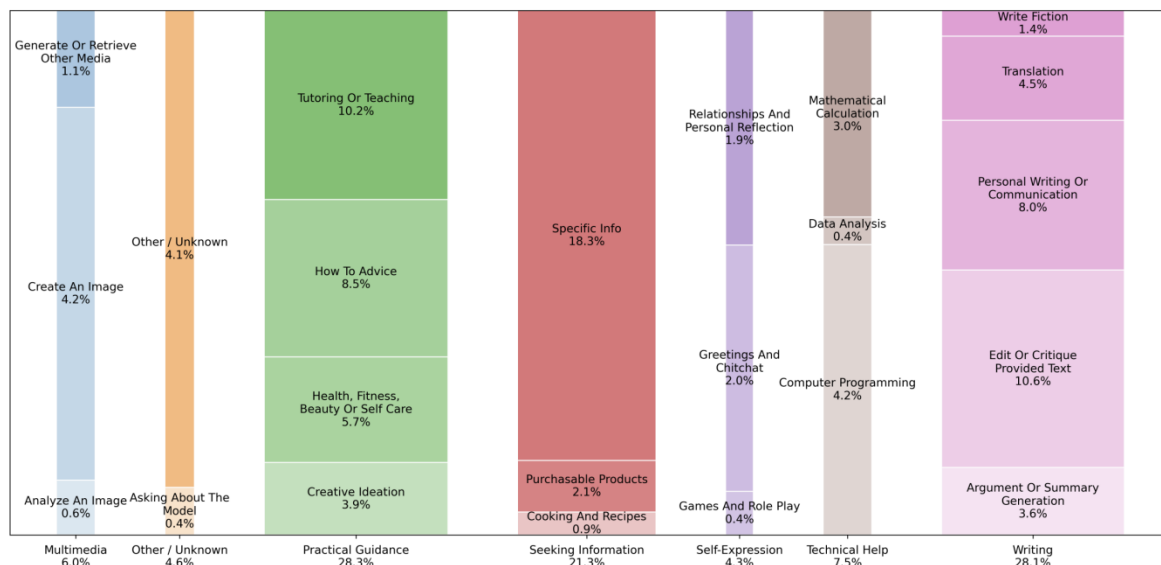
此外，投资者对 Google 基本面缺乏信心的其他因素包括 1) Meta 过去几个季度业绩超预期的概率远高于 Google；2) Meta 管理层明确给出 AI 产品路线图（至 2026 年推荐系统完全改造为 AI 驱动，AI 广告自动化投放工具全面推广），结合 Meta 发布的论文中提到在线 A/B 测试下新推荐系统用户时长提升~9%，CTR 提升 18%，但 Google GML、I/O 大会中的产品路线图没有明确的路径规划/定量指引，似乎看不出太多增量；3) Google 面临 DoJ 拆分 Chrome 的威胁，以及与苹果公司默认搜索协议后续无效的风险。

随着年内越来越多的三方/一方数据点披露，我们认为 Google 面临的竞争威胁被夸大了，且 Google 对搜索商业模式的改造下传统付费点击/单次点击广告价格等指标的意义可能减小，AI 搜索可能会带来商业化率提升的机会。

AIO vs ChatGPT：用户搜索的重合度并不高

2025 年 9 月 Anthropic、OpenAI 发布用户研究报告，其中 1) OpenAI 提到 ChatGPT 24/5-25/6 期间用户交互中仅有 21.3%与信息搜寻相关，这部分需求与 Google 搜索引擎满足的需求更接近，且用户商业查询的比例接近 10%；2) Anthropic 统计 1 方 API 的用户请求中几乎没有与搜索相重合/接近的需求，大部分需求集中于编程开发、UI/UX 设计等。

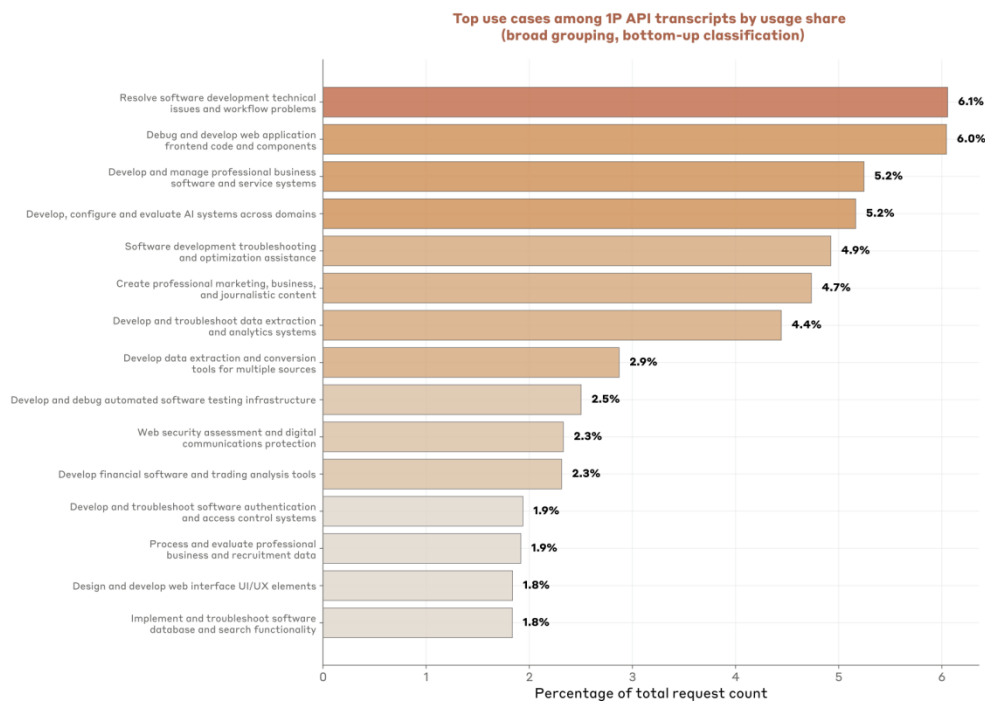
图 6:2024 年 5 月 15 日-2025 年 6 月 26 日期间 ChatGPT 用户对话分类中，搜索占比仅有 21.3%



数据来源: OpenAI, 中信建投

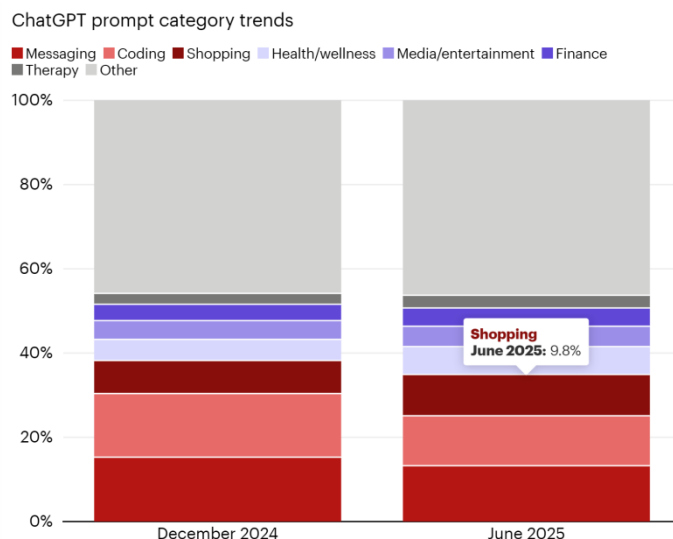
注: 数据为 2024/5/15 到 2025/6/26 期间约 110 万次抽样对话计算得出的, 为反映特定日期的总消息量, 观测数据经过重新加权处理。

图 7:Anthropic API 的主要需求集中于编程开发、UI/UX 设计、内容创作，几乎与搜索没有重合



数据来源: Anthropic, 中信建投

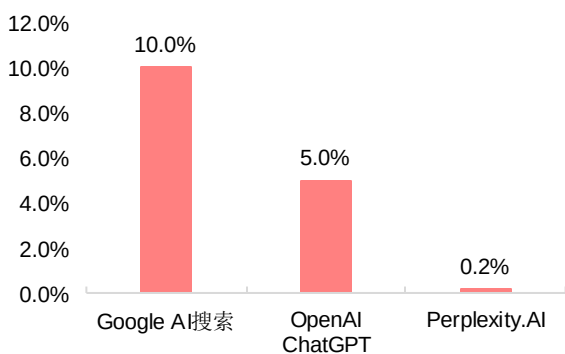
图 8:2024/12-2025/6 美国 ChatGPT 用户提示词交互中购物相关占比从 7.8%提升至 9.8%



