動態更新 軟體・美國

Alphabet

(GOOGL.O/GOOGL US)

增加持股・維持

收盤價 October 21 (US$)	335
3 個月目標價 (US$)	357
12 個月目標價 (US$)	425
前次目標價 (US$)	425
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	27.0

焦點內容

1. 廣告基期開始墊高，Gemini 4 Argon 較預期提前釋出。
2. Anthropic 算力需求強勁 + TPU 外售提前認列 = 買方投資人預期已堆高。
3. TPU 建置成本相對較低，但資本支出共識仍將上修。

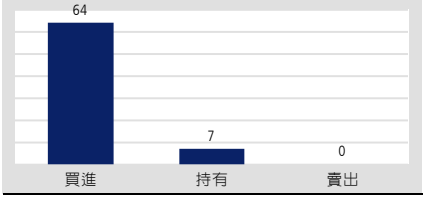
交易資料表

市值：(US$bn)	4,071.5
流通在外股數 (百萬股)：	5,868
機構持有比例 (%)：	86.0
3M 平均成交量 (百萬股)：	26.6
52 週股價 (低 \ 高) (US$):	249.3-408.6

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(2.1)	(1.3)	33.0
相對表現 (%)	(5.6)	(10.0)	17.2

市場綜合評等

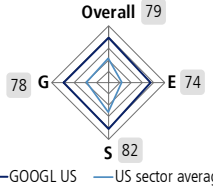
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	340	428	500
潛在報酬 (%)	1.6	28.0	49.4

資料來源：Bloomberg

ESG 分數圖



—GOOGL US —US sector average

資料來源：Refinitiv、凱基

3Q26 財報前瞻：Google Cloud 成長混合多動能但利潤率逆風

重要訊息

Alphabet 預計於香港時間 10/29 凌晨公布 3Q26 財報。

評論及分析

廣告基期開始墊高，Gemini 4 Argon 較預期提前釋出。我們觀察 Tinuiti 數據顯示 3Q26 美國 Google Search/YT 廣告營收年增 14/12%(vs. 2Q26 持平/減速)開始面臨高成長基期但尚屬穩健。近期 Google 推出 Gemini 4 Argon 較我們原先預期 12M26-1M27 提前且初期社群評價不俗，惟模型在衡量長時間任務能力/Harness Engineering 的指標 GDPVal-AA v2.1 仍落後其他競品(包含中系 & Meta)，過往 Gemini 有多次用戶增加便降智先例(係因公司 50%+算力優先供給 Anthropic 等外部客戶)，故我們認為付費訂閱業務目前尚未出現顯著加速滲透的誘因。

Anthropic 算力需求強勁 + TPU 外售提前認列 = 買方投資人預期已堆高。同我們估算 Anthropic 對 AWS 的營收貢獻假設，GCP 為 Anthropic 2026 次要算力提供商及銷售渠道(占比預估 30%)，TPU 硬體外售提早於 2Q26 認列(vs. 先前預期 2H26 開始少量認列)，我們觀察到 Google Cloud 營收年增率之買方投資人預期落在 100%+ vs. 賣方市場共識 92%出現差異。凱基先前測算 TPU 整機櫃直接銷售、GM 20%則每百萬顆 TPU 約貢獻營收 US$25-30bn/25%年營收增量，但相較於晶片授權金模式為 OPM 負面因子，同時 3P 算力採購及 Wiz 併購整合亦為 2H26 利潤率逆風因素。

TPU 建置成本相對較低，但資本支出共識仍將上修。考量近期 TPU 供應鏈遞延/下修狀況，我們以 Bottom-up 方式估算 GOOGL 2027/28 算力容量新增 8/10GW，2027 TPU 每 GW 建置成本 US$30-35bn 較 NVIDIA Vera Rubin 方案 US$55-60bn 低，GOOGL 每 GW 建置成本約 US$40-45bn 上緣，我們預期 2027 資本支出 US$350bn+，故市場共識將再上修 13%。

投資建議

我們維持 Alphabet「增加持股」評等與目標價 425 美元，係根據 2027 年 GAAP 每股盈餘 28 倍。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-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
淨營業收入 (US$百萬)	295,118	342,910	434,253	557,672	678,098
營業毛利 (US$百萬)	203,712	240,301	306,855	384,641	463,884
營業利益 (US$百萬)	112,390	129,039	172,504	222,396	272,481
EBITDA (US$百萬)	127,701	150,175	204,912	275,832	353,534
稅後淨利 (US$百萬)	100,118	132,170	250,644	188,661	228,489
每股盈餘 (US$)	8.04	10.81	20.52	15.26	18.34
營業收入成長率 (%)	15.1	16.2	26.6	28.4	21.6
每股盈餘成長率 (%)	38.5	34.5	89.8	(25.6)	20.2
毛利率 (%)	69.0	70.1	70.7	69.0	68.4
營業利益率 (%)	38.1	37.6	39.7	39.9	40.2
EBITDA margin (%)	43.3	43.8	47.2	49.5	52.1
淨負債比率 (%)	(3.9)	3.8	4.2	4.6	2.8
股東權益報酬率 (%)	30.8	31.8	34.0	19.9	19.0

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

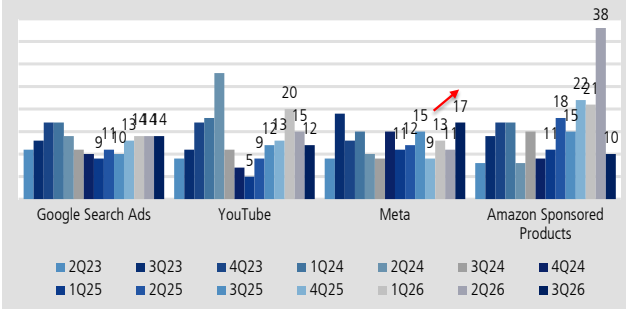
	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	2025	2026F	2027F	2028F
RevYoY												
Net revenue	17	19	24	27	28	28	31	29	16	27	28	22
Google Services	14	14	16	15	13	12	11	11	12	14	11	10
Google Advertising	13	14	16	14	13	12	11	11	11	13	11	10
Google Search & other	15	17	19	17	15	13	13	13	13	16	12	11
YouTube Ads	15	9	11	13	12	13	11	11	12	12	11	10
Google Networks	(3)	(2)	(4)	(1)	(2)	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(1)
Google Others	21	17	19	15	15	15	14	14	19	16	15	13
Google Cloud	34	48	63	82	92	94	95	79	36	84	75	45
Other Bets	(11)	(8)	(9)	2	10	10	9	12	(7)	3	10	15
Gross revenue	16	18	22	24	25	25	27	25	15	24	25	21
TAC as of Gross revenue	15	15	14	14	13	13	12	12	15	13	12	10
OPM - Google Services	39	42	45	42	42	42	46	43	41	43	44	44
OPM - Google Cloud	24	30	33	36	33	33	33	35	24	34	34	35
OPM	31	32	36	34	34	34	36	36	32	35	36	36
Net revenue	87,470	97,231	94,668	103,617	111,529	124,423	123,918	133,578	342,910	434,253	557,672	678,098
RPO (US$bn)	158	243	462	514	573	586	593	610	243	586	714	814
D&A	5,611	6,040	6,482	7,104	8,896	9,962	11,302	12,500	21,136	32,780	53,948	83,686
Capex	23,953	27,851	35,674	44,924	56,067	65,666	68,952	75,957	91,447	202,337	311,403	356,474
D&A/Revenue	6	6	7	7	8	8	9	9	6	8	10	12
Capex/Revenue	27	29	38	43	50	53	56	57	27	47	56	53
EPS	2.87	2.82	5.11	9.11	2.96	3.34	3.49	3.65	10.81	20.52	15.26	18.34
YoY	35	31	82	294	3	18	(32)	(60)	35	90	(26)	20
FCF Margin	28	25	11	-6	-4	-5	-2	-5	21	1	-5	1
Revision (2 months ago)												
Net revenue					1	1	3	3		1	3	1
Google Services					(0)	(0)	0	0		(0)	(0)	0
Google Advertising					(0)	(0)	(0)	(0)		(0)	(0)	0
Google Search & other					(0)	(0)	0	0		(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	(0)
Google Cloud					5	7	13	11		3	10	3
Other Bets					(0)	0	(0)	(0)		1	(1)	2
Gross revenue					1	1	2	2		0	2	1
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					0	1	1	1		0	0	(0)
OPM					(0)	(0)	(0)	(0)		(0)	(0)	(0)
Net revenue					1	1	2	2		0	3	4
RPO					1	2	2	3		2	5	7
D&A					1	2	2	3		1	3	2
Capex					0	1	2	3		0	2	3
D&A/Revenue					0	0	(0)	0		0	(0)	(0)
Capex/Revenue					(0)	(0)	(0)	0		(0)	(0)	(0)
EPS					(1)	1	2	2		(0)	2	2
YoY					(1)	1	1	1		0	1	1
FCF Margin					(0)	(1)	1	0		(1)	(0)	0

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

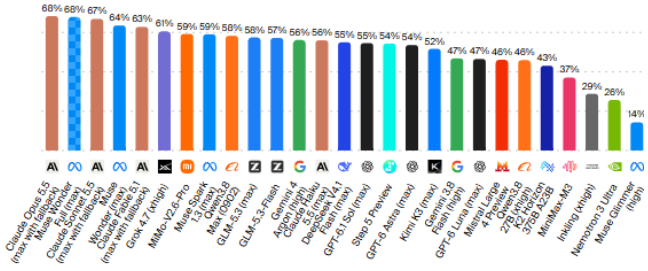
美國廣告支出年增率，百分比



資料來源: Tinuiti；凱基

圖 3: Gemini 4 Argon 在 Agentic AI 能力仍然落後

GDPval-AA v2.1 評分，百分比



資料來源: Artificial analysis；凱基

圖 4: CSP 資料中心容量及新增量估算

		2024	2025	2026F	2027F	2028F
Capacity (GW)	AMZN	9	13	18	26	34
	GOOGL	4	6	11	19	29
	MSFT	5	8	12	16	21
	META	2	4	7	11	15
Additions (GW)	AMZN		4	6	8	8
	GOOGL		2	5	8	10
	MSFT		3	4	5	5
	META		1	3	4	4
Top 4 CSP total adds (GW)			11	17	24	27

資料來源：凱基

圖 5: CSP 資料中心建置方案比例估算

		2024	2025	2026F	2027F	2028F
AMZN	NVDA	85	75	60	50	40
	ASIC	15	25	40	50	60
	AMD	0	0	0	0	0
GOOGL	NVDA	80	76	64	35	25
	ASIC	20	24	36	65	75
	AMD	0	0	0	0	0
MSFT	NVDA	95	96	92	83	78
	ASIC	0	1	4	10	12
	AMD	5	3	4	7	10
META	NVDA	96	94	95	89	84
	ASIC	3	4	2	4	6
	AMD	1	2	3	7	10

資料來源：凱基

圖 6：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	500	<15	伺服器原廠委託設計代工
英業達	2356 TT	持有	65	<10	伺服器原廠委託設計代工
聯發科	2454 TT	增加持股	5,500	5-10	設計服務
創意	3443 TT	增加持股	5,870	<30	設計服務
川湖	2059 TT	增加持股	15,000	<10	滑軌

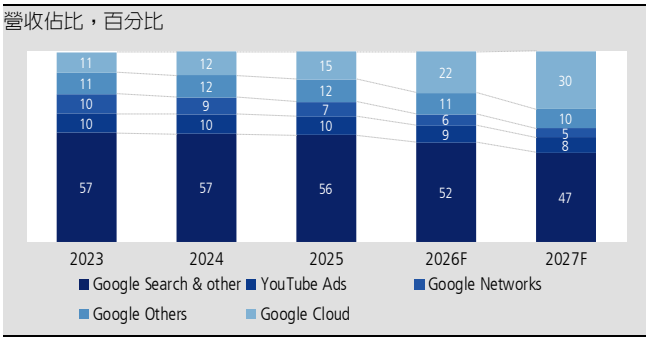
資料來源：凱基

圖 7: 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%)。

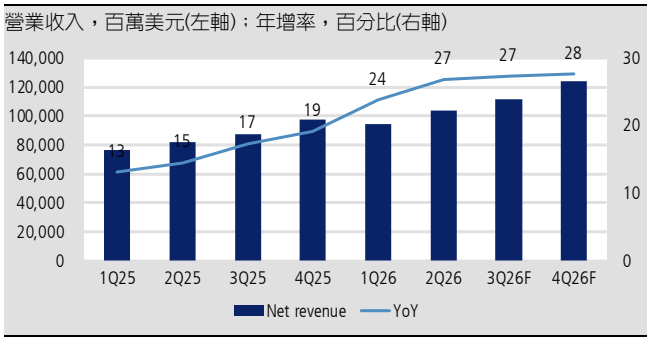
資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 各類產品營收佔比



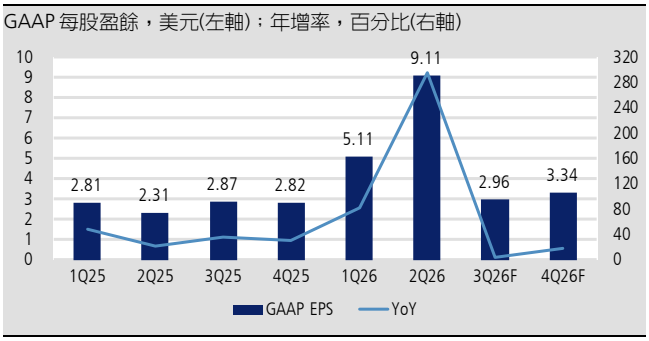
資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 9: 季營收與年增率



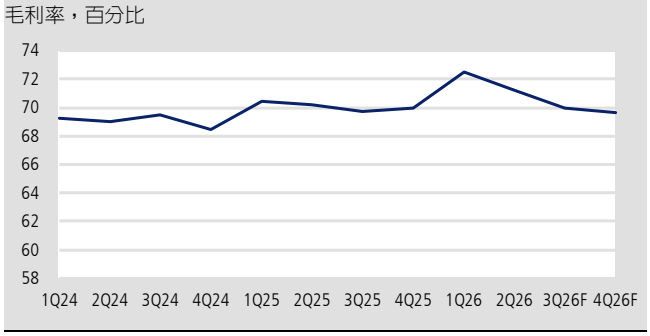
資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 10: 每股盈餘與年增率



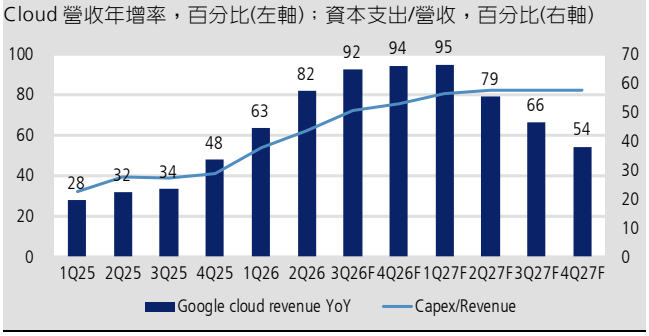
資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 11: 毛利率



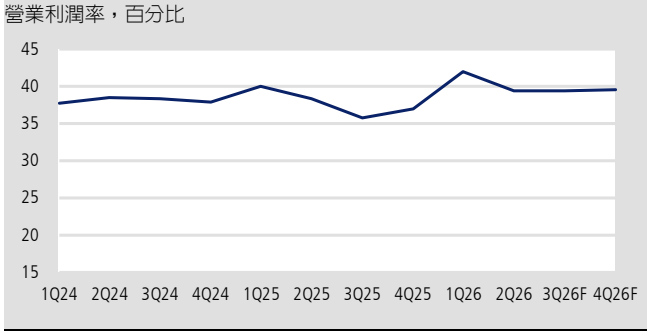
資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 12: Google Cloud 營收年增率與資本密集度



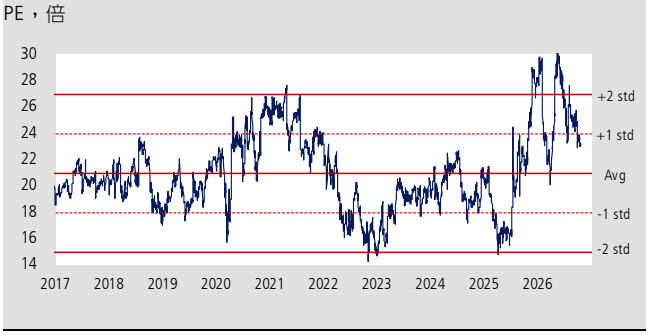
資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 13: 營業利潤率



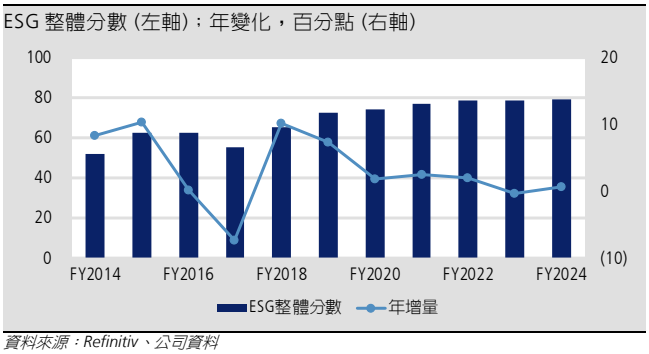
資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 14: 未來 12 個月預估 PE



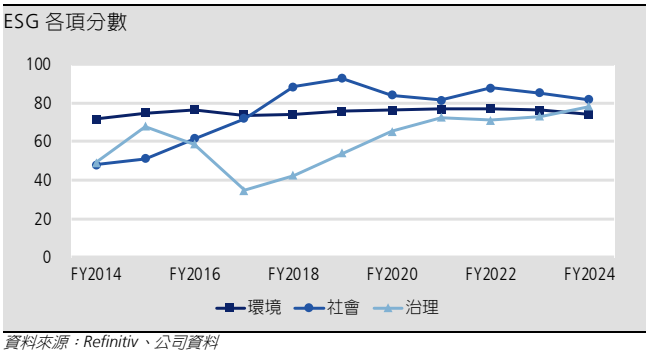
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 15：Alphabet – ESG 整體分數



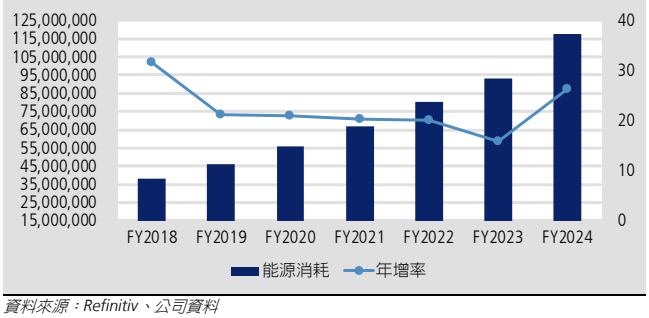
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Alphabet – ESG 各項分數



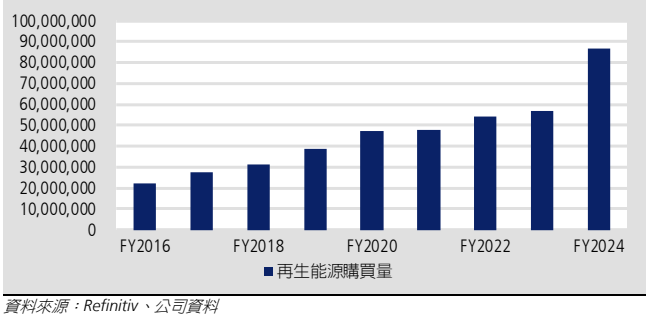
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：Alphabet – 能源消耗



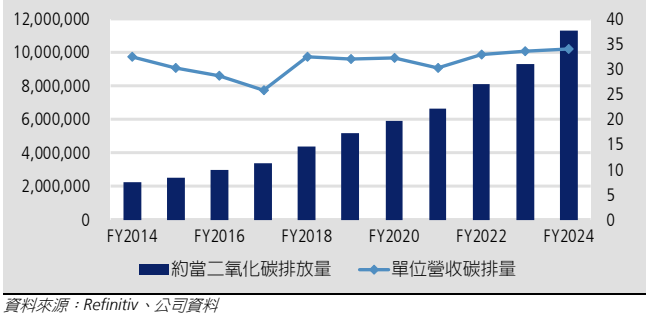
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：Alphabet – 再生能源使用



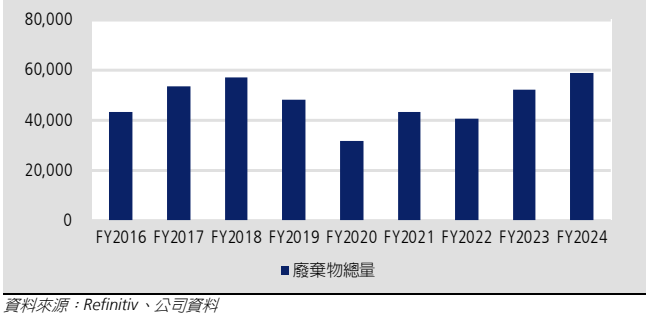
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：Alphabet – 碳排量



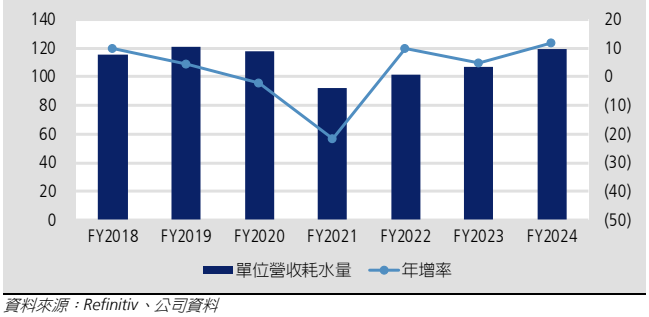
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：Alphabet – 廢棄物總量



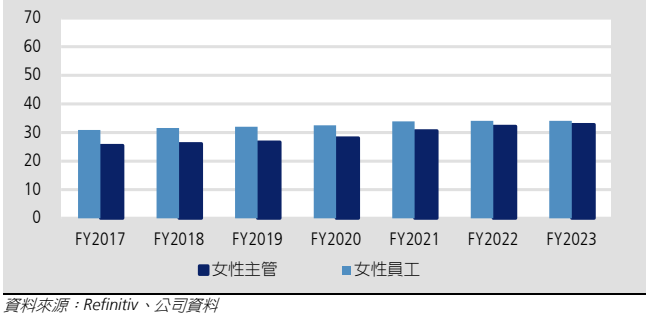
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：Alphabet – 耗水量



資料來源：Refinitiv、公司資料

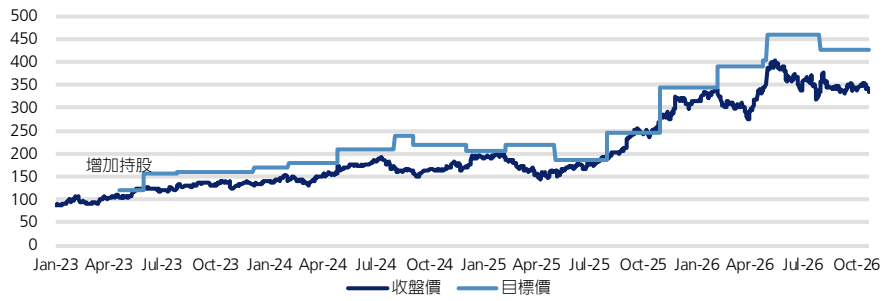
圖 22：Alphabet – 性別多樣性



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、保護公衆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俱生態效率的解決方案

Alphabet – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-02-02	增加持股	180	141
2024-04-26	增加持股	210	156
2024-08-01	增加持股	240	172
2024-09-02	增加持股	220	163
2024-12-02	增加持股	205	169
2025-02-08	增加持股	220	185
2025-05-02	增加持股	185	161
2025-07-31	增加持股	245	197
2025-10-30	增加持股	345	275
2026-02-05	增加持股	390	333
2026-04-23	增加持股	405	339
2026-04-30	增加持股	460	350
2026-07-16	增加持股	460	371
2026-07-30	增加持股	425	337

資料來源：Bloomberg，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 • 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 • 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 • 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 • 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券集團未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

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。

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幷公正性、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，本行幷不另行通知。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，幷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。