

百度 (BIDU US)

开源节流：信息流发力，成本控制见效

- ❖ **2Q17 利润远超预期，稳健指引彰显公司企稳上升趋势。**公司 2Q17 收入 208.7 亿元（人民币·下同），同比增长 14%，较市场一致预测高 1%；Non-GAAP 净利润为 55.7 亿，同比大涨 98%，较一致预期高 61%（受益于 TAC 及 SG&A 成本控制见效、税率优惠）。3Q17 收入指引较为强劲：预计介于 231.3 亿至 237.5 亿（同比增长 26.7%~30.1%），中值高于一致预测 2%。
- ❖ **AI+搜索协同，助推信息流广告用户续增、变现加速。**凭借与搜索的协同、AI 驱动下的精准推送，信息流广告-中短期广告增长点-在获客及变现均实现突破：1) 信息流产品 DAU 从 1Q17 的 8300 万上升至 1 亿（vs. 今日头条~8000 万）；2) 粘性增强：手机百度在升级迭代后（最新上线 9.0 版本），月度总时长同比增长 46%（QuestMobile 数据）；3) 日均收入环比增长 200%。此外，配合传统搜索的复苏，活跃广告主数量在经历多季度下滑后于 2Q17 企稳回升：本季度净增 2 万至 47 万（主要来自教育/汽车/物流/本地生活）。同时，单广告主 ARPU 实现加速增长（2Q17 +32%YoY, vs. 1Q17 +27%YoY），且预计未来 ARPU 将继续步入上升通道。考虑信息流广告后期对广告库存的增量贡献，基于目前信息流日均收入（~3000 万），上调信息流广告收入，预计 FY17 收入贡献约 9%。
- ❖ **爱奇艺用户规模创新高，付费用户超 3000 万。**爱奇艺付费用户数超 3000 万，领先同业，参考 Netflix 付费用户数（> 1 亿），仍有较大上升空间。此外，PC 及移动 DAU 分别达 7500 万、1.46 亿，月均使用时长稳健增长（iResearch 数据）。结合管理层指引，预计 FY17 内容成本依旧保持约 100%同比增长。内容深化层面，自制剧及近期独家内容（e.g. <中国新歌声>）有望持续引流，配合会员打折活动，预计付费转化率将逐渐提升。
- ❖ **成本控制见效。**2Q17 公司 Non-GAAP 经营利润率增至 24%(vs. 2Q16 19%)，受益于：1) 用户获取成本（TAC）占收入比重从 2Q16 的 16%下降至 2Q17 的 12%，得益于部分 TAC 投入向信息流的迁移、爱奇艺贡献扩大（爱奇艺 TAC 较小）；2) SG&A 费用同比下降 30%，费用率由 2Q16 的 23%缩小至 2Q17 的 14%，归因于：聚焦 AI 战略下，交易服务（尤其是外卖业务）的推广费用控制及模式转变（交易抽成转为广告为主）。而该项成本控制反映在外卖用户变化上可见一斑：百度外卖 6 月 MAU 同比下滑 12%（vs. 美团/饿了么 MAU 同比增长 62%/63%）。预计 2H17 SG&A 费用或有所提升，源于信息流产品的投入。
- ❖ **维持「持有」评级。**鉴于公司信息流广告推进高于预期、成本控制趋势，我们上调 FY18/19 调整后净利润+1%/+3%，目标价由 188.1 美元上调至 234.5 美元，基于 SoTP 估值（集团估值 US\$216 及携程 US\$18），相当于 FY18 28x PE。考虑前期股价上扬已反应部分业绩憧憬，暂维持「持有」评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	66,382	70,549	86,148	106,171	126,666
调整后净利润(百万人民币)	35,051	13,219	14,367	19,356	24,037
调整后 EPADS(美元)	14.8	5.6	6.1	8.3	10.3
EPADS 变动(%)	148.9	-62.0	8.7	34.7	24.2
市盈率(x)	14.8	39.0	35.9	26.6	21.4
市帐率(x)	6.6	5.7	5.0	4.3	3.6
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	41.9	12.6	12.5	14.5	15.7
净财务杠杆率(%)	31.1	30.2	10.0	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

持有（维持）

目标价	US\$234.5
潜在升幅	+6.6%
当前股价	US\$220.0

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	76,312
3 月平均流通量(百万美元)	525.6
5 周内股价高/低(美元)	226/156
总股本(百万)	347.3

资料来源：彭博

股东结构

Baillie Gifford	8.8%
Blackrock	4.4%
Capital Group	3.0%

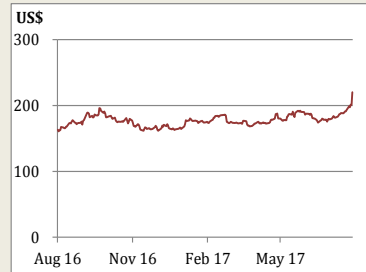
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	22.5%	17.9%
3-月	22.1%	11.4%
6-月	26.4%	9.4%

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

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	86,148	106,171	126,666
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)
毛利	38,924	35,270	40,102	48,998	58,330
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	-	-	-	-	-
经营利润	11,672	10,049	13,310	18,102	24,383
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	-	-	-
税前利润	37,907	14,509	15,183	20,706	27,735
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
净利润	33,664	11,632	13,232	17,828	22,914
NonGAAP调整	1,387	1,587	1,134	1,528	1,123
NonGAAP净利润	35,051	13,219	14,367	19,356	24,037

来源: 公司及招银国际研究部预测

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	117,999	139,790	166,163
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
流动负债	26,103	46,102	54,847	63,885	72,952
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
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)	(653)	(1,502)	(1,951)
上市公司股东权益	80,256	92,274	105,506	123,334	146,248
净资产总值	80,268	92,250	104,853	121,832	144,297

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	32,432	11,596	12,602	16,979	22,465
折旧和摊销	5,837	8,244	8,013	9,119	10,855
营运资金变动	4,237	5,638	7,898	7,886	7,888
其他	(23,084)	(3,219)	-	-	-
经营活动所得现金净额	19,422	22,258	28,514	33,983	41,208
购置固定资产、无形资产及土地	(7,722)	(10,484)	(11,120)	(13,344)	(16,013)
联营公司	(3,874)	275	-	-	-
其他	(19,676)	(25,702)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(31,272)	(35,911)	(11,120)	(13,344)	(16,013)
资本变化	(2,624)	837	-	-	-
净银行借贷	10,506	3,252	-	-	-
股息	(59)	(53)	-	-	-
其他	134	10,554	-	-	-
融资活动所得现金净额	7,957	14,591	-	-	-
现金增加净额	(3,893)	939	17,393	20,639	25,194
年初现金及现金等价物	13,853	9,960	10,898	28,292	48,930
汇兑	179	144	-	-	-
年末现金及现金等价物	9,960	10,898	28,292	48,930	74,125
受限制现金	96	318	318	318	318
资产负债表中的现金	10,056	11,216	28,609	49,248	74,442

来源: 公司及招银国际研究部预测

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	86.0	83.5	82.3
其他	3.5	8.5	14.0	16.5	17.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	35.3	6.3	22.1	23.2	19.3
毛利	29.0	(9.4)	13.7	22.2	19.0
经营利润	(8.8)	(13.9)	32.4	36.0	34.7
调整后净利润	164.9	(64.2)	8.7	34.7	32.3
盈利能力比率 (%)					
毛利率	58.6	50.0	46.6	46.2	46.1
税前利率	57.1	20.6	17.6	19.5	21.9
有效税率	14.4	20.1	17.0	18.0	19.0
净利润率	48.9	16.4	14.6	16.0	17.7
调整后净利润率	52.8	18.7	16.7	18.2	19.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	3.0	2.2	2.2	2.2	2.3
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	10.0	净现金	净现金
回报率 (%)					
NonGAAP资本回报率	43.7	14.3	13.6	15.7	16.4
NonGAAP资产回报率	22.9	7.2	6.8	8.1	9.0

每股数据

NonGAAP每股盈利(美元)	14.7	4.7	5.7	7.6	9.8
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	2,291.1	2,654.1	3,016.7	3,505.2	4,151.6

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責任。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 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。