

百度 (BIDU US)

2H21E 广告预期审慎

百度2Q21业绩强劲，但指引疲软。2Q21收入/调整后每股收益同比+20%/+5%，比市场预期高1%/18%。由于疫情复发及监管收紧，广告预期谨慎，导致3Q21E收入指引比预期低3%。尽管AI云业务发展加速、Robotaxi技术持续革新，但我们认为广告投放收紧及投资加码将给估值带来短期压力。估值下行空间有限，但近期缺乏正面催化剂。我们将FY21/22/23E的盈利下调6%/9%/9%，以反映广告增速放缓以及税率提升，并将基于分部加总的目标价下调至248美元。

- **2Q21 利润率超预期，但指引疲软。**百度2Q21收入为人民币314亿元，同比增长20%，比市场预期高1%。调整后每股收益同比增长5%，比预期高18%。超预期利润率受益于毛利提升（获客成本优化）及研发控费效果显著。百度核心调整后经营利润率提升至27%，优于我们预测的25%。3Q21E收入指引为306-335亿元，相当于同比增长6-19%，中点低于市场预期3%。
- **2H21E 广告业务预期审慎。**2Q21百度核心收入同比增长27%（对比1Q21同比增长34%），比我们的预期高2%。排除爱奇艺（收入指引同比增长6-12%），百度核心指引3Q21E收入同比增长9-20%，中点比我们的预期低1%。我们对2H21E的广告前景持保守态度，主要由于：1）疫情对旅游行业带来压力；2）监管环境趋严导致广告预算疲软（根据App Growing，百度广告主前三行业为娱乐、教育、游戏）。非广告业务增势持续，AI云业务收入同比增速加快至71%，远高于行业增速。然而，非广告收入占比提升将对短期利润率造成压力。
- **Robotaxi 业务逐渐铺开，推动智能驾驶发展。**管理层目标为Robotaxi在2-3年内覆盖超过30个城市，到2025年成本降至比真人驾驶更低。第五代Robotaxi比第四代每英里费用下降60%，且管理层指引未来革新换代会继续降低成本。我们看好百度在合适路况上持续铺开Robotaxi业务，但是投资加码及竞争加剧/赛道拥挤将限制对汽车业务估值的释放。
- **维持买入评级。**为反映非广告业务的利润摊薄及税率调整，我们将2021/22/23年盈利预测下调6%/9%/9%，并将基于分部加总的目标价从335.8美元下调至248美元。

财务资料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万元人民币)	107,413	107,074	124,487	142,273	163,320
同比增长(%)	5.0	(0.3)	16.3	14.3	14.8
净收入(百万元人民币)	21,375	22,020	20,664	24,779	29,201
每股盈利(元人民币)	61.3	63.9	59.8	71.5	84.0
每股盈利变动(%)	(7.6)	4.3	-6.4	19.6	17.5
市场预期每股盈利(元人民币)	不适用	不适用	63.4	71.5	86.3
市盈率(倍)	16.8	16.1	17.3	14.4	12.3
市帐率(倍)	21.0	18.8	16.9	15.3	13.8
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	13.1	12.6	10.0	10.8	11.3
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	US\$248.0
(此前目标价)	US\$335.8)
潜在升幅	+55.0%
当前股价	US\$160.5

中国互联网行业

黄群

(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

卢秋阳

(852) 3761 8728
miriamlu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	58,886
3月平均流通量(百万美元)	927.38
52周内股价高/低(美元)	354.8/ 115.6
总股本(百万)	284

资料来源：彭博

股东结构

BlackRock	4.61%
Vanguard	3.47%
PRIMECAP Management	3.33%

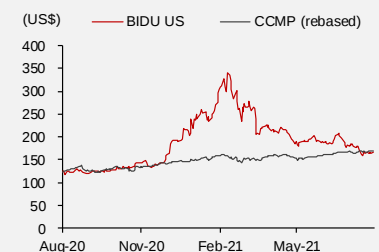
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.2%	-9.2%
3-月	-13.1%	-19.5%
6-月	-43.6%	-46.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

请登录 2021 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

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。

招银国际证券投资评级

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个月的潜在涨幅在-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：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
 同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
 落后大市：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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上责任。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。本公司可发布其公司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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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)属金融服务令第四9(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际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商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)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士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。