

百度 (BIDU US)

Create 2025 AI 开发者大会：推动模型调用成本进一步下探和应用生态繁荣

我们参加了百度于 4 月 25 日在武汉举办的 Create 2025 AI 开发者大会。会上百度发布了文心大模型 4.5 Turbo、文心大模型 X1 Turbo、高说服力数字人、通用多智能体协作 APP “心响”、内容操作系统沧舟 OS 等 AI 应用，并发布了国内首个电商交易 MCP（模型上下文协议）、搜索 MCP 等 MCP Server、宣布将帮助开发者全面拥抱 MCP。百度认为多模态结合是 AI 搜索的关键，将持续探索将视频、图片等多媒体内容前置降低用户理解成本；公司认为高说服力数字人、Coding Agent 是非常有前景的 AI 应用方向，将持续探索商业化价值；此外，公司也将持续以轻资产的模式推进 Robotaxi 的全球化扩张。尽管百度仍处于业务转型之中，短期内广告收入增长因竞争和业务转型仍会面临一些阻力，但我们预计潜在的生成式 AI 搜索结果货币化进程有望从二季度末开始，这应有助于推动广告收入增速和运营利润率环比逐步复苏。我们的 2025-2027E 财务预测和基于 SOTP 的目标价 146.7 美元均维持不变，目标价对应 13.9x 2025E PE。维持“买入”评级。

■ **大模型：推动模型成本进一步下探。**百度发布的文心大模型 4.5 Turbo 和文心大模型 X1 Turbo 具备多模态、强推理、低成本三大特性。相比文心 4.5，文心大模型 4.5 Turbo 速度更快，价格下降 80%，每百万 token 的输入价格仅为 0.8 元，输出价格 3.2 元；文心大模型 X1 Turbo 是基于文心大模型 4.5 Turbo 的深度思考模型，相比文心 X1，性能提升的同时价格下降 50%，每百万 token 输入价格 1 元，输出价格 4 元，从价格看处于行业较为具备吸引力的水平。此外，百度在会上发布：1) 具备“AI 大脑”和“剧本生成”能力、表现力显著提升的高说服力数字人；2) 全球首个内容领域操作系统沧舟 OS，基于此百度网盘上线的多模态“AI 笔记”有望进一步助力用户端生产力提升；3) 通用超级智能体“心响”，可以通过自主规划与多智能体协作、一站式解决用户复杂问题。此外，百度宣布将持续加大对 MCP 的支持，推动更多应用和服务接口兼容 MCP。

■ **智能云：寻求算力性能与成本的双重突破。**百度智能云通过自研昆仑芯 P800 芯片及百舸大规模推理加速能力，实现算力性能与成本的持续突破。会上百度发布昆仑芯超节点，通过更快的机内通信代替机间通信、有效降低带宽成本，实现卡间互联带宽提升 8 倍，单机训练性能提升 10 倍、单卡推理性能提升 13 倍。此外百度全面升级百舸 GPU 算力平台的推理加速能力，百舸推理加速的能力正在作为千帆的算力底座为 40 万客户提供服务，上线以后助力千帆的推理吞吐提升 20 倍，推理速度提升 50% 以上。另外，百度本次升级发布客悦·ONE，为客户提供全生命周期智能营销服务，助力企业实现营销效能全面提升。目前客悦已经服务银行、证券、保险等不同细分领域的金融企业 50 余家，落地金融行业 10 余个场景。百度云致力于在算力（寻求算力性能与成本双重突破）、模型（多模态模型持续优化、行业模型上通过出色的微调能力形成差异化）、应用（通过千帆平台、MCP 生态降低开发门槛，寻求不同场景的快速复制）三个层面打造差异化的竞争优势。相较于业务较为单一的大模型公司，我们认为百度的竞争优势在于生态整合的能力，通过 MCP 连接搜索、电商、地图等自有服务，形成“模型 + 工具 + 数据”闭环或有望形成生态壁垒、抵御竞争。

买入 (维持)

目标价 146.70 美元
潜在升幅 61.7%
当前股价 90.74 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)	31,736.3
3 月平均流通量(百万美元)	438.3
52 周内股价高/低(美元)	115.13/76.86
总股本(百万)	349.8

资料来源: FactSet

股东结构

李彦宏	16.5%
-----	-------

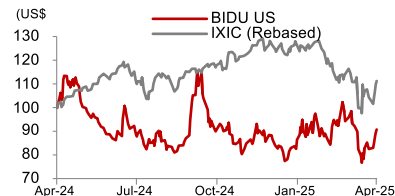
资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-4.9%	0.0%
3 - 月	5.0%	20.6%
6 - 月	1.1%	7.7%

资料来源: FactSet

股份表现



资料来源: FactSet

■ **业务转型稳步推进、期待业务稳步复苏。**百度仍在积极推动业务转型，嵌入更多与生成式人工智能相关的搜索结果，以提升用户体验和活跃度。虽然此类搜索结果尚未开始货币化、短期内广告收入增长因竞争和业务转型仍会面临一些阻力，但我们预计潜在的货币化进程有望从二季度末开始，这应有助于推动广告收入增速和运营利润率进一步环比复苏。与此同时，我们认为百度云业务有望在数字化及 AI 需求持续提升驱动下维持强劲的经营增速，为集团整体营收增长提供支撑。

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	137,622	146,452	154,661
同比增长(%)	8.8	(1.1)	3.4	6.4	5.6
调整后净利润(百万人民币)	28,747.0	27,002.0	26,943.5	28,061.8	30,243.3
同比增长(%)	39.0	(6.1)	(0.2)	4.2	7.8
调整后每股收益(人民币)	81.06	77.20	77.04	80.23	86.47
市场平均预估每股收益(人民币)	na	76.85	73.38	79.33	90.00
市盈率(倍)	11.4	9.7	10.4	10.0	9.1
股本回报率(%)	8.4	9.0	7.6	7.1	7.0

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

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	137,622	146,452	154,661
销售成本	(63,935)	(65,031)	(66,102)	(67,322)	(70,979)	(74,280)
毛利润	59,740	69,567	67,023	70,301	75,473	80,381
运营费用	(43,829)	(47,711)	(45,753)	(48,871)	(51,588)	(53,722)
销售	(20,514)	(23,519)	(23,620)	(24,910)	(26,654)	(27,684)
研发费用	(23,315)	(24,192)	(22,133)	(23,961)	(24,934)	(26,038)
运营利润	15,911	21,856	21,270	21,430	23,885	26,659
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	(1,910)	(3,799)	(691)	846	1,209	1,595
调整后 EBITDA	29,663	35,824	33,077	33,594	36,510	39,708
净利息收入(支出)	3,332	4,761	5,138	5,309	5,506	5,614
外汇收益/损失	(1,484)	595	1,076	0	0	0
其他收入/支出	(5,737)	1,785	1,829	0	0	0
税前利润	10,112	25,198	28,622	27,584	30,600	33,868
所得税	(2,578)	(3,649)	(4,447)	(4,884)	(6,779)	(7,799)
税后利润	7,534	21,549	24,175	22,700	23,821	26,069
非控股权益	(25)	1,234	415	556	658	770
净利润	7,559	20,315	23,760	22,144	23,163	25,299
调整后净利润	20,680	28,747	27,002	26,944	28,062	30,243

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	185,372	206,299	227,543
现金与现金等价物	53,156	25,231	24,832	47,743	66,931	86,505
Restricted cash	11,330	11,503	11,697	11,697	11,697	11,697
应收账款	11,733	10,848	10,104	10,180	10,833	11,441
其他流动资产	136,631	182,673	122,216	115,752	116,838	117,900
非流动资产	178,123	176,504	258,931	272,326	282,124	292,112
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	64	(1,326)	(2,730)
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	457,698	488,422	519,654
流动负债	79,630	76,451	80,953	76,205	75,930	75,016
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	37,328	36,111	34,322
其他流动负债	36,273	28,477	28,841	28,208	29,150	30,025
非流动负债	73,538	67,700	63,215	61,964	59,848	56,540
长期债务	13,722	14,223	15,596	0	0	0
应付公司债	49,461	43,134	36,347	50,692	48,576	45,268
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	138,169	135,779	131,557
股本	0	0	0	0	0	0
资本盈余	79,855	87,099	87,202	87,305	87,408	87,511
留存收益	143,623	156,527	176,418	212,232	245,244	280,595
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	309,407	342,522	377,976
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	457,698	488,422	519,654

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	27,584	30,600	33,868
折旧摊销	14,725	14,908	6,108	6,335	6,372	6,167
税款	(2,578)	(3,649)	(4,447)	(4,884)	(6,779)	(7,799)
营运资金变化	(16,758)	(13,067)	(570)	1,640	(2,013)	(2,584)
其他	20,669	13,225	(8,479)	5,579	5,729	5,821
净经营现金流	26,170	36,615	21,234	36,254	33,908	35,474
投资现金流						
资本开支	(8,286)	(11,190)	(14,211)	(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)	5,656	(84)	(67)	(54)
净投资现金流	(3,944)	(50,397)	(8,555)	(15,716)	(16,169)	(16,155)
融资现金流						
净借贷	(6,813)	(13,093)	3,948	(15,596)	0	0
股票回购	(1,925)	(4,764)	0	0	0	0
其他	2,348	3,695	(17,707)	17,909	1,448	256
净融资现金流	(6,390)	(14,162)	(13,759)	2,313	1,448	256
净现金流变动						
年初现金	47,671	65,236	37,574	36,589	59,440	78,628
汇率变动	1,729	282	95	0	0	0
年末现金	65,236	37,574	36,589	59,440	78,628	98,202
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%)	3.4%	6.4%	5.6%
毛利润	(0.7%)	16.4%	(3.7%)	4.9%	7.4%	6.5%
经营利润	51.3%	37.4%	(2.7%)	0.7%	11.5%	11.6%
净利润	(26.1%)	168.8%	17.0%	(6.8%)	4.6%	9.2%
调整后净利润	9.8%	39.0%	(6.1%)	(0.2%)	4.2%	7.8%
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%	51.1%	51.5%	52.0%
营业利润率	12.9%	16.2%	16.0%	15.6%	16.3%	17.2%
调整后净利润率	16.7%	21.4%	20.3%	19.6%	19.2%	19.6%
股本回报率	3.4%	8.4%	9.0%	7.6%	7.1%	7.0%
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)	(0.5)	(0.5)	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
流动比率 (倍)	2.7	3.0	2.1	2.4	2.7	3.0
应收账款周转天数	31.6	29.0	26.8	26.2	25.8	25.9
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	205.1	186.2	170.7
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	30.4	11.4	9.7	10.4	10.0	9.1
市盈率 (摊薄)	30.7	11.5	9.7	10.4	10.0	9.1
市帐率	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
市现率	13.0	9.2	32.9	11.2	13.0	11.9
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策。

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。