

百度 (BIDU US)

4Q17 超預期，信息流增長強勁

❖ **4Q17 超預期。**公司 4Q17 收入 236 億元（人民幣·下同），同比增長 29%，較預期高 2%；Non-GAAP 淨利潤為 52.3 億，同比增長 14%，較預期高 12%，受益於成本控制持續以及 O2O 剝離後利潤率的上升。此外，如若不考慮新的會計準則影響，公司 1Q18 收入指引介乎 210.5~222.3 億（同比增長 25%~32%），中值高於一致預測 2%。

❖ **2018 信息流廣告收入預計環比增速>20%。**信息流產品 4Q17 收入環比增速超過 20%，公司預計 1Q18 弱季節效應下信息流廣告收入或環比下滑，但後期將保持 20% 以上的環比增速。我們預計 FY18-20E 百度信息流廣告 CAGR 將達 48%，對應 FY18/19 收入為 96/148 億。本季度活躍廣告主淨減 2.6 萬至 46 萬，源于百度直通車業務的收縮（直通車為糯米業務）。而單廣告主 ARPU 保持穩健增長（4Q17 +25%YoY）。公司預計未來搜索廣告業務將持續受益於：1）圖片、語音搜索的滲透；2）動態廣告、目標轉化出價（oCPC）機制的優化。其中 oCPC 機制目前已被微博等信息流平臺使用，該種效果導向的計價方式有助於提升廣告轉化率、投資回報率，從而增加廣告主預算，而百度的電商、汽車、旅遊廣告主在該機制下收效明顯。

❖ **愛奇藝上市釋放估值。**4Q17 其他收入（主要來自于愛奇藝）同比增長 53%，增長強勁。愛奇藝拖累公司整體經營利潤率 12 個百分點（vs. 3Q17 11 個百分點），目前尚處虧損。由于 4Q17 大會時期播放內容的控制，愛奇藝 12 月 PC 及移動端日活相較 9 月持平，分別為 7,600 萬和 1.58 億，月均在線時長同比增長 22%。公司宣布愛奇藝已在美國提交上市申請，完成上市後，公司依舊為愛奇藝控股股東。介乎目前國內在線視頻領域上市標的稀缺，且與騰訊視頻在視頻領域排名 TOP2，參考 Netflix 的估值和走勢，我們預計愛奇藝的分拆將有助於釋放百度估值。

❖ **內容及研發投入短期或攤薄利潤率。**4Q17 公司 Non-GAAP 經營利潤率為 24%，成本控制持續，受益於：1）毛利率同比增加 4 個百分點，歸因于用戶獲取成本（TAC）占收入比重同比下降 4 個百分點、帶寬成本收入占比同比下降 0.9 個百分點，得益於手機百度及愛奇藝貢獻流量的增長；2）SG&A 費用率同比下降 3 個百分點。展望 2018 年，公司表示部分業務或會拉低整體利潤率，歸因于：1）愛奇藝及百家號的內容成本，FY18 內容成本增長幅度預計與 FY17 大致相同；2）市場營銷成本；3）AI 投入下研發支出的增長。故而我們預計 FY18 調整後淨利潤率將同比下滑 4 個百分點，但後期有望逐步回升。

❖ **上調至「買入」評級。**我們分別上調 FY18/19 收入 2%/4%，但考慮淨利潤率壓力，FY18/19 調整後淨利潤預測基本維持不變。為反應愛奇藝上市後估值貢獻，我們將主要估值方法從 DCF 調整為分部估值，目標價從 251.4 上調至 289 美元，相當于 FY18/19 31x/25x PE，上調至「買入」評級。中短期催化劑：1）愛奇藝上市；2）信息流表現超預期；2）AI 場景落地及商業化加速。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	66,599	80,060	100,944	123,797	143,969
調整後淨利潤(百萬人民幣)	13,219	22,270	20,692	25,926	31,868
調整後 EPADS(美元)	6.0	10.1	9.4	11.8	14.5
EPADS 變動(%)	-62.0	67.5	-7.1	25.3	22.9
市盈率(x)	41.4	24.7	26.6	21.2	17.3
市帳率(x)	5.9	4.6	4.0	3.4	2.9
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率(%)	12.6	15.9	13.6	14.7	15.2
淨財務杠杆率(%)	30.2	21.6	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入（上調）

目標價	US\$289.0
(此前目標價)	US\$251.4)
潛在升幅	+15.3%
當前股價	US\$250.7

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值(百萬美元)	87,298
3 月平均流通量(百萬美元)	654.6
5 周內股價高/低(美元)	275/166
總股本(百萬)	348.2

資料來源：彭博

股東結構

Baillie Gifford	8.3%
Blackrock	5.0%
Capital Group	4.7%

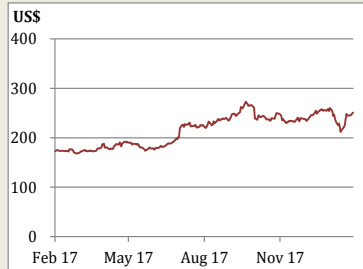
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.7%	2.2%
3-月	1.5%	-3.6%
6-月	11.2%	-1.0%

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

4Q17 業績和指引均超預期

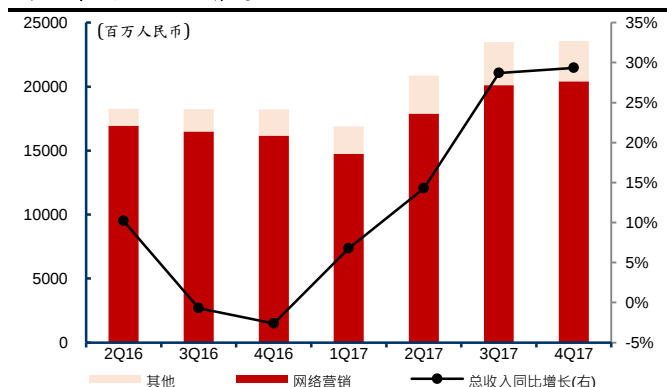
4Q17 超預期。公司 4Q17 收入 236 億元（人民幣·下同），同比增長 29%，較預期高 2%；Non-GAAP 淨利潤為 52.3 億，同比增長 14%，較預期高 12%，受益於成本控制持續以及 O2O 剝離後利潤率的上升。此外，如若不考慮新的會計準則影響（VAT 直接計入收入端），公司 1Q18 收入指引介乎 210.5~222.3 億（同比增長 25%~32%），中值高於一致預測 2%。

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	4Q17	4Q17 YoY	4Q17 QoQ
收入	18,264	18,253	18,212	16,891	20,874	23,489	23,556	29%	0%
网络营销	16,939	16,490	16,166	14,738	17,883	20,108	20,418	26%	2%
其他	1,325	1,763	2,047	2,153	2,991	3,381	3,138	53%	-7%
销售成本	(8,738)	(9,256)	(9,722)	(9,233)	(10,582)	(11,801)	(11,446)	18%	-3%
毛利	9,526	8,996	8,491	7,658	10,292	11,688	12,110	43%	4%
毛利率	52%	49%	47%	45%	49%	50%	51%	+4ppts	+1ppts
研发费用	(2,465)	(2,614)	(2,972)	(2,835)	(3,148)	(3,242)	(3,704)	25%	14%
占收入比重	-13%	-14%	-16%	-17%	-15%	-14%	-16%	+0ppts	-2ppts
销售及行政费用	(4,194)	(3,596)	(3,334)	(2,817)	(2,934)	(3,746)	(3,632)	9%	-3%
占收入比重	-23%	-20%	-18%	-17%	-14%	-16%	-15%	+3ppts	+1ppts
其他收益 (费用)	0	0	0	0	0	0	0		
经营利润	2,866	2,787	2,185	2,006	4,210	4,700	4,774	118%	2%
税前利润 (GAAP)	3,195	4,138	4,523	2,175	4,974	9,045	5,088	13%	-44%
所得税	(793)	(1,045)	(401)	(405)	(564)	(1,097)	(929)	132%	-15%
非控制股东权益	(11)	(9)	(8)	(6)	(5)	(1)	0	-100%	-100%
净利润	2,414	3,102	4,129	1,777	4,415	7,949	4,159	1%	-48%
NonGAAP净利润	2,808	3,447	4,606	2,390	5,571	9,076	5,233	14%	-42%
NonGAAP净利润率	15%	19%	25%	14%	27%	39%	22%	-3ppts	-17ppts

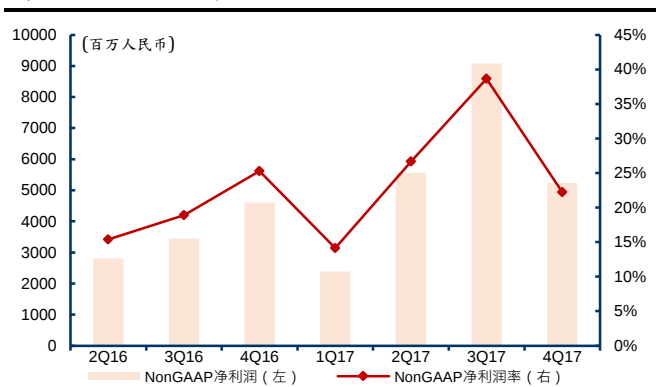
資料來源：公司，招銀國際研究

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

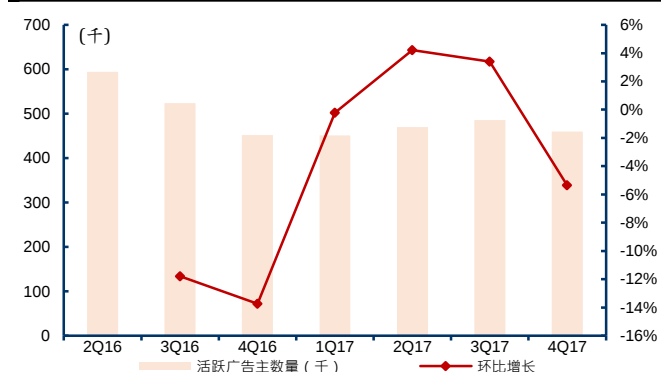


資料來源：公司，招銀國際研究

信息流增長強勁

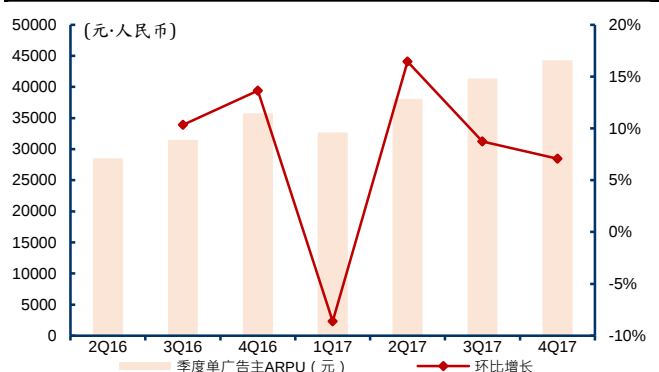
2018 信息流廣告收入預計環比增速>20%。信息流產品 4Q17 收入環比增速超過 20%，公司預計 1Q18 弱季節效應下信息流廣告收入或環比下滑，但後期將保持 20%以上的環比增速。我們預計 FY18-20E 百度信息流廣告 CAGR 將達 48%，對應 FY18/19 收入為 96/148 億。本季度活躍廣告主淨減 2.6 萬至 46 萬，源于百度直通車業務的收縮（直通車為糯米業務）。而單廣告主 ARPU 保持穩健增長（4Q17 +25%YoY）。公司預計未來搜索廣告業務將持續受益於：1）圖片、語音搜索的滲透；2）動態廣告、目標轉化出價（oCPC）機制的優化。其中 oCPC 機制目前已被微博等信息流平臺使用，該種效果導向的計價方式有助於提升廣告轉化率、投資回報率，從而增加廣告主預算，而百度的電商、汽車、旅遊廣告主在該機制下收效明顯。

