

搜索龙头迈步转型 AI 云厂商

华泰研究

2025 年 5 月 22 日 | 中国香港/美国

季报点评

互联网

1Q25 百度集团总收入 325 亿元，同比+3.0 % (VA 一致预期: -1.9%，口径下同)，超预期主因 AI 云收入增长强劲。非 GAAP 净利润 65 亿元，非 GAAP 净利率 19.9% (预期: 16.5%)，同比下降 2.3 pp，下滑主因相对较高利润率的广告业务收入持续承压。1Q25 百度 AI 云占百度核心收入比例同比提升 6.5pp 至 26.1%，而广告收入占比对应同比下滑 8.7pp。展望未来，考虑到 AI 需求的强劲及广告业务的转型尚需时间，我们认为曾经的搜索龙头或持续向 AI 云厂商转型。建议关注 AI 云强劲收入增速的持续性，核心广告业务的收入增速修复节奏，以及 AI 对百度其余业务的赋能效果。“买入”。

百度核心: AI 云业务加速增长，印证国内 AI 需求强劲

1Q25 百度核心收入同比+7.0%至 255 亿元 (预期 yoy+0.8%)，主因 AI 云收入超预期。分部来看，广告收入同比-6.1%至 160 亿元，主因广告主需求温和与 AI 搜索改造的影响；非广告收入同增 39.6%至 95 亿元，其中 AI 云收入同比增长 42%至 67 亿元 (3Q24/4Q24: +11/26% yoy)，且 AI 云业务非 GAAP 经营利润率延续同比改善趋势并达到双位数水平。管理层披露，百度 AI 云订阅制收入中 Gen-AI 相关收入延续三位数增长趋势。1Q25 百度核心非 GAAP 经营利润 48.7 亿元，对应非 GAAP 经营利润率 19.1% (预期: 18.4%)，-4.4pp yoy，下降主因相对较高利润率的广告业务占比下降。

持续积极探索 AI 时代的新型搜索形态；自动驾驶业务开启全球化征程

管理层表示 4 月已有 35% 的百度搜索结果包含 AI 生成内容，较 1 月的 22% 进一步提升，我们认为这表明百度搜索在 AI 转型实践上的积极态度，其搜索业务的 AI 改造或逐步迈入深水区。管理层同时表示，百度搜索目前优先展示多模态内容，包括图片、视频、智能代理、数字人和直播等，以契合用户持续变化的偏好及丰富的搜索需求。据公司公告，2025 年 3 月百度 APP 的 MAU 达 7.24 亿，同比增长 7%，良好的用户增长势头或一定程度印证了用户体验的改善。Agent 或成为百度后续广告业务的重要形式之一，管理层指出 3 月有 2.9 万家广告主通过 Agent 产生日均广告支出，1Q25 广告 Agent 相关收入同比增长 30 倍，占百度核心广告收入的 9%。1Q25 百度萝卜快跑正式出海迪拜及阿布扎比，截至目前覆盖城市达到 15 个，部署车辆超 1000 台。在扩城带动下，1Q25 萝卜快跑订单量达 140 万，同比增长 75% (3Q24/4Q24: +20/36% yoy)，累计订单量突破 1100 万单。

盈利预测与估值

我们调整公司 2025/2026/2027 年非 GAAP 净利润预测-6.8/-5.7/-3.6%至 252/285/309 亿元，主因高利润率的广告业务收入预期下修。基于 SOTP 估值目标价 102.2 美元 (前值: 110.9 美元)，99.5 港元 (前值: 108.3 港元)。

风险提示: AI 大模型应用进程不及预期；广告业务修复弱于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	134,598	133,125	135,378	148,223	158,506
+/-%	8.83	(1.09)	1.69	9.49	6.94
归母净利润 (人民币百万)	20,315	23,760	23,686	24,614	26,713
+/-%	168.75	16.96	(0.31)	3.92	8.53
归母净利润 (调整后,人民币百万)	28,747	27,002	25,207	28,540	30,879
+/-%	39.01	(6.07)	(6.65)	13.22	8.20
EPS (调整后,人民币,最新摊薄)	10.45	9.82	9.17	10.38	11.23
PE (调整后,倍)	7.72	8.22	8.81	7.78	7.19
PB (倍)	0.86	0.80	0.73	0.66	0.61
ROE (调整后,%)	11.86	10.26	8.78	9.07	8.97
EV EBITDA (倍)	6.90	9.01	9.01	7.59	6.16

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

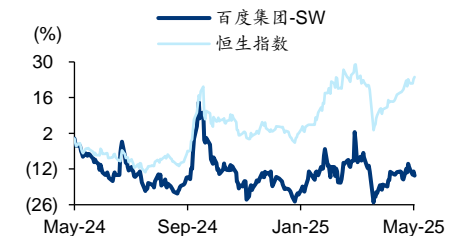
	9888 HK	BIDU US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 99.50	美元: 102.20

研究员	夏路路
SAC No. S0570523100002	xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154	+(852) 3658 6000
研究员	侯杰
SAC No. S0570523010002	houjie017864@htsc.com
SFC No. BRI004	+(86) 10 6321 1166
联系人	曹卓铭
SAC No. S0570124020016	caozhuoming@htsc.com
SFC No. BUT776	+(86) 21 2897 2205

基本数据

(港币/美元)	9888 HK	BIDU US
目标价	99.50	102.20
收盘价 (截至 5 月 21 日)	86.10	89.34
市值 (百万)	236,789	30,712
6 个月平均日均成交额 (百万)	1,103	399.70
52 周价格范围	73.25-119.40	74.71-116.25
BVPS	98.08	104.55

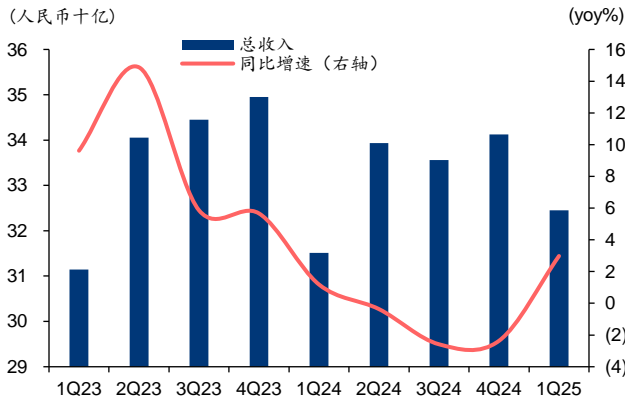
股价走势图



资料来源: S&P

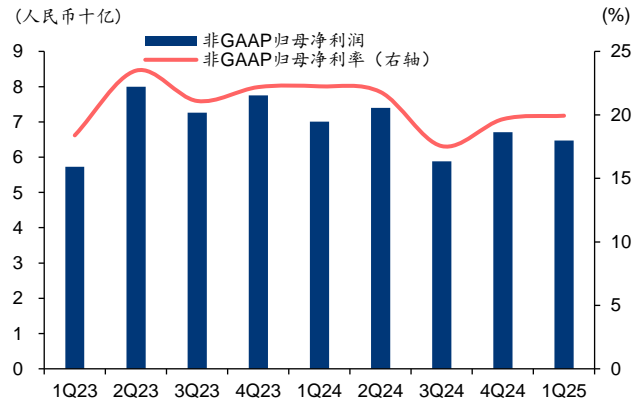
1Q25 业绩回顾

图表1：百度集团：季度收入趋势



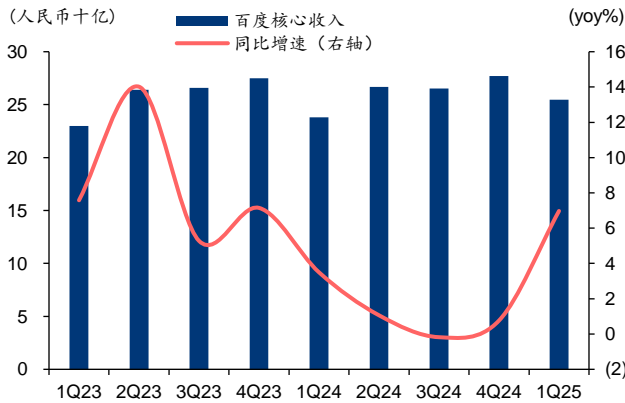
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：百度集团：季度调整后归母净利润趋势



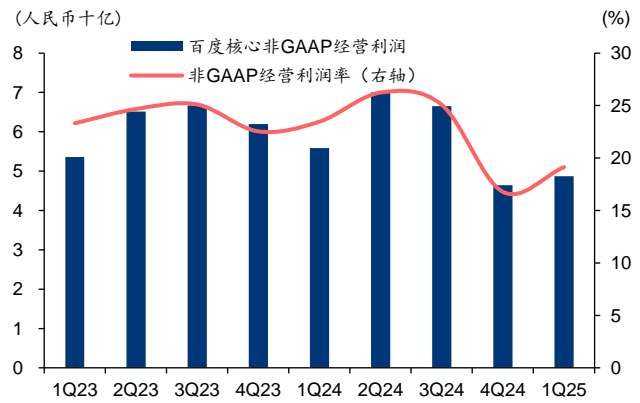
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：百度核心：季度收入趋势



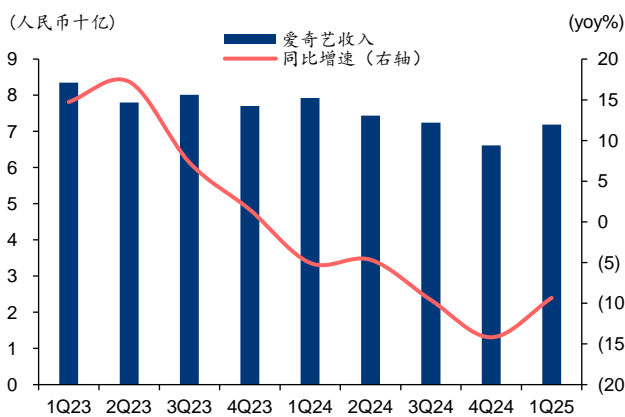
资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：百度核心：季度调整后经营利润趋势



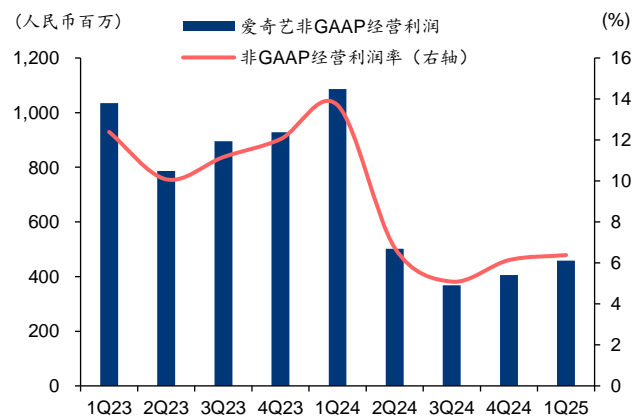
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：爱奇艺：季度收入趋势



资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：爱奇艺：季度调整后经营利润趋势



资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测调整与估值

我们将百度集团 2025 年收入预测下修 1.4%，2026/2027 年收入预测上修 0.6/2.3% 至 1,354/1,482/1,585 亿元，25 年下调主因广告业务的 AI 改造较我们此前预期的尝试节奏更为快速，广告收入的修复或慢于我们此前预期，26/27 年预测上修主因 AI 云的强劲需求及萝卜快跑出海带来的潜在增量业绩贡献；我们将百度集团 2025/2026/2027 年非 GAAP 净利率小幅下调 1.1/1.2/1.2 pp 至 18.6/19.3/19.5%，主要反映相对高利润率的广告业务收入预测下修。

图表7：华泰预测变动

(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %
营业收入	137,363	135,378	(1.4)	147,275	148,223	0.6	154,902	158,506	2.3
毛利润	67,634	63,423	(6.2)	74,086	70,941	(4.2)	78,080	76,512	(2.0)
经营利润, GAAP	21,442	18,659	(13.0)	24,618	21,719	(11.8)	26,449	24,252	(8.3)
净利润, GAAP	23,665	23,686	0.1	26,547	24,614	(7.3)	28,094	26,713	(4.9)
净利润, 非 GAAP	27,051	25,207	(6.8)	30,261	28,540	(5.7)	32,043	30,879	(3.6)

资料来源：华泰研究预测

图表8：华泰利润率预测变动

	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp
毛利率	49.2%	46.8%	(2.4)	50.3%	47.9%	(2.4)	50.4%	48.3%	(2.1)
经营利润率, GAAP	15.6%	13.8%	(1.8)	16.7%	14.7%	(2.0)	17.1%	15.3%	(1.8)
净利率, GAAP	17.2%	17.5%	0.3	18.0%	16.6%	(1.4)	18.1%	16.9%	(1.2)
净利率, 非 GAAP	19.7%	18.6%	(1.1)	20.5%	19.3%	(1.2)	20.7%	19.5%	(1.2)

资料来源：华泰研究预测

图表9：华泰关键财务预测

(人民币百万)	2024	2025E	2026E	2027E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E
营业收入										
百度	133,125	135,378	148,223	158,506	31,513	33,931	33,557	34,124	32,452	33,836
同比增长	-1.1%	1.7%	9.5%	6.9%	1.2%	-0.4%	-2.6%	-2.4%	3.0%	-0.3%
百度核心	104,712	107,138	118,013	126,409	23,803	26,687	26,524	27,698	25,463	26,810
同比增长	1.2%	2.3%	10.2%	7.1%	3.5%	1.1%	-0.2%	0.8%	7.0%	0.5%
爱奇艺	29,225	29,024	31,049	32,988	7,927	7,439	7,246	6,613	7,186	7,221
同比增长	-8.3%	-0.7%	7.0%	6.2%	-5.0%	-4.7%	-9.6%	-14.2%	-9.3%	-2.9%
非 GAAP 经营利润										
百度										
同比增长	26,234	21,981	25,347	28,120	6,673	7,500	7,014	5,047	5,333	5,248
非 GAAP 经营利润率	-7.7%	-16.2%	15.3%	10.9%	3.8%	2.3%	-7.7%	-28.7%	-20.1%	-30.0%
百度核心	19.7%	16.2%	17.1%	17.7%	21.2%	22.1%	20.9%	14.8%	16.4%	15.5%
百度核心										
非 GAAP 经营利润率	23,891	20,608	23,601	25,981	5,586	7,005	6,653	4,647	4,872	5,164
爱奇艺	22.8%	19.2%	20.0%	20.6%	23.5%	26.2%	25.1%	16.8%	19.1%	19.3%
非 GAAP 经营利润率	2,362	1,358	1,741	2,142	1,086	501	369	406	459	73

资料来源：公司公告，华泰研究预测

分部估值

我们基于 SOTP 模型的美股目标价为 102.2 美元（前值：110.9 美元），港股目标价为 99.5 港元（前值：108.3 港元），新目标价分别对应 10.1/9.0/8.3 倍 2025/2026/2027E 非 GAAP PE。我们的分部估值结果主要包括：

1) 百度核心广告业务估值为 47.5 美元每 ADS/ 46.2 港币每普通股，基于 5.0 倍 2025 年预测 PE（前值：7.0 倍 2025 年预测 PE），低于可比同业均值的 13.9 倍，折价及估值倍数下调主因广告业务在 AI 改造期间仍面临收入增长压力。

2) 百度 AI 云估值为 46.2 美元每 ADS/ 45.0 港币每普通股, 基于 4.0 倍 2025 年预测 PS(前值: 3.0 倍 2025 年预测 PS), 低于可比同业均值的 7.7 倍, 主要反映国内 AI 云计算服务商与海外厂商相比较低的利润率水平。估值倍数提升主因收入增速强劲的同时板块经营利润率突破双位数水平, 利润率改善节奏好于此预期。

3) 投资 8.5 美元每 ADS/8.3 港币每普通股, 基于截至 2025 年 5 月 21 日投资公司最新市值及百度所持权益份额, 给予持有折让 30% 不变。

图表10: 百度: 分部估值

分部	估值方法	估值基础	估值倍数(x)	估值/市值 人民币百万	估值/市值 美元百万	百度持有比例	归属百度的价值 百万美元	每 ADS 估值 美元	每普通股 估值 港元
百度核心广告	2025 PE	23,173.1	5.0	115,865.6	16,107.9	100%	16,107.9	47.5	46.2
百度 AI 云	2025 PS	28,197.9	4.0	112,791.7	15,680.5	100%	15,680.5	46.2	45.0
投资, 30%持有折让							2,888.8	8.5	8.3
总估值, 百万美元							34,677.2	102.2	99.5
普通股数量, 百万							2,714.1		
ADS 数量, 百万							339.3		

注: 美元/人民币汇率假设为 7.19, 港元/人民币汇率假设为 0.92, 基于 5 月 21 日人民币兑美元中间价。
资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究预测

图表11: 可比估值

在线广告		股价	市值	P/S			营收 CAGR		P/E		调整后净利 CAGR
公司名称	股票代码	(交易货币)	(百万美元)	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E
阿里巴巴	BABA US	125.2	300,144	2.1	1.9	1.8	7.5	13.0	11.8	10.7	8.4
腾讯	700 HK	520.5	610,964	6.0	5.5	5.1	9.5	17.5	15.7	14.2	11.7
微博	WB US	8.4	2,131	1.2	1.2	1.1	2.5	4.7	4.5	4.2	1.8
Google	GOOG US	165.3	1,997,212	5.2	4.7	4.2	10.4	14.8	13.9	12.5	10.7
Meta	META US	637.1	1,601,878	8.6	7.6	6.7	13.2	19.7	17.9	16.2	9.5
平均值				4.6	4.2	3.8	8.6	13.9	12.8	11.6	8.4
云计算及 AI		股价	市值	P/S			营收 CAGR		P/E		调整后净利 CAGR
公司名称	股票代码	(交易货币)	(百万美元)	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E
Amazon	AMZN US	204.1	2,166,479	3.1	2.9	2.6	9.5	25.6	22.0	17.7	16.2
Microsoft	MSFT US	458.2	3,405,369	11.4	10.0	8.7	14.2	32.0	27.8	23.3	15.7
Google	GOOG US	165.3	1,997,212	5.2	4.7	4.2	10.4	14.8	13.9	12.5	10.7
Salesforce	CRM US	288.1	276,938	6.8	6.2	5.7	8.8	25.3	22.5	19.6	12.4
ServiceNow	NOW US	1,021.8	211,499	16.2	13.7	11.5	18.8	61.0	50.6	41.2	20.9
金蝶国际	268 HK	12.8	5,812	6.4	5.6	4.8	14.6	315.9	104.9	52.8	na
金山软件	3888 HK	38.9	6,959	4.7	4.3	3.8	11.4	14.8	14.2	12.1	14.0
平均值				7.7	6.8	5.9	12.5	22.5	20.1	21.1	15.0

注: 1) 港股数据截至 5 月 21 日, 美股数据截至 5 月 20 日; 2) 阿里巴巴, Microsoft, Salesforce 等数据已调整至日历年口径。
资料来源: Visible Alpha 一致预期, Wind, 华泰研究

风险提示

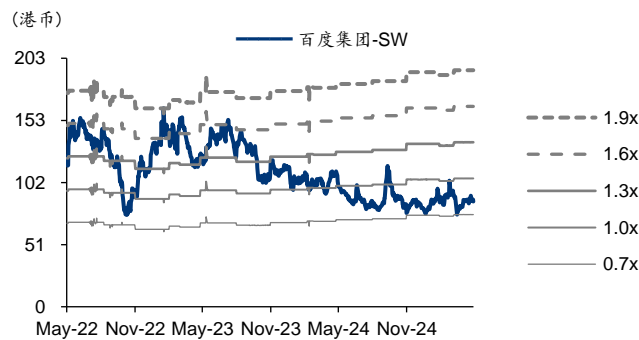
AI 大模型应用进程不及预期; 广告业务修复弱于预期。

图表12: 百度集团-SWPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表13: 百度集团-SWPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	134,598	133,125	135,378	148,223	158,506
销售成本	(65,031)	(66,102)	(71,955)	(77,282)	(81,994)
毛利润	69,567	67,023	63,423	70,941	76,512
销售及分销成本	(23,519)	(23,620)	(23,887)	(24,717)	(26,278)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	2,380	2,905	3,042	1,500	1,500
财务成本净额	4,761	5,138	4,785	4,847	5,111
应占联营公司利润及亏损	(3,799)	(691.00)	1,200	1,200	1,200
税前利润	25,198	28,622	27,685	29,266	32,063
税费开支	(3,649)	(4,447)	(3,925)	(4,432)	(4,890)
少数股东损益	1,234	415.00	74.39	219.21	460.42
净利润	20,315	23,760	23,686	24,614	26,713
Non-GAAP 调整项	8,432	3,242	1,521	3,925	4,166
调整后净利润	28,747	27,002	25,207	28,540	30,879
折旧和摊销	(14,908)	(8,508)	(6,908)	(7,991)	(8,880)
EBITDA	41,894	31,992	29,808	32,410	35,833
EPS (人民币, 基本)	7.39	8.64	8.61	8.95	9.71

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	23,427	28,922	27,349	27,346	27,069
现金及现金等价物	25,231	24,832	41,660	61,954	85,136
其他流动资产	181,597	115,095	118,173	121,344	124,610
总流动资产	230,255	168,849	187,181	210,644	236,815
固定资产	27,960	30,102	34,024	34,927	35,557
无形资产	7,848	7,702	7,702	7,702	7,702
其他长期资产	140,696	221,127	222,530	223,946	225,377
总长期资产	176,504	258,931	264,256	266,575	268,636
总资产	406,759	427,780	451,437	477,219	505,450
应付账款	57,055	58,787	58,396	58,349	57,804
短期借款	10,257	10,669	10,669	10,669	10,669
其他负债	9,139	11,497	11,497	11,497	11,497
总流动负债	76,451	80,953	80,562	80,515	79,970
长期债务	19,263	20,569	21,349	22,168	23,027
其他长期债务	48,437	42,646	39,011	35,740	32,796
总长期负债	67,700	63,215	60,360	57,908	55,823
股本	73,190	79,100	82,243	85,690	89,378
储备/其他项目	179,901	194,390	218,150	242,984	270,157
股东权益	253,091	273,490	300,393	328,674	359,535
少数股东权益	9,517	10,122	10,122	10,122	10,122
总权益	262,608	283,612	310,515	338,796	369,657

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	10.72	9.17	9.20	8.85	8.16
PB	0.86	0.80	0.73	0.66	0.61
调整后 PE (倍)	7.72	8.22	8.81	7.78	7.19
调整后 ROE	11.86	10.26	8.78	9.07	8.97
EV EBITDA	6.90	9.01	9.01	7.59	6.16
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	3.69	10.35	7.12	8.54	9.56

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	41,894	31,992	29,808	32,410	35,833
融资成本	(4,761)	(5,138)	(4,785)	(4,847)	(5,111)
营运资本变动	(13,067)	4,848	1,183	(44.33)	(268.26)
税费	(3,649)	(4,447)	(3,925)	(4,432)	(4,890)
其他	16,198	(6,021)	12,712	13,140	13,910
经营活动现金流	36,615	21,234	34,994	36,227	39,473
CAPEX	(11,295)	(10,650)	(12,233)	(10,310)	(10,941)
其他投资活动	(39,102)	2,095	(3,078)	(3,171)	(3,266)
投资活动现金流	(50,397)	(8,555)	(15,311)	(13,481)	(14,207)
债务增加量	(7,321)	(13,759)	(2,855)	(2,452)	(2,084)
权益增加量	(4,413)	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(2,428)	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(14,162)	(13,759)	(2,855)	(2,452)	(2,084)
现金变动	(27,944)	(1,080)	16,828	20,294	23,182
年初现金	65,236	37,574	36,494	53,322	73,616
汇率波动影响	282.00	95.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	37,574	36,494	53,322	73,616	96,798

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	8.83	(1.09)	1.69	9.49	6.94
毛利润	16.45	(3.66)	(5.37)	11.85	7.85
营业利润	37.36	(2.68)	(12.28)	16.40	11.66
净利润	168.75	16.96	(0.31)	3.92	8.53
调整后净利润	39.01	(6.07)	(6.65)	13.22	8.20
EPS (基本)	168.75	16.96	(0.31)	3.92	8.53
盈利能力比率 (%)					
毛利率	51.69	50.35	46.85	47.86	48.27
EBITDA	31.13	24.03	22.02	21.87	22.61
净利润率	15.09	17.85	17.50	16.61	16.85
调整后净利润率	21.36	20.28	18.62	19.25	19.48
ROE	8.38	9.02	8.25	7.83	7.76
调整后 ROE	11.86	10.26	8.78	9.07	8.97
ROA	5.09	5.69	5.39	5.30	5.44
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	1.69	2.34	(3.21)	(8.86)	(14.31)
流动比率	3.01	2.09	2.32	2.62	2.96
速动比率	3.01	2.09	2.32	2.62	2.96
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.34	0.32	0.31	0.32	0.32
应收账款周转天数	60.87	70.78	74.82	66.42	61.79
应付账款周转天数	336.66	315.45	293.14	271.92	254.99
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	7.39	8.64	8.61	8.95	9.71
EPS (调整后, 基本)	10.45	9.82	9.17	10.38	11.23
每股净资产	92.03	99.44	109.23	119.51	130.73

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、侯杰, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 百度集团-SW (9888 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、侯杰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 百度集团-SW (9888 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司