

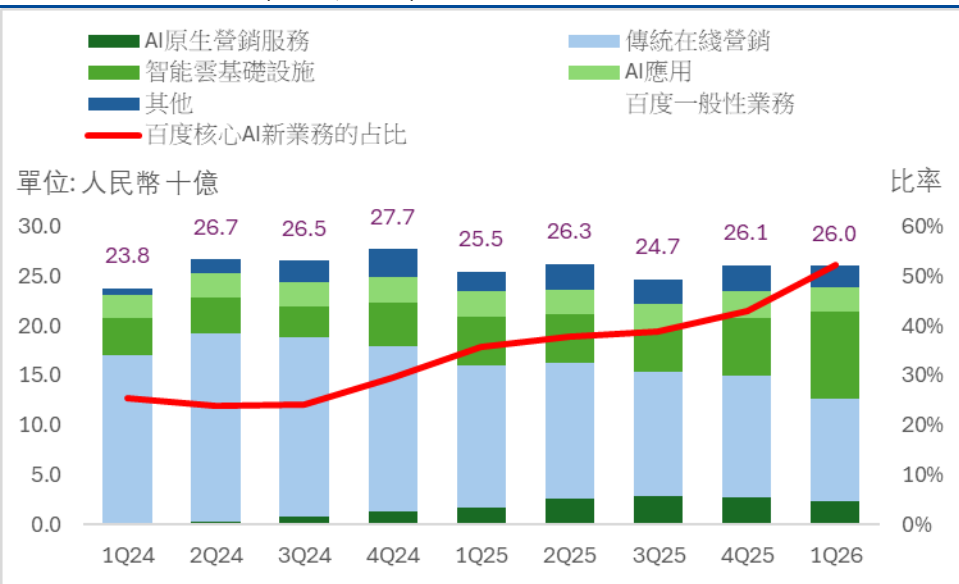
今日焦點:

▶ 百度集團 (9888 HK, HK\$136.70, 市值HK\$3720億元) — AI轉型仍在進行中

百度為中國領先的 AI 與互聯網平台企業，核心業務涵蓋在線營銷服務、AI雲、AI應用、自動駕駛，以及串流媒體平台愛奇藝。

2026年第一季度，百度錄得收入人民幣321億元（同比-1% / 環比-2%），淨利潤同比下跌53%至人民幣36億元（淨利率11%），主要受 AI雲相關成本上升影響。若剔除愛奇藝，百度核心業務季度收入達人民幣260億元（同比+2% / 環比持平），較市場預期高3.6%。此外，AI相關業務收入達人民幣136億元（同比+49% / 環比+21%），收入佔比較4Q25提升9個百分點至52%，首次佔百度核心業務收入超過一半。

圖 1: 百度一般性業務 (人民幣十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

1. AI雲基礎設施仍為核心增長引擎。 AI雲基礎設施主要提供 AI 算力、GPU雲及模型訓練/推理服務。季度收入達人民幣88億元（同比+79% / 環比+52%），佔核心業務收入34%；其中 GPU雲收入同比大增184%，為主要增長動力。

2. AI應用商業化仍相對偏弱。 AI應用主要包括百度文庫、網盤、數字員工及 Agent 類工具。季度收入達人民幣25億元（同比持平 / 環比-10%），反映產品生態已初步建立，但商業化仍未進入加速階段。

3. AI原生營銷仍受壓。 AI原生營銷主要包括 AI 搜索廣告、Agent 營銷、數字人及自動化創意生成。季度收入達人民幣23億元（同比+36% / 環比-15%），仍受到廣告需求疲弱及傳統搜索廣告轉型影響。

4. 傳統廣告業務持續承壓。 傳統在線營銷收入約為人民幣102億元（同比-29% / 環比-18%）。壓力主要來自宏觀環境下廣告主削減預算、百度 MAU 下滑，以及抖音與小紅書等平台競爭加劇。2026年第一季度，百度App MAU 下跌至6.55億，已連續第三個季度下滑。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,797	0.5%	0.7%
中資企業指數	8,639	0.5%	-3.1%
紅籌指數	4,496	0.3%	12.0%
滬深300指數	4,852	0.4%	4.8%
上海A股	4,372	0.9%	13.3%
上海B股	287	2.0%	13.3%
深圳A股	3,010	0.5%	13.7%
深圳B股	1,138	0.8%	-10.0%

