

百度 (BIDU US)

AI 大会纪要：AI 多场景加速落地

- ❖ **百度 AI 大会：Everyone Can AI。**此次百度世界大会再次强化了开源、共享，聚焦 DuerOS 和 Apollo 的同时突出百度大脑的 AI 技能集成及多场景应用。我们认为此期大会会有如下进展及亮点：1) 推出智能小程序，助于流量精细化运营；2) L4 自动驾驶实现量产；3) 发布自研“昆仑 AI 芯片”；4) 百度大脑、DuerOS、Apollo 全面进入 3.0 阶段。
- ❖ **Apollo：L4 自动驾驶实现量产。**按此前规划，百度和金龙合作的 L4 小巴士“阿波龙”已于 2018 年 7 月实现量产，目前已有 100 量台车推出，且预计于国内及日本开展商业化运营。此外，百度推出 Apollo 3.0 方案，并制定小度车载 OS、自主泊车、自动接驳巴士、无人作业小车等四项量产方案，已接入 116 个生态合作伙伴。L4 量产的初步落地充分体现出 AI 战略的稳步推进，我们预计后期将看到更多场景化的延伸，尤其在农业、清洁、运输等短途常规路线及封闭园区的应用。
- ❖ **智能小程序：智能交互，助于流量精细化运营。**百度首次推出智能小程序，并计划于今年 12 月全面开源。智能小程序可同时运行于百度系 App（例如：手百、百度贴吧、百度地图）及外部应用（例如：携程、58 同城）。虽然智能小程序接入数量及用户体量目前较微信小程序有差距，但我们认为，智能小程序“一次开发、多端运行”的快速接入方式助于迅速吸引开发者，同时有望优化百度流量的精细化运营及智能推荐，进而提升用户时长及广告价值。例如，携程接入智能小程序后，页面性能提高 30%，获客成本比 App 低 40%。
- ❖ **DuerOS 3.0：向 IoT 深化。**DuerOS 3.0 升级系统在用户体量、场景拓展及商业模式上均实现稳步深化：1) 用户：截至 2018 年 6 月，DuerOS 激活量/月活分别超过 9,000 万/2,500 万，较 1 月增长 80%/150%，已成为中国市场最大、最活跃的语音识别交互系统。2) 场景拓展：合作伙伴包括智能电视、智能手机、儿童设备、智能音箱、汽车等 IoT 生态链，开发者高达 16,000+。3) 启动商业分成计划，并在前 6 个月 100% 收益回馈开发者。此外，百度推出首款智能视频音箱“小度在家”以及小度智能音箱产品，我们认为其自有产品及低价策略助于品牌及系统的宣传、提升 IoT 渗透率，同时更多语音交互数据的收集助于反哺云端内容。
- ❖ **维持「买入」评级。**虽然纯 AI 衍生产品变现（如 Apollo、DuerOS）还待产业普及及渠道打通，但我们期待 AI 赋能下对原有业务的优化效应（e.g. 语音及图像搜索自 1Q15 至 1Q18 提升 12 倍），建议密切关注智能小程序的推进。憧憬 2Q18 搜索和信息流的超预期增长，维持公司「买入」评级，目标价 299.4 美元，相当于 25x FY19E P/E。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	66,599	80,060	102,019	124,904	145,289
调整后净利润(百万人民币)	13,219	22,270	21,121	26,408	32,455
调整后 EPADS(人民币)	38.0	63.7	60.4	75.6	92.9
EPADS 变动 (%)	-62.0	67.5	-5.2	25.0	22.9
市盈率(x)	44.0	26.3	27.7	22.1	18.0
市帐率(x)	6.3	4.9	4.2	3.6	3.1
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	12.6	15.9	13.8	14.9	15.3
净财务杠杆率 (%)	30.2	21.6	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	US\$299.4
(此前目标价)	US\$299.4
潜在升幅	+18.9%
当前股价	US\$251.8

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

伍力恒

电话：(852) 3900 0881

邮件：alexng@cmbi.com.hk

互联网行业

市值(百万美元)	87,800
3 月平均流通量(百万美元)	937.1
5 周内股价高/低(美元)	284/182
总股本(百万)	348.2

资料来源：彭博

股东结构

Baillie Gifford	7.8%
Capital Group	5.5%
Blackrock	5.0%

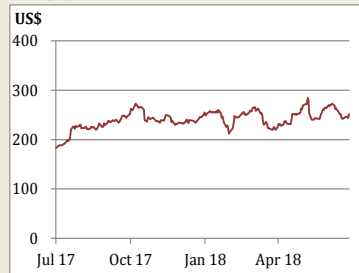
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-5.0%	5.8%
3-月	14.5%	20.7%
6-月	2.7%	11.8%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.baidu.com

百度 AI 大会：Everyone Can AI

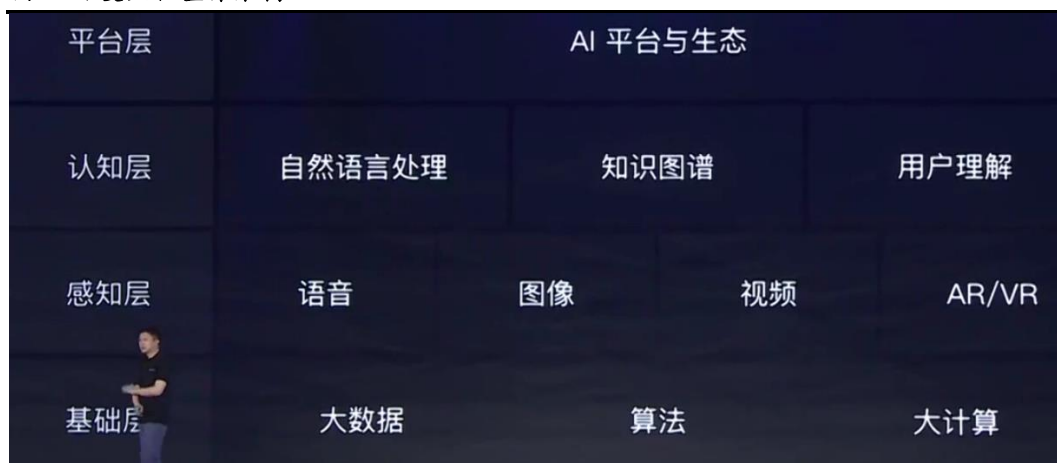
此次百度世界大会再次强化了开源、共享，聚焦 Duer OS 和 Apollo 的同时突出百度大脑的 AI 技能集成及多场景应用。我们认为此期大会有如下进展及亮点：1) 推出智能小程序，助于流量精细化运营；2) L4 自动驾驶实现量产；3) 发布自研“昆仑 AI 芯片”；4) 百度大脑、Duer OS、Apollo 全面进入 3.0 阶段。

图 1: 阿波龙量产下线



资料来源：2018 百度 AI 大会

图 2: 百度大脑整体架构



资料来源：2018 百度 AI 大会

图 3: 推出“昆仑”芯片



资料来源：2018 百度 AI 大会

图 4: 小度在家智能视频音箱



资料来源：2018 百度 AI 大会

Apollo：L4 自动驾驶实现量产

阿波龙巴士量产下线。按此前规划，百度和金龙合作的 L4 小巴士“阿波龙”（无方向盘、油门、刹车踏板）已于 2018 年 7 月实现量产，目前已有 100 量台车推出，且预计于国内（北京、雄安、平潭、广州、深圳等）及日本开展商业化运营。其中，于日本东京的推行将和软银合作，如，将无人车置于核电站中或用于接送老人。

图 5:L4 阿波龙展示图



资料来源：2018 百度 AI 大会

图 6:阿波龙巴士量产下线



资料来源:2018 百度 AI 大会

图 7: 百度自动驾驶汽车系列



资料来源：2018 百度 AI 大会

此外，百度推出 Apollo 3.0 方案，并发布小度车载 OS（量产车联网系统解决方案）及三大针对园区场景的无人车量产方案（自主泊车、自动接驳巴士、无人作业小车），目前已接入 116 个生态合作伙伴。L4 量产的初步落地充分体现出 AI 战略的稳步推进，我们预计后期将看到更多场景化的延伸，尤其在农业、清洁、运输等封闭园区、短途常规路线的应用。

图 8:Apollo 3.0 小度车载 OS



资料来源：2018 百度 AI 大会

图 9:Apollo 3.0 园区三大场景解决方案



资料来源:2018 百度 AI 大会

Duer OS 3.0: 向 IoT 深化

DuerOS 3.0 升级系统在用户体量、场景拓展及商业模式上均实现稳步深化：1) 用户：截至 2018 年 6 月，DuerOS 激活量/月活分别超过 9,000 万/2,500 万，较 1 月增长 80%/150%，已成为中国市场最大、最活跃的语音识别交互系统。2) 场景拓展：合作伙伴包括智能电视、智能手机、儿童设备、智能音箱、汽车等 IoT 生态链，开发者高达 16,000+。3) 启动商业分成计划，并在前 6 个月 100%收益回馈开发者。

图 10: Duer OS 3.0 框架图

智能设备开放平台 应用层	有屏设备解决方案 全新 DDS: DuerOS Devices with Screen		蓝牙设备解决方案 全新 DMA: DuerOS Mobile Accessories	
	行业解决方案 全新 DBS: DuerOS Business Solutions			
对话核心系统 核心层	情感语音播报 升级		声纹识别 全新	
	儿童模式 全新	极客模式 全新	智能引导与纠错 全新	
	视觉搜索能力 全新		视频理解能力 全新	
技能开放平台 能力层	有屏设备技能 全新		付费技能 全新	技能内付费 全新
	有屏技能协议 / SDK 全新		开发者商户中心 全新	技能支付 API 全新

资料来源：2018 百度 AI 大会

推出智能视频音箱“小度在家”以及小度智能音箱，加速 IoT 商业化落地。百度推出首款智能视频音箱“小度在家”以及小度智能音箱产品，两款产品均联合“小鱼在家”发布。相较于此前推出的 raven-H，**最新产品组合凸显价格优势**（小度在家定价 598 元，小度音箱定价 249 元 & 尝鲜价 89 元），**且销售渠道更为多元化**（包括天猫、京东、小度商城）。我们认为其自有品牌及低价策略助于提升品牌及系统认知度、进而拓展对 Duer OS 3.0 合作伙伴的触达（智能家居、随身设备、车载等），同时更多语音交互数据的收集助于反哺云端内容。

参照海外 Amazon Echo、Google Home 及国内天猫精灵的火热销售，我们长期看好公司切入智能家居场景的 AI 商业化途径以及以硬件“爆款”推动软件/系统应用的普及。

