

互联网

收盘价 目标价 潜在涨幅
美元 93.73 美元 129.00↓ +37.6%

2024年7月17日

百度 (BIDU US)

短期广告仍承压，仍需关注 AIGC 对搜索及商业化改造进程

⊖ **2024年2季度业绩预览：**我们预计百度核心收入264亿元（人民币，下同），同比持平，较此前下调3%，主要因广告短期承压；调整后运营利润66.9亿元，对应利润率25%，对比Visible Alpha一致预期收入增速0.9%及运营利润65亿元。预计百度（含爱奇艺）收入343亿元，同比增0.9%，调整后净利润68亿元，对应利润率19.8%。

⊖ **百度核心业务2季度收入增长仍承压。**1) 我们预计广告收入同比降3%至190亿元，较此前下调5%，主要因用户侧AI搜索改造影响传统广告点击，及部分行业如地产、汽车等广告主需求较为疲软。公司预期AI生成搜索内容占比将进一步提升（1季度11%），预计对广告商业化负面影响将持续至下半年。2) 云业务基本维持预期，预计收入51亿元，同比增14%，企业对AI大模型的需求及API调用随着使用量上升加速起量推动AI相关高质量收入增长。利润层面，虽广告收入低于此前预期，但公司持续关注成本控制及运营效率优化，维持核心经营调整运营利润率预测25%。

⊖ **萝卜快跑布局领先，业务规模化取决于政策指引以及测试区域扩大进展。**百度披露截至1季度，萝卜快跑在10+个城市运营，季度单量83万（日单9000+）。运营成本下降取决于远程安全员及新款车型RT6的量产上线：1) 武汉无人驾驶单量比例持续提升，2季度/4月为55%/70%+，预计未来几个季度达100%。2) 受武汉测试区域的扩大拉动，公司预计2024年内武汉投放1000辆RT6（单车20.46万元），将有效优化运营成本。

⊖ **估值：**考虑AI搜索改造持续，2024年广告收入增速预计同比持平（原+2.6%），云业务在AI收入贡献持续增长拉动下，维持全年双位数增长判断。虽然收入增长承压，但我们仍预计经营杠杆优化带来核心业务稳定利润率。公司仍将致力于自动驾驶技术研发，长期Robotaxi运营或不是核心目标，对公司资产及收入影响有限，技术进步对公司估值加持将是核心。按SOTP，调整目标价至129美元/125港元（9888 HK），对应2024/25年11/9倍市盈率。现价对应2024年6.7倍市盈率，业内最低，维持**买入**。

财务数据一览

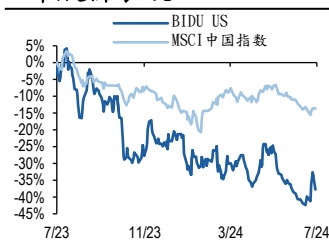
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	123,675	134,598	138,761	148,230	159,279
同比增长(%)	-0.7	8.8	3.1	6.8	7.5
净利润(百万人民币)	20,680	28,747	27,651	31,564	34,592
每股盈利(人民币)	59.13	80.91	78.53	89.58	98.11
同比增长(%)	9.4	36.8	-2.9	14.1	9.5
前EPS预测值(人民币)			85.48	105.98	121.89
调整幅度(%)			-8.1	-15.5	-19.5
市盈率(倍)	11.5	8.4	8.7	7.6	6.9
每股账面净值(人民币)	79.87	85.71	91.22	101.77	89.18
市账率(倍)	8.53	7.95	7.47	6.69	7.64

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于Non-GAAP基础

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位(美元)	155.99
52周低位(美元)	86.21
市值(百万美元)	27,375.72
日均成交量(百万)	4.25
年初至今变化(%)	(21.29)
200天平均价(美元)	102.50

