

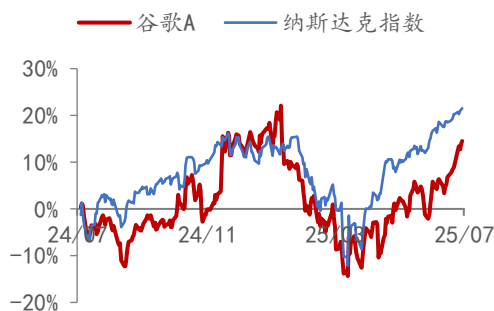
收入利润超预期，全年 CapEx 上调 100 亿美元

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-07-30

收盘价（美元）	195.75
近 12 个月最高/最低（美元）	206.0/144.5
总股本（百万股）	12,094
流通股本（百万股）	11,247
流通股比例（%）	92.99
总市值（亿美元）	23,674
流通市值（亿美元）	22,016

公司价格与纳斯达克综指走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：赵亮

执业证书号：S0010525070001

邮箱：zhaoliang@hazq.com

相关报告

1.谷歌 25Q1：利润超预期，全年 CapEx 维持 750 亿美元 2025-04-30

2.谷歌 24Q4：利润略超预期，云业务小幅 miss 2025-02-13

主要观点：

● 25Q2 业绩：利润显著超预期

公司发布 25Q2 业绩，1) 整体来看：收入 964 亿美元(yoy+13.8%)，高于 BBG 预期 2.62%；GAAP 营业利润 313 亿美元(yoy+14.0%)，高于 BBG 预期 0.65%；GAAP 净利润 282 亿美元(yoy+19.4%)，高于 BBG 预期 5.38%；

2) 分业务来看：①谷歌服务录得 825 亿美元(yoy+11.7%)，高于彭博一致预期 2.61%。其中搜索业务收入 542 亿美元(yoy+11.7%)，高于彭博一致预期 2.51%，YouTube 广告收入 98 亿美元(yoy+13.1%)，高于彭博一致预期 2.44%；google network 收入 74 亿美元(yoy-1.2%)，高于彭博一致预期 1.42%；订阅业务收入 112 亿美元(同比+20.3%)，高于彭博一致预期 4.33%；②云业务收入录得 136 亿美元(yoy+31.7%)，高于彭博一致预期 3.65%；

● 25 全年 CapEx 上调 100 亿美元，26 年将继续增加投入

CapEx：25Q2 CapEx 达 224 亿美元，高于 BBG 预期的 182 亿美元；今年全年 CapEx 上调至 850 亿美元（此前指引为 750 亿美元），其中 2/3 资金会用于购买服务器。公司预计 26 年云计算需求持续紧张，明年资本支出会进一步增加；

● 全栈式 AI 驱动核心业务全面增长

1) 搜索业务展现韧性：搜索广告超出 BBG 预期，重回双位数增长，尽管面对 ChatGPT 和 Perplexity 等 AI 竞品威胁，但 Google search 仍展现出业务韧性。上季度业绩会谷歌就曾表示 AI overview 货币化率基本与传统搜索大致相同。本季度 Google search CPC 维持高个位数增长（本季度增长 8%，上季度为 7%），Paid clicks 受 AI overview 推动实现 4%增长（上季度为 2%）；AI overview 当前 MAU 已超 2000 万，覆盖 200 多个国家和地区；

2) tokens 处理量翻倍式增长：5 月 I/O 大会上 Google 曾披露其各项服务每月处理 480 万亿个 tokens，到目前其每月处理量超 980 万亿 tokens，实现翻倍增长；Gemini 应用目前的月活跃用户已超过 4.5 亿，每日请求量较第一季度增长超过 50%；

3) 谷歌云加速扩张：当前云业务 ARR 已超 500 亿美元，OPM 显著改善，由上季度的 17.8%增长至 20.7%，2025 年上半年签下的 10 亿美元以上大单数量与整个 2024 年全年持平。超过 8.5 万家企业正在使用 Gemini 构建服务，推动 Gemini 使用量同比增长 35 倍。

● 投资建议

我们预计谷歌 2025-2027 收入为 3956/4443/4978 亿美元(前值为 3851/4278/4731 亿美元)，同比+13%/+12%/+12%；净利润预计录得 1214/1296/1422 亿美元(前值为 1140/1152/1279 亿美元)，同比+21%/+7%/+10%，维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济环境波动；AI 业务发展不及预期；云计算行业竞争加剧等。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	350,018	395,616	444,304	497,766
收入同比（%）	13.9%	13.0%	12.3%	12.0%
净利润（百万美元）	100,118	121,420	129,621	142,176
同比（%）	35.7%	21.3%	6.8%	9.7%
每股收益 EPS（美元）	8.05	9.93	10.71	12.71
市盈率（P/E）	24.01	19.46	18.04	15.20