图 11: 小度在家智能视频音箱



资料来源: 2018 百度 AI 大会

图 12: 小度智能音箱

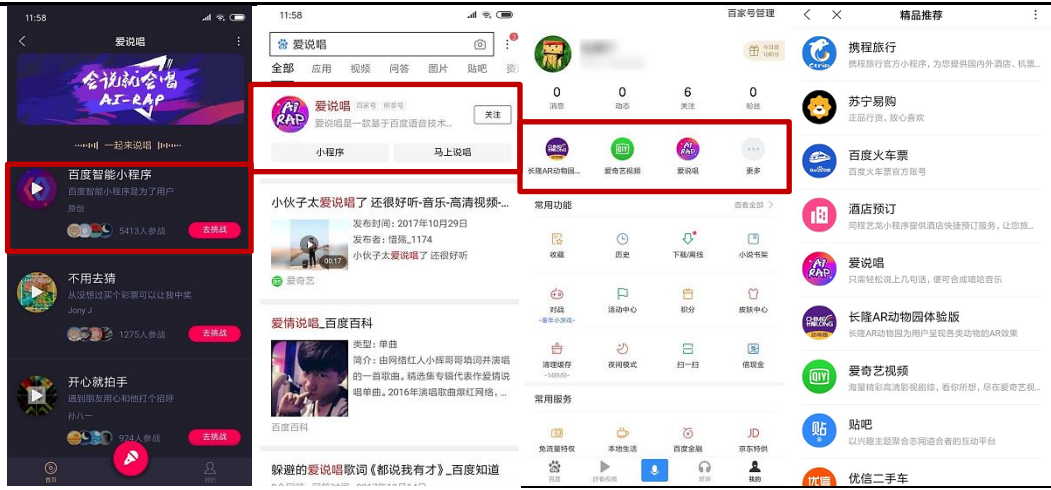


资料来源: 2018 百度 AI 大会

智能小程序：智能交互，助于流量精细化运营

百度首次推出智能小程序，并计划于今年 12 月全面开源。智能小程序特色体现在“更自然，更智能，更开放”，可同时运行于百度系 App（e.g. 手百、百度贴吧、百度地图）及外部应用（e.g. 携程、58 同城）。相较于微信小程序链接线上线下的核心战略，我们认为百度智能小程序更为强调“开放”和“智能”。虽然智能小程序接入数量及用户体量目前较微信小程序有差距，但我们认为，智能小程序“一次开发、多端运行”的快速接入方式助于迅速吸引开发者，同时有望优化百度流量的精细化运营及智能推荐，进而提升用户时长及广告价值。例如，携程接入智能小程序后，页面性能提高 30%，获客成本比 App 低 40%。

图 13: 百度智能小程序



资料来源：手机百度 App

图 14: 百度大脑 3.0 将全面接入智能小程序



资料来源：2018 百度 AI 大会

图 15: 智能小程序“智能推荐”效果



资料来源：2018 百度 AI 大会

图 16: 智能小程序更开源



资料来源：2018 百度 AI 大会

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	70,549	84,810	108,071	132,314	153,908
网络营销	64,525	73,147	89,614	105,223	117,232
其他	6,024	11,663	18,457	27,091	36,676
净收入	66,599	80,060	102,019	124,904	145,289
销售成本	(31,328)	(38,313)	(51,261)	(62,230)	(71,925)
毛利	35,270	41,748	50,759	62,674	73,364
研发费用	(10,151)	(12,928)	(15,711)	(19,235)	(21,793)
销售及行政管理费用	(15,071)	(13,128)	(15,813)	(19,110)	(21,939)
股权支付支出	-	-	-	-	-
经营利润	10,049	15,692	19,235	24,328	29,632
利息收入	2,342	3,154	4,019	4,921	5,724
利息支出	(1,158)	(1,615)	(1,569)	(1,569)	(1,569)
外汇兑换损失/收益	508	(482)	-	-	-
权益法投资收益(亏损)	(1,026)	(63)	(130)	(130)	(130)
其他	3,793	4,598	1,000	1,000	1,000
税前利润	14,509	21,284	22,555	28,550	34,657
所得税	(2,914)	(2,995)	(4,060)	(5,139)	(6,238)
非控制股东权益	37	13	37	47	57
净利润	11,632	18,302	18,532	23,458	28,476
NonGAAP调整	1,587	3,969	2,589	2,950	3,979
NonGAAP净利润	13,219	22,270	21,121	26,408	32,455

