

# 云业务同比高增验证 AI 全栈优势

华泰研究

季报点评

2026 年 4 月 30 日 | 美国

谷歌 4/29 盘后最高涨超 7% 或主因 1Q26 云业务同比大增 63% 至 200 亿美元，远超市场预期的 50%，也高于 Azure 的 +40% 以及 AWS 的 +28%。1Q 营收 1099 亿美元，同比 +22%，高于预期的 1070 亿美元；调整后 EPS 3.21 美元，高于预期的 2.81 美元。26 年 Capex 上调至 1800 亿-1900 亿美元，原指引为 1750-1850 亿美元。1Q 谷歌现金 380 亿美元，加上可变现证券总计 1268 亿美元，FCF 101 亿美元，短期现金流稳健。我们最早于 25 年 10 月 3Q25 点评中提出 TPU 外延趋势，判断市场低估云增速及 TPU 出货节奏，本次业绩予以验证。本次 Cloud Next 大会中，我们提出谷歌正加速以 Axion CPU、TPU、CXL 及低时延推理芯片为核心，构建对标英伟达的异构算力体系。此外，我们看好谷歌与英特尔合作深化，推动 Xeon 部署扩张及 IPU 定制研发。同时，5 月 19 日 Google I/O 亦值得关注，我们预计模型将推进至 Gemini 3.5 系列，多模态模型 Veo 与 Imagen 亦有望更新。重申“买入”。

## 云业务增速大超预期，Backlog 环比高增凸显后续增长动能

1Q 谷歌云业务营收 200 亿美元，对比预期的 184 亿美元。云业务经营利润率 32.9%，环比 +2.9pct 大幅改善。Backlog 环比 +92% 至 4600 亿美元，对比微软的环比持平，AWS 的环比 +49%；我们看好后续需求加速释放，其中 TPU 外部销售将于 26 年底开始贡献收入。商业化方面，Gemini Enterprise 订阅人数环比 +40%，4Q25 为 800 万；API 调用每分钟超 160 亿个 tokens，对比 4Q25 的 100 亿。生态协同层面，谷歌以 320 亿美元收购 Wiz 强化云安全布局，47.5 亿美元收购 Intersect Power 强数据中心能源供给。同时，谷歌与 Cadence 合作部署 ChipStack AI Super Agent，加速 AI 芯片设计流程，此外基于 Gemini 构建的苹果 Siri 助手将于 2026 年内上线。最后，我们认为市场低估谷歌模型与 Agent 的产品价值，以及对 Anthropic 的投资回报。当前 Anthropic 估值约 1 万亿美元，OpenAI 约 9000 亿美元。谷歌同处头部梯队，其相关价值尚未充分体现。且自 2022 年底以来，谷歌累计 3 次与 Anthropic 达成投资协议，总交割投资约 123 亿美元，对应估值由 30-50 亿美元提升至约 3500 亿美元。按当前估值测算，IPO 后回报空间显著。

## Chatbot 商业化持续推进，Waymo 规模化落地加速

1Q 谷歌广告收入同比 +15.5% 至 773 亿美元，超预期 1.5%；其中搜索广告收入同比增速提升至 +19.1%，但市占率较 4Q25 小幅回落，或反映 AI 对搜索转化效率的提升作用更为明显。我们预计，随着 5 月 Google I/O 大会在模型与搜索产品端推陈出新，谷歌搜索市占率有望改善。考虑到 2026 美加墨世界杯等需求催化，我们对北美 2H 广告大盘持乐观判断。2 月 AI Mode 启动广告测试，在搜索结果中可直接展示商品，用户亦可在 Gemini 内完成对 Etsy、Wayfair 等平台商品的搜索与购买。鉴于 ChatGPT 亦已开启广告测试，我们认为 Chatbot 广告商业化或进入加速阶段，后续转化率仍具提升空间。自动驾驶方面，Waymo 周订单已超 50 万，并在 11 个城市实现运营，对比 4Q25 的 40 万单和 6 个城市，新增为达拉斯、休斯顿、圣安东尼奥、奥兰多及纳什维尔。当前美国约 19 个城市处于规划或推进阶段；海外伦敦与东京已启动道路测试，其中伦敦将于年内上线。

## 重申“买入”，上调目标价至 500 美元，给予 35x 26E PE

考虑到 TPU 外延或带来谷歌云增速上行，我们上调 26-28E 营收预测 2.0/4.6/8.1% 至 4,980/5,862/6,840 亿美元，上调同期净利润预测 3.5/5.6/8.9% 至 1,727/2,022/2,357 亿美元。基于可比公司 32.4x 26E PE 中值，上调估值至 35x 26E PE（前值 30x 26E PE，行业中值 28.5x 26E PE），溢价主系模型能力与投资收益或被市场低估。上调目标价从 415 美元至 500 美元。风险提示：AI 技术落地不及预期，行业竞争激烈，反垄断监管变化。

