

公司研究

广告仍承压期待触底回升，AI 商业化改造进行时

——百度集团-SW（9888.HK）24Q4 业绩前瞻

要点

业绩前瞻：我们预计百度集团 24Q4 总收入同比下降 4.5%至 333.7 亿元，百度核心总收入同比下降 2.5%至 267.9 亿元。我们预计百度集团 24Q4 核心非 GAAP 下经营利润 44.1 亿元，同比下降 28.9%，经营利润率 16.5%；百度集团 24Q4 非 GAAP 净利润 39.9 亿元，净利率 12.0%。利润短期承压部分因主营广告业务受 AI 改造和宏观较弱复苏影响，及极越退出带来的一次性影响。

1、在线营销业务：Q4 广告业务仍承压，期待触底后 AI 商业化助力 25 年逐步企稳回升。我们预计 24Q4 百度核心收入 267.9 亿元，同比下降 2.5%。其中在线营销服务同比下降 8.9%至 174.8 亿元，短期持续受限于宏观环境较弱趋势及生成式 AI 对用户搜索的改造进展，截至 24Q3 百度超 20%的搜索结果页面已融入 AI 生成内容。后续广告业务有望逐步回升主要系对 AI 问答、AI 搜索商业化变现模式的探索：1) 加大笔记、短视频等多元营销场景，有望在商业模式方面实现创新。笔记营销等商业产品逐步尝试中，百度 AI 为用户精准匹配需求的笔记信息，借助丰富转化组件带来商业契机增量。用户内容消费领域拓展，百度预计将在视频信息流、短剧频道、搜索专题和搜索合集等多场景广泛引入优质营销内容。2) AI 智能体应用扩张，助力商家高效服务客户。百度平台上的商家智能体已实现全天候在线服务，截至 24M12，每日超 2 万个智能体为用户提供专业精准解答，单个用户最高对话轮次达 288 次。

2、非在线营销业务：云业务增长势头较理想，百度文库 AI 功能吸引大量用户付费。我们预计 24Q4 百度核心的非在线营销业务收入 93.2 亿元，同比增长 12.3%，其中，1) 根据新浪科技报道，截至 24 年 12 月底，百度文库 AI 功能月活跃用户已突破 9000 万，仅次于 chatgpt 居全球第二。百度文库变现能力持续提升，付费用户数量和付费率均显著增长，截至 24 年底付费用户突破 4000 万。2) 预期 25 年百度云业务将持续较快增长。随着 AI 技术快速发展，企业对 GPU 资源的消耗量显著提升，对百度云业务的需求有望继续攀升。

3、百度 AI 领域竞争力持续，多元化布局发展。1) C 端 AI 原生应用：文小言热度持续，24 百度热 AI 营销大会公布其累计调用量已超 35 亿次，MAU 破千万，用户规模达 4.3 亿，居七麦数据 24 年度实力 AI 产品下载榜排名第 9。**2) AI 基础设施与应用产品：**24M10 百度发布 Paddle OCR 2.9，开源版文档场景信息抽取 v3（PP-ChatOCrv3-doc）发布，显著提升文本图像版面解析能力，与上一版本相比，信息抽取效果整体提升 6%，并新增 7 个实用的 OCR 基础模型，进一步发挥文心一言的语言理解优势。**3) AI 智能眼镜：**24 年 11 月 12 日，百度世界 2024 主论坛发布小度 AI 眼镜。该产品为全球首款搭载中文大模型的原生 AI 眼镜，以强大的 AI 性能和轻巧的设计为特点，实现功能全面性与佩戴舒适性的结合，有望拓展小度在软硬件一体化智能领域的布局。

盈利预测、估值与评级：24Q4 公司退出极越导致部分为极越提供的智能驾驶服务停止、一次性员工善后费用支出及潜在的坏账影响，同时公司将长期投入资源研发 AI 和自动驾驶等前沿技术，广告业务仍处于触底阶段，我们下调 2024-26 年 Non-GAAP 归母净利润预测至 243/256/280 亿元人民币（相对上次预测分别-8.3%/-7.8%/-4.6%），给予公司 25 年略低于行业平均的估值倍数，广告/智能云/其他业务分别 10.0x PE/2.5x PS/3.0x PS，下调目标价至 128.7 港元。近期百度文库 AI 付费用户数创新高，百度 AI 仍具备较强竞争力，萝卜快跑有望持续扩展，对估值的正向作用或逐步体现，维持“买入”评级。

风险提示：互联网行业监管风险，广告需求不及预期风险，AI 对各业务升级不及预期风险，竞争加剧风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万人民币元）	123,675	134,598	132,374	136,608	143,363
营业收入增长率（%）	-0.66%	8.83%	-1.65%	3.20%	4.94%
Non-GAAP 归母净利润（百万人民币元）	20,680	28,747	24,281	25,552	27,998
Non-GAAP 归母净利润增长率（%）	9.82%	39.01%	-15.53%	5.23%	9.57%
Non-GAAP EPS(元)	7.37	10.25	8.66	9.11	9.98
Non-GAAP PE	10	7	9	8	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-1-22，汇率：1 港元=0.9344 人民币

买入（维持）

当前价/目标价：80.15/128.7 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：赵越

执业证书编号：S0930524020001

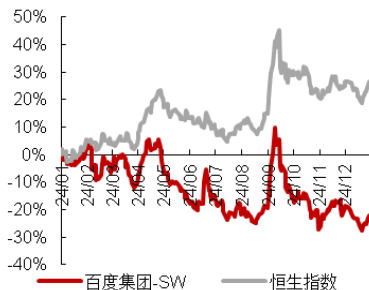
021-52523690

zhaoyue1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	28.05
总市值(亿港元):	2,248.38
一年最低/最高(港元):	74.3-119.4
近 3 月换手率(%):	36.2

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.7	-8.5	-48.4
绝对	-5.2	-11.9	-16.2

相关研报

广告需求尚待改善，关注百度文库等 AI 业务新进展——百度集团-SW（9888.HK）24Q3 业绩前瞻（2024-11-12）

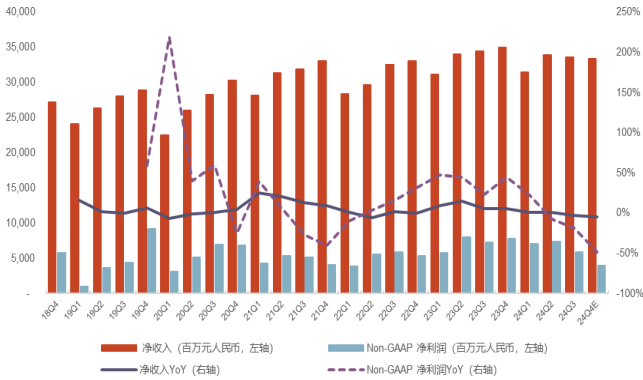
广告业务预计放缓，持续关注 AI 及 Apollo Go 业务增量——百度集团-SW（9888.HK）24Q2 业绩前瞻（2024-08-05）

无人出租车萝卜快跑订单量高增，有望逐步实现区域盈利——百度集团-SW（9888.HK）自动驾驶出行业务进展点评（2024-07-11）

24Q1 广告恢复预计较弱，Create 大会展示 AI 迭代进展——百度集团-SW（9888.HK）2024 年一季度业绩前瞻（2024-04-28）

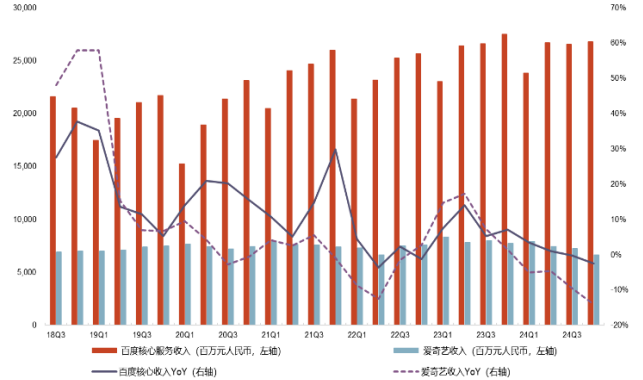
AI 商业化推进，广告、云、文心 APP 多方位创造增量——百度集团-SW（9888.HK）2023 年四季度业绩前瞻（2024-02-26）

图 1: 18Q4-24Q4E 净收入、经调整归母净利润情况



资料来源: 百度公司公告, 光大证券研究所预测

图 2: 18Q3-24Q4E 百度核心业务与爱奇艺业务收入及同比



资料来源: 百度公司公告, 光大证券研究所预测

图 3: 24M12 爱奇艺仍有多部剧集居全网剧集正片有效播放榜单前列



资料来源: 云合数据

图 4: 24M12 爱奇艺联合播出的《奔跑吧茶马古道篇》居全网综艺正片有效播放榜单前列



资料来源: 云合数据

表 1：23M5-24M12 百度文心千帆大模型迭代&相关产品发布时间线梳理

时间	迭代&功能	备注
24M10	Paddle OCR 2.9	大幅提升了文本图像版面解析能力，充分发挥文心一言语言理解优势，信息抽取整体效果相比于上一个版本提升 6%，同时新增 7 个实用的 OCR 基础模型。
24M9	千帆大模型平台 3.0	针对模型调用、模型开发、应用开发三个方面进行优化升级，不仅提升了用户体验，还大幅降低了企业使用大模型的成本，
24M9	百舸 AI 异构计算平台 4.0	面向万卡、十万卡集群全面升级算力管理能力。通过集群设计、任务调度、并行策略、显存优化等一系列升级，整体性能相比业界平均水平提升 30%
24M6	文心快码 2.5	在知识增强、企业研发全流程赋能、企业级安全等方面实现了能力提升。
24M6	飞桨框架 3.0	向下适配异构多芯，向上一体化支撑大模型的训练、推理，同时具有动静统一自动并行、编译器自动优化、大模型训推一体、大模型多硬件适配四项能力。
24M6	文心大模型 4.0 Turbo	在基础大模型的基础上，进一步创新智能体技术，包括理解、规划、反思和进化，能够做到可靠执行、自我进化。上下文输入长度升级到了 128K tokens，能够同时阅读 100 个文件或网址，AI 生图分辨率提升至 1024*1024。
24M4	ModelBuilder	可以根据开发者的需求定制任意尺寸的模型，并根据细分场景对模型进一步精调 SFT，达到更好的效果。ModelBuilder 预置了最全面最丰富的大模型，也支持国内外第三方主流模型，是国内拥有大模型数量最多的开发平台。
24M4	AppBuilder	是目前最好用的 AI 原生应用开发工具，提前封装和预置了开发 AI 原生应用所需的各种组件和框架，大幅降低开发门槛。
24M4	智能体开发工具 AgentBuilder	开发者和商家可以利用 AgentBuilder 批量生成，应用在各种各样的场景的智能体
24M4	文心大模型 4.0 工具版	可以体验代码解释器功能，通过自然语言交互实现对复杂数据和文件的处理与分析，还可以生成图表或文件、快速洞察数据。
24M3	轻量级模型 ERNIE Speed、Lite、Tiny	轻量级大模型显著减少了参数量，更加便于客户针对特定应用场景进行模型精调。有助于客户更容易地实现预期的使用效果，也节约了大量的成本开销。
24M3	ERNIE Character&ERNIE Functions	分别适配角色扮演类应用场景（如游戏 NPC、客服对话等）、工具调用场景（对话中使用外部工具、调用业务函数等）。
23M12	飞桨开源框架 2.6 版本和大模型重构的开发工具链	包括面向前后端开发，AI 应用开发以及所有开发者的新工具，打造更智能、高效、低门槛的 AI 原生应用开发新范式。
23M11	文心一言专业版	基于 4.0 的专业版具备更强的模型能力和图片生成能力，支持各种插件，适合需要使用文心一言进行代码编程、文案撰写、绘画设计等专业工作需求的用户。
23M10	文心大模型 4.0	文心大模型 4.0 在理解、生成、逻辑和记忆四大能力上，都有明显提升，综合水平与 GPT-4 相比已经毫不逊色。
23M10	百度 GBI	具有支持自然语言交互、跨数据库分析和专业知识学习三方面能力，将商业分析师十几天才能完成的数据分析工作缩短到分钟级。
23M9	“灵境”插件平台	实现全流程自动化，大大降低了大模型插件开发的成本。
23M9	“千帆大模型”平台 2.0	支持大模型和数据集数量最多、工具链最完善、算力效能最佳和企业级安全四大亮点。
23M8	智能助理“云一朵”	基于文心大模型，可快搜文件、总结 / 创作内容
23M6	“擎舵”营销平台	通过多模态内容制作，赋能创意生产力提升，可轻松实现文案创作、图片创作和数字人视频制作三大创意生产能力。
23M5	文心大模型 3.5	实现了基础模型升级、精调技术创新、知识点增强、逻辑推理增强等，新版本在效果、功能、性能全面提升。
23M5	文心一言	首个可以对标 ChatGPT 的产品，实现了中文语言大模型 AI 生成式产品从无到有的突破。

资料来源：百度官方公众号，百度 AI 公众号，同花顺财经，新浪网，腾讯网，光大证券研究所整理

表 2：百度集团收入季度预测（单位：百万人民币元）

	2023	2024E	2025E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
营业收入	134,598	132,374	136,608	31,513	33,931	33,557	33,373
同比增长率	8.8%	-1.7%	3.2%	1.2%	-0.4%	-2.6%	-4.5%
百度核心营业收入	103,465	103,805	107,714	23,803	26,687	26,524	26,791
同比增长率	8.4%	0.3%	3.8%	3.5%	1.1%	-0.2%	-2.5%
爱奇艺营业收入	31,873	29,230	29,577	7,927	7,439	7,246	6,618
同比增长率	9.9%	-8.3%	1.2%	-5.1%	-4.7%	-9.6%	-14.1%
Non-GAAP 归母净利润	28,747	24,281	25,552	7,011	7,396	5,886	3,988
同比增长率	39.0%	-15.5%	5.2%	22.4%	-7.5%	-19.0%	-48.6%
利润率	21.4%	18.3%	18.7%	22.2%	21.8%	17.5%	12.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	123,675	134,598	132,374	136,608	143,363
营业成本	63,935	65,031	65,217	67,110	70,196
销售费用	20,514	23,519	23,518	23,620	24,141
管理费用	23,315	24,192	22,411	23,091	24,024
财务费用	-3,332	-4,761	-2,150	-4,000	-5,051
资产减值损失	1,910	3,799	607	-15	153
公允价值变动损益	-5,737	1,785	2,427	-1,313	-2,615
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	10,112	25,198	25,198	25,488	27,284
利润总额	10,112	25,198	25,198	25,488	27,284
少数股东损益	-25	1,234	1,330	1,304	1,397
归属母公司净利润	7,559	20,315	20,844	20,425	22,238
Non-GAAP 归母净利润	20,680	28,747	24,281	25,552	27,998

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	26,170	36,615	27,771	29,294	31,171
投资活动产生现金流	-3,944	-50,397	18,999	-15,736	-17,291
融资活动现金流	-6,390	-14,162	-13,896	5,339	6,726
净现金流	15,836	-27,944	32,874	18,897	20,607

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	390,973	406,759	417,888	442,416	470,926
流动资产	212,850	230,255	241,494	259,415	281,684
货币资金	64,486	36,734	69,608	88,505	109,112
交易型金融资产	120,839	168,670	144,251	144,251	144,251
应收账款	11,733	10,848	11,538	11,458	12,260
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	5,432	1,424	3,607	2,584	3,309
存货	0	0	0	0	0
非流动资产	178,123	176,504	176,394	183,001	189,242
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	23,629	24,666	18,736	18,736	18,736
长期投资	55,297	47,957	47,957	47,957	47,957
固定资产	23,973	27,960	27,084	25,799	24,089
无形资产	31,462	32,076	38,801	46,001	53,201
总负债	153,168	144,151	132,211	135,011	139,885
无息负债	90,059	87,956	92,600	95,400	100,274
有息负债	63,109	56,195	39,611	39,611	39,611
股东权益	237,805	262,608	285,677	307,406	331,040
股本	0	0	0	0	0
公积金	0	0	0	0	0
未分配利润	148,341	161,240	182,084	202,508	224,747
少数股东权益	14,327	18,982	20,312	21,616	23,013
归属母公司权益	223,478	243,626	265,365	285,789	308,028

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP