

百度 (BIDU US)

2024 云智大会：进一步推动大模型产业化落地

我们参加了百度于 25-26 日举办的 2024 云智大会。针对算力、模型、AI 应用三个方面，百度升级百舸 AI 异构计算平台 4.0、千帆大模型平台 3.0 两大 AI 基础设施，并升级智能客服（客悦）、代码助手（文心快码）、数字人（曦灵）三大 AI 原生应用产品，进一步推动大模型产业化落地、赋能企业生产力效率提升从而提升云业务的用量并获取大模型时代增量的变现机会。我们看好百度云业务在 GPU 时代的成长前景，基于较为领先的基础设施架构及技术实力、受益于 GPU 云业务营收持续起量、及基于 GPU 云服务交叉销售 CPU 云服务，百度云业务营收增速有望稳步恢复、利润率水平有望受益于规模效应扩大及相对较高利润率 GPU 云业务营收占比提升而持续提升。我们基于 SOTP 的目标价对百度的估值为每 ADS 180.5 美元，其中云业务的估值为每 ADS 32.2 美元，占比目标估值 17.8% ([链接](#))。维持买入评级。

■ **百舸 4.0 (AI 异构计算平台)：算力管理能力进一步全面升级助力成本优化。** 平台能力升级主要体现在以下几个方面：1) 集群创建阶段：4.0 版本预置了主流大模型训练工具，能够实现工具层面的秒级部署，并将万卡集群运行准备时间从此前的几周缩减至 1 小时、推动部署效率的提升；2) 模型训练：新版本在万卡集群上实现有效训练时长占比 99.5% 以上，并通过集群设计、并行策略等创新实现了集群模型训练效率较行业平均水平 30% 的提升；3) 模型推理：新版本通过架构分离等加速方法实现长文本推理方面的效率超过 1 倍的提升；4) 对于自建智算中心的客户，百舸 4.0 版本升级了“一云多芯”能力，在万卡规模集群上，多芯混合训练效能达到 95%。此外，百舸已经构建了十万卡级别的大规模无拥塞 HPN 高性能网络、10ms 级别高精度网络监控，以及面向十万卡集群的分钟级故障恢复能力。

■ **千帆 3.0 (产业级 AI 原生应用开发平台)：升级模型调用、模型开发、应用开发服务能力。** 管理层提及目前在千帆平台上，文心大模型日均调用量超过 7 亿次，千帆平台累计帮助用户精调了 3 万个大模型、开发出 70 多万个企业级应用。新版本进一步升级体现在：1) 模型调用方面：升级后的千帆平台，不仅可以调用包括文心系列大模型在内的近百个国内外大模型，还支持调用语音、视觉等各种传统的小模型；2) 模型开发方面：新版本提供更完善的大模型工具链、为企业提供一站式的大、小模型的开发服务；3) 应用开发方面：千帆新版本对企业级检索增强生成 (RAG) 进行了全面升级、且增强了通过自然语言对话进行企业级应用开发的能力。

■ **基于基础设施能力升级智能客服、数字人、代码助手应用。** 1) 智能客服：基于文心大模型重构，百度智能客服应用“客悦”将“问题自助解决率”提升至 92% (对比行业均值为 80%)，截至目前累计帮助企业客户服务超过 1.5 亿人次，交互超过 5 亿次；2) 数字人：百度曦灵数字人平台在全新升级 4D (3D+时间维度) 自动绑定技术和创新模态迁移技术的同时，将 3D 超写实数字人的价格从万元降价至 199 元，显著降低企业使用成本；3) 代码助手：文心快码目前已经服务超过 1 万家企业客户，助力企业客户整体研发效率提升 20%。

买入 (维持)

目标价 **180.50 美元**
潜在升幅 **90.4%**
当前股价 **94.81 美元**

中国互联网网

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶治
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	33,957.1
3 月平均流通量(百万美元)	74.0
52 周内股价高/低(百万美元)	134.76/81.01
总股本 (百万)	358.2

资料来源：FactSet

股东结构

李彦宏	16.5%
-----	-------

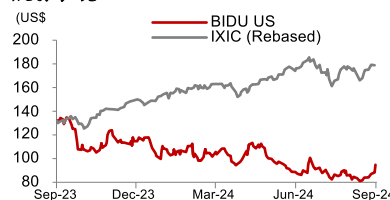
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	10.6%	9.4%
3 - 月	7.1%	5.0%
6 - 月	-10.3%	-18.7%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	123,675	134,598	135,827	146,971	157,928
同比增长 (%)	(0.7)	8.8	0.9	8.2	7.5
调整后净利润 (百万人民币)	20,680.0	28,747.0	27,963.7	28,723.8	31,938.2
同比增长 (%)	9.8	39.0	(2.7)	2.7	11.2
调整后每股收益 (人民币)	58.90	81.06	78.08	79.41	87.42
市场平均预估每股收益 (人民币)	N/A	N/A	78.71	80.88	88.05
市盈率 (倍)	30.7	11.5	11.2	10.6	9.4
股本回报率 (%)	3.4	8.4	7.9	7.6	7.7

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

图 1：百度百舸 AI 异构计算平台 4.0 架构



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 2：百度文心大模型家族全景图



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 3：百度智能云千帆模型开发层提供的工具链



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	124,493	123,675	134,598	135,827	146,971	157,928
销售成本	(64,314)	(63,935)	(65,031)	(66,161)	(70,809)	(75,308)
毛利润	60,179	59,740	69,567	69,666	76,162	82,621
运营费用	(49,661)	(43,829)	(47,711)	(46,509)	(49,776)	(52,700)
销售	(24,723)	(20,514)	(23,519)	(22,547)	(24,250)	(25,742)
研发费用	(24,938)	(23,315)	(24,192)	(23,961)	(25,525)	(26,958)
运营利润	10,518	15,911	21,856	23,158	26,386	29,921
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	(932)	(1,910)	(3,799)	(844)	(879)	(879)
调整后 EBITDA	24,914	29,663	35,824	35,963	39,839	43,950
净利息收入(支出)	2,130	3,332	4,761	5,123	5,417	6,517
外汇收益/损失	100	(1,484)	595	401	321	257
其他收入/支出	(1,038)	(5,737)	1,785	(729)	(736)	(744)
税前利润	10,778	10,112	25,198	27,109	30,508	35,071
所得税	(3,187)	(2,578)	(3,649)	(4,967)	(6,628)	(7,905)
税后利润	7,591	7,534	21,549	22,142	23,880	27,166
非控股权益	(2,635)	(25)	1,234	952	1,258	1,544
净利润	10,226	7,559	20,315	21,189	22,622	25,623
调整后净利润	18,830	20,680	28,747	27,964	28,724	31,938

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	213,315	212,850	230,255	257,634	289,612	323,313
现金与现金等价物	36,850	53,156	25,231	54,069	83,949	115,541
限制性现金	10,821	11,330	11,503	11,503	11,503	11,503
应收账款	9,981	11,733	10,848	10,047	10,872	11,682
其他流动资产	155,663	136,631	182,673	182,015	183,287	184,587
非流动资产	166,719	178,123	176,504	174,153	176,869	179,788
物业及厂房及设备 (净额)	23,027	23,973	27,960	32,018	36,109	40,418
无形资产	8,947	8,095	7,848	1,439	64	(1,326)
商誉	22,605	22,477	22,586	22,586	22,586	22,586
其他非流动资产	112,140	123,578	118,110	118,110	118,110	118,110
总资产	380,034	390,973	406,759	431,787	466,481	503,101
流动负债	74,488	79,630	76,451	78,475	79,337	79,583
短期债务	4,168	5,343	10,257	10,257	10,257	10,257
应付账款	41,384	38,014	37,717	40,190	39,863	38,941
其他流动负债	28,936	36,273	28,477	28,028	29,216	30,385
非流动负债	81,594	73,538	67,700	62,594	62,046	60,479
长期债务	12,629	13,722	14,223	0	0	0
应付公司债	55,772	49,461	43,134	52,251	51,703	50,136
融资租赁承担	5,569	4,810	5,040	5,040	5,040	5,040
递延收入	129	159	200	200	200	200
其他非流动负债	7,495	5,386	5,103	5,103	5,103	5,103
总负债	156,082	153,168	144,151	141,068	141,383	140,062
股本	0	0	0	0	0	0
资本盈余	73,888	79,855	87,099	87,202	87,305	87,408
留存收益	137,571	143,623	156,527	184,535	218,811	256,649
其他储备	7,148	8,393	9,465	9,465	9,465	9,465
股东权益总额	218,607	231,871	253,091	281,202	315,581	353,522
少数股东权益	5,345	5,934	9,517	9,517	9,517	9,517
总负债和股东权益	380,034	390,973	406,759	431,787	466,481	503,101

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	10,778	10,112	25,198	27,109	30,508	35,071
折旧摊销	16,438	14,725	14,908	5,742	5,654	5,435
税款	(3,187)	(2,578)	(3,649)	(4,967)	(6,628)	(7,905)
营运资金变化	(18,691)	(16,758)	(13,067)	3,482	(1,235)	(1,864)
其他	14,784	20,669	13,225	6,564	6,935	7,211
净经营现金流	20,122	26,170	36,615	37,930	35,234	37,948
投资现金流						
资本开支	(10,896)	(8,286)	(11,190)	(8,286)	(8,286)	(8,286)
收购与投资	(247)	(14)	(115)	0	0	0
处理短期投资所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	(20,301)	4,356	(39,092)	(104)	(84)	(67)
净投资现金流	(31,444)	(3,944)	(50,397)	(8,390)	(8,370)	(8,353)
融资现金流						
净借贷	8,840	(6,813)	(13,093)	(14,223)	0	0
股票回购	(7,581)	(1,925)	(4,764)	0	0	0
其他	22,137	2,348	3,695	12,681	3,017	1,997
净融资现金流	23,396	(6,390)	(14,162)	(1,542)	3,017	1,997
净现金流变动						
年初现金	36,540	47,671	65,236	37,574	65,572	95,452
汇率变动	(943)	1,729	282	0	0	0
年末现金	47,671	65,236	37,574	65,572	95,452	127,044
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	16.3%	(0.7%)	8.8%	0.9%	8.2%	7.5%
毛利润	15.9%	(0.7%)	16.4%	0.1%	9.3%	8.5%
经营利润	(26.7%)	51.3%	37.4%	6.0%	13.9%	13.4%
净利润	(54.5%)	(26.1%)	168.8%	4.3%	6.8%	13.3%
调整后净利润	(14.5%)	9.8%	39.0%	(2.7%)	2.7%	11.2%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	48.3%	48.3%	51.7%	51.3%	51.8%	52.3%
营业利润率	8.4%	12.9%	16.2%	17.0%	18.0%	18.9%
调整后净利润率	15.1%	16.7%	21.4%	20.6%	19.5%	20.2%
股本回报率	5.1%	3.4%	8.4%	7.9%	7.6%	7.7%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
流动比率 (倍)	2.9	2.7	3.0	3.3	3.7	4.1
应收账款周转天数	27.0	31.6	29.0	26.5	25.6	25.7
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	218.6	223.5	220.6	222.7	203.5	188.4
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	22.5	30.7	11.5	11.2	10.6	9.4
市盈率 (摊薄)	23.0	31.0	11.6	11.3	10.7	9.5
市帐率	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
市现率	25.4	13.1	9.3	8.1	9.0	8.2
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司（“招银国际环球市场”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。