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

500.00

何翩翩

SAC No. S0570523020002  
SFC No. ASI353

研究员

purdyho@htsc.com  
+(852) 3658 6000

夏路路

SAC No. S0570523100002  
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

丁骄阳

SAC No. S0570523040003  
SFC No. BFPJ942

研究员

dingjiaowan@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

易楚妍

SAC No. S0570124070123  
SFC No. BXH065

联系人

yichuyan@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

韩冬冰\*

SAC No. S0570125070150

联系人

handongbing@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

牟睿捷\*

SAC No. S0570125070064

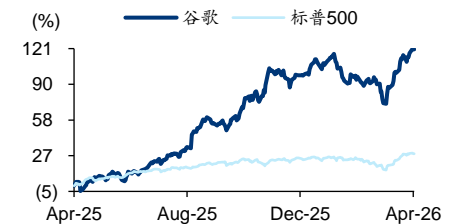
联系人

mouruijie@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

收盘价(美元 截至 4 月 29 日)	349.94
市值(美元百万)	4,239,796
6 个月平均日成交额(美元百万)	10,560
52 周价格范围(美元)	147.33-355.79

## 股价走势图



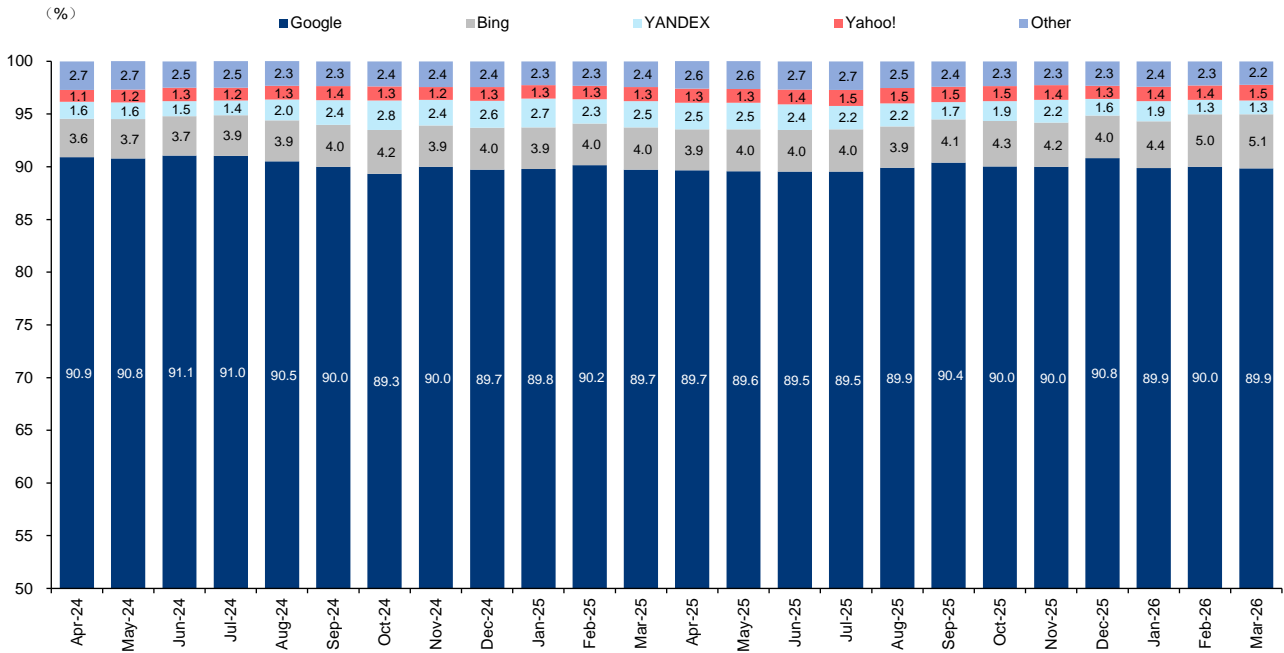
资料来源: S&P

## 经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	402,836	498,013	586,228	684,035
+/-%	15.09	23.63	17.71	16.68
归属母公司净利润(百万)	132,170	172,684	202,200	235,744
+/-%	32.01	30.65	17.09	16.59
EPS(最新摊薄)	10.91	14.25	16.69	19.46
ROE(%)	35.70	34.62	29.58	26.12
PE(倍)	32.08	24.55	20.97	17.98
PB(倍)	10.21	7.28	5.40	4.16
EV EBITDA(倍)	24.34	18.51	15.51	13.01
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

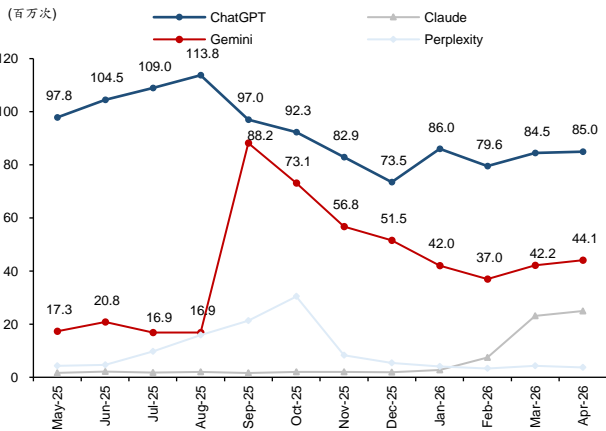
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 谷歌 1Q26 搜索市占率较 4Q25 整体有小幅回落



资料来源: Statcounter、华泰研究

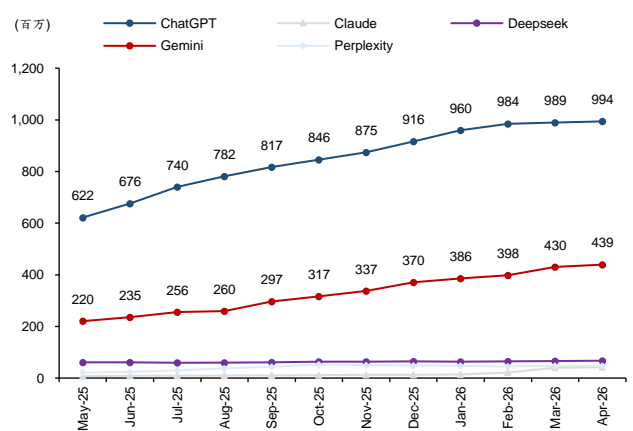
图表2: 全球 Chatbot APP 月下载量 (iOS + Google Play 双渠道)



资料来源: Sensor Tower、华泰研究

注: ST 4 月数据仅披露 27 天, 已按整月口径进行调整。

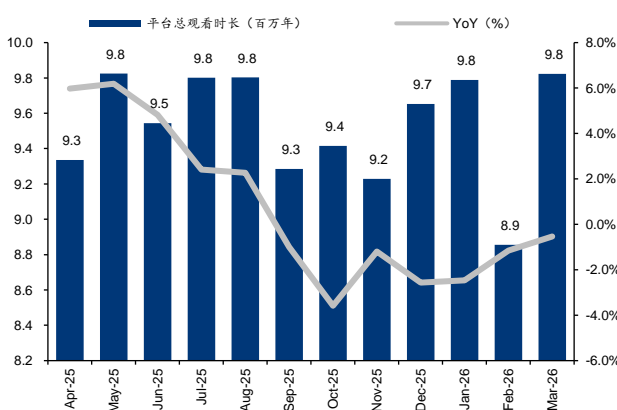
图表3: 全球 Chatbot MAU (iOS + Google Play 双渠道)



资料来源: Sensor Tower、华泰研究

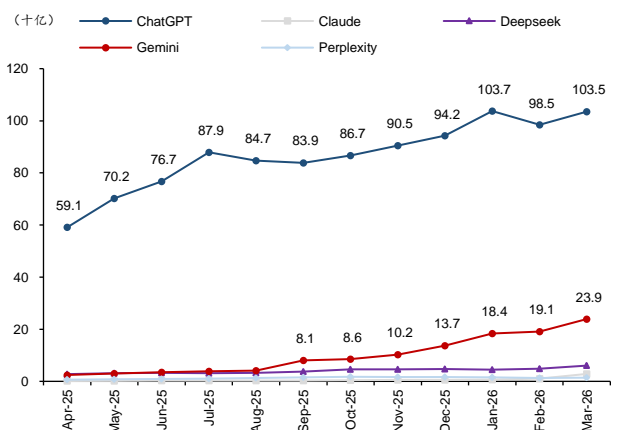
注: ST 4 月数据仅披露 27 天, 已按整月口径进行调整。

图表4: YouTube 移动平台月总观看时长 (百万年)



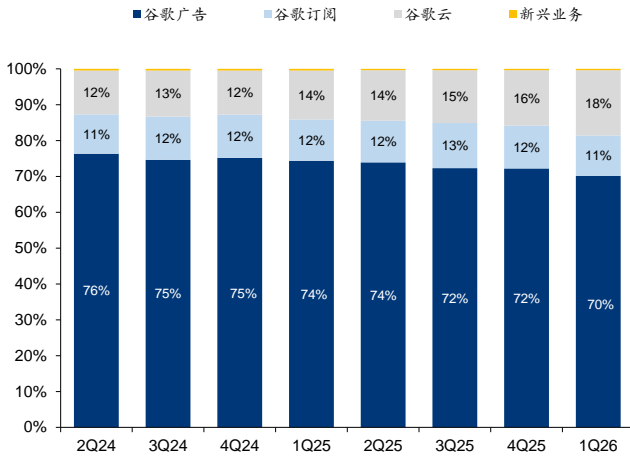
资料来源: Sensor Tower、华泰研究

图表5: 全球 Chatbot 单月总会会话次数 (iOS + Google Play 双渠道)



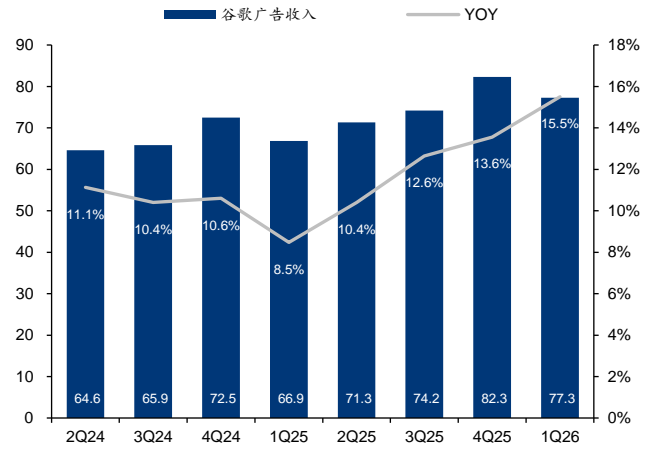
资料来源: Sensor Tower、华泰研究

图表6: 谷歌营收分业务占比 (单位: %)



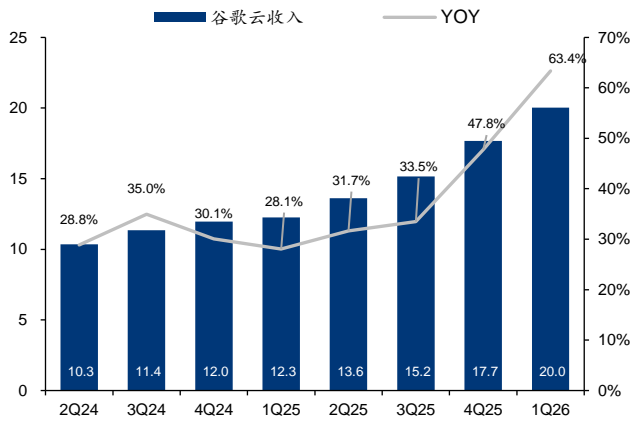
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表7: 谷歌广告营收与同比增长率 (单位: 十亿美元)



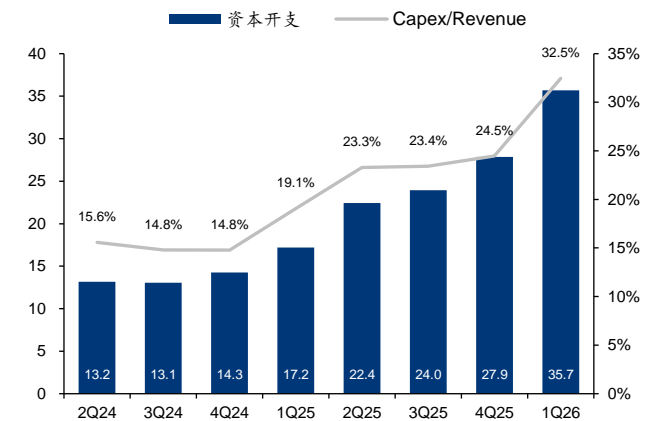
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表8: 谷歌云营收与同比增长率 (单位: 十亿美元)



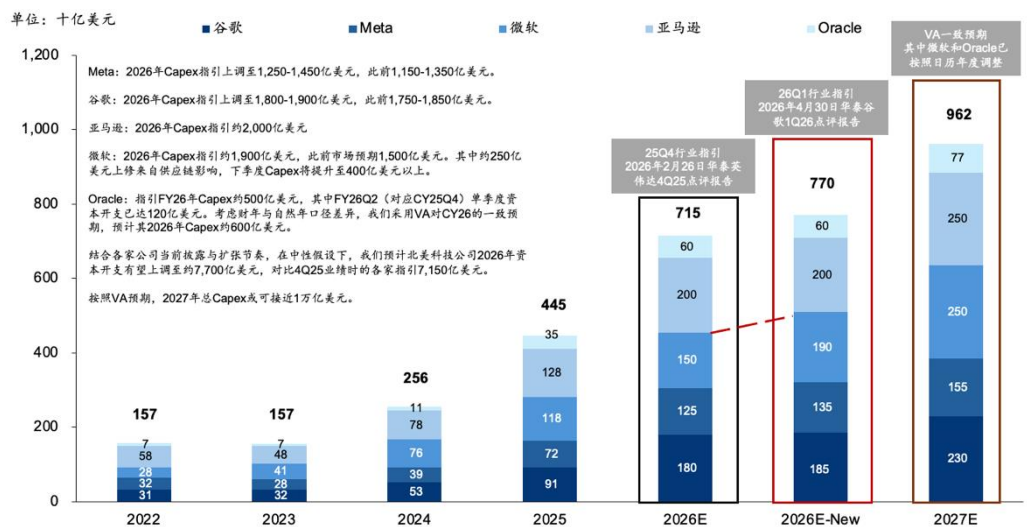
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表9: 谷歌资本支出与占营收比 (单位: 十亿美元)



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表10: 2026年科技巨头和 Oracle 合计资本开支可突破 7700 亿美元, 对比 4Q25 业绩时指引的 7150 亿美元



注: 考虑财年与自然年口径差异, 已将 2022-2027 年微软与 Oracle 的 Capex 统一调整为自然年口径。

资料来源: 各公司公告、Visible Alpha、华泰研究

图表11: 谷歌和 Anthropic 的投资关系

时间	投资人	投资额	估值	交易细节
2022年底 2023年2月披露	谷歌	3亿美元	30亿美元-50亿美元	据 Financial Times 报道, Google 于2022年底向Anthropic投资约3亿美元, 但相关信息当时并未对外披露。作为对价, Google 获得Anthropic约10%的股权。
2023年10月	谷歌	20亿美元 5亿美元的前期资金注入	200-300亿美元	据CNBC确认, 谷歌已承诺向Anthropic最高投资20亿美元。本次投资包括5亿美元的前期资金注入, 以及后续分阶段投入的15亿美元。估值方面, 据媒体报道, Anthropic本轮融资曾与投资方探讨以200亿至300亿美元区间进行定价。
2026年2月	谷歌	400亿美元 100亿美元的前期资金注入	3500亿美元	彭博社消息, 谷歌已承诺向Anthropic先行投资100亿美元(以3500亿美元估值), 并将在满足相关业绩条件后追加300亿美元。

资料来源: Financial Times, CNBC, 彭博, 华泰研究

### 盈利预测与公司估值

我们看好谷歌 AI 生态商业化持续推进, 叠加 TPU 外延及与 Anthropic 的战略合作, 有望驱动云业务增速上行。考虑到 1Q 云业务同比增速显著超预期, 且公司披露 2026 年将开始贡献部分 TPU 销售收入, 我们上调 26-28E 营收预测 2.0/ 4.6/8.1%至 4,980/5,862/ 6,840 亿美元, 上调同期净利润预测 3.5/5.6/ 8.9%至 1,727/2,022/2,357 亿美元。我们认为市场对谷歌模型与 Agent 的产品价值, 以及对 Anthropic 的投资回报存在低估。当前 Anthropic 估值约 1 万亿美元, OpenAI 约 9000 亿美元。谷歌同处头部梯队, 其相关价值尚未充分体现。且自 2022 年底以来, 谷歌累计 3 次与 Anthropic 达成投资协议, 总交割投资约 123 亿美元, 对应估值由 30-50 亿美元提升至约 3500 亿美元。按当前 Anthropic 约 1 万亿估值测算, IPO 后回报空间显著。估值方面, 基于可比公司 2026E 32.4x PE 中值, 我们上调估值至 35x 2026E PE (前值 30x 26E PE, 行业中值 28.5x 26E PE), 溢价主系谷歌在模型、TPU 与云业务间形成的协同优势。上调目标价至 500 美元 (原目标价 415 美元), 重申“买入”。

图表12: 谷歌可比公司估值表

公司	股票代码	PE			PS		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
可比公司中值	Ticker	32.4	23.1	18.6	10.6	8.1	6.7
广告公司							
Meta	META US	19.8	17.1	14.0	6.8	5.7	4.9
云公司							
Microsoft	MSFT US	25.3	22.3	19.0	9.6	8.3	7.1
Amazon	AMZN US	28.8	23.5	18.6	3.5	3.1	2.9
Oracle	ORCL US	21.9	20.4	15.1	7.0	5.3	3.6
芯片公司							
Broadcom	AVGO US	36.0	22.8	18.0	18.4	11.9	9.9
Marvell	MRVL US	55.2	41.0	28.6	16.7	12.6	9.2
Nvidia	NVDA US	44.6	24.9	18.6	23.8	13.8	10.5
AMD	AMD US	49.6	30.1	22.8	11.6	8.0	6.3

资料来源: 彭博一致预期, 华泰研究; 注: 数据截至美东时间 4 月 29 日

注: 本季度我们调整可比公司口径, 剔除 Apple, Snap 与 Pinterest, 主要系 Apple, Snap 与 Pinterest 商业模式仍以消费电子和广告流量变现为主, AI 基础设施能力相对有限; 新增 Nvidia 和 AMD 作为可比公司, 谷歌持续加码自研芯片与大模型, 向 AI 基础设施与平台型公司转型, 因此 Nvidia 和 AMD 更具备与谷歌的可比性。

图表13: 谷歌年度盈利预测 (单位: 百万美元)

假设简表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>总收入</b>	<b>307,394</b>	<b>350,018</b>	<b>402,836</b>	<b>498,013</b>	<b>586,228</b>	<b>684,035</b>
YoY	8.7%	13.9%	15.1%	23.6%	17.7%	16.7%
<b>总成本</b>	<b>133,332</b>	<b>146,306</b>	<b>162,535</b>	<b>196,715</b>	<b>228,629</b>	<b>265,406</b>
YoY	5.6%	9.7%	11.1%	21.0%	16.2%	16.1%
<b>总毛利</b>	<b>174,062</b>	<b>203,712</b>	<b>240,301</b>	<b>301,298</b>	<b>357,599</b>	<b>418,630</b>
YoY	11.1%	17.0%	18.0%	25.4%	18.7%	17.1%
总毛利率	56.6%	58.2%	59.7%	60.5%	61.0%	61.2%
<b>营业收入</b>	<b>307,394</b>	<b>350,018</b>	<b>402,836</b>	<b>498,013</b>	<b>586,228</b>	<b>684,035</b>
Google services total	272,543	304,930	342,721	395,089	417,531	431,882
Google cloud	33,088	43,229	58,705	100,973	166,605	249,907
Other Bets	1,527	1,648	1,537	1,844	2,029	2,232
<b>占比</b>						
Google services total	88.7%	87.1%	85.1%	79.3%	71.2%	63.1%
Google cloud	10.8%	12.4%	14.6%	20.3%	28.4%	36.5%
Other Bets	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
<b>营业收入增速</b>						
Google services total	7.5%	11.9%	12.4%	15.3%	5.7%	3.4%
Google cloud	25.9%	30.6%	35.8%	72.0%	65.0%	50.0%
Other Bets	43.0%	7.9%	2.0%	20.0%	10.0%	10.0%
<b>费用率</b>						
销售费用率	9.1%	7.9%	7.1%	6.4%	6.4%	6.4%
管理费用率	5.3%	4.1%	5.3%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用率	14.8%	14.1%	15.2%	14.8%	14.8%	14.8%
<b>净利润</b>	<b>73,795</b>	<b>100,118</b>	<b>132,170</b>	<b>172,684</b>	<b>202,200</b>	<b>235,744</b>
YoY	23.0%	35.7%	32.0%	30.7%	17.1%	16.6%
净利润率	24.0%	28.6%	32.8%	34.7%	34.5%	34.5%
<b>EPS</b>	<b>5.8</b>	<b>8.3</b>	<b>10.9</b>	<b>14.3</b>	<b>16.7</b>	<b>19.5</b>

