

Alphabet

(GOOGL.O/GOOGL US)



增加持股 · 維持

收盤價 July 15 (US\$)	371
3 個月目標價 (US\$)	393
12 個月目標價 (US\$)	460.0
前次目標價 (US\$)	460
調升 (%)	0.0
上漲空間 (%)	24.0

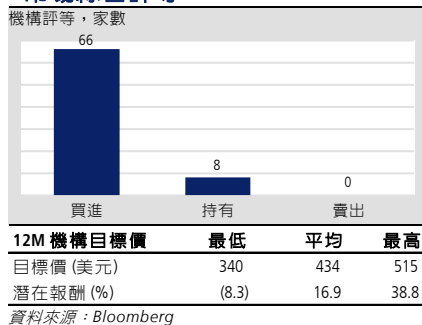
焦點內容

- 廣告穩健無虞但基期開始墊高，Gemini 3.5 Pro 二次遞延。
- Anthropic 算力需求攀升，TPU 外售細節仍待釋疑。
- TPU 建置成本相對較低，但資本支出共識仍將上修。

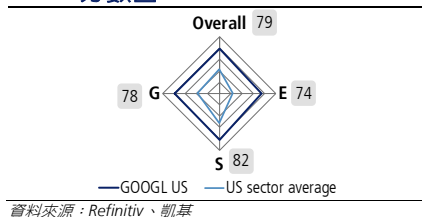
交易資料表

市值：(US\$bn)	4,511.6		
流通在外股數 (百萬股)：	5,853		
機構持有比例 (%)：	90.9		
3M 平均成交量 (百萬股)：	31.2		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	180.5-408.6		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	10.4	12.4	102.7
相對表現 (%)	2.8	3.3	81.8

市場綜合評等



ESG 分數圖



2Q26 財報前瞻：TPU 外售細節將決定 2027 年利潤率與資本支出

重要訊息

Alphabet 預計於香港時間7/23 凌晨公布 2Q26 財報。

評論及分析

廣告穩健無虞但基期開始墊高，Gemini 3.5 Pro 二次遞延。我們觀察 Tinuiti 數據顯示 2Q26 美國 Google Search/YT 廣告營收年增 14/15%(vs. 1Q26 持平/減速)穩健無虞，雖無 AI Search 替代風險但成長基期已開始墊高。Apptopia 顯示 Gemini 行動應用 DAU 市佔率於 6 月已不再增加，用戶期待的 Gemini 3.5 Pro 推出自 5/19 的 I/O 大會及 6 月中已二次遞延至 7/17(傳聞)，Gemini 3.5 Flash 在衡量長時間任務能力/Harness Engineering 的指標 GDPVal-AA v2 遠落後其他模型(包含中系 & Meta Muse Spark)，我們認為 1Q26/4Q25 付費訂閱戶數皆季增 25mn 至 350/325mn，目前尚未出現顯著加速滲透的誘因。

Anthropic 算力需求攀升，TPU 外售細節仍待釋疑。根據 AI monetization tracker 估算 Anthropic/OpenAI 2Q26 季底年化 ARR 達 US\$69/42bn 較 1Q26 季底 29/25bn 季增 180/70%，GCP 為 Anthropic 主要算力供應商之一，我們測算 Anthropic 季營收、50%推論成本及 40%由 GCP 支應，則 Google Cloud 2Q26 營收年增率優於市場預期 3ppts+。1Q26 電話會議管理層指出 TPU 硬體外售營收於 2026 後段僅佔小比例，絕大部分由 2027 開始出貨認列，我們測算整機櫃直接銷售、GM 20%則每百萬顆 TPU 約貢獻營收 US\$25-30\$bn/25%年營收增量，但相較於晶片或授權金模式為 OPM 負面因子，考量近期 2027 TPU 出貨量大大幅上修，財測市場共識相對分歧。

