



百度 (BIDU.US/9888.HK): AI 投入 迎来收获期

百度正经历向 AI 驱动型企业的深刻转型。通过全栈 AI 布局，公司在云计算、大模型、芯片、自动驾驶等领域建立了差异化优势。公司 AI 投入正迎来收获期，全栈 AI 推动云业务快速增长，自动驾驶全球化扩张加速，广告业务 AI 重构初见成效。凭借深厚技术积累和前瞻性布局，公司有望在 AI 时代实现持续增长和价值重估。我们首次覆盖百度 (BIDU.US/9888.HK)，首予“买入”评级，目标价 195 美元/190 港元。

• **全栈 AI 能力构建竞争壁垒。**百度是全球目前少数提供四层全栈 AI 能力（基础设施—框架—模型—应用）的公司之一，凭借完善的 AI 领域布局和行业领先的技术能力构建起竞争壁垒，在 AI 云领域具备领先优势。考虑到 AI 云行业需求强劲，我们看好公司云业务迎来快速增长，核心增长驱动因素包括 1) AI 训练和推理需求的持续上升，推动 GPU 订阅收入的爆发式增长，以及 2) 昆仑芯外部销售起量。

• **搜索 AI 化改造，AI 原生营销成新驱动。**为顺应用户需求变化，公司加速搜索 AI 化改造，富媒体化的 AI 生成内容已覆盖 70% 的搜索结果，显著提升了内容丰富度和用户体验。以智能体和数字人为代表的 AI 原生营销已成为公司广告业务的新增长点，更好的营销效果推动客户付费意愿提升。公司将持续探索更多变现场景，广告业务逐渐从 CPC 模式转向 CPS 模式。随着 AI 变现模式成熟，我们预计 AI 营销收入的增长将逐渐抵消传统搜索广告的下滑，或带来业务重估机会。

• **自动驾驶全球化扩张。**百度多年来深耕自动驾驶，我们认为公司已形成强大的先发优势，在技术能力、车队规模、合规牌照、运营经验、成本优势等方面建立了竞争壁垒，帮助公司持续处于有利地位。公司在海外市场扩张取得积极进展，有望为公司带来更高的经济价值，业务蕴含长期潜力。未来若进行分拆上市，预计也将推动估值释放。

• **估值：**我们使用 SOTP 估值方法得到目标价 195 美元/190 港元，首予“买入”评级。我们认为公司拥有多个催化剂，估值具备吸引力：1) AI 相关收入快速提升，3Q25 收入占比超过 40%，推动公司 AI 叙事转化；2) 昆仑芯和 Apollo 等业务潜在拆分上市，有望为公司估值提供新锚点，估值存在上行风险；3) 公司净现金和投资价值约占公司当前市值的 50%，若未来股东回报提升，将有助于现金价值释放；4) 未来潜在的香港主要上市后，有望进入港股通，吸引内地资金。

• **投资风险：**AI 收入增长不及预期；广告业务持续下滑；自动驾驶扩张缓慢；资产价值释放和股东回报不及预期；行业监管及合规风险。

图表 1: 盈利预测和财务指标

| 人民币百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 134,598 | 133,125 | 128,918 | 134,256 | 144,431 |
| 经营利润 | 21,856 | 21,270 | (5,548) | 12,107 | 16,173 |
| 调整后净利润 | 28,747 | 27,002 | 18,608 | 18,605 | 22,511 |
| 目标 PE (x) | | | 24.6 | 24.6 | 20.4 |

E=浦银国际预测；资料来源：公司资料、浦银国际

杨子超, CFA

科技分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

赵丹

首席科技分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

2026 年 1 月 23 日

百度 (BIDU.US)

买入

| | |
|-------------------|-------------|
| 目标价 (美元) | 195 |
| 潜在升幅/降幅 | +20% |
| 目前股价 (美元) | 162.28 |
| 52 周内股价区间 (美元) | 4.71-163.68 |
| 总市值 (百万美元) | 56,895 |
| 近 3 月日均成交额 (百万美元) | 455 |

注：截至 2026 年 1 月 21 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

百度 (9888.HK)

买入

| | |
|-------------------|-------------|
| 目标价 (港元) | 190 |
| 潜在升幅/降幅 | +24% |
| 目前股价 (港元) | 153.7 |
| 52 周内股价区间 (港元) | 73.25-155.4 |
| 总市值 (百万港元) | 431,095 |
| 近 3 月日均成交额 (百万港元) | 1,816 |

注：截至 2026 年 1 月 21 日收盘价

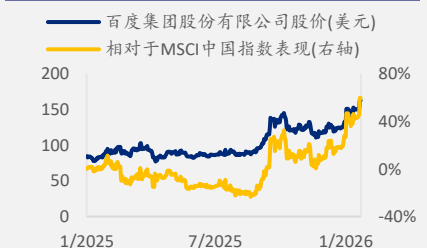
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

目录

| | |
|------------------------------|----|
| 全栈 AI 能力构建竞争壁垒 | 4 |
| 搜索 AI 化改造, AI 原生营销为新驱动 | 10 |
| 自动驾驶全球化扩张 | 14 |
| 财务分析与预测 | 16 |
| 估值分析与预测 | 17 |
| 投资风险 | 19 |
| SPDBI 乐观与悲观情景假设 | 20 |

财务报表分析与预测

利润表

| 人民币百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 收入 | 134,598 | 133,125 | 128,918 | 134,256 | 144,431 |
| 收入成本 | (65,031) | (66,102) | (73,487) | (79,170) | (85,021) |
| 毛利 | 69,567 | 67,023 | 55,432 | 55,086 | 59,410 |
| 研发费用 | (24,192) | (22,133) | (20,189) | (19,876) | (20,265) |
| 销售及管理费用 | (23,519) | (23,620) | (24,601) | (23,103) | (22,972) |
| 其他 | - | - | (16,190) | - | - |
| 经营盈利 | 21,856 | 21,270 | (5,548) | 12,107 | 16,173 |
| 投资收入 | (3,799) | (691) | 2,003 | - | - |
| 利息收入 | 4,761 | 5,138 | 5,718 | 5,200 | 5,500 |
| 其他收益净额 | 2,380 | 2,905 | 4,875 | - | - |
| 除税前盈利 | 25,198 | 28,622 | 7,048 | 17,307 | 21,673 |
| 所得税开支 | (3,649) | (4,447) | (689) | (2,596) | (3,251) |
| 年度盈利 | 21,549 | 24,175 | 6,359 | 14,711 | 18,422 |
| 少数股东权益 | 1,234 | 415 | (47) | - | - |
| 本公司权益持有人 | 20,315 | 23,760 | 6,406 | 14,711 | 18,422 |
| 调整后净利润 | 28,747 | 27,002 | 18,608 | 18,605 | 22,511 |

现金流量表

| 人民币百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 21,549 | 24,175 | 6,359 | 14,711 | 18,422 |
| 折旧与摊销 | 7,390 | 20,521 | 10,000 | 10,529 | 11,050 |
| 营运资金变动 | (818) | (27,512) | 319 | (405) | (772) |
| 其他 | 8,494 | 4,050 | - | - | - |
| 经营活动现金流量净额 | 36,615 | 21,234 | 16,679 | 24,835 | 28,699 |
| 资本性支出 | (11,295) | (8,259) | (12,000) | (12,497) | (13,444) |
| 其他 | (39,102) | (296) | - | - | - |
| 投资活动现金流量净额 | (50,397) | (8,555) | (12,000) | (12,497) | (13,444) |
| 股本 | (1,303) | (6,283) | - | - | - |
| 其他 | (12,859) | (7,476) | - | - | - |
| 筹资活动现金流量净额 | (14,162) | (13,759) | - | - | - |
| 汇率变动 | 282 | 95 | - | - | - |
| 现金及现金等价物净增加额 | (27,662) | (985) | 4,679 | 12,338 | 15,255 |
| 期初现金及现金等价物余额 | 65,236 | 37,574 | 36,589 | 41,268 | 53,605 |
| 期末现金及现金等价物余额 | 37,574 | 36,589 | 41,268 | 53,605 | 68,861 |

资产负债表

| 人民币百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 物业、设备及软件 | 27,960 | 30,102 | 31,695 | 33,261 | 35,168 |
| 无形资产 | 7,848 | 7,702 | 8,109 | 8,510 | 8,998 |
| 商誉 | 22,586 | 22,586 | 22,586 | 22,586 | 22,586 |
| 长期投资 | 47,957 | 140,256 | 140,256 | 140,256 | 140,256 |
| 其他非流动资产 | 70,153 | 58,285 | 58,285 | 58,285 | 58,285 |
| 非流动资产合计 | 176,504 | 258,931 | 260,931 | 262,899 | 265,293 |
| 应收账款 | 10,848 | 10,104 | 9,785 | 10,190 | 10,962 |
| 短期投资 | 168,670 | 102,608 | 102,608 | 102,608 | 102,608 |
| 现金及现金等价物 | 25,231 | 24,832 | 29,511 | 41,848 | 57,104 |
| 其他流动资产 | 25,506 | 31,305 | 31,305 | 31,305 | 31,305 |
| 流动资产合计 | 230,255 | 168,849 | 173,208 | 185,951 | 201,979 |
| 资产总额 | 406,759 | 427,780 | 434,139 | 448,850 | 467,272 |
| 权益总额 | 262,608 | 283,612 | 289,971 | 304,682 | 323,104 |
| 长期借款 | 57,357 | 51,943 | 51,943 | 51,943 | 51,943 |
| 其他非流动负债 | 10,343 | 11,272 | 11,272 | 11,272 | 11,272 |
| 非流动负债合计 | 67,700 | 63,215 | 63,215 | 63,215 | 63,215 |
| 应付账款 | - | - | - | - | - |
| 借款 | 19,090 | 19,105 | 19,105 | 19,105 | 19,105 |
| 其他流动负债 | 57,361 | 61,848 | 61,848 | 61,848 | 61,848 |
| 流动负债合计 | 76,451 | 80,953 | 80,953 | 80,953 | 80,953 |
| 负债总额 | 144,151 | 144,168 | 144,168 | 144,168 | 144,168 |
| 权益及负债总额 | 406,759 | 427,780 | 434,139 | 448,850 | 467,272 |

主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|-------|
| 盈利增速 | | | | | |
| 营业收入增速 | 8.8% | -1.1% | -3.2% | 4.1% | 7.6% |
| 毛利润增速 | 16.4% | -3.7% | -17.3% | -0.6% | 7.8% |
| 经营利润增速 | 37.4% | -2.7% | NM | NM | 33.6% |
| 净利润增速 | 186.0% | 12.2% | -73.7% | 131.3% | 25.2% |
| 调整后净利润增速 | 39.0% | -6.1% | -31.1% | 0.0% | 21.0% |
| 盈利能力比率 | | | | | |
| 毛利率 | 51.7% | 50.3% | 43.0% | 41.0% | 41.1% |
| 经营利润率 | 16.2% | 16.0% | -4.3% | 9.0% | 11.2% |
| 净利率 | 15.1% | 17.8% | 5.0% | 11.0% | 12.8% |
| 调整后净利率 | 21.4% | 20.3% | 14.4% | 13.9% | 15.6% |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 基本EPS | 7.2 | 8.5 | 2.4 | 5.4 | 6.8 |
| 摊薄EPS | 7.2 | 8.5 | 2.4 | 5.4 | 6.8 |
| 调整后EPS | 10.1 | 9.7 | 6.9 | 6.9 | 8.3 |
| 每股指标增速 | | | | | |
| 基本EPS增速 | 166.4% | 17.7% | -72.3% | 129.6% | 25.2% |
| 摊薄EPS增速 | 166.1% | 18.6% | -72.2% | 129.6% | 25.2% |
| 调整后EPS增速 | 37.6% | -4.8% | -28.9% | 0.0% | 21.0% |
| 估值 (倍) | | | | | |
| 调整后目标P/E | | | 24.6 | 24.6 | 20.4 |
| 目标P/S | | | 3.6 | 3.4 | 3.2 |
| 目标P/B | | | 1.6 | 1.5 | 1.4 |

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

百度 (BIDU.US/9888.HK): AI 投入迎来收获期

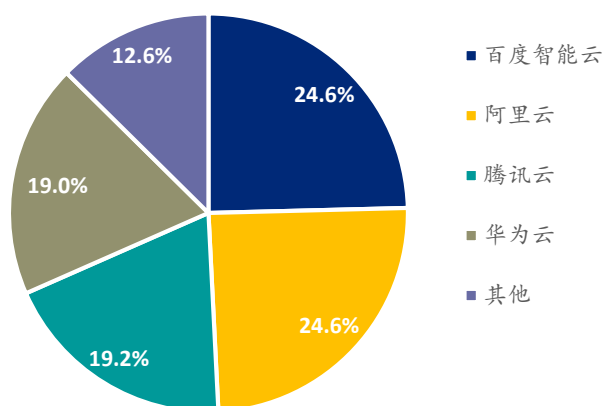
全栈 AI 能力构建竞争壁垒

智能云业务是公司重要增长曲线。相对其他竞争对手，我们认为百度核心优势在于其是全球少数能够提供四层全栈 AI（云基础设施+深度学习框架+大模型+应用）的公司之一，完善的 AI 领域布局和行业领先的技术能力让公司构建了差异化竞争力。考虑到 AI 云行业目前仍处在供不应求的阶段，我们看好公司智能云业务迎来快速增长，在未来几年实现 20% 以上的增速。核心增长驱动因素包括 1) AI 训练和推理需求的持续上升，推动 GPU 订阅收入的爆发式增长，以及 2) 昆仑芯外部销售起量。

百度智能云业务包括企业及公共部门云解决方案和个人云服务。企业及公共部门云是公司云业务的核心组成部分，主要提供基于 AI 能力的 IaaS、PaaS 及 SaaS 全套云服务及解决方案。百度 AI 解决方案提供全面的模块化解决方案及大型关键 AI 能力库，包括开源代码、预训练模型、端到端开发套件、语音识别及合成、自然语言处理及计算机视觉等能力。个人云服务则主要通过百度网盘、百度文库提供服务。我们预计企业云仍将是公司未来重要的增长引擎，其中更具经常性的 AI 高性能计算设施订阅收入为核心驱动因素。

百度智能云侧重于 AI 公有云市场，份额持续保持领先。从传统云市场来看，百度云份额不及阿里云、华为云、腾讯云等行业参与者。但与传统云服务以 CPU 为核心不同，公司云业务注重智能属性，率先搭建了大规模的 GPU 集群，从以 CPU 为主转向以 GPU 云服务为主的云平台。这一前瞻布局为公司在大模型时代带来先天优势。得益于公司长期深耕 AI 领域，公司在 AI 公有云服务市场占据领先地位。

图表 2: 中国 AI 公有云服务市场份额 (2024)



资料来源: IDC、浦银国际

四层全栈 AI 架构

当前行业竞争已从单纯的性能参数比拼，转向在综合解决方案、行业理解、生态厚度等层面全方位进行强化。百度智能云是目前全球少数覆盖“基础设施—框架—模型—应用”四层全栈 AI 能力的厂商，形成了技术协同的核心壁垒，打造了云智一体、智能优先的新一代 AI 云基础设施。公司的四层全栈 AI 架构，底层以昆仑芯提供算力支撑，为训练和推理提供高效硬件基础；中层通过飞桨深度学习框架优化开发效率，降低模型训练门槛；上层依托文心大模型家族提供多模态 AI 能力，覆盖自然语言处理、计算机视觉等场景；顶层则通过行业应用实现场景落地，形成从硬件到软件的闭环。公司独特的四层 AI 架构让各环节能够无缝地协同工作，提供端到端解决方案，其中任一环节的改进都将提高整体效果，在兼容性、效率、成本等方面具备优势。

图表 3：百度全栈 AI 基础设施



资料来源：公司资料、浦银国际

在 AI 异构计算平台方面，百度百舸 5.0 进一步提升了计算效率，在网络、算力、推理、训推一体等方面做了重要升级。百舸支持高达 10 万卡多芯片大规模集群，可实现万卡混训性能损耗低于 5%，万卡集群有效训练时长 99.5%，从而提供稳定高效的算力服务，满足客户的训练推理等全流程需求。

在深度学习框架方面，百度飞桨是公司自研的产业级深度学习开放平台，集深度学习核心训练和推理框架、基础模型库、端到端开发套件、丰富的工具组件于一体。公司在 3Q25 业绩会上披露，飞桨平台已凝聚 2,333 万开发者，服务 76 万家企事业单位，用户基于飞桨已创建超过百万个模型。作为产业应用的重要技术底座，飞桨支撑了产业智能化升级。