圖 4: 季度活躍廣告主數量變化



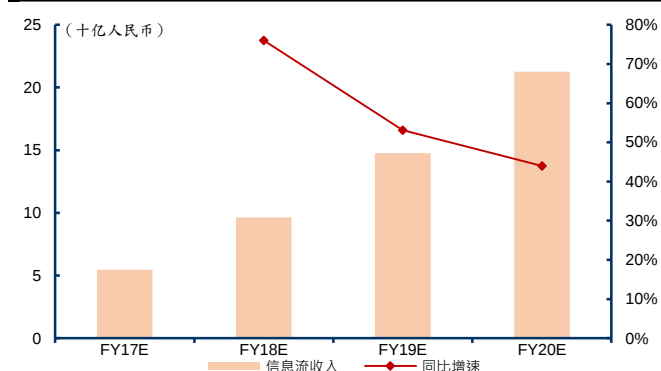
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 5: 季度單廣告主 ARPU 變化



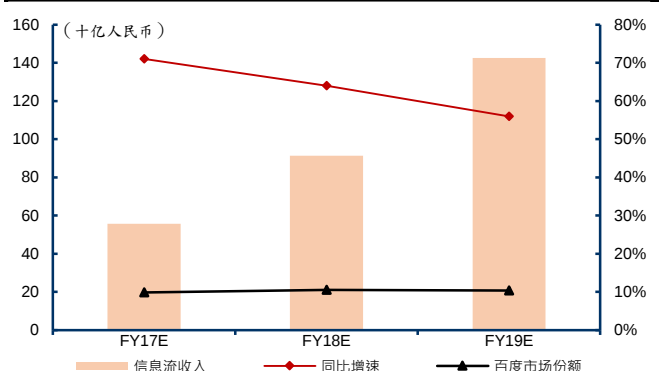
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 6: 百度信息流收入預測



資料來源：公司，招銀國際預測

圖 7: 行業增速及百度信息流市場份額



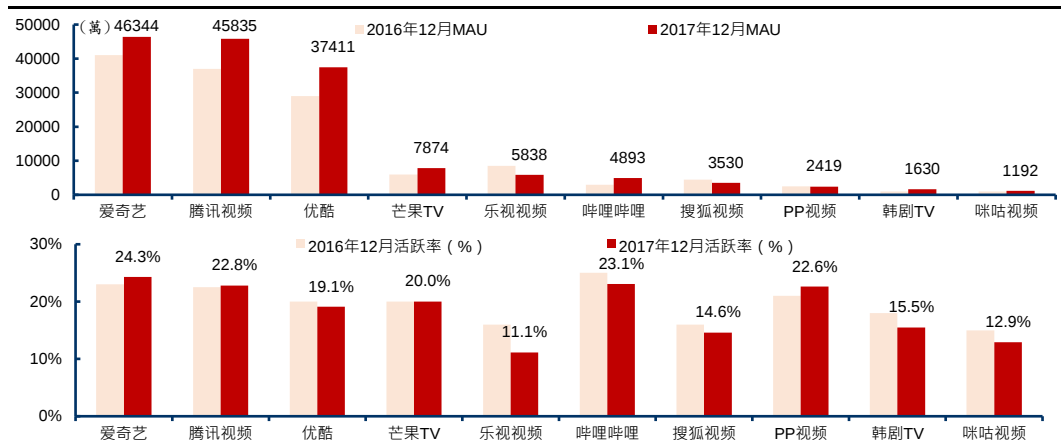
資料來源：iResearch，公司，招銀國際研究

愛奇藝上市釋放估值

4Q17 其他收入（主要來自於愛奇藝）同比增長 53%，增長強勁。愛奇藝拖累公司整體經營利潤率 12 個百分點（vs. 3Q17 11 個百分點），目前尚處虧損。由於 4Q17 大會時期播放內容的控制，愛奇藝 12 月 PC 及移動端日活相較 9 月持平，分別為 7,600 萬和 1.58 億，月均在線時長同比增長 22%。公司宣布愛奇藝已在美國提交上市申請，完成上市後，公司依舊為愛奇藝控股股東。介於目前國內在線視頻領域上市標的的稀缺，且與騰訊視頻在視頻領域排名 TOP2，參考 Netflix 的估值和走勢，我們預計愛奇藝的分拆將有助於釋放百度估值。

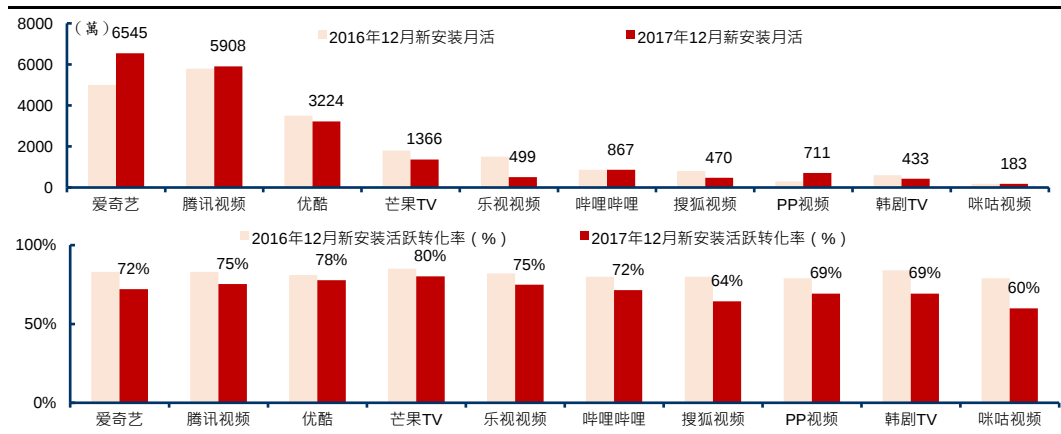
在線視頻領域，第一梯隊（愛奇藝、騰訊視頻、優酷）競爭格局穩定，且囊括了主要新增用戶。除愛奇藝新安裝活躍度增加 1500 萬外，行業新安裝月活增量及轉化率均呈下滑態勢，渠道拉新的成本加大。我們認為後期三大平臺激烈競爭將持續，而愛奇藝近期推出的網綜《聲臨其境》、《偶像練習生》等熱度持續攀升，有助於在拉新及付費轉化層面吸引增量。

圖 8: 在線視頻 TOP10 App 月活及活躍率



資料來源：QuestMobile, 招銀國際研究

圖 9: 在線視頻 TOP10 APP 新安裝活躍用戶數和新安裝活躍轉化率



資料來源：QuestMobile, 招銀國際研究

內容及研發投入短期或攤薄利潤率

4Q17 公司 Non-GAAP 經營利潤率為 24%，成本控制持續，受益於：1) 毛利率同比增加 4 個百分點，歸因於用戶獲取成本 (TAC) 占收入比重同比下降 4 個百分點、帶寬成本收入占比同比下降 0.9 個百分點，得益於手機百度及愛奇藝貢獻流量的增長；2) SG&A 費用率同比下降 3 個百分點。展望 2018 年，公司表示部分業務或會拉低整體利潤率，歸因於：1) 愛奇藝及百家號的內容成本，其中 1Q18 預計環比比 4Q17 略高，FY18 內容成本增長幅度預計與 FY17 大致相同；2) 市場營銷成本；3) AI 投入下研發支出的增長。故而我們預計 FY18 調整後淨利潤率將同比下滑 4 個百分點，但後期有望逐步回升。

上調至「買入」評級

上調至「買入」評級。我們分別上調 FY18/19 收入 2%/4%，但考慮淨利潤率壓力，FY18/19 調整後淨利潤預測基本維持不變。為反應愛奇藝上市後估值貢獻，我們將主要估值方法從 DCF 調整為分部估值，目標價從 251.4 上調至 289 美元，相當於 FY18/19 31x/25x PE，上調至「買入」評級。中短期催化劑：1) 愛奇藝上市；2) 信息流表現超預期；2) AI 場景落地及商業化加速。

圖 10:財務預測變動

	收入(百万人民币)			调整后净利润(百万人民币)			EPADS (人民币)		
	此前预测	最新预测	变动	此前预测	最新预测	变动	此前预测	最新预测	变动
FY18E	104,649	106,932	2%	20,888	20,692	-1%	9.00	9.40	-1%
FY19E	125,771	131,141	4%	25,629	25,926	1%	11.10	11.77	1%

資料來源：招銀國際預測

圖 11:估值

(十亿美元)	估值		估值参数		倍数		权值(EBIT/收入)		持股
	总计	每股价值(美元)			FY18	FY19	FY18	FY19	
广告(搜索+信息流)	74.3	212.5	EV/EBIT		15.0	12.8	5.0	5.8	100%
爱奇艺	14.0	40.1	P/S		3.4	3.0	4.2	5.8	81%
携程	4.9	14.1	基于携程市值						20%
饿了么	0.5	1.4	基于最近一轮估值						5%
净现金	7.3	20.8	基于现金流量表预测						
公司估值	101	289.0							

資料來源：公司，招銀國際預測

利潤表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	70,549	84,810	106,932	131,141	152,509
网络营銷	64,525	73,147	88,669	104,291	116,166
其他	6,024	11,663	18,263	26,850	36,343
淨收入	66,599	80,060	100,944	123,797	143,969
銷售成本	(31,328)	(38,313)	(50,934)	(61,941)	(71,576)
毛利	39,221	46,497	55,998	69,200	80,933
研發費用	(10,151)	(12,928)	(15,545)	(19,065)	(21,595)
銷售及行政管理費用	(15,071)	(13,128)	(15,646)	(18,941)	(21,739)
股權支付支出	-	-	-	-	-
經營利潤	10,049	15,692	18,818	23,850	29,058
利息收入	2,342	3,154	3,977	4,877	5,672
利息支出	(1,158)	(1,615)	(1,569)	(1,569)	(1,569)
外匯兌換損失/收益	508	(482)	-	-	-
權益法投資收益(虧損)	(1,026)	(63)	(130)	(130)	(130)
其他	3,793	4,598	1,000	1,000	1,000
稅前利潤	14,509	21,284	22,096	28,029	34,031
所得稅	(2,914)	(2,995)	(3,977)	(5,045)	(6,126)
非控制股東權益	37	13	36	46	56
淨利潤	11,632	18,302	18,155	23,030	27,961
NonGAAP調整	1,587	3,969	2,537	2,896	3,907
NonGAAP淨利潤	13,219	22,270	20,692	25,926	31,868

來源: 公司及招銀國際研究部預測

注釋: 淨收入、毛利為2018年根據會計新準則調整後數據, 即淨收入=收入-VAT

資產負債表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	82,239	100,559	105,045	110,299	116,205
物業、厂房及設備	11,294	12,475	14,414	16,847	19,867
長期投資	45,690	56,283	56,283	56,283	56,283
土地租賃費用	-	-	(155)	(155)	(155)
無形資產	19,214	21,273	23,975	26,796	29,682
其他	6,039	10,528	10,528	10,528	10,528
流動資產	99,759	151,169	186,547	223,240	261,840
現金及現金等价物	11,216	11,336	45,812	81,267	118,773
應收貿易款項	4,109	4,571	5,472	6,711	7,805
存貨	-	-	-	-	-
關連款項	346	168	168	168	168
其他	84,434	135,262	135,262	135,262	135,262
流動負債	46,102	82,057	103,802	122,766	139,366
借債	4,583	1,254	1,254	1,254	1,254
應付貿易賬款	34,686	72,794	94,539	113,503	130,103
應付稅項	-	-	-	-	-
關連款項	459	153	153	153	153
其他	6,374	7,856	7,856	7,856	7,856
非流動負債	43,645	50,321	50,321	50,321	50,321
長期負債	34,471	35,812	35,812	35,812	35,812
遞延稅項	3,589	3,375	3,375	3,375	3,375
其他	5,585	11,134	11,134	11,134	11,134
少數股東權益	(23)	4,004	3,968	3,922	3,866
上市公司股東權益	92,274	115,346	133,501	156,531	184,492
淨資產總值	92,250	119,350	137,469	160,452	188,358

來源: 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)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
年度利潤	11,596	18,289	18,119	22,984	27,905
折舊和摊销	8,244	9,545	10,484	12,710	15,651
營運資金變動	5,638	12,194	20,844	17,725	15,507
其他	(3,219)	3,244	-	-	-
經營活動所得現金淨額	22,258	43,271	49,446	53,418	59,064
購置固定資產、無形資產及土地	(10,484)	(12,475)	(14,970)	(17,964)	(21,557)
聯營公司	275	-	-	-	-
其他	(25,702)	(35,970)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(35,911)	(48,445)	(14,970)	(17,964)	(21,557)
資本變化	837	521	-	-	-
淨銀行借貸	3,252	(691)	-	-	-
股息	(53)	-	-	-	-
其他	10,554	5,530	-	-	-
融資活動所得現金淨額	14,591	5,360	-	-	-
現金增加淨額	939	186	34,476	35,454	37,507
年初現金及現金等價物	9,960	10,898	11,084	45,560	81,015
匯兌	144	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	10,898	11,084	45,560	81,015	118,521
受限制現金	318	252	252	252	252
資產負債表的現金	11,216	11,336	45,812	81,267	118,773

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
網絡營銷	91.5	86.2	82.9	79.5	76.2
其他	8.5	13.8	17.1	20.5	23.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	6.3	20.2	26.1	22.6	16.3
毛利	(9.4)	18.4	19.8	23.7	17.0
經營利潤	(13.9)	56.1	19.9	26.7	21.8
調整後淨利潤	(64.2)	57.7	(0.9)	26.9	21.4
盈利能力比率 (%)					
毛利率	53.0	52.1	49.5	50.0	50.3
稅前利率	21.8	26.6	21.9	22.6	23.6
有效稅率	20.1	14.1	18.0	18.0	18.0
淨利潤率	17.4	22.8	17.9	18.6	19.4
調整後淨利潤率	18.7	26.3	19.4	19.8	20.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.2	1.8	1.8	1.8	1.9
平均應收賬款周轉天數	22.0	19.8	19.8	19.8	19.8
平均應付賬款周轉天數	333.8	628.9	628.9	628.9	628.9
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-
淨負債/總權益比率 (%)	30.2	21.6	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
NonGAAP資本回報率	14.3	19.3	15.5	16.6	17.3
NonGAAP資產回報率	7.2	8.8	7.1	7.8	8.4

每股數據

NonGAAP每股盈利(美元)	5.1	8.3	8.2	10.5	12.7
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股賬面值(人民幣)	2,654.1	3,414.6	3,933.0	4,590.6	5,389.0

來源: 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: 中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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，且不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。