

百度(BIDU US, US\$175.2, 目標價: US\$188.1, 持有) — 疲態業績持續，增速支點有限

- ❖ **疲態業績持續。**4Q16 公司總營收為 182.1 億元（人民幣下同），同比下滑 2.6%。淨利潤同比下滑 83.3% 至 41.3 億元，主要由於 4Q15 公司置換去哪兒股權獲得較大投資收益。4Q16 運營利潤同比下滑 38.2%。公司預計 1Q17 收入同比增速介於 4.2% 至 7.6% 之間。考慮公司搜索主業承壓、O2O 業務受阻、以及新業務人工智能短期收入貢獻不明顯，我們認為公司營收恢復以往增速仍需時日。
- ❖ **搜索主業進入瓶頸期，信息流廣告收益互補效應依賴後期建設。**繼 2016 年公司主業醫療和相關廣告業務遭到監管部門審查之後，公司進行六項整改以致活躍網絡營銷客戶數量同比下滑 18.6%。在搜索行業整體面臨下滑趨勢、公司市場份額未見上揚之際，輔之 1Q17 受春節影響，搜索主業短期業績將承壓。雖然目前搜索移動化加速（移動端收入貢獻達 65%）、信息流廣告有望帶來更多廣告庫存，但考慮到移動端 DAU 增長的放緩、信息流廣告 CPM 偏低（約為搜索 CPM 定價的一半）、以及市場已有的信息流高頻入口（eg. 今日頭條）先發優勢，我們認為信息流廣告短期的收益補充效應有限，但發力方向長期值得期待。
- ❖ **人工智能仍需“厚積薄發”，“投入”依舊為中長期主旋律。**繼 O2O 業務受阻，公司戰略中心已逐漸過渡到人工智能等新興領域。其中高管變動（eg. 聘請陸奇博士擔任集團總裁兼 COO）和加速布局（eg. 投資無人駕駛汽車、設立百度風投）釋放積極信號。新興業務的支持或將幫助公司實現圖像搜索、內容分發等服務，但於財務改善而言支撐有限。相反，AI 的“厚積”必將伴隨著研發開支（4Q16 同比增長 19.5%）的攀升，預計在人工智能價值釋放之前，“投入”依舊為中長期主旋律。
- ❖ **短期業績新引擎不明朗，下調至「持有」評級。**雖然公司金融數據及資訊流產品表現亮眼，但鑒於支撐公司營收復蘇的板塊短期不明朗，且內容成本、帶寬成本、研發成本或將面臨上升壓力，預計公司的利潤空間面臨持續受壓。我們調低 FY17/18/19 收入至 856.9/1,014.2/1,156.0 億元人民幣，目標價由 192.5 美元下調至 188.1 美元，相當於 FY17/18/19 調整後每 ADS 盈利的 30/23/19 倍，評級下調至「持有」。

黃群

(852) 3761 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk**TMT 行業****百度 (BIDU US)**

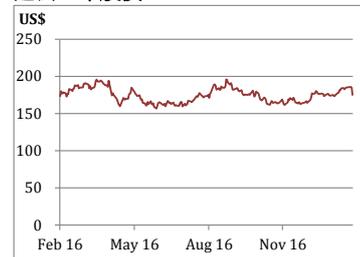
評級	持有
收市價	US\$175.2
目標價	US\$188.1
市值(美元百萬)	60,768
過去 3 月平均交易(美元百萬)	356.5
52 周高/低(美元)	201.0/155.3
發行股數(百萬)	347.3
主要股東	Baillie Gifford (9.1%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	0.6%	-1.9%
3 月	4.9%	-0.1%
6 月	1.0%	-3.5%

來源: 彭博

過去一年股價

來源: 彭博

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	85,688	101,423	115,600
調整後淨利潤 (百萬元人民幣)	35,051	11,632	15,047	19,272	23,270
經調整後每 ADS 盈利 (美元)	14.5	4.9	6.3	8.1	9.7
每股收益變動 (%)	148.9	-66.5	29.4	28.1	20.7
市盈率(x)	12.0	36.0	27.8	21.7	18.0
市帳率(x)	5.3	4.5	3.9	3.3	2.8
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	41.9	12.6	14.0	15.2	15.5
淨財務杠杆率 (%)	31.1	30.2	12.1	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究

