

Alphabet (GOOG US)

谷歌 2025 年 I/O 大会：AI 提升各场景用户体验

谷歌在 2025 年 I/O 开发者大会更新了关于搜索、大模型以及 AI 应用的最新进展，重点产品更新包括：1) **搜索**：在美国地区正式推出基于 Gemini 2.5 的 AI 原生搜索功能 AI Mode，包含深度搜索、实时搜索和智能体等一系列 AI 能力，改善用户搜索体验；2) **基底模型**：发布新版 Gemini 2.5 Flash，进一步提升编程以及复杂任务的处理能力，并且提高效率 22%；3) **多模态模型**：发布视频生成模型 Veo 3 和图像生成模型 Imagen 4，在多模态内容生成领域持续保持领先优势；4) **原生 AI 应用**：Gemini App 推出一系列新功能，包括 Agent Mode，结合网页浏览、深度研究和应用操作等一系列能力，能够全程完成复杂任务。基于行业领先的基底模型、庞大的用户基础以及良好 AI 产品能力，我们看好谷歌维持在搜索市场的领先优势，抵御大模型的竞争威胁。我们维持对于谷歌的盈利预测和目标价，预计 FY25/26E 搜索广告收入同比增长 10%/9%。维持买入评级。

■ **搜索：AI 搜索提升用户体验。**公司向美国地区的搜索用户正式推出 AI Mode，AI Mode 具备强大的推理和多模态能力，可通过追问及相关网址链接为用户提供更深入的搜索结果。此外，公司在 AI Mode 中引入多项功能，包括 1) 深度搜索 (Deep Search)：基于 Query Fan-out 技术，深度搜索能够生成数百个子搜索，根据丰富的信息进行推理，在几分钟内生成详细的搜索报告；2) 实时搜索 (Search Live)：通过摄像头，用户可以实时利用 AI 搜索进行多模态交互；3) 智能体能力：公司将 Project Mariner 的智能体能力整合进 AI Mode，用户目前可利用智能体完成购票和餐厅预订等功能。随着 AI 快速发展，市场担忧大模型将争夺公司搜索份额。据 Statcounter，谷歌全球搜索市场份额由 23 年 1 月的 93% 降至 25 年 4 月的 90%。我们认为 AI Mode 的推出有望巩固谷歌在搜索领域的领先优势，抵御竞争，并带来搜索增量。据公司内部统计，此前推出的 AI Overviews 功能推动用户 AI 搜索问询增长超 10%。截至 1Q25，AI Overviews 月均用户已超 15 亿，且货币化率水平接近公司核心搜索业务。

■ **大模型：巩固领先优势。**公司发布新版 Gemini 2.5 Flash，进一步提升编程以及复杂任务的处理能力，并且提高效率 22%；公司旗舰基底模型 Gemini 2.5 Pro 在经历上一轮更新以后，目前领跑全球大模型榜单 WebDev Arena 和 LMArena。在多模态模型方面，公司发布了视频生成模型 Veo 3 和图像生成模型 Imagen 4，巩固其在多模态模型领域的领先优势。相较 Veo 2，Veo 3 进一步提升视频画质，并且可以生成视频内的音频内容。我们认为，模型领域的迭代和领先是公司在搜索/云计算领域的核心壁垒之一。

■ **原生 AI 应用：拓展应用场景。**公司的 Gemini App 推出一系列新功能，包括 1) Agent Mode：结合网页浏览、深度研究和应用操作等一系列能力，能够替代用户完成较为复杂的任务；2) 交互问答功能：可基于用户文档生成交互式问答，成为用户的学习助手；3) 连接其他谷歌应用：用户可在与 Gemini 对话中使用或操作其他谷歌应用。截至 I/O 大会，Gemini App 目前月活用户已超 4 亿。

买入 (维持)

目标价 218.00 美元
潜在升幅 28.5%
当前股价 169.59 美元

互联网

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

马泽慧
(852) 3761 8838
joannama@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	2,057,974.7
3 月平均流通量(百万美元)	1,958.0
52 周内股价高/低(美元)	207.71/146.58
总股本 (百万)	12108.0