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表14: 谷歌年度盈利预测调整 (单位: 百万美元)

	2026E			2027E			2028E		
	前值	新值	变动	前值	新值	变动	前值	新值	变动
<b>营业总收入</b>	<b>488,434</b>	<b>498,013</b>	<b>2.0%</b>	<b>560,656</b>	<b>586,228</b>	<b>4.6%</b>	<b>632,867</b>	<b>684,035</b>	<b>8.1%</b>
YoY	21.2%	23.6%	2.4%	14.8%	17.7%	2.9%	12.9%	16.7%	3.8%
<b>收入成本</b>	<b>192,931</b>	<b>196,715</b>	<b>2.0%</b>	<b>218,656</b>	<b>228,629</b>	<b>4.6%</b>	<b>245,552</b>	<b>265,406</b>	<b>8.1%</b>
YoY	18.7%	21.0%	2.3%	13.3%	16.2%	2.9%	12.3%	16.1%	3.8%
毛利率	60.5%	60.5%	0.0%	61.0%	61.0%	0.0%	61.2%	61.2%	0.0%
<b>研发费用</b>	<b>73,265</b>	<b>73,706</b>	<b>0.6%</b>	<b>84,098</b>	<b>86,762</b>	<b>3.2%</b>	<b>94,930</b>	<b>101,237</b>	<b>6.6%</b>
YoY	19.9%	20.7%	0.7%	14.8%	17.7%	2.9%	12.9%	16.7%	3.8%
研发费用率	15.0%	14.8%	-0.2%	15.0%	14.8%	-0.2%	15.0%	14.8%	-0.2%
<b>销售与市场费用</b>	<b>31,748</b>	<b>31,873</b>	<b>0.4%</b>	<b>35,882</b>	<b>37,519</b>	<b>4.6%</b>	<b>39,871</b>	<b>43,778</b>	<b>9.8%</b>
YoY	10.6%	11.1%	0.4%	13.0%	17.7%	4.7%	11.1%	16.7%	5.6%
销售费用率	6.5%	6.4%	-0.1%	6.4%	6.4%	0.0%	6.3%	6.4%	0.1%
<b>一般与管理费用</b>	<b>24,422</b>	<b>22,411</b>	<b>-8.2%</b>	<b>28,033</b>	<b>26,380</b>	<b>-5.9%</b>	<b>31,643</b>	<b>30,782</b>	<b>-2.7%</b>
YoY	13.7%	4.3%	-9.4%	14.8%	17.7%	2.9%	12.9%	16.7%	3.8%
管理费用率	5.0%	4.5%	-0.5%	5.0%	4.5%	-0.5%	5.0%	4.5%	-0.5%
<b>净利润</b>	<b>166,777</b>	<b>172,684</b>	<b>3.5%</b>	<b>191,560</b>	<b>202,200</b>	<b>5.6%</b>	<b>216,511</b>	<b>235,744</b>	<b>8.9%</b>
YoY	26.2%	30.7%	4.5%	14.9%	17.1%	2.2%	13.0%	16.6%	3.6%
净利率	34.1%	34.7%	0.5%	34.2%	34.5%	0.3%	34.2%	34.5%	0.3%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图15: 谷歌分季度盈利预测 (单位: 百万美元)

假设简表	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2E	2026Q3E	2026Q4E	2027Q1E
<b>总收入</b>	<b>96,428</b>	<b>102,346</b>	<b>113,828</b>	<b>109,896</b>	<b>117,640</b>	<b>126,700</b>	<b>143,777</b>	<b>134,945</b>
YoY	14%	16%	18%	22%	22%	24%	26%	23%
<b>营业收入</b>	<b>96,428</b>	<b>102,346</b>	<b>113,828</b>	<b>109,896</b>	<b>117,640</b>	<b>126,700</b>	<b>143,777</b>	<b>134,945</b>
Google services total	82,543	87,052	95,862	89,637	94,194	100,374	110,884	100,598
Google cloud	13,624	15,157	17,664	20,028	22,492	25,372	33,081	33,530
Other Bets	373	344	370	411	420	450	563	517
<b>占比</b>								
Google services total	86%	85%	84%	82%	80%	79%	77%	75%
Google cloud	14%	15%	16%	18%	19%	20%	23%	25%
Other Bets	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>总成本</b>	<b>39,039</b>	<b>41,369</b>	<b>45,766</b>	<b>41,271</b>	<b>45,469</b>	<b>48,998</b>	<b>60,977</b>	<b>46,783</b>
YoY	10%	13%	13%	14%	16%	18%	33%	13%
<b>总毛利</b>	<b>57,389</b>	<b>60,977</b>	<b>68,062</b>	<b>68,625</b>	<b>72,170</b>	<b>77,703</b>	<b>82,800</b>	<b>88,162</b>
YoY	17%	18%	22%	27%	26%	27%	22%	28%
<b>总毛利率</b>	<b>59.5%</b>	<b>59.6%</b>	<b>59.8%</b>	<b>62.4%</b>	<b>61.3%</b>	<b>61.3%</b>	<b>57.6%</b>	<b>65.3%</b>
<b>费用</b>	<b>26,118</b>	<b>29,749</b>	<b>32,128</b>	<b>28,929</b>	<b>28,573</b>	<b>30,412</b>	<b>40,076</b>	<b>29,804</b>
销售费用	7,101	7,205	8,215	7,606	7,684	7,976	8,607	7,410
管理费用	5,209	7,393	5,341	4,291	4,738	5,109	8,273	4,460
研发费用	13,808	15,151	18,572	17,032	16,151	17,327	23,196	17,934
<b>费用率</b>	<b>27.1%</b>	<b>29.1%</b>	<b>28.2%</b>	<b>26.3%</b>	<b>24.3%</b>	<b>24.0%</b>	<b>27.9%</b>	<b>22.1%</b>
销售费用率	7%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	5%
管理费用率	5%	7%	5%	4%	4%	4%	6%	3%
研发费用率	14%	15%	16%	15%	14%	14%	16%	13%
<b>净利润</b>	<b>28,196</b>	<b>34,979</b>	<b>34,455</b>	<b>62,578</b>	<b>34,862</b>	<b>38,182</b>	<b>37,062</b>	<b>40,321</b>
YoY	19%	33%	30%	81%	24%	9%	8%	-36%
净利润率	29%	34%	30%	57%	30%	30%	26%	30%
<b>EPS</b>	<b>2.3</b>	<b>2.9</b>	<b>2.6</b>	<b>5.2</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图16: 谷歌估值

