

百度(BIDU US, US\$175.2, 目标价: US\$188.1, 持有) — 疲态业绩持续, 增速支点有限

- ❖ **疲态业绩持续。**4Q16 公司总营收为 182.1 亿元（人民币·下同），同比下滑 2.6%。净利润同比下滑 83.3% 至 41.3 亿元，主要由于 4Q15 公司置换去哪儿股权获得较大投资收益。4Q16 运营利润同比下滑 38.2%。公司预计 1Q17 收入同比增速介于 4.2% 至 7.6% 之间。考虑公司搜索主业承压、O2O 业务受阻、以及新业务人工智能短期收入贡献不明显，我们认为公司营收恢复以往增速仍需时日。
- ❖ **搜索主业进入瓶颈期，信息流广告收益互补效应依赖后期建设。**继 2016 年公司主业医疗和相关广告业务遭到监管部门审查之后，公司进行六项整改以致活跃网络营销客户数量同比下滑 18.6%。在搜索行业整体面临下滑趋势、公司市场份额未见上扬之际，辅之 1Q17 受春节影响，搜索主业短期业绩将承压。虽然目前搜索移动化加速（移动端收入贡献达 65%）、信息流广告有望带来更多广告库存，但考虑到移动端 DAU 增长的放缓、信息流广告 CPM 偏低（约为搜索 CPM 定价的一半）、以及市场已有的信息流高频入口（eg. 今日头条）先发优势，我们认为信息流广告短期的收益补充效应有限，但发力方向长期值得期待。
- ❖ **人工智能仍需“厚积薄发”，“投入”依旧为中长期主旋律。**继 O2O 业务受阻，公司战略中心已逐渐过渡到人工智能等新兴领域。其中高管变动（eg. 聘请陆奇博士担任集团总裁兼 COO）和加速布局（eg. 投资无人驾驶汽车、设立百度风投）释放积极信号。新兴业务的支持或将帮助公司实现图像搜索、内容分发等服务，但于财务改善而言支撑有限。相反，AI 的“厚积”必将伴随着研发开支（4Q16 同比增长 19.5%）的攀升，预计在人工智能价值释放之前，“投入”依旧为中长期主旋律。
- ❖ **短期业绩新引擎不明朗，下调至「持有」评级。**虽然公司金融数据及资讯流产品表现亮眼，但鉴于支撑公司营收复苏的板块短期不明朗，且内容成本、带宽成本、研发成本或将面临上升压力，预计公司的利润空间面临持续受压。我们调低 FY17/18/19 收入至 856.9/1,014.2/1,156.0 亿元人民币，目标价由 192.5 美元下调至 188.1 美元，相当于 FY17/18/19 调整后每 ADS 盈利的 30/23/19 倍，评级下调至「持有」。

黄群

(852) 3761 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

百度 (BIDU US)

评级	持有
收市价	US\$175.2
目标价	US\$188.1
市值 (美元百万)	60,768
过去 3 月平均交易 (美元百万)	356.5
52 周高/低 (美元)	201.0/155.3
发行股数 (百万)	347.3
主要股东	Baillie Gifford (9.1%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.6%	-1.9%
3 月	4.9%	-0.1%
6 月	1.0%	-3.5%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万元人民币)	66,382	70,549	85,688	101,423	115,600
调整后净利润 (百万元人民币)	35,051	11,632	15,047	19,272	23,270
经调整后每 ADS 盈利 (美元)	14.5	4.9	6.3	8.1	9.7
每股收益变动 (%)	148.9	-66.5	29.4	28.1	20.7
市盈率 (x)	12.0	36.0	27.8	21.7	18.0
市帐率 (x)	5.3	4.5	3.9	3.3	2.8
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	41.9	12.6	14.0	15.2	15.5
净财务杠杆率 (%)	31.1	30.2	12.1	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	66,382	70,549	85,688	101,423	115,600
网络营销	64,037	64,525	75,763	86,343	94,885
其他	2,345	6,024	9,924	15,080	20,715
销售成本	(27,458)	(35,279)	(39,930)	(46,148)	(51,673)
毛利	38,924	35,270	45,757	55,276	63,927
研发费用	(10,176)	(10,151)	(12,425)	(14,808)	(16,993)
销售及行政管理费用	(17,076)	(15,071)	(17,138)	(19,778)	(21,964)
股权支付支出	-	-	-	-	-
经营利润	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	-	-	-
税前利润	37,907	14,509	18,052	23,121	27,917
所得税	(5,474)	(2,914)	(3,005)	(3,849)	(4,647)
非控制股东权益	(1,232)	(37)	-	-	-
净利润	32,432	11,596	15,047	19,272	23,270
NonGAAP调整	1,387	-	-	-	-
NonGAAP净利润	33,819	11,596	15,047	19,272	23,270

来源: 公司及招银国际研究

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	69,620	82,239	85,345	89,571	94,730
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
流动资产	78,234	99,759	115,477	135,573	158,173
现金及现金等价物	10,056	11,216	26,113	45,304	67,088
应收贸易款项	3,927	4,109	4,930	5,835	6,651
存货	-	-	-	-	1
关连款项	1,941	346	346	346	346
其他	64,250	84,434	84,434	84,434	84,433
流动负债	26,103	46,102	49,880	54,930	59,418
借债	1,075	4,583	4,583	4,583	4,583
应付贸易账款	23,260	34,686	38,464	43,513	48,001
应付税项	-	-	-	-	1
关连款项	786	459	459	459	459
其他	982	6,374	6,374	6,374	6,373
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)	(23)	(23)	(23)
上市公司股东权益	80,256	92,274	107,320	126,593	149,863
净资产总值	80,268	92,250	107,297	126,570	149,840

来源: 公司及招银国际研究

现金流量表

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
资产负债表中的现金	10,056	11,216	26,113	45,304	67,088

来源: 公司及招银国际研究

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
总额	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
调整后净利润	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
税前利率	57.1	20.6	21.1	22.8	24.1
有效税率	14.4	20.1	16.6	16.6	16.6
净利润率	48.9	16.4	17.6	19.0	20.1
调整后净利润率	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	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

来源: 公司及招银国际研究

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的分析员，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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 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，请与我们联系。

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 年证券交易法规则 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。