



中信证券研究部

核心观点



许英博
科技产业首席
分析师
S1010510120041



陈俊云
科技产业分析师
S1010515110005



肖俨行
传媒行业分析师
S1010517070001



联系人：苗丰

源于搜索业务的恢复增长以及整体成本、费用的有效控制，三季度公司主要业绩指标超越市场预期。同时公司核心百度 APP、小程序用户继续维持快速增长，AI、云计算等业务实现高速增长，在线视频业务亦有望伴随政策逐步放松而进入改善通道。我们认为，市场当前估值已反映较多悲观预期，同时 AI、云计算等业务的价值则基本未计入，长期估值修复空间较为明显。

■ **事项：**百度于近日公布了 2019 年三季报数据，当季营收同比基本持平，营收与利润数据均超出市场预期。对此我们点评如下：

■ **概况：Q3 业绩超预期，运营效率大幅改善。**2019Q3 公司收入 282.03 亿元（同比持平，环比+7%），超出市场预期（275.3 亿元）；受出售携程股票带来的一次性损益确认影响，GAAP 净利润-63.73 亿元（-151%），扣除该项损益后的 non-GAAP 净利润 43.78 亿元（-35%，环比+20%）。Q2 毛利率 41.9%，同比-7.7pcts，环比+3.1pcts，毛利率同比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，但内容获取、流量成本的增速的放缓驱动环比毛利率的提升；营业利润率 8.8%，同比-6.9pcts，环比+7.9pcts，主要原因是公司在渠道投入的费用较上季度缩减明显。2019Q4 指引收入 271 亿~287 亿元，同比-1%~6%。

■ **广告：市场整体压力依旧，用户规模稳中有升。**Q3 广告收入 204.34 亿元（-9%，环比+6%），总收入占比 72.5%。广告业务收入增速放缓主要是由于宏观经济增速下滑带来的广告行业不景气以及行业竞争加剧。据 Questmobile 的统计，Q3 中国互联网广告市场增速 12.9%，增速连续三个季度下滑。宏观压力下公司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 1.89 亿（+25%，环比持平），信息流百家号发布者数量达到 240 万（环比+9%），智能小程序的月活用户达到 2.9 亿（环比+7%）。公司在移动生态领域持续加码，专注搜索和信息流业务。

■ **爱奇艺：会员收入超预期，持续加码优质内容以巩固壁垒。**Q3 爱奇艺收入 74 亿元（+7%）；净亏损 37 亿元（去年同期亏损 31 亿元）。Q3 付费会员 1.058 亿（Q2 为 1.005）增长超预期，Q3 会员服务收入 37 亿元（+30%），会员 ARPU 值 36.03 元（环比+4%），但受宏观经济增速承压及广告竞争加剧影响，爱奇艺广告业务收入 21 亿元（-14%）。受广告疲软的影响，公司预期四季度营收 68.6-72.8 亿元，对应-2%-4%的同比增长。我们认为爱奇艺在原创内容领域处于行业领先地位，Q3 上线众多优质内容，中长期看，基于公司互联网视频核心业务优势，公司持续推出的新优质内容值得期待，在线视频壁垒有望进一步增强。

■ **AI 及云计算：快速推进。**截至 Q2，DuerOS 语音助手累计激活量达到 4 亿（+450%），Q3 月度平均唤醒次数 42 亿。据 Strategy Analytics 统计，2019Q2 小度智能音箱系列出货量排名连续两个季度成为中国市场第一名、全球第三，仅次于亚马逊、谷歌，而 IDC 数据显示，2019H1 百度有屏音箱出货量 368 万台居全球首位。Apollo 的商业化逐步落地，9 月在长沙首次提供 45 辆无人驾驶出租车，截至 Q3 财报公布日，百度在中国共获得 150 张自动驾驶牌照，占全国数量的一半以上。云计算领域，公司称 2019Q3 云计算收入同比增长超过 70%，（2019Q2 约 16 亿元）。据 IDC 统计，百度云在 2019H1 位居中国公有云 PaaS 排名第四位，市场份额 4.4%，仅次于阿里、亚马逊、腾讯。

■ **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。

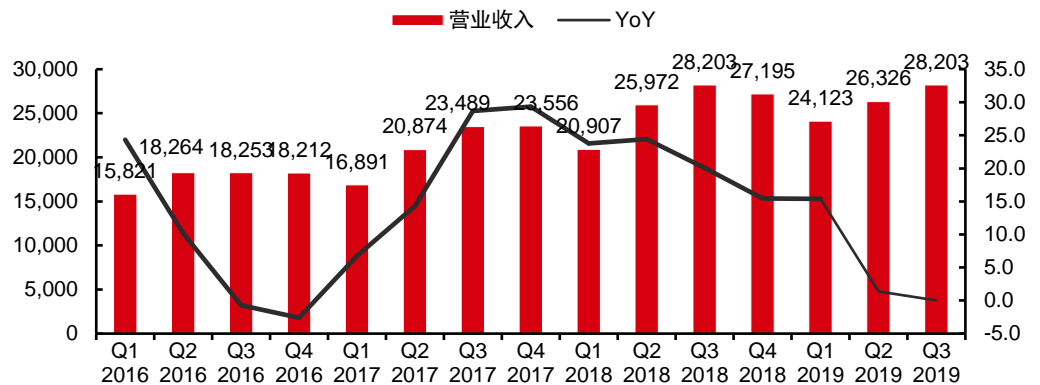
■ **投资建议：**当前市场一致预测公司 2019/20/21 年收入 1066/1192/ 1347 亿元，non-GAAP 净利润 126/171/220 亿元。公司当前估值对应 2019/20/21 年 non-GAAP PE 分别为 24/17/13 倍，估值已充分反映搜索业务增速的放缓，同时 AI、云计算等业务价值则基本未计入，长期估值修复空间较为明显。

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	106,565	119,162	134,668
YoY	20.20%	20.60%	4.19%	11.82%	13.01%
GAAP 净利润(百万元)	18,301	27,573	2,118	12,058	16,676
YoY	57.30%	50.70%	-92.32%	469.45%	38.30%
non-GAAP 净利润(百万元)	22,271	23,324	12,591	17,137	22,045
YoY	68.50%	4.70%	-46.02%	36.11%	28.64%
ROE	21.50%	18.40%	4.81%	8.40%	9.95%
毛利率	49.40%	49.60%	39.24%	41.49%	43.27%
PE (GAAP)	16	11	140	25	18
PE (non-GAAP)	13	13	24	17	13

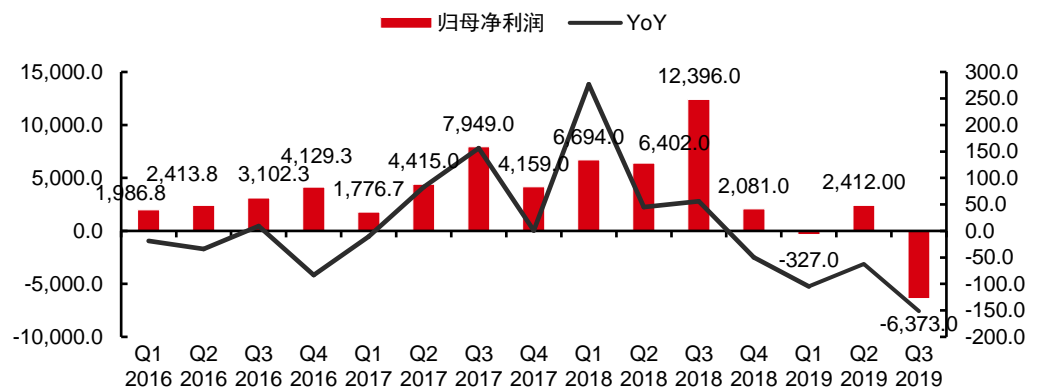
资料来源: 公司财报, 路透一致预期 注: 股价为 2019 年 11 月 7 日收盘价

图 1: 百度营业收入 (百万元)



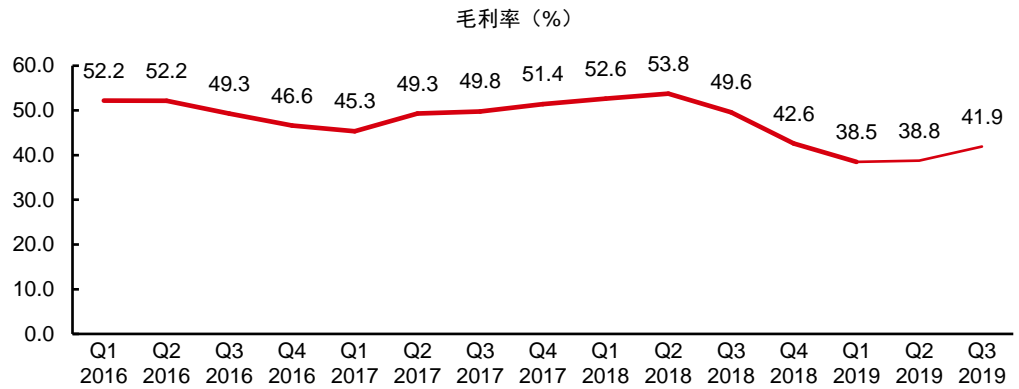
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 2: 百度净利润 (百万元)



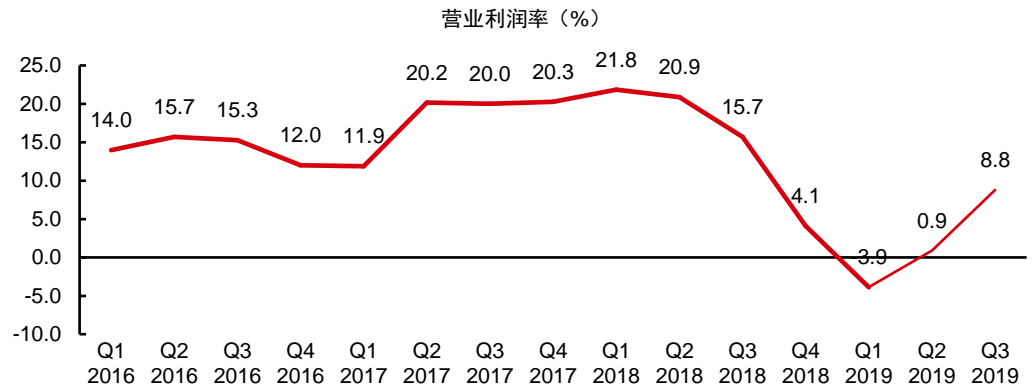
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 3: 百度毛利率



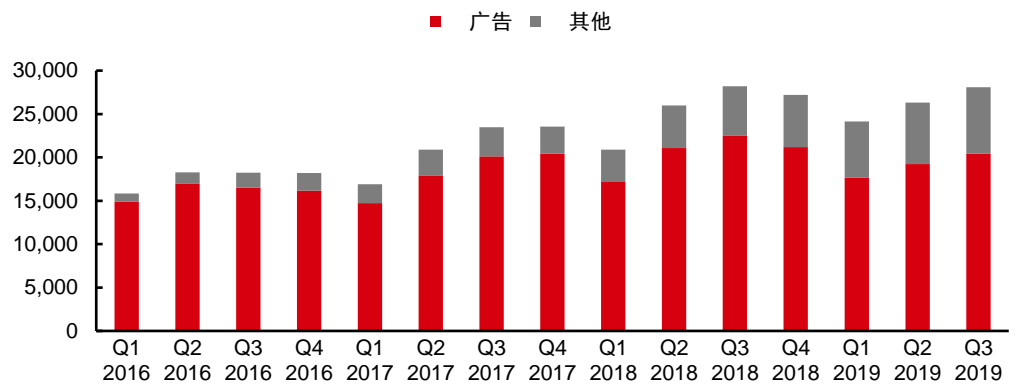
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 4: 百度营业利润率



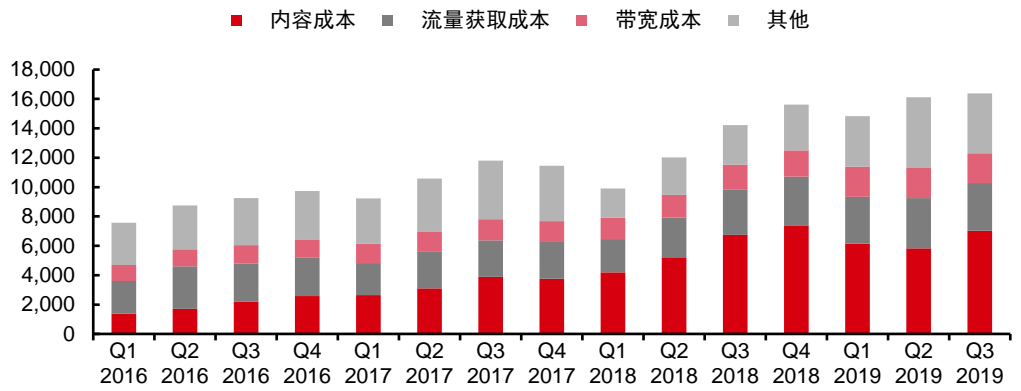
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 5: 百度营业收入拆分 (百万元)



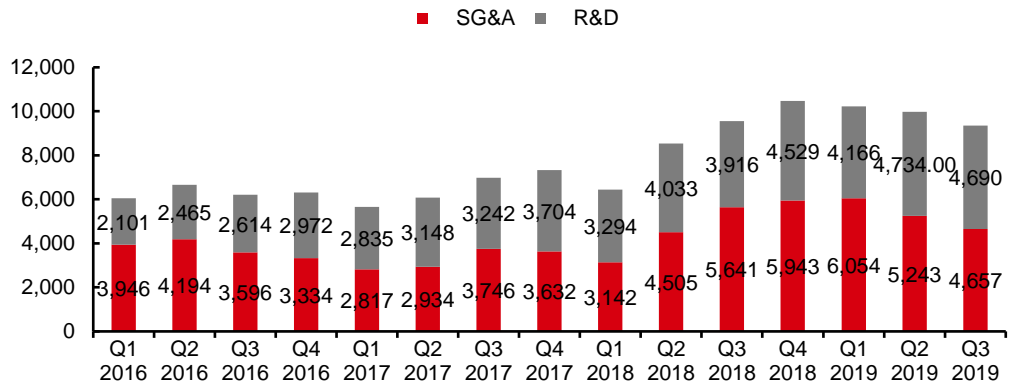
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

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；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	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 Dalamal 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）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。