



## 百度 (BIDU.US/9888.HK): AI 业务成为重要支柱, 昆仑芯上市进展顺利

**利润优于预期, 股东回报力度提升:** 公司 4Q25 录得总营收人民币 327 亿元, 同比下降 4%, 环比增长 5%, 其中百度核心营收 261 亿元, 同比下降 6%, 主要受传统搜索广告业务疲软拖累, 我们测算核心广告收入同比下降约 16%。公司 4Q25 调整后净利润为 39 亿元, 净利率达 11.9%, 超出市场预期 15%。此外, 公司现金流状况显著改善, 经营性现金流在 2025 年下半年转正。在资本配置方面, 公司宣布了 50 亿美元的股份回购计划, 并首次确立股息政策, 预计 2026 年底前派息。

**AI 业务成为重要支柱:** 4Q25 百度核心 AI 新业务营收达到 113 亿元, 占百度一般性业务营收的比例高达 43%, 标志着 AI 已成为公司重要的收入支柱。细分来看, 1) 智能云基础设施表现强劲, 4Q25 营收达 58 亿元, 环比增长 38%, 其中 AI 订阅收入同比激增 143%, 显示出企业端对训练与推理算力的旺盛需求。2) AI 应用方面, 公司通过组建个人超级智能事业群 (PSIG), 整合百度文库和百度网盘, 进一步聚焦高潜力 AI 应用, AI 应用 4Q25 收入达到 27 亿元, 全年收入突破 100 亿元。3) AI 原生营销服务实现快速增长, 营收达 27 亿元, 同比增速 110%, 环比受一定季节性波动影响。公司全栈 AI 能力的商业闭环正得到验证, AI 新业务有望逐步抵消传统广告业务的下滑影响。

**自动驾驶加速全球化布局, 昆仑芯上市进展顺利:** 自动驾驶业务运营数据持续高增, 4Q25 提供 340 万次全无人驾驶运营服务, 同比增长超 200%, 季度内单周单量峰值超过 30 万单, 截至 2026 年 2 月的累计服务单量超过 2,000 万单, 在全球处于领先地位。公司加速业务全球化布局, 业务版图已覆盖全球 26 个城市, 在英国、阿布扎比、瑞士等市场取得积极进展, 与 Uber 和 Lyft 合作推动轻资产模式扩张。公司正在推进昆仑芯独立上市计划, 当前进展顺利。昆仑芯作为公司深耕十余年的 AI 芯片资产, 分拆上市有望通过市场化定价推动资产价值释放。

**维持“买入”评级, 维持目标价 195 美元/190 港元:** 整体来看, 尽管公司的传统业务仍在寻底, 但 AI 新业务已成长重要收入支柱, 股东回报的提升释放现金价值, 昆仑芯分拆上市有望成为正向催化剂, 维持“买入”评级, 维持目标价 195 美元/190 港元。

**投资风险:** AI 收入不及预期; 广告业务持续下滑; 利润改善不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	133,125	129,079	132,013	141,853	152,016
经营盈利	21,270	(5,823)	11,592	15,343	18,992
调整后净利润	27,002	18,941	17,668	21,027	24,313
调整后目标 PE (x)			26.0	21.9	18.9

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、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 3 月 2 日

百度 (BIDU.US)

买入

目标价 (美元)	195
潜在升幅/降幅	+57%
目前股价 (美元)	124.44
52 周内股价区间 (美元)	74.71-165.3
总市值 (百万美元)	43,628
近 3 月日均成交额 (百万美元)	412

注: 截至 2026 年 2 月 27 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	+54%
目前股价 (港元)	123.7
52 周内股价区间 (港元)	73.25-161.2
总市值 (百万港元)	337,692
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,931

注: 截至 2026 年 2 月 27 日收盘价

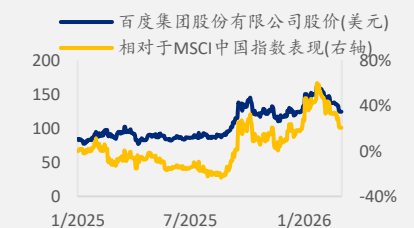
市场预期区间



▲ 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

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>收入</b>	<b>133,125</b>	<b>129,079</b>	<b>132,013</b>	<b>141,853</b>	<b>152,016</b>
收入成本	(66,102)	(72,436)	(74,276)	(77,858)	(81,282)
<b>毛利</b>	<b>67,023</b>	<b>56,643</b>	<b>57,736</b>	<b>63,996</b>	<b>70,734</b>
研发费用	(22,133)	(20,433)	(22,192)	(23,509)	(25,360)
销售及管理费用	(23,620)	(25,843)	(23,952)	(25,144)	(26,381)
其他	-	(16,190)	-	-	-
<b>经营盈利</b>	<b>21,270</b>	<b>(5,823)</b>	<b>11,592</b>	<b>15,343</b>	<b>18,992</b>
投资收入	(691)	3,196	-	-	-
利息收入	5,138	5,818	5,200	5,200	5,200
其他收益净额	2,905	3,525	-	-	-
<b>除税前盈利</b>	<b>28,622</b>	<b>6,716</b>	<b>16,792</b>	<b>20,543</b>	<b>24,192</b>
所得税开支	(4,447)	(1,259)	(2,519)	(3,081)	(3,629)
<b>年度盈利</b>	<b>24,175</b>	<b>5,457</b>	<b>14,274</b>	<b>17,461</b>	<b>20,563</b>
少数股东权益	415	(132)	-	-	-
<b>本公司权益持有人</b>	<b>23,760</b>	<b>5,589</b>	<b>14,274</b>	<b>17,461</b>	<b>20,563</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>27,002</b>	<b>18,941</b>	<b>17,668</b>	<b>21,027</b>	<b>24,313</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>净利润</b>	<b>24,175</b>	<b>5,457</b>	<b>14,274</b>	<b>17,461</b>	<b>20,563</b>
折旧与摊销	20,521	13,669	13,066	12,779	12,927
营运资金变动	(27,512)	(8,000)	(295)	(989)	(1,021)
其他	4,050	(14,139)	-	-	-
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>21,234</b>	<b>(3,013)</b>	<b>27,044</b>	<b>29,251</b>	<b>32,469</b>
资本性支出	(8,259)	(12,000)	(12,273)	(13,188)	(14,132)
其他	(296)	(13,136)	-	-	-
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>(8,555)</b>	<b>(25,136)</b>	<b>(12,273)</b>	<b>(13,188)</b>	<b>(14,132)</b>
股本	(6,283)	30	(14,000)	(15,400)	(16,800)
其他	(7,476)	17,112	-	-	-
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>(13,759)</b>	<b>17,142</b>	<b>(14,000)</b>	<b>(15,400)</b>	<b>(16,800)</b>
汇率变动	95	(751)	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	(985)	(11,758)	772	663	1,536
期初现金及现金等价物余额	37,574	36,589	24,831	25,603	26,266
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>36,589</b>	<b>24,831</b>	<b>25,603</b>	<b>26,266</b>	<b>27,802</b>

### 资产负债表

人民币百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
物业、设备及软件	30,102	26,281	25,704	26,002	26,879
无形资产	7,702	9,854	9,638	9,749	10,078
商誉	22,586	36,783	36,783	36,783	36,783
长期投资	140,256	168,780	168,780	168,780	168,780
其他非流动资产	58,285	55,489	55,489	55,489	55,489
<b>非流动资产合计</b>	<b>258,931</b>	<b>297,187</b>	<b>296,394</b>	<b>296,803</b>	<b>298,009</b>
应收账款	10,104	12,972	13,267	14,256	15,277
短期投资	102,608	90,661	90,661	90,661	90,661
现金及现金等价物	24,832	24,606	25,378	26,041	27,577
其他流动资产	31,305	23,731	23,731	23,731	23,731
<b>流动资产合计</b>	<b>168,849</b>	<b>151,970</b>	<b>153,036</b>	<b>154,689</b>	<b>157,246</b>
<b>资产总额</b>	<b>427,780</b>	<b>449,157</b>	<b>449,431</b>	<b>451,492</b>	<b>455,255</b>
<b>权益总额</b>	<b>283,612</b>	<b>289,726</b>	<b>304,000</b>	<b>321,461</b>	<b>342,024</b>
长期借款	51,943	61,102	61,102	61,102	61,102
其他非流动负债	11,272	12,001	12,001	12,001	12,001
<b>非流动负债合计</b>	<b>63,215</b>	<b>73,103</b>	<b>73,103</b>	<b>73,103</b>	<b>73,103</b>
应付账款	-	-	-	-	-
借款	19,105	28,410	28,410	28,410	28,410
其他流动负债	61,848	57,918	57,918	57,918	57,918
<b>流动负债合计</b>	<b>80,953</b>	<b>86,328</b>	<b>86,328</b>	<b>86,328</b>	<b>86,328</b>
<b>负债总额</b>	<b>144,168</b>	<b>159,431</b>	<b>159,431</b>	<b>159,431</b>	<b>159,431</b>
<b>权益及负债总额</b>	<b>427,780</b>	<b>449,157</b>	<b>463,431</b>	<b>480,892</b>	<b>501,455</b>

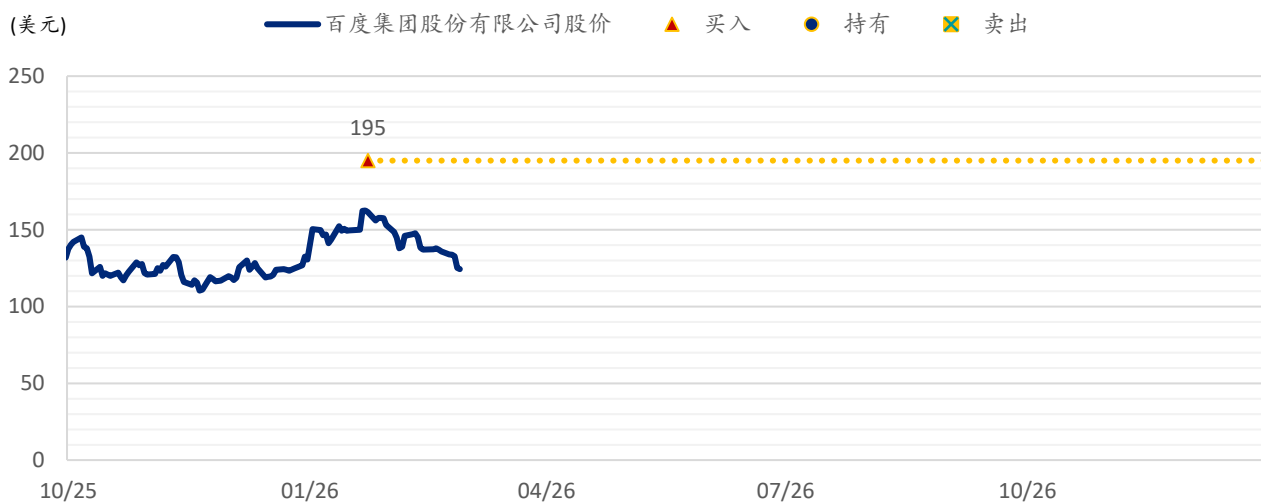
### 主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	-1.1%	-3.0%	2.3%	7.5%	7.2%
毛利润增速	-3.7%	-15.5%	1.9%	10.8%	10.5%
经营利润增速	-2.7%	NM	NM	32.4%	23.8%
净利润增速	12.2%	-77.4%	161.6%	22.3%	17.8%
调整后净利润增速	-6.1%	-29.9%	-6.7%	19.0%	15.6%
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	50.3%	43.9%	43.7%	45.1%	46.5%
经营利润率	16.0%	-4.5%	8.8%	10.8%	12.5%
净利率	17.8%	4.3%	10.8%	12.3%	13.5%
调整后净利率	20.3%	14.7%	13.4%	14.8%	16.0%
<b>每股指标 (元)</b>					
基本EPS	8.5	2.1	5.2	6.4	7.6
摊薄EPS	8.5	2.0	5.2	6.3	7.5
调整后EPS	9.7	6.9	6.4	7.6	8.8
<b>每股指标增速</b>					
基本EPS增速	17.7%	-75.9%	155.4%	22.3%	17.8%
摊薄EPS增速	18.6%	-76.1%	155.4%	22.3%	17.8%
调整后EPS增速	-4.8%	-28.8%	-6.7%	19.0%	15.6%
<b>估值 (倍)</b>					
调整后目标P/E			26.0	21.9	18.9
目标P/S			3.5	3.2	3.0
目标P/B			1.5	1.4	1.3

E=浦银国际预测

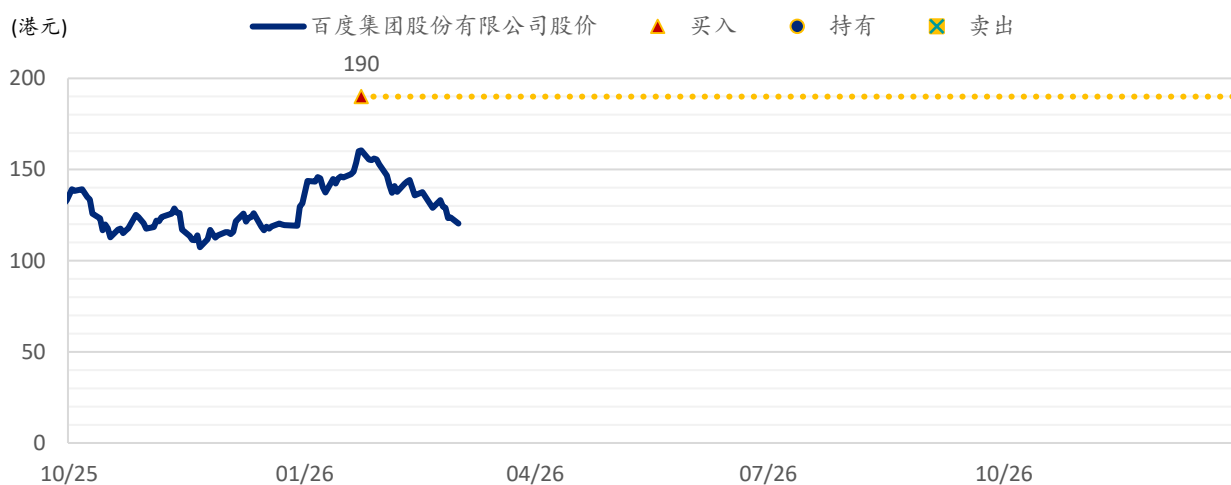
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：百度 (BIDU.US)



注：截至 2026 年 2 月 27 日收盘  
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

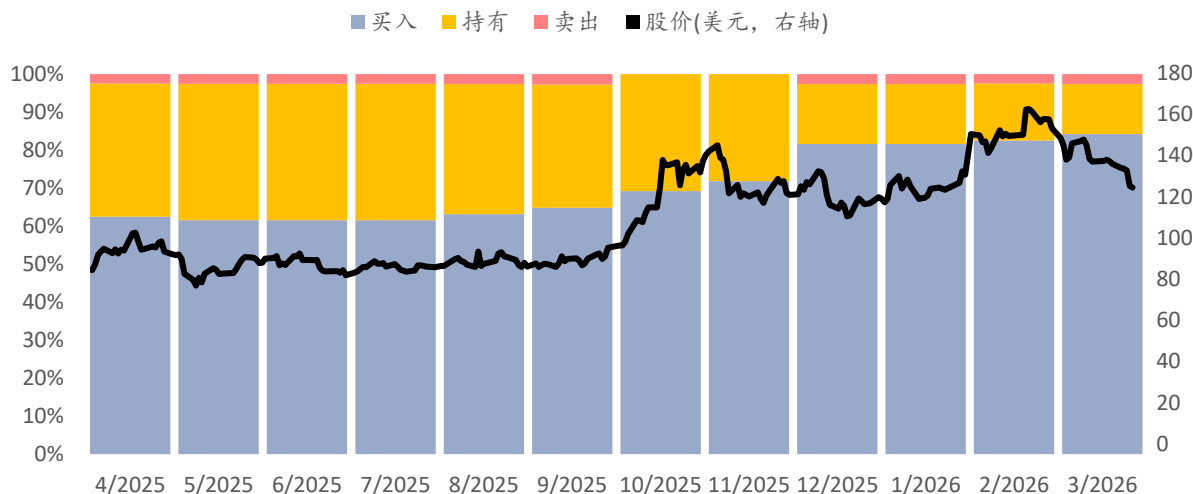
图表 3：浦银国际目标价：百度 (9888.HK)



注：截至 2026 年 2 月 27 日收盘  
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

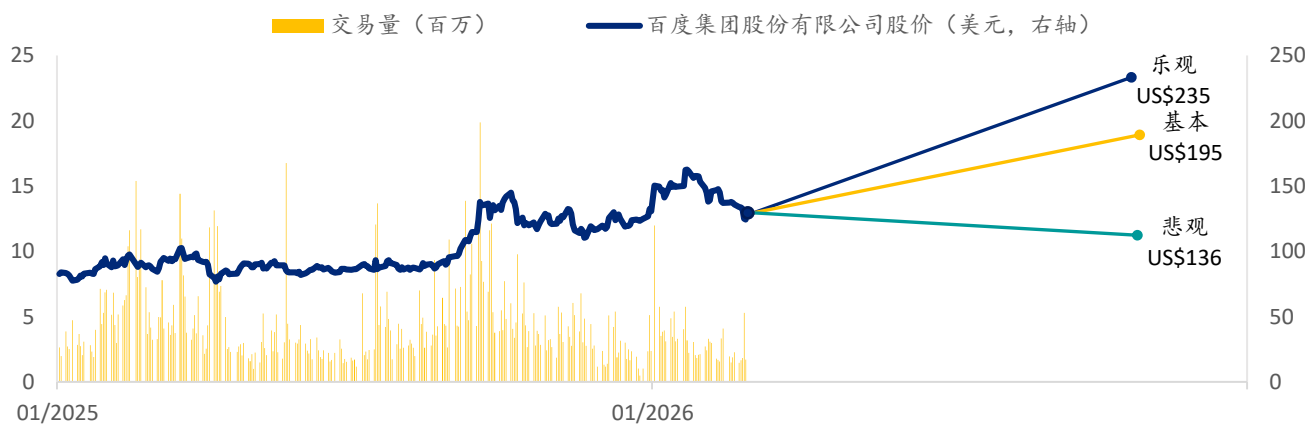
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 市场普遍预期: 百度 (BIDU.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 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%)

