

3Q25 前瞻：百度核心盈利或将触底

华泰研究

2025 年 10 月 14 日 | 中国香港/美国

更新报告

互联网

伴随百度在核心产品上的 AI 改造持续推进，我们预计百度核心广告收入的季度同比跌幅及非 GAAP 经营利润季度绝对额有望在 3Q25 触底，并在 4Q25 起实现收入同比跌幅的收窄与利润额的环比修复。尽管收入增速恢复正增长与利润表现修复至此前峰值水平或仍需一定时间，但我们期待百度持续投入于 AI 全栈能力的建设，不断捕捉 AI 时代的云基建收入机遇与 AI 应用的潜在可能。展望后续，我们认为自研芯片的量产与商业化、自动驾驶业务海外市场扩张节奏、AI 广告的客户类型拓宽、以及可能的股东回报举措，均有望扮演公司估值的催化，建议持续关注。维持“买入”评级。

3Q25 前瞻：百度核心盈利或将触底

我们预计百度核心 3Q25 总收入或同比下降 11.0%至 236 亿元（2Q25：-1.6%yoy），其中广告收入同比下降 22.0%至 146 亿元（2Q25：-15.4%yoy），收入下滑主因搜索广告的 AI 转型持续推进，但部分被 AI agent 及数字人等新型广告的收入增长所抵消；智能云业务收入同比增长 20%至 59 亿元（2Q25：+27.0%yoy），延续稳健增长，主要得益于企业云服务的强劲需求。我们预计百度核心 3Q25 非 GAAP 经营利润为 21 亿元，环比-52.1%，对应非 GAAP 经营利润率 8.9%（3Q24：25.1%），利润率下降主要反映出 AI 改造对于利润率的短期压力以及较高利润率的广告收入占比下降的结构性影响。我们认为伴随广告的 AI 改造逐渐深入，百度核心广告收入的下滑及非 GAAP 经营利润或在 3Q25 触底，并在 4Q25 实现环比改善。

持续推进 AI 各业务线的稳步发展

3Q25 期间百度持续推进其 AI 各业务线的发展：据百度 AI 公众号，8 月 28 日的 2025 百度云智大会上，公司升级了百舸 AI 计算平台 5.0、千帆企业级 AI 开发平台 4.0 两大 AI 基础设施，其中前者在网络、算力、推理系统及训推一体系统等四大方向实现了能力提升，而后者定位为 Agent 为核心的一站式企业级服务平台，为开发者提供 Agent 开发所需要的模型、Agent 编排、数据和企业级能力。在应用端，百度智能云基于百舸和千帆平台的能力，开发了多种开箱即用的 agent，以服务各类客户需求。在持续强化的 AI 能力支持下，我们认为百度云正在不断获得客户青睐。据百度 AI 公众号披露，9 月 15 日，招商局集团与百度集团在深圳签署战略合作框架协议。双方将围绕大模型、云计算等前沿人工智能技术开展合作。展望后续，我们期待百度持续强化的 AI 全栈能力帮助其交付稳健的云业务收入增长。

盈利预测与估值

我们调整 2025/2026/2027 年百度非 GAAP 净利润预测-14.7/-1.2/-1.8%至 162/212/245 亿元，主要考虑到公司在业务转型期的增量投入。基于 SOTP 模型的美股目标价为 243.6 美元（前值：243.1 美元），港股目标价为 236.4 港元（前值：236.0 港元），分别对应 36.0/27.5/23.8 倍 2025/2026/2027 年非 GAAP PE。

风险提示：自研芯片发展不及预期；AI 大模型应用进程不及预期。

	9888 HK	BIDU US
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：236.40	美元：243.60

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 10 月 13 日)	123.20	125.72
市值(百万)	338,821	43,219
6 个月平均日均成交额(百万)	1,466	453.95
52 周价格范围	73.25-141.40	74.71-149.51

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	127,389	139,753	152,477
+/-%	(1.09)	(4.31)	9.71	9.10
归母净利润(百万)	23,760	21,922	18,937	21,921
+/-%	16.96	(7.74)	(13.61)	15.76
归母净利润(调整后,百万)	27,002	16,191	21,176	24,462
+/-%	(6.07)	(40.04)	30.79	15.52
EPS(调整后,最新摊薄)	9.98	5.98	7.82	9.04
PE(调整后,倍)	11.45	19.10	14.60	12.64
PB(倍)	1.14	1.02	0.95	0.88
ROE(调整后,%)	10.26	5.66	6.83	7.32
EV EBITDA(倍)	8.63	13.73	13.63	10.81
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

盈利预测调整与估值

我们微调百度 2025/2026/2027 年收入预测+3.2/+2.7/+2.3%至 1,274/1,398/1,525 亿元, 主因广告的 AI 转型节奏好于我们此前较为谨慎的预测, 推动广告收入表现或好于我们此前预期。

我们调整公司 2025/2026/2027 年非 GAAP 净利润预测-14.7/-1.2/-1.8%至 162/212/245 亿元, 利润下修主要考虑到公司在业务转型期的增量投入。

图表1: 华泰预测变动

(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %
营业收入	123,456	127,389	3.2	136,051	139,753	2.7	149,014	152,477	2.3
毛利润	53,265	54,573	2.5	59,943	60,894	1.6	67,713	68,346	0.9
经营利润, GAAP	11,947	10,794	(9.7)	14,686	14,272	(2.8)	18,688	18,050	(3.4)
净利润, GAAP	24,728	21,922	(11.3)	19,289	18,937	(1.8)	22,463	21,921	(2.4)
净利润, 非 GAAP	18,979	16,191	(14.7)	21,435	21,176	(1.2)	24,918	24,462	(1.8)

资料来源: 华泰研究预测

图表2: 华泰利润率预测变动

	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp
毛利率	43.1%	42.8%	(0.3)	44.1%	43.6%	(0.5)	45.4%	44.8%	(0.6)
经营利润率, GAAP	9.7%	8.5%	(1.2)	10.8%	10.2%	(0.6)	12.5%	11.8%	(0.7)
净利率, GAAP	20.0%	17.2%	(2.8)	14.2%	13.6%	(0.6)	15.1%	14.4%	(0.7)
净利率, 非 GAAP	15.4%	12.7%	(2.7)	15.8%	15.2%	(0.6)	16.7%	16.0%	(0.7)

资料来源: 华泰研究预测

图表3: 华泰关键财务预测

(人民币百万)	2024	2025E	2026E	2027E	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E
营业收入									
百度	133,125	127,389	139,753	152,477	33,557	34,124	32,452	32,713	30,102
同比增长	-1.1%	-4.3%	9.7%	9.1%	-2.6%	-2.4%	3.0%	-3.6%	-10.3%
百度核心	104,712	101,057	111,933	122,807	26,524	27,698	25,463	26,251	23,609
同比增长	1.2%	-3.5%	10.8%	9.7%	-0.2%	0.8%	7.0%	-1.6%	-11.0%
爱奇艺	29,225	27,035	28,532	30,430	7,246	6,613	7,186	6,628	6,660
同比增长	-8.3%	-7.5%	5.5%	6.7%	-9.6%	-14.2%	-9.3%	-10.9%	-8.1%
非 GAAP 经营利润									
百度	26,234	14,524	17,793	21,874	7,014	5,047	5,333	4,445	2,202
同比增长	-7.7%	-44.6%	22.5%	22.9%	-7.7%	-28.7%	-20.1%	-40.7%	-68.6%
非 GAAP 经营利润率	19.7%	11.4%	12.7%	14.3%	20.9%	14.8%	16.4%	13.6%	7.3%
百度核心	23,891	13,727	16,343	19,626	6,653	4,647	4,872	4,385	2,099
非 GAAP 经营利润率	22.8%	13.6%	14.6%	16.0%	25.1%	16.8%	19.1%	16.7%	8.9%
爱奇艺	2,362	768	1,406	2,217	369	406	459	59	87
非 GAAP 经营利润率	8.1%	2.8%	4.9%	7.3%	5.1%	6.1%	6.4%	0.9%	1.3%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

分部估值

我们基于 SOTP 模型的美股目标价为 243.6 美元 (前值: 243.1 美元), 港股目标价为 236.4 港元 (前值: 236.0 港元)。新目标价分别对应 36.0/27.5/23.8 倍 2025/2026/2027 年非 GAAP PE。我们的分部估值包括:

1) 百度智能云每 ADS 83.6 美元, 每普通股 81.1 港元, 对应 7.5x 2025 年预测 PS。该部分包括: 个人云每 ADS 47.1 美元, 每普通股 45.7 港元, 基于 12.0 倍 2025 年预测 PS, 与可比公司均值 12.8 倍基本相当; 企业云每 ADS 36.5 美元, 每普通股 35.4 港元, 基于 5.0 倍 2025 年预测 PS, 较可比公司均值 8.3 倍略有折价, 以反映百度云现阶段相对较小的体量。

2) 昆仑芯每 ADS 41.3 美元，每普通股 40.1 港元，基于 25.0 倍 2025 年预测 PS 和百度 59% 的权益比例，较可比公司均值 22.0 倍略有溢价，反映中国国产替代龙头的估值溢价。

3) 自动驾驶每 ADS 9.1 美元，每普通股 8.8 港元，基于 25.0 倍 2025 年预测 PS，较可比公司均值 20.7 倍有所溢价，以反映其国内领先的技术水平、规模和与竞对相比更强的成本优势。

4) 百度核心广告每 ADS 39.7 美元，每普通股 38.6 港元，基于 5.0 倍 2025 年预测 PE，较可比公司均值 17.8 倍有所折价，以反映百度广告业务的 AI 改造仍处进程当中，收入增速转正尚需一定时间。

考虑到其较为充足的在手净现金（1,551 亿人民币，截至 2Q25 末），我们给予以上业务估值加总后的 35% 溢价以反映其净现金价值，得出业务总估值每 ADS 234.5 美元，每普通股 227.6 美元。

6) 爱奇艺及其他投资 9.1 美元每 ADS，8.8 港元每普通股，基于最新市值（截至 10 月 13 日）及百度所持权益份额，给予持有折让 30% 不变。

图表4： 百度：分部估值

分部	估值方法	估值基础		估值/市值		估值/市值	百度持有比例	归属百度	每 ADS	每普通股	占比%
		人民币百万	估值倍数(x)	人民币百万	美元百万			的价值	估值	估值	
								百万美元	美元	港元	
百度智能云		27,018.0	7.5x	201,284.4	28,347.1	100%		28,347.1	83.6	81.1	34.3%
个人云（网盘、文库等）	2025 PS	9,456.3	12.0x	113,475.8	15,980.9	100%		15,980.9	47.1	45.7	19.3%
企业云	2025 PS	17,561.7	5.0x	87,808.6	12,366.2	100%		12,366.2	36.5	35.4	15.0%
昆仑芯	2025 PS	6,700.0	25.0x	167,500.0	23,589.2	59%		14,023.8	41.3	40.1	17.0%
自动驾驶	2025 PS	877.2	25.0x	21,928.8	3,088.3	100%		3,088.3	9.1	8.8	3.7%
百度核心广告	2025 PE	19,141.6	5.0x	95,707.8	13,478.6	100%		13,478.6	39.7	38.6	16.3%
分部加总估值								58,937.8	173.7	168.6	71.3%
溢价（以反映净现金价值）			1.35x					79,566.1	234.5	227.6	96.3%
投资，折价 30%								3,080.2	9.1	8.8	3.7%
总估值，百万美元								82,646.3	243.6	236.4	100.0%
普通股数量，百万								2,714.1			
ADS 数量，百万								339.3			

注：美元/人民币汇率假设为 7.1，港元/人民币汇率假设为 0.91，基于 10 月 13 日人民币兑美元中间价。

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表5： 芯片可比公司估值

公司名称	代码	股价	市值	P/S		营收 CAGR %		P/E			调整后净利 CAGR
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	%
		(交易货币)	(百万美元)								2025-2027E
英伟达	NVDA US	188.3	4,576,176	22.1	16.4	14.0	35.7	41.0	28.9	25.1	35.0
AMD	AMD US	216.4	351,216	10.6	8.3	6.2	30.0	54.8	33.9	23.7	39.9
英特尔	INTC US	37.2	177,064	3.4	3.3	3.2	1.8	289.0	56.5	32.1	na
博通	AVGO US	356.7	1,684,468	24.3	18.3	14.8	27.8	46.8	34.4	27.4	33.3
寒武纪	688256 CH	1,262.1	74,359	78.7	45.0	30.0	146.5	261.0	134.4	84.3	na
中芯国际	688981 CH	80.2	100,048	10.9	9.2	8.1	15.4	141.7	92.9	67.0	44.7
高通	QCOM CH	161.8	173,672	4.0	3.9	3.8	4.5	13.2	13.2	12.9	4.0
平均值				22.0	14.9	11.4	37.4	121.1	56.3	38.9	31.4

注：数据截至 10 月 13 日收盘；

资料来源：Visible Alpha 一致预期，Wind，华泰研究

图表6：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 % 2025-2027E	P/E			调整后净利 CAGR %
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	2025-2027E
小马智行	PONY US	22.2	7,884	95.1	71.6	37.1	41.4	na	na	na	(6.6)
特斯拉	TSLA US	435.9	1,449,393	15.2	13.1	11.2	9.8	240.5	164.9	117.8	15.4
速腾聚创	2498 HK	36.6	2,226	7.2	4.2	2.9	49.0	na	na	na	na
地平线机器人	9660 HK	9.0	16,072	31.1	17.7	11.4	61.6	na	na	166.6	na
四维图新	002405 CH	9.5	3,172	5.4	4.6	3.8	19.3	na	na	199.2	na
Mobileye	MBLY US	15.2	12,294	6.6	6.1	4.9	15.3	43.4	34.6	23.1	37.4
Uber	UBER US	94.1	196,196	3.8	3.3	2.9	15.5	24.8	21.5	17.9	na
Lyft	LYFT US	20.0	8,125	1.2	1.1	1.0	12.9	15.7	13.0	10.7	24.7
平均值				20.7	15.2	9.4	28.1	81.1	58.5	89.2	15.4

注：数据截至 10 月 13 日收盘；

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

图表7：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 % 2025-2027E	P/E			调整后净利 CAGR %
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	2025-2027E
亚马逊	AMZN US	220.1	2,346,387	3.3	3.0	2.7	10.8	26.4	23.2	18.9	17.1
微软	MSFT US	514.1	3,821,019	12.6	11.0	9.6	14.9	35.1	30.4	25.9	15.8
谷歌	GOOGL US	244.2	2,955,411	7.5	6.7	6.0	12.0	21.5	19.9	17.8	12.4
甲骨文	ORCL US	308.0	878,073	14.1	11.8	8.6	22.8	47.3	40.5	30.8	20.0
Meta	META US	715.7	1,797,663	9.1	7.9	6.8	17.0	20.5	18.9	17.0	12.2
金山云	KC US	13.4	4,036	3.0	2.6	2.2	18.1	na	na	na	na
平均值				8.3	7.2	6.0	15.9	30.1	26.6	22.1	15.5

注：数据截至 10 月 13 日收盘；

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

图表8：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 % 2025-2027E	P/E			调整后净利 CAGR %
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	2025-2027E
微软	MSFT US	514.1	3,821,019	12.6	11.0	9.6	14.9	35.1	30.4	25.9	15.8
Salesforce	CRM US	248.8	236,810	5.7	5.3	4.8	9.1	21.6	19.2	17.0	12.0
金山软件	688111 CH	321.7	20,887	25.2	21.3	17.8	17.7	81.7	64.5	52.6	21.9
Adobe	ADBE US	339.3	142,039	6.0	5.5	5.0	9.5	15.9	14.6	13.3	8.9
ServiceNow	NOW US	923.7	191,685	14.6	12.3	10.3	19.1	54.1	45.3	37.1	21.3
Shopify	SHOP US	153.7	199,706	17.7	14.4	11.7	24.2	103.8	79.0	61.4	25.7
SAP	SAP US	231.4	312,995	9.9	8.9	7.9	10.7	49.5	42.2	35.2	25.4
Workday	WDAY US	236.6	63,172	6.6	5.9	5.3	12.5	26.3	22.2	18.3	20.5
平均值				12.8	11.1	9.5	14.1	48.5	39.7	32.6	16.0

注：数据截至 10 月 13 日收盘；

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

图表9：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 % 2025-2027E	P/E			调整后净利 CAGR %
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	2025-2027E
阿里巴巴	BABA US	166.8	372,703	2.6	2.4	2.1	7.9	20.6	17.9	14.5	3.8
腾讯	0700 HK	639.0	743,009	7.1	6.4	5.9	10.7	20.6	18.4	16.5	12.8
微博	WB US	11.6	2,842	1.6	1.6	1.6	1.5	5.9	5.9	5.7	1.4
谷歌	GOOGL US	244.2	2,955,411	7.5	6.7	6.0	12.0	21.5	19.9	17.8	12.4
Meta	META US	715.7	1,797,663	9.1	7.9	6.8	17.0	20.5	18.9	17.0	12.2
平均值				5.6	5.0	4.5	9.8	17.8	16.2	14.3	8.5

