

AI浪潮推动云业务快速增长，萝卜快跑领跑全球 Robotaxi 行业

买入 (首次)

2025年6月4日

分析师
李润泽

(852) 3982 3213

leonli@dwzq.com.hk

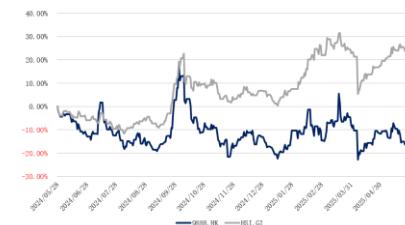
盈利预测与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	133,125	131,027	136,701	143,117
同比 (%)	-1.1	-1.6	4.3	4.7
归母净利润 (百万元)	23,760	20,997	21,872	22,969
同比 (%)	17.0	-11.6	4.2	5.0
每股收益-最新股本 (元/股)	8.6	7.6	8.0	8.4
P/E (倍)	10.4	11.7	11.3	10.7

数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

投资要点

- 广告业务为基，搜索引擎地位稳固，25Q1 活跃用户数重回升势。公司营收主要来源于在线营销服务、云服务、爱奇艺在线广告及会员服务三块，24 年分别占比营收 55%、16%、18%，目前公司以广告业务为基石，以云服务和智能驾驶技术为增长引擎。公司广告业务虽然近年来有所放缓，月活用户和搜索引擎市场地位仍然体现出公司流量基本盘的坚韧：百度在中国搜索引擎市场份额于 25M4 仍然位居首位录得 67.56%；25Q1 百度 APP 活跃用户数录得 7.24 亿人，重回升势，同比增长 6.6%。
- 百度萝卜快跑领跑全球 Robotaxi 行业，25Q1 订单同比增长 75% 至 144 万次，有望于 2028 年开始实现盈利，目前已于全球 15 座、全国 13 座城市开放载人测试运营服务。25 年 Q1 订单量同比增长 75% 至 144 万次。中国 Robotaxi 服务市场有望快速增长，预计 2035 年中国市场规模超过 1 万亿元人民币，中国市场规模 2025-2030 年 CAGR 有望达到 199.6%。百度萝卜快跑商业模式逐步成熟，我们根据相关上市公司财报和公开新闻，测算百度萝卜快跑单车 UE model，我们认为公司 Robotaxi 业务有望在 2028 年开始实现盈利，除了假设运营数据逐步走升带来每日毛收入持续提升外，因为云代驾已经于 2025 年基本实现 100% 的占比大幅度降低人工成本，2028 年安全员成本相比 2024 年下降超过 50%，车辆成本因为未来车队规模提升相比 2024 年有望下降 24%。
- 生成式 AI 及大语言模型在培训和推理方面激增的需求推动公司智能云业务快速增长，竞争力不断提升：1) 推动了公司智能云业务的高速增长，公司 25Q1 云服务收入同比增长 42%；2) 且随着规模的扩大，规模效应带来的降本增强了公司在云端领域的竞争优势，百度云业务在 2023Q1 首次实现盈利 (non-GAAP)，25Q1 运营利润率 (non-GAAP) 持续同比扩大且已达到两位数水平，延续上升趋势。24H2 百度智能云在中国 MaaS 市场份额居首位，客户在选择云服务的维度不仅仅再局限于 IaaS 的性能，而更多是看供应商在 MaaS 上的积累，其 MaaS 突出的竞争优势有望持续推动云业务增长。
- 盈利预测与投资评级：百度搜索引擎地位稳固，广告业务有望维持稳健，而 AI 高景气推动云业务快速增长。我们预测公司整体 2025-2027 年营收分别同比增长-1.6%/4.3%/4.7% 至 131,027/136,701/143,117 百万元；归母净利润分别同比增长-11.6%/4.2%/5.0% 至 20,997/21,872/22,969 百万元；对应的 PE 分别为 11.7/11.3/10.7 倍，non-gaap 净利润分别为 22,620/23,862/24,898 百万元。我们得出图 24 的 DCF 估值结果，给予公司目标价 96.35 港币，首次覆盖并给予“买入”评级。
- 风险提示：核心业务竞争风险，ai 技术发展不及预期风险，宏观经济波动风险等。

股价走势



数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

市场数据

收盘价(港元)	82.1
一年最低/最高价	73.25/119.4
市净率(倍)	0.78
流通股市值(百万港元)	225,788.7

数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

基础数据

每股净资产(港元,LF)	98.1
资产负债率(% ,LF)	36.1
总股本(百万股)	2,750.2
流通股(百万股)	2,750.2

数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

相关研究

内容目录

1. 广告业务为基，搜索引擎地位稳固，25Q1 活跃用户数重回升势	4
2. 萝卜快跑商业模式逐步成熟，智驾业务有望快速增长	6
2.1. Robotaxi: 萝卜快跑商业模式逐步成熟，保守估计有望于 2028 年整体实现盈利	6
2.2. Apollo 汽车智驾解决方案：萝卜快跑深厚数据积累赋能公司 ASD 产品	9
3. AI 高景气推动云业务快速增长，百度 MaaS 竞争优势领先	11
4. 盈利预测与估值分析	13
5. 风险提示	14

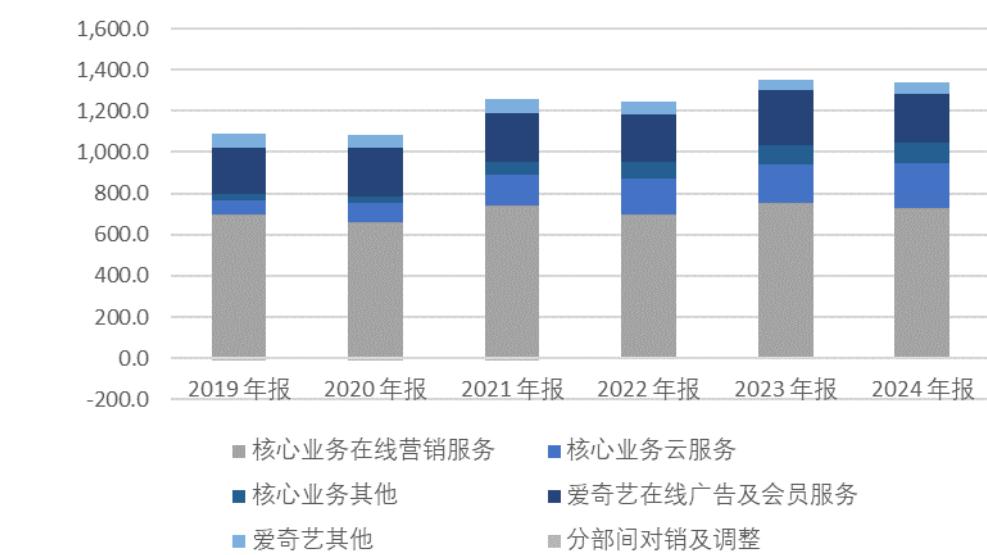
图表目录

图 1: 公司分业务营收: 广告收入占比超过 50% (亿元)	4
图 2: 公司广告业务收入增速近年放缓	5
图 3: 百度在中国搜索引擎市场份额仍居首位超过 65%	5
图 4: 百度 APP 月活跃用户数 MAUs	5
图 5: 百度搜索引擎引入 AI	6
图 6: 百度接入 Deepseek 后迭代出多个应用	6
图 7: 百度萝卜快跑运营订单持续高速增长	7
图 8: 百度全国全无人驾驶比例 25Q1 提升至 100%	7
图 9: 百度萝卜快跑无人车成本大幅下降	7
图 10: Robotaxi 服务全球和中国市场规模及增速 (十亿美元)	8
图 11: 全球无人驾驶玩家技术和各项产品实力对比	8
图 12: 百度萝卜快跑单车 UE model	9
图 13: 百度萝卜快跑单车 UE model 相关假设	9
图 14: 全球智能驾驶解决方案市场规模 (十亿元)	10
图 15: 中国智能驾驶解决方案市场规模 (十亿元)	10
图 16: 百度 Appolo ADFM 自动驾驶大模型	10
图 17: 升级后的 ASD 产品核心功能	11
图 18: 加入 ADFM 升级后的 Appolo ASD 产品参数	11
图 19: 公司百度云增长喜人, 逐步成为公司核心增长引擎	12
图 20: 2023 年中国公有云市场份额百度智能云居首位	13
图 21: 24H2 百度智能云在中国 MaaS 市场份额第一	13
图 22: 公司分部门营收拆分及预测	13
图 23: 估值基本假设	14
图 24: 百度集团 DCF 估值	14

1. 广告业务为基，搜索引擎地位稳固，25Q1 活跃用户数重回升势

百度集团是拥有强大互联网基础的领先 AI 公司。公司以搜索引擎起家，自 2010 年起一直投资 AI 以提升搜索及变现能力，并使用公司的核心 AI 技术引擎“百度大脑”开发新 AI 业务。公司主要业务分为核心业务和爱奇艺两个部分，核心业务包括在线营销服务、云服务、其他，爱奇艺包括广告和会员服务以及其他。公司营收主要来源于核心业务在线营销服务、核心业务云服务、爱奇艺在线广告及会员服务三块，分别占比营收 55%、16%、18%，目前公司以广告业务为基石，以云服务和智能驾驶技术为增长引擎。

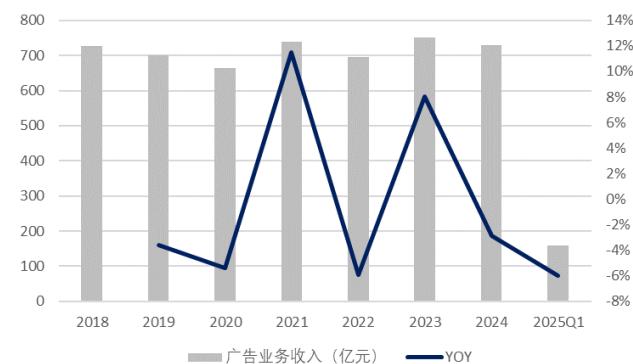
图1：公司分业务营收：广告收入占比超过 50%（亿元）



数据来源：iFind，东吴证券（香港）

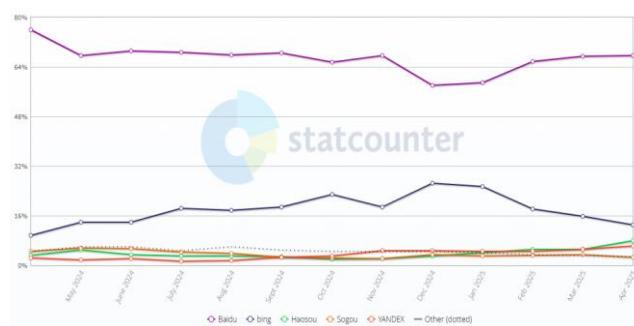
广告业务增速逐步放缓，搜索引擎市场地位仍然居首位。公司广告业务虽然近年来有所放缓，月活用户和搜索引擎市场地位仍然体现出公司流量基本盘的坚韧：根据 statcounter 数据，百度在中国搜索引擎市场份额于 25M4 仍然位居首位录得 67.56%；25Q1 百度 APP 活跃用户数录得 7.24 亿人，重回升势，同比增长 6.6%。

图2: 公司广告业务收入增速近年放缓



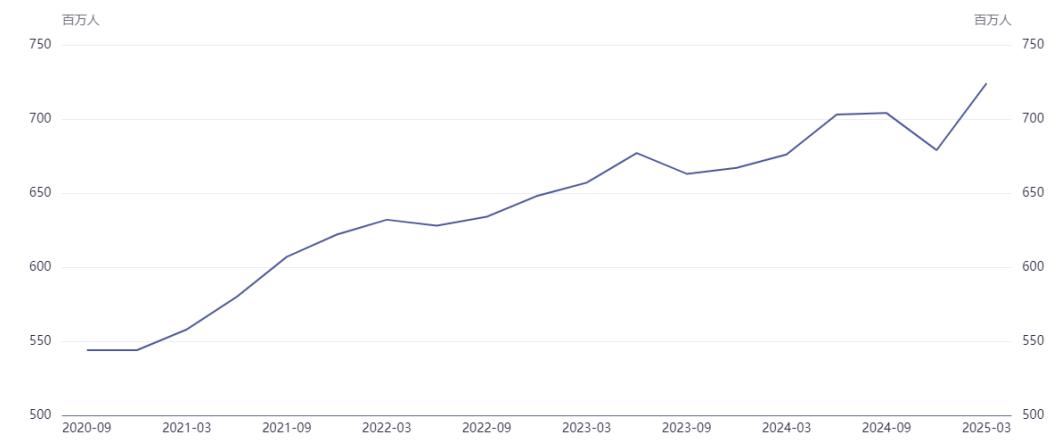
数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

图3: 百度在中国搜索引擎市场份额仍居首位超过 65%



数据来源: statcounter, 东吴证券 (香港)

图4: 百度 APP 月活跃用户数 MAUs



数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

公司利用 AI 技术来优化搜索效率和客户体验。百度搜索引擎在搜索后会出现 AI 整理的内容，提高客户的搜索效率，为用户提供更好的体验。此外，百度接入 Deepseek 放在网页栏的旁边，并且迭代出多种 AI 应用，打造更多元化的 AI+搜索体验。2025 年 4 月 AI 内容占比 35%，25 年 1 月仅占比 22%，AI 内容占比持续提升。

图5: 百度搜索引擎引入 AI



数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

图6: 百度接入 Deepseek 后迭代出多个应用



数据来源: statcounter, 东吴证券 (香港)

2. 萝卜快跑商业模式逐步成熟, 智驾业务有望快速增长

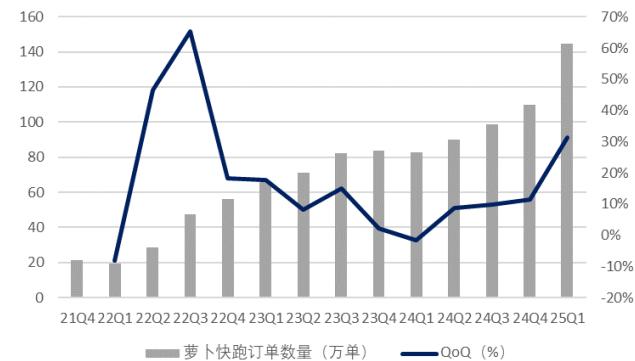
公司智驾业务布局主要包括自动无人车服务的萝卜快跑、Apollo 汽车解决方案。

百度在 AI 与智能驾驶领域的前瞻性布局, 使得百度的智能驾驶技术在众多互联网企业中较为突出, 率先实现商用落地。公司明确了 Apollo 智能驾驶业务的核心商业模式: 1) 为汽车厂商提供 Apollo 自动驾驶技术解决方案; 2) 共享无人车服务, Robotaxi 已开启常态化商业运营; 3) 百度造车, 如与吉利展开合作成立智能电动汽车公司集度汽车。

2.1. Robotaxi: 萝卜快跑商业模式逐步成熟, 保守估计有望于 2028 年整体实现盈利

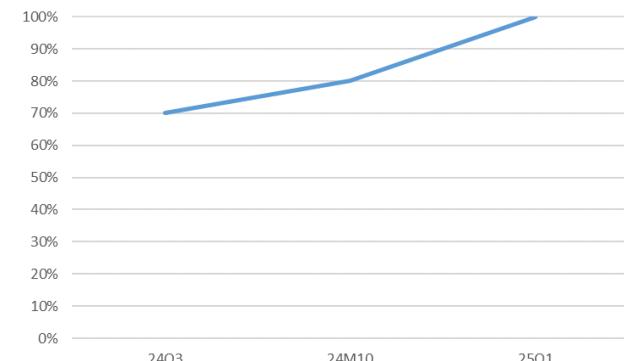
百度萝卜快跑领跑全球 Robotaxi 行业, 25Q1 订单同比增长 75% 至 144 万次。百度旗下萝卜快跑是自动驾驶出行服务平台, 发挥百度自动驾驶技术积累优势, 目前已于全球 15 座、全国 13 座城市开放载人测试运营服务, 实现国内超一线城市全覆盖, 海外初步实现布局, 领跑全球 Robotaxi 行业。公司订单近些年按季度快速增长, 25 年 Q1 订单量同比增长 75% 至 144 万次。全国全无人驾驶比例迅速提升, 25Q1 已经提升至 100%, 而 24Q3 为 70%。

图7: 百度萝卜快跑运营订单持续高速增长



数据来源: 上市公司财报, 东吴证券(香港)

图8: 百度全国全无人驾驶比例 25Q1 提升至 100%



数据来源: 上市公司财报, 东吴证券(香港)

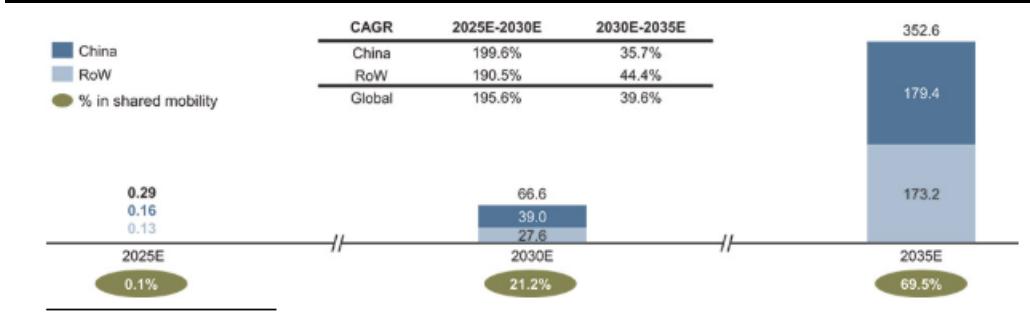
图9: 百度萝卜快跑无人车成本大幅下降



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券(香港)

全球和中国 Robotaxi 服务市场有望快速增长，预计 2035 年中国市场规模超过 1 万亿元人民币。受到底层技术逐步成熟、全球政策推动、成本不断下降等因素推动，Robotaxi 服务市场有望快速增长。根据小马智行招股书，全球和中国 Robotaxi 服务市场规模有望在 2030 年分别达到 666 和 390 亿美元（4662 和 2730 亿元人民币），2035 年达到 3526 和 1794 亿美元（24682 和 12558 亿元人民币）。全球和中国市场规模 2025-2030 年 CAGR 分别有望达到 195.6% 和 199.6%，2030-2035 年 CAGR 分别有望达到 39.6% 和 35.7%。

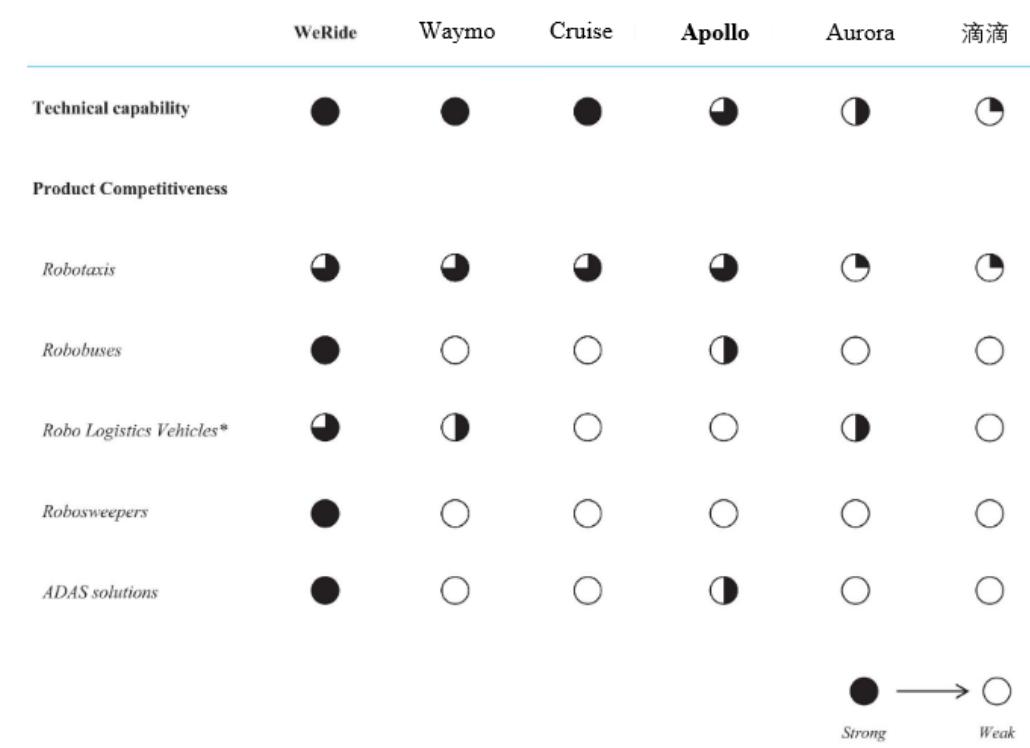
图10: Robotaxi 服务全球和中国市场规模及增速 (十亿美元)



数据来源: 小马智行招股书, 东吴证券 (香港)

百度萝卜快跑竞争力较强, 有望在未来快速增长的市场持续获取市场份额。根据文远知行招股书中全球无人驾驶玩家技术和各类产品实力对比, 百度技术能力不弱, 且在 robotaxi、robobus、ADAS 等各项产品技术实力均较为领先, 公司有望在未来快速增长的无人驾驶浪潮中持续获取更多市场份额。

图11: 全球无人驾驶玩家技术和各项产品实力对比



数据来源: 小马智行招股书, CIC, 东吴证券 (香港)

百度 robotaxi 商业模式逐步成熟，保守预计 2028 年百度 robotaxi 整体有望实现盈利。百度萝卜快跑商业模式逐步成熟，我们根据相关上市公司财报和公开新闻，测算百度萝卜快跑单车 UE model，我们保守预计公司 Robotaxi 业务有望在 2028 年开始实现盈利，除了假设运营数据逐步走升带来每日毛收入持续提升外，因为云代驾已经于 2025 年基本实现 100% 的占比大幅度降低人工成本，2028 年安全员成本相比 2024 年下降超过 50%，车辆成本因为未来车队规模提升相比 2024 年有望下降 24%。

图 12：百度萝卜快跑单车 UE model

萝卜快跑单车UE model	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
日均行驶里程 (公里/天)	179.0	220.2	254.0	259.4	264.6	266.7	268.7
乘客每单付费 (元/单)	45.6	53.2	60.8	63.1	65.4	66.9	68.4
乘客每单实际付费 (元/单)	18.2	21.3	24.3	25.2	27.5	30.1	34.2
萝卜快跑每日毛收入 (元/天)	337.4	415.0	486.4	504.6	549.0	601.9	684.0
车辆费用 (元/天)	147.9	112.3	111.2	110.1	109.0	107.9	106.8
维修及保险费用 (元/天)	87.7	87.7	87.7	87.7	87.7	87.7	87.7
动力费用 (元/天)	44.5	55.8	60.8	63.4	66.0	67.8	69.7
安全员费用 (元/天)	264.6	207.6	211.7	216.0	176.2	179.8	183.4
萝卜快跑每日毛利 (元/天)	(275.7)	(103.2)	(39.9)	(27.3)	55.4	104.0	181.7

数据来源：百度财报及公开发布会，滴滴财报，公开新闻，iFind，东吴证券（香港）

图 13：百度萝卜快跑单车 UE model 相关假设

假设备注	萝卜快跑假设项目	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
百度财报	车辆成本 (车辆自有)							
	造价成本	270,000	205,000	202,950	200,921	198,911	196,922	194,953
	^{YOY}	-25%	-24%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
监管要求5年	折旧年限 (年)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
滴滴保费+维修大约2w每年	维修及保险费用	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
	电费 (元/公里)	0.21	0.22	0.22	0.23	0.23	0.23	0.24
按照每年2%上涨	^{YOY}	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
	安全员成本							
政策要求至少1: 3	平均安全员个数	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
按照一线城市人均收入	安全员年薪 (元/年)	127,345	129,892	132,490	135,139	137,842	140,599	143,411
工资2%每车提升	^{YOY}	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
	运营成本							
滴滴大约日均20单	日均单数 (单/天)	18.5	19.5	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
滴滴每单大约0.9公里	每单行驶里程数 (公里/单)	6.0	7.0	8.0	8.3	8.6	8.8	9.0
新闻大约35-40%	空驶率	38%	38%	37%	36%	35%	34%	33%
新闻和实测	折扣率	60%	60%	60%	60%	58%	55%	50%

数据来源：百度、滴滴、文远、小马等上市公司财报，公开新闻，iFind，东吴证券（香港）

2.2. Apollo 汽车智驾解决方案：萝卜快跑深厚数据积累赋能公司 ASD 产品

百度官宣萝卜快跑核心技术——自动驾驶大模型 Apollo ADFM 后，推出了 ADFM 焕新升级后的纯视觉高阶智能驾驶产品 ASD (Apollo Self-Driving) 产品。根据 Robotaxi 实战积累的深厚数据和经验，公司 ASD 的智驾体验有望不断优化，有望在智驾平权时代获得更多定点和机会。

图14: 全球智能驾驶解决方案市场规模 (十亿元)



数据来源: 地平线招股书, 灼识咨询, 东吴证券(香港)

图15: 中国智能驾驶解决方案市场规模 (十亿元)



数据来源: 地平线招股书, 灼识咨询, 东吴证券(香港)

2024年5月, 百度官宣自动驾驶大模型Apollo ADFM, 被称为全球首个支持L4级别无人驾驶业务的大模型, 是萝卜快跑的核心技术。Apollo ADFM包括感知大模型和规划大模型, 两者通过联合训练, 从原始数据捕捉到油门和转向输出, 形成端到端的自动驾驶系统。具体来看, 感知大模型: 感知网络从原始传感器数据中提取信息, 生成道路结构和障碍物等数据, 数据不仅用于模型内部, 也以人类可读的形式输出, 确保系统的可监督性和问题追溯性。规划大模型: 决策规划网络接收感知网络输出的数据, 包括显示的三维向量空间和隐式的BEV特征, 通过Transformer在大量数据之间挖掘关系, 最终形成最佳的轨迹匹配。

图16: 百度 Appollo ADFM 自动驾驶大模型



数据来源: 百度 Appollo 发布会, 东吴证券(香港)

百度Apollo将多年积累的L4级自动驾驶能力应用在L2+智能驾驶产品, 推出ADFM焕新升级后的纯视觉高阶智能驾驶产品ASD(Apollo Self-Driving)产品。加入ADFM焕新升级后的ASD将在安全性和泛化能力上有巨大提升: 1)在安全感方面, ASD将实现高于人类驾驶员10倍以上的能力; 2)在泛化能力方面, ASD实现城市级全域复杂场景覆盖, 有百度地图的地方都能安心开。

图17：升级后的 ASD 产品核心功能

产品核心功能	详细内容
城市和高速高级领航辅助驾驶	通过自车环境感知和自研高精度地图辅助信息，支持自动巡航、拥堵跟车、导航变道和超车变道、过红绿灯路口、进出主辅路、上下匝道、穿行隧道等常见交通场景，此外也能礼让行人、专门避让大车、借道绕行、识别前车车灯信号及时做切车应对、智能推理被遮挡红绿灯信号、避让倾入道路的硬隔离栅栏等更智能、安全的智驾策略，几乎可以覆盖到日常出行的各种驾驶场景
AVP自主泊车	除了具备像APA、RPA、AVM等辅助泊车功能外，新一代记忆泊车HAVP已同多家车企量产落地，能够在停车场里自动行驶到指定车位并安全泊入，反之也可以自动泊出到停车场的指定点位，通过三域融通感知共享技术为泊车“扩宽视野拉长视距”，使得AVP的停车场巡航速度最高提升到20km/h，后续还将实现跨层巡航泊车等复杂场景
AP辅助驾驶	不依赖地图，通过实时识别地面车道线结构，能沿车道线自动进行一路向前、跟车、道路分合流和人工拨杆变道，也能跟车直行过路口，甚至能识别红绿灯信号，当失去车道线时可自动降级ACC继续提供辅助驾驶，进一步提升智驾的可获得感。

数据来源：百度 Appollo 发布会，东吴证券（香港）

ASD (Apollo Self-Driving) 共有两个级别的产品，即 ASD V3.0 Max 和 ASD V3.0 Pro，主要区别在于算力和传感器方案。1) ASD V3.0 Max: 508TOPS 算力，采用 11V5R12S 方案，6 个月可量产。能力上限更高，能够支持未来为智驾规划的众多新技术上车，是定位“追求极致智能化”车型的最佳选择；2) ASD V3.0 Pro: 在城市、高速和泊车场景的基础性能方面，体验可以媲美 Max，但硬件成本减半，具备更高性价比高阶智驾渗透到 15w 及以上的车型上。

图18：加入 ADFM 升级后的 Appollo ASD 产品参数

Baidu apollo		ANP3高阶智驾产品上新，让更多用户享受到「智驾奢侈品」	
		ANP3 Pro <small>NEW</small>	ANP3 Max
ACU	ACU智能驾驶芯片	首发 NVIDIA DRIVE Orin-X *1	NVIDIA DRIVE Orin-X *2
传感器	智能驾驶芯片算 (TOPS)	254	508
	摄像头 (前向和侧前向)	4*8M	4*8M
	摄像头 (后向和侧后向)	3*3M	3*8M
	鱼眼摄像头	4*3M	4*3M
	毫米波雷达	3	5
	超声波雷达	12	12
智驾	城市 / 高速领航辅助 代客泊车AVP / 自动泊车 / 遥控泊车 AP / ADAS	•	•
进化能力	端到端智能驾驶技术 L3级辅助驾驶 量产交付周期	— — 9个月	— • < 6个月

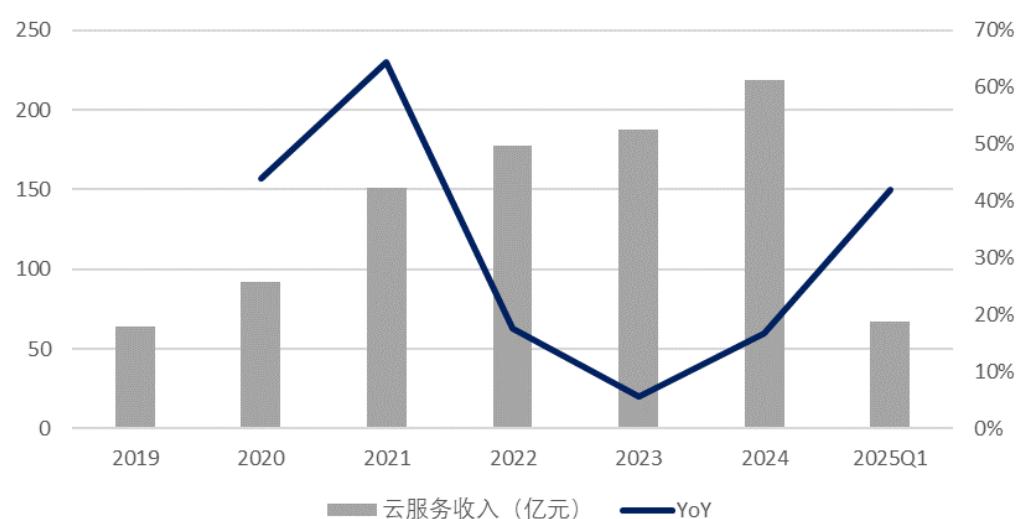
数据来源：百度 Appollo 官网，东吴证券（香港）

3. AI 高景气推动云业务快速增长，百度 MaaS 竞争优势领先

生成式 AI 及大语言模型在培训和推理方面激增的需求推动公司智能云业务快速

增长，竞争力不断提升。公司智能云包括企业及公共部门云及个人云，以企业和公共部门云业务为主，且一直是云收入的增长引擎。公司企业及公共部门云为客户提供全套的云服务及解决方案，包括 IaaS、PaaS 及 SaaS，且以 AI 赋能为特色。生成式 AI 及大语言模型在培训和推理方面激增的需求推动公司智能云业务快速增长，竞争力不断提升：1) 推动了公司智能云业务的高速增长，公司 25Q1 云服务收入同比增长 42%；2) 且随着规模的扩大，规模效应带来的降本增强了公司在云端领域的竞争优势，百度云业务在 2023Q1 首次实现盈利 (non-GAAP)，25Q1 运营利润率 (non-GAAP) 持续同比扩大且已达到两位数水平，延续上升趋势。

图19：公司百度云增长喜人，逐步成为公司核心增长引擎



数据来源：iFind，东吴证券（香港）

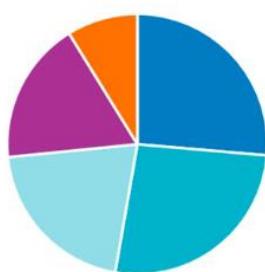
百度智能云在中国公有云份额持续领先。自 2019 年 IDC 发布 AI 公有云市场份额报告以来，百度智能云已连续五年获得中国 AI 公有云市场第一，2023 年中国公有云市场份额百度智能云居首位，市场份额为 26.4%。公司公有云服务竞争力较强，主要原因：1) 布局全栈 AI 技术，形成端到端的 AI 优化机制；2) 在生成式 AI、多模态、大模型应用场景、OCR、对话式 AI 等 AI 软件方面具备明显优势；3) 拥有最大的 AI 及大模型产业落地规模，广泛覆盖金融、制造、能源、互联网等行业。

24H2 百度智能云在中国 MaaS 市场份额居首位，其 MaaS 突出的竞争优势有望持续推动云业务增长。客户在选择云服务的维度不仅仅再局限于 IaaS 的性能，而更多是看供应商在 MaaS 上的积累。公司 25Q1 升级了 MaaS 平台千帆，扩充模型库并提供更全面的工具链，新增对多模态与推理模型训练及微调的工具链，随着千帆 MaaS 平台不断降低推理成本，并提升训练效率，支持更多开发者和企业用户零门槛、低成本地使用模型，公司云服务有望将吸引大量的企业和个人用户，实现商业转化闭环，推动公司云业务持续快速增长。

图20: 2023年中国公有云市场份额百度智能云居首位

中国AI公有云服务整体市场主要厂商市场份额,

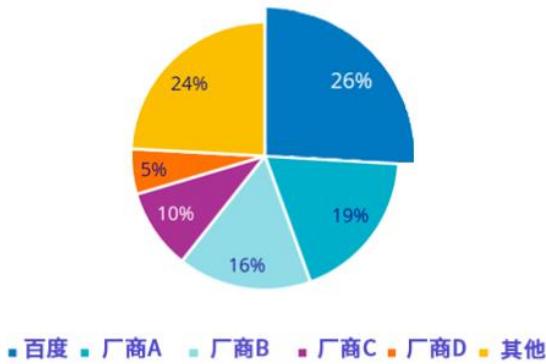
2023



■ 百度智能云 ■ 厂商A ■ 厂商B ■ 厂商C ■ 其他

数据来源: IDC 中国, 百度智能云官网, 东吴证券(香港)

图21: 24H2 百度智能云在中国 MaaS 市场份额第一



数据来源: IDC 中国, 百度智能云官网, 东吴证券(香港)

4. 盈利预测与估值分析

分部门核心业务营收拆分及预测:

1) 在线营销业务: 我们预测在线营销业务营收 2025-2027 年同比增长-10%/-1%/-1% 至 656.7/650.1/643.6 亿元。搜索地位仍较为稳固, 广告业务有望随着未来宏观经济回暖而好转, 我们认为该业务业绩基本能够维持稳健。

2) 云业务: 我们预测在线营销业务营收 2025-2027 年同比增长 25%/20%/18% 至 273.1/327.7/386.7 亿元。AI 高景气推动云业务快速增长, 百度 MaaS 竞争优势领先, 有利于推动公司整体云业务的获客和规模效应, 从而构成正向循环的飞轮, 我们认为百度云业务未来三年增速将持续保持在较高水平。

3) 爱奇艺: 我们预测在线营销业务营收 2025-2027 年同比增长-1.0%/1.9%/3.4% 至 289.2/294.4/304.3 亿元。25Q1 爱奇艺长剧集云合总市占率持续领先, 微剧的用户规模和活跃度在本季度显著提升, 在长视频+短剧双轮驱动下, 爱奇艺内容生态不断完善, 我们认为该业务将保持稳健。

图22: 公司分部门营收拆分及预测

分部业务营收(亿元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	季度营收拆分							
										百度核心业务 YOY	核心业务在线营销服务 YOY	核心业务云服务 YOY	核心业务其他 YOY	1Q2025	2Q2025	3Q2025	4Q2025
百度核心业务	797.1	786.8	951.6	954.3	1,034.7	1,047.1	1,029.5	1,080.8	1,135.3	7%	-5%	251.1	282.6	255.0	254.3	251.1	282.6
核心业务在线营销服务	700.4	662.8	739.2	695.2	751.1	729.7	656.7	650.1	643.6	-5%	-14.0%	-14.0%	-5.0%	159.6	165.1	161.9	170.1
核心业务云服务	63.7	91.7	150.7	177.2	187.2	218.6	273.1	327.7	386.7	44%	42%	20.0%	20.0%	67.0	61.8	58.7	85.6
核心业务其他	33.0	32.3	61.7	81.9	96.4	98.8	99.8	103.0	105.0	-2%	151%	200.0%	100.0%	15.0	27.4	30.4	27.0
爱奇艺	289.9	297.1	305.5	290.0	318.7	292.3	289.2	294.4	304.3	2%	-9%	2.0%	2.0%	72.0	75.9	73.9	67.5
分部间对销及调整 占比IQ营收	-12.9	-13.2	-12.2	-7.5	-7.4	-8.1	-8.5	-8.2	-8.5	-4.5%	-4.4%	-2.1%	-2.8%	-2.5%	-2.1%	-2.1%	-1.9%
营收合计	1,074.1	1,070.7	1,244.9	1,236.8	1,346.0	1,331.3	1,310.3	1,367.0	1,431.2	YOY	9%	4.3%	4.7%	324.5	328.1	323.0	348.2
														3%	-3%	-4%	2%

数据来源: 上市公司财报, 东吴证券(香港)

百度搜索引擎地位稳固，广告业务有望维持稳健，而 AI 高景气推动云业务快速增长，百度 MaaS 竞争优势领先，有利于推动公司整体云业务的获客和规模效应，从而形成正向循环的飞轮。我们预测公司整体 2025-2027 年营收分别同比增长-1.6/4.3/4.7% 至 131,027/136,701/143,117 百万元；归母净利润分别同比增长 -11.6/4.2/5.0% 至 20,997/21,872/22,969 百万元；对应的 PE 分别为 11.7/11.3/10.7 倍，non-gaap 净利润分别为 22620/23862/24898 百万元。我们根据图 23 的基本估值假设，得出图 24 的 DCF 估值结果，因此给予公司目标价 96.35 港币，首次覆盖并给予“买入”评级。

图23：估值基本假设

假设	数值
无风险利率Rf	1. 50%
市场预期回报率Rm	10. 00%
第二阶段年数（年）	5
第二阶段增长率	2. 00%
永续增长率(可参考CPI)	1. 00%

数据来源：ifind，东吴证券（香港）

图24：百度集团 DCF 估值

DCF估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	95,058.09	25.54%
第二阶段	109,945.88	29.54%
第三阶段（终值）	167,248.06	44.93%
企业价值AEV	372,252.02	
加：非核心资产	0.00	0.00%
减：带息债务(账面价值)	63,022.00	16.93%
减：少数股东权益	19,992.00	5.37%
股权价值	289,238.02	77.70%
除：总股本(股)	2,750,167,168.00	
每股价值(港元)	96.37	

数据来源：ifind，东吴证券（香港）

5. 风险提示

核心业务竞争风险，ai 技术发展不及预期风险，宏观经济波动风险等

百度集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	168,849	167,266	174,903	182,092	销售收入	133,125	131,027	136,701	143,117
现金	36,529	36,688	38,276	40,073	销售成本	66,102	67,348	69,991	72,961
应收账款	10,104	10,410	11,236	12,155	其他营业费用	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	销售和管理费用	22,133	18,606	20,642	22,899
其他流动资产	122,216	120,168	125,391	129,864	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	258,931	278,238	299,446	316,248	财务费用	-6,214	-2,542	-2,595	-2,719
长期股权投资	0	0	0	0	其他经营损益	0	0	0	0
固定资产	30,102	33,391	36,649	38,304	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
无形资产	18,600	18,581	18,563	18,544	营业利润	51,104	47,616	48,663	49,976
其他非流动资产	210,229	226,265	244,234	259,400	其他非经营损益	-22,482	-22,482	-22,482	-22,482
资产总计	427,780	445,504	474,349	498,340	税前利润	25,198	28,622	25,134	26,181
流动负债	80,953	79,950	88,143	91,991	所得税	4,447	3,770	3,927	4,124
短期借款	11,079	11,692	15,728	16,245	净利润	24,175	21,364	22,254	23,370
应付账款	13,974	14,761	15,532	16,391	少数股东损益	415	367	382	401
其他流动负债	55,900	53,497	56,883	59,354	归母公司股东的净利润	23,760	20,997	21,872	22,969
非流动负债	63,215	60,578	58,976	55,749	EBITDA	42,929	33,011	38,260	44,529
长期借款	51,943	50,224	48,079	44,385	NOPLAT	42,502	41,408	41,685	42,530
其他非流动负债	11,272	10,354	10,897	11,364	Non-Gaap 净利润	27002	22620	23862	24898
负债合计	144,168	140,528	147,119	147,740	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	19,992	20,359	20,741	21,142	每股收益(元)	8.64	7.63	7.95	8.35
归属母公司股东权益	263,620	284,617	306,489	329,458	每股净资产(元)	95.86	103.49	111.44	119.80
负债和股东权益	427,780	445,504	474,349	498,340	每股经营现金流	7.72	17.63	18.74	20.89
					ROIC(%)	12.43	12.03	11.59	11.13
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	9.01	7.38	7.14	6.97
经营活动现金流	21234	48476	51552	57452	毛利率(%)	50.35	48.60	48.80	49.02
投资活动现金流	-8555	-49754	-54449	-55198	销售净利率(%)	18.16	16.30	16.28	16.33
筹资活动现金流	-13759	1437	4486	-457	资产负债率(%)	33.70	31.54	31.01	29.65
现金净增加额	-1080	159	1589	1796	收入增长率(%)	-1.09	-1.58	4.33	4.69
折旧和摊销	20521	10419	14674	19753	净利润增长率(%)	12.19	-11.63	4.17	5.01
资本开支	7330	14608	17370	20922	P/E	10.37	11.74	11.27	10.73
营运资本变动	-68097	-713	3479	3859	P/B	0.93	0.87	0.80	0.75

注：货币单位为人民币元，PE 等与股价挂钩的指标经过最新汇率换算

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户提供。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点,本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密,仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易,也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务,及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突,请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>