数据来源: Sensor Tower¹, 中信建投

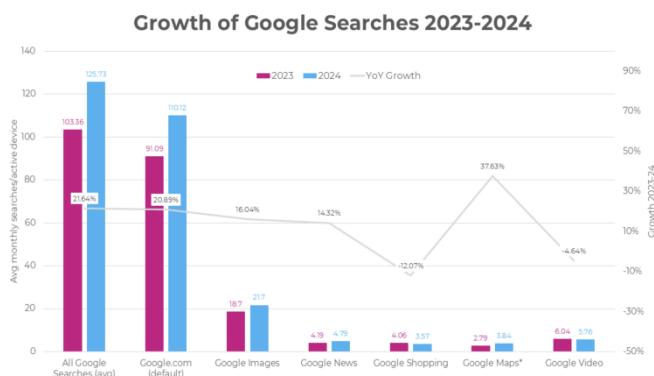
我们确实看到 AI 搜索迅速增长, 但 Google 的 AI Overview/Google Lens/Circle to Search 也在快速渗透, 虽然很难在 AI 搜索市场维持 Google 80~90%的份额, 但增量市场上 Google 还是可以依托搜索引擎的技术和渠道优势维持地位 (不至于完全错失 AI 搜索的机会)。我们认为搜索的环节中 (索引-爬虫-排序-展示), 在供给侧以及渠道分发环节 Google 仍然占据优势。

图 9: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



数据来源: Google, TechCrunch, Search Engine Land², 中信建投

图 10:2023-24 年美国桌面端 Google 搜索增长情况 (分产品)



数据来源: Datas³, 中信建投

ChatGPT 网页索引更依赖 Bing, Google 在供给侧的优势仍然维持

¹ <https://www.bain.com/insights/how-customers-are-using-ai-search/>

² <https://searchengineland.com/chatgpt-growing-traffic-referrer-changing-search-behavior-451525>

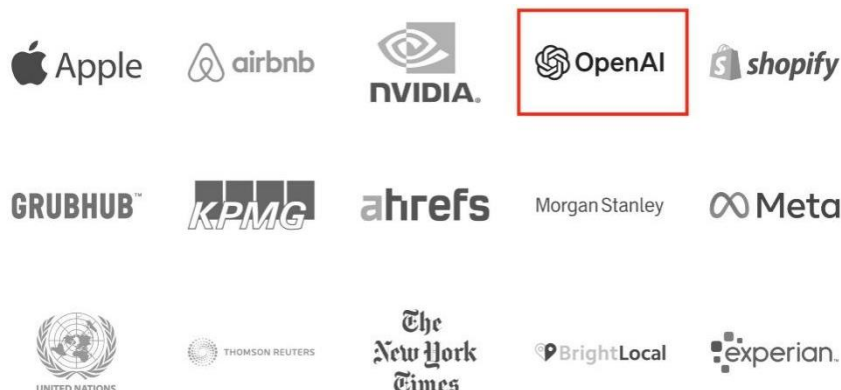
³ <https://searchengineland.com/google-search-bigger-chat-gpt-search-453142>

在 2023 年 DoJ vs Google 诉讼阶段，DoJ 引入微软广告和网络服务 CEO Mikhail Parakhin（此前担任 Yandex CTO），Parakhin 举例进行论证⁴，例如餐馆和企业需要付出同样多的努力来纠正 Google 或 Bing 上出现的营业时间错误。但由于 Google 的流量要高得多，餐馆和企业更有可能花时间在 Google 上更新营业时间，而不是在 Bing 或其他搜索引擎上更新营业时间。这些修正提高了 Google 相对于其他搜索引擎的质量。

此外目前的搜索引擎更新索引主要依赖自动化爬虫，对于大部分头部网站都会高频更新，但对于长尾网站则频率较低，因此需要网站主更新后主动提示 Google/Bing 的自动化爬虫。Bing⁵/Google⁶在官方博客中都有提到过这一机制，这一机制下同样更新维护成本主要落在网站主身上，其可能产生对 Google 的积极倾向（流量更高）。

事实上，ChatGPT 搜索功能可能非官方依赖于 Google 搜索。根据 Semrush 转引 The Information 的报道⁷，OpenAI 悄悄地使用（并且可能仍在使用）谷歌搜索抓取服务来为 ChatGPT 提供有关新闻、体育和金融等实时主题的答案提供支持。具体而言，OpenAI 使用一家拥有 8 年历史的抓取公司 SerpApi 来提取 Google 搜索结果。此前，OpenAI 声称 ChatGPT 搜索依赖于 OpenAI 爬虫、Microsoft Bing 和授权出版商的数据，但 OpenAI 高管 Nick Turley 在 Google 反垄断案件中出庭时表示微软 Bing 存在严重质量问题，如果能开放使用 Google 索引将加速 ChatGPT 搜索进展⁸。

图 11: SerpApi 2024 年 5 月前将 OpenAI 列为客户，但后续被删除



数据来源：Semrush，中信建投

尽管 AI 初创公司陆续构建自己的爬虫，但大多数 AI 应用爬取网页信息却缺乏商业回馈的行为引发出版商不满，Cloudflare 于 2025 年 7 月提出⁹其托管网站后续默认禁止 AI 爬虫，除非 AI 爬虫支付报酬并明确数据用途（一些网络攻击伪装为 AI 爬虫），这进一步提升了网页爬虫市场的进入门槛，强化 Google 在网页爬虫领域的优势地位。

⁴ <https://www.bigtechontrial.com/p/what-motivated-apple>

⁵ [bingbot Series: Optimizing Crawl Frequency | Bing Webmaster Blog](https://bingbot-series.com/optimizing-crawl-frequency/)

⁶

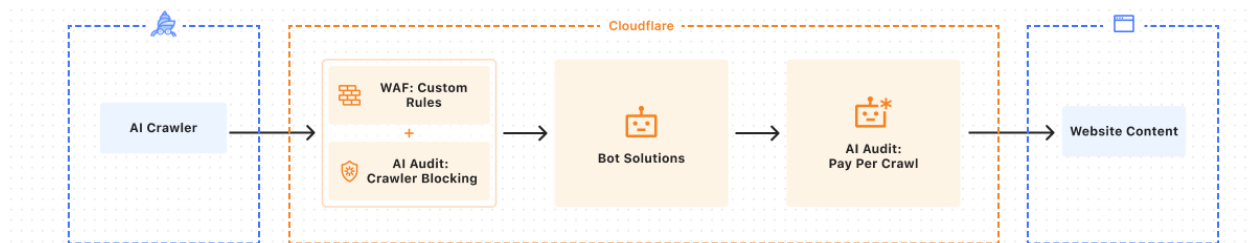
<https://developers.google.com/search/docs/fundamentals/how-search-works?hl=zh-cn#:~:text=Once%20Google%20discovers%20a%20page's,with%20Googlebot%20accessing%20sites%20include:>

⁷ <https://searchengineland.com/openai-chatgpt-serpapi-google-search-results-461226>

⁸ <https://www.courthousenews.com/exec-says-openai-would-buy-chrome-if-judge-orders-google-breakup/>

⁹ <https://www.cloudflare.com/zh-cn/press/press-releases/2025/cloudflare-just-changed-how-ai-crawlers-scrape-the-internet-at-large/>

图 12: Cloudflare 需要 AI 爬虫为爬取网页内容付费

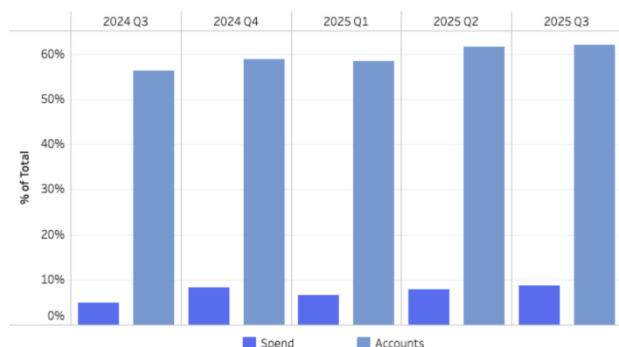


数据来源: Cloudflare, 中信建投

Performance Max: 关税纠纷阶段性平息, Amazon 黑五重启投放为潜在增量

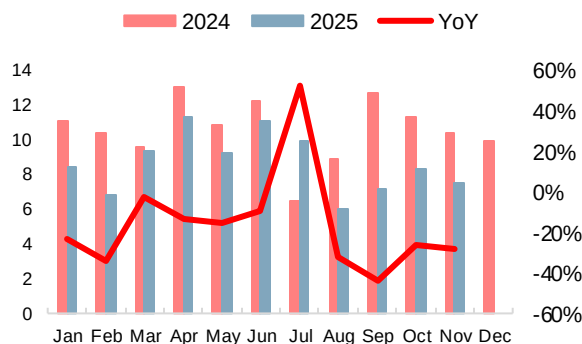
除了 AI 对于搜索产品的改造, AI 对于广告自动化投放也是重要提效渠道。PMax 等自动化广告工具是典型代表, 根据 Skai 统计, 其服务的客户样本中超过 60% 的账户已经采用 PMax, 反映 PMax 的受众基础较为广泛, 过去 1 年提升 5-6%, 但预算占比为 9%, 其提升幅度有限主要是受年内关税&大客户预算调整影响。

图 13: Google Performance Max 预算占比为 9%



数据来源: Skai, 中信建投

图 14: PMax 25 年 CPM 价格实际上持续承压 (美元/千次曝光)

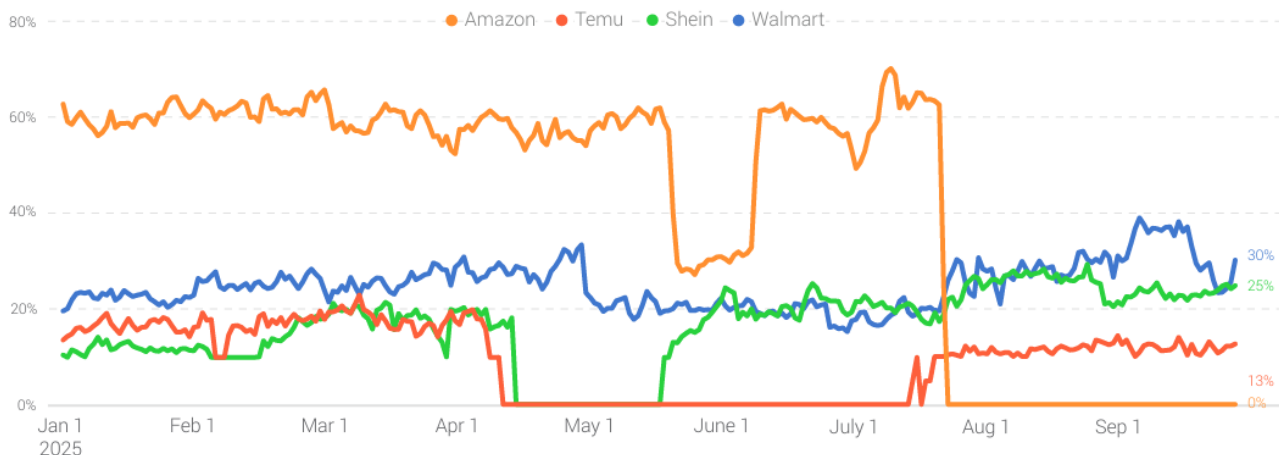


数据来源: Gupta, 中信建投

我们知道, 广告收入受广告库存 (量) 和广告价格 (CPM/CPC) 驱动, 价格承压的情况下, Google PMax 的预算提升幅度有限, 隐含广告素材消耗量的高速增长。价格承压的关键扰动因素就是关税, 7 月 PMax CPM 价格短暂恢复增长, 主要是 4 月关税谈判不利导致的需求真空在 7 月集中释放, 而 8 月 Amazon 停止在 Google Shopping 的投放压制了下半年的价格, 导致实际增速低于理论需求。

Amazon 在 Google Shopping 的停止投放可能由于利润率管控, 因为对 Google Shopping 的投放意味着单位流量的转化需要对 Google 分成, 历史上 Amazon 也曾阶段性的调整 Google Shopping 的投放策略, 但今年以来的暂停投放持续时间是最长的。后续黑五临近, 若 Amazon 重启 Google Shopping, 可能对 4Q25 的广告收入有实质性贡献。

图 15:Google US PMax 素材消耗份额（%），可以看到 Amazon 停止投放了相当长时间，而 Temu/Shein/Walmart 并未补上缺口，这对 PMax 竞价需求产生一定压制



数据来源: Tinuiti, 中信建投

Youtube 内容飞轮：AI 丰富内容供给，提升用户时长，进而扩张广告库存

2025 年 7 月 23 日，Google 将 AI 视频/图像生成模型引入 Youtube AI 工具¹⁰，未来几个月计划将 Veo3 引入 Youtube Shorts 创作工具，这可能降低大规模制作内容和广告的门槛，可能带动短视频内容供给和广告库存的增长。

AI 工具可能带来潜在的飞轮效应。在 YouTube 上，内容供给、用户参与度和收入的关系比在搜索上更为紧密。其逻辑简单而有力：①更多的视频供给为推荐算法提供了更丰富的“原材料”。②更丰富的原材料池使得算法能够进行更精准的个性化推荐，从而延长用户观看时长。③观看时长的增加直接创造了更多的广告位，最终推动收入增长。这是一个自我强化的正向循环，AI 工具正是启动这个飞轮的关键催化剂。

加速 Shorts 内容生产：Veo 推广的一个关键初期重点是赋能短视频创作者，以生产更多的 YouTube Shorts。这是一项直接的战略举措，旨在通过提高短格式内容的更新速度和数量，与 TikTok 等平台进行有效竞争。

日趋成熟的货币化体系：这一内容推动策略与 Shorts 货币化体系的成熟完美契合。自 2023 年 2 月起，Shorts 创作者已被纳入 YouTube 合作伙伴计划（YPP），可以从一个集合的广告池中获得 45% 的收入分成。此外，诸如“超级感谢”（Super Thanks）打赏和联盟产品标记等额外功能也已向 Shorts 开放，为创作者提供了更多元、更稳健的经济激励。

赋能“创作者中产阶级”：像 Veo 这样的 AI 工具，对于那些缺乏高端制作资源的“创作者中产阶级”和新兴创作者来说，受益尤为巨大。通过降低准入门槛，Google 可以培育一个更庞大、更多元化的创作者群体，这使得平台生态更具韧性，减少了对少数头部“网红”的依赖。

¹⁰

<https://ppc.land/youtube-introduces-new-ai-video-creation-tools-powered-by-veo/#:~:text=July%202023%2C%202025:%20YouTube%20announces,ads%20for%20Demand%20Gen%20campaigns>

图 16: AI 搜索引入后 Youtube/Pinterest 在美国的人均搜索次数有所提升

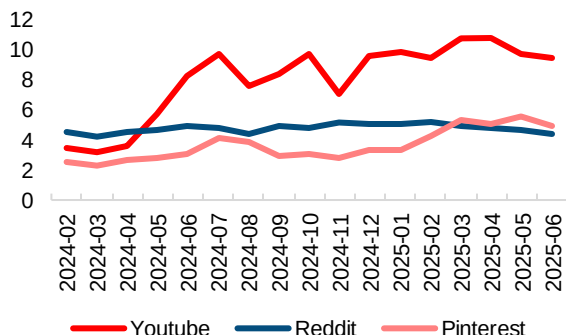
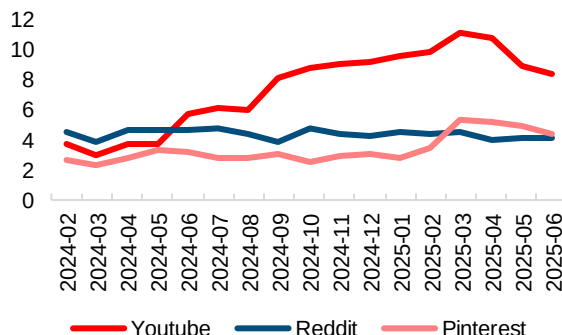


图 17: AI 搜索引入后 Youtube 在欧洲的人均搜索次数有所提升



数据来源: Datos, 中信建投

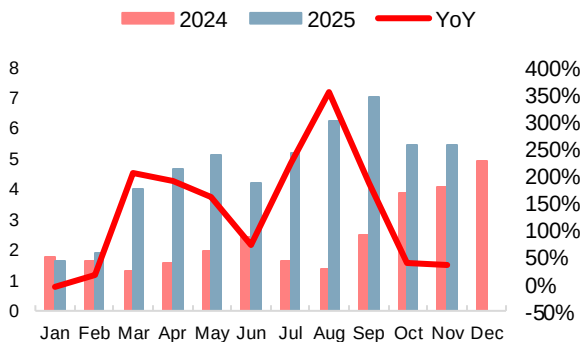
统计指标含义: 一个月内网页内独立搜索次数一个月内使用一次及以上的用户。

数据来源: Datos, 中信建投

统计指标含义: 一个月内网页内独立搜索次数一个月内使用一次及以上的用户。

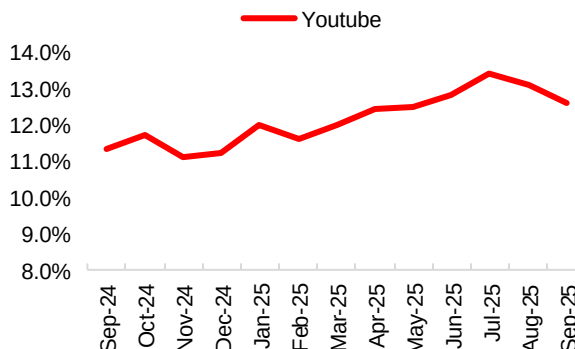
Youtube 2024 年 5 月引入暂停广告至 TV 屏幕, 同年 8 月引入嵌入式广告 (片头、片中、片尾), 考虑到 Youtube TV 的份额持续提升, Youtube 获取美国电视广告预算的空间也逐步提升。我们认为目前 Youtube CPM 的提升趋势将维持一段时间。

图 18: Youtube CPM 2025 年持续大幅提升 (美元/千次曝光)



数据来源: Gupta, 中信建投

图 19: Youtube 在美国已经成为最大的流媒体



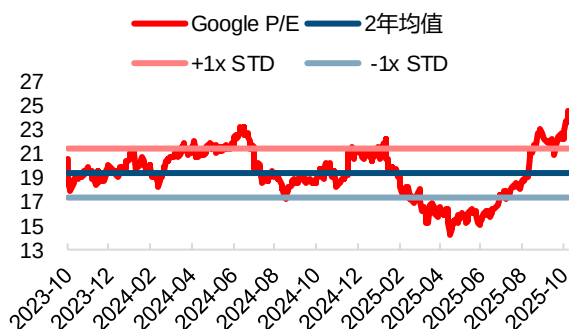
数据来源: Nielsen, 中信建投

注: 美国广播电视、有线电视 2025 年 9 月分为 22.3%/22.3%, 流媒体整体 45.2%, 其他 10.2%, Youtube 是流媒体中最大的单一平台。

估值: 静态估值修复充分, 但后续业绩有望继续上修

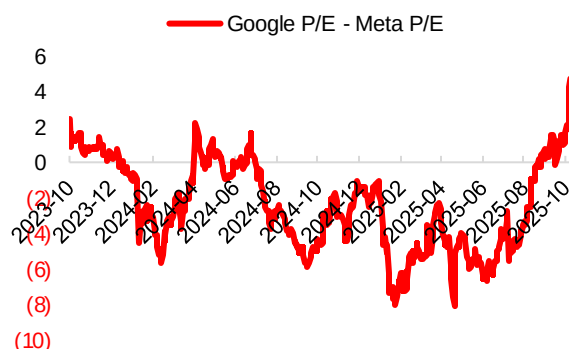
估值层面, 如果仅考虑动态 P/E, 目前 Google P/E 处于近 2 年的高位水平。主要由于 DoJ 判决落地&3Q25 业绩超预期后, 市场重估 Google 价值。但考虑到 AI Overview 推动 Google 在搜索领域巩固份额, 后续可能释放额外增长, 接下来 Youtube Shorts、TPU 等资产均有望带动 Google 释放价值, 我们对 Google 的态度更加乐观, 维持“买入”评级。

图 20:2025 年 10 月 Google P/E 处于均值+1x 标准差以上



数据来源: Bloomberg, 中信建投

图 21:Google 与 Meta 估值差距回归历史高位



数据来源: Bloomberg, 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谷歌相关业务的表现, 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	254,502.1	379,138.6	529,542.8
现金	110,916.0	95,657.00	178,670.4	292,188.6	430,883.8
应收票据及应收账款合	47,964.00	52,340.00	59,470.09	68,212.19	77,420.84
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	1,132.03	1,269.44	1,411.56
其他流动资产	12,650.00	15,714.00	15,229.57	17,468.32	19,826.54
非流动资产	230,862.0	286,545.0	315,049.3	340,461.6	364,739.6
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	169,540.3	181,616.9	175,057.4
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	107,527.0	120,862.4	151,699.3
资产总计	402,392.0	450,256.0	569,551.4	719,600.2	894,282.4
流动负债	81,814.00	89,122.00	94,731.24	106,173.1	118,068.3
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	8,102.25	9,085.74	10,102.93
其他流动负债	74,321.00	81,135.00	86,628.99	97,087.41	107,965.3
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	130,781.2	142,223.1	154,118.3
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	353,970.2	492,576.1	655,361.1
归属母公司股东权益	283,379.0	325,084.0	438,770.2	577,377.1	740,164.1
负债和股东权益	402,392.0	450,256.0	569,551.4	719,600.2	894,282.4

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	145,929.1	181,717.2	212,061.5
净利润	73,795.00	100,118.0	116,543.2	142,089.1	166,875.9
折旧摊销	11,946.00	15,311.00	31,495.64	39,590.68	45,728.05
财务费用	-3,557.00	0.00	47.75	-296.18	-737.55
其他经营现金流	19,562.00	9,870.00	-2,157.46	333.64	195.16
投资活动现金流	-27,063.0	-45,536.0	-60,011.0	-65,012.0	-70,013.0
资本支出	-31,078.0	-53,756.0	-60,000.0	-65,003.0	-70,006.0
其他投资现金流	4,015.00	8,220.00	-11.00	-9.00	-7.00
筹资活动现金流	-72,093.0	-79,733.0	-2,904.74	-3,187.05	-3,353.31
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	-2,904.74	-3,187.05	-3,353.31
现金净增加额	2,590.00	30.00	83,013.42	113,518.2	138,695.2

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	398,320.4	456,873.6	518,551.5
营业成本	133,332.0	146,306.0	160,523.1	180,008.2	200,160.8
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	44,604.88	46,593.07	51,846.03
研发费用	45,427.00	49,326.00	55,336.35	62,557.04	69,965.14
财务费用	-3,557.00	0.00	47.75	-296.18	-737.55
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	137,808.3	168,012.4	197,319.0
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	137,795.3	167,999.4	197,306.0
所得税	11,922.00	19,697.00	21,252.12	25,910.34	30,430.13
净利润	73,795.00	100,118.0	116,543.2	142,089.1	166,875.9
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	116,543.2	142,089.1	166,875.9
EBITDA	94,106.00	135,126.0	169,338.7	207,293.9	242,296.5
EPS(美元)	6.10	8.28	9.64	11.75	13.80

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	13.80	14.70	13.50
归属于母公司净利润	18.20	45.83	15.05	21.66	17.21
获利能力					
毛利率(%)	56.63	58.20	59.70	60.60	61.40
净利率(%)	24.01	28.60	29.26	31.10	32.18
ROE(%)	26.04	30.80	26.56	24.61	22.55
ROIC(%)	39.31	43.39	42.35	45.64	48.65
偿债能力					
资产负债率(%)	29.58	27.80	22.96	19.76	17.23
净负债比率(%)	-34.46	-26.08	-38.24	-48.72	-56.74
流动比率	2.10	1.84	2.69	3.57	4.49
速动比率	1.94	1.66	2.51	3.39	4.31
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.78	0.70	0.63	0.58
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)	6.12	8.30	9.66	11.78	13.83
每股经营现金流(最新)	8.43	10.38	12.09	15.06	17.57
每股净资产(最新摊薄)	23.48	26.94	36.36	47.85	61.34
估值比率					
P/E	45.98	33.89	29.11	23.88	20.33
P/B	11.97	10.44	7.73	5.88	4.58
EV/EBITDA	-0.71	-0.37	-0.76	-1.14	-1.52

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