

谷歌 (GOOGL)

云营收加速增长，资本开支指引激进

公司评级

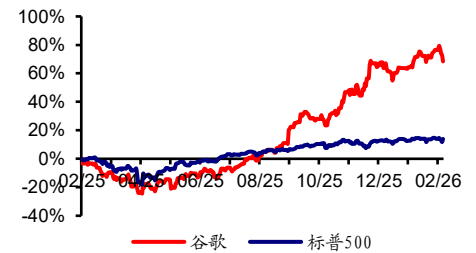
买入

当前价格	322.86 美元
合理价值	362.78 美元
报告日期	2026-02-09

核心观点:

- **2025Q4 业绩点评: 云业绩强劲难掩资本开支担忧。**美国东部时间 2 月 4 日盘后, 谷歌发布 2025Q4 业绩公告, 因 2026 年资本开支指引大幅超预期, 盘后股价波动较大。2 月 5 日, 谷歌股价收跌 0.54%。
- **营收净利润双超预期, 利润率提升但运营费用承压。**2025Q4 谷歌营业收入 1138.28 亿美元 (超一致预期 2.15%), 同比+17.99%; 营业利润 359.34 亿美元 (低一致预期 2.66%), 环比-2.32pcts; 净利润 344.55 亿美元 (超一致预期 8.49%), 同比+29.84%。
- **谷歌云营收加速增长, 盈利能力大幅改善。**2025Q4 谷歌云实现营业收入 176.64 亿美元, 同比+47.8%, 环比+16.5%; 谷歌云营业利润率达 30.1%, 较 2025Q3 的 23.7% 提升 6.4pcts。全年谷歌云收入 587.05 亿美元 (同比+35.8%)。根据谷歌 2025Q4 业绩电话会, 本季度积压订单达 2400 亿美元, 环比+55%, 近 75% 云客户已使用 AI 相关服务, Gemini API 每分钟处理超 100 亿 tokens, 环比+43%。
- **搜索广告表现强劲, YouTube 广告收入增速放缓。**2025Q4 谷歌广告收入 822.84 亿美元, 同比+13.6%。搜索广告收入 630.73 亿美元, 同比+16.7%, 根据业绩电话会, AI Overview 等功能推动美国查询量环比翻倍。YouTube 广告收入 176.64 亿美元, 同比+8.7%。
- **盈利预测与投资建议。**尽管资本开支指引超预期, 但公司财务压力相对可控且 AI 投资回报验证有力。自研模型矩阵+云平台+TPU 的全栈式 AI 布局有利于谷歌云经营效率提升和利润释放。我们预测 2026-2028 年谷歌归母净利润 1397/1635/1963 亿美元, 对应 PE 28x/24x/20x。基于 2026 年谷歌服务、谷歌云、Other Bets 预测分别给予 25x PE/10xPS/10xPS, 每股合理价值 362.78 美元, 给予“买入”评级。
- **风险提示。**AI 基础设施投入产出比不及预期, AI 技术和产品竞争加剧, AI 原生搜索对传统搜索引擎广告的冲击。

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

廖志国



SAC 执证号: S0260525060001



021-38003665



liaozhiguo@gf.com.cn

分析师:

宾特丽亚



SAC 执证号: S0260526010003



021-38003624



binteliya@gf.com.cn

请注意, 廖志国, 宾特丽亚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活动。

相关研究:

盈利预测:

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万美元)	350,018	402,836	474,351	554,158	645,573
增长率 (%)	14%	15%	18%	17%	16%
EBITDA (百万美元)	127,701	150,175	213,398	265,609	326,195
归母净利润 (百万美元)	100,118	132,170	139,699	163,507	196,288
增长率 (%)	36%	32%	6%	17%	20%
EPS (美元/股)	8.04	10.82	11.51	13.51	16.07
市盈率 (x)	39	30	28	24	20
ROE (%)	33%	36%	30%	27%	24%
EV/EBITDA (x)	31	26	18	15	12

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

目录索引

一、2025Q4 业绩点评：云业绩强劲难掩资本开支担忧.....	4
（一）营收净利润双超预期，利润率提升但运营费用承压.....	4
（二）AI 驱动业务分化加剧，云与订阅高增长而联盟广告持续承压.....	5
（三）资本开支大幅超预期但 ROI 验证有力，折旧压力可控.....	6
二、谷歌：广告基石稳固营收底盘，AI 赋能云业务开启第二增长曲线.....	7
（一）行业概述：市场规模持续扩张，AI 技术重塑竞争格局.....	7
（二）谷歌公司基本情况：广告业务筑基稳固，云服务与 AI 驱动增长.....	9
（三）业务分析：AI 全栈赋能三大业务，战略投资即将迎来 IPO 收获期.....	10
三、盈利预测和投资建议.....	13
四、风险提示.....	18

图表索引

图 1: 20Q1-25Q4 谷歌营业收入与同比增速	4
图 2: 20Q1-25Q4 谷歌净利润与同比增速	4
图 3: 19Q1-25Q4 毛利率、营业利润率与净利率走势图	5
图 4: 20Q1-25Q4 谷歌分部门营业收入与同比增速	5
图 5: 谷歌 20Q1-25Q4 资本开支与同比增速走势图	6
图 6: 2025-2030 年全球数字广告市场规模及预测	7
图 7: 2022 年搜索广告收入市场份额	7
图 8: 20Q3-25Q3 全球云基础设施服务市场规模	9
图 9: 20Q4-25Q3 全球云供应商市场份额趋势	9
图 10: 21Q1-25Q3 微软智能云、谷歌云、亚马逊 AWS 营收与同比增速	10
表 1: 谷歌分部门盈利预测 (百万美元; %)	14
表 2: 谷歌费用率与盈利预测	15
表 3: 谷歌服务盈利预测与相对估值表	16
表 4: 谷歌云盈利预测与相对估值表	16
表 5: Other Bets 盈利预测与相对估值表	17
表 6: 谷歌盈利预测与相对估值表	17

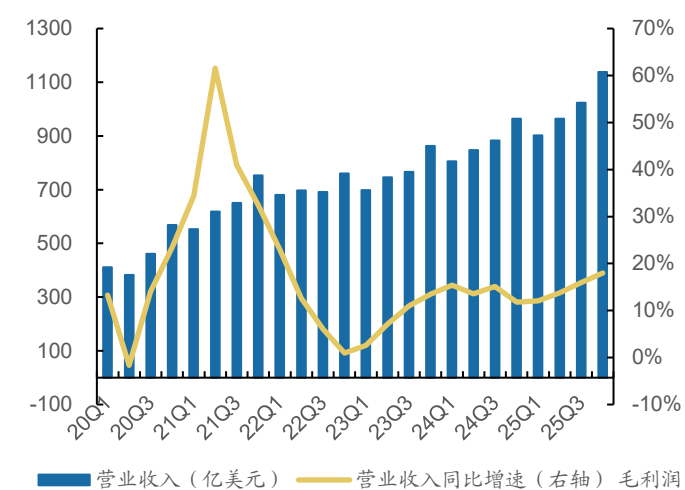
一、2025Q4 业绩点评：云业绩强劲难掩资本开支担忧

美国东部时间2月4日盘后，谷歌发布2025Q4业绩公告。盘后股价一度下跌8%，主要系CapEX指引大幅上调引发投资者对AI资本开支回报率的担忧，但强劲的云业绩表现又缓解了市场疑虑，2月5日，谷歌股价收跌0.54%。

（一）营收净利润双超预期，利润率提升但运营费用承压

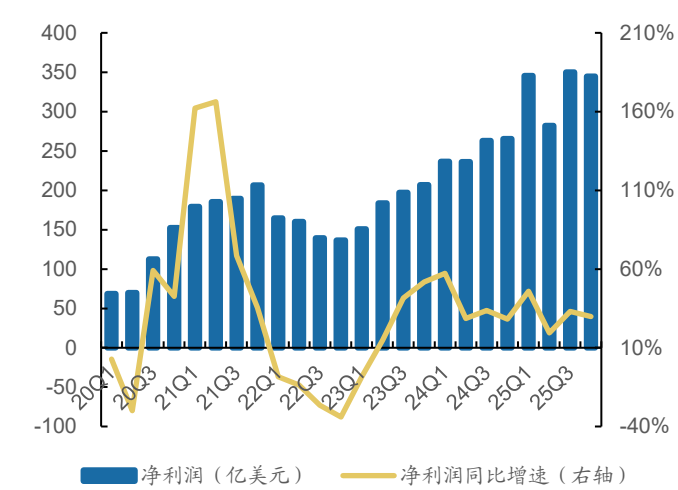
2025Q4谷歌实现营业收入1138.28亿美元（超Refinitiv预期值2.15%，下文简称一致预期），同比增长17.99%；其中广告收入822.84亿美元，同比增长13.56%，流量获取成本165.97亿美元，同比增长11.78%。

图 1： 20Q1-25Q4谷歌营业收入与同比增速



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

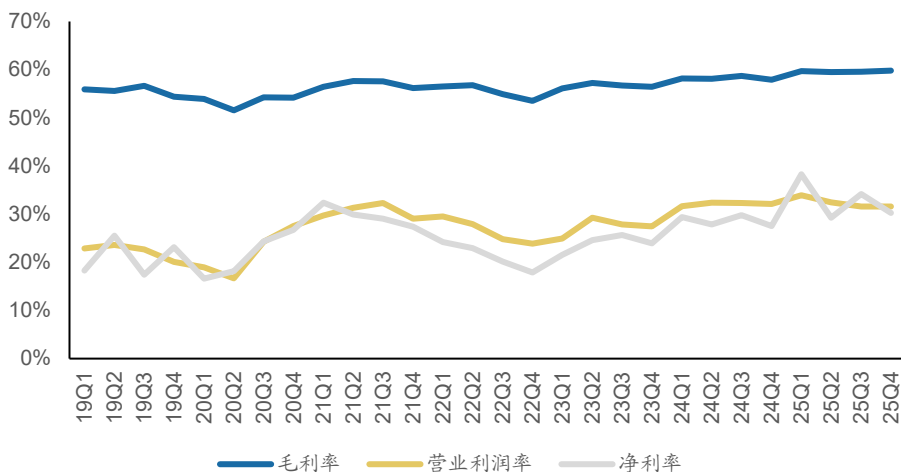
图 2： 20Q1-25Q4谷歌净利润与同比增速



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

2025Q4谷歌实现毛利润680.62亿美元（超一致预期4.09%），同比增长21.85%，毛利率59.79%；营业利润为359.34亿美元（低于一致预期2.66%），营业利润率31.57%，环比下滑2.32pcts，反映运营费用压力有所上升。净利润方面，2025Q4实现净利润344.55亿美元（超一致预期8.49%），同比增长29.84%，净利率30.27%。

图 3: 19Q1-25Q4毛利率、营业利润率与净利率走势图

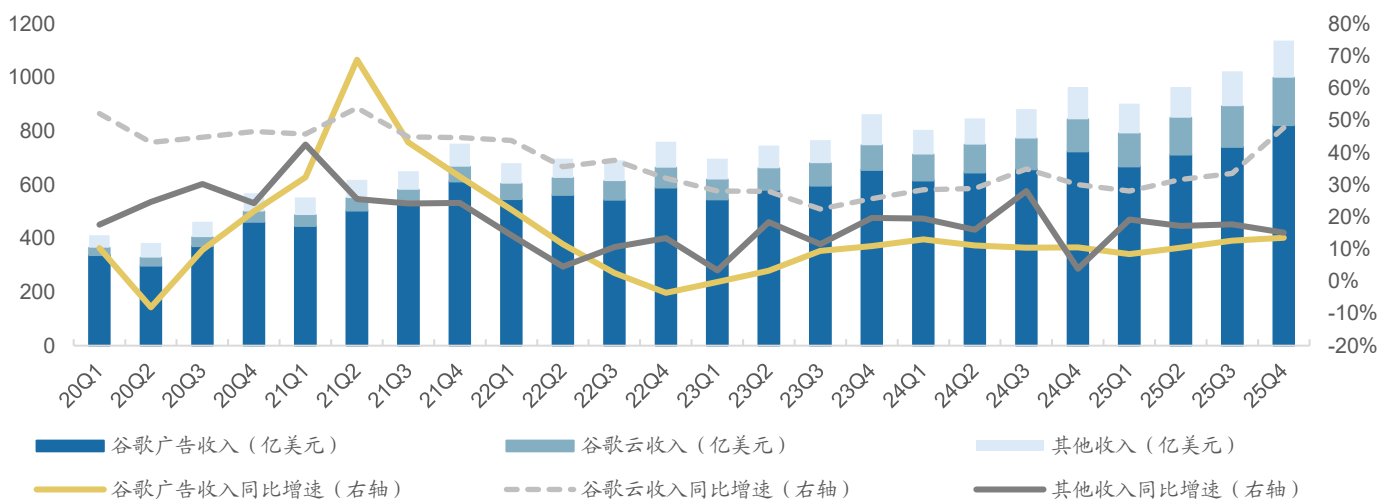


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

(二) AI 驱动业务分化加剧, 云与订阅高增长而联盟广告持续承压

广告收入增长分化, 搜索广告表现强劲, YouTube广告收入增速放缓。2025Q4 谷歌广告总收入822.84亿美元, 同比增长13.6%。搜索广告收入630.73亿美元, 同比增长16.7%, 根据谷歌2025Q4业绩电话会, AI Overview等功能推动美国查询量环比翻倍。YouTube广告收入176.64亿美元, 同比增长8.7%; 谷歌网络广告收入78.28亿美元, 同比下滑1.6%, 联盟广告业务持续承压。

图 4: 20Q1-25Q4谷歌分部门营业收入与同比增速



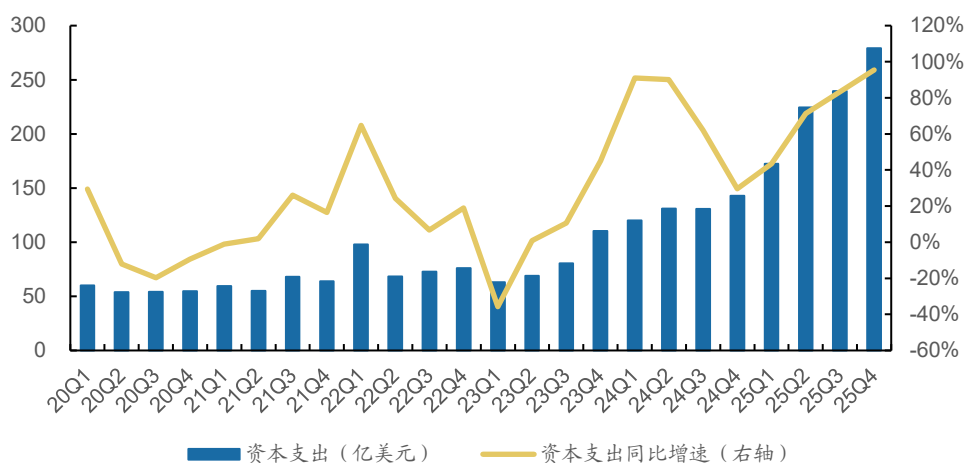
数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

谷歌云营收加速增长，盈利能力大幅改善。2025Q4谷歌云收入176.64亿美元，同比增长47.8%，环比增长16.5%；根据谷歌2025Q4业绩电话会，本季度积压订单达到2400亿美元，环比增长55%，为未来收入增长提供强劲支撑。谷歌云营业利润率达30.1%，较2025Q3的23.7%大幅提升6.4pcts。全年谷歌云收入587.05亿美元（同比+35.8%）。云业务高速增长主要得益于AI需求爆发，根据谷歌2025Q4业绩电话会，近75%云客户已使用AI相关服务，前20大SaaS公司中大部分选择谷歌云；Gemini API每分钟处理超100亿tokens，环比增长43%；服务成本下降78%，体现出规模效应显现和基础设施利用率优化。

（三）资本开支大幅超预期但 ROI 验证有力，折旧压力可控

2025Q4谷歌资本开支279亿美元(同比+95.1%)，2025年全年资本开支914亿美元。管理层预计2026年资本开支约1800亿美元，较2025年大幅提升96.9%，显示AI基础设施投资持续加码。2025年折旧费用211亿美元（同比+38%），折旧费用率5.2%，预计2026Q1将进一步加速。

图 5：谷歌20Q1-25Q4资本开支与同比增速走势图



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

二、谷歌：广告基石稳固营收底盘，AI 赋能云业务开启第二增长曲线

（一）行业概述：市场规模持续扩张，AI 技术重塑竞争格局

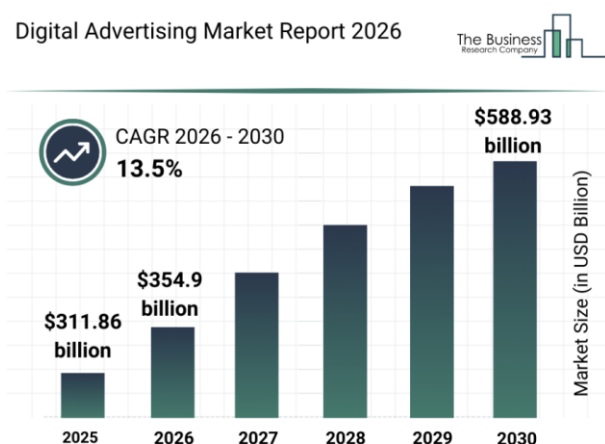
数字广告行业商业模式成熟且产业链分工明确，已成为互联网经济的核心变现支柱。数字广告通过数据驱动的精准匹配技术，将广告主营销需求与用户流量高效对接，广告主按展示、点击或转化等效果付费，相较传统广告具备可追踪、可优化、ROI可衡量的显著优势。

数字广告行业上游供给端包括各类媒体平台、内容创作者与应用开发者，它们通过提供用户流量与广告位资源，构成产业链的库存基础；中游服务层由广告技术平台主导，谷歌等头部厂商通过搜索引擎、视频平台、程序化交易系统提供广告投放、智能竞价、效果追踪等核心服务；下游需求端涵盖各行业广告主及代理机构，从跨国品牌到本地中小企业，通过采购广告服务实现营销目标。

全球数字广告市场规模持续扩张，头部平台主导地位日益稳固。

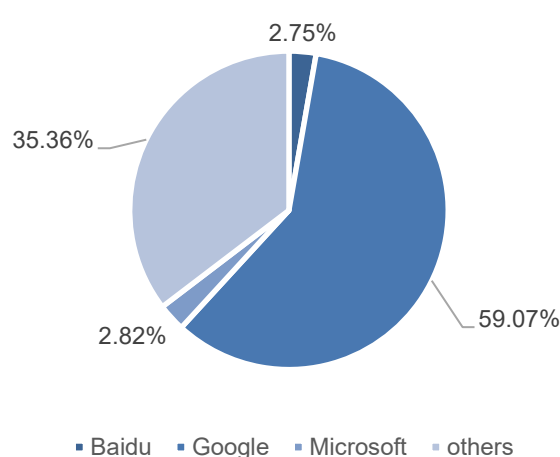
（1）受内容营销需求激增、程序化广告技术普及、移动端流量持续迁移以及数据驱动精准投放能力提升的推动，全球数字广告市场规模保持强劲增长态势。据The Business Research Company统计，2025年全球数字广告市场规模已达到3118.6亿美元，预计2030年将增长至5889.3亿美元，复合年均增长率（CAGR）达到13.5%。北美地区占据最大市场份额，亚太区域则成为增长最快的市场。

图 6：2025-2030年全球数字广告市场规模及预测



数据来源：The Business Research Company，广发证券发展研究中心

图 7：2022年搜索广告收入市场份额



数据来源：eMarketeter，广发证券发展研究中心

(2) 主要数字广告平台中，谷歌凭借搜索引擎和YouTube生态优势占据绝对主导地位。2022年全球搜索广告收入市场数据显示，Google以59.07%的市场份额遥遥领先，Microsoft和Baidu分别以2.82%和2.75%的份额位列其后，三家企业合计占据64.64%的市场份额。从全球数字广告整体支出维度来看，Alphabet(谷歌母公司)、Meta、亚马逊、阿里巴巴和字节跳动五家科技巨头占据了全球广告支出的50%以上，头部集中趋势显著。除上述头部玩家外，其他规模相对较小的市场参与者占据35.36%的份额，市场呈现“一超多强”的竞争格局。

AI技术深度赋能数字广告行业，头部平台加速AI与广告业务的融合创新。

(1) 全球头部数字广告平台均将AI作为战略布局重点，根据自身优势形成差异化竞争力。Meta依托社交平台用户行为数据，将生成式AI应用于广告创意自动生成与Advantage+智能投放系统，显著提升广告转化效率。亚马逊凭借电商场景消费数据闭环，通过AI驱动的智能竞价与商品推荐引擎，实现精准营销与转化优化。字节跳动基于短视频内容分发算法，利用AI实现千人千面的个性化广告推送。阿里巴巴整合电商与本地生活多场景数据，通过阿里妈妈平台提供AI驱动的智能营销解决方案。各大平台在AI技术驱动下，正加速向智能化、自动化营销转型。

(2) 谷歌通过全栈式AI技术能力与广告产品深度融合，持续巩固其在数字广告领域的领先地位。2024年以来谷歌加速推进生成式AI在广告业务的应用落地，自研大语言模型Gemini全面嵌入广告产品矩阵。Performance Max整合Gemini后广告转化率提升63%，成为核心增长引擎。AI搜索功能AI Overview已覆盖百余国家，使用量超过10亿用户，带动搜索广告互动率提升90%以上。谷歌依托搜索引擎海量数据与YouTube视频生态优势，通过AI驱动的智能竞价、动态创意生成以及精准受众定向能力，在广告投放效率与用户体验之间建立商业闭环。对于追求高转化率的广告主而言，谷歌基于AI技术的全链路智能营销解决方案成为优选。

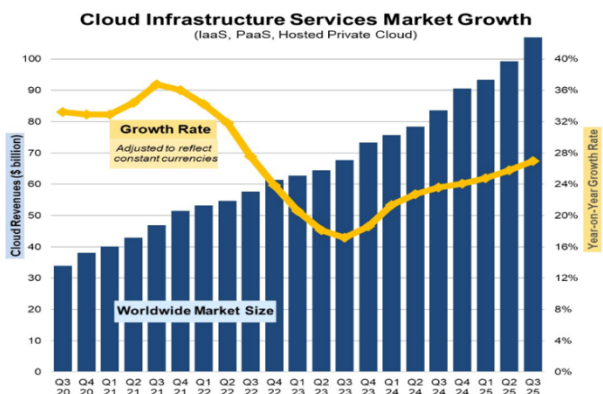
AI驱动全球云计算市场规模加速增长，云服务提供商头部集中效应明显。

(1) 云计算行业上游提供服务器、路由器、交换机等硬件设备，以及芯片、操作系统等核心组件，是产业链运行的基础保障；中游为服务交付层，主要参与者包括IDC厂商(提供基础设施托管服务)与云服务提供商(提供IaaS/PaaS/SaaS等核心服务)；下游终端客户包括互联网、金融、政府、制造企业等及个人用户。

(2) 当前软件、设备及云服务市场竞争日趋激烈，受低延迟计算、边缘数据处理、混合云解决方案以及实时分析需求的推动，全球公有云市场规模持续增长。据SynergyResearchGroup统计，2025年第三季度全球云基础设施服务收入(包括IaaS、PaaS和托管私有云服务)达到1069亿美元，过去12个月收入达到3900亿美元。公共IaaS和PaaS服务占据市场大部分份额，三季度两者合计增长30%。

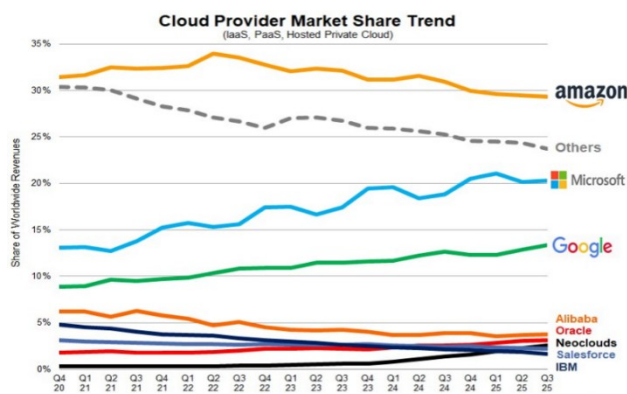
(3) 主要的云提供商中，亚马逊仍稳居市场领先地位，微软和谷歌则保持高速增长态势。2025年第三季度三家企业全球市场份额分别为29%、20%和13%，合计占企业云基础设施服务支出的63%。除此三家企业外，其他规模相对较小的市场竞争者包括阿里巴巴、Oracle、Neoclouds(包括CoreWeave、Nebius等)、Salesforce、IBM等，市场份额均处于5%以下。

图 8：20Q3-25Q3全球云基础设施服务市场规模



数据来源：Synergy Research Group, 广发证券发展研究中心

图 9：20Q4-25Q3全球云供应商市场份额趋势



数据来源：Synergy Research Group, 广发证券发展研究中心

(4) 全球头部云服务提供商均将AI作为战略布局重点。如亚马逊通过加大数据中心资本开支投入，夯实AI基础设施能力。谷歌在AI领域全栈式布局自研模型、自研芯片、云计算平台与AI应用产品矩阵，提供强大的数据分析和高性价比的AI托管服务；微软通过与OpenAI的早期合作快速获得AI客户，并持续强化自身在网络安全、企业合规和混合云等领域的优势，Azure成为OpenAI旗下模型API的独家云供应商；谷歌持续加大AI投入，将包括Gemini、Imagen、Veo、Chirp和Lyria在内的AI模型整合到谷歌云业务中，通过提供提供企业级AI代理驱动云业务高速增长。

(二) 谷歌公司基本情况：广告业务筑基稳固，云服务与 AI 驱动增长

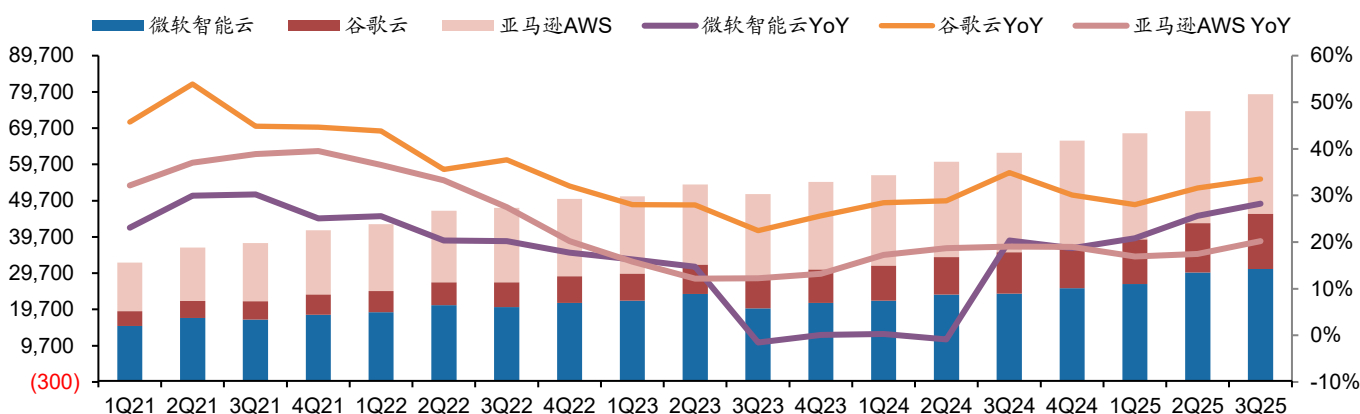
谷歌作为全球领先的互联网科技企业，主营业务覆盖搜索引擎、数字广告、云计算及前沿技术研发等多个领域，业务体系完善。谷歌（Google）由Larry Page和Sergey Brin于1998年创立，2004年在纳斯达克股票交易所首次公开募股上市，2015年进行公司重组并成立母公司Alphabet Inc.。公司主营互联网搜索服务、在线广告平台、云计算基础设施的研发与运营，以及为个人用户与企业客户提供AI驱动的技术解决方案等，核心产品包括搜索、视频平台、操作系统、浏览器、办公套件及云服务平台等；此外，公司还设计销售Pixel智能手机、智能家居等硬件产品及相关配件。

营收增速提升至15%，广告业务占比提供稳定基础，云服务增速成为新增长点。2024财年公司实现营业总收入3049.3亿美元，同比增长12%。2025年第三季度营业总收入246.9亿美元，同比增长15%，增速加快。其中，广告业务是谷歌的绝对核心收入来源，也是公司商业模式的基石——2025年第三季度广告收入达到212.4亿美元，占总营收的86%，同比增长约10%；Google Cloud云服务收入41亿美元，同比增长35%，明显高于公司整体营收增速，成为第二增长引擎。

搜索广告业务收入体量大、市占率高，盈利能力突出。谷歌广告业务是其核心收入来源，主要包括谷歌搜索及其他产品（如Gmail、谷歌地图、谷歌Play）产生的流量收入。2023年谷歌搜索及其他收入达1750亿美元，同比增长8%，市场份额约59%稳居行业第一。

谷歌广告业务凭借领先的AI技术赋能实现持续增长，技术与生态壁垒不断深化。公司在搜索领域构建了深厚的技术与生态壁垒：算法层面，2015年引入RankBrain机器学习算法，2019年基于Transformer架构推出BERT算法提升语义理解能力；生态层面，构建谷歌学术搜索引擎及谷歌购物图（Google Shopping Graph）等庞大产品信息数据库。2023年谷歌I/O大会上，公司宣布将生成式AI引入搜索引擎，推出“搜索生成体验”（SGE），实现AI驱动的智能概述、简化跟进查询、垂直领域信息检索优化、搜索广告智能投放及AI图像生成等功能升级，进一步强化用户体验与广告变现效率。

图 10: 21Q1-25Q3微软智能云、谷歌云、亚马逊AWS营收与同比增速



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心，单位：百万美元，右轴为同比增速

（三）业务分析：AI 全栈赋能三大业务，战略投资即将迎来 IPO 收获期

谷歌主营业务包括谷歌服务、谷歌云、Other Bets三大板块，其中谷歌服务贡献核心收入，谷歌云成为收入增长引擎。

（1）谷歌服务板块涵盖谷歌广告、谷歌订阅服务（主要来自 YouTube 相关服务，如 YouTube TV、YouTube Music 和 YouTube Premium、NFL Sunday Ticket，以及 Google One）、平台业务（主要包括 Google Play 上应用及应用内购买的销售分成）、设备销售业务（主要来自 Pixel 系列硬件设备的销售收入）。

（2）谷歌广告是谷歌服务板块收入主要来源，包括在Google搜索引擎及其他、YouTube以及Google网络合作伙伴平台（包括AdMob、AdSense 及 Google Ad Manager 的广告网络平台）投放效果广告和品牌广告所产生的收入。效果广告（Performance Advertising）指通过向用户展示高度相关的广告，吸引用户点击并与广告主直接互动，从而实现可量化评估的广告转化效果，谷歌还提供了广告工具以支持效果广告主生成简洁的文字广告。品牌广告（Brand Advertising）指将视频、文字、图片及其他形式的广告在多种终端设备上展示，从而帮助品牌广告主将各类广告精准投放至目标受众，以支持其品牌建设和市场推广活动。

（3）广告业务中，搜索引擎广告贡献主要收入，2025财年占广告业务总营收比例达

76.2%。YouTube与搜索引擎广告业务持续表现出强劲增长动力，2025财年分别实现11.7%、13.4%的同比增长率，成为驱动广告业务板块增长的主要动力。

AI驱动型产品在搜索及广告业务中深化应用，进一步强化广告板块增长动能。

(4) 公司新推出的功能AI Overviews 和 AI Mode通过利用 AI 处理更加复杂的搜索查询，显著提升了用户返回谷歌搜索引擎的频率。2024年，AI Overviews已在100多个国家和地区上线，覆盖超过 10 亿用户。同时，公司将Google Search 定制版 Gemini 应用于搜索功能中，大幅提升了搜索结果的质量。公司还提供了Google广告升级版图像生成功能，帮助广告商快速生成高品质的视觉广告素材，有效提升了广告主创作效率及创意。

谷歌云业务由GCP (Google Cloud Platform) 收入和Google Workspace收入构成。

(1) GCP是谷歌云基础设施IaaS+PaaS收入，约占谷歌云收入的70%。与亚马逊AWS、微软Azure类似，GCP提供广泛而全面的综合型云计算服务，其中IaaS层提供服务器、网络、虚拟化、存储等基础架构服务，PaaS层提供应用程序开发、运维管理、数据分析、AI/ML等平台服务。根据服务类型的不同，GCP可能按用量收费或订阅制收费。

(2) Google Workspace是谷歌云面向企业和组织推出的SaaS协作与生产力工具套件，主要包括Gmail、GoogleDrive、Docs、Sheets、Slides、Meet、Calendar等核心应用。与GCP侧重底层算力和平台能力不同，Workspace直接服务于终端用户，覆盖企业日常办公、文档协作、沟通会议与信息管理等高频场景，是谷歌云收入的另一重要组成部分。从商业模式看，Workspace主要采用按用户订阅制收费，具有收入可预测性强、客户粘性高的特点。

(3) 在AI时代，Workspace正逐步从传统办公软件升级为AI原生的生产力平台。通过深度集成Gemini，Workspace已在邮件撰写、文档总结、会议纪要生成、数据洞察等场景中引入生成式AI能力，使其不仅是工具集合，更是企业知识与流程的智能入口。长期来看，Workspace不仅为谷歌云贡献稳定的订阅收入，也在用户层面形成入口效应，与GCP的数据分析和AI服务形成协同，增强整体生态黏性。

Other Bets（创新业务）仍处亏损阶段，Anthropic和SpaceX计划于2026年上市

（1）Other Bets板块聚焦交通和医疗健康科技等领域，公司对该板块的投资涵盖不同发展阶段的企业和项目，既包括仍处于研发阶段的项目，也包括已进入初步商业化阶段的项目，其收入主要来源于自动驾驶交通服务、医疗健康相关服务以及互联网服务的销售。

（2）根据2025年年报，Other Bets业务占总营收比例为0.4%，占比略有下降。该业务板块多数项目仍处于早期探索阶段，尽管总体处于亏损阶段，但仍凸显了公司致力于通过布局新兴业务实现长期增长的决心。

（3）目前，Other Bets板块投资的项目包括Verily（医疗科技）、Wing（无人机送货）、Waymo（自动驾驶）、Calico Life Sciences（生命科学）、Isomorphic Labs（AI制药）等。其中，Calico、Isomorphic Labs等项目仍处于早期探索阶段，尚未形成成熟稳定的盈利模式。2025年3月，Isomorphic Labs获得6亿美元首轮外部融资，主要投资于人工智能药物设计。此外，wing不断加强与沃尔玛的合作，扩大无人机送货业务规模。根据英为财经，Waymo业务稳步扩张，并开始向欧洲市场进军。2024年年报显示，Waymo共获得56亿美元融资，其中绝大部分由Alphabet提供，展现出自动驾驶网约车服务在公司未来发展中的重要战略地位。2025年Waymo与Uber达成合作，并在硅谷推出了付费服务，持续推进机场接送和高速公路驾驶业务。

公司持续强化对人工智能企业的投资，Anthropic和SpaceX上市计划加速。

（1）Anthropic是一家人工智能研发公司，于2021年由前OpenAI研究副总裁达里奥·阿莫迪等人联合创立，主要产品为Claude系列语言模型，智能编码助手Claude Code为公司增长最快的产品。

公司主要合作伙伴为谷歌（提供TPU）、亚马逊（提供Trainium芯片）、英伟达（提供GPU），通过建立合作关系应对OpenAI的竞争。2025年9月，公司获得130亿美元的F轮融资，估值提升至1830亿美元，但仍远低于OpenAI的估值。

谷歌持有Anthropic约14%的股份，投资超30亿美元，包括2023年投资的20亿美元2025年追加的10亿美元，两公司为TPU长期合作伙伴关系。2025年10月，谷歌与Anthropic签订一项云计算合作协议，允许Anthropic使用100万个谷歌定制的TPU芯片，此项合作价值超百亿美元，预计2026年将新增超1吉瓦的算力，为Anthropic提供了强大的AI算力支撑。

Anthropic预计最早于2026年年底完成上市。为支撑新一代人工智能模型的研发投入，应对当前持续亏损带来的资金压力，并保持激烈市场竞争中的应对能力，Anthropic已与有意承接其IPO项目的投行展开初步谈判。同时，公司近期开展了多起金融人才招聘，以助力公司上市。

（2）SpaceX是一家全球领先的美国私人航天及太空技术公司，于2002年由Elon Musk创立，公司核心技术及产品包括可重复利用火箭、太空飞船、星链（Starlink）卫星高速互联网、星盾（starshield）军事通讯服务、星舰（Starship）火箭（在研）等。公司发射频率和活跃轨道任务数量行业领先，2025年，其火箭发射次数创纪录，

完成了165次轨道飞行发射，2025年内美国轨道发射任务中约有85%由SpaceX执行。SpaceX营收主要来源于商业发射服务（为政府、商业客户发射卫星等）以及Starlink卫星互联网业务。其中Starlink服务收入占比较大，且该项目已在2023年实现收支平衡。

自2015年以来，谷歌一直是SpaceX的主要投资者，与富达投资公司共同出资10亿美元，拥有SpaceX 10%的股份。根据彭博社消息，2025年Q1谷歌获得的80亿美元未实现投资收益来源于对SpaceX的投资。

2026年2月2日，SpaceX全资收购人工智能初创公司xAI，以推进太空AI数据中心建设，构建“恒星级”AI算力基础设施，摆脱地面能源对算力扩张的约束。xAI由Elon Musk创立于2023年，同年xAI首款大语言模型Grok-1上线。2024年，超大规模训练集群Colossus上线，GPU规模持续扩容至数十万级，用于训练Grok系列模型。截至2026年1月，Grok的月活跃用户数量已达6亿。2026年1月6日，xAI完成了200亿美元融资，显示出其在AI领域的持续加码布局。

SpaceX上市进程加速推进。公司计划于2026年中旬上市，并通过首次公开募股筹集超250亿美元资金，资金计划用于开发太空数据中心，包括购买数据中心所需芯片等。鉴于其Starlink卫星互联网业务快速扩张以及用于登月和火星计划的Starship火箭项目持续推进，SpaceX预计会成为2026年重点IPO项目之一。

三、盈利预测和投资建议

谷歌的三大板块分别为谷歌服务、谷歌云、Other Bets。

谷歌服务：考虑到搜索广告及YouTube广告等成熟业务渗透率已较高，新增用户与流量扩张空间相对有限，且市场竞争加剧下广告单价上行压力增大，我们预测2026-2028年谷歌服务收入同比分别增长12.9%、12.1%、11.4%。考虑到AI驱动下广告流量获取成本逐年降低，我们预测2026-2028年谷歌服务板块营业利润率分别为41.5%、42.3%、43.5%。

谷歌云：AI下游需求强劲，云计算业务成为谷歌营收增长的核心驱动力，预计2026年谷歌云营收增速将明显快于2025年。我们假设2026-2028年AI驱动谷歌云营收维持高速增长，且随着营收基数扩大、客户需求趋于平稳及行业竞争加剧，谷歌云营收增速逐年放缓。我们预测2026-2028年谷歌云收入同比分别增长46.1%、38.4%、35.4%。考虑到谷歌云业务规模效应逐步显现，算力利用效率逐渐提升，我们预测2026-2028年谷歌云营业利润率分别为31.4%、33.9%、35.9%。

Other Bets：Other Bets业务尚未成熟，收支平衡仍需时日。随着Waymo市场扩张加速、客户渗透率提升，我们假设Other Bets板块收入将由此前的波动状态转为低速正增长，预测2026-2028年Other Bets部门营收增速维持3%。考虑到Other Bets其他项目仍处于早期投入阶段，尚未形成稳定盈利模式，短期内亏损仍将持续，我们预测2026-2028年Other Bets营业利润率分别为-528.4%、-513.0%、-498.1%。

综上，我们预测2026-2028年谷歌营收同比增速分别为17.8%、16.8%、16.5%，营业利润率分别为34.4%、35.4%、36.2%。

表 1: 谷歌分部门盈利预测 (百万美元; %)

	2025	2026E	2027E	2028E
谷歌服务				
收入	342,721	386,977	433,794	483,122
增长率	12.4%	12.9%	12.1%	11.4%
总成本	203,317	226,521	250,429	273,078
营业利润	139,404	160,457	183,365	210,045
营业利率(%)	40.7%	41.5%	42.3%	43.5%
谷歌云				
收入	58,705	85,791	118,733	160,771
增长率	35.8%	46.1%	38.4%	35.4%
总成本	44,795	58,817	78,439	103,003
营业利润	13,910	26,974	40,294	57,768
营业利率(%)	23.7%	31.4%	33.9%	35.9%
Other Bets				
收入	1,537	1,583	1,631	1,680
增长率	-6.7%	3.0%	3.0%	3.0%
总成本	9,052	9,948	9,996	10,045
营业利润	-7,515	-8,365	-8,365	-8,365
营业利率(%)	-488.9%	-528.4%	-513.0%	-498.1%
合计				
收入	402,836	474,351	554,158	645,573
增长率	15.1%	17.8%	16.8%	16.5%
营业利润	129,039	163,000	196,320	233,724
营业利率(%)	32.0%	34.4%	35.4%	36.2%

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

毛利率: 考虑到AI驱动公司流量获取成本下降,谷歌云规模效应逐步显现,预计2026年毛利率仍将上升。考虑到谷歌持续投入数据中心基建,2024-2025年资本开支大幅增长62.9%和75.4%,2026年公司资本开支指引为1800亿美元,仍然维持较高增速,预计会对公司2027-2028年毛利率形成一定的压力。我们预测2026-2028年谷歌毛利率分别为60.2%、60.0%、59.5%。

费用率: 考虑到谷歌与苹果等大型企业合作稳定,有助于提升在全球的用户覆盖度,预计2026-2028年销售费用率呈下降趋势;谷歌自研AI模型矩阵性能已达全球领先水平,预计2026-2028年研发费用率在高基数下呈下降趋势。我们预测2026-2028年谷歌销售费用率分别为7.3%、6.5%、5.7%,研发费用率分别为17.1%、16.7%、16.3%,行政费用率分别为5.2%、4.7%、4.2%。

综上所述,我们预测谷歌2026-2028年净利润分别为1397、1635、1963亿美元,净利率分别为29.5%、29.5%、30.4%。

表 2: 谷歌费用率与盈利预测

	2025	2026E	2027E	2028E
收入	402,836	474,351	554,158	645,573
增长率	15.1%	17.8%	16.8%	16.5%
成本	162,535	188,563	221,873	261,170
毛利润	240,301	285,788	332,285	384,403
毛利率	59.7%	60.2%	60.0%	59.5%
销售费用率	8.4%	7.3%	6.5%	5.7%
研发费用率	17.5%	17.1%	16.7%	16.3%
行政费用率	6.3%	5.2%	4.7%	4.2%
营业利润	129,039	163,000	196,320	233,724
营业利率	32.0%	34.4%	35.4%	36.2%
净利润	132,170	139,699	163,507	196,288
净利率	32.8%	29.5%	29.5%	30.4%

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心, 单位: 百万美元

考虑到谷歌业务线复杂，我们选取SOTP估值方法对谷歌三大核心业务板块分别估值，并加总得到合理价值。本次估值基于我们对谷歌2026年的盈利预测，可比公司业绩选取2026年营业收入/净利润一致预期。由于谷歌服务和谷歌云当前商业模式成熟、客户群体稳定，两个业务板块均选取PE估值法；Other Bets板块仍处于早期亏损阶段，选取PS估值法。我们将营业外收入均分给四个部门，并按2026-2028年有效税率15.8%、17.5%、17.5%预测各部门净利润。

谷歌服务：该板块以广告投放和订阅制付费为主，具备高客户粘性、高续费率、稳定现金流等特征，基于业务属性与盈利模式，我们选取Meta与Netflix作为可比公司，两者在广告变现与订阅驱动增长方面与谷歌服务具有较高相似性。行业平均PE为23.8倍。考虑到谷歌服务板块增速提升，且搜索业务具备行业领先的渗透率和客户留存率，AI赋能进一步吸引全球客户，我们给予谷歌服务高于行业平均的25倍PE。

表 3: 谷歌服务盈利预测与相对估值表

证券代码	可比公司	市值（合理价值）	净利润			净利润增速	PE	PEG
			2026E	2027E	2028E	2026E	2026E	2026E
META.O	Meta	1,673,200	76,253	89,014	104,794	16.7%	21.9	1.3
NFLX.O	Netflix	347,062	13,531	16,387	19,277	21.1%	25.6	1.2
	平均值						23.8	1.3
GOOGL.O	谷歌	3,393,034	135,721	151,661	174,153	11.7%	25.0	1.0

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心，单位：百万美元，可比公司净利润为 Refinitiv 一致预期，数据截至 2026-02-06

谷歌云：该板块以企业AI基础设施服务、企业AI云解决方案、谷歌云平台产品为核心。微软与谷歌同为综合型云基础设施服务商，故选取微软作为可比公司，其2026年预测PS为9.1倍。考虑到谷歌云营收增速快于微软智能云部门，拥有自研模型+平台+自研TPU芯片的全栈式AI布局，加深生态护城河，软硬协同效应使其具备成本优势，我们给予谷歌云业务高于微软的10倍PS。

表 4: 谷歌云盈利预测与相对估值表

证券代码	可比公司	市值（合理价值）	营业收入			营收增速	PS	PSG
			2026E	2027E	2028E	2026E	2026E	2026E
MSFT.O	Microsoft	2,978,717	328,086	379,150	441,556	15.6%	9.1	0.6
GOOGL.O	谷歌	857,907	85,791	118,733	160,771	38.4%	10.0	0.3

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心，单位：百万美元，可比公司净利润为 Refinitiv 一致预期，数据截至 2026-02-06

Other Bets: 主要项目包括项目包括Waymo（自动驾驶）、Verily（医疗科技）、Wing（无人机送货）、Calico Life Sciences（生命科学）、Isomorphic Labs（AI制药）等，其中Waymo业务已推出了付费服务并与Uber达成合作，其他业务仍处于早期阶段，尚未形成稳定的盈利模式，故选取Tesla、Pony AI、WeRide作为无人驾驶服务行业可比公司，行业平均估值为26.1倍PS。考虑到谷歌在无人驾驶领域仍处于市场扩张阶段，商业模式尚未成熟，我们给予Other Bets低于行业平均的10倍PS。

表 5: Other Bets盈利预测与相对估值表

证券代码	可比公司	市值（合理价值）	营业收入			营收增速	PS	PSG
			2026E	2027E	2028E			
TSLA.O	Tesla	1,542,662	103,551	120,315	138,207	16.2%	14.9	0.9
PONY.O	Pony AI	5,755	117	254		116.7%	49.1	0.4
WRD.O	WeRide	2,547	177	419		136.8%	14.4	0.1
	平均值						26.1	0.5
GOOGL.O	谷歌	15,831	1,583	1,631	1,680	3.0%	10.0	3.3

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心，单位：百万美元，可比公司净利润为 Refinitiv 一致预期，数据截至 2026-02-06

综上所述，谷歌服务、谷歌云、Other Bets的合理价值分别为33930、8579、158亿美元。截至2026年2月5日，谷歌对Anthropic和SpaceX的长期投资价值分别约为490亿美元、1250亿美元。由于Anthropic和SpaceX与谷歌AI相关业务存在协同效应，我们对两项投资给予70%的折价，分别对应343亿美元、875亿美元。上述各部分加总后得到谷歌合理价值43886亿美元，每股合理价值362.78美元。

表 6: 谷歌盈利预测与相对估值表

收入部门	估值方法	2026E 收入	收入占比	2026E 净利润	净利率	估值倍数	合理价值	合理价格
Google Services	PE	386,977	81.6%	135,721	35.1%	25	3,393,034	280.5
Google Cloud	PS	85,791	18.1%	23,325	27.2%	10	857,907	70.9
Other Bets	PS	1,583	0.3%	-6,432	-406.3%	10	15,831	1.3
Anthropic 投资							34,300	2.8
SpaceX 投资							87,500	7.2
总计		474,351		163,507			4,388,572	362.78

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心，单位：百万美元，合理价值单位：美元，数据截至 2026-02-06

海外AI算力供不应求的趋势长期持续，谷歌以激进的资本开支计划扩大数据中心规模、采购英伟达芯片以及自研TPU，但当前阶段市场更关注AI投资回报率，对谷歌未来几年利润率承压产生担忧。**我们认为，尽管资本开支大幅上调，但谷歌财务压力相对可控且投资回报验证有力。**云业务超预期表现验证了投资合理性，算力利用率提升带来的规模效应快速释放，后续公司有望持续通过模型优化与AI软硬件全栈布局抵消折旧压力。

加大对服务器、数据中心及人工智能等关键基础设施的投入，并强化核心技术自研能力，是构筑公司长期竞争壁垒的必要举措。从成本端看，当前谷歌经营现金流充沛，足以支撑相关资本开支。随着谷歌云运营效率持续提升，其业务利润率具备长期改善空间。展望2026年，AI驱动谷歌广告及谷歌云营收增长的潜力将进一步释放，Gemini等模型利用率将持续提升，单位成本显著优化。同时，公司加速部署自研TPU及第三方GPU芯片，加速推动企业级AI产品实现强劲增长。通过垂直整合AI技术并优化产品结构，谷歌将不断强化其在企业级市场的竞争优势。

我们预测2026-2028年谷歌实现营业收入4744/5542/6456亿美元，同比分别增长18%/17%/16%；净利润1397/1635/1963亿美元，同比分别增长6%/17%/20%，现价对应PE分别为28/24/20倍，每股合理价值362.78美元，给予“买入”评级。

四、风险提示

（一）AI基础设施投入产出比不及预期

尽管当前云业务利润率改善验证了初步投资回报，但若未来AI业务竞争加剧，营收增速放缓，自研AI大模型迭代效率无法抵消高昂的折旧与运营成本，则谷歌在AI基础设施的高额资本开支无法高效转化为利润，将拖累公司长期利润率。

（二）AI技术和产品竞争加剧

当前全球科技巨头积极布局AI领域，谷歌的主要竞争对手亚马逊、微软均长期布局自研芯片，或将在长期建立起相对谷歌的成本优势。

（三）AI原生搜索对传统搜索引擎广告的冲击

当前全球科技巨头积极布局AI领域，谷歌的主要竞争对手亚马逊、微软均长期布局自研芯片，或将在长期建立起相对谷歌的成本优势。

资产负债表

单位：百万美元

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	163,711	206,038	156,465	201,773	295,100
货币资金	23,466	30,708	6,983	64,562	162,476
应收及预付	52,340	62,886	62,315	67,427	72,113
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	87,905	112,444	87,166	69,784	60,511
非流动资产	286,545	389,243	545,857	698,811	854,969
长期股权投资	37,982	68,687	68,687	68,687	68,687
固定资产	171,036	246,597	378,380	512,245	645,275
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	77,527	73,959	98,790	117,879	141,007
资产总计	450,256	595,281	702,321	900,584	1,150,069
流动负债	89,122	102,745	127,893	155,604	187,663
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	7,987	12,200	14,788	20,379	27,363
其他流动负债	81,135	90,545	113,106	135,225	160,300
非流动负债	36,050	77,271	52,331	52,331	52,331
长期借款	10,883	46,547	21,607	21,607	21,607
其他非流动负债	25,167	30,724	30,724	30,724	30,724
负债合计	125,172	180,016	180,224	207,935	239,994
股本及资本公积	80,000	91,210	68,409	85,487	116,754
留存收益	245,084	324,055	453,688	607,161	793,321
归属母公司股东权益	325,084	415,265	522,097	692,649	910,075
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	450,256	595,281	702,321	900,584	1,150,069

利润表

单位：百万美元

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	350,018	402,836	474,351	554,158	645,573
营业成本	-146,306	-162,535	-188,563	-221,873	-261,170
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-27,808	-28,693	-29,984	-31,259	-32,509
管理费用	-14,188	-21,482	-21,244	-22,412	-23,533
研发费用	-49,326	-61,087	-71,560	-82,294	-94,638
营业利润	112,390	129,039	163,000	196,320	233,724
营业外收支	7,425	29,787	2,907	1,870	4,201
利润总额	119,815	158,826	165,907	198,190	237,925
所得税	-19,697	-26,656	-26,208	-34,683	-41,637
GAAP 净利润	100,118	132,170	139,699	163,507	196,288
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	100,118	132,170	139,699	163,507	196,288
EBITDA	127,701	150,175	213,398	265,609	326,195
EPS (美元)	8.04	10.82	11.51	13.51	16.07

现金流量表

单位：百万美元

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	125,299	164,713	185,461	261,370	319,312
净利润	100,118	132,170	139,699	163,507	196,288
折旧摊销	15,311	21,136	50,398	69,289	92,471
营运资金变动	-8,406	618	9,091	18,289	22,414
其它	18,276	10,789	-13,727	10,286	8,138
投资活动现金流	-45,536	-120,291	-149,120	-181,462	-211,269
资本支出	-52,535	-91,447	-182,181	-203,154	-225,501
投资变动	9,666	-26,474	33,061	21,691	14,232
其他	-2,667	-2,370	0	0	0
筹资活动现金流	-79,733	-37,388	-60,066	-22,329	-10,129
银行借款	888	32,138	0	0	0
股权融资	-81,775	-69,926	-60,066	-22,329	-10,129
其他	1,154	400	0	0	0
现金净增加额	-582	7,242	-23,725	57,578	97,914
期初现金余额	24,048	23,466	30,708	6,983	64,562
期末现金余额	23,466	30,708	6,983	64,562	162,476

主要财务比率

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长	14%	15%	18%	17%	16%
营业利润增长	33%	15%	26%	20%	19%
GAAP 归母净利润增长	36%	32%	6%	17%	20%
获利能力					
毛利率	59%	60%	60%	60%	60%
净利率	34%	39%	34%	34%	35%
ROE	33%	36%	30%	27%	24%
ROIC	23%	23%	20%	19%	18%
偿债能力					
资产负债率	28%	30%	25%	23%	21%
净负债比率	3%	11%	4%	3%	2%
流动比率	184%	201%	122%	130%	157%
速动比率	85%	91%	54%	85%	125%
营运能力					
总资产周转率	82%	77%	72%	68%	62%
应收账款周转率	608%	644%	731%	794%	872%
存货周转率	-	-	-	-	-
每股指标 (元)					
每股收益	8.04	10.82	11.51	13.51	16.07
每股经营现金流	10.36	13.62	15.33	21.61	26.40
每股净资产	26.87	34.33	43.16	57.26	75.23
估值比率					
P/E	39	30	28	24	20
EV/EBITDA	31	26	18	15	12

广发传媒与互联网行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 宾特丽亚：高级分析师，硕士，毕业于清华大学，2026年加入广发证券，曾任职于光大证券，2年证券行业研究经验。
- 黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfyqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。