

百度集团-SW (09888.HK)

2024Q2 业绩点评: 广告继续承压, 关注生成式 AI 后续进展

买入 (维持)

2024 年 08 月 27 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 郭若娜

执业证书: S0600524080004  
guorn@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值                  | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元)              | 123675 | 134598 | 134034 | 138680 | 144682 |
| 同比(%)                    | (0.66) | 8.83   | (0.42) | 3.47   | 4.33   |
| Non-GAAP 归母净利润 (百万元)     | 20680  | 28747  | 29026  | 30422  | 32646  |
| 同比(%)                    | 9.82   | 39.01  | 0.97   | 4.81   | 7.31   |
| EPS-最新摊薄 (元/股, Non-GAAP) | 7.37   | 10.25  | 10.35  | 10.84  | 11.64  |
| P/E (现价&最新摊薄, Non-GAAP)  | 10.35  | 7.44   | 7.37   | 7.03   | 6.55   |

关键词: #业绩超预期

投资要点

■ **业绩概览:** 2024Q2 公司收入略低于市场预期, 经调整净利润超市场预期。2024Q2 公司营业收入 339 亿元, 同比下降 0.36%; Non-GAAP 经营利润 75 亿元, 同比增长 2%, 好于彭博一致预期; Non-GAAP 净利润 74 亿元, 同比下滑 8%, 好于彭博一致预期。自 2024Q2 起, 公司股份回购金额为 3.01 亿美元, 2023 年股份回购计划项下的累计回购金额达约 12 亿美元。

■ **广告业务:** 外部承压, 内部生成式 AI 改造产品影响短期变现效率。24Q2 百度核心收入 267 亿元, 同比增长 1%; 其中在线营销收入 192 亿元, 同比减少 2%, 略好于彭博一致预期。广告业务同比下滑受多重原因影响, 一方面广告主总体对广告支出采取谨慎态度, 特别是房地产/招商加盟/汽车等行业广告主投放意愿仍未恢复; 另一方面公司加速推进生成式 AI 对搜索产品的改造, 而这部分内容尚未实现货币化, 从而影响整体变现效率。Q2 业绩会上公司提到目前搜索结果中有 18% 包含生成式 AI 内容, Q1 业绩会上提到的比例为 11%。Q3 广告业务我们预计仍将疲弱, 但考虑到生成式 AI 有利于提升用户参与积极性 (6 月百度 APP 月活跃用户同比增长 4%, 3 月同比增长 3%), 且在广告转化率和效率上相比传统广告系统更有优势, 我们认为中长期其对百度广告业务的积极作用仍值得期待。

■ **非广告业务:** 生成式 AI 继续推动云计算业务增长。1) **云计算业务:** 2024Q2 云收入继续加速, 同比增长 14% (23Q4/24Q1 为 11%/12%), Non Gaap 运营利润保持增长, 利润率持续增大。6 月百度推出文心 4.0Turbo, 进一步拓展了文心系列模型。相比文心 4.0, 文心 4.0Turbo 专为提升运行速度和成本效益而设计, 在典型应用场景下提供更加卓越的功能。受益于模型性能进一步增强以及易用性提高, 公司 GenAI 和基础模型收入继续高增长, 24Q2 在云收入中占比提升至 9% (23Q4/24Q1 为 4.8%/6.9%)。2) **智能驾驶业务:** 2024Q2 自动驾驶服务萝卜快跑供应的自动驾驶订单约 899 千单, 同比增长 26%。截至 2024 年 7 月 28 日, 萝卜快跑累计为公众提供的自动驾驶出行服务订单超过 7 百万单。后续公司仍将减少亏损, 努力在萝卜快跑 UE 方面取得改善。

■ **虽生成式 AI 相关投入加大, 但严格管控费用驱动盈利能力改善。** 24Q2 百度核心 Non-GAAP 毛利率/经营利润率分别为 59.6%/26.2%, 同比分别-1.0pct/+1.6pct, 好于彭博一致预期。24Q2 百度核心 Non-GAAP 销售成本为 108 亿元, 同比增长 3.7%, 主要是由于流量获取成本和与智能云业务相关成本增加; 毛利率下滑的影响被费用管控效果抵消, 百度核心 Non-GAAP 销售及管理费用同比减少 11%, 主要是由于预期信用损失、渠道支出及市场推广费用及人员相关费用减少; Non-GAAP 研发费用同比减少 2%, 主要由于人员相关费用减少。

■ **盈利预测与投资评级:** 虽然公司上半年利润好于我们预期, 但考虑到 24H2

股价走势



市场数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 收盘价(港元)      | 83.55        |
| 一年最低/最高价     | 79.30/145.00 |
| 市净率(倍)       | 0.93         |
| 港股流通市值(百万港元) | 190,530.71   |

基础数据

|           |          |
|-----------|----------|
| 每股净资产(元)  | 90.11    |
| 资产负债率(%)  | 34.32    |
| 总股本(百万股)  | 2,805.22 |
| 流通股本(百万股) | 2,280.44 |

相关研究

《百度集团-SW(09888.HK.): 24Q2 业绩前瞻: 广告收入承压, 关注 AI 及智能驾驶业务进展》

2024-07-22

《百度集团-SW(09888.HK.): 2024Q1 业绩点评: 利润超预期, AI 对云收入贡献持续提升》

2024-05-19

宏观经济不确定性以及公司短期加大生成式 AI 投入对利润率的影响，我们将公司 2024-2026 年 Non-GAAP 净利润预测由 298/318/341 亿元下调至 290/304/326 亿元，对应 2024 年 Non-GAAP PE 为 7 倍，公司持续回购体现注重股东回报，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**技术发展不及预期风险，AI 伦理风险，技术风险，竞争风险。

**表1：百度集团季度盈利预测（百万元）**

|                              | 2023Q1        | 2023Q2        | 2023Q3        | 2023Q4        | 2024Q1        | 2024Q2        | 2024Q3E       | 2024Q4E       |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>收入</b>                    |               |               |               |               |               |               |               |               |
| 在线营销服务                       | 17,972        | 21,081        | 21,346        | 20,804        | 18,490        | 20,625        | 20,127        | 20,371        |
| 其他                           | 13,172        | 12,975        | 13,101        | 14,147        | 13,023        | 13,306        | 13,535        | 14,557        |
| <b>总收入</b>                   | <b>31,144</b> | <b>34,056</b> | <b>34,447</b> | <b>34,951</b> | <b>31,513</b> | <b>33,931</b> | <b>33,662</b> | <b>34,927</b> |
| <b>成本及费用</b>                 |               |               |               |               |               |               |               |               |
| 销售成本                         | 15,152        | 16,167        | 16,294        | 17,418        | 15,291        | 16,398        | 16,605        | 17,725        |
| 销售及管理费用                      | 5,589         | 6,298         | 5,778         | 5,854         | 5,375         | 5,700         | 5,715         | 5,395         |
| 研发费用                         | 5,423         | 6,381         | 6,101         | 6,287         | 5,363         | 5,889         | 5,957         | 5,871         |
| <b>成本及费用总额</b>               | <b>26,164</b> | <b>28,846</b> | <b>28,173</b> | <b>29,559</b> | <b>26,029</b> | <b>27,987</b> | <b>28,276</b> | <b>28,991</b> |
| <b>经营利润</b>                  | <b>4,980</b>  | <b>5,210</b>  | <b>6,274</b>  | <b>5,392</b>  | <b>5,484</b>  | <b>5,944</b>  | <b>5,386</b>  | <b>5,937</b>  |
| <b>其他（亏损）收益</b>              |               |               |               |               |               |               |               |               |
| 利息净收入                        | 1,111         | 1,131         | 1,229         | 1,290         | 1,325         | 1,251         | 1,251         | 1,300         |
| 汇兑亏损净额                       | -106          | 1,176         | -26           | (449)         | 401           | 93            | 93            | 93            |
| 应占权益法投资亏损                    | -48           | -383          | -398          | -2,970        | -205          | -119          | -119          | -119          |
| 其他净额                         | 1,638         | -555          | 1,100         | -398          | -275          | -454          | -300          | -300          |
| <b>其他（亏损）收益总计</b>            | <b>2,595</b>  | <b>1,369</b>  | <b>1,905</b>  | <b>-2,527</b> | <b>1,246</b>  | <b>771</b>    | <b>925</b>    | <b>974</b>    |
| <b>所得税前（亏损）利润</b>            | <b>7,575</b>  | <b>6,579</b>  | <b>8,179</b>  | <b>2,865</b>  | <b>6,730</b>  | <b>6,715</b>  | <b>6,311</b>  | <b>6,911</b>  |
| 所得税费用                        | 1,193         | 1,270         | 1,282         | -96           | 883           | 1,131         | 1,063         | 1,164         |
| <b>净（亏损）利润</b>               | <b>6,382</b>  | <b>5,309</b>  | <b>6,897</b>  | <b>2,961</b>  | <b>5,847</b>  | <b>5,584</b>  | <b>5,248</b>  | <b>5,747</b>  |
| 归属非控股股东权益的净利润                | 557           | 99            | 216           | 362           | 399           | 96            | 82            | 207           |
| <b>归属百度的净（亏损）利润</b>          | <b>5,825</b>  | <b>5,210</b>  | <b>6,681</b>  | <b>2,599</b>  | <b>5,448</b>  | <b>5,488</b>  | <b>5,166</b>  | <b>5,540</b>  |
| <b>Non-GAAP 归属百度的净（亏损）利润</b> | <b>5,727</b>  | <b>7,998</b>  | <b>7,267</b>  | <b>7,755</b>  | <b>7,011</b>  | <b>7,396</b>  | <b>7,094</b>  | <b>7,524</b>  |

数据来源：公司财报，东吴证券研究所预测

## 百度集团-SW 三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)     |            |            |            |            | 利润表(百万元)              |                  |                  |                  |                  |
|----------------|------------|------------|------------|------------|-----------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|                | 2023A      | 2024E      | 2025E      | 2026E      |                       | 2023A            | 2024E            | 2025E            | 2026E            |
| <b>流动资产</b>    | 230,255.00 | 253,438.05 | 292,208.07 | 332,850.45 | <b>营业总收入</b>          | 134,598.00       | 134,033.80       | 138,679.51       | 144,681.78       |
| 现金及现金等价物       | 25,231.00  | 48,672.88  | 86,222.13  | 125,258.18 | 营业成本                  | 65,031.00        | 66,018.95        | 66,748.39        | 69,186.45        |
| 应收账款及票据        | 10,848.00  | 10,802.53  | 11,176.95  | 11,660.71  | 销售费用                  | 23,519.00        | 22,184.38        | 22,375.21        | 22,532.82        |
| 存货             | 1,396.00   | 1,283.70   | 1,297.89   | 1,345.29   | 管理费用                  | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他流动资产         | 192,780.00 | 192,678.94 | 193,511.10 | 194,586.27 | 研发费用                  | 24,192.00        | 23,079.43        | 23,359.11        | 23,369.72        |
| <b>非流动资产</b>   | 176,504.00 | 167,155.25 | 156,556.19 | 148,344.39 | 其他费用                  | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 固定资产           | 27,960.00  | 24,032.50  | 20,911.88  | 18,308.91  | <b>经营利润</b>           | 21,856.00        | 22,751.04        | 26,196.80        | 29,592.79        |
| 商誉及无形资产        | 41,285.00  | 31,313.75  | 23,835.31  | 18,226.48  | 利息收入                  | 8,009.00         | 8,010.10         | 7,840.75         | 8,622.21         |
| 长期投资           | 43,116.00  | 43,116.00  | 43,116.00  | 43,116.00  | 利息支出                  | 3,248.00         | 2,976.07         | 3,202.97         | 3,450.75         |
| 其他长期投资         | 29,507.00  | 29,507.00  | 29,507.00  | 29,507.00  | 其他收益                  | (1,419.00)       | (1,211.00)       | (582.00)         | (382.00)         |
| 其他非流动资产        | 34,636.00  | 39,186.00  | 39,186.00  | 39,186.00  | <b>利润总额</b>           | 25,198.00        | 26,574.07        | 30,252.58        | 34,382.25        |
| <b>资产总计</b>    | 406,759.00 | 420,593.30 | 448,764.26 | 481,194.84 | 所得税                   | 3,649.00         | 4,226.19         | 3,993.34         | 4,572.84         |
| <b>流动负债</b>    | 76,451.00  | 73,326.41  | 74,981.14  | 77,345.30  | <b>净利润</b>            | 21,549.00        | 22,347.88        | 26,259.24        | 29,809.41        |
| 短期借款           | 13,061.00  | 12,761.00  | 12,461.00  | 12,161.00  | 少数股东损益                | 1,234.00         | 780.78           | 1,417.11         | 1,846.18         |
| 应付账款及票据        | 6,029.00   | 6,120.59   | 6,188.22   | 6,414.25   | <b>归属母公司净利润</b>       | 20,315.00        | 21,567.10        | 24,842.13        | 27,963.23        |
| 其他             | 57,361.00  | 54,444.82  | 56,331.92  | 58,770.05  | EBIT                  | 20,437.00        | 21,540.04        | 25,614.80        | 29,210.79        |
| <b>非流动负债</b>   | 67,700.00  | 62,054.00  | 62,054.00  | 62,054.00  | EBITDA                | 37,206.38        | 39,338.79        | 39,913.86        | 40,822.59        |
| 长期借款           | 57,357.00  | 51,357.00  | 51,357.00  | 51,357.00  | <b>Non-GAAP 归母净利润</b> | <b>28,747.00</b> | <b>29,025.56</b> | <b>30,421.65</b> | <b>32,645.73</b> |
| 其他             | 10,343.00  | 10,697.00  | 10,697.00  | 10,697.00  |                       |                  |                  |                  |                  |
| <b>负债合计</b>    | 144,151.00 | 135,380.41 | 137,035.14 | 139,399.30 |                       |                  |                  |                  |                  |
| 股本             | 0.00       | 0.00       | 0.00       | 0.00       | <b>主要财务比率</b>         | <b>2023A</b>     | <b>2024E</b>     | <b>2025E</b>     | <b>2026E</b>     |
| 少数股东权益         | 18,982.00  | 19,762.78  | 21,179.89  | 23,026.07  | 每股收益(元, Non-GAAP)     | 10.25            | 10.35            | 10.84            | 11.64            |
| 归属母公司股东权益      | 243,626.00 | 265,450.10 | 290,549.24 | 318,769.46 | 每股净资产(元)              | 93.62            | 101.67           | 111.12           | 121.84           |
| <b>负债和股东权益</b> | 406,759.00 | 420,593.30 | 448,764.26 | 481,194.84 | 发行在外股份(百万股)           | 2,805.22         | 2,805.22         | 2,805.22         | 2,805.22         |
|                |            |            |            |            | ROIC(%)               | 5.40             | 5.31             | 6.13             | 6.49             |
|                |            |            |            |            | ROE(%)                | 8.34             | 8.12             | 8.55             | 8.77             |
|                |            |            |            |            | 毛利率(%)                | 51.69            | 50.74            | 51.87            | 52.18            |
|                |            |            |            |            | 销售净利率(%)              | 15.09            | 16.09            | 17.91            | 19.33            |
|                |            |            |            |            | 资产负债率(%)              | 35.44            | 32.19            | 30.54            | 28.97            |
|                |            |            |            |            | 收入增长率(%)              | 8.83             | (0.42)           | 3.47             | 4.33             |
|                |            |            |            |            | Non-GAAP 归母净利润        | 39.01            | 0.97             | 4.81             | 7.31             |
|                |            |            |            |            | 增长率(%)                |                  |                  |                  |                  |
|                |            |            |            |            | P/E (Non-GAAP)        | 7.44             | 7.37             | 7.03             | 6.55             |
|                |            |            |            |            | P/B                   | 0.81             | 0.75             | 0.69             | 0.63             |
|                |            |            |            |            | EV/EBITDA             | 9.21             | 5.83             | 4.80             | 3.73             |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年8月26日的0.9130,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>