目标价: 235 美元

- 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。

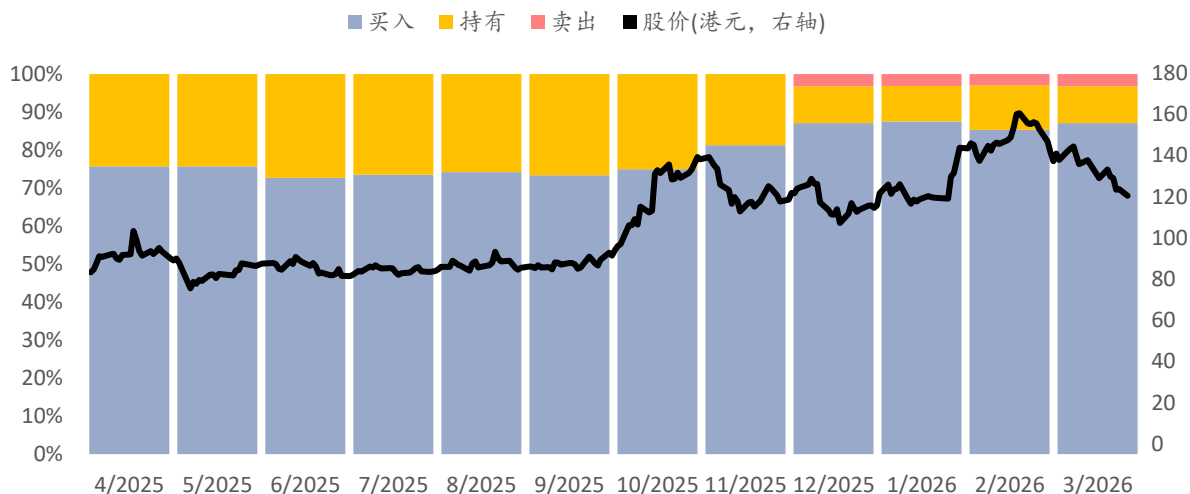
悲观情景: 公司收入和利润不及预期  
(概率: 20%)

目标价: 136 美元

- 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 6: 市场普遍预期: 百度 (9888.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 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 8: 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
9988 HK Equity	阿里巴巴	142.90	买入	195.00	26/11/2025	电商、云计算
BABA US Equity	阿里巴巴	144.11	买入	200.00	26/11/2025	电商、云计算
9618 HK Equity	京东	104.40	买入	131.00	16/12/2025	电商
JD US Equity	京东	26.53	买入	34.00	16/12/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	103.73	持有	123.00	19/11/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	17.42	持有	16.00	20/8/2025	电商
700 HK Equity	腾讯	518.00	买入	800.00	14/11/2025	游戏、社交
3690 HK Equity	美团	81.15	买入	120.00	1/12/2025	本地生活服务
BIDU US Equity	百度	124.44	买入	195.00	2/3/2026	广告、云计算
9888 HK Equity	百度	123.70	买入	190.00	2/3/2026	广告、云计算
NTES US Equity	网易	114.97	买入	151.00	13/2/2026	游戏
9999 HK Equity	网易	179.20	买入	236.00	13/2/2026	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	221.20	买入	247.00	14/11/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	27.90	买入	32.00	14/11/2025	游戏、中视频
TME US Equity	腾讯音乐	14.60	买入	26.00	13/11/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	56.85	买入	102.00	13/11/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	154.60	买入	325.00	20/8/2025	在线音乐
777 HK Equity	网龙	9.03	买入	13.00	9/9/2025	游戏
2400 HK Equity	心动	73.90	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	3.16	买入	4.20	9/4/2025	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.73	买入	4.00	14/8/2025	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	5.28	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
SE US Equity	Sea	108.45	买入	190.00	12/11/2025	电商、游戏
APP US Equity	AppLovin	434.77	买入	617.00	13/2/2026	广告
U US Equity	Unity	18.23	买入	46.00	6/11/2025	软件、广告
MSFT US Equity	Microsoft	392.74	买入	500.00	12/2/2025	软件、云计算
AMZN US Equity	Amazon	210.00	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	311.76	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	311.43	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	648.18	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	101.00	买入	570.00	7/5/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	514.94	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	44.17	买入	55.00	9/5/2025	软件

注: 股价截至 2026 年 2 月 27 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人士。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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

