

## 2Q25 点评, AI 搜索渗透导致主业转型阵痛, 云&智驾等待催化

百度(BIDU.O)

### 核心观点

我们看好 AI 云、自动驾驶在 2025 年的积极扩展机会, 算力需求扩张叠加推理成本优化利好云厂商, 云厂商从低增长、低回报调整为高增长、中等回报, 存在较大的重估机会。智能驾驶业务方面预计 25 年看到大幅减亏空间, 25 年拓展可能带动无人驾驶中长期叙事展开, 存在较大的估值空间。广告业务预计仍然受宏观经济复苏的挑战, 叠加内部主动求变改造搜索带来商业化流量占比下降, 投资者需要看到百度广告增速的企稳回升(例如好于 GDP 增速)后才会缓解估值担忧。

### 事件

#### 收入、利润基本符合预期, 但搜索广告收入继续承压

2Q25 百度实现 327 亿元, 同比-3.6%, 基本符合彭博一致预期, 其中百度核心 262.5 亿元, 同比下降 1.6%, 略好于彭博一致预期 1.6%, 而 iQiyi 66.3 亿元收入, 同比下降 10.9%, 弱于彭博一致预期 4.9%。利润端, 百度核心 Non-GAAP 经营利润 44 亿元, 同比-40.8%, 好于预期 12.3%, 而 iQiyi Non-GAAP 经营利润 0.6 亿元, 同比下降 88%, 逊于预期 49%。总体 Non-GAAP 净利润 73 亿, 大幅好于预期, 但主要受非经营项目损益影响, 经营层面利润超预期 10% 左右, 主要受益于成本费用管控表现良好。

### 简评

AI 改造搜索渗透率达 64%, 广告业务明显承压。2Q25 Gen AI 搜索结构中占比 50%, 7 月达 64%, 但 AI 搜索商业化尚未起量, 导致广告收入增速持续疲软。广告需求改善仍需一定时间, 传统的广告业务仍然承压。市场主要担忧广告增速低于 GDP 增速, 反映百度在广告主预算中流失份额, 参考 Google, Google 上半年披露了 AI Overview 引入后用户搜索次数提升 10% (相比于传统搜索, AI 搜索让用户搜索次数提升), 因此尽管 CTR 下降, 但总广告点击下降幅度有限, 且广告转化率明显好于传统搜索。而每当 Google 广告增速好于预期, 投资者对于 AI+搜索的担忧就会相对减弱, 反之则会不断加剧。

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BU1663

许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期: 2025 年 08 月 22 日

当前股价: 86.76 美元

目标价格 6 个月: 95 美元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.20/-2.52	-2.79/-12.98	-3.79/-22.23
12 月最高/最低价 (美元)		115.13/76.86
总股本 (万股)		34,377.09
流通股本 (万股)		27,822.84
总市值 (亿美元)		298.26
流通市值 (亿美元)		298.26
近 3 月日均成交量 (万)		365.34
主要股东		
Robin Yanhong Li		19.20%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

归根结底，Google 通过数据塑造了一个叙事：AI 搜索短期冲击了披露指标（付费点击增速），但总体广告效率长期是提升的。投资者跟着每个业绩验证叙事，从而引导股价定价。我们认为百度的估值扩张首要问题在于公司积极推进 AI 搜索渗透率提升，但在 AI 搜索的用户反馈、运营指标方面缺乏透明度，投资者难以根据现有数据预估 AI 渗透率进一步提升后，终局搜索业务的 UE 如何改变，因此也无从定价。如果我们回顾过去几年百度核心的 Non-GAAP 经营利润率可以看到，百度核心利润率总体上呈现回落趋势，关键在于 AI 搜索将如何改变这一趋势。总体而言，我们期待看到搜索/信息流广告增速企稳，否则会陷入“价值陷阱”。从目前看，3Q 广告增速仍然承压，2H25 目前的可见度仍然较弱，我们保持谨慎态度。

**AI 云有望成为 2025 年的最大且确定性最高的业务。**2Q25 非广告业务突破 100 亿元，同比+34%，其中主要受益于 AI 云的增长。年初 DeepSeek 推动推理成本的大幅下降，且模型开源，支持客户的部署和测试需求，因此国内 AI 算力需求井喷，当前 AI 云的收入增速短期看受供给决定，存在严重的供给瓶颈（算力制裁、此前 CapEx 不足等），因此随着 24-25 年资本开支扩张，AI 云收入将持续显著增长，带动利润率提升（高于传统云），且增速快（持续高于 100%），云业务估值扩张可能是 2025 年的重要催化，但仍存在一些问题：AI Infra 层面各家云厂商的竞争格局如何判断？供需关系改善后 AI 云的利润率是否仍然维持比传统云更高水平？应用层面如何探索？这些问题目前尚不清晰，且决定国内主要云厂商的估值分化，有待进一步跟踪和分析。目前的供需关系下，公司预计云收入增速维持趋势。

**自动驾驶 UE 逐步转正，2025 年寻求轻资产扩张。**2025 年 7 月 ApolloGo 累计订单突破 1400 万，2Q25 订单达 220 万单，同比+148%。百度 7-8 月陆续与 Uber、Lyft 宣布合作关系，在中东、亚洲、欧洲等地区推广无人驾驶运营服务。年内自动驾驶加快推进，2025 年 3 月百度拓展迪拜、阿布扎比的自动驾驶服务，2025 年 4 月在中国香港获得开放公路测试许可。投资者期待看到百度在自动驾驶加速扩张以形成一个相对规模化的 UE 模型，并明确未来的发展规划（3-5 年的投入规模和拓展计划），一旦明确上述细节，我们认为百度的自动驾驶业务也存在较大的估值空间。

**投资建议：**公司未来兼具“高风险、高回报”，一方面我们看好 AI 云、自动驾驶在 2025 年的积极扩展机会，算力需求扩张叠加推理成本优化利好云厂商，国内有望复刻海外 2023 年以来的算力需求井喷阶段，云厂商从低增长、低回报调整为高增长、中等回报，存在较大的重估机会。智能驾驶业务方面预计 25 年看到大幅减亏空间，且需要关注无人驾驶对网约车订单的渗透可能性，25 年拓展可能带动无人驾驶中长期叙事展开，存在较大的估值空间；另一方面，广告业务预计仍然受宏观经济复苏的挑战，叠加内部主动求变改造搜索带来商业化流量占比下降，AI+搜索参照 Google 早期反馈对商业化预计是短期中性、长期偏向积极，但投资者需要看到百度广告增速的企稳回升（例如好于 GDP 增速）后才会缓解估值担忧。维持对百度集团的“买入”评级。

## 风险分析

**新业务发展不及预期：**AIGC 及相关新技术领域仍处于快速发展阶段，技术距离成熟存在较大差距，当前发展预期可能存在过度乐观的情况，业务实际发展仍存在较大不确定性。

**宏观或行业环境变化：**由于公司部分业务处于探索期或成长期，业务模式尚未成熟，同时宏观、行业环境可能发展变化，因此当前时点对未来的预判多数依赖上述环境变化不大或基本稳定的假设。若宏观、行业环境发生较大变化，公司业务受到的影响可能超出我们的预期范围。

**竞争加剧风险：**公司部分业务如搜索广告等面临短视频、应用内搜索的分流，以及搜狗、360、bing 等竞争者的威胁。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	230,255.00	168,849.00	180,703.96	192,489.85	208,512.88
现金	36,734.00	36,529.00	20,368.45	32,154.34	47,375.69
应收票据及应收账款合计	10,848.00	10,104.00	11,098.50	11,098.50	11,153.99
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	1,424.00	790.00	2,668.42	2,668.42	2,681.76
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	181,249.00	121,426.00	146,568.60	146,568.60	147,301.44
<b>非流动资产</b>	176,504.00	258,931.00	258,315.02	257,620.94	256,408.61
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	27,960.00	30,102.00	25,386.02	20,670.04	15,954.06
无形资产	18,699.00	18,600.00	15,500.00	12,400.28	9,300.92
其他非流动资产	129,845.00	210,229.00	217,429.00	224,550.62	231,153.63
<b>资产总计</b>	406,759.00	427,780.00	439,018.98	450,110.79	464,921.49
<b>流动负债</b>	76,451.00	80,953.00	72,180.19	70,658.17	69,991.70
短期借款	13,061.00	11,079.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	10,105.00	13,974.00	13,166.59	12,497.11	12,111.03
其他流动负债	53,285.00	55,900.00	59,013.59	58,161.06	57,880.67
<b>非流动负债</b>	67,700.00	63,215.00	63,215.00	63,215.00	63,215.00
长期借款	57,357.00	51,943.00	51,943.00	51,943.00	51,943.00
其他非流动负债	10,343.00	11,272.00	11,272.00	11,272.00	11,272.00
<b>负债合计</b>	144,151.00	144,168.00	135,395.19	133,873.17	133,206.70
少数股东权益	18,982.00	19,992.00	20,335.53	20,552.05	20,817.70
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	244,521.00	265,423.00	265,423.00	265,424.00	265,426.00
留存收益	-895.00	-1,803.00	17,865.26	30,261.57	45,471.08
归属母公司股东权益	243,626.00	263,620.00	283,288.26	295,685.57	310,897.08
<b>负债和股东权益</b>	406,759.00	427,780.00	439,018.98	450,110.79	464,921.49

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	36,615.00	21,234.00	7,775.54	36,091.40	39,251.68
净利润	21,549.00	24,175.00	20,011.80	12,612.83	15,475.16
折旧摊销	21,457.00	20,521.00	8,615.98	9,496.08	10,416.33
财务费用	-5,356.00	-6,214.00	-847.61	-793.64	-1,468.82
其他经营现金流	-1,035.00	-17,248.00	-20,004.62	14,776.13	14,829.01
<b>投资活动现金流</b>	-50,397.00	-8,555.00	-13,704.70	-25,099.15	-25,499.15
资本支出	11,307.00	7,330.00	8,000.00	8,802.00	9,204.00
其他投资现金流	-61,704.00	-15,885.00	-21,704.70	-33,901.15	-34,703.15
<b>筹资活动现金流</b>	-14,162.00	-13,759.00	-10,231.39	793.64	1,468.82
短期借款	-587.00	-1,982.00	-11,079.00	0.00	0.00
长期借款	-5,826.00	-5,414.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-7,749.00	-6,363.00	847.61	793.64	1,468.82
<b>现金净增加额</b>	-27,944.00	-1,080.00	-16,160.55	11,785.89	15,221.35

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投

### 利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	134,598.00	133,125.00	132,459.38	132,459.38	133,121.67
营业成本	65,031.00	66,102.00	78,151.03	74,177.25	71,885.70
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	24,192.00	22,133.00	23,600.32	23,600.32	23,718.32
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-5,356.00	-6,214.00	-847.61	-793.64	-1,468.82
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	50,731.00	51,104.00	31,555.63	35,476.44	38,988.47
其他非经营损益	-25,533.00	-22,482.00	-7,000.00	-20,000.00	-20,000.00
利润总额	25,198.00	28,622.00	24,555.63	15,476.44	18,988.47
所得税	3,649.00	4,447.00	4,543.84	2,863.62	3,513.30
净利润	21,549.00	24,175.00	20,011.80	12,612.83	15,475.16
少数股东损益	1,234.00	415.00	343.53	216.52	265.65
归属母公司净利润	20,315.00	23,760.00	19,668.26	12,396.31	15,209.51
EBITDA	41,299.00	42,929.00	32,324.00	24,178.88	27,935.98
EPS (元)	7.39	8.64	7.15	4.51	5.53

### 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	8.83	-1.09	-0.50	0.00	0.50
归属于母公司净利润(%)	186.02	12.19	-17.22	-36.97	22.69
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	51.69	50.35	41.00	44.00	46.00
净利率(%)	16.01	18.16	15.11	9.52	11.62
ROE(%)	8.34	9.01	6.94	4.19	4.89
ROIC(%)	16.19	13.37	8.14	9.17	9.81
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	35.44	33.70	30.84	29.74	28.65
净负债比率(%)	12.83	9.34	10.40	6.26	1.38
流动比率	3.01	2.09	2.50	2.72	2.98
速动比率	0.64	0.59	0.47	0.65	0.87
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.33	0.31	0.30	0.29	0.29
应收账款周转率	12.41	13.18	11.93	11.93	11.93
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	7.39	8.64	7.15	4.51	5.53
每股经营现金流(最新摊薄)	13.31	7.72	2.83	13.12	14.27
每股净资产(最新摊薄)	88.59	95.86	103.01	107.52	113.05
<b>估值比率</b>					
P/E	11.51	9.84	11.89	18.86	15.37
P/B	0.96	0.89	0.83	0.79	0.75
EV/EBITDA	1.60	1.39	2.02	2.22	1.39

## 分析师介绍

### 崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

### 许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网及美股软件研究，2022 年加入中信建投海外前瞻组，2023 年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023-24 第十七届、十八届水晶球最佳分析师海外行业入围，2024 年度新财富海外市场研究团队第五名。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk