

百度 (BIDU US)

2025 百度世界大会：推动 AI 应用加速落地

我们受邀参加 2025 百度世界大会（11 月 13 日），大会重点内容总结如下：1）百度发布文心大模型 5.0，并持续推动 AI 应用加速落地，主要方向包括核心产品重构（搜索、文库、网盘），以及开发新产品并推动功能升级（如数字人、无代码开发工具、商用超级智能体）；2）发布新一代昆仑芯 M100 和 M300 芯片，提及目前昆仑芯已在多行业落地交付，并对昆仑芯未来的产品推出规划给出较为详细的更新；3）更新萝卜快跑运营数据，其服务已经覆盖全球 22 座城市，周度全无人订单数已经达到 25 万，全球出行服务次数超 1700 万，并指引将持续推动全球扩张。我们认为，百度核心广告业务及在手现金是支撑公司估值的关键因素，而未来云业务运营指标上更清晰的能见度、自动驾驶出租车及 AI 相关新业务释放更多进展、在手现金的使用方式进一步优化以提高股东回报将有望推动公司估值重估。我们基于 SOTP 估值模型的目标价为 148.4 美元，维持“买入”评级。

■ **发布文心 5.0，AI 应用加速落地。**百度发布原生全模态大模型文心大模型 5.0，具备全模态理解与生成能力，支持文本、图像、音频、视频等多种信息的输入与输出。在 AI 应用落地层面，百度：1）推出全球首个可商用的自我演化超级智能体“伐谋”，可快速针对复杂问题抽象建模，根据条件变化自动迭代，给出动态的最优方案；2）发布慧播星“实时互动型数字人”，在今年的“双 11”期间，83%的开播主播使用过慧播星数字人、开播直播间 GMV 同比增长 91%；3）加速重构 AI 搜索，百度搜索首条结果富媒体化覆盖率已达 70%左右；4）百度文库、网盘推出的 GenFlow 智能体升级至 3.0，用户数超 2000 万，成为全球最大通用 Agent；5）无代码开发工具秒哒升级至 2.0，已累计生成 40 多万个应用，服务了超过千万的用户。

■ **昆仑芯：已在多行业落地，发布新一代芯片。**百度执行副总裁沈抖披露，目前百度大多数的推理任务已经在昆仑芯 P800 集群上运行，此外百度还基于一个 P800 的 5000 卡单一集群高性价比地训练出一个多模态模型。目前，昆仑芯已经在互联网、金融、能源制造、交通和教育等行业落地，已向包括招商银行、南方电网、中国钢研等上百家客户分别交付了几十卡到万卡以上不等体量的订单。大会上，百度发布了新一代昆仑芯 M100（针对大规模推理场景优化，将于 2026 年上市）和 M300（为超大规模的多模态模型训练与推理设计，提供极致性能，将于 2027 年上市），此外公司宣布天池 256 超节点与天池 512 超节点（单个即可完成万亿参数模型训练）均将于 2026 年正式上市。目前，公司规划天池千卡级超节点将于 2028 年上市，昆仑芯 N 系列芯片将于 2029 年面世，百万卡昆仑芯单集群将于 2030 年点亮。

■ **萝卜快跑：安全性能领先，全球拓展加速。**运营数据方面，服务已经覆盖全球 22 座城市，每周全无人订单数达到 25 万，全球出行服务次数超 1700 万，全无人驾驶里程突破 1.4 亿公里，自动驾驶总里程数超 2.4 亿公里。安全性方面，萝卜快跑全无人驾驶平均行驶 1014 万公里才会发生一次安全气囊弹出事件，数据优于人类驾驶员和同行。

买入 (维持)

目标价 148.40 美元
潜在升幅 23.0%
当前股价 120.65 美元

中国互联网

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

马泽慧
(852) 3761 8838
joannama@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	41,353.4
3 月平均流通量(百万美元)	255.7
52 周内股价高/低(美元)	144.91/76.86
总股本(百万)	342.8

资料来源：FactSet

股东结构

Handsome Reward Limited	16.1%
BlackRock, Inc.	4.6%

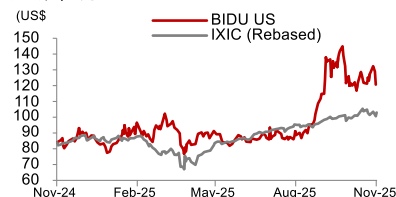
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	0.6%	-3.2%
3 - 月	36.0%	26.1%
6 - 月	30.4%	6.7%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	134,598	133,125	129,692	136,985	143,464
同比增长(%)	8.8	(1.1)	(2.6)	5.6	4.7
调整后净利润(百万人民币)	28,747.0	27,002.0	16,477.4	21,511.4	23,909.5
同比增长(%)	39.0	(6.1)	(39.0)	30.6	11.1
调整后每股收益(人民币)	81.06	77.20	48.07	64.04	72.63
市场平均预估每股收益(人民币)	na	76.85	54.97	60.56	71.87
市盈率(倍)	14.8	12.6	16.3	16.4	14.2
股本回报率(%)	8.4	9.0	6.2	5.6	5.9

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

AI 应用的进一步繁荣取决于大模型能力的提升及算力能力的提升，而百度也在持续提升自己的模型和算力能力，公司认为“搜索”的未来可能不是以文本为主，而是以多模态为主的对话，并将持续探索和优化最能满足需求的解决方案。在对于核心“搜索”业务的改造方面，百度观察到所推出的 AI 助手的流量正在经历快速增长，且挂载的商品享有较高的转化率，用户和消费者对于 AI 的信任度较高，未来随着 AI 助手的形态与商家端的产品和服务更深度的迭代融合，将有望获得更大的发展机遇。

对于萝卜快跑而言，百度已经在武汉稳定地看到单车经济效益为正，这意味着商业模式的有效性已经被证明，未来也有希望在中国更多的城市得到证明，且有望在全世界大范围推开。百度萝卜快跑业务目前在武汉的运营模式基本为完全自营，但也同时在其他城市探索更轻资产的业务拓展方式，未来应该会逐步收敛到一个相对更统一的运营模式。在业务发展方面，中短期维度而言，监管仍是百度的重要关注点，监管的逐步放松有望为百度创造更大的发展机遇。就行业竞争而言，百度认为公司在技术方面的沉淀、数据积累、软硬件结合的能力及运营端都具备较强的竞争优势，这可以助力公司打造更好的用户体验并支撑长期发展。

关于昆仑芯，管理层提及在过去的发展过程中，百度平台为昆仑芯做了大量的适配工作，而且一直到今天都在做很多适配工作，这也是央企、股份制企业、甚至中小企业都逐步认可昆仑芯的原因。在 AI 相关的投入方面，百度将持续基于应用驱动的理念，在看好的 AI 应用方向上做长期、持续的投入，投入的方向包括基础设施建设、CPU&GPU、AI 人才等多种维度，公司将会保持充足投入支撑业务中长期健康增长。

图 1：百度：2025 世界大会主要内容发布



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	123,675	134,598	133,125	129,692	136,985	143,464
销售成本	(63,935)	(65,031)	(66,102)	(72,764)	(73,237)	(75,893)
毛利	59,740	69,567	67,023	56,927	63,748	67,571
运营费用	(43,829)	(47,711)	(45,753)	(46,811)	(48,357)	(49,221)
销售	(20,514)	(23,519)	(23,620)	(24,512)	(25,753)	(26,254)
研发费用	(23,315)	(24,192)	(22,133)	(22,300)	(22,603)	(22,967)
运营利润	15,911	21,856	21,270	10,116	15,392	18,350
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	(1,910)	(3,799)	(691)	1,268	1,589	1,937
调整后 EBITDA	29,663	35,824	33,077	23,024	28,744	32,129
净利息收入(支出)	3,332	4,761	5,138	5,655	4,881	4,820
外汇收益/损失	(1,484)	595	1,076	(1,500)	(1,200)	(960)
其他收入/支出	(5,737)	1,785	1,829	5,794	2,283	2,306
税前利润	10,112	25,198	28,622	21,334	22,945	26,453
所得税	(2,578)	(3,649)	(4,447)	(3,391)	(5,190)	(6,160)
税后利润	7,534	21,549	24,175	17,943	17,755	20,293
非控股权益	(25)	1,234	415	38	318	434
净利润	7,559	20,315	23,760	17,905	17,437	19,860
调整后净利润	20,680	28,747	27,002	16,477	21,511	23,910

