

2025年7月18日

分析师  
李润泽

(852) 3982 3213

leonli@dwzq.com.hk

## AI 搜索改造下百度核心广告业务承压，萝卜快跑继续领跑 Robotaxi 行业

买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	133,125	126,265	131,853	138,172
同比（%）	-1.1	-5.2	4.4	4.8
归母净利润（百万元）	23,760	18,324	20,200	22,172
同比（%）	17.0	-22.9	10.2	9.8
每股收益-最新股本（元/股）	8.6	6.7	7.3	8.1
P/E（倍）	10.9	14.1	12.8	11.7

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

### 投资要点

- **25Q2 百度核心广告业务受 AI 搜索改造等影响可能承压。**公司百度核心以广告业务为基，由于 ai 搜索改造等影响，我们预计 25Q2 广告业务营收可能同比下滑 16.3%。
- **百度萝卜快跑领跑全球 Robotaxi 行业，UE 有望于 2028 年回正，**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。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，除了假设运营数据逐步走升带来每日毛收入持续提升外，2028 年安全员成本相比 2025 年下降超过 50%。
- **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：**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%，预计 25Q2 增速也将保持同比 20%+ 的较好水平；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。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：**百度广告业务承压，AI 高景气推动云业务快速增长，我们下调公司业绩预测和目标价，整体 2025-2027 年营收分别同比增长 -5.2/4.4/4.8%（前值 -1.6/4.3/4.7%）至 126,265/131,853/138,172（131,027/136,701/143,117）百万元；non-gaap 净利润分别为 19,741/22,037/24,033（22,620/23,862/24,898）百万元。我们得出 DCF 估值结果下调公司目标价至 95.15（96.35）港币，维持“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)	85.6
一年最低/最高价	73.25/119.4
市净率(倍)	0.81
流通股市值(百万港元)	235,414.3

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

《百度集团 (9888.HK) AI 浪潮推动云业务快速增长，萝卜快跑领跑全球 Robotaxi 行业》

2025-07-02

图1: 公司分季度业绩拆分和预测

分部业务营收及利润拆分(亿元)	2025E	2026E	2027E	季度营收利润拆分 (亿元)	1Q2025	2Q2025	3Q2025	4Q2025	1Q2026	2Q2026	3Q2026	4Q2026
百度核心业务	981.9	1,032.3	1,085.9	百度核心业务	255.0	252.6	235.5	252.3	254.8	264.4	245.9	267.1
YOY	-6.2%	5.1%	5.2%	YOY	7%	-5%	-11%	-9%	0%	5%	4%	6%
核心业务在线营销服务	618.0	611.9	605.7	核心业务在线营销服务	159.6	160.7	151.3	146.4	158.0	159.1	149.8	145.0
YOY	-15.3%	-1%	-1%	YOY	-6.4%	-16.3%	-19.6%	-18.2%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
核心业务云服务	267.2	320.6	378.3	核心业务云服务	67.0	64.4	56.6	78.9	80.4	77.3	68.2	94.7
YOY	22.2%	20%	18%	YOY	42%	25.2%	16.1%	10.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
核心业务其他	96.7	99.9	101.9	核心业务其他	15.0	27.4	27.4	27.0	16.4	28.0	27.9	27.5
YOY	-2.1%	3%	2%	YOY	151%	200.0%	80.0%	120.0%	10.0%	2.0%	2.0%	2.0%
爱奇艺	289.2	294.4	304.3	爱奇艺	72.0	75.9	73.9	67.5	73.3	77.2	75.2	68.7
YOY	-1.0%	1.8%	3.4%	YOY	-9%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
分部间对销及调整	-8.5	-8.2	-8.5	分部间对销及调整	-2.5	-2.1	-2.1	-1.9	-2.0	-2.1	-2.1	-1.9
占比IQ营收	-2.9%	-2.8%	-2.8%	占比IQ营收	-3.4%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%
营收合计	1262.6	1318.5	1381.7	营收合计	324.5	326.4	307.4	317.8	326.1	339.5	319.1	333.9
YOY	-5.2%	4.4%	4.8%	YOY	3%	-4%	-8%	-7%	0%	4%	4%	5%
减: 营业成本	654.1	679.0	704.7	减: 营业成本	175	170	160	163	168	175	165	171
毛利率	48.20%	48.50%	49.00%	毛利率	46.1%	48.0%	48.1%	48.6%	48.5%	48.4%	48.3%	48.8%
毛利	609	639	677	毛利	150	157	148	154	158	164	154	163
归属于母公司股东利润	183	202	222	归属于母公司股东利润	77	39	34	33	46	52	50	54
Non-GAAP净利润	197	220	240	Non-GAAP净利润	65	48	42	43	53	55	55	57

数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

图2: 公司资本成本假设

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3: 百度 DCF 估值

DCF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	95,380.90	25.75%
第二阶段	108,867.34	29.39%
第三阶段 (终值)	166,203.15	44.87%
<b>企业价值ABV</b>	<b>370,451.39</b>	
加: 非核心资产	0.00	0.00%
减: 带息债务 (账面价值)	63,022.00	17.01%
减: 少数股东权益	19,992.00	5.40%
<b>股权价值</b>	<b>287,437.39</b>	<b>77.59%</b>
除: 总股本 (股)	2,750,167,168.00	
<b>每股价值 (港元)</b>	<b>95.15</b>	

数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

图4: 百度萝卜 UE 有望 2028 年回正

假设备注	UE Model (元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>收入端假设</b>							
25Q1共145万单, 按照1000台车, 日均单车大约16单	日均单数	16	17	18	19	19.5	20
滴滴平均每单9公里, 按照逐步达到9公里水平	平均每单里程 (公里)	5.4	6.8	7.8	8.5	8.8	9
1km内起步价18元, 超出起步价范围后每公里2.7元	平均每单收入 (元)	30	33.66	36.36	38.25	39.06	39.6
新闻折扣大约为5折	每单折扣率	0.5	0.5	0.55	0.6	0.75	0.9
	每单折扣后实际收入 (元)	15	17	20	23	29	36
	<b>单车日均收入 (元)</b>	<b>240</b>	<b>286</b>	<b>360</b>	<b>436</b>	<b>571</b>	<b>713</b>
	<b>单车年均收入 (元)</b>	<b>87600</b>	<b>104430</b>	<b>131387</b>	<b>159158</b>	<b>208507</b>	<b>260172</b>
<b>成本端假设</b>							
	<b>车辆成本总计 (元)</b>	<b>50000</b>	<b>49500</b>	<b>49005</b>	<b>40429</b>	<b>34307</b>	<b>29718</b>
百度RT6做到20.5w, 加上换电等成本大约为25w	自有车辆单车造价 (元)	250000	247500	245025	242575	240149	237748
规模效应+反内卷政策, 未来车辆成本按年微降	YOY		-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
监管要求5年 (后续可能会逐步放开)	折旧年限 (年)	5	5	5	6	7	8
	车辆成本 (元)	50000	49500	49005	40429	34307	29718
	<b>运维成本总计 (元)</b>	<b>40599</b>	<b>44711</b>	<b>48411</b>	<b>51695</b>	<b>53660</b>	<b>55442</b>
对比私家车和滴滴等, 略高于普通出租车	保险费用 (元)	15000	15300	15606	15918	16236	16561
按年微增	YOY		2%	2%	2%	2%	2%
对比私家车和滴滴等	维修、清洁等费用 (元)	15000	15300	15606	15918	16236	16561
按年微增	YOY		2%	2%	2%	2%	2%
对比私家车和滴滴等	电费 (元/公里)	0.20	0.20	0.21	0.21	0.22	0.22
按年微增	YOY		2%	2%	2%	2%	2%
大多城市空驶率30-50%, 车队规模越大空驶率逐步下降	空驶率	40%	39%	38%	37%	36%	35%
	动力费用 (元)	10599	14111	17199	19859	21187	22319
	<b>安全成本总计 (元)</b>	<b>39600</b>	<b>40392</b>	<b>41200</b>	<b>25469</b>	<b>19484</b>	<b>13249</b>
监管要求1: 3, 随着技术成熟有望逐步放开1: 10	云代驾人车比	0.33	0.33	0.33	0.20	0.15	0.10
云安全员按照武汉人均收入	安全员年薪 (元)	60000	61200	62424	63672	64946	66245
按年微增	YOY		2%	2%	2%	2%	2%
安全员每人工作8小时, 每日换班两次	安全员换班 (每日两班16h)	2	2	2	2	2	2
	安全员总成本 (元)	39600	40392	41200	25469	19484	13249
	<b>单车年均成本 (元)</b>	<b>130199</b>	<b>134603</b>	<b>138616</b>	<b>117593</b>	<b>107450</b>	<b>98409</b>
	<b>单车年均毛利润 (元)</b>	<b>-42599</b>	<b>-30173</b>	<b>-7229</b>	<b>41565</b>	<b>101057</b>	<b>161763</b>

数据来源: 公开新闻整理, 相关上市公司公告, 东吴证券 (香港)

百度集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>168,849</b>	<b>161,187</b>	<b>168,699</b>	<b>175,801</b>	<b>销售收入</b>	<b>133,125</b>	<b>126,265</b>	<b>131,853</b>	<b>138,172</b>
现金	36,529	35,354	36,919	38,688	销售成本	66,102	65,405	67,904	70,468
应收账款	10,104	10,032	10,837	11,735	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	18,940	19,778	21,279
其他流动资产	122,216	115,800	120,943	125,377	研发费用	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>258,931</b>	<b>278,238</b>	<b>299,446</b>	<b>316,248</b>	财务费用	-6,214	-2,496	-2,491	-2,596
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	<b>营业利润</b>	<b>51,104</b>	<b>44,416</b>	<b>46,662</b>	<b>49,022</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>427,780</b>	<b>439,424</b>	<b>468,145</b>	<b>492,048</b>	<b>税前利润</b>	<b>25,198</b>	<b>28,622</b>	<b>21,934</b>	<b>24,180</b>
<b>流动负债</b>	<b>80,953</b>	<b>76,590</b>	<b>86,360</b>	<b>90,931</b>	所得税	4,447	3,290	3,627	3,981
短期借款	11,079	10,426	16,359	17,930	<b>净利润</b>	<b>24,175</b>	<b>18,644</b>	<b>20,553</b>	<b>22,559</b>
应付账款	13,974	14,335	15,069	15,831	<b>少数股东损益</b>	<b>415</b>	<b>320</b>	<b>353</b>	<b>387</b>
其他流动负债	55,900	51,829	54,933	57,170	<b>归母公司股东的净利润</b>	<b>23,760</b>	<b>18,324</b>	<b>20,200</b>	<b>22,172</b>
<b>非流动负债</b>	<b>63,215</b>	<b>60,578</b>	<b>58,976</b>	<b>55,749</b>	EBITDA	42,929	29,857	36,362	43,697
长期借款	51,943	50,224	48,079	44,385	NOPLAT	42,502	41,408	39,004	40,917
其他非流动负债	11,272	10,354	10,897	11,364	<b>Non-GAAP 净利润</b>	<b>27,002</b>	<b>19,741</b>	<b>22,037</b>	<b>24,033</b>
<b>负债合计</b>	<b>144,168</b>	<b>137,168</b>	<b>145,337</b>	<b>146,681</b>					
少数股东权益	19,992	20,312	20,665	21,052	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
归属母公司股东权益	263,620	281,944	302,144	324,316	每股收益(元)	8.64	6.66	7.35	8.06
<b>负债和股东权益</b>	<b>427,780</b>	<b>439,424</b>	<b>468,145</b>	<b>492,048</b>	每股净资产(元)	95.86	102.52	109.86	117.93
					每股经营现金流	7.72	17.62	18.08	20.54
					ROIC(%)	12.43	11.25	11.27	11.06
					ROE(%)	9.01	6.50	6.69	6.84
					毛利率(%)	50.35	48.20	48.50	49.00
					销售净利率(%)	18.16	14.77	15.59	16.33
					资产负债率(%)	33.70	31.22	31.05	29.81
					收入增长率(%)	-1.09	-5.15	4.43	4.79
					净利润增长率(%)	12.19	-22.88	10.24	9.76
					P/E	10.88	14.11	12.80	11.66
					P/B	0.98	0.92	0.86	0.80

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。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/>