TPU 建置成本相對較低，但資本支出共識仍將上修。我們估算 TPU 每 GW 建置成本 US\$25-30bn 較 NVIDIA H200-Vera Rubin 方案 US\$35-50bn 低，GOOGL 每 GW 建置成本約 US\$35-40bn(vs. META US\$40-45bn/GW)，我們預期 2026/27 資本支出 US\$185-190bn/US\$250-300bn 故市場共識將再上修 2/17%，惟 GOOGL 建置 GW 數展望較 AMZN 或 MSFT 不明確。

投資建議

我們維持 Alphabet「增加持股」評等與目標價 460 美元，係根據 2027 年 GAAP 每股盈餘 32 倍。全棧式整合為該司獨特優勢，惟 2027 龐大的資本支出對 FCF 是巨大考驗。

投資風險

消費者與 IT 支出走緩、競爭、未預期的法規議題。

主要財務數據及估值	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
淨營業收入 (US\$百萬)	256,508	295,118	342,910	424,553	518,181
營業毛利 (US\$百萬)	174,062	203,712	240,301	299,805	361,056
營業利益 (US\$百萬)	84,293	112,390	129,039	170,413	208,741
EBITDA (US\$百萬)	103,651	127,701	150,175	203,272	257,849
稅後淨利 (US\$百萬)	73,795	100,118	132,170	174,767	179,921
每股盈餘 (US\$)	5.80	8.04	10.81	14.26	14.69
營業收入成長率 (%)	9.7	15.1	16.2	23.8	22.1
每股盈餘成長率 (%)	27.4	38.5	34.5	32.0	3.0
毛利率 (%)	67.9	69.0	70.1	70.6	69.7
營業利益率 (%)	32.9	38.1	37.6	40.1	40.3
EBITDA margin (%)	40.4	43.3	43.8	47.9	49.8
淨負債比率 (%)	(3.8)	(3.9)	3.8	0.2	0.3
股東權益報酬率 (%)	26.0	30.8	31.8	27.6	22.0

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 1: 公司主要營運數據 - 市場共識及 2 個月修正方向

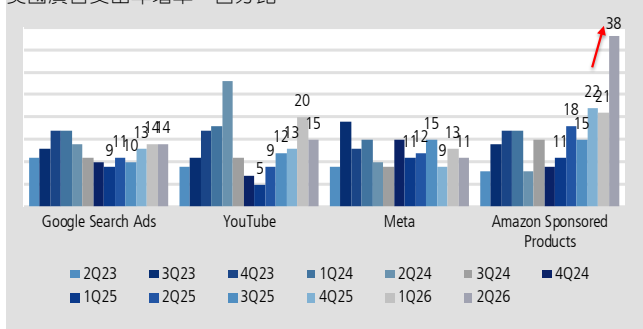
	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2025	2026F	2027F	2028F
RevYoY												
Net revenue	15	17	19	24	24	23	23	24	16	24	22	19
Google Services	12	14	14	16	14	13	12	12	12	14	11	10
Google Advertising	10	13	14	16	14	12	12	11	11	13	11	10
Google Search & other	12	15	17	19	17	15	14	13	13	16	12	11
YouTube Ads	13	15	9	11	10	10	12	11	12	11	11	10
Google Networks	(1)	(3)	(2)	(4)	(3)	(3)	(3)	(2)	(2)	(3)	(2)	(2)
Google Others	20	21	17	19	16	15	16	14	19	16	14	13
Google Cloud	32	34	48	63	65	68	68	64	36	65	54	42
Other Bets	2	(11)	(8)	(9)	7	13	12	13	(7)	5	13	14
Gross revenue	14	16	18	22	21	21	21	21	15	21	20	18
TAC as of Gross revenue	15	15	15	14	14	13	13	13	15	13	12	11
OPM - Google Services	40	39	42	45	43	42	42	46	41	43	44	45
OPM - Google Cloud	21	24	30	33	31	31	32	34	24	32	33	35
OPM	32	31	32	36	35	34	35	36	32	35	36	36
Net revenue	81,723	87,470	97,231	94,668	101,072	107,904	120,059	117,625	342,910	424,553	518,181	618,275
RPO (US\$bn)	108	158	243	462	489	509	527	546	243	527	597	656
D&A	4,998	5,611	6,040	6,482	8,035	9,018	9,949	11,140	21,136	33,531	50,982	73,604
Capex	22,446	23,953	27,851	35,674	44,392	50,105	57,525	56,953	91,447	187,183	256,906	279,841
D&A/Revenue	6	6	6	7	8	8	8	9	6	8	10	12
Capex/Revenue	27	27	29	38	44	46	48	48	27	44	50	45
EPS	2.31	2.87	2.82	5.11	2.90	3.02	3.35	3.42	10.81	14.26	14.69	17.34
YoY	22	35	31	85	25	5	19	(33)	34	32	3	18
FCF Margin	6	28	25	11	1	6	2	7	21	6	2	8
Revision (2 months ago)												
Net revenue					0	1	2	3		1	1	(0)
Google Services					0	0	0	1		0	0	0
Google Advertising					0	0	0	1		0	0	0
Google Search & other					0	0	0	1		0	0	0
YouTube Ads					0	0	0	0		0	0	0
Google Networks					0	(0)	(0)	(0)		(0)	(0)	(0)
Google Others					0	(0)	0	0		0	0	1
Google Cloud					1	3	9	8		4	3	(2)
Other Bets					1	1	2	0		1	1	1
Gross revenue					0	1	2	2		1	1	(0)
TAC as of Gross revenue					(0)	(0)	(0)	(0)		(0)	(0)	(0)
OPM - Google Services					0	0	(0)	0		(0)	0	0
OPM - Google Cloud					1	1	1	1		1	1	1
OPM					(0)	(0)	0	0		(0)	0	(0)
Net revenue					0	1	2	2		1	2	1
RPO					0	3	5	12		5	16	33
D&A					0	1	2	2		1	4	6
Capex					0	0	1	5		0	5	6
D&A/Revenue					0	(0)	0	(0)		0	0	1
Capex/Revenue					(0)	(0)	(0)	1		(0)	2	2
EPS					1	0	1	2		0	1	1
YoY					1	0	2	2		0	1	(1)
FCF Margin					(0)	0	(0)	(0)		(0)	(1)	(1)

資料來源：Visible Alpha；凱基

備註：綠底為凱基關注財報會議變化焦點

圖 2: Google Search/YT ads 開始面臨高成長基期

美國廣告支出年增率，百分比



資料來源：Tinuiti；凱基

圖 3: Gemini 在 Agentic AI 能力仍然落後

GDPval-AA v2 評分，百分比

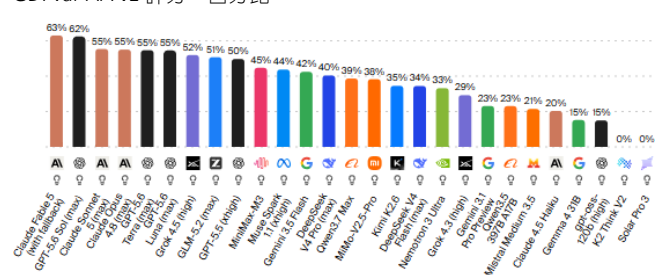


圖 4: CSP 資料中心建置容量估算

		2024	2025	2026F	2027F	2028F
Capacity (GW)	AMZN	9	13	18	26	34
	GOOGL	4	6	11	18	26
	MSFT	5	8	12	16	21
	META	2	4	8	14	21
Additions (GW)	AMZN		4	6	8	8
	GOOGL		2	5	7	8
	MSFT		3	4	5	5
	META		1	4	6	7

資料來源：凱基

圖 5 : Alphabet 台股供應鏈

公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
廣達	2382 TT	增加持股	430	<15	伺服器原廠委託設計代工
英業達	2356 TT	持有	55	<10	伺服器原廠委託設計代工
聯發科	2454 TT	增加持股	6,150	5-10	設計服務
創意	3443 TT	增加持股	5,245	<30	設計服務
川湖	2059 TT	增加持股	8,850	<10	滑軌

資料來源：凱基

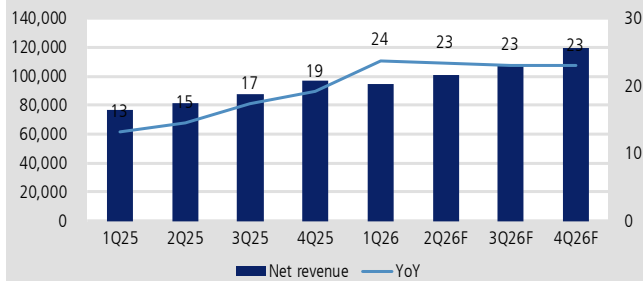
圖 6: 公司概況

Alphabet 為 Google 及其子公司之母公司。Google 擁有、經營多個具 10 億以上活躍用戶之消費者服務，例如 Google Search、Maps、YouTube，亦經營 Google Cloud (全球第三大提供基礎架構的雲端服務 (IaaS) 廠商) 與全球最大的數位廣告生態系統。2025 年營收比重為 Google 搜尋與其他 (56%)、YouTube 廣告 (10%)、Google Networks (7%)、Google 其他 (12%)、Google Cloud (15%)。

資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 季營收與年增率

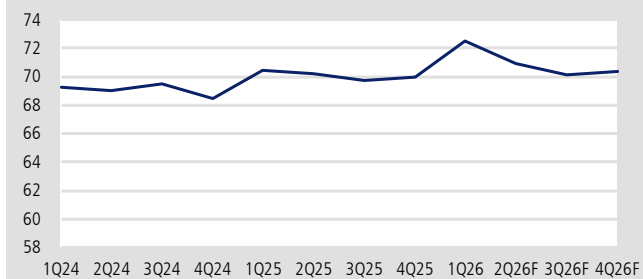
營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 10: 毛利率

