

广告业务有待修复，关注 AI 变现进展

——百度 2024Q3 财报点评

核心观点

【事件】公司发布 24Q3 财报，百度总收入 335.6 亿（yoy-2.6%），基本符合彭博预期；调整后净利润 58.9 亿元（yoy-19%），non-gaap margin 为 17.54%。

- 核心广告持续承压，智能云助力非营销业务超预期增长。**24Q3 百度实现收入 335.6 亿（yoy-2.6%），百度核心实现收入 265 亿（yoy-0.2%，略好于彭博 yoy-0.8% 的预期），其中广告营销实现收入 188 亿（yoy-4.6%，彭博一致预期为 yoy-4.4%），非营销收入 77 亿元（yoy+12.4%，好于彭博 yoy-19.6% 的预期），主要由智能云业务驱动。
- 成本端管控稳定，利润率保持平稳。**24Q3 百度毛利率为 51.1%（yoy-1.6pct），百度核心毛利率为 58.8%（yoy-1.3pct）。销售和管理费用率 yoy+0.7pct 为 18.8%；研发费用率 yoy-2.7pct 为 18.5%。综合来看 24Q3 百度核心 OPM 达到 21.5%，调整后 OPM 为 25.1%（yoy+0pct，qoq-1.1pct）。
- 将提升 AI 能力作为长期战略重点。**（1）应用和用户侧：文心一言日均调用量达 15 亿，用户规模达 4.3 亿；百度文库 AI 用户累计超 2.3 亿，AI 功能累计使用 28 亿次。（2）平台建设：文心智能体平台入驻企业 15 万家，入驻开发者 80 万人；飞桨文心生态开发者数量达 1808 万，服务企业 43 万家，创建模型 101 万个；千帆大模型帮助用户构建 3.3 万个大模型，开发 77 万个企业应用；超 60% 的央企和大规模民营企业选择百度智能云进行 AI 创新。（3）AI 大模型：文心大模型推理效率提升 48%，生成 1.7 万亿 Token；推出 Speed Pro 和 Lite Pro 模型，提升低延迟、高吞吐量与准确性。
- 智能驾驶商业化持续推进。**24Q3 萝卜快跑实现公共出行服务次数 98.8 万次（yoy+20%），截至 2024 年 10 月 28 日累计出行服务次数超 800 万次。第六代无人驾驶车辆 RT6 已在多个城市投入运营。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司广告业务受宏观经济不利影响，我们预计公司调整后归母净利润为 265/273/289 亿元（原预测值 274/292/303 亿元）。参考可比公司维持给予 24 年调整后 PE 为 12x，对应公司市值 3177 亿元，港币兑人民币 0.912，目标价 124.15 港元，维持“买入”评级。

风险提示 AI 商业化落地不及预期，广告行业复苏不及预期，研发成本过高产出有限

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	123,675	134,598	131,921	138,471	147,501
同比增长(%)	-0.7%	8.8%	-2.0%	5.0%	6.5%
营业利润(百万元)	15,911	21,856	22,564	23,112	24,678
同比增长(%)	51.3%	37.4%	3.2%	2.4%	6.8%
归属母公司净利润(百万元)	20,680	28,747	26,474	27,256	28,904
同比增长(%)	9.8%	39.0%	-7.9%	3.0%	6.0%
每股收益(元)	7.39	10.28	9.47	9.75	10.34
毛利率(%)	48%	52%	50%	50%	50%
净利率(%)	17%	21%	20%	20%	20%
净资产收益率(%)	3%	8%	8%	7%	7%
市盈率(倍)	9.8	7.0	7.6	7.4	7.0
市净率(倍)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024 年 11 月 25 日）	77.85 港元
目标价格	124.15 港元
52 周最高价/最低价	121.3/75.2 港元
总股本/流通 H 股（万股）	280,522/228,044
H 股市值（百万港币）	218,386
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2024 年 11 月 26 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.83	-10.57	-5.29	-34.14
相对表现%	-2.66	-3.58	-14.03	-43.2
恒生指数%	-2.17	-6.99	8.74	9.06



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135

联系人

金沐阳	jinmuyang@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

相关报告

收入端承压，关注 AI 和智能驾驶进展：——百度 2024Q2 财报点评	2024-09-03
AI 助力商业化效率提升，打造增长新动力：——百度 2023Q4 财报点评	2024-03-13
广告修复持续性强，AI 应用在商业化和用户端效果显著：——百度 2023Q2 财报点评	2023-09-04

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对百度核心业务板块盈利预测如下：

表 1：百度核心盈利预测表

百万元	23A	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24E	24E	25E	26E
核心经营数据								
百度 core 收入	103,465	23,803	26,687	26,524	26,502	103,516	109,713	116,321
yoy	8.4%	3.5%	1.1%	-0.2%	-3.6%	0.0%	6.0%	6.0%
在线营销	75,100	17,000	19,200	18,800	18,048	73,048	76,700	80,535
yoy	8.0%	2.4%	-2.0%	-4.6%	-6.0%	-2.7%	5.0%	5.0%
云业务	18,700	4,657	5,100	4,922	5,743	20,422	22,464	24,710
yoy	5.5%	12.0%	13.9%	11.0%	2.0%	9.2%	10.0%	10.0%
其他	9,665	2,146	2,387	2,802	2,711	10,046	10,548	11,076
yoy	18.04%	-4.19%	2.46%	14.94%	2.00%	3.94%	5.00%	5.00%
GAAP 口径								
毛利率	58.8%	58.7%	59.2%	58.8%	55.3%	58.0%	58.3%	58.4%
销售管理费用率	19.0%	18.9%	17.8%	18.8%	18.9%	18.6%	18.5%	18.6%
研发费用率	21.7%	20.7%	20.4%	18.5%	21.8%	20.4%	20.5%	20.7%
调整后经营利润	24,748	5,586	7,005	6,652	4,759	24,011	25,058	25,753
调整后经营利润率	23.92%	23.47%	26.25%	25.08%	17.96%	23.20%	22.84%	22.14%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

考虑到公司广告业务受宏观经济不利影响，我们预计公司 24-26 年收入为 1319/1385/1475 亿元（原预测值 1350/1429/1516 亿元）；预计公司调整后归母净利润为 265/273/289 亿元（原预测值 274/292/303 亿元）。参考可比公司维持给予 24 年调整后 PE 为 12x，对应公司市值 3177 亿元，港币兑人民币 0.912，目标价 124.15 港元，维持“买入”评级。

风险提示

➢ AI 商业化落地不及预期

AI 技术用户体验较海外仍有一定差距，开发进程不及预期，商业化落地难以实现，对收入贡献较小。

➢ 广告行业复苏不及预期

广告复苏有赖于经济复苏，当前整体消费行业复苏较慢，广告需求或不及预期。

➢ 研发成本过高产出有限

AI 等相关领域研发投入大，成本提升导致利润率低于预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	53,156	25,231	61,122	88,249	116,357
应收账款	11733	10848	10632	11160	11888
预付账款	0	0	0	0	1
存货	0	0	0	0	0
其他	147,961	194,176	192,211	189,553	188,855
流动资产合计	212,850	230,255	263,965	288,962	317,101
长期股权投资	55,297	47,957	47,957	47,957	47,957
固定资产	23973	27960	27404	28765	30640
在建工程	0	0	0	0	1
无形资产	1,254	881	881	881	881
其他	97,599	99,706	99,706	99,706	99,705
非流动资产合计	178,123	176,504	175,948	177,309	179,184
资产总计	390,973	406,759	439,913	466,270	496,285
短期借款	5,343	10,257	10,257	10,257	10,257
应付账款	38,014	37,717	40,232	42,229	44,983
其他	36,273	28,477	34,581	36,159	38,335
流动负债合计	79,630	76,451	85,070	88,646	93,575
长期借款	13,722	14,223	14,934	15,681	16,465
应付债券	0	0	0	0	1
其他	59,816	53,477	53,881	54,223	54,672
非流动负债合计	73,538	67,700	68,815	69,904	71,138
负债合计	153,168	144,151	153,885	158,550	164,713
少数股东权益	5,934	9,517	9,517	9,517	9,517
股本	-5,264	-3,818	-3,331	-3,889	-3,641
资本公积	79,855	87,099	87,099	87,099	87,099
留存收益	148,341	161,240	184,173	206,424	230,027
其他	8,939	8,570	8,570	8,570	8,570
股东权益合计	237,805	262,608	286,027	307,721	331,572
负债和股东权益	390,973	406,759	439,913	466,270	496,285

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	7,559	20,315	21,849	20,451	21,803
折旧摊销	20084	21457	21214	21808	22626
财务费用	10642	10662	11795	10827	11013
投资损失	-1910	-3799	-1241.75	0	0
营运资金变动	-16758	-13067	9498	2686	3688
其它	6,553	1,047	-6,565	-5,477	-6,521
经营活动现金流	26,170	36,615	56,549	50,296	52,610
资本支出	-8393	-11295	-20658	-23169	-24502
长期投资	-186,008	-204,953	0	0	0
其他	190,457	165,851	0	0	0
投资活动现金流	-3,944	-50,397	-20,658	-23,169	-24,502
债权融资	9722	20473	0	0	0
股权融资	200	103	0	0	0
其他	-16,312	-34,738	0	0	0
筹资活动现金流	-6,390	-14,162	0	0	0
汇率变动影响	1729	282	0	0	0
现金净增加额	17565	-27662	35891	27127	28108

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	123,675	134,598	131,921	138,471	147,501
营业成本	63,935	65,031	65,497	69,081	73,341
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	20,514	23,519	22,791	23,839	25,458
财务费用	10642	10662	11795	10827	11013
资产减值损失	0	0	0	0	1
其他	12,673	13,530	9,274	11,612	13,011
营业利润	15,911	21,856	22,564	23,112	24,678
营业外收入	6245	8009	7612	7764	7920
营业外支出	12,044	4,667	3,618	3,063	3,093
利润总额	10,112	25,198	26,558	27,814	29,504
所得税	2,578	3,649	3,625	5,563	5,901
净利润	7,534	21,549	22,933	22,251	23,603
少数股东损益	-25	1234	1083	1800	1800
归属于母公司净利润	7,559	20,315	21,849	20,451	21,803
股权激励及其他	13,121	8,432	4,624	6,805	7,101
调整后归母净利润	20,680	28,747	26,474	27,256	28,904
每股收益（元）	7.39	10.28	9.47	9.75	10.34

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-0.7%	8.8%	-2.0%	5.0%	6.5%
营业利润	51.3%	37.4%	3.2%	2.4%	6.8%
归属于母公司净利润	9.8%	39.0%	-7.9%	3.0%	6.0%
获利能力					
毛利率	48%	52%	50%	50%	50%
净利率	17%	21%	20%	20%	20%
ROE	3%	8%	8%	7%	7%
ROIC	7%	12%	12%	10%	10%
偿债能力					
资产负债率	39%	35%	35%	34%	33%
净负债率	-22%	-10%	-21%	-29%	-35%
流动比率	2.67	3.01	3.10	3.26	3.39
速动比率	2.67	3.01	3.10	3.26	3.39
营运能力					
应收账款周转率	10.54	12.41	12.41	12.41	12.41
存货周转率	0	0	0	0	1
总资产周转率	0.32	0.33	0.30	0.30	0.30
每股指标（元）					
每股收益	7.39	10.28	9.47	9.75	10.34
每股经营现金流	9.36	13.09	20.22	17.98	18.81
每股净资产	85.03	93.90	102.28	110.03	118.56
估值比率					
市盈率	9.8	7.0	7.6	7.4	7.0
市净率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.9	3.5	3.4	3.3	3.2
EV/EBIT	9.7	5.6	5.3	5.2	5.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。