

百度集团-SW（09888.HK）深度报告： AI芯片、AI云、AI智驾有望打开市值空间

公司研究 · 深度报告

互联网 · 互联网 II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：刘子谭

liuzitan@guosen.com.cn

S0980525060001

- 在AI浪潮下百度的价值正迎来重估。百度集自研芯片（昆仑芯）、AI基础设施服务与AI应用场景于一体。其昆仑芯技术实力逐步显现，AI云营收快速起量，自动驾驶业务凭借成本优势加速出海，百度文库、网盘等应用付费潜力巨大，AI广告变现模式逐步落地。这些业务有望在AI叙事下被重新定价。
- 百度业务介绍：**传统广告业务承压、AI业务崛起。25Q2百度核心广告业务占比约50%、是主要利润来源，在宏观经济及AI搜索转型背景下收入与利润承压。百度核心非在线营销（AI云、自动驾驶等业务）占比约30%，收入快速增长、利润改善明显。爱奇艺收入占比约20%。
- 昆仑芯：**国产AI芯片需求大幅放量背景下，我们测算25年营收有望达到50亿元级、26年营收有望达到百亿元级，其中百度控股59%。昆仑芯三代P800的FP16 算力达345TFLOPS，推理性能超过A800，支持万卡集群部署。客户除了百度内采，预计地方政府智算项目以及外部客户采购有相当占比（如：中国移动、南方电网、比亚迪等）。同时，互联网企业腾讯等互联网公司亦可能成为昆仑芯的重要外部客户，验证昆仑芯集群实际效果、并为昆仑芯提供实际应用场景打磨。
- 百度AI云：**25Q2收入65亿元、同比+27%，2025全年收入预计达274亿元（同比+26%），2026年有望达350亿元收入（同比+25%），成为百度第二增长曲线，且利润端有望持续改善。国内云业务预计在AI需求带动下从10%+加速至20%+同比增长。国内云厂商巨头24年Capex增长平均在40%以上，预估25年Capex增速进一步提升至平均50%+。
- Apollo Go：**2025全年订单量有望突破1000万单。Apollo Go在25Q2向公众提供了约超过220万次乘车服务，同比增长148%，累计服务超1400万次，武汉等城市已跑通盈利模型。百度robotaxi市场空间大，但商业化仍处于投入期，短期利润贡献有限。与文远知行、小马智行业务对比，百度Apollo Go在车队规模与国内覆盖程度上保持领先。
- AI广告、数字人与Agent业务：**7月移动端搜索结果页AI生成内容占比达64%（4月为35%），覆盖90%百度AppMAU，25Q2启动小规模商业化测试（优先保障用户体验）。25Q2代理生成广告收入环比增长50%，占核心在线营销收入的13%（Q1为9%）。Q2数字人广告收入环比增长55%，占核心在线营销收入的3%，数字人与代理季度约25亿元收入。
- 财务预测：**考虑到AI背景下云需求持续增长，Apollo Go、昆仑芯亦有望贡献业绩增量，上调2025-2027年百度收入为1336/1437/1541亿元（前值为1304/1354/1435亿元），调整幅度为2%/5%/7%，其中今年百度核心收入预计略超1000亿元；预计2025-2027年经调整归母净利润预期为210/244/280亿元（前值为206/238/272 亿元），调整幅度为1%/2%/2%。截至2025年6月30日，百度的净现金为人民币1551亿元，为后续AI等业务发展奠定基础。2025年回购6.77亿美元股票，测算股东回报率当前约1.5%，彰显管理层对长期价值的信心。2025年9月17日收盘价对应2025-2027年PE估值为17x/15x/13x，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动，影响公司广告业务。下游AI需求不及预期，核心技术水平升级不及预期的风险。

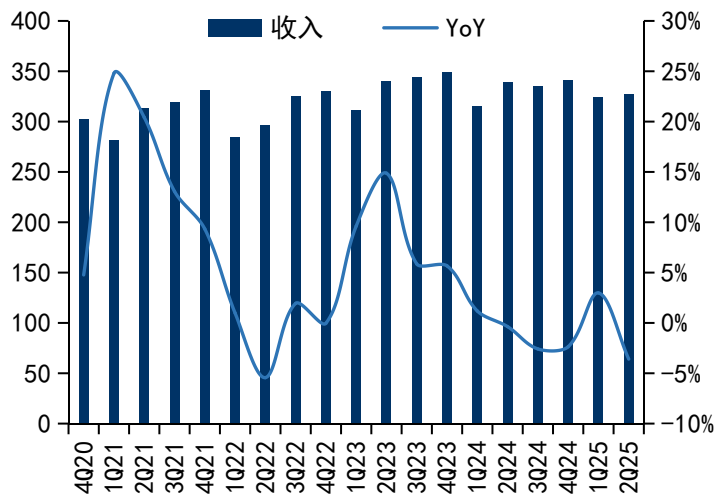
- [01] 百度公司概况：组织架构与业务构成
- [02] 昆仑芯业务进展
- [03] 百度AI云进展与对比
- [04] 无人驾驶Apollo Go
- [05] AI广告、Agent智能体与数字人
- [06] 盈利预测

百度业务梳理：传统广告业务承压、AI背景下新动能崛起

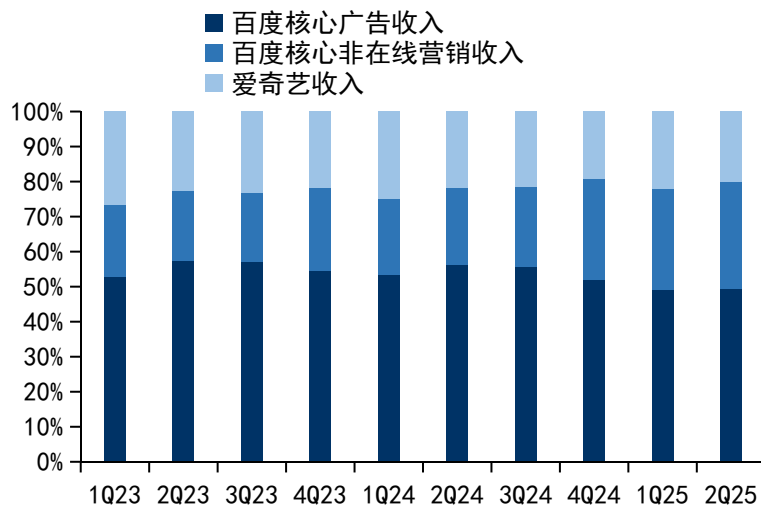
- 百度收入拆分：25Q2百度核心广告业务占比约50%。百度核心非在线营销收入首次突破百亿元大关、占比约30%。爱奇艺收入占比约20%。

- ① **百度核心广告业务**：以搜索广告和信息流广告为核心，是公司主要的利润来源。近期因宏观经济影响及AI搜索转型期对广告库存影响，广告业务收入下滑、业务份额占比逐渐降低。AI广告Q2启动小规模商业化测试，探索AI驱动下CPC（按点击付费）向CPS（按销售付费）转型。同时，AI研发投入持续增加，导致百度核心的经营利润率从24Q2的26%降至25Q2的17%。
- ② **百度核心非在线营销业务**：业务主要为AI智能云、自动驾驶（Apollo Go）等业务。非在线营销收入增长快速，智能云与自动驾驶成为第二增长曲线。伴随着规模效益与成本端优化，利润端逐步实现扭亏为赢，云业务25Q2非GAAP运营利润同比增长。
- ③ **爱奇艺**：以会员订阅（占比约60%）、在线广告（占比约20%）、内容发行及其他（占比20%）为主。近期由于品牌广告主预算收缩、版权分销策略调整以及内容平台的竞争，25Q2会员收入、广告与内容发行收入均有所下降。后续通过独家版权、自制内容及AI工具优化成本结构。

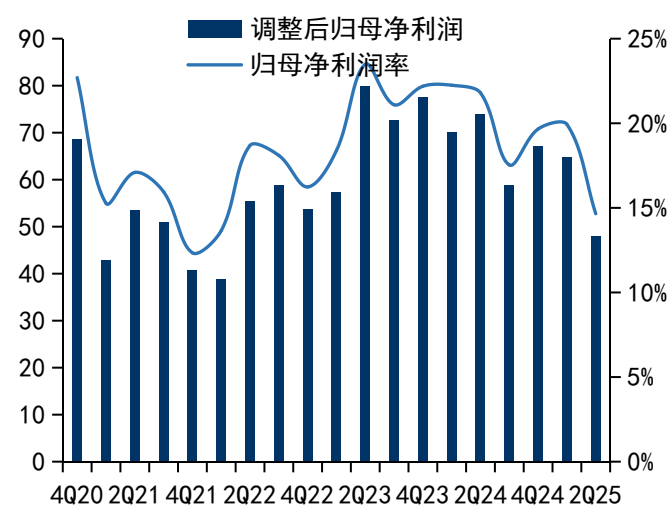
图：百度集团整体收入（亿元，%）



图：百度核心广告收入变化（亿元，%）



图：百度集团经调经营利润变化（亿元，%）



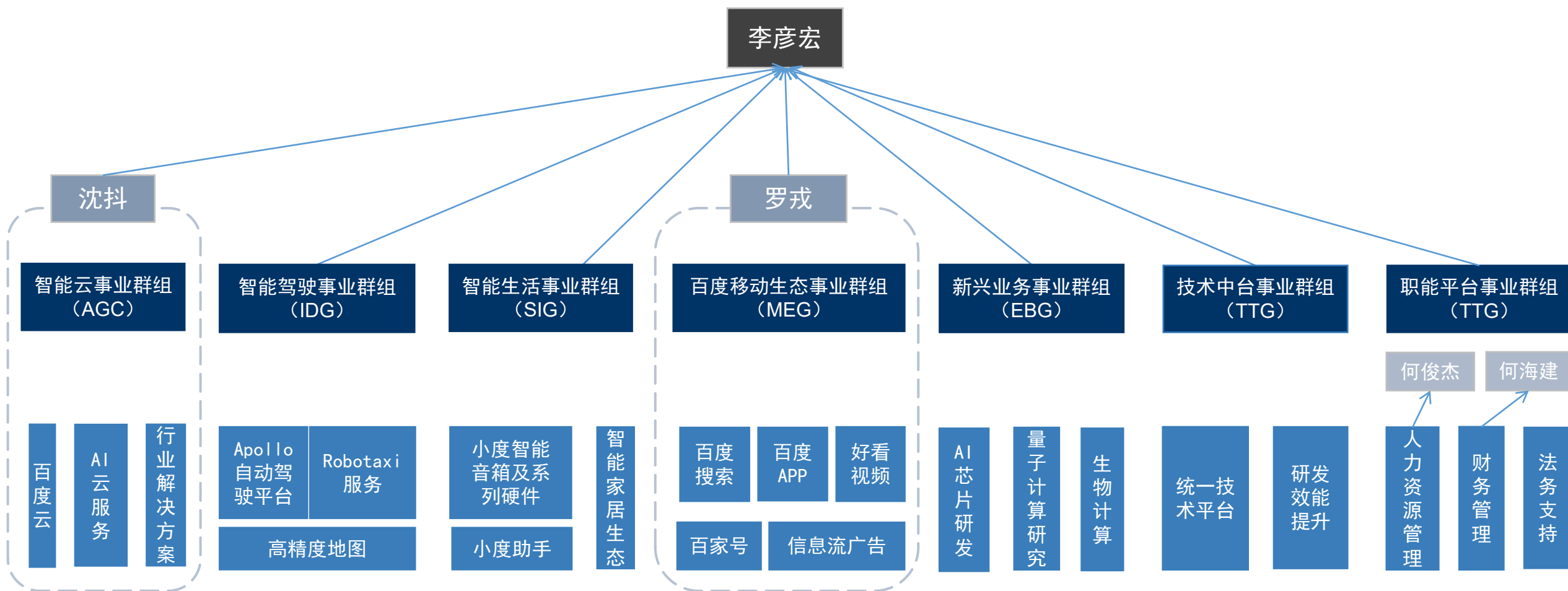
表：百度管理层简介

姓名	职务	任职日期	性别	出生年份 (年龄)	学历	履历
李彦宏	百度公司创始人、董事长兼首席执行官	2000年1月	男	1968 (57岁)	北京大学信息管理学士、美国布法罗纽约州立大学计算机科学硕士	先后担任道·琼斯公司高级顾问、《华尔街日报》网络版实时金融信息系统设计者，以及国际知名互联网企业——Infoseek公司资深工程师。2000年1月，李彦宏从美国硅谷回到祖国创建了百度
罗戎	现任百度集团执行副总裁，百度移动生态事业群组（MEG）总经理	2021年11月	男	1981 (44岁)	北京大学管理学和经济学双学士、清华大学管理学硕士、北京大学管理学博士	历任微软公司高级财务经理，联想集团高级财务经理，以及艺龙旅行网（美国纳斯达克上市公司：LONG）首席财务官；于2021年11月1日获委任百度集团股份有限公司联席首席财务官；2024年10月，罗戎轮岗担任移动生态事业群组（MEG）总经理，不再担任百度集团CFO
王海峰	百度首席技术官	2010年1月	男	1971 (54岁)	哈尔滨工业大学学士、硕士、博士	2010年1月加入百度，先后为百度创建了自然语言处理部、互联网数据研发部、推荐引擎和个性化部、图片搜索部、语音技术部等研究部门。2013年协助创建了百度深度学习研究院（IDL），为百度人工智能发展打下了基础。2014年，转岗搜索业务群组，担任副总经理，负责百度搜索、手百、百度信息流等百度的核心业务。2017年3月晋升百度estaff负责组建AIG，2018年5月成为百度高级副总裁。2018年底，王海峰统领TG和AIG，总体负责百度人工智能技术和算法、算力、数据、安全等基础技术的研发。
沈抖	现任百度集团执行副总裁，百度智能云事业群组（ACG）负责人	2012年	男	1979 (46岁)	华北电力大学学士、清华大学硕士、香港科技大学博士	2009年，沈抖创办了Buzzlabs公司。2012年，沈抖担任百度公司联盟研发部技术副总监、技术总监。2016年，沈抖担任百度公司金融服务事业群组（FSG）执行总监、FSG整体研发负责人。2017年5月，沈抖晋升为百度公司副总裁。[2]2019年5月17日，沈抖担任百度高级副总裁。2022年5月5日，沈抖担任百度智能云事业群组（ACG）负责人
梁志详	现任百度集团资深副总裁，百度数据管理委员会主席	2005年6月	男	1973 (52岁)	北京大学法学院学士、耶鲁大学法学院硕士	2005年6月，梁志祥加盟百度。2011年6月，晋升为副总裁，并担任总法律顾问。2013年初至2018年2月，任CEO助理。2021年10月，担任百度数据管理委员会主席。加入百度前曾供职于中国国务院法制办公室、君合律师事务所，并曾在美国达维律师事务所Davis Polk & Wardwell LLP纽约总部进行工作交流
何俊杰	百度集团资深副总裁，现任集团人力资源及行政负责人	2019年6月	男	-	北京大学光华管理学院学士	2019年6月加入百度，历任战略投资管理负责人、移动生态事业群组（MEG）总经理、代理CFO等职。2022年5月晋升资深副总裁。2025年7月，轮岗负责集团人力资源及行政管理。在任期间主导多项重要投资并购项目，并推动百度智能体生态闭环建设
何海建	现任百度首席财务官	2025年7月	男	-	东南大学电子工程学士学位及硕士、芝加哥大学工商管理硕士	2025年7月1日，出任百度首席财务官（CFO）。在加盟百度前，曾在金山云、高盛、美银美林及花旗集团等机构担任要职，拥有丰富的投行及并购经验。

数据来源：百度官网、搜狐新闻、澎湃新闻、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

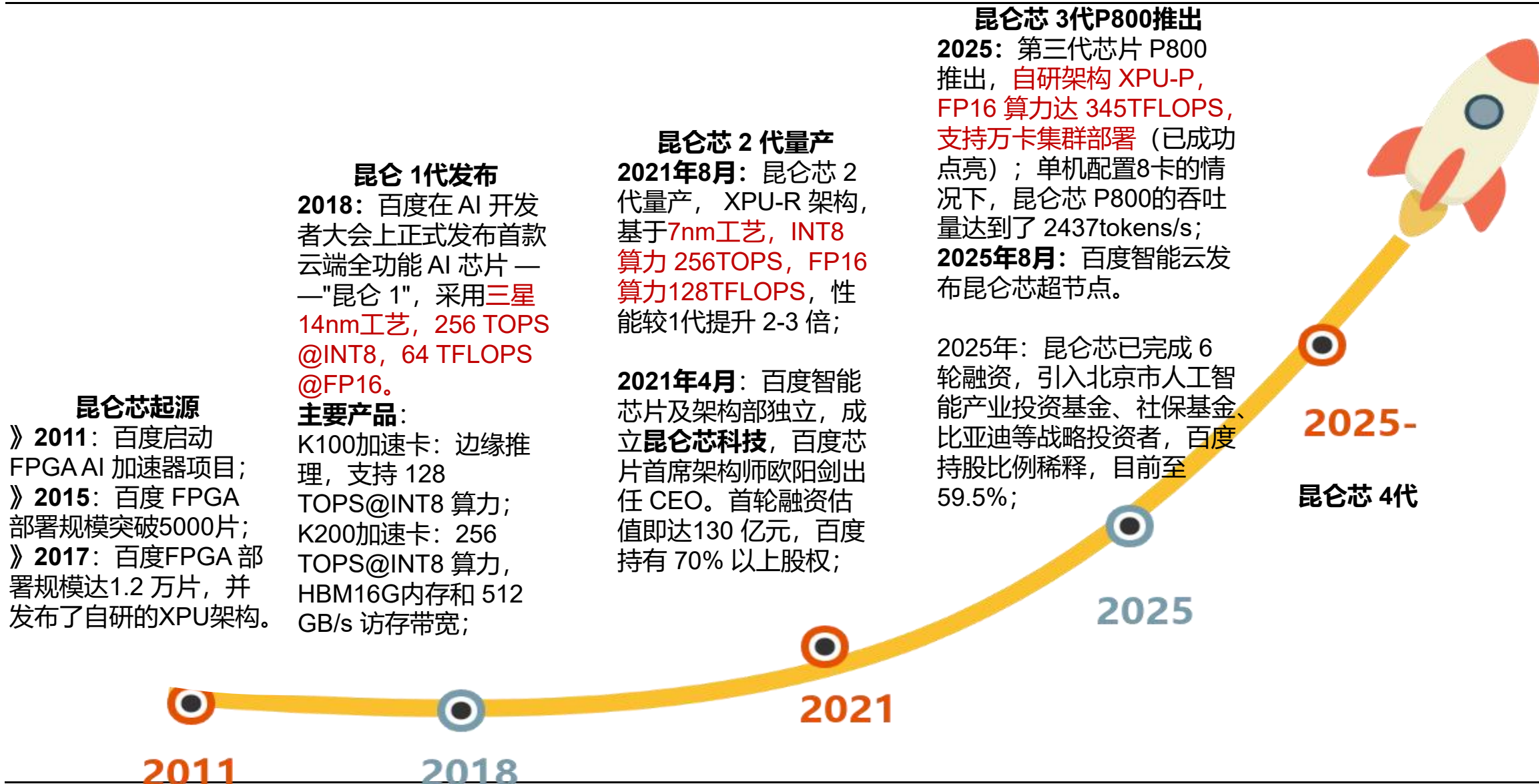
图：百度组织架构



数据来源：百度官网、CSDN、同花顺财经、国信证券经济研究所整理

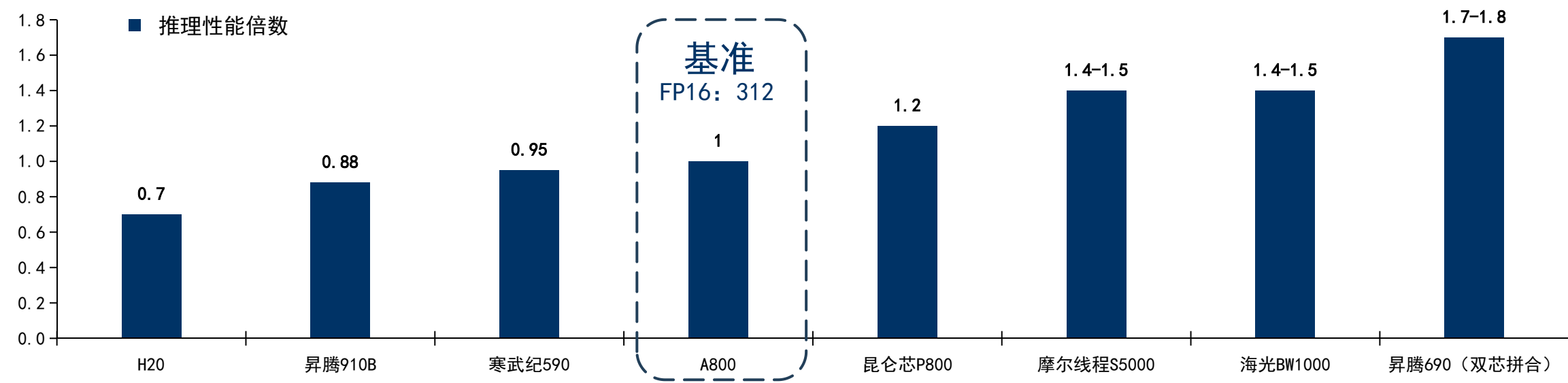
- [01] 百度公司概况：组织架构与业务构成
- [02] 昆仑芯业务进展
- [03] 百度AI云进展与对比
- [04] 无人驾驶Apollo Go
- [05] AI广告、Agent智能体与数字人
- [06] 盈利预测

图：昆仑芯发展历程



主流芯片性能对比：昆仑芯P800在FP16精度下推理超A800

图：国内外芯片推理性能对比（以FP16精度下推理性能、A800为基准）



芯片型号	FP16 算力 (TFLOPS)	INT8 算力 (TOPS)	显存容量	显存带宽 (GB/s)	互联带宽	架构	价格 (万元)
英伟达 A800	312	624	80GB HBM2e	1935/2039s	PCIe4.0(64GB/s)、 NVLink(400GB/s)	Ampere 架构	-
英伟达 H20	148	296	96GB HBM3	4000	PCIe5.0(128GB/s)、 NVLink(900GB/s)	Hopper 架构	8
昆仑芯 P800	345	820	96GB HBM3	1800	PCIe5.0(700GB/s)	XPU-P 架构	8-10
寒武纪 690	512	800+	80GB HBM2e	2000	MLU-Link(512GB/s)	训推一体双 die 设计	-
寒武纪 590	314	512	80GB HBM2e	2000	PCIe4.0/5.0	MLUv02 扩展架构	-
昇腾 910B	320	640	64GB HBM2e	400	卡间互联 (392GB/s)	达芬奇架构	9-10
摩尔线程 S5000	400+	-	48GB	768	MTLink(240GB/s)、 PCIe5.0	平湖 架构	-
海光 BW1000	400+	-		896	PCIe5.0	自研架构	-

图：昆仑芯现有与潜在客户结构



数据来源：新浪新闻、头条新闻、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 国产AI芯片需求呈现快速增长，**我们测算昆仑芯25年营收预计达到50亿元级、26年营收有望达到百亿元级**，其中百度控股昆仑芯59%。

表：昆仑芯出货与营收测算

年份	2024	2025E	2026E
芯片型号	昆仑芯2代等	昆仑芯三代P800	昆仑芯P800、昆仑芯4代
价格（元 / 片）	假设昆仑芯二代均价为1.5-2.5万元	假设P800均价6万元	假设昆仑芯四代均价10万元，出货量占比20%
出货量（万片）	6.9（IDC）	假设8.5	假设15
订单需求方	百度（自用为主）、中国电信等	百度、地方政府智算、中国移动、互联网大厂等	百度、地方政府智算、互联网大厂等
总收入（亿元）	10+	50+	100+

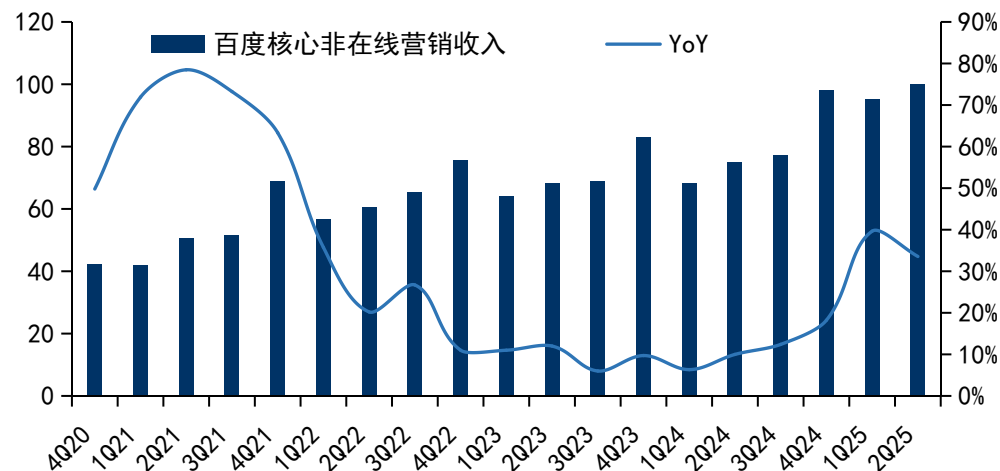
资料来源：IDC、公司官网、国信证券经济研究所整理测算

- [01] 百度公司概况：组织架构与业务构成
- [02] 昆仑芯业务进展
- [03] 百度AI云进展与对比
- [04] 无人驾驶Apollo Go
- [05] AI广告、Agent智能体与数字人
- [06] 盈利预测

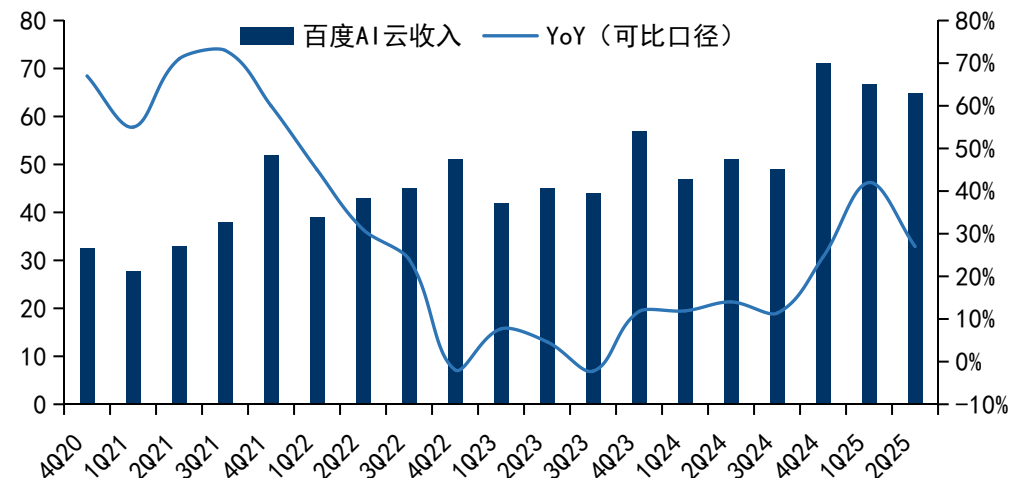
AI背景下智能云维持高增速，有望保持盈利

- **百度智能云25Q2实现+27%增长，非GAAP运营利润实现同比增幅。**2025Q2，百度核心非营销收入为100亿元，同比+34%。其中，智能云收入65亿元，同比增长27%，**业务增长主要源于市场对高性价比端到端AI产品及解决方案的需求释放，非GAAP运营利润实现同比增长。**
- **企业云为核心增长驱动，贡献AI云绝大部分收入，计划逐步降低项目式占比。**
 - ① 订阅式：收入占比超50%，Q2持续稳步增长，核心驱动力是“订阅式AI基础设施”（同比超+50%）。
 - ② 项目式：收入与客户部署进度、合同周期相关，存在季度波动，百度正梳理项目组合，计划逐步降低其占比，以提升收入稳定性。
- **个人云规模较小，主要围绕百度网盘（Baidu Drive）整合AI功能，近期开放部分免费AI功能以提升用户粘性，短期或有收益权衡，但长期利于AI普及后的商业转化。**

图：百度核心非在线营销收入与同比变化(百万元/%)



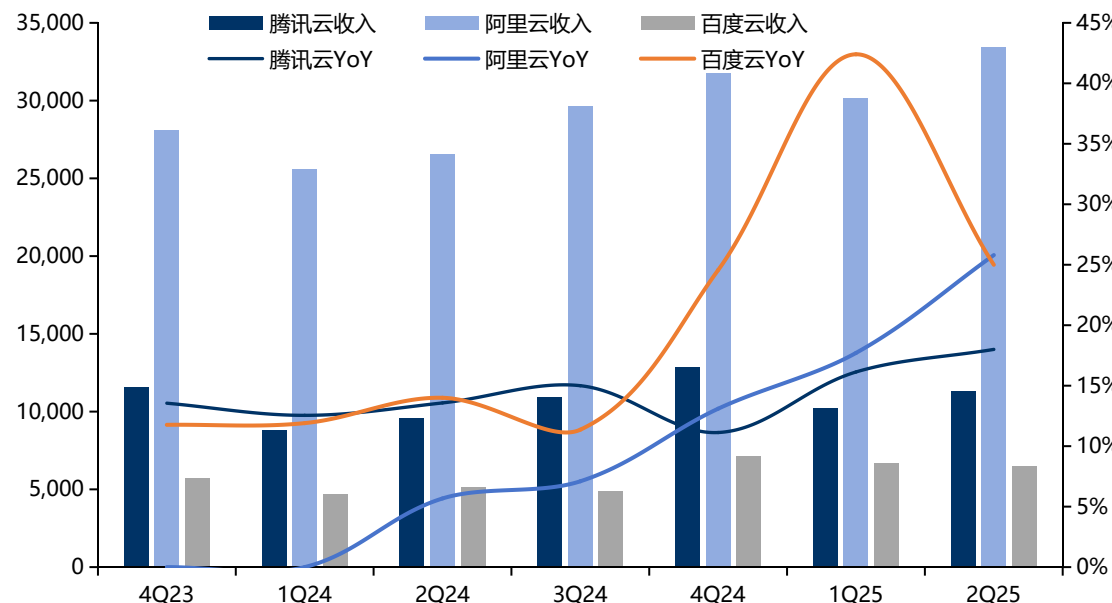
图：百度AI云同比变化(百万元/%)



国内云厂25Q2对比：收入端维持高增速，资本开支同比加速

- 二季度伴随着Deepseek热度下滑、尝鲜用户减少，国内云厂商AI客户数小幅下降、但是场景渗透率持续提升。跑通业务场景后，客户调用量提升与解决方案落地预计将带动云业务下半年加速增长，维持云业务大盘今年20%的同比增长目标。
- 其中二季度百度云同比+25%YoY（同比+12pcts、环比-17pcts），阿里云加速至同比+26%YoY（环比+8pcts）、腾讯云维持18% YoY(同比+2pcts)。
- 25年云厂商持续加大对AI的投入，但在投资节奏上，二季度受到H2O断供的影响，虽然各厂商面临无卡下单、无卡到货的情况。但阿里25Q2 Capex显著增长、达到387亿元（同比+220%）。百度整体Capex稳健为38亿元（+81%）、腾讯环比小幅下滑为191亿元（+119%）。

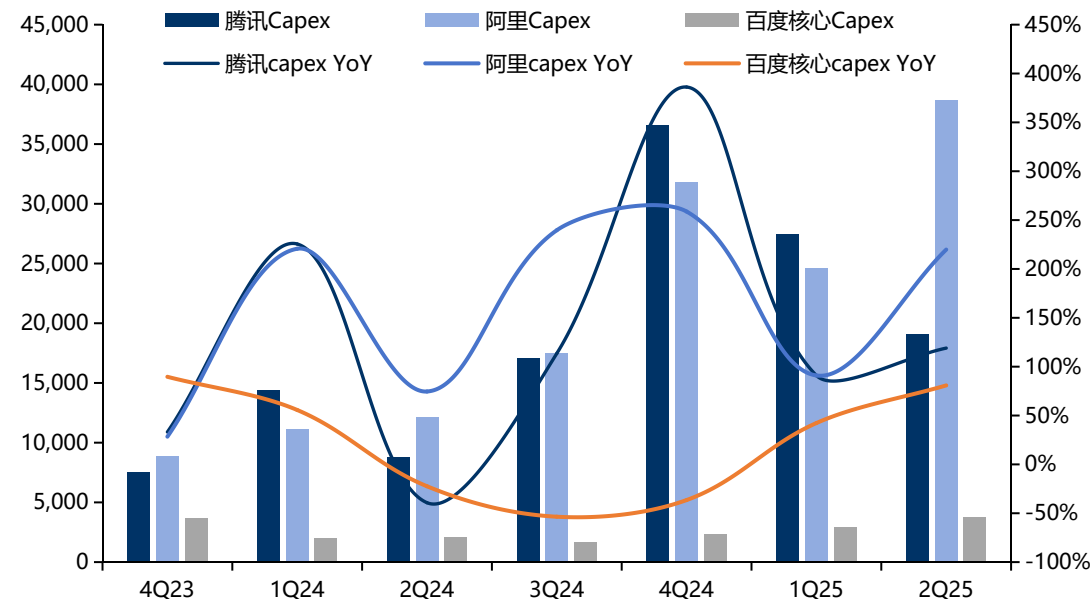
图：国内云厂商云收入与同比变化预测(百万元/%)



资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：国内云厂商资本开支与同比变化预测(百万元/%)

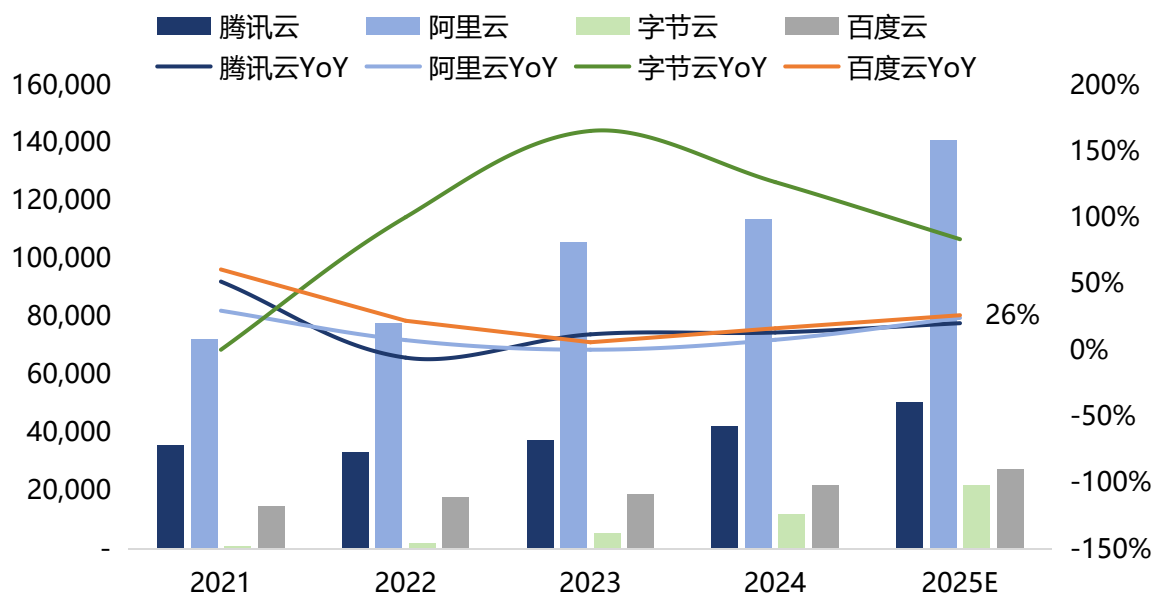


资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理测算

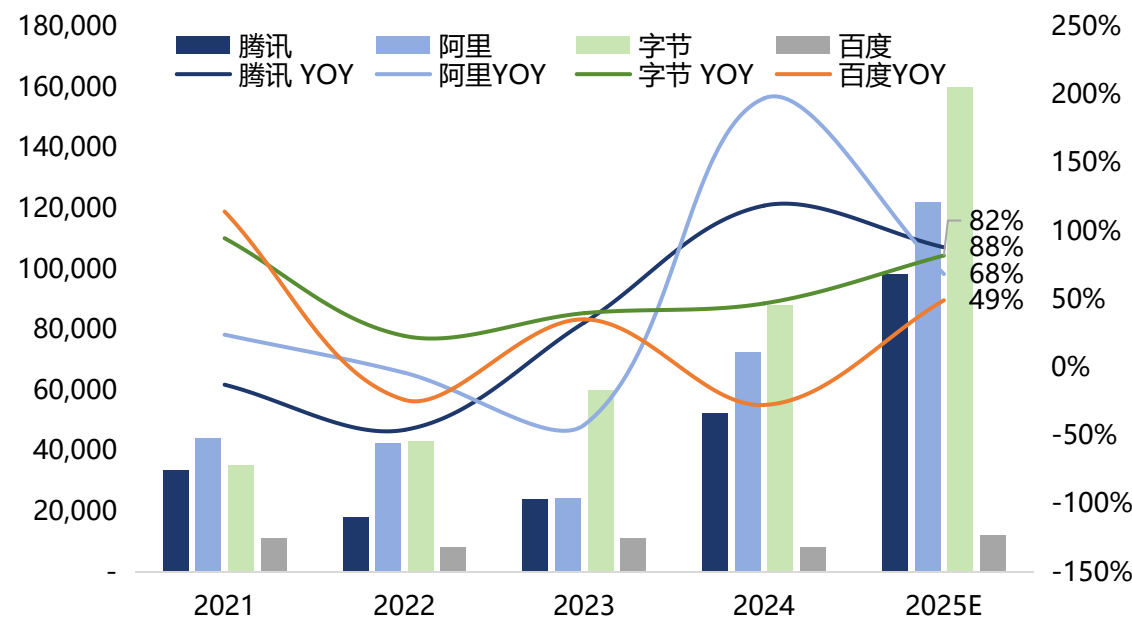
国内云厂：云营收加速至20%+增长，资本开支平均提升至50%以上

- 国内云业务预计在AI需求带动下从10%+加速至20%+同比增长。24Q3百度财报会表示AI相关收入已经占比总云收入的11%，其中24Q1占AI云收入的6.9%，24Q2占总AI云收入的9%。阿里云在24Q3财报中表示AI相关产品收入持续五个季度三位数增长。
- 国内云厂商巨头24年Capex增长平均在40%以上，预估25年Capex增速进一步提升至平均50%+。25年云厂商预计将缩减传统业务支出、持续加大对AI的投入。我们预计AI的Capex投入上字节、阿里投入领先，增速总体看AI投入增长在50%以上甚至翻倍。Deepseek事件后各家有望进一步上调投入计划，主要考虑到以下算力需求的增长。

图：国内云厂商云收入与同比变化预测(百万元/%)



图：国内云厂商资本开支与同比变化预测(百万元/%)



资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理测算

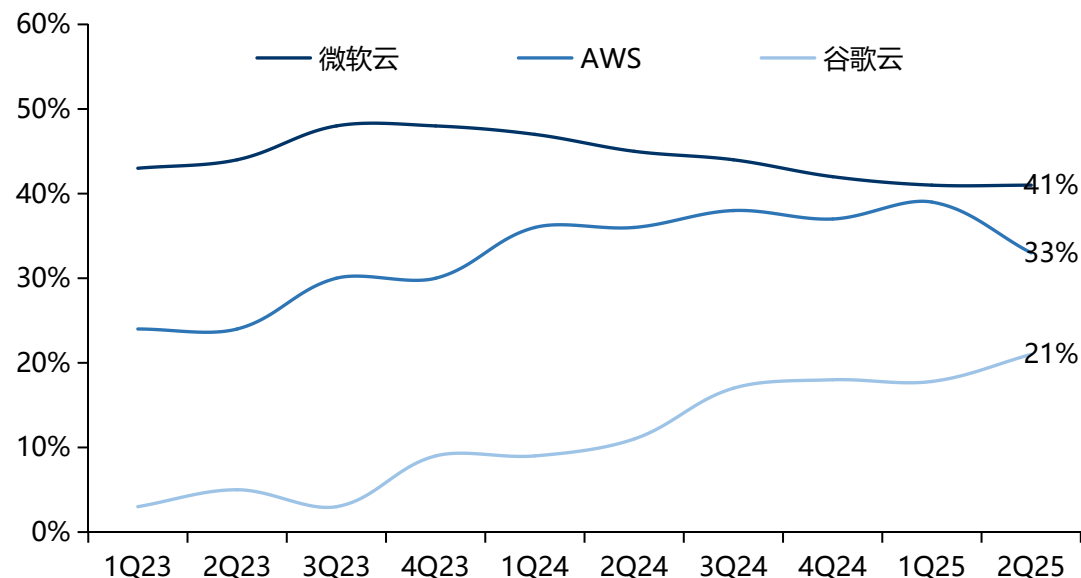
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理测算

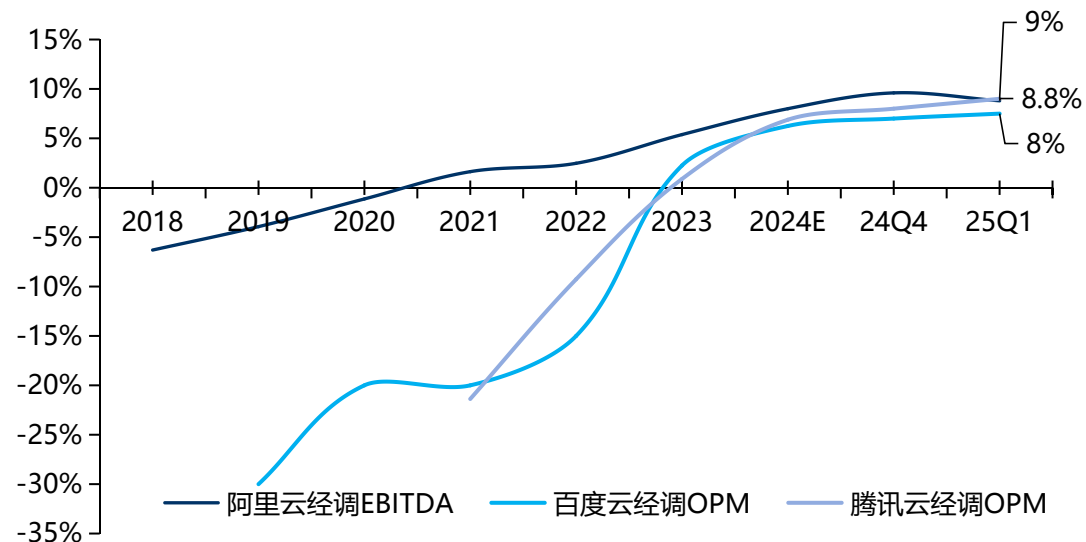
国内云厂：从创收向盈利方向转变，AI有望提升利润率

- **AI驱动云厂收入加速：**上一轮2015年美国主导的云计算发展过程中，中国企业上云程度较落后，**核心由于软件价值无法量化以及国内人力成本较低，企业习惯接受需求定制化开发**。同时由于前几年运营商在云市场份额的不断提升，行业竞争较激烈。我们认为在AI趋势下，企业AI模型的投资回报率将愈发清晰，同时由于大模型天然对推理计算弹性要求较高，企业选择公有云或效率更优。
- **AI时代云利润率有望呈现提升趋势：**AI GPU租赁与API调用业务平均毛利率显著高于传统IaaS。伴随AI应用进展整体tokens调用量持续大幅提升，云厂商通过配套的高利润PaaS产品将整体合同利润提升，比如：知识数据库插件、联网搜索插件等。

图：海外云厂OPM季度变化(%)



图：国内云厂商经调EBITDA与OPM变化(%)



表：互联网云厂商AI模型与产品生态建设

	阿里云	腾讯云	百度云	字节云
AI 计算平台	人工智能平台PAI	腾讯云智算	百舸	veStack智算版等
MaaS平台	百炼	腾讯云TI平台	千帆	火山方舟
大模型进展	-25年1月29日，Qwen2.5-Max超大规模MoE模型发布，在多个基准测试中表现优异。 -25年2月8日，阿里云开源Qwen2.5-VL，旗舰版在13项权威评测中夺得视觉理解冠军。	-混元-Large模型在MMLU榜单排名全球第四名。 -混元-Lite模型不仅提升了参数量，还实现了全面免费。	-2025年3月，发布百度首个原生多模态大模型文心大模型 4.5，及支持深度思考的文心大模型X1。 -百度计划在今年下半年发布下一代人工智能模型Ernie5.0，将在模型多模态能力方面有重大增强。	-豆包大模型日均处理1200亿Tokens文本，生成3000万张图片。 -2月12日，全新的稀疏模型架构 UltraMem推理速度较MoE架构提升2至6倍，推理成本最高可降低83%。
图片生成	7500万+图片、93万+用户数（截至2024.9）	-	截至2024.9共有5000万注册用户	
视频类产品	通义千问-VL（视觉理解能力超越GPT40）、百炼、EasyAnimate	腾讯智影	UniVG、度加创作工具	豆包、Seaweed、即梦AI
视频产出长度	百炼：20s的1080P视频、通义千问-VL支持20分钟+视频处理、EasyAnimate支持超长视频生成	支持短视频	UniVG在处理10分钟长视频时，处理时间小于1秒	豆包：5-10s；Seaweed：5s但可动态延申至20-30s；即梦AI：单个视频最高12s
聊天机器人	通义千问，2025年5月月活跃用户数（MAU）为5800万，截止到25年7月Qwen系列的全球下载量已突破4亿	元宝	- 文心一言截至2024年11月累计用户数为4.3亿 - 2025年5月网页月活跃用户数为146万	- 2025年5月豆包App的月活跃用户规模突破了2700万。
办公AI	钉钉AI-截至2024年9月，超过220万企业客户采用了AI功能，拥有100万+AI合作伙伴；钉钉上的AI API日请求量超过1000万（截至2024年9月）	超过1500万腾讯会议用户每月使用AI功能（截至2025年1月）	百度文库AI：月活跃用户数已突破9000万，日活跃用户数年同比增长230%（截至2025年1月）	- 2025年7月，飞书多维表格月活用户已突破1000万 -飞书于7月9日发布了知识问答、AI会议、Aily、飞书妙搭等多款AI新产品

资料来源：各公司官网、各公司财报会、QuestMobile、华尔街新闻、澎湃新闻、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

表：互联网云厂商AI模型与产品生态建设

	阿里云	腾讯云	百度云	字节云
数字代理（Agent）-（面向企业和消费者）	阿里拥有 通义星尘 ，专门用于数字代理用例的大型语言模型	腾讯元宝 -与11个行业领先企业合作开发元保应用中的专用垂直AI代理	Emie数字代理平台“AgentBuilder”：每日分发请求达到1000万， 服务10万+企业和60万开发者 （2024年9月）	（截至2024年5月）在豆包上创建的累计数字代理 超过800万+
代理平台（面向企业）	阿里推出了AgentScope，多代理开发框架	腾讯元器于2024年5月推出	- 2025年3月超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	Coze（扣子）：专业版于2024年7月推出，一个月内注册客户超过1万（截至2024年9月）
客户服务	阿里拥有 通义晓蜜 ，专门用于客户服务用例的大型语言模型	AI智能客服的独立解决率已从37%提升到了84%，处理约1.7万次客户咨询（一汽丰田）；AI信贷助手能覆盖95%的工作内容，准确率达93%（华兴银行）	客悦： 查询解决率提高到92% （行业水平为80%），服务超过1.5亿人次，交互超过5亿次（截至2024年9月）	截至2025年5月底，豆包大模型的tokens日均调用量已达到16.4万亿，是其发布初期的137倍（来源：AI base）
编程	通义灵码 ：累计插件下载量超过900万；为开发者生成了超过15亿行代码（截至2025年1月）	已有超过85%开发人员日常使用腾讯云代码助手CodeBuddy进行开发，整体编码时间平均缩短40%以上，AI生成代码占比超过40%（2025年9月）	Emie Comate ：提高了20%的研发效率； 超过1万家企业客户 （截至2024年9月）； 代码采用率：内部使用达到46% （截至2024年9月）	MarsCode 支持超过100种语言
广告	阿里巴巴上的AIGC工具帮助商家 每天生成数十万产品图片和编辑视频剪辑 。中小企业在内容生成成本上的累计节省达到数十亿人民币。	腾讯妙思 ，针对提高广告内容生成和消费，观察到使用其AIGC图片生成功能的各行各业在点击通过率（CTR）上都有不同程度的提高。	- 25Q2 64%的搜索结果由GenAI提供 ，代理为广告主创造的收入环比+50%。1月百度APP上83%的月活用户与生成式AI内容互动。 - 轻舸，即AI原生营销平台，每天有1.4万客户使用 （2024年9月）	
内部应用	通义已集成在700多个集成场景中，如阿里巴巴、钉钉、淘宝等	700+集成场景使用	ERNIE已集成在百度的多个产品中，如搜索、文库等	超过50个集成场景

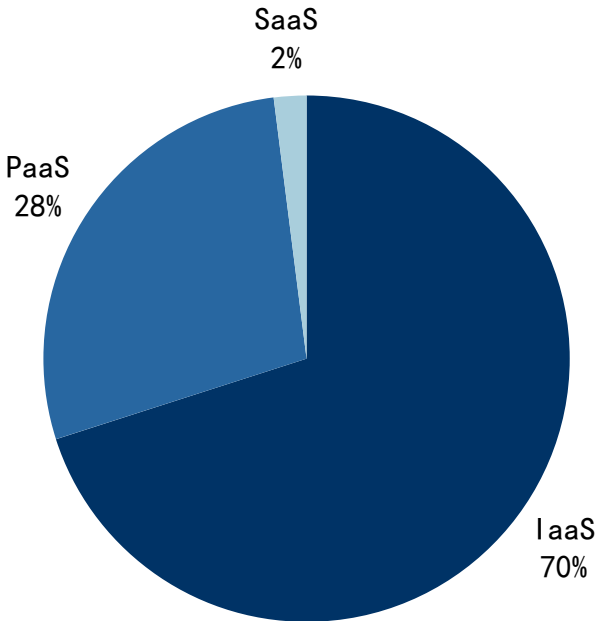
资料来源：各公司官网、各公司财报会、QuestMobile、华尔街新闻、澎湃新闻、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

百度云：行业多元，AI带动下游客户需求发展

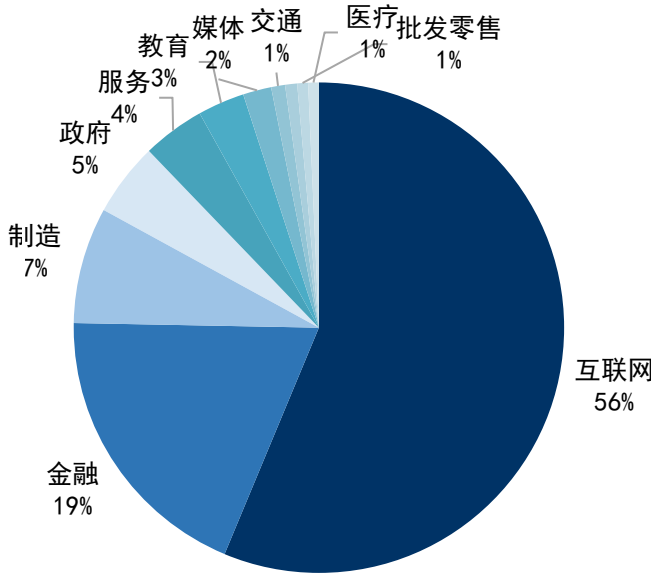
- 百度云在中国公有云市场占比约5%，行业覆盖多元。互联网为主、占比 56%。金融、制造、政府占比 19%、7%、5%。从各行业市场份额看，百度云在金融、互联网、媒体、教育行业分别占据较高市场份额。百度网盘作为百度云重要产品，用户数突破8亿元。AI领域千帆大模型平台全面升级至3.0版本，文心大模型日均调用量超过7亿元次，开发出70多万个企业级应用。百舸AI异构计算平台升级到4.0版本，具备成熟的十万卡集群部署和管理能力。

图：百度云IaaS、PaaS、SaaS占比情况（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：百度云分行业占比情况（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：百度文心大模型能力



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

海外云业务估值（测算截至9月17日收盘价）：

- ① 按照彭博一致预期利润进行测算，当前微软股价对应公司整体估值约25年30xPE；考虑其中云业务增速更高、利润率与总业务持平，业务稳定性较SaaS略低，测算云业务对应约35xPE，11xPS。
- ② 亚马逊通常采用EV/EBITDA估值，按照彭博一致预期测算，目前股价对应2025年15x EV/EBITDA，分布估值法下AWS对应25年收入约8xPS。
- ③ 按照彭博一致预期测算谷歌当前交易在2025年25xPE；其中云业务增速为广告的三倍，25Q2年谷歌云OPM提升至20%、利润低率低于广告（但增速更快），测算云业务约9xPS。

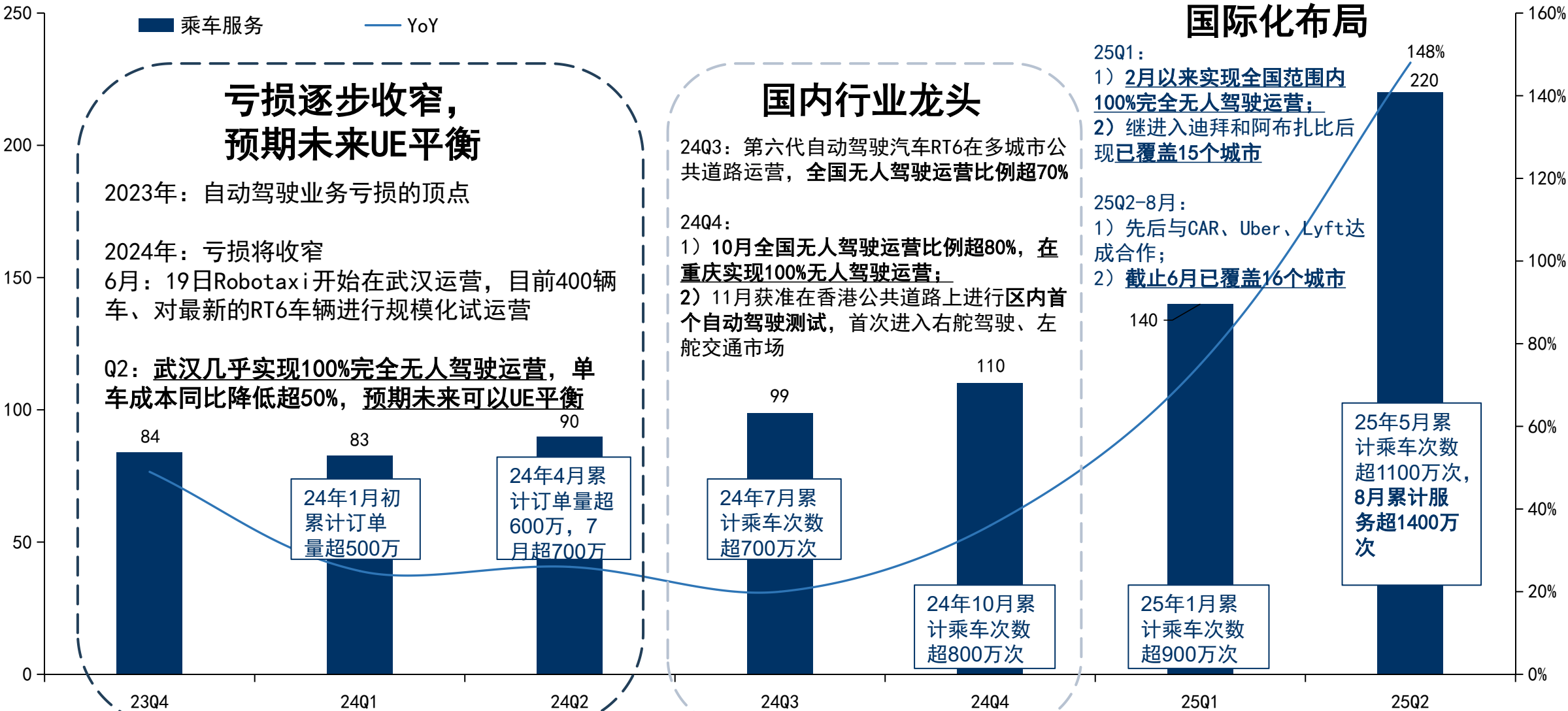
表：互联网云厂商云业务增速与估值比较

云业务	2023 收入（百万）	2024收入	2025E收入	2025 YOY	OPM	2025年估值倍数	市值贡献	占比当前市值
微软云	\$96, 213	\$104, 859	\$123, 863	26%	41%	11	1, 362, 490	36%
AWS	\$90, 757	\$107, 556	\$128, 000	19%	33%	8	1, 024, 000	41%
谷歌云	\$33, 088	\$43, 229	\$54, 820	27%	21%	8	438, 563	14%
阿里云	¥ 105, 521	¥ 113, 496	¥ 140, 735	24%		/	/	/
百度云	¥ 18, 748	¥ 21, 805	¥ 27, 474	26%		/	/	/
腾讯云	¥ 39, 198	¥ 42, 126	¥ 50, 551	20%		/	/	/

资料来源：各公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所测算整理 注：阿里云25Q1财报披露经调整EBITA 9%，2025年9月17日更新

- [01] 百度公司概况：组织架构与业务构成
- [02] 昆仑芯业务进展
- [03] 百度AI云进展与对比
- [04] 无人驾驶Apollo Go
- [05] AI广告、Agent智能体与数字人
- [06] 盈利预测

图：Apollo Go乘车服务次数变化及业绩会表述（万次，%）



数据来源：公司业绩会、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

Apollo Go营收模型测算：根据当前单量年化收入约20亿元

- **Apollo Go运营模式：**运营准备+汽车端本地感知和决策规划+特殊情况真人驾驶员云端接管，汽车能自动唤醒、出入库、换电。用户角度，自行选上下车点后下单，车到后自行完成身份认证，完成乘车并支付。
- **单车成本优化与接管比例降低下UE模型可实现盈利。**第6代无人车价格20万元（较五代降60%），伴随规模效应假设单车成本下降至15W元。假设Robotaxi车队实现1个司机云端管理十辆甚至数十辆车（自动驾驶订单比例2024年4月达到70%），则远程成本大幅降低，测算UE模型可实现盈利。

表：百度Robotaxi UE模型测算

类别	项目	百度Robotaxi		快车（电）
运营数据假设	单车成本（万元）	20	15	12.5
	司机/远程成本（万元）	2.5	1.5	7.2
	单车折旧（五年）	4	4	2.5
	里程（km/单）	6	8	10
	收费（元/公里）	1.2	1.2	2.4
	日接单数	25	25	20
	电耗（kw/日）	35	35	30
	电费（元/kw）	1.5	1.5	1.5
成本计算	能源成本（元/天）	53	53	45
	人工成本（元/天）	68	41	197
	折旧+维保（元/天）	130	130	88
营收利润	收入（元/天）	180	240	480
	日盈利（元/天）	-71	17	149
整体营收规模	月单量（万）	75	75	
	年化收入(亿元)	20	26	

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理测算

百度Apollo Go与全球竞品公司比较

- 百度Robotaxi市场空间大，但商业化仍处于投入期，短期利润贡献有限。与全球竞品公司谷歌Waymo与文远知行、小马智行业务对比如下，后两者市值约30-60亿美元（2025.9.17收盘）。

表：百度Apollo Go与全球竞品公司比较

	百度Apollo Go	谷歌Waymo	文远知行	小马智行
核心业务与产品	自动驾驶出租车萝卜快跑（出行服务）为主，Apollo自动驾驶平台支撑	自动驾驶出租车（Robotaxi）为主，WaymoVia货运为辅	智慧出行、货运、环卫、高阶智驾，产品WeRideOne（通用技术平台）、Robobus（规模化部署）	智慧出行、物流，产品PonyPilot+（出行服务）、PonyTruck（货运）、第七代Robotaxi
市值（亿元美元）		800	26（2025.9.17收盘）	61（2025.9.17收盘）
财务数据				
25Q2营收		6.25亿美元（Robotaxi付费服务），同比+78.6%、环比25%，周付费订单量突破25万人次	1.27亿元人民币，同比+60.8%、环比+75.3%。	1.54亿元人民币，同比增长75.9%，环比增长53.5%。
25Q2利润	武汉Robotaxi实现单车盈利	毛利率35.0%（从2023年-120%大幅提升），净利润-1.5亿美元	毛利率28.1%，净亏损7915万美元，亏损同比扩大。	毛利率16.1%，净亏损5330万美元
运营数据				
全球车队规模（辆）	1000+	1500+	1200+	500+（计划2025年底达1000辆）
覆盖国家/地区	中国、阿联酋等，16+城市（北京、上海、广州、武汉、迪拜）	美国，10+城市（凤凰城、旧金山、洛杉矶、奥斯汀）	中国、阿联酋、新加坡、法国、沙特等（10国），30+城市（广州、上海、阿布扎比）	中国、阿联酋、卢森堡、韩国，10+城市（北京、上海、深圳）
日均订单量（单）	24,000+（2025Q2超220万次完全无人服务）	35,000+（周付费订单25万人次）	未公开	未公开
Robotaxi市场份额	中国占据约40%	美国占比约50%	中国份额约20%	中国份额约15%
核心技术特点	全栈技术、高精度地图、多传感器融合，生成式AI积累	高精度地图、激光雷达为主、保守稳健，50亿元研发投入	全栈技术、多场景适应，基于NVIDIA Thor平台降本50%	感知冗余、决策安全、端到端学习，第七代100%车规级

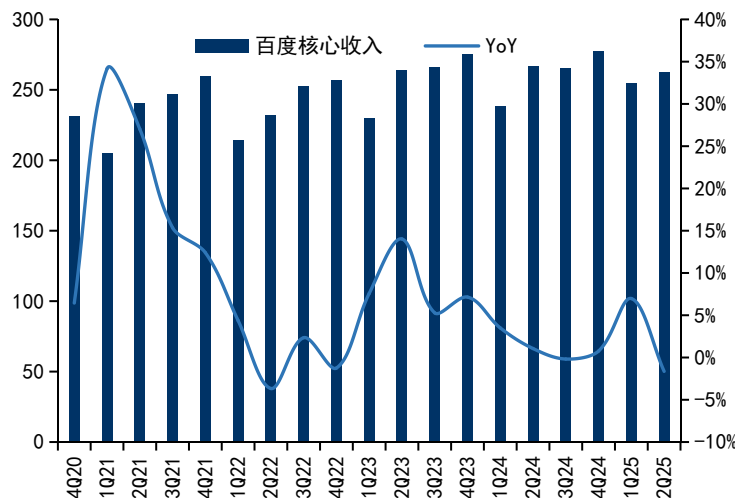
资料来源：各公司财报会、彭博新闻、国信证券经济研究所整理测算
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- [01] 百度公司概况：组织架构与业务构成
- [02] 昆仑芯业务进展
- [03] 百度AI云进展与对比
- [04] 无人驾驶Apollo Go
- [05] AI广告、Agent智能体与数字人
- [06] 盈利预测

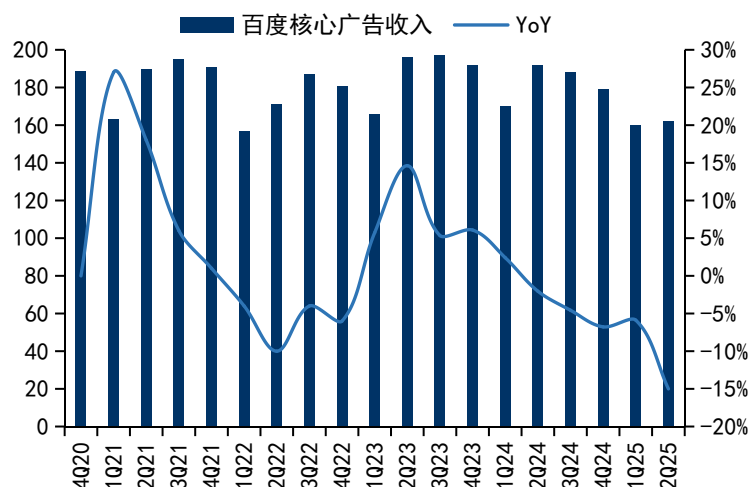
百度广告收入持续受宏观经济压力，AI转型积极

- 广告疲软受到宏观持续的影响，竞争环境充满挑战。2025年第二季度，其收入为162亿元，同比下降15%，占百度核心总收入的62%。其中托管页收入占比广告收入50%，体现广告业务结构持续优化。
- 7月移动端搜索结果页AI生成内容占比达64%（4月为35%），覆盖90%百度AppMAU。其中60%的搜索结果页以图片、视频等富媒体元素开头，用户体验更直观。百度AI生成内容的规模与质量均实现显著提升，例如自5月起每日AIGC视频生成量已达百万。
- AI广告Q2启动小规模商业化测试（优先保障用户体验），代理（Agents）驱动广告转化效率提升。25Q2代理生成广告收入环比增长50%，占核心在线营销收入的13%（Q1为9%），计划逐步从CPC（按点击付费）向CPS（按销售付费）转型。数字人除电商直播外，已渗透医疗、法律、教育、汽车领域，Q2数字人广告收入环比增长55%，占核心在线营销收入的3%。

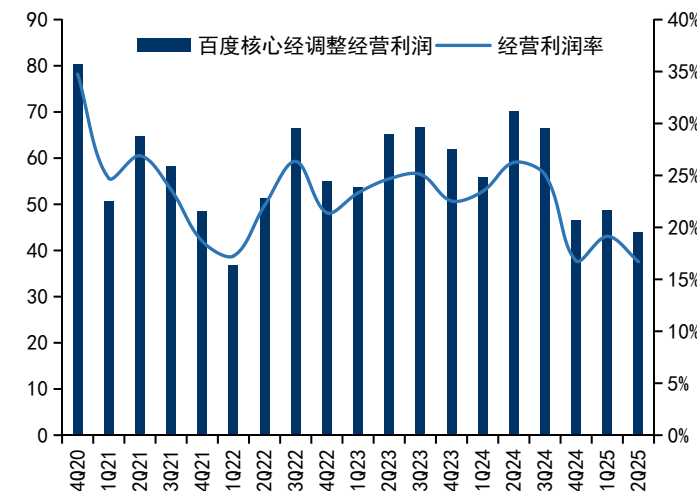
图：百度核心收入（亿元，%）



图：百度核心广告收入变化（亿元，%）



图：百度核心经调整经营利润变化（亿元，%）



- **百度广告代理业务：**智能体可以根据用户的需求和行为，自动生成个性化的广告内容，并进行精准投放，从而提高广告的转化率和效果。产品功能类似Meta Advantage+，核心商业模式是广告佣金模式。主要产品包括：文心智能体平台（前身灵境矩阵平台）2023年9月1日上线并开始内测、秒哒无代码应用搭建平台2024年11月发布，支持在百度智能云千帆平台上直接添加百度AI搜索和百度优选的MCP Server。
- **百度数字人业务：**核心产品是“高说服力数字人”，由百度电商“慧播星”平台打造。百度数字人服务在自有平台内免费开放，主要收入来自电商GMV佣金和广告投放，不依赖SaaS订阅费。依托文心4.5大模型，结合脚本智能创作、多模态融合、自主决策思考和智能体调度技术，实现了“超拟真、能思考、会协同”的表达与操作能力。

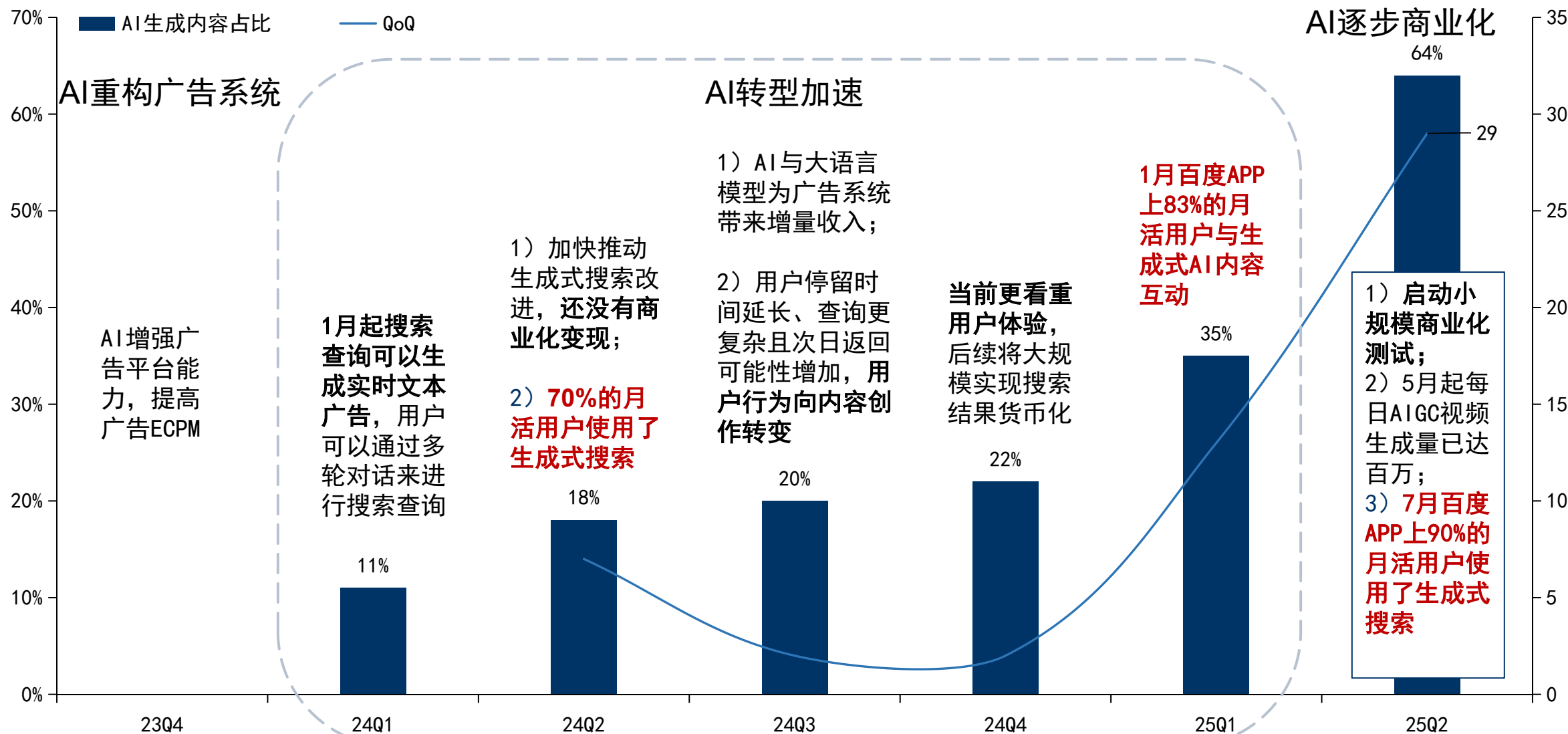
图：百度AI应用最新版图



图：百度数字人与25Q2 AI应用运营数据



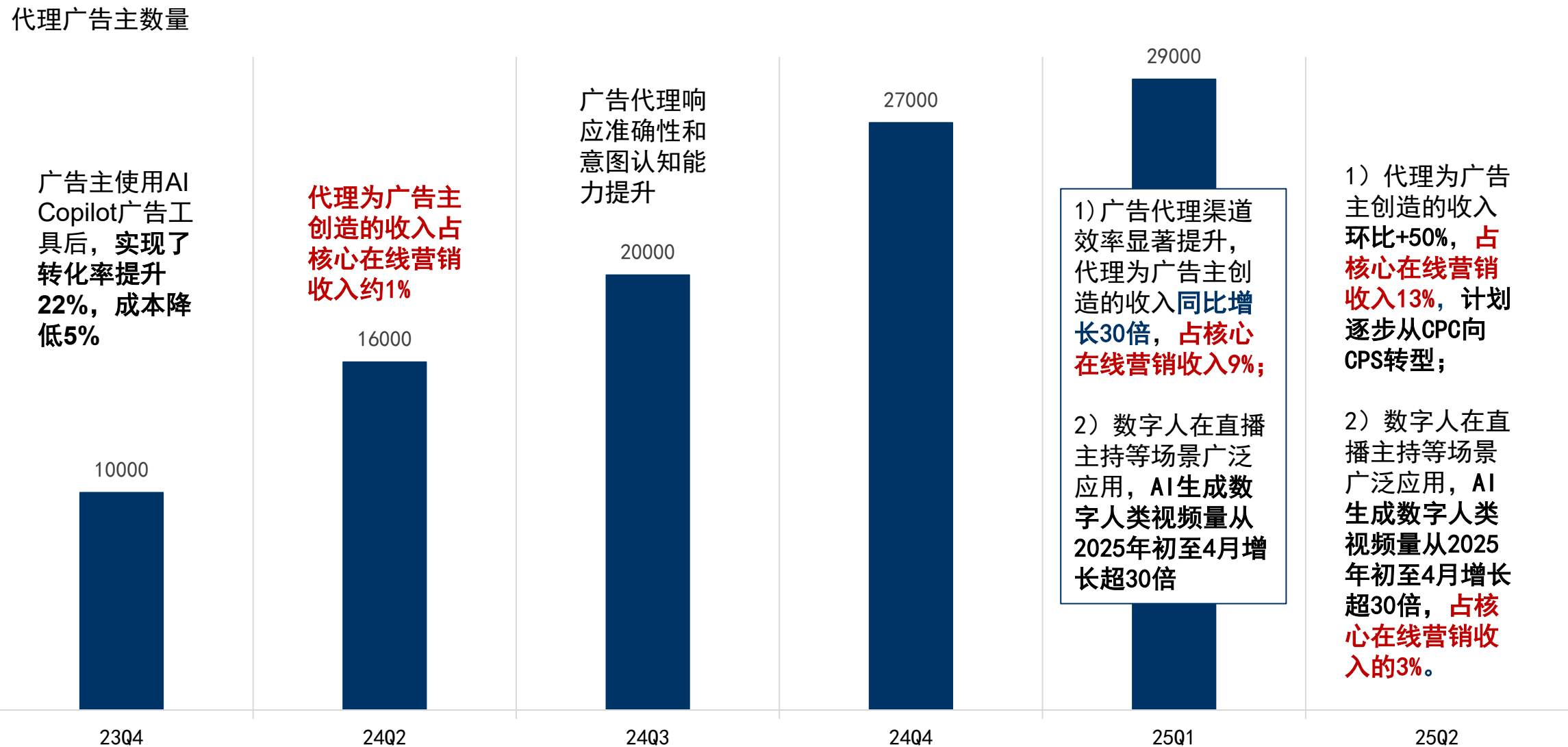
图：搜索结果中AI生成内容占比变化及业绩会表述（%，pcts）



数据来源：公司业绩会、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：代理广告主数量变化及业绩会表述（单位：名）



数据来源：公司业绩会、国信证券经济研究所整理 *注25Q2季度没有披露代理广告主数量

- [01] 百度公司概况：组织架构与业务构成
- [02] 昆仑芯业务进展
- [03] 百度AI云进展与对比
- [04] 无人驾驶Apollo Go
- [05] AI广告、Agent智能体与数字人
- [06] 盈利预测

百度：传统营销业务承压，关注云业务以及AI产品进展

表：百度盈利预测

➤ 收入端：预计2025年收入持平

• 百度核心在线营销业务：宏观环境承压与AI改造，预计25年收入-10%下滑；

• 百度核心非营销业务：预计25年实现维持27%增长，其中百度云业务由于AI需求增速较快，上调2025-2027年增速预期为26%/25%/20%；

• 爱奇艺：预计2025年收入端同比下滑低个位数；

➤ 利润端：预计2025年经调整归母净利润率16%；

• 百度核心：受到AI搜索改造影响，经调整归母净利润率有所下滑，预计25年经调整归母净利润率16%。后续随着AI广告商业化以及AI云、Apollo Go业务利润率改善逐步提升。

(亿元CNY)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	341	344	350	315	339	336	341	325	327	1,331	1,336	1,437	1,541
YoY	15%	6%	6%	1%	-0.4%	-2.6%	-2.4%	3.0%	-3.6%	-1.1%	0.4%	7.5%	7.3%
毛利率	53%	53%	50%	51%	52%	51%	47%	46%	44%	50%	45%	46%	47%
销售及管理费率	18%	17%	17%	17%	17%	17%	20%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
研发费率	19%	18%	18%	17%	17%	16%	16%	14%	16%	17%	17%	17%	17%
经调整归母净利润	80	73	78	70	74	59	67	65	48	270	210	244	280
经调整归母净利润率	23%	21%	22%	22%	22%	18%	20%	20%	15%	20%	16%	17%	18%
百度核心													
核心收入	264	266	275	238	267	265	277	255	263	1,047	1,061	1,160	1,261
YoY	14%	5%	7%	4%	1%	-0.2%	0.8%	7%	-2%	1%	1%	9%	9%
- 在线营销服务	196	197	192	170	192	188	179	160	162	729	656	669	683
YoY	15%	5%	6%	2%	-2%	-5%	-7%	-6%	-15%	-3%	-10%	2%	2%
- 非营销收入	68	69	83	68	75	77	98	95	100	318	405	490	578
YoY	12%	5%	10%	6%	10%	12%	18%	39%	34%	12%	27%	21%	18%
百度云收入	45	44	57	47	51	49	71	67	65	218	275	343	412
YoY	5%	-2%	12%	12%	14%	11%	25%	42%	27%	16%	26%	25%	20%
毛利率	60%	60%	56%	59%	59%	59%	52%	52%	52%	57%	51%	54%	55%
销售及管理费率	20%	18%	18%	19%	18%	19%	21%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
研发费率	23%	21%	21%	21%	20%	19%	18%	16%	18%	19%	19%	19%	19%
经调整经营利润	65	67	62	56	70	67	46	49	44	239	167	215	244
经调整经营利润率	25%	25%	23%	23%	26%	25%	17%	19%	17%	23%	16%	19%	19%
百度APP月活（亿元）	6.63	6.67	6.76	7.04	7.03	7.04	6.79	7.24	7.35	6.79	7.05	7.22	7.40
YoY	6%	5%	4%	4%	4%	6%	0%	3%	5%	2%	4%	2%	2%
爱奇艺													
爱奇艺收入	78	80	77	79	74	72	66	72	66	292	283	285	288
YoY	17%	7%	2%	-5%	-5%	-10%	-14%	-9%	-11%	-9%	-3%	1%	1%
经调整经营利润	8	9	9	11	5	4	4	5	1	24	10	14	17
经调整经营利润率	10%	11%	12%	14%	7%	5%	6%	6%	1%	8%	3%	5%	6%

资料来源：公司财报会、彭博、国信证券经济研究所整理测算

- **盈利预测：**考虑到AI背景下云需求持续增长，Apollo Go、昆仑芯有望贡献业绩增量，上调2025-2027年百度收入为1336/1437/1541亿元（前值为1304/1354/1435亿元），调整幅度为2%/5%/7%，其中今年百度核心收入预计略超1000亿元；预计2025-2027年经调整归母净利润预期为210/244/280亿元（前值为206/238/272 亿元），调整幅度为1%/2%/2%。2025年9月17日收盘价对应2025-2027年PE估值为17x/15x/13x，维持“优于大市”评级。
- **现金与回购：**截至2025年6月30日，百度的净现金状况为人民币1551亿元，百度核心的现金、等价物及短期投资及长期定期存款及持有至到期投资为2297亿元，为后续AI等业务发展奠定基础。2025年回购6.77亿美元股票，累计回购达23亿美元，彰显管理层对长期价值的信心。

表：百度财务预测

资产负债表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	36589	44779	52135	61241
应收款项	10894	12081	12989	13933
存货净额	0	1070	1134	1199
其他流动资产	18758	20044	21550	23117
流动资产合计	168849	185712	200933	218273
固定资产	30102	34807	38981	42618
无形资产及其他	41186	40556	39982	39467
投资性房地产	47387	47387	47387	47387
长期股权投资	140256	139548	140567	141314
资产总计	427780	448011	467850	489059
短期借款及交易性金融负债	11079	12187	13406	14746
应付款项	49469	47644	45465	43257
其他流动负债	20405	23779	24805	25642
流动负债合计	80953	83610	83676	83645
长期借款及应付债券	51943	51943	51943	51943
其他长期负债	11272	15029	16587	16617
长期负债合计	63215	66972	68530	68560
负债合计	144168	150583	152207	152205
少数股东权益	19992	19746	19423	19046
股东权益	263620	277682	296221	317808
负债和股东权益总计	427780	448011	467850	489059

利润表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	133125	133624	143664	154113
营业成本	66102	73493	77579	81680
研发费用	(22133)	(23651)	(25285)	(27124)
销售及管理费用	(23620)	(22716)	(24423)	(26199)
营业利润	21270	13763	16378	19110
财务费用	6214	5714	6795	7411
权益性投资损益	(691)	(2133)	(2208)	(1677)
其他损益净额	1829	(708)	969	697
税前利润	28622	16636	21933	25540
所得税费用	4447	2329	3071	3576
少数股东损益	415	246	324	377
归属于母公司净利润	23760	14062	18539	21587
经调整归母净利润	26345	21021	24431	28022

现金流量表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	23760	14062	18539	21587
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(7088)	(5640)	(6249)	(6865)
公允价值变动损失	1829	(708)	969	697
财务费用	(6214)	(5714)	(6795)	(7411)
营运资本变动	1364	1764	(2073)	(3919)
其它	1369	12451	10236	11959
经营活动现金流	21234	21928	21422	23460
资本开支	(9026)	(9716)	(9849)	(9987)
其它投资现金流	66062	(5130)	(5387)	(5656)
投资活动现金流	(8555)	(14846)	(15286)	(15693)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(5414)	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	(2931)	1108	1219	1341
融资活动现金流	(13759)	1108	1219	1341
现金净变动	11358	8190	7355	9107
货币资金的期初余额	25231	36589	44779	52135
货币资金的期末余额	36589	44779	52135	61241
企业自由现金流	13100	7352	6227	7591
权益自由现金流	3863	13321	12792	14813

资料来源：公司财报会、国信证券经济研究所整理测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

第一，宏观经济波动。若宏观经济波动，公司广告业务、产业变革及新技术的落地节奏或将受到影响。

第二，下游需求不及预期。若下游AI需求不及预期，相关的AI研发投入增长或慢于预期，致使行业增长不及预期。

第三，核心技术水平升级不及预期的风险。AI大模型研发进度落后，无人驾驶Apollo Go核心技术难以突破，影响整体进度。

第四，AI快速迭代、平权化下竞争加剧，影响云业务利润率。

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±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±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

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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