

百度 (BIDU US)

3Q17 超預期，但指引疲態

- ❖ **3Q17 業績超預期，但指引遜色。**公司 3Q17 收入 235 億元（人民幣·下同），同比增長 29%，符預期；Non-GAAP 淨利潤為 91 億，同比大漲 163%，較一致預期高 99%，主要受益於剝離百度外賣後的投資收益（~42 億）。如若剔除該部分收益，Non-GAAP 淨利潤約為 49 億，依然高於一致預期 5%（受益於成本控制見效、稅率優惠）。但公司 4Q17 收入指引令人失望：預計介於 222.3 億至 234.1 億（同比增長 22%~29%），中值低於一致預測 9%，歸因於百度外賣的剝離及愛奇藝收入的環比下滑（如若僅考慮核心業務，收入將同比增長 28%~34%）。
- ❖ **核心搜索企穩復蘇持續，3Q17 信息流廣告收入~2.5 億美元。**憑藉與搜索的協同、AI 驅動下的精準推送，信息流廣告變現初具規模。公司表示，信息流產品以 3Q17 業績為基準的年化收入超過 10 億美元，且用戶數據持續向好：手機百度 DAU/MAU 同比上升 2 個百分點，日均使用時長環比增長 15%。此外，配合傳統搜索的復蘇，活躍廣告主數量于 3Q17 繼續企穩回升：本季度淨增 1.6 萬至 48.6 萬。同時，單廣告主 ARPU 保持穩健增長（3Q17 +31%YoY, vs. 2Q17 +32%YoY），且預計未來 ARPU 將繼續步入上升通道。
- ❖ **愛奇藝保持高速增長，但 4Q17 或存在環比下滑。**3Q17 其他收入（主要來自於愛奇藝）同比增長 92%，增長強勁。愛奇藝拖累公司整體經營利潤率 11 個百分點（vs. 2Q17 11.5 個百分點）。公司預計 4Q17 愛奇藝收入或出現環比下滑（內容支出相應減少），源於大會時期播放內容的控制。iResearch 9 月數據顯示，愛奇藝月活、用戶時長均實現穩健增長，其中 PC 及移動端日活分別達 7,800 萬及 1.6 億，受益於自製綜藝<中國有嘻哈>的火熱。我們預計未來在視頻領域內容競爭及付費打折將更為激烈。
- ❖ **成本控制持續。**3Q17 公司 Non-GAAP 經營利潤率為 23.6%（vs. 2Q17 24%, 3Q16 18%），成本控制持續，受益於：1）用戶獲取成本（TAC）占收入比重同比下降 3 個百分點，得益於手機百度貢獻流量的增長；2）帶寬成本收入占比同比下降 0.7 個百分點；3）研發費用占比同比下降 0.7 個百分點。SG&A 費用同比上升較高，源於 3Q17 為百度外賣和糯米業務提供的 5.22 億元壞賬補貼。
- ❖ **維持「持有」評級。**考慮百度外賣剝離及有效成本控制，我們分別下調 FY18/19 收入 1%/1%，但上調 FY18/19 調整後淨利潤 8%/7%。將目標價從 234.5 美元上調至 251.4 美元，基於分部估值（集團估值 US\$237 及攜程 US\$14），相當於 FY18 28x PE。我們看好公司近期內部結構調整及對 AI 的專注，但近期股價已部分反映百度外賣剝離及愛奇藝分拆上市的利好，在主業釋放驚喜前，維持「持有」評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	66,382	70,549	85,512	104,649	125,771
調整後淨利潤(百萬人民幣)	35,051	13,219	17,899	20,888	25,629
調整後 EPADS(美元)	15.0	5.7	7.7	9.0	11.1
EPADS 變動(%)	148.9	-62.0	35.4	16.7	22.7
市盈率(x)	15.9	41.9	30.9	26.5	21.6
市帳率(x)	6.9	6.0	5.1	4.4	3.7
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率(%)	41.9	12.6	15.6	15.0	16.0
淨財務杠杆率(%)	31.1	30.2	6.6	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有（維持）

目標價	US\$251.4
(此前目標價)	US\$234.5
潛在升幅	+5%
當前股價	US\$239.4

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值(百萬美元)	82,792
3 月平均流通量(百萬美元)	724.8
5 周內股價高/低(美元)	275/160
總股本(百萬)	347.3

資料來源：彭博

股東結構

Baillie Gifford	8.6%
Blackrock	4.2%
Capital Group	4.1%

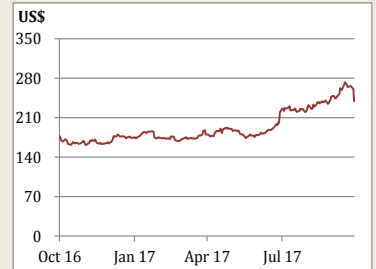
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.8%	-4.3%
3-月	8.8%	3.2%
6-月	32.8%	15.0%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

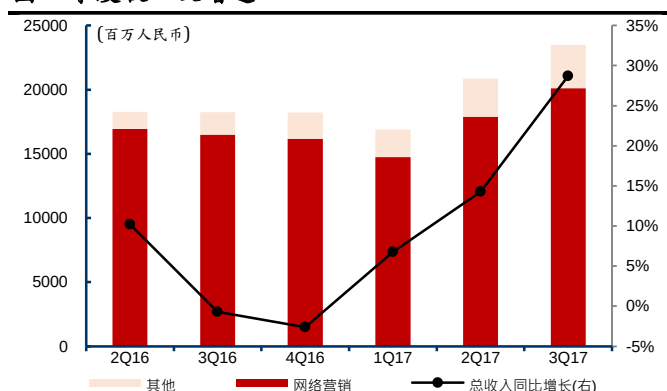
公司網站：www.baidu.com

圖 1: 季度財務概覽

年結: 12月31日 (百万人民币)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	3Q17 YoY	3Q17 QoQ
收入	18,264	18,253	18,212	16,891	20,874	23,489	29%	13%
网络营销	16,939	16,490	16,166	14,738	17,883	20,108	22%	12%
其他	1,325	1,763	2,047	2,153	2,991	3,381	92%	13%
销售成本	(8,738)	(9,256)	(9,722)	(9,233)	(10,582)	(11,801)		
毛利	9,526	8,996	8,491	7,658	10,292	11,688	30%	14%
毛利率	52%	49%	47%	45%	49%	50%	+1ppts	+1ppts
研发费用	(2,465)	(2,614)	(2,972)	(2,835)	(3,148)	(3,242)	24%	3%
销售及行政费用	(4,194)	(3,596)	(3,334)	(2,817)	(2,934)	(3,746)	4%	28%
其他收益 (费用)	0	0	0	0	0	0		
经营利润	2,866	2,787	2,185	2,006	4,210	4,700	69%	12%
税前利润 (GAAP)	3,195	4,138	4,523	2,175	4,974	9,045	119%	82%
所得税	(793)	(1,045)	(401)	(405)	(564)	(1,097)	5%	95%
非控制股东权益	(11)	(9)	(8)	(6)	(5)	(1)	-89%	-80%
净利润	2,414	3,102	4,129	1,777	4,415	7,949	156%	80%
NonGAAP净利润	2,808	3,447	4,606	2,390	5,571	9,076	163%	63%
NonGAAP净利润率	15%	19%	25%	14%	27%	39%	+20ppts	+12ppts

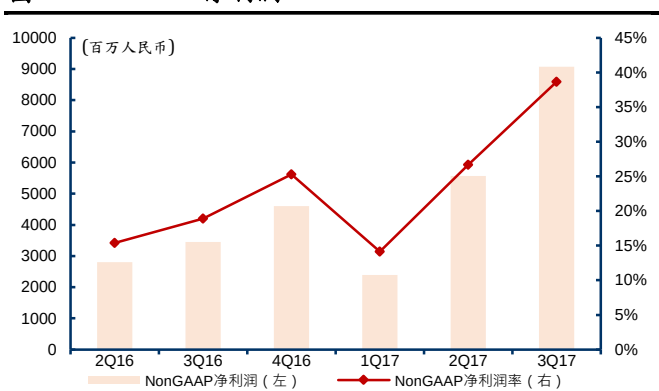
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 2: 季度收入及增速



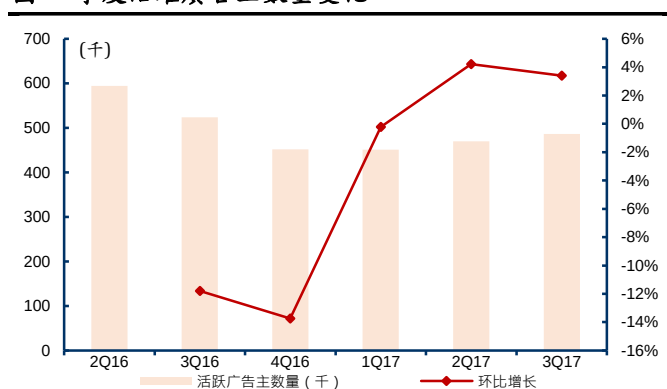
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 3: Non GAAP 淨利潤



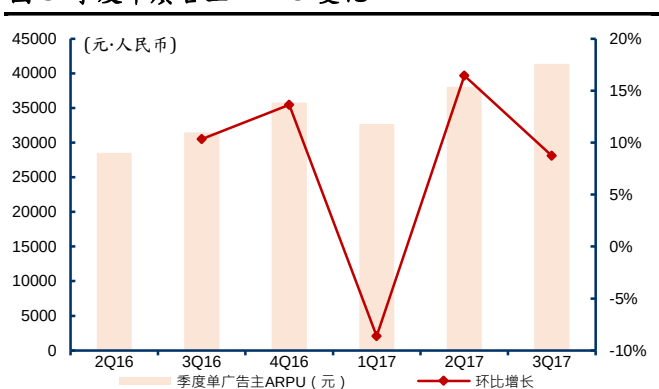
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 4: 季度活躍廣告主數量變化



資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 5: 季度單廣告主 ARPU 變化



資料來源: 公司, 招銀國際研究

利潤表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	66,382	70,549	85,512	104,649	125,771
网络营销	64,037	64,525	74,070	88,669	104,291
其他	2,345	6,024	11,442	15,980	21,480
销售成本	(27,458)	(35,279)	(45,364)	(55,412)	(66,596)
毛利	38,924	35,270	40,148	49,237	59,175
研发费用	(10,176)	(10,151)	(12,998)	(15,069)	(16,853)
销售及行政管理费用	(17,076)	(15,071)	(13,596)	(14,651)	(16,350)
股权支付支出	-	-	-	-	-
经营利润	11,672	10,049	13,554	19,517	25,972
利息收入	2,363	2,342	3,119	3,817	4,587
利息支出	(1,041)	(1,158)	(1,138)	(1,138)	(1,138)
外汇汇兑损失/收益	182	508	-	-	-
权益法投资收益(亏损)	4	(1,026)	(130)	(130)	(130)
其他	24,728	3,793	4,200	280	280
税前利润	37,907	14,509	19,604	22,345	29,570
所得税	(5,474)	(2,914)	(3,333)	(4,022)	(5,618)
非控制股东权益	1,232	37	814	916	479
净利润	33,664	11,632	17,085	19,239	24,431
NonGAAP调整	1,387	1,587	814	1,649	1,198
NonGAAP净利润	35,051	13,219	17,899	20,888	25,629

来源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	69,620	82,239	85,232	89,779	95,094
物业、厂房及设备	10,627	11,294	12,523	14,478	16,945
长期投资	37,959	45,690	45,690	45,690	45,690
土地租赁费用	-	-	-	-	-
无形资产	18,730	19,214	20,979	23,571	26,419
其他	2,304	6,039	6,039	6,039	6,039
流动资产	78,234	99,759	121,228	143,165	170,886
现金及现金等价物	10,056	11,216	31,874	52,710	79,216
应收贸易款项	3,927	4,109	4,920	6,021	7,236
存货	-	-	-	-	-
关连款项	1,941	346	346	346	346
其他	64,250	84,434	84,434	84,434	84,434
流动负债	26,103	46,102	54,293	62,454	71,538
借债	1,075	4,583	4,583	4,583	4,583
应付贸易账款	23,260	34,686	42,877	51,038	60,122
应付税项	-	-	-	-	-
关连款项	786	459	459	459	459
其他	982	6,374	6,374	6,374	6,374
非流动负债	41,483	43,645	43,645	43,645	43,645
长期负债	33,942	34,471	34,471	34,471	34,471
递延税项	3,441	3,589	3,589	3,589	3,589
其他	4,100	5,585	5,585	5,585	5,585
少数股东权益	12	(23)	(837)	(1,753)	(2,232)
上市公司股东权益	80,256	92,274	109,359	128,598	153,029
净资产总值	80,268	92,250	108,522	126,845	150,797

来源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利潤	32,432	11,596	16,271	18,323	23,952
折旧和摊销	5,837	8,244	9,586	10,549	12,801
营运资金变动	4,237	5,638	7,381	7,060	7,869
其他	(23,084)	(3,219)	-	-	-
经营活动所得现金净额	19,422	22,258	33,239	35,932	44,622
购置固定资产、无形资产及土地	(7,722)	(10,484)	(12,580)	(15,096)	(18,116)
联营公司	(3,874)	275	-	-	-
其他	(19,676)	(25,702)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(31,272)	(35,911)	(12,580)	(15,096)	(18,116)
资本变化	(2,624)	837	-	-	-
净银行借贷	10,506	3,252	-	-	-
股息	(59)	(53)	-	-	-
其他	134	10,554	-	-	-
融资活动所得现金净额	7,957	14,591	-	-	-
现金增加净额	(3,893)	939	20,658	20,836	26,506
年初现金及现金等价物	13,853	9,960	10,898	31,557	52,393
汇兑	179	144	-	-	-
年末现金及现金等价物	9,960	10,898	31,557	52,393	78,898
受限制现金	96	318	318	318	318
资产负债表中的现金	10,056	11,216	31,874	52,710	79,216

来源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
网络营销	96.5	91.5	86.6	84.7	82.9
其他	3.5	8.5	13.4	15.3	17.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	35.3	6.3	21.2	22.4	20.2
毛利	29.0	(9.4)	13.8	22.6	20.2
经营利润	(8.8)	(13.9)	34.9	44.0	33.1
调整后净利润	164.9	(64.2)	40.3	12.6	30.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	58.6	50.0	47.0	47.1	47.1
税前利率	57.1	20.6	22.9	21.4	23.5
有效税率	14.4	20.1	17.0	18.0	19.0
净利润率	48.9	16.4	19.0	17.5	19.0
调整后净利润率	52.8	18.7	20.9	20.0	20.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	3.0	2.2	2.2	2.3	2.4
平均应收账款周转天数	20.9	20.8	21.0	21.0	21.0
平均应付账款周转天数	237.1	296.5	296.5	296.5	296.5
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	31.1	30.2	6.6	净现金	净现金
回报率 (%)					
NonGAAP资本回报率	43.7	14.3	16.4	16.2	16.7
NonGAAP资产回报率	22.9	7.2	8.3	8.6	9.5
每股数据					
NonGAAP每股盈利(美元)	14.7	4.8	7.4	8.3	10.6
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	2,291.1	2,654.1	3,122.3	3,649.5	4,338.6

来源: 公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。