

买入

2024年8月27日

宏观压力导致广告业务增速下滑，智能云业务增长强劲

► **收入略低于市场预期，利润好于市场预期：** 24Q2 公司营业总收入为 339 亿元 (YoY-0.4%，QoQ-8%)，略低于市场预期；Non-GAAP 经营利润 59 亿元 (YoY+14%)；Non-GAAP 净利润 74 亿元 (YoY-8%)，好于市场预期。分业务看，百度核心收入 267 亿元 (YoY+1%)。其中，在线营销收入 192 亿元 (YoY-2%)，非在线营销收入 75 亿元 (YoY+10%)。Non-GAAP 核心经营利润 70 亿元；Non-GAAP 核心净利润 73 亿元。爱奇艺收入 74 亿元 (YoY-5%)，总体经营稳健。自 24Q2 起，百度回购股票 301 百万美元，23 年股份回购计划项下的累计回购额达 12 亿美元，剩余授权股票额度 38 亿美元。截至本季度末，公司账上现金及现金等价物为 1620 亿元，不包括爱奇艺为 1550 亿元，自由现金流 59 亿元，公司财务情况依旧稳健。

► **广告业务增速承压：** 24Q2 百度核心在线营销收入 192 亿元 (YoY-2%)，受制于宏观经济环境的疲软、竞争加剧及线下各垂直类中小客户恢复缓慢。二季度搜索页面中约 18% 为 AI 生成内容，较 5 月份的 11% 提升了 7%，但 AI 搜索内容还未商业化。移动生态流量较为稳定，24Q2 百度 APP 月活跃用户达 703 百万 (YoY+4%)；托管页收入占 24Q2 百度核心业务中在线营销收入的 51%，保持小幅增长。考虑到国内宏观经济环境的不确定性，预计 24 年三季度广告收入增速下滑程度高于二季度，全年看仍有压力。

► **智能云业务强劲增长：** 24Q2 人工智能云收入同比增长 14% 达 51 亿元，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。二季度，来自 Gen AI 的收入占 AI 云收入的 9%，一季度为 6.9%，占比持续提升。AI 云业务未来几个季度有望保持强劲的收入增长势头，Gen AI 云稳态利润率会好于传统云业务。在智能驾驶方面，24Q2 百度的自动驾驶服务萝卜快跑提供 89.9 万次乘车服务 (YoY+26%)，累计单量超 7 百万。萝卜快跑基本在武汉提供 100% 全无人驾驶叫车服务，同时公司已开始对 RT6 汽车进行规模化全无人道路测试，2024 年有望在目标城市实现 UE 盈亏平衡。

► **下调目标价至 107 港元，买入评级：** 百度二季度业绩超预期，主因低市场预期和费用优化。但下半年面临压力，因经济不确定和 AI 搜索未商业化。长期流量侵蚀问题持续，短视频平台影响大。百度 C 端 AI 用户渗透率落后，增长减缓，AI 助力搜索广告效果存疑。截至 8 月 26 日，百度市值 2100 亿元，净现金 1550 亿元 (多为长期存款)。虽有充足现金，但回购力度不足。考虑宏观压力、流量竞争和 AI 变现困难，下调估值至 24 年利润 13 倍 PE，目标价 107 港元，维持买入评级。

► **风险提示：** 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

李宜格

852-25321962

Vicky.li@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321539

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	83.5 港元
目标价	107 港元 (+28%)
股票代码	9888.HK
已发行股本	28.05 亿股
市值	2343 亿港元
52 周高/低	145/79.3 港元
每股净资产	98.7 港元
主要股东 (B)	Li YanHong (19.3%) Primecap (3.4%) Vanguard (3.2%) BlackRock (3.1%)

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	134,453	144,427	154,035
变动	-0.7%	8.8%	-0.1%	7.4%	6.7%
归母净利润 (人民币百万元)	7,559	20,315	21,112	22,002	24,279
变动	-26.1%	168.8%	3.9%	4.2%	10.3%
Non-GAAP 归母净利润 (人民币百万元)	20,680	28,747	26,112	28,002	30,279
变动	9.8%	39.0%	-9.2%	7.2%	8.1%
GAAP 每股盈利 (人民币)	2.69	7.26	7.55	7.87	8.68
变动	-0.8%	169.6%	3.9%	4.2%	10.3%
83.55 港元的市盈率 (估)	28.5	10.6	10.2	9.7	8.8

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

业绩摘要

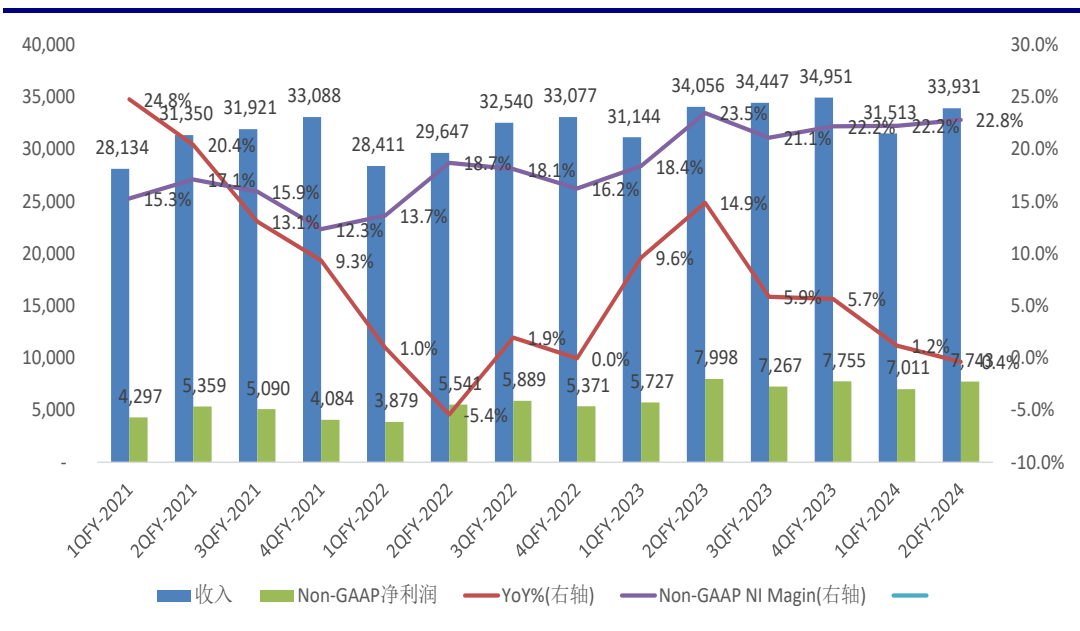
收入端略低于预期，利润端超市场预期

24Q2 公司营业总收入为 339 亿元 (YoY+0.4%, QoQ+8%)，略低于市场预期；经营利润 59 亿元 (YoY+14%)，Non-GAAP 经营利润 75 亿元 (YoY+2%)；Non-GAAP 净利润 74 亿元 (YoY+8%)，好于市场预期。

分业务看，百度核心收入 267 亿元 (YoY+1%)。其中，在线营销收入 192 亿元 (YoY-2%)，非在线营销收入 75 亿元 (YoY+10%)，主要由智能云业务带动。Non-GAAP 核心经营利润 70 亿元，Non-GAAP 核心经营利润率为 26%；Non-GAAP 核心净利润 73 亿元，Non-GAAP 核心净利润率为 27%。爱奇艺收入 74 亿元 (YoY-5%)，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 1620 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 1550 亿元。自由现金流为 63 亿元，自由现金流（不包括爱奇艺）为 59 亿元。自 24Q2 起，百度回购股票 301 百万美元，目前股份回购计划项下的累计回购额达 12 亿美元，剩余授权股票额度 38 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

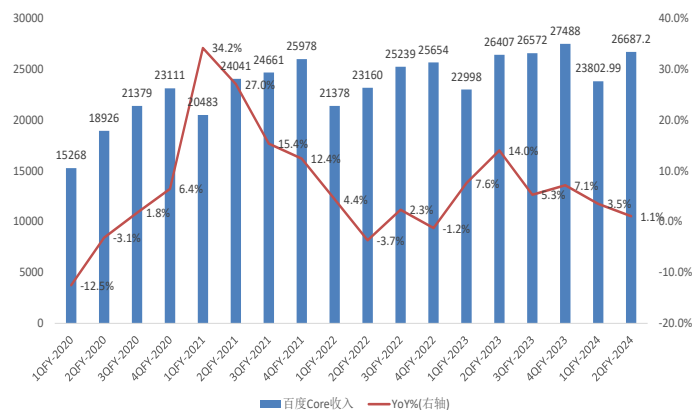
在线营销业务

广告业务依旧承压，受宏观经济疲软及竞争加剧因素影响

24Q2 百度的核心在线营销收入 192 亿元 (YoY-2%)，增速放缓主要受宏观经济环境疲软及竞争加剧影响。二季度搜索结果页面约有 18%来自生成式 AI，环比提升 7%，但目前 Gen AI 还未对收入产生影响。移动生态流量依旧稳定，24Q2 百度 APP 月活跃用户达 703 百万 (YoY+4%)；托管页收入占 24Q2 百度的核心业务中在线营销收入的 51%，环比增长 1%，保持小幅增长。

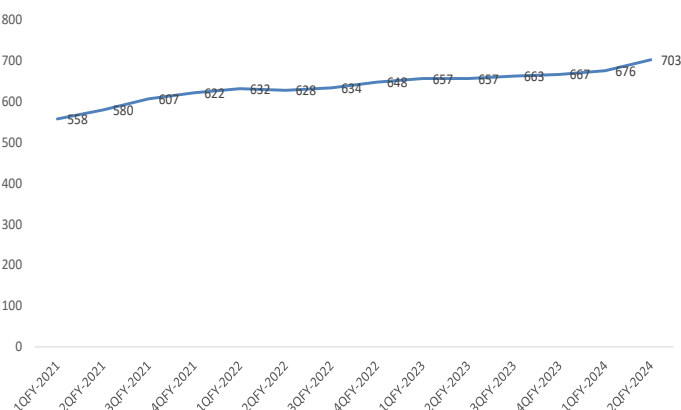
第二季度与 AI 相关的增量广告收入环比增长，公司预计这一趋势有望延续，并缓解宏观经济疲软带来的影响。百度核心广告业务增速放缓，主要受宏观经济影响。短视频和电商广告侵蚀搜索广告市场份额。AI 广告贡献虽增长，但占比低，未能弥补损失。微信搜一搜、小红书等替代传统搜索，预计百度核心广告业务未来仍面临增长压力。预计 24 年三季度广告收入增速可能下滑程度高于二季度，全年预计仍有压力。

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

AI 带动云业务增长强劲, 智慧交通、自动驾驶有所突破

24Q2 人工智能云收入同比增长 14%, 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。二季度, 来自 Gen AI 的收入占 AI 云收入的 9%, 较一季度提升 2.1%。公司为使文心大模型更具性价比, 不断拓展模型组合, 增强模型能力, 满足多样化客户需求, 二季度推出文心 4.0 Turbo, 运行成本更低, 速度更快, 通过文心大模型使 AI 客户实现更高的效率和可扩展性, 创造价值。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。

AI 领域公司继去年推出的文心 4.0 后今年六月推出升级版本的文心 4.0 Turbo, 进一步扩大竞争优势, 下调了两款旗舰模型文心大模型 3.5 和 4.0 价格, 并免费开放 ERNIE Speed、ERNIE Lite、ERNIE Tiny 三款模型。百度文心大模型的日均调用量超 6 亿次, 日均处理 TOKENS 文本约 1 万亿, 对比 2023 年四季度的 5000 次日均调用量, 半年增长超 10 倍。

