

互联网

2025 年 3 月 18 日

百度 (BIDU US)

文心大模型加速迭代，百度云价值进一步显现

- ④ **事件：**3 月 16 日，百度发布文心大模型 4.5 和 X1，并在**文心一言官网**免费向用户开放，企业用户和开发者可通过百度智能云千帆大模型平台便捷调用文心 4.5 API。旗下产品矩阵也将陆续接入两款新型大模型，3 月 17 日，搜索智能助手文小言已接入两款模型及 DeepSeek-R1 满血版，支持多种模型自动调度。
- ④ **文心 4.5 为自研原生多模态基础大模型**，多项基准测试结果优于 GPT 4.5 和 DeepSeek-V3（图表 1）。

原生多模态能力：具备对文本、图像、音视频等混合数据的综合处理能力，语言能力包括理解、生成、逻辑和记忆显著增强，尤其是去幻觉、逻辑推理以及代码能力。例如能够综合理解图片中的文字/表格，提取重点并给予分析，对网络梗图能进行理解和逻辑解释。

技术升级：1) FlashMask 动态注意力掩码：提升长文本处理能力和多轮对话上下文理解交互表现。2) 多模态异构专家扩展：平衡不同模态梯度贡献，解决训练梯度冲突问题，提升多模态融合能力。3) 时空维度表征压缩：降低图片和视频的计算复杂度，提升长视频语义提取及多模态数据训练效率。4) 基于知识点的大规模数据构建：通过知识分层采样、跨模态压缩融合及定向合成技术提升模型知识密度，降低模型幻觉。5) 基于自反馈的 Post-training：自反馈迭代提升学习系统稳定性。

成本优势：文心 4.5 API 调用输入价格 0.004 元/千 tokens，输出价格 0.016 元/千 tokens，仅为 GPT 4.5 的不到 1%（图表 2）。此外，公司开源战略持续推进，计划于 6 月 30 日开源文心大模型，开发者可进行定制化开发和应用。

- ④ **文心 X1 为首个自主运用工具的深度思考模型**，基于关键技术包括递进式强化学习训练方法、基于思维链和行动链的端到端训练和多元统一的奖励系统，在知识问答、文学创作、逻辑推理等方面表现优异，增加多模态支持，并能进行工具调用如 AI 绘图、代码解释器、网页链接读取等。
- ④ **投资启示：**文心大模型 2024 年 12 月日均调用量达 16.5 亿次，较去年同期的 5000 万次增 33 倍。随着大模型更新迭代并开源，以及 DeepSeek 技术突破利好云服务厂商底层 IaaS 及 MaaS 需求，我们预计百度云收入 2025 年维持增长趋势，同比增 20%。文心 4.5 和 X1 发布后，3 月 18 日收盘，百度股价上涨 13%，AI 云作为第二增长曲线价值显现，百度云业务估值将带动公司整体价值提升，维持**买入**评级。

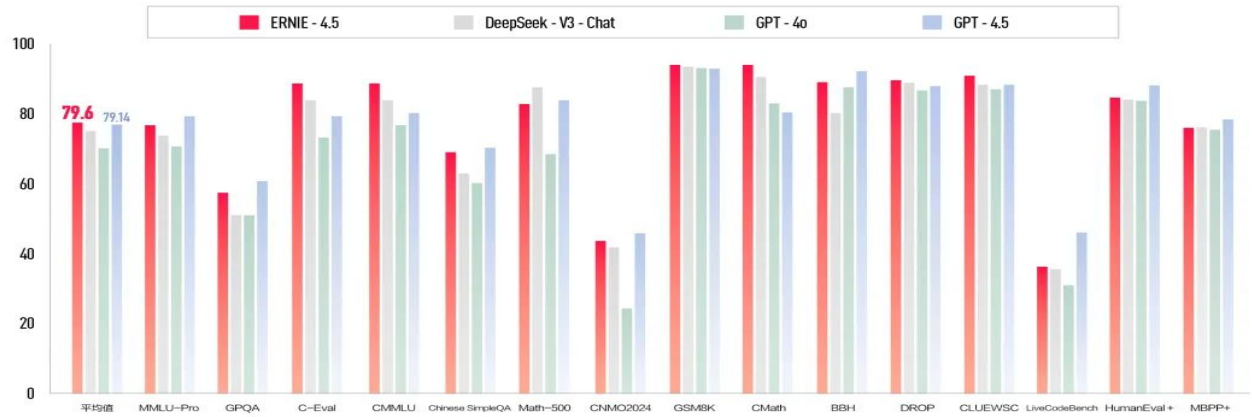
谷馨瑜, CPA
connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪
mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

赵丽, CFA
zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵
hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

图表 1: 文心 4.5 多项基准测试结果优于 GPT4.5 和 DeepSeek-V3



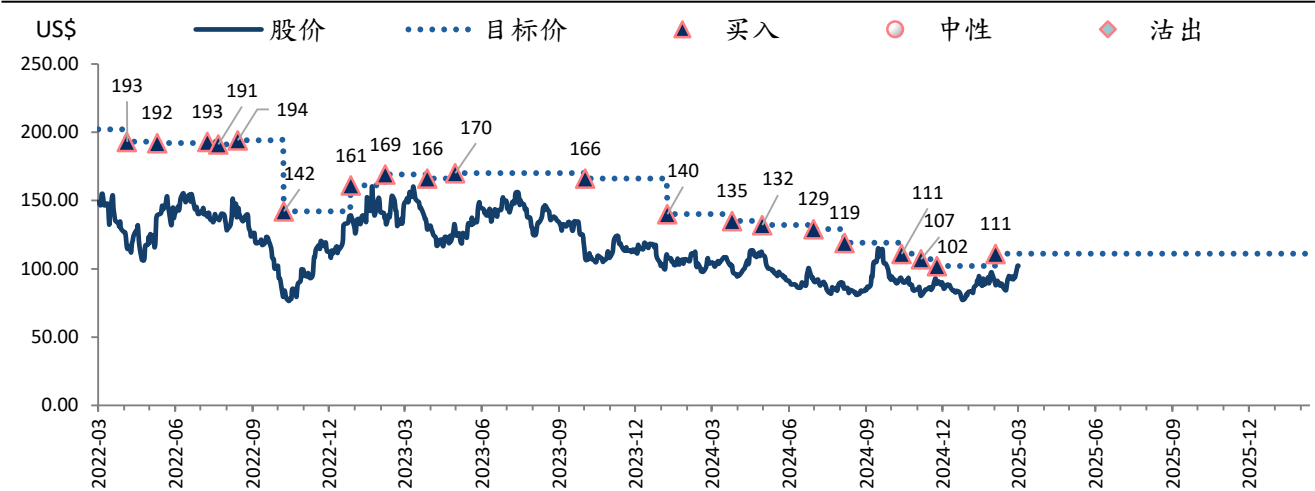
资料来源：百度，交银国际

图表 2: 文心 4.5 和 X1、GPT 4.5 价格对比

	文心 4.5	文心 X1	GPT 4.5
输入	0.004 元/千 tokens	0.002 元/千 tokens	0.540 元/千 tokens
输出	0.016 元/千 tokens	0.008 元/千 tokens	0.108 元/千 tokens
触发搜索	0.004 元/次	NA	NA

资料来源：百度，公开资料，交银国际 *汇率按 7.2 计算

图表 3: 百度 (BIDU US) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	102.27	111.00	8.5%	2025 年 02 月 19 日	广告
YY US	欢聚集团	买入	49.09	63.00	28.3%	2025 年 02 月 26 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	159.30	184.00	15.5%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	22.28	26.00	16.7%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.49	2.70	8.4%	2025 年 02 月 19 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	66.30	54.00	-18.6%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	13.06	14.00	7.2%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	7.14	7.20	0.8%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.30	28.00	2.6%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
JD US	京东	买入	45.21	62.00	37.1%	2025 年 03 月 07 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	147.57	165.00	11.8%	2025 年 02 月 21 日	电商
PDD US	拼多多	买入	128.90	144.00	11.7%	2024 年 11 月 22 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	13.78	15.60	13.2%	2025 年 01 月 22 日	电商
DAO US	有道	买入	8.81	12.00	36.2%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	14.32	13.30	-7.1%	2025 年 01 月 24 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	41.35	60.00	45.1%	2025 年 01 月 22 日	教育
GOTU US	高途	买入	3.99	4.60	15.3%	2024 年 11 月 20 日	教育
NTES US	网易	买入	101.99	124.00	21.6%	2025 年 01 月 20 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	42.25	33.00	-21.9%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	541.00	513.00	-5.2%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.50	14.00	12.0%	2024 年 08 月 30 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	18.36	18.00	-2.0%	2025 年 01 月 22 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	177.30	226.00	27.5%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.82	18.50	33.9%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.26	13.50	45.8%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.87	1.40	-25.1%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	16.70	21.00	25.7%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.73	13.00	48.9%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	19.48	24.00	23.2%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	518.00	605.00	16.8%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	48.55	64.00	31.8%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 3 月 18 日

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025 年 3 月 18 日

百度 (BIDU US)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。