百度集团 20260903

百度：港股通纳入与昆仑芯 IPO 双重催化，全栈 AI 重塑 SOTP 估值

摘要

- 百度将于 2026 年 9 月 7 日纳入港股通，双重主要上市转换完成将显著改善流动性，PB 不足 1 倍的估值定价逻辑有望从中概股折价向南向资金偏好切换。
- 昆仑芯预计 2026Q4 在港上市，市场估值约 500 亿美元，百度持股近 60%对应市值约 300 亿美元，与百度当前总市值相当，是核心估值弹性来源。
- AI 商业化加速，2026H1 核心 AI 收入占比超 50%，其中 GPU 云业务 Q2 增速达 283%，反映出旺盛的 AI 推理需求及企业级基础设施渗透。
- 文心 5.1 模型通过架构优化，以同规模 6%的预训练成本达到同等效果，Arena 搜索榜单国内第 1、全球第 4，具备极高性价比优势。
- 萝卜快跑商业模式趋于成熟，武汉已实现单车盈亏平衡；对标 Waymo 给予 30%折价后，其估值潜力达 380 亿美元（约 2,500 亿人民币）。
- SOTP 分部估值显示，加总昆仑芯、萝卜快跑、智能云等业务并给予 20%集团折价后，百度合理估值超 5,300 亿元，较当前市值有翻倍上行空间。

Q&A

市场观点认为百度在 AI 算力、大模型及应用方面已落后于其他互联网公司，当前推荐百度的核心投资逻辑及催化剂是什么？

当前推荐百度的核心逻辑在于市场对其存在显著的认知偏差，其全栈 AI 布局已全面展开，是国内少数能对标谷歌全栈 AI 的科技厂商。具体而言，存在两大关键催化剂：第一，百度最快将于下周（2026 年 9 月 7 日）被纳入港股通。公司已于 9 月 1 日正式完成双重主要上市的转换，此举将显著改善其流动性，预计会吸引增量南向资金，推动估值修复，其定价逻辑有望从中概股的折价模式向南向资金偏好切换。目前百度 PB 不足 1 倍，在港股科技股中较为少见。第二，其 AI 芯片资产昆仑芯预计在 2026 年第四季度于香港上市，这将是更大的弹性来源。昆仑芯的独立定价将直接重估百度持有的资产价值。目前市场对昆仑芯的估值约为 500 亿美元，百度持股近 60%，仅此项资产归属百度的市值便达到 300 亿美元，与百度当前约 2,300 亿人民币的总市值基本相当。此外，百度主业今年预计将产

生 115 亿的经调整经营利润，加上萝卜快跑的价值以及账上 400 亿美元的现金和投资，采用 SOTP 分部估值法并给予 20%的集团折价后，其向上空间至少是翻倍的。

百度在全栈 AI 布局方面的具体进展如何，尤其是在 AI 业务商业化、大模型研发以及 AI 应用层面的表现？

百度已形成从芯片（昆仑芯）、云计算（百度智能云）、模型（文心大模型）到应用（智能体产品）的全栈 AI 布局。在商业化方面，AI 相关收入已成为核心驱动力。2026 年第一季度，包括智能云基础设施、AI 应用及 AI 原生营销在内的核心 AI 收入占比首次超过 50%，达到 52%，并在第二季度维持了这一水平，验证了其 AI 商业化进程的加速。其中，GPU 云业务增长尤为显著，第一季度同比增长 184%，第二季度加速至 283%。在模型层面，尽管近期未发布新版本，但 5 月发布的文心大模型 5.1 在聚焦搜索和文本创作的垂直场景中表现突出，于 Arena 搜索榜单中位列国内第一、全球第四。其核心优势在于能以同规模模型 6%的预训练成本达到同等基础效果，具备显著的性价比。组织架构上，百度内部设立了基础模型研发部和应用模型研发部，并引入了新的负责人。在应用层面，百度采取双线策略：一是面向企业办公场景推出通用智能体产品“Do made”（搭子），其客户付费渗透率和内部测评的 MAU、DAU 均在持续增长；二是在百度网盘、百度文库等自有产品生态中叠加 AI 功能，例如通过 GEM flow 升级 office agent，实现通过单一指令调用 PPT、Excel、Word 等功能。

昆仑芯作为百度 AI 布局的关键环节，其市场地位、产品进展、客户结构以及上市预期是怎样的？

昆仑芯是国内领先的 AI 芯片厂商，其上市进程是百度下半年的核心催化剂。市场地位方面，根据 IDC 统计的 2025 年数据，昆仑芯在国内 AI 芯片市场的出货量为 11.6 万张，与寒武纪持平，市场份额约 2.9%，仅次于华为（20.2%）和阿里平头哥（6.6%）。一个关键进展是，其外部客户收入占比已超过对百度内部的供给，标志着它已成为一个市场化的芯片公司，下游客户覆盖互联网、汽车、能源、金融等行业。产品与技术方面，当前规模化量产的主力产品是第三代 P800，已完成万卡集群部署验证，并能适配文心一言、DeepSeek、GLM、MiniMax 等主流大模型。新产品 M100 和 M300 正在推进中，其中 M100 已于 2026 年 7 月亮相，主要针对大规模推理场景，对标英伟达 H20 的推理工作负载；M300 则聚焦超大规模多模态模型的训练与推理，预计 2027 年上市。此外，自研的超节点产品天池 256 和 512 预计也将在今年上市，用以提升卡间通讯效率。上市进程方面，昆仑芯于 2026 年 1 月以保密形式向港交所递交 A1 申请，5 月完成北京证监局的科创板上市辅导备案，H 股上市进程同步推进，且被列为百度内部的唯一优先级项目，预计将在 2026 年第四季度顺利上市。

百度自动驾驶业务“萝卜快跑”的商业模式成熟度、运营表现以及其估值潜力如何？

萝卜快跑的商业模式正逐渐走向成熟，被认为是国内少数可对标 Waymo 的自动驾驶厂商。自 2026 年以来，其营运订单量实现高速增长，同时全球化布局也在加速推进。在估值方面，可参考对标公司 Waymo 在 2026 年的新一轮投后估值已达到 1,260 亿美元。若给予萝卜快跑相对于 Waymo 30%的折价进行估算，其估值可达 380 亿美元，约合 2,500 亿人民币，显示出巨大的价值潜力。

百度智能云在中国 AI 公有云市场的竞争地位如何，其核心竞争力体现在哪些方面？

百度智能云已连续 6 年在中国 AI 公有云服务市场保持领先地位。根据 2025 年 10 月 IDC 的数据，百度在中国 AI IaaS 领域的增长达到了市场首位的 5 倍。当前市场普遍认为，同时具备强大算力和大模型能力的“双强”厂商最具核心竞争力。百度智能云正是凭借其“算力+大模型”的双重优势构筑了核心壁垒。与同样具备从芯片（平头哥）、云平台（阿里云）到大模型（通义千问）全栈能力的阿里云相似，百度被视为国内两大“算力+大模型”双强厂商之一。相较之下，腾讯和字节则更侧重于场景化驱动，在应用端的商业化表现较为突出。

请详细阐述百度全栈 AI 布局的四层架构及其内部协同优化的具体表现？

百度构建了从芯片、云平台、大模型到 AI 应用的四层全栈 AI 布局。该架构并非各层割裂，而是实现了协同优化。具体来看，在模型与平台层面，文心大模型与飞桨 AI 中台及其模型库 PaddleHub 紧密结合，形成了从研发到部署的闭环，能够将文本生成任务中飞桨推理引擎的延迟控制在 50 微秒以内。在芯片与模型层面，昆仑芯芯片与文心大模型协同，百度已使用昆仑芯完成了文心 5.1 重要版本的训练，整体集群有效训练率达到 97%，万卡规模扩展效率超过 85%，满足了大规模训练的要求。在模型与应用层面，文心大模型已内嵌于百度的 AI 应用中，例如百度文库 AI 助理的内容总结、创作建议及 PPT 自动编辑等功能。这种全栈体系使百度在 2026 年 AI 算力涨价周期中，凭借自研的昆仑芯芯片，实现了显著低于国际大厂的算力成本，达成了端到端的成本控制与性能提升。

百度在 2026 年对其大模型业务进行了哪些组织架构调整，以及其文心 5.1 模型相较于前代版本有哪些核心提升？

2026 年，百度对模型层进行了组织架构调整，设立了百度模型委员会，并成立了基础模型研发部和应用模型研发部。同年 7 月 1 日，公司引入大模型专家孙天祥加入基础模型研发部担任负责人，并进入模型委员会。在模型产品方面，于 5 月 9 日发布的文心 5.1 模型，在继承文心 5.0 知识的基础上，显著降低了预训练成本，总参数量压缩至三分之一，激活参数压缩至二分之一。根据 2026 年 5 月的 Arena 搜索榜单数据，文心 5.1 在国内排名第一，全球排名第四，仅次于当时

顶尖的闭源模型如 Claude Opera 4.6 Search 和 GPT 系列。

百度千帆大模型平台的核心定位、功能特点及其在多智能体协同方面的具体应用案例是什么？

千帆大模型平台的定位是提供模型即服务（Model-as-a-Service），其模型库不仅包含自研的文心系列通用模型和垂直场景模型，还持续扩充并覆盖了国内主流的第三方模型，如智谱、MiniMax、Kimi、Deepseek 等。该平台支持构建企业级 Agent 能力，并能通过多智能体进行自主规划与协同工作流。其核心亮点之一是内嵌了基于百度自身生态的优质 Skill 和 MCP 服务，例如百度搜索、百度百科、百度地图等。以规划“旧金山观赛 3 天行程”任务为例，平台的主 Agent 会先进行整体规划，然后将任务自动拆解，如将查询机票、航司行李规定等子任务分配给下属的子 Agent，通过这种层层分配和多 Agent 协作的模式来完成复杂任务。

百度在 AI 应用层的产品布局、商业模式以及 2026 年第一季度的收入表现如何？

百度在 AI 应用层主要有两条业务线：一是研发了全新的通用智能体产品，二是基于百度文库、百度网盘联合推出了通用 AI 平台 GEM Flow。从收入层面看，2026 年第一季度，AI 应用收入达到 25 亿元，与 2025 年第一季度持平。其智能体产品（如 Do Mate）通过自然语言交互，帮助用户完成跨应用、跨文件的任务，实现了从理解到执行的闭环交付，并集成了 AI 搜索、Coding 编程、伐谋等专有技能。其收费模式分为个人版和企业版：个人版采用积分订阅制，根据不同订阅价格获得相应积分；企业版则采用席位订阅制，价格为每席位每月 189 元，并提供积分增购包。

百度 2026 年第一、二季度的核心 AI 业务收入构成和增长驱动力是什么，以及管理层对未来 AI 投入的态度如何？

2026 年第一季度，百度核心 AI 收入占比首次超过一半。其中，智能云基础设施收入为 88 亿元，同比增长 79%，主要受 GPU 云高速增长驱动；AI 应用收入为 25 亿元，得益于 Do Mate 秒达 3.0、伐谋 Agent 及 GEM Flow 4.0 等产品的持续发布与迭代；AI 原生营销收入为 23 亿元，同比增长 23%。进入 2026 年第二季度，GPU 云业务增长显著加速，同比增速从第一季度的 184%提升至 283%，连续四个季度实现三位数增长，反映了旺盛的 AI 推理需求和企业级客户对 AI 基础设施需求的增强。GPU 云高速增长的驱动因素包括中国 AI 算力需求旺盛、客户群体快速扩张以及算力需求向互联网、金融服务、自动驾驶等多个行业渗透。管理层持续表态将加大 AI 投入，例如在 2025 年第三季度电话会中提及百度在 AI 领域的累计投入已超 1,000 亿元，并将在 2026 年第一季度电话会中强调 AI 已成为核心增长驱动力。

昆仑芯的发展历程、最新估值、产品矩阵及未来规划是怎样的？

昆仑芯的发展历程可分为三个阶段：2011 年至 2017 年的内部孵化阶段，前身为百度智能芯片与架构部；2018 年至 2021 年的研发与量产阶段，昆仑芯一代和二代分别于 2020 年和 2021 年 8 月量产；2022 年至今的大规模商业化阶段，开始向互联网、金融、电信、能源、汽车等行业客户交付。其估值在 2025 年 7 月 D 轮融资后为 210 亿元人民币，而到 2026 年向港交所递交申请及在科创板进行辅导后，市场估值已达到 500 亿美元。产品矩阵方面，当前大规模量产出货的核心产品是昆仑芯三代 P800，已适配文心、DeepSeek、GLM、MiniMax 等主流模型。此外，针对大模型推理优化的 M100 已在 2026 年 WAIC 大会上亮相，而针对超大规模多模态训练和推理场景的 M300 预计将于 2027 年上市。

昆仑芯在国内 AI 芯片市场的竞争地位如何，其主要的客户画像是怎样的？

在国内 AI 芯片厂商中，昆仑芯的市场份额仅次于华为和阿里，位居前列，显示其市场份额在持续增加，商业化布局已全面铺开。其下游客户画像覆盖广泛，包括央国企（如招商银行、中国移动、国家电网）、手机厂商、互联网厂商（腾讯是其较大客户之一）以及车企，覆盖的行业领域正逐渐延伸。

如何评估昆仑芯作为百度全栈自研架构基础设施层的价值，及其在满足国内 AI 算力需求方面的具体表现？

昆仑芯作为百度全栈自研架构中的基础设施层，其价值体现在既能满足地方政府的算力需求，也能为百度智能云带来成本效率和利润率的弹性。具体表现方面，昆仑芯在下游客户层面获得了一系列重要订单，例如在 2025 年中标了中国移动的 10 亿级订单，并于 2026 年 5 月联合寒武纪建成了南方电网的首个自主可控平台。此外，昆仑芯还积极参与了全国多地计算中心的建设，在 2021 年至 2025 年 9 月期间，参与了湖北、江苏、青海、上海及北京等地的项目。这些举措反映了在国内 AI 算力需求高景气的背景下，昆仑芯业务的积极布局与拓展。

萝卜快跑业务在 2026 年有哪些关键的运营数据和商业化进展，其全球化布局取得了哪些新突破？

萝卜快跑的运营订单量呈现高速增长态势，自 2025 年第二季度起，每季度的同比增速均超过 100%，其中 2026 年第一季度同比增长 129%。从运营亮点来看，2026 年第一季度的单周订单峰值达到了 35 万单；至 2026 年第二季度，其自动驾驶里程已超过 3.5 亿公里，其中全无人驾驶里程超过 2.4 亿公里。在商业化方面，管理层于 2025 年第二季度披露，萝卜快跑在武汉已实现单车的盈亏平衡，验证了其从技术到运营再到盈利的闭环路径。全球化布局方面，截至 2026 年第二季度，业务已覆盖全球 28 个城市，并取得了新的进展，包括在伦敦与 Uber 和 Lyft 合作开展公开道路测试，以及在香港获得首个全无人驾驶测试牌照并在机场岛启动

测试。

基于对标 Waymo 的分析方法，萝卜快跑的估值是多少？具体的测算逻辑和关键假设是什么？

基于与 Waymo 的对标，萝卜快跑的估值可达到 380 亿美元。具体的测算逻辑如下：已知 Waymo 的周订单量约为 50 万单，而萝卜快跑在 2026 年第一季度的订单量为 320 万单。将萝卜快跑的季度订单量折算为周订单量，其规模大约相当于 Waymo 的一半。考虑到港股市场相对于美股市场的流动性差异，给予萝卜快跑相对于 Waymo 估值的 30%进行折算。按 Waymo 最新 1,260 亿美元的估值计算，萝卜快跑对应的估值为 380 亿美元，折合人民币约 2,500 亿元。

对百度进行分部估值时，各个业务板块的估值方法、可比公司、关键指标及最终估值结果分别是怎样的？

对百度进行分部估值时，各业务板块的分析如下：

1. **萝卜快跑**：对标 Waymo，按其估值的 30%计算，归属百度的估值为 380 亿美元，折合人民币 2,500 亿元。
2. **昆仑芯**：依据市场对其 500 亿美元的估值，并按百度 57.67%的持股比例计算，归属百度的估值为 288 亿美元，折合人民币 1,946 亿元。
3. **爱奇艺**：按其在美股 12.6 亿美元的市值及百度 45.14%的持股比例计算，归属百度的估值为 5.7 亿美元，折合人民币 37 亿元。
4. **智能云基础设施(剔除昆仑芯)**：选取优刻得、金山云、CoreWeave 及 Nebius 作为可比公司，其 2026 年 PS 均值约为 6.7 倍。考虑到流动性差异，保守给予 5 倍 PS，对应估值为 1,464 亿元。
5. AI 应用**：选取美图公司、金蝶国际及第四范式作为可比公司，其 PS 均值为 3.2 倍。考虑到百度 AI 应用商业模式已较成熟，给予 1 倍 PS，对应估值为 110 亿元。
6. AI 原生营销**：选取 The Trade Desk、Reddit 及汇量科技作为可比公司，其 PS 均值为 4.1 倍。参考业务模式更具可比性的汇量科技，给予 0.9 倍 PS，对应估值为 106 亿元。
7. **传统业务**：选取快手和微博作为可比公司，采用 PE 估值法。参考业务更成熟的微博 5.3 倍的 PE 水平，给予百度传统业务 5 倍 PE，对应估值为 485 亿元。



综合各项业务的分部估值结果，百度整体的合理估值是多少？与当前市值相比，是否存在上行空间？

将各业务板块的估值进行加总，并考虑 20%的合并折价后，百度的整体合理估值超过 5,300 亿元人民币。与当前约 2000 多亿的市值水平相比，该估值结果显示出翻倍的上行空间。预计公司未来三年的收入将分别达到 1,283 亿元、1,400 亿元和 1,580 亿元，其中核心的 AI 收入，特别是受 GPU 云驱动的智能云基础设施，将保持持续增长。