

## BIDU.O 百度

买入 (维持)

百度 APP DAU 大幅增长，成本费用控制效果显著

2019年11月8日

### 市场数据

日期	2019-11-7
收盘价(美元)	121.87
总股本(百万股)	350
流通股本(百万股)	278
总市值(亿美元)	425
流通市值(亿美元)	337
净资产(亿元)	1683
总资产(亿元)	3029
每股净资产(元)	481

数据来源: Wind

### 相关报告

《19Q2 收入利润环比大幅上升,但预计全年仍受宏观经济压制影响》2019-8-22

《互联网流量竞争激烈,公司收入利润持续承压》2019-5-23

《Q4 业绩增长超预期,宏观经济压力仍存》2019-02-23

### 海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

安一夫

anyf@xyzq.com.cn

SAC: S0190517090002

### 主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
净收入(亿元)	1,023	1,064	1,166	1,266
同比增长	27.8%	4.0%	9.7%	8.5%
Non-GAAP 归母净利润(亿元)	233	145	202	268
同比增长	4.7%	-38.0%	39.6%	32.8%
Non-GAAP 营业利润率	19.8%	9.5%	14.0%	17.7%
Non-GAAP 净利润率	22.8%	13.6%	17.3%	21.2%
Non-GAAP ROE	14.3%	8.9%	11.3%	13.6%
Non-GAAP 摊薄 EPS(元)	66	41	57	76
每股经营现金流(元)	99	42	41	65

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

### 投资要点

- 19Q3 收入表现贴近 guidance 上限，流量增幅更高 (DAU YoY+25%)，我们判断高流量增幅使得 2020 年百度搜索+Feed 流营销收入大概率实现高单位数增长。1) 百度 19Q3 实现收入 281 亿元 (YoY -0.4%，若剔除 2018 剥离业务的影响，19Q3 收入 YoY+3%，QoQ+6.7%)，贴近公司 19Q2 给出的 guidance 269-285 亿元的上限；2) 公司 19Q3 搜索+Feed 流广告收入 (即剔除爱奇艺后的广告收入) 环比增加 8%，我们判断这是中国搜索广告自 19Q2 底部起回暖的标志之一；而公司预计 19Q4 收入为 271-287 亿元 (YoY -1%至+6%)，guidance 中线 YoY 转正，表明 19Q4 广告回暖表现将持续。同时 19Q3 百度 APP DAU 同比增长 25%，即流量增速高于收入增速，据此我们判断：随着流量增长逐渐转为收入增长，2020 年百度搜索+Feed 流广告大概率实现高单位数增长。
- 19Q3 持续控制费用支出，营业利润率上升。营业利润率环比大幅上升的原因是公司对成本及费用的控制：19Q3 公司 TAC (流量成本) 同比增长仅 5%，收入占比自 19Q1/Q2 的 12.5%/12.3% 下降至 10.9%；销售、行政及一般费用同比减少 17%，费用率也自 19Q1/Q2 的 25%/20% 下降至 17%，持续降低。其原因在于公司战略变为控制成本与费用的支出，更加看重 TAC 与营销费用的 ROI；我们判断未来几个季度公司费用投放策略将持续，百度 core 营业利润率同比都会增加。
- 投资建议：判断公司基本面处于触底回升阶段，未来几个季度收入利润都会有稳定增长，维持“买入”评级。我们预计公司 2019 至 2021 年公司收入分别为 1064/1166/1266 亿元 (上调 0%/8%/10%)，Non-GAAP 归母净利润分别为 145/202/268 亿元 (上调 17%/53%/53%)，Non-GAAP EPS 分别为 41/57/76 元，上调公司目标价 15% 至 150 美元，对应 2019 至 2021 年 non-GAAP EPS 的 PE 分别为 25.5/18.3/13.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：公众事件风险；爱奇艺或信息流内容成本上升超预期；AI 发展不及预期；宏观经济下行；政策风险；汇率风险。

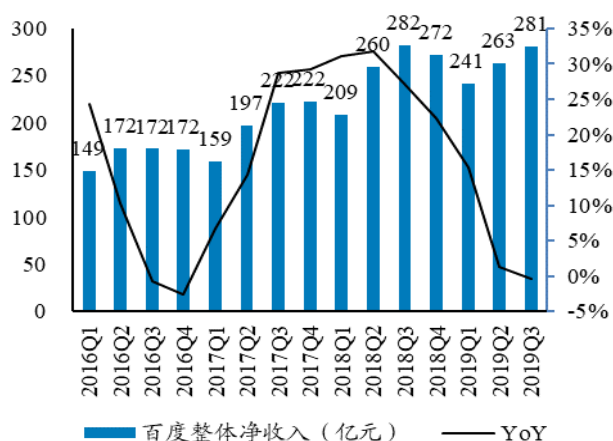


### 报告正文

19Q3 收入表现贴近 guidance 上限，流量增幅更高 (DAU YoY+25%)，我们判断高流量增幅使得 2020 年百度搜索+Feed 流营销收入大概率实现高单位数增长。

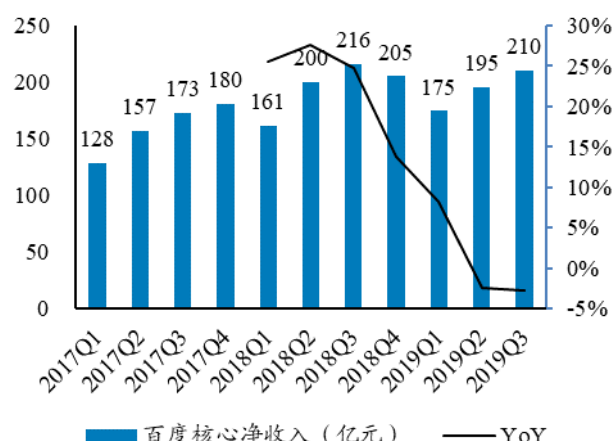
- 百度 19Q3 实现收入 281 亿元 (YoY -0.4%，若剔除 2018 剥离业务的影响，19Q3 收入 YoY+3%，QoQ+6.7%)，贴近公司 19Q2 给出的 guidance 269-285 亿元的上限；剔除爱奇艺影响，百度核心业务 19Q2 实现收入 210 亿元 (YoY -3%，QoQ+7.5%)；其中剔除爱奇艺广告的网络营销收入为 184 亿元 (YoY -9%，QoQ+8%)。
- 公司 19Q3 搜索+Feed 流广告收入 (即剔除爱奇艺后的广告收入) 环比明显增加，我们判断这是中国搜索广告自 19Q2 底部起回暖的标志之一；而公司预计 19Q4 收入为 271-287 亿元 (YoY -1%至+6%)，guidance 中线 YoY 转正，表明 19Q4 广告回暖表现将持续。同时 19Q3 百度 APP DAU 同比增长 25%，即流量增速高于收入增速，据此我们判断：随着流量增长逐渐转为收入增长，2020 年百度搜索+Feed 流广告大概率实现高单位数增长。

#### 图 1、百度整体净收入



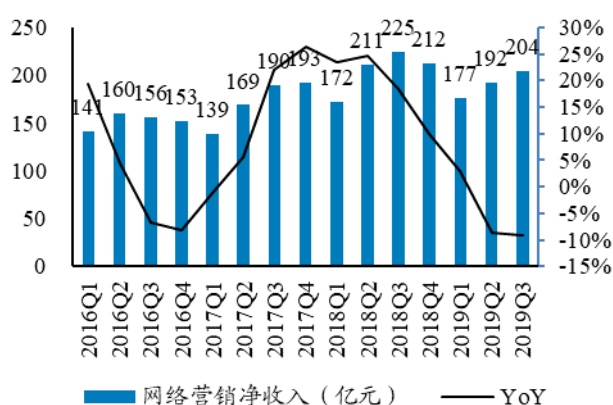
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 图 2、“百度核心”净收入



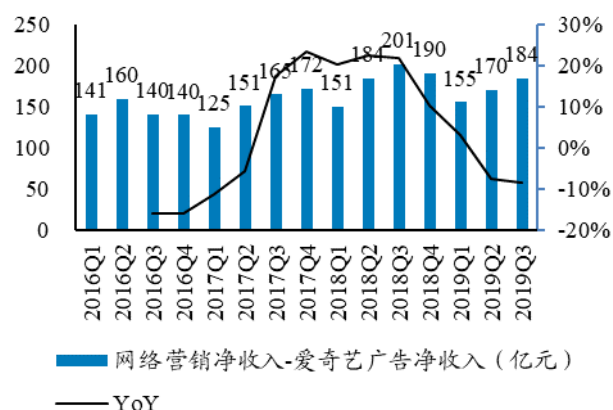
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 图 3、百度整体网络营销收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 图 4、“百度核心”网络营销收入

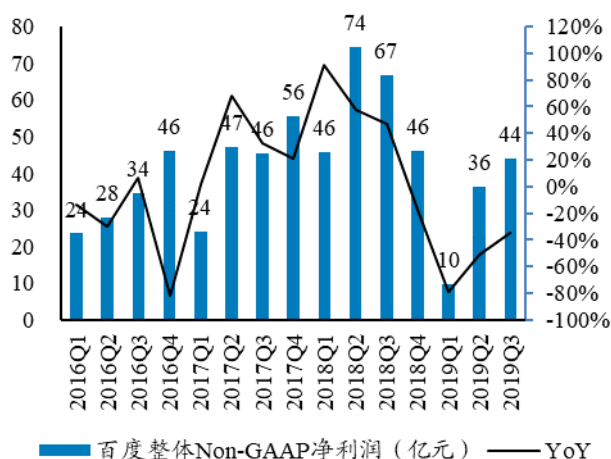


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

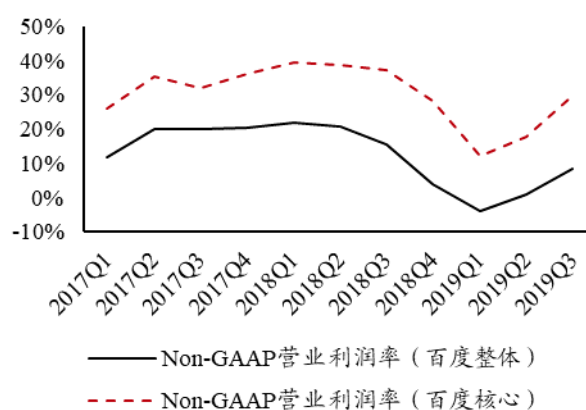
### 19Q3 持续控制费用支出，营业利润率上升。

- 19Q3 公司 Non-GAAP 营业利润为 36.9 亿元 (YoY -35%)，Non-GAAP 归母净利润为 43.9 亿元 (YoY -34%)；其中百度 core 的 Non-GAAP 营业利润 62.2 亿元 (YoY -23%)，百度 core Non-GAAP 营业利润率由 19Q1/Q2 的 12.1%/17.8% 上升至 29.6%。
- 营业利润率环比大幅上升的原因是公司对成本及费用的控制: 19Q3 公司 TAC (流量成本) 同比增长仅 5%，收入占比自 19Q1/Q2 的 12.5%/12.3% 下降至 10.9%；销售、行政及一般费用同比减少 17%，费用率也自 19Q1/Q2 的 25%/20% 下降至 17%，持续降低。其原因在于公司战略变为控制成本与费用的支出，更加看重 TAC 与营销费用的 ROI；我们判断未来几个季度公司费用投放策略将持续，百度 core 营业利润率同比都会增加。

#### 图 5、百度整体 Non-GAAP 净利润



#### 图 6、百度营业利润率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**投资建议：**判断公司基本面处于触底回升阶段，未来几个季度收入利润都会有稳定增长，维持“买入”评级。我们预计公司 2019 至 2021 年公司收入分别为 1064/1166/1266 亿元（上调 0%/8%/10%），Non-GAAP 归母净利润分别为 145/202/268 亿元（上调 17%/53%/53%），Non-GAAP EPS 分别为 41/57/76 元，上调公司目标价 15% 至 150 美元，对应 2019 至 2021 年 non-GAAP EPS 的 PE 分别为 25.5/18.3/13.8 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**公众事件风险；爱奇艺或信息流内容成本上升超预期；AI 发展不及预期；宏观经济下行；政策风险；汇率风险。

## 附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>155,094</b>	<b>159,515</b>	<b>174,635</b>	<b>194,473</b>
货币资金	27,638	5,871	12,786	21,362
短期投资	111,626	139,264	145,135	157,921
应收账款	6,015	4,716	6,762	5,394
应收关联方款项	785	633	922	766
其他流动资产	6,841	6,841	6,841	6,841
<b>非流动资产</b>	<b>142,472</b>	<b>140,511</b>	<b>139,488</b>	<b>138,704</b>
固定资产	17,903	17,368	16,747	15,869
无形资产	9,181	7,798	6,985	6,681
商誉	18,536	18,536	18,536	18,536
长期投资	80,454	80,454	80,454	80,454
递延税项资产	2,324	2,324	2,324	2,324
其他非流动资产	9,777	9,777	9,777	9,777
<b>资产总计</b>	<b>297,566</b>	<b>300,026</b>	<b>314,123</b>	<b>333,177</b>
<b>流动负债</b>	<b>56,853</b>	<b>63,004</b>	<b>65,525</b>	<b>68,147</b>
应付账款及应计负债	35,381	40,678	42,574	44,492
递延收入	1,883	1,883	1,883	1,883
递延收益	523	523	523	523
<b>非流动负债</b>	<b>64,961</b>	<b>65,801</b>	<b>66,736</b>	<b>67,776</b>
长期借款	7,456	8,296	9,231	10,271
长期应付票据	42,735	42,735	42,735	42,735
递延税项负债	4,099	4,099	4,099	4,099
<b>负债合计</b>	<b>121,814</b>	<b>128,805</b>	<b>132,261</b>	<b>135,922</b>
股本溢价	33,441	33,441	33,441	33,441
留存收益	129,246	129,312	144,250	163,165
其他综合收益	210	210	210	210
少数股东权益	12,139	7,560	3,220	-366
<b>股东权益合计</b>	<b>175,036</b>	<b>170,523</b>	<b>181,121</b>	<b>196,450</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>297,566</b>	<b>300,026</b>	<b>314,123</b>	<b>333,177</b>

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	22,582	-4,531	10,641	15,392
固定资产及电脑部件的折旧	5,188	5,035	5,121	5,378
无形资产及许可版权摊销	379	1,383	813	304
递延税项资产	-68	0	0	0
投资收益	-7,071	5,697	-1,500	-1,500
应收账款	-1,444	1,299	-2,045	1,367
应付账款和应计负债	7,858	5,297	1,896	1,917
应付关联方款项	5,934	397	99	100
<b>经营现金流量</b>	<b>34,611</b>	<b>14,771</b>	<b>14,325</b>	<b>22,718</b>
<b>投资现金流量</b>	<b>-56,467</b>	<b>-37,835</b>	<b>-8,871</b>	<b>-15,786</b>
<b>融资现金流量</b>	<b>38,410</b>	<b>1,297</b>	<b>1,460</b>	<b>1,644</b>
现金净变动	16,554	-21,767	6,914	8,576
现金的期初余额	11,084	27,638	5,871	12,786
现金的期末余额	27,638	5,871	12,786	21,362

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>净收入</b>	<b>102,277</b>	<b>106,364</b>	<b>116,636</b>	<b>126,565</b>
营业成本	51,744	63,644	66,611	69,611
<b>毛利</b>	<b>50,533</b>	<b>42,720</b>	<b>50,025</b>	<b>56,954</b>
销售、行政及一般费用	19,231	20,529	20,541	20,371
研发费用	15,772	18,298	20,419	22,135
<b>营业利润</b>	<b>15,530</b>	<b>3,894</b>	<b>9,066</b>	<b>14,448</b>
<b>Non-GAAP 营业利润</b>	<b>20,299</b>	<b>10,097</b>	<b>16,339</b>	<b>22,340</b>
其他收入	11,795	-6,286	4,236	4,792
<b>除税前溢利</b>	<b>27,325</b>	<b>-2,392</b>	<b>13,302</b>	<b>19,240</b>
所得税	4,743	2,139	2,660	3,848
<b>净利润</b>	<b>22,582</b>	<b>-4,531</b>	<b>10,641</b>	<b>15,392</b>
少数股东损益	-4,991	-4,597	-4,297	-3,523
<b>归母净利润</b>	<b>27,573</b>	<b>66</b>	<b>14,938</b>	<b>18,915</b>
<b>Non-GAAP 归母净利润</b>	<b>23,324</b>	<b>14,456</b>	<b>20,186</b>	<b>26,807</b>
EPS(元)	79	0	43	54
<b>Non-GAAP EPS(元)</b>	<b>66</b>	<b>41</b>	<b>57</b>	<b>76</b>

## 主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	27.8%	4.0%	9.7%	8.5%
毛利增长率	21.0%	-15.5%	17.1%	13.9%
营业利润增长率	-1.0%	-74.9%	132.8%	59.4%
Non-GAAP 营业利润增长率	7.2%	-50.3%	61.8%	36.7%
归母净利润增长率	50.7%	-99.8%	22528%	26.6%
Non-GAAP 归母净利润增长率	4.7%	-38.0%	39.6%	32.8%
<b>盈利能力(%)</b>				
营业利润率	15.2%	3.7%	7.8%	11.4%
毛利率	49.4%	40.2%	42.9%	45.0%
净利率	27.0%	0.1%	12.8%	14.9%
ROE	16.9%	0.0%	8.4%	9.6%
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	40.9%	42.9%	42.1%	40.8%
流动比率	272.8%	253.2%	266.5%	285.4%
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	37.2%	35.6%	38.0%	39.1%
应收帐款周转率	19.3	19.8	20.3	20.8
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	78.9	0.2	42.7	54.1
每股净资产	466.8	467.0	509.8	564.0
<b>估值比率(倍)</b>				
PE(Non-GAAP)	12.9	20.8	14.9	11.2
PB	1.8	1.8	1.7	1.5



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司有投资银行业务关系

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。