

## 百度集团-SW(09888.HK)AI 全栈布局，云+芯片+Robotaxi 有望驱动价值重估

2026年02月10日

——港股公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2026/2/9
当前股价(港元)	142.20
一年最高最低(港元)	161.20/73.250
总市值(亿港元)	4,029.41
流通市值(亿港元)	3,910.74
总股本(亿股)	28.34
流通港股(亿股)	27.50
近3个月换手率(%)	33.61

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《昆仑芯港股上市进程启动，有望驱动估值提升—港股公司信息更新报告》 -2026.1.4

《2025Q3 利润超预期，AI 贡献收入显著提升—港股公司信息更新报告》 -2025.11.20

《昆仑芯、云、无人驾驶有望驱动估值提升—港股公司信息更新报告》 -2025.11.13

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号: S0790522080008

荀月（分析师）

xunyue@kysec.cn

证书编号: S0790524110001

## ● 云、芯片、Robotaxi 驱动价值重估，维持“买入”评级

短期搜索业务承压，但随着文心大模型对 C 端应用的重构、智能云在 MaaS 市场的份额提升、昆仑芯在国产算力替代中的战略地位，以及萝卜快跑 (Apollo Go) 在武汉等地商业模式跑通，2026 年有望成为百度 AI 商业化变现的拐点。我们下调公司 2025-2027 年 non-GAAP 净利润预期至 185/200/224 亿元 (前值: 196/220/248 亿元)，对应同比增速-31.6%/+8.6%/+12.0%，对应 EPS 6.4/7.0/7.8 元，当前股价对应 PE19.6/18.1/16.2 倍。考虑到昆仑芯拆分上市有望驱动估值提升、AI 云收入贡献持续扩大、智能驾驶积极海外扩张，维持“买入”评级。

## ● AI：从底层芯片到顶层应用高效协同

智能云端到端优化成为差异化优势，昆仑芯 2026 年有望进入放量期。2025Q3 百度智能云收入 62 亿元，YOY+21%，其中 AI 基础设施、平台服务及公有云收入 42 亿，YOY+33%。百度在 AI 四层架构 (芯片-框架-模型-应用) 均拥有自主可控核心技术。芯片层，昆仑芯三代及后续产品在百度智算集群中大规模部署，提供高能效比；框架层，飞桨与文心大模型进行底层深度优化模型训练和推理效率提升；模型层，文心一言推理成本通过软硬协同持续下降；应用层，千帆平台提供端到端的工具链，显著降低企业开发门槛。

## ● 自动驾驶：L4 商业化落地，长期空间广阔

百度萝卜快跑于覆盖城市、运营车队规模等多个指标上处于全球领先地位，单量规模与 Waymo 接近。公司覆盖城市最多、国内运营车队总数量最多，有助于数据积累，进一步推进无人出租车商业进程。2025Q3 萝卜快跑单量规模达 310 万，同比增长 212%，截至 2025 年 10 月 31 日，萝卜快跑累计订单超过 1700 万单，每周订单超 25 万单，自动驾驶总里程超 2.4 亿公里，全无人驾驶里程超 1.4 亿公里，覆盖全球 22 座城市。

## ● 风险提示：宏观经济增长放缓、竞争加剧、新业务变现不及预期、监管政策变动。

## 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	134598	133125	126665	132202	140883
YOY(%)	8.8	-1.1	-4.9	4.4	6.6
Non-GAAP 净利润(百万元)	28,747	27,002	18,460	20,044	22,445
YOY(%)	39.0	-6.1	-31.6	8.6	12.0
毛利率(%)	52.6	52.9	46.2	46.8	47.1
净利率(%)	21.4	20.3	14.6	15.2	15.9
ROE(%)	13.3	11.0	6.9	6.9	7.1
EPS(摊薄/元)	10.1	9.4	6.4	7.0	7.8
P/E(倍)	12.4	13.4	19.6	18.1	16.2
P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所 (注：2026 年 2 月 10 日，1HKD=0.8843RMB)

## 目 录

1、 百度智能云：从底层芯片到顶层应用高效协同 .....	3
1.1、 行业：AI IaaS 市场快速增长，需求端市场全面拥抱 AI .....	3
1.2、 百度智能云：全栈闭环、软硬一体、行业深耕 .....	6
2、 昆仑芯：全栈自研+生态协同，国产 AI 算力领航者 .....	6
2.1、 客户从内部驱动向全行业扩张，2026 年有望进入放量期 .....	7
2.2、 核心优势：全栈自研及软硬深度耦合形成壁垒 .....	8
2.3、 推理需求、国产替代及业务边界扩张有望驱动长期增长 .....	8
3、 萝卜快跑：L4 商业化落地，Robotaxi 迎来拐点 .....	9
3.1、 从实验性运营到规模化扩张，覆盖地区及单量领先 .....	10
3.2、 单车成本及技术优势助力，全球扩张有望开启新增长 .....	11
4、 AI 应用及营销服务；有望带动存量搜索及产品重构 .....	12
4.1、 AI 原生营销有望成为传统业务第二增长曲线，关注替代效应及流量端变化 .....	12
4.2、 AI 驱动存量应用进化，生产力工具付费率有望提升 .....	12
5、 盈利预测与投资建议 .....	13
6、 风险提示 .....	14
附：财务预测摘要 .....	15