图表 4：百度 AI 大底座



资料来源：公司资料、浦银国际

在大模型方面，百度文心大模型能力保持在中国大模型厂商前列。公司最新原生全模态大模型产品文心大模型 5.0，在多模态理解、创意生成、智能体规划、指令遵循等方面表现出色，处于行业领先水平。依托飞桨深度学习框架，文心 5.0 采用了超稀疏混合专家架构，进行庞大的全模态训练，模型参数量超过 2.4 万亿，激活参数比例低于 3%，在保证模型能力的同时有效提升推理效率。根据 LMArena 评测，按大模型综合排名，百度文心大模型 ERNIE-5.0-0110 位列中国第一，全球第八（按厂商排名全球第四），处于行业前列水平。此外，百度也发布了“蒸汽机”视频生成模型，该模型支持复杂运镜、音视频一体化生成等功能，进一步扩展了多模态能力边界。

图表 5：全球大模型综合性能排名

| 排名 | 公司 | 模型 |
|----------|--------------|---------------------------------------|
| 1 | Google | gemini-3-pro |
| 2 | xAI | grok-4.1-thinking |
| 3 | Anthropic | claude-opus-4-5-20251101-thinking-32k |
| 4 | Baidu | ernie-5.0-0110 |
| 5 | OpenAI | gpt-5.1-high |
| 6 | Z AI | glm-4.7 |
| 7 | Alibaba | qwen3-max-preview |
| 8 | Moonshot AI | kimi-k2-thinking-turbo |
| 9 | DeepSeek | deepseek-v3.2-exp |
| 10 | Mistral | mistral-medium-2508 |

注：仅比较公司最高评分产品（截至 2026 年 1 月 21 日）

资料来源：LMArena、浦银国际

此外，开发者通过百度的大模型平台可以使用行业领先模型。百度千帆 4.0 以 Agent 为核心，为开发者提供 Agent 开发所需要的模型、Agent 编排、数据和企业级服务等能力。截至 2025 年 10 月，千帆平台企业用户数量超 46 万，Agents 开发量超 130 万。千帆模型库提供包括深度推理、视觉理解及生成、语音等超过 150 个模型，让开发者能够第一时间使用上 SOTA 模型。

图表 6: 百度千帆提供上百个行业领先模型



资料来源: 公司资料、浦银国际

百度云端服务覆盖制造业、公用部门、能源及公用事业、金融服务业及互联网/媒体等高价值行业，通过持续交付高质量的行业解决方案，积累了丰富的经验，形成差异化竞争力。通过深入理解行业需求，百度 AI 云服务可针对不同场景优化模型与算力配置，针对特定行业客户提供综合 AI 解决方案，以帮助传统行业客户更好地利用 AI 提高效率及生产力。

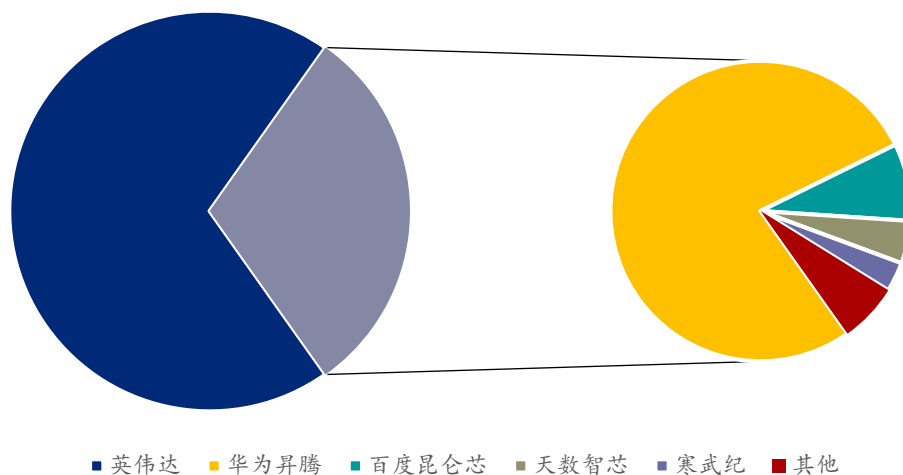
根据公司 2025 年 8 月披露，百度云智能帮助超过 65%+ 央企、80%+ 具身智能企业、95%+ 主流车企、50%+ 游戏厂商以及 80%+ 系统重要性银行等企业落地大模型。公司也在金融、能源、政务、大交通、通信等行业不断取得新订单，这些项目的持续获取和应用落地为公司云业务的持续增长提供了稳定的订单支撑。我们认为公司在 AI 生态的完善布局和丰富的行业经验能够为客户提供全方位服务，各层级之间协同和优化能够更好地提高整体模型效果，有助于为客户提供性能更优、成本更具性价比的解决方案。

昆仑芯外部商业化提速

在大模型技术的持续突破下，AI 应用迎来爆发，一方面算力成本下降超过百倍，另一方面深度推理增加了数十倍的 token 消耗，使得行业算力需求仍处于供不应求的状态。由于美国高端芯片出口受到限制，国内云厂商越来越多地采购国产替代方案，以满足激增的市场需求。根据 IDC 数据，2024 年中国本土 AI 芯片渗透率约 30%。考虑到 1) 美国先进芯片出口限制、2) 国产芯片性能的快速追赶以及 3) 国产替代政策大力支持，我们预计国产芯片渗透率仍有较大的提升空间，而百度昆仑芯作为核心玩家之一，有望受益于公司全栈 AI 生态的发展，业务规模取得快速增长。

百度是国内大模型厂商中少数提供 AI 芯片的公司。昆仑芯（前身为百度芯片及架构部）深耕 AI 芯片领域十余年，在体系结构、芯片实现、软件系统和场景应用均有深厚积累，已成为重要的 AI 算力底座。根据 IDC 数据，2024 年中国加速芯片市场份额中，昆仑芯位居第三。根据路透社报道，预计昆仑芯 2025 年收入将超过人民币 35 亿元，与国产 AI 芯片同业收入规模相当。

图表 7：中国加速芯片市场份额（2024）



资料来源：公司资料、浦银国际

目前，昆仑芯已实现三代 AI 芯片产品的量产和规模化应用，算力解决方案服务了互联网、运营商、金融、交通、能源电力、智能驾驶及国家算力枢纽等数十个重点领域的百余家头部企业。最新一代昆仑芯 P800 系列产品，采用新一代自研 XPU-P 架构，显存规格优于同类主流 GPU 20%-50%，对 MoE 架构更加友好，且率先支持 8bit 推理，全面支持 MLA、多专家并行等特性。目前，昆仑芯 P800 已与主流通用处理器、操作系统、AI 框架完成端到端适配，万卡有效训练率超过 98%，百万 tokens 成本低至数元人民币。基于公司全栈 AI 体系的深度优化，昆仑芯在特定任务下表现优于通用芯片，能够提供更高的算力和能效比以及更低的延迟。

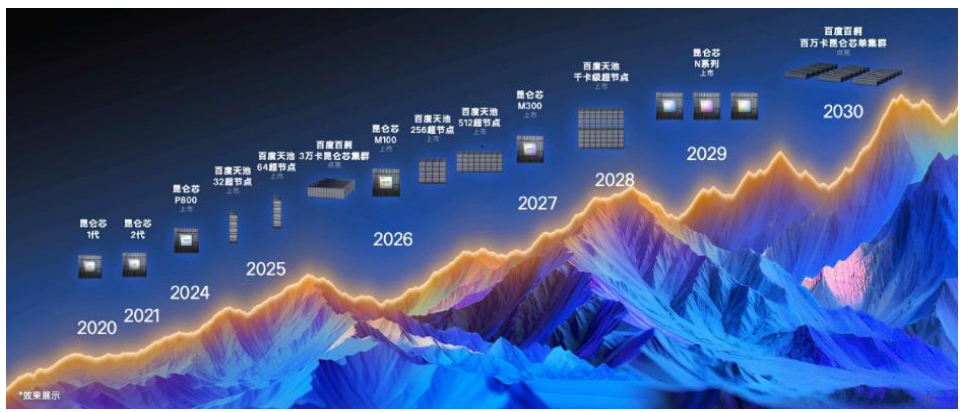
昆仑芯片在规模化部署上表现突出，已实现超 3 万卡集群点亮，可同时承载多个千亿参数大模型的全量训练，支持 1000 个客户同时进行百亿参数大模型精调，这意味着其在软件生态和集群系统上具备深厚积累。通过百度天池超节点技术，昆仑芯可支持多卡极速互联，能够有效提升大模型训练效率。例如，1 万亿参数开源模型已能在几分钟内通过单一云实例完成运行，这为 AI 算力的规模化应用提供了坚实支撑。P800 已在百度内部得到充分验证，承载了公司绝大多数的推理任务。凭借卓越的计算性能、完善的软件生态和领先的大规模部署能力，昆仑芯 P800 已累计部署超数万片。

