



公司评级 **买入（首次）**
 报告日期 2025 年 12 月 09 日

基础数据

12月8日收盘价(美元)	314.45
总市值(万亿美元)	3.79
总股本(亿股)	120.77

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：洪嘉骏

S0190519080002
 BPL829
 hongjiajun@xyzq.com.cn

分析师：翁嘉源

S0190523060002
 请注意：翁嘉源并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
 wengjiayuan@xyzq.com.cn

谷歌-A(GOOGL.O)

AI 驱动核心业务增长，全栈能力显现

投资要点：

- 谷歌 25Q3 总收入 1023 亿美元， $yoY+16\%$ 。营业利润 312 亿美元， $yoY+9\%$ ，若不含欧盟罚款则为 347 亿美元， $yoY+22\%$ 。净利润 350 亿美元， $yoY+33\%$ 。资本支出 240 亿美元， $yoY+83\%$ 。
- **AI 驱动核心业务搜索广告增长。**搜索收入 566 亿美元， $yoY+15\%$ ，主要由零售和金融服务贡献。AI Overviews 和 AI Mode 显著推动查询量增长，尤其在年轻用户中。
- **云订单环比大幅提升。**谷歌云收入 152 亿美元， $yoY+34\%$ 。营业利润达到 36 亿美元， $yoY+85\%$ ，营业利润率达 23.7%。客户与积压订单:积压订单 (Backlog) 增至 1550 亿美元， $qoq+46.2\%$ 。2025 年前九个月签订的超 10 亿美元合同数已超过过去两年总和。
- **AI 全栈能力推动增长。**GeminiAPI 每分钟处理 70 亿 Token。月度处理 Token 总量超 1300 万亿 (Q2 为 980 万亿)。GeminiApp 月活跃用户 (MAU) 激增至 6.5 亿 (Q2 为 4.5 亿)。AIMode 日活跃用户 (DAU) 超过 7500 万。Veo3 已生成超过 2.3 亿个视频 (Q2 为 7000 万)。
- **投资观点：**公司三季报业绩亮眼，受益于 AI，搜索业务增速超预期，新增长曲线云业务增速提速，AI 持续赋能谷歌各项业务。此外，Gemini3.0 与 NanoBanana2 发布证明谷歌的模型能力。我们预计 2025-2027 年公司将实现营收 4009/ 4648/ 5343 亿美元，同比 +14.5% / +15.9% / +14.9%，归母净利润 1173/1404/1614 亿美元，同比 +17.1% / +19.7% / +14.9%，对应 2025 年 12 月 1 日收盘价，PE 分别为 33/28/24x。
- **风险提示：**1) 反垄断审查趋严；2) 宏观经济恢复缓慢；3) 广告、云计算、AI 领域竞争加剧；4) 重要的分发合作伙伴或拒续签与谷歌的现有协议，或要求提高分成比例。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿美元)	3,500	4,009	4,648	5,343
增长率(%)	13.9%	14.5%	15.9%	14.9%
EBITDA	1,351	1,543	1,800	2,103
归母净利润	1,001	1,173	1,404	1,614
增长率(%)	35.7%	17.1%	19.7%	14.9%
每股收益-期末股本摊薄	8.20	9.71	11.63	13.37
每股净资产	26.62	35.94	46.87	59.55
市盈率 (P/E)	23.09	32.97	27.53	23.95

