

谷歌 (GOOGL.US) 4Q18 点评

证券研究报告

2019年02月10日

新业务增量平庸，短期难觅催化；维持“增持”和目标价 1190 美元

业绩超预期但高成本支出引市场担忧

4Q18 营收 392.8 亿美元，同比涨 22%，好于华尔街预期的 389.3 亿美元，EPS 扣除 13 亿美元的证券投资收益后约 10.91 美元，略好于预期的 10.82 美元。Google 广告业务 326 亿美元，同比涨 19.9%，结束连续五个季度同比 20% 以上增速。Google 其他业务包括云计算、硬件、Google Play 等营收同比增速 30.7%，对比 Q3 为 29.2%。新兴业务 Other Bets 营收同比仅涨 17.6% 至 1.54 亿美元，亏损则同比扩大 77.5% 至 13.3 亿美元。

营业利润率仅 20.9% 低于预期的 22%，环比减少 3.7%；Capex 同比大涨 64% 至 68.5 亿美元，这两项指标引市场对于成本飙升的担忧，Google 员工数 2018 年同比增长 23%，主要在云计算业务的扩张投入以及 YouTube 的内容和带宽支持上，公司预计 Capex 在 2019 年增速会显著放缓，谷歌云目前计划在苏黎世、雅加达、大阪新建三个地理区域。

YouTube 成长伴随高成本，亚马逊入局加速广告竞争

自有网站 CPC 同比跌 29% (Q3 -28%)，Paid Click 同比涨 66% (Q3 62%) 鉴于广告持续向 YouTube 和手机搜索广告转型，拉低广告单价但点击数增速稳定。网络成员广告收入 Cost-per-impression 同比涨 5% (Q3 11%)，Impression 同比涨 7% (Q3 1%)。本季 TAC 74.4 亿美元好于预期，营收占比 22.8% 保持稳定，同比增速进一步降低至 15.3% (Q2 为 19.6%)。YouTube 已经成为移动广告之后广告业务增速第二贡献力量，目前还是以品牌广告为主，但 18 年初上线的效果广告模式 TrueView for Action 配合公司在 AI 机器学习精准投放、推荐算法上精进开始吸引更多新广告主。我们认为 YouTube 广告增长动力十足，且 YouTube TV 的屏幕属性也让广告形式和 PC、电视更好的协同。不过 YouTube 的高成长随着订阅用户的增长也会伴随更高的内容成本和获客成本，对于成本的压力仍需关注。

亚马逊快速增长的广告业务也在加剧市场份额竞争，本季亚马逊广告业务同比增 97% 达 34 亿美元，虽然体量尚小，但亚马逊可以借助电商规模效应、发掘以 Prime 用户为壁垒的消费广告平台。不过 Google 也在通过 Shopping Actions 整合零售平台和品牌商进行“合纵连横”，通过 Google 搜索、Assistant 智能助手、Express 购物服务，将搜索-展示-购物流程有机结合，实现对购物行为的流量把控，与亚马逊竞争。

云计算看新 CEO 推力如何，但新业务增量平庸短期难觅催化

整体来说，我们认为 Google 虽然广告业务整体稳固，在移动端广告的精准投放也见成效，但其他新兴业务增长点略显平庸，短期内难以觅得显见的催化剂。不过谷歌在中国业务曝光度小，较少受中美贸易摩擦影响。

谷歌云通过丰富 AI 的差异化竞争力打通垂直行业的解决方案，但与行业龙头 AWS 和 Azure 在大型企业客户的服务能力上差距仍存。CEO 更迭为前 Oracle 高管 Thomas Kurian，我们认为谷歌云有可能复制 Oracle 的 M&A 基因通过收购整合来扩充产品服务能力。此外伴随 5G 来临“云游戏”正在成为下一个巨头角逐之地，Google 的 Project Stream、英伟达 GeForce Now、微软 xCloud 均瞄准这一领域早期布局。随着 Waymo One 无人出租项目的上线，正在迎来商业运作临界点，并进一步挖掘 2B 市场的商业机会。

2018 年萦绕的用户隐私安全话题仍在持续，监管层面的压力对广告商投放意愿、民众使用情绪的削弱，都可能伤及 Google、FB 主营广告业务的成长性。并且“用户隐私折价”带来的估值压制也需要公司更努力的践行“不作恶”的准则来传递社会价值。根据彭博一致预期 2019 年 EPS 46.94 美元，我们认为估值暂时难以回到 2017 年市场 AI 高预期情绪时 25x 以上水平，我们维持“增持”评级，目标价维持 1190 美元，对应 25x PE。

风险提示：广告业务收入下滑，监管审查政策趋严等。

作者

何翩翩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080002
hepianpian@tfzq.com

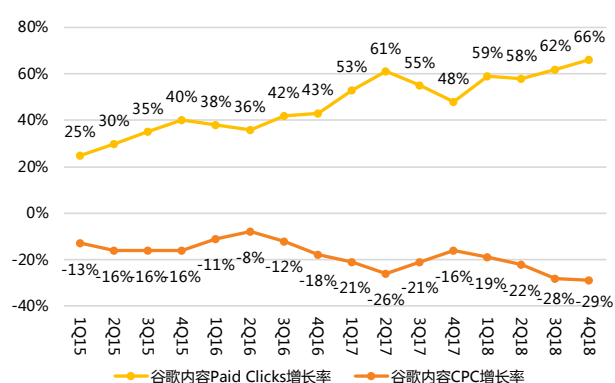
雷俊成 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060004
leijuncheng@tfzq.com

马赫 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070001
mahe@tfzq.com

相关报告

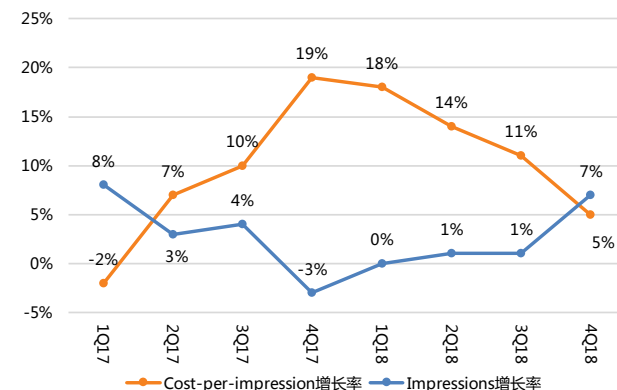
- 1 《谷歌 (GOOGL.US) 3Q18 点评：广告受“用户隐私折价”及 AMZN 加速竞争，新业务增量有限；维持“增持”，下调 TP 至 1190 美元》2018-10-28
- 2 《谷歌 (GOOGL.US) 2Q18 点评：TAC 增速迎拐点，但云计算增量和 AI 才能决定未来多样化；维持“增持”，目标价上调至 1340 美元》2018-07-25
- 3 《谷歌(GOOGL.US)1Q18 点评：移动广告重拾动力，关注欧洲潜在负面影响；维持“增持”，目标价下调至 1220 美元》2018-04-25
- 4 《谷歌 (GOOGL.US) 4Q17 点评：“云+YouTube+硬件”难掩业绩乏力，移动端转型道阻且长；下调至增持，目标价上调至 1260 美元》2018-02-04
- 5 《谷歌 (GOOGL.US) 3Q17 点评：营收盈利超预期，YouTube 照耀转型路，人工智能巨头新征途：云+YouTube+硬件》2017-10-27
- 6 《谷歌 (GOOGL.US) 2Q17 点评：欧盟处罚争议难阻营收盈利超预期，云计算继续发力，人工智能巨头百般武艺扎实前进》2017-07-25
- 7 《谷歌 (GOOGL.US) 1Q17 点评：业绩超预期触发市场重估，短期移动端广告+流媒体+云，长期看好 AI 积累，上调 TP 至 1000 美元》2017-04-28
- 8 《谷歌 (GOOGL.US) 4Q16 点评：营收稳固超预期，人工智能巨头新征途：云+YouTube+硬件》2017-01-27
- 9 《谷歌 3Q16 点评：目标价 920 美元，买入评级，营收盈利稳定超预期，以 AI 为本，期待探月计划》2016-10-28
- 10 《谷歌人工智能深度解剖：从 HAL 的太空漫游到 AlphaGo，AI 的春天来了》2017-01-05

图 1: 谷歌内容 CPC 和 Paid clicks 增长率



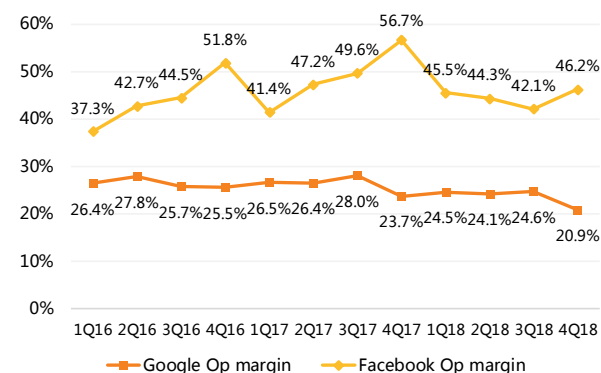
资料来源: 谷歌财报, 天风证券研究所整理

图 2: Google 改用广告印象(Impression)和 Cost-per-impression 来反映网络成员广告收入



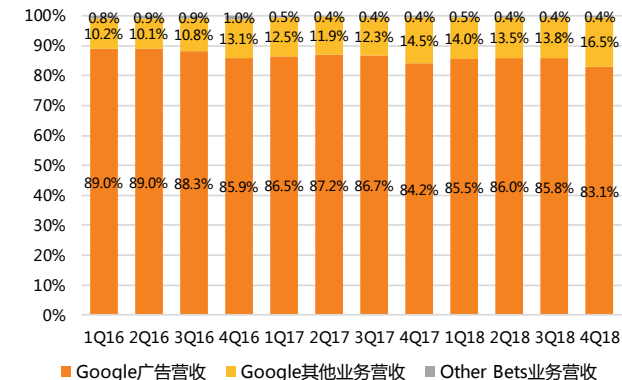
资料来源: 谷歌财报, 天风证券研究所整理

图 3: Google 和 Facebook 经营利润率比较



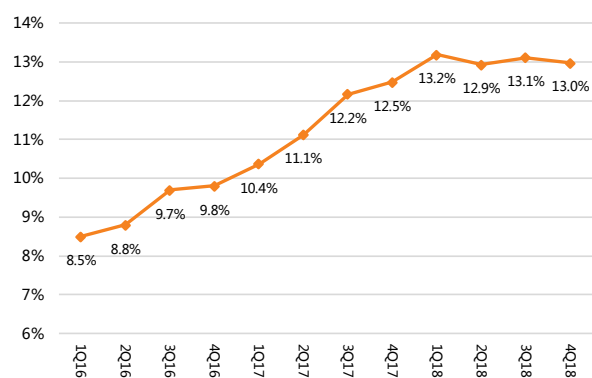
资料来源: 谷歌、Facebook 财报, 天风证券研究所整理

图 4: Google 各项业务占比变化(从 17Q1 开始加入了 Nest 的营收调整影响)



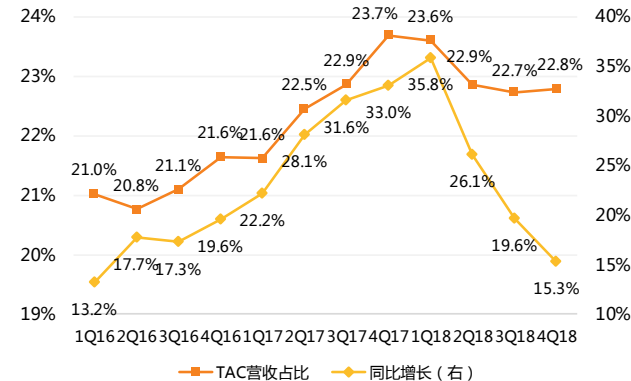
资料来源: 谷歌财报, 天风证券研究所整理

图 5: Google 自有网站 TAC/广告收入占比



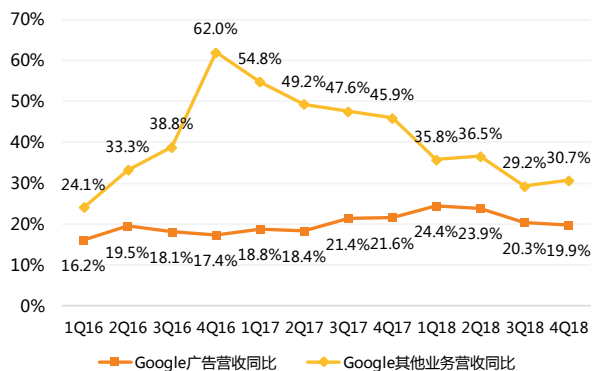
资料来源: 谷歌, 天风证券研究所整理

图 6: 流量获取成本 TAC 占广告收入比例和同比增速



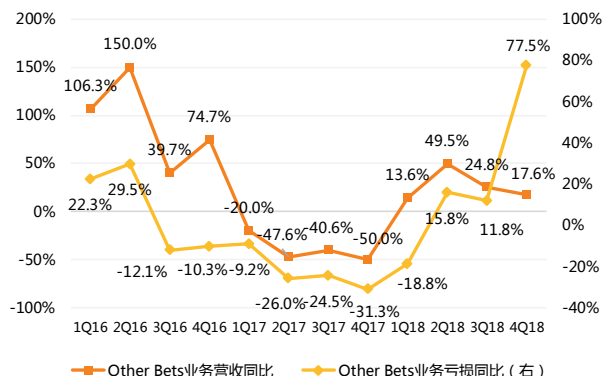
资料来源: 谷歌财报, 天风证券研究所整理

图 7: Google 业务营收同比增长变化 (Google 其他业务从 17Q1 开始包括了 Nest 营收)