P/E相对估值	2026E
净利润 (百万美元)	172,684
26E PE	35.0
股权价值 (百万美元)	6,052,417
总股本 (百万股)	12,116
目标价 (美元)	500

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

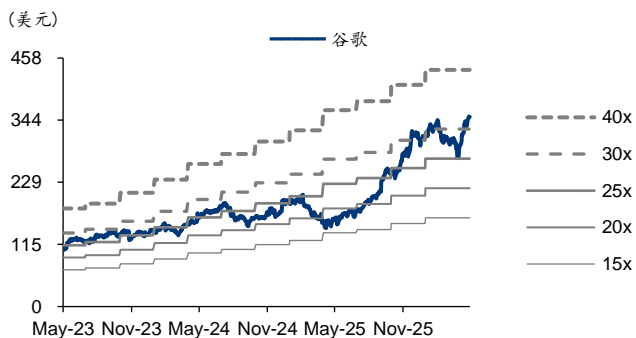
### 风险提示

**AI 技术落地不及预期:** 自 ChatGPT 推出并取得一定成果以来, 各大科技公司加快布局 AIGC 领域, Meta 近期成立 Super Intelligence 团队, 微软也在 Azure、Bing 等业务中深度整合 AI 技术。然而, 人工智能作为高新技术, 前期研发成本和周期较长, 后续落地可能受企业投入、宏观经济、政策及舆论等多重因素影响, 导致技术进展不及预期。

**行业竞争激烈:** 生成式 AI 仍处于行业发展早期, 文字、图片、视频等多模态大模型不断推出, 并赋能聊天、搜索、代码编辑等应用。目前行业竞争格局尚未稳定, 竞争激烈。如果市场竞争进一步加剧, 部分企业未能及时推出相关产品或技术研发进展不理想, 可能面临市场淘汰的风险。

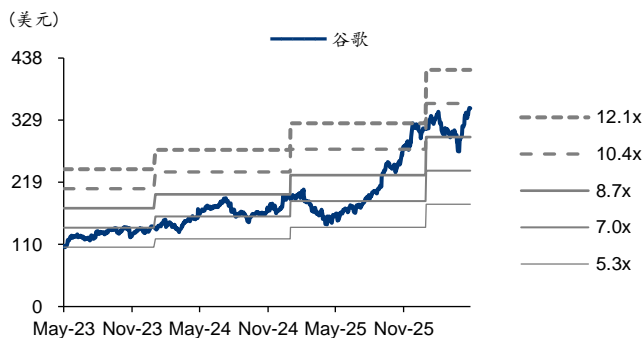
**反垄断监管进展:** 2024 年 8 月, 华盛顿联邦法院裁定谷歌违反《谢尔曼法》, 通过排他性分销协议在美国确立搜索与广告市场的主导地位。2025 年 3 月, 美国司法部联合多个州与地区继续推进诉讼。法院认为, 谷歌通过每年大额支出稳固其搜索引擎地位, 并长期抬高广告价格。我们认为, 谷歌搜索与广告业务中长期仍面临反垄断监管风险。

图表17: 谷歌 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表18: 谷歌 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 盈利预测

## 利润表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	350,018	402,836	498,013	586,228	684,035
销售成本	(146,306)	(162,535)	(196,715)	(228,629)	(265,406)
<b>毛利润</b>	<b>203,712</b>	<b>240,301</b>	<b>301,298</b>	<b>357,599</b>	<b>418,630</b>
销售及分销成本	(27,808)	(28,693)	(31,873)	(37,519)	(43,778)
管理费用	(14,188)	(21,482)	(22,411)	(26,380)	(30,782)
其他收入/支出	(49,326)	(61,087)	(73,706)	(86,762)	(101,237)
财务成本净额	4,214	3,601	9,291	16,229	26,144
应占联营公司利润及亏损	(188.00)	(188.00)	(188.00)	(188.00)	(188.00)
<b>税前利润</b>	<b>119,815</b>	<b>158,826</b>	<b>207,511</b>	<b>242,979</b>	<b>283,289</b>
税费开支	(19,697)	(26,656)	(34,827)	(40,780)	(47,545)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归母净利润</b>	<b>100,118</b>	<b>132,170</b>	<b>172,684</b>	<b>202,200</b>	<b>235,744</b>
折旧和摊销	(15,311)	(21,136)	(31,055)	(45,352)	(61,338)
EBITDA	127,533	176,361	229,275	272,102	318,483
EPS (美元, 基本)	8.26	10.91	14.25	16.69	19.46

## 资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	124,531	159,021	183,734	193,588	211,401
现金及现金等价物	23,466	30,708	78,987	104,103	183,990
其他流动资产	15,714	16,309	17,173	17,173	17,173
<b>总流动资产</b>	<b>163,711</b>	<b>206,038</b>	<b>279,894</b>	<b>314,864</b>	<b>412,564</b>
固定资产	171,036	246,597	399,266	574,384	744,539
无形资产	31,885	33,380	29,198	29,198	29,198
其他长期资产	83,624	109,266	78,667	81,166	83,790
<b>总长期资产</b>	<b>286,545</b>	<b>389,243</b>	<b>507,132</b>	<b>684,748</b>	<b>857,527</b>
<b>总资产</b>	<b>450,256</b>	<b>595,281</b>	<b>787,026</b>	<b>999,612</b>	<b>1,270,091</b>
应付账款	84,086	96,167	121,992	131,560	162,778
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	5,036	6,578	6,578	6,578	6,578
<b>总流动负债</b>	<b>89,122</b>	<b>102,745</b>	<b>128,570</b>	<b>138,138</b>	<b>169,356</b>
长期债务	22,574	59,291	58,243	57,669	57,059
其他长期债务	13,476	17,980	17,856	19,249	23,375
<b>总长期负债</b>	<b>36,050</b>	<b>77,271</b>	<b>76,099</b>	<b>76,918</b>	<b>80,434</b>
股本	84,800	93,126	93,126	93,126	93,126
储备/其他项目	240,284	322,139	489,231	691,430	927,175
股东权益	325,084	415,265	582,357	784,556	1,020,301
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>325,084</b>	<b>415,265</b>	<b>582,357</b>	<b>784,556</b>	<b>1,020,301</b>

## 估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	42.35	32.08	24.55	20.97	17.98
PB	13.04	10.21	7.28	5.40	4.16
EV EBITDA	33.38	24.34	18.51	15.51	13.01
股息率 (%)	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	1.79	0.86	0.32	0.31	1.35

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 现金流量表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	127,533	176,361	229,275	272,102	318,483
融资成本	(4,214)	(3,601)	(9,291)	(16,229)	(26,144)
营运资本变动	16,710	(22,409)	1,112	(285.78)	13,405
税费	(19,697)	(26,656)	(34,827)	(40,780)	(47,545)
其他	4,967	41,018	27,008	48,686	78,433
<b>经营活动现金流</b>	<b>125,299</b>	<b>164,713</b>	<b>213,278</b>	<b>263,494</b>	<b>336,632</b>
CAPEX	(52,535)	(91,447)	(183,724)	(220,469)	(231,493)
其他投资活动	6,999	(28,844)	29,065	(1,107)	1,502
<b>投资活动现金流</b>	<b>(45,536)</b>	<b>(120,291)</b>	<b>(154,660)</b>	<b>(221,576)</b>	<b>(229,991)</b>
债务增加量	(3,139)	36,717	(1,048)	(573.20)	(610.00)
权益增加量	8,266	8,326	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	(6,058)	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(4,612)	(717.00)	(9,291)	(16,229)	(26,144)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(79,733)</b>	<b>(37,388)</b>	<b>(10,339)</b>	<b>(16,802)</b>	<b>(26,754)</b>
现金变动	30.00	7,034	48,279	25,116	79,887
年初现金	24,048	23,466	30,708	78,987	104,103
汇率波动影响	(612.00)	208.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>23,466</b>	<b>30,708</b>	<b>78,987</b>	<b>104,103</b>	<b>183,990</b>

## 业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	13.87	15.09	23.63	17.71	16.68
毛利润	17.03	17.96	25.38	18.69	17.07
营业利润	33.33	14.81	34.31	19.40	17.35
净利润	35.67	32.01	30.65	17.09	16.59
EPS	41.43	32.01	30.65	17.09	16.59
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	58.20	59.65	60.50	61.00	61.20
EBITDA	36.44	43.78	46.04	46.42	46.56
净利润率	28.60	32.81	34.67	34.49	34.46
ROE	32.91	35.70	34.62	29.58	26.12
ROA	23.48	25.28	24.98	22.63	20.77
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(0.27)	6.88	(3.56)	(5.92)	(12.44)
流动比率	1.84	2.01	2.18	2.28	2.44
速动比率	1.84	2.01	2.18	2.28	2.44
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.82	0.77	0.72	0.66	0.60
应收账款周转天数	131.96	126.70	123.88	115.86	106.57
应付账款周转天数	199.02	199.62	199.62	199.62	199.62
存货周转天数	3.39	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	(63.66)	NA	NA	NA	NA

## 每股指标 (美元)

EPS	8.26	10.91	14.25	16.69	19.46
每股净资产	26.83	34.27	48.07	64.75	84.21

## 免责声明

### 分析师声明

本人,何翩翩、夏路路、丁骄琬,兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见;彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意,标\*的人员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。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

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,过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现,分析中所做的预测可能是基于相应的假设,任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员,也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并需在使用前获取独立的法律意见,以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求,同时注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师何翩翩、夏路路、丁骄琬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司