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表					利润表				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,637	2,144	2,612	3,217	营业收入	3,500	4,009	4,648	5,343
货币资金	235	789	1,279	1,897	营业成本	1,463	1,620	1,879	2,160
应收账款	523	599	695	799	毛利	2,037	2,389	2,769	3,183
预付及其他流动资产	879	755	637	521	销售费用	278	328	381	437
非流动资产	2,865	2,895	2,965	3,035	管理费用	142	163	190	218
长期投资	0	0	0	0	研发费用	493	592	687	790
固定资产	1,710	1,710	1,710	1,710	营业利润	1,124	1,305	1,512	1,738
无形资产净值	319	319	319	319	其他非经营性损益	74	59	105	121
其他非流动资产	836	866	936	1,006	除税前利润	1,198	1,364	1,617	1,859
资产总计	4,503	5,751	7,234	8,941	所得税	197	191	213	245
流动负债	891	1,018	1,180	1,356	净利润(含少数股东损益)	1,001	1,173	1,404	1,614
应付账款	80	88	103	118	净利润	1,001	1,173	1,404	1,614
应交税金	0	0	0	0	归属普通股东净利润	1,001	1,173	1,404	1,614
其他流动负债	811	929	1,077	1,238					
非流动负债	361	393	393	393					
负债合计	1,252	1,411	1,573	1,750					
普通股	848	848	848	848					
储备	2,451	3,540	4,861	6,392					
其他综合收益	-48	-48	-48	-48					
归属母公司股东权益	3,251	4,340	5,661	7,192					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债和股东权益	4,503	5,751	7,234	8,941					
现金流量表									
单位: 亿美元									
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	1,253	1,320	1,520	1,779					
净利润	1,001	1,173	1,404	1,614					
折旧摊销	153	179	182	244					
营运资金变动	-84	28	38	41					
投资活动现金流	-455	-682	-946	-1,078					
资本支出	-525	-891	-1,128	-1,276					
投资变动	126	77	77	77					
筹资活动现金流	-797	-86	-86	-86					
现金净增加额	-6	555	490	618					
期初现金余额	240	235	789	1,279					
期末现金余额	235	789	1,279	1,897					

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财产权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与广州开发区控股集团有限公司、澄达国际有限公司、江阴国有资本控股（集团）有限公司、盐城市大丰区城市发展投资控股集团有限公司、盐城市大丰区谐城实业发展有限公司、东台惠民城镇化建设集团有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、淄博高新国际投资有限公司、淄博国有资本投资有限公司、中国东方资产管理（国际）控股有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、上海银行、临工重机股份有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、湖北澴川国有资本投资运营集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、圣火科技集团有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、嵊州市投资控股有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、金叶国际集团有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、益阳市赫山区发展集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、彭泽县城市发展建设集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、中港投资有限公司、广西交通投资集团有限公司、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、南阳城投控股有限公司、河南中豫信用增进有限公司、稠州国际投资有限公司、创兴银行有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、土耳其主权基金、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、Guangzhou Development District Holding Group Limited、Chengda International Co., Limited、Jiangyin State-owned Assets Holding (Group) Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Urban Development Investment Holding Group Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Xiecheng Industrial Development Co., Ltd.、Dongtai Huimin Urbanization Construction Group Co Ltd、Dongtai Urban Construction and Investment Group Co Ltd、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、China Orient Asset Management (International) Holding Limited、Joy Treasure Assets Holdings Inc.、SICHUAN GLOPORT INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD、BANK OF SHANGHAI、Lingong Heavy Machinery Co., Ltd.、DONGTAI URBAN CONSTRUCTION INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、DONGTAI STATE-OWNED ASSETS OPERATION GROUP CO., LTD.、TAIXING RUNJIA HOLDINGS CO., LTD.、TAIZHOU CHEMICAL NEW MATERIALS INDUSTRY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、HUBEI HUANCHUAN STATE-OWNED CAPITAL INVESTMENT OPERATION GROUP CO., LTD.、DEYANG DEVELOPMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、Holyfire Technology Group Limited、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、SHENGZHOU INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、XINCHANG COUNTY TRANSPORTATION INVESTMENT GROUP COMPANY LIMITED、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHEJIANG XINCHANG INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LTD.、YIYANG HESHAN DISTRICT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、UNCONDITIONALLY AND IRREVOCABLY GUARANTEED BY CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、HUNAN FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、PENGZE COUNTY DEVELOPMENT AND CONSTRUCTION GROUP CO., LTD.、CHONGQING XINGNONG FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Sino Trendy Investment Limited、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Taixing Runjia Holdings Ltd.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、HENAN ZHONGYU CREDIT PROMOTION CO., LTD.、CHOUZHOU INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED、Chong Hing Bank Limited、YIWU STATE-OWNED CAPITAL OPERATION CO., LTD.、Shaoxing Shangyu State-owned Capital Investment and Operation Co. Ltd.、ZHENGDING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Turkey Wealth Fund、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Impression Dahongpao Co., Ltd.有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告中的信息、意

见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk