ALPHABET INC. GOOGL (A)

最新价格	P/E 倍数	P/FCF* 倍数	股息率 (TTM)	账面价值	年报其语
313.00	28.9x	51.7x	0.27%	34.35	

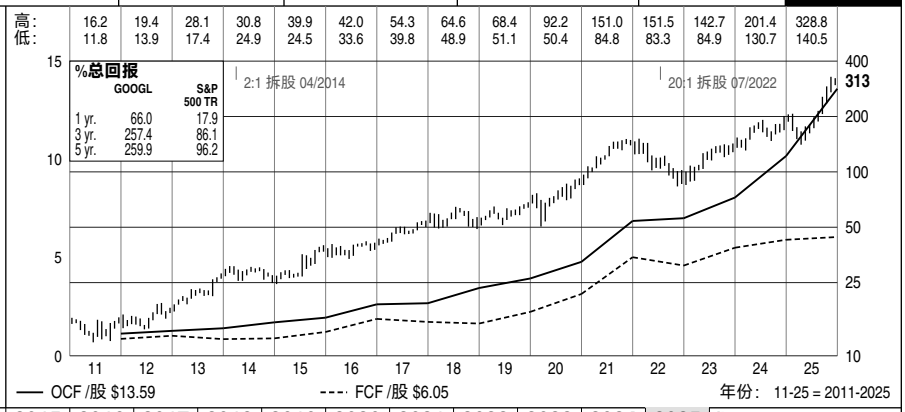
现金生成路径

1 搜索/Network：意图/广告位→竞价；支付TAC。
2 YouTube：观看→广告/订阅；分享收入。
3 云/Workspace：用量+席位；负载影响单位成本。
4 生态：订阅+Play收费+设备销售。
5 回款-现金运营成本/税→OCF；减毛现金PP&E→披露FCF。

业务构成 | FY25

营收	$B	占比	同比	3Y CAGR
搜索及其他	224.5	55.7%	13.4%	11.4%
YouTube广告	40.4	10.0%	11.7%	11.3%
Network	29.8	7.4%	-1.9%	-3.1%
订阅/平台/设备	48.0	11.9%	19.1%	18.2%
云业务	58.7	14.6%	35.8%	30.7%
其他业务	1.5	0.4%	-6.7%	12.9%
合计（含汇兑）	**402.8**	**100.0%**	**15.1%**	**12.5%**

关注：AI现金回报与分部现金转化。



价值创造	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	指标	单位
需求与入口 Android/Chrome提供入口；搜索承接意图，YouTube承接注意力，云承接工作负载。	37.9	46.0	55.5	66.0	75.0	90.3	110.9	136.8	161.9	182.5	257.6	282.8	307.4	350.0	402.8	营收	$B
	29.3%	21.5%	20.6%	18.9%	13.6%	20.4%	22.8%	23.4%	18.3%	12.8%	41.2%	9.8%	8.7%	13.9%	15.1%	营收同比	%
	65.2%	62.7%	60.4%	61.1%	62.4%	61.1%	58.9%	56.5%	55.6%	53.6%	56.9%	55.4%	56.6%	58.2%	59.7%	毛利率	%
	11.7	13.8	15.4	16.5	19.4	23.7	26.2	27.5	34.2	41.2	78.7	74.8	84.3	112.4	129.0	营业利润	$B
	31.0%	30.0%	27.7%	25.0%	25.8%	26.3%	23.6%	20.1%	21.1%	22.6%	30.6%	26.5%	27.4%	32.1%	32.0%	营业利润率	%
↓ **并行收入路径**	9.7	10.6	12.7	14.1	16.3	19.5	12.7	30.7	34.3	40.3	76.0	60.0	73.8	100.1	132.2	净利润	$B
搜索及其他 竞价：点击+6%；单次点击价格+7%。	25.7%	23.1%	22.9%	21.4%	21.8%	21.6%	11.4%	22.5%	21.2%	22.1%	29.5%	21.2%	24.0%	28.6%	32.8%	净利率	%
	14.6	16.6	18.7	23.0	26.6	36.0	37.1	48.0	54.5	65.1	91.7	91.5	101.7	125.3	164.7	OCF	$B
YouTube 广告+订阅；广告收入+11.7%。	38.4%	36.1%	33.6%	34.9%	35.4%	39.9%	33.5%	35.1%	33.7%	35.7%	35.6%	32.3%	33.1%	35.8%	40.9%	OCF/营收	%
	1.50x	1.57x	1.47x	1.63x	1.63x	1.85x	2.93x	1.56x	1.59x	1.62x	1.21x	1.53x	1.38x	1.25x	1.25x	OCF/净利润	x
付费生态 订阅、收费、设备；收入+19.1%。	3.4	3.3	7.4	11.0	10.0	10.2	13.2	25.1	23.5	22.3	24.6	31.5	32.3	52.5	91.4	现金PP&E	$B
	23.6%	19.7%	39.4%	47.8%	37.4%	28.3%	35.5%	52.4%	43.2%	34.2%	26.9%	34.4%	31.7%	41.9%	55.5%	PP&E/OCF	%
	11.1	13.3	11.3	12.0	16.6	25.8	23.9	22.8	31.0	42.8	67.0	60.0	69.5	72.8	73.3	FCF	$B
云业务 用量+合同；收入+35.8%。	29.4%	29.0%	20.4%	18.2%	22.2%	28.6%	21.6%	16.7%	19.1%	23.5%	26.0%	21.2%	22.6%	20.8%	18.2%	FCF/营收	%
	1.90	10.57	1.45	4.89	0.24	0.99	0.29	1.49	2.52	0.74	2.62	6.97	0.50	2.93	1.59	收购+无形资产	$B
↓ **分成与现金转化** 分成、现金成本、税及收付时点影响OCF。	13.0%	63.6%	7.8%	21.2%	0.9%	2.7%	0.8%	3.1%	4.6%	1.1%	2.9%	7.6%	0.5%	2.3%	1.0%	收购+无形/OCF	%
	2.0	2.7	3.3	4.3	5.3	6.9	7.9	10.0	11.7	13.4	15.7	19.5	22.1	22.8	27.1	股权激励费用	$B
	13.6%	16.2%	17.9%	18.6%	19.8%	19.1%	21.3%	20.8%	21.5%	20.6%	17.1%	21.3%	21.7%	18.2%	16.5%	SBC/OCF	%
广告TAC/广告收入：20.3%	--	--	--	--	1.8	3.7	4.8	9.1	18.4	31.1	50.3	59.3	61.5	62.2	45.7	现金回购	$B
	--	--	--	--	6.7%	10.2%	13.1%	18.9%	33.7%	47.8%	54.9%	64.8%	60.4%	49.7%	27.8%	回购/OCF	%
集团OCF/营收：40.9%	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	7.36	10.05	现金股息	$B
↓ **再投资与FCF** 研发已计入OCF；现金PP&E减少FCF。	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	5.9%	6.1%	股息/OCF	%
	57.2%	47.3%	41.5%	33.5%	33.3%	35.1%	21.9%	38.2%	37.5%	37.2%	58.8%	44.9%	42.6%	43.8%	37.0%	ROIC	%
	18.7%	16.4%	16.1%	14.8%	14.6%	15.0%	8.7%	18.6%	18.1%	19.0%	32.1%	23.6%	27.4%	33.3%	36.1%	ROE	%
集团现金PP&E/OCF：55.5%	14.9%	12.8%	12.6%	11.9%	11.8%	12.4%	6.9%	14.3%	13.5%	13.5%	22.4%	16.6%	19.2%	23.5%	25.3%	ROA	%
FCF增长：0.7%	13.00	13.20	13.43	13.60	13.75	13.83	13.90	13.91	13.77	13.50	13.24	12.85	12.46	12.21	12.09	发行在外股数	B sh
集团PP&E并非全部用于AI。	2.94	3.52	4.17	4.88	5.48	6.56	8.00	9.84	11.68	13.41	19.29	21.65	24.34	28.41	33.25	每股营收	$/sh
	0.74	0.80	0.94	1.03	1.14	1.39	0.90	2.19	2.46	2.93	5.61	4.56	5.80	8.05	10.82	稀释EPS	$/sh
	1.13	1.27	1.40	1.70	1.94	2.62	2.68	3.45	3.94	4.78	6.86	7.00	8.06	10.17	13.59	每股OCF	$/sh
	0.27	0.25	0.55	0.81	0.73	0.74	0.95	1.81	1.70	1.64	1.85	2.41	2.55	4.26	7.55	每股现金PP&E	$/sh
	0.86	1.02	0.85	0.89	1.21	1.88	1.73	1.64	2.24	3.15	5.02	4.59	5.50	5.91	6.05	每股FCF	$/sh
	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.60	0.83	每股宣告股息	$/sh
	19.0x	20.0x	23.3x	27.4x	26.9x	27.2x	51.8x	25.5x	24.0x	25.0x	21.9x	24.9x	20.3x	20.2x	19.4x	平均P/E	x
	5.3%	5.8%	3.0%	3.4%	3.1%	4.8%	3.3%	3.2%	3.4%	3.7%	3.5%	5.3%	4.0%	3.2%	1.9%	FCF收益率	%
	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.3%	0.3%	股息率	%

回报条件
现金支持算力。单位成本下降及产品改善，须带动用量、收入和增量现金，足以支撑投资。集团现金增长不能证明AI回报。

核心KPI | FY21-25

指标	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
点击量同比	+23%	+10%	+7%	+5%	**+6%**
CPC同比	+15%	-1%	+1%	+7%	**+7%**
广告TAC率	21.8%	21.8%	21.4%	20.7%	**20.3%**
云营业利润率	-11.9%	-7.3%	5.2%	14.1%	**23.7%**
订单储备同比*	--	26.1%	15.2%	25.8%	**160.5%**
PP&E/OCF	26.9%	34.4%	31.7%	41.9%	**55.5%**

复合年增长率 | CAGR

	1Y	3Y	5Y	10Y	15Y
营收	15.1%	12.5%	17.2%	18.3%	19.1%
OCF	31.5%	21.6%	20.4%	20.0%	19.7%
FCF	0.7%	6.9%	11.3%	16.0%	16.9%
净利润	32.0%	30.1%	26.8%	23.2%	20.1%
稀释EPS	34.4%	33.4%	29.9%	25.2%	20.5%
每股FCF	2.4%	9.6%	14.0%	17.4%	17.3%
每股股息	38.3%	--	--	--	--

流动性与资本 | FY2025

估算市值	$3.788T
发行在外股数(A+B+C)	12.088B
现金+证券	$126.8B
债券账面值	$48.5B
2026债券本金	$2.0B
PP&E/OCF FY24	41.9%

现金分配： FY11-FY25 OCF $915.1B，减现金PP&E $361.8B，得 **FCF $553.3B。** 回购 **$347.9B（FCF的62.9%）；** 股息 **$17.4B（3.1%）。** 合计分配**66.0%。** 余额$188.0B未扣收购、投资、偿债及股权奖励现金结算，不代表留存现金。

净股数变化： 全部类别、拆股调整后：FY10末12.852B至FY25末12.088B，**减少5.9%。** FY25：注销240M减发行117M=**净减少123M股（1.0%）。** 累计FCF覆盖现金分配。FY25净债务融资$32.1B；是否用于回购尚未确定。

现金增长，增量被再投资吸收。OCF增加$39.4B，现金PP&E增加$38.9B。FCF仅增长0.7%：新增现金几乎全用于再投资，尚不能证明AI回报。

搜索是核心引擎。收入占比55.7%，广告主价值至关重要。TAC整体下降源于Network占比变化，并非搜索分成条件改善。关注分发成本及变现。

云利润是一项检验。收入增长35.8%，利润率23.7%。AI研发计入集团；仅凭云利润不能证明扩产后的回报。需现金证据，不能只看订单储备。

需求必须转为可收回的现金。订单储备$242.8B，主要来自云业务；预计略超半数将在24个月内确认为收入。交付和用量决定时点；承诺不等于现金或资本回报。

衡量每股受益。每股FCF增长2.4%，总额增长0.7%。新股发行抵消回购；股权奖励仍是股东权益成本，未从披露FCF中扣除。

价格需要现金支撑。冻结价格$313对应51.7x FCF及1.93%收益率。未来现金必须支撑价格。搜索变现走弱，或云增长却未转为现金，都会削弱这一逻辑。合理价值仍待确定。

KPI：搜索点击/CPC及订单储备为同比；TAC/云利润率/PP&E为年度比率。
增长：1Y同比；3/5/10/15Y CAGR。合计含汇兑套期调整。
--：零值或未展示可比值。FY21订单储备比较尚未确定。
FCF=OCF-现金购置PP&E；不扣SBC（股权激励）。
每股流量：基本加权平均经济股数；EPS：公司稀释口径；账面价值：财年末。
图表：调整后的USD月度区间；TR再投股息。行情为QA数据。
FY25归档记录；历史来源审核和ROE定义仍待核验。

财务实力	--
股价稳定性	--
股价增长持续性	--
现金生成稳定性	--

年报其语：全平台同名
搜索·关注·订阅