

谷歌 (ALPHABET)-A (GOOGL. O)

优于大市

25Q4 财报点评：云收入强劲增长，26 年资本开支接近翻倍

核心观点

业绩总览：25Q4 公司营收 1138 亿美元（同比+18%），保持强劲增长态势。GAAP 毛利率 60%，营业利润 313 亿美元，同比+16%，营业利润率 31.6%，同比小幅下降，主要是由于 Waymo 新一轮融资估值提升导致相关的股权激励确认 21 亿美元计入研发费用。净利润 345 亿美元，同比+30%，主要是股权投资收益带来的影响。

广告：搜索广告表现亮眼，AI 持续赋能广告业务。谷歌 2025Q4 实现服务收入 959 亿美元，同比+14%，其中搜索广告收入 631 亿美元，同比 +17%，零售行业表现尤其突出，Gemini 也提升了查询匹配度、排名准确性和广告质量。YouTube 广告收入 114 亿美元，同比 +9%，主要是 24Q4 美国大选带来的同期高基数效应。AI 对广告的赋能体现在三个方面：1) 提升了查询匹配度、排名准确性和广告质量，让搜索广告更具效果，AI Mode 推出以来在美国市场日均查询量翻了一倍；2) 在广告主工具中融入了更多智能交互功能；3) 探索 AI Mode 的盈利，例如测试在 AI 回复下方投放广告。

云：云收入强劲增长，全栈 AI 云服务能力持续显现。25Q4 谷歌云收入 177 亿美元（同比 +48%），环比继续强劲增长，OPM 提升至 30.1%，环比继续提升。Backlog 达到 2400 亿美元，同比+158%。1) 年末新客户增长速度较第一季度翻倍；2) 2025 年金额超 10 亿美元的交易数量，超过了此前三年的总和；3) 现有客户的支出规模较初始承诺超 30%。近 75% 的谷歌云客户使用了垂直优化 AI 解决方案，从芯片到模型，再到 AI 平台和企业级 AI 智能体。

26 年资本开支目标接近翻倍增长，Gemini 产品矩阵持续丰富。25Q4 CAPEX 为 279 亿美元，同比+113%，其中约 60% 投入服务器，40% 用于数据中心和网络设备。全年资本开支 914 亿美元，符合此前指引，公司预计 26 年资本开支将达到 1750-1850 亿美元，同比+91%-102%。Gemini 3 pro 日均 token 消耗是 Gemini 2.5 pro 的 3 倍，AI 编程开发平台 Google Antigravity 上线 2 个多月，WAU 超过 150 万，企业 AI 平台 Gemini Enterprise 已向 2800 多家公司售出超 800 万个付费席位。

投资建议：考虑到云需求强劲和 CAPEX 投入节奏加速，我们上调 2026-2027 年公司收入预测为 4718/5433 亿美元，上调幅度 5%/7%，新增 2028 年收入预测 6186 亿美元，2026-2027 年净利润预测为 1454/1654 亿美元，上调幅度 10%/7%，新增 2028 年净利润预测 1877 亿美元。**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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	350,018	402,836	471,842	543,306	618,639
(+/-%)	13.9%	15.1%	17.1%	15.1%	13.9%
归母净利润(百万美元)	100,118	132,170	145,398	165,380	187,706
(+/-%)	35.7%	32.0%	10.0%	13.7%	13.5%
EPS (元)	8.28	10.93	12.02	13.67	15.52
EBIT Margin	32.1%	32.0%	33.0%	33.4%	33.8%
净资产收益率 (ROE)	30.8%	31.8%	25.9%	22.8%	20.5%
市盈率 (PE)	40	30	28	24	21
EV/EBITDA	32	30	21	17	15
市净率 (PB)	12	10	7	6	4

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

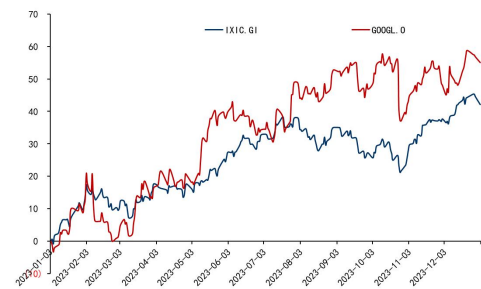
证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn
S0980525010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	331.25 美元
总市值/流通市值	40076/37299 亿美元
52 周最高价/最低价	349/140.53 美元
近 3 个月日均成交额	11664 百万美元

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) 25Q3 财报点评-全栈自研优势显著，云增速和利润率表现亮眼》——2025-10-31
《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

财报表现：云收入强劲增长，26 年资本开支接近翻倍

◆ 业绩重点：

①搜索广告表现亮眼，AI 持续赋能广告业务

谷歌 2025Q4 实现服务收入 959 亿美元，同比+14%，其中搜索广告收入 631 亿美元，同比 +17%，零售行业表现尤其突出，Gemini 也提升了查询匹配度、排名准确性和广告质量。YouTube 广告收入 114 亿美元，同比 +9%，主要是 24Q4 美国大选带来的同期高基数效应。

AI 对广告的赋能体现在三个方面：1) 提升了查询匹配度、排名准确性和广告质量，让搜索广告更具效果；2) 在广告主工具中融入了更多智能交互功能；3) 探索 AI Mode 的盈利，例如测试在 AI 回复下方投放广告，以及在全新 Google Ads 试点项目中推出了“直接优惠”功能，广告主将能够在 AI Mode 中，向意向明确的购物者直接展示专属优惠。

②云收入强劲增长，全栈 AI 云服务能力持续显现

25Q4 谷歌云收入 177 亿美元（同比 +48%），环比继续强劲增长，OPM 提升至 30.1%，环比继续提升。Backlog 达到 2400 亿美元，同比+158%。1) 年末新客户增长速度较第一季度翻倍；2) 2025 年金额超 10 亿美元的交易数量，超过了此前三年的总和；3) 现有客户的支出规模较初始承诺超 30%。近 75% 的谷歌云客户使用了垂直优化 AI 解决方案，从芯片到模型，再到 AI 平台和企业级 AI 智能体。

③26 年资本开支目标接近翻倍增长

25Q4 CAPEX 为 279 亿美元，同比+113%，其中约 60% 投入服务器，40% 用于数据中心和网络设备。全年资本开支 914 亿美元，符合此前指引，公司预计 26 年资本开支将达到 1750-1850 亿美元，同比+91%-102%。

◆ 财务概况：

25Q4 公司营收 1138 亿美元（同比+18%），保持强劲增长态势。GAAP 毛利率 60%，营业利润 313 亿美元，同比+16%，营业利润率 31.6%，同比小幅下降，主要是由于 Waymo 新一轮融资估值提升导致相关的股权激励确认 21 亿美元计入研发费用。净利润 345 亿美元，同比+30%，主要是股权投资收益带来的影响。

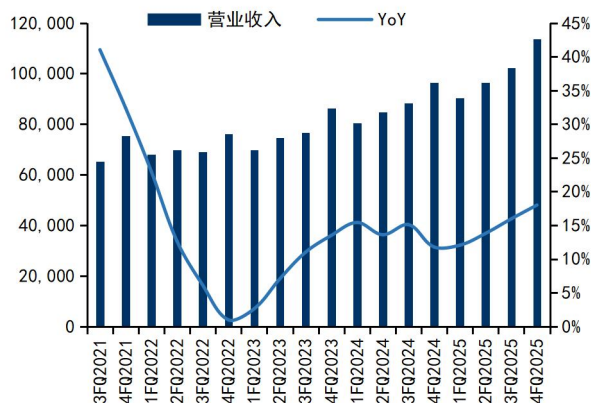
谷歌服务：收入 959 亿美元，同比+14%，营业利润率为 42%。其中包括：

- 谷歌搜索广告收入 631 亿美元（同比 +17%），零售行业表现尤其突出，Gemini 提升了查询匹配度、排名准确性和广告质量。
- YouTube 广告收入 114 亿美元（同比 +9%），主要是 24Q4 美国大选带来的同期高基数效应。
- 其他非广告业务（订阅、平台和设备业务）收入 136 亿美元（同比+17%），主要得益于 YouTube 和 Google One 订阅服务的强劲增长。

谷歌云：收入 177 亿美元（同比 +48%），环比继续强劲增长，OPM 提升至 30.1%，环比继续提升。Backlog 达到 2400 亿美元，同比+158%。1) 年末新客户增长速度较第一季度翻倍；2) 2025 年金额超 10 亿美元的交易数量，超过了此前三年的总和；3) 现有客户的支出规模较初始承诺超 30%。12 月有近 350 家客户的令牌处理量均超 1000 亿。

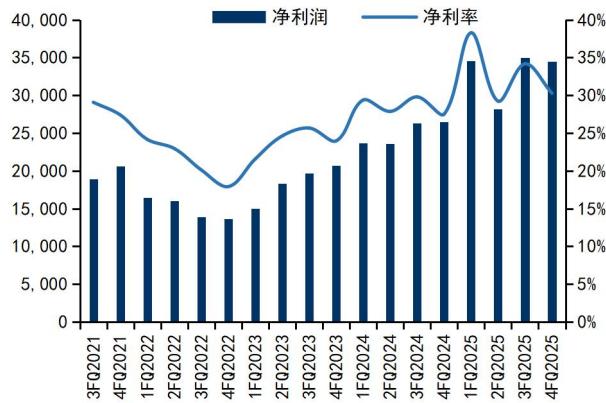
Other Bets（创新业务）：收入 3.7 亿美元（同比-8%），营业亏损 35 亿美元。

图1：谷歌总收入及增速（百万美元、%）



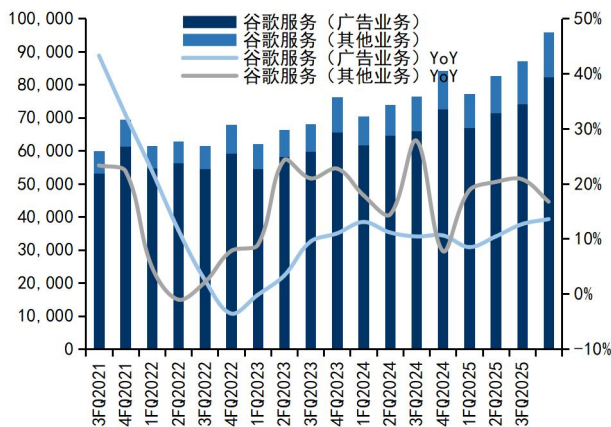
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：谷歌净利润及净利润率（百万美元、%）



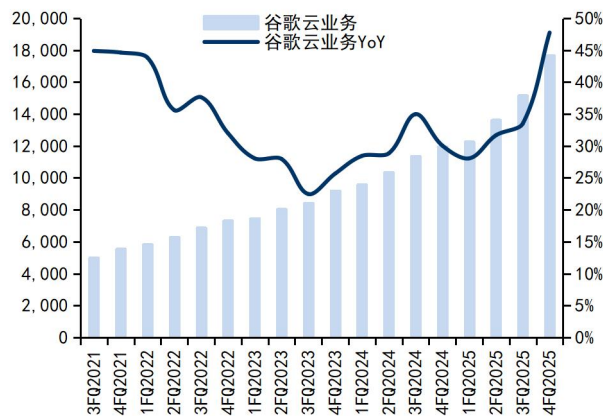
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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

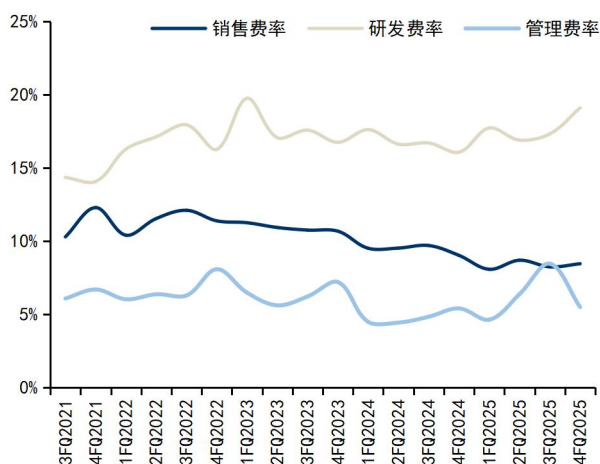
图4：谷歌云收入及增速（百万美元、%）



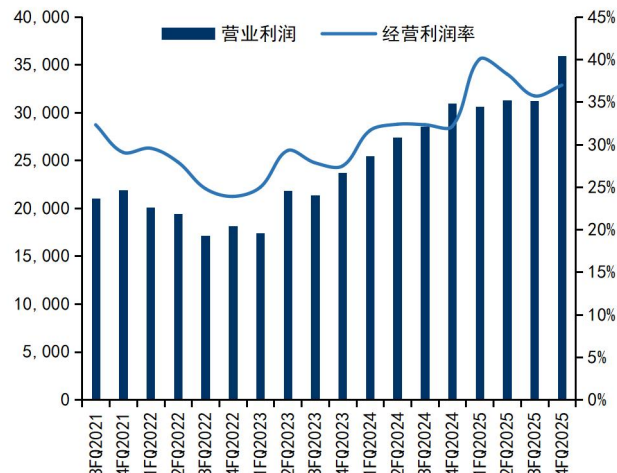
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：谷歌三项经营费率（%）

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



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ AI 应用进展：

➤ 广告业务：AI 扩大搜索内容和搜索方式

- 1) **AI Mode**: AI Mode 推出以来在美国市场日均查询量翻了一倍；AI Mode 下查询长度是传统搜索的 3 倍；近六分之一的 AI Mode 查询为语音或图像等非文本形式。
- 2) **Circle to Search**: 现已覆盖超 5.8 亿台安卓设备。

➤ 大模型与其他业务：

- (1) **Gemini**: 25 年 Gemini 的服务单位成本降低了 78%。Gemini3 pro 日均 token 消耗是 2.5 的 3 倍。Gemini 的 token 消耗中，API 调用每分钟处理量从 25Q3 的 70 亿增长至 100 亿。
- (2) **Google Antigravity** :AI 编程开发平台 Google Antigravity 上线 2 个多月，WAU 超过 150 万
- (3) **Gemini Enterprise**: 企业 AI 平台 Gemini Enterprise 已向 2800 多家公司售出超 800 万个付费席位。25Q4 Gemini Enterprise 处理了超 50 亿次客户互动，同比增长 65%
- (4) **Waymo**: 完成了史上规模最大的一轮融资。2025 年 12 月，全自动驾驶里程突破 2000 万次，目前每周提供的出行服务超 40 万次。Waymo 持续拓展服务区域，已在第六个市场迈阿密上线服务，不久后还将把服务扩展至美国多个城市以及英国、日本。
- (5) **YouTube**: Shorts 业务持续增长，目前日均观看量超 2000 亿次。在包括美国在内的多个国家，Shorts 每观看小时的营收已超过传统流式视频。

财务预测与估值

资产负债表（百万美元）

	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	30708	75023	114962	172424
应收款项	62886	73658	84815	96575
存货净额	0	0	0	0
其他流动资产	16309	19103	21996	25046
流动资产合计	206038	268726	327761	405333
固定资产	246597	335127	417597	503985
无形资产及其他	33380	31711	30125	28619
投资性房地产	40579	40579	40579	40579
长期股权投资	68687	118266	165270	211441
资产总计	595281	794409	981333	1189957
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	12200	15728	17959	20267
其他流动负债	90545	135190	148945	161998
流动负债合计	102745	150918	166904	182266
长期借款及应付债券	46547	46547	46547	46547
其他长期负债	30724	36281	41838	47395
长期负债合计	77271	82828	88385	93942
负债合计	180016	233746	255289	276208
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	415265	560663	726043	913750
负债和股东权益总计	595281	794409	981333	1189957

关键财务与估值指标

	2025	2026E	2027E	2028E
EPS	10.9	12.0	13.7	15.5
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	34.33	46.35	60.02	75.54
ROIC	41%	40%	39%	38%
ROE	32%	26%	23%	21%
毛利率	60%	61%	62%	62%
EBIT Margin	32%	33%	33%	34%
EBITDA Margin	35%	42%	43%	43%
收入增长	15%	17%	15%	14%
净利润增长率	32%	10%	14%	13%
资产负债率	30%	29%	26%	23%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	30	28	24	21
P/B	10	7	6	4
EV/EBITDA	29	21	17	15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万美元）

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	402836	471842	543306	618639
营业成本	162535	185444	208729	232599
研发费用	(61087)	(74022)	(90574)	(109169)
销售及管理费用	(50175)	(56527)	(62277)	(67579)
营业利润	129039	155848	181726	209293
财务费用	29787	0	0	0
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益净额	0	18874	16299	15466
税前利润	158826	174722	198026	224759
所得税费用	26656	29324	32645	37053
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	132170	145398	165380	187706

现金流量表（百万美元）

	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	132170	145398	165380	187706
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(11946)	(41165)	(49702)	(58763)
公允价值变动损失	0	18874	16299	15466
财务费用	(29787)	0	0	0
营运资本变动	13102	40164	7494	6108
其它	31387	44582	66805	86595
经营活动现金流	164713	207853	206277	237112
资本开支	(87507)	(128026)	(130586)	(143645)
其它投资现金流	(23944)	(4807)	(5047)	(5299)
投资活动现金流	(120291)	(163538)	(166338)	(179649)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	35664	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	(108716)	0	0	0
融资活动现金流	(37388)	0	0	0
现金净变动	7242	44315	39938	57463
货币资金的期初余额	23466	30708	75023	114962
货币资金的期末余额	30708	75023	114962	172424
企业自由现金流	69495	79827	75690	93467
权益自由现金流	4154	79827	75690	93467

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

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