

# 百度集团-SW (09888.HK)

## 2024Q4 业绩点评：看好 2025 年云业务加速增长

买入（维持）

2025 年 02 月 24 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 郭若娜

执业证书：S0600524080004

guorn@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值               | 2023A  | 2024A  | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|-----------------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）            | 134598 | 133125 | 136681  | 141610 | 146190 |
| 同比(%)                 | 8.83   | (1.09) | 2.67    | 3.61   | 3.23   |
| 归母净利润（百万元）            | 20315  | 23760  | 21012   | 22773  | 24155  |
| 同比(%)                 | 168.75 | 16.96  | (11.57) | 8.38   | 6.07   |
| Non-GAAP 净利润(百万<br>元) | 28,747 | 27,002 | 25,369  | 27,274 | 28,777 |
| 同比(%)                 | 39.01  | (6.07) | (6.05)  | 7.51   | 5.51   |
| EPS-最新摊薄（元/股）         | 7.24   | 8.47   | 7.49    | 8.12   | 8.61   |
| P/E（现价最新摊薄）           | 11.49  | 9.83   | 11.11   | 10.25  | 9.67   |
| PE（Non-GAAP）          | 8.12   | 8.65   | 9.20    | 8.56   | 8.11   |

### 股价走势



### 投资要点

■ **业绩概览：**2024Q4 公司营业收入实现 341 亿元，同比下降 2%，Non - GAAP 经营利润为 50 亿元，Non - GAAP 净利润 67 亿元，均好于彭博一致预期。自 2024 年 Q4 以来百度股份回购金额 3.56 亿美元，自 2024 年以来累计回购金额超 10 亿美元，公司持续加强股东回报。

■ **广告业务承压，期待 2025 年逐季改善。**2024Q4 百度核心收入 277 亿元，同比增长 1%，略好于彭博一致预期的 268 亿元，其中在线营销收入为人民币 179 亿元，同比减少 7%。中小企业广告投放意愿暂未明显恢复，加上竞争激烈，百度广告业务 Q4 仍承压，但考虑到更多经济政策出台，生成式 AI 长期对公司搜索业务的赋能（12 月每位用户每日搜索查询量同比增长 2%），以及对 AI 生成的搜索结果逐步进行商业化（Q4 搜索结果中 22% 包含生成式 AI 内容，Q2/Q3 分别为 18%/超过 20%），我们预计公司广告业务将逐步改善，2025 年上半年表现或将好于 2024Q4，下半年表现或将好于上半年。

■ **非广告业务：云业务增长明显加速，看好 2025 年 AI 业务进展。**1) **智能云业务：**2024Q4 云收入实现强劲增长，同比增长加快至 26%（24Q1/24Q2/24Q3 为 12%/14%/11%）。2024 年 12 月，文心大模型处理的日均 API 调用量达到 16.5 亿次，外部 API 调用量环比增长 178%，主要受益于企业对文心大模型价值认可的提升以及推理成本下降带来采用率上升。后续公司将对文心大模型 4.5 系列开源，并向终端用户免费提供文心一言，企业及用户认知度有望进一步提升。DEEPSEEK 开源模型对国内 AI 应用落地的加速也会增加企业客户和开发者对百度云业务的需求。消费产品方面，12 月使用百度文库 AI 功能 MAU 达 9400 万，环比翻倍，成为全球付费用户数量最多的 AI 产品之一。Q4 百度文库与百度网盘进行整合，1 月推出“自由画布”功能，我们看好百度文库 AI 化转型，重新成长为 AI 时代用户创作平台。2) **智能驾驶业务：**Q4 萝卜快跑提供的自动驾驶订单超过 110 万单，同比增长 36%。11 月，萝卜快跑获得在中国香港开放道路进行自动驾驶测试的许可，是该地区首家也是唯一一家获得该类自动驾驶测试授权的。萝卜快跑已证明其商业模式可行性，后续公司将继续通过提高运营效率和用户体验减少亏损。

■ **利润率同比下滑主要受一次性亏损影响，整体费用管控方向不变。**24Q4 百度核心经营利润率同比下滑 4pct，主要由于一次性亏损人民币 10 亿元（包括计提的预期信用损失、存货减值及其他）所致。具体来看，Q4 百度毛利率同比下降 1.8pct，主要由于流量获取成本与智能云业务相关的成本及存货

### 市场数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 收盘价(港元)      | 89.50        |
| 一年最低/最高价     | 74.30/119.40 |
| 市净率(倍)       | 0.95         |
| 港股流通市值(百万港元) | 204,099.33   |

### 基础数据

|           |          |
|-----------|----------|
| 每股净资产(元)  | 93.97    |
| 资产负债率(%)  | 33.70    |
| 总股本(百万股)  | 2,805.22 |
| 流通股本(百万股) | 2,280.44 |

### 相关研究

《百度集团-SW(09888.HK): 2024Q4 业绩前瞻：AI 进展亮眼，2025 年云业务增速有望维持》

2025-01-25

《百度集团-SW(09888.HK): 2024Q3 业绩点评：广告承压，生成式 AI 持续改造生态》

2024-11-29

一次性减值增加，部分被人员相关费用及内容成本减少所抵消。销售及管理费用率同比提升 2.8pct，主要由于预期信用损失、渠道支出及市场推广费用增加，部分被人员相关费用减少所抵消。

■ **盈利预测与投资评级：**我们看好 2025 年 AI 给公司云业务带来新的发展机遇，但考虑到搜索业务竞争不确定性，我们将公司 2025-2026 年 Non-GAAP 净利润预测由 260/283 亿元下调至 254/273 亿元，新增 2027 年 Non-GAAP 净利润预测 288 亿元，对应 2025 年 Non-GAAP PE 为 9 倍，公司 AI 业务进展较好，且持续回购体现注重股东回报，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**主业竞争风险，技术发展不及预期风险，经济恢复不及预期。

表1：百度集团季度盈利预测（百万元）

|                      | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1E | 2025Q2E | 2025Q3E | 2025Q4E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 收入                   |        |        |        |        |         |         |         |         |
| 在线营销服务               | 18,490 | 20,625 | 20,108 | 19,340 | 17,538  | 20,362  | 20,370  | 19,739  |
| 其他                   | 13,023 | 13,306 | 13,449 | 14,784 | 13,502  | 14,231  | 14,409  | 16,531  |
| 总收入                  | 31,513 | 33,931 | 33,557 | 34,124 | 31,040  | 34,593  | 34,779  | 36,270  |
| 成本及费用                |        |        |        |        |         |         |         |         |
| 销售成本                 | 15,291 | 16,398 | 16,399 | 18,014 | 16,740  | 16,438  | 16,928  | 18,530  |
| 销售及管理费用              | 5,375  | 5,700  | 5,867  | 6,678  | 5,923   | 5,596   | 5,893   | 6,144   |
| 研发费用                 | 5,363  | 5,889  | 5,366  | 5,515  | 4,921   | 5,668   | 5,551   | 5,660   |
| 成本及费用总额              | 26,029 | 27,987 | 27,632 | 30,207 | 27,585  | 27,702  | 28,371  | 30,334  |
| 经营利润                 | 5,484  | 5,944  | 5,925  | 3,917  | 3,455   | 6,890   | 6,408   | 5,936   |
| 其他（亏损）收益             |        |        |        |        |         |         |         |         |
| 利息净收入                | 1,325  | 1,251  | 1,204  | 1,358  | 1,200   | 1,200   | 1,200   | 1,215   |
| 汇兑亏损净额               | 401    | 93     | -1,096 | 1,678  | -100    | -100    | -100    | -100    |
| 应占权益法投资亏损            | -205   | -119   | 32     | -399   | 500     | 500     | 500     | 500     |
| 其他净额                 | -275   | -454   | 2,535  | 23     | -100    | -100    | -100    | -100    |
| 其他（亏损）收益总计           | 1,246  | 771    | 2,675  | 2,660  | 1,500   | 1,500   | 1,500   | 1,515   |
| 所得税前（亏损）利润           | 6,730  | 6,715  | 8,600  | 6,577  | 4,955   | 8,390   | 7,908   | 7,451   |
| 所得税费用                | 883    | 1,131  | 814    | 1,619  | 1,220   | 2,065   | 1,947   | 1,834   |
| 净（亏损）利润              | 5,847  | 5,584  | 7,786  | 4,958  | 3,735   | 6,325   | 5,961   | 5,617   |
| 归属非控股股东权益的净利润        | 399    | 96     | 154    | -234   | 116     | 134     | 160     | 217     |
| 归属百度的净（亏损）利润         | 5,448  | 5,488  | 7,632  | 5,192  | 3,619   | 6,191   | 5,801   | 5,400   |
| Non-GAAP归属百度的净（亏损）利润 | 7,011  | 7,396  | 5,886  | 6,709  | 4,706   | 7,279   | 6,891   | 6,492   |

数据来源：公司财报，东吴证券研究所预测

## 百度集团-SW 三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)    | 2024A             | 2025E             | 2026E             | 2027E             | 利润表 (百万元)           | 2024A             | 2025E             | 2026E             | 2027E             |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>168,849.00</b> | <b>184,120.96</b> | <b>202,945.18</b> | <b>222,691.44</b> | <b>营业总收入</b>        | <b>133,125.00</b> | <b>136,681.39</b> | <b>141,609.55</b> | <b>146,190.30</b> |
| 现金及现金等价物       | 24,832.00         | 38,024.78         | 55,847.52         | 74,664.59         | 营业成本                | 66,102.00         | 68,636.46         | 70,852.14         | 72,962.38         |
| 应收账款及票据        | 10,104.00         | 10,251.10         | 10,227.36         | 10,152.10         | 销售及管理费用             | 23,620.00         | 23,555.68         | 24,339.59         | 25,143.34         |
| 其他流动资产         | 133,913.00        | 134,796.47        | 135,886.24        | 136,962.72        | 研发费用                | 22,133.00         | 21,800.04         | 22,371.58         | 23,050.82         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>258,931.00</b> | <b>261,757.87</b> | <b>265,319.31</b> | <b>269,375.64</b> | 其他费用                | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 固定资产           | 30,102.00         | 31,659.97         | 32,843.25         | 33,741.95         | <b>经营利润</b>         | <b>21,270.00</b>  | <b>22,689.22</b>  | <b>24,046.24</b>  | <b>25,033.76</b>  |
| 商誉及无形资产        | 41,186.00         | 37,454.90         | 34,833.06         | 32,990.69         | 利息收入                | 7,962.00          | 7,341.60          | 8,001.24          | 8,892.38          |
| 长期投资           | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 利息支出                | 2,824.00          | 2,526.38          | 2,301.38          | 2,126.38          |
| 其他长期投资         | 140,256.00        | 145,256.00        | 150,256.00        | 155,256.00        | 其他收益                | 2,214.00          | 1,200.00          | 1,600.00          | 1,600.00          |
| 其他非流动资产        | 47,387.00         | 47,387.00         | 47,387.00         | 47,387.00         | <b>利润总额</b>         | <b>28,622.00</b>  | <b>28,704.44</b>  | <b>31,346.11</b>  | <b>33,399.76</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>427,780.00</b> | <b>445,878.83</b> | <b>468,264.49</b> | <b>492,067.08</b> | 所得税                 | 4,447.00          | 7,065.91          | 7,716.19          | 8,221.71          |
| <b>流动负债</b>    | <b>80,953.00</b>  | <b>82,058.55</b>  | <b>83,459.53</b>  | <b>84,729.33</b>  | <b>净利润</b>          | <b>24,175.00</b>  | <b>21,638.53</b>  | <b>23,629.92</b>  | <b>25,178.05</b>  |
| 短期借款           | 11,079.00         | 10,079.00         | 9,079.00          | 8,079.00          | 少数股东损益              | 415.00            | 626.56            | 857.22            | 1,023.47          |
| 应付账款及票据        | 49,469.00         | 51,477.34         | 53,139.10         | 54,721.78         | <b>归属母公司净利润</b>     | <b>23,760.00</b>  | <b>21,011.97</b>  | <b>22,772.70</b>  | <b>24,154.58</b>  |
| 其他             | 20,405.00         | 20,502.21         | 21,241.43         | 21,928.54         | EBIT                | 23,484.00         | 23,889.22         | 25,646.24         | 26,633.76         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>63,215.00</b>  | <b>58,215.00</b>  | <b>55,215.00</b>  | <b>52,215.00</b>  | EBITDA              | 23,484.00         | 46,062.34         | 47,084.81         | 47,577.43         |
| 长期借款           | 51,943.00         | 46,943.00         | 43,943.00         | 40,943.00         | <b>Non-GAAP 净利润</b> | <b>27,002.00</b>  | <b>25,369.37</b>  | <b>27,273.68</b>  | <b>28,776.82</b>  |
| 其他             | 11,272.00         | 11,272.00         | 11,272.00         | 11,272.00         |                     |                   |                   |                   |                   |
| <b>负债合计</b>    | <b>144,168.00</b> | <b>140,273.55</b> | <b>138,674.53</b> | <b>136,944.33</b> |                     |                   |                   |                   |                   |
| 股本             | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | <b>主要财务比率</b>       | <b>2024A</b>      | <b>2025E</b>      | <b>2026E</b>      | <b>2027E</b>      |
| 少数股东权益         | 19,992.00         | 20,618.56         | 21,475.79         | 22,499.26         | 每股收益(元, Non-GAAP)   | 9.63              | 9.04              | 9.72              | 10.26             |
| 归属母公司股东权益      | 263,620.00        | 284,986.72        | 308,114.17        | 332,623.49        | 每股净资产(元)            | 93.97             | 101.59            | 109.84            | 118.57            |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>427,780.00</b> | <b>445,878.83</b> | <b>468,264.49</b> | <b>492,067.08</b> | 发行在外股份(百万股)         | 2,805.22          | 2,805.22          | 2,805.22          | 2,805.22          |
|                |                   |                   |                   |                   | ROIC(%)             | 5.84              | 5.08              | 5.19              | 5.10              |
|                |                   |                   |                   |                   | ROE(%)              | 9.01              | 7.37              | 7.39              | 7.26              |
|                |                   |                   |                   |                   | 毛利率(%)              | 50.35             | 49.78             | 49.97             | 50.09             |
|                |                   |                   |                   |                   | 销售净利率(%)            | 17.85             | 15.37             | 16.08             | 16.52             |
|                |                   |                   |                   |                   | 资产负债率(%)            | 33.70             | 31.46             | 29.61             | 27.83             |
|                |                   |                   |                   |                   | 收入增长率(%)            | (1.09)            | 2.67              | 3.61              | 3.23              |
|                |                   |                   |                   |                   | Non-GAAP 净利润增长率(%)  | -6.07             | -6.05             | 7.51              | 5.51              |
|                |                   |                   |                   |                   | P/E (Non-GAAP)      | 8.65              | 9.20              | 8.56              | 8.11              |
|                |                   |                   |                   |                   | P/B                 | 0.89              | 0.82              | 0.76              | 0.70              |
|                |                   |                   |                   |                   | EV/EBITDA           | 10.81             | 5.48              | 4.90              | 4.37              |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年2月23日的0.93,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>