

4Q25 前瞻，组织架构调整发力 AI 应用，自动驾驶等资产潜在释放价值

核心观点

我们认为公司未来兼具“高风险、高回报”特征，核心逻辑主要基于以下两方面的分化：①AI云与自动驾驶的重估机会。我们积极看好 AI 云、自动驾驶在 2025 年的扩展机会。算力需求扩张叠加推理成本优化显著利好云厂商。另外 2025 年的全球化与轻资产拓展可能带动无人驾驶中长期叙事的展开，为公司打开较大的估值空间。②广告业务的阵痛与观察，广告业务预计短期内仍然受内部激进改造搜索导致商业化流量占比下降影响。虽然 AI 原生营销服务增长迅速，但投资者仍需看到百度广告增速的企稳回升后，才会真正缓解对核心业务估值担忧。鉴于当前传统搜索业务隐含价值极低，而 AI 云与智驾业务的基本面正发生积极转变，我们维持对百度集团的“买入”评级。

简评

调整 2025 年全年盈利预测。我们预计 2025 年全年百度营业收入实现 1290 亿元，同比下降 3%，主要受 AI 搜索渗透率提升，挤压传统营销业务的商业化表现。Non-GAAP 经营利润层面，百度核心预计实现 140 亿元，同比下降 41%，除 AI 商业化影响外，公司对组织架构的调整以及 AI 层面的投入都对短期利润构成压力，当前的利润水平预计低于长期合理水平。整体 Non-GAAP 归母净利润 158 亿元，同比下降 41%。

文心 5.0 大模型发布，性能对标 Gemini 2.5 Pro/GPT-5 High。2025 年 11 月百度世界大会上，百度发布文心大模型 5.0，参数规模突破 2.4 万亿，采用原生全模态统一架构，能同时处理文本、图像、音频、视频，实现多模态联合理解与生成。多项权威评估显示，文心 5.0 在语言与多模态理解、指令执行、创意构思、图表推理等方面与 Gemini-2.5-Pro、GPT-5-High 等模型平齐，个别维度略好。2026 年 1 月 22 日，文心 5.0“正式上线”，在此前 preview 版本基础上，引入 835 位各行业专家组成的“文心导师”机制，用于引导模型在金融、工业、医疗等垂直领域的专业性与逻辑严谨性。

百度 (BIDU.O)

维持

买入

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期：2026 年 02 月 03 日

当前股价：157.51 美元

目标价格 6 个月：180 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	26.21/25.82	24.20/24.80	71.95/51.93
12 月最高/最低价 (美元)			162.52/76.86
总股本 (万股)			34,377.09
流通股本 (万股)			27,822.84
总市值 (亿美元)			541.47
流通市值 (亿美元)			541.47
近 3 月日均成交量 (万)			337.53
主要股东			
Robin Yanhong Li			19.20%

股价表现



相关研究报告

构建“应用为王”的全栈 AI 公司，通过模型与芯片反哺云与应用。百度 CEO 李彦宏在《时代》专访中强调，不相信存在一个“面面俱到”的 AGI 模型，OpenAI 和 Google 也做不到；百度文心采取“以应用驱动模型”的策略，文心 5.0 重点针对搜索、数字人等核心应用场景优化在指令执行与创意写作等维度的能力；行业当前的价值结构是“芯片价值被夸大、模型只实现 1/10 价值、应用层价值更少”，长期健康结构应是倒金字塔，即“所有算力/模型投入都要由应用买单，应用层是价值量最大的环节”。此外，晚点 LatePost 报道，阿里/腾讯/字节都尝试用 AI 重构搜索场景，改变传统搜索的用户习惯，但夸克/QQ 浏览器的转型尝试反馈并不理想，中美 AI 应用落地的速度差异更多是受众群体的问题，从搜索引擎到答案引擎/代码助手，更多是知识密集型岗位的需求，因此主要互联网厂商仍然需要探索适应中国市场的 AI 高价值场景。

组织架构调整，聚焦 AI 模型研发及应用探索。3Q25 财报电话会透露，公司将自 4Q25 起坚定回归“创业公司”管理模式，并将其视为进入第二个十年阶段“三大关键决策”之一，意在以更灵活激进的方式推进智能化转型。随后快速落地到组织侧，11 月下旬启动近年来最大规模裁员，以压缩传统业务成本、为 AI 投入腾挪资源。另外，11 月 25 日，在负责文心大模型研发的 TPG 内新设“基础模型研发部”与“应用模型研发部”，两部门均直接向李彦宏汇报，强调模型底座与应用驱动的并重。12 月 22 日，对 MEG 架构进行调整，推进搜索与推荐一体化，以适应 AI 搜索重构下的新流量与广告形态。2026 年 1 月 23 日，百度宣布将百度文库与百度网盘整合为“个人超级智能事业群组（PSIG）”，负责人为集团副总裁王颖，直接向李彦宏汇报，定位不再是“存储+文档”，而是“内容创作+存储管理+AI 赋能”的一站式个人办公平台。文库 2025 年实现年收入 20+ 亿元，AI 月活用户 >9700 万，日活同比 +230%；付费用户 4000 万，在全球 AI 产品中仅次于微软 Copilot；2025Q3，包括文库、网盘在内的百度 AI 应用合计创造 26 亿元收入，接近 3 亿 MAU，成为百度最大的个人 AI 应用矩阵。

AI 应用入口争夺战重燃战火。文心助手月活已突破 2 亿，成为与豆包、通义、元宝等一同参与“AI 流量入口大战”的关键玩家。1 月 26 日起，文心助手在百度 App 上线 5 亿元春节现金红包活动，单人最高可得 1 万元，同期作为 2026 北京广播电视台春晚首席 AI 合作伙伴，显著提高品牌曝光与大众渗透。这与李彦宏“应用为王”的战略表述相呼应：PSIG+文心助手构成百度在 C 端的 AI 入口与生产力两大支点。

昆仑芯拆分释放股东价值，后续 Robotaxi 等资产构成潜在催化。2026 年 1 月 1 日，百度公告披露昆仑芯已通过联席保荐人以保密形式向港交所提交 A1 上市申请表格，申请主板上市买卖；拟通过全球发售推进，包括香港公开发售 + 向机构和专业投资者配售；分拆完成后，昆仑芯仍为百度附属公司。估值方面，昆仑芯 2025 年 7 月 D 轮融资募资 2.83 亿美元（约 21 亿元），投后估值 29.7 亿美元（≈210 亿元人民币），较首轮 130 亿元估值增长近 60%。如果参考寒武纪等国内芯片公司的估值，昆仑芯估值存在较大重估空间，考虑到百度的股权占比，对公司市值构成较大提振。此外，截至 2025 年 10 月，萝卜快跑累计出行服务超 1700 万次，每周全无人订单 25 万，覆盖 22 城，全无人驾驶里程破 1.4 亿公里，安全指标（1014 万公里/一次气囊弹出）优于人类驾驶及 Waymo。单季订单量已超 300 万，与 Waymo 体量接近，后者正在以约 1000 亿美元估值寻求新一轮融资。若后续分拆对百度整体估值预计可贡献约千亿人民币级别的期权价值。

投资建议：基于最新的 SOTP 估值框架，百度的投资逻辑已发生根本性转变：1）安全边际极高：目前的股价几乎仅反映“净现金+投资”以及部分“AI 云+智驾”的价值，而传统搜索业务隐含估值较低。2）看涨期权明确，AI 云受益于国内算力紧缺及芯片销售，确定性最高，估值支撑强；自动驾驶 UE 平衡点已过，RT6 低成本车型铺开，对标 Waymo 有较大空间；3）催化剂：4Q 核心收入环比改善、明年利润率修复展望，以及港股通的潜在纳入，都可能触发对“传统搜索价值”或者 AI 云&自动驾驶的修正。综上，我们认为当前估值已处于悲观区间，风险收益比具吸引力，建议投资者忽略短期广告数据的波动，聚焦 AI 云与自动驾驶带来的资产重估机

会，维持“买入”评级。

风险分析

新业务发展不及预期：AIGC 及相关新技术领域仍处于快速发展阶段，技术距离成熟存在较大差距，当前发展预期可能存在过度乐观的情况，业务实际发展仍存在较大不确定性。

宏观或行业环境变化：由于公司部分业务处于探索期或成长期，业务模式尚未成熟，同时宏观、行业环境可能发展变化，因此当前时点对未来的预判多数依赖上述环境变化不大或基本稳定的假设。若宏观、行业环境发生较大变化，公司业务受到的影响可能超出我们的预期范围。

竞争加剧风险：公司部分业务如搜索广告等面临短视频、应用内搜索的分流，以及搜狗、360、Bing 等竞争者的威胁。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	230,255.00	168,849.00	169,336.90	175,951.39	191,663.48
现金	36,734.00	36,529.00	12,899.81	22,686.19	38,551.00
应收票据及应收账款合计	10,848.00	10,104.00	10,808.48	10,592.31	10,592.31
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	1,424.00	790.00	2,598.69	2,546.71	2,546.71
存货	0.00	5,989.00	2,225.70	2,138.04	1,985.32
其他流动资产	181,249.00	115,437.00	140,804.22	137,988.13	137,988.13
非流动资产	176,504.00	258,931.00	258,315.02	257,620.94	256,408.61
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	27,960.00	30,102.00	25,386.02	20,670.04	15,954.06
无形资产	18,699.00	18,600.00	15,500.00	12,400.28	9,300.92
其他非流动资产	129,845.00	210,229.00	217,429.00	224,550.62	231,153.63
资产总计	406,759.00	427,780.00	427,651.92	433,572.33	448,072.09
流动负债	76,451.00	80,953.00	71,500.98	66,671.15	64,527.02
短期借款	13,061.00	11,079.00	2,699.31	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	10,105.00	13,974.00	12,416.13	11,927.14	11,075.20
其他流动负债	53,285.00	55,900.00	56,385.53	54,744.02	53,451.82
非流动负债	67,700.00	63,215.00	63,215.00	63,215.00	63,215.00
长期借款	57,357.00	51,943.00	51,943.00	51,943.00	51,943.00
其他非流动负债	10,343.00	11,272.00	11,272.00	11,272.00	11,272.00
负债合计	144,151.00	144,168.00	134,715.98	129,886.15	127,742.02
少数股东权益	18,982.00	19,992.00	20,213.02	20,467.82	20,862.31
股本	0.00	0.00	1,000.00	2,000.00	3,000.00
资本公积	244,521.00	265,423.00	264,423.00	263,424.00	262,426.00
留存收益	-895.00	-1,803.00	7,299.93	17,794.36	34,041.77
归属母公司股东权益	243,626.00	263,620.00	272,722.93	283,218.36	299,467.77
负债和股东权益	406,759.00	427,780.00	427,651.92	433,572.33	448,072.09

