

百度集团-SW (09888.HK)

广告收入阶段性承压，AI 拉动云业务增长

增持

核心观点

总览：总收入增长 1%，经调整归母净利润同比增长 22%。2024Q1，百度集团实现总收入 315 亿元，同比增长 1%。百度核心收入 238 亿元，同比增长 4%，爱奇艺收入 79 亿元，同比-5%。2024Q1，百度集团实现经调整归母净利润 70 亿元，同比增长 23%。经调整归母净利润率 22%。其中，百度核心实现经调整归母净利润 56 亿元，同比增长 13%，经调整归母净利润率 23%。

百度核心广告收入增长 2%，搜索结果中 11%是由生成式 AI 来实现的。2024Q1，百度核心在线营销收入为 170 亿元，同比增长 2%。百度还推出 Agent Builder 功能，使广告商可以轻松创建定制的 ERNIE 代理。

智能云维持双位数增长，AI 贡献智能云业务总收入的 4.8%。2024Q1，非在线营销收入 68 亿元，同比增长 6%。其中，智能云收入为 47 亿元，同比增加 12%，增长主要是由 Gen AI 和基础模型推动的。AI 收入占比 6.9%，相比 23Q4 的 5%持续提升，主要模型训练，推理快速增长。此外，百度核心、移动生态系统集团和智能驾驶集团等其他业务集团产生的收入在内部云收入中 AI 和基础模型约占 15%。

AI 模型推理成本持续优化，促进原有产品用户增长。在推理调用层，财报会表示已将 ERNIE 的推理成本降低到去年 3 月的 1%。ERNIE 每天处理的 API 成本约为 2 亿，较去年 12 月的约 5000 万大幅增长，目前日均 tokens 2500 亿，反映了企业客户对于大模型的使用快速增长。在与 Gen AI 和 LLM 重建后，百度文库一季度的付费用户同比增长了两位数。

投资建议：我们看好 AI 技术对于搜索广告和智能云业务的潜在拉动作用，维持盈利预测，预计 2024-2026 年实现经调整归母净利润 286/310/332 亿元，维持增持评级。

风险提示：宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险；AI 大模型实际应用效果不及预期的风险；自动驾驶业务发展慢于预期的风险；政策风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	123,675	134,598	142,065	152,086	162,858
(+/-%)	-0.7%	8.8%	5.5%	7.1%	7.1%
调整后归母净利润(百万元)	20,680	28,747	28,578	30,988	33,162
(+/-%)	9.8%	39.0%	-0.6%	8.4%	7.0%
调整后 EPS (元)	7.37	10.25	10.19	11.05	11.82
EBIT Margin	12.9%	16.2%	14.7%	15.4%	15.3%
净资产收益率 (ROE)	3.4%	8.3%	6.8%	7.0%	7.4%
市盈率 (PE)	13.0	9.3	9.4	8.7	8.1
EV/EBITDA	19.3	14.7	15.7	14.1	13.3
市净率 (PB)	1.20	1.10	1.03	0.95	0.88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 联系人：刘子谭
0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn liuzitan@guosen.com.cn
S0980521120004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	120.00 - 140.00 港元
收盘价	110 港元
总市值/流通市值	278419/224525 百万港元
52 周最高价/最低价	159.00/110 港元
近 3 个月日均成交额	836.80 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《百度集团-SW (09888.HK) -24Q1 业绩前瞻：广告和云业务暂时承压，关注 AI 进展》——2024-04-09
- 《百度集团-SW (09888.HK) -营收利润稳步增长，关注 AI 技术对业务的重塑》——2024-03-02
- 《百度集团-SW (09888.HK) -收入短暂降速，关注大模型对业务的重塑》——2023-11-23
- 《百度集团-SW (09888.HK) -23Q3 业绩前瞻：广告和云业务暂时承压，关注文心大模型 4.0》——2023-10-26
- 《百度集团-SW (09888.HK) -收入加速增长，利润率亮眼，大模型重构现有业务》——2023-08-27

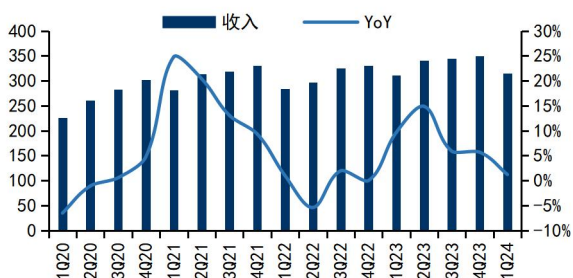
总收入增长 1%，经调整归母净利润率稳定

2024Q1，百度集团实现总收入 315 亿元（+1%YoY），增速下降，其中：

- ◆ 分业务分部来看，百度核心收入同比增长 4%，爱奇艺收入同比减少 5%。
- ◆ 分业务类型来看，在线营销收入同比增长 3%，其中百度核心广告同比增长 2%，非在线营销收入同比增长 6%。

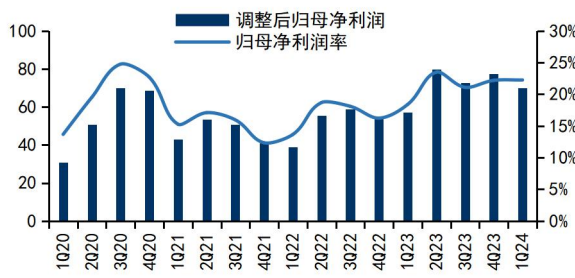
2024Q1，百度集团实现经调整归母净利润 70 亿元（+23% YoY，经调整营业利润率为 22%），虽然 AI 相关成本的增加，但内容成本下降明显。其中，百度核心实现经调整归母净利润 66 亿元，同比增长 26%，经调整归母净利润率 20%。

图1：百度集团营业收入及增速（亿元、%）



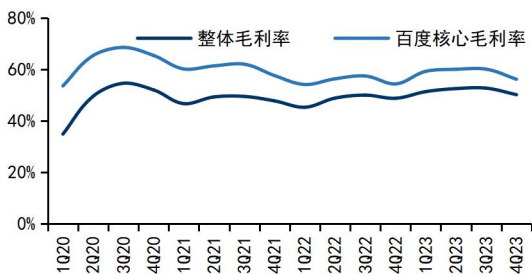
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：百度集团经调整归母净利润及利润率（亿元、%）



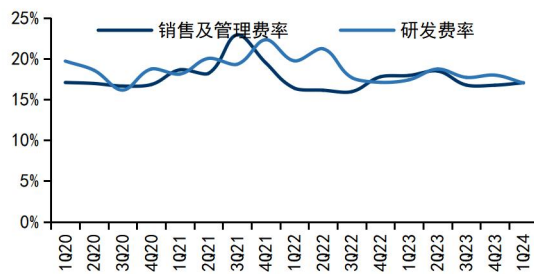
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：百度集团和百度核心毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：百度集团销售及管理费率、研发费率（%）



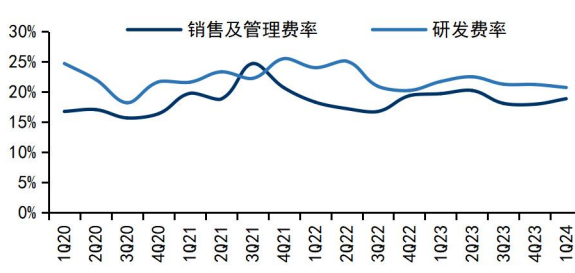
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：百度核心经调整归母净利润及利润率（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：百度核心销售及管理费率、研发费率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

百度核心广告收入增长 2%

核心广告收入增长降速。2024Q1，百度核心在线营销收入为 170 亿元，同比增长 2%，广告疲软一方面是受到宏观持续的影响，房地产、特许经营等一些垂直行业的广告客户情绪仍然疲软。不仅开发商和代理商的广告支出减少，而且影响也延伸到上游和下游行业，比如上游的能源、化工、机械、建材以及下游家居装修、家具。

搜索结果中有 11%是由生成式 AI 来实现，但是目前还没有商业化变现。在改造的过程中看到用户的参与度、用户的时长、用户的反馈都比较积极。百度搜索在搜索结果旁增加了类似新闻摘要的信息，为用户提供更多有用和相关的内容。用户还可以通过多轮对话来进行搜索查询。

移动生态方面，百度 APP 于 2024 年 3 月的月活跃用户达 6.76 亿，同比增加 3%。本季度托管页收入占百度核心业务在线营销收入的比例为 50%。

图7：百度核心收入及增速（亿元、%）



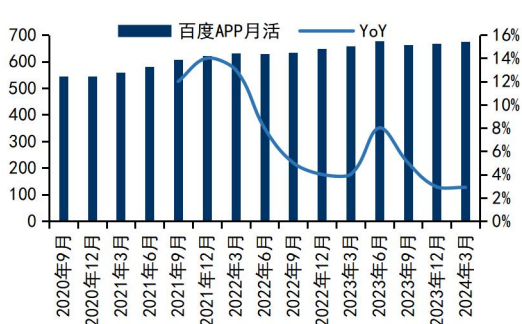
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：百度核心在线营销服务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：百度 APP 月活及增速（百万、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：托管页收入及占百度核心广告收入比例（亿元、%）



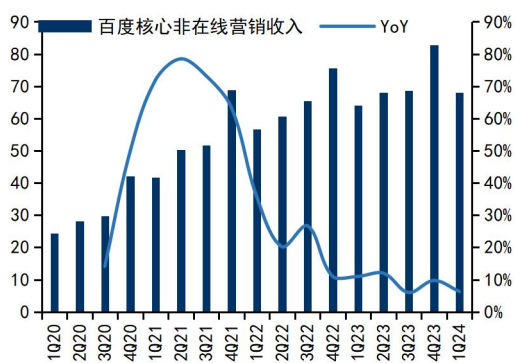
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

智能云维持双位数增长

百度智能云本季度维持双位数增长，一季度 AI 贡献智能云业务总收入的 6.9%。2024Q1，百度核心非营销收入为 68 亿元，同比增长 6%。其中，智能云收入为 47 亿元，同比+12%。一季度来自 AI 和基础模型的收入占 AI 云收入的 6.9%。

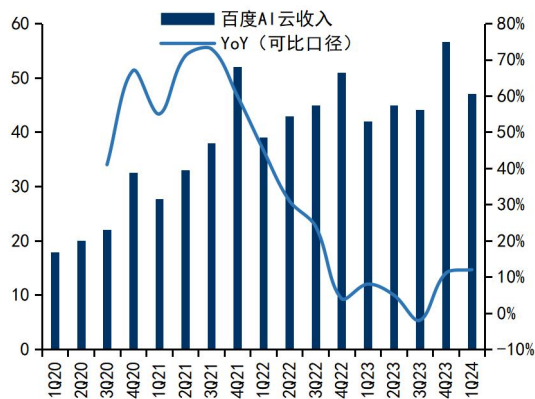
此外，一季度百度核心、移动生态系统集团和智能驾驶集团等其他业务集团产生的 AI 云收入约占 15%。四季度，Apollo 向公众提供了约 82.6 万订单，同比增长 25%。4 月，Apollo 目标提供的累计订单量超过了 600 万，希望尽快在分区域跑通运营 UE 的盈亏平衡。自动驾驶业务 23 年是亏损的顶点，今年亏损会收窄。

图11: 百度核心非在线营销收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 百度 AI 云收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

AI 进展

百度搜索与 AI 的结合主要体现在以下三个方向:

- ① **极致满足**: 用 GenAI 技术汇总、整理信息, 使呈现的第一条结果内容就能够实现满足用户的需求, 包括会通过这种引用第三方权威的内容, 提供置信度高的搜索结果。在搜索的结果里面, 以更加丰富的多媒体形态来呈现, 无论是图文、视频还是第三方 Link。
- ② **多轮互动**: 百度引入了一个新的互动功能, 用户可以在互动的 tap 里进行多人的交互, 虽然 AI 搜索没有变现, 但能看到用户矩阵有非常明显的改善。
- ③ **Agent Builder**: 广告商可以轻松创建定制的 ERNIE 代理, 为在线营销业务提供了重要的长期(能力)。广告商可以通过多轮对话, 使用自然语言与潜在客户进行互动, 无论是帮助潜在客户了解产品, 还是提高客户服务质量, 都可以更有效地实现目标, 提高 ROI。