近期昆仑芯在 AI 算力领域赢得多项重大订单，展现其作为国产 AI 算力方案的市场认可度。2025 年 3 月，昆仑芯中标招商银行 AI 芯片资源项目。在项目中，昆仑芯 P800 将围绕多个核心业务场景，支持招商银行落地大模型应用。2025 年 8 月，百度昆仑芯中标中国移动十亿级 AI 推理设备集采项目，在“类 CUDA 生态”标段中，以三项标包均份额第一（中标份额 70%-100%）的成绩斩获订单。此外，昆仑芯也在互联网、制造交通、能源电力等多领域落地，客户包括招商局集团、国家电网等各领域头部机构。

越来越多行业客户的采用，表明昆仑芯在性价比和性能上已能够达到商业化使用的水平，可替代部分国际产品用于大规模推理和部分训练工作负载。这些订单不仅巩固了昆仑芯在国产 AI 算力领域的领先地位，更验证了其产品的规模化部署能力，同时也锁定了未来的算力需求，为公司的云和芯片业务提供了强劲的增长动能。

在 2025 年百度世界大会上，公司表示昆仑芯计划将在未来五年，保持每年发布一款以上新品的节奏，预计将在 2026 年初推出针对大规模推理场景的 M100 芯片，并于 2027 年初推出针对超大规模多模态训练和推理场景的 M300 芯片。同时，百度计划天池 256 超节点与天池 512 超节点将在 2026 年上市，单个天池 512 超节点就能实现万亿参数模型训练，实现模块化部署。此外，公司计划在 2028 年推出千卡级超节点，在 2030 年点亮百万卡昆仑芯单集群。这些新产品的推出有望进一步拓展昆仑芯片在训练与推理场景的覆盖，强化其在国产 AI 芯片领域的技术领先性和市场竞争力。

图表 8：昆仑芯发展路线图



资料来源：公司资料、浦银国际

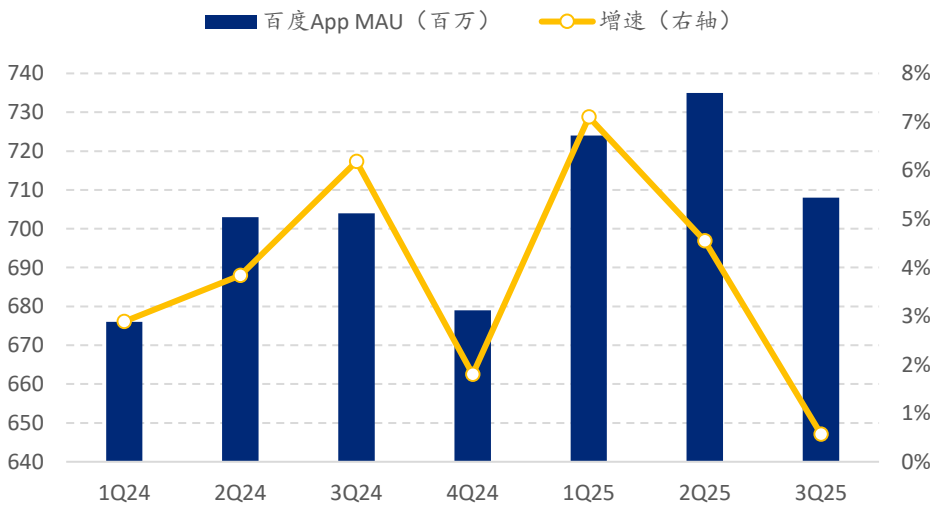
公司 2026 年 1 月 1 日公告，昆仑芯已以保密形式向香港联交所提交上市申请表格，预计分拆上市后昆仑芯仍将作为公司的附属公司。我们认为昆仑芯为公司带来了差异化竞争力，昆仑芯不仅可以通过公司自身云计算、自动驾驶、AI 搜索等业务得到丰富的场景应用，支撑各业务发展，减少运营成本和抵御进口芯片短缺风险，同时芯片的对外销售也能够为公司贡献收入增量并为智能云业务带来交叉销售机会。若昆仑芯完成独立上市，将有助于提升昆仑芯品牌形象、推动业务增长，并且对百度的估值产生正向作用。

搜索 AI 化改造，AI 原生营销为新驱动

为顺应用户需求和行为变化，百度加速搜索 AI 化转型，富媒体化的 AI 生成内容已覆盖 70% 的搜索结果，显著提升了内容丰富度和用户体验。以智能体和数字人为代表的 AI 原生营销服务已成功成为公司广告业务的新增长点，3Q25 收入贡献占百度核心广告收入比例提升至 18%，更好的营销效果推动客户付费意愿提升。未来公司将持续探索更多变现场景，广告业务逐渐从 CPC（每次点击成本）模式转向 CPS（每次销售成本）模式。尽管 AI 转型短期将对公司带来一定压力，但随着 AI 变现模式的成熟，我们预计未来 AI 营销收入的增长将抵消传统广告业务的下滑，或将为公司广告业务带来重估机会。

公司广告业务主要通过搜索及信息流 P4P 效果广告，以及在搜索界面展示的品牌广告所贡献。百度 App 是公司移动生态的核心产品。截至 2025 年 9 月，百度 App 的 MAU 达到 7.08 亿。除百度 App 外，百度移动生态亦包括好看视频、百度贴吧等应用程序，主要提供搜索、信息流及营销服务。公司也为应用程序开发者及网站所有者提供小程序及托管页服务。应用程序开发者可通过小程序在百度 App 提供内容及服务。托管页服务是为网站所有者提供移动托管方案，使网站所有者可节约自建网站维护成本，实现与用户互动。2Q25 托管页贡献百度核心中在线营销收入的 50%。

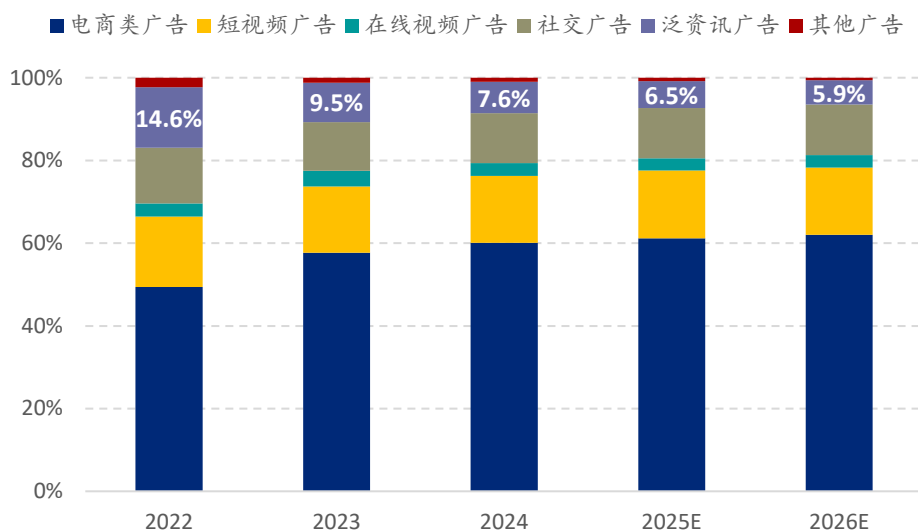
图表 9：百度 App 月活跃用户



资料来源：公司资料、浦银国际

公司目前仍然面临传统广告收入下滑的挑战。随着短视频平台和内容社交平台的兴起，用户在这些平台上花费的时间不断增加，导致用户使用习惯发生变化，传统搜索广告的触达效率因此受到影响。与此同时，投放渠道的多样化也为客户提供了更多选择，使得广告主在搜索和新闻信息流上的广告预算分配有所下降。

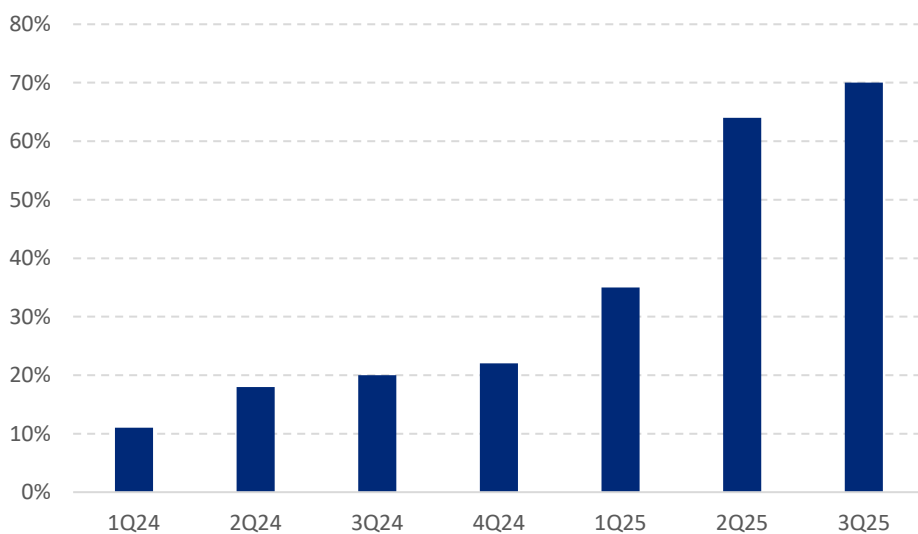
图表 10：泛资讯广告市场份额受挤压



资料来源：QuestMobile、浦银国际

为顺应用户需求和行为变化，百度加速 AI 搜索转型，持续推进 AIGC 内容渗透，并进行新变现模式探索。百度传统搜索结果逐步被富媒体化（文本、图像、视频）的 AI 生成结果替代，搜索结果的信息丰富度和用户体验得到显著提升。截至 2025 年 10 月，百度 70% 的移动搜索结果页已包含 AI 生成内容，覆盖超过 90% 的百度 App 月活用户，AI 转型力度显著领跑行业。同时公司也通过 AI API 开放其 AI 搜索能力，已有超过 600 家厂商通过百度智能云接入了百度的搜索 API。公司认为当前 70% 的 AI 搜索渗透率已处于稳定水平，已基本覆盖了 AI 能够显著提升用户体验的查询类型。公司未来将重点提高生成内容的质量，特别是图像、视频等富媒体内容，让用户可以得到更丰富、更相关、更具吸引力的搜索结果，提升用户搜索体验。

图表 11：百度搜索 AI 生成内容覆盖率



资料来源：公司资料、浦银国际

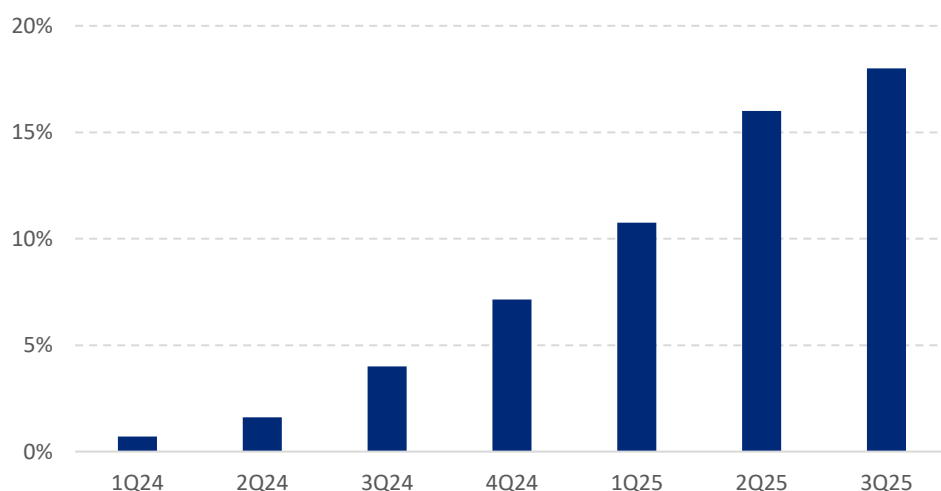
在变现层面，AI 原生营销已成为重要增长点，公司目前主要通过智能体和数字人进行 AI 原生货币化创新，通过更高的参与度、更好的潜在客户转化率和更强的投资回报率，为广告商创造价值。3Q25 AI 原生营销收入达人民币 28 亿元，同比增长 262%，占核心广告收入的 18%。

百度智能体基于文心大模型的 AI 助手，具备自然语言交互、理解、规划、反思、进化等核心能力，能够自主执行复杂任务，可应用在客户服务、商品推荐、专业咨询等场景。智能体通过智能的多轮对话，帮助广告商有效地明确用户意图，更精准获取高质量的潜在客户。智能体已在医疗健康、商业服务和生活方式服务等行业得到广泛应用。2025 年 9 月份，约有 3.3 万家广告主每天通过百度智能体进行广告投放。

百度数字人融合了人工智能、计算机视觉、自然语言处理等技术，以高度逼真、智能的形象呈现，广泛应用于直播、视频制作、对话交互等场景。数字人发展势头强劲，能够以低成本为广告主提供全天候 AI 驱动的直播服务，以更逼真和自然的效果与观众实时互动，使得数字人对广告主的吸引力与日俱增。2025 年 9 月，公司平台上直播的数字人数量同比增长近 3 倍，数字人应用覆盖商家、医疗健康、汽车和法律服务等行业。公司数字人能力也在进行出海拓展，已率先落地巴西市场，未来计划发力东南亚、美国等市场，拓展与 Shopee、Lazada 等平台合作机会。

公司也在积极探索 AI 变现模式：1) 在 AI 回答中嵌入商品推荐，未来或探索抽成模式；2) 推动智能体营销渗透；3) 数字人直播电商等场景，未来或将通过技术服务费、收取交易佣金等模式探索增量变现空间。公司的 AI 营销解决方案通过改善营销效果，以提高企业客户的付费意愿。我们预计随着应用范围的扩大，AI 原生营销收入贡献仍将持续提升。

图表 12：AI 原生营销收入占比



资料来源：公司资料、浦银国际

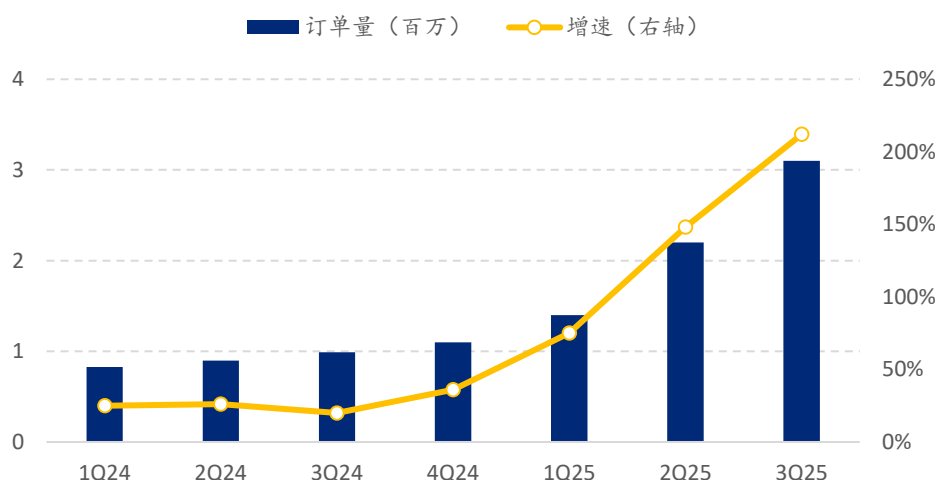
由于目前 AI 搜索商业化水平仍较低，我们认为短期公司广告收入将面临一定压力。但从长期来看，我们认为 AI 搜索能够大幅提升用户体验，将帮助公司应对聊天机器人产品的冲击。由于 AI 回答有时会出现幻觉，给出具有误导性的结果，用户可能仍然需要通过传统搜索模式，寻找资料来源以确认回答的准确性。而百度搜索能够一站式满足 AI 问答+来源验证的需求。我们认为 AI 内容的覆盖将有效增强公司在搜索领域的长期竞争力，帮助公司维持领先地位。随着 AI 转型完成以及新变现模式的成熟，我们预计未来公司广告业务的下跌趋势或将逐步缓和，未来 AI 原生营销服务的快速增长有望抵消传统搜索广告的下滑，AI 营销模式有望带动公司广告业务价值重估。

自动驾驶全球化扩张

百度多年深耕自动驾驶，我们认为公司已建立起强大的先发优势，在技术能力、车队规模、合规牌照、运营经验、成本优势等方面建立了竞争壁垒，帮助公司能够持续处于有利地位。公司在海外市场扩张取得积极进展，更高的车资和轻资产运营模式的探索，有望为公司带来更高的经济价值。随着未来无人驾驶技术突破及普及，业务蕴含的长期增长潜力有望逐步显现。未来若进行独立分拆上市，也将有助于公司估值释放。

公司自动驾驶包括 Apollo Go 萝卜快跑无人车服务和百度 Apollo 汽车解决方案。根据 Guidehouse 全球自动驾驶公司排名，百度持续处于行业第一梯队。百度萝卜快跑运营规模显著领先于行业水平。截至 2025 年 11 月，Apollo Go 全球出行服务次数已超过 1700 万次，成为全球服务量最大的自动驾驶出行平台之一。在无人驾驶运营方面，公司订单量在中国市场处于绝对领先地位，截至 2025 年 10 月，全无人驾驶每周订单量已超过 25 万单，累计安全行驶里程累计超过 2.4 亿公里，其中完全无人驾驶里程超 1.4 亿公里，展现了高度成熟的商业化运营能力。

图表 13：萝卜快跑季度订单量增长加速



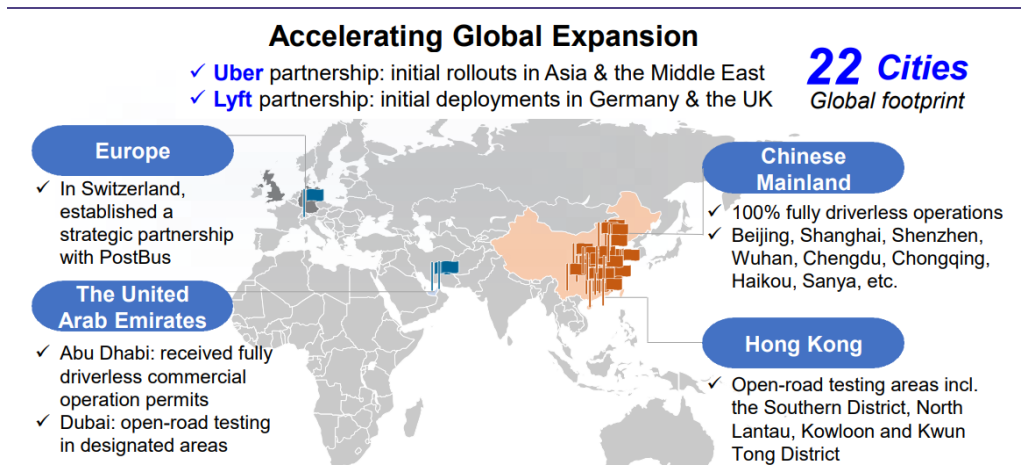
资料来源：公司资料、浦银国际

萝卜快跑已在武汉等城市实现单车层面盈亏平衡，主要得益于车辆成本下降以及规模效应推动经营效率提升。公司第 6 代共享无人车 RT6，是公司第一款可拆卸方向盘、全电动的全自动驾驶量产车型，具备城市复杂道路的无人驾驶能力。RT6 售价 20.46 万元，采用换电模式，在 L4 车型中具备领先的成本优势。公司也通过合作伙伴进行轻资产模式扩张。例如，公司与神州租车达成合作，将联合推出自动驾驶汽车租赁服务。轻资产模式有助于公司在保持高成本效应的同时实现业务快速落地。随着车辆规模扩大，我们预计未来公司将会在更多城市实现正 UE，推动公司商业模式形成正循环。

公司也在积极开拓国际市场，海外车队规模持续扩大。Apollo Go 于 2024 年 11 月底获批香港首个自动驾驶车辆先导牌照，以香港为起点开启全球业务拓展：2025 年 9 月获得迪拜首张自动驾驶测试牌照，未来计划部署超 1000 台全无人自动驾驶车辆；2025 年 10 月与瑞士邮政旗下的邮政巴士达成战略合作，将在瑞士推出自动驾驶出行服务；2025 年 11 月获得阿布扎比首批全无人商业化运营许可，首次在海外启动面向公众的规模化全无人自动驾驶运营。公司还计划未来拓展至澳大利亚和东南亚地区。

同时，公司与 Uber 和 Lyft 建立了合作关系，计划在亚洲、中东地区、欧洲等市场部署无人驾驶汽车。依托于海外合作伙伴的当地影响力和资源，公司自动驾驶业务有望在海外得到快速扩张。我们认为相比于全球其他参与者，公司运营成本存在优势，更容易达到盈利平衡，同时高客单价的海外市场也有望为公司带来更高的经济价值。

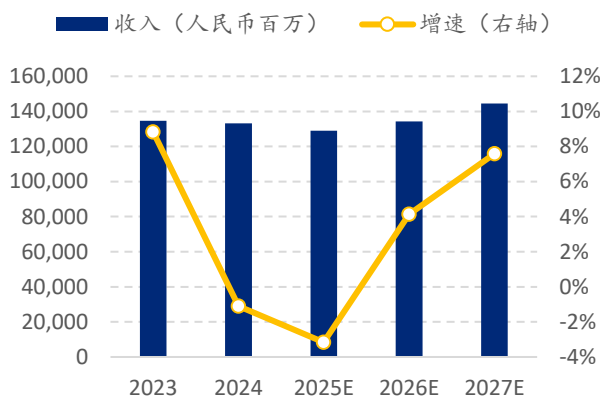
图表 14：萝卜快跑全球化扩张



资料来源：公司资料、浦银国际

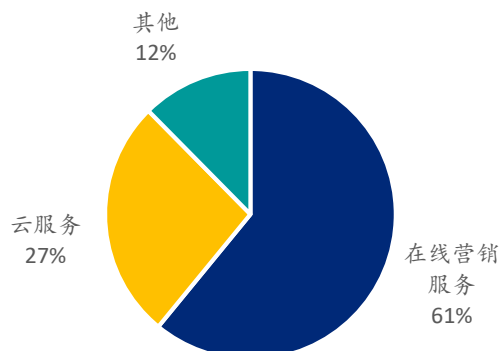
财务分析与预测

图表 15: 公司收入预测



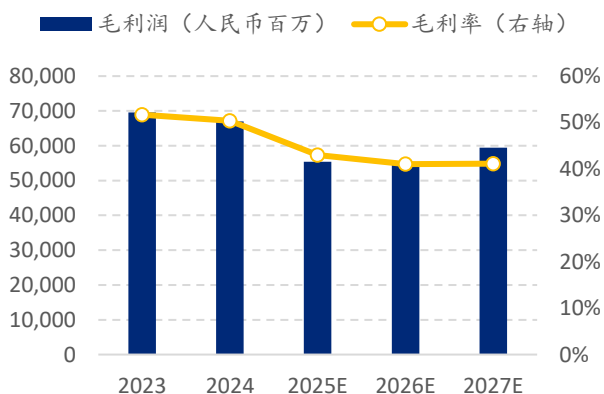
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 16: 百度核心收入结构预测 (2025E)



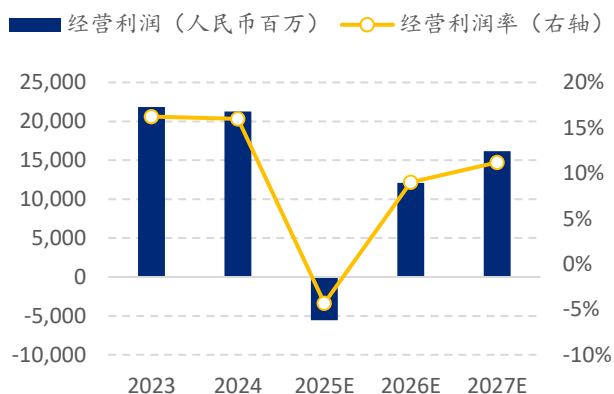
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 17: 公司毛利润预测



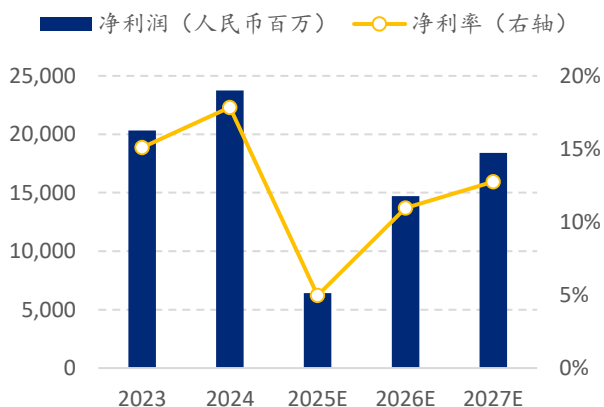
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 18: 公司经营利润预测



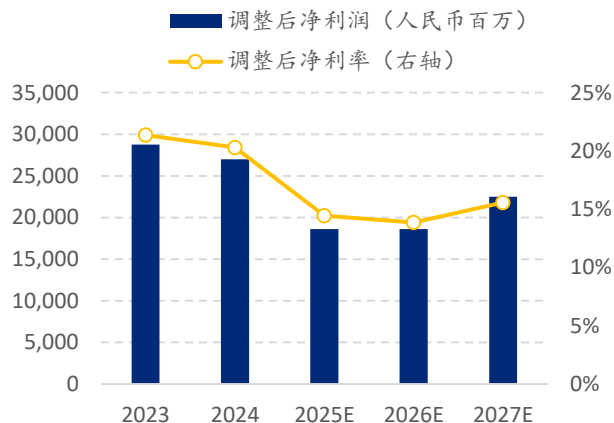
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 19: 公司净利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 20: 公司调整后净利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

估值分析与预测

首予“买入”评级，目标价 195 美元/190 港元

我们使用 SOTP 估值方法，给予 1) 广告业务 5x 2026E P/E，对应每股美国存托股 27 美元；2) 智能云业务 5x 2026E P/S，对应每股 55 美元；3) 昆仑芯业务 20x 2026E P/S，30%控股折让，对应每股 25 美元；4) 自动驾驶业务参考可比同业市值，对应每股 21 美元；5) 爱奇艺市值持股比例 45%，30%控股折让，对应每股 2 美元；6) 净现金及投资每股 65 美元。综上得到目标价 195 美元/190 港元，给予“买入”评级。

图表 21：百度估值 (SOTP)

| 业务 (人民币百万) | 估值方法 | 持股比例 | 控股折让 | 估值 |
|---------------------|---------------|------|------|----------------|
| 广告 | 5x 2026E P/E | 100% | | 63,822 |
| 智能云 | 5x 2026E P/S | 100% | | 130,216 |
| 昆仑芯 | 20x 2026E P/S | 59% | 30% | 57,820 |
| 自动驾驶 | 参考可比同业市值 | 100% | | 49,000 |
| 爱奇艺 | 市值 | 45% | 30% | 4,095 |
| 净现金及投资 | | | | 153,342 |
| 合计估值 (人民币百万) | | | | 458,294 |
| 目标价 (港元) | | | | 190 |
| 目标价 (美元) | | | | 195 |

注：E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 22：浦银国际目标价：百度（BIDU.US）



注：截至 2026 年 1 月 21 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 23：浦银国际目标价：百度（9888.HK）



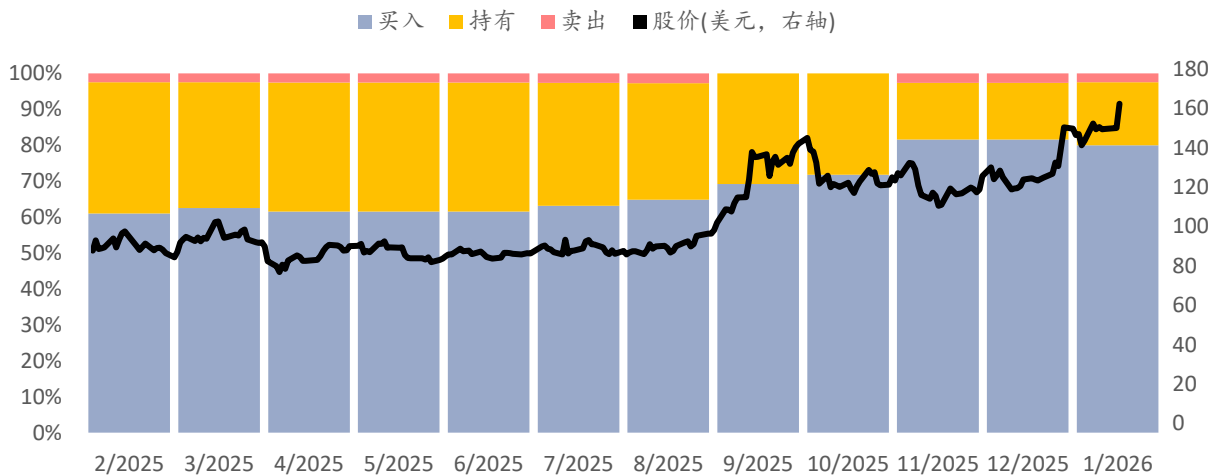
注：截至 2026 年 1 月 21 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

投资风险

- AI 收入增长不及预期；
- 广告业务持续下滑，影响利润表现；
- 自动驾驶业务扩张缓慢；
- 资产价值释放和股东回报不及预期；
- 行业监管及合规风险。

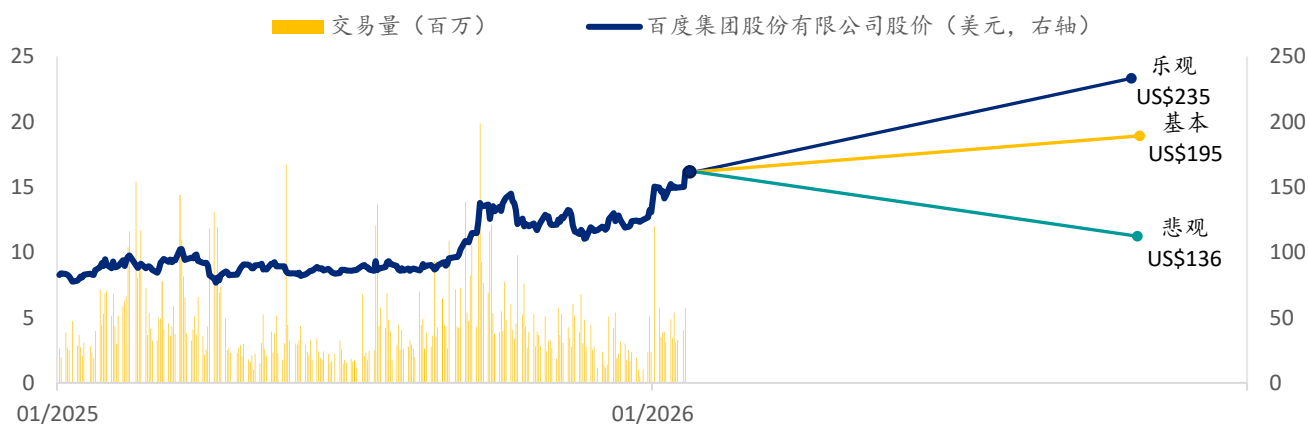
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 24：市场普遍预期：百度 (BIDU.US)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

