

公司研究

云服务承担业绩动力，期待后续 AI 改造提振在线营销

——百度集团-SW（9888.HK）25Q1 业绩前瞻

要点

业绩前瞻：我们预计百度集团 25Q1 总收入同比下降 1.5%至 310.4 亿元，百度核心总收入同比增长 1.4%至 241.4 亿元。我们预计百度集团 25Q1 核心非 GAAP 下经营利润 46.0 亿元，同比减少 17.6%，经营利润率 19.1%；百度集团 25Q1 非 GAAP 净利润 49.7 亿元，净利率 16.0%。**业绩表现总体仍相对承压，受主营广告业务仍在底部影响，云业务 AI 市场需求旺盛有积极作用。**

1、在线营销业务：Q1 广告业务仍收缩，25H1 有望逐步改善。我们预计 25Q1 百度核心收入 241.4 亿元，同比增长 1.4%。其中在线营销服务同比下降 6.0%至 159.8 亿元，短期受限于宏观恢复动力不足产生的下行压力，广告业务仍面临广告主需求不旺的影响。百度专注于提升搜索 AI 内容质量，预计 25Q1 业务重点持续为 AI 搜索改造，AI 投入有望改善用户体验，在中长期带动商业化增长。我们认为，后续业务通过接入内外部大模型丰富模型能力，优化整合搜索结果，有望探索个性化广告定制、精准广告投放等 AI 商业化可能。1) 百度的营销策略关注本地推广，代表性客户包括 OPPO、伊利、王老吉等国内厂商。尽管中美关税政策调整对侧重国内市场的广告商影响较小，但长线国内经济预期波动是否对广告主投放信心及百度广告业务产生影响仍需进一步观察。2) 百度搜索接入 DeepSeek-R1 赋能 AI 搜索业务。25M2 百度 AI 搜索接入 DeepSeek R1 满血版，融合百度联网搜索功能，凭借文心一言应对高用户量与高带宽的经验与百度推出的深度语义表示模型，有望解决 DeepSeek 当前的“服务器繁忙”及答案不准等问题，进而带来用户增长。

2、非在线营销业务：AI 驱动下云业务有望保持高速增长，大模型研发及产品进展值得关注。百度持续布局 AI 相关业务，驱动非在线营销业务较高速增长。我们预计 25Q1 百度核心的非在线营销业务收入 81.6 亿元，同比增长 20.1%，其中 1) 云业务预计实现迅猛涨势，招投标数量及金额 25Q1 位列国内大模型厂商市场第一。百度官方披露 24Q4 百度智能云营收同比提升 26%，我们认为，随着 DeepSeek 高热度带来的推理类 AI 需求量提升，市场整体对 AI 相关云服务需求呈上升趋势，百度云业务的高速增长表现有望在 25Q1 持续。根据经济参考报 25M4 数据，百度智能云 25Q1 中标数量达 19 个，中标金额 4.5 亿元，双双位居通用大模型厂商中标排行榜首位，项目集中在央国企客户与能源、金融领域。2) 25 年 3 月 16 日新版文心大模型 4.5 及 X1 发布。文心大模型 4.5 具备优秀多模态能力，多模态能力平均得分超 GPT-4o，具备更强的表情包、梗图等图片内涵理解能力；文心 X1 为首个自主运用工具的深度思考模型，且价格比 DeepSeek-R1 标准时段便宜一半。3) 百度平台积极兼容 MCP，有望推动大模型生态进一步繁荣。千帆 AppBuilder SDK 具备将开发的组件转化为 MCP Server 模式以便他人调用的能力。

3、收购 YY 直播落地，并表后有望带来业绩增量。25 年 2 月 25 日，百度在港交所宣布以总收购价约 21 亿美元收购 YY 直播。收购 YY 有望提供百度在直播领域的流量增量，有望促进生态内日活用户的商业流量变现。

盈利预测、估值与评级：考虑 25Q1 公司广告业务仍相对承压，同时公司将长期投入资源研发 AI 和自动驾驶等前沿技术，我们下调 2025-26 年 Non-GAAP 归母净利润预测分别至 251/273 亿元人民币（相对上次预测分别 -1.8%/-2.4%），新增 27 年 Non-GAAP 归母净利润预测 302 亿元，维持公司 25 年估值倍数广告/智能云/其他业务 10.0x PE/2.5x PS/3.0x PS，目标价维持 128.7 港元。百度持续培育大模型生态，云业务有望得到较快拓展，AI 搜索改造有望在后续季度逐步提振线上营销服务业绩，维持“买入”评级。

风险提示：互联网行业监管风险，广告需求受宏观贸易环境影响，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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万人民币元）	134,598	133,125	137,015	144,106	152,734
营业收入增长率（%）	8.83%	-1.09%	2.92%	5.18%	5.99%
Non-GAAP 归母净利润（百万人民币元）	28,747	27,002	25,097	27,315	30,240
Non-GAAP 归母净利润增长率（%）	39.01%	-6.07%	-7.05%	8.84%	10.71%
Non-GAAP EPS(元)	10.45	9.82	9.13	9.93	11.00
Non-GAAP PE	8	8	9	8	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-4-25，汇率：1 港元=0.9401 人民币

买入（维持）

当前价/目标价：87.60/128.7 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

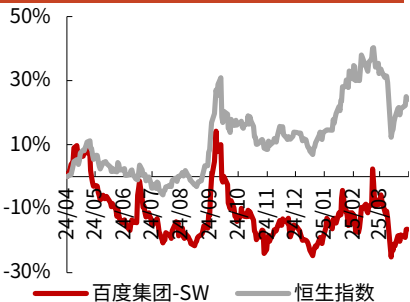
021-52523690

zhaoyue1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	27.50
总市值(亿港元):	2,409.15
一年最低/最高(港元):	73.25-119.4
近 3 月换手率(%):	75.3

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.0	-2.1	-37.7
绝对	-6.2	7.4	-13.2

相关研报

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（2025-01-24）

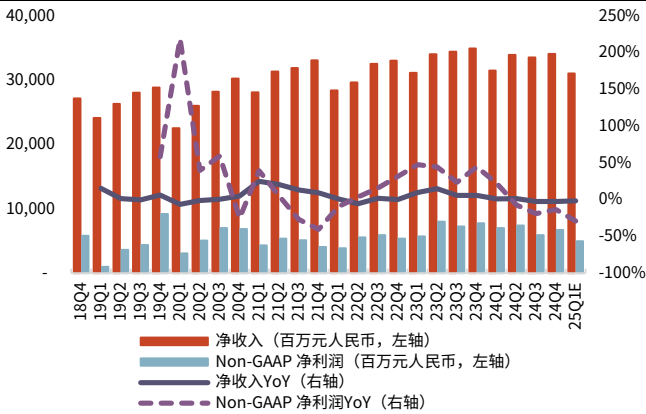
广告需求尚待改善，关注百度文库等 AI 业务新进展——百度集团-SW（9888.HK）24Q3 业绩前瞻（2024-11-12）

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）

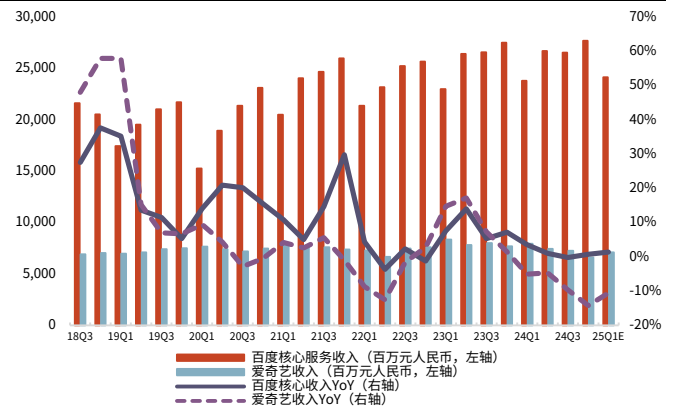
24Q1 广告恢复预计较弱，Create 大会展示 AI 迭代进展——百度集团-SW（9888.HK）2024 年一季度业绩前瞻（2024-04-28）

图 1: 18Q4-25Q1E 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: 18Q3-25Q1E 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: 25Q1 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: 25Q1 爱奇艺播出的《一路繁花》居全网综艺正片有效播放榜单前列



资料来源：云合数据

表 1：23M5-25M4 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
25M4	飞桨框架 3.0	在动静统一、训推一体的特性，更在自动并行、神经网络编译器、高阶自动微分、异构多芯适配等方面取得突破
25M3	文心大模型 X1	具备更强的理解规划反思进化能力，支持多模态，是首个自主运用工具的深度思考模型。
25M3	文心大模型 4.5	通过多个模态联合建模实现协同优化，多模态理解能力优秀
25M2	文本图像智能产线 PP-ChatOCRv3	充分结合 PaddleOCR 的文本图像版面解析能力和文心一言语言理解优势，实现了高效的文本图像信息抽取
25M1	智能知识审校系统“辞文”	基于文心大模型理解、生成、逻辑、记忆的四大能力，融入了 Agent RAG 技术架构，实现了精准的知识溯源能力、强大的多轮推理能力、动态的知识更新机制和智能的交互式审校流程等四大技术突破
24M12	PaddleNLP 大语言模型套件 Unified Checkpoint	该技术集训推一体、异步保存、快速恢复、无损压缩等多重优势于一身，显著优化了大模型训练流程
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。

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 2：百度集团收入及 Non-GAAP 归母净利润季度预测（单位：百万人民币元）

	2024	2025E	2026E		1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
营业收入	133,125	137,015	144,106		31,044	34,521	34,973	36,477
同比增长率	-1.1%	2.9%	5.2%		-1.5%	1.7%	4.2%	6.9%
百度核心营业收入	104,712	108,228	114,246		24,144	27,394	27,667	29,022
同比增长率	1.2%	3.4%	5.6%		1.4%	2.6%	4.3%	4.8%
爱奇艺营业收入	29,225	29,198	30,292		7,086	7,230	7,411	7,471
同比增长率	-8.3%	-0.1%	3.7%		-10.6%	-2.8%	2.3%	13.0%
Non-GAAP 归母净利润	27,002	25,097	27,315		4,972	6,290	6,766	7,069
同比增长率	-6.07%	-7.1%	8.8%		-29.1%	-15.0%	15.0%	5.4%
利润率	20.3%	18.3%	19.0%		16.0%	18.2%	19.3%	19.4%

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	134,598	133,125	137,015	144,106	152,734
营业成本	65,031	66,102	68,476	70,974	74,921
销售费用	23,519	23,620	24,134	24,855	26,051
管理费用	24,192	22,133	22,020	22,634	23,753
财务费用	-4,761	-5,138	-3,866	-3,277	-4,212
资产减值损失	3,799	691	1,088	1,085	1,150
公允价值变动损益	1,785	1,829	337	543	620
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	25,198	28,622	25,500	28,378	31,692
利润总额	25,198	28,622	25,500	28,378	31,692
少数股东损益	1,234	415	879	836	807
归属母公司净利润	20,315	23,760	21,102	23,058	26,099
Non-GAAP 归母净利润	28,747	27,002	25,097	27,315	30,240

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	36,615	21,234	27,315	31,509	32,536
投资活动产生现金流	-50,397	-8,555	-14,052	-14,166	-14,242
融资活动现金流	-14,162	-13,759	-13,149	4,845	6,075
净现金流	-27,944	-1,080	114	22,188	24,368

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	406,759	427,780	434,912	463,370	494,281
流动资产	230,255	168,849	170,013	192,720	218,146
货币资金	36,734	36,529	36,643	58,831	83,199
交易型金融资产	168,670	102,608	102,608	102,608	102,608
应收账款	10,848	10,104	10,657	11,073	11,807
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	1,424	790	1,131	1,023	1,172
存货	0	0	0	0	0
非流动资产	176,504	258,931	264,899	270,649	276,135
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	24,666	98,535	98,535	98,535	98,535
长期投资	47,957	41,721	41,721	41,721	41,721
固定资产	27,960	30,102	29,226	27,941	26,231
无形资产	32,076	33,295	39,520	45,720	51,920
总负债	144,151	144,168	127,516	132,079	136,084
无息负债	87,956	96,742	97,546	102,109	106,114
有息负债	56,195	47,426	29,970	29,970	29,970
股东权益	262,608	283,612	307,396	331,290	358,197
股本	0	0	0	0	0
公积金	0	0	0	0	0
未分配利润	161,240	180,073	201,175	224,233	250,332
少数股东权益	18,982	19,992	20,871	21,708	22,515
归属母公司权益	243,626	263,620	286,525	309,583	335,682

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的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