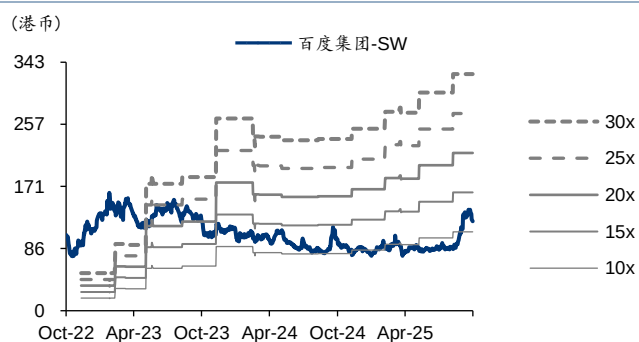
注：数据截至 10 月 13 日收盘；

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

风险提示

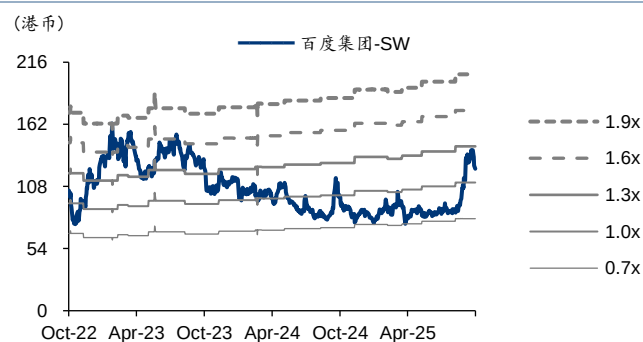
自研芯片发展不及预期；AI 大模型应用进程不及预期。

图表10: 百度集团-SWPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表11: 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	127,389	139,753	152,477
销售成本	(65,031)	(66,102)	(72,816)	(78,859)	(84,131)
毛利润	69,567	67,023	54,573	60,894	68,346
销售及分销成本	(23,519)	(23,620)	(23,395)	(23,345)	(25,051)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	2,380	2,905	6,038	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	24,639	22,569	26,629
税费开支	(3,649)	(4,447)	(2,803)	(3,417)	(4,064)
少数股东损益	1,234	415.00	(85.89)	214.47	644.10
净利润	20,315	23,760	21,922	18,937	21,921
Non-GAAP 调整项	8,432	3,242	(5,731)	2,239	2,541
调整后净利润	28,747	27,002	16,191	21,176	24,462
折旧和摊销	(14,908)	(14,628)	(6,908)	(7,927)	(8,766)
EBITDA	41,894	44,005	26,233	25,130	29,747
EPS (人民币, 基本)	7.39	8.64	8.10	7.00	8.10

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	26,845	26,859	26,755
现金及现金等价物	25,231	24,832	41,691	56,885	75,619
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	186,709	205,087	226,984
固定资产	27,960	30,102	33,385	33,843	34,226
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	263,617	265,492	267,305
总资产	406,759	427,780	450,326	470,578	494,289
应付账款	57,055	58,787	58,888	59,186	58,859
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	81,054	81,352	81,025
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	82,564	85,819	89,376
储备/其他项目	179,901	194,390	216,226	235,378	257,943
股东权益	253,091	273,490	298,790	321,197	347,319
少数股东权益	9,517	10,122	10,122	10,122	10,122
总权益	262,608	283,612	308,912	331,319	357,441

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	15.34	13.12	13.91	16.10	13.91
PB	1.23	1.14	1.02	0.95	0.88
调整后 PE (倍)	10.76	11.45	19.10	14.60	12.64
调整后 ROE	11.86	10.26	5.66	6.83	7.32
EV EBITDA	9.08	8.63	13.73	13.63	10.81
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	2.60	(0.42)	4.73	4.42	5.36

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	26,233	25,130	29,747
融资成本	(4,761)	(5,138)	(5,314)	(5,366)	(5,648)
营运资本变动	(13,067)	(27,512)	2,177	285.03	(223.98)
税费	(3,649)	(4,447)	(2,803)	(3,417)	(4,064)
其他	16,198	14,326	14,092	13,986	14,852
经营活动现金流	36,615	21,234	34,385	30,619	34,664
CAPEX	(11,295)	(8,259)	(11,594)	(9,802)	(10,579)
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)	(14,672)	(12,972)	(13,845)
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)	16,859	15,194	18,734
年初现金	65,236	37,574	36,494	53,353	68,547
汇率波动影响	282.00	95.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	37,574	36,494	53,353	68,547	87,281

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)	(4.31)	9.71	9.10
毛利润	16.45	(3.66)	(18.58)	11.58	12.24
营业利润	37.36	(2.68)	(49.25)	32.23	26.47
净利润	168.75	16.96	(7.74)	(13.61)	15.76
调整后净利润	39.01	(6.07)	(40.04)	30.79	15.52
EPS (基本)	168.75	16.96	(6.24)	(13.61)	15.76
盈利能力比率 (%)					
毛利率	51.69	50.35	42.84	43.57	44.82
EBITDA	31.13	33.06	20.59	17.98	19.51
净利润率	15.09	17.85	17.21	13.55	14.38
调整后净利润率	21.36	20.28	12.71	15.15	16.04
ROE	8.38	9.02	7.66	6.11	6.56
调整后 ROE	11.86	10.26	5.66	6.83	7.32
ROA	5.09	5.69	4.99	4.11	4.54
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	1.69	2.34	(3.24)	(7.49)	(12.07)
流动比率	3.01	2.09	2.30	2.52	2.80
速动比率	3.01	2.09	2.30	2.52	2.80
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.34	0.32	0.29	0.30	0.32
应收账款周转天数	60.87	70.78	78.80	69.17	63.29
应付账款周转天数	336.66	315.45	290.89	269.51	252.56
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	8.10	7.00	8.10
EPS (调整后, 基本)	10.45	9.98	5.98	7.82	9.04
每股净资产	92.03	99.44	110.41	118.68	128.34

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