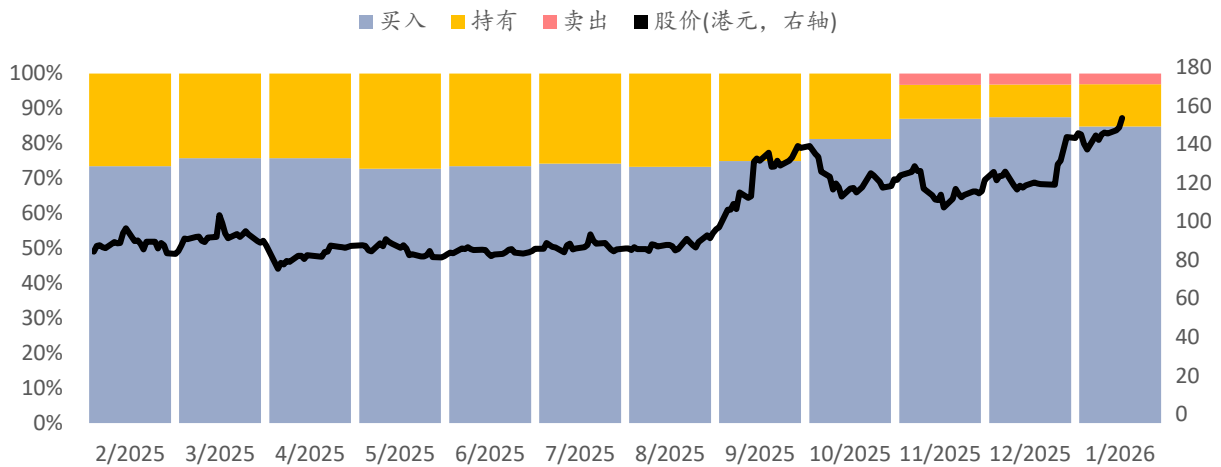
图表 25：SPDBI 情景假设：百度 (BIDU.US)



| 乐观情景：公司收入和利润好于预期 (概率：20%) | 悲观情景：公司收入和利润不及预期 (概率：20%) |
|--|---|
| 目标价：235 美元 | 目标价：136 美元 |
| <ul style="list-style-type: none"> AI 云业务收入实现加速增长； AI 营销推动广告业务快速改善； 昆仑芯业务增长优于预期； 自动驾驶业务取得积极进展。 | <ul style="list-style-type: none"> AI 云业务增长不及预期； 广告业务复苏缓慢影响整体收入及利润； 新业务进展不及预期。 |

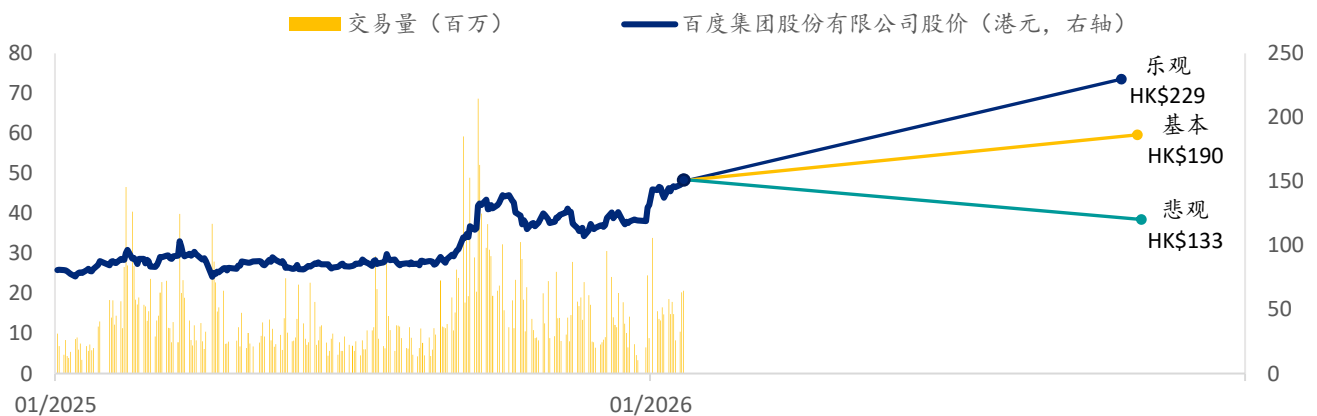
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 26: 市场普遍预期: 百度 (9888.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 27: SPDBI 情景假设: 百度 (9888.HK)



乐观情景: 公司收入和利润好于预期
(概率: 20%)

目标价: 229 港元

- AI 云业务收入实现加速增长;
- AI 营销推动广告业务快速改善;
- 昆仑芯业务增长优于预期;
- 自动驾驶业务取得积极进展。

悲观情景: 公司收入和利润不及预期
(概率: 20%)

目标价: 133 港元

- AI 云业务增长不及预期;
- 广告业务复苏缓慢影响整体收入及利润;
- 新业务进展不及预期。

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 28: SPDBI 互联网行业覆盖公司

| 股票代码 | 公司 | 现价 (交易货币) | 评级 | 目标价 (交易货币) | 评级/目标价/预测 发布日期 | 行业 |
|-----------------|-----------|--------------|----|---------------|-------------------|--------|
| BIDU US Equity | 百度 | 162.28 | 买入 | 195.00 | 23/1/2026 | 广告、云计算 |
| 9888 HK Equity | 百度 | 153.70 | 买入 | 190.00 | 23/1/2026 | 广告、云计算 |
| 9988 HK Equity | 阿里巴巴 | 163.20 | 买入 | 195.00 | 26/11/2025 | 电商、云计算 |
| BABA US Equity | 阿里巴巴 | 168.67 | 买入 | 200.00 | 26/11/2025 | 电商、云计算 |
| 9618 HK Equity | 京东 | 112.80 | 买入 | 131.00 | 16/12/2025 | 电商 |
| JD US Equity | 京东 | 29.07 | 买入 | 34.00 | 16/12/2025 | 电商 |
| PDD US Equity | 拼多多 | 105.92 | 持有 | 123.00 | 19/11/2025 | 电商 |
| VIPS US Equity | 唯品会 | 17.24 | 持有 | 16.00 | 20/8/2025 | 电商 |
| 700 HK Equity | 腾讯 | 602.50 | 买入 | 800.00 | 14/11/2025 | 游戏、社交 |
| 3690 HK Equity | 美团 | 97.30 | 买入 | 120.00 | 1/12/2025 | 本地生活服务 |
| NTES US Equity | 网易 | 131.57 | 买入 | 157.00 | 21/11/2025 | 游戏 |
| 9999 HK Equity | 网易 | 208.00 | 买入 | 245.00 | 21/11/2025 | 游戏 |
| 9626 HK Equity | 哔哩哔哩 | 248.80 | 买入 | 247.00 | 14/11/2025 | 游戏、中视频 |
| BILI US Equity | 哔哩哔哩 | 31.98 | 买入 | 32.00 | 14/11/2025 | 游戏、中视频 |
| TME US Equity | 腾讯音乐 | 16.08 | 买入 | 26.00 | 13/11/2025 | 在线音乐 |
| 1698 HK Equity | 腾讯音乐 | 63.60 | 买入 | 102.00 | 13/11/2025 | 在线音乐 |
| 9899 HK Equity | 网易云音乐 | 177.50 | 买入 | 325.00 | 20/8/2025 | 在线音乐 |
| 777 HK Equity | 网龙 | 10.37 | 买入 | 13.00 | 9/9/2025 | 游戏 |
| 2400 HK Equity | 心动 | 81.00 | 买入 | 34.00 | 8/4/2025 | 游戏 |
| 799 HK Equity | IGG | 3.81 | 买入 | 4.20 | 9/4/2025 | 游戏 |
| HUYA US Equity | 虎牙 | 3.47 | 买入 | 4.00 | 14/8/2025 | 游戏直播 |
| DOYU US Equity | 斗鱼 | 6.57 | 持有 | 7.70 | 13/9/2024 | 游戏直播 |
| SE US Equity | Sea | 121.13 | 买入 | 190.00 | 12/11/2025 | 电商、游戏 |
| APP US Equity | AppLovin | 532.56 | 买入 | 780.00 | 6/11/2025 | 广告 |
| U US Equity | Unity | 41.99 | 买入 | 46.00 | 6/11/2025 | 软件 |
| MSFT US Equity | Microsoft | 444.11 | 买入 | 500.00 | 12/2/2025 | 软件 |
| AMZN US Equity | Amazon | 231.31 | 买入 | 282.00 | 12/2/2025 | 电商、云计算 |
| GOOGL US Equity | Alphabet | 328.38 | 买入 | 185.00 | 8/5/2025 | 广告、云计算 |
| GOOG US Equity | Alphabet | 328.38 | 买入 | 185.00 | 8/5/2025 | 广告、云计算 |
| META US Equity | Meta | 612.96 | 买入 | 892.00 | 12/2/2025 | 广告、社交 |
| DUOL US Equity | Duolingo | 146.81 | 买入 | 570.00 | 7/5/2025 | 教育 |
| SPOT US Equity | Spotify | 502.19 | 买入 | 700.00 | 6/2/2025 | 在线音乐 |
| INOD US Equity | Innodata | 59.09 | 买入 | 55.00 | 9/5/2025 | 软件 |

注: 股价截至 2026 年 1 月 21 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此，本报告不会向英国公众人士派发，亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义)，即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