利潤表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	66,382	70,549	85,688	101,423	115,600
網絡營銷	64,037	64,525	75,763	86,343	94,885
其他	2,345	6,024	9,924	15,080	20,715
銷售成本	(27,458)	(35,279)	(39,930)	(46,148)	(51,673)
毛利	38,924	35,270	45,757	55,276	63,927
研發費用	(10,176)	(10,151)	(12,425)	(14,808)	(16,993)
銷售及行政管理費用	(17,076)	(15,071)	(17,138)	(19,778)	(21,964)
股權支付支出	-	-	-	-	-
經營利潤	11,672	10,049	16,195	20,690	24,970
利息收入	2,363	2,342	3,125	3,699	4,216
利息支出	(1,041)	(1,158)	(1,138)	(1,138)	(1,138)
外匯兌換損失/收益	182	508	-	-	-
權益法投資收益 (虧損)	4	(1,026)	(130)	(130)	(130)
其他	24,728	3,793	-	-	-
稅前利潤	37,907	14,509	18,052	23,121	27,917
所得稅	(5,474)	(2,914)	(3,005)	(3,849)	(4,647)
非控制股東權益	(1,232)	(37)	-	-	-
淨利潤	32,432	11,596	15,047	19,272	23,270
NonGAAP調整	1,387	-	-	-	-
NonGAAP淨利潤	33,819	11,596	15,047	19,272	23,270

來源: 公司及招銀國際研究

資產負債表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	69,620	82,239	85,345	89,571	94,730
物業、厂房及設備	10,627	11,294	13,781	16,995	20,750
長期投資	37,959	45,690	45,690	45,690	45,690
土地租賃費用	-	-	-	-	-
無形資產	18,730	19,214	19,834	20,847	22,250
其他	2,304	6,039	6,039	6,039	6,039
流動資產	78,234	99,759	115,477	135,573	158,173
現金及現金等价物	10,056	11,216	26,113	45,304	67,088
應收貿易款項	3,927	4,109	4,930	5,835	6,651
存貨	-	-	-	-	1
關連款項	1,941	346	346	346	346
其他	64,250	84,434	84,434	84,434	84,433
流動負債	26,103	46,102	49,880	54,930	59,418
借債	1,075	4,583	4,583	4,583	4,583
應付貿易賬款	23,260	34,686	38,464	43,513	48,001
應付稅項	-	-	-	-	1
關連款項	786	459	459	459	459
其他	982	6,374	6,374	6,374	6,373
非流動負債	41,483	43,645	43,645	43,645	43,645
長期負債	33,942	34,471	34,471	34,471	34,471
遞延稅項	3,441	3,589	3,589	3,589	3,589
其他	4,100	5,585	5,585	5,585	5,585
少數股東權益	12	(23)	(23)	(23)	(23)
上市公司股東權益	80,256	92,274	107,320	126,593	149,863
淨資產總值	80,268	92,250	107,297	126,570	149,840

來源: 公司及招銀國際研究

現金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	32,432	11,596	15,047	19,272	23,270
折旧和摊销	5,837	6,691	8,013	9,119	10,855
营运资金变动	4,237	8,700	2,957	4,144	3,672
其他	(23,084)	1,668	-	-	-
经营活动所得现金净额	19,422	28,655	26,018	32,535	37,797
购置固定资产、无形资产及土地	(7,722)	(7,896)	(11,120)	(13,344)	(16,013)
联营公司	(3,874)	-	-	-	-
其他	(19,676)	(28,706)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(31,272)	(36,602)	(11,120)	(13,344)	(16,013)
资本变化	(2,624)	-	-	-	-
净银行借贷	10,506	4,037	-	-	-
股息	(59)	(46)	-	-	-
其他	134	4,894	-	-	-
融资活动所得现金净额	7,957	8,885	-	-	-
现金增加净额	(3,893)	939	14,897	19,191	21,784
年初现金及现金等价物	13,853	9,960	10,898	25,796	44,987
汇兑	179	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	9,960	10,898	25,796	44,987	66,771
受限制现金	96	318	318	318	318
资产负债表的现金	10,056	11,216	26,113	45,304	67,088

來源: 公司及招銀國際研究

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
网络营销	96.5	91.5	88.4	85.1	82.1
其他	3.5	8.5	11.6	14.9	17.9
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	35.3	6.3	21.5	18.4	14.0
毛利	29.0	(9.4)	29.7	20.8	15.7
经营利润	(8.8)	(13.9)	61.2	27.8	20.7
调整后淨利潤	164.9	(64.2)	29.8	28.1	20.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	58.6	50.0	53.4	54.5	55.3
稅前利率	57.1	20.6	21.1	22.8	24.1
有效稅率	14.4	20.1	16.6	16.6	16.6
淨利潤率	48.9	16.4	17.6	19.0	20.1
调整后淨利潤率	50.9	16.4	17.6	19.0	20.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	3.0	2.2	2.3	2.5	2.7
平均应收账款周转天数	20.9	20.8	21.0	21.0	21.0
平均应付帐款周转天数	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	12.1	净现金	净现金
回报率 (%)					
NonGAAP资本回报率	43.7	12.6	14.0	15.2	15.5
NonGAAP资产回报率	22.9	6.4	7.5	8.6	9.2
每股数据					
NonGAAP每股盈利(美元)	14.7	4.6	6.3	8.1	9.7
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	2,291.1	2,654.1	3,087.1	3,641.6	4,311.1

來源: 公司及招銀國際研究

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 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。