

买入

2024年5月21日

广告业务增长疲弱，AI 推动云业务增长

- 收入符合市场预期，利润大超市场预期：**24Q1 公司营业总收入为 315 亿元 (YoY+1%，QoQ-10%)，基本符合市场预期；Non-GAAP 经营利润 67 亿元 (YoY+4%)；Non-GAAP 净利润 70 亿元 (YoY+22%)，超出市场预期。分业务看，百度核心收入 238 亿元 (YoY+4%)。其中，在线营销收入 170 亿元 (YoY+3%)，非在线营销收入 68 亿元 (YoY+6%)。Non-GAAP 核心经营利润 56 亿元；Non-GAAP 核心净利润 66 亿元。爱奇艺收入 79 亿元 (YoY-5%)，归属百度的净利润 6.55 亿元，总体经营稳健。自 24Q1 起，百度回购股票 229 百万美元，23 年股份回购计划项下的累计回购额达 898 百万美元，剩余授权股票额度 41 亿美元，进展缓慢。截至本季度末，公司账上现金及现金等价物为 1918 亿元，不包括爱奇艺为 1858 亿元，自由现金流 42 亿元，公司财务稳健。
- 广告业务增速放缓, AI 贡献广告增量暂小：**24Q1 百度核心在线营销收入 170 亿元 (YoY+3%)，受制于宏观经济环境的疲软及各垂直类中小客户恢复缓慢。移动生态流量稳定，24Q1 百度 APP 月活跃用户达 676 百万 (YoY+3%)；托管页收入占 24Q1 百度核心业务中在线营销收入的 50%，保持稳定占比。考虑到 24 年国内宏观经济环境的不确定性，我们认为 24 年二三季度广告收入增速可能低单位数下滑，全年看仍有压力。
- AI 推动云业务增长：**24Q1 人工智能云收入同比增长 12%，收入加速增长主要是受到 Gen AI 和基础模型直接产生的增量收入及为传统云业务带来的新机遇。一季度，来自 Gen AI 的收入占 AI 云收入的 6.9%，约为 3.3 亿元。AI 云业务未来几个季度有望保持强劲的收入增长势头，并创造正的 Non-GAAP 营业利润。在智能驾驶方面，24Q1 百度的自动驾驶服务萝卜快跑提供 82.6 万次乘车服务 (YoY+25%)，累计单量超 6 百万。管理层表示在 2024 年将 继续专注于实现该业务的收支平衡。
- 维持目标价至 133 港元，买入评级：**基于当前宏观环境的不确定性，行业中小红书、搜一搜等新兴内容种草平台也在分流用户时间，搜索竞争格局加剧，并且 AI 驱动的业务收入贡献还处于初期阶段，公司核心搜索广告业务面临一定的不确定性。云业务处于发展初期，自动驾驶和云计算领域竞争较为激烈，两块新业务盈利情况仍不明朗，我们采取更为审慎的估值方法，暂不给予云计算和自动驾驶估值。结合公司历史估值区间，我们给予公司 24 年利润的 15 倍 PE 估值，对应目标价 133 港元，维持买入评级。
- 风险提示：**监管风险的不确定性；行业竞争加剧；新业务如 AI、云计算及自动驾驶发展不及预期等。

罗凡环

852-25321962
Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

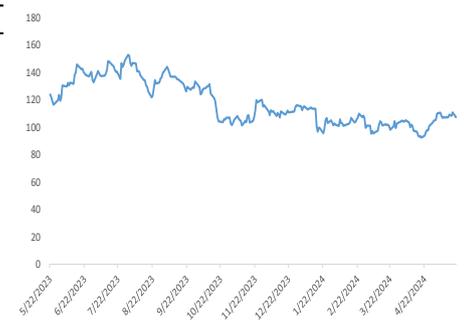
852-25321539
Jinglin.li@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	TMT
股价	107 港元
目标价	133 港元 (+24%)
股票代码	9888
已发行股本	28.05 亿股
市值	3012 亿港元
52 周高/低	155.8/91.4 港元
每股净资产	96 港元
主要股东 (B)	Li YanHong (19.4%) Vanguard (3.2%) BlackRock (3.1%) Primecap (2.9%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测
总营业收入 (人民币百万元)	123,675	134,598	137,278	147,434	157,158
变动	-0.7%	8.8%	2.0%	7.4%	6.6%
归母净利润 (人民币百万元)	7,559	20,315	22,287	23,923	26,778
变动	-26.1%	168.8%	9.7%	7.3%	11.9%
Non-GAAP 归母净利润 (人民币百万元)	20,680	28,876	28,287	30,923	33,778
变动	9.8%	39.6%	-2.0%	9.3%	9.2%
GAAP 每股盈利 (人民币)	2.69	7.26	7.97	8.55	9.57
变动	-0.8%	169.6%	9.7%	7.3%	11.9%
107.4港元的市盈率 (估)	36.2	13.4	12.3	11.4	10.2

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：Bloomberg

业绩摘要

收入端符合预期，利润端大幅超市场预期

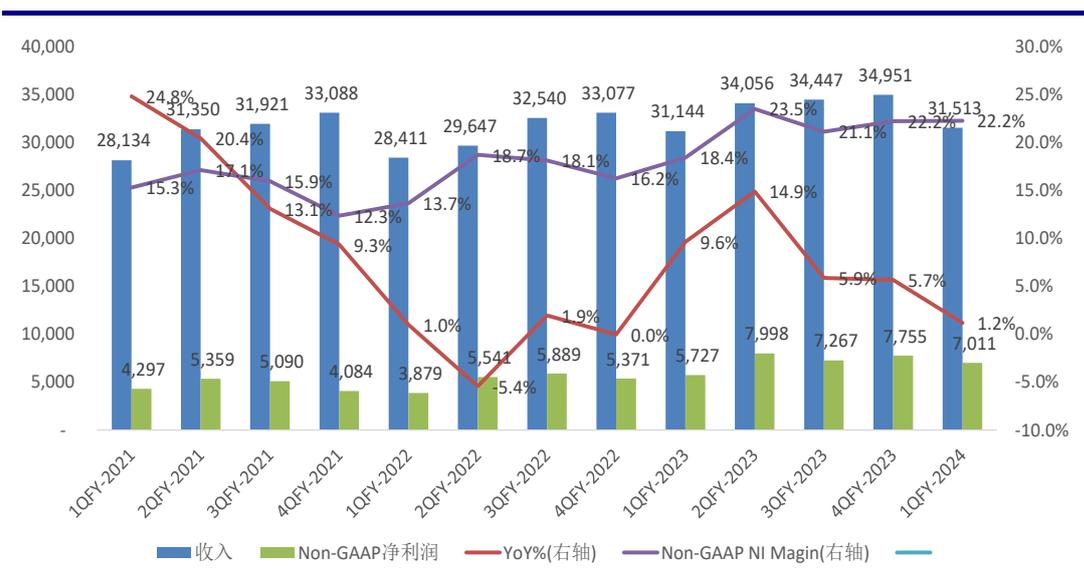
24Q1 公司营业总收入为 315 亿元人民币 (YoY+1%, QoQ-10%)，符合市场预期；经营利润 55 亿元 (YoY+10%)，Non-GAAP 经营利润 67 亿元 (YoY+4%)；Non-GAAP 净利润 70 亿元 (YoY+22%)，好于市场预期。

分业务看，百度核心收入 238 亿元 (YoY+4%)。其中，在线营销收入 170 亿元 (YoY+3%)，非在线营销收入 68 亿元 (YoY+6%)，主要由智能云业务带动。Non-GAAP 核心经营利润 56 亿元，Non-GAAP 核心经营利润率为 23.5%；Non-GAAP 核心净利润 66 亿元，Non-GAAP 核心净利润率为 28% (去年同期 19%)。

爱奇艺收入 79 亿元 (YoY-5%)，归属于百度的净利润 6.55 亿元，归属于百度的净利润率 8% (上季度为 6%，去年同期为 7%)，总体经营稳健。

截至 2024 年 3 月 31 日，百度现金等价物限制现金和短期投资为 1918 亿元，百度现金等价物限制现金和短期投资 (不包括爱奇艺) 为 1858 亿元。自由现金流为 42 亿元，自由现金流 (不包括爱奇艺) 为 33 亿元。自 24Q1 起，百度回购股票 229 百万美元，目前股份回购计划项下的累计回购额达 898 百万美元，剩余授权股票额度 41 亿美元 (有效期至 2025 年 12 月 31 日)。

图表 1：公司营业收入 (百万元)



资料来源：公司资料、第一上海整理

在线营销业务

24Q1 广告业务增速放缓，未来受宏观经济疲软因素影响大

24Q1 百度的核心在线营销收入 170 亿元 (YoY+3%)，增速放缓主要受宏观经济环境疲软影响。一季度搜索结果页面约有 11% 来自生成式 AI，为用户提供更准确、更直接的答案。但目前 Gen AI 还未对收入产生影响。移动生态流量稳定，24Q1 百度 APP 月活跃用户达 676 百万 (YoY+3%)；托管页收入占 24Q1 百度的核心业务中在线营销收入的 50%，保持稳定。

第一季度与 AI 相关的增量广告收入环比增长，公司预计这一趋势有望延续，并缓解宏观经济疲软带来的影响。核心广告业务的增长率仅为 3%，在 AI 技术为广告业带来明显的增长之前，百度的传统广告收入主要受到宏观经济的影响。特别是在电商领域的激烈竞争和市场巨头的政策变化后，难以形成独立的竞争优势。而且随着短视频和电商广告等新型广告形式不断侵蚀搜索广告的市场份额，目前 AI 广告的贡献虽然在增长，但其

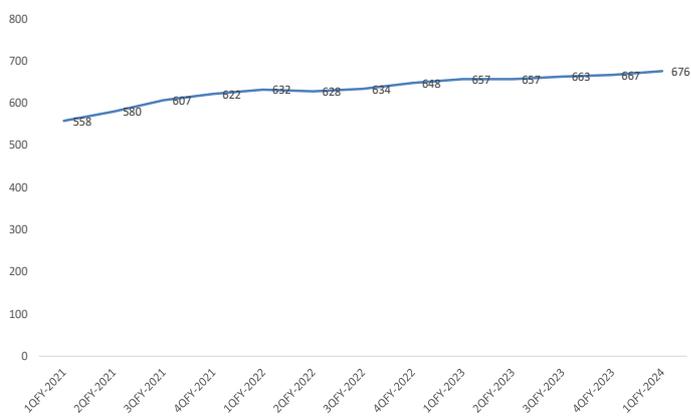
占比仍然很低，不足以补偿市场的损失。此外，随着微信搜一搜、小红书等对传统搜索的替代，我们认为百度的核心广告业务未来仍然面临着增长的压力，预计 24 年二、三季度广告收入增速可能低单位数下滑，全年预计低单位数增长。

图表 2: 百度 Core 业务收入 (百万元)



资料来源: 公司资料、第一上海整理

图表 3: 百度 APP 月活跃用户 (百万人)



资料来源: 公司资料、第一上海整理

非在线营销业务

除 AI 带动云业务增长有所加速外，智慧交通等 To B/G 业务增长明显放缓

24Q1 人工智能云收入同比增长 12%，收入加速增长主要是受到 Gen AI 和基础模型直接产生的增量收入及为传统云业务带来的新机遇。一季度，来自 Gen AI 的收入占 AI 云收入的 6.9%，约 3.3 亿元。一季度公司推出企业客户的 MaaS 平台工具，为促进人工智能原生应用程序、智能体的开发，及在百度的 MaaS 平台创建客制化模型。管理层表示 AI 云业务未来几个季度有望保持强劲的收入增长势头，并创造正的 Non-GAAP 营业利润。

在智能驾驶方面，24Q1 百度的自动驾驶服务萝卜快跑提供 82.6 万次乘车服务 (YoY+25%)，累计单量超 6 百万。武汉仍是最大的运营区域，目前武汉的全无人驾驶车队规模达 300 辆，覆盖武汉 700 多万人。4 月份，全无人驾驶订单比例上升至 70%，高于去年四季度的 45%，预计未来几个季度将达到 100%。管理层表示计划到 2024 年年底全无人驾驶车队规模扩大到 1000 辆，并随着运营效率的不断提高和成本的降低，未来几个季度内有望实现该业务的收支平衡。

其他业务

爱奇艺不再公布会员数

爱奇艺营收 79 亿元 (YoY-5%)，Non-GAAP 运营利润 11 亿元 (YoY+5%)，归属于爱奇艺的 Non-GAAP 净利润为 8.4 亿元 (YoY-10.3%)。

AI 领域，公司利用独特的四层 AI 技术堆栈来优化 Ernie 模型的成本和性能。通过不断创新和改进，不断降低模型训练和推理的成本，已兼容 50 多种不同的芯片，其中许多是国产芯片，开发者社区已发展到 1300 万。公司采取一种整体方法开发 GenAI 和 LLM，公司的储备和对市场上芯片的访问让公司可以在未来支持数百万个 AI 应用程序，凭借自主开发的四方 AI 基础设施及研发团队对 AI 生态系统的构建，我们认为对于人工智能云业务来说，市场仍处于早期的发展阶段，公司将逐步淘汰低利润率的业务和产品，从长远来看新业务的利润率将会高于传统的云业务。因此，我们看好公司后续 AI 方面的表现以及未来的变现能力。

盈利情况

经营利润持续改善，智能云业务导致费用增加

24Q1 经营利润 55 亿元 (YoY+10%)，百度核心经营利润为 45 亿元 (YoY+11%)；Non-GAAP 经营利润 67 亿元 (YoY+4%)，Non-GAAP 核心经营利润 56 亿元 (YoY+4%)，Non-GAAP 核心经营利润率为 23.5%；净利润 54 亿元 (YoY-6%)，核心净利润 52 亿元 (YoY-7%)；Non-GAAP 净利润 70 亿元 (YoY+22%)，Non-GAAP 核心净利润 66 亿元

(YoY+26%)，Non-GAAP 核心净利润率为 28%。

公司人员薪酬优化明显，研发和期权激励下降明显，费用方面：

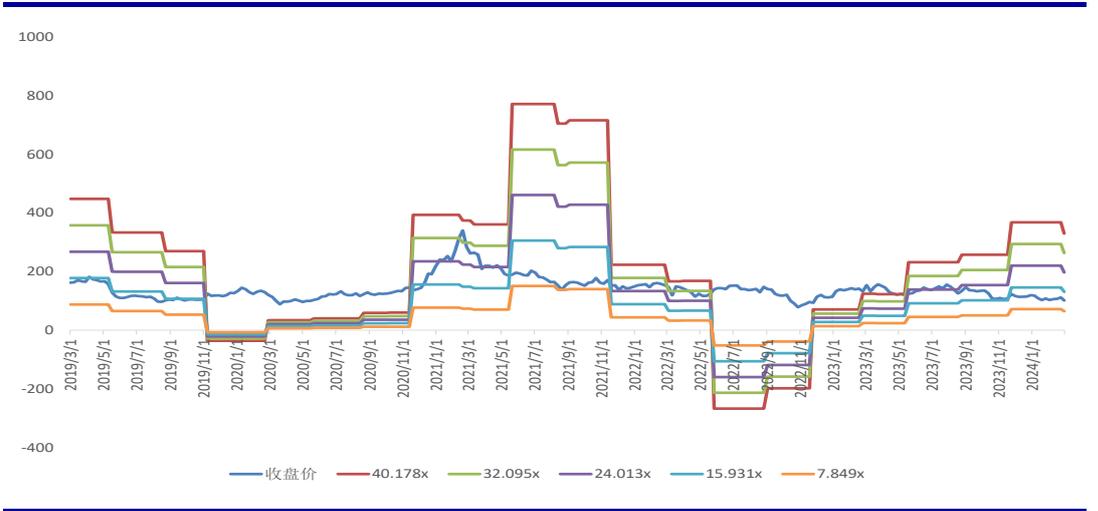
1. 销售成本为 153 亿元 (YoY+1%)，主要是由于流量获取成本和与智能云业务相关的成本上升导致，不过部分被内容开支减少抵消，销售成本率为 48.6%。
2. 销售及管理费用 54 亿元 (YoY-4%)，销售及管理费用率 17.1%。
3. 研发费用为 54 亿元 (YoY-1%)，主要是由于人工支出和其他研发支出减少，部分被支持 Gen AI 研发投入的服务器的折旧开支及服务器的机架费增加所抵消，研发费用率 17.0%。

公司将分流管理每个业务成本，根据需求尝试精简组织结构以提高敏捷性和灵活性，还将重新分配资源，优先考虑关键战略领域。

维持目标价 133 港元，买入评级

考虑到国内目前宏观经济环境仍然疲弱，公司最重要的核心现金流业务-广告业务未来会面临着宏观经济逆风的影响。市场上像小红书等新式的内容种草视频正逐步成为当下年轻人搜索的另一个选择，公司搜索广告的业务未来面对着更多的竞争，公司 AI 业务的发展目前看对收入的增量贡献有限。此外，云业务盈利的不确定性仍然较多，百度自动驾驶业务也面临着华为等头部企业的竞争，鉴于云业务和自动驾驶业务仍然未有明确的盈利指引，我们认为应该对百度整体业务全新估值。我们更改过去 STOP 估值的方式，采取更为审慎的估值方法，云业务和自动驾驶业务暂不给估值。结合公司过往历史估值中枢水平，给予 15 倍 24 年利润的估值，得出目标价 133 港元。

图表 4：百度过去 5 年 PE-Band



资料来源：第一上海预测

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表					
<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
总收入	123,675	134,499	137,278	147,434	157,158
毛利	59,740	69,468	72,202	78,158	84,416
销售及管理费用	-20,514	-23,519	-24,429	-26,430	-27,714
研发费用	-23,315	-24,192	-25,903	-27,912	-30,074
营运收入	15,911	21,757	21,871	23,816	26,628
利息收入	6,245	0	0	0	0
财务开支	-2,913	0	0	0	0
联营公司等其他	-9,131	3,342	4,219	4,044	4,044
税前盈利	10,112	25,099	26,090	27,860	30,672
所得税	-2,578	-3,649	-4,583	-5,329	-5,986
净利润	7,534	21,450	21,507	22,531	24,686
少数股东应占利润	-25	1,234	1,100	1,300	1,300
本公司股东应占利润	7,559	20,216	20,407	21,231	23,386
折旧及摊销	8,905	5,395	6,232	6,489	6,879
EBITDA	21,486	27,527	28,103	30,305	33,507
增速					
净收入	-0.7	8.8	2.1	7.4	6.6
EBITDA	31.0	28.1	2.1	7.8	10.6

资产负债表					
<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	53,156	25,231	42,773	64,893	88,556
应收账款	11,733	10,848	11,283	12,118	12,917
其他流动资产	147,961	194,176	194,176	194,176	194,176
总流动资产	212,850	230,255	248,232	271,187	295,650
固定资产	23,973	27,960	28,389	29,561	31,338
无形资产	1,254	881	3,312	6,281	9,785
长期投资	78,926	72,623	72,623	72,623	72,623
银行存款及其他	73,970	75,040	77,385	76,915	75,514
总资产	390,973	406,759	429,941	456,567	484,910
应付账款	38,014	37,717	38,692	41,189	43,251
短期银行借款	0	2	2	2	2
其他短期负债	41,616	38,732	38,732	38,732	38,732
总短期负债	79,630	76,451	77,426	79,923	81,985
长期银行借款	13,722	14,223	14,223	14,223	14,223
其他负债	59,816	53,477	53,477	53,477	53,477
总负债	153,168	144,151	145,126	147,623	149,685
少数股东权益	5,934	9,517	10,617	11,917	13,217
股东权益	223,478	243,626	252,726	273,957	297,343
每股账面值(摊薄)	80	87	90	98	106
营运资产	133,220	153,804	170,806	191,264	213,665

财务分析					
	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	48.30%	51.65%	52.60%	53.01%	53.71%
经营利润率 (%)	12.87%	16.18%	15.93%	16.15%	16.94%
EBITDA 利率 (%)	17.37%	20.47%	20.47%	20.56%	21.32%
净利率 (%)	6.09%	15.95%	15.67%	15.28%	15.71%
营运表现					
销售及管理费用/净收入	16.59%	17.49%	17.80%	17.93%	17.63%
研发费用/净收入 (%)	18.85%	17.99%	18.87%	18.93%	19.14%
实际税率 (%)	25.49%	14.54%	17.57%	19.13%	19.52%
股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收账款天数	32.0	30.0	30.0	30.0	30.0
应付账款天数	217.0	217.0	217.0	217.0	217.0
财务状况					
总负债/总资产	0.39	0.35	0.34	0.32	0.31
净收入/净资产	0.52	0.51	0.48	0.48	0.47
经营性现金流/净收入	0.21	0.27	0.15	0.23	0.24

现金流量表					
<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
EBITDA	21,486	27,527	28,103	30,305	33,507
净融资成本					
所得税	-2,578	-3,649	-4,583	-5,329	-5,986
其他	7,262	11,955	-2,740	8,929	9,459
营运现金流	26,170	35,833	20,779	33,905	36,980
资本开支	-8,393	-9,232	-10,248	-11,785	-13,317
其他投资活动	4,449	-34,211	0	0	0
投资活动现金流	-3,944	-43,443	-10,248	-11,785	-13,317
负债变化	-11,451	-14,162	0	0	0
股本变化					
股息					
其他融资活动	5,061	0	0	0	0
融资活动现金流	-6,390	-14,162	0	0	0
汇兑变化	1,729	281	0	0	0
现金变化	17,565	-21,491	10,531	22,120	23,663
期初持有现金	47,671	65,236	43,745	54,276	76,396
期末持有现金	65,236	43,745	54,276	76,396	100,059

资料来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。