



CLAWBY EQUITY RESEARCH

Alphabet Inc. (GOOGL)

深度研究报告

AI 资本开支超级周期下的估值再定价
收入加速、现金流塌陷与被会计收益掩盖的真实盈利

投资评级

中性 (Neutral)

现价

344.88 美元 (2026-08-19T14:46:55Z UTC, 延迟约 30 分钟)

12 个月目标价

318 美元 (中性情景, 隐含 -7.9%)

情景区间

169 — 454 美元 (概率加权 323 美元, -6.3%)

总市值

4.218 万亿美元

交易所 / 板块

NASDAQ / 通信服务 · 互联网内容与信息

报告日期: 2026 年 8 月 19 日 | 数据截止: 2026-08-19T14:46:55Z UTC

数据来源: Clawby 聚合数据接口 (行情 / 期权 / 空头 / 暗池 / 情绪)、美国证券交易委员会 EDGAR (XBRL)、akshare 全球宏观
Clawby Research · openclawby.com

本报告由量化数据流程自动生成, 仅供参考, 不构成投资建议。

目录

01	执行摘要：评级、三情景目标价与核心投资逻辑	03
02	标的概览：公司、股权结构、业务构成与交易特征	05
03	宏观与市场环境：利率、通胀、风险偏好与相对表现	08
04	基本面分析：三张报表、盈利质量与资本开支周期	10
05	技术面分析：趋势、动量、波动与市场微观结构	16
06	估值与三情景分析：方法论、假设、概率与敏感性	20
07	风险因素与风险管理：严重度 × 可能性矩阵	26
08	催化剂与关键事件日历	29
09	结论与投资建议：入场、目标、止损与仓位	31
10	附录：数据来源与时间戳、口径说明、术语表、免责声明	33

本报告的三个核心判断

一、基本面正在加速，这是真实的

Alphabet 单季收入同比增速已连续四个季度上行：2025Q2 的 13.8% → 2025Q3 的 15.9% → 2026Q1 的 21.8% → 2026Q2 的 **24.2%**。在 TTM 收入已达 445.9 十亿美元的体量上做到这一点，在美股历史上极为罕见。同期毛利率从 59.5% 升至 61.6%，经营利润率从 32.4% 升至 34.0%——增长并非以牺牲盈利换取。

二、但 GAAP 利润表已严重失真，表观市盈率是幻觉

2026Q2 单季 GAAP 净利润 112.2 十亿美元中，有 **99.0 十亿美元（占 88%）** 来自权益证券公允价值变动损益，属于非经营性、非现金、且可双向反转的科目。以 TTM GAAP 每股收益 19.84 美元计算的市盈率仅 17.4 倍，看似便宜；剔除该科目后核心每股收益 10.13 美元，真实市盈率为 **34.0 倍**。两者相差近一倍。

三、自由现金流已被资本开支吞噬，回购完全停止

2026 年上半年资本开支 80.6 十亿美元，同比增长 103%；自由现金流从上年同期的 24.3 十亿美元 塌陷至 **4.26 十亿美元**，降幅 82%。同期股票回购金额为 **0**（上年同期 28.3 十亿美元）。这是一次彻底的资本配置转向：股东回报让位于 AI 基础设施投资。

上述三点共同构成本报告的评级依据：**业务在变好，但价格已经反映了很多，而现金流的确定性在下降**。因此给予「中性」评级——不做空优质资产，也不在自由现金流收益率仅 1.26% 的位置追高。

1 执行摘要

1.1 投资评级与目标价

我们首次覆盖 Alphabet Inc. (NASDAQ: GOOGL)，给予 **中性 (Neutral)** 评级，12 个月中性情景目标价 **318 美元**，相对 2026-08-19 收盘价 344.88 美元隐含 -7.9% 的空间；三情景概率加权期望值 **323 美元** (-6.3%)。

给出中性而非买入，并不是因为我们看空 Alphabet 的业务——恰恰相反，本报告收集到的经营数据显示公司正处在近十年最强的收入加速期。中性评级来自三重估值约束：（1）剔除会计噪音后的真实市盈率为 34.0 倍，而非表观的 17.4 倍；（2）自由现金流收益率已降至 1.26%，低于同业中位数；（3）在当前 344.88 美元的价格上，反向贴现现金流模型倒推出的隐含加权平均资本成本仅 **7.90%**，而 10 年期美国国债收益率已达 4.71%，30 年期达 5.28%。市场对这家公司的风险补偿要求已经压得非常低。

表 1-1 三情景目标价汇总

情景	概率	目标价 (美元)	相对现价	贴现现金流 估值	相对估值	FY2027E 核心每股收益	隐含 FY2027E 市盈率
乐观 (Bull)	28%	454	+31.7%	443	463	15.93	28.5x
中性 (Base)	50%	318	-7.9%	282	347	14.18	22.4x
悲观 (Bear)	22%	169	-50.9%	122	209	11.42	14.8x
概率加权	100%	323	-6.3%	目标价 = 贴现现金流估值 × 45% + 相对估值 × 55%			

1.2 关键指标速览

现价 344.88 美元 / 股	总市值 4.22T 美元	TTM 收入 446B 美元	TTM 经营利润率 33.1% 同业中上游	核心市盈率 34.0x 剔除权益证券损益	自由现金流收益率 1.26% 同业最低
距 52 周高点 -15.6% 高点 408.61	近一年涨幅 +71% 同期标普 500 +20%	200 日均线 332 关键支撑	相对强弱指标 46 中性区间	净现金 144B 11.8 美元/股	空头持仓 0.65% 占流通股，极低

1.3 核心投资逻辑

多头逻辑（我们认同的部分）

- 收入加速的质量极高。** 2026Q2 收入 119.8 十亿美元，同比 +24.2%，且同期毛利率同比扩张 +2.1 个百分点至 61.6%。收入加速伴随毛利率扩张，说明增量来自高毛利的云与 AI 相关业务，而非低毛利的硬件或流量采购。

- **研发投入转化为定价权。**TTM 研发支出 69.0 十亿美元，占收入 15.5%，绝对额居全球第一梯队；FY2021—FY2025 研发支出复合增速 17.9%，略高于同期收入复合增速 11.8%，但经营利润率反而从 30.6% 升至 32.0%。
- **资产负债表仍是堡垒。**2026Q2 末现金及现金等价物 55.9 十亿美元、有价证券 186.6 十亿美元，扣除长期债务 98.2 十亿美元后净现金 **144.3 十亿美元**，相当于每股 11.8 美元、市值的 3.4%。即便资本开支再翻倍，公司也有充足的融资缓冲。
- **筹码结构干净。**空头持仓仅占流通股 0.65%，且连续三期下降（累计 -19.3 百万股）；可转债余额 1,000 万股、债券费率仅 0.250%，没有拥挤的空头或强制平仓风险。

空头逻辑（我们同样认同，且更接近当前的边际变化）

- **自由现金流已接近归零。**1H2026 自由现金流仅 4.26 十亿美元。若 2H2026 资本开支维持上半年节奏，全年资本开支将达 161 十亿美元量级——超过 FY2025 全年经营现金流的 97%。
- **回购归零，每股收益失去机械支撑。**FY2021—FY2024 每年回购 50—62 十亿美元，摊薄股数从 13.16 十亿股降至 12.23 十亿股。1H2026 回购为 0，2026Q2 摊薄股数反而环比回升至 12.309 十亿股。
- **折旧摊销的滞后打击尚未到来。**1H2026 折旧 13.59 十亿美元，同比 +43%，但相对 80.60 十亿美元的资本开支仍严重滞后。按 5—6 年折旧年限推算，当前投入将在 FY2027—FY2029 集中转化为成本，届时经营利润率将承受每年 2—4 个百分点的压力。
- **贴现率环境不友好。**30 年期美债收益率 5.28%、CPI 同比 3.4%（2026-07），长周期资产的估值锚正在上移，而 GOOGL 的贴现现金流价值中有 74% 来自 10 年后的终值。

我们与市场的分歧点

市场当前的主流叙事是「Alphabet 赢下了 AI」——过去一年 GOOGL 上涨 +71%，而 Meta -27%、Microsoft -5%，分化极端。我们否认这一叙事的基本面基础，但认为价格已经把它计入得相当充分：**GOOGL 的相对估值优势已从一年前的「便宜的优质资产」转为「与同业持平、但现金流质量更差的资产」**。在 34.0 倍核心市盈率、1.26% 自由现金流收益率下，上行需要新的、尚未被定价的增量（例如云业务加速超预期、或资本开支拐点提前出现），而这两点在 10 月 28 日三季报之前都无法验证。

1.4 什么会让我们上调评级

- 管理层给出 FY2027 资本开支见顶的明确指引，且自由现金流利润率回升至 15% 以上；
- 云业务单季收入增速稳定在 30% 以上且经营利润率突破 25%（需分部数据验证，见口径缺口说明）；
- 股价回落至 200 日均线（332 美元）下方并出现放量企稳，使核心市盈率降至 30 倍以内；
- 回购重启，年化规模恢复至 400 亿美元以上。

1.5 什么会让我们下调评级

- 权益证券公允价值收益转为大额亏损，使 GAAP 利润出现同比大幅负增长并引发被动资金调仓；
- 单季资本开支再超预期 20% 以上而收入增速回落至 15% 以下（投入产出比恶化的第一个硬信号）；
- 美国或欧盟出具结构性反垄断救济（强制剥离广告技术栈、或禁止默认搜索付费协议）；
- 股价有效跌破 295 美元一线并伴随 200 日均线走平下弯。

2 标的概览

2.1 公司基本情况

Alphabet Inc. 是 Google 及其关联业务的控股母公司，2015 年 10 月完成重组后成为上市主体，美国证券交易委员会中央索引码（CIK）为 1652044。公司总部位于加州山景城，最新披露员工人数 94,372 人。业务横跨搜索与广告、YouTube、Android 与 Google Play、Google Cloud、以及以 Waymo、Verily 等为代表的其他前沿业务。公司同时是全球最大的自研 AI 芯片（TPU）使用方之一，并拥有 Gemini 系列大模型。

表 2-1 标的基本信息

项目	内容	项目	内容
公司名称	Alphabet Inc.	交易代码	GOOGL (A 类) / GOOG (C 类)
交易所	NASDAQ	行业分类	通信服务 · 互联网内容与信息
SEC CIK	1652044	员工人数	94,372
总市值	4.218 万亿美元	总股本	12.230 十亿股
自由流通比例	89.3%	1 年 Beta	1.383
52 周区间	196.59 — 408.61 美元	30 日均量	28.7 百万股
年化股息	0.85 美元 (收益率 0.25%)	下次财报	2026-10-28

2.2 股权结构：三类股票与控制权

Alphabet 采用三层股权结构，这是理解其治理与股东回报政策的关键：

表 2-2 三类股票对比（价格数据为 2026-08-19）

类别	代码	投票权	价格 (美元)	近一年 涨幅	年初至今	30 日均量 (百万股)	空头持仓 (百万股)
A 类普通股	GOOGL	1 票 / 股	344.88	+71.1%	+10.2%	28.7	70.5
B 类普通股	未上市	10 票 / 股	由创始人及内部人持有，不公开交易；是创始人保持控制权的核心工具				
C 类资本股	GOOG	0 票 / 股	341.70	+68.7%	+8.9%	19.0	46.9

GOOGL 相对 GOOG 存在 0.93% 的投票权溢价，这一溢价长期在 0—2% 区间波动，属于正常水平。对绝大多数机构投资者而言两者可互换；但需注意 GOOGL 的日均成交量约为 GOOG 的 1.5 倍，大额建仓应优先使用 GOOGL 以降低冲击成本。

治理风险提示

B 类股 10 票/股的设计意味着创始人以少数经济权益掌握多数投票权。本次自由现金流塌陷与回购归零的资本配置决策，外部股东在治理层面几乎没有制衡手段。这一结构在业务顺风期是优势（能做长期投入），在逆风期则是显著的风险因子。

2.3 业务构成与收入引擎

Alphabet 的收入引擎可归为四块：搜索广告（含 Google Search 及合作伙伴网络）、YouTube 广告、Google Cloud、以及订阅/平台/设备。其中搜索广告长期贡献过半收入，是全部利润的来源；Google Cloud 则是近三年增速最快、且刚刚跨过盈亏平衡的第二增长曲线。

数据缺口声明：分部收入未纳入本报告的量化分析

Alphabet 的分部收入（Google Search & other、YouTube ads、Google Cloud、Google Network、Subscriptions/Platforms/Devices、Other Bets）在 10-K/10-Q 中以 srt：维度成员或公司自定义标签披露，而本报告可调用的 SEC 接口（sec_company_concept）仅支持 us-gaap 命名空间下的单一概念标签，无法按维度成员拆分。因此**本报告全部分部层面的表述均为定性描述，不含任何具体的分部收入、增速或利润率数字**。凡涉及云业务增速的判断，均已在文中标注为「需分部数据验证」。所有量化结论仅建立在合并报表口径之上。

2.4 股本、股息与股东回报

公司于 2022 年 7 月 18 日实施 20 拆 1 的股票分割（数据接口确认：2022-07-18，比例 1:20）。2024 年首次派发现金股息，此后按季支付并逐年小幅提升。

表 2-3 近九期现金股息（每股，美元）

除息日	2024-06-10	2024-09-09	2024-12-09	2025-03-10	2025-06-09	2025-09-08	2025-12-08	2026-03-09	2026-06-08
每股股息	0.2	0.2	0.2	0.2	0.21	0.21	0.21	0.21	0.22

最近四期合计 0.85 美元，对应股息率仅 0.25%。股息在 Alphabet 的股东回报中只是象征性存在——真正的回报工具一直是回购。而 2026 年上半年回购金额归零，意味着**当前股东现金回报总额已接近于仅剩 0.25% 的股息率**，这是一个此前从未出现过的状态。

表 2-4 股东回报与股本变动（财年，十亿美元 / 十亿股）

项目	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	1H2025	1H2026
股票回购	50.3	59.3	61.5	62.2	45.7	28.3	0.0
股份支付费用	15.4	19.4	22.5	22.8	25.0	11.5	14.7
摊薄加权股数	—	13.16	12.72	12.45	12.23	12.20	12.31
回购 / 自由现金流	75%	99%	89%	86%	62%	117%	0%

值得注意的是 FY2021—FY2024 回购金额始终接近甚至超过当年自由现金流（FY2024 达 86%），公司在那几年是用全部余裕现金加上存量现金在回购。FY2025 回购已降至 45.7 十亿美元（同比 -27%），2026 上半年直接归零——这是一条清晰的、提前一年就已开始的资本配置转向轨迹。

2.5 交易特征

图 1 GOOGL 五年价格走势与成交量 (2021-08 ~ 2026-08-18)



图 1 GOOGL 五年价格走势、20/50/200 日均线与成交量。数据源：Clawby 日线接口，2026-08-19 前收盘。成交量柱按当日收阳/收阴着色（蓝/红为发散色对，色觉友好）。

过去五年 GOOGL 累计上涨 154%，但路径极不平坦：2022 年在利率上行与广告衰退中回撤逾 40%，2023—2024 缓慢修复，真正的主升浪出现在 2025 年下半年至 2026 年 5 月，区间内从约 160 美元升至 408.61 美元的历史高点。此后进入高位震荡，当前 344.88 美元较高点回落 15.6%，较 52 周低点 196.59 美元仍高出 75%。

成交结构上，30 日均量 28.7 百万股，近 20 日均量 30.8 百万股、近 60 日均量 32.6 百万股，量能小幅收缩，符合高位震荡而非派发的特征。相对成交量 0.18 显示当日交投清淡。

3 宏观与市场环境

3.1 利率：长端高企是估值的第一约束

截至 2026-08-18，美国国债收益率曲线呈现「短端偏高、长端更高」的陡峭正斜率形态：2 年期 4.19%、5 年期 4.37%、10 年期 4.71%、30 年期 5.28%，10 年期减 2 年期利差 +0.52 个百分点。曲线已彻底摆脱 2022—2023 年的倒挂状态，但代价是长端绝对水平抬升——30 年期 5.28% 是过去二十余年的高位区域。

表 3-1 美国国债收益率演变（%）

期限	2024-12	2025-12	2026-02	2026-08-18	近期变化
2 年期	4.25	3.47	3.38	4.19	+0.72
10 年期	4.58	4.18	3.97	4.71	+0.53
30 年期	4.78	4.84	4.64	5.28	+0.44
10Y - 2Y 利差	0.33	0.71	0.59	0.52	—
中国 10 年期（对照）	1.675	1.847	1.787	1.686	—

对 Alphabet 这类现金流高度后置的资产，长端利率是最直接的估值折价来源。本报告贴现现金流模型的中性情景加权平均资本成本设为 8.8%；若按资本资产定价模型以当前 10 年期 4.71% 为无风险利率、股权风险溢价 4.25%、标的 5 年 Beta 1.246 计算，权益成本将达约 10.6%——远高于我们采用的假设，也远高于市场当前隐含的 7.90%。**这意味着整个大型科技股板块 都在用一个显著低于教科书公式的贴现率交易**，这是系统性风险而非 Alphabet 的个体风险，但一旦长端利率再上行 50—80 个基点，重定价的压力会首先落在估值最高、现金流最靠后的标的上。

3.2 通胀：回落但未达标

最新美国 CPI 同比 3.4%（2026-07 数据，2026-08-12 发布），前值 3.5%。回顾路径：9.1% 的周期峰值（2022 年年中）→ 3.0%（2024 年年中）→ 2.7%（2025 年末）→ 4.2%（2026-05）→ 3.4%（2026-07）。通胀已从峰值大幅回落，但仍显著高于美联储 2% 的目标，且 2026 年上半年一度反弹至 4.2%。这解释了为何长端利率难以下行。

图 9 宏观利率、通胀与相对表现

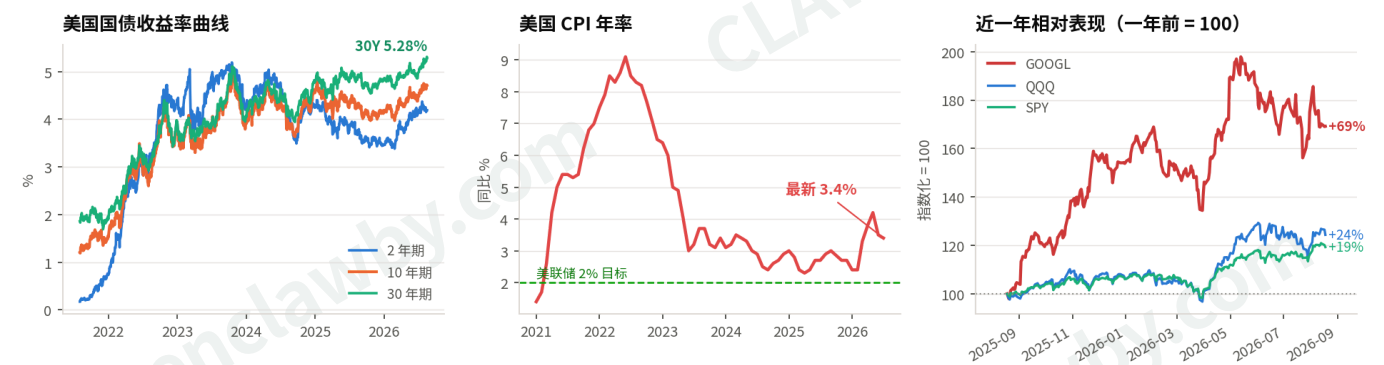


图 9 左：美国国债收益率曲线（2/10/30 年期）。中：美国 CPI 同比。右：GOOGL 与 QQQ、SPY 近一年相对表现（一年前 = 100）。数据源：东方财富中美国债收益率（akshare）、东方财富美国 CPI 年率（akshare）、Clawby 日线接口。

宏观数据缺口声明

- 联邦基金利率决议：无最新数据。** akshare 的 macro_bank_usa_interest_rate 接口回传的最后一有效记录为 2025-07-31 (4.5%)，上游数据源已停止更新，落后当前约 12 个月。本报告**不引用任何政策利率数字**，货币政策立场的判断全部改由国债收益率曲线间接推断。
- ISM 制造业/非制造业 PMI、非农就业、失业率：同样停滞在 2025 年 9 月前后。** (macro_usa_ism_pmi 末值 2025-09-02、macro_usa_non_farm 末值 2025-09-05、macro_usa_unemployment_rate 末值 2025-09-05)。本报告因此**不包含就业与景气度的量化描述**。
- 仅有两组宏观序列确认更新至当前：中美国债收益率（末值 2026-08-18）与美国 CPI 年率（末值 2026-07，2026-08-12 发布）。本章结论仅建立在这两组数据之上。

3.3 风险偏好与板块内部分化

近一年市场对「AI 受益标的」的定价出现极端分化。以 2026-08-19 的一年涨跌幅衡量：

表 3-2 大型科技股一年期表现与估值分化

标的	近一年涨跌	年初至今	总市值 (万亿美元)	1 年 Beta	核心市盈率 (TTM)	自由现金流 收益率
GOOGL	+71.1%	+10.2%	4.22	1.38	33.8x	1.26%
MSFT	-5.2%	-0.1%	3.59	0.94	26.8x	1.87%
META	-27.0%	-16.9%	1.40	1.42	20.5x	2.93%
AMZN	+15.6%	+14.2%	2.84	1.46	21.0x	-0.41%
AAPL	+37.3%	+16.4%	4.62	0.71	35.8x	2.96%
NVDA	+24.8%	+17.5%	5.31	1.88	33.3x	2.24%
SPY (标普 500 ETF)	+20.5%	+13.0%				—
QQQ (纳指 100 ETF)	+25.8%	+16.6%				—
ORCL (对照：AI 叙事受损)	-40.0%	-27.7%				—

这张表信息量很大。GOOGL 以 +71% 领跑，而 META (-27.0%)、MSFT (-5.2%)、ORCL (-40.0%) 全部下跌。换言之，**市场并没有给「所有 AI 资本开支」买单，而是只给「被认为能赢的那一家」买单**。这种分化的脆弱性在于：一旦叙事转向（例如竞争对手模型能力反超、或市场开始统一惩罚高资本开支），GOOGL 从相对赢家变为相对输家的速度可能同样快。META 就是现成的样本——它的资本开支强度 (39.1%) 高于 GOOGL (29.7%)，估值却只有 20.5 倍。

宏观情景对 GOOGL 的传导路径

- 利率下行、通胀回落：**最有利。长久期资产估值扩张，GOOGL 因终值占比高（中性情景 74%）弹性最大。
- 利率维持高位、通胀黏着（当前状态）：**估值中性偏空，但强劲的名义收入增长可部分对冲。这是本报告的基准假设。
- 经济衰退：**最不利。广告是顺周期支出，收入增速将快速回落，而资本开支具有刚性（数据中心为多年期承诺），届时自由现金流可能转负。这构成本报告悲观情景的核心。
- 再通胀（利率再上行）：**估值直接受压。以敏感性表（图 10）观察，加权平均资本成本每上行 50 个基点，中性情景内在价值下降约 8—10%。

4 基本面分析

本章全部数据直接取自美国证券交易委员会 EDGAR 的 XBRL 结构化披露（us-gaap 命名空间，CIK 1652044），最新一期为 2026 年 7 月 23 日提交的 2026Q2 10-Q（截止 2026-06-30），年度数据最新一期为 2026 年 2 月 5 日提交的 FY2025 10-K。所有金额单位为十亿美元，每股数据为美元。

4.1 合并利润表（财年）

表 4-1 合并利润表摘要（FY2021—FY2025，十亿美元）

项目	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	5 年复合 增速
营业收入	257.6	282.8	307.4	350.0	402.8	11.8%
同比增速	—	+9.8%	+8.7%	+13.9%	+15.1%	—
营业成本	110.9	126.2	133.3	146.3	162.5	10.0%
毛利润	146.7	156.6	174.1	203.7	240.3	13.1%
毛利率	56.9%	55.4%	56.6%	58.2%	59.7%	—
研发支出	31.6	39.5	45.4	49.3	61.1	17.9%
研发 / 收入	12.3%	14.0%	14.8%	14.1%	15.2%	—
经营利润	78.7	74.8	84.3	112.4	129.0	13.2%
经营利润率	30.6%	26.5%	27.4%	32.1%	32.0%	—
非经营性损益	12.0	-3.5	1.4	7.4	29.8	—
其中：权益证券公允价值损益	12.4	-3.5	0.4	3.7	24.1	—
税前利润	90.7	71.3	85.7	119.8	158.8	—
所得税费用	14.7	11.4	11.9	19.7	26.7	—
有效税率	16.2%	15.9%	13.9%	16.4%	16.8%	—
净利润（GAAP）	76.0	60.0	73.8	100.1	132.2	14.8%
净利率	29.5%	21.2%	24.0%	28.6%	32.8%	—
摊薄每股收益（美元）	5.61	4.56	5.80	8.04	10.81	17.8%
摊薄加权股数（十亿股）	—	13.16	12.72	12.45	12.23	—

注：FY2021 摊薄股数未在 us-gaap WeightedAverageNumberOfDilutedSharesOutstanding 标签下检索到可比值；FY2022 及以后为分割后口径。
FY2021 每股收益 5.61 美元为分割调整后数值。

解读：五年间收入从 257.6 增至 402.8 十亿美元（复合 11.8%），毛利率从 56.9% 稳步升至 59.7%，经营利润率从 30.6% 升至 32.0%。但要特别注意 FY2025 的净利润 132.2 十亿美元 已经开始被非经营性损益抬高——当年权益证券公允价值收益 24.1 十亿美元，占税前利润的 15%。这一失真在 2026 年被放大了极端程度。

4.2 季度趋势：加速是真的，利润是假的

表 4-2 单季经营数据（十亿美元 / %）

项目	2024 Q2	2024 Q3	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2026 Q1	2026 Q2
营业收入	84.7	88.3	90.2	96.4	102.3	113.8	109.9	119.8
同比增速	—	—	—	+13.8%	+15.9%	—	+21.8%	+24.2%
毛利率	58.1%	58.7%	59.7%	59.5%	59.6%	59.8%	62.4%	61.6%
研发支出	11.9	12.4	13.6	13.8	15.2	18.6	17.0	18.2
经营利润	27.4	28.5	30.6	31.3	31.2	35.9	39.7	40.8
经营利润率	32.4%	32.3%	33.9%	32.4%	30.5%	31.6%	36.1%	34.0%
权益证券公允价值损益	-0.7	1.8	9.8	1.3	10.7	2.3	36.9	99.0
税前利润	27.6	31.7	41.8	33.9	44.0	39.1	77.4	138.8
有效税率	14.3%	17.0%	17.3%	16.9%	20.5%	11.9%	19.2%	19.1%
净利润 (GAAP)	23.6	26.3	34.5	28.2	35.0	34.5	62.6	112.2
核心净利润 (估算)	23.5	24.8	26.6	27.1	27.6	30.6	33.6	33.0
摊薄每股收益 (美元)	1.89	2.12	2.81	2.31	2.87	—	5.11	9.11

核心净利润 = (税前利润 - 权益证券公允价值损益) × (1 - 17%)。17% 为 FY2025 实际有效税率 16.8% 的近似，用于剔除未实现收益带来的递延税影响。

图 2 核心经营指标趋势

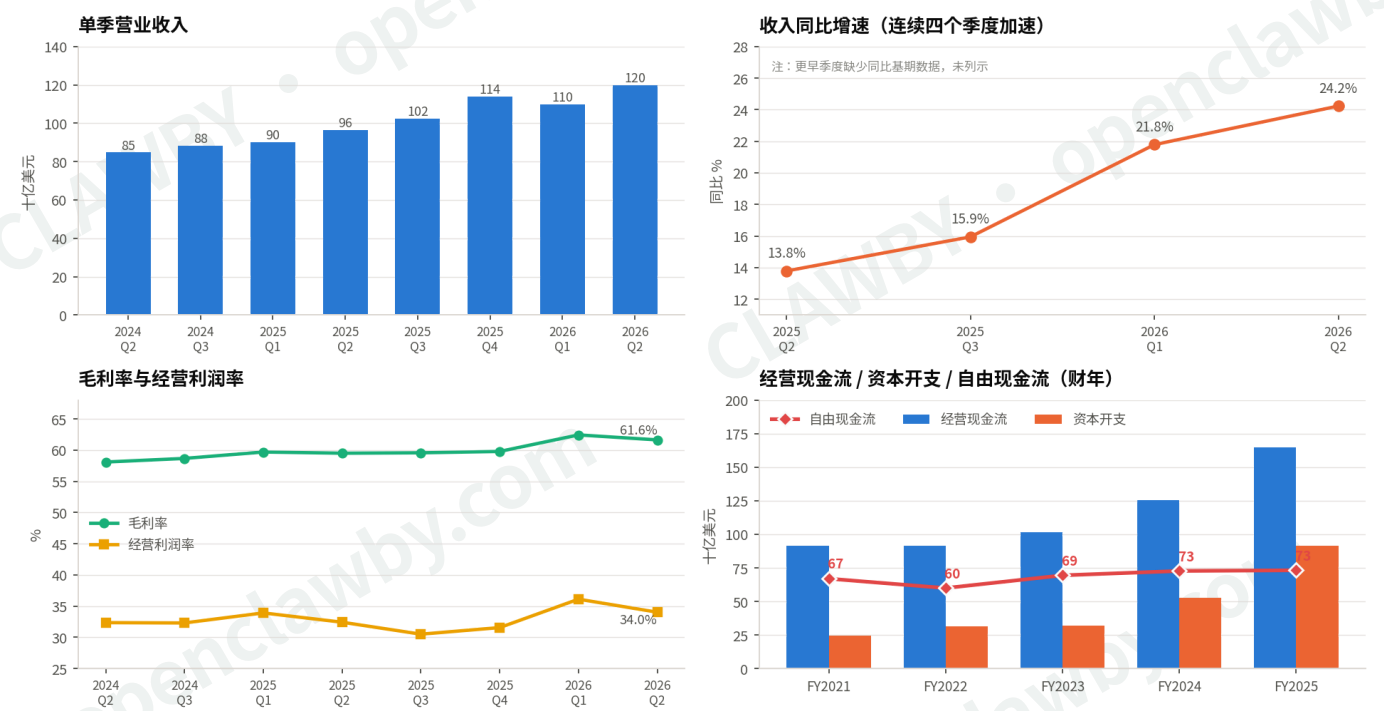


图 2 核心经营指标趋势。左上：单季收入。右上：收入同比增速。左下：毛利率与经营利润率。右下：财年经营现金流、资本开支与自由现金流。数据源：SEC EDGAR XBRL。

关键观察：收入加速与利润失真是两条独立的线

把表 4-2 的两行放在一起看最清楚。经营利润从 2024Q2 的 27.4 稳步升至 2026Q2 的 40.8 十亿美元，两年增长 49%——健康、线性、可持续。而 GAAP 净利润同期从 23.6 跳到 112.2 十亿美元，增长 375%。这多出来的部分几乎全部来自 EquitySecuritiesFvNiGainLoss 这一个科目：2026Q1 为 36.9、2026Q2 为 99.0 十亿美元。任何以 GAAP 每股收益或 GAAP 净利润增速为输入的筛选、模型或估值，在 Alphabet 上都会得出严重错误的结论。

4.3 盈利质量：拆解那 990 亿美元

2026Q2 的会计结构值得逐层拆开：

表 4-3 2026Q2 利润构成拆解（十亿美元）

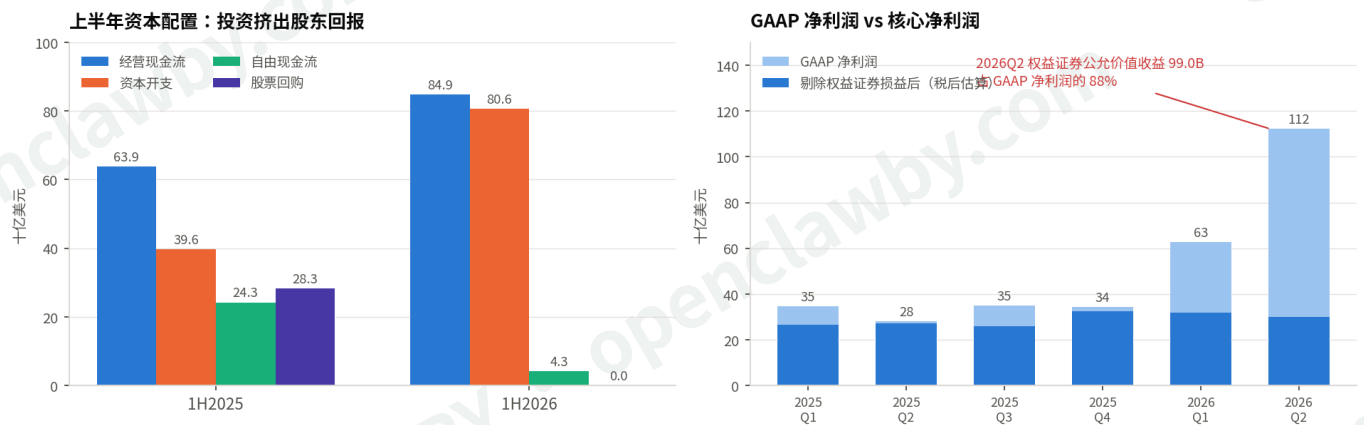
层级	金额	占税前利润	性质
营业收入	119.8	—	经营性、现金
经营利润	40.8	29%	经营性、现金
权益证券公允价值损益	99.0	71%	非经营、非现金、可反转
其他非经营性损益	-1.0	-1%	利息收入等
税前利润	138.8	100%	—
所得税费用	-26.6	19.1%	含大额递延税
净利润（GAAP）	112.2	—	—
核心净利润（估算）	33.0	—	剔除权益证券损益后

同期资产负债表印证了这一点：总资产从 2026Q1 末的 703.9 单季增至 922.0 十亿美元（+218），股东权益从 478.7 增至 640.5 十亿美元（+162），其中「其他非流动资产」从 17.48 跃升至 39.71 十亿美元。这与「所持非上市股权投资因新一轮融资定价而被大幅重估」的图景完全一致。

为什么这是风险而不是利好

1. 不产生现金。990 亿美元的账面收益没有为公司带来一分钱现金，却触发了 26.6 十亿美元的所得税费用（其中含大额递延所得税负债）。
2. 可以反向。该科目在 2022 年曾连续三个季度为负（2022Q1 -1.07、2022Q2 -0.25、2022Q3 -0.65 十亿美元）。资产价格下行周期中，同样的机制会以同样的量级向下打击 GAAP 利润。
3. 制造了极高的同比基数。2027 年，只要该科目回归至 2024 年的常态水平（全年 3.7 十亿美元），GAAP 净利润就会出现数十个百分点的同比下滑，即使经营业务毫发无损。届时市场情绪与被动资金的反应难以预测。

图 7 资本配置转向与盈利质量



4.4 合并资产负债表

表 4-4 合并资产负债表摘要（财年末，十亿美元）

项目	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	2026Q2
资产						
现金及现金等价物	20.9	21.9	24.0	23.5	30.7	55.9
短期有价证券	118.7	91.9	86.9	72.2	96.1	186.6
物业厂房设备净额	97.6	112.7	134.3	171.0	—	—
资产总计	359.3	365.3	402.4	450.3	595.3	922.0
负债与权益						
长期债务（非流动）	—	—	11.9	10.9	46.5	98.2
负债合计	107.6	109.1	119.0	125.2	180.0	281.5
股东权益合计	251.6	256.1	283.4	325.1	415.3	640.5
衍生指标						
净现金（现金 + 有价证券 - 长期债务）	139.6	113.8	99.0	84.8	80.3	144.3
资产负债率	30.0%	29.9%	29.6%	27.8%	30.2%	30.5%
净资产收益率（平均口径）	—	23.6%	27.4%	32.9%	35.7%	—
总资产收益率（平均口径）	—	16.6%	19.2%	23.5%	25.3%	—

FY2021、FY2022 的长期债务在 LongTermDebtNoncurrent 标签下未检索到； FY2025 物业厂房设备净额同样未在该标签的年末时点数据中返回，均以「—」标注，不做推算。 2026Q2 净资产收益率因分母被一次性重估大幅推高、分子含 990 亿美元非现金收益， 计算结果失去可比性，故不列示。

解读：三个变化值得注意。其一，**负债快速上升**：长期债务从 FY2024 的 10.9 十亿美元跳升至 FY2025 的 46.5 十亿美元（+328%），2026Q2 进一步至 98.2 十亿美元。这家曾经几乎零负债的公司，正在用债务为 AI 基础设施融资。其二，**资产负债率从 FY2024 的 27.8% 升至 FY2025 的 30.2%**，仍属健康，但方向在恶化。其三，**净现金依然厚实**（144.3 十亿美元），这是评级不至于更低的重要原因——公司有能力承受一到两年的自由现金流荒。

4.5 现金流量表与资本开支周期

表 4-5 现金流量表摘要与资本强度（十亿美元）

项目	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	1H2025	1H2026	TTM
经营活动现金流	91.7	91.5	101.7	125.3	164.7	63.9	84.9	185.7
资本开支	24.6	31.5	32.3	52.5	91.4	39.6	80.6	132.4
自由现金流	67.0	60.0	69.5	72.8	73.3	24.3	4.26	53.3
自由现金流利润率	26.0%	21.2%	22.6%	20.8%	18.2%	13.0%	1.9%	11.9%
资本开支 / 收入	9.6%	11.1%	10.5%	15.0%	22.7%	21.2%	35.1%	29.7%
资本开支 / 经营现金流	27%	34%	32%	42%	56%	62%	95%	71%
折旧	—	—	—	—	21.1	9.5	13.6	25.2
股份支付费用	15.4	19.4	22.5	22.8	25.0	11.5	14.7	28.1
股票回购	50.3	59.3	61.5	62.2	45.7	28.3	0.0	17.4

这是全篇最重要的一张表。资本开支从 FY2023 的 32.3 十亿美元，到 FY2024 的 52.5（+63%），再到 FY2025 的 91.4（+74%），2026 上半年一举达到 80.6 十亿美元（同比 +103%）。资本开支占收入比重从 FY2023 的 10.5% 飙升至 1H2026 的 35.1%，占经营现金流的比重达到 95%。

结果就是自由现金流的塌陷：1H2026 仅 4.26 十亿美元，自由现金流利润率 1.9%——对比 FY2021 的 26.0%，这已经不是同一门生意的财务特征了。

如何理解这次资本开支？三种可能，对应三种估值

- 解释 A（乐观）：这是一次性的产能建设，回报期在 2027—2029 年。若 AI 云与推理服务能填满这些产能，投入资本回报率将维持在高位，当前的现金流塌陷只是会计时点问题。对应本报告乐观情景：资本开支占收入比重在十年内降至 14.5%。
- 解释 B（中性）：这是行业竞争的新常态门槛。所有超大规模云厂商都在同步投入（MSFT 34.9%、META 39.1%、AMZN 22.3%），资本开支会长期维持在收入的 15% 以上，Alphabet 从「轻资产印钞机」永久转型为「重资产基础设施公司」，估值中枢相应下移。对应中性情景。
- 解释 C（悲观）：这是防守性支出，且回报低于资本成本。若 AI 最终摊薄而非增厚搜索的单位经济性，这些数据中心将成为需要计提减值的沉没成本。对应悲观情景。

本报告将三者的概率分别设为 28% / 50% / 22%。当前公开数据无法区分这三种解释——这正是我们给中性评级的方法论根源：在关键变量的不确定性被压缩之前，不应给出方向性的强判断。

4.6 杜邦分解与投入资本回报

表 4-6 净资产收益率杜邦分解（GAAP 口径）

财年	净利率	总资产周转率	权益乘数	净资产收益率
FY2022	21.2%	0.78x	1.43x	23.6%
FY2023	24.0%	0.80x	1.42x	27.4%
FY2024	28.6%	0.82x	1.40x	32.9%
FY2025	32.8%	0.77x	1.41x	35.7%

净资产收益率从 FY2022 的 23.6% 修复至 FY2025 的 35.7%，主要驱动是净利率（21.2% → 32.8%），而 FY2025 的净利率本身已含权益证券收益的贡献。若以核心口径重算，TTM 核心净利率为 28.0%，核心净资产收益率约 23.6%——依然是优秀的水平，但比 GAAP 数字低了一大截。

更值得关注的是**总资产周转率的持续下滑**：从 FY2022 的 0.78 降至 FY2025 的 0.77。这是资本密集化最直观的量化证据：每一美元资产能产生的收入在减少。随着 2026 年资产端继续膨胀（总资产已达 922.0 十亿美元），这一比率还会进一步下行，对长期净资产收益率构成结构性拖累。

5 技术面分析

本章基于 Clawby 日线接口的 1,253 个交易日（2021-08-20 至 2026-08-18）真实 OHLCV 数据，自行计算全部指标；期权、暗池、空头数据取自对应的专项接口。

5.1 趋势结构与均线系统

表 5-1 均线与价格位置（2026-08-19）

指标	数值（美元）	现价相对位置		技术含义
收盘价	344.88	—	—	
20 日均线	345.86	-0.29%	短期趋势，价格贴合，方向不明	
50 日均线	352.84	-2.26%	中期趋势，现价在其下方，构成压力	
200 日均线	332.11	+3.85%	长期趋势，仍在其上方，牛市结构未破	
布林上轨（20,2）	376.73	-8.45%	超买参考位	
布林下轨（20,2）	315.00	+9.48%	超卖参考位，与 200 日均线接近	
52 周高点	408.61	-15.6%	2026-05-18 创出	
52 周低点	196.59	+75.4%	—	

当前均线状态为「均线纠缠」：20 日（345.9）与 50 日（352.8）均线均位于现价附近或上方，但 200 日均线（332.1）仍在下方并保持上行斜率。这是典型的「**长期上升趋势中的中期调整**」结构：主升浪于 2026 年 5 月 18 日在 408.61 美元见顶后，经历了两轮下跌——第一轮至 7 月 23 日二季报当日的 317.69 美元（单日 -7.1%，成交 6,942 万股，为区间最大量），第二轮从 8 月 4 日的 377.65 美元回落至当前 344.88 美元。价格已在 340—350 美元区间横盘约两周。

5.2 动量与波动

表 5-2 动量与波动指标

指标	数值	参考阈值	解读
相对强弱指标 RSI(14)	46.2	>70 超买 / <30 超卖	中性偏弱，无极端信号，未来方向由基本面驱动
MACD(12,26,9) — DIF	-1.77	—	
MACD — 信号线	-1.22	—	DIF 位于信号线下方且柱状图为负，中期动能仍偏空；但绝对值很小（不足现价 1%），说明是钝化而非趋势性下跌
MACD — 柱状图	-0.56	>0 多头 / <0 空头	
真实波幅 ATR(14)	10.71 美元	—	占现价 3.11%，日内波动可观，止损设置需留足空间
年化波动率（近 252 日）	32.3%	标普 500 约 15%	约为大盘的两倍
年化波动率（近 63 日）	37.2%	—	高于一年期水平，近期波动在放大
近两年最大回撤	-29.9%	—	仓位与止损必须能承受 30% 级别的回撤
1 年 Beta	1.383	1.00 = 市场	系统性风险高于大盘 38%

5.3 关键价位

表 5-3 支撑与压力（基于均线、暗池成交密集区与期权持仓）

类型	价位（美元）	依据	强度
压力 3	409	52 周 / 历史高点	强
压力 2	377	布林上轨；8 月 4 日反弹高点 377.65 附近	中
压力 1	353	50 日均线；亦为近两周震荡区上沿	中
现价	344.88	8 月 21 日到期期权最大痛点价 345.00，与现价几乎重合	—
支撑 1	343—344	暗池成交最密集价位带（8 月 18 日该区间成交 6.5 百万股，占当日暗池量 44%）	强
支撑 2	332	200 日均线；亦接近布林下轨 315	极强
支撑 3	300.00	12 月与次年 1 月到期期权最大痛点价均为该位；7 月 23 日下跌低点 317.69 亦在附近	强

5.4 市场微观结构：空头、暗池与期权

图 8 空头持仓、暗池成交与期权定位

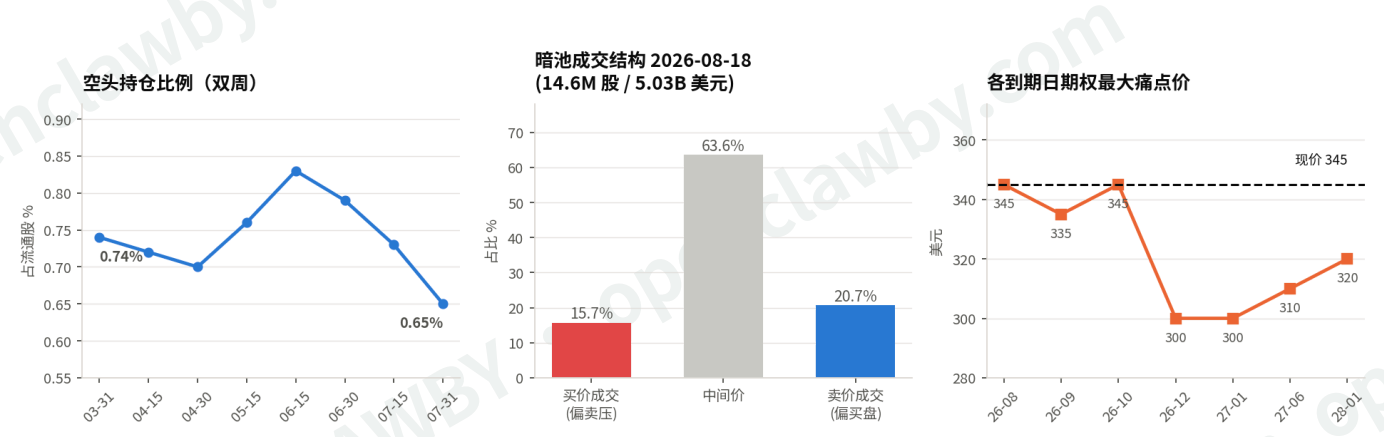


图 8 左：双周空头持仓比例。中：暗池成交价位结构（2026-08-18）。右：各到期日期权最大痛点价。数据源：Clawby 空头持仓 / 暗池 / 期权链接口。

空头持仓：极度清淡，无逼空基础也无恐慌

表 5-4 双周空头持仓（FINRA 申报）

申报日	空头的股数 (百万股)	占流通股	回补天数	较上期变化
2026-07-31	70.5	0.65%	2.03	-10.39%
2026-07-15	78.7	0.73%	3.43	-8.38%
2026-06-30	85.9	0.79%	1.90	-4.43%
2026-06-15	89.8	0.83%	2.54	+9.37%
2026-05-15	82.1	0.76%	3.20	+8.65%
2026-04-30	75.6	0.70%	2.65	-3.16%

空头持仓仅占流通股 0.65%，回补天数 2.03 天，且已连续三期净减少。借券市场同样宽松：Interactive Brokers 报价显示 可借券 10 万股、年化费率仅 **0.250%**（2026-08-19 10:42:33），属于「极易借入」区间。结论：**这只股票没有任何空头拥挤度，既不存在逼空行情的燃料，也说明专业空头并未大规模布局做空**。近 20 个交易日的成交量中空头卖出占比 47.1%，处于美股大盘股的常态区间（40—50%，其中大部分为做市商中性对冲），不应解读为方向性看空。

交割失败（FTD）：出现一次异常，但属技术性

2026 年 7 月 30 日出现 519,967 股交割失败，名义金额 175.1 百万美元，较前一日激增 519,667 股。此前后各交易日的失败量均在三位数以内（7 月 28 日 300 股、7 月 27 日 77 股）。该日恰在二季报后的高波动窗口内，单点跳升更可能源于结算操作而非系统性做空压力；在空头持仓仅 0.65%、借券费率 0.250% 的背景下，不构成独立的风险信号。

暗池：机构在这个价位是净买入的

表 5-5 暗池成交结构 (2026-08-18)

成交类型	笔数	股数 (百万)	名义金额 (十亿美元)	占比	方向含义
买价成交 (bid)	88,699	3.18	1.09	15.68%	主动卖出
中间价成交 (mid)	359,651	7.81	2.68	63.59%	中性撮合
卖价成交 (ask)	117,270	3.66	1.26	20.73%	主动买入
合计	565,621	14.64	5.03	100%	买卖价差 +5.05 个百分点

当日暗池成交 14.6 百万股、名义 5.03 十亿美元，相当于当日全市场成交量的相当比重。卖价成交（主动买入）占 20.73%，高于买价成交（主动卖出）的 15.68%，净差 +5.05 个百分点，显示**机构在 340—345 美元区间是温和净买入的**。成交价位高度集中在 342—344 美元，其中 343 美元一档成交 3.12 百万股，构成明确的筹码密集区与短期支撑。

期权：远月定价明显低于现价

表 5-6 各到期日期权链摘要

到期日	最大痛点价 (美元)	相对现价	认沽 / 认购 持仓比	价内认购	价外认购	价内认沽	价外认沽
2026-08-21	345.00	+0.0%	0.63	39,605	283,936	43,905	161,500
2026-09-18	335.00	-2.9%	0.75	42,827	241,439	28,506	184,766
2026-10-16	345.00	+0.0%	0.42	11,626	196,350	17,837	70,399
2026-12-18	300.00	-13.0%	0.75	86,824	108,929	17,700	128,245
2027-01-15	300.00	-13.0%	0.88	103,679	177,333	29,621	216,420
2027-06-17	310.00	-10.1%	0.79	40,205	75,183	14,189	77,116
2028-01-21	320.00	-7.2%	0.37	24,475	147,891	12,730	50,594

期权市场传递了一个耐人寻味的信号：**近月最大痛点价紧贴现价（8 月 21 日 345.00、10 月 16 日 345.00），但 12 月及以后集中在 300.00—320.00 美元**，较现价低 13% 左右。最大痛点价反映的是期权持仓的分布重心，而非市场预期，但如此明显的近月—远月落差说明：**远月持仓的行权价重心显著低于现价，即市场在用远月合约为下行风险付费**。2027 年 1 月到期合约的认沽/认购持仓比达 0.88，是全部到期日中最高，价外认沽持仓 216,420 张，是同期价外认购的 1.22 倍——远月保护性买盘明显。

5.5 社区情绪

Reddit 日均提及量（近 7 日）：08-19 30, 08-18 43, 08-17 56, 08-16 31, 08-15 19, 08-14 64, 08-13 50，均值约 42 条/日。对比近 30 日均值 60 条/日，散户讨论热度平稳，**未出现投机性狂热，也未出现恐慌**。这与空头持仓、借券费率给出的画像一致：GOOGL 目前是一只被机构主导、定位拥挤度低、但估值不低的核心持仓股。

技术面结论

长期趋势未破（现价高于 200 日均线 +3.8%），中期动能偏弱（MACD 柱状图为负、现价低于 50 日均线 -2.26%），短期在 340—350 美元区间由暗池筹码支撑。RSI 46 处于中性，意味着技术面本身**不提供方向性信号**——下一个方向将由 10 月 28 日三季报的资本开支指引决定。在此之前，技术面支持的操作是「区间对待」而非「趋势追随」。

6 估值与三情景分析

6.1 方法论：为什么必须用两套方法

Alphabet 当前处在一个方法论上的尴尬位置：**贴现现金流模型的输入端（自由现金流）被资本开支周期严重扭曲，相对估值模型的输入端（每股收益）被会计科目严重扭曲。**任何单一方法都会给出误导性结论。我们的做法是：

- 先净化输入。**用核心口径（剔除权益证券公允价值损益）重建盈利，用十年期的资本开支正常化路径重建自由现金流。
- 再双轨估值。**贴现现金流模型捕捉长期现金流创造能力，相对估值模型捕捉市场当下的定价逻辑，权重 45% / 55%。给相对估值更高权重，是因为 12 个月的目标价窗口内，市场情绪与可比公司倍数比十年期现金流假设更能解释价格。
- 最后反向验证。**用反向贴现现金流倒推当前价格隐含的假设，检验市场共识是否已经过度乐观。

6.2 核心口径的建立

表 6-1 TTM 盈利的 GAAP 口径与核心口径对照（2025Q3—2026Q2，十亿美元）

项目	GAAP 口径	调整	核心口径	说明
营业收入	445.9	—	445.9	无需调整
经营利润	147.6	—	147.6	无需调整；利润率 33.1%
税前利润	299.3	-149.0	150.3	扣除权益证券公允价值损益
有效税率	18.4%	—	17%	核心口径采用 FY2025 实际税率近似
净利润	244.2	-119.5	124.7	核心净利率 28.0%
每股收益（美元）	19.84	-9.71	10.13	摊薄股数 12.309 十亿股

表 6-2 当前估值倍数（现价 344.88 美元）

倍数	数值	计算口径	评价
市盈率（GAAP TTM）	17.4x $344.88 \div 19.84$		失真，不可用
市盈率（核心 TTM）	34.0x $344.88 \div 10.13$		本报告采用的口径
市盈率（中性情景 FY2026E）	27.8x $344.88 \div 12.42$		—
市盈率（中性情景 FY2027E）	24.3x $344.88 \div 14.18$		—
市销率	9.46x 市值 $\div$ TTM 收入		同业中游
市净率	6.59x 市值 $\div$ 2026Q2 股东权益		受权益一次性重估影响，参考价值下降
企业价值 / 经营利润	27.6x $EV\ 4.073T \div 147.6B$		核心估值锚之一
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	23.6x $EV \div (\text{经营利润 } 147.6 + \text{折旧 } 25.2)$		折旧尚未充分体现，该倍数偏低估风险
自由现金流收益率	1.26% $TTM\ \text{自由现金流 } 53.3B \div \text{市值}$		同业最低
股息率	0.25% 近四期股息 $0.85 \div \text{现价}$		象征性
企业价值	4.073T 市值 $4.218T - \text{净现金 } 144.3B$		—

6.3 三情景的经营假设

三情景并非简单的「乐观/中性/悲观」标签，而是对应第 4.5 节提出的三种资本开支解释：

表 6-3 三情景的核心假设

假设项	乐观（28%）	中性（50%）	悲观（22%）
叙事	AI 需求兑现，产能填满， 资本开支 2027 年见顶	高资本开支成为行业 新常态，增速温和回落	AI 摊薄搜索经济性， 投入回报低于资本成本
FY2026E 收入（十亿美元）	499.9	491.3	478.3
FY2027E 收入（十亿美元）	594.9	562.5	511.8
FY2028E 收入（十亿美元）	690.1	627.2	527.1
FY2027E 经营利润率	36.0%	34.0%	30.0%
FY2028E 经营利润率	36.5%	33.5%	27.5%
FY2027E 核心每股收益（美元）	15.93	14.18	11.42
十年末经营利润率（DCF）	37.5%	33.5%	26.5%
十年末资本开支 / 收入	14.5%	15.5%	16.5%
加权平均资本成本	8.5%	8.8%	9.3%
永续增长率	3.5%	3.2%	2.5%

起点：TTM 收入 445.9 十亿美元、经营利润率 33.1%、资本开支占收入 29.7%、折旧占收入 5.7%。经营利润率、资本开支率、折旧率均按十年线性（资本开支按 0.75 次幂前置）路径过渡至终值假设。自由现金流 = 税后经营利润 + 折旧 - 资本开支 - 营运资金占用。所得税率统一 17%。

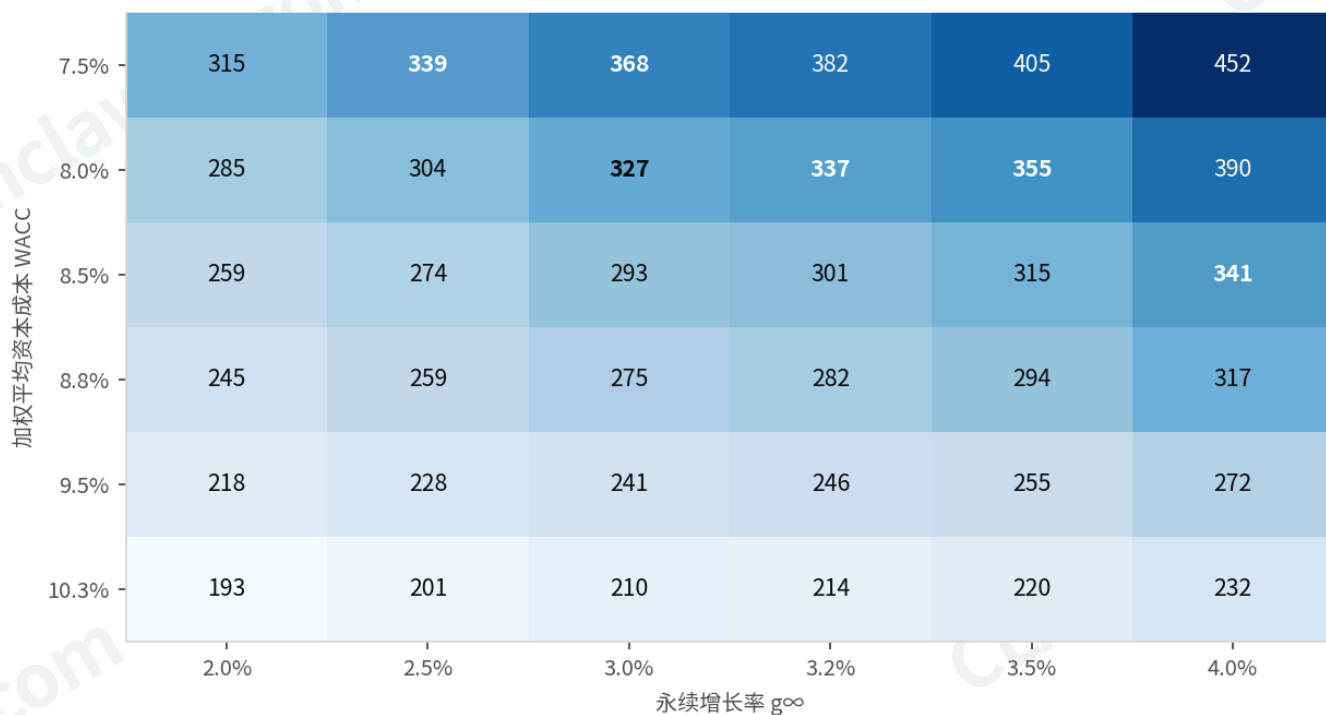
6.4 贴现现金流估值结果

表 6-4 贴现现金流估值汇总

情景	企业价值 (万亿美元)	显性期现值 占比	终值现值 占比	加上净现金后 股权价值 (万亿)	每股价值 (美元)	相对现价
乐观	5.28	22%	78%	5.42	443	+28.6%
中性	3.31	26%	74%	3.45	282	-18.1%
悲观	1.34	35%	65%	1.49	122	-64.7%

必须承认这个模型的脆弱性：中性情景中 74% 的价值来自第 10 年之后的终值。这意味着估值结果对加权平均资本成本与永续增长率这两个无法验证的参数极度敏感。下面的敏感性矩阵展示了这种脆弱性的量级。

图 10 DCF 敏感性：每股内在价值（美元），基准营运假设



现价 345 美元；加粗单元为与现价相差 25 美元以内

图 10 贴现现金流敏感性矩阵：在中性情景的营运假设下，不同加权平均资本成本与永续增长率组合对应的每股内在价值（美元）。

表 6-5 敏感性矩阵（每股内在价值，美元）

WACC \ g_{∞}	2.0%	2.5%	3.0%	3.2%	3.5%	4.0%
7.5%	315	339	368	382	405	452
8.0%	285	304	327	337	355	390
8.5%	259	274	293	301	315	341
8.8%	245	259	275	282	294	317
9.5%	218	228	241	246	255	272
10.3%	193	201	210	214	220	232

读法：现价 344.88 美元大致对应「加权平均资本成本 8.0% + 永续增长率 3.5%」或「7.5% + 2.5%」的组合。若采用教科书式的资本资产定价模型（无风险利率取当前 10 年期 4.71%、股权风险溢价 4.25%、Beta 1.25），加权平均资本成本应在 10% 以上——对应表中最后一行，每股内在价值仅 214 美元。**这不是说 GOOGL 只值 200 美元，而是说整个大型科技板块的定价都建立在「贴现率会长期低于教科书水平」这一隐含前提上。**投资者需要清楚自己在承担这个前提被推翻的风险。

6.5 反向贴现现金流：市场在假设什么

反向推导的两个结果

- 在中性情景的全部营运假设（收入路径、利润率路径、资本开支正常化路径）与 永续增长率 3.2% 下，要让模型输出等于现价 344.88 美元，所需的加权平均资本成本为 **7.90%**。
- 反过来，若固定加权平均资本成本为 8.8%，要让模型输出等于现价，未来十年的收入复合增速需达到 **13.45%**（且同时实现中性情景的利润率与资本开支正常化）。

第二个数字是关键。十年 13.4% 的复合增速，意味着 Alphabet 的收入要从 446 十亿美元增长到约 1,575 十亿美元。当前 TTM 增速确实高于这个数（2026Q2 同比 +24.2%），所以这不是荒谬的假设——但要连续十年做到，需要 AI 云与新业务持续贡献增量，且搜索广告的基本盘不被侵蚀。**市场并没有给这只股票留下犯错的余地。**

6.6 相对估值与同业对标

图 3 大型科技股估值与资本强度对比（红色为 GOOGL）

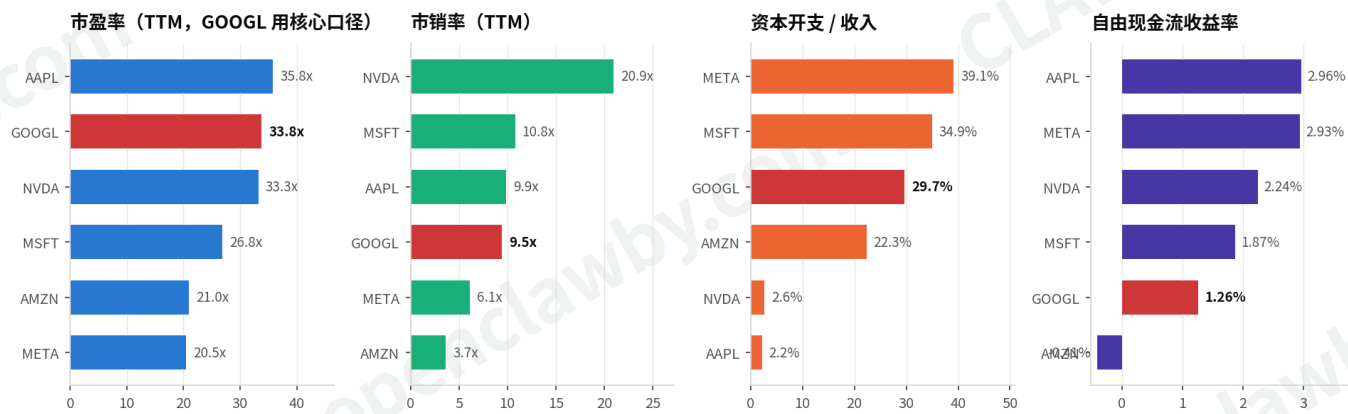


图 3 大型科技股估值与资本强度对比。GOOGL 以红色标出。市盈率口径：GOOGL 使用核心净利润，同业使用 GAAP 净利润（同业该科目影响较小）。数据来源：SEC EDGAR XBRL + Clawby 实时筛选器。

表 6-6 同业 TTM 财务与估值对标（十亿美元）

标的	市值 (万亿)	收入	经营 利润	经营 利润率	经营 现金流	资本 开支	资本开支 / 收入	自由 现金流	自由现金流 收益率	市销率	市盈率	数据区间
GOOGL	4.22	446	148	33.1%	186	132	29.7%	53	1.26%	9.5x	33.8x	2025Q3-2026Q2
MSFT	3.59	332	155	46.8%	183	116	34.9%	67	1.87%	10.8x	26.8x	2025-09~2026-06
META	1.40	228	87	38.1%	130	89	39.1%	41	2.93%	6.1x	20.5x	2025-09~2026-06
AMZN	2.84	776	94	12.1%	161	173	22.3%	-12	-0.41%	3.7x	21.0x	2025-09~2026-06
AAPL	4.62	467	155	33.2%	147	10	2.2%	137	2.96%	9.9x	35.8x	2025-09~2026-06
NVDA	5.31	253	162	64.0%	126	7	2.6%	119	2.24%	20.9x	33.3x	2025-07~2026-04

口径说明：各公司 TTM 由 SEC 累计期数据差分还原最近四个自然季度，因财年终止日不同，区间不完全对齐（NVDA 财年止于 1 月，最新可得区间为 2025-07 至 2026-04，比其他公司晚一个季度）。AMZN 与 NVDA 的资本开支使用 PaymentsToAcquireProductiveAssets 标签。GOOGL 市盈率使用核心净利润 124.7 十亿美元。

图 6 Mag-7 同业横向对比（红色为 GOOGL；数据口径见附录）

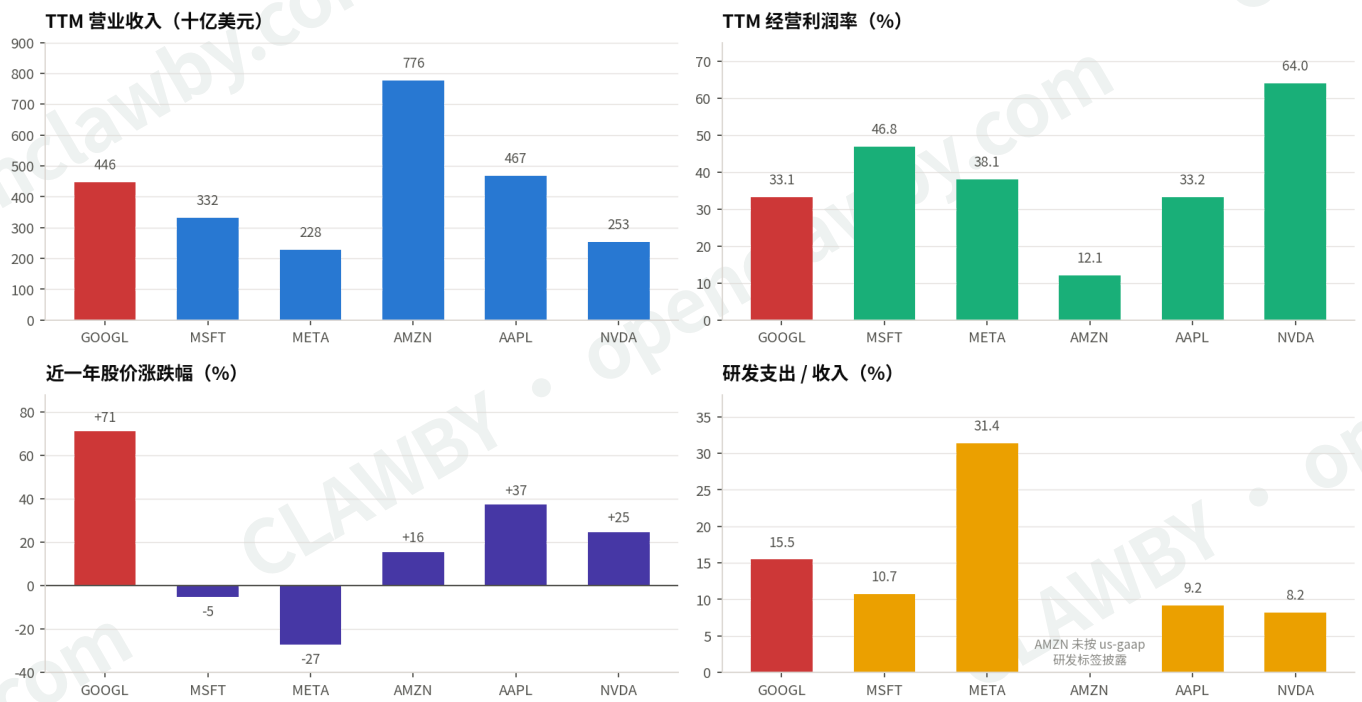


图 6 Mag-7 同业横向对比：收入规模、经营利润率、一年期股价表现、研发强度。

对标结论

- 盈利能力：中游。**经营利润率 33.1%，低于 NVDA (64.0%)、MSFT (46.8%)、META (38.1%)，与 AAPL (33.2%) 接近，显著高于 AMZN (12.1%)。
- 资本强度：偏高但非最高。**资本开支占收入 29.7%，低于 META (39.1%) 和 MSFT (34.9%)，高于 AMZN (22.3%)。三家超大规模云厂商同步进入重资本期，这是行业性而非公司特有的现象。
- 现金流：最弱。**自由现金流收益率 1.26%，是六家中最低的正值（AMZN 为负 0.41%），远低于 AAPL (2.96%) 与 META (2.93%)。
- 估值：不再便宜。**核心市盈率 33.8 倍，高于 MSFT (26.8)、META (20.5)、AMZN (21.0)，仅低于 AAPL (35.8)。一年前 GOOGL 是这个组合中最便宜的资产之一，现在它排在中上位置——而它的自由现金流质量是最差的。这正是评级为中性的核心量化依据。

表 6-7 相对估值目标价推导（基于 FY2027E）

情景	FY2027E 核心每股收益	目标 市盈率	市盈率法 目标价	FY2027E 经营利润	目标 EV/EBIT	EV/EBIT 法 目标价	两法均值
乐观	15.93	31x	494	214	24x	432	463
中性	14.18	26x	369	191	20x	325	347
悲观	11.42	19x	217	154	15x	200	209

目标倍数的选择依据：中性情景 26 倍市盈率对应当前同业中位数附近（MSFT 26.8x、AAPL 35.8x、META 20.5x），20 倍 EV/EBIT 略低于当前的 27.6 倍，反映折旧摊销爬坡对未来经营利润的侵蚀。乐观情景给予溢价（31 倍 / 24 倍），悲观情景给予折价（19 倍 / 15 倍），后者约相当于 META 当前的估值水平。

6.7 目标价合成

图 4 三情景目标价与估值方法分解

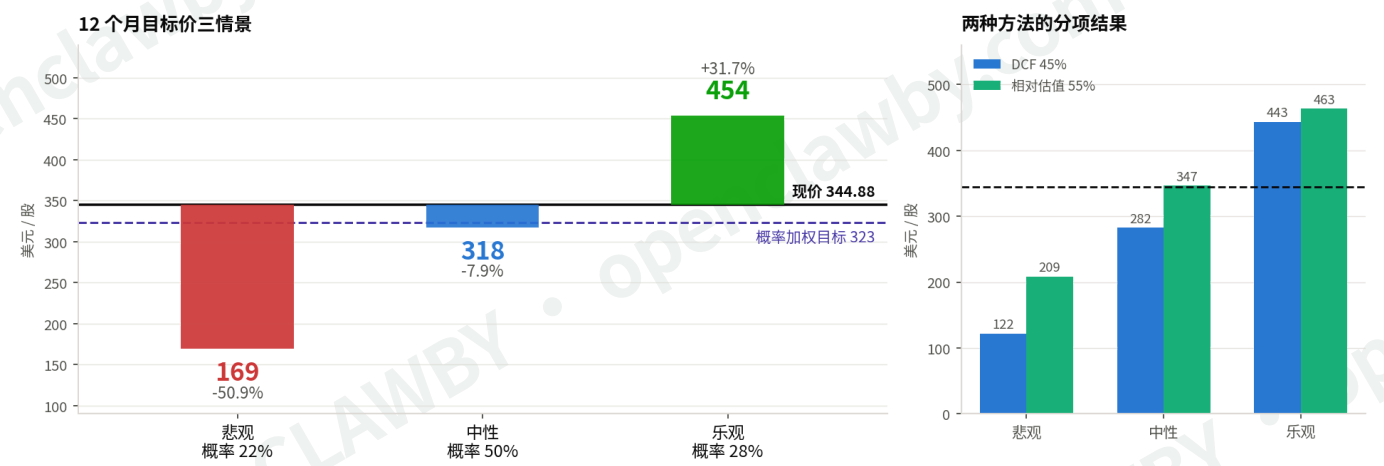


图 4 左：三情景目标价与现价、概率加权目标的关系。右：贴现现金流法与相对估值法的分项结果。

表 6-8 最终目标价

情景	DCF 法 (权重 45%)	相对估值法 (权重 55%)	加权目标价	相对现价	概率	概率贡献
乐观	443	463	454	+31.7%	28%	+8.9%
中性	282	347	318	-7.9%	50%	-3.9%
悲观	122	209	169	-50.9%	22%	-11.2%
概率加权期望		—	323	-6.3%	100%	-6.3%

概率加权期望收益为 -6.3%，且上下行不对称——乐观情景 +31.7% 的空间 小于悲观情景 -50.9% 的风险。在这样的风险收益分布下，「中性」是唯一诚实的评级。

7 风险因素与风险管理

本章将风险按「严重度 × 发生可能性」二维定位。严重度衡量风险兑现时对内在价值的冲击幅度，可能性衡量未来 12—24 个月内兑现的概率。两者相乘得到风险敞口评分，用于确定监控优先级与对冲方式。

图 5 风险矩阵：严重度 × 可能性



图 5 风险矩阵：横轴为发生可能性，纵轴为严重度；气泡颜色为状态色（绿=可接受、黄=需关注、橙=需管理、红=优先处置），并以编号标签直接标注，不依赖颜色单独传达信息。

7.1 风险明细

表 7-1 风险登记册（按敞口评分降序）

编号	风险	严重度	可能性	敞口评分	等级
R1	资本开支持续超预期、自由现金流长期承压	严重（4.4）	很高（4.2）	18.5	优先处置
R2	权益证券公允价值收益反转，GAAP 盈利大幅回吐	重大（3.6）	高（4.0）	14.4	需管理
R6	折旧摊销爬坡侵蚀经营利润率	中等（3.1）	很高（4.4）	13.6	需管理
R3	生成式 AI 侵蚀搜索广告变现效率	严重（4.6）	中等（2.9）	13.3	需管理
R4	美国 / 欧盟反垄断救济	重大（3.9）	中等（3.1）	12.1	需管理
R5	长端利率维持高位压制长久期估值	中等（3.0）	高（3.8）	11.4	需关注
R8	回购暂停削弱每股收益支撑	较小（2.4）	很高（4.5）	10.8	需关注
R10	宏观衰退致广告预算收缩	重大（4.0）	低（2.2）	8.8	需关注
R7	云业务竞争加剧导致定价与毛利下行	中等（3.0）	中等（2.8）	8.4	需关注
R9	关键 AI 人才与 TPU 供应链中断	重大（3.4）	低（1.8）	6.1	可接受

7.2 逐项说明与缓释措施

R1 资本开支持续超预期、自由现金流长期承压 严重度 4.4 可能性 4.2 敞口 18.5

风险描述：1H2026 资本开支 80.6 十亿美元（同比 +103%），占经营现金流 95%，自由现金流仅剩 4.26 十亿美元。过去六个季度公司每一次给出资本开支指引都被随后实际值超越。

缓释与监控：跟踪每季度资本开支绝对额与占收入比；若单季资本开支/收入连续两季超过 32% 而收入增速跌破 18%，视为投入产出比恶化的确认信号，应减仓。

R2 权益证券公允价值收益反转，GAAP 盈利大幅回吐 严重度 3.6 可能性 4.0 敞口 14.4

风险描述：TTM 该科目贡献 149.0 十亿美元，占 TTM 税前利润 50%。该科目在 2022 年曾连续三季为负。2027 年即使仅回归常态，GAAP 净利润也会出现大幅同比负增长。

缓释与监控：始终以核心口径（本报告表 6-1）跟踪盈利；忽略以 GAAP 每股收益为基础的市场一致预期与筛选结果。

R6 折旧摊销爬坡侵蚀经营利润率 严重度 3.1 可能性 4.4 敞口 13.6

风险描述：1H2026 折旧 13.6 十亿美元（同比 +43%），而同期资本开支 80.6 十亿美元。两者的缺口意味着未来 3—5 年折旧将持续高速爬坡。这是数学上几乎必然发生的事。

缓释与监控：在盈利模型中主动下调 FY2027—FY2029 经营利润率假设（本报告中性情景已从 34.5% 逐年下调至 33.5%）。

R3 生成式 AI 侵蚀搜索广告变现效率 严重度 4.6 可能性 2.9 敞口 13.3

风险描述：对话式 AI 界面减少搜索结果页展示次数、降低广告位密度，可能结构性压低每次查询的变现金额。该风险目前未在合并数据中显现——收入仍在加速——但传导存在滞后。

缓释与监控：跟踪合并收入增速与毛利率的背离；若收入增速回落而毛利率同步下行，说明变现效率受损而非周期问题。

R4 美国 / 欧盟反垄断救济 严重度 3.9 可能性 3.1 敞口 12.1

风险描述：涉及默认搜索引擎付费协议与广告技术栈。结构性救济（强制剥离）将直接冲击收入结构与利润率；行为性救济影响相对可控。

缓释与监控：此为二元事件，无法通过仓位管理平滑。建议以期权（远月认沽）而非现货减仓来对冲事件风险。

R5 长端利率维持高位压制长久期估值 严重度 3.0 可能性 3.8 敞口 11.4

风险描述：当前 30 年期美债 5.28%、10 年期 4.71%、CPI 同比 3.4%。本报告 DCF 中性情景 74% 的价值来自十年后终值，对贴现率极度敏感（见表 6-5：WACC 每上行 50 基点，内在价值下降约 8—10%）。

缓释与监控：将 10 年期美债收益率作为持仓的伴随观察指标；若突破 5.0% 应主动降低组合中长久期成长股的整体权重。

R8 回购暂停削弱每股收益支撑 严重度 2.4 可能性 4.5 敞口 10.8

风险描述：1H2026 回购为 0（1H2025 为 28.3 十亿美元）；2026Q2 摊薄股数环比回升至 12.309 十亿股。同时股份支付费用 TTM 达 28.1 十亿美元，构成持续摊薄压力。

缓释与监控：已在盈利模型中反映（中性情景 FY2027—FY2028 股数仅小幅下降）。

R10 宏观衰退致广告预算收缩 严重度 4.0 可能性 2.2 敞口 8.8

风险描述：广告是典型顺周期支出。2022 年广告衰退期公司经营利润率曾从 30.6% 降至 26.5%。若衰退叠加当前的刚性资本开支承诺，自由现金流可能转负。

缓释与监控：跟踪宏观景气指标——但需注意本报告的 PMI/非农数据源已停止更新（见 3.2 节缺口声明），建议投资者补充其他宏观数据源。

R7 云业务竞争加剧导致定价与毛利下行 严重度 3.0 可能性 2.8 敞口 8.4

风险描述：AWS、Azure 与新兴 AI 云厂商的价格战可能压低云业务毛利率。**注：本报告无法取得分部数据，该风险无法量化验证。**

缓释与监控：关注合并毛利率的边际变化作为代理指标。

R9 关键 AI 人才与 TPU 供应链中断 严重度 3.4 可能性 1.8 敞口 6.1

风险描述：自研芯片的产能高度依赖少数代工与封装环节；顶尖 AI 研究人员流动性极高。

缓释与监控：低概率事件，通过组合分散化处理，不单独对冲。

7.3 组合层面的风险管理

表 7-2 仓位与风险预算建议

项目	建议	依据
单一标的权重上限	3%—5%	年化波动率 32.3%、近两年最大回撤 -29.9%、Beta 1.38
建仓方式	分批，单批不超过目标仓位的 1/3	10 月 28 日财报为二元事件，避免事件前满仓
止损基准	312 美元（200 日均线下方约 6%）	ATR 10.71 美元（占现价 3.11%），需留 2 倍 ATR 以上缓冲以避免被日常波动扫出
事件对冲	财报前买入远月认沽期权	2027 年 1 月到期合约认沽/认购持仓比 0.88，流动性充足；R4 反垄断风险为二元事件，只能用期权对冲
相关性提示	与 MSFT / META / AMZN 高度相关	同处 AI 资本开支周期，同时持有多只会放大而非分散风险
再评估触发条件	见 1.4 / 1.5 节的上调与下调清单	—

本报告自身的方法论风险

- **分部数据缺失**（见 2.3 节）：全部结论基于合并报表，无法验证「云业务是否真的在加速」这一多头逻辑的核心。
- **宏观数据部分停更**（见 3.2 节）：政策利率、就业、景气度均无最新数据，宏观判断仅由收益率曲线与 CPI 支撑。
- **无卖方一致预期**：本报告的 FY2026—FY2028 预测完全由自建模型生成，未与市场共识交叉验证。若共识显著高于我们的中性情景，短期价格可能维持高位更久。
- **终值依赖**：DCF 中性情景 74% 的价值来自终值，本质上是对「十年后 Alphabet 还是什么样」的假设，而非计算。
- **权益证券重估的具体标的未知**：我们能从 XBRL 确认该科目的金额与性质，但无法从 us-gAAP 标签得知被重估的具体持仓，因此无法评估其反转概率。文中相关判断为基于科目性质的推断。

8 催化剂与关键事件

8.1 事件日历

表 8-1 未来 12 个月关键事件

时间	事件	方向	重要性	关注要点
2026-08-21	月度期权到期	中性	低	最大痛点价 345.00 与现价重合，到期日前后可能出现价格钉住效应
2026-09-11	美国 8 月 CPI 发布	双向	中	通胀超预期将推高长期利率，直接压制估值（见 R5）
2026-09-18	季月期权到期	中性	中	最大痛点价 335.00，低于现价 2.9%
2026-10-28	2026 年第三季度财报	决定性	极高	本报告全部核心不确定性的验证时点，详见 8.2 节
2026-11-20	月度期权到期	中性	低	财报后的第一个大到期日
2026-12-18	年末期权到期	中性	中	最大痛点价 300.00，较现价低 13%，持仓重心明显下移
2027 年 1 月下旬 (预计)	FY2026 年报（10-K）	决定性	极高	全年资本开支定案 + FY2027 资本开支指引；权益证券公允价值损益的年度确认
2027-01-15	LEAPS 到期	中性	中	认沽/认购持仓比 0.88（全部到期日最高），价外认沽持仓 216,420 张
持续	美国 / 欧盟反垄断诉讼与救济程序	偏空	高	时间表不确定，属二元事件（见 R4）
持续	竞争对手模型与产品发布	双向	中	影响「Alphabet 赢下 AI」这一叙事的稳固性

8.2 2026 年 10 月 28 日季报：本报告的关键检验点

这份财报将同时给出五个我们最需要的答案。我们建议投资者按下表逐项对照，而不是关注媒体标题里的「每股收益超预期」——如第 4 章所述，GAAP 每股收益在 Alphabet 身上已无信息含量。

表 8-2 三季度观察清单与阈值

观察项	看多阈值	中性区间	看空阈值	本报告中性假设
单季收入同比	> 24%	19%—24%	< 19%	约 21%（2H2026 假设）
单季资本开支	< 40 十亿美元	40—48 十亿美元	> 48 十亿美元	约 43 十亿美元
单季自由现金流	> 10 十亿美元	2—10 十亿美元	< 2 十亿美元或为负	约 5 十亿美元
经营利润率	> 35%	32%—35%	< 32%	34.5%
股票回购	重启，> 10 十亿美元	0—10 十亿美元	继续为 0	0
FY2027 资本开支指引	明确见顶或同比零增长	同比增长 < 25%	同比增长 > 40%	同比增长约 20%
权益证券公允价值损益	—	接近 0	大额负值	假设回归常态（不预测）

财报后的三种情形与应对

- **情形一：收入 > 24% 且资本开支见顶信号出现。** 这是乐观情景的第一块拼图。我们将上调评级至「增持」，目标价上修至 454 美元区间。此时即使股价已上涨 10%，风险收益比仍改善。
- **情形二：收入 19%—24%、资本开支继续攀升、回购仍为 0。** 维持中性，目标价 318 美元。股价大概率在 300—380 美元继续宽幅震荡。
- **情形三：收入 < 19% 或单季自由现金流转负。** 这是投入产出比恶化的确认。我们将下调评级至「减持」，目标价下修至 169—250 美元区间，并建议立即减仓而非等待反弹。

8.3 中长期催化剂（12 个月以上）

- **资本开支的绝对拐点。** 历史上超大规模资本开支周期通常持续 3—4 年（本轮起点为 FY2024）。若 FY2027 或 FY2028 出现资本开支同比零增长或下降，自由现金流将出现爆发式修复——因为收入端的增量会直接沉淀为现金流。这是本报告乐观情景最重要的单一驱动。
- **回购重启。** 公司在 FY2021—FY2024 累计回购超过 2,300 亿美元，拥有成熟的回购机制与充足的净现金（144.3 十亿美元）。一旦资本开支见顶，回购恢复至年化 500 亿美元以上是大概率事件，将为每股收益提供年化 1.2% 左右的机械增厚。
- **自研芯片的成本优势兑现。** 若 TPU 相对外购加速卡的总拥有成本优势能在毛利率上体现，将同时改善经营利润率与资本开支效率。目前合并毛利率已从 59.5% 升至 61.6%，是一个早期的、但尚不能单独归因的正面迹象。
- **反垄断的确定性落地。** 无论结果好坏，一旦救济方案确定，估值中的不确定性折价会消除。历史上大型科技公司在反垄断裁决落地后往往出现估值修复，因为「已知的坏消息」优于「未知的风险」。
- **Other Bets 的价值重估。** Waymo 等业务若发生独立融资或分拆，将提供一次性的价值发现。**注：本报告因无分部数据，未在任何情景中计入 Other Bets 的独立价值，属于保守处理。**

9 结论与投资建议

9.1 结论

Alphabet 正在经历一次身份转换：**从一家资本轻盈、现金充沛、持续回购的广告公司，转变为一家资本密集、现金流紧绷、举债扩张的 AI 基础设施公司。**这次转换在业务层面目前是成功的——收入连续四个季度加速至同比 +24.2%，毛利率扩张至 61.6%，经营利润率维持在 34.0%。但在财务层面代价明确：自由现金流利润率从 FY2021 的 26.0% 降至 1H2026 的 1.9%，回购归零，长期债务四倍增长。

与此同时，市场已经用 +71% 的一年涨幅为这次转换的成功买单。当前 34.0 倍核心市盈率、1.26% 自由现金流收益率、7.90% 的隐含贴现率，意味着**好消息已被充分定价，而坏消息尚未被定价。**概率加权期望收益 -6.3%，且下行风险（-51%）大于上行空间（+32%）。

综上，给予 **中性 (Neutral)** 评级，12 个月目标价 318 美元。

9.2 操作建议

表 9-1 交易参数

参数	价位 (美元)	相对现价	依据
现价	344.88	—	2026-08-19T14:46:55Z UTC
理想建仓区	332 — 342	-3.7% — -0.8%	200 日均线附近；此位核心市盈率降至约 33 倍，风险收益比转为有利
次优建仓区	300.00 — 332	-13.0% — -3.7%	远月期权持仓重心 + 7 月 23 日下跌低点
当前价位操作	345	—	持有者继续持有；空仓者不追高
第一目标价	318	-7.9%	中性情景，12 个月
乐观目标价	454	+31.7%	需资本开支见顶信号确认
止损位	312	-9.5%	200 日均线下方 6%（约 2.9 倍 ATR）；跌破意味着长期趋势破坏
减仓触发	—	—	三季报出现「情形三」（收入 < 19% 或单季自由现金流转负）
建议单一权重	—	3%—5%	波动率 32.3%、Beta 1.38

9.3 按投资者类型的差异化建议

表 9-2 不同投资者的应对

投资者类型	建议	理由
已持有（成本远低于现价）	继续持有，不加仓；可考虑卖出远月备兑认购增强收益	长期趋势未破，基本面在改善；但估值不支持在此位加仓
空仓 / 想建仓	等待回调至 200 日均线（332 美元）附近再分批介入	当前概率加权期望为负 6.3%；等待可将风险收益比显著改善
长期配置型（5 年以上）	可小仓位建立底仓，保留 2/3 弹药等待财报后加仓	资产质量与竞争壁垒无争议；时间可以消化估值，但不必在最贵的时候买满
交易型	区间操作：332 附近买、353—377 附近卖；财报前平仓或对冲	RSI 46 中性、MACD 柱状图 -0.56 微负，技术面无趋势信号，适合区间对待
已重仓 AI 主题	检查与 MSFT / META / AMZN 的重叠敞口，必要时减配	四者同处一个资本开支周期，相关性极高，分散效果远低于表面的「四只不同股票」

一句话总结

这是一家正在变得更强、但已经不便宜的公司；在 10 月 28 日之前，耐心比仓位更重要。

10 附录

10.1 数据来源与时间戳

本报告不使用任何未经接口验证的数字。下表列出全部调用记录，包括成功获取与获取失败的维度。凡标记为「停更/未获取」的维度，本报告正文中均不含相应的量化表述。

表 10-1 数据源清单与时间戳

数据维度	接口 / 来源	参数	数据时点	状态
行情：最新报价	Clawby relay · Quote for a given stock	US:GOOGL	2026-08-19T14:46:55Z	成功
行情：日 K 线（1,253 根）	Clawby relay · Stock aggregate OHLC bars	US:GOOGL, 日线, 2021-08-20 至 2026-08-18	2026-08-18 收盘	成功
行情：同业与基准日 K 线	同上	MSFT / META / AMZN / AAPL / NVDA / SPY / QQQ	2026-08-18 收盘	成功
实时筛选器（市值/Beta/空头/借券）	Clawby relay · Screen thousands of stocks	GOOGL, GOOG, MSFT, META, AMZN, AAPL, NVDA, SPY, QQQ, ORCL, NFLX, BIDU	2026-08-19T14:46:55Z	成功
多期限 Beta	同上	1 / 2 / 5 年 Beta, 50/200 日均线	2026-08-19T14:46:55Z	成功
空头持仓（双周 FINRA）	Clawby relay · Short Interest	US:GOOGL, 100 期	末期 2026-07-31	成功
空头成交量（分交易所）	Clawby relay · Short volume	US:GOOGL, 400 个交易日	末日 2026-08-18	成功
借券费率	Clawby relay · Cost-to-borrow from Interactive Brokers	US:GOOGL	2026-08-19 10:42:33	成功
交割失败（FTD）	Clawby relay · FTDs for a given stock	US:GOOGL, 200 条	末条 2026-07-30	成功
暗池成交汇总	Clawby relay · Dark Pool Prints summary	US:GOOGL, all_exchanges=true	2026-08-18	成功
暗池价位分布	Clawby relay · Dark Pool Levels	US:GOOGL, decimals=0	2026-08-18 / 2026-08-14	成功
暗池逐笔	Clawby relay · Dark Pool Prints	US:GOOGL	2026-08-18	成功
期权合约清单	Clawby relay · List of option contracts	US:GOOGL, 4,760 份合约, 23 个到期日	2026-08-20 起	成功
期权链摘要（最大痛点）	Clawby relay · Option chain summary	US:GOOGL, 7 个到期日	2026-08-21 至 2028-01-21	成功
股息	Clawby relay · Dividends	US:GOOGL, 9 期	末期 2026-06-08	成功
股票分割	Clawby relay · Splits	US:GOOGL	2022-07-18 (20:1)	成功
Reddit 每日提及量	Clawby relay · Daily Reddit mention counts	US:GOOGL, 100 日	末日 2026-08-19	成功
Reddit 帖文	Clawby relay · Reddit mentions	US:GOOGL	2026-08-19T14:46:55Z	成功
SEC 公司档案与申报历史	Clawby relay · sec_submissions	CIK 1652044	2026-08-19T14:46:55Z	成功
SEC 财务概念（GOOGL, 31 个标签）	Clawby relay · sec_company_concept	CIK 1652044, us-gaap 命名空间	FY2025 10-K (2026-02-05 提交); 2026Q2 10-Q (2026-07-23 提交)	成功
SEC 财务概念（同业, 5 家 × 10—12 个标签）	同上	CIK 789019 / 1326801 / 1018724 / 320193 / 1045810	各公司最新 10-Q	成功
宏观：中美国债收益率	akshare · bond_zh_us_rate（东方财富）	2/5/10/30 年期	2026-08-18（美债最后有效日）	成功

宏观：美国 10 年期国债日线	akshare · bond_gb_us_sina (新浪财经)	1,000 个交易日	2026-08-18	成功
宏观：美国 CPI 年率	akshare · macro_usa_cpi_yoy (东方财富)	2008 年至今	2026-07 (2026-08-12 发布)	成功
宏观：美联储利率决议	akshare · macro_bank_usa_interest_rate	—	末值 2025-07-31	停更，未使用
宏观：ISM 制造业 PMI	akshare · macro_usa_ism_pmi	—	末值 2025-09-02	停更，未使用
宏观：ISM 非制造业 PMI	akshare · macro_usa_ism_non_pmi	—	末值 2025-09-04	停更，未使用
宏观：非农就业	akshare · macro_usa_non_farm	—	末值 2025-09-05	停更，未使用
宏观：失业率	akshare · macro_usa_unemployment_rate	—	末值 2025-09-05	停更，未使用
分部收入（云 / YouTube / 搜索）	—	—	—	接口不支持维度拆分，未获取
卖方一致预期	—	—	—	无可用的数据源
机构持仓（13F）	—	—	—	未获取

报告生成时间：2026-08-19 15:36（服务器本地时间）。行情快照时间：2026-08-19T14:46:55Z UTC。 Clawby 行情接口默认延迟约 30 分钟；实时筛选器接口为实时数据。

10.2 口径与计算说明

- 1. **财务数据全部来自 SEC EDGAR 的 XBRL 结构化披露** (us-gaap 命名空间, CIK 1652044)，未使用任何第三方整理的财务数据库，因此不存在数据商口径调整。
- 2. **单季数据的还原方法**：SEC 的 frame 字段（如 CY2026Q2）在部分季度存在缺失。对同业公司，本报告统一采用「累计期差分法」还原单季数据——即用同一财年内相邻两个累计期（如 1—6 月与 1—3 月）相减得到第二季度数值，并校验期间长度在 80—100 天之间。第四季度数据由全年（10-K）减去前三季度累计（10-Q）得到。
- 3. **TTM 的定义**：GOOGL 为 2025Q3 + 2025Q4 + 2026Q1 + 2026Q2。现金流类科目（经营现金流、资本开支、股份支付、回购、折旧）因 SEC 仅披露累计期，采用「1H2026 + FY2025 - 1H2025」计算。
- 4. **同业 TTM 区间不完全对齐**：NVDA 财年止于 1 月，其最新四个季度为 2025-07 至 2026-04，比其他公司晚约一个季度；AAPL 财年止于 9 月，季度终止日为 2025-09-27 至 2026-06-27。表 6-6 已逐行标注实际区间。
- 5. **资本开支标签差异**：GOOGL / MSFT / META 使用 PaymentsToAcquirePropertyPlantAndEquipment；AMZN / NVDA 使用 PaymentsToAcquireProductiveAssets（前者在这两家公司中仅覆盖部分支出，会严重低估资本开支）。
- 6. **AMZN 研发支出未列示**：Amazon 未使用 us-gaap 的 ResearchAndDevelopmentExpense 标签（其「技术与基础设施」费用以自定义标签披露），图 6 中该项留空并已标注。
- 7. **技术指标**（均线、RSI、MACD、布林带、ATR、波动率、最大回撤）全部由本报告基于 1,253 根原始日 K 线自行计算，未使用第三方指标接口。RSI 采用 Wilder 平滑法，MACD 参数为 (12, 26, 9)，布林带为 (20, 2)，ATR 为 14 日。
- 8. **年化波动率**为对数收益率的总体标准差 $\times \sqrt{252}$ 。
- 9. **贴现现金流模型**为十年显性预测期 + 戈登永续增长终值。自由现金流 = 收入 $\times$ 经营利润率 $\times$ (1 - 17%) + 折旧 - 资本开支 - 营运资金占用。经营利润率与折旧率按线性路径过渡，资本开支率按 0.75 次幂路径过渡（前期下降更快）。
- 10. **本报告的 FY2026—FY2028 预测为自建模型输出**，未参考、也无法获取卖方一致预期，请读者知悉。

10.3 数据缺口汇总声明

为便于读者评估本报告的证据强度，此处集中列出全部未能获取的数据维度：		
缺失维度	原因	对结论的影响
分部收入与分部利润 (云 / YouTube / 搜索 / Other Bets)	SEC 接口仅支持 us-gaap 单一概念标签，不支持按维度成员 (segment member) 拆分	影响较大。 无法验证「云业务加速」这一多头核心逻辑，也无法量化 R7 (云业务竞争)。所有分部层面表述均为定性。
美国政策利率、PMI、非农、失业率	akshare 上游数据源停止更新，末值停留在 2025 年 9 月前后	影响中等。 宏观章节仅依据收益率曲线与 CPI，未包含就业与景气度判断。
卖方一致预期 (收入 / 每股收益 / 目标价)	无可用数据源	影响中等。 无法判断本报告预测相对市场共识的偏离度，因而无法评估「预期差」这一短期价格驱动因素。
机构持仓 (13F) 与内部人交易	未获取	影响较小。 暗池、空头、期权数据已提供充分的 筹码结构信息。
被重估权益证券的具体标的	XBRL 仅披露合计金额，不披露持仓明细	影响中等。 能确认该科目的金额与会计性质，但无法评估其反转概率，R2 的可能性评分 (4.0) 含主观判断。
FY2021 / FY2022 长期债务， FY2025 物业厂房设备净额	对应 us-gaap 标签下未返回该期数据	影响很小。 表 4-4 中以「—」标注，未做任何推算。
FY2021 摊薄加权股数	同上	影响很小。 不影响任何结论。

10.4 术语表

表 10-2 术语与指标定义

术语	定义
TTM	Trailing Twelve Months, 最近十二个月。本报告 GOOGL 的 TTM 区间为 2025Q3—2026Q2。
核心净利润 / 核心每股收益	本报告自定义口径：(税前利润 - 权益证券公允价值损益) × (1 - 17%)。用于剔除非经营性、非现金的公允价值波动，还原可持续盈利能力。
权益证券公允价值损益	us-gaap 标签 EquitySecuritiesFvNiGainLoss, 指按公允价值计量且变动计入当期损益的权益证券产生的已实现与未实现损益。对 Alphabet 而言主要来自其持有的上市与非上市股权投资。
自由现金流 (FCF)	经营活动现金流 - 资本开支。本报告不做其他调整 (不回购股份支付、不扣除并购)。
自由现金流收益率	TTM 自由现金流 ÷ 总市值。衡量以当前价格买入所能获得的现金回报率。
企业价值 (EV)	总市值 - 净现金。净现金 = 现金及现金等价物 + 短期有价证券 - 长期债务。
EV/EBIT	企业价值 ÷ 经营利润。剔除资本结构影响的估值倍数。
加权平均资本成本 (WACC)	贴现现金流模型中用于折现未来现金流的比率，反映股东与债权人的综合要求回报率。
永续增长率 (g_{∞})	显性预测期之后，假设现金流永久保持的年增速。通常不应高于长期名义经济增速。
终值占比	贴现现金流估值中，来自显性预测期之后的价值占企业价值的比例。占比越高，模型越依赖长期假设。
反向贴现现金流	固定营运假设，反推使模型输出等于当前股价所需的贴现率或增速，用于检验市场共识的隐含预期。
最大痛点价 (Max Pain)	期权到期时，使所有未平仓期权持有者总亏损最大化的标的价格。反映期权持仓的行权价分布重心，不等于市场预期。
认沽 / 认购持仓比 (P/C Ratio)	未平仓认沽期权与认购期权的数量之比。比值越高，下行保护性持仓越多。
暗池 (Dark Pool)	不在公开交易所显示报价的场外撮合场所，机构用于减少大额订单的市场冲击。买价成交倾向卖压、卖价成交倾向买盘。
回补天数 (Days to Cover)	空头持仓股数 ÷ 日均成交量，衡量空头平仓所需的时间。
交割失败 (FTD)	Failure to Deliver, 证券交易在结算日未能完成交割的股数。
ATR	Average True Range, 平均真实波幅，衡量日内波动幅度，常用于设定止损距离。
RSI	Relative Strength Index, 相对强弱指标，取值 0—100，通常 >70 视为超买、<30 视为超卖。
MACD	指数平滑异同移动平均线。DIF 为快慢线之差，信号线为 DIF 的 9 期指数移动平均，柱状图为两者之差。
Beta	个股相对基准指数的系统性风险系数。Beta > 1 表示波动大于市场。
XBRL	可扩展商业报告语言。美国证券交易委员会要求上市公司以此格式提交结构化财务数据，本报告全部财务数字均取自该结构化披露。

10.5 评级体系

表 10-3 Clawby Research 评级定义（12 个月，相对绝对收益）

评级	英文码	预期收益	本报告
买入	buy	> +20%	
增持	accumulate	+8% ~ +20%	
中性	neutral	-8% ~ +8%	✓ 概率加权期望 -6.3%
减持	reduce	-20% ~ -8%	
卖出	sell	< -20%	

10.6 免责声明

本报告由 Clawby Research 基于公开数据自动化生成，仅供研究与信息参考之用。

报告中的全部财务数据来自美国证券交易委员会 EDGAR 系统的公开申报文件，市场数据来自 Clawby 聚合数据接口与 akshare 公开宏观数据源。我们已尽力核验数据的准确性与时效性，并在 10.1、10.3 节明确披露了全部数据缺口，但不 对数据的完整性、准确性或及时性作出任何明示或暗示的保证。上游数据源可能存在延迟、修订或错误。

报告中涉及的盈利预测、目标价、情景概率与风险评分，均为基于特定假设的模型输出，包含大量主观判断，不构成对未来业绩或股价的承诺。实际结果可能与预测存在重大差异。特别提示：本报告贴现现金流模型的中性情景中，74% 的估值来自十年之后的终值，对贴现率与永续增长率假设高度敏感。

本报告不构成对任何证券的买卖要约或要约邀请，不考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况或特定需求。投资者应独立判断并自行承担投资风险，必要时应咨询具备资质的专业投资顾问。证券投资存在本金损失的可能，历史表现不代表未来收益。

本报告不构成投资建议。