资料来源：FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 百度核心业务主要预测

(百万人民币) 年结 12月31日	2Q23	1Q24	2Q24E 原预测	2Q24E 新预测	环比 (%)	同比 (%)	变动 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
百度核心营收	26,407	23,803	27,216	26,442	11	0	-3	103,465	106,035	112,929	121,853
在线营销	19,586	17,008	19,985	19,011	12	-3	-5	74,979	75,031	77,869	82,529
云	4,473	4,669	5,068	5,103	9	14	1	18,674	21,218	24,066	27,229
自动驾驶及新业务	2,348	2,126	2,163	2,328	9	-1	8	9,812	9,787	10,994	12,095
营收成本	(10,553)	(9,839)	(10,604)	(10,163)	3	-4	-4	(42,593)	(41,373)	(42,954)	(45,617)
毛利	15,861	13,926	16,569	16,240	17	2	-2	60,797	64,503	69,804	76,030
调整后运营开支	(9,547)	(8,459)	(9,879)	(9,730)	15	2	-2	(36,679)	(38,720)	(41,457)	(44,878)
调整后运营利润	6,516	5,586	6,879	6,692	20	3	-3	24,748	26,466	29,119	31,987
调整后净利润	7,694	6,628	7,717	6,332	-4	-18	-18	27,417	25,498	28,929	31,673
毛利率(%)	60.1	58.5	60.9	61.4				58.8	60.8	61.8	62.4
调整后营运利润率(%)	24.7	23.5	25.3	25.3				23.9	25.0	25.8	26.3
调整后净利润率(%)	29.1	27.8	28.4	23.9				26.5	24.0	25.6	26.0

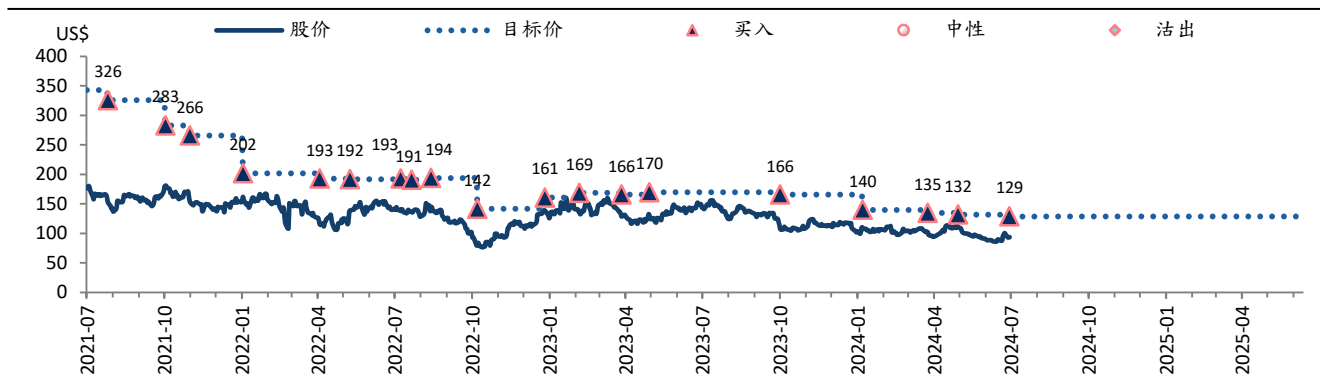
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 损益预测

(百万人民币) 年结 12 月 31 日	2Q23	1Q24	2Q24E 原预测	2Q24E 新预测	环比 (%)	同比 (%)	变动 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
净营收	34,056	31,513	35,123	34,373	9	1	-2	134,598	138,761	148,230	159,279
在线营销服务	21,081	18,490	21,637	20,664	12	-2	-4	81,203	81,809	85,103	90,297
其他服务	12,975	13,023	13,485	13,709	5	6	2	53,395	56,951	63,127	68,982
<i>彭博一致预期</i>				<u>34,588</u>					<u>139,175</u>	<u>148,212</u>	<u>157,704</u>
营收成本	(16,167)	(15,291)	(16,168)	(15,747)	3	-3	-3	(65,031)	(64,074)	(67,093)	(70,899)
毛利	17,889	16,222	18,955	18,625	15	4	-2	69,567	74,686	81,137	88,380
销售及行政	(6,298)	(5,375)	(6,231)	(6,214)	16	-1	0	(23,519)	(24,509)	(26,496)	(28,950)
研发	(6,381)	(5,363)	(6,131)	(5,969)	11	-6	-3	(24,192)	(24,070)	(25,442)	(27,016)
运营利润(亏损)	5,210	5,484	6,592	6,442	17	24	-2	21,856	26,108	29,199	32,414
调整后运营利润	7,334	6,673	7,952	7,769	16	6	-2	28,433	31,418	34,866	38,498
其他收入(费用)	1,369	1,246	1,653	1,653	33	21	0	3,342	5,396	9,242	11,463
税项	(1,270)	(883)	(1,278)	(1,278)	45	1	0	(3,649)	(5,354)	(6,425)	(6,949)
非控股权益应占净亏损	99	399	326	326	-18	229	0	1,234	1,728	2,008	2,269
净收益	5,210	5,448	6,641	6,491	19	25	-2	20,315	24,422	30,008	34,658
调整后净收益	7,998	7,011	8,174	6,793	-3	-15	-17	28,747	27,651	31,564	34,592
毛利率 (%)	52.5	51.5	54.0	54.2				51.7	53.8	54.7	55.5
调整后营运利润率 (%)	21.5	21.2	22.6	22.6				21.1	22.6	23.5	24.2
调整后净利率 (%)	23.5	22.2	23.3	19.8				21.4	19.9	21.3	21.7
摊薄每股盈利(调整后, 人民币)	22.55	19.91	23.22	19.30	-3	-14	-17	80.91	78.53	89.58	98.11
<i>彭博一致预期</i>				<u>19.43</u>					<u>79.03</u>	<u>82.70</u>	<u>90.92</u>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 百度 (BIDU US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发布日期	子行业
BIDU US	百度	买入	93.73	129.00	37.6%	2024年07月17日	广告
1024 HK	快手	买入	46.75	55.00	17.6%	2024年07月17日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	16.10	20.00	24.2%	2024年07月15日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	94.65	120.00	26.8%	2024年06月04日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.75	6.70	78.7%	2024年05月17日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	15.13	17.00	12.4%	2024年05月14日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.59	5.90	-10.5%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	34.27	33.00	-3.7%	2024年05月29日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.25	29.00	10.5%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	135.84	213.00	56.8%	2024年05月23日	电商
JD US	京东	买入	27.20	40.00	47.1%	2024年05月17日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	78.38	111.00	41.6%	2024年04月11日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	11.66	13.40	14.9%	2024年06月26日	电商
DAO US	有道	买入	3.65	5.00	37.0%	2024年05月24日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	57.75	89.00	54.1%	2024年04月25日	教育
GOTU US	高途	买入	4.98	9.10	82.7%	2024年02月28日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.00	15.50	55.0%	2024年01月26日	教育
NTES US	网易	买入	92.97	117.00	25.8%	2024年05月24日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	22.35	30.00	34.2%	2024年05月22日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	371.80	457.00	22.9%	2024年05月16日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.82	15.00	26.9%	2024年03月28日	游戏
3690 HK	美团	买入	119.10	129.00	8.3%	2024年06月07日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.52	26.00	40.4%	2024年03月18日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	11.26	13.50	19.9%	2024年07月12日	物流
2618 HK	京东物流	中性	8.32	9.80	17.8%	2024年07月13日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.40	1.90	35.7%	2024年05月16日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	21.85	30.00	37.3%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.86	14.00	28.9%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	14.90	25.00	67.8%	2024年05月22日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	370.80	509.00	37.3%	2024年05月21日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年7月17日

财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	123,675	134,598	138,761	148,230	159,279
主营业务成本	(63,935)	(65,031)	(64,074)	(67,093)	(70,899)
毛利	59,740	69,567	74,686	81,137	88,380
销售及管理费用	(20,514)	(23,519)	(24,509)	(26,496)	(28,950)
研发费用	(23,315)	(24,192)	(24,070)	(25,442)	(27,016)
经营利润	15,911	21,856	26,108	29,199	32,414
Non-GAAP标准下的经营利润	23,186	28,433	31,418	34,866	38,498
财务成本净额	3,332	4,761	5,545	6,042	6,463
应占联营公司利润及亏损	(1,910)	(3,799)	(1,375)	(600)	(600)
其他非经营净收入/费用	(7,221)	2,380	1,226	3,800	5,600
税前利润	10,112	25,198	31,504	38,441	43,877
税费	(2,578)	(3,649)	(5,354)	(6,425)	(6,949)
非控股权益	25	(1,234)	(1,728)	(2,008)	(2,269)
净利润	7,559	20,315	24,422	30,008	34,658
作每股收益计算的净利润	7,559	20,315	24,422	30,008	34,658
Non-GAAP标准的净利润	20,680	28,747	27,651	31,564	34,592

资产负债表(百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	65,236	37,574	222,383	431,479	671,731
有价证券	120,839	168,670	173,730	177,205	194,925
应收账款及票据	11,733	10,848	9,737	10,996	7,907
其他流动资产	15,042	13,163	20,771	21,383	22,106
总流动资产	212,850	230,255	426,621	641,063	896,669
物业、厂房及设备	23,973	27,960	22,417	24,827	27,170
无形资产	43,574	43,811	44,003	43,121	42,979
合资企业/联营公司投资	78,926	72,623	73,349	77,017	80,868
长期应收收入	10,425	11,046	11,087	12,217	144
其他长期资产	21,225	21,064	(156,440)	(344,646)	(642,868)
总长期资产	178,123	176,504	(5,583)	(187,466)	(491,708)
总资产	390,973	406,759	421,037	453,597	404,961
短期贷款	20,552	19,090	19,530	19,745	19,483
应付账款	51,130	52,344	52,909	56,947	63,138
其他短期负债	7,948	5,017	5,067	5,179	5,311
总流动负债	79,630	76,451	77,505	81,871	87,932
长期贷款	63,183	57,357	56,739	54,495	34,506
长期应付账款	589	758	779	827	883
其他长期负债	9,766	9,585	9,585	9,585	9,585
总长期负债	73,538	67,700	67,103	64,907	44,974
总负债	153,168	144,151	144,608	146,777	132,906
股本	79,855	87,099	75,000	75,000	0
储备及其他资本项目	143,623	156,527	181,971	211,863	251,573
股东权益	223,478	243,626	256,971	286,863	251,573
记作权益的金融工具	8,393	9,465	9,465	9,465	9,465
非控股权益	5,934	9,517	9,993	10,492	11,017
总权益	237,805	262,608	276,429	306,820	272,055

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表(百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	10,112	25,198	31,504	38,441	43,877
合资企业/联营公司收入调整	5,920	34	(5,190)	(8,242)	(8,242)
折旧及摊销	20,084	21,457	19,529	20,706	14,103
营运资本变动	(16,758)	(13,067)	(5,197)	(17,266)	(1,793)
税费	(2,578)	(3,649)	(5,354)	(6,425)	(6,949)
其他经营活动现金流	9,390	6,642	3,972	7,426	6,113
经营活动现金流	26,170	36,615	39,263	34,641	47,109
资本开支	(8,286)	(11,190)	(12,763)	(14,823)	(15,928)
投资活动	4,940	(41,679)	180,894	200,060	220,066
其他投资活动现金流	(598)	2,472	(234)	(335)	(338)
投资活动现金流	(3,944)	(50,397)	167,898	184,902	203,800
负债净变动	(6,813)	(1,357)	(10,176)	(9,846)	(10,257)
权益净变动	(498)	(1,200)	(12,099)	0	0
其他融资活动现金流	921	(11,605)	(178)	(201)	0
融资活动现金流	(6,390)	(14,162)	(22,453)	(10,047)	(10,257)
汇率收益/损失	1,729	282	101	(400)	(400)
年初现金	47,671	65,236	37,574	222,383	431,479
年末现金	65,236	37,574	222,383	431,479	671,731

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	2.510	6.980	8.634	10.691	12.339
全面摊薄每股收益	21.613	57.178	69.354	85.162	98.293
Non-GAAP标准下的每股收益	59.130	80.910	78.526	89.579	98.105
每股账面值	79.873	85.712	91.221	101.765	89.185
利润率分析(%)					
毛利率	48.3	51.7	53.8	54.7	55.5
EBIT利润率	12.9	16.2	18.8	19.7	20.4
净利率	6.1	15.1	17.6	20.2	21.8
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	48.3	51.7	53.8	54.7	55.5
经营利润率	18.7	21.1	22.6	23.5	24.2
净利率	16.7	21.4	19.9	21.3	21.7
盈利能力(%)					
ROA	2.0	5.1	5.9	6.9	8.1
ROE	3.5	8.7	9.8	11.0	12.9
ROIC	4.3	6.3	7.0	7.3	9.4
其他					
净负债权益比(%)	7.8	14.8	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.7	3.0	5.5	7.8	10.2
应收账款周转天数	32.0	30.6	23.2	23.2	23.2

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年7月17日
百度(BIDU US)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。