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	212,850	230,255	168,849	170,279	177,514	185,759
现金与现金等价物	53,156	25,231	24,832	33,948	39,715	46,599
限定用途现金	11,330	11,503	11,697	11,697	11,697	11,697
应收账款	11,733	10,848	10,104	9,594	10,133	10,612
其他流动资产	136,631	182,673	122,216	115,040	115,969	116,850
非流动资产	178,123	176,504	258,931	274,092	285,531	297,177
物业及厂房及设备 (净额)	23,973	27,960	30,102	51,135	62,323	73,715
无形资产	8,095	7,848	7,702	1,830	2,081	2,335
商誉	22,477	22,586	22,586	22,586	22,586	22,586
其他非流动资产	123,578	118,110	198,541	198,541	198,541	198,541
总资产	390,973	406,759	427,780	444,371	463,045	482,935
流动负债	79,630	76,451	80,953	73,208	72,587	71,338
短期债务	5,343	10,257	10,669	10,669	10,669	10,669
应付账款	38,014	37,717	41,443	35,177	33,777	31,837
其他流动负债	36,273	28,477	28,841	27,363	28,140	28,831
非流动负债	73,538	67,700	63,215	60,510	57,112	53,007
长期债务	13,722	14,223	15,596	0	0	0
应付公司债	49,461	43,134	36,347	49,238	45,840	41,735
融资租赁承担	4,810	5,040	4,973	4,973	4,973	4,973
递延收入	159	200	231	231	231	231
其他非流动负债	5,386	5,103	6,068	6,068	6,068	6,068
总负债	153,168	144,151	144,168	133,718	129,698	124,344
股本	0	0	0	0	0	0
资本盈余	79,855	87,099	87,146	87,193	87,240	87,287
留存收益	143,623	156,527	176,474	203,468	226,115	251,312
其他储备	8,393	9,465	9,870	9,870	9,870	9,870
股东权益总额	231,871	253,091	273,490	300,531	323,225	348,469
少数股东权益	5,934	9,517	10,122	10,122	10,122	10,122
总负债和股东权益	390,973	406,759	427,780	444,371	463,045	482,935

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	10,112	25,198	28,622	21,334	22,945	26,453
折旧摊销	14,725	14,908	14,628	4,877	4,914	4,709
税款	(2,578)	(3,649)	(4,447)	(3,391)	(5,190)	(6,160)
营运资金变化	(16,758)	(13,067)	(27,512)	(59)	(2,090)	(2,610)
其他	20,669	13,225	9,943	4,793	4,851	4,863
净经营现金流	26,170	36,615	21,234	27,555	25,430	27,256
投资现金流						
资本开支	(8,286)	(11,190)	(8,134)	(15,632)	(16,101)	(16,101)
收购与投资	(14)	(115)	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	4,356	(39,092)	(421)	(249)	(251)	(254)
净投资现金流	(3,944)	(50,397)	(8,555)	(15,881)	(16,353)	(16,355)
融资现金流						
净借贷	(6,813)	(13,093)	(2,914)	(15,596)	0	0
股票回购	(1,925)	(4,764)	(6,324)	0	0	0
其他	2,348	3,695	(4,521)	12,979	(3,310)	(4,017)
净融资现金流	(6,390)	(14,162)	(13,759)	(2,617)	(3,310)	(4,017)
净现金流变动						
年初现金	47,671	65,236	37,574	36,589	45,645	51,412
汇率变动	1,729	282	95	0	0	0
年末现金	65,236	37,574	36,589	45,645	51,412	58,296
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	(0.7%)	8.8%	(1.1%)	(2.6%)	5.6%	4.7%
毛利润	(0.7%)	16.4%	(3.7%)	(15.1%)	12.0%	6.0%
经营利润	51.3%	37.4%	(2.7%)	(52.4%)	52.1%	19.2%
净利润	(26.1%)	168.8%	17.0%	(24.6%)	(2.6%)	13.9%
调整后净利润	9.8%	39.0%	(6.1%)	(39.0%)	30.6%	11.1%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	48.3%	51.7%	50.3%	43.9%	46.5%	47.1%
营业利益率	12.9%	16.2%	16.0%	7.8%	11.2%	12.8%
调整后净利润率	16.7%	21.4%	20.3%	12.7%	15.7%	16.7%
股本回报率	3.4%	8.4%	9.0%	6.2%	5.6%	5.9%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.8)	(0.8)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
流动比率 (倍)	2.7	3.0	2.1	2.3	2.4	2.6
应收账款周转天数	31.6	29.0	26.8	27.0	25.9	26.0
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	223.5	220.6	220.7	184.5	169.5	155.6
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	39.4	14.8	12.6	16.3	16.4	14.2
市盈率 (摊薄)	39.8	14.9	12.6	16.4	16.5	14.2
市帐率	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
市现率	16.8	11.9	22.9	24.6	30.8	25.3
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。