对于人工智能云业务来说, 市场仍处于早期的百家模型之战时期, 公司通过不断升级改造模型组合产品, 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。

在智能驾驶方面, 24Q2 百度的自动驾驶服务萝卜快跑提供 89.9 万次乘车服务 (YoY+26%), 累计单量超 7 百万。武汉仍是最大的运营区域, 目前萝卜快跑在武汉开始提供 100%全无人驾驶叫车服务。第六代自动驾驶汽车 RT6 已开始进行规模化全无人道路测试。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在核心区域的收支平衡。

盈利情况

经营利润持续改善, 智能云业务导致费用增加

24Q2 经营利润 59 亿元 (YoY+14%), 百度核心经营利润为 56 亿元 (YoY+23%); Non-GAAP 经营利润 75 亿元 (YoY+2%), Non-GAAP 核心经营利润 70 亿元 (YoY+8%), Non-GAAP 核心经营利润率为 26%; 净利润 55 亿元 (YoY+5%), 核心净利润 55 亿元 (YoY+9%); Non-GAAP 净利润 74 亿元 (YoY-8%), Non-GAAP 核心净利润 73 亿元 (YoY-5%), Non-GAAP 核心净利润率为 27%。

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 164 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, 销售成本率为 48.3%。
2. 销售及管理费用 57 亿元 (YoY-9%), 主要是预期信用损失、渠道支出和市场推广费

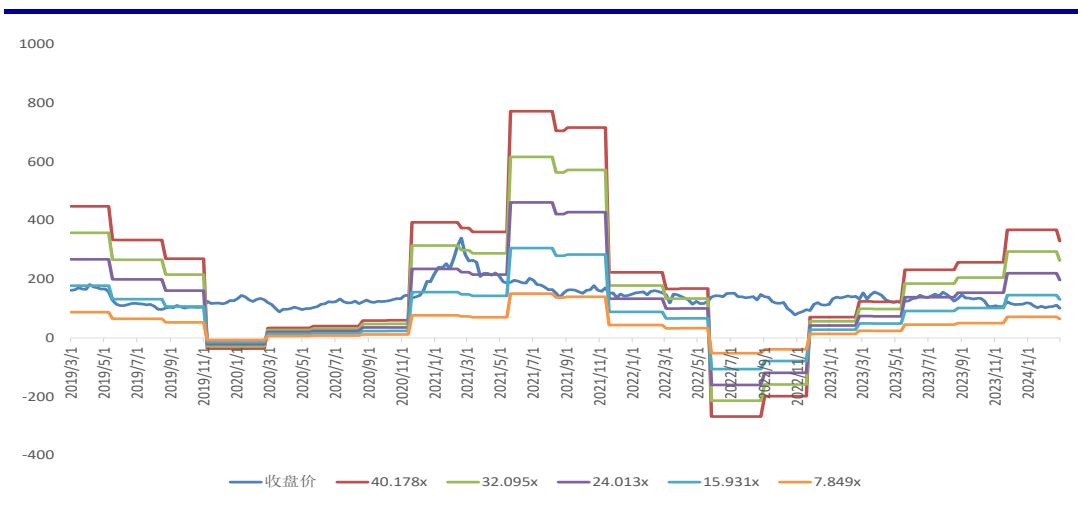
用及人员相关费用减少，销售及管理费用率 16.8%。

3. 研发费用为 59 亿元 (YoY-8%)，主要是由于人工支出和其他研发支出减少，研发费用率 17.0%。

下调目标价至 107 港元，维持买入评级

百度的二季度业绩超出市场预期，主要得益于较低的市场预期和强劲的费用优化，导致盈利表现超预期。然而，由于宏观经济环境的不确定性和 AI 搜索尚未商业化，下半年面临的压力较大。从中长期来看，流量侵蚀问题依然存在，尽管短期内月活用户有所回流，但受到诸如微信搜一搜、抖音和小红书等短视频的影响并未根本缓解。此外，百度在 C 端的文心一言用户渗透率已被竞争对手赶超，且增长势头放缓，这增加了 AI 能否为搜索广告带来净增量的疑问。截至 8 月 26 日收盘价，百度目前的市值为 2100 亿元，在手净现金 1550 亿元，大部分是长期定期存款。自 24Q2 起，百度回购股票 301 百万美元，目前股份回购计划项下的累计回购额达 12 亿美元，剩余授权股票额度 38 亿美元，百度目前账上现金充足，但回购力度明显不足。考虑到百度短中期，依然面临宏观经济的压力、竞争对手对流量的侵蚀以及 AI 的变现依然难以贡献广告的增量收入，我们下调公司的估值中枢，对应 24 年利润的 13 倍 PE 估值，对应目标价 107 港元，维持买入评级。

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	134,598	134,453	144,427	154,035
毛利	59,740	69,567	68,888	74,622	80,722
销售及管理费用	-20,514	-23,519	-22,837	-24,696	-25,893
研发费用	-23,315	-24,192	-23,488	-25,304	-27,257
营运收入	15,911	21,856	22,563	24,623	27,572
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	4,163	4,044	4,044
税前盈利	10,112	25,198	26,726	28,667	31,616
所得税	-2,578	-3,649	-4,514	-5,365	-6,037
净利润	7,534	21,549	22,212	23,302	25,579
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	20,315	21,112	22,002	24,279
折旧及摊销	8,905	7,390	7,276	7,357	7,630
EBITDA	22,836	29,621	29,839	31,980	35,202
增速					
净收入	-0.7	8.8	-0.1	7.4	6.7
EBITDA	39.2	29.7	0.7	7.2	10.1

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	45,014	68,811	94,154
应收账款	11,733	10,848	11,051	11,871	12,660
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	250,241	274,858	300,990
固定资产	23,973	27,960	27,345	27,648	28,675
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	430,906	458,325	487,588
应付账款	38,014	37,717	38,983	41,504	43,590
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	77,717	80,238	82,324
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	145,417	147,938	150,024
少数股东权益	5,934	9,517	10,617	11,917	13,217
股东权益	223,478	243,626	253,535	275,537	299,816
每股账面值(摊薄)	80	87	90	98	107
营运资产	133,220	153,804	172,524	194,620	218,666

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%	51.69%	51.24%	51.67%	52.41%
经营利润率 (%)	12.87%	16.24%	16.78%	17.05%	17.90%
EBITDA 利率 (%)	18.46%	22.01%	22.19%	22.14%	22.85%
净利率 (%)	6.09%	16.01%	16.52%	16.13%	16.61%
营运表现					
销售及管理费用/净收入	16.59%	17.47%	16.99%	17.10%	16.81%
研发费用/净收入 (%)	18.85%	17.97%	17.47%	17.52%	17.70%
实际税率 (%)	25.49%	14.48%	16.89%	18.71%	19.10%
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	0.47	0.47	0.46
经营性现金流/净收入	0.21	0.27	0.22	0.25	0.25

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	22,836	29,621	29,839	31,980	35,202
净融资成本					
所得税	-2,578	-3,649	-4,514	-5,365	-6,037
其他	5,912	10,643	3,866	8,967	9,494
营运现金流	26,170	36,615	29,191	35,582	38,659
资本开支	-8,393	-9,232	-10,248	-11,785	-13,317
其他投资活动	4,449	-41,165	0	0	0
投资活动现金流	-3,944	-50,397	-10,248	-11,785	-13,317
负债变化	-11,451	-7,327	0	0	0
股本变化					
股息					
其他融资活动	5,061	-6,835	0	0	0
融资活动现金流	-6,390	-14,162	0	0	0
汇兑变化	1,729	282	0	0	0
现金变化	17,565	-27,662	18,943	23,797	25,342
期初持有现金	47,671	65,236	37,574	56,517	80,314
期末持有现金	65,236	37,574	56,517	80,314	105,657

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。