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	36,615.00	21,234.00	13,549.18	42,375.05	45,499.39
净利润	21,549.00	24,175.00	9,323.94	10,749.23	16,641.90
折旧摊销	21,457.00	20,521.00	8,615.98	9,496.08	10,416.33
财务费用	-5,356.00	-6,214.00	-647.40	-356.72	-1,011.50
其他经营现金流	-1,035.00	-17,248.00	-3,743.34	22,486.46	19,452.66
投资活动现金流	-50,397.00	-8,555.00	-29,446.08	-30,246.08	-30,646.08
资本支出	11,307.00	7,330.00	8,000.00	8,802.00	9,204.00
其他投资现金流	-61,704.00	-15,885.00	-37,446.08	-39,048.08	-39,850.08
筹资活动现金流	-14,162.00	-13,759.00	-7,732.29	-2,342.59	1,011.50
短期借款	-587.00	-1,982.00	-8,379.69	-2,699.31	0.00
长期借款	-5,826.00	-5,414.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-7,749.00	-6,363.00	647.40	356.72	1,011.50
现金净增加额	-27,944.00	-1,080.00	-23,629.19	9,786.38	15,864.81

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	134,598.00	133,125.00	128,998.13	126,418.16	126,418.16
营业成本	65,031.00	66,102.00	73,696.63	70,794.17	65,737.44
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	24,192.00	22,133.00	19,517.42	17,862.89	16,598.70
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-5,356.00	-6,214.00	-647.40	-356.72	-1,011.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	50,731.00	51,104.00	36,431.48	38,118.83	45,095.51
其他非经营损益	-25,533.00	-22,482.00	-25,392.00	-25,392.00	-25,392.00
利润总额	25,198.00	28,622.00	11,039.48	12,726.83	19,703.51
所得税	3,649.00	4,447.00	1,715.53	1,977.59	3,061.62
净利润	21,549.00	24,175.00	9,323.94	10,749.23	16,641.90
少数股东损益	1,234.00	415.00	221.02	254.80	394.49
归属母公司净利润	20,315.00	23,760.00	9,102.93	10,494.43	16,247.41
EBITDA	41,299.00	42,929.00	19,008.06	21,866.18	29,108.34
EPS (元)	7.39	8.64	3.31	3.82	5.91

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	8.83	-1.09	-3.10	-2.00	0.00
归属于母公司净利润(%)	186.02	12.19	-61.43	15.29	54.82
获利能力					
毛利率(%)	51.69	50.35	42.87	44.00	48.00
净利率(%)	16.01	18.16	7.23	8.50	13.16
ROE(%)	8.34	9.01	3.34	3.71	5.43
ROIC(%)	16.19	13.37	10.57	10.31	11.92
偿债能力					
资产负债率(%)	35.44	33.70	31.50	29.96	28.51
净负债比率(%)	12.83	9.34	14.25	9.63	4.18
流动比率	3.01	2.09	2.37	2.64	2.97
速动比率	0.64	0.59	0.37	0.54	0.80
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.31	0.30	0.29	0.28
应收账款周转率	12.41	13.18	11.93	11.93	11.93
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	7.39	8.64	3.31	3.82	5.91
每股经营现金流(最新摊薄)	13.31	7.72	4.93	15.41	16.54
每股净资产(最新摊薄)	88.59	95.86	99.17	102.98	108.89
估值比率					
P/E	21.05	18.00	46.98	40.75	26.32
P/B	1.76	1.62	1.57	1.51	1.43
EV/EBITDA	1.60	1.39	12.12	17.08	17.64

分析师介绍

于伯韬

海外研究分析师，FRM，香港大学金融学硕士，2020年加入中信建投海外研究团队，2018-2020年就职于长江证券研究所海外团队，2025/2024/2021/2020年新财富港股及海外方向第五名，2022年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网及美股软件研究，2022年加入中信建投海外前瞻组，2023年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023-24第十七届、十八届水晶球最佳分析师海外行业入围，2024-25年新财富港股及海外市场研究团队第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk