

【广发传媒&计算机&海外】百度(BIDU)/百度集团-SW(09888.HK)

搜索+AI 的重塑时刻，静待商业化释放

核心观点：

- 公司发布 24Q1 季报，核心业务利润稳定：百度 24Q1 收入达 315.13 亿元人民币，YoY+1%，QoQ-10%，vs.一致预期（彭博，下同）为 314 亿元。经调整运营利润为 66.73 亿元，YoY+4%，QoQ-6%，vs.一致预期为 57.32 亿元。经调整净利润为 70.11 亿元，YoY+22%，QoQ-10%，vs.一致预期为 55.01 亿元（超 28%）。
- 百度 Core 24Q1 收入为 238.03 亿元，YoY+4%，QoQ-13%。百度核心广告收入达到 170 亿元，YoY+3%。其他收入为 68 亿元，同增 6%，主要是智能云驱动增长。24Q1 百度智能云收入为 47 亿元，YoY+12%。百度 Core 经调整运营利润达 55.86 亿元，YoY+4%，QoQ-10%，vs.一致预期 51.44 亿元。百度 Core 经调整净利润为 66.28 亿元，YoY+26%，QoQ-12%，vs.一致预期为 49.59 亿元。
- 盈利预测与投资建议：百度搜索的 AI 重构化正在推进，更多的搜索结果来自于 AI 生成，或有效通过 AI 技术进行 2C 端产品体验改造，优化用户体验，提升用户粘性和留存，短期 AI 重构对产品的商业化有一定的负向影响，但预计随着产品重塑的完成，广告位的恢复，将会有效提升广告的投放效率，拉动收入增长。我们预计 2024-25 营收达到 1406 亿元和 1522 亿元，同比增长 4%、8%。预计 2024-25 年经调整归母净利润分别为 304 亿元、332 亿元。按 SOTP 估值法对应美股合理价值 166 美元/ADS，港股合理价值 162 港元/股，均维持“买入”评级。
- 风险提示：营销业务增长不达预期，竞争加剧，AI 政策变化等风险。

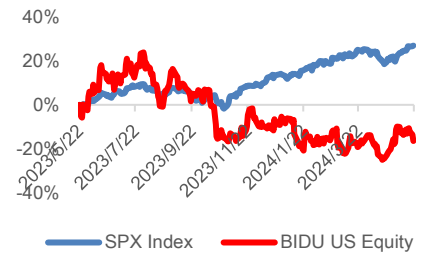
盈利预测：

货币单位：人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	123,675	134,598	140,565	152,211	166,358
增长率（%）	-1%	9%	4%	8%	9%
EBITDA（百万元）	17,405	32,156	58,323	45,522	50,418
NonGaap归母净利润（百万元）	20,680	28,748	30,394	33,198	35,712
增长率（%）	10%	39%	6%	9%	8%
NonGaap EPS（元/ADS）	59	82	87	95	102
NonGaap 市盈率（P/E）	13	9	9	8	7
ROE（%）	3%	8%	9%	11%	11%
EV/EBITDA	15	8	5	6	5

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-美股/买入-H
当前价格	102.41 美元/100.80 港元
合理价值	166 美元/162 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2024-05-23

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfluxuefeng@gf.com.cn

分析师：

周喆



SAC 执证号：S0260523050003

SFC CE No. BJD408



010-59136890



zhouzhe@gf.com.cn

分析师：

吴祖鹏



SAC 执证号：S0260521040003



wuzupeng@gf.com.cn

请注意，吴祖鹏并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

【广发传媒&计算机&海外】 2024-03-01

百度(BIDU)/百度集团-

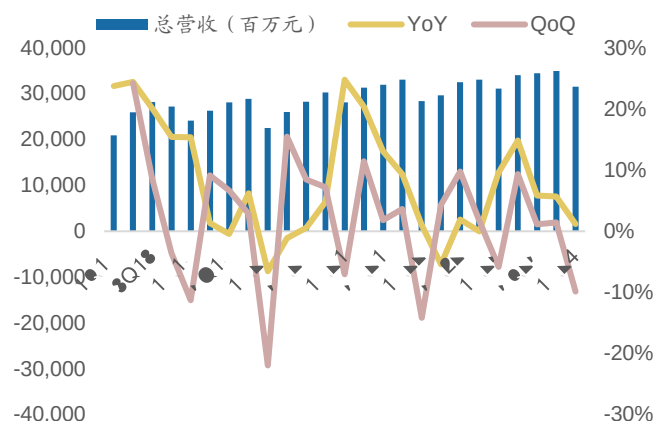
SW(09888.HK):生成式 AI 收

入预计将持续起量

注: 本文的货币单位如无特别注明, 单位均为人民币, 汇率采用美元:人民币为7.24:1, 美元对港元汇率为7.80:1。

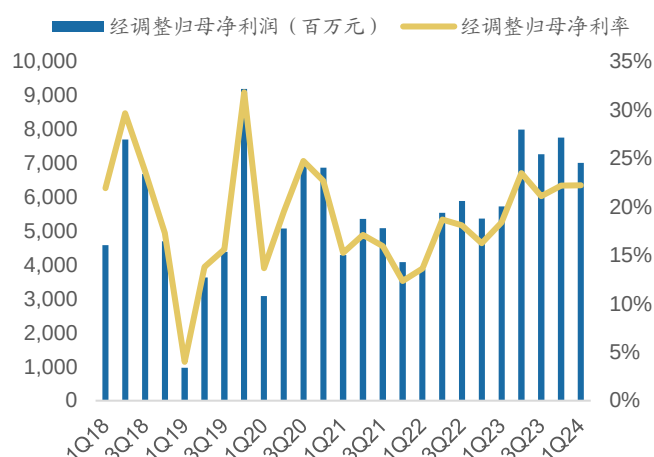
一、24Q1 核心营收表现一览

图1: 百度公司营业收入情况推移 (18Q1-24Q1)



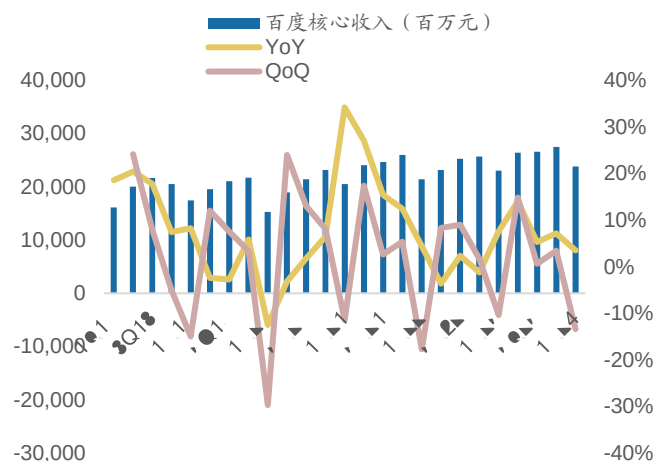
数据来源: 百度财报, 广发证券发展研究中心

图2: 百度公司调整后净利润及净利率情况推移 (18Q1-24Q1)



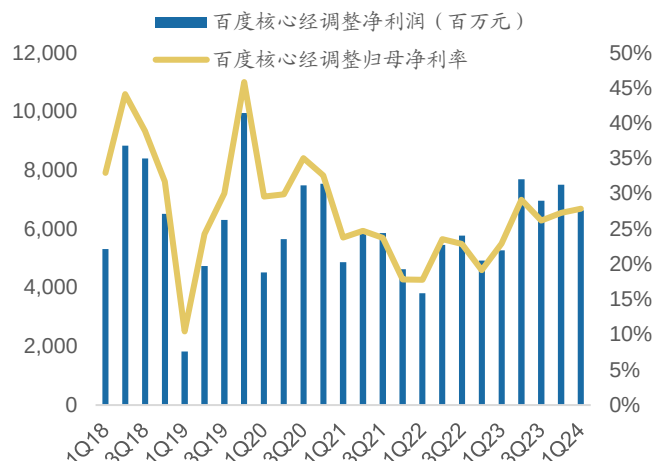
数据来源: 百度财报, 广发证券发展研究中心

图3: 百度核心营业收入情况推移 (18Q1-24Q1)



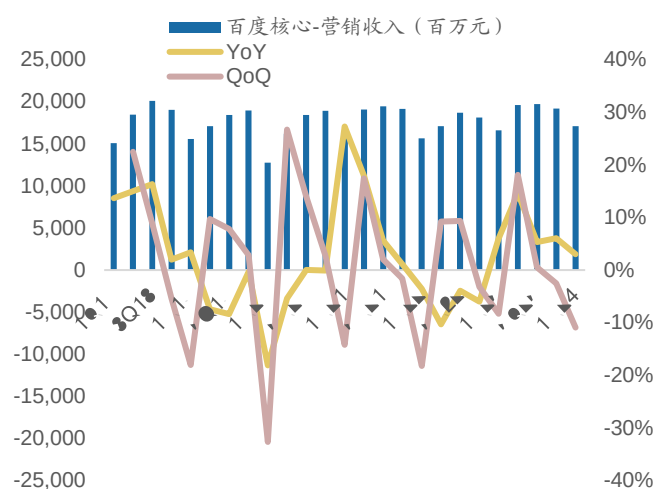
数据来源: 百度财报, 广发证券发展研究中心

图4: 百度核心调整后净利润及净利率情况推移 (18Q1-24Q1)



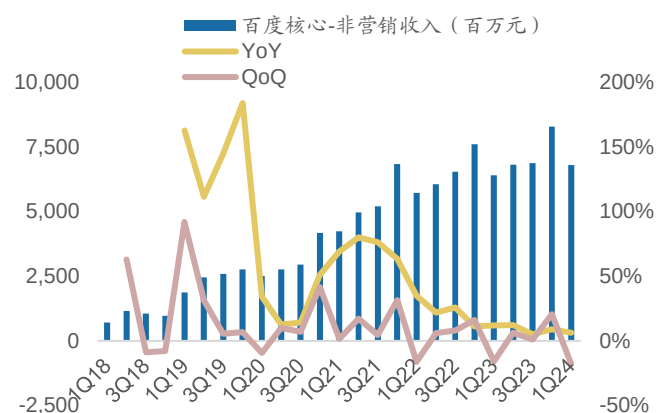
数据来源: 百度财报, 广发证券发展研究中心

图5：百度核心广告收入及增速（18Q1-24Q1）



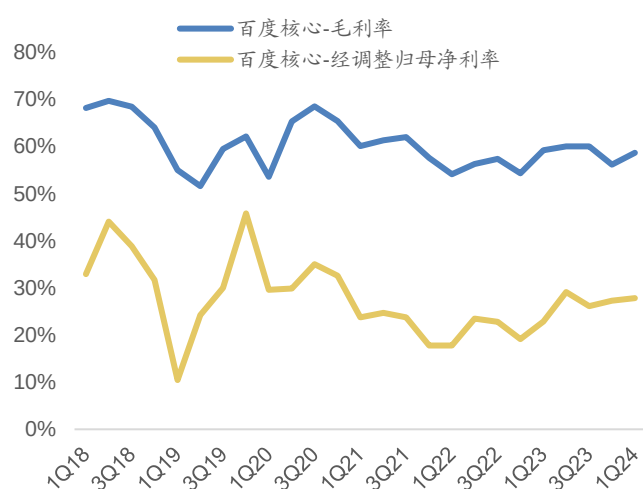
数据来源：百度财报，广发证券发展研究中心

图6：百度核心非营销收入及增速（18Q1-24Q1）



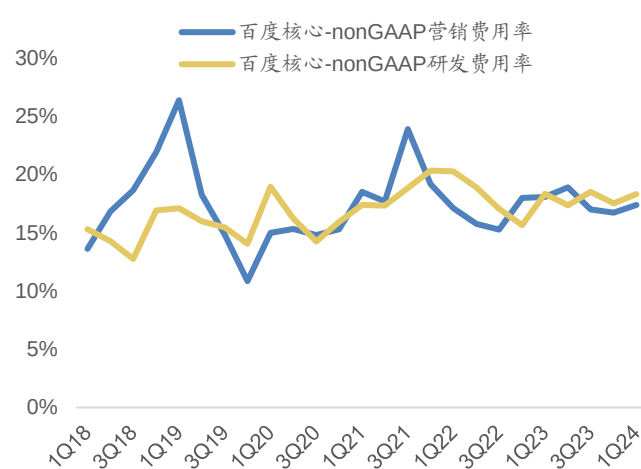
数据来源：百度财报，广发证券发展研究中心

图7：百度核心毛利率与调整后归母净利润率



数据来源：百度财报，广发证券发展研究中心

图8：百度核心调整后营销费用率与研发费用率



数据来源：百度财报，广发证券发展研究中心

二、盈利预测和投资建议

公司从2季度开始确定了搜索产品的AI化重构方向，在未来几个季度将会持续优化AI功能的体验，以从中长期提升产品的竞争力，并加速释放AI+广告及其他商业化功能的效用，短期或对广告位有一定的影响，继而广告收入的增速或受到抑制。智能云业务保持较高增速，未来受益于AI功能加持，有望持续加大AI创收。

我们预计公司2024-2025营业收入达到1406亿元和1522亿元，同比增长4%、8%。预计2024-2025年经调整归母净利润分别为304亿元、332亿元，同比增长6%和9%。百度核心业务（不含爱奇艺）的经调整归母净利润预计为298亿元、325亿元，同比增速分别为9%和9%。

按照分部估值法，（1）百度核心营销业务NOPAT利润在2024年预计为206亿元，参考大部分互联网广告同业公司2024年市盈率在5-23x，我们给予百度核心营销NOPAT对应13倍市盈率的合理价值为369亿美元，折合105美元/ADS；（2）百度智能云按PS估值法，参考2024年收入预期为210亿元，参考同业估值给予百度智能云1.8倍市销率，估值对应为52亿美元，折合15美元/ADS；（3）自动驾驶技术按测试公里数为Waymo的~1/3，参考Waymo的估值为300亿美元，给予自动驾驶技术的估值为105亿美元，折合30美元/ADS；（4）按45%和9%的持股比例，乘以爱奇艺、携程目前的市值，对百度的估值贡献分别为21亿美元和34亿美元，折合6美元/ADS和10美元/ADS。综上，百度公司的合理总价值582亿美元，按照3.5亿ADS总股资本，对应的合理价值为166美元/ADS（折合162港元/股，按美元以7.80比1兑换港币价值，且每ADS等于8个普通股折算港股合理价值），均维持“买入”评级。

表 1: SOTP 估值

SOTP	收入（百 万 人民 币）	NOPAT（百 万 人民币）	PS	PE	估值 （百万 人 民币）	估值 （百万 美元）	百度持 股比例	对百度 估值 （百万 美 元）	每 ADS 估值(美 元)	对百度估 值 （百万 港 元）	每股估 值(港 元)
	2024E	2024E	2024E	2024E							
百度核心	77,726	20,569	3	13	267,395	36,933	100%	36,933	105	288,077	103
百度云	20,977		1.8		37,758	5,215	100%	5,215	15	40,678	15
自动驾驶技术						10,500	100%	10,500	30	81,900	29
爱奇艺						4,712	45%	2,139	6	16,686	6
携程						36,105	9%	3,394	10	26,472	9
合计								58,181	166	453,814	162

数据来源：百度财报，广发证券发展研究中心

表 2: 可比公司 2024-2025 年财务和估值指标

业务 板块	公司名称	股票代码	市值（LC mn）	收入（LC mn）		净利润（LC mn）		PS（x）		PE（x）	
				2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
广告											
	Facebook	FB US Equity	1,178,691	158,863	179,249	54,391	61,984	7	7	22	19
	SnapChat	SNAP US Equity	25,649	5,363	6,169	365	564	5	4	70	46
	微博	WB US Equity	2,200	1,785	1,873	440	482	1	1	5	5
	Google	GOOG US Equity	2,208,096	311,237	324,431	95,863	110,647	7	7	23	20
云											
	金山云	KC US Equity	809	1,021	1,125	-122	-101	1	1	-7	-8
	亚马逊	AMZN US Equity	1,905,974	639,011	710,967	55,150	69,744	3	3	35	27

数据来源: 百度财报, 广发证券发展研究中心; 注: 收入和利润预期来自 Bloomberg, 股价参考 5 月 22 日收盘价格。

三、风险提示

疫情加剧影响网络营销业务增长不及预期, 互联网业务竞争加剧、国内AI政策环境发生变化的风险、AI应用领域竞争日趋激烈的风险、云业务份额提升不达预期、智能汽车推进不及预期等。

资产负债表		单位：百万元人民币				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	212,850	230,255	230,629	223,023	238,127	
货币资金	53,156	25,231	25,972	17,978	32,566	
应收及预付	11,733	10,848	11,329	12,268	13,408	
短期投资	120,839	168,670	168,670	168,670	168,670	
其他流动资产	27,122	25,506	24,658	24,108	23,483	
非流动资产	178,123	176,504	185,157	191,045	197,184	
长期股权投资	78,926	72,623	72,623	72,623	72,623	
固定资产	23,973	27,960	31,990	35,681	39,300	
采购版权	6,841	6,967	6,828	6,691	6,557	
无形资产	1,254	881	4,306	5,168	6,203	
其他长期资产	67,129	68,073	69,411	70,882	72,501	
资产总计	390,973	406,759	415,786	414,068	435,311	
流动负债	79,630	76,451	77,544	79,390	77,247	
短期借款	5,343	10,257	10,770	11,308	11,874	
应付及预收	38,014	37,717	37,717	37,717	37,717	
其他流动负债	36,273	28,477	29,058	30,365	27,656	
非流动负债	73,538	67,700	68,204	68,758	69,368	
长期借款	13,722	14,223	14,223	14,223	14,223	
应付债券	39,893	34,990	34,990	34,990	34,990	
其他非流动负债	19,923	18,487	18,991	19,545	20,155	
负债合计	153,168	144,151	145,748	148,149	146,615	
可赎回非控股权益	8393	9465	9465	9465	9465	
实收资本	79,855	87,099	66,884	36,195	29,565	
留存收益及其他	143,623	156,527	183,886	210,457	239,864	
归属母公司股东权益	223,478	243,626	250,770	246,652	269,428	
少数股东权益	5,934	9,517	9,803	9,803	9,803	
负债和股东权益	390,973	406,759	415,786	414,068	435,311	

利润表	单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	123,675	134,598	140,565	152,211	166,358
营业成本	63,935	65,031	67,124	71,411	77,054
营业利润	59,740	69,567	73,440	80,800	89,304
销售及行政费用	20,514	23,519	24,291	25,531	27,736
研发费用	23,315	24,192	23,866	25,954	28,085
运营利润	15,911	21,856	25,284	29,315	33,483
营业外收支	-5,799	3,342	3,973	4,255	4,467
息税前利润	10,112	25,198	29,257	33,570	37,950
所得税	2,578	3,649	4,513	5,986	6,923
GAAP 净利润	7,534	21,549	24,743	27,584	31,027
少数股东损益	25	-1,234	-1,461	-1,532	-1,618
GAAP 归母净利润	7,559	20,316	23,282	26,051	29,409
EBITDA	17,405	32,156	58,323	45,522	50,418
GAAP EPS (元)	2.48	7.16	8.21	9.32	10.52
NonGAAP 归母净利润	20,680	28,748	30,394	33,198	35,712
GAAP-EPADS	19.85	55.08	66.40	74.29	83.87
NonGAAP-EPADS	58.93	81.98	86.68	94.67	101.85

现金流量表		单位：百万元人民币				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	26,170	36,615	41,694	45,245	49,480	
净利润	7,534	21,549	24,743	27,584	31,027	
折旧摊销	6,944	7,820	8,247	8,538	8,861	
营运资金变动	-16,758	-13,067	-13,501	-13,497	-13,497	
其它	28,450	20,313	22,204	22,620	23,089	
投资活动现金流	-3,944	-50,397	-50,553	-55,010	-34,162	
资本支出	-8,407	-11,410	-8,696	-9,353	-9,190	
投资变动	2,970	-48,448	-48,948	-52,960	-32,495	
其他	1,493	9,461	7,091	7,303	7,522	
筹资活动现金流	-6,390	-14,162	-2,744	1,771	-730	
银行借款	-6,813	-13,093	1,669	1,420	-1,081	
股权融资	1,227	3,461	0	0	0	
其他	-804	-4,530	-4,413	351	351	
现金净增加额	17,565	-27,662	-11,602	-7,994	14,588	
期初现金余额	47,671	65,236	37,574	25,972	17,978	
期末现金余额	65,236	37,574	25,972	17,978	32,566	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	-1%	9%	4%	8%	9%
营业利润增长	-1%	16%	6%	10%	11%
归母净利润增长	-26%	169%	15%	12%	13%
获利能力					
毛利率	48%	52%	52%	53%	54%
净利率	6%	15%	17%	17%	18%
ROE	3%	8%	9%	11%	11%
偿债能力					
资产负债率	39%	35%	35%	36%	34%
流动比率	267%	301%	297%	281%	308%
速动比率	253%	287%	283%	265%	291%
营运能力					
总资产周转率	0	0	0	0	0
应收账款周转率	11	12	13	13	13
每股指标 (元)					
每股收益	2.48	7.16	8.21	9.32	10.52
每股经营现金流	9.32	12.91	14.70	16.19	17.71
每股净资产	79.56	85.87	88.39	88.27	96.42
估值比率					
GAAP P/E	35	13	11	10	9
NonGAAP P/E	13	9	9	8	7
P/S	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	15	8	5	6	5

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

周 喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

章 驰：高级分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。

卢 丝 雨：高级分析师，硕士，毕业于上海交通大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

张 丰 淇：高级研究员，硕士，毕业于伦敦政治经济学院，2022年加入广发证券发展研究中心。

毛 玥：高级研究员，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。