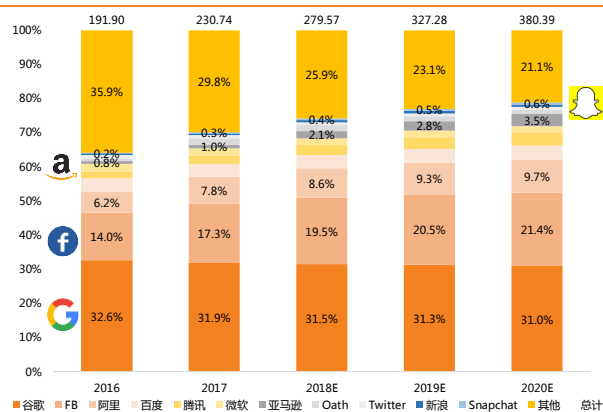
资料来源: 谷歌, 天风证券研究所整理

图 8: Other Bets 业务营收和亏损同比变化 (Other Bets 业务从 17Q1 开始扣除了 Nest 影响)



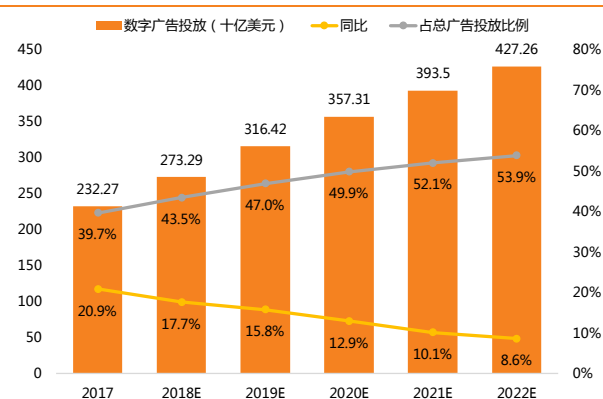
资料来源: 谷歌财报, 天风证券研究所整理

图 9: 全球数字广告收入市场份额分布 (单位: 十亿美元)



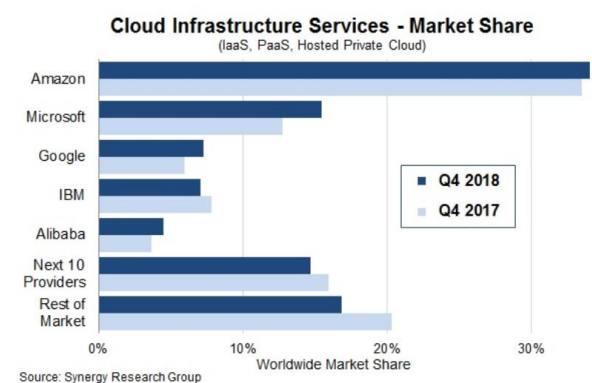
资料来源: eMarketer, 天风证券研究所

图 10: 全球数字广告投放总量和增速



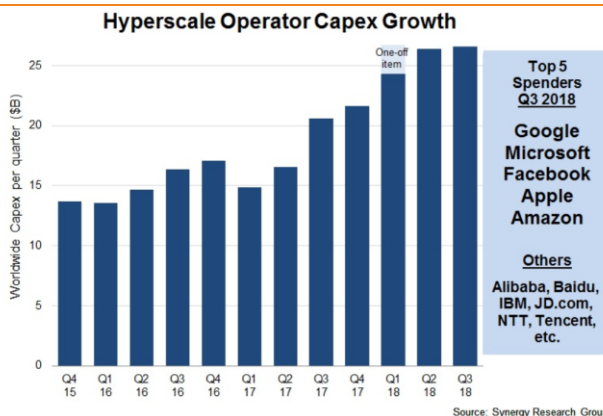
资料来源: eMarketer, 天风证券研究所

图 11: 云计算市场继续向头部玩家集中



资料来源: Synergy Research, 天风证券研究所

图 12: Q3 披露的超级云计算巨头 Capex 环比基本持平



资料来源: Synergy Research, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com