预计和 AI 功能的结合会做 2 到 3 个季度的尝试, 短期会对收入带来一定的影响, 长期有助于提升用户价值和粘性, 为商业模式从 CPC 的模式走向 CPS 模式做好铺垫。

文心大模型使用量增长快速, 推理成本持续优化。已经将 ERNIE 的推理成本降低

到去年 3 月的 1%。今年 5 月，ERNIE 每天处理约 2 亿个 API 成本或约日均 2500 亿个 tokens，反映了企业客户对于大模型的使用快速增长。

投资建议

我们看好 AI 技术对于搜索广告和智能云业务的潜在拉动作用，维持盈利预测，预计 2024-2026 年实现经调整归母净利润 286/310/332 亿元，维持增持评级。

风险提示

宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险；AI 大模型实际应用效果不及预期的风险；自动驾驶业务发展慢于预期的风险；疫情反复的风险；政策风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	25231	29912	37329	48139	营业收入	134598	142065	152086	162858
应收款项	17840	12844	13750	14724	营业成本	65031	69612	73458	78661
存货净额	1396	1013	1075	1156	研发费用	(24192)	(25288)	(26919)	(28663)
其他流动资产	17118	21310	22813	24429	销售及管理费用	(23519)	(26282)	(28288)	(30617)
流动资产合计	230255	242183	260926	283705	营业利润	21856	20884	23421	24917
固定资产	27960	33931	39315	44105	财务费用	5356	4974	5377	6320
无形资产及其他	41285	40653	40077	39559	权益性投资损益	(3799)	(2214)	(2641)	(2885)
投资性房地产	34636	34636	34636	34636	其他损益净额	1785	(1663)	(1872)	(583)
长期股权投资	68941	67278	65456	64923	税前利润	25198	21981	24285	27769
资产总计	406759	422363	444092	470610	所得税费用	3649	3077	3400	3888
短期借款及交易性金融负债	13061	14367	15804	17384	少数股东损益	1234	1096	1211	1385
应付款项	8716	8010	7651	7404	归属于母公司净利润	20315	17807	19674	22496
其他流动负债	54674	49519	51508	55551	经调整归母净利润	28747	28578	30988	33162
流动负债合计	76451	71896	74963	80339	现金流量表(百万元)				
长期借款及应付债券	57357	57357	57357	57357	净利润	20315	17807	19674	22496
其他长期负债	10343	13791	13990	14020	资产减值准备	0	0	0	0
长期负债合计	67700	71148	71347	71377	折旧摊销	(7737)	(5370)	(6045)	(6728)
负债合计	144151	143044	146310	151716	公允价值变动损失	1785	(1663)	(1872)	(583)
少数股东权益	18982	17886	16675	15290	财务费用	(5356)	(4974)	(5377)	(6320)
股东权益	243626	261433	281107	303604	营运资本变动	(452)	(1226)	(642)	1155
负债和股东权益总计	406759	422363	444092	470610	其它	22704	12971	14622	13238
关键财务与估值指标					经营活动现金流	36615	22518	25738	29578
经调整 EPS	10.25	10.19	11.05	11.82	资本开支	(11377)	(10709)	(10852)	(11001)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	其它投资现金流	(47831)	(8434)	(8855)	(9298)
每股净资产	86.85	93.20	100.21	108.23	投资活动现金流	(50397)	(19143)	(19758)	(20348)
ROIC	18%	19%	19%	19%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	8%	7%	7%	7%	负债净变化	(5826)	0	0	0
毛利率	52%	51%	52%	52%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	15%	15%	15%	其它融资现金流	(2510)	1306	1437	1580
EBITDA Margin	22%	18%	19%	19%	融资活动现金流	(14162)	1306	1437	1580
收入增长	9%	6%	7%	7%	现金净变动	(27925)	4681	7417	10810
净利润增长率	169%	-12%	10%	14%	货币资金的期初余额	53156	25231	29912	37329
资产负债率	40%	38%	37%	35%	货币资金的期末余额	25231	29912	37329	48139
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	企业自由现金流	25425	7305	9931	13128
P/E	9.3	9.4	8.7	8.1	权益自由现金流	16902	13115	16322	20158
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9					
EV/EBITDA	14	16	14	13					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032