

业绩压力凸显，组织及人事改革继续

百度 (BIDU.O) 2019Q1 业绩点评 | 2019.5.20


许英博

科技产业首席分析师

S1010510120041


肖俨衍

传媒行业分析师

S1010517070001


联系人：苗丰

科技产业研究员

核心观点

2019Q1 出现上市以来首次季度亏损，Q2 收入指引低于预期，盈利压力凸显。受宏观经济影响，广告主业收入增速继续放缓；爱奇艺亏损扩大，业绩指引趋于谨慎；智能音箱、云计算等新业务快速成长，但目前体量相对较小。公司组织及人事改革继续进行，商业模式也面临升级换代，静观改革成效。

概况：业绩压力凸显，组织及人事改革持续。2019Q1 收入 241.20 亿元(+15.4%，环比-11.3%)，基本符合预期(242 亿元)；GAAP 净利润-3.30 亿元(-105.9%，环比-158.1%)，差于一致预期(-2.20 亿元)，亏损的主要原因为春节联欢晚会期间营销费用大幅增加，以及爱奇艺亏损扩大；non-GAAP 净利润 9.70 亿元(-79.9%，环比-79.4%)，略超一致预期(9.60 亿元)。Q1 毛利率 38.5%，同比-14.1pcts，毛利率下行的主要原因为信息流及爱奇艺的内容成本高速增长、行业竞争加剧导致流量获取成本提升以及智能音箱等硬件的毛利率较低；营业利润率-3.9%，同比-25.7pcts，营业利润率下行的主要原因为销售费用率大幅提升。2019Q2 指引收入 251 亿~266 亿元，同比-3%~2%，差于一致预期 293 亿元。百度搜索公司战略转型为移动生态事业群组，向海龙辞去百度高级副总裁、搜索公司总裁职务，沈抖晋升为高级副总裁，全面负责移动生态事业群组。

广告：行业承压、竞争加剧，公司收入增速下滑。Q1 广告收入 176.60 亿元(+2.8%，环比-16.7%)，总收入占比 73.2%(同比-8.9pcts)。广告业务收入增速放缓主要是由于宏观经济下滑带来的广告行业不景气以及行业竞争加剧。据 CTR 统计，2019Q1 中国广告市场-11.2%，其中互联网广告市场-5.6%。另一方面，百度移动端及信息流内容持续优化，有望为市场好转后的收入增长积累动能，百度 App 日活达到 1.74 亿(+28%，环比+8.1%)，好看视频日活 2200 万(+768%，环比+16%)，信息流百家号发布者数量达到 210 万(环比+10.5%)，百度智能小程序月活 1.81 亿(环比+23%)。

爱奇艺：业绩指引趋于谨慎，优质原创内容巩固行业领先地位。Q1 爱奇艺收入 70 亿元(+43%)；净亏损 18 亿元(去年同期亏损 4 亿元)。2019Q2 指引收入 69.10~72.90 亿元，低于一致预期。Q1 付费会员 9680 万(2018Q4 为 8740 万)，实现会员收入 34 亿元(+64%)，会员 ARPU 为 37.40 元(QoQ-1.7%)。广告业务基本持平，2019Q1 实现收入 21 亿元，管理层对于未来 1~2 年广告收入指引更加谨慎。我们认为爱奇艺在原创内容领域处于行业领先地位，中长期看，基于公司互联网视频核心业务优势，未来有望形成自有泛娱乐综合生态。

AI 及云计算：商业化落地效果初现。DuerOS 语音助手安装量达到 2.75 亿(+279%，环比+38%)，月度唤醒次数 23.7 亿(+817%，环比+48%)。据 Strategy Analytics 统计，2019Q1 小度智能音箱系列出货量排名国内第一、全球第三，仅次于亚马逊、谷歌。Apollo 自动驾驶赋能的自动驾驶出租车开始在长沙试运营。在盘后的电话会议中，公司披露 2019Q1 云计算收入 13 亿元(2018Q4 约 11 亿元)。据 IDC 统计，百度云于 2018H2 进入中国公有云 IaaS 和 PaaS 排名第五，市场份额 4.4%，仅次于阿里、腾讯、中国电信、亚马逊。

风险因素：宏观经济波动导致广告主业承压；组织及人事改革导致业绩波动；爱奇艺亏损扩大；AI 及云计算商业化推广速度不达预期等。

盈利预测、估值及投资机会。路透一致预测公司 2019/20/21 年收入 1191/1389/1594 亿元(3 年 CAGR15.9%)，GAAP 净利润 131/194/256 亿元(3 年 CAGR -2.5%)，non-GAAP 净利润 183/255/326 亿元(3 年 CAGR11.8%)。公司当前市值 448 亿美元，对应 2019/20/21 年 GAAP PE 分别为 24/16/12 倍，non-GAAP PE 分别为 17/12/10 倍。

百度	BIDU.O
当前价	128.31 美元
总股本	0.35 亿股
流通股本	0.28 亿股
52 周最高/最低价	279.68/128.31 美元
近 1 月绝对涨幅	-24.67%
近 6 月绝对涨幅	-31.21%
近 12 月绝对涨幅	-54.04%

表 1: 百度公司盈利预测表

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	84,809	102,277	119,141	138,940	159,396
YoY	20.2%	20.6%	16.5%	16.6%	14.7%
GAAP 净利润(百万元)	18,301	27,573	13,100	19,390	25,566
YoY	57.3%	50.7%	-52.5%	48.0%	31.9%
non-GAAP 净利润(百万元)	22,271	23,324	18,345	25,454	32,592
YoY	68.5%	4.7%	-21.3%	38.7%	28.0%
ROE	21.5%	18.4%	10.2%	11.9%	13.0%
毛利率	49.4%	49.6%	46.3%	47.9%	49.6%
PE (GAAP)	17	11	24	16	12
PE (non-GAAP)	14	13	17	12	10

资料来源: 公司财报, 路透一致预期 注: 股价为 2019 年 5 月 17 日收盘价

图 1: 百度营业收入 (百万元)



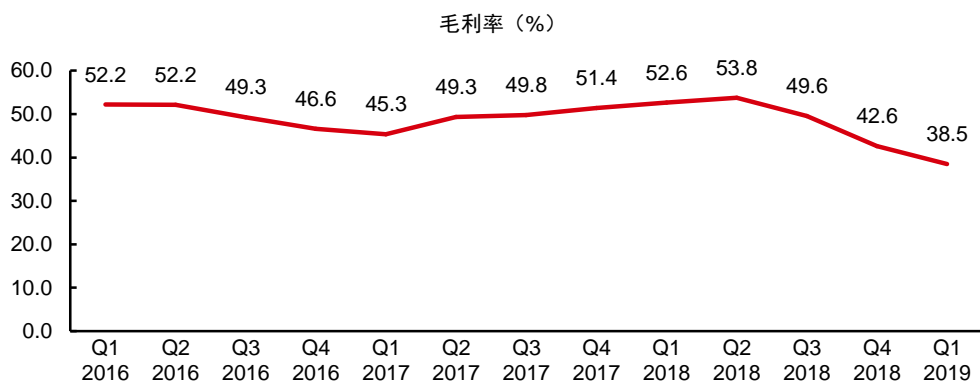
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 2: 百度净利润 (百万元)



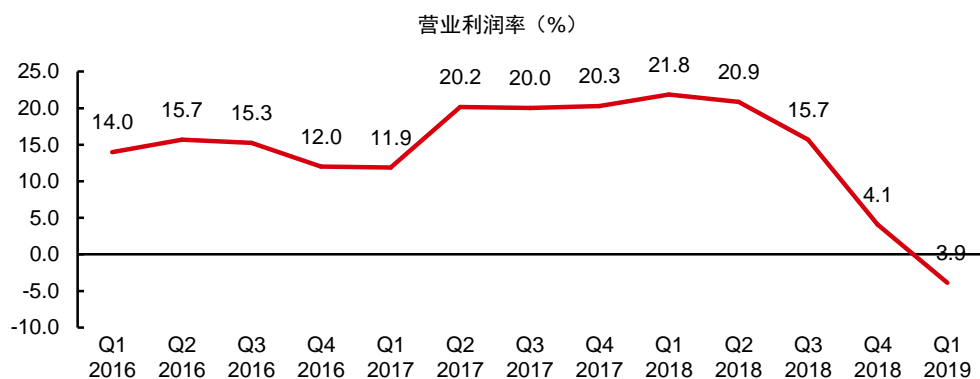
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 3: 百度毛利率



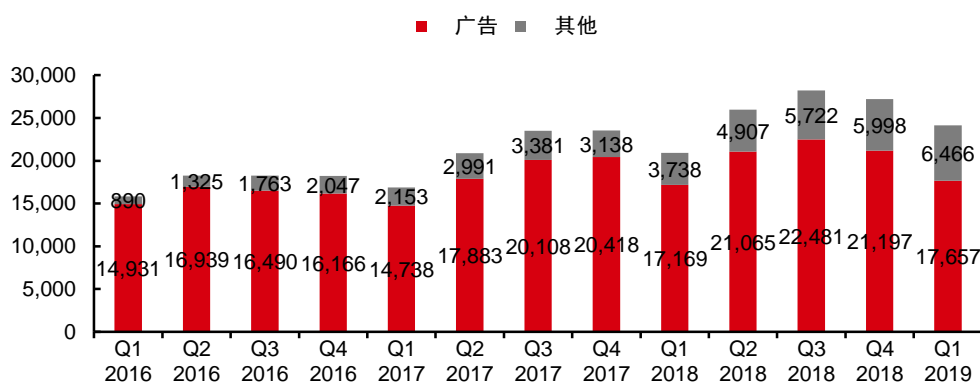
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 4: 百度营业利润率



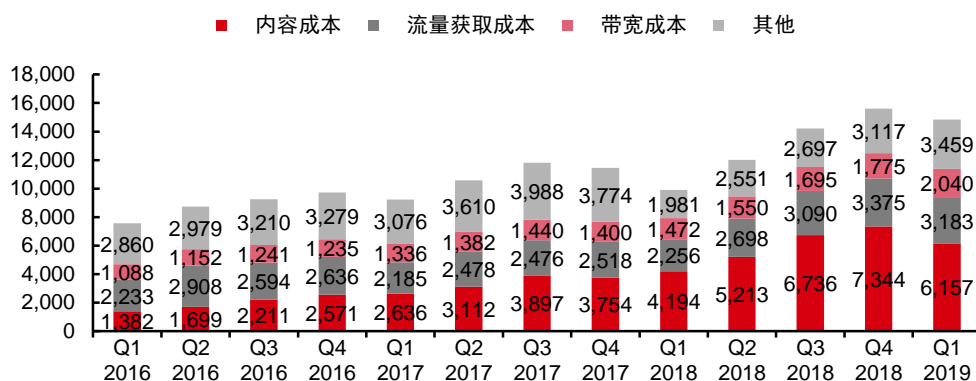
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 5: 百度营业收入拆分 (百万元)



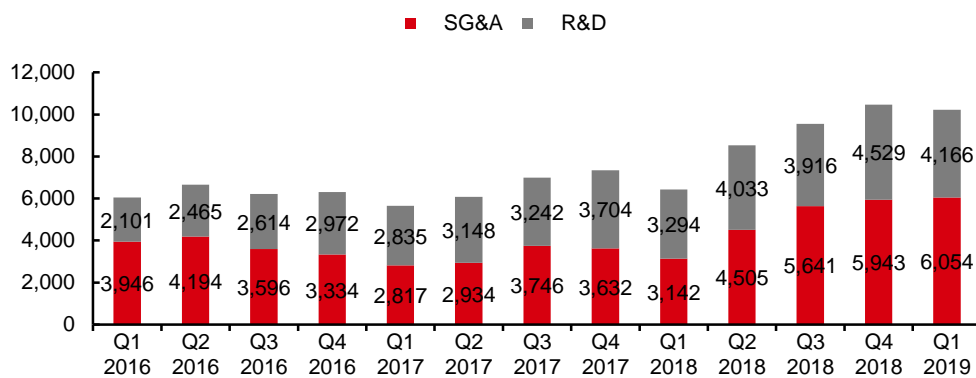
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 6: 百度营业成本拆分 (百万元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 7: 百度营业费用拆分 (百万元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。