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	163,711	168,143	184,262	208,822					
现金及现金等价物	23,466	15,829	22,020	45,643					
有价证券	72,191	73,500	73,500	73,500					
应收款项	52,340	60,568	68,197	69,134					
存货	0	0	0	0					
其他流动资产	15,714	18,247	20,545	20,545					
非流动资产	286,545	333,935	371,994	382,479					
固定资产	171,036	224,062	262,121	272,606					
经营租赁资产	13,588	14,255	14,255	14,255					
无形资产	0	0	0	0					
长期理财投资	37,982	34,172	34,172	34,172					
商誉	31,885	32,335	32,335	32,335					
其他非流动资产	32,054	29,111	29,111	29,111					
资产总计	450,256	502,078	556,256	591,301					
流动负债	89,122	79,795	80,275	80,417					
应付款项	7,987	7,256	7,736	7,878					
应付薪酬	15,069	11,373	11,373	11,373					
应付费用和其他流动负债	51,228	47,298	47,298	47,298					
短期应付费用	9,802	8,899	8,899	8,899					
短期递延收入	5,036	4,969	4,969	4,969					
非流动负债	36,050	42,175	42,175	42,175					
长期借款	10,883	13,238	13,238	13,238					
长期递延收入	0	0	0	0					
长期应付所得税	8,782	10,027	10,027	10,027					
经营租赁负债	11,691	11,952	11,952	11,952					
其他非流动负债	4,694	6,958	6,958	6,958					
负债合计	125,172	121,970	122,450	122,592					
普通股和实收资本	84,800	72,259	39,406	39,406					
累计其他综合收益	-4,800	-2,127	-2,127	-38,442					
留存收益	245,084	309,977	396,527	467,744					
权益合计	325,084	380,108	433,806	468,708					
负债和股东权益	450,256	502,078	556,256	591,301					
主要财务比率									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
回报率									
净资产收益率	30.80%	31.94%	29.88%	30.33%					
总资产收益率	22.24%	24.18%	23.30%	24.04%					
增长率									
营业总收入增长率	13.87%	13.03%	12.31%	12.03%					
净利润增长率	35.67%	21.28%	6.75%	9.69%					
总资产增长率	11.89%	11.51%	10.79%	6.30%					
资产管理能力									
应收款项周转天数	54.6	55.9	56.0	50.7					
应付款项周转天数	8.3	6.7	6.4	5.8					
总资产周转率	78%	79%	80%	84%					
偿债能力									
资产负债率	27.80%	24.29%	22.01%	20.73%					
流动比率	1.8	2.1	2.3	2.6					

利润表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	350,018	395,616	444,304	497,766					
增长率	13.87%	13.03%	12.31%	12.03%					
营业成本	146,306	162,176	182,598	211,004					
%销售收入	41.80%	40.99%	41.10%	42.39%					
毛利	203,712	233,440	261,705	286,763					
销售及营销开支	27,808	28,736	31,101	33,848					
研发开支	49,326	57,323	63,486	70,185					
一般及行政开支	14,188	16,479	14,148	14,933					
营业利润	112,390	130,902	152,970	167,797					
%销售收入	32.11%	33.09%	34.43%	33.71%					
其他收入	7,425	15,445	3,200	3,500					
除税前利润	119,815	146,347	156,170	171,297					
%销售收入	34.23%	36.99%	35.15%	34.41%					
所得税	-19,697	-24,926	-26,549	-29,120					
净利润	100,118	121,420	129,621	142,176					
现金流量表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
净利润	100,118	121,420	129,621	142,176					
折旧摊销	15,311	21,785	33,100	41,000					
以股份为基础的薪酬开支	22,785	24,490	27,147	35,972					
其他	-4,509	-11,966	0	0					
应收款项	-5,891	-6,721	-7,629	-938					
存货	0	0	0	0					
其他资产	-3,815	-7,428	-2,298	0					
应付款项	359	-1,418	481	142					
应付费用和其他流动负债	-1,161	-1,560	0	0					
短期应付费用	1,059	-219	0	0					
递延收入	1,043	636	0	0					
经营活动现金净流量	125,299	139,019	180,422	218,352					
购买固定资产和无形资产	-55,375	-85,496	-104,500	-125,000					
购买有价证券	16,749	1,060	0	0					
购买长期理财投资	-4,152	-1,439	0	0					
其他投资活动	-2,758	-363	0	0					
投资活动现金净流量	-45,536	-86,238	-104,500	-125,000					
普通股回购	-62,222	-58,706	-60,000	-60,000					
股息支付	-7,363	-9,807	-9,730	-9,730					
债务偿付	-11,840	-18,397	0	0					
其他	1,692	26,047	0	0					
筹资活动现金净流量	-79,733	-60,863	-69,730	-69,730					
汇率变动对现金的影响额	-612	444	0	0					
现金净增加值	-582	-7,637	6,192	23,622					
期末现金及现金等价物	23,466	15,829	22,020	45,643					

资产负债表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	163,711	168,143	184,262	208,822					
现金及现金等价物	23,466	15,829	22,020	45,643					
有价证券	72,191	73,500	73,500	73,500					
应收款项	52,340	60,568	68,197	69,134					
存货	0	0	0	0					
其他流动资产	15,714	18,247	20,545	20,545					
非流动资产	286,545	333,935	371,994	382,479					
固定资产	171,036	224,062	262,121	272,606					
经营租赁资产	13,588	14,255	14,255	14,255					
无形资产	0	0	0	0					
长期理财投资	37,982	34,172	34,172	34,172					
商誉	31,885	32,335	32,335	32,335					
其他非流动资产	32,054	29,111	29,111	29,111					
资产总计	450,256	502,078	556,256	591,301					
流动负债	89,122	79,795	80,275	80,417					
应付款项	7,987	7,256	7,736	7,878					
应付薪酬	15,069	11,373	11,373	11,373					
应付费用和其他流动负债	51,228	47,298	47,298	47,298					
短期应付费用	9,802	8,899	8,899	8,899					
短期递延收入	5,036	4,969	4,969	4,969					
非流动负债	36,050	42,175	42,175	42,175					
长期借款	10,883	13,238	13,238	13,238					
长期递延收入	0	0	0	0					
长期应付所得税	8,782	10,027	10,027	10,027					
经营租赁负债	11,691	11,952	11,952	11,952					
其他非流动负债	4,694	6,958	6,958	6,958					
负债合计	125,172	121,970	122,450	122,592					
普通股和实收资本	84,800	72,259	39,406	39,406					
累计其他综合收益	-4,800	-2,127	-2,127	-38,442					
留存收益	245,084	309,977	396,527	467,744					
权益合计	325,084	380,108	433,806	468,708					
负债和股东权益	450,256	502,078	556,256	591,301					
主要财务比率									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
回报率									
净资产收益率	30.80%	31.94%	29.88%	30.33%					
总资产收益率	22.24%	24.18%	23.30%	24.04%					
增长率									
营业总收入增长率	13.87%	13.03%	12.31%	12.03%					
净利润增长率	35.67%	21.28%	6.75%	9.69%					
总资产增长率	11.89%	11.51%	10.79%	6.30%					
资产管理能力									
应收款项周转天数	54.6	55.9	56.0	50.7					
应付款项周转天数	8.3	6.7	6.4	5.8					
总资产周转率	78%	79%	80%	84%					
偿债能力									
资产负债率	27.80%	24.29%	22.01%	20.73%					
流动比率	1.8	2.1	2.3	2.6					

利润表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	350,018	395,616	444,304	497,766					
增长率	13.87%	13.03%	12.31%	12.03%					
营业成本	146,306	162,176	182,598	211,004					
%销售收入	41.80%	40.99%	41.10%	42.39%					
毛利	203,712	233,440	261,705	286,763					
销售及营销开支	27,808	28,736	31,101	33,848					
研发开支	49,326	57,323	63,486	70,185					
一般及行政开支	14,188	16,479	14,148	14,933					
营业利润	112,390	130,902	152,970	167,797					
%销售收入	32.11%	33.09%	34.43%	33.71%					
其他收入	7,425	15,445	3,200	3,500					
除税前利润	119,815	146,347	156,170	171,297					
%销售收入	34.23%	36.99%	35.15%	34.41%					
所得税	-19,697	-24,926	-26,549	-29,120					
净利润	100,118	121,420	129,621	142,176					
现金流量表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
净利润	100,118	121,420	129,621	142,176					
折旧摊销	15,311	21,785	33,100	41,000					
以股份为基础的薪酬开支	22,785	24,490	27,147	35,972					
其他	-4,509	-11,966	0	0					
应收款项	-5,891	-6,721	-7,629	-938					
存货	0	0	0	0					
其他资产	-3,815	-7,428	-2,298	0					
应付款项	359	-1,418	481	142					
应付费用和其他流动负债	-1,161	-1,560	0	0					
短期应付费用	1,059	-219	0	0					
递延收入	1,043	636	0	0					
经营活动现金净流量	125,299	139,019	180,422	218,352					
购买固定资产和无形资产	-55,375	-85,496	-104,500	-125,000					
购买有价证券	16,749	1,060	0	0					
购买长期理财投资	-4,152	-1,439	0	0					
其他投资活动	-2,758	-363	0	0					
投资活动现金净流量	-45,536	-86,238	-104,500	-125,000					
普通股回购	-62,222	-58,706	-60,000	-60,000					
股息支付	-7,363	-9,807	-9,730	-9,730					
债务偿付	-11,840	-18,397	0	0					
其他	1,692	26,047	0	0					
筹资活动现金净流量	-79,733	-60,863	-69,730	-69,730					
汇率变动对现金的影响额	-612	444	0	0					
现金净增加值	-582	-7,637	6,192	23,622					
期末现金及现金等价物	23,466	15,829	22,020	45,643					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。