

公司研究

AI 驱动百度价值重估，AI 云&AI 原生广告商业化加速落地

——百度集团-SW（9888.HK）2025 年三季报业绩点评

要点

业绩点评：百度集团 25Q3 核心业务营业收入 246.6 亿元，同比下滑 7.0%，超彭博一致预期（下文简称一致预期）1.5%。营业利润 12.2 亿元，低于一致预期 9.7%；营业利润率 4.9%，同比下滑 16.5pcts，主要系公司加大 AI 投入，传统搜索业务收入占比下降。25Q3 资本开支 33.8 亿元，同比增长 106.4%。

AI 季度收入突破 100 亿元，主要由 AI 云、AI 应用、AI 原生广告驱动。25Q3 公司首次披露 AI 收入 100 亿元，同比增速超 50%。**1) AI 云：**25Q3 营收 62 亿元，同比增长 21%，其中 AI 云 IaaS+PaaS 收入 42 亿元，同比增长 33%，AI 基础设施相关订阅收入同比增长 128%。**2) AI 应用：**25Q3 营收 26 亿元，包括百度文库、百度网盘、零代码开发平台秒哒、企业 AI 数字员工、多模态视觉管理平台一见、AI 交互操作系统小度等产品。**3) AI 原生广告：**Agent 和数字人有效提升了广告的交互性和 ROI，25Q3 营收 28 亿元，同比增长 262%，AI 原生广告占公司核心广告收入的 18%，相比 24Q3 的 4%占比提升明显。

萝卜快跑订单数加速增长，持续进行全球扩张。25Q3 萝卜快跑提供了 310 万次无人驾驶服务，同比增长 212%，相比 25Q2 的 148%再次加速。截至 2025 年 10 月，萝卜快跑已拓展至全球 22 个城市，在亚洲和中东地区与 Uber 达成合作，在德国和英国地区与 Lyft 达成合作，持续扩张全球业务版图。

非 AI 传统广告收入继续承压，体现出 AI 时代流量迁移和竞争压力提升。排除 AI 原生广告收入后，25Q3 传统广告收入 125.8 亿元，同比下滑 26.8%。由于 AI 搜索/AI 概览不导向网页点击，传统搜索广告变现能力降低。但另一方面，Agent、数字人等 AI 原生广告形态能将原先没有广告意图的网页更有效地商业化，因此 AI 原生广告对传统搜索并非单纯的替代，而是第二增长曲线。

盈利预测、估值与评级：我们持续看好百度 AI 生态价值，AI 原生广告提升传统搜索广告变现能力，商业化蓄势待发，自研大模型+计算平台+自研芯片形成软硬协同，共同构建 AI 生态壁垒，净现金流维持健康水平，以支撑 AI 长期战略投入。萝卜快跑商业模式得到验证，订单数量加速增长，出海拓展顺利。

维持公司 25-27 年营业收入预测 1308/1399/1483 亿元，维持公司 25-27 年 Non-GAAP 归母净利润预测 182/205/230 亿元，现价对应 PE 15x/14x/12x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险，AI 商业化不及预期，广告竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	134,598	133,125	130,766	139,856	148,315
营业收入增长率	8.83%	-1.09%	-1.77%	6.95%	6.05%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	28,747	27,002	18,229	20,482	23,024
Non-GAAP 归母净利润增长率	39.01%	-6.07%	-32.49%	12.36%	12.41%
Non-GAAP EPS（元）	10.45	9.82	6.63	7.45	8.37
P/E	10	10	15	14	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-11-19，EPS 使用当前总股本计算，汇率：1 港元=0.9133 人民币

买入（维持）

当前价：111.2 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：宾特丽亚

执业证书编号：S0930525090001

021-52523681

binteliya@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)：2750.17

总市值(亿港元)：3058.19

一年最低/最高(港元)：73.25/141.40

近 3 月换手率：0.85%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.5	28.9	5.8
绝对	-5.0	30.8	33.4

资料来源：Wind

相关研报

重估百度：不只是搜索，AI 全产业链布局下的价值挖掘——百度集团-SW（9888.HK）跟踪报告（2025-09-18）

业绩承压待触底，关注 AI 广告商业化进展——百度集团-SW（9888.HK）25Q2 业绩前瞻（2025-07-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	134,598	133,125	130,766	139,856	148,315
营业成本	65,031	66,102	71,485	75,849	79,870
销售费用	23,519	23,620	23,730	24,771	25,880
管理费用	24,192	22,133	21,484	22,616	23,749
财务费用	-4,761	-5,138	-3,393	-3,421	-3,623
资产减值损失	3,799	691	989	1,118	1,147
公允价值变动损益	1,785	1,829	3,029	3,341	3,678
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	25,198	28,622	19,500	22,262	24,970
利润总额	25,198	28,622	19,500	22,262	24,970
少数股东损益	1,234	415	589	570	532
归属母公司净利润	20,315	23,760	16,240	18,420	20,742
Non-GAAP 归母净利润	28,747	27,002	18,229	20,482	23,024
EPS (元)	7.39	8.64	5.91	6.70	7.54
Non-GAAP EPS (元)	10.45	9.82	6.63	7.45	8.37

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	36,615	21,234	23,015	24,793	24,469
投资活动产生现金流	-50,397	-8,555	-10,735	-11,568	-11,168
融资活动现金流	-14,162	-13,759	-13,998	5,148	5,469
净现金流	-27,944	-1,080	-1,718	18,373	18,770

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	406,759	427,780	431,668	456,751	482,025
流动资产	230,255	168,849	167,393	186,527	206,332
货币资金	36,734	36,529	34,811	53,184	71,954
交易型金融资产	168,670	102,608	102,608	102,608	102,608
应收账款	10,848	10,104	10,171	10,746	11,466
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	1,424	790	1,080	992	1,139
存货	0	0	0	0	0
非流动资产	176,504	258,931	264,274	270,224	275,693
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	24,666	98,535	98,535	98,535	98,535
长期投资	47,957	41,721	41,721	41,721	41,721
固定资产	27,960	30,102	29,226	27,941	26,231
无形资产	32,076	33,295	39,520	45,720	51,920
总负债	144,151	144,168	129,424	135,518	139,517
无息负债	87,956	96,742	99,454	105,548	109,547
有息负债	56,195	47,426	29,970	29,970	29,970
股东权益	262,608	283,612	302,244	321,234	342,508
股本	0	0	0	0	0
公积金	0	0	0	0	0
未分配利润	161,240	180,073	196,313	214,733	235,475
少数股东权益	18,982	19,992	20,581	21,151	21,683
归属母公司权益	243,626	263,620	281,663	300,083	320,825

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP