百度集团-SW（9888）

更新报告

买入

2023 年 5 月 24 日

核心业务保持复苏态势，智能云业务 Non-GAAP 层面盈利

➢**23Q1 收入和利润均超市场预期：**23Q1 公司营业收入 311 亿元人民币（YoY+10%），高于彭博一致预期的 301 亿元，Non-GAAP 营业利润 64 亿元（YoY+61%），Non-GAAP 净利润 57 亿元（YoY+48%）。分业务看，百度核心收入 230 亿元（YoY+8%），其中在线营销收入 166 亿元(YoY+6%)，非在线营销收入 64 亿元（YoY+11%），主要受到疫情放开，旅游和本地生活服务行业恢复使得广告投入增加，以及 AI、云计算收入增长的推动所致。百度核心的 Non-GAAP 净利润为 53 亿元（YoY+38%），Non-GAAP 净利率 23%，同比提升 5pct。公司注重降本增效，大幅剔除不盈利的云项目，云业务在 Non-GAAP 层面实现了盈利。爱奇艺收入 83 亿元（YoY+15%），经营利润 9 亿元（YoY+10%），Non-GAAP 净利润 9 亿元（YoY+10%）。

➢**广告业务同比转正，预计未来持续改善：**23Q1 百度核心在线营销收入为 166 亿元（YoY+6%），增长主要由医疗保健、线下旅游和本地生活服务行业的恢复驱动。移动生态流量依旧稳定，23Q1 百度 APP 的 MAU 达到 6.57 亿（YoY+4%），公司不断完善用户流量生态，一季度由百度搜索促成的季度 GMV 同比增长 55%，反映出消费零售等行业的明显复苏。托管页收入占 23Q1 百度核心业务在线收入的 49%，保持稳定。我们认为，随着文心一言与公司各业务线产品的融合发展，特别是公司的搜索广告业务，有望获取更多用户流量，提升用户粘性和广告的质量，预计全年公司核心广告业务将实现超过全年 GDP 的同比增长。

➢**智能云 Non-GAAP 层面实现盈利，自动驾驶业务推进顺利：**云计算收入同比增长 8%，主要受到一季度疫情放开以及春节假期因素影响增速有所放缓，但随着公司持续对云业务进行降本增效，打造标准化可复制的云计算解决方案，砍掉利润率较低的定制化云项目，云业务在 23Q1 季度实现了 Non-GAAP 层面的盈利，预计未来在 AI 和文心一言的加持下，云业务有望实现双位数的增长。自动驾驶方面，23Q1 百度的自动驾驶服务萝卜快跑供应的自动驾驶订单为 66 万单（YoY+236%,QoQ+18%），成为首批在北京开展车内无驾驶员或安全操作员的自动驾驶运营服务商。

➢**目标价 161 港元，维持买入评级：**我们认为随着公司核心广告业务的增长恢复，智能云业务持续的降本增效和实现可持续盈利，以及文心一言有望在下半年实现 To B 和 To C 端的商业化应用，我们看好公司基本面的改善以及 AI 带来的估值弹性。基于 SOTP 估值法给予公司每股 161 港元的目标价，维持买入评级。

➢**风险提示：**监管风险的不确定性；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

李京霖

852-25321539

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	122.1 港元
目标价	161 港元（+32%）
股票代码	9888
已发行股本	27.97 亿股
市值	3415 亿港元
52 周高/低	166/74 港元
每股净资产	92 港元
主要股东(B)	Li YanHong(19.83%) BlackRock (3.58%) Vanguard (3.13%) Primecap (2.68%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度		21年实际	22年实际	23年预测	24年预测	25年预测
总营业收入（人民币百万元）		124,493	123,675	139,209	149,909	167,607
	变动	16.3%	-0.7%	12.6%	7.7%	11.8%
归母净利润（人民币百万元）		10,226	7,559	16,162	18,738	24,672
	变动	-54.5%	-26.1%	113.8%	15.9%	31.7%
Non-GAAP归母净利润（人民币百万元）		18,830	20,680	23,338	26,236	30,863
	变动	-14.5%	9.8%	12.9%	12.4%	17.6%
GAAP每股盈利（人民币）		2.75	2.71	5.81	6.74	8.87
	变动	-70.1%	-1.6%	114.5%	15.9%	31.7%
122.1港元的市盈率（估）		39.3	39.9	18.6	16.0	12.2

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现

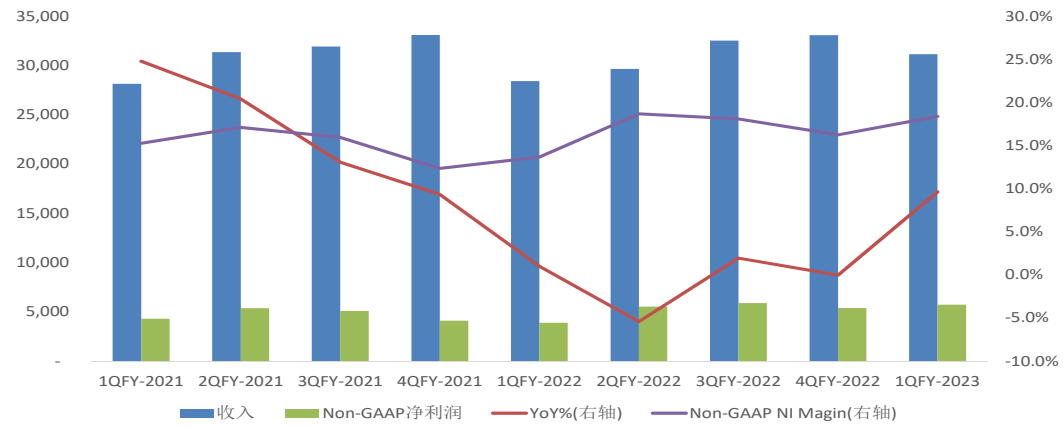
来源：Bloomberg

业绩摘要

收入和利润均超市场预期

23Q1 公司营业收入 311 亿元人民币（YoY+10%），高于彭博一致预期的 301 亿元，Non-GAAP 营业利润 64 亿元（YoY+61%），Non-GAAP 净利润 57 亿元（YoY+48%）。分业务看，百度核心收入 230 亿元（YoY+8%），其中在线营销收入 166 亿元(YoY+6%)，非在线营销收入 64 亿元（YoY+11%），主要受到疫情放开旅游和本地生活服务行业恢复导致的广告投入增加，以及 AI、云计算收入增长的推动所致。百度核心的 Non-GAAP 净利润为 53 亿元（YoY+38%），Non-GAAP 净利率 23%，同比提升 5pct。公司注重降本增效，大幅剔除不盈利的云项目，云业务在 Non-GAAP 层面实现了盈利。爱奇艺收入 83 亿元（YoY+15%），经营利润 9 亿元（YoY+10%），Non-GAAP 净利润 9 亿元（YoY+10%）。

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

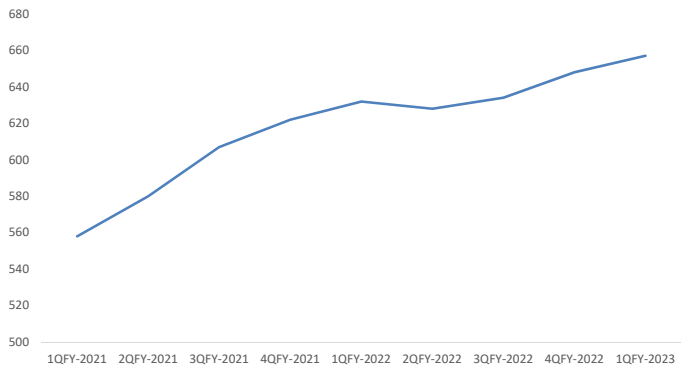
广告业务同比转正，预计未来持续改善

23Q1 百度核心在线营销收入为 166 亿元（YoY+6%），增长主要由医疗保健、线下旅游和本地生活服务行业的恢复驱动。移动生态流量依旧稳定，23Q1 百度 APP 的 MAU 达到 6.57 亿（YoY+4%），公司不断完善用户流量生态，一季度由百度搜索促成的季度 GMV 同比增长 55%，反映出消费零售等行业的明显复苏。托管页收入占 23Q1 百度核心业务在线收入的 49%，保持稳定。我们认为，随着文心一言与公司各业务线产品的融合发展，特别是公司的搜索广告业务，有望获取更多用户流量，提升用户粘性和广告的质量，预计全年公司核心广告业务实现超过全年 GDP 的同比增长。

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

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

非在线营销业务

智能云 Non-GAAP 层面实现盈利，自动驾驶业务推进顺利

云计算收入同比增长 8%，主要受到一季度疫情放开以及春节假期因素影响增速有所放缓，但随着公司持续对云业务进行降本增效，打造标准化可复制的云计算解决方案，砍掉利润率较低的定制化云项目，云业务在 23Q1 季度实现了 Non-GAAP 层面的盈利，预计未来在 AI 和文心一言的加持下，云业务有望实现双位数的增长。自动驾驶方面，23Q1 百度的自动驾驶服务萝卜快跑供应的自动驾驶订单为 66 万单（YoY+236%,QoQ+18%），成为首批在北京开展车内无驾驶员或安全操作员的自动驾驶运营服务商。

爱奇艺运营利润持续为正，文心一言有望下半年成功对外商业推出

其他业务：爱奇艺收入 83 亿元（YoY+15%）,高于彭博一致预期 3.9%，经营利润 9 亿元（YoY+10%）,Non-GAAP 净利润 9 亿元（YoY+10%）。爱奇艺日均总订阅会员数在本季度为 1.29 亿，对比 22Q1 的 1.01 亿和 22Q4 的 1.12 亿，订阅会员数有明显的回升。AI 领域，随着文心一言在 3 月 20 日的推出，至今已经完成了 4 次大的技术升级，大模型推理成本已经降到了原来的十分之一，推理性能提升近 10 倍。虽然一季度国内互联网公司纷纷推出自己的大模型产品，但是我们认为百度是国内唯一一家具备在芯片、架构、模型、应用四个层面做到唯一全栈布局，层层领先的公司。同时，百度正积极与监管机构就文心一言 AI 产品的安全性、可靠性进行沟通，预计在今年下半年百度有望成为国内第一批获得监管当局批复的大模型公司，我们看好百度大模型在 To B 和 To C 端的应用以及未来的变现机会。

盈利情况

持续推动公司降本增效，释放经营利润

23Q1 经营利润为人民币 50 亿元（YoY+91%）。百度核心经营利润为人民币 41 亿元（YoY+62%），百度核心经营利润率为 18%，Non-GAAP 经营利润为人民币 64 亿元（YoY+61%）；Non-GAAP 百度核心经营利润为人民币 54 亿元(YoY+45%)，及 Non-GAAP 百度核心经营利润率为 23%。

公司继续专注于高质量增长和降本增效的核心战略不变，费用方面：

1. 销售成本为 152 亿元（YoY-3%），主要是由于内容成本、带宽成本及商品销售成本减少，而该减少部分被流量获取成本增加所抵消。
2. 销售及管理费用为 56 亿元（YoY+20%），主要是由于渠道支出及市场推广开支增加所致。
3. 研发费用为 54 亿元（YoY-3%），主要与人员相关支出减少有关。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

目标价 161 港元，维持买入评级

我们认为随着今年经济的逐步复苏，公司最为困难的时期已过，公司广告业务有望迎来正增长。新业务如 AIGC、Apollo、百度云等具备行业竞争能力和增长的潜力，特别是公司领先的 AI 技术实力又可以赋能远期业务增量，我们看好公司基本面的改善以及 AI 带来的估值弹性。基于 SOTP 估值法，给予 2023 年广告业务 11 倍的 PE 估值，参考国内云业务估值中枢（5 倍 PS），给予百度云 5 倍 PS 估值水平，加上公司持有的其他上市公司市值加总，得出每股 161 港币的估值，维持买入评级。

图表 4：分部估值结果

In Million RMB	估值方法	估值基础	估值乘数	百度所占股份比例	估值
百度Core广告	PE法	17,378	11.00	100%	191,161
百度云	PS法	21,678	5.00	100%	108,391
小度	融资估值	30,000		75%	22,500
Apollo	可比交易估值	50,000		100%	50,000
爱奇艺	市值	33,135		46.00%	15,242
携程	市值	169,000		11.00%	18,590
净现金		188,888			188,888
合计					405,884
百度总体估值					**405,884**
股本数量					2,796
每股价值（人民币）					145
汇率 USD/CNY					7.05
汇率CNY/HKD					1.11
Per ADS（美元）					**165**
每股价值（港元）					**161**

资料来源：第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

附录 1：主要财务报表

损益表

<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
总收入	**124,493**	**123,675**	**139,209**	**149,909**	**167,607**
毛利	60,179	59,740	71,391	77,850	90,118
销售及管理费用	-24,723	-20,514	-23,031	-24,687	-26,846
研发费用	-24,938	-23,315	-24,640	-26,351	-28,460
营运收入	**10,518**	**15,911**	**23,720**	**26,811**	**34,812**
利息收入	5,551	6,245	0	0	0
财务开支	-3,421	-2,913	0	0	0
联营公司等其他	-1,870	-9,131	400	400	400
税前盈利	**10,778**	**10,112**	**24,120**	**27,211**	**35,212**
所得税	-3,187	-2,578	-5,959	-6,473	-8,540
净利润	**7,591**	**7,534**	**18,162**	**20,738**	**26,672**
少数股东应占利润	-2,635	-25	2,000	2,000	2,000
本公司股东应占利	10,226	7,559	16,162	18,738	24,672
折旧及摊销	**5,884**	**5,723**	**6,209**	**7,364**	**8,765**
EBITDA	16,402	22,082	30,304	34,175	43,577
增速					
净收入	16.3	-0.7	12.6	7.7	11.8
EBITDA	-20.6	34.6	37.2	12.8	27.5

财务分析

	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	48.34%	48.30%	51.28%	51.93%	53.77%
经营利润率 (%)	8.45%	12.87%	17.04%	17.89%	20.77%
EBITDA 利率 (%)	13.18%	17.85%	21.77%	22.80%	26.00%
净利率(%)	6.10%	6.09%	13.05%	13.83%	15.91%
营运表现					
销售及管理费用/净收	19.86%	16.59%	16.54%	16.47%	16.02%
研发费用/净收入(%)	20.03%	18.85%	17.70%	17.58%	16.98%
实际税率 (%)	29.57%	25.49%	24.70%	23.79%	24.25%
股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收账款天数	27.3	32.0	30.0	30.0	30.0
应付账款天数	234.9	217.0	217.0	217.0	217.0
财务状况					
总负债/总资产	0.41	0.39	0.39	0.37	0.35
净收入/净资产	0.56	0.52	0.57	0.56	0.57
经营性现金流/净收入	0.16	0.21	0.25	0.21	0.24

资产负债表

<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
现金	**36,850**	**53,156**	**51,904**	**63,673**	**80,799**
应收账款	9,981	11,733	11,442	12,321	13,776
其他流动资产	166,484	147,961	147,961	147,961	147,961
总流动资产	**213,315**	**212,850**	**211,306**	**223,956**	**242,536**
固定资产	23,027	23,973	28,285	33,546	39,930
无形资产	1,689	1,254	5,763	11,405	18,406
长期投资	67,332	78,926	78,926	78,926	78,926
银行存款及其他	74,671	73,970	76,063	76,441	75,971
总资产	**380,034**	**390,973**	**400,344**	**424,273**	**455,770**
应付账款	41,384	38,014	40,323	42,845	46,073
短期银行借款	2	0	0	0	0
其他短期负债	33,102	41,616	41,616	41,616	41,616
总短期负债	**74,488**	**79,630**	**81,939**	**84,461**	**87,689**
长期银行借款	12,629	13,722	13,722	13,722	13,722
其他负债	68,965	59,816	59,816	59,816	59,816
总负债	**156,082**	**153,168**	**155,477**	**157,999**	**161,227**
少数股东权益	5,345	5,934	7,934	9,934	11,934
股东权益	**211,459**	**223,478**	**228,540**	**247,278**	**271,951**
每股账面值(摊薄)	75	80	81	88	97
营运资产	138,827	133,220	129,368	139,495	154,848

现金流量表

<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
EBITDA	**16,402**	**22,082**	**30,304**	**34,175**	**43,577**
净融资成本					
所得税	-3,187	-2,578	-5,959	-6,473	-8,540
其他	6,907	6,904	10,148	3,490	5,396
营运现金流	**20,122**	**26,408**	**34,494**	**31,192**	**40,433**
资本开支	-11,240	-13,488	-16,186	-19,423	-23,307
其他投资活动	-20,204	-15,666	0	0	0
投资活动现金流	**-31,444**	**-29,154**	**-16,186**	**-19,423**	**-23,307**
负债变化	-7,277	0	0	0	0
股本变化					
股息					
其他融资活动	30,673	0	0	0	0
融资活动现金流	23,396	0	0	0	0
汇兑变化	-943	0	0	0	0
现金变化	**11,131**	**-2,746**	**18,308**	**11,770**	**17,126**
期初持有现金	36,540	47,671	44,925	63,234	75,003
期末持有现金	**47,671**	**44,925**	**63,234**	**75,003**	**92,129**

资料来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

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。

©2023 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。