资料来源：FactSet

股东结构

Sergey Brin	6.0%
Larry Page	5.7%

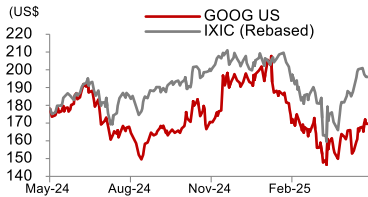
资料来源：公司资料

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	3.5%	-4.0%
3 - 月	-0.4%	-1.4%
6 - 月	-0.7%	1.0%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万美元)	307,394	350,018	390,735	432,575	476,044
同比增长(%)	8.7	13.9	11.6	10.7	10.0
净利润(百万美元)	73,795.0	100,118.0	120,158.3	127,312.4	142,018.2
每股收益(美元)	5.84	8.13	9.92	10.51	11.73
市场平均预估每股收益(美元)	5.84	8.13	8.83	10.05	12.02
市盈率(倍)	29.0	20.9	17.1	16.1	14.5

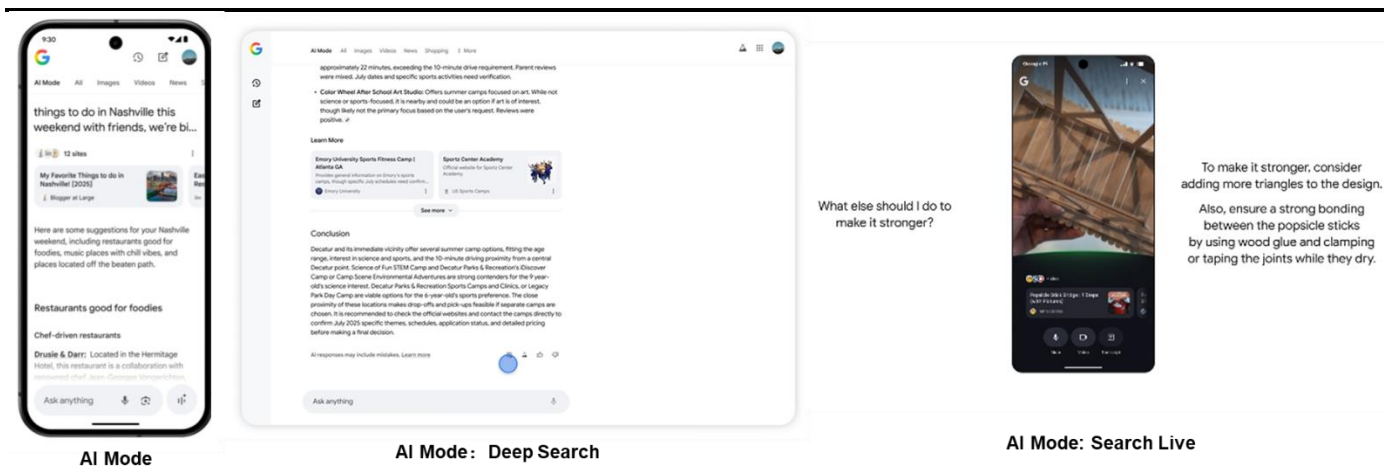
资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

搜索：AI 搜索提升用户体验

公司向美国地区的搜索用户正式推出 AI Mode，AI Mode 具备强大的推理和多模态能力，并可通过追问以及相关网址链接为用户提供更深入的搜索结果。此外。公司在 AI Mode 中引入多项功能，包括 1) 深度搜索 (Deep Search)：基于 Query Fan-out 技术，深度搜索能够生成数百个子搜索，根据丰富的信息进行推理，在几分钟内生成详细的搜索报告；2) 实时搜索 (Search Live)：通过摄像头，用户可以实时利用 AI 搜索进行多模态交互；3) 智能体能力：公司将 Project Mariner 的智能体能力整合进 AI Mode，用户目前可利用智能体完成购票和餐厅预订等功能。

AI Mode 的推出有望巩固谷歌在搜索领域的领先优势，并带来搜索增量。据公司内部统计，此前推出的 AI Overviews 功能推动用户 AI 搜索量增长超 10%。AI 搜索目前对公司商业化影响较小，主因公司对于 AI 搜索的推出节奏较为谨慎，且管理层指出 AI Overviews 目前商业化水平和传统搜索较为接近。

图 1：谷歌：AI Mode

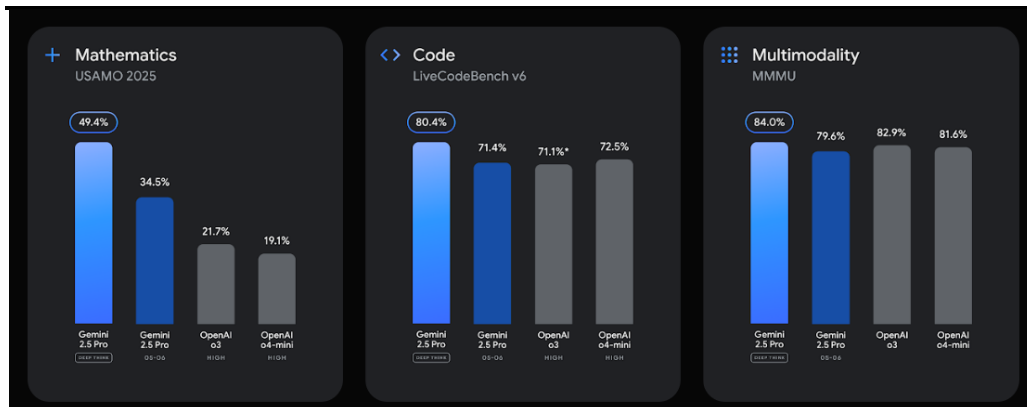


资料来源：谷歌，招银国际环球市场

大模型：巩固领先优势

公司发布新版 Gemini 2.5 Flash，进一步提升编程以及复杂任务的处理能力，并且提高效率 22%。公司旗舰基底模型 Gemini 2.5 Pro 在经历上一轮更新以后，目前领跑全球大模型榜单 WebDev Arena 和 LMArena。

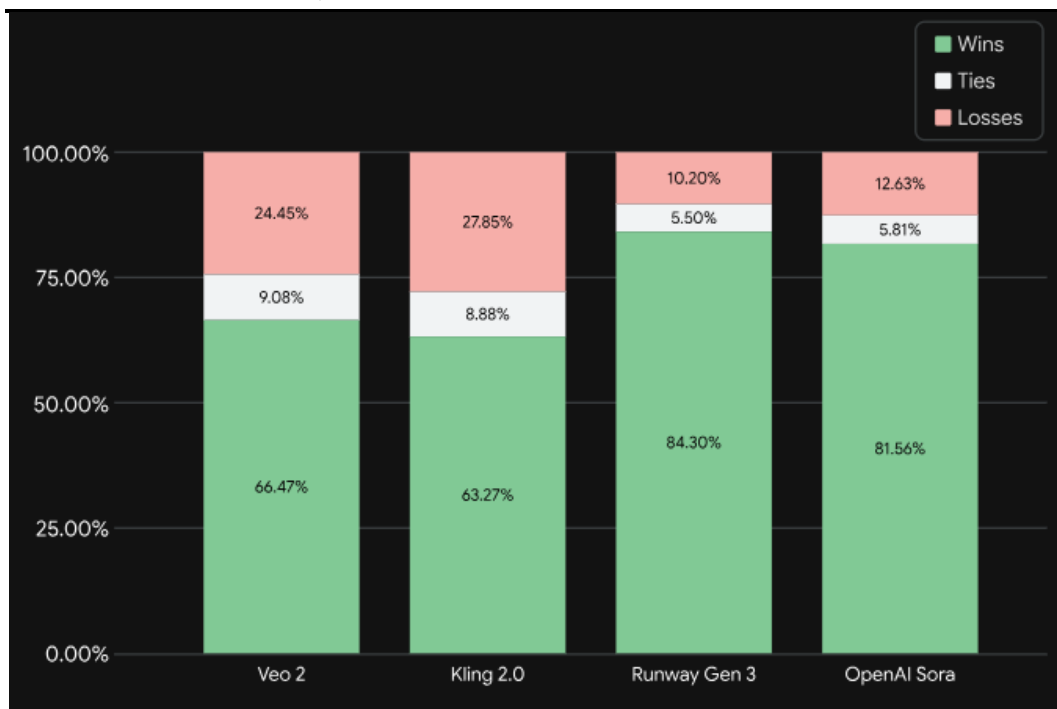
图 2：谷歌：Gemini 2.5 Pro 领跑主流大模型榜单



资料来源：谷歌，招银国际环球市场

在多模态模型方面，公司发布了视频生成模型 Veo 3 和图像生成模型 Imagen 4，巩固其在多模态模型领域的领先优势。相较 Veo 2，Veo 3 进一步提升视频画质，并且可以生成视频内的音频内容。在文生视频的人工盲测中，Veo 3 对比 Veo 2/可灵 2.0/Runway Gen 3/Open AI Sora 的胜率分别达到 66.5%/63.3%/84.3%/81.6%，领先于其他视频大模型。

图 3: 谷歌：文生视频领域，Veo 3 对比其他模型表现

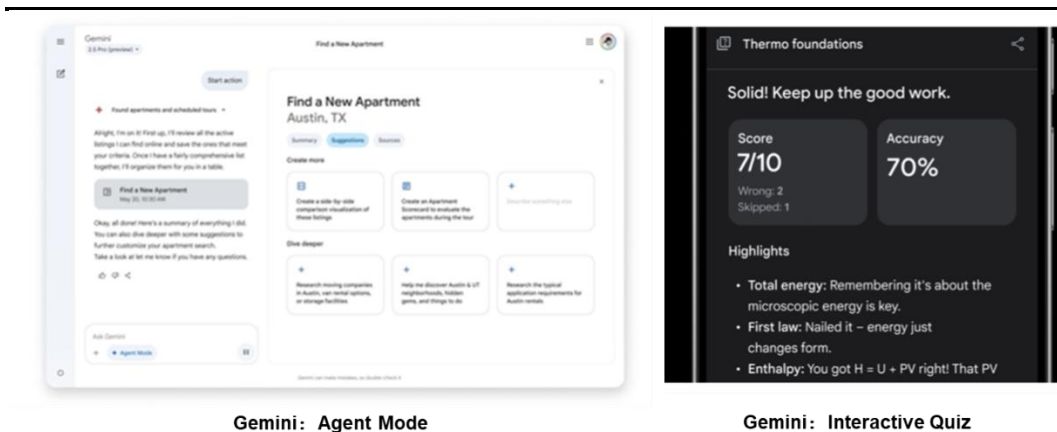


资料来源：谷歌，招银国际环球市场

原生 AI 应用：拓展应用场景

公司的 Gemini App 推出一系列新功能，包括 1) Agent Mode：结合网页浏览、深度研究和应用操作等一系列能力，能够替代用户完成较为复杂的任务；2) 交互问答功能：可基于用户文档生成交互式问答，成为用户的学习助手；3) 连接其他谷歌应用：用户可在与 Gemini 对话中使用或操作其他谷歌应用。截至 I/O 大会，Gemini App 目前月活用户已超 4 亿。

图 4: 谷歌：Gemini App 功能更新



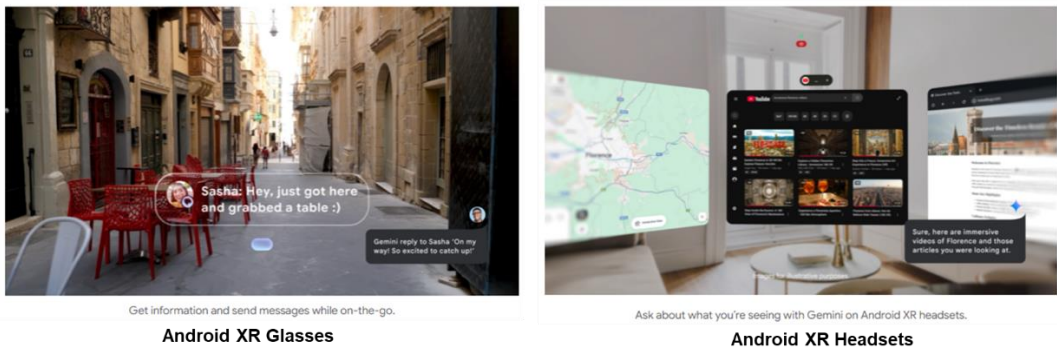
资料来源：谷歌，招银国际环球市场

智能设备：AI 赋能现实世界交互

大会展示了公司与三星联合研发的首款安卓 XR 头显 Project Moohan，该头显能够为用户提供沉浸式大屏 XR 体验，产品预计将在今年上市。谷歌将在设备中提供基于 Gemini 的 AI 助手服务，用户可以通过和 AI 助手对话的形式操作设备，提升设备的使用体验。

此外，公司展示了安卓 XR 眼镜的最新进展，基于 AI 能力，安卓 XR 眼镜目前已能完成现实世界中的多项任务，包括地图导航、实时翻译、餐厅预订和信息发送等，目前安卓 XR 眼镜样品已进入小范围测试阶段，公司宣布与 Gentle Monster 和 Warby Parker 等眼镜品牌合作，打造更多安卓 XR 眼镜产品。

图 5: 谷歌：XR 设备



资料来源：谷歌，招银国际环球市场

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
销售收入	282,836	307,394	350,018	390,735	432,575	476,044
销售成本	(126,203)	(133,332)	(146,306)	(161,873)	(178,545)	(195,903)
毛利润	156,633	174,062	203,712	228,862	254,030	280,141
运营费用	(81,791)	(89,769)	(91,322)	(99,176)	(108,576)	(117,821)
销售费用	(26,567)	(27,917)	(27,808)	(27,404)	(29,415)	(30,943)
行政费用	(15,724)	(16,425)	(14,188)	(15,082)	(16,438)	(17,852)
研发费用	(39,500)	(45,427)	(49,326)	(56,691)	(62,723)	(69,026)
其他	0	0	0	0	0	0
运营利润	74,842	84,293	112,390	129,686	145,454	162,320
其他收入/支出	(3,514)	1,424	7,425	15,691	4,326	4,760
税前利润	71,328	85,717	119,815	145,376	149,779	167,080
所得税	(11,356)	(11,922)	(19,697)	(25,218)	(22,467)	(25,062)
税后利润	59,972	73,795	100,118	120,158	127,312	142,018
净利润	59,972	73,795	100,118	120,158	127,312	142,018
调整后净利润	79,334	96,255	122,903	145,594	155,472	173,007

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
流动资产	164,795	171,530	163,711	212,198	296,429	416,761
现金与现金等价物	21,879	24,048	23,466	67,033	146,400	261,857
应收账款	40,258	47,964	52,340	57,260	62,124	66,999
存货	2,670	0	0	0	0	0
以公允价值计入损益的资产	91,883	86,868	72,191	72,191	72,191	72,191
其他流动资产	8,105	12,650	15,714	15,714	15,714	15,714
非流动资产	200,469	230,862	286,545	339,786	377,311	404,266
物业及厂房及设备 (净额)	112,668	134,345	171,036	224,277	261,802	288,757
租赁资产	14,381	14,091	13,588	13,588	13,588	13,588
递延税项	5,261	12,169	17,180	17,180	17,180	17,180
合资及联营公司投资	30,492	31,008	37,982	37,982	37,982	37,982
无形资产	2,084	2,084	2,084	2,084	2,084	2,084
商誉	28,960	29,198	31,885	31,885	31,885	31,885
其他非流动资产	6,623	7,967	12,790	12,790	12,790	12,790
总资产	365,264	402,392	450,256	551,984	673,740	821,027
流动负债	69,300	81,814	89,122	95,034	101,141	107,278
应付账款	5,128	7,493	7,987	8,660	9,361	10,066
应付税款	0	0	0	0	0	0
其他流动负债	12,278	13,013	14,838	15,759	16,670	17,583
应计费用	51,894	61,308	66,297	70,614	75,110	79,629
非流动负债	39,820	37,199	36,050	36,050	36,050	36,050
长期债务	14,701	13,253	10,883	10,883	10,883	10,883
融资租赁承担	12,501	12,460	11,691	11,691	11,691	11,691
递延收入	599	911	911	911	911	911
其他非流动负债	12,019	10,575	12,565	12,565	12,565	12,565
总负债	109,120	119,013	125,172	131,084	137,191	143,328
资本盈余	68,184	76,534	84,800	60,458	48,795	47,926
留存收益	195,563	211,247	245,084	365,242	492,555	634,573
其他储备	(7,603)	(4,402)	(4,800)	(4,800)	(4,800)	(4,800)
股东权益总额	256,144	283,379	325,084	420,900	536,550	677,699
总负债和股东权益	365,264	402,392	450,256	551,984	673,740	821,027

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
经营现金流						
税前利润	71,328	85,717	119,815	145,376	149,779	167,080
折旧摊销	15,287	11,946	15,311	21,390	27,360	32,551
税款	(11,356)	(11,922)	(19,697)	(25,218)	(22,467)	(25,062)
营运资金变化	(2,235)	(3,845)	(8,406)	992	1,244	1,262
其他	18,471	19,850	18,276	25,436	28,159	30,989
净经营现金流	91,495	101,746	125,299	167,975	184,075	206,820
投资现金流						
资本开支	(31,485)	(32,251)	(52,535)	(74,630)	(64,886)	(59,505)
收购与投资	(6,969)	(495)	(2,931)	0	0	0
其他	18,156	5,683	9,930	0	0	0
净投资现金流	(20,298)	(27,063)	(45,536)	(74,630)	(64,886)	(59,505)
融资现金流						
净借贷	(1,196)	(760)	888	0	0	0
股票回购	(59,296)	(61,504)	(62,222)	(49,778)	(39,822)	(31,858)
其他	(9,265)	(9,829)	(18,399)	0	0	0
净融资现金流	(69,757)	(72,093)	(79,733)	(49,778)	(39,822)	(31,858)
净现金流变动						
年初现金	20,945	21,879	24,048	23,466	67,033	146,400
汇率变动	(506)	(421)	(612)	0	0	0
年末现金	21,879	24,048	23,466	67,033	146,400	261,857
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	9.8%	8.7%	13.9%	11.6%	10.7%	10.0%
毛利润	6.8%	11.1%	17.0%	12.3%	11.0%	10.3%
经营利润	(4.9%)	12.6%	33.3%	15.4%	12.2%	11.6%
净利润	(21.1%)	23.0%	35.7%	20.0%	6.0%	11.6%
调整后净利润	(13.2%)	21.3%	27.7%	18.5%	6.8%	11.3%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	55.4%	56.6%	58.2%	58.6%	58.7%	58.8%
营业利润率	26.5%	27.4%	32.1%	33.2%	33.6%	34.1%
调整后净利润率	28.0%	31.3%	35.1%	37.3%	35.9%	36.3%
股本回报率	23.6%	27.4%	32.9%	32.2%	26.6%	23.4%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	na	na	na	na	na
流动比率 (倍)	2.4	2.1	1.8	2.2	2.9	3.9
应收账款周转天数	52.0	57.0	54.6	53.5	52.4	51.4
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	na	na	na	na	na	na
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	36.9	29.0	20.9	17.1	16.1	14.5
市盈率 (摊薄)	37.2	29.2	21.1	17.3	16.3	14.6
市帐率	8.6	7.6	6.4	4.9	3.8	3.0
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司（“招银国际环球市场”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。