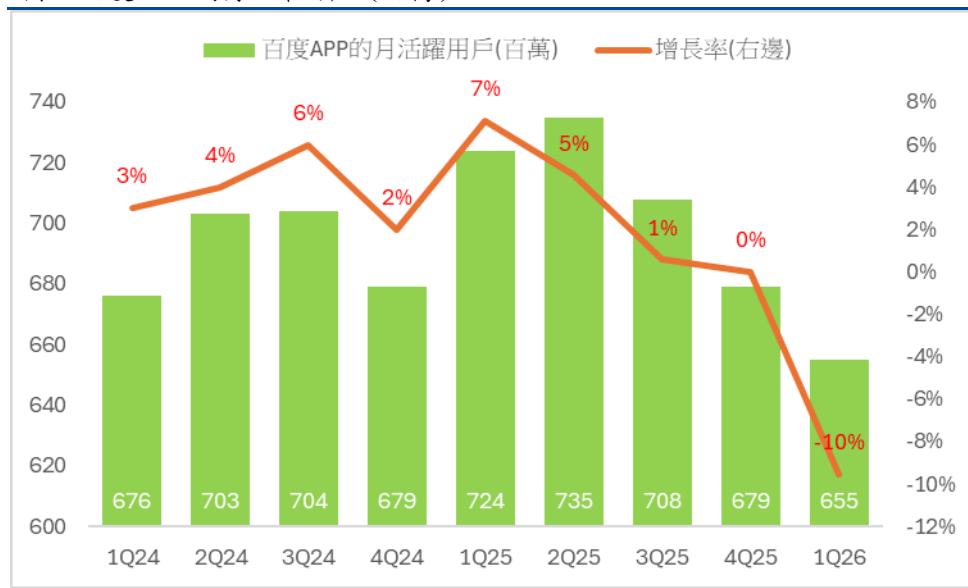
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	49,363	-0.6%	2.7%
標普500	7,353	-0.7%	7.4%
美國納斯達克指數	25,870	-0.8%	11.3%
日經平均指數	59,540	-1.7%	18.3%
英國富時指數	10,330	0.1%	4.0%
法國證券公會指數	7,981	-0.1%	-2.1%
德國法蘭克福指數	24,400	0.4%	-0.4%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,482	-1.8%	4.3%
銅價 (美元/盎司)	3,045	-2.5%	19.8%
銀價 (美元/盎司)	73	-5.1%	3.8%
原油 (美元/桶)	104	-4.2%	80.6%
銅價 (美元/盎司)	13,411	-1.1%	8.0%
鋁價 (美元/盎司)	3,602	1.1%	20.3%
鎳價 (美元/盎司)	1,924	-3.0%	-6.2%
錳價 (美元/盎司)	3,513	-0.6%	12.7%
小麥 (美分/蒲式耳)	667	0.4%	31.2%
玉米 (美分/蒲式耳)	475	-0.4%	4.3%
糖 (美分/磅)	126	2.9%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,209	-0.3%	12.3%
PVC (美元/噸)	5,048	-0.5%	58.3%
CRB 指數	406	1.7%	3.0%
BDI		-1.9%	64.7%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	159.1	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.3	10.1	0.9
歐羅	1.2	9.1		184.6	1.1	7.9
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.9	1.1	201.6		8.6
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.3	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	18	0.4%

圖 2: 百度 APP 的月活躍用戶 (百萬)

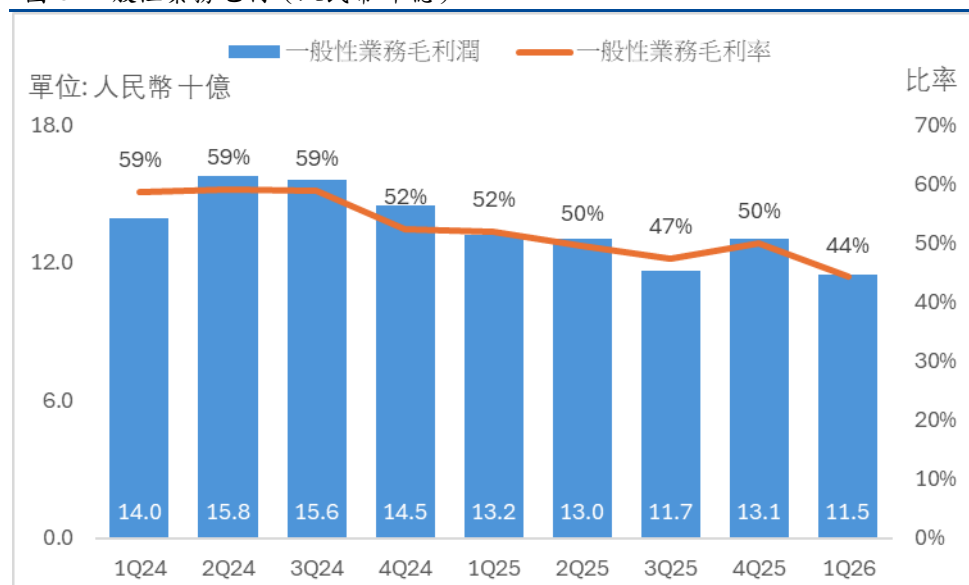


資料來源: 公司數據, 新華滙富

5. 自動駕駛進展理想。餘下約人民幣22億元收入估計部分來自自動駕駛業務。蘿蔔快跑於1Q26完成320萬次全無人駕駛訂單，同比增長超過120%，目前業務版圖已拓展至全球27個城市，主要由海外市場擴張帶動。

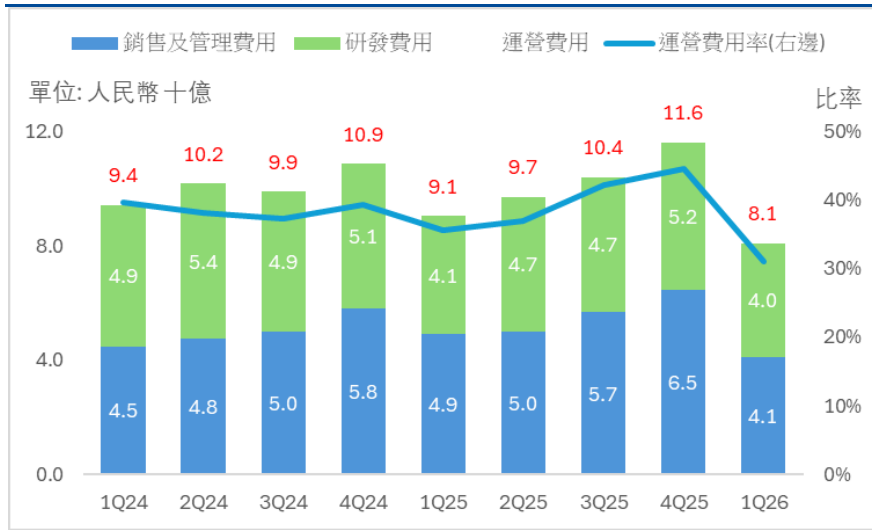
營運費用率下降帶動淨利率回升：百度核心毛利率同比及環比分別下滑至44%，主要由於高毛利傳統廣告業務（約65%毛利率）佔比下降，以及低毛利 AI 業務（約35%毛利率）收入佔比提升，同時 AI 雲硬件成本上升所致。不過，在員工成本下降及信用損失減少帶動下，營運費用率同比及環比改善至31%。因此，淨利率亦由上季度的7%回升至14%。

圖 3: 一般性業務毛利 (人民幣十億)



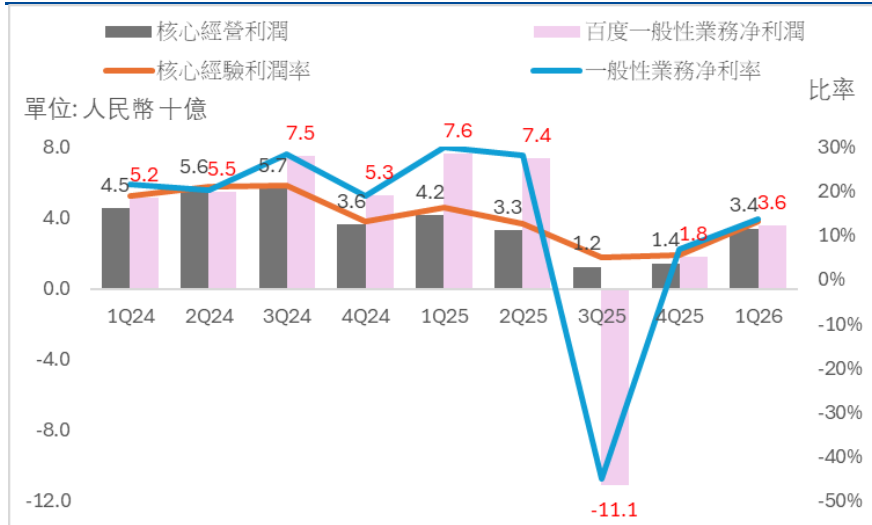
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 4: 運營費用拆解 (人民幣十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 5: 一般性業務利潤拆解 (人民幣十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 6: 公司總自由現金流和資本開支 (人民幣十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

業務展望： 百度AI雲近期新增多個大型模型客戶，帶動模型即服務（MaaS）平台增長。2026年3月，外部客戶日均 Token 消耗量同比增長7倍。

此外，管理層認為 GPU雲長期毛利率有望達20%。目前 GPU雲毛利率明顯高於傳統 CPU雲，主要受惠於供需緊張、自研昆侖芯帶來較高毛利（成本低於外購 GPU），以及較高技術門檻。管理層亦認為，AI 商業模式將由按 Token 收費逐步轉向按價值收費，即根據 Agent 與 AI應用創造的實際價值定價。因此，百度正積極於 C端、B端及生產場景部署 AI應用。

自動駕駛方面，蘿蔔快跑在規模上已處於領先地位，並已於中國最大營運城市實現單位經濟模型（UE）盈虧平衡。隨著經驗積累，公司正加快海外市場擴張，而海外市場定價亦較具優勢。隨著業務規模擴大，整體盈利能力有望持續改善。

我們的看法： 百度收入持續承壓，核心原因仍是高毛利傳統廣告業務下滑。雖然 AI原生營銷保持增長，但其規模及盈利能力仍不足以對沖傳統搜索廣告疲弱。同時，抖音及小紅書持續蠶食百度生態及整體廣告市場份額。

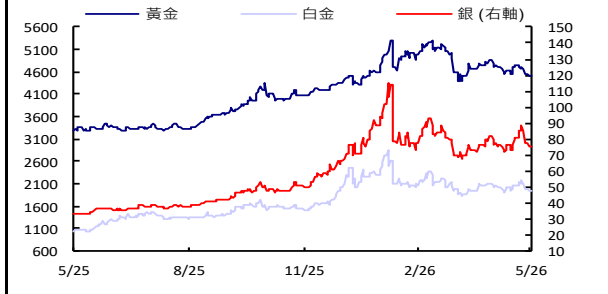
百度 AI 增長主要由 AI雲帶動。公司為中國少數具備全棧 AI 能力的平台之一，業務路徑亦最接近 Google。百度優勢在於框架（飛槳）、芯片（昆侖芯）與雲基礎設施之間的協同能力。飛槳框架可更有效適配第三方主流模型代碼，並與昆侖芯及百度雲算力資源協同，提升效率及成本結構。因此，即使客戶使用外部模型，亦可能選擇於百度雲平台運行，從而提升客戶黏性及 GPU雲增長。

市場相信，昆侖芯分拆上市是近期百度股價走強的重要原因之一。根據市場估算，昆侖芯2026年收入有望達人民幣80億元。若以寒武紀約40倍2026E 市銷率（P/S）作為估值參考，並考慮百度約59%持股，樂觀情景下昆侖芯對應權益價值可達約人民幣1,800億元，相當於百度目前市值約55%。

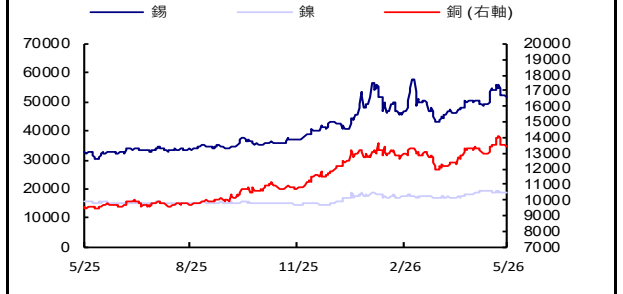
百度目前擁有超過人民幣1,300億元淨現金，資產負債表穩健，可支持 AI資本開支投入。公司亦於2026年2月公布50億美元、為期兩年的股份回購計劃，以提升股東回報。此外，百度亦積極拓展 AI應用，包括生產力工具、數字員工、Agent 及企業應用，未來若市場關注點由 AI基礎設施進一步轉向 AI應用商業化，相關業務有望成為下一階段 AI發展的重要催化劑。公司目前估值約為17倍 FY26E 市盈率（P/E）。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

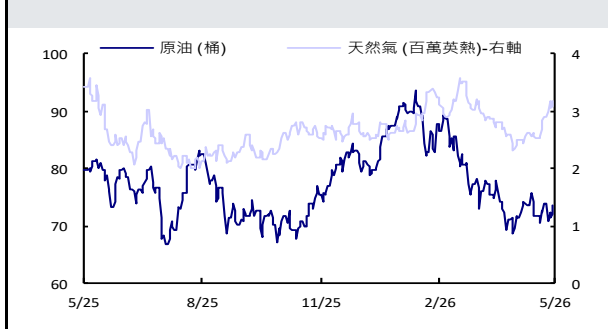
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4511	(2.9)	3.9	37.3
白金 (盎司)	1945	(0.3)	(4.4)	84.3
銀 (盎司)	75	(0.1)	6.0	126.9



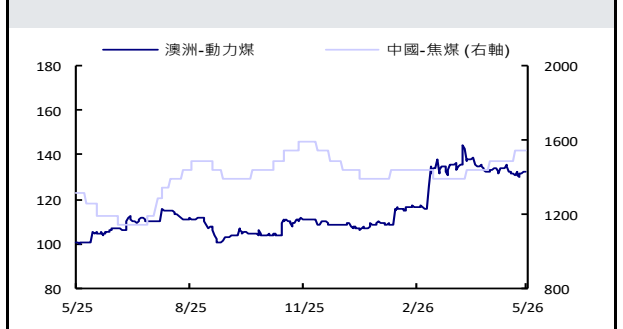
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13411	8.7	8.0	40.9
鎳 (噸)	18806	9.9	13.0	212
錫 (噸)	51613	10.4	27.3	56.0



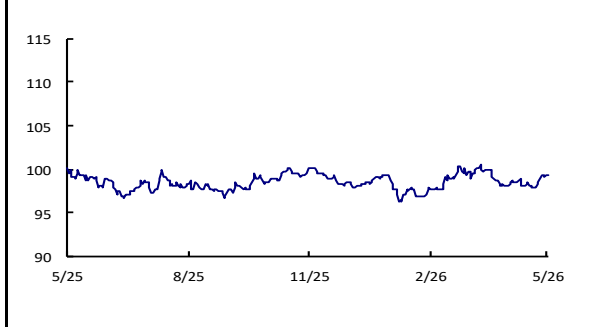
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	107.8	6.3	87.7	72.3
天然氣 (百萬英熱)	3.1	8.0	(15.5)	(9.1)



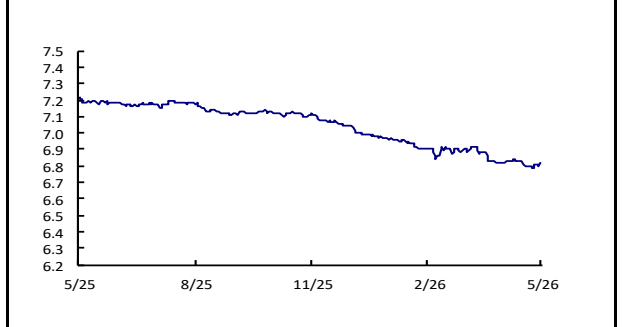
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1540.0	10.8	6.9	17.6
澳洲動力煤 (US\$/t)	132.4	(7.1)	23.2	31.7



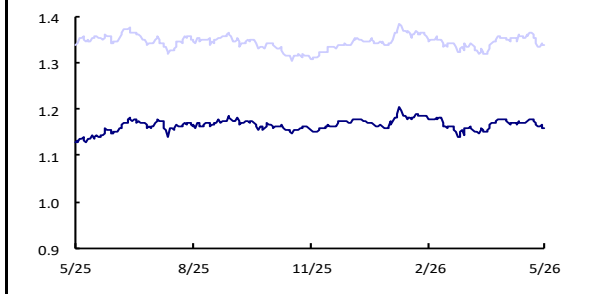
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.3	(0.6)	10	(0.8)



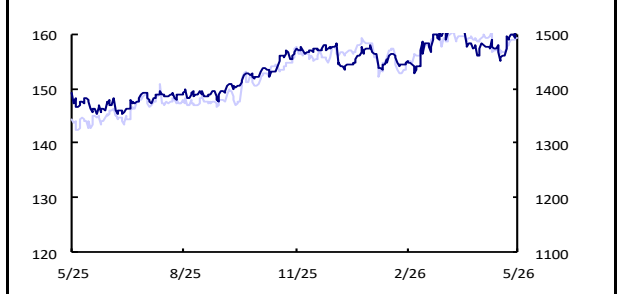
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.8	(12)	(2.5)	(5.6)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	0.5	(12)	2.9
英鎊	1.3	13	(0.6)	0.0



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	159.1	0.2	1.5	10.1
韓圓	1507.4	(0.6)	4.3	8.2



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
首次申請失業保險金人數	週		26年5月21日
新屋開工與營建許可	月		26年5月21日
消費者信心指數	月		26年5月26日
個人收入與支出	月		26年5月28日
耐久財訂單	月		26年5月28日
國內生產毛額	季		26年5月28日
新屋銷售	月		26年5月28日
批發庫存	月		26年5月29日
採購經理人指數	月		26年6月1日
工廠訂單	月		26年6月3日
就業報告	月		26年6月5日
貿易收支	月		26年6月9日
成屋銷售量	月		26年6月9日
消費者物價指數	月		26年6月10日
生產者物價指數	月		26年6月11日
工業生產指數	月		26年6月15日
零售業銷售額	月		26年6月17日
商業庫存	月		26年6月17日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年5月31日
外匯儲備	季		26年6月7日
M2貨幣供應量	月		26年6月9日
貿易收支	月		26年6月9日
生產者物價指數	月		26年6月10日
消費者物價指數	月		26年6月10日
零售業銷售額	月		26年6月16日
工業生產報告	月		26年6月16日
國內生產毛額	年		26年7月15日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
消費者物價指數	月		26年5月21日
貿易收支	月		26年5月28日
M2貨幣供應量	月		26年5月29日
零售業銷售額	月		26年6月2日
採購經理人指數	月		26年6月3日
外匯儲備	月		26年6月5日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
失業率報告	月		26年6月16日
國內生產毛額	季		26年7月31日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行者提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行者招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行之董事或作為該等機構或發行之董事會代表。

滙富金融服務及/或其聯屬公司實益擁有百度集團股份有限公司(9888.HK)之股票。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455