来源: 公司及招银国际研究部预测

注释: 净收入、毛利为2018年根据会计新准则调整后数据, 即净收入=收入-VAT

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	82,239	100,559	105,045	110,299	116,205
物业、厂房及设备	11,294	12,475	14,414	16,847	19,867
长期投资	45,690	56,283	56,283	56,283	56,283
土地租赁费用	-	-	(155)	(155)	(155)
无形资产	19,214	21,273	23,975	26,796	29,682
其他	6,039	10,528	10,528	10,528	10,528
流动资产	99,759	151,169	187,486	224,543	263,759
现金及现金等价物	11,216	11,336	46,693	82,509	120,621
应收贸易款项	4,109	4,571	5,531	6,771	7,876
存货	-	-	-	-	-
关连款项	346	168	168	168	168
其他	84,434	135,262	135,262	135,262	135,262
流动负债	46,102	82,057	104,365	123,264	139,967
借债	4,583	1,254	1,254	1,254	1,254
应付贸易账款	34,686	72,794	95,102	114,001	130,704
应付税项	-	-	-	-	-
关连款项	459	153	153	153	153
其他	6,374	7,856	7,856	7,856	7,856
非流动负债	43,645	50,321	50,321	50,321	50,321
长期负债	34,471	35,812	35,812	35,812	35,812
递延税项	3,589	3,375	3,375	3,375	3,375
其他	5,585	11,134	11,134	11,134	11,134
少数股东权益	(23)	4,004	3,967	3,920	3,863
上市公司股东权益	92,274	115,346	133,878	157,336	185,812
净资产总值	92,250	119,350	137,845	161,256	189,676

来源: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
年度利润	11,596	18,289	18,495	23,411	28,419
折旧和摊销	8,244	9,545	10,484	12,710	15,651
营运资金变动	5,638	12,194	21,348	17,659	15,598
其他	(3,219)	3,244	-	-	-
经营活动所得现金净额	22,258	43,271	50,327	53,780	59,668
购置固定资产、无形资产及土地	(10,484)	(12,475)	(14,970)	(17,964)	(21,557)
联营公司	275	-	-	-	-
其他	(25,702)	(35,970)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(35,911)	(48,445)	(14,970)	(17,964)	(21,557)
资本变化	837	521	-	-	-
净银行借贷	3,252	(691)	-	-	-
股息	(53)	-	-	-	-
其他	10,554	5,530	-	-	-
融资活动所得现金净额	14,591	5,360	-	-	-
现金增加净额	939	186	35,357	35,816	38,111
年初现金及现金等价物	9,960	10,898	11,084	46,441	82,257
汇兑	144	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	10,898	11,084	46,441	82,257	120,369
受限制现金	318	252	252	252	252
资产负债表中的现金	11,216	11,336	46,693	82,509	120,621

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
网络营销	91.5	86.2	82.9	79.5	76.2
其他	8.5	13.8	17.1	20.5	23.8
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	6.3	20.2	27.4	22.4	16.3
毛利	(9.4)	18.4	21.6	23.5	17.1
经营利润	(13.9)	56.1	22.6	26.5	21.8
调整后净利润	(64.2)	57.7	1.1	26.6	21.4
盈利能力比率 (%)					
毛利率	53.0	52.1	49.8	50.2	50.5
税前利率	21.8	26.6	22.1	22.9	23.9
有效税率	20.1	14.1	18.0	18.0	18.0
净利润率	17.4	22.8	18.1	18.7	19.6
调整后净利润率	18.7	26.3	19.5	20.0	21.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.2	1.8	1.8	1.8	1.9
平均应收账款周转天数	22.0	19.8	19.8	19.8	19.8
平均应付账款周转天数	333.8	628.9	628.9	628.9	628.9
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	30.2	21.6	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
NonGAAP资本回报率	14.3	19.3	15.8	16.8	17.5
NonGAAP资产回报率	7.2	8.8	7.2	7.9	8.5
每股数据					
NonGAAP每股盈利(人民币)	38.0	63.7	60.4	75.6	92.9
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	2,654.1	3,414.6	3,943.8	4,613.6	5,426.7

来源: 公司及招银国际研究部预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至 (d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。