

百度：AI显著提升，资本结构稳健

投资评级： 持有

报告日期： 2025-11-17

行业 互联网
收盘价（港币） 117.10
总市值（亿港元） 3220
流通市值（亿港元） 3220
总股本（百万股） 2750
PE（2025E） 14.8
PE（TTM） 10.8

近52周股价走势



作者

华通证券国际

研究部

宏观组

SFC: AAK004

Email: research@waton.com

主要观点：

● 财务表现

2025年中报，百度实现营业总收入651.65亿元，毛利率降至45%，但销售净利率升至23.14%，归母净利润达150.39亿元。ROE年化11.17%，然而经营性现金流净额为-68.78亿元，应收账款周转率由12.71次降至6.01次。资产负债率维持33.88%，流动资产占比下降至34.89%。

● 业务发展

1) 萝卜快跑加速全球化进程，近期先后与Uber和Lyft达成战略合作，将在亚洲、中东和欧洲部署无人车。目前，萝卜快跑在全球右舵Robotaxi市场处于领先地位，近期在香港连续三次扩区测试。魔智麓云在Q2增长显著。IDC《中国AI公有云服务市场份额，2024》报告显示，百度智能云连续六年排名第一；在8月20日最新发布的IDC报告中，百度智能云获大模型平台市场第一。

3) 今年6月，文心大模型4.5系列开源，发布了10款不同架构和尺寸的新模型，企业和开发者可通过百度智能云千帆大模型平台调用文心4.5系列的API服务。

● 盈利预测

预计2025年营业收入达1437.8亿元，同比增长8.0%；净利润250.3亿元，同比增加8.02%。2026年营收有望进一步增长至1538.4亿元，同比增幅7.0%，净利润266.2亿元，同比增长6.4%。对应PE倍数2025年为14.76倍，2026年15.77倍，2027年13.30倍。

● 风险提示

尽管百度净利润增长，但投资者需警惕其经营性现金流转负、应收账款周转率骤降所揭示的运营效率与回款风险。同时，毛利率下滑及AI、自动驾驶等前沿业务需持续巨额投入，其全球扩张亦面临技术、法规与盈利不确定性，可能对未来利润构成压力。

● 主要财务指标

百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	133,125	143,775	153,839	163,069
(+/-)%	-1.09	8.00	7.00	6.00
营业利润	21,270	22,976	24,582	26,058
(+/-)%	-2.68	8.02	6.99	6.00
归母净利润	23,172	25,030	26,621	27,269
(+/-)%	16.96	8.02	6.36	2.43
营业利润率	15.98%	15.98%	15.98%	15.98%
PE	9.27	14.76	15.77	13.3

资料来源：WIND，华通证券国际研究部

财务报表与盈利预测

资产负债表					现金流量表				
单位:百万人民币					单位:百万人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	168,849	182,609	195,391	207,115	经营活动现金流				
现金及等价物	36,589	39,516	42,275	44,812	净利润	23,760	25,030	26,621	27,269
其他短期投资	102,608	110,817	118,574	125,688	折旧与摊销	20,521	22,000	23,500	25,000
应收账款	10,894	11,765	12,589	13,344	营运资本变动	-27,922	-9,000	-9,500	-10,000
存货	0	0	0	0	经营现金流净额	21,234	38,030	40,621	42,269
非流动资产	258,931	279,691	299,268	317,222	投资活动现金流				
固定资产净值	30,102	32,515	34,791	36,878	减: 资本支出	-8,259	-8,914	-9,538	-10,110
商誉及无形资产	41,186	44,481	47,595	50,451	投资净变动	-2,804	-3,000	-3,200	-3,400
其他非流动资产	47,387	51,177	54,759	58,045	投资现金流净额	-8,555	-11,914	-12,738	-13,510
总资产	427,780	462,300	494,659	524,337	筹资活动现金流				
流动负债	80,953	87,429	93,549	99,162	减: 股票回购	-6,324	-5,000	-5,000	-5,000
应付账款及票据	49,469	53,424	57,164	60,595	减: 债务偿还	-31,111	-5,000	-5,000	-5,000
其他流动负债	20,405	22,037	23,580	24,995	筹资现金流净额	-13,759	-10,000	-10,000	-10,000
非流动负债	63,215	68,272	73,051	77,434	现金净增加额	-985	16,116	17,883	18,759
总负债	144,168	155,701	166,600	176,596	期末现金余额	36,589	39,516	42,275	44,812
股东权益	283,612	306,599	328,059	347,741					
负债及权益总计	427,780	462,300	494,659	524,337					

主要财务比率					利润表				
单位:百万人民币					单位:百万人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					营业收入	133,125	143,775	153,839	163,069
营业收入	133,125	143,775	153,839	163,069	营业成本	-66,102	-71,384	-76,383	-80,964
营业利润	21,270	22,976	24,582	26,058	营业开支	-45,753	-49,415	-52,874	-56,047
净利润	23,760	25,030	26,621	27,269	营业利润	21,270	22,976	24,582	26,058
盈利能力					利息收入	7,962	8,000	8,500	9,000
营业利润率	15.98%	15.98%	15.98%	15.98%	减: 利息支出	-2,824	-3,000	-3,200	-3,400
净利润率	17.85%	17.41%	17.30%	16.72%	非经营损益	2,905	2,000	2,000	2,000
回报率分析					税前利润	28,622	29,976	31,882	32,658
总资产	427,780	462,300	494,659	524,337	减: 所得税	-4,447	-4,946	-5,261	-5,389
总资产收益率	5.55%	5.41%	5.38%	5.20%	净利润	23,760	25,030	26,621	27,269
净资产	283,612	306,599	328,059	347,741	归母净利润	23,172	25,030	26,621	27,269
净资产收益率	8.38%	8.16%	8.11%	7.94%	每股收益	8.24	8.94	9.51	9.74
估值分析									
市盈率	9.27	14.76	15.77	13.3					
市净率	0.78	1.20	1.28	1.04					

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

财务表现概括:

2025年中报, 百度实现营业总收入651.65亿元, 半年已完成去年全年水平近一半, 展现稳健增长。毛利率降至45%, 但销售净利率升至23.14%, 盈利质量改善, 归母净利润达150.39亿元, 非经营性收益贡献显著。ROE年化11.17%, 股东回报提升。然而经营性现金流净额为-68.78亿元, 投资现金流亦为净流出, 显示利润转化为现金承压。营运效率下降, 应收账款周转率由12.71次降至6.01次, 回款速度放缓。资产负债率维持33.88%, 资本结构稳健, 流动资产占比下降至34.89%。整体来看, 公司盈利与财务实力保持强劲, 但现金流与营运效率需持续关注。

财务报表分析:

2025年中报, 百度实现营业总收入651.65亿元, 较2024年全年1331.25亿元已完成近一半, 延续稳健增长趋势。毛利率为45%, 较2024年全年50.35%有所下降, 但销售净利率提升至23.14%, 2024年全年为18.16%, 盈利质量改善明显。净资产收益率(年化)为11.17%, 较上年9.37%继续提升, 体现出股东回报的增强。盈利水平的提升部分得益于非经营性收益, 包括利息收入46.21亿元及其他非经营性损益49.63亿元, 对利润形成较大支撑。另一方面, 经营性现金流表现承压, 期内净额为-68.78亿元, 显示利润未能完全转化为现金, 主要受“其他非现金调整”影响; 投资活动现金流净额亦为-97.46亿元, 反映公司持续投入扩张。营运效率方面, 应收账款周转率降至6.01次, 2024年为12.71次, 回款效率显著下降, 应收账款周转天数延长至29.93天, 需关注现金回笼质量。资产与负债结构保持稳健, 资产负债率为33.88%, 杠杆水平稳定, 流动资产占总资产比重下降至34.89%, 显示资产配置有所调整。总体来看, 百度2025年中报体现出收入与净利润的稳健增长以及盈利质量的改善, 但现金流与营运效率下滑, 盈利质量与经营可持续性仍需进一步关注。

核心业务板块:

1. 在线营销服务

百度大部分收入来自在线营销服务, 即广告收入。主要通过百度APP、文心一言、好看视频等应用程序中提供广告位, 并依托早期推出的凤巢系统实现搜索广告竞价排名来盈利, 该业务早期广告收入曾呈指数型增长。不过近年来, 受广告业务整体收缩及公司业务重心转移影响, 在线营销服务的营收占比逐年降低, 2024年该业务收入约占公司总收入的54.8%, 2014年至2024年的10年复合年增长率(CAGR)已降至4.2%, 期间部分年份还出现了收入规模负增长的情况。

