

百度集团-SW (09888.HK) 25Q1 财报点评

广告业务持续承压，AI 云增长加速显著

优于大市

核心观点

总览：总收入相比去年略有上升，经调整归母净利润 65 亿元，调整后归母净利润率稳定。 2025Q1，百度集团实现总收入 325 亿元，同比+3%。百度核心收入 255 亿元，同比+7%，爱奇艺收入 72 亿元，同比-9%。2025Q1，百度集团实现经调整归母净利润 65 亿元，同比-7%。经调整归母净利润率 20%。其中，百度核心实现经调整归母净利润 63 亿元，同比-4%，经调整归母净利润率 25%。

百度核心广告收入下滑 6%，搜索结果中 35%是由生成式 AI 来实现的（环比+13pcts）。 百度核心在线营销收入为 160 亿元，同比下滑 6%。其中托管页收入占比 47%，体现广告业务结构持续优化。代理为广告主创造的收入同比增长 30 倍，占核心在线营销收入 9%。搜索 AI 转型加速，有助于提升用户体验。

智能云加速至同比+42%，非 GAAP 运营利润保持正值。 智能云收入 67 亿元，同比增长 42%，非 GAAP 运营利润率持续为正。GenAI 和基础模型相关收入实现三位数的同比增长，AI 云服务的需求显著增加。

技术赋能与生态拓展并行，客户结构持续优化。 千帆平台升级促进原生 AI 应用开发，无代码工具 MIAODA 正式上线降低开发门槛，一季度与多家领先企业开展合作，并拓展具身智能等新兴领域。

Apollo Go 国际扩张取得实质性进展，稳居国内自动驾驶出行龙头。 Apollo Go 在第一季度向公众提供了约超过 140 万次乘车服务，同比增长 75%。累计服务超 1100 万次。继进入迪拜和阿布扎比后现已覆盖 15 个城市。

投资建议：我们看好 AI 技术对于搜索广告和智能云业务的潜在拉动作用，考虑宏观经济下公司广告收入承压与 Gen-AI 研发投入持续增长，预计 2025-2027 年实现经调整归母净利润 241/270/312 亿元（前值为 272/301/331），维持优于大市评级。

风险提示：宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险；AI 大模型实际应用效果不及预期的风险；自动驾驶业务发展慢于预期的风险；政策风险等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	134,598	133,125	135,684	143,623	152,250
(+/-%)	8.8%	-1.1%	1.9%	5.9%	6.0%
调整后归母净利润(百万元)	28,747	26,345	24,147	27,096	31,229
(+/-%)	39.0%	-8.4%	-8.3%	12.2%	15.3%
调整后 EPS (元)	10.45	9.58	8.78	9.85	11.36
EBIT Margin	16.2%	16.0%	12.8%	13.6%	15.1%
净资产收益率 (ROE)	8.3%	9.0%	6.1%	7.0%	7.6%
市盈率 (PE)	7.4	8.0	8.8	7.8	6.8
EV/EBITDA	12.6	13.1	15.5	13.9	12.0
市净率 (PB)	0.87	0.80	0.75	0.70	0.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 联系人：刘子谭
0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn liuzitan@guosen.com.cn
S0980521120004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	100.00 - 120.00 港元
收盘价	82.65 港元
总市值/流通市值	227301/183965 百万港元
52 周最高价/最低价	119.40/73.25 港元
近 3 个月日均成交额	1195.52 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《百度集团-SW (09888.HK) 24Q4 财报点评-广告持续承压，AI 显著提升云业务收入与利润》——2025-02-22
- 《百度集团-SW (09888.HK) 24Q3 财报点评-广告需求承压，搜索广告与云业务中生成式 AI 占比持续增长》——2024-11-23
- 《百度集团-SW (09888.HK) 24Q2 财报点评-广告收入阶段性承压，AI 拉动云业务增长》——2024-08-25
- 《百度集团-SW (09888.HK) -广告收入阶段性承压，AI 拉动云业务增长》——2024-05-19
- 《百度集团-SW (09888.HK) -24Q1 业绩前瞻：广告和云业务暂时承压，关注 AI 进展》——2024-04-09

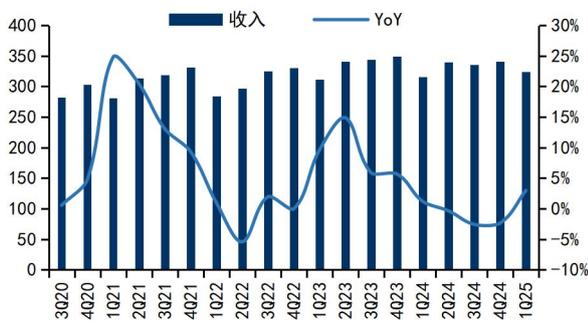
广告业务与利润持续承压，AI 云加速明显

2025Q1，百度集团实现总收入 325 亿元（+3% YoY）。其中：

- ◆ 分业务分部来看，一季度百度核心收入同比+7%，爱奇艺收入同比-9%。
- ◆ 分业务类型来看，一季度在线营销收入同比-6%，非在线营销收入同比+40%，主要由智能云业务带动。

2025Q1，百度集团实现经调整归母净利润 65 亿元（-7% YoY）。其中，百度核心第一季度经调整营业利润为 49 亿元人民币，经调营业利润率为 19%。第一季度运营费用为 105 亿元人民币，同比-3%，主要是由于渠道支出和促销营销费用的增加被人事相关费用的减少部分抵消，叠加人员相关费用下降。

图1: 百度集团营业收入及增速（亿元、%）



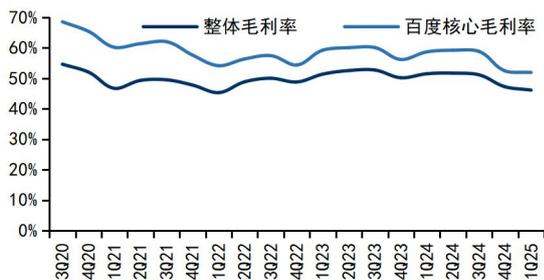
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 百度集团经调整归母净利润及利润率（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 百度集团和百度核心毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 百度集团销售及研发费率、研发费率（%）



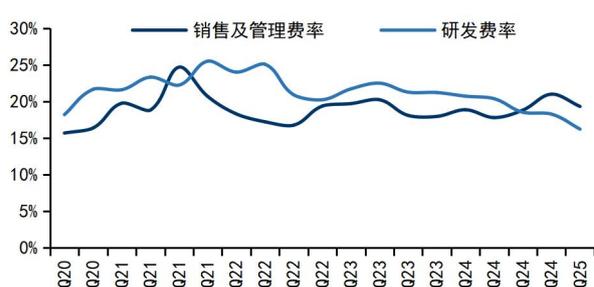
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 百度核心经调整归母净利润及利润率（亿元、%）

图6: 百度核心销售及研发费率、研发费率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

百度广告收入持续受宏观经济与 AI 转型压力

广告疲软受到宏观持续的影响，竞争环境持续充满挑战。2025 年第一季度，其收入为 160 亿元，同比下降 6%，占百度核心总收入的 63%。其中托管页收入占比广告收入 47%，体现广告业务结构持续优化。长期来看 AI 转型有助于提升用户体验，为广告业务创造新机会。

当前 35%搜索结果页含 AI 生成内容，搜索 AI 转型加速。AI 依托多模态内容战略优化展示形式，契合用户偏好变化、应对复杂查询需求，同时推动内容生态扩容，如在基础模型赋能下，AI 生成数字人类视频量从 2025 年初至 4 月增长超 30 倍。转型带来用户体验的持续提升并带动留存率增长。

广告代理渠道效率显著提升。2025 年一季度代理为广告主创造的收入同比增长 30 倍，占核心在线营销收入 9%，2025 年 3 月起 2.9 万广告主通过代理产生广告支出，在医疗、法律、教育和 B2B 等领域增长迅速。百度智能数字人行业领先，在直播主持等场景广泛应用。

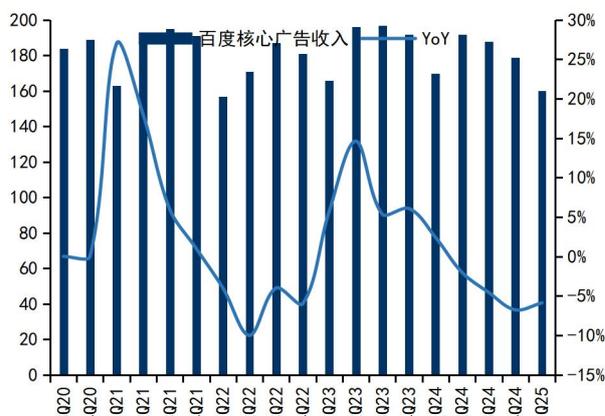
移动生态方面，25 年 3 月，百度 App MAU 达到 7.24 亿，同比+7%。

图7: 百度核心收入及增速 (亿元、%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

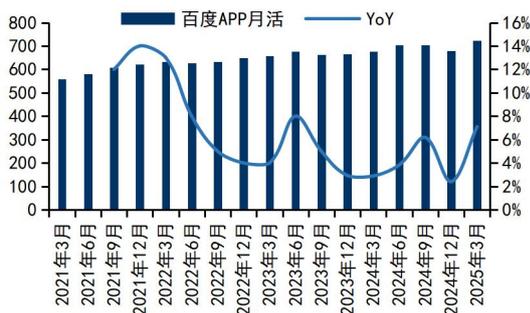
图8: 百度核心广告收入及增速 (亿元、%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9: 百度 APP 月活及增速 (百万、%)

图10: 托管页收入及占百度核心广告收入比例 (亿元、%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

AI 背景下智能云加速，有望保持增长和盈利

AI 带动百度智能云本季度加速至+42%增长，非 GAAP 运营利润保持正值。2025Q1，百度核心非营销收入为 95 亿元，同比+40%。其中，智能云收入 67 亿元，同比增长 42%，主要得益于各行业对生成式 AI 和基础模型训练及推理需求的激增，非 GAAP 运营利润率持续为正。GenAI 和基础模型相关收入实现三位数的同比增长，AI 云服务的需求显著增加。

技术赋能与生态拓展并行，客户结构持续优化。千帆平台升级促进原生 AI 应用开发，无代码工具 MIAODA 正式上线降低开发门槛。在深化现有客户合作的基础上，一季度与招商集团、头部电商等多家领先企业开展合作，并拓展具身智能等新兴领域，进一步优化客户结构。

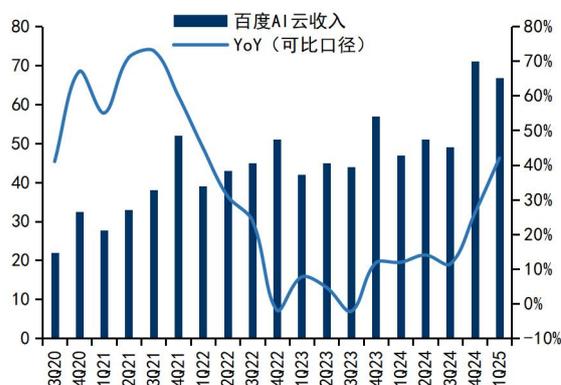
Apollo Go 国际扩张取得实质性进展，稳居国内自动驾驶出行龙头。一季度 Apollo Go 向公众提供了超过 140 万次乘车服务，同比增长 75%，体现其规模化运营的加速势头。2025 年 5 月累计服务超 1100 万次。继进入迪拜和阿布扎比之后，全球足迹现已覆盖 15 个城市。5 月，Apollo Go 与 CAR 公司达成战略合作，联合推出全自动驾驶汽车租赁服务、探索智能出行新模式。

图11: 百度核心非在线营销收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12: 百度 AI 云收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

投资建议

我们看好 AI 技术对于搜索广告和智能云业务的潜在拉动作用，考虑宏观经济下公司广告收入承压与 Gen-AI 研发投入持续增长，预计 2025-2027 年实现经调整归母净利润 241/270/312 亿元（前值为 272/301/331），维持优于大市评级。

风险提示

宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险；AI 大模型实际应用效果不及预期的风险；自动驾驶业务发展慢于预期的风险；政策风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	36589	40575	51344	63835	营业收入	133125	135684	143623	152250
应收款项	10894	12267	12985	13765	营业成本	66102	69742	73248	76125
存货净额	0	1019	1075	1123	研发费用	(22133)	(24423)	(25565)	(26796)
其他流动资产	18758	20353	21543	22838	销售及管理费用	(23620)	(24152)	(25278)	(26339)
流动资产合计	168849	181952	200073	220342	营业利润	21270	17368	19533	22990
固定资产	30102	34807	38981	42618	财务费用	6214	5714	6795	7411
无形资产及其他	41186	40556	39982	39467	权益性投资损益	(691)	(2133)	(2208)	(1677)
投资性房地产	47387	47387	47387	47387	其他损益净额	1829	(708)	969	697
长期股权投资	140256	139548	140567	141314	税前利润	28622	20241	25088	29420
资产总计	427780	444251	466990	491128	所得税费用	4447	2834	3512	4119
短期借款及交易性金融负债	11079	12187	13406	14746	少数股东损益	415	299	370	434
应付款项	49469	45356	43088	40512	归属于母公司净利润	23760	17108	21206	24867
其他流动负债	20405	19314	20710	21620	经调整归母净利润	26345	24147	27096	31229
流动负债合计	80953	76857	77203	76879	现金流量表(百万元)				
长期借款及应付债券	51943	51943	51943	51943	净利润	23760	17108	21206	24867
其他长期负债	11272	15029	16587	16617	资产减值准备	0	0	0	0
长期负债合计	63215	66972	68530	68560	折旧摊销	(7088)	(5640)	(6249)	(6865)
负债合计	144168	143829	145734	145439	公允价值变动损失	1829	(708)	969	697
少数股东权益	19992	19693	19323	18888	财务费用	(6214)	(5714)	(6795)	(7411)
股东权益	263620	280728	301934	326801	营运资本变动	1364	(5433)	(1280)	(3757)
负债和股东权益总计	427780	444251	466990	491128	其它	1369	12397	10190	11902
关键财务与估值指标					经营活动现金流	21234	17724	24836	26843
经调整 EPS	9.58	8.78	9.85	11.36	资本开支	(9026)	(9716)	(9849)	(9987)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	其它投资现金流	66062	(5130)	(5387)	(5656)
每股净资产	95.86	102.08	109.79	118.83	投资活动现金流	(8555)	(14846)	(15286)	(15693)
ROIC	18%	14%	14%	15%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	9%	6%	7%	8%	负债净变化	(5414)	0	0	0
毛利率	50%	49%	49%	50%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	13%	14%	15%	其它融资现金流	(2931)	1108	1219	1341
EBITDA Margin	21%	17%	18%	20%	融资活动现金流	(13759)	1108	1219	1341
收入增长	-1%	2%	6%	6%	现金净变动	11358	3986	10769	12491
净利润增长率	17%	-28%	24%	17%	货币资金的期初余额	25231	36589	40575	51344
资产负债率	38%	37%	35%	33%	货币资金的期末余额	36589	40575	51344	63835
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	企业自由现金流	13100	3148	9640	10975
P/E	8.0	8.8	7.8	6.8	权益自由现金流	3863	9117	16206	18197
P/B	0.8	0.8	0.7	0.6					
EV/EBITDA	13	15	14	12					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032