

2026 年 1 月 5 日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

分拆昆仑芯赴港上市，芯片价值逐步释放 买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	133,125.0	129,494.8	136,139.7	142,408.8
同比（%）	-1.09	-2.73	5.13	4.60
归母净利润（百万元）	23,760.0	21,391.4	18,839.9	21,681.9
同比（%）	16.96	-9.97	-11.93	15.08
Non-GAAP 净利润（百万元）	27,002.0	19,429.7	21,713.7	24,742.1
同比（%）	-6.07	-28.04	11.76	13.95
EPS-最新股本摊薄（元/股）	8.64	7.78	6.85	7.88
P/E（Non-GAAP）	13.36	18.57	16.61	14.58

数据来源：iFinD，东吴证券（香港）

投资要点

- **事件：**百度于 2026 年 1 月 2 日发布公告，披露昆仑芯已于 1 月 1 日以保密形式向香港联交所提交上市申请，正式启动主板独立上市流程。本次分拆拟通过全球发售实现，分拆完成后昆仑芯仍将维持百度非全资附属公司地位。回溯进程，百度早在 2025 年 12 月 7 日便公告评估分拆可能性，后获港交所 PN15 规则下分拆批准，此次申请提交标志着分拆进入实质落地阶段。截至 2025 年 8 月，百度持有昆仑芯 59%控股权。
- **分拆契合双方长期利益，有望实现价值重估、融资赋能与治理优化。**1) 价值重估：分拆将显著提升昆仑芯的运营与财务透明度，使投资者清晰区分其与集团的业务边界，独立评估其技术实力、盈利潜力及行业竞争力，更全面地反映其内在价值；2) 资本与资源：昆仑芯专注 AI 芯片，可吸引细分领域专业投资者，拓宽股东基础，独立上市后将获得直接股权及债务融资渠道，支撑技术研发与市场扩张，而百度则可分享增长红利；3) 治理与协同：分拆后管理职责与业绩直接挂钩，将强化管理团队专注度与企业治理效率，同时昆仑芯的行业形象与谈判地位有望提升，有利于拓展客户与合作伙伴，反哺百度生态协同效应。
- **技术产品双驱动，生态协同构筑核心壁垒。**昆仑芯的独立上市并非孤立事件，而是建立在坚实的业务基本面与核心竞争力之上。产品层面，已形成“量产+在研”的完整梯队：2024 年三代训推一体芯片实现量产，累计部署数万片，单集群规模超 3 万卡；在研的 M100 聚焦高性价比大规模推理场景，M300 针对超大规模训练与推理优化，性能持续升级。客户层面，已斩获互联网平台、电信、金融、航空及政府相关领域订单，外部销售规模快速突破。同时，昆仑芯作为百度全栈 AI 云的核心底层组件，与飞桨深度学习框架、千帆 MaaS 平台形成垂直整合的高效反馈闭环，持续迭代优化产品性能，构筑难以复制的技术壁垒。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为随着公司非搜索业务估值权重提升，资产价值释放空间有望打开，预计 2025-2027 年实现收入 1295/1361/1424 亿，Non-GAAP 净利润 194/217/247 亿，同比-28%/+12%/+14%。我们采用 SOTP 估值方法计算公司合理估值约 800 亿美元（在手现金 300 亿+广告 120 亿+云计算 30 亿+昆仑芯 150 亿+Robotaxi 200 亿），给予 2026 年底目标价 230 美元/ADS，对应 2026 年 25x P/E，维持“买入”评级。
- **风险提示：**分拆落地不及预期，行业竞争加剧，业务增长不及预期。

股价走势



数据来源：iFinD

市场数据

收盘价(美元)	150.30
一年最低/最高价	74.71/151.08
市净率(倍)	1.36
美股流通市值 (百万美元)	41,817.72

数据来源：iFinD

基础数据

每股净资产(美元， ADS)	110.28
资产负债率(%，LF)	35.43
总股本(百万股)	343.77
流通股(百万股)	278.23

数据来源：iFinD

相关研究

百度 (BIDU.O) 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	168,849	190,692	208,045	226,842	营业总收入	133,125	129,495	136,140	142,409
现金及现金等价物	36,589	47,876	63,612	80,878	营业成本	66,102	73,366	76,631	79,225
应收账款及票据	10,104	9,712	9,832	9,890	销售费用	23,620	24,724	24,817	24,937
存货	0	0	0	0	管理费用	0	0	0	0
其他流动资产	122,156	133,104	134,601	136,074	研发费用	22,133	20,370	21,297	22,037
非流动资产	258,931	257,283	258,452	260,827	其他费用	0	0	0	0
固定资产	30,102	31,660	32,843	33,742	经营利润	21,270	11,035	13,395	16,210
商誉及无形资产	41,186	34,050	29,035	25,511	利息收入	7,962	8,229	8,794	9,581
长期投资	0	0	0	0	利息支出	2,824	2,526	2,301	2,126
其他长期投资	140,256	145,256	150,256	155,256	其他收益	2,214	7,525	2,773	2,773
其他非流动资产	47,387	46,318	46,318	46,318	利润总额	28,622	24,263	22,661	26,438
资产总计	427,780	447,976	466,497	487,668	所得税	4,447	2,532	3,399	3,966
流动负债	80,953	84,528	86,973	88,859	净利润	24,175	21,731	19,262	22,472
短期借款	11,079	10,079	9,079	8,079	少数股东损益	415	340	422	790
应付账款及票据	49,469	55,025	57,473	59,419	归属母公司净利润	23,760	21,391	18,840	21,682
其他	20,405	19,424	20,421	21,361	EBIT	23,484	18,560	16,168	18,984
非流动负债	63,215	58,291	55,291	52,291	EBITDA	45,820	40,139	36,000	37,609
长期借款	51,943	46,943	43,943	40,943	Non-GAAP	27,002	19,430	21,714	24,742
其他	11,272	11,348	11,348	11,348					
负债合计	144,168	142,819	142,264	141,150	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	0	0	0	0	每股收益(元)	8.64	7.78	6.85	7.88
少数股东权益	19,992	20,332	20,754	21,544	每股净资产(元)	95.39	103.57	110.35	118.17
归属母公司股东权益	263,620	284,825	303,479	324,974	发行在外股份(百万股)	2,750.17	2,750.17	2,750.17	2,750.17
负债和股东权益	427,780	447,976	466,497	487,668	ROIC(%)	5.84	4.69	3.72	4.18
					ROE(%)	9.01	7.51	6.21	6.67
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	毛利率(%)	50.35	43.34	43.71	44.37
经营活动现金流	21,234	32,330	40,450	41,806	销售净利率(%)	17.85	16.52	13.84	15.23
投资活动现金流	-8,555	-12,330	-18,227	-18,227	资产负债率(%)	33.70	31.88	30.50	28.94
筹资活动现金流	-13,759	-8,267	-6,042	-5,867	收入增长率(%)	-1.09	-2.73	5.13	4.60
现金净增加额	-985	11,287	15,735	17,266	净利润增长率(%)	16.96	-9.97	-11.93	15.08
折旧和摊销	22,336	21,579	19,832	18,625	P/E	15.57	17.30	19.64	17.06
资本开支	-24,379	-16,000	-16,000	-16,000	P/B	1.41	1.30	1.22	1.14
营运资本变动	13,186	-5,981	1,828	1,355	EV/EBITDA	6.76	9.52	9.89	8.73

数据来源: iFinD, 东吴证券 (香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 美元汇率为2026年1月5日的6.98, 预测均为东吴证券 (香港) 预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点,本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密,仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易,也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务,及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突,请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违犯当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>