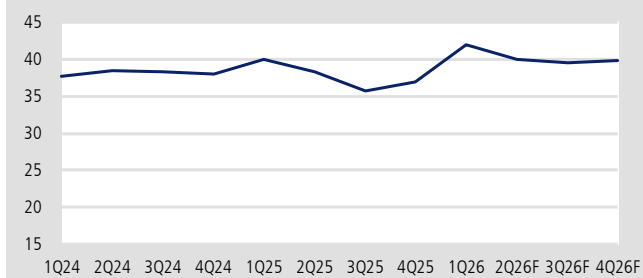
毛利率，百分比



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 12: 營業利潤率

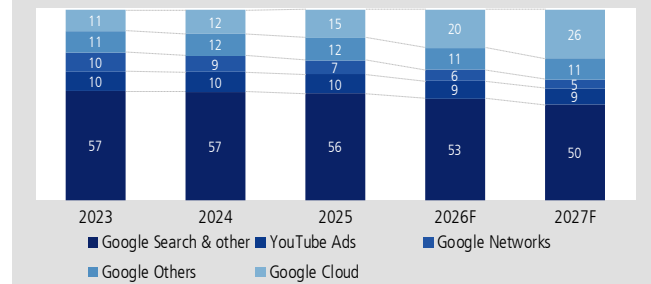
營業利潤率，百分比



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 7: 各類產品營收佔比

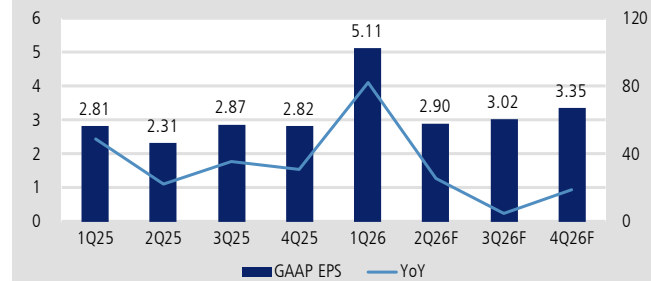
營收佔比，百分比



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 9: 每股盈餘與年增率

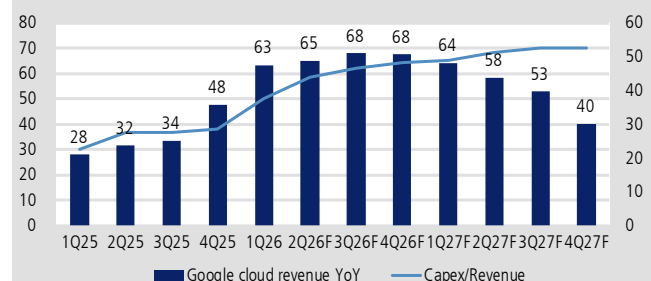
GAAP 每股盈餘，美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 11: Google Cloud 營收年增率與資本密集度

Cloud 營收年增率，百分比(左軸)；資本支出/營收，百分比(右軸)



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 13: 未來 12 個月預估 PE

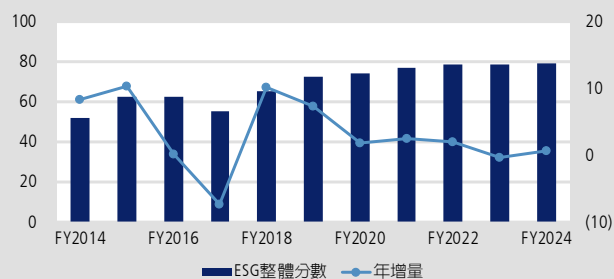
PE，倍



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 14：Alphabet – ESG 整體分數

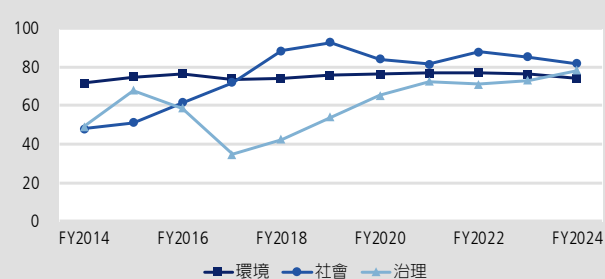
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：Alphabet – ESG 各項分數

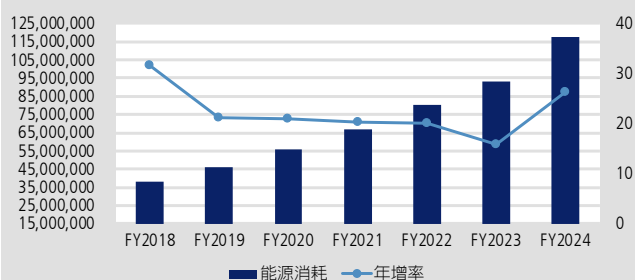
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Alphabet – 能源消耗

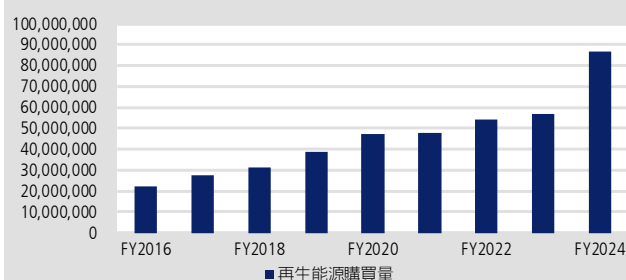
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：Alphabet – 再生能源使用

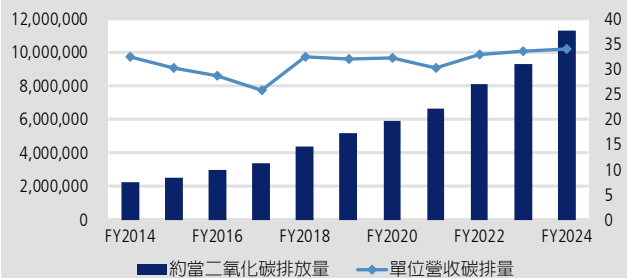
再生能源使用，十億焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：Alphabet – 碳排放量

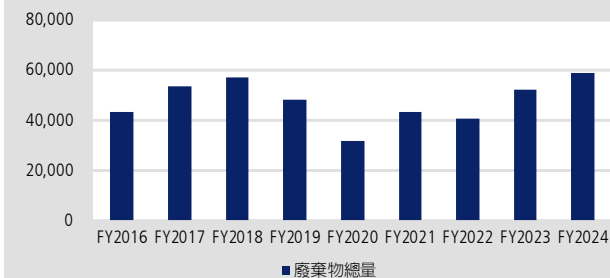
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：Alphabet – 廢棄物總量

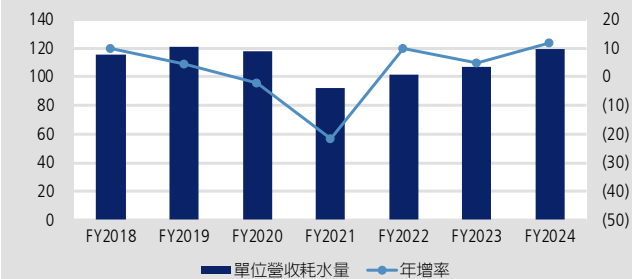
廢棄物總量，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：Alphabet – 耗水量

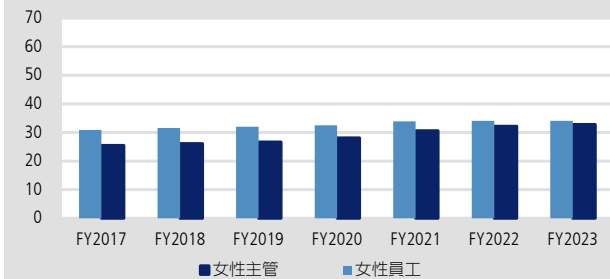
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：Alphabet – 性別多樣性

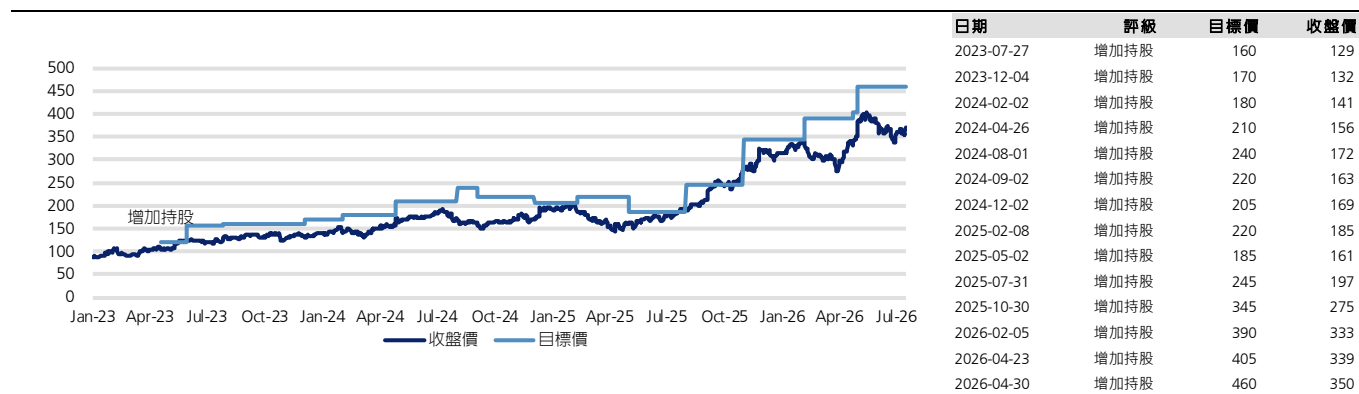
女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數
股東治理分數	衡量公司用以反收購工具的有效性
公司治理分數	衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性
產品責任分數	衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量
社區關係分數	衡量公司對成為優良公民、保護公眾健康和尊重商業道德的承諾
勞動力分數	衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效
資源使用指標	衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更具生態效率的解決方案

Alphabet – 以往評級及目標價



資料來源：Bloomberg，凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明

部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行並不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。