

充沛现金储备支持 AI 转型长路

华泰研究

2025 年 1 月 12 日 | 中国香港

首次覆盖

互联网

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

116.40

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523010002
SFC No. BRI004

侯杰

houjie017864@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人

SAC No. S0570124020016
SFC No. BUT776

曹卓铭

caozhuoming@htsc.com
+(86) 21 2897 2205

基本数据

目标价(港币)	116.40
收盘价(港币 截至 1 月 10 日)	77.70
市值(港币百万)	217,966
6 个月平均日成交额(港币百万)	855.08
52 周价格范围(港币)	75.20-119.40
BVPS(人民币)	92.56

股价走势图



资料来源: S&P

首次覆盖百度港股,“买入”。作为国内搜索引擎龙头,百度积累了丰富的数据,为其积极捕捉 AI 大模型应用落地的产业机遇提供了基础。我们认为其在制造、交通、金融、政务等领域积累的认知有望帮助其在企业 IT 预算逐步回暖过程中收获客户心智与收入份额。C 端应用上,我们期待其在 AI 改造中重塑商业化与用户体验平衡,从而为其中长期广告市场份额提供保护。

积极的 AI 实践以应对激烈的行业竞争

广告业务是百度核心的现金牛业务。凭借成熟的商业模式,百度的广告业务展现出稳健的利润率水平。我们认为 AI 改造将是百度移动生态改善用户粘性并收获用户增长的必要路径,这有助于其抵御来自于短视频、图文社交等平台的激烈的互联网用户时长竞争,以及正在兴起的 AI agent 领域的用户心智竞争,并进而呵护广告主预算份额。在云计算与 AI 大模型领域,百度具备完善的全栈服务能力,这为其捕捉 AI 大模型时代的产业机遇奠定了基础。在头部大厂模型实力相近的情况下,在垂类场景的数据沉淀或将是模型厂商形成差异化竞争壁垒的关键。

循序推进自动驾驶业务的规模化扩张

我们认为后续 Robotaxi 的落地或将渐进式地拓展。展望未来,人车比的下降与整车成本的下探将是 Robotaxi 展现更优成本效益的重要决定因素,百度凭借长期投入筑造的技术积淀与积极的应用而具备一定的先发优势。

我们与市场观点不同之处

部分投资人倾向于从 AI 大模型的 C 端应用判断大模型厂商竞争力以及未来在基本面上的潜在受益程度。我们认为长期视角下,大模型在 B/C 两端的发展路径并不冲突,C 端应用上用户数的积累为广告及商业化的兑现提供基础,进而为企业主提供增收机遇,而 B 端大模型的解决方案或聚焦于在特定场景下发挥 AI 技术对于企业经营效率的提升作用。相比之下,C 端应用在国内互联网服务普及的支持下具备短期较快的增长潜力,而 B 端解决方案的接受度提升则需要企业 IT 支出预算回暖作为支持,或有一定滞后性。

盈利预测与估值

我们基于 SOTP 估值目标价为 116.4 港元,对应 2024-2026 年非 GAAP PE12.3/11.4/10.6x。我们预测公司 2024-2026 年非 GAAP 归母净利润为 255/282/306 亿元,同比-11.3/+10.4/+8.8%,当前市值对应 2024-2026 年非 GAAP PE 7.9/7.1/6.6x。截至 3Q24 末,百度在手净现金约 233 亿美金,占其当前总市值的约 82.0%,充沛的现金储备一方面为其估值提供了一定安全边际,另一方面为其持续投入于 AI 和自动驾驶的规模扩张等提供了支持。

风险提示: AI 大模型商业化进程不及预期; 广告行业需求复苏不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	123,675	134,598	132,407	142,323	150,701
+/-%	(0.66)	8.83	(1.63)	7.49	5.89
归母净利润(人民币百万)	7,559	20,315	22,368	24,521	26,705
+/-%	(26.08)	168.75	10.11	9.62	8.91
归母净利润(调整后,人民币百万)	20,680	28,747	25,510	28,162	30,637
+/-%	9.82	39.01	(11.26)	10.40	8.79
EPS(调整后,人民币,最新摊薄)	7.37	10.25	9.09	10.04	10.92
PE(调整后,倍)	9.70	6.98	7.86	7.12	6.55
PB(倍)	0.86	0.79	0.71	0.64	0.58
ROE(调整后,%)	9.18	11.86	9.55	9.50	9.33
EV EBITDA(倍)	9.04	6.51	8.74	7.02	5.56

资料来源:公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	123,675	134,598	132,407	142,323	150,701
销售成本	(63,935)	(65,031)	(65,696)	(69,705)	(73,223)
毛利润	59,740	69,567	66,711	72,618	77,478
销售及分销成本	(20,514)	(23,519)	(22,786)	(23,802)	(24,777)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(7,221)	2,380	930.00	1,470	1,470
财务成本净额	3,332	4,761	5,055	5,015	5,071
应占联营公司利润及亏损	(1,910)	(3,799)	(380.00)	(420.00)	(420.00)
税前利润	10,112	25,198	27,112	30,250	33,074
税费开支	(2,578)	(3,649)	(4,004)	(4,489)	(4,893)
少数股东损益	(25.00)	1,234	740.48	1,240	1,476
净利润	7,559	20,315	22,368	24,521	26,705
Non-GAAP 调整项	13,121	8,432	3,142	3,642	3,932
调整后净利润	20,680	28,747	25,510	28,162	30,637
折旧和摊销	(14,725)	(14,908)	(7,141)	(8,200)	(9,339)
EBITDA	26,864	41,894	29,198	33,435	37,342
EPS (人民币, 基本)	2.69	7.24	7.97	8.74	9.52

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	22,093	23,427	21,648	21,547	21,249
现金及现金等价物	53,156	25,231	39,049	56,470	80,967
其他流动资产	137,601	181,597	186,657	191,869	197,237
总流动资产	212,850	230,255	247,354	269,887	299,454
固定资产	23,973	27,960	31,412	34,597	34,301
无形资产	8,095	7,848	7,848	7,848	7,848
其他长期资产	146,055	140,696	141,422	142,156	142,897
总长期资产	178,123	176,504	180,682	184,601	185,045
总资产	390,973	406,759	428,036	454,488	484,499
应付账款	64,574	57,055	54,012	52,816	52,044
短期借款	5,343	10,257	10,257	10,257	10,257
其他负债	9,713	9,139	9,139	9,139	9,139
总流动负债	79,630	76,451	73,408	72,212	71,440
长期债务	18,532	19,263	19,974	20,721	21,505
其他长期债务	55,006	48,437	44,124	40,242	36,748
总长期负债	73,538	67,700	64,098	60,962	58,253
股本	74,591	73,190	78,004	83,026	88,338
储备/其他项目	157,280	179,901	203,010	228,771	256,952
股东权益	231,871	253,091	281,013	311,796	345,289
少数股东权益	5,934	9,517	9,517	9,517	9,517
总权益	237,805	262,608	290,530	321,313	354,806

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	26.53	9.87	8.96	8.18	7.51
PB	0.86	0.79	0.71	0.64	0.58
调整后 PE (倍)	9.70	6.98	7.86	7.12	6.55
调整后 ROE	9.18	11.86	9.55	9.50	9.33
EV EBITDA	9.04	6.51	8.74	7.02	5.56
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(2.67)	3.98	6.63	8.18	11.39

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	26,864	41,894	29,198	33,435	37,342
融资成本	(3,332)	(4,761)	(5,055)	(5,015)	(5,071)
营运资本变动	(16,758)	(13,067)	(1,264)	(1,095)	(474.06)
税费	(2,578)	(3,649)	(4,004)	(4,489)	(4,893)
其他	21,974	16,198	14,924	15,053	15,455
经营活动现金流	26,170	36,615	33,799	37,888	42,358
CAPEX	(8,393)	(11,295)	(11,319)	(12,119)	(9,783)
其他投资活动	4,449	(39,102)	(5,060)	(5,212)	(5,368)
投资活动现金流	(3,944)	(50,397)	(16,379)	(17,331)	(15,151)
债务增加量	3,449	(7,321)	(3,602)	(3,135)	(2,710)
权益增加量	(713.00)	(4,413)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(9,126)	(2,428)	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(6,390)	(14,162)	(3,602)	(3,135)	(2,710)
现金变动	15,836	(27,944)	13,818	17,422	24,497
年初现金	47,671	65,236	37,574	51,392	68,813
汇率波动影响	1,729	282.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	65,236	37,574	51,392	68,813	93,310

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(0.66)	8.83	(1.63)	7.49	5.89
毛利润	(0.73)	16.45	(4.11)	8.86	6.69
营业利润	51.27	37.36	(1.60)	12.45	11.45
净利润	(26.08)	168.75	10.11	9.62	8.91
调整后净利润	9.82	39.01	(11.26)	10.40	8.79
EPS (基本)	(26.08)	168.75	10.11	9.62	8.91
盈利能力比率 (%)					
毛利率	48.30	51.69	50.38	51.02	51.41
EBITDA	21.72	31.13	22.05	23.49	24.78
净利润率	6.11	15.09	16.89	17.23	17.72
调整后净利润率	16.72	21.36	19.27	19.79	20.33
ROE	3.36	8.38	8.38	8.27	8.13
调整后 ROE	9.18	11.86	9.55	9.50	9.33
ROA	1.96	5.09	5.36	5.56	5.69
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(12.63)	1.69	(3.14)	(8.18)	(14.25)
流动比率	2.67	3.01	3.37	3.74	4.19
速动比率	2.67	3.01	3.37	3.74	4.19
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.32	0.34	0.32	0.32	0.32
应收账款周转天数	62.77	60.87	61.28	54.63	51.12
应付账款周转天数	342.14	336.66	304.31	275.86	257.77
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	2.69	7.24	7.97	8.74	9.52
EPS (调整后, 基本)	7.37	10.25	9.09	10.04	10.92
每股净资产	82.66	90.22	100.18	111.15	123.09



正文目录

核心观点	5
与市场不同的观点.....	5
股价复盘.....	5
百度集团：立足成熟广告业务，发力 AI 技术新篇章	7
业务模式：AI 驱动业务效率提升.....	7
移动生态：发力 AI 实践，以应对激烈竞争	10
智能云：打造全栈服务能力，积极参与 AI 应用落地机遇	17
把握大模型时代的两大产业趋势机遇：MaaS 与 AI 智能体.....	18
MaaS：大模型服务的重要形态.....	18
AI agent（智能体）：基于大模型的交互助手，开拓商业运营新渠道.....	20
Robotaxi：聚焦长期经济效益与用户体验的优化	22
政策扶持+成本下探，助力市场规模稳健扩大.....	22
中国市场内，百度萝卜快跑先发优势较为明显.....	22
无人化率提升与整车成本优化或是 UE 改善核心.....	24
丰厚的现金储备助力投入于长期技术机遇	25
盈利预测与估值	26
分部估值.....	27
风险提示.....	28
附录	29
股权结构.....	29

图表目录

图表 1：百度集团-SW 股价复盘.....	6
图表 2：百度集团-SW 12 个月滚动 PE 区间.....	6
图表 3：百度集团发展历程.....	7
图表 4：百度集团业务版图.....	8
图表 5：2019 年-9M24 百度集团营业收入.....	8
图表 6：2019 年-9M24 百度核心营业收入.....	8
图表 7：公司 2019 年-9M24 各业务收入及增速.....	9
图表 8：公司 2019 年-9M24 各业务收入占比.....	9
图表 9：2019 年-9M24 百度核心非 GAAP 经营利润.....	9
图表 10：2019 年-9M24 百度集团非 GAAP 净利润.....	9
图表 11：中国互联网广告市场及社零增长趋势.....	10
图表 12：2019-2024 年中国互联网广告市场结构.....	10
图表 13：百度核心广告收入市占率.....	10

图表 14: 头部 300 项 APP 用户时长结构分类	11
图表 15: 2016 -2023 年搜索引擎用户规模与使用率	11
图表 16: 2020 年 1 月-2024 年 11 月抖音/小红书/百度 APP 月活规模与用户单日使用时长	12
图表 17: 2020 年 1 月-2024 年 11 月中国搜索引擎市场份额	13
图表 18: 百度 AI 搜索结果示意图	13
图表 19: 百度搜索中 AI 生成内容结果占比	13
图表 20: 百度 AI 广告业务梳理	14
图表 21: “零下十度适合穿什么衣服”百度搜索结果	15
图表 22: “零下十度适合穿什么衣服”谷歌搜索结果	15
图表 23: 百度谷歌搜索商品结果对比	15
图表 24: 百度智能云业务版图	17
图表 25: 公司 2019-9M24 百度智能云营收及增速	17
图表 26: 生成式 AI 相关收入占智能云收入比重	17
图表 27: 百度 CAPEX 投入情况	18
图表 28: 2023 年中国 AI 公有云市场份额	18
图表 29: 2023 年中国大模型平台市场份额	18
图表 30: 2024-2028 年中国 MaaS 市场规模及预测	19
图表 31: 2024-2028 年中国 AI 大模型解决方案市场规模预测	19
图表 32: 中国模型即服务 (MaaS) 市场份额, 1H24	19
图表 33: 中国 AI 大模型方案市场份额, 1H24	19
图表 34: 主流 AIGC APP 内智能体类型	20
图表 35: 2024 年 9 月主流工具类 AIGC APP 智能体数量	20
图表 36: 2024 年 10 月典型综合类 AI 原生应用智能体数量	20
图表 37: 2024 年 9 月主流工具类 AIGC APP 智能体类型分布	21
图表 38: 中国网约车类型预测	22
图表 39: 2023 年-2030 年 Robotaxi 的全球市场规模及预测	22
图表 40: 无人驾驶出租车主要玩家情况	23
图表 41: Robotaxi 潜在前端 UE 测算	24
图表 42: 互联网及科技公司净现金及估值对比	25
图表 43: 百度集团收入口径拆分	26
图表 44: 百度收入与盈利预测	27
图表 45: 百度: 分部估值 (2025 年)	28
图表 46: 可比估值	28
图表 47: 百度集团-SWPE-Bands	28
图表 48: 百度集团-SWPB-Bands	28
图表 49: 百度集团-SW 股权结构	29

核心观点

作为国内传统搜索引擎龙头，百度在过往逾 20 年的发展过程中积累了丰富的文本、图像及视频数据，这为其积极捕捉 AI 大模型应用落地过程中的产业机遇建立了一定基础。依托其在 IaaS、PaaS、MaaS 和 SaaS 各层级上的全栈服务能力，我们认为百度在国内大模型行业的竞争中具备一定竞争力，其聚焦于为企业主提供较高成本效益优势的大模型解决方案，并有望通过持续的实践强化其在部分垂类行业中的 Know-how，在降低大模型使用门槛的同时发挥大模型产品降本增效的潜在实力。在 C 端产品及核心搜索业务上，百度正在积极尝试借助 AI 大模型重构其产品的用户心智与粘性，以应对来自于小红书、抖音等内容平台与新兴 AI agent 带来的激烈用户竞争。虽然如搜索业务上的 AI 融合意味着短期广告位的一定牺牲，但我们认为或是其巩固并进一步改善用户时长与心智的必然路径，这也是其在变化的环境中重塑百度广告业务量价合理水位的前提。广告业务的逐步稳定在我们看来将是其基本面及估值回到上升通道的关键因素。

与市场不同的观点

部分投资人倾向于从 AI 大模型的 C 端应用判断大模型厂商竞争力以及未来在基本面上的潜在受益程度。我们认为长期视角下，大模型在 B/C 两端的发展路径并不冲突，C 端应用上用户数的积累为广告及商业化的兑现提供基础，进而为企业主提供增收机遇，而 B 端大模型的解决方案则聚焦于在特定场景下发挥 AI 技术对于企业经营效率的提升作用。其中，C 端应用在国内互联网服务广泛普及的支持下具备短期较快速的增长潜力，而 B 端解决方案的落地则在一定程度上需要企业 IT 支出预算回暖作为支持，或有一定滞后性。对于百度的广告业务，部分投资人认为 AI 大模型及 AI agent 的应用对传统搜索引擎构成了较明显的竞争压力，我们认为百度在传统搜索场景下积累的数据基础与过去持续投入的 AI 能力使得其在广告业务 AI 化转型中能够较快投入于转身，从而在激烈的竞争中重塑竞争力。我们期待其快速迭代已有产品的 AI 融合，实现 C 端用户活跃度的改善，进而支持广告业务的逐步回暖。

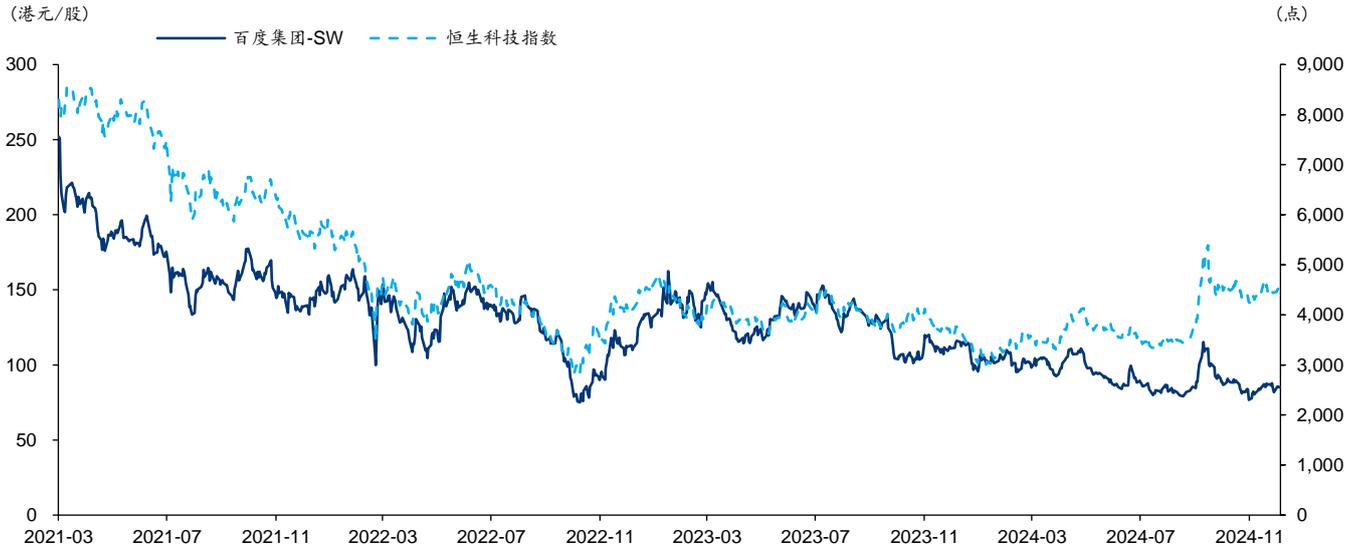
股价复盘

公司股价在 2021 年至 2022 年末有所回调，我们认为主因：1) 宏观经济波动下，广告行业需求增长承压；2) 2021 年受美联储利率政策调整影响以及 PCAOB 对中概股持续监管带来的退市风险影响，中概股估值有所回调。

2023 年初至今，公司股价呈现区间震荡趋势，正向驱动力主要为：1) 居民线下活动恢复，广告行业需求修复预期回暖；2) 2023 年起，ChatGPT 引领新一轮 Gen-AI 技术热潮，百度凭借在 AI 技术领域的长期深耕，迅速推出大语言模型文心一言，投资人对基本面的预期改善，估值倍数亦有所提升；3) 百度自动驾驶业务“萝卜快跑”运营规模持续扩大，整车成本下降叠加无人化率提升推动 UE 改善预期加强。而负向影响因素主要为：1) 在宏观环境影响下广告行业需求增长温和，与此同时，短视频、小红书等互联网平台的兴起引发互联网平台用户时长再分配，商户营销预算竞争加剧；2) 百度核心搜索广告的 AI 改造进展略慢于部分投资人预期。

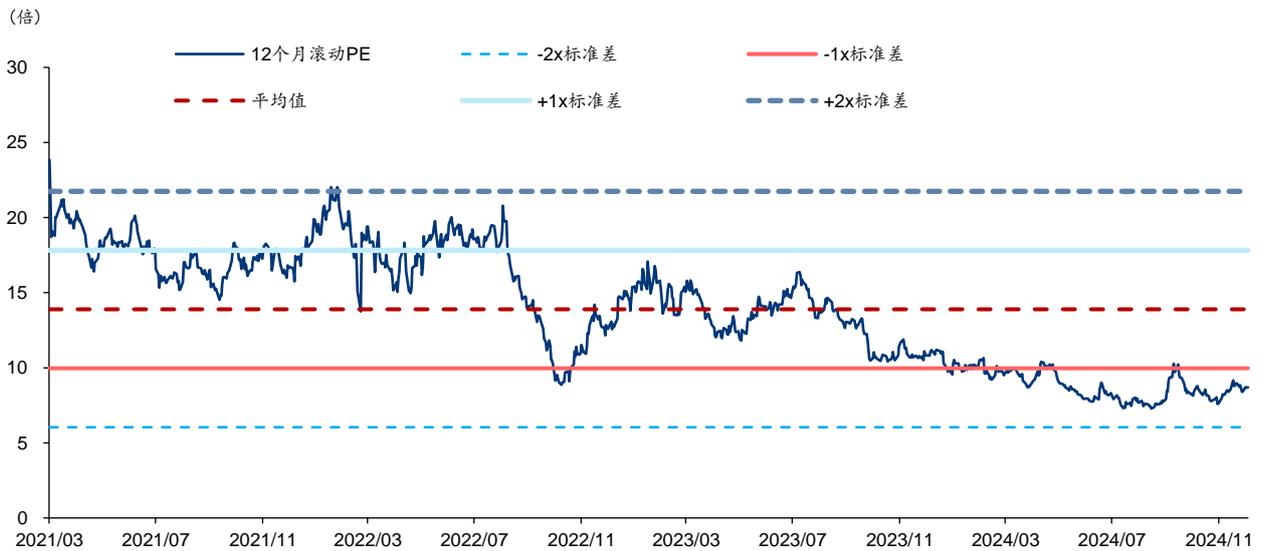
展望未来，我们认为公司股价的正向催化或来自于：1) 宏观及消费复苏，推动广告主需求改善，为百度广告收入增速的恢复提供支持；2) 百度广告业务的 AI 改造取得进一步突破，商业化加速为收入增长提供帮助；3) 自动驾驶业务运营区域进一步拓展，规模效应释放，支撑业务 UE 显著改善；4) 更加积极的股东回报力度与举措。

图表1：百度集团-SW 股价复盘



资料来源：Wind，华泰研究

图表2：百度集团-SW 12个月滚动 PE 区间

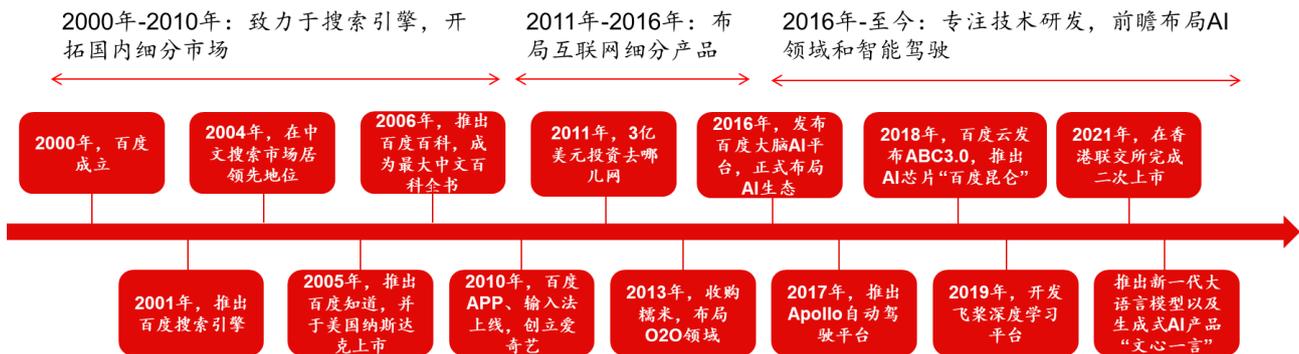


资料来源：彭博，华泰研究

百度集团：立足成熟广告业务，发力 AI 技术新篇章

百度集团是中国领先的互联网服务公司之一，以搜索引擎起家，逐渐发展成为拥有多元化业务的高科技企业。其核心业务涵盖百度移动生态、智能云服务、智能驾驶技术以及人工智能等多个领域，同时并表长视频平台爱奇艺。百度集团于 2005 年在美国纳斯达克上市（股票代码：BIDU US）。自 2016 年起，百度集团加速布局 AI 领域，通过百度大脑、飞桨深度学习平台等项目，推动自身 AI 技术的发展和运用。在智能驾驶领域，百度 Apollo 平台为全球技术领先的自动驾驶开放平台。2021 年，百度在香港联交所完成二次上市（股票代码：9888 HK）。目前，百度核心已形成广告业务、云业务与自动驾驶业务三驾马车并行的核心商业模式，而 AI 技术或将成为赋能各项业务实力并提高业务间协同的重要驱动元素。

图表3：百度集团发展历程



资料来源：公司官网，华泰研究

业务模式：AI 驱动业务效率提升

公司聚焦 AI 技术实力强化，驱动百度核心三大引擎提升效率。据公司 2023 年年报公告，目前百度核心旗下主要包括三项增长引擎：移动生态、智能云、智能驾驶及其他新业务。

1) 移动生态：百度的移动生态业务由百度 APP、文心一言、好看视频、百度文库、百度贴吧等 APP 构成，通过 AI 支柱整合第三方长尾内容及服务，主要变现模式为搜索及信息流广告，此外百度网盘 C 端业务自 3Q24 起调整入移动生态事业群；

2) 智能云：百度智能云以 AI 赋能为特色，提供全套云服务及解决方案，包括 IaaS、PaaS、SaaS 和 MaaS 等，其中较为新兴的 MaaS 业务主要通过其千帆大模型平台提供服务，为企业提供大模型全生命周期工具链和整套环境。据 IDC 数据，1H24 百度智能云以 32.4% 的市场份额，位居中国 MaaS 市场第一。此外，百度推出了全球首个 AI Native 营销平台轻舟，通过生成式 AI 贯通营销方案提高广告投放转化率提升超 20%（据百度 AI 公众号），与自身广告业务效率相互赋能。

3) 智能驾驶及其他增长计划：百度的智能驾驶业务包括自动无人车服务的萝卜快跑运营平台和百度的 Apollo 汽车解决方案等，据公司 3Q24 业绩公告，2024 年 10 月萝卜快跑全无人驾驶单量占全国总单量超 80%。此外，百度在智能硬件领域还推出了搭载 DuerOS 智能助手的小度智能设备和相关 AI 芯片等产品。

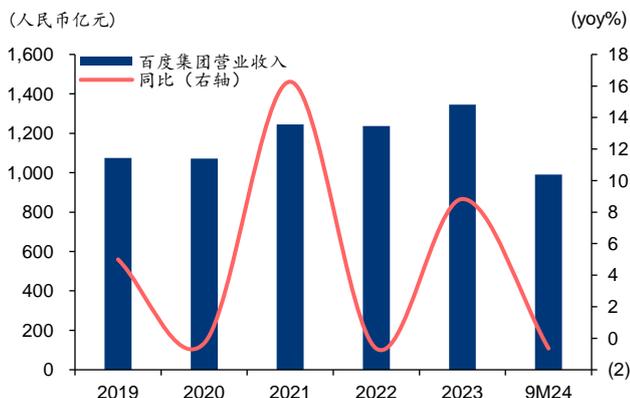
图表4：百度集团业务版图



资料来源：公司公告，华泰研究

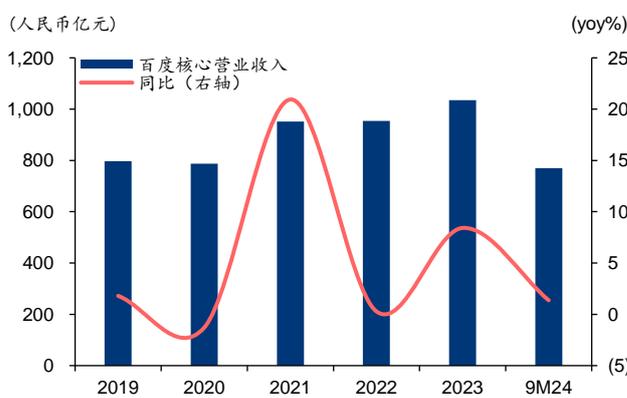
百度核心 2023 年实现营业收入 1,035 亿元，同比增长 8.4%，收入增加主要得益于旅游、电子商务和医疗保健等行业广告需求修复；9M24 百度核心业务总收入同比+1.4%，增速放缓主因广告主需求修复仍需时间，叠加搜索业务的 AI 改造仍处进程当中。

图表5：2019年-9M24 百度集团营业收入



资料来源：公司公告，华泰研究

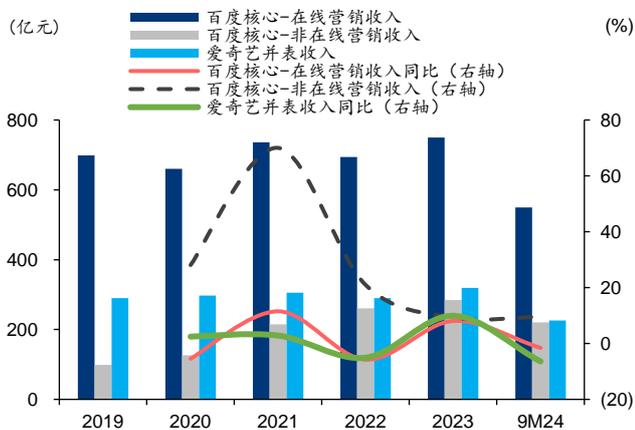
图表6：2019年-9M24 百度核心营业收入



资料来源：公司公告，华泰研究

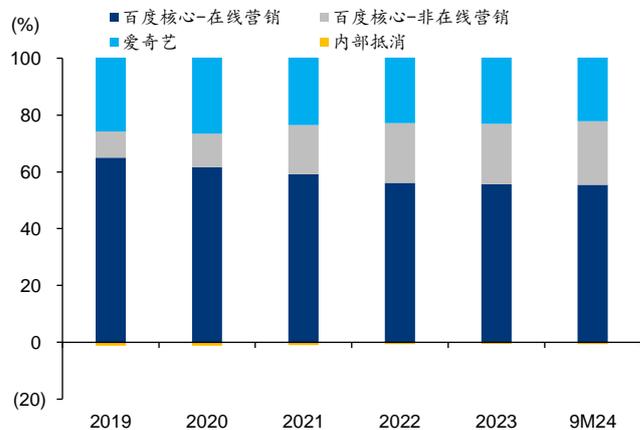
在线营销收入为百度核心收入主要来源，2023 年百度核心业务在线营销收入为 750 亿元，占百度核心总收入比重 72.5%，占集团总收入比重 55.7%；9M24 在线营销收入占百度核心总收入比重为 71.3%，占集团总收入比重 55.5%；同期，百度核心非在线营销收入占比有所提升，主要得益于大模型训练及推理需求增加，生成式 AI 相关的云服务及产品收入快速增长。

图表7：公司 2019 年-9M24 各业务收入及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

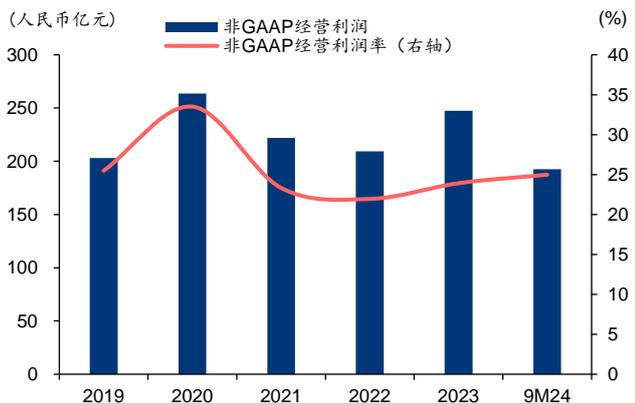
图表8：公司 2019 年-9M24 各业务收入占比



资料来源：公司公告，华泰研究

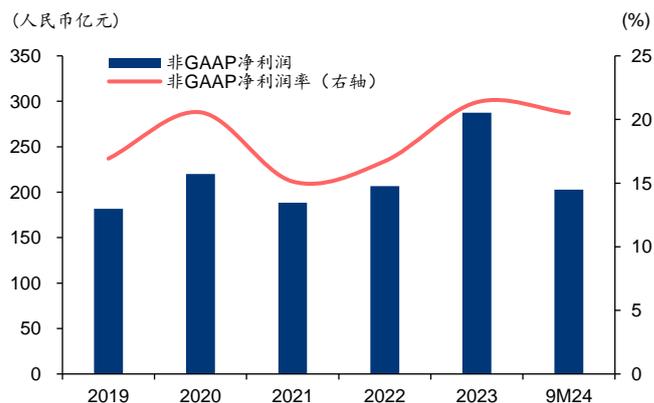
近年来公司盈利能力大体稳健，高利润率的广告业务表现或为重要影响因素之一。2019-2023 年公司毛利率分别为 41.5%/48.5%/48.3%/48.3%/51.7%，非 GAAP 净利率分别为 16.9%/20.6%/15.1%/16.7%/21.4%，利润率整体表现较为稳健。9M24 公司调整后净利润同比 -3.3%，主因高利润率的广告业务收入短期承压。展望未来，我们认为百度集团盈利能力进一步改善的主要驱动力将来源于：1) 百度核心广告业务的 AI 改造取得显著进展，商业化提速，支撑广告收入增速修复，推动集团整体利润能力改善；2) 智能云业务进一步提升在 AI 领域的市占水平，规模效应的改善以及产品结构的优化推动智能云业务利润水平提升；3) 并表业务爱奇艺恢复会员数增长，以及广告业务收入增长有所修复，带动爱奇艺板块利润能力改善。

图表9：2019 年-9M24 百度核心非 GAAP 经营利润



资料来源：公司公告，华泰研究

图表10：2019 年-9M24 百度集团非 GAAP 净利润



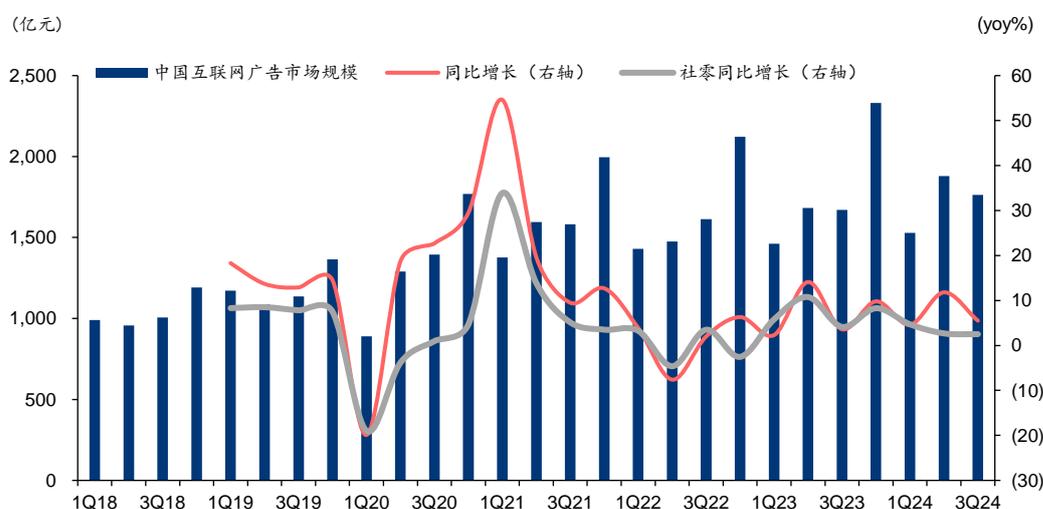
资料来源：公司公告，华泰研究

移动生态：发力 AI 实践，以应对激烈竞争

广告业务是百度核心的现金牛业务。凭借成熟的变现模式，百度的广告业务展现出稳健的利润率水平，并为百度持续投入于 AI、自动驾驶等新技术领域提供了弹药与支持。近年来，短视频等新兴互联网内容形式的蓬勃发展，为互联网 C 端用户时长的分布带来了新的变量，亦进一步推动了 B 端广告主投放类型的结构性变化，短视频等类型的广告在整体互联网广告大盘中的占比有所提升。在激烈的行业竞争中，百度正发力于其移动生态体系的 AI 改造，致力于通过 AI 技术赋能用户活跃度的改善与粘性的强化，以修复其在 B 端广告主预算中的份额。

广告行业需求恢复温和增长。在迈出疫情的短期影响后，中国互联网广告市场恢复了温和增长态势，据 QuestMobile 数据，2023 年中国互联网广告市场规模为 7,146 亿元，同比增长 7.6%，而 9M24 中国互联网广告市场规模同比增长 7.4%，快于中国社零总体增速的 3.3%。

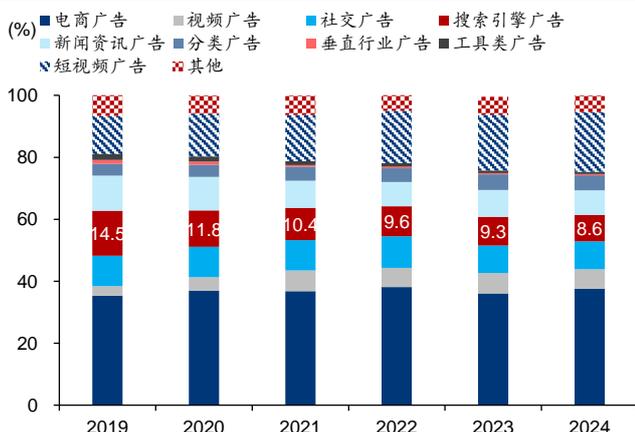
图表11：中国互联网广告市场及社零增长趋势



资料来源：QuestMobile，国家统计局，华泰研究

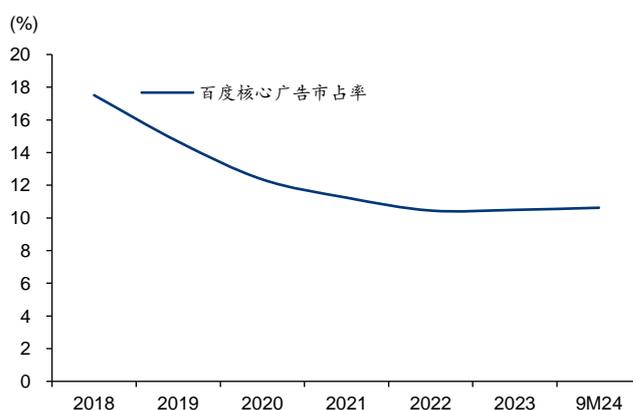
拥有用户时长增长优势的渠道获得更多广告主青睐。结构方面，中关村互动营销实验室数据显示，中国互联网广告市场中，搜索引擎广告的份额从2019年的14.5%下降至2024年的8.6%，同期短视频广告的份额从2019年的12.4%提升至2024年的19.2%。我们认为结构性的趋势变化在一定程度上反映了 C 端互联网用户流量格局变迁的影响。基于 QuestMobile 数据计算，百度核心广告的市场份额由2018年的17.5%温和回落至10%左右。

图表12：2019-2024 年中国互联网广告市场结构



资料来源：中关村互动营销实验室，华泰研究

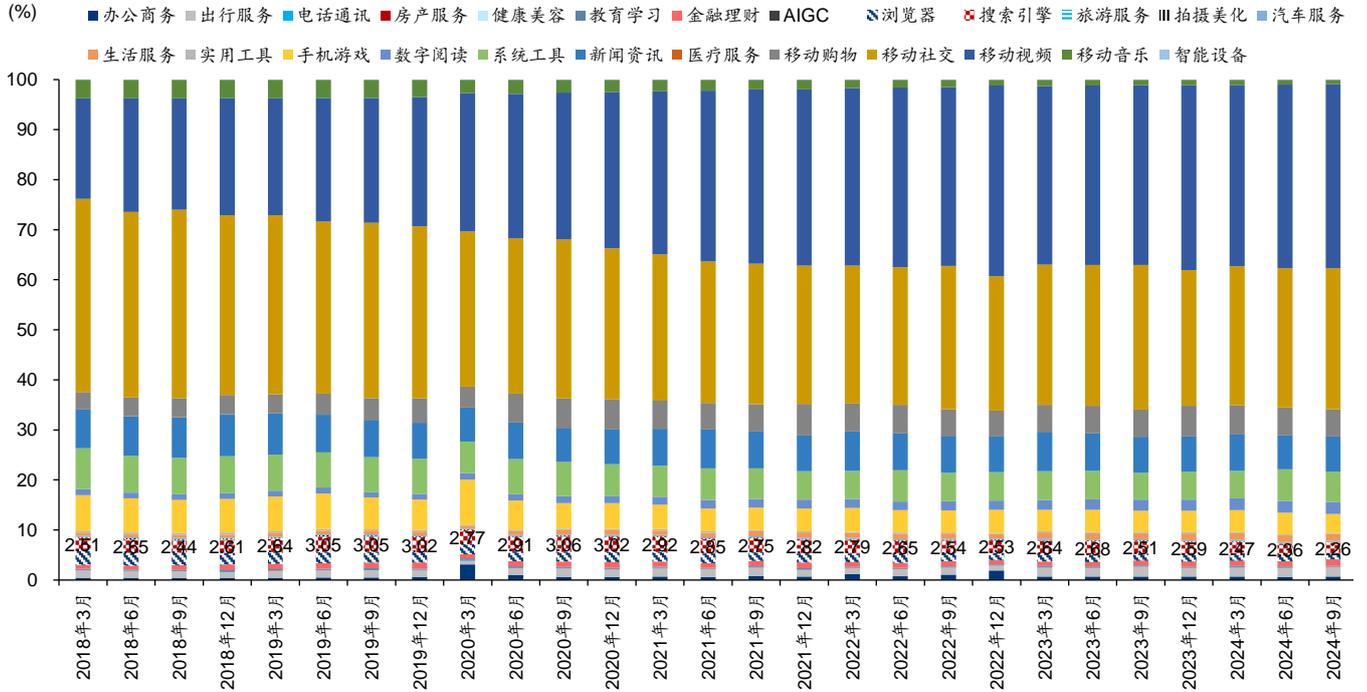
图表13：百度核心广告收入市占率



资料来源：QuestMobile，公司公告，华泰研究

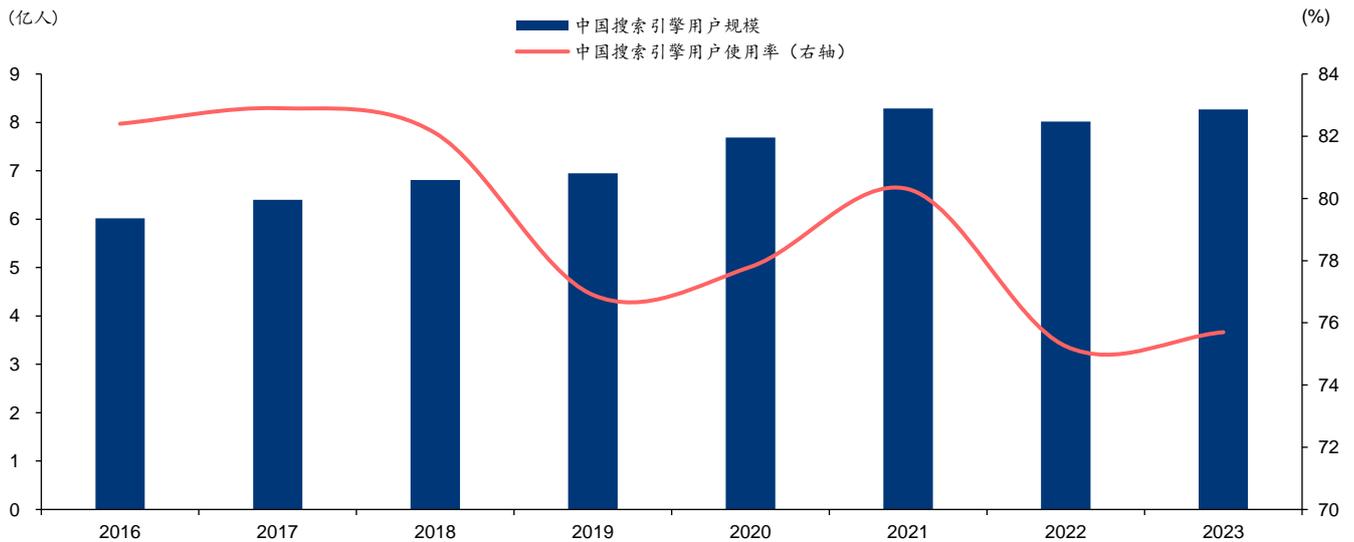
我们基于 QuestMobile 统计的主要的 300 个 APP 用户时长数据计算，搜索引擎 APP 在其中的用户时长份额有一定温和下降，2018 年 3 月为 2.51%，而 2024 年 3 月及 2024 年 9 月分别为 2.47/2.26%。与此同时，据中国互联网信息中心数据，中国搜索引擎用户整体使用率在近年来呈现一定下滑趋势，从 2016 年的 82.4% 下降到 2023 年的 75.7%，或部分反映出用户的信息获取需求被非传统搜索渠道所分流。

图表 14：头部 300 项 APP 用户时长结构分类



资料来源：QuestMobile，华泰研究

图表 15：2016-2023 年搜索引擎用户规模与使用率

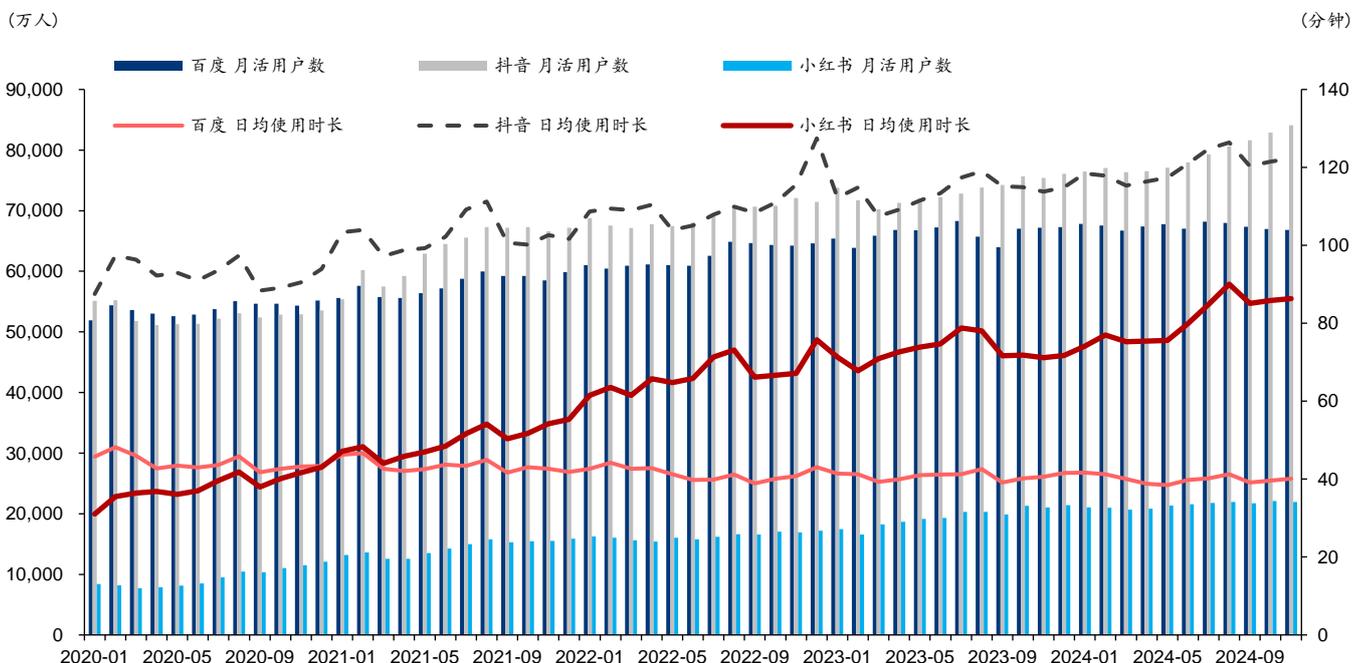


资料来源：中国互联网信息中心，华泰研究

伴随互联网服务普及率逐渐达到较高水平，且互联网服务形式的多样化，我们认为网民对于单一渠道获取信息的依赖度有所降低，多样化的内容展现形式进一步分层了网民的日常信息获取需求。以抖音和小红书为代表的短视频和社交媒体等新兴平台的崛起，在为网民提供多元化长尾内容、满足用户内容浏览需求的同时，亦通过推式信息流捕捉了用户部分潜在的交易型信息需求，进而获取了一定的商户营销预算。足够生动而形象的内容展现可以为用户创造一定的冲动型交易需求，或给用户留下较为深刻的记忆而抢占心智，为后续潜在的销售转化提供基础。

根据 QuestMobile 数据，2024 年 11 月，抖音月活跃用户规模达到 8.4 亿，人均单日使用时长达到 122 分钟（对比 2020 年 1 月月活 5.5 亿人，人均单日使用时长 88 分钟），小红书月活跃用户规模为 2.2 亿人，人均单日使用时长达到 86 分钟（对比 2020 年 1 月月活 0.8 亿人，人均单日使用时长 31 分钟），两大新兴内容向 APP 的用户规模和用户粘性呈现较为快速的增长态势，同期百度 APP 用户规模从 2020 年 1 月的 5.2 亿人上升至 2024 年 11 月的 6.7 亿人，但人均单日使用时长从 46 分钟小幅下滑至 40 分钟。

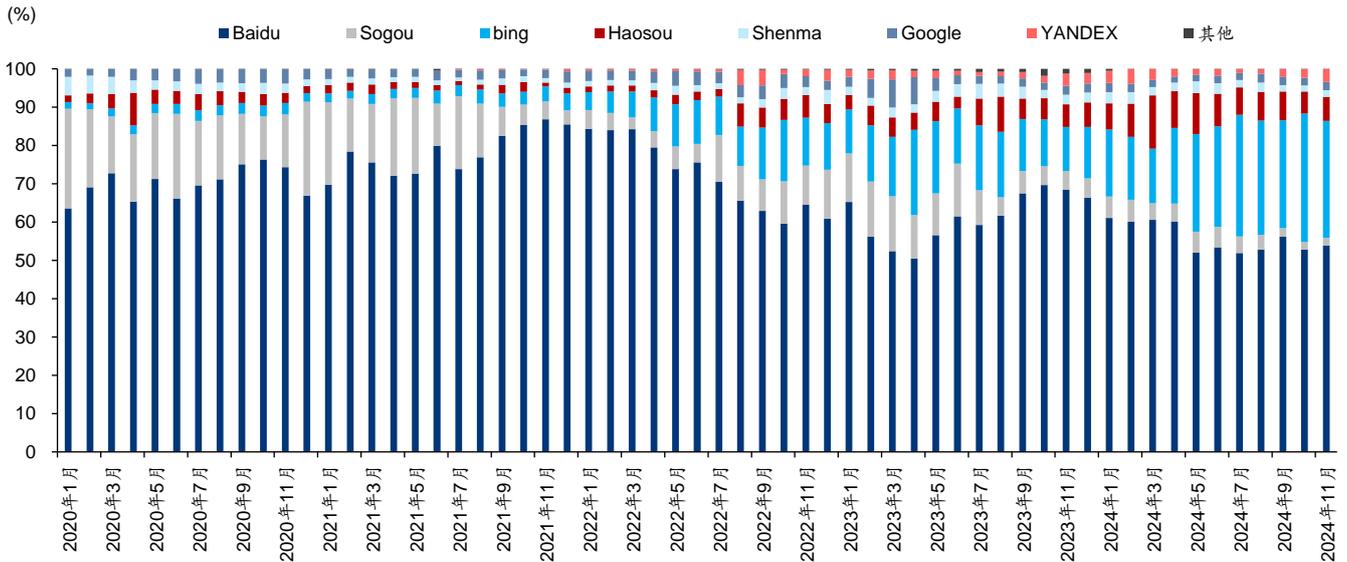
图表16：2020年1月-2024年11月抖音/小红书/百度APP月活规模与用户单日使用时长



资料来源：QuestMobile, 华泰研究

百度在搜索引擎市场中的领先地位仍然显著，但市场格局有所分散化。据 Statcounter 数据，截止 2024 年 11 月，百度占据中国搜索引擎市场份额为 53.9%，第 2 至第 7 名分别为必应/好搜/YANDEX/谷歌/搜狗/神马，市场份额分别为 30.5%/6.3%/3.3%/2.1%/2.0%/1.8%。百度的领先地位较为显著，但必应的份额有所提升，我们认为或一定程度上反映了微软 edge 浏览器用户渗透率的提升带来的帮助。

图表17：2020年1月-2024年11月中国搜索引擎市场份额



资料来源：Statcounter, 华泰研究

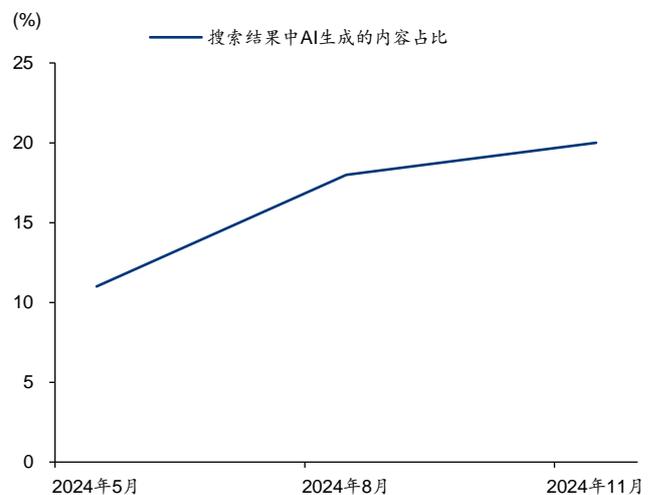
激烈的行业竞争中，AI 或是百度重塑广告业务竞争力的重要武器。百度目前正在从量与价两个角度持续探索 AI 对广告业务的潜在赋能效果：1) 改善用户体验→促进应用流量增长→扩充广告位，与 2) 优化商户投放效率，改善 ROI→提高商户付费意愿→促进广告价格提升。据公司 1Q24-3Q24 公告，百度搜索引擎的结果展示中，AI 生成结果占比已持续提升，由 2024 年 5 月的 11% 提升至 2024 年 11 月的 20%，表明了其在应用中 AI 改造的不断尝试。尽管 AI 生成结果的占比提升在我们看来意味着部分广告位的短期牺牲，但或是百度重塑 C 端用户心智、推动长期用户流量的增长的必然选择。考虑到百度 APP 的用户体量相较微信、抖音等 APP 仍有一定增长空间，我们认为量与价两方面在长期来看均有可能成为未来重振百度核心广告收入增长的驱动力。但结合温和的宏观环境、上游广告主需求以及激烈的行业竞争，我们认为短期量的重要性或高于价，且用户体验的改善带动用户活跃度的提升是其在价格端实现进一步议价的前提。我们期待百度通过自有生态体系内不断的 AI 功能实践，在用户活跃度的改善上进一步取得显著成果，这或将是其广告收入逐步回暖的关键要素。

图表18：百度 AI 搜索结果示意图



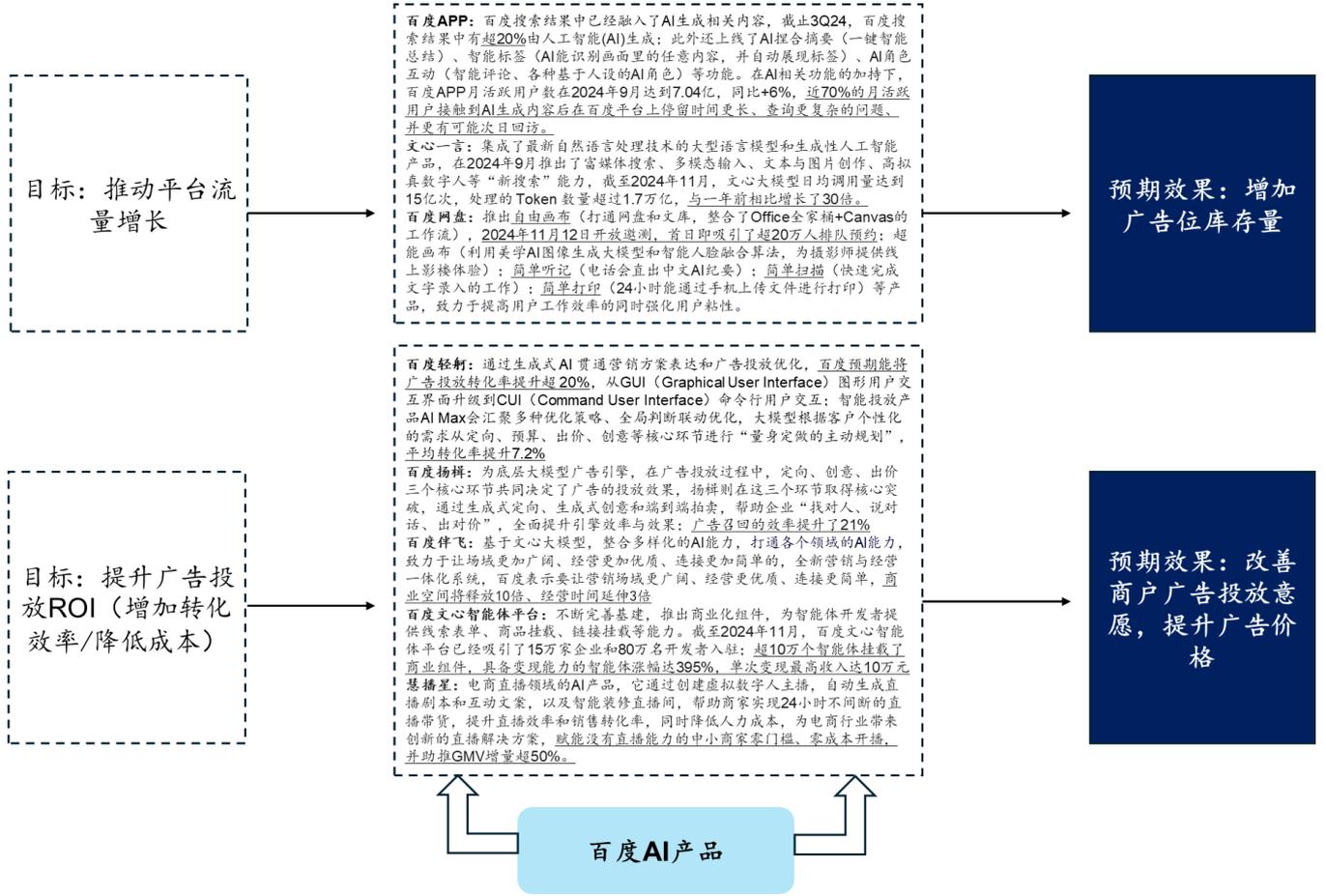
资料来源：百度, 华泰研究

图表19：百度搜索中 AI 生成内容结果占比



资料来源：公司公告, 华泰研究

图表20：百度 AI 广告业务梳理



资料来源：公司官网，公司公告，华泰研究

目前百度与谷歌在 AI 与搜索的结合中均展现出较为积极的实践态度。两大搜索龙头均已将 AI 生成的结果置顶于搜索结果页，旨在提高用户的搜索体验。同时，两者也陆续融入 AI agent 功能，据百度搜索公众号，2025 年 1 月 2 日百度上线“AI 搜”功能，整合了百度智能搜索、智能创作和智能体生态资源，给用户提供了一站式的 AI 搜索。据硬 AI 公众号 2024 年 12 月 20 日报道，谷歌将在搜索引擎中新增“AI Mode”（AI 模式），用户只需点击搜索页面顶部标签，即可体验类似 ChatGPT 式的对话式搜索服务。新模式将与谷歌自家 AI 聊天机器人 Gemini 的界面高度相似，支持连续对话、语音交互等功能。

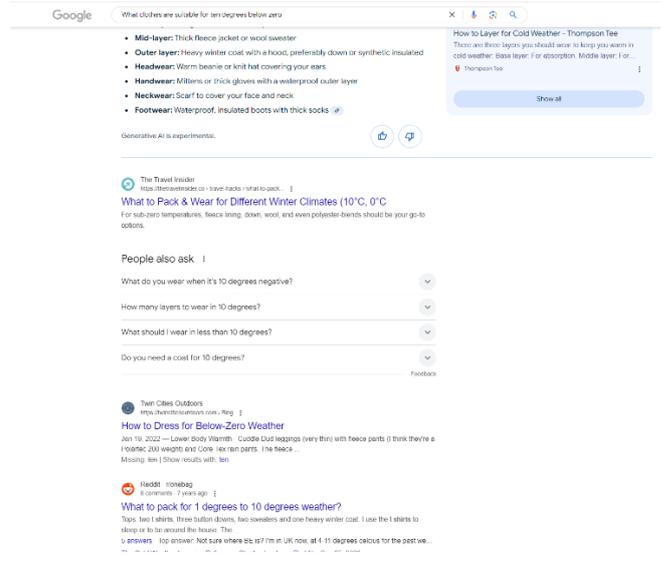
在商业化方面，如搜索“零下十度适合穿什么衣服”，百度在 AI 生成结果的后边会跟随一定的广告位展现，谷歌方面亦是如此。据谷歌 3Q24 业绩会，“AI Overviews”服务正在不断扩大其规模，谷歌将其推广到了 100 个新的国家和地区，在已经使用该服务的用户中公司看到了很强的参与度。此外谷歌尝试了在美国移动端的 AI Overviews 的上下方推出了广告内容，管理层表示这些广告内容与传统广告位相比“商业变现率大致相同”。

图表21：“零下十度适合穿什么衣服”百度搜索结果



资料来源：百度，华泰研究

图表22：“零下十度适合穿什么衣服”谷歌搜索结果



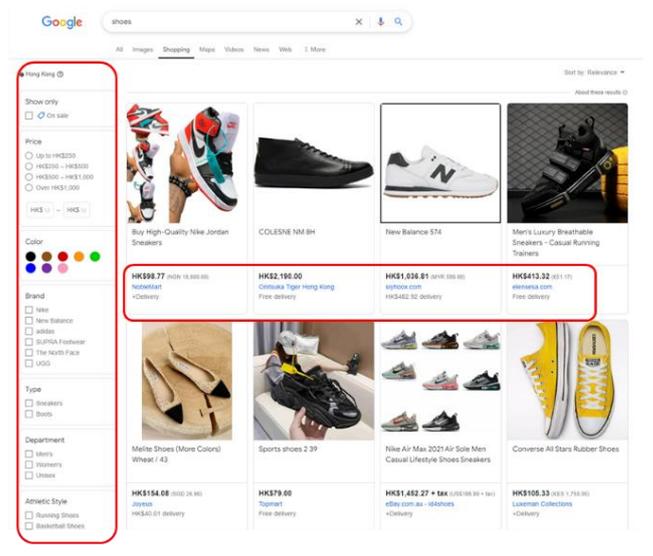
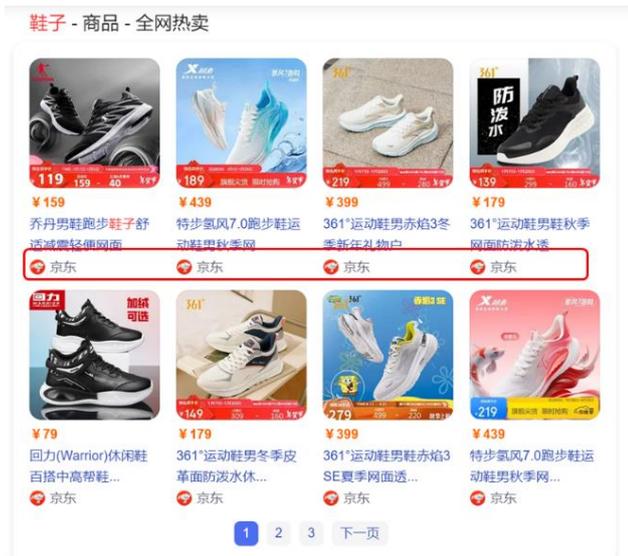
资料来源：谷歌，华泰研究

从交易转化的角度，较为开放的外部数据环境为谷歌更高效的匹配用户需求与商家供给创造了较有利的条件。如同样搜索“鞋子”，谷歌的搜索结果中囊括了包括亚马逊、品牌独立站、垂类电商平台等多个渠道的数据，而百度的搜索结果中主要为来自京东平台的相关商品，我们认为反映出淘宝等中国电商平台较为发达的闭环生态与用户心智，为百度在提升广告转化效率上构成了一定挑战。

图表23：百度谷歌搜索商品结果对比

百度搜索商品结果来自单一平台

谷歌搜索商品结果来自不同平台且可筛选



资料来源：谷歌，百度，华泰研究



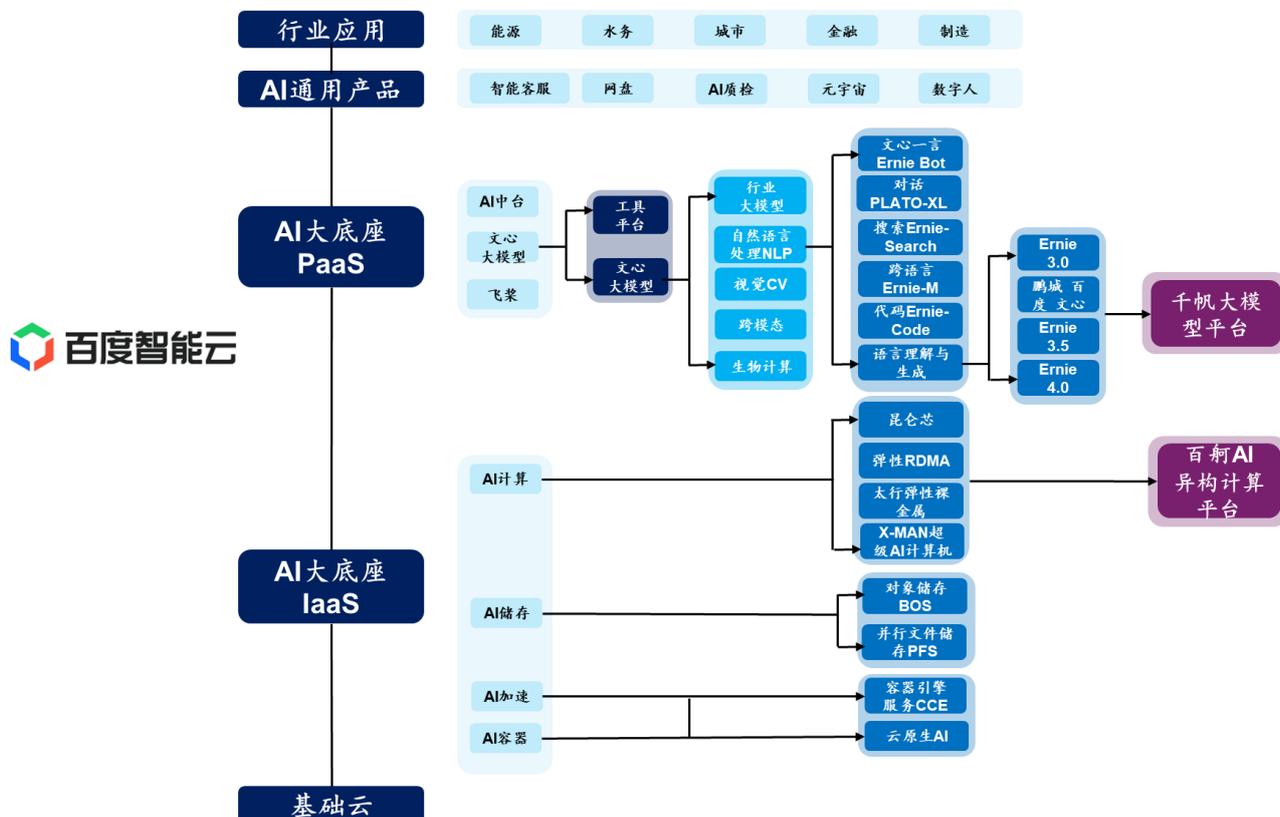
相对海外市场而言，我们认为国内较为发达的移动消费互联网生态供给、分散的用户时长分布使得搜索引擎的流量入口心智相对淡化，且叠加国内广告主需求的短期弱增长，百度在 AI 与搜索的结合及业务转型上或需展现出相较谷歌更为激进的探索力度与创新精神。

此外，AI agent 已成为 AI 落地的一大重要路径，凭借较高的用户交互效率（较强的自然语言理解能力+直接的回答形式），AI agent 可能与传统搜索引擎间形成头对头竞争。但由于 AI agent 数据的积累需要一定时间，因此也给予了传统搜索引擎龙头一定时间充分实践 AI 改革。我们认为 AI agent 所代表的较少广告位+较高转化率，与传统搜索引擎所代表的较多广告位+较低转化率之间在中长期或走向相向融合。对于百度而言，其拥有的广泛图文数据基础是其利用 AI 能力提升广告转化率的有利基础，但与此同时也需面对近年来 C 端用户时长的激烈竞争压力，相对而言，字节、阿里和腾讯在商业交易生态、社交生态下的深厚用户积累使得其在 AI 大模型的 C 端应用中快速建立用户心智具备一定竞争力。我们期待在其他 AI agent 竞对快速积累知识储备的过程中，百度能通过持续的 AI 实践在 C 端用户增长上进一步打开突破口，从而为保持长期竞争力提供保障。

智能云：打造全栈服务能力，积极参与 AI 应用落地机遇

百度凭借在云计算服务与 AI 技术领域的长期深耕，已经建立起全栈服务能力，其业务范畴涵盖了全面的基础设施、IaaS、PaaS 及应用能力，使其在国内大模型领域的竞争中保持竞争力，也为其积极投入于捕捉 AI 应用落地的机遇奠定了良好基础。

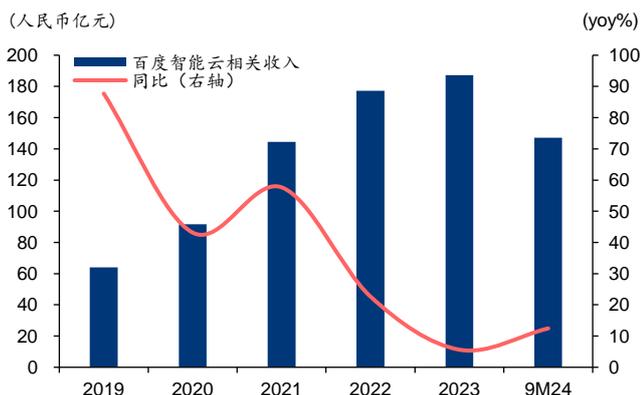
图表24：百度智能云业务版图



资料来源：公司官网，华泰研究

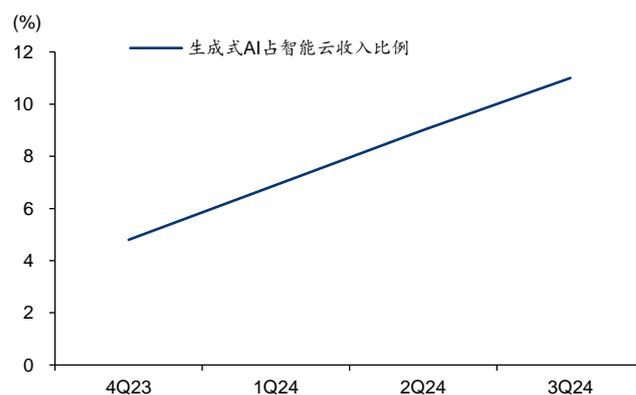
2020-2023 年，百度智能云收入分别为 92/145/177/187 亿元，占公司核心业务比重 11.6%/15.2%/18.6%/18.1%，大体延续占比提升趋势，9M24 百度智能云收入为 147 亿元，同比增长 12.6%，主要得益于生成式 AI 相关收入增长。据公司 4Q23 至 3Q24 业绩公告，生成式 AI 相关收入占智能云收入比重从 4Q23 的 5% 已逐季度上升至 3Q24 的 11%，为公司智能云板块的收入增长提供了较明显的动能，规模效应的扩大在我们看来也有助于百度智能云进一步改善利润率水平（1Q23 首次实现板块非 GAAP 经营溢利）。

图表25：公司 2019-9M24 百度智能云营收及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

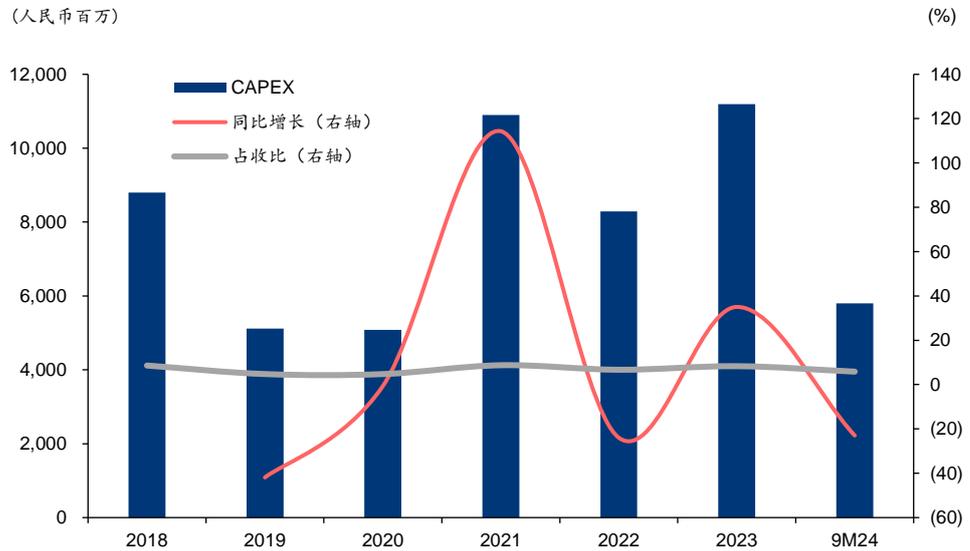
图表26：生成式 AI 相关收入占智能云收入比重



资料来源：公司公告，华泰研究

百度 CAPEX 投入占收比在过往六年中多数维持在中高个位数区间，在自动驾驶、AI 大模型等技术风口出现时表现出较为积极的投入力度。9M24 合计 CAPEX 约 58 亿人民币，同比有一定下滑，我们认为主要反映出公司对于投入 ROI 的严格考量，后续伴随宏观及消费的进一步回暖以及 AI 应用落地带来的商业化机遇进一步扩张，公司 CAPEX 投入或有所回升。

图表27：百度 CAPEX 投入情况



资料来源：公司公告，华泰研究

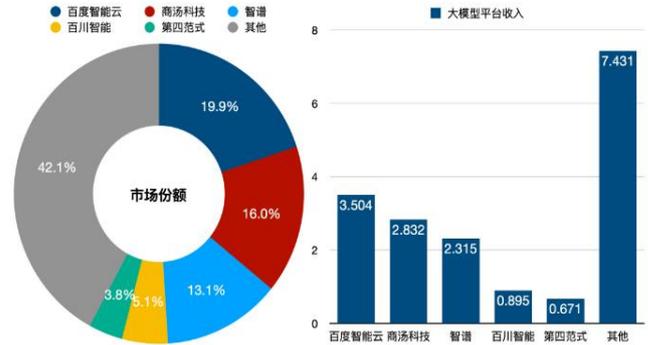
高举 AI 旗帜，树立差异化竞争优势。区别于其他云厂商早期在云服务基础设施和通用算力上的重度投入，百度智能云重点发力于细分的 AI 公有云赛道，聚焦于提供具备 AI 能力的公有云服务，以形成差异化竞争优势。据 IDC 数据，2023 年百度智能云在中国 AI 公有云市场份额为 26.4%，位居第一。同时，百度智能云在大模型平台市场份额为 19.9%，也位居第一

图表28：2023 年中国 AI 公有云市场份额



资料来源：IDC，“财经杂志”公众号，华泰研究

图表29：2023 年中国大模型平台市场份额



资料来源：IDC，“财经杂志”公众号，华泰研究

把握大模型时代的两大产业趋势机遇：MaaS 与 AI 智能体

MaaS：大模型服务的重要形态

MaaS (Model as a Service, 模型即服务) 将复杂的 AI 模型应用开发能力进行标准化封装，为用户提供了一个便捷化的模型服务平台。大模型背景下，MaaS 概念是指将 AI 模型及其相关能力打包成可重复使用的服务，使企业能够快速高效地构建、部署、监控、调用模型，无须开发和维护底层基础能力。MaaS 通过提供服务的方式，有效降低了用户使用大模型的门槛。让业务能够更快速，更有效地享受大模型价值。

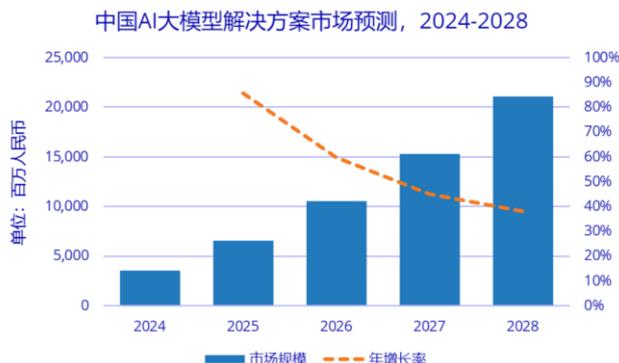
1H24, 中国模型即服务(MaaS)及 AI 大模型解决方案市场实现了高速增长。据 IDC 数据, 中国 MaaS 市场的规模在 1H24 达到人民币 2.5 亿元, IDC 预计 2024-2028 年这一市场将快速增长, 年均复合增长率将达 64.8%, 到 2028 年市场总规模将达到 38 亿元人民币。中国庞大的企业数量和丰富的行业落地场景为 MaaS 提供了一定的市场空间, 随着 AI 大模型帮助各行业数字化转型的门槛进一步降低, MaaS 的需求有望持续增加。

图表30: 2024-2028 年中国 MaaS 市场规模及预测



资料来源: IDC, 华泰研究

图表31: 2024-2028 年中国 AI 大模型解决方案市场规模预测

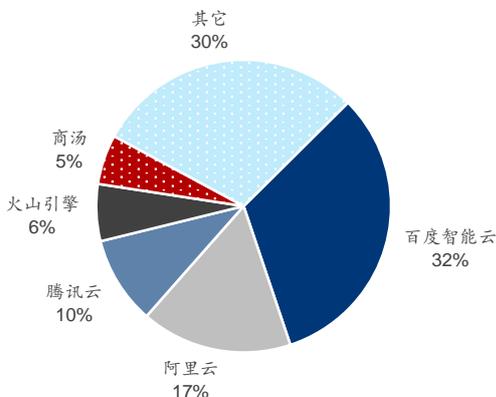


资料来源: IDC, 华泰研究

1H24 百度在中国 MaaS 市场份额位居第一。据 IDC 数据, 以收入计, 1H24 中国 MaaS 前三大服务商分别为百度智能云/阿里云/腾讯云。百度智能云的 MaaS 收入规模达 8,000 万元人民币, 位居市场第一, 市场份额达 32.4%, 百度智能云的 MaaS 业务主要通过其千帆大模型平台提供服务, 为企业提供大模型全生命周期工具链和整套环境, 让企业用户可以在千帆平台上直接调用文心大模型的服务, 也可以进行开发、训练、部署和调用自己的大模型服务, 同时还提供应用开发层全套工具链支撑模型到应用落地的最后一公里, 为企业提供企业级 RAG、企业级 Agent 等全链路应用落地最佳实践。

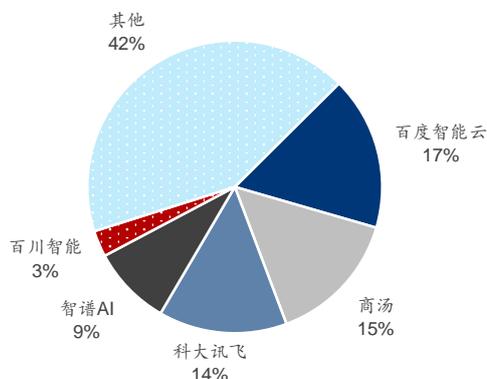
在 AI 大模型解决方案市场, 百度亦位居第一。据 IDC 数据, 1H24 百度智能云/商汤科技/科大讯飞收入位列中国 AI 大模型方案市场份额的前三位, 营收占比分别为 17.0%/14.8%/14.0%。凭借百度智能云在电信、能源、制造、交通等垂类场景下的长久深耕与经验积累, 我们期待其在大模型能力持续进化的过程中继续强化行业认知, 形成一定的行业壁垒, 及时捕捉宏观经济回暖后传统产业 IT 支出的修复机遇, 同时进一步提升解决方案的规模可复制性, 支撑业务利润率的改善。

图表32: 中国模型即服务 (MaaS) 市场份额, 1H24



资料来源: IDC, 华泰研究

图表33: 中国 AI 大模型方案市场份额, 1H24



资料来源: IDC, 华泰研究

AI agent (智能体): 基于大模型的交互助手, 开拓商业运营新渠道

伴随大模型技术的逐步成熟, 应用场景也从网页端进一步迁移至移动端和智能硬件端, 这为智能体的快速发展奠定了基础。我们认为当下智能体的发展已初步形成两类典型应用路径: 1) 软硬件相结合, 在特定场景下丰富用户交互体验, 如 AI 手机, AI 学习机, AI 硬件设备, 陪伴机器人等; 2) 通过分发至微信等传统流量渠道, 实现商家与客群的高效交互, 在降低人员成本的同时有机会进一步提高销售转化效率。

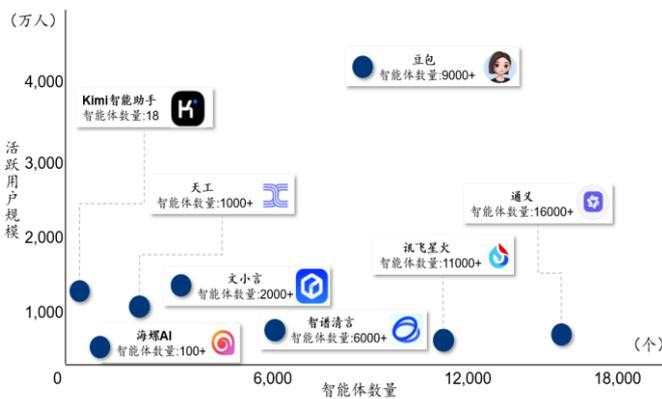
图表34: 主流 AIGC APP 内智能体类型



资料来源: QuestMobile, 华泰研究

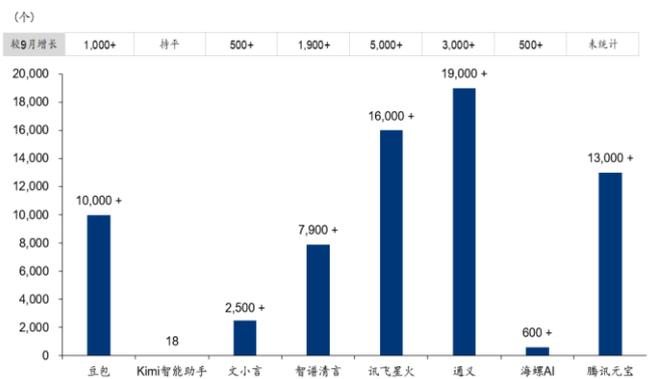
依托较低的参与门槛与大模型调用成本持续下探带来的经济效益改善, 智能体成为 B 端与 C 端用户业务尝试与辅助日常工作生活的重要选择之一, 其中豆包凭借在 C 端抖音 APP 上积累的丰富用户基数实现智能体数量的快速增长, 截至 2024 年 10 月, QuestMobile 数据显示豆包原生智能体数量已突破 1 万个, 而百度文小言智能体数量也已达 2000 个以上, 且从类型分布上, 文小言智能体在图像生成、教育学习、生活助手等类别上展现出同行中相对较高的占比, 体现出百度在该类功能场景下的一定用户心智。

图表35: 2024 年 9 月主流工具类 AIGC APP 智能体数量



注: Kimi 智能助手暂未开放用户创建;
资料来源: QuestMobile, 华泰研究

图表36: 2024 年 10 月典型综合类 AI 原生应用智能体数量



注: 按 AI 原生应用 2024 年 10 月活跃用户规模排序;
资料来源: QuestMobile, 华泰研究

图表37：2024年9月主流工具类 AIGC APP 智能体类型分布

APP	情感陪伴	职场办公	生活助手	文案写作	行业顾问	图像生成	教育学习	趣味休闲
通义	35.3%	17.2%	8.3%	8.2%	7.9%	7.9%	7.8%	7.3%
讯飞星火	8.4%	28.5%	16.3%	21.3%	2.5%	-	11.2%	11.8%
豆包	43.9%	11.9%	11.1%	10.9%	0.2%	0.5%	11.1%	10.4%
智谱清言	13.5%	8.1%	9.7%	17.8%	0.3%	17.7%	13.9%	19.0%
文小言	10.3%	11.0%	12.0%	15.6%	0.2%	23.0%	15.8%	12.1%
天工	40.7%	5.9%	9.9%	19.1%	0.3%	12.3%	9.2%	2.6%
海螺AI	32.3%	11.4%	6.7%	20.0%	-	1.0%	6.7%	21.9%
Kimi智能助手	-	22.2%	5.6%	22.2%	-	-	27.8%	22.2%

注：1) APP 按智能体数量降序排列；

2) 智能体数量分布=每个类型下智能体数量/该APP所有智能体数量；

资料来源：QuestMobile，华泰研究

展望未来，我们期待百度复用其多年积累的丰富的文本、图片等数据资源，通过智能体等产品赋能于 B 端商家的日常生产营销活动，以具备一定成本效益的形式提高商家的生产效率，甚至改善销售转化效率，发挥出 AI 大模型降本、提效、增收的功能，同时也有望为百度相关产品的收入增长和云基础服务的使用量增长带来帮助。

Robotaxi：聚焦长期经济效益与用户体验的优化

伴随国内部分地区全无人自动驾驶运营的逐渐放开，我们认为自动驾驶商业化运营的有效落地正在逐步兑现。综合地方政府支持力度、自动驾驶技术成熟度以及自动驾驶运营的成本效益等多方面因素，我们认为后续 Robotaxi 的落地或将渐进式地拓展，并逐步展现规模效应的改善，从而为百度等相关运营平台带来收入与利润的增厚。从平台角度，我们认为人车比的下降与整车成本的下探将是 Robotaxi 展现更高成本效益的重要决定因素。

政策扶持+成本下探，助力市场规模稳健扩大

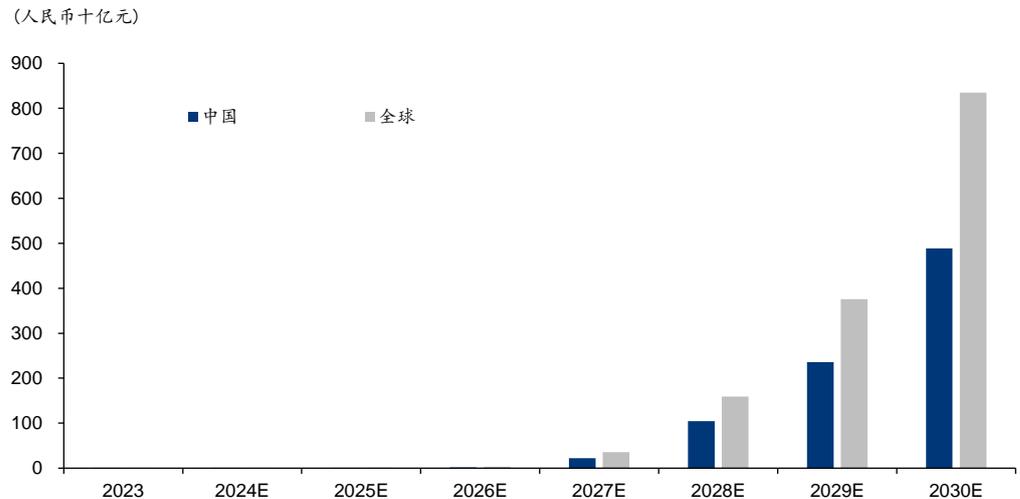
据弗若斯特沙利文预测，Robotaxi 在中国的网约车市场中有望在 2035 年成为主力，其车辆占比或由 2024 年一线/二线城市的 0.09%/0.04% 逐步提升到 76.67%/74.26%。而在市场规模角度，弗若斯特沙利文预测 2030 年中国 Robotaxi 市场规模有望增长至 4,888 亿元，对应 2023 年至 2030 年 CAGR 达 237%。

图表38：中国网约车类型预测

(百万辆)	地区	2024E	2025E	2030E	2035E
出租车、网约车	一线城市	1.08	1.1	0.94	0.42
	二线城市	2.48	2.52	2.16	0.96
Robotaxi	一线城市	0.001	0.001	0.28	1.38
	二线城市	0.001	0.005	0.73	2.77
Robotaxi 占总体比例	一线城市	0.09%	0.09%	22.95%	76.67%
	二线城市	0.04%	0.20%	25.26%	74.26%

资料来源：弗若斯特沙利文预测，华泰研究

图表39：2023年-2030年 Robotaxi 的全球市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

中国市场内，百度萝卜快跑先发优势较为明显

国内多家厂商积极布局 Robotaxi，萝卜快跑先发优势较为明显。除萝卜快跑外，国内无人驾驶出租车玩家还包括文远知行、小马智行、如祺出行、AutoX 安途智行等。在开通城市数量上，据萝卜快跑公众号，萝卜快跑在大陆地区已开通了上海、北京、重庆等 11 城的服务，在覆盖城市数量上较竞争对手较为领先；在全无人运营的城市数量上已覆盖北京、上海、武汉、深圳、重庆等地；在运营里程上，据汽车之家，截止 2024 年 7 月 28 日，百度萝卜快跑测试和运营里程累计已达到 1 亿公里，相比于文远知行、小马智行和如祺出行的千万公里和百万公里级别测试和运营里程具备一定技术积累优势。关于近期经营情况和未来战略，据百度 3Q24 业绩会，公司表示尽管自身技术已准备好进行更广泛的部署，但安全和负责任的自动驾驶需要一个协调一致的监管框架作为坚实基础。公司将耐心等待，同时与不断演变的监管框架保持协作，在时机成熟时迅速扩大运营规模。同时，公司还在积极探索扩展至其他城市 and 新的运营模式，例如轻资产策略，以增强运营韧性并解锁新的增长潜力。



图表40：无人驾驶出租车主要玩家情况

	萝卜快跑	文远知行	小马智行	如祺出行	AutoX 安途智行
开通城市	上海（嘉定）、北京（亦庄、通州、顺义、首钢）、重庆（永川）、成都（高新）、广州（科学城）、深圳（南山、坪山）、武汉（江北）、嘉兴（乌镇）、阳泉（开发区）、合肥（包河）、长沙（洋湖站点、梅溪湖站点）	广州（黄埔、开发区）、北京（经开、大兴国际机场）、鄂尔多斯（康巴什）、南京（建邺）	北京（亦庄、大兴机场）、广州（南沙）、上海（嘉定）、深圳（南山、宝安、前海）	广州南沙、深圳宝安、南山和横琴粤澳深度合作区	上海、北京、深圳、杭州
全无人运营城市	北京、上海、武汉、深圳、重庆	北京、广州等	北京、广州	广州南沙	上海、深圳
获准全无人运营牌照城市	重庆、上海、武汉、北京、深圳等	北京、广州等	北京、上海、广州、深圳	广州南沙	上海、北京、深圳、广州、杭州
运营里程数	截止 2024 年 7 月 28 日，测试和运营里程达到 1 亿公里	截止 2024 年 4 月，累计运营里程超过 2500 万公里，车辆规模约为 500 辆	截止 2024 年 10 月，全球自动驾驶路测里程已累积近 4000 万公里，其中包括近 400 万公里无人化里程	截至 2024 年 10 月底，如祺接入运营的 Robotaxi 超过 280 辆，自营 Robotaxi 车队规模超过 50 辆，服务已运营累计超过 30000 小时，覆盖 1800 余个站点，完成近 900000 公里安全运营里程	2018 年美国加州 DMV 报告发布，AutoX 测试里程位列中国公司中第一名
未来战略	尽管公司的技术已准备好进行更广泛的部署，但安全和负责任的自动驾驶需要一个协调一致的监管框架作为坚实基础。公司将耐心等待，同时与不断演变的监管框架保持协作，在时机成熟时迅速扩大运营规模。同时，公司还在积极探索扩展至其他城市 and 新的运营模式，例如轻资产策略，以增强运营韧性并解锁新的增长潜力	公司在 2024 年和 2025 年的目标是开始自动驾驶出租车的商业化生产，并做好大规模商业化的准备	推动示范区政策不断演进；拥抱量产，与丰田、广汽和北汽等车企不断加强合作；跟出行平台和运营方一起共建生态；长期坚定不移的技术投入	产业链上下游能继续强化协同，推动技术迭代、法律法规完善，通过示范运营加速技术大规模商业化应用；继续把握住智能网联化行业大趋势，基于自动驾驶运营优势和自动驾驶数据解决方案构建的数据闭环飞轮，加速智驾技术研发迭代及商业化落地	公司希望首先让少部分人认可 AutoX 的产品和服务，才更有可能将 Robotaxi 推向普罗大众。未来，AutoX 将围绕粤港澳大湾区经济圈加大测试力度，联通深、广，打通全国最大的 Robotaxi 的单一连通最大运营域，真正为 L4 无人驾驶大范围商业化打下扎实基础。
盈亏目标	百度自动驾驶业务部总经理陈卓表示，公司预计 2024 年底前在武汉投放超 1000 台无人车，并在武汉实现收支平衡，并在 2025 年实现盈利	公司预计到 2027 年，Robotaxi 运营平台可获得比传统共享服务多 43% 的毛利率空间	2025 年即将问世的第七代 Robotaxi，将通过千台车来验证大规模的落地、运营、部署是可行的，可以做到盈亏平衡。公司正在推动数千台级以上规模的 Robotaxi 车辆平台的生产与运营，旨在达到千台规模时实现 Robotaxi 单车运营毛利转正。当 1000 台车扩大到 10000 台车的时候，毛利率大幅度提升，有足够的利润率去支持公司进一步发展	据如祺出行招股书，预计在 2026 年，Robotaxi 行业将实现单公里成本低于传统有人驾驶出行服务的目标	公司将通过自研、扩大量产、开源三种途径达到盈亏平衡点；自研是降低成本的重要方式，成本会比非自研的更加便宜；目标不是通过卖硬件赚钱，而是通过 Robotaxi 的服务产生收入。计划从技术上不断拓展自身的 ODD（运行设计域），在不同天气、光照、时段、路况、区域面积等纬度拓展 ODD 可以增加 Robotaxi 单车盈利

资料来源：各公司公众号，各公司招股书，各公司官网，IT 之家，中国证券报，汽车之家，广州日报，百度公司公告，懂车帝，封面新闻，中国新闻周刊，城市吧，华泰研究

无人化率提升与整车成本优化或是 UE 改善核心

远程托管率的提升（即全无人率的提升）及整车成本的下降在我们看来将是 Robotaxi 展现长期更优经济效益的核心驱动。基于我们估算，在人车比 1:3 以及整车成本保持在 20 万元的情况下，Robotaxi 即可在单均里程相较传统网约车略低的前提下实现大体相当的单均 UE 水平，而若人车比进一步降低至 1:5 甚至 1:10，则 Robotaxi 有望展现具备吸引力的 UE 水平。

网约车行业具备一定的区域运营属性，因此在技术路线成熟后，伴随区域订单密度的提升，我们认为区域内盈利能力有望展现快速改善趋势。而通过不断地区域尝试，我们期待百度逐步建立起规模化扩城的成熟运营方案与能力，这将是萝卜快跑扩大收入与利润贡献的重要前提。中长期来看，逐步成熟的解决方案与运营能力有望帮助百度与区域地方主体形成类 REITS 的合作运营模式，这一方面有望使得多方共同分享自动驾驶技术变革带来的收益，另一方面也有望推动百度萝卜快跑业务的资产运营属性由重回轻，盈利与现金流状况进一步改善。

图表41：Robotaxi 潜在前端 UE 测算

(元)	比亚迪秦 PLUS	安全员情形	全无人情形 1	全无人情形 2	全无人情形 3	全无人情形 4
日交易额	450.0	300.0	360.0	390.0	420.0	450.0
日单量	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
单均价格	22.5	15.0	18.0	19.5	21.0	22.5
平均里程	7.5	5.0	6.0	6.5	7.0	7.5
里程单价	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
日均计收	360.0	180.0	252.0	292.5	315.0	360.0
补贴率	20%	40%	30%	25%	25%	20%
日均总成本	327.0	420.5	223.4	194.0	178.0	156.2
a. 人员成本	230.1	276.2	76.7	46.0	46.0	23.0
安全员		230.1				
云代驾		46.0	76.7	46.0	46.0	23.0
b. 设备成本	73.6	109.3	109.3	109.3	92.2	92.2
车辆折旧	33.8	68.5	68.5	68.5	51.4	51.4
维保支出	26.0	24.4	24.4	24.4	24.4	24.4
保险支出	13.7	16.4	16.4	16.4	16.4	16.4
c. 运营成本	23.3	35.0	37.4	38.6	39.8	41.0
电费支出	21.0	12.0	14.4	15.6	16.8	18.0
区域运维人员支出	2.3	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
日均营业利润	33.0	(240.5)	28.6	98.5	137.0	203.8
营业利润率 (OP/GTV)	7.3%	-80.2%	7.9%	25.3%	32.6%	45.3%
单均计收	18.0	9.0	12.6	14.6	15.8	18.0
单均总成本	16.4	21.0	11.2	9.7	8.9	7.8
单均营业利润	1.6	(12.0)	1.4	4.9	6.8	10.2

关键假设：

车价	10.98w*90%	20w	20w	20w	15w	15w
人车比 (安全员+云代驾)	1:1	1.2:1	1:3	1:5	1:5	1:10

注：1) 相关人工工资成本均假设为 8.4w/人/年；2) 假设车辆折旧周期为 8 年；3) 假设 Robotaxi 不包含电池更换的常规保养支出为每年 1400 元，传统网约车为 2000 元，电池在 8 年折旧周期内更换一次，费用假设为 6 万元；4) 假设 Robotaxi 年保费为 6000 元，传统网约车为 5000 元；5) 假设电费支出为 0.1 元/公里，长期运营稳态下存在空跑情况，Robotaxi 为实际运营里程数的 20%，传统网约车为 40%；6) 假设除云代驾与安全员外，每 1000 台 Robotaxi 的运营需要 100 人的区域运营支持团队，负责调度、应急处置等等，而传统网约车假设每 1000 台车需要 10 人的区域运营支持。

资料来源：华泰研究测算

丰厚的现金储备助力投入于长期技术机遇

据百度 3Q24 季报，其扣除有息负债后的净现金约为 233 亿美金，相当于其当前总市值的 82.0%，在海内外互联网龙头中均居于靠前位置。我们认为充沛的净现金储备一方面为其估值水平提供了一定安全边际，另一方面也为百度持续投资于 AI 与自动驾驶等新技术领域提供了支持。

图表42：互联网及科技公司净现金及估值对比

公司名称	代码	股价	总市值, 美元百万	营收同比增速			营收复合增速			PE (x)			调整后净利同比增速			调整后净利复合增速	净现金	净现金占市值比例
				2024E	2025E	2026E	24-26E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	24-26E	2024E	2024E		
百度	BIDU US	81.3	28,432	-1.6%	3.2%	5.5%	2.3	8.0	7.9	7.2	-11.4%	1.8%	8.9%	na	23,327.0	82.0%		
腾讯	700 HK	369.6	442,779	7.9%	8.9%	8.4%	8.4	14.5	13.1	11.8	39.4%	10.9%	10.5%	19.6	10,095.2	2.3%		
阿里巴巴	BABA US	83.7	197,415	6.6%	8.0%	8.2%	7.6	9.1	8.6	7.8	0.7%	5.4%	10.6%	5.5	58,482.1	29.6%		
拼多多	PDD US	100.3	139,321	62.0%	24.4%	20.9%	34.6	8.2	7.1	5.8	80.7%	14.5%	23.7%	36.8	48,343.1	34.7%		
美团	3690 HK	144.4	112,224	21.7%	16.3%	14.0%	17.3	18.3	14.4	11.5	89.4%	26.8%	25.9%	44.6	16,278.1	14.5%		
网易	NTES US	92.3	59,721	2.5%	8.1%	6.8%	5.8	13.5	12.3	11.4	-2.2%	9.6%	7.6%	4.9	(5,527.7)	-9.3%		
京东	JD US	34.7	54,506	4.8%	6.1%	5.2%	5.4	8.8	8.1	7.5	27.1%	8.2%	8.4%	14.2	18,931.6	34.7%		
携程	TCOM US	64.9	44,327	18.8%	15.7%	14.8%	16.4	17.9	16.3	14.1	36.2%	9.6%	15.6%	19.9	4,636.6	10.5%		
快手	1024 HK	39.4	22,240	12.1%	10.7%	8.9%	10.6	9.0	7.2	6.0	72.2%	24.8%	20.1%	37.2	3,435.0	15.4%		
贝壳	2423 HK	43.0	20,293	17.3%	13.2%	11.7%	14.0	17.1	14.5	12.1	-13.2%	18.5%	19.2%	7.0	6,379.2	31.4%		
腾讯音乐	TME US	10.9	18,662	1.7%	9.3%	10.7%	7.2	18.2	15.8	13.7	24.7%	15.3%	14.9%	18.2	2,942.3	15.8%		
京东健康	6618 HK	27.0	11,677	7.8%	12.4%	11.6%	10.6	18.3	16.8	14.9	10.8%	9.3%	12.5%	10.9	2,984.6	25.6%		
满帮	YMM US	10.6	11,095	31.0%	18.5%	18.5%	22.5	20.3	16.6	13.3	41.2%	22.4%	24.9%	29.2	3,270.6	29.5%		
新东方	EDU US	63.8	10,300	29.0%	20.1%	20.0%	23.0	22.2	16.4	12.7	45.1%	35.3%	28.6%	36.2	4,405.5	42.8%		
哔哩哔哩	BILI US	16.8	7,088	18.7%	12.8%	9.4%	13.6	na	26.3	16.1	-98.0%	na	64.0%	na	1,079.3	15.2%		
阿里健康	241 HK	3.2	6,723	8.7%	11.1%	10.7%	10.2	25.2	20.1	16.8	51.6%	25.1%	19.5%	31.4	1,491.3	22.2%		
唯品会	VIPS US	13.1	6,745	-5.0%	0.6%	2.8%	(0.6)	5.6	5.5	5.4	-8.9%	1.1%	2.7%	na	4,012.2	59.5%		
BOSS 直聘	BZ US	13.3	5,959	23.2%	12.2%	13.9%	16.4	15.8	13.6	11.8	25.7%	16.3%	15.0%	18.9	1,980.8	33.2%		
好未来	TAL US	9.5	5,759	44.6%	33.8%	24.2%	33.9	42.6	24.5	16.8	136.4%	73.5%	46.1%	81.7	3,493.9	60.7%		
同程旅行	780 HK	17.7	5,355	44.0%	16.0%	13.8%	23.9	14.1	11.7	9.9	24.8%	20.2%	18.9%	21.3	1,178.0	22.0%		
阅文	772 HK	24.0	3,186	11.3%	4.5%	5.6%	7.1	16.3	14.3	13.0	24.5%	14.0%	10.1%	16.0	649.5	20.4%		
网易云音乐	9899 HK	108.0	3,031	2.9%	7.5%	9.2%	6.5	15.0	14.0	12.3	77.0%	7.7%	13.4%	29.3	1,443.1	47.6%		
平均值								16.1	13.9	11.5								
Apple	AAPL US	242.7	3,668,610	3.0%	6.3%	7.3%	5.5	37.5	32.4	29.8	1.8%	15.5%	8.8%	8.6	(33,936.2)	-0.9%		
NVIDIA	NVDA US	140.1	3,431,294	112.2%	55.2%	19.7%	58.0	46.8	30.7	25.4	126.9%	52.3%	21.2%	61.2	39,411.3	1.1%		
MICROSOFT	MSFT US	424.6	3,156,553	14.6%	14.0%	14.6%	14.4	34.1	30.3	26.0	14.6%	12.4%	16.9%	14.6	23,199.5	0.7%		
Alphabet	GOOG US	195.4	2,382,111	13.9%	11.5%	11.1%	12.2	20.2	18.3	16.3	27.5%	10.3%	12.3%	16.5	81,989.2	3.4%		
AMAZON.COM	AMZN US	222.1	2,335,699	10.9%	10.8%	10.3%	10.7	31.4	26.6	22.3	46.0%	18.0%	19.3%	27.2	(18,004.2)	-0.8%		
Meta	META US	610.7	1,541,756	21.0%	14.6%	12.8%	16.1	21.4	19.3	17.5	37.4%	10.5%	10.7%	18.9	29,295.9	1.9%		
Oracle	ORCL US	163.1	456,295	7.5%	10.7%	13.4%	10.5	27.3	24.0	20.8	12.0%	13.6%	15.4%	13.6	(75,624.5)	-16.6%		
NETFLIX	NFLX US	875.0	374,026	15.4%	12.8%	11.2%	13.1	42.3	35.5	30.6	55.8%	18.9%	16.3%	29.2	(8,666.6)	-2.3%		
SALESFORCE	CRM US	326.9	312,843	8.9%	9.1%	9.5%	9.2	32.0	28.6	25.0	20.9%	12.0%	14.1%	15.6	4,848.7	1.5%		
SERVICENOW	NOW US	1,049.1	216,110	22.5%	20.5%	20.1%	21.0	74.7	62.0	50.4	30.7%	20.4%	22.9%	24.6	4,180.7	1.9%		
The Walt Disney	DIS US	109.8	198,769	3.0%	4.1%	5.4%	4.1	21.2	19.6	17.5	24.9%	8.4%	12.1%	14.9	(39,263.5)	-19.8%		
Uber	UBER US	64.9	136,682	17.4%	16.1%	15.6%	16.4	21.7	20.4	14.8	62.2%	6.1%	37.6%	33.3	(3,236.6)	-2.4%		
Airbnb	ABNB US	130.8	82,923	11.4%	10.7%	10.0%	10.7	32.4	29.5	26.4	-46.5%	9.6%	11.6%	na	9,016.6	10.9%		
Workday	WDAY US	254.7	67,748	15.9%	13.1%	13.6%	14.2	35.1	29.7	24.2	24.5%	18.4%	22.5%	21.8	4,681.2	6.9%		
DoorDash	DASH US	173.7	72,163	23.8%	18.9%	16.3%	19.6	48.4	32.8	24.9	114.4%	47.7%	31.4%	60.9	4,784.7	6.6%		
Sea	SE US	109.4	62,804	34.9%	20.3%	14.7%	23.0	57.1	30.6	22.0	18.7%	86.5%	39.3%	45.5	2,102.4	3.3%		
Datadog	DDOG US	141.9	48,200	25.0%	21.7%	22.1%	23.0	75.8	64.3	51.4	37.1%	17.8%	25.1%	26.4	2,561.5	5.3%		
Roblox	RBLX US	62.1	40,719	24.2%	20.5%	19.3%	21.3	64.7	45.6	33.0	103.1%	41.9%	38.3%	58.5	2,322.1	5.7%		
eBay	EBAY US	69.4	33,243	1.7%	3.2%	3.4%	2.8	13.8	13.4	12.9	6.9%	2.7%	4.1%	4.5	(2,940.7)	-8.8%		
平均值								38.8	31.3	25.9								

注：1) 除百度外，其余公司净现金基于 Visible alpha 一致预期的净负债计算，百度基于 3Q24 季报数字计算。2) 港股数据截至 1 月 10 日收盘，美股数据截至 1 月 8 日收盘。

资料来源：Visible alpha, 华泰研究

盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为人民币 1,324/1,423/1,507 亿元；非 GAAP 归母净利润分别为人民币 255/282/306 亿元。

在公司主要核心业务中：百度核心 2021-2023 年收入分别为人民币 952/954/1035 亿元，同比增长 20.9/0.3/8.4%，2023 年收入增加主要得益于旅游、电子商务和医疗保健等行业广告需求修复；9M24 百度核心业务总收入同比+1.4%，增速放缓主因广告主需求修复仍需时间，叠加搜索业务的 AI 改造仍处进程当中。我们预计百度核心 2024-2026 年收入分别为人民币 1040/1111/1174 亿元，同比增长 0.5/6.8/5.7%，其中在线营销收入分别为 725/768/806 亿元，同比增长-3.4/6.0/5.0%，2024 年有所下滑主因短期广告主需求较为温和，且 AI 大模型对于百度搜索广告重构的影响下百度广告收入增长短期承压，我们认为公司有望在搜索 AI 商业化进展持续推进帮助下，叠加宏观广告投放意愿的温和复苏，逐步恢复在线营销收入的健康增长；非在线营销收入分别为 316/343/368 亿元，同比增长 10.8/8.8/7.0%，主要得益于生成式 AI 和基础大模型相关需求增长带来的收入贡献，叠加自动驾驶解决方案相关收入健康增长。9M24 在线营销收入占百度核心总收入比重为 71.3%，占集团总收入比重 55.5%；同期，百度核心非在线营销收入占比有所提升，主要得益于大模型训练及推理需求增加，生成式 AI 相关的云服务及产品收入快速增长。

爱奇艺 2021-2023 年收入分别为人民币 306/290/319 亿元，同比增长 2.9/-5.1/9.9%，2023 年收入增长主要得益于《狂飙》等剧集带动会员收入较快增长。我们预计爱奇艺 2024-2026 年收入分别为人民币 292/321/342 亿元，同比增长-8.3/9.8/6.7%，2024 年收入下降主因短期剧集排播波动所致，后续收入增长有望得益于会员订阅方案改进后带来的额外会员收入，此外公司开始布局短剧市场有望带来增量用户规模，带动潜在会员和广告收入增长。

公司 2021-2023 年毛利率分别为 48.3/48.3/51.7%，我们认为 2023 年毛利率改善或主要得益于高毛利率的广告业务收入恢复增长；我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 50.4/51.0/51.4%，主要得益于 AI 改造下流量效率提升，但部分被毛利率相对较低的智能云业务收入占比提升所抵消。公司 2021-2023 年研发费用率分别为 20.0/18.9/18.0%，我们预计 2024-2026 年研发费用率分别为 16.9/17.3/17.1%，我们认为短期公司仍将保持较高的 AI 相关研发投入水平。公司 2021-2023 年营销、一般及行政费用率分别为 19.9/16.6/17.5%，我们预计 2024-2026 年营销、一般及行政费用率分别为 17.2/16.7/16.4%，主要得益于公司部分非核心业务出清等降本增效举措。

公司 2021-2023 年非 GAAP 归母净利润分别为 188/207/287 亿元；9M24 公司调整后净利润同比-3.3%，主因高利润率的广告业务收入处于下降通道。我们预计公司 2024-2026 年非 GAAP 归母净利润为 255/282/306 亿元，对应非 GAAP 归母净利润率 19.3/19.8/20.3%，相比于归母净利润 224/245/267 亿元间的差值主因股权激励费用；净利率改善主要得益于公司非核心业务出清等降本增效举措。

图表43：百度集团收入口径拆分

(人民币百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
百度集团总收入	124,493	123,675	134,598	132,407	142,323	150,701
同比增速	16.3%	-0.7%	8.8%	-1.6%	7.5%	5.9%
按板块口径主要包括：						
百度核心收入	95,163	95,431	103,465	104,010	111,115	117,403
同比增速	20.9%	0.3%	8.4%	0.5%	6.8%	5.7%
在线营销收入	73,628	69,379	74,979	72,453	76,770	80,641
同比增速	11.5%	-5.8%	8.1%	-3.4%	6.0%	5.0%
非在线营销收入	21,534	26,052	28,486	31,557	34,345	36,762
同比增速	70.0%	21.0%	9.3%	10.8%	8.8%	7.0%
爱奇艺	30,554	28,998	31,873	29,215	32,075	34,222
同比增速	2.9%	-5.1%	9.9%	-8.3%	9.8%	6.7%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表44：百度收入与盈利预测

(人民币百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
百度集团总收入	124,493	123,675	134,598	132,407	142,323	150,701
同比增速	16.3%	-0.7%	8.8%	-1.6%	7.5%	5.9%
毛利润	60,179	59,740	69,567	66,711	72,618	77,478
毛利率	48.3%	48.3%	51.7%	50.4%	51.0%	51.4%
营销、一般及行政费用	(24,723)	(20,514)	(23,519)	(22,786)	(23,802)	(24,777)
营销、一般及行政费用率	19.9%	16.6%	17.5%	17.2%	16.7%	16.4%
研发费用	(24,938)	(23,315)	(24,192)	(22,417)	(24,631)	(25,747)
研发费用率	20.0%	18.9%	18.0%	16.9%	17.3%	17.1%
经营利润	10,518	15,911	21,856	21,507	24,185	26,953
经营利润率	8.4%	12.9%	16.2%	16.2%	17.0%	17.9%
非 GAAP 经营利润	19,030	23,186	28,433	26,521	29,407	32,465
非 GAAP 经营利润率	15.3%	18.7%	21.1%	20.0%	20.7%	21.5%
<u>主要包含：</u>						
百度核心非 GAAP 经营利润	22,201	20,948	24,748	24,244	26,109	28,650
百度核心经营利润率	23.3%	22.0%	23.9%	23.3%	23.5%	24.4%
爱奇艺非 GAAP 经营利润	(3,205)	2,173	3,643	2,323	3,334	3,864
爱奇艺经营利润率	-10.5%	7.5%	11.4%	8.0%	10.4%	11.3%
归母净利润	10,226	7,559	20,315	22,368	24,521	26,705
归母净利润率	8.2%	6.1%	15.1%	16.9%	17.2%	17.7%
<u>非 GAAP 调整项主要包括：</u>						
股权激励费用	5,814	5,964	5,704	4,264	4,445	4,696
非 GAAP 归母净利润	18,830	20,680	28,747	25,510	28,162	30,637
非 GAAP 归母净利润率	15.1%	16.7%	21.4%	19.3%	19.8%	20.3%
同比增速	-14.5%	9.8%	39.0%	-11.3%	10.4%	8.8%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

分部估值

我们基于 SOTP 模型的目标价为 116.4 港元，新目标价分别对应 12.3/11.4/10.6 倍 2024/2025/2026E 非 GAAP PE。首次覆盖，给予“买入”评级。我们的分部估值结果主要包括：

- 1) 百度核心广告业务估值为 80.5 港元每普通股，基于 8.0 倍 2025 年预测 PE，低于可比同业均值 12.7 倍，主因短期广告主需求温和，以及 AI 大模型对于百度搜索广告重构的影响下百度广告收入增长短期承压。
- 2) 百度 AI 云估值为 26.4 港元每普通股，基于 3.0 倍 2025 年预测 PS，低于可比同业均值的 7.2 倍，以反映国内 AI 云计算需求的大规模释放仍需一定时间。
- 3) 投资 9.4 港元每普通股，基于截至 2025 年 1 月 10 日投资公司最新市值及百度所持权益份额，给予持有折让 30%。

图表45：百度：分部估值（2025年）

分部	估值方法	估值基础	估值倍数(x)	估值/市值		百度持有比例	归属百度的价值	每普通股的估值, 港元
				人民币百万	港币百万			
百度核心广告	2025 PE	26,408.7	8.0	211,269.8	228,241.8	100%	228,241.8	80.5
百度 AI 云	2025 PS	23,115.7	3.0	69,347.1	74,918.0	100%	74,918.0	26.4
投资, 30%持有折让							26,572.9	9.4
总估值, 百万港元							329,732.8	
普通股数量, 百万							2,833.9	
每普通股估值, 港元							116.4	

注：美元/人民币汇率假设为 7.2，港元/人民币汇率假设为 0.926，基于 1 月 9 日汇率中间价。
资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表46：可比估值

在线广告		股价	市值	P/S			营收 CAGR			P/E		调整后净利 CAGR
公司名称	股票代码	(交易货币)	(百万美元)	2024E	2025E	2026E	2024-2026E	2024E	2025E	2026E	2024-2026E	
阿里巴巴	BABA US	80.5	194,920	1.4	1.3	1.2	7.6	9.0	8.5	7.7	5.5	
腾讯	700 HK	369.6	438,171	4.8	4.4	4.1	8.4	14.3	12.9	11.7	19.6	
微博	WB US	8.9	2,176	1.2	1.2	1.2	1.5	4.6	4.5	4.4	3.0	
Google	GOOG US	193.2	2,357,015	6.7	6.0	5.4	12.1	20.0	18.1	16.1	16.5	
Meta	META US	615.9	1,554,732	9.5	8.3	7.4	16.1	21.5	19.5	17.6	18.9	
平均值				4.7	4.3	3.9	9.1	13.9	12.7	11.5	12.7	
云计算及 AI		股价	市值	P/S			营收 CAGR			P/E		调整后净利 CAGR
公司名称	股票代码	(交易货币)	(百万美元)	2024E	2025E	2026E	2024-2026E	2024E	2025E	2026E	2024-2026E	
Amazon	AMZN US	218.9	2,302,157	3.6	3.3	3.0	10.7	31.0	26.3	22.0	27.2	
Microsoft	MSFT US	419.0	3,114,843	11.9	10.4	9.1	14.4	33.7	29.9	25.6	14.6	
Google	GOOG US	193.2	2,357,015	6.7	6.0	5.4	12.1	20.0	18.1	16.1	16.5	
Salesforce	CRM US	317.9	304,182	8.0	7.3	6.7	9.2	31.1	27.8	24.3	15.6	
ServiceNow	NOW US	1,024.6	211,061	19.2	15.9	13.3	21.0	72.9	60.5	49.2	24.6	
金蝶国际	268 HK	7.9	3,645	4.4	3.8	3.2	15.6	na	131.1	49.3	na	
金山软件	3888 HK	32.3	5,537	4.2	3.7	3.2	16.1	16.0	12.6	10.5	46.3	
平均值				8.3	7.2	6.3	14.2	26.4	22.9	28.2	24.1	

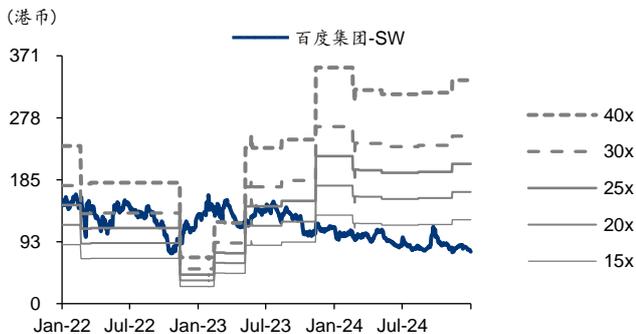
注：1) 数据截至 1 月 10 日；2) 阿里巴巴，Microsoft，Salesforce 等数据已调整至日历年口径。
资料来源：Visible Alpha 一致预期，Wind，华泰研究

风险提示

AI 大模型应用进程不及预期：我们认为投资者较为关注公司 AI 大模型相关技术与商业化进展，若相关技术研发或商业化进展不及市场预期，可能对公司估值水平或收入水平带来负面影响。

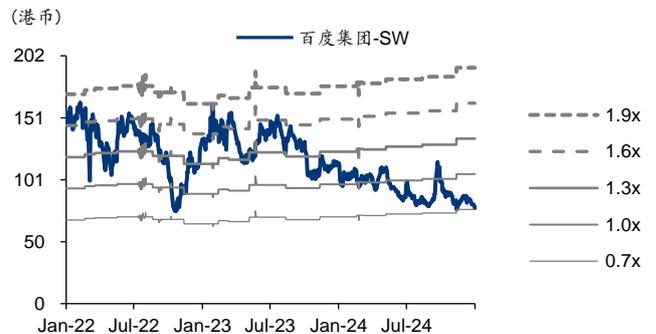
广告行业需求恢复弱于预期：公司收入构成中较为依赖广告相关收入，若宏观恢复不及市场预期，导致广告主投放意愿弱于市场预期，或对公司收入兑现造成不利影响。

图表47：百度集团-SWPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表48：百度集团-SWPB-Bands

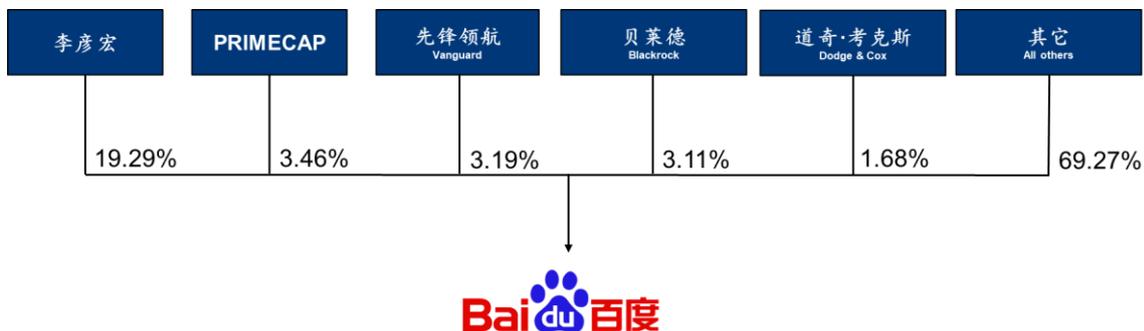


资料来源：S&P、华泰研究

附录

股权结构

图表49：百度集团-SW 股权结构



注：股权结构时间截止 2024 年 12 月 15 日；

资料来源：Wind，华泰研究

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、侯杰, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 百度集团-SW (9888 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、侯杰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 百度集团-SW (9888 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司