## 图表目录

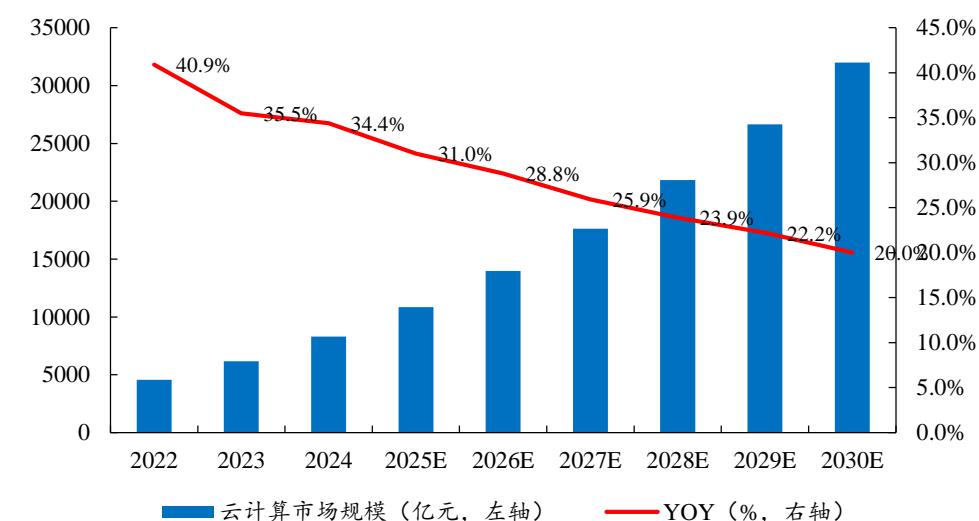
图 1： 2024 年中国云计算市场规模 YOY+34.4% .....	3
图 2： 中国公有云市场规模（亿元）迅速增长 .....	3
图 3： 2024 年中国公有云 IaaS 市场格局基本稳定 .....	4
图 4： 中国 AI IaaS 2025H1 快速增长 .....	4
图 5： 汽车、金融行业位于中国 Gen AI IaaS 市场需求端前列 .....	5
图 6： I2025H1 中国 Gen AI IaaS 市场中阿里、火山引擎、百度居前 .....	6
图 7： Omedia 中国 AI 云市场 2025H1 市场格局中阿里巴巴、火山引擎、华为云居前 .....	6
图 8： 昆仑芯 SDK 可以提供从底层驱动环境到上层模型转换等全栈的软件工具 .....	8
图 9： 自动驾驶出行服务成本有望于 2026 年低于传统出行成本（单位：美元/公里） .....	9
图 10： Robotaxi 有望于 2040 年占据超 50% 出行公里数 .....	9
图 11： 中国消费者愿意为自动驾驶车辆支付更高费用（单位：美元） .....	9
图 12： Robotaxi 是 L4 级别以上自动驾驶中增长势头最为强劲的场景 .....	10
图 13： 2025Q3 萝卜快跑单量规模达 310 万 .....	10
图 14： AI 原生营销占比持续提升 .....	12
图 15： 2025 年 12 月国内 AI 应用端产品月活榜单 .....	13
图 16： 百度 AI 全面布局 .....	14
表 1： 昆仑芯于 2021 年 4 月首轮融资估值约 130 亿元 .....	7
表 2： 昆仑芯 2024-2025 年订单及合作项目（不完全统计） .....	7
表 3： 百度萝卜快跑运营地区领先 .....	11
表 4： 海外 Robotaxi 头部企业推进无安全员商业化落地 .....	11

## 1、百度智能云：从底层芯片到顶层应用高效协同

### 1.1、行业：AI IaaS 市场快速增长，需求端市场全面拥抱 AI

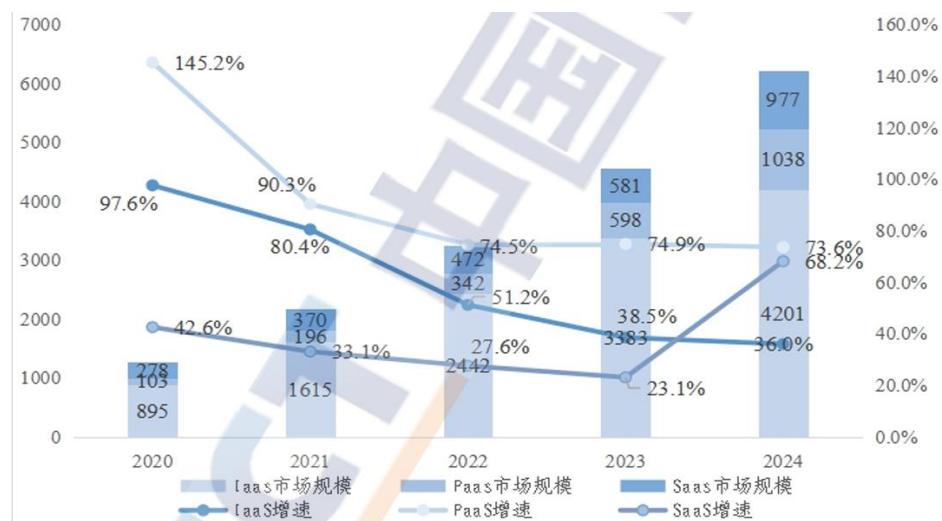
云计算行业整体受 AI 驱动保持增长。据中国信通院统计，2024 年我国云计算市场规模 8288 亿元，同比增长 34.4%，以云计算基座的数智市场格局初步形成。其中，公有云市场规模 6216 亿元，同比增长 36.6%，私有云市场规模 2072 亿元，同比增长 29.3%。从细分领域看，受益企业级 AI 应用及智能体带动，2024 年国内公有云 IaaS 市场规模 4201 亿，YOY+68.2%；AI 开发平台及出海业务带动公有云 PaaS 市场规模突破千亿元。

图1：2024年中国云计算市场规模 YOY+34.4%



数据来源：中国信通院、开源证券研究所

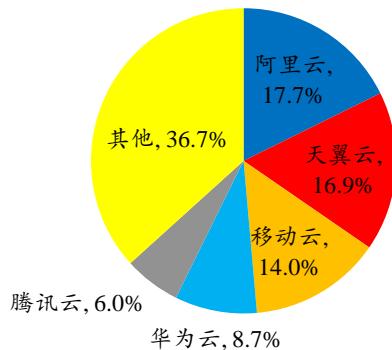
图2：中国公有云市场规模（亿元）迅速增长



资料来源：中国信通院

从竞争格局看，头部厂商通过 AI 云布局格局基本稳定，中腰部厂商尝试借助细分领域打破格局。据中国信通院统计，2024 年中国公有云 IaaS 市场阿里云、天翼云、移动云、华为云、腾讯云占据份额前五；公有云 PaaS 方面，阿里云、百度云、华为云、腾讯云、天翼云、移动云占据领先地位。

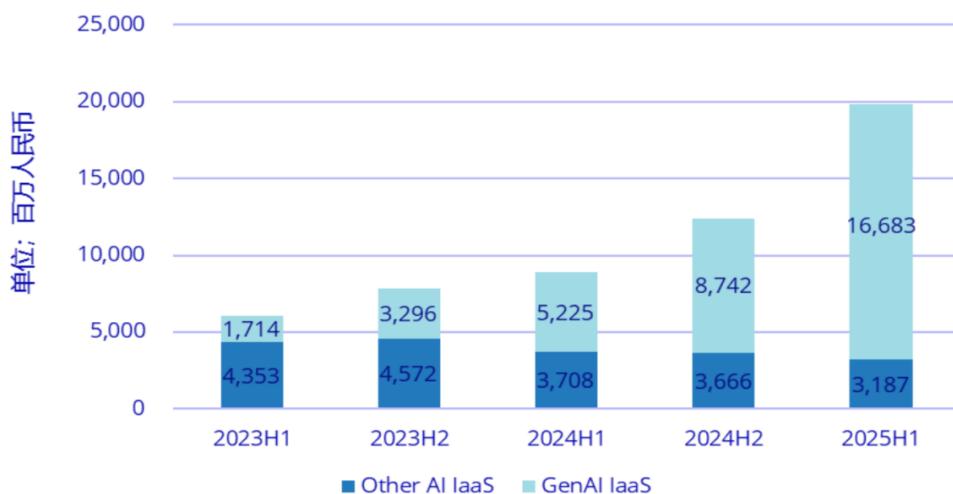
**图3：2024年中国公有云 IaaS 市场格局基本稳定**



数据来源：中国信通院、开源证券研究所

AI IaaS 市场迎来快速增长，需求端市场全面拥抱 AI。根据 IDC 数据，2025 上半年中国 AI IaaS 整体市场同比增长 122.4%，市场规模达到 198.7 亿元人民币（注：IDC 所定义的智算云基础设施市场是指以 GPU、FPGA、ASIC 等 AI 专用芯片为算力支撑的 AI IaaS 市场，包括面向生成式 AI 场景的 GenAI IaaS 服务市场（服务于 AIGC、大语言模型训练与推理等需求）和面向非生成式 AI 场景的 Other AI IaaS 服务市场（服务于传统机器学习模型训练、渲染仿真、计算机视觉、数据分析等需求）。其中，GenAI IaaS 市场同比增长 219.3%，市场规模达 166.8 亿元人民币；Other AI IaaS 市场同比缩减 14.1%，市场规模达 31.9 亿元人民币。

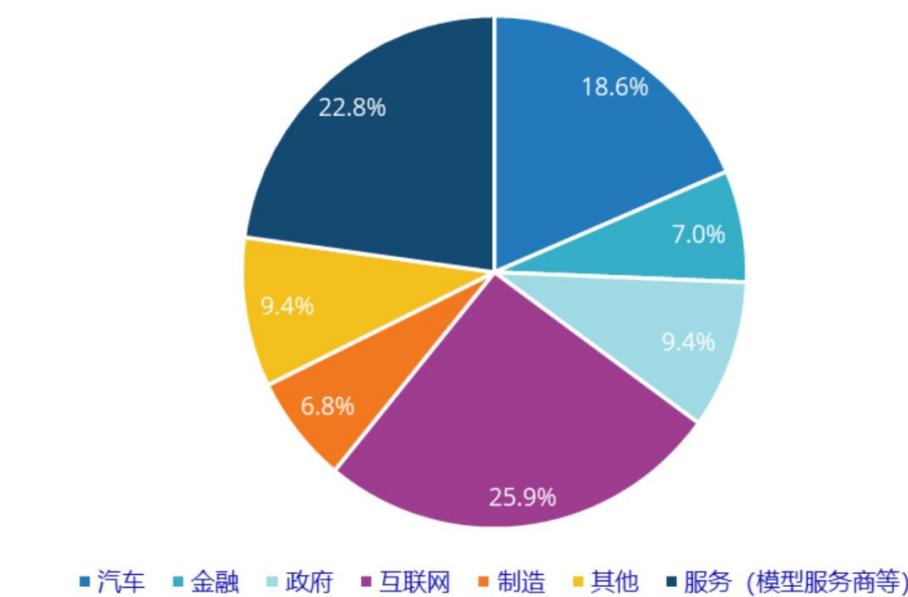
**图4：中国 AI IaaS2025H1 快速增长**



资料来源：开源证券研究所  
数据来源：IDC 中国

- (1) 供给端，自 2024 年起，云服务商对 AI 基础设施的高速资本投入逐步落地，2025H1 通过公有云、边缘云、专属云等多元云服务部署模式，快速触达并服务最终用户，受此影响，2025 年算力市场的资源供给与价格整体稳定，仅伴随小幅波动；
- (2) 市场需求方面，需求端同样表现强劲，2025H1 互联网、汽车、手机制造、金融、泛政府等多个行业，持续追加智能算力及 AI 应用相关支出：其中车企及智驾供应商竞争加剧，不断加码算力投入以抢占智驾方案领先地位；泛政府行业受年初 DeepSeek 催化，算力支出大幅增长；同时具身智能行业正加速落地，预计其相关算力需求将在 2025 年下半年后分阶段释放。

图5：汽车、金融行业位于中国 Gen AI IaaS 市场需求端前列



资料来源：IDC

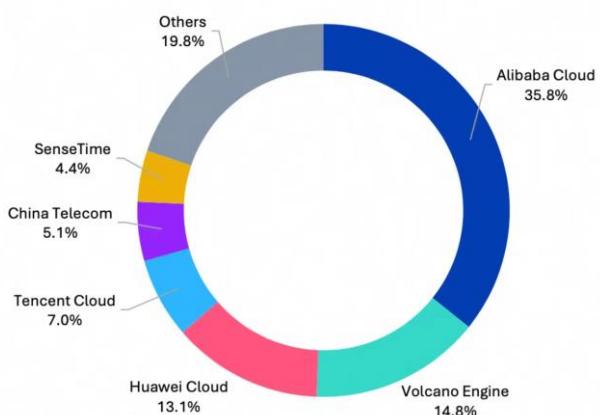
AI IaaS 市场格局已基本收敛，市场集中度进一步提升。(1) 阿里云通过持续加大 AI 基础设施资本支出、加码算力储备，通过提供灵骏 AI 集群、GPU 弹性算力等多元化 AI IaaS 服务，满足客户不同 AI 场景下的旺盛训练需求，市场份额稳居第一；(2) 火山引擎背靠字节跳动算力规模带来的成本优势，搭配相对激进的销售策略，在 AI 市场提供高性价比算力资源；(3) 百度基于昆仑芯片与百舸平台，在算力、网络、训练集群形成技术优势，2025H1 聚焦头部客户算力需求，在汽车及电商、音视频等多个互联网行业有所斩获，进一步扩大市场占比。

图6：IDC 2025H1 中国 Gen AI IaaS 市场中阿里、火山引擎、百度居前



资料来源：IDC

图7：Omedia 中国 AI 云市场 2025H1 市场格局中阿里巴巴、火山引擎、华为云居前



资料来源：Omedia（注：Omedia 口径包含 AI IaaS、AI PaaS、AI MaaS）

## 1.2、百度智能云：全栈闭环、软硬一体、行业深耕

增长动力由 IaaS 到 MaaS，端到端优化成为差异化优势。2025Q3 百度智能云收入 62 亿元，YOY+21%，其中 AI 基础设施、平台服务及公有云收入 42 亿，YOY+33%。

(1) 百度在 AI 四层架构（芯片-框架-模型-应用）均拥有自主可控核心技术。芯片层，昆仑芯第三代及后续产品在百度智算集群中大规模部署，提供高能效比；框架层，飞桨与文心大模型进行了底层深度优化模型训练和推理效率提升；模型层，文心一言推理成本通过软硬协同持续下降；应用层，千帆平台提供端到端的工具链，显著降低了企业开发门槛。(2) 深厚的央国企与工业智能化基因。百度智能云在制造、能源、交通等传统行业渗透率较高，已有超过 65% 的央企与百度在 AI 领域达成深度合作。

## 2、昆仑芯：全栈自研+生态协同，国产 AI 算力领航者

2026 年 1 月 2 日百度集团公告港联交所已确认百度可进行分拆昆仑芯，昆仑芯已于 1 月 1 日通过联席保荐人以保密形式向香港联交所提交上市申请，上市完成后仍将是百度的附属公司。

昆仑芯是百度旗下自研芯片团队，2011 年开始组建，目前昆仑芯已成功推出两代通用 AI 计算处理器产品：昆仑芯 1 代 AI 芯片、昆仑芯 2 代 AI 芯片，及多款基于昆仑芯 AI 芯片的 AI 加速卡：K100、K200、R100、R200 系列，RG800 以及 AI 加速器组 R480-X8。以昆仑芯为核心的 AI 加速芯片，已在招商银行、国家电网、中国钢研、国家管网、吉利汽车等上百家企业和机构实现规模化部署。2025 年，百度智能云点亮国内首个全自研三万卡昆仑芯集群，可同时支撑多个千亿参数大模型训练，成为国产 AI 算力集群建设的重要里程碑。百度世界 2025 大会上，百度智能云发布全新一代昆仑芯与超节点产品，并宣布未来五年昆仑芯将保持每年一代的持续迭代节奏。其中，面向大规模推理场景的昆仑芯 M100 将于 2026 年上市，面向超大规模多模态模型训练与推理的昆仑芯 M300 预计于 2027 年推出。

**表1：昆仑芯于 2021 年 4 月首轮融资估值约 130 亿元**

年份	企业历程
2011	启动 FPGA AI 加速器
2015	FPGA 部署超过 5 千片
2017	FPGA 部署超过 1.2 万片（业内最多）；在 Hot Chips 发布昆仑芯 XPU 架构
2018	正式启动昆仑芯 AI 芯片产品研发
2020	昆仑芯 1 代系列产品大规模部署
2021.04	昆仑芯科技完成独立融资，首轮估值约 130 亿元
2021.08	昆仑芯 2 代系列产品量产
2022	昆仑芯 2 代系列启动互联网及各行业客户交付

资料来源：昆仑芯官网、开源证券研究所

## 2.1、客户从内部驱动向全行业扩张，2026 年有望进入放量期

客户从内部驱动向全行业扩张，2026 年有望进入放量期。根据 IDC 发布的 2024 年中国加速计算芯片的出货报告，英伟达出货量占比 70% 超过 190 万片。在国产 AI 芯片头部厂商中，华为 64 万片位居第一，其后为昆仑芯 6.9 万、天数 3.8 万、寒武纪 2.6 万、沐曦 2.4 万、燧原 1.3 万片。2025 年 8 月昆仑芯中标中国移动十亿级采购订单，标志着其在运营商市场的重大进展。

**表2：昆仑芯 2024-2025 年订单及合作项目（不完全统计）**

时间	合作公司	项目/核心内容	合作类型	订单规模/关键成果
2024	百度集团 (内部业务)	文心大模型训练/推理、百度搜索、Apollo 自动驾驶、核心业务算力支撑	内部场景落地	P800 芯片支持万卡集群部署
	国芯科技	边缘 AI 计算、车规功能安全 SoC 技术联合研发	技术战略合作	签署《战略合作框架协议》，聚焦汽车电子与边缘计算
	南方电网	电网负荷预测、安全生产监控、能源巡检 AI 解决方案落地	行业场景合作	规模化部署昆仑芯算力设备，覆盖能源电力核心
	吉利汽车	自动驾驶算力支撑、车规级 AI 芯片技术适配	汽车领域合作	交付规模从几十卡到万卡级，助力自动驾驶技术迭代
	vivo	消费电子 AI 算力支撑，适配终端智能应用	消费电子合作	纳入昆仑芯上百家核心客户，实现规模化交付
2025	中国移动	AI 计算设备（推理型）集采项目，含 3 个标包	运营商集采订单	十亿级订单，多标包高份额中标
	中国电信	中国电信研究院联合包括昆仑芯科技有限公司在内的多家产业链合作伙伴，完成了业界首次面向大模型推理的异构算力协同技术验证	/	2025 年 10 月，中国电信研究院联合多家产业合作伙伴成功完成业界首次基于英伟达算力+国产算力交叉组合的异构算力协同技术验证，旨在通过混合使用不同厂商的算力资源，实现大模型推理集群的降本增效
	招商银行	AI 芯片资源项目，昆仑芯 P800 服务器采购	金融行业算力合作	规模化部署，支持智能客服、多模态数据分析等场景，部分模型推理性能行业领先
	格灵深瞳	共建国产化 AI 算力底座，联合开发政务专用 AI 一体机	政务领域战略合作	覆盖智能巡检，支持智能客服、多模态数据分析等场景，部分模型性能行业领先

中国钢研	全栈智能基础设施搭建，专属智算平台建设	工业制造合作	基于昆仑芯 P800 构建算力底座，赋能工业质检与流程优化
同济大学/北京大学	科研算力平台建设、大模型训练与信创教育设备适配	教育科研合作	千万级-亿元级部署，支持高校科研算力普惠化
民生银行	金融大模型全栈架构落地，涵盖算力-平台-模型-应用四层	金融行业深度合作	金融领域首个端到端大模型落地项目

资料来源：光锥智能公众号、开源证券研究所

## 2.2、核心优势：全栈自研及软硬深度耦合形成壁垒

**自研 XPU 架构：**昆仑芯采用自研的 XPU 架构。不同于传统 GPU，XPU 针对深度学习中的张量计算和序列计算进行了深度优化，能够在保持高吞吐量的同时，显著降低推理延迟。

**软硬深度耦合，昆仑芯与百度飞桨深度集成，实现模型开发到部署的零成本迁移。**此外，昆仑芯是文心一言（ERNIE）大模型底层的主力算力支撑。在万亿参数模型的训练与推理中，昆仑芯积累了大量的底层优化算法，软件栈稳定性和成熟度有望好于初创芯片公司；此外，依托百度云，昆仑芯有望提供更低的单位 Token 成本。

图8：昆仑芯 SDK 可以提供从底层驱动环境到上层模型转换等全栈的软件工具



资料来源：昆仑芯官网

## 2.3、推理需求、国产替代及业务边界扩张有望驱动长期增长

(1) 推理需求：随着 AIGC 进入应用期，昆仑芯凭借高性价比的推理能力，有望成为国内大模型厂商的首选替代方案。

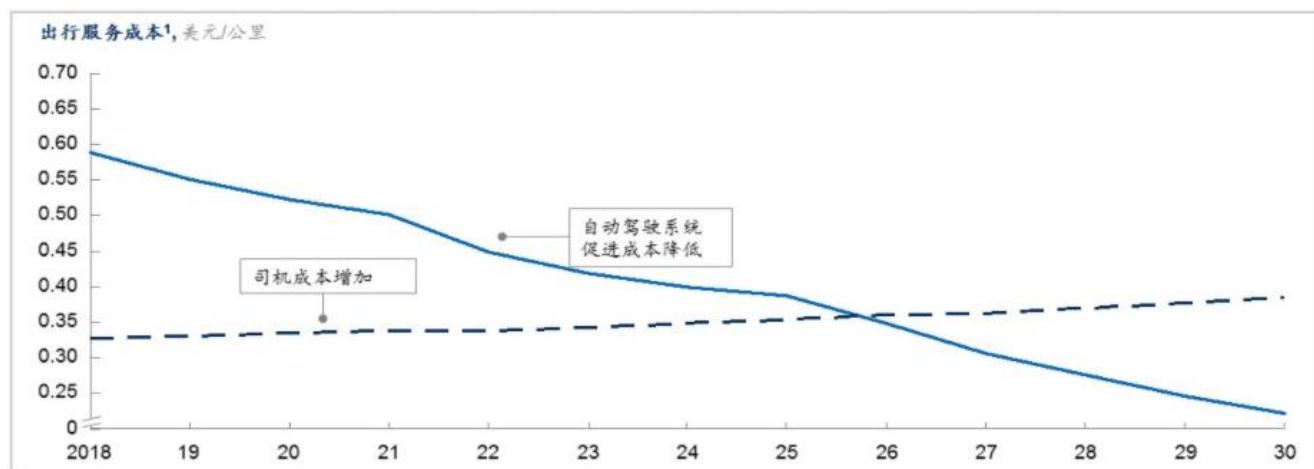
(2) 国产化替代政策：受海外供应链不确定性影响，国内大型互联网企业及国资云平台加速从 NVIDIA A800/H800 转向国产芯片。昆仑芯凭借稳定的驱动和较低的迁移成本，市占率有望迅速提升。

(3) 业务边界外扩：从单纯的云端 AI 扩展至边缘计算、智能汽车、工业视觉等领域，提供长期增长空间。

### 3、萝卜快跑：L4 商业化落地，Robotaxi 迎来拐点

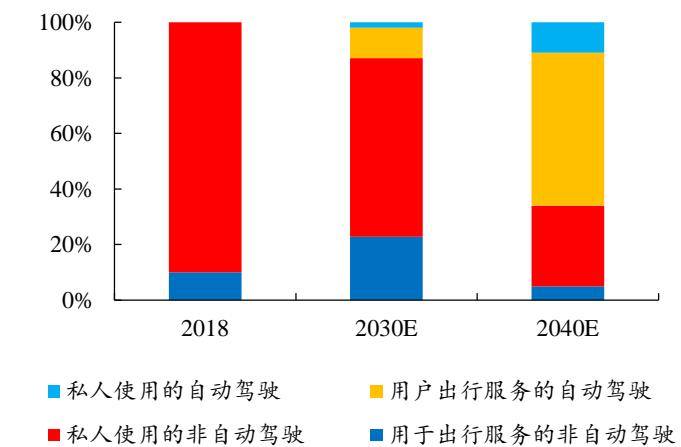
自动驾驶技术突破 L4 级别，各种商业化场景逐渐落地，其中出行服务环节会占据极大分量，原因在于高等级自动驾驶系统能够有效地替代人工司机，促进成本降低。据麦肯锡预测，2025-2027 年将是自动驾驶的拐点。基于对自动驾驶底层技术成本曲线的估算，此时将是自动驾驶与人力驾驶的经济平价点。成本降低使得自动驾驶更易于大规模推广。据麦肯锡调研，相对美国及德国，中国消费者对于自动驾驶兴趣浓厚，愿意为购买自动驾驶车辆付出高达 4600 美元的平均溢价，进一步说明自动驾驶相关产业在国内的可发展性。除此之外，随着成本降低，无人驾驶出行服务或成主流，预计在 2030 年将占总旅客公里数的 11%，于 2040 年将占 55%，私人拥有的自动驾驶车辆仅占 11%。公司于 Robotaxi 的领先布局，使其获得一定先发优势。

图9：自动驾驶出行服务成本有望于 2026 年低于传统出行成本（单位：美元/公里）



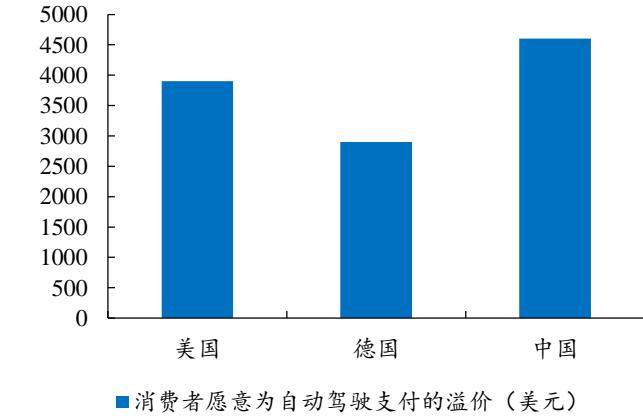
资料来源：麦肯锡

图10：Robotaxi 有望于 2040 年占据超 50% 出行公里数



数据来源：麦肯锡、开源证券研究所

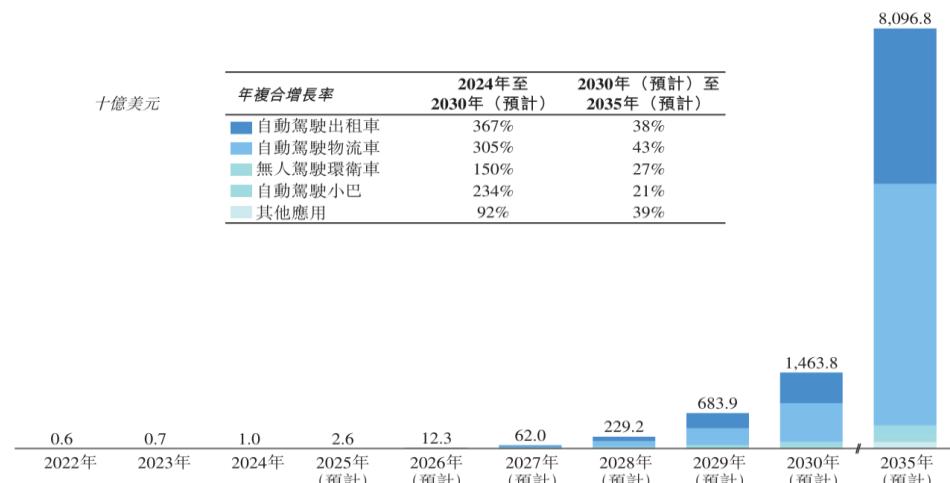
图11：中国消费者愿意为自动驾驶车辆支付更高费用



数据来源：麦肯锡、开源证券研究所

**图12: Robotaxi 是 L4 级别以上自动驾驶中增长势头最为强劲的场景**

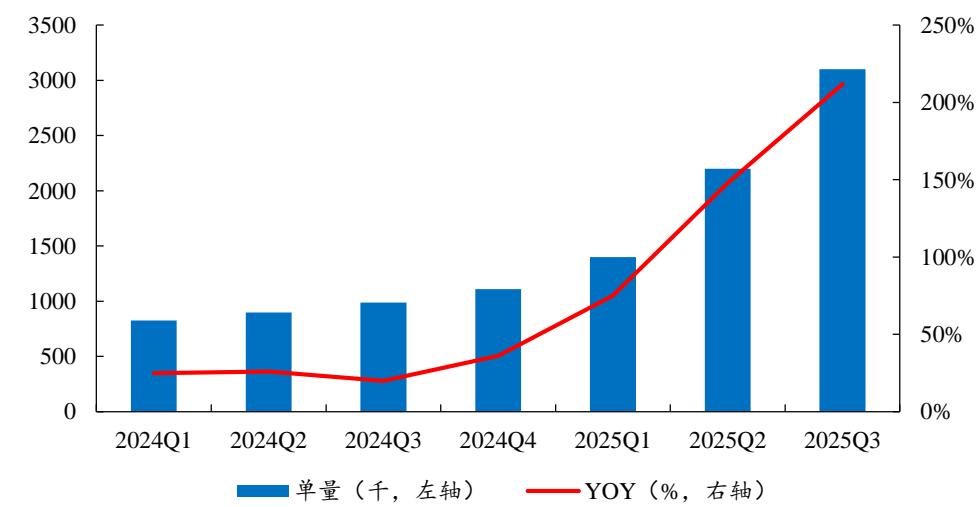
按應用場景劃分的全球L4級及以上自動駕駛市場規模，2022年至2035年（預計）



資料來源：文遠知行招股書、灼識諮詢

### 3.1、从实验性运营到规模化扩张，覆盖地区及单量领先

百度于覆盖城市、运营车队规模等多个指标上处于全球领先地位，单量规模与 Waymo 接近。公司覆盖城市最多、国内运营车队总数量最多，有助于数据积累，进一步推进无人出租车商业进程。2025Q3 萝卜快跑单量规模达 310 万，同比增长 212%，截至 2025 年 10 月 31 日，萝卜快跑累计订单超过 1700 万单，每周订单超 25 万单，自动驾驶总里程超 2.4 亿公里，全无人驾驶里程超 1.4 亿公里，覆盖全球 22 座城市。根据 CTOL Digital Solutions，萝卜快跑的每周全无人驾驶订单量已经与谷歌旗下 Waymo 持平。

**图13: 2025Q3 萝卜快跑单量规模达 310 万**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表3：百度萝卜快跑运营地区领先**

	Robotaxi 车队数量	全无人收费运营城市	海外布局（含测试）	日均单车单量	2025Q3 Robotaxi 收入	合作打车平台
小马智行	1159 辆, 2026 年计划超 3000 辆	北京、上海、广州、深圳	阿联酋、韩国、新加坡、卢森堡、卡塔尔、沙特等	约 20 单	4770 万元	Uber、高德、如祺出行、曹操出行等
文远知行	1023 辆 (20260112)	北京、广州、阿布扎比	阿联酋、新加坡、沙特、瑞士、法国等	未披露	3530 万元	高德、如祺出行、腾讯、Uber、TXAI、Grab 等
萝卜快跑	超 1000 辆	北京、上海、深圳、武汉、重庆	阿联酋、瑞士、新加坡、美国、英国、德国、土耳其等	约 29 单	未披露	百度地图、Uber、Lyft 等

资料来源：晚点 Latepost、新浪财经、文远知行官网、开源证券研究所

海外 Robotaxi 头部企业加速推进无安全员商业化落地，Waymo、特斯拉、Zoox 等均积极推进 Robotaxi 商业化，形成多样布局。其中 Waymo 较为领先，已在多个城市实现无安全员、全天候运营。2026 年 2 月 2 日，Waymo 宣布完成最新一轮 160 亿美元融资后估值达 1260 亿美元。

**表4：海外 Robotaxi 头部企业推进无安全员商业化落地**

所属公司	覆盖区域	运营状态	车辆	技术路径	最新进展
特斯拉	特斯拉 奥斯汀（试点）	邀请制试运营、有安全员	Model Y 改造车；后续推进 Cybercab	纯视觉+FSD V12	2025 年 6 月上线，目标 2026 年大规模部署
Waymo	谷歌 凤凰城、旧金山、奥斯汀等	无安全员、全天候商业化运营	改装版克莱斯勒 MPV、Jaguar-PACE	多传感器融合（激光雷达+摄像头+雷达）	已部署超 1500 辆，接入 Uber 平台
Cruise	通用汽车 旧金山、休斯顿等	运营暂停（2024 年事故后调整中）	专用 Robotaxi "Oringin"	多传感器融合	曾开展无安全员服务，计划 2025 年恢复运营
Zoox	亚马逊 拉斯维加斯、奥 斯汀（试点）	封闭场景内测试	对称结构、无方向盘	定制硬件平台+多传感器	测试阶段，目标实现城市内短途接驳
Motional	现代汽车 + 安波福 拉斯维加斯等	有安全员，商业试运营	基于现代 IONIQ 车型	激光雷达+雷达+摄像头融合	与 Lyft 合作运营，2025 年目标无安全员

资料来源：盖世汽车研究院、开源证券研究所

### 3.2、单车成本及技术优势助力，全球扩张有望开启新增长

**硬件降本及算法优势建立核心壁垒。**(1) 萝卜快跑第六代量产车 Apollo RT6 针对 L4 运营场景进行正向设计、前装量产，取消冗余的人类驾驶舱组件，整车成本为 20.46 万元，单均折旧成本有望压降至 5.5 - 6.5 元之间，在低价渗透阶段也能保持正向现金流。(2) 算法：ADFM 大模型带来泛化优势，传统自动驾驶每进入一个新城市需要数月的路测和高精地图匹配。而 ADFM 大模型通过数亿公里的仿真与实测数据训练，具备了强大的零样本/小样本学习能力。在复杂场景中，大模型不再依赖写死的规则，而是通过视觉语言模型像人类一样理解交通意图。百度创始人李彦宏表示萝卜快跑其出险率仅为人类司机的 1/14，保险费率和事故理赔支出有望显著下降。

**2026 借助成本优势+算法泛化全球扩张有望加速。**(1) 中国香港：2025 年底已在观塘、九龙城开启跨区测试，2026 年正式进入“全无人”阶段。香港极高密度的城

市路网和“右舵左行”规则，未来有望适配东南亚、英国等右舵国家市场。(2) 中东：与本地运营商 AutoGo 深度合作。2026 年初，亚斯岛已上线全无人 Robotaxi，2026 年部署数百台无人车，建设阿布扎比规模最大的全无人驾驶车队。中东地区人力成本极高，而油&电价低。萝卜快跑凭借极致单车成本有望实现正向经营现金流。(3) 欧洲：与 Lyft、PostBus 合作。

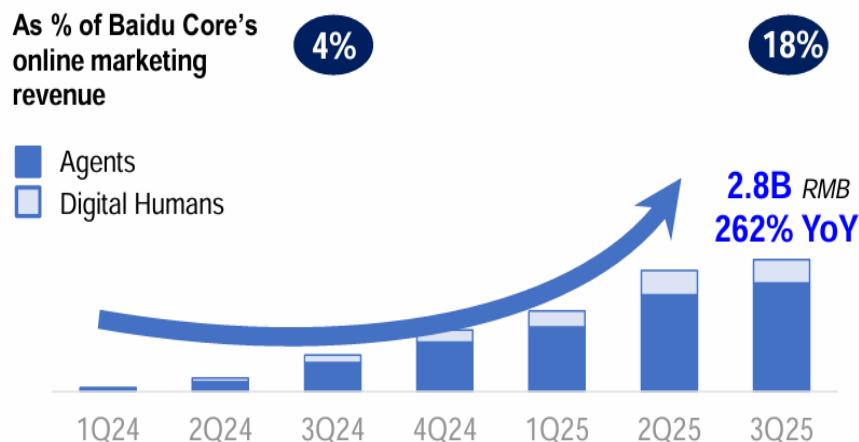
## 4、AI 应用及营销服务；有望带动存量搜索及产品重构

### 4.1、AI 原生营销有望成为传统业务第二增长曲线，关注替代效应及流量端变化

百度旗下文心助手月活用户数已突破 2 亿，重新确立“连接器”中立地位，未来有望形成“搜索即服务”闭环。(1) 百度文心助手接入百度地图、百度健康等百度生态服务，而且链接了京东、美团、盈米基金等头部合作伙伴 MCP 服务，全面覆盖电商、健康、本地生活、学术教育、汽车、金融、法律、星座命理等多个领域，解决用户订票、出行、购物，理财与法律咨询等需求，形成“搜索即服务”闭环。(2) 文心助手依托于文心大模型和“百度猎户座”AI 引擎，凭借强大的深度思考与长期记忆能力，能够结合交互上下文，并提供极具个性化的精准回应与推荐，从更多维度实现“懂用户所想”，与此同时，其多模态全能交互，以及在百度搜索生态优势的加持下，还能通过 MCP 服务工具调用，实现从“懂用户所想”到“交付服务”的闭环。

基于 AI 原生的在线营销产品与服务，包括智能体与数字人应用，有望驱动传统搜索业务之外的第二增长曲线。2025Q3，百度 AI 原生营销服务实现营收 28 亿元人民币，同比增长 262%，占百度核心在线营销收入的 18% (2024 年同期占比为 4%)。考虑到基于 AI 的广告服务扩张可能挤占传统搜索广告业务的空间及传统搜索广告企稳仍存在不确定性，仍需关注流量端变化。

图14：AI 原生营销占比持续提升



资料来源：百度 IR 官网

### 4.2、AI 驱动存量应用进化，生产力工具付费率有望提升

AI 驱动存量应用进化，生产力工具付费率有望提升。百度文库及网盘月活跃用户数超过 3 亿，推出 GenFlow (agent 平台)，从单纯的文档下载平台进化为 AI 内容

创作及工作流助手，具备 PPT 自动生成、长文档研报分析等功能带动付费率提升。2025Q3 包括文库、网盘在内的百度 AI 应用合计创造 26 亿元收入，月活用户规模近 3 亿的。

组织架构调整，从“流量”到“价值”转身，利于 AI 应用孵化和商业化。据《财经》，2026 年 1 月 23 日，百度文库与网盘正式整合为个人超级智能事业群组(PSIG)，由集团副总裁王颖挂帅并直接向李彦宏汇报，旨在打造一个覆盖内容创作、存储管理、AI 赋能的一站式个人办公平台。文库的内容生态+网盘的存储能力+AI 的赋能工具有望打破各自的增长瓶颈——文库可借助网盘拓展存储场景，网盘则能通过文库的高付费用户群体提升转化效率。

**图15：2025年12月国内AI应用端产品月活榜单**

国内排名	AI 产品榜	产品名	应用(APP)简短描述	12月上榜应用 APP MAU	12月上榜应用 MAU变化
1	豆包	AI 智能助手   抖音	163.16M	-2.83%	
2	夸克	AI 全能助手   阿里	147.84M	-2.69%	
3	百度网盘	AI 个人云   百度	142.06M	-0.39%	
4	DeepSeek	AI 智能助手   深度求索	131.48M	89.54%	
5	腾讯元宝	发现AI新体验   腾讯	84.38M	3.45%	
6	即梦AI	AI绘画·图片视频短片生成社区   字节	47.3M	-0.48%	
7	千问	你的超级AI助手   阿里	25.46M	38.85%	
8	Kimi 智能助手	Kimi 智能助手   月之暗面	23.59M	-4.97%	
9	百度文库	AI 内容创作   百度	11.49M	-5.70%	
10	纳米AI搜索	拍照问，语音搜，直接给答案   360	10.58M	-3.49%	
11	文小言	你的随身智能助手   百度	8.96M	-9.01%	
12	智谱清言	工作提效 AI 助手   智谱	6.33M	-4.01%	
13	天工AI	全新智能办公office三件套   昆仑万维	4.99M	-7.50%	
14	猫箱	开启你的 AI 奇遇   抖音	4.66M	-1.29%	
15	星野	所见皆你所AI   MiniMax	4.58M	-6.27%	
16	星绘	AI 写真相机   抖音	4.48M	-4.92%	
17	Lovekey键盘	恋爱聊天键盘&AI智能聊天回复神器	4.06M	4.75%	

资料来源：AI 产品榜公众号

## 5、盈利预测与投资建议

收入端，我们预计百度集团整体 2025-2027 年收入分别为 1266/1322/1409 亿元，对应同比增速-4.9%/+4.4%/+6.6%。(1) 百度核心：AI 业务驱动增长，云业务收入增速有望加快，昆仑芯有望进入放量期，传统业务受宏观环境影响及互联网流量端竞争加剧，AI 智能营销有望维持增长，但传统搜索广告或仍面临压力。(2) 爱奇艺：短期由于内容生态调整收入承压，未来关注长剧集边际改善及微短剧投入成效。

利润端，短期搜索业务承压，但 AI 收入占比持续提升，考虑到 AI 云占比提升及公司积极降本增效，百度核心经营利润率有望持续改善，我们下调公司 2025-2027 年 non-GAAP 净利润预期至 185/200/224 亿元（前值：196/220/248 亿元），对应同比增速-31.6%/+8.6%/+12.0%。

短期搜索业务承压，但随着文心大模型对 C 端应用的重构、智能云在 MaaS 市场的份额提升、昆仑芯在国产算力替代中的战略地位，以及萝卜快跑（Apollo Go）在武汉等地商业模式跑通，2026 年有望成为百度 AI 商业化变现的拐点。我们下调公司 2025-2027 年 non-GAAP 净利润预期至 185/200/224 亿元（前值：196/220/248 亿元），对应同比增速-31.6%/+8.6%/+12.0%，对应 EPS 6.4/7.0/7.8 元，当前股价对应 PE19.6/18.1/16.2 倍。考虑到昆仑芯拆分上市有望驱动估值提升、AI 云收入贡献持续扩大、智能驾驶积极海外扩张，有望从整体 PE 估值转向 SOTP 估值，维持“买入”评级。

**图16：百度 AI 全面布局**



资料来源：新浪财经、经济观察报

## 6、风险提示

**宏观经济增长放缓：**广告与经济增长呈正相关，经济增长放缓将导致广告主投放需求降低，对公司广告业务造成不利影响。

**竞争加剧：**国内移动互联网用户流量见顶，移动互联网用户数量与时长竞争加剧；智能云面临海内外巨头竞争压力，客户扩展或不及预期。

**新业务变现不及预期：**若关键零部件产能不足，芯片将持续短缺，导致公司自身产量受限，进而影响销量表现；智能驾驶变现进度不及预期，影响公司整体销量表现。

**监管政策变动：**平台经济及自动驾驶各项监管政策存在不确定性。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	129444	146033	152530	163771	179288	<b>营业收入</b>	134598	133125	126665	132202	140883
现金	74404	90993	97490	108731	124248	营业成本	63817	62727	68198	70391	74575
应收账款	10009	9900	9419	9831	10477	营业费用	48419	46961	46758	47074	50334
存货	0	0	0	0	0	管理费用	21841	22272	21359	22468	23971
其他流动资产	11487	11627	11316	12075	13150	其他收入/费用	521	326	420	562	725
<b>非流动资产</b>	186830	194692	202680	210875	219155	<b>营业利润</b>	21856	23631	12813	14331	15655
固定资产及在建工程	21684	24891	28193	31609	35168	净财务收入/费用	4761	6080	7216	8654	10479
无形资产及其他长期资产	165146	169801	174488	179266	183987	其他利润	-1419	-4084	-2200	-3000	-3000
<b>资产总计</b>	420635	445117	458811	479418	504935	除税前利润	25198	25627	17829	19985	23134
<b>流动负债</b>	66906	61889	54830	52693	52481	所得税	3649	3339	2473	2715	3078
短期借款	3016	3016	3016	3016	3016	少数股东损益	440	945	1374	1751	2285
应付账款	39638	35476	29955	27959	27682	<b>归母净利润</b>	20315	22815	13982	15519	17771
其他流动负债	24253	23397	21860	21717	21783	EBITDA	35823	36321	24651	26575	28425
<b>非流动负债</b>	85161	85161	85161	85161	85161	<b>扣非后净利润</b>	28747	27002	18460	20044	22445
长期借款	12784	12784	12784	12784	12784	EPS(元)	10.1	9.4	6.4	7.0	7.8
其他非流动负债	72377	72377	72377	72377	72377						
<b>负债合计</b>	152067	147050	139991	137854	137642	<b>主要财务比率</b>	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
储备	47413	47613	47813	48013	48213	营业收入(%)	8.8	-1.1	-4.9	4.4	6.6
归母所有者权益	216367	245865	266618	289363	315092	营业利润(%)	21.1	22.1	13.8	14.4	14.6
少数股东权益	5607	5607	5607	5607	5607	归属于母公司净利润(%)	39.0	-6.1	-31.6	8.6	12.0
<b>负债和股东权益总计</b>	420635	445117	458811	479418	504935	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	52.6	52.9	46.2	46.8	47.1
						净利率(%)	21.4	20.3	14.6	15.2	15.9
						ROE(%)	13.3	11.0	6.9	6.9	7.1
						ROIC(%)	6.7	6.9	3.9	4.2	4.3
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	36	33	31	29	27
						净负债比率(%)	5	-9	-15	-16	-19
						流动比率	1.9	2.4	2.8	3.1	3.4
						速动比率	1.9	2.4	2.8	3.1	3.4
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	14.0	13.9	12.7	13.7	14.6
						应付账款周转率	1.6	1.6	1.8	2.2	2.6
						存货周转率	0	0	0	0	0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	10.1	9.4	6.4	7.0	7.8
						每股经营现金流(最新摊薄)	10.8	10.8	7.8	10.1	12.4
						每股净资产(最新摊薄)	76	85	92	100	109
						<b>估值比率</b>					
						P/E	12.4	13.4	19.6	18.1	16.2
						P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。  
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号  
楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号  
楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn