

百度市场观点总结：仍具估值修复空间

华泰研究

2025年9月20日 | 中国香港/美国

动态点评

互联网

我们在9月14日发布《[AI重塑百度长期叙事](#)》报告对百度进行价值重估后，近一周内与外资长线资金、外资对冲基金、南向资金等多类型客户进行了密集交流。总结来看，多数机构投资人对百度的潜在重估机遇及上行空间持乐观态度，少数机构投资人认为在流动性改善、市场风险偏好上升的大背景下具备交易性机会，而长期视角下百度仍需在几项核心业务中持续证明其竞争力。我们认为当前公司估值水平较合理估值仍具备修复空间，建议持续关注各业务线进展及潜在的资本市场动作。

重估核心 1：昆仑芯

市场鉴于其近期频频收获大额订单而持较为乐观态度，且多数机构投资人认可昆仑芯或是此轮重估中对其估值弹性贡献最大的分部。横向对比英伟达/寒武纪交易在 20.7/83.9x 2025E PS（分别基于 VA/Wind 一致预期，截至 9 月 19 日），机构投资人认为当下给予昆仑芯 20-50x 2025E PS 或较为合理。考虑到该业务的科技成长属性以及国产替代机遇下的稀缺性，机构投资人较为关注该业务外部收入增速，若进一步斩获大额订单，特别是互联网头部客户，则有望对其 2026 年收入增速形成更多支撑，进一步推升业务估值倍数。

重估核心 2：百度智能云

在此轮重估之前，市场对百度智能云倾向于打包给予 3-5x 2025E PS，相较国内竞对阿里云的 4-6x 2025E PS 略有折价，主要考虑两者存在一定体量差距的情况下业务收入增速相近。展望后续，我们认为云估值倍数的进一步抬升或依赖以下几项催化：1) 昆仑芯产能改善，增强对智能云业务的交叉销售协同，带动智能云收入增速进一步抬升；2) 百度智能云中相对更高利润率的 SaaS 类业务（百度文库、百度网盘等）展现出好于市场预期的收入增速情况，从而带动整体云业务估值倍数上修。

重估核心 3：自动驾驶

市场认可百度当前的车队部署规模、订单量、出海业务进展、整车成本优势等。考虑到高于小马智行的车队规模与订单量规模，机构投资人较为认可给予自动驾驶业务的估值大于等于小马智行当前市值水平。长期视角下，机构投资人重点关注：1) 出海业务进展，百度自动驾驶业务是否能借助较强的成本优势在海外快速爬坡，体现较强的收入增长与利润改善；2) 在不同技术路径下，长期与硬件厂商或整车厂（如比亚迪、特斯拉）等在智驾解决方案上的竞争力情况，或将影响机构投资人对其长期市场份额的判断。

重估核心 4：净现金资产与广告业务

百度截至 2Q25 末在手净现金规模为 1551 亿元人民币，机构投资人认可丰厚的现金储备为公司估值提供了一定的安全垫，但同时亦期待公司通过回购、分红等多重形式增厚股东回报力度，进一步推动现金资产价值在百度总体估值中的体现。广告业务方面，短期搜索广告业务仍面临 AI 化改造带来的阵痛，机构投资人关注搜索广告的转型周期拐点，以及非搜索类广告（包括信息流、AI Agent、数字人等）的收入增长趋势及持续性。机构投资人较为认可我们在 SOTP 中给予百度核心广告 883 亿元人民币估值，这基于百度核心广告 2025 年 5x PE。若百度搜索广告的转型结束早于预期，或非搜索类广告增长好于预期，则广告业务估值倍数存在上修潜力。

盈利预测与估值

我们维持公司 2025-2027 年非 GAAP 净利润预测 190/214/249 亿元，维持 SOTP 估值模型下美股目标价 243.1 美元，港股 236.0 港元。

风险提示：智能云业务发展不及预期；昆仑芯订单增长不及预期。

	9888 HK	BIDU US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 236.00	美元: 243.10

夏路路 研究员
SAC No. S0570523100002 xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154 +(852) 3658 6000

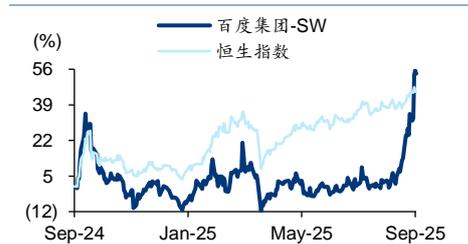
侯杰 研究员
SAC No. S0570523010002 houjie017864@htsc.com
SFC No. BRI004 +(86) 10 6321 1166

曹卓铭 联系人
SAC No. S0570124020016 caozhuoming@htsc.com
SFC No. BUT776 +(86) 21 2897 2205

基本数据

(港币/美元)	9888 HK	BIDU US
收盘价(截至9月19日)	131.50	135.35
市值(百万)	361,647	46,529
6个月平均日均成交额(百万)	1,261	414.01
52周价格范围	73.25-138.40	74.71-138.18

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	133,125	123,456	136,051	149,014
+/-%	(1.09)	(7.26)	10.20	9.53
归母净利润(百万)	23,760	24,728	19,289	22,463
+/-%	16.96	4.07	(22.00)	16.45
归母净利润(调整后,百万)	27,002	18,979	21,435	24,918
+/-%	(6.07)	(29.71)	12.94	16.24
EPS(调整后,最新摊薄)	9.98	7.01	7.92	9.21
PE(调整后,倍)	12.25	17.43	15.43	13.27
PB(倍)	1.22	1.08	1.00	0.93
ROE(调整后,%)	10.26	6.60	6.85	7.38
EV EBITDA(倍)	9.12	12.93	14.18	11.22
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 百度估值情景分析

百度估值情景分析							
业务板块	估值基础, 人民币亿	估值倍数	估值, 人民币亿	港币/普通股	美元/ADR		估值依据
乐观情形							
百度云	277.6	12.3x	3,414.5	137.6	141.7		
个人云 (网盘/文库等)	97.2	24.0x	2,331.9	93.9	96.8		对标金山办公25E PS
企业云	180.4	6.0x	1,082.7	43.6	44.9		
昆仑芯 (百度持股59.45%)	67.0	83.9x	3,341.9	134.6	138.7		对标寒武纪25E PS
自动驾驶	8.8		3,195.0	128.7	132.6		对标waymo 450e美金估值
广告	176.7	7.0x	1,236.8	49.8	51.3		
净现金			1,551.0	62.5	64.4		
投资, 30%持有折让			233.1	9.4	9.7		
合计, 人民币亿			12,972.3	522.6	538.3		
上行空间			292.2%				
中性情形							
百度云	277.6	6.8x	1,873.8	75.5	77.8		
个人云 (网盘/文库等)	97.2	10.0x	971.6	39.1	40.3		
企业云	180.4	5.0x	902.2	36.3	37.4		
昆仑芯 (百度持股59.45%)	67.0	50.0x	1,991.6	80.2	82.6		
自动驾驶 (对标小马智行市值)	8.8		523.4	21.1	21.7		对标小马智行市值
广告	176.7	5.0x	883.4	35.6	36.7		
净现金			1,551.0	62.5	64.4		
合计, 人民币亿			6,823.2	274.9	283.1		
上行空间			106.3%				
悲观情形							
百度云	277.6	5.0x	1,388.0	55.9	57.6		
个人云 (网盘/文库等)	97.2	5.0x	485.8	19.6	20.2		
企业云	180.4	5.0x	902.2	36.3	37.4		
昆仑芯 (百度持股59.45%)	67.0	20.0x	796.6	32.1	33.1		对标英伟达25E PS
自动驾驶	8.8	20.0x	175.4	7.1	7.3		对标智驾公司25E PS
广告	176.7	5.0x	883.4	35.6	36.7		
净现金			1,551.0	62.5	64.4		
合计, 人民币亿			4,794.5	193.1	199.0		
上行空间			45.0%				

注: 1) 基于我们与市场沟通的情况, 我们对百度的潜在估值进行了情景分析, 分类体现不同投资人的观点; 2) 其中如小马智行等市值数据截至9月19日收盘。
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: 个人云可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR %		P/E			调整后净利 CAGR %
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	
微软	MSFT US	517.9	3,849,860	12.7	11.1	9.7	14.8	35.3	30.6	26.0	15.9	
Salesforce	CRM US	247.1	235,230	5.7	5.2	4.8	9.1	21.4	19.1	16.8	12.1	
金山软件	688111 CH	305.5	19,894	24.0	20.3	16.9	17.7	77.8	61.4	50.1	21.9	
Adobe	ADBE US	365.9	155,215	6.6	6.0	5.5	9.5	17.4	16.0	14.5	8.9	
ServiceNow	NOW US	961.2	199,457	15.1	12.8	10.8	19.1	56.3	47.1	38.6	21.3	
Shopify	SHOP US	153.3	199,238	17.7	14.5	11.9	23.7	104.8	81.4	61.4	25.7	
SAP	SAP US	227.6	312,285	9.9	8.9	7.9	10.7	49.3	42.5	34.9	25.7	
Workday	WDAY US	233.6	62,377	6.6	5.8	5.2	12.6	25.9	22.0	18.3	20.2	
平均值				12.8	11.1	9.5	14.0	48.5	40.0	32.6	16.0	

注: 数据截至9月19日收盘;

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

图表3: 芯片可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR %		P/E			调整后净利 CAGR
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	%	
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	
英伟达	NVDA US	176.7	4,291,307	20.7	15.5	13.5	34.5	38.4	27.4	24.3	33.5	
AMD	AMD US	157.4	255,419	7.7	6.4	5.4	22.1	39.8	26.1	21.3	30.3	
英特尔	INTC US	29.6	137,594	2.6	2.6	2.4	2.0	250.3	43.6	24.0	na	
博通	AVGO US	344.9	1,628,933	23.6	17.8	14.7	26.8	44.7	32.9	26.6	32.9	
寒武纪	688256 CH	1,349.2	79,358	83.9	47.6	31.7	147.5	280.0	142.3	89.0	na	
中芯国际	688981 CH	69.8	87,921	9.5	8.1	7.1	15.4	124.6	81.7	58.9	44.7	
高通	QCOM CH	166.9	179,140	4.1	4.0	3.9	4.5	13.6	13.7	13.3	4.0	
平均值				21.7	14.6	11.2	36.1	113.0	52.5	36.8	29.1	

注: 数据截至9月19日收盘;

资料来源: Visible Alpha 一致预期, Wind, 华泰研究

图表4: 自动驾驶可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR %		P/E			调整后净利 CAGR
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	%	
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	
小马智行	PONY US	20.7	7,358	90.1	67.7	35.2	40.8	na	na	na	(5.5)	
特斯拉	TSLA US	426.1	1,416,747	15.1	12.8	11.1	9.2	239.8	160.3	132.4	10.2	
速腾聚创	2498 HK	43.0	2,617	8.5	4.9	3.4	49.0	na	na	na	na	
地平线机器人	9660 HK	10.4	18,645	36.4	20.6	13.4	60.6	na	na	198.3	na	
四维图新	002405 CH	9.3	3,113	5.2	4.4	3.6	20.5	na	na	217.1	na	
Mobileye	MBLY US	14.9	12,060	6.5	6.0	4.8	15.2	43.0	34.0	23.0	36.9	
Uber	UBER US	98.5	205,435	4.0	3.4	3.0	15.5	26.0	22.5	18.7	na	
Lyft	LYFT US	22.6	9,177	1.4	1.2	1.1	12.9	18.0	15.1	12.4	23.6	
平均值				20.9	15.1	9.5	28.0	81.7	58.0	100.3	13.8	

注: 数据截至9月19日收盘;

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

图表5: 企业云可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR %		P/E			调整后净利 CAGR
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	%	
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	
亚马逊	AMZN US	231.5	2,468,714	3.5	3.2	2.8	10.7	27.9	24.7	19.9	17.1	
微软	MSFT US	517.9	3,849,860	12.7	11.1	9.7	14.8	35.3	30.6	26.0	15.9	
谷歌	GOOGL US	254.7	3,083,407	7.8	7.0	6.3	11.9	22.3	20.8	18.6	12.3	
甲骨文	ORCL US	308.7	877,123	14.1	11.8	8.7	22.4	47.2	40.4	30.7	20.2	
Meta	META US	778.4	1,955,401	10.0	8.6	7.4	16.9	22.2	20.4	18.4	12.2	
金山云	KC US	16.5	4,590	3.4	2.9	2.5	18.1	na	na	na	na	
平均值				8.6	7.4	6.2	15.8	31.0	27.4	22.7	15.5	

注: 数据截至9月19日收盘;

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

图表6: 广告可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR %		P/E			调整后净利 CAGR
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	%	
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	
阿里巴巴	BABA US	162.8	363,575	2.5	2.3	2.1	7.6	19.0	16.6	13.7	5.0	
腾讯	0700 HK	642.5	748,922	7.1	6.5	6.0	10.6	20.8	18.6	16.7	12.7	
微博	WB US	12.5	3,068	1.8	1.7	1.7	1.5	6.4	6.4	6.1	1.4	
谷歌	GOOGL US	254.7	3,083,407	7.8	7.0	6.3	11.9	22.3	20.8	18.6	12.3	
Meta	META US	778.4	1,955,401	10.0	8.6	7.4	16.9	22.2	20.4	18.4	12.2	
平均值				5.8	5.2	4.7	9.7	18.1	16.5	14.7	8.7	

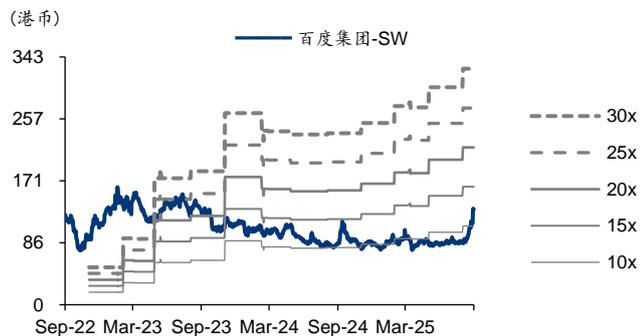
注: 数据截至9月19日收盘;

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

风险提示

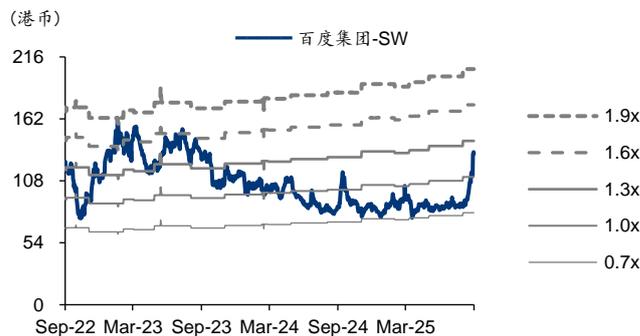
智能云业务发展不及预期；昆仑芯订单增长不及预期。

图表7: 百度集团-SWPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表8: 百度集团-SWPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	134,598	133,125	123,456	136,051	149,014
销售成本	(65,031)	(66,102)	(70,191)	(76,108)	(81,301)
毛利润	69,567	67,023	53,265	59,943	67,713
销售及分销成本	(23,519)	(23,620)	(21,953)	(22,695)	(24,444)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	2,380	2,905	8,038	1,738	1,738
财务成本净额	4,761	5,138	5,314	5,366	5,648
应占联营公司利润及亏损	(3,799)	(691.00)	2,493	1,193	1,193
税前利润	25,198	28,622	27,792	22,983	27,266
税费开支	(3,649)	(4,447)	(3,150)	(3,479)	(4,159)
少数股东损益	1,234	415.00	(85.89)	214.47	644.10
净利润	20,315	23,760	24,728	19,289	22,463
Non-GAAP 调整项	8,432	3,242	(5,749)	2,146	2,455
调整后净利润	28,747	27,002	18,979	21,435	24,918
折旧和摊销	(14,908)	(14,628)	(6,908)	(7,896)	(8,712)
EBITDA	41,894	44,005	29,386	25,513	30,331
EPS (人民币, 基本)	7.39	8.64	9.14	7.13	8.30

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	23,427	28,922	26,597	26,646	26,575
现金及现金等价物	25,231	24,832	43,444	59,090	78,465
其他流动资产	181,597	115,095	118,173	121,344	124,610
总流动资产	230,255	168,849	188,214	207,080	229,649
固定资产	27,960	30,102	33,071	33,338	33,567
无形资产	7,848	7,702	7,702	7,702	7,702
其他长期资产	140,696	221,127	222,530	223,946	225,377
总长期资产	176,504	258,931	263,302	264,986	266,646
总资产	406,759	427,780	451,517	472,066	496,295
应付账款	57,055	58,787	57,390	57,726	57,462
短期借款	10,257	10,669	10,669	10,669	10,669
其他负债	9,139	11,497	11,497	11,497	11,497
总流动负债	76,451	80,953	79,556	79,892	79,628
长期债务	19,263	20,569	21,349	22,168	23,027
其他长期债务	48,437	42,646	39,011	35,740	32,796
总长期负债	67,700	63,215	60,360	57,908	55,823
股本	73,190	79,100	82,446	85,609	89,079
储备/其他项目	179,901	194,390	219,032	238,536	261,643
股东权益	253,091	273,490	301,478	324,144	350,722
少数股东权益	9,517	10,122	10,122	10,122	10,122
总权益	262,608	283,612	311,600	334,266	360,844

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	16.38	14.00	13.16	16.87	14.49
PB	1.31	1.22	1.08	1.00	0.93
调整后 PE (倍)	11.51	12.25	17.43	15.43	13.27
调整后 ROE	11.86	10.26	6.60	6.85	7.38
EV EBITDA	9.60	9.12	12.93	14.18	11.22
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	2.43	(0.40)	4.98	4.30	5.24

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	41,894	44,005	29,386	25,513	30,331
融资成本	(4,761)	(5,138)	(5,314)	(5,366)	(5,648)
营运资本变动	(13,067)	(27,512)	927.71	287.86	(193.30)
税费	(3,649)	(4,447)	(3,150)	(3,479)	(4,159)
其他	16,198	14,326	13,974	13,894	14,766
经营活动现金流	36,615	21,234	35,824	30,849	35,096
CAPEX	(11,295)	(8,259)	(11,279)	(9,580)	(10,372)
其他投资活动	(39,102)	(296.00)	(3,078)	(3,171)	(3,266)
投资活动现金流	(50,397)	(8,555)	(14,357)	(12,750)	(13,637)
债务增加量	(7,321)	(2,575)	(2,855)	(2,452)	(2,084)
权益增加量	(4,413)	(5,709)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(2,428)	(5,475)	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(14,162)	(13,759)	(2,855)	(2,452)	(2,084)
现金变动	(27,944)	(1,080)	18,612	15,647	19,374
年初现金	65,236	37,574	36,494	55,106	70,752
汇率波动影响	282.00	95.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	37,574	36,494	55,106	70,752	90,127

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	8.83	(1.09)	(7.26)	10.20	9.53
毛利润	16.45	(3.66)	(20.53)	12.54	12.96
营业利润	37.36	(2.68)	(43.83)	22.93	27.25
净利润	168.75	16.96	4.07	(22.00)	16.45
调整后净利润	39.01	(6.07)	(29.71)	12.94	16.24
EPS (基本)	168.75	16.96	5.76	(22.00)	16.45
盈利能力比率 (%)					
毛利率	51.69	50.35	43.14	44.06	45.44
EBITDA	31.13	33.06	23.80	18.75	20.35
净利润率	15.09	17.85	20.03	14.18	15.07
调整后净利润率	21.36	20.28	15.37	15.76	16.72
ROE	8.38	9.02	8.60	6.17	6.66
调整后 ROE	11.86	10.26	6.60	6.85	7.38
ROA	5.09	5.69	5.62	4.18	4.64
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	1.69	2.34	(3.79)	(8.10)	(12.76)
流动比率	3.01	2.09	2.37	2.59	2.88
速动比率	3.01	2.09	2.37	2.59	2.88
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.34	0.32	0.28	0.29	0.31
应收账款周转天数	60.87	70.78	80.95	70.44	64.29
应付账款周转天数	336.66	315.45	297.93	272.26	255.03
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	7.39	8.64	9.14	7.13	8.30
EPS (调整后, 基本)	10.45	9.98	7.01	7.92	9.21
每股净资产	92.03	99.44	111.40	119.77	129.59

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、侯杰, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 百度集团-SW (9888 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、侯杰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 百度集团-SW (9888 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司