

# 百度 (BIDU US)

## 開源節流：信息流發力，成本控制見效

- ❖ **2Q17 利潤遠超預期，穩健指引彰顯公司企穩上升趨勢。**公司 2Q17 收入 208.7 億元（人民幣·下同），同比增長 14%，較市場一致預測高 1%；Non-GAAP 淨利潤為 55.7 億，同比大漲 98%，較一致預期高 61%（受益于 TAC 及 SG&A 成本控制見效、稅率優惠）。3Q17 收入指引較為強勁：預計介于 231.3 億至 237.5 億（同比增長 26.7%~30.1%），中值高于一致預測 2%。
- ❖ **AI+搜索協同，助推信息流廣告用戶續增、變現加速。**憑藉與搜索的協同、AI 驅動下的精準推送，信息流廣告-中短期廣告增長點-在獲客及變現均實現突破：1) 信息流產品 DAU 從 1Q17 的 8300 萬上升至 1 億（vs. 今日頭條~8000 萬）；2) 粘性增強：手機百度在升級迭代後（最新上線 9.0 版本），月度總時長同比增長 46%（QuestMobile 數據）；3) 日均收入環比增長 200%。此外，配合傳統搜索的復蘇，活躍廣告主數量在經歷多季度下滑後于 2Q17 企穩回升：本季度淨增 2 萬至 47 萬（主要來自教育/汽車/物流/本地生活）。同時，單廣告主 ARPU 實現加速增長（2Q17 +32%YoY, vs. 1Q17 +27%YoY），且預計未來 ARPU 將繼續步入上升通道。考慮信息流廣告後期對廣告庫存的增量貢獻，基于目前信息流日均收入（~3000 萬），上調信息流廣告收入，預計 FY17 收入貢獻約 9%。
- ❖ **愛奇藝用戶規模創新高，付費用戶超 3000 萬。**愛奇藝付費用戶數超 3000 萬，領先同業，參考 Netflix 付費用戶數（> 1 億），仍有較大上升空間。此外，PC 及移動 DAU 分別達 7500 萬、1.46 億，月均使用時長穩健增長（iResearch 數據）。結合管理層指引，預計 FY17 內容成本依舊保持約 100% 同比增長。內容深化層面，自製劇及近期獨家內容（e.g.<中國新歌聲>）有望持續引流，配合會員打折活動，預計付費轉化率將逐漸提升。
- ❖ **成本控制見效。**2Q17 公司 Non-GAAP 經營利潤率增至 24%(vs. 2Q16 19%)，受益于：1) 用戶獲取成本（TAC）占收入比重從 2Q16 的 16% 下降至 2Q17 的 12%，得益于部分 TAC 投入向信息流的遷移、愛奇藝貢獻擴大（愛奇藝 TAC 較小）；2) SG&A 費用同比下降 30%，費用率由 2Q16 的 23% 縮小至 2Q17 的 14%，歸因于：聚焦 AI 戰略下，交易服務（尤其是外賣業務）的推廣費用控制及模式轉變（交易抽成轉為廣告為主）。而該項成本控制反映在外賣用戶變化上可見一斑：百度外賣 6 月 MAU 同比下滑 12%（vs. 美團/餓了麼 MAU 同比增長 62%/63%）。預計 2H17 SG&A 費用或有所提升，源于信息流產品的投入。
- ❖ **維持「持有」評級。**鑒于公司信息流廣告推進高于預期、成本控制趨勢，我們上調 FY18/19 調整後淨利潤+1%/+3%，目標價由 188.1 美元上調至 234.5 美元，基于 SoTP 估值（集團估值 US\$216 及攜程 US\$18），相當于 FY18 28x PE。考慮前期股價上揚已反應部分業績憧憬，暫維持「持有」評級。

### 財務資料

| (截至 12 月 31 日) | FY15A  | FY16A  | FY17E  | FY18E   | FY19E   |
|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 營業額(百萬元人民幣)    | 66,382 | 70,549 | 86,148 | 106,171 | 126,666 |
| 調整後淨利潤(百萬元人民幣) | 35,051 | 13,219 | 14,367 | 19,356  | 24,037  |
| 調整後 EPADS(美元)  | 14.8   | 5.6    | 6.1    | 8.3     | 10.3    |
| EPADS 變動(%)    | 148.9  | -62.0  | 8.7    | 34.7    | 24.2    |
| 市盈率(x)         | 14.8   | 39.0   | 35.9   | 26.6    | 21.4    |
| 市帳率(x)         | 6.6    | 5.7    | 5.0    | 4.3     | 3.6     |
| 股息率(%)         | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0     |
| 權益收益率(%)       | 41.9   | 12.6   | 12.5   | 14.5    | 15.7    |
| 淨財務杠杆率(%)      | 31.1   | 30.2   | 10.0   | 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\$234.5 |
| 潛在升幅 | +6.6%     |
| 當前股價 | US\$220.0 |

### 黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

### TMT 行業

|                |         |
|----------------|---------|
| 市值(百萬美元)       | 76,312  |
| 3 月平均流通量(百萬美元) | 525.6   |
| 5 周內股價高/低(美元)  | 226/156 |
| 總股本(百萬)        | 347.3   |

資料來源：彭博

### 股東結構

|                 |      |
|-----------------|------|
| Baillie Gifford | 8.8% |
| Blackrock       | 4.4% |
| Capital Group   | 3.0% |

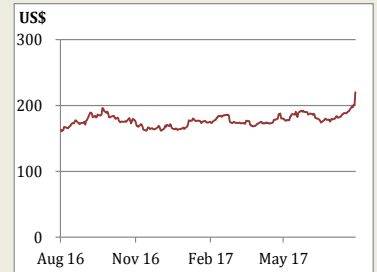
資料來源：彭博

### 股價表現

|     | 絕對回報  | 相對回報  |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 22.5% | 17.9% |
| 3-月 | 22.1% | 11.4% |
| 6-月 | 26.4% | 9.4%  |

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

**利潤表**

| 年結:12月31日(百万人民币)  | FY15A         | FY16A         | FY17E         | FY18E          | FY19E          |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>收入</b>         | <b>66,382</b> | <b>70,549</b> | <b>86,148</b> | <b>106,171</b> | <b>126,666</b> |
| 网络营销              | 64,037        | 64,525        | 74,070        | 88,669         | 104,291        |
| 其他                | 2,345         | 6,024         | 12,078        | 17,502         | 22,375         |
| 销售成本              | (27,458)      | (35,279)      | (46,046)      | (57,173)       | (68,336)       |
| <b>毛利</b>         | <b>38,924</b> | <b>35,270</b> | <b>40,102</b> | <b>48,998</b>  | <b>58,330</b>  |
| 研发费用              | (10,176)      | (10,151)      | (13,094)      | (15,289)       | (17,733)       |
| 销售及行政管理费用         | (17,076)      | (15,071)      | (13,697)      | (15,607)       | (16,213)       |
| 股权支付支出            | -             | -             | -             | -              | -              |
| <b>经营利润</b>       | <b>11,672</b> | <b>10,049</b> | <b>13,310</b> | <b>18,102</b>  | <b>24,383</b>  |
| 利息收入              | 2,363         | 2,342         | 3,142         | 3,872          | 4,619          |
| 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         | -             | -              | -              |
| <b>税前利润</b>       | <b>37,907</b> | <b>14,509</b> | <b>15,183</b> | <b>20,706</b>  | <b>27,735</b>  |
| 所得税               | (5,474)       | (2,914)       | (2,581)       | (3,727)        | (5,270)        |
| 非控制股东权益           | 1,232         | 37            | 630           | 849            | 449            |
| <b>净利润</b>        | <b>33,664</b> | <b>11,632</b> | <b>13,232</b> | <b>17,828</b>  | <b>22,914</b>  |
| NonGAAP调整         | 1,387         | 1,587         | 1,134         | 1,528          | 1,123          |
| <b>NonGAAP净利润</b> | <b>35,051</b> | <b>13,219</b> | <b>14,367</b> | <b>19,356</b>  | <b>24,037</b>  |

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          |
|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>非流动资产</b>     | <b>69,620</b> | <b>82,239</b> | <b>85,345</b>  | <b>89,571</b>  | <b>94,730</b>  |
| 物业、厂房及设备         | 10,627        | 11,294        | 13,781         | 16,995         | 20,750         |
| 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        | 19,834         | 20,847         | 22,250         |
| 其他               | 2,304         | 6,039         | 6,039          | 6,039          | 6,039          |
| <b>流动资产</b>      | <b>78,234</b> | <b>99,759</b> | <b>117,999</b> | <b>139,790</b> | <b>166,163</b> |
| 现金及现金等价物         | 10,056        | 11,216        | 28,609         | 49,248         | 74,442         |
| 应收贸易款项           | 3,927         | 4,109         | 4,956          | 6,108          | 7,288          |
| 存货               | -             | -             | -              | -              | -              |
| 关连款项             | 1,941         | 346           | 346            | 346            | 346            |
| 其他               | 64,250        | 84,434        | 84,434         | 84,434         | 84,434         |
| <b>流动负债</b>      | <b>26,103</b> | <b>46,102</b> | <b>54,847</b>  | <b>63,885</b>  | <b>72,952</b>  |
| 借债               | 1,075         | 4,583         | 4,583          | 4,583          | 4,583          |
| 应付贸易账款           | 23,260        | 34,686        | 43,431         | 52,468         | 61,535         |
| 应付税项             | -             | -             | -              | -              | -              |
| 关连款项             | 786           | 459           | 459            | 459            | 459            |
| 其他               | 982           | 6,374         | 6,374          | 6,374          | 6,374          |
| <b>非流动负债</b>     | <b>41,483</b> | <b>43,645</b> | <b>43,645</b>  | <b>43,645</b>  | <b>43,645</b>  |
| 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)          | (653)          | (1,502)        | (1,951)        |
| 上市公司股东权益         | 80,256        | 92,274        | 105,506        | 123,334        | 146,248        |
| <b>净资产总值</b>     | <b>80,268</b> | <b>92,250</b> | <b>104,853</b> | <b>121,832</b> | <b>144,297</b> |

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          | 12,602          | 16,979          | 22,465          |
| 折舊和攤銷             | 5,837           | 8,244           | 8,013           | 9,119           | 10,855          |
| 營運資金變動            | 4,237           | 5,638           | 7,898           | 7,886           | 7,888           |
| 其他                | (23,084)        | (3,219)         | -               | -               | -               |
| <b>經營活動所得現金淨額</b> | <b>19,422</b>   | <b>22,258</b>   | <b>28,514</b>   | <b>33,983</b>   | <b>41,208</b>   |
| 購置固定資產、無形資產及土地    | (7,722)         | (10,484)        | (11,120)        | (13,344)        | (16,013)        |
| 聯營公司              | (3,874)         | 275             | -               | -               | -               |
| 其他                | (19,676)        | (25,702)        | -               | -               | -               |
| <b>投資活動所得現金淨額</b> | <b>(31,272)</b> | <b>(35,911)</b> | <b>(11,120)</b> | <b>(13,344)</b> | <b>(16,013)</b> |
| 資本變化              | (2,624)         | 837             | -               | -               | -               |
| 淨銀行借貸             | 10,506          | 3,252           | -               | -               | -               |
| 股息                | (59)            | (53)            | -               | -               | -               |
| 其他                | 134             | 10,554          | -               | -               | -               |
| <b>融資活動所得現金淨額</b> | <b>7,957</b>    | <b>14,591</b>   | <b>-</b>        | <b>-</b>        | <b>-</b>        |
| <b>現金增加淨額</b>     | <b>(3,893)</b>  | <b>939</b>      | <b>17,393</b>   | <b>20,639</b>   | <b>25,194</b>   |
| 年初現金及現金等價物        | 13,853          | 9,960           | 10,898          | 28,292          | 48,930          |
| 匯兌                | 179             | 144             | -               | -               | -               |
| <b>年末現金及現金等價物</b> | <b>9,960</b>    | <b>10,898</b>   | <b>28,292</b>   | <b>48,930</b>   | <b>74,125</b>   |
| 受限制現金             | 96              | 318             | 318             | 318             | 318             |
| <b>資產負債表的現金</b>   | <b>10,056</b>   | <b>11,216</b>   | <b>28,609</b>   | <b>49,248</b>   | <b>74,442</b>   |

來源: 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        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>銷售組合 (%)</b>   |              |              |              |              |              |
| 網絡營銷              | 96.5         | 91.5         | 86.0         | 83.5         | 82.3         |
| 其他                | 3.5          | 8.5          | 14.0         | 16.5         | 17.7         |
| <b>總額</b>         | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> |
| <b>增長 (%)</b>     |              |              |              |              |              |
| 收入                | 35.3         | 6.3          | 22.1         | 23.2         | 19.3         |
| 毛利                | 29.0         | (9.4)        | 13.7         | 22.2         | 19.0         |
| 經營利潤              | (8.8)        | (13.9)       | 32.4         | 36.0         | 34.7         |
| 調整後淨利潤            | 164.9        | (64.2)       | 8.7          | 34.7         | 32.3         |
| <b>盈利能力比率 (%)</b> |              |              |              |              |              |
| 毛利率               | 58.6         | 50.0         | 46.6         | 46.2         | 46.1         |
| 稅前利率              | 57.1         | 20.6         | 17.6         | 19.5         | 21.9         |
| 有效稅率              | 14.4         | 20.1         | 17.0         | 18.0         | 19.0         |
| 淨利潤率              | 48.9         | 16.4         | 14.6         | 16.0         | 17.7         |
| 調整後淨利潤率           | 52.8         | 18.7         | 16.7         | 18.2         | 19.0         |
| <b>資產負債比率</b>     |              |              |              |              |              |
| 流動比率 (x)          | 3.0          | 2.2          | 2.2          | 2.2          | 2.3          |
| 平均應收賬款周轉天數        | 20.9         | 20.8         | 21.0         | 21.0         | 21.0         |
| 平均應付賬款周轉天數        | 237.1        | 296.5        | 296.5        | 296.5        | 296.5        |
| 平均存貨周轉天數          | -            | -            | -            | -            | -            |
| 淨負債/總權益比率 (%)     | 31.1         | 30.2         | 10.0         | 淨現金          | 淨現金          |
| <b>回報率 (%)</b>    |              |              |              |              |              |
| NonGAAP資本回報率      | 43.7         | 14.3         | 13.6         | 15.7         | 16.4         |
| NonGAAP資產回報率      | 22.9         | 7.2          | 6.8          | 8.1          | 9.0          |
| <b>每股數據</b>       |              |              |              |              |              |
| NonGAAP每股盈利(美元)   | 14.7         | 4.7          | 5.7          | 7.6          | 9.8          |
| 每股股息(美元)          | -            | -            | -            | -            | -            |
| 每股賬面價值(人民幣)       | 2,291.1      | 2,654.1      | 3,016.7      | 3,505.2      | 4,151.6      |

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: 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责任。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。接收本報告之行為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。