2. 百度智能云

百度智能云为企业、政府部门及个人提供全套云服务与解决方案, 其盈利模式和收入来源已从传统云计算服务转向AI驱动的差异化路径, 并将AI能力划分为基础云服务(IaaS/PaaS)→AI开发平台(PaaS)→AI模型服务(MaaS)→行业解决方案(SaaS)的四层架构; 该业务近年收入增速加快, 2023年第一季度首次实现盈利, 收入占比从2020年的8.6%提升至2024年的16.4%, 2025年第一季度营业收入达94亿元人民币, 同比增长42%, 占核心收入的37%、整体营收的29%, 目前百度智能云在MaaS市场和数字人市场保持领先地位, 但业务整体渗透率仍较低, 收入规模仍有较大扩大空间。

3. 智能驾驶

百度智能驾驶业务涵盖自动无人车服务萝卜快跑(Apollo Go)、百度Apollo汽车解决方案, 以及与浙江吉利控股集团合资成立的集度汽车旗下智能电动汽车, 百度在自动驾驶领域具备先发优势, 是全球唯三实现L4级自动驾驶商用的企业之一; 该业务进展方面, 截至2024年12月, Apollo Go车队累计行驶超1.3亿公里, 萝卜快跑每公里运营成本低于1元, 截至2025年4月累计无人驾驶出行服务订单突破1100万单, 基本验证了商业模式的可行性, 但目前业务体量仍较小, 短时间内难以实现扭亏, 百度正通过提升运营效率、改善单位经济(UE)来推动亏损收窄。

4. 爱奇艺

爱奇艺是百度早期收购的视频业务, 主要通过会员服务、在线营销服务、内容分销及其他业务实现营收; 近年来该业务收入水平保持稳定, 维持在300亿元左右, 但增长已进入瓶颈期, 其占百

度总营收的比例也持续下降，2024年下滑至21.95%。爱奇艺自2022年起借助成本端控制实现扭亏转盈，不过经营利润率仍处于较低水平，目前其业务重心侧重发展竖屏微剧，并持续关注未来微剧广告的实现进展。

行业布局：

1. AI技术的全栈式布局

百度在AI领域建立了从底层芯片、框架、模型到上层应用的完整技术链，构成了“芯片—框架—模型—应用”的垂直整合体系。这一全栈架构不仅提升了技术自主性，也强化了系统性解决问题的能力。其中，自研的昆仑芯为AI算力提供底层支撑，百度飞桨深度学习框架形成基础技术平台，文心大模型则在多模态理解、逻辑推理等关键能力上实现突破，有效推动AI向政企、金融、制造等垂直行业渗透。此外，百度已在数字人直播、AI搜索等多个场景成功落地AI应用，既增强了用户交互体验，也开辟了新的商业模式。

2. B端市场拓展

百度通过智能云服务在B端市场取得显著进展。百度智能云以AI原生为核心，赋能企业数字化转型，客户涵盖中国中车、招商银行、中国钢研等行业头部企业，体现出其AI能力在实际场景中的强大适配性与可复制性。2025年上半年，百度智能云的中标项目数量和合同金额均实现爆发式增长，标志其在AI公有云服务市场中的竞争力持续增强。

3. 端用户体验创新

在C端，百度围绕AI搜索和虚拟数字人持续优化用户体验。百度AI搜索产品在中国同类通用型产品中综合评分排名第一，表现出在技术能力与数据积累方面的领先优势。同时，百度在数字人直播方面的实践也颇具创新，例如与罗永浩数字人合作带货，不仅实现商业变现，也为内容营销和电商直播开辟了新方向。

4. 自动驾驶与出行服务

百度的自动驾驶出行平台“萝卜快跑”在全球范围持续扩张，不仅在中国香港进行区域扩展测试，还与Uber、Lyft等国际出行平台达成合作，加快其全球化布局。萝卜快跑的快速落地和城市拓展进度，验证了百度在自动驾驶技术、城市交通协同系统和用户运营方面的领先能力，为未来商业化大规模落地奠定基础。

5. 技术创新与行业引领

百度不断推进AI核心技术创新，其文心大模型在推理能力和成本控制方面取得突破，获得业内权威评级的最高等级，价格与性能具备显著优势。同时，在AI算力调度、多芯混合训练、模型压缩优化等领域也取得重要进展。这些技术积累进一步增强了百度在AI产业链中的壁垒，巩固其市场引领地位。

6. 生态建设与行业协同

百度积极构建开放协同的AI生态体系，目前已与65%的央企建立深度合作关系，共同推动AI在各行业的创新应用。这种合作方式不仅提升了百度技术的行业渗透率，也拓展了更多场景的落地机会，使其AI能力实现跨行业复制与扩散。

未来发展与总结

百度在2025财年展现出了强大的发展潜力与实力，特别是在AI技术驱动下，正稳步迈向一个更具创新性和竞争力的未来。公司核心的在线营销服务尽管占比逐年降低，但仍是重要收入来源，未来需通过创新广告形式和优化投放策略来应对增长压力。与此同时，百度智能云凭借其AI原生的核心优势，已在多个行业取得显著进展，2025年第一季度收入达94亿元，同比增长42%，成为推动业绩增长的关键引擎。此外，百度的自动驾驶业务“萝卜快跑”也取得了快速进展，截至2025年4月累计无人驾驶出行服务订单突破1100万单，验证了其商业模式的可行性，尽管目前业务体量较小，但长期潜力巨大。

然而，百度仍面临一些挑战，包括广告业务增长乏力、智能云市场竞争激烈以及AI技术商业化进程相对滞后等问题。未来，百度需要继续发挥其在AI领域的技术优势，加速AI技术的商业化应用，加强与各行业的合作，拓展AI应用场景，同时在广告业务上积极创新，智能云业务上优化服务并扩大市场份额，自动驾驶业务上提升运营效率并加快商业化进程，以实现可持续的高质量发展。在保持现有业务稳定增长的同时，百度应积极探索新的增长点，尤其是在数字化与智能化相结合的领域，如推出更智能化的打印设备、优化AI PC产品等，以应对不断变化的市场需求和激烈的行业竞争。

风险提示

1. 核心业务增长乏力风险

百度核心业务增长面临显著乏力问题，其核心业务收入中广告业务占比虽仍高达54.8%但持续下降，其中PC端搜索市场份额从2021年11月的86.82%大幅跌至2024年的27.01%并被必应取代，移动端搜索市场份额虽维持在65.68%但增速明显放缓，用户更偏向于在抖音、小红书等平台接触内容化广告，广告业务增速也持续下滑，2024年Q4净利润同比下滑48%，凸显出广告业务已难以支撑百度长期发展；同时，百度过度依赖搜索广告这一单一业务，当用户流向短视频和图文种草平台时，其广告业务承受巨大压力，这种单一业务模式也让百度在市场变化中显得较为脆弱。

2. 新业务拓展风险

百度新业务拓展面临诸多困难，其中百度智能云在2022年Q1的市场份额仅为8.4%，远低于阿里云的36.7%、华为云18%和腾讯云15.7%，尽管其增速较快，但受基数小、生态限制，业务主要依赖制造业、能源等垂直领域；AI大模型方面，百度文心一言虽实现百万级日活跃用户（DAU）的快速增长，却存在商业化滞后，如付费率不足5%、开源策略反应迟缓的问题，技术优势未能有效转化为市场竞争力，此外，百度虽早在2017年便推出Apollo计划布局自动驾驶领域，但与吉利合资造车进展缓慢，该业务短期内难以成为公司的增长支柱。

3. 技术与创新风险

百度在技术与创新层面存在明显短板，一方面其技术优势未能有效转化为市场竞争力，例如在AI大模型领域虽具备技术基础，却因商业化进程滞后、开源策略反应迟缓，导致技术实力难以落地为市场竞争力，而在自动驾驶领域，尽管早在2017年便布局Apollo计划，但与吉利合资造车的进展缓慢，该业务短期内无法成为公司的增长支柱；另一方面则表现为创新不足，百度长期以技术驱动为核心，却过度依赖技术路径而忽视产品运营与用户体验，使得产品与市场需求的匹配度不高，典型如在移动互联网时代推出了近40款产品，却大多呈现“杂而不精，弱而不强”的状态，用户量远不及微信、QQ、淘宝等亿级用户规模的平台。

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。

2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。

7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。

8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。