

BIDU.O 百度
买入 (首次)
AI 如火，百度重生
2018年10月22日
市场数据

日期	2018-10-20
收盘价(美元)	191.92
总股本(百万股)	350
流通股本(百万股)	278
总市值(亿美元)	672
流通市值(亿美元)	534
净资产(亿元)	1621
总资产(亿元)	2486
每股净资产(元)	435

数据来源: Wind

相关报告
主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业净收入(亿元)	801	1,037	1,239	1,477
同比增长	20%	29%	20%	19%
Non-GAAP 归母净利润(亿元)	223	270	350	423
同比增长	68%	21%	30%	21%
Non-GAAP 营业利润率	22%	24%	26%	27%
Non-GAAP 净利润率	26%	26%	28%	29%
Non-GAAP ROE	19%	19%	21%	21%
Non-GAAP 摊薄 EPS(元)	64	77	100	121
每股经营现金流(元)	92	82	102	117

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **AI 技术助力搜索广告重振，货币化能力显著提升。**我们估计 2018 及未来几年，搜索行业及百度搜索流量只有个位数增长，但百度搜索收入 2017-2020 CAGR 达 12.9% (剔除 2017 增值税)，其中 2018 移动搜索增速更达 23.6%，其主要原因即是 AI 技术大幅提升搜索流量变现效率。
- **信息流广告高歌猛进——AI 助百度抢到“分发”时代车票。**算法分发时代，信息流通过“千人千面”优势取代部分传统娱乐内容，而数据是核心竞争要素，百度拥有直达用户需求的搜索数据，结合 AI 技术在分发时代具有明显优势。我们预计 2017-2020 百度信息流广告收入 CAGR 约 68%。
- **AI 帝国现雏形：争夺新世界用户入口的掌控权。**Google 从浏览器、安卓系统、YouTube 到 AI，一直保持“用户入口”控制权，百度大力发展 DureOS 及 Apollo，同样旨在争夺未来用户入口掌控权：语音最可能成为手机及家庭的入口，智能汽车很可能成为出行场景下的用户入口；百度优势明显，未来可能通过硬件产品、广告、增值服务等方式变现。
- **爱奇艺：内容放大平台优势。**“三足鼎立”环境下内容投入带来收入快速上升，平台优势扩大；随自制内容比例上升，未来几年内或实现盈利。
- **投资建议：看好公司广告收入增长及未来 AI 发展，给予“买入”评级。**我们预计公司 2018/19/20 年收入分别为 1037/1239/1477 亿人民币，non-GAAP 归母净利润 270/350/423 亿人民币，对应 EPS 77/100/121 元。我们结合绝对及相对估值，综合给予公司目标价 260 美元，对应 2018/19/20 年 non-GAAP EPS 的 PE 分别为 23/18/15 倍。首次覆盖给予“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；行业政策风险；汇率风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明


海外 TMT 研究
分析师：

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: HK: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：

安一夫

anyf@xyzq.com.cn

SAC: S0190517090002

王文洲

wangwenzhou@xyzq.com.cn

SFC: ARO923

SAC: S0190118060102

目 录

1、AI 助力广告业务回归快车道：搜索重振，信息流快跑	4 -
1.1、搜索：AI 提升搜索货币化能力	4 -
1.2、信息流广告高歌猛进——AI 助百度抢到“分发”时代车票	12 -
2、AI 帝国现雏形：争夺新世界入口的掌控权	18 -
2.1、Google：坚持发展新科技，掌握“入口”的掌控权	18 -
2.2、百度建立“云到端”的 AI 生态系统——旨在掌握未来用户入口	20 -
3、爱奇艺：以内容投入推动收入增长	25 -
4、盈利预测与估值	29 -
5、风险提示	33 -

图 1、百度收入包括“百度核心”和“爱奇艺”两部分，收入披露方式分为两种	4 -
图 2、百度总体收入在 2017 年恢复 20% 的增速	5 -
图 3、百度 Non-GAAP 营业利润	6 -
图 4、百度 Non-GAAP 归母净利润	6 -
图 5、百度各收入占比：搜索广告是主要收入来源	6 -
图 6、百度网络营销收入增速自 2017Q1 起开始回升	7 -
图 7、百度搜索收入（估）自 18Q1 起 yoy 快速提升	7 -
图 8、综合搜索引擎用户规模与增速（万人）	8 -
图 9、中国网民规模与增速（万人）	8 -
图 10、2018Q1 中国搜索引擎市场份额（收入口径）	8 -
图 11、综合搜索流量分布图谱	9 -
图 12、用户使用搜索的第一目标即为搜索结果的比例自 17Q4 起快速提升	10 -
图 13、动态广告“千人千面”效果	10 -
图 14、oCPC 通过 AI 判断，决定是否为浏览者展现广告	11 -
图 15、百度移动收入占比在 17Q4 已近 80%，上升速度放缓	11 -
图 16、百度 App MAU（万人）	12 -
图 17、百度 App 的月度总有效时长（万小时）	12 -
图 18、百度 App、百度浏览器 App、百度贴吧 App 的信息流广告	12 -
图 19、百度信息流广告收入	13 -
图 20、抖音 MAU	14 -
图 21、今日头条 MAU	14 -
图 22、信息流广告市场规模（亿元）	14 -
图 23、facebook 广告收入	15 -
图 24、今日头条广告收入（估计值）	15 -
图 25、微博广告收入	15 -
图 26、百度 App、QQ 浏览器、今日头条的信息流广告	16 -
图 27、2018 年 8 月资讯信息流类 APP 月活用户排名（from 易观）	17 -
图 28、百度结合用户兴趣数据和搜索数据进行算法分发	17 -
图 29、Google 的人工智能布局	19 -
图 30、Alphabet 主营业务收入（百万美元）	20 -
图 31、Alphabet 净利润收入（百万美元）	20 -
图 32、Alphabet 各项业务收入（百万美元）	20 -
图 33、Alphabet 各项业务收入占比（%）	20 -
图 34、百度“云到端 AI 生态体系和“ABC”生态战略	21 -
图 35、智能语音应用范围和主要公司	22 -

图 36、智能语音应用范围和主要公司	- 22 -
图 37、百度智能音箱设备	- 23 -
图 38、国外无人驾驶发展历程	- 23 -
图 39、国内无人驾驶发展历程	- 23 -
图 40、百度智能汽车落地计划	- 24 -
图 41、百度 L4 级量产园区自动驾驶解决方案中“MiniBus-自动接驳小巴”自动驾驶套件	- 25 -
图 42、爱奇艺收入情况	- 26 -
图 43、爱奇艺毛利率	- 26 -
图 44、爱奇艺内容成本及净利润	- 26 -
图 45、国内视频网站 MAU 对比（02/18）	- 27 -
图 46、爱腾优 MAU 及使用时长行业渗透率（04/18）	- 27 -
图 47、国内视频类 APP 的 MAU（万人）对比	- 27 -
图 48、热播内容当天有付费行为用户占比（2017 年 11 月-2018 年 4 月）	- 28 -
图 49、在线视频用户付费原因	- 28 -
图 50、在线视频用户不付费原因	- 28 -
图 51、2018 年爱腾优剧集计划	- 29 -
图 52、2018 年爱腾优综艺计划	- 29 -
图 53、Netflix PE band.....	- 32 -
表 1、百度主要业务线（按部门划分）	- 5 -
表 2、百家号与熊掌号区别	- 18 -
表 3、Google 重大收购事件.....	- 18 -
表 4、百度智能音箱设备	- 24 -
表 5、百度收入预测	- 29 -
表 6、百度成本预测	- 30 -
表 7、百度净利润预测	- 31 -
表 8、百度（不考虑爱奇艺）FCFF 预测假设及结果（百万人民币）	- 31 -
表 9、百度、Google、搜狗 GAAP 净利润对应 PE（北京时间 2018.10.21） ..	- 32 -
表 10、百度、Google、搜狗 Non-GAAP 净利润对应 PE（北京时间 2018.10.21）	- 32 -
附表	- 34 -

报告正文

1、AI助力广告业务回归快车道：搜索重振，信息流快跑

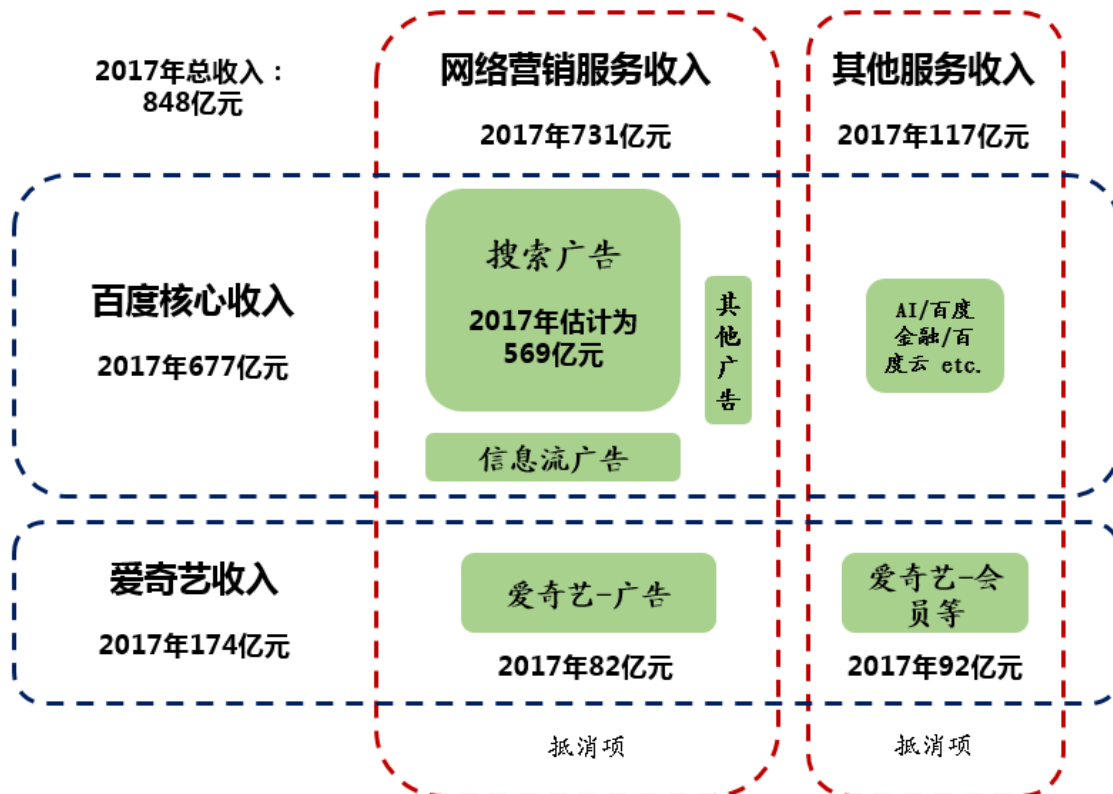
1.1、搜索：AI提升搜索货币化能力

- 搜索广告是百度主要收入来源

目前百度分为“百度核心”（包含搜索、信息流、AI等）和“爱奇艺”两大部分，细分收入披露口径分为两种。

- 收入按类型拆分：2017年开始，百度重新划分收入分类方式，分为“网络营销服务收入”和“其他服务收入”两大类，前者包括搜索广告、信息流广告、爱奇艺广告和其他广告收入，后者包括爱奇艺广告外收入、AI、金融、百度云及其他收入。
- 收入按部门拆分：2017年开始，百度将公司主要业务拆分为两大部门：百度核心、爱奇艺，并公布按部门拆分的收入。其中，百度核心是搜索服务和交易服务的组合，主要包括网络营销服务（搜索广告、信息流等）、AI相关的创新业务以及互联网金融服务等。爱奇艺则主要包括爱奇艺的广告业务、会员服务、内容分销收入及其他收入。两部门间收入有抵消调整。

图1、百度收入包括“百度核心”和“爱奇艺”两部分，收入披露方式分为两种



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及制图

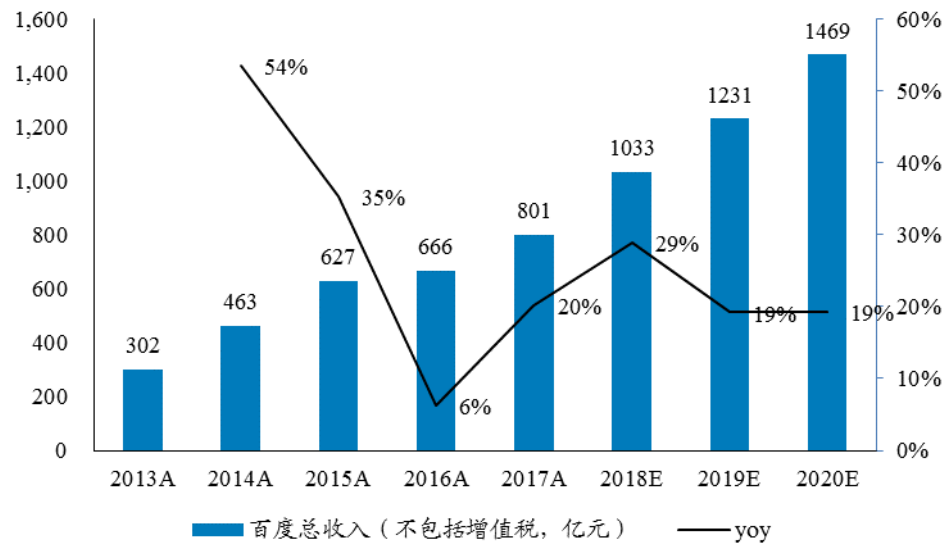
表 1、百度主要业务线（按部门划分）

百度核心	针对用户的核心产品与服务	百度 App、百度搜索、百度信息流、熊掌号、百家号、百度贴吧、好看视频、百度知道、百度百科、百度教育、百度手机助手、百度手机卫士、DuerOS、百度钱包、百度地图、百度云等
	针对企业的核心产品与服务	百度 P4P, 百度品牌专区, 百度营销平台, 百度认证, 自动驾驶 (Apollo) 等
爱奇艺	互联网视频	自制剧集、热门综艺等

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

百度近三年整体收入情况：2016 下滑明显，2017 年增速重回 20%，预计 2018 年加速增长。2016 年搜索行业流量到达瓶颈期，加之“魏则西事件”对搜索广告的冲击，2016 年百度搜索收入增速下滑明显，导致公司总收入增速下滑至 6%。2017 年起随着 AI 提升货币化能力带来的搜索广告复苏、信息流广告收入大幅增长、爱奇艺快速发展，百度收入增速上升至 20%。根据百度 2018 年上半年财务表现和 Q3 guidance，我们预计 2018 年公司收入将加速增长。

图 2、百度总体收入在 2017 年恢复 20% 的增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及估计

注：2018 年起增值税从收入中剔除，为使数据具有可比性，历史数据进行了剔除增值税调整

公司近三年营业利润和净利润变化情况和收入趋同。公司 Non-GAAP 口径下的营业利润在 2016 年发生负增长，2017 年反弹，预计 2018 年继续保持增长；归母净利润变化除去 2015 年出售去哪儿网股权导致大幅上升，其余年度变化情况与营业利润相同。

图 3、百度 Non-GAAP 营业利润

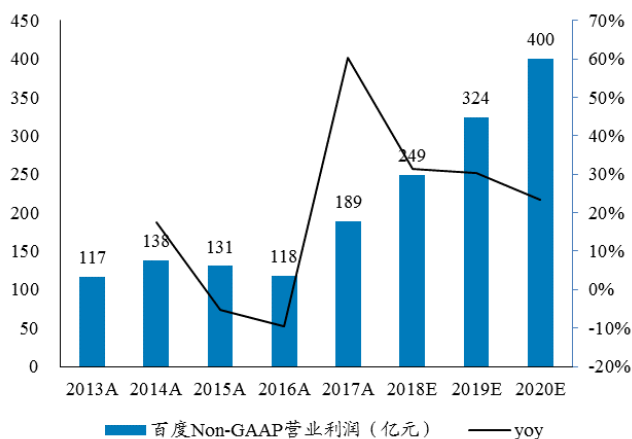
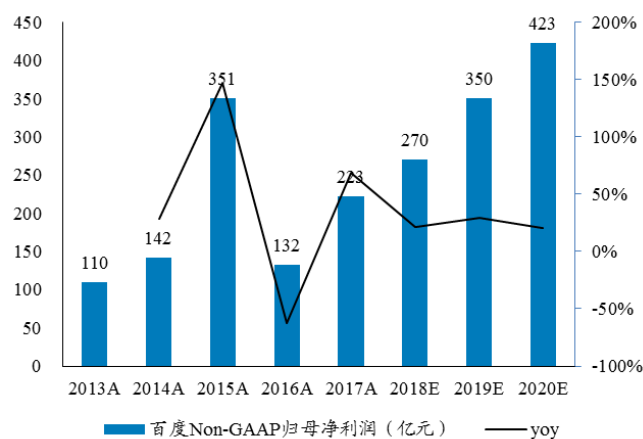


图 4、百度 Non-GAAP 归母净利润

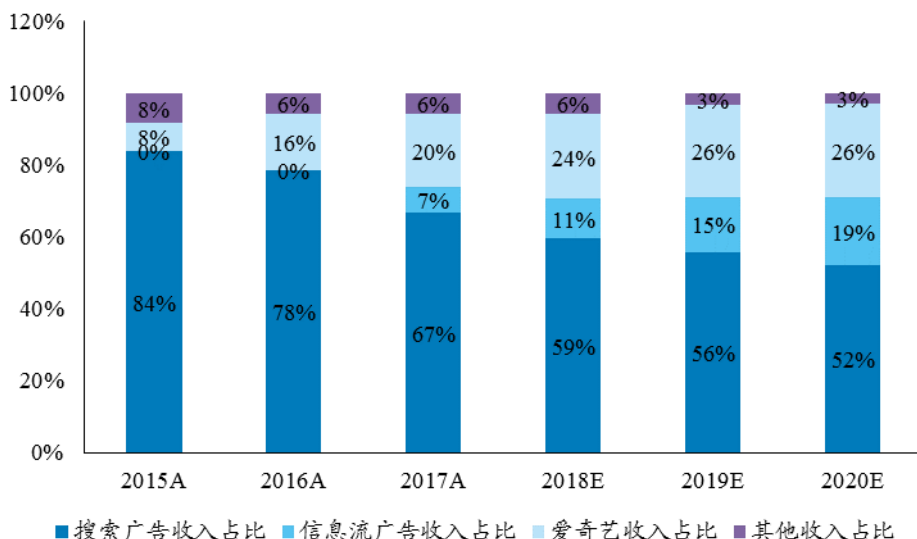


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

搜索广告收入变动情况对公司整体收入影响显著——搜索广告是百度主要收入来源。从前文对公司收入变动原因分析中即可得出，公司 2011-2017 整体收入变动主要受搜索广告变动影响：从 2015 到 2017 年，搜索广告收入占比保持在 65% 以上；如果去除爱奇艺收入，百度搜索广告 2015/16/17 年搜索广告收入占比分别为 91%/93%/84%。预计未来由于爱奇艺及信息流广告收入保持快速增长，搜索广告收入占比随之降低，但到 2020 年仍在 50% 以上。

图 5、百度各收入占比：搜索广告是主要收入来源



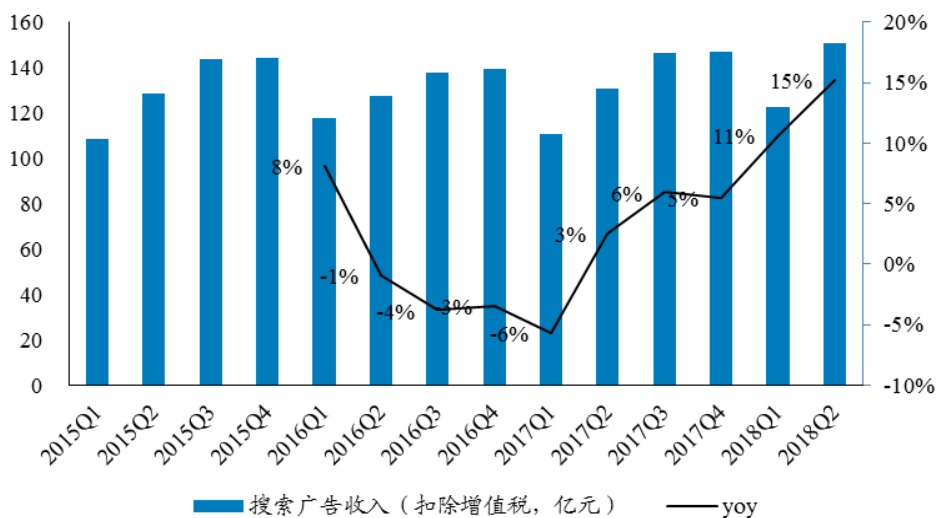
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及估计
注：2017 年搜索广告收入为估计值

● 百度搜索广告收入自 2017 年起实现回升

据我们的估算，百度搜索收入自 2017Q2 起开始回升，于 2018Q1 起达到两位数增速，且 18Q2 增速保持上升。

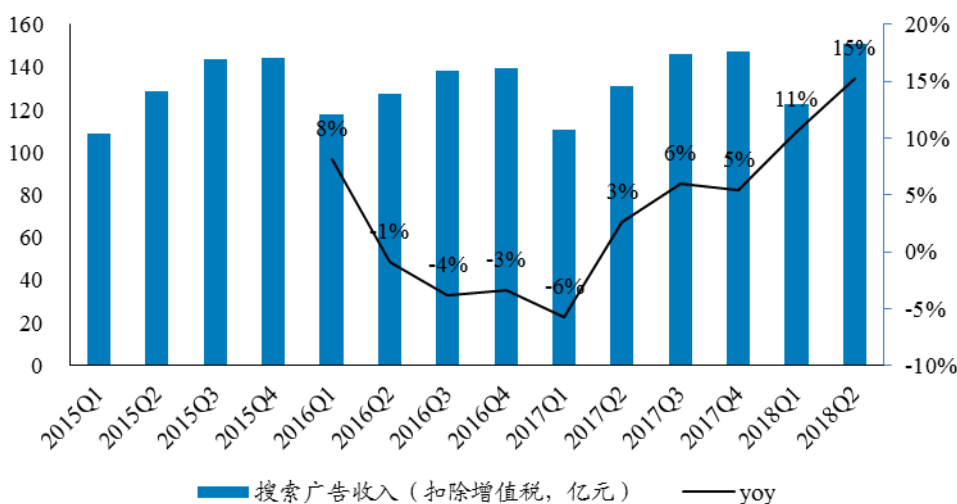
- 百度在 17Q1 起不再单独披露搜索收入，只披露总体网络营销收入（包含信息流广告收入、爱奇艺广告及其他广告收入，但主要是搜索收入），网络营销收入在 16Q4 至 17Q1 触底，于 17Q2 回到同比正增长，并于 17Q3 起保持两位数的同比增速。
- 根据我们的估算，纯粹的搜索广告收入在 17Q2 起才实现增速同比回升，并于 18Q1 起 yoy 实现超两位数，并在 18Q2 达到 15%——我们认为，**2018 年搜索广告重新开始快速发展**。

图 6、百度网络营销收入增速自 2017Q1 起开始回升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及估计

图 7、百度搜索收入（估）自 18Q1 起 yoy 快速提升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及估计

我们认为 2018 年起搜索广告重新开始快速发展取决于三个因素，最主要的因素为 AI 大幅提升搜索业务货币化能力，PC 端收入下降渐缓和信息流内容对百度 APP 流量提升也有帮助。

1) AI 提升搜索效率——搜索业务货币化能力提升

提升货币化能力是搜索收入增长重要途径——搜索渗透率已高达 82.8%，搜索流量很难继续大幅上涨。据中国互联网络信息中心发布的第 41 次《中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2017 年 12 月，我国综合搜索引擎用户规模达 6.4 亿，渗透率（占网民的比例）为 82.8%，用户规模较 2016 年底增加 3718 万，同比增长 6.2%；我国网民规模达 7.72 亿，较 2016 年底新增 4074 万，同比增长 5.6%；搜索引擎用户规模增速与网民总体规模增速接近。

图 8、综合搜索引擎用户规模与增速（万人）

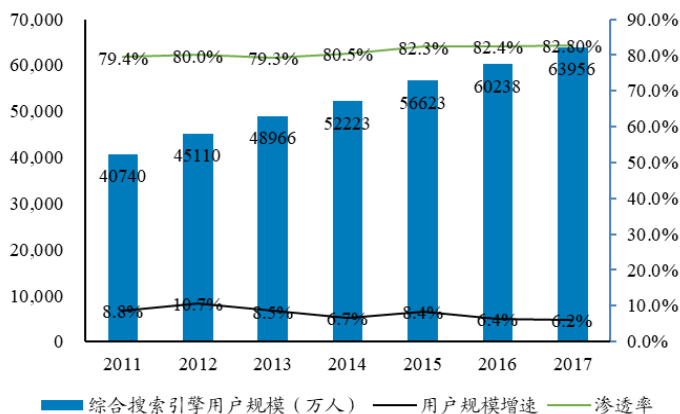
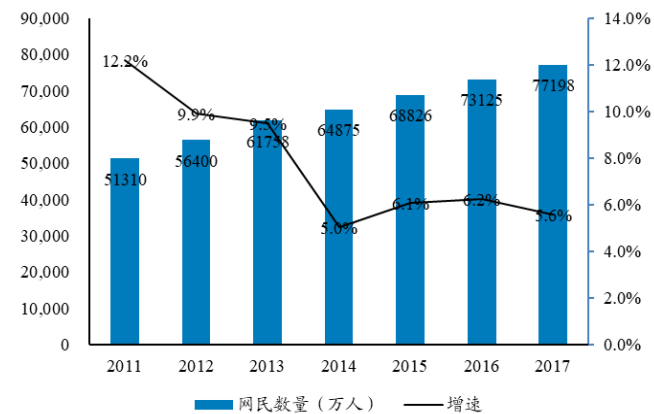


图 9、中国网民规模与增速（万人）



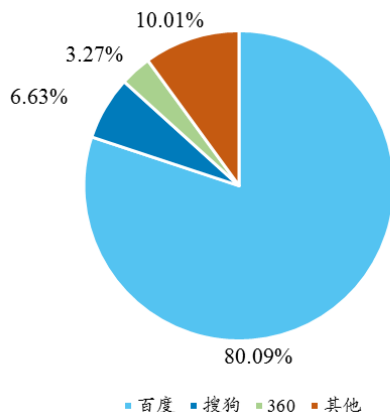
资料来源：CNNIC，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：CNNIC，兴业证券经济与金融研究院整理

百度占据搜索引擎市场绝大部分份额，竞争者难以对百度已有市场产生较大的威胁。

➢ 目前搜索市场呈现**百度搜狗一超一强**局面。根据易观数据，2018Q1 百度占据搜索引擎市场的 80%（收入口径），搜狗占据 6.63%，排名前二；同时搜狗借助腾讯流量，处于高速发展通道。整个市场呈现**一超（百度）一强（搜狗）**局面。

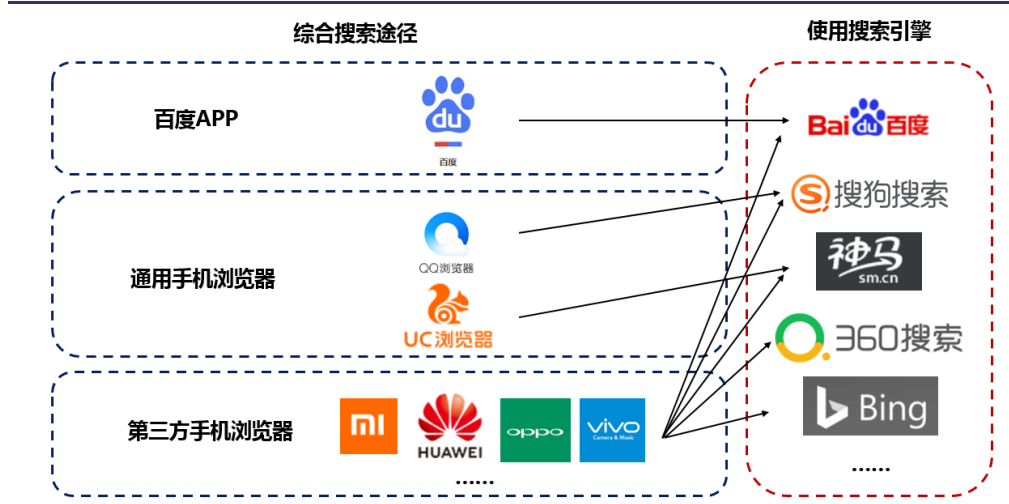
图 10、2018Q1 中国搜索引擎市场份额（收入口径）



资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

- **其他搜索引擎对百度的威胁不大。**目前综合搜索途径包括三方面（微信及淘宝等垂直搜索不算在内）：百度 APP、通用手机浏览器（主要是 QQ 浏览器和 UC 浏览器）、第三方手机浏览器（小米浏览器、华为浏览器等），QQ 浏览器、UC 浏览器默认搜索引擎分别是搜狗搜索、神马搜索。百度主要流量来源是百度 APP 及通过浏览器打开百度网页的用户，搜狗主要流量来自腾讯系（QQ 浏览器、微信等）及自己的 APP，神马主要流量来自阿里系（UC 浏览器）等；除百度外搜索引擎主要在第三方手机浏览器内置搜索层面展开竞争，而百度流量主要来自百度 APP 而非第三方手机浏览器，故收到的竞争不明显。

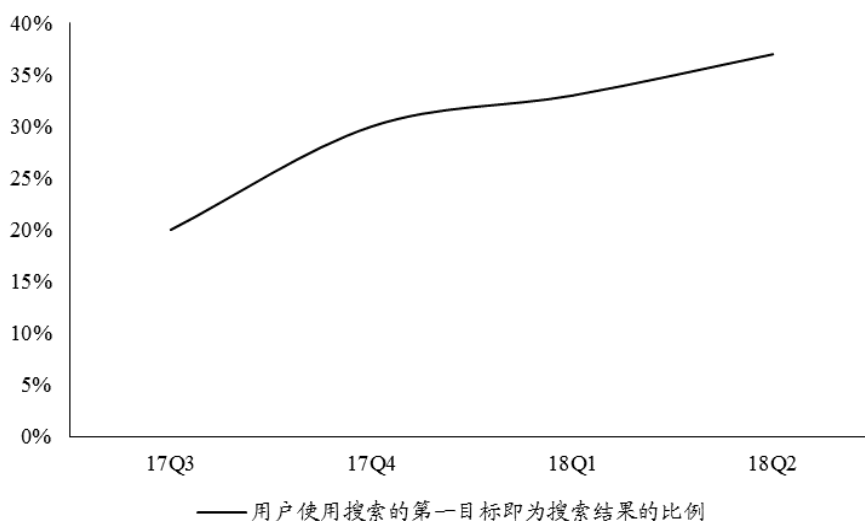
图 11、综合搜索流量分布图谱



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

AI 在用户端应用——搜索内容能更好匹配用户需求，提升用户使用满意度。根据公司公开电话会议，用户使用搜索的第一目标即为搜索结果的比例自 17Q4 起快速提升：从 17Q3 的“over 20%”快速提升到 17Q4 的 30%，再到 18Q1 的 33%、18Q2 的 37%，仍在保持提升。

图 12、用户使用搜索的第一目标即为搜索结果的比例自 17Q4 起快速提升



资料来源：公司公开电话会议，兴业证券经济与金融研究院整理

AI 在广告主端应用——百度提供更高效率的广告投放产品，增加广告主投入。例如在 2017 年下半年，采用 AI 技术的动态广告开始广泛应用、另外公司推出优化的 oCPC 智能投放系统，二者可以显著提升广告主广告投放效率，将广告主预算从其他广告途径吸引到百度搜索。

- 动态广告：能够 1) 规模化投放、增加效率；2) 达到千人千面：根据不同浏览者的行为习惯，推送不同类型的广告，增加广告对浏览者的匹配度；3) 根据广告进行定向，有效扩量；
- oCPC：根据不同浏览者的行为习惯，决定是否将广告投放给浏览者，减少广告的无效投放。

图 13、动态广告“千人千面”效果



资料来源：百度营销中心，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、oCPC 通过 AI 判断，决定是否为浏览者展现广告

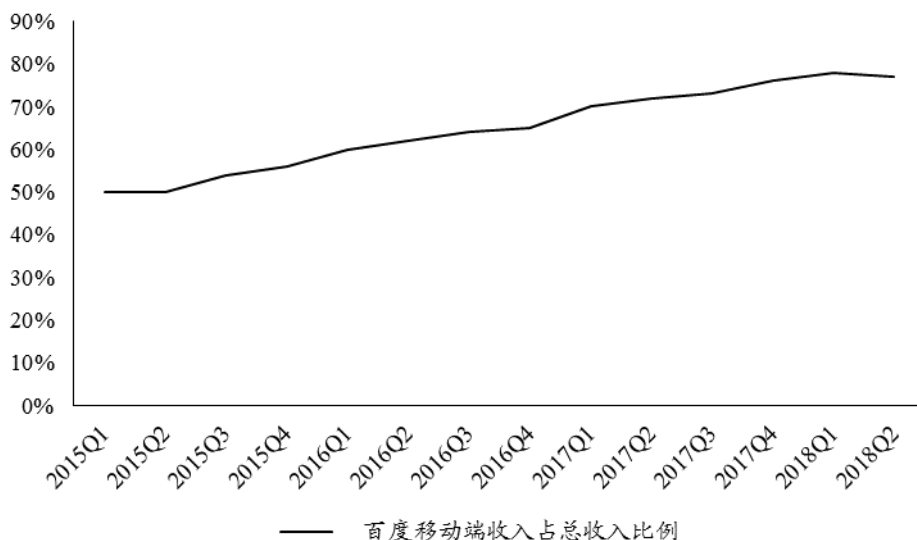


资料来源：百度营销中心，兴业证券经济与金融研究院整理

2) PC 端收入下降减缓

PC 搜索流量向移动端迁移的速度放缓，天花板或将至。移动时代用户的搜索行为 PC 端转向移动端，但工作、商务等部分特殊环境中移动手机难以替代 PC，因此搜索收入中会有一些来自 PC 的部分无法被手机替代。百度移动收入占比在 15Q1 仅有 50%，经过三年发展，到 17Q4 已达到 76%，18Q1 和 18Q2 分别为 78% 和 77%。我们估计搜索行业移动流量占比已达到近 90%，搜索流量从 PC 端向移动端迁移的速度已经放缓，不论搜索行业还是百度，PC 端收入下降均渐缓。

图 15、百度移动收入占比在 17Q4 已近 80%，上升速度放缓



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 信息流推动百度 APP 流量上升

信息流驱动百度 APP 月活、用户使用时长增长。百度信息流于 2016 年四季度上

线，分发渠道主要包括百度 App（首页搜索框下面）、百度浏览器（首页）、百度贴吧（首页、帖子之间）等，其中百度 App 贡献了大部分流量。据百度 18Q2 季报，2018 年 6 月百度 APP DAU 达到 1.48 亿人，同比增速超 17%。

图 16、百度 App MAU (万人)

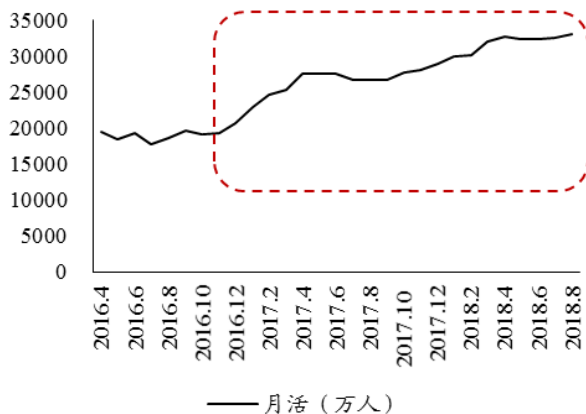
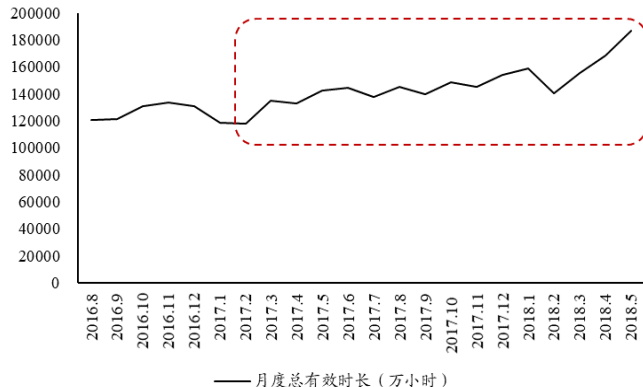


图 17、百度 App 的月度总有效时长 (万小时)



资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、百度 App、百度浏览器 App、百度贴吧 App 的信息流广告



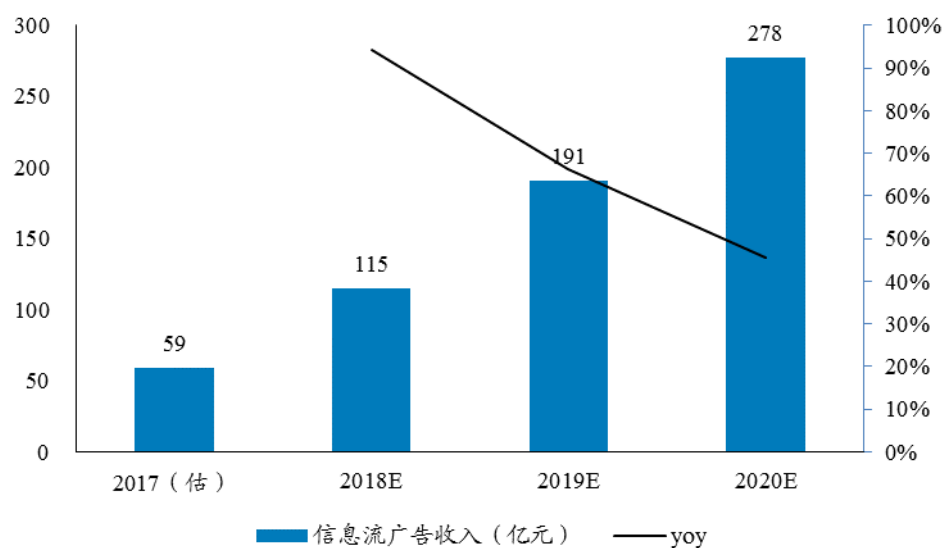
资料来源：百度 App、百度浏览器 App、百度贴吧 App，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、信息流广告高歌猛进——AI 助百度抢到“分发”时代车票

我们预计 2020 年百度信息流广告收入将达到 2017 年的近 5 倍。百度信息流广告分布在百度 APP、百度贴吧和百度浏览器中。根据我们对百度信息流广告收入 2017 年的估算及 2018-2020 年的预测，信息流广告收入 2017-2020 年 CAGR 高达 68%；总收入占比将从 2017 年的 7% 上升到 2020 年的 19%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 19、百度信息流广告收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 信息流广告高速增长是大势所趋

信息流契合“算法分发”的时代背景，预计现在及未来几年可实现持续高速发展。

- 所谓“算法分发”，指的是通过大数据和 AI 算法计算，根据不同用户的个人画像，将适合其的内容推送给他。
- 个性化内容需求通过算法分发得到满足——早在几年之前。随移动互联网用户娱乐时间增多，大众化的娱乐内容不足以满足用户需求，个性化内容需求早已急剧上升，但苦于需求无法解决；随着算法分发的出现，“海量内容，千人千面”可以真正实现，恰好解决个性化娱乐难以实现的痛点，“今日头条”“抖音”等产品用户规模 (MAU) 急速提升。
- 娱乐内容经过“编辑分发-搜索分发-社交分发”后，目前已进入“算法分发”时代——编辑分发和搜索分发时代更利于头部 PGC (专业生产内容) 传播，对于海量 UGC (用户原创内容)，只有算法分发才能将正确的内容推送到正确的人。
- 信息流广告规模快速增长，距天花板仍远。据艾瑞咨询统计，2017 年信息流广告市场规模约为 557 亿元，预计未来三年仍将保持 50% 以上的增长。由于信息流将会是未来重要流量入口，因此我们判断信息流广告市场空间在 2000-3000 亿元之间，短期离天花板仍远。

图 20、抖音 MAU

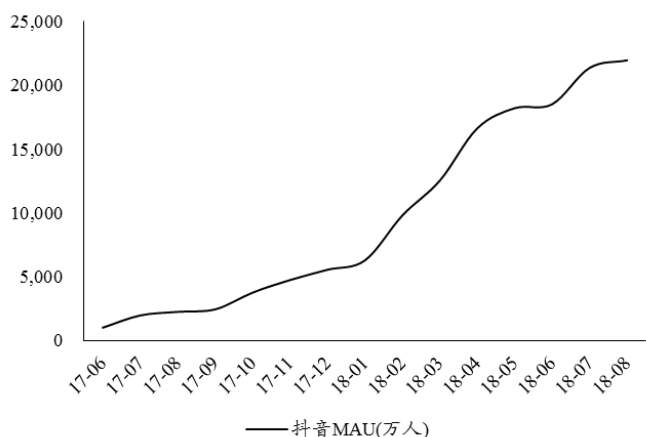
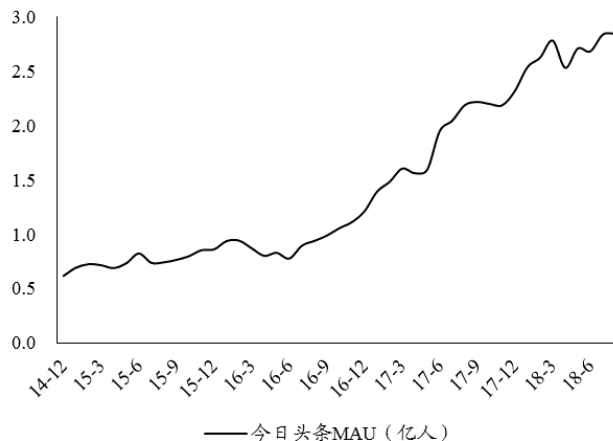


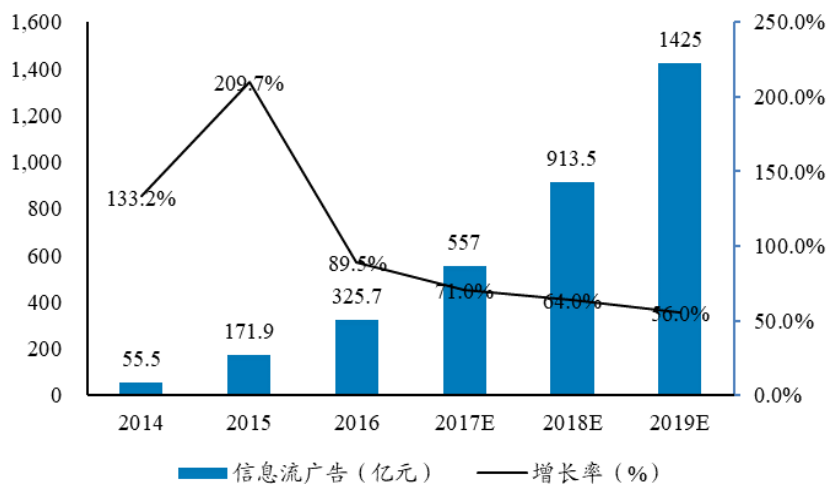
图 21、今日头条 MAU



资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

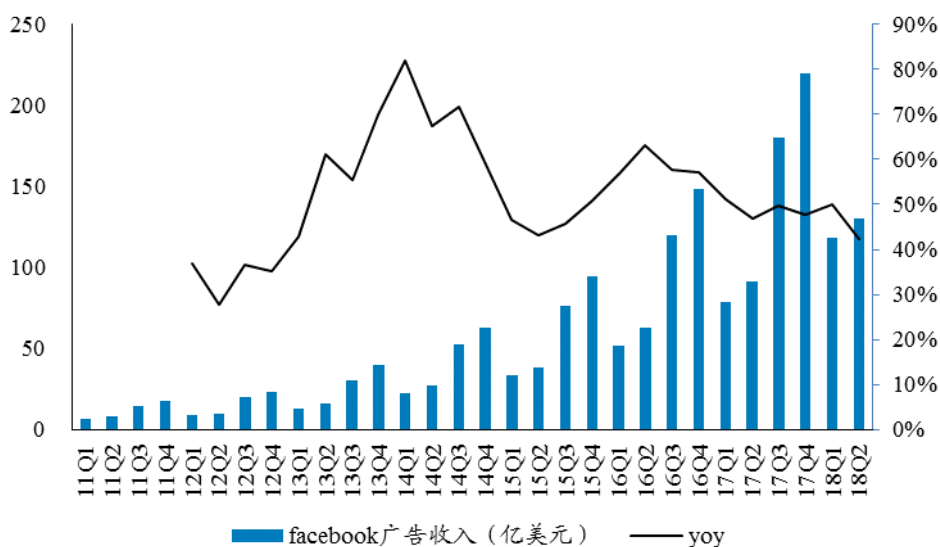
图 22、信息流广告市场规模 (亿元)



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

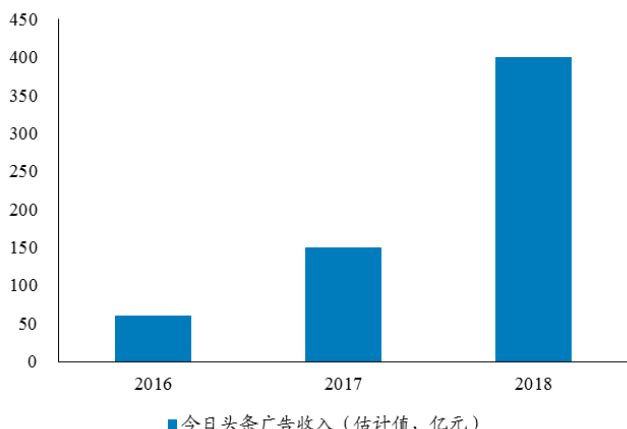
- **公司佐证：国内外信息流头部公司广告收入仍处于快速上升期。**无论是 Facebook、微博等社交型公司，还是今日头条等资讯类公司，重要变现手段都是信息流广告。1) facebook 是最早开展信息流广告的公司，18Q2 广告收入达到 130 亿美元，仍有 42% 的同比增速。2) 微博大部分广告为信息流广告，18Q2 广告收入 25 亿元，同比增速 75%。3) 据公开资料，今日头条 2016 年收入约 60 亿元，2017 年约 150 亿元，2018 年销售目标为 300-450 亿元。

图 23、facebook 广告收入



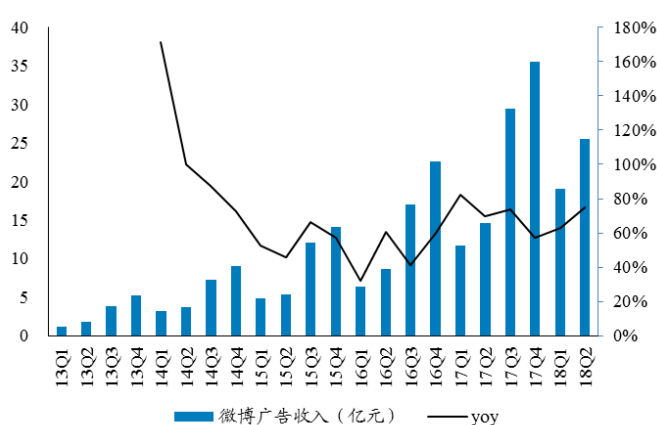
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、今日头条广告收入 (估计值)



资料来源：互联网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、微博广告收入



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 资讯信息流内容行业竞争要素：数据第一，内容第二

资讯信息流信息流非常依赖算法和 UGC 内容。

- facebook/微信/微博的信息流广告生于其社交信息流,这类 APP 的关键属性是社交。而今日头条/百度/QQ 浏览器等资讯信息流 APP 在算法和内容外没有其他关键影响因素。
- 信息流广告增长的前提是有好的信息流内容,信息流内容基于算法分发,算法的基础是数据,拥有大量且有效的数据,是能呈现“千人千面”信息流内容的关键要素。
- 信息流需要好的 UGC 内容,否则光有算法只会是“巧妇难为无米之炊”;但 UGC 创作者获得难度较低,各种自媒体数量众多,故重要性不及数据。

图 26、百度 App、QQ 浏览器、今日头条的信息流广告

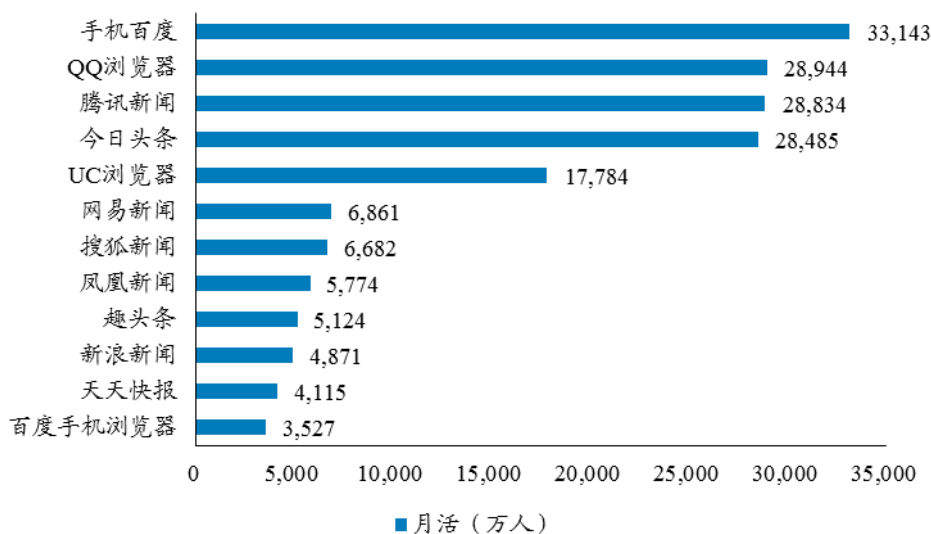


资料来源：百度 APP、QQ 浏览器、今日头条 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

目前竞争格局：今日头条、百度、腾讯领先。

- 从月活数据来看，BAT 及今日头条领先，腾讯份额最大。资讯信息流公司包括搜索引擎、手机浏览器、新闻资讯类 APP，根据易观 2018 年 8 月月活用户规模，排名靠前的是百度 APP、腾讯系（腾讯浏览器、腾讯新闻）、今日头条、UC 浏览器（阿里系），头部玩家均为巨头。
- 从竞争要素来看，今日头条和百度优势更大。1) 数据及算法层面：今日头条拥有业内公认的顶尖算法能力和积累的用户数据；百度拥有海量用户搜索数据，且大力发展 AI 及算法；腾讯拥有社交数据，但体系内数据尚未完全打通；UC 拥有的是自己的浏览器数据——今日头条和百度数据更占优。2) 从 UGC 内容来看，今日头条号、百家号（百度）、熊掌号（百度）、企鹅号（腾讯）、大鱼号（UC）都具有吸收自媒体的能力，区别不明显。

图 27、2018 年 8 月资讯信息流类 APP 月活用户排名 (from 易观)



资料来源: 易观, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 百度依靠搜索数据、AI 技术、熊掌号内容快速发展信息流

数据及算法层面: 百度结合用户兴趣数据和搜索数据进行算法分发, “千人千面”效果更佳。百度通过分析多方数据, 按人群属性、搜索意图、行为数据、兴趣爱好四个方面定位用户标签, 已达到更准确的信息流内容推送及广告推送。搜索数据和“用户想知道什么”直接相关, 百度在搜索数据维度上具有明显竞争优势。

图 28、百度结合用户兴趣数据和搜索数据进行算法分发



资料来源: 百度营销中心, 兴业证券经济与金融研究院整理

内容层面: 通过百家号和熊掌号熊掌号建立自己的内容生态。百家号属于百度信

息流生态，熊掌号属于百度搜索生态，二者共同构成百度内容生态。百度通过百家号和熊掌号，为内容创作方提供更好的环境，同时把内容创作方纳入自身生态体系。

- 百家号服务于百度信息流，是百度为内容创作者提供的内容发布、内容变现和粉丝管理平台，可视为“自媒体”平台，类似今日头条的“头条号”、UC的“大鱼号”。
- 熊掌号服务于百度移动搜索，是百度连接内容和服务的官方帐号，它能连接站长、自媒体、应用开发者、商家等多元化的内容提供者；同时也连接文章、视频、问答、商家服务等多元化的内容形态，该账号可实现百度搜索资源服务平台、百度数据开放平台、百度百家号自媒体平台、百度用户运营平台等各类平台的一站式互通。

表 2、百家号与熊掌号区别

	百家号	熊掌号
产品定义	百度为内容创作者提供的内容发布、内容变现和粉丝管理平台	内容和服务提供者入驻百度生态的认证帐号，可实现百度搜索、百度数据开放、百家号、百度用户运营等各类平台的一站式互通
上线时间	2016.9	2017.11
所属生态	百度信息流	百度搜索
面向对象	内容创作者，主要是媒体和自媒体	B 端生产者，如第三方站长/自媒体/开发者/商家等
流量入口	信息流，如手机百度、其他百度 App 以及百度联盟的第三方 App	百度搜索结果
解决需求	内容分发	用户运营

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

2、AI 帝国现雏形：争夺新世界入口的掌控权

2.1、Google：坚持发展新科技，掌握“入口”的控制权

从谷歌的发展脉络看百度：谷歌始终在努力掌握“入口”的控制权，加强与用户的连接。谷歌是搜索入口的霸主，搜索之外通过 Android 系统掌握移动硬件入口，通过收购 YouTube 掌握在线视频入口，并通过 Gmail、Google 地图、Chrome 浏览器加强与用户的连接。当下 Google 在云和 AI 上开足马力，以通过新科技掌握未来的用户“入口”。

表 3、Google 重大收购事件

收购日期	公司	性质	收购金额（美元）	改造/集成对象
2003 年 4 月	Applied Semantics	网络广告	1.02 亿	AdSense、AdWords
2004 年 5 月 10 日	Ignite Logic	HTML 编辑器		Google 协作平台
2005 年 8 月 17 日	Android	移动设备操作系统	5 千万	
2006 年 10 月 9 日	YouTube	视频分享网站	16.5 亿	YouTube
2007 年 4 月 13 日	DoubleClick	网络广告	31 亿	AdSense
2007 年 7 月 9 日	Postini	通信安全	6.25 亿	Gmail

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2009年9月11日	AdMob	手机广告	7.5亿	AdMob
2010年7月1日	ITA SoftWare	航班信息	7亿	Google Flights
2011年8月15日	摩托罗拉移动	移动设备制造	125亿	Android、Google TV
2013年6月11日	Waze	社交地图	9.66亿	Google 地图
2014年1月13日	Nest Labs, Inc	智能家居	32亿	Google
2016年9月8日	Apigee Corp	云计算	6.25亿	
2017年9月21日	HTC ODM	手机研发	11亿	Google Phone

资料来源：维基百科，Google 年报，兴业证券经济与金融研究院整理

Google 坚持加大 AI 布局。技术方面，2018 年 5 月的谷歌 I/O 开发者大会上，谷歌 CEO Sundar Pichai 宣布谷歌战略从“Mobile First”转为“AI First”。谷歌从 2011 年启动谷歌大脑（Google Brain）计划，成立 AI 研发部门。2013 年，谷歌收购主营深度学习与神经网络方向的创业公司 DNNresearch，大幅提升了 Google 的图片搜索功能；2014 年收购 AI 公司 DeepMind Technologies；2016 年收购图像识别创业公司 Moodstock 和机器人平台 Api.ai；2017 年第三季度收购印度 AI 工具开发商 Halli Labs。通过自身研发及积极并购，Google 的 AI 产业布局覆盖了从芯片、计算平台、大数据、AI 云平台、深度学习框架、语音、图像、自然语言理解等各个领域应用的全产业链。

图 29、Google 的人工智能布局



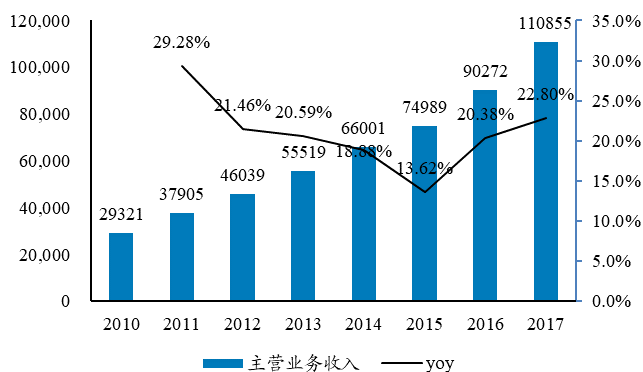
资料来源：智能化产业数据分析平台，兴业证券经济与金融研究院整理

从历史来看，Google 掌握“入口”并未带来过多收入，Google 主要收入来源一直是广告。

- Google 持续发展新产品与新技术，视野一直“向前看”，同时其收入也一直保持高速增长。2017 年，Alphabet 的主营业务收入达 1108.55 亿美元，同比增长 22.8%；净利润收入达 126 亿美金，同比下降 34.99%。

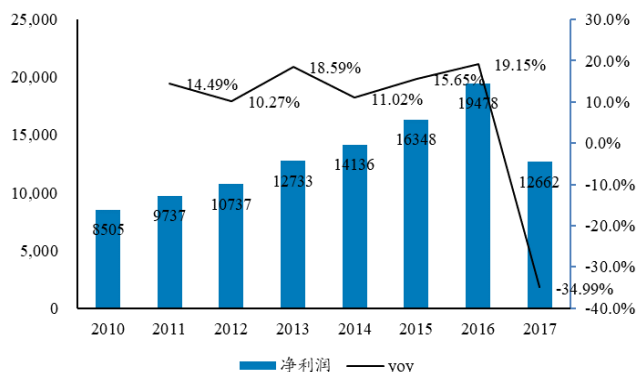
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 30、Alphabet 主营业务收入 (百万美元)



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

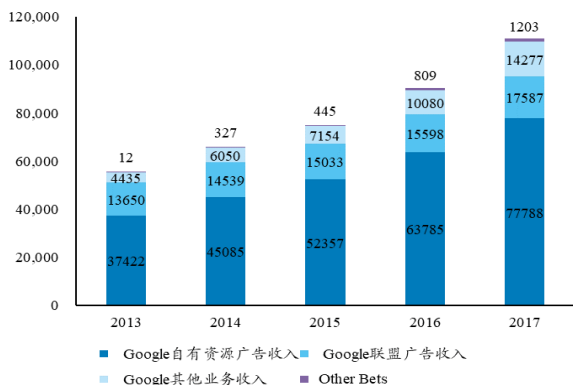
图 31、Alphabet 净利润收入 (百万美元)



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

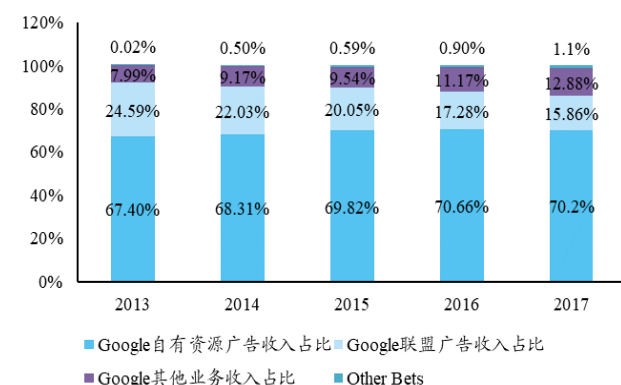
➤ **Google 不断开发新产品新技术，但回顾历史，其主要收入来源一直是广告。** 2017 年, Alphabet 营业收入的 98.9% 来自 Google, 1.1% 来自 Other Bets。Google 的收入主要来自广告，广告收入占比达 87%。其中，Google 广告收入的 82% 来源于自有资源，如搜索、YouTube、Gmail 等，搜索广告仍是“主力印钞机”；广告收入的 18% 来自联盟广告，如 AdSense、Ad Mob 等。Google 自有资源广告收入占比逐年提升，联盟广告收入占比逐步下降，其他业务收入占比不断上升，Other Bets 收入占比微幅上升。

图 32、Alphabet 各项业务收入 (百万美元)



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、Alphabet 各项业务收入占比 (%)



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、百度建立“云到端”的 AI 生态系统——旨在掌握未来用户入口

我们认为百度设立“First AI”战略的主要目标与 Google 类似，即争夺未来用户入口的控制权，短期内不会依靠 AI 产生可观收入。

● 百度 AI: 云到端的 AI 生态体系

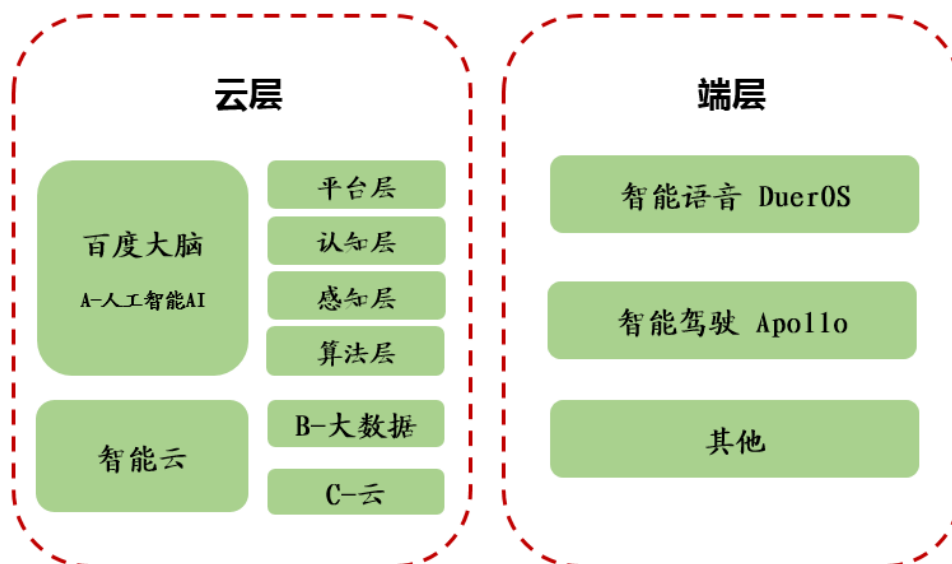
百度建立的是“云到端”的 AI 生态体系，支撑的云技术是智能云和百度大脑，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

端的输出主要是智能语音 DuerOS 和自动驾驶 Apollo 。

- 百度建立“ABC”生态战略，A 代表人工智能（AI），B 代表大数据（Big Data），C 代表云（Cloud）。2018 百度云智峰会上发布了“ABC 3.0”架构：架构方面，嵌入对 IoT、边缘计算和区块链的支持；算力方面，实现单机 16 卡，性能翻倍；算法方面，内置人脸识别、NLP 等成熟的 AI 模型。
- **云层：**底层技术基础为“百度大脑+智能云”——百度大脑提供平台、算法，智能云提供云计算平台和大数据，支持百度大脑超强算法，实现 AI 核心的感知和认知能力，并通过 AI 开放平台赋能各行各业。
- **端层：**1) 一方面输出垂直领域应用，积极抢占未来用户入口，主要包括开放自动驾驶的 Apollo 生态，以及智能语音方向的 DuerOS 生态；2) 另一方面通过 AI 为现有业务赋能、提升竞争力，如百度搜索业务、信息流业务、爱奇艺视频娱乐业务。

图 34、百度“云到端 AI 生态体系和“ABC”生态战略



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

- **语音：最有可能成为个人及家庭未来的流量入口**
 - 相比文字和按键，语音输入更为方便，在手机、家居、驾驶等方面均可应用，未来可能将替代目前绝大部分文字输入场景，是未来最大的用户入口。
 - 目前市场上竞争者众多，国际上主要科技公司均有投入。从国内来看，主要是互联网公司（BAT、猎豹、搜狗等）、技术公司（科大讯飞等）和硬件型公司（小米等），国内各公司均在投入期，通过智能语音系统或智能硬件（目前主要是智能音箱）增加市场份额。
 - 我们认为，未来智能语音市场中两类公司具有强竞争力，一类是自上而下从系统端切入的公司，如 BAT、科大讯飞，另一类是自下而上掌握硬件入口的

公司，包括手机、智能家居（智能音箱是目前重点方向），如小米。

图 35、智能语音应用范围和主要公司



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

百度 DuerOS 具有强竞争力：高研发投入，高算法水平，海量数据。

- DuerOS 是百度的对话式人工智能操作系统，是一款开放式的操作系统，旨在通过云端大脑时刻进行自动学习让机器具备人类的语言能力，目前已广泛适用于智能玩具、蓝牙音箱、智能小家电等多种设备。
- 百度在“First AI”战略下，对 AI 投入大量研发费用，2017 年百度总研发费用高达 129 亿元。在人工智能三大要素：算法、计算、数据上，DuerOS 都具有优势：拥有建立在超大规模神经网络、万亿级参数、千亿级样本上的人工智能算法；依托数十万服务器和中国最大 GPU 集群的计算能力；作为全球最大的中文搜索引擎，累计了全网万亿网页、数十亿搜索、百亿级图像视频和定位数据。
- 我们认为，未来智能语音行业只会存在 1) 靠技术和生态取胜的大型纯系统供应商，自上到下形成寡头垄断，2) 靠硬件搭建自身智能语音系统的智能硬件商，自成体系。百度有极大概率是寡头垄断的系统供应商之一。

图 36、智能语音应用范围和主要公司



资料来源：百度 DuerOS 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

- **百度同时不放松智能硬件覆盖。**目前百度主要有 89 元小度智能音箱、699 元
- 请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

小度在家（带屏智能音箱）、1699 元渡鸦(raven H)三款产品，其中提高覆盖度的低价产品小度智能音箱的京东自营店已有 13 万购买评价。

图 37、百度智能音箱设备



资料来源：小度商城官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 智能汽车：出行场景下重要用户入口

- 随着技术提升，智能汽车逐渐变为可能，汽车驾驶一步步从无自动化向完全自动化发展。到 2018 年，外国和中国的初级自动驾驶汽车都已出现，智能驾驶是大势所趋。
- 智能驾驶普及后，预计 to B 端将最早在物流、公交、出租车方面普及，to C 端将应用于个人汽车；除去系统本身的商业化价值，作为用户入口，地图、广告等已存在在移动手机的增值服务也是商业化方向。

图 38、国外无人驾驶发展历程



资料来源：AMiner，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、国内无人驾驶发展历程



资料来源：AMiner，兴业证券经济与金融研究院整理

竞争：传统汽车厂商和科技公司均有投入。传统汽车厂商一方面要避免自己成为“硬件代工商”，另一方面想在智能汽车“新世界”提升或保证自己份额，同时想增加变现途径。科技公司则是为了“抢到未来新方向的车票”。

表 4、百度智能音箱设备

传统汽车厂商布局自动驾驶关键技术及下游出行服务厂商			互联网布局平台，半导体厂布局汽车芯片	
整车厂商	技术联盟/技术投资	出行领域	科技公司	联盟/布局
宝马	宝马-英特尔-大陆-德尔福-Mobileye 宝马-百度阿波罗联盟 HERE Map	Scoop, DriveNow	谷歌	投资Uber，并与Lyft展开合作 与菲亚特-克莱斯勒、丰田、捷豹合作
大众	大众-英伟达-博世-大陆-AQUANTIA DFKI; HERE Map	Gett	百度	阿波罗产业联盟
戴姆勒	Momenta; Here Map	MyTaxi, rideScout, Car2Go, Blacklane	微软	收购Mobileye, Altera, Movidius 投资Uber
通用	Cruise Automation; Strobe	Lyft; SideCar	英伟达	投资大量L4自动驾驶创业公司; 与Tier1汽车电子厂商开展合作
福特	Argo.ai; Velodyne; Civil Maps Niernberg Neuroscience	Lyft	高通	意国收购第一大汽车电子厂商NXP
沃尔沃	沃尔沃-英伟达	Uber		
丰田	丰田-英伟达 丰田-Google	Uber		

资料来源：艾瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

百度 Apollo 是目前中国领先的智能汽车平台。 Apollo 是百度旗下智能驾驶开放平台，包括硬件与软件。百度在汽车商层面已于奇瑞、金龙合作，计划 2018 年量产园区自动驾驶汽车，2019 量产限定区域自动驾驶汽车，2021 年实现高速和城市道路全网自动驾驶，基本走在中国自动驾驶最前线。2018 年 7 月 4 日第二届百度 AI 开发者大会上，全球首款 L4 级量产自动驾驶巴士“阿波龙”量产下线，实现了“2018 年量产无人车”的目标。

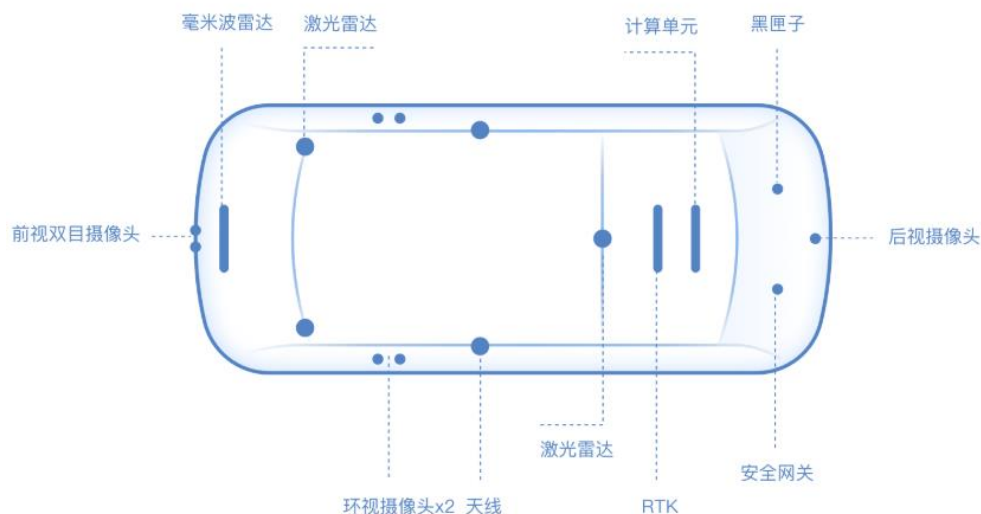
百度在中国智能驾驶行业中领先。 中国智能汽车目前进入 L4 阶段（无需人类驾驶员进行任何干预，但须限定道路和功能），根据 AMiner 发布的《2018 自动驾驶与人工智能研究报告》，目前百度在国内处于领先地位——2018 年 4 月百度宣布 L4 级自动驾驶巴士已经成功量产下线，相比而言，阿里在 2018 年 9 月刚刚发布 L4 级实验室智能汽车，离量产还有一段时间。

图 40、百度智能汽车落地计划



资料来源：百度 Apollo 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、百度 L4 级量产园区自动驾驶解决方案中“MiniBus-自动接驳小巴”自动驾驶套件



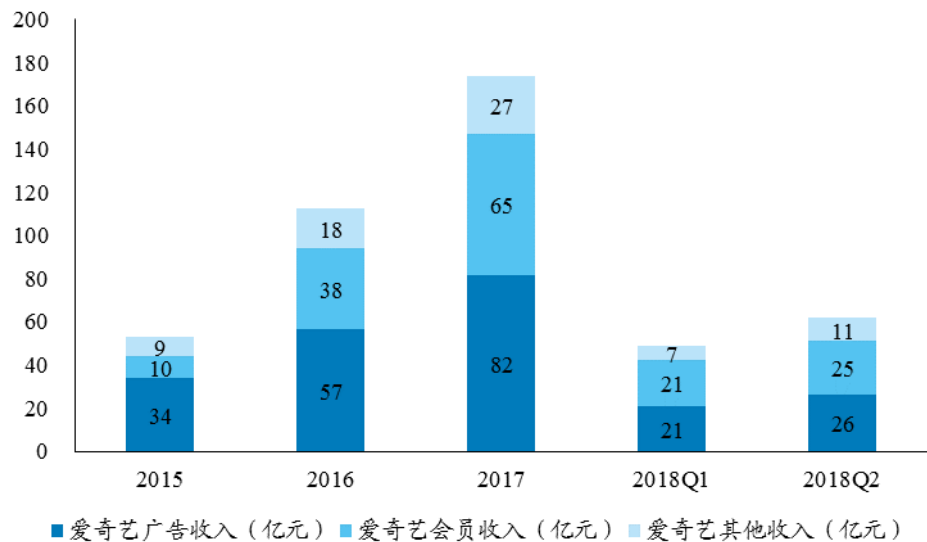
资料来源：百度 Apollo 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3、爱奇艺：以内容投入推动收入增长

爱奇艺主要收入分为广告收入和会员收入两部分，均快速增长。

- **爱奇艺 2015 至 2018Q2 总收入保持高速增长**，2016 和 2017 年收入增速分别为 111%和 55%，2018 年 Q1、Q2 同比增速分别为 57%、51%。其中广告收入和会员收入是主要收入来源，二者在 18Q2 的收入占比分别为 42%和 40%。
- **广告收入：保持快速增长，植入广告和信息流广告是未来看点。**18Q2 公司广告收入同口径同比增长 45%，低于 Q1 的 52%，但仍保持快速增长；广告收入主要分为贴片广告、植入广告、信息流广告及其他广告，预计随着在线视频覆盖率增速放缓，未来贴片广告增速将放缓，但植入广告和信息流广告在 2018 和 2019 年均能保持 40%和 35%以上的同比增速。
- **会员数量和收入均突飞猛进。**18Q2 爱奇艺会员收入同口径同比增长 66%，主要是由于会员数量快速增长，2018 年 6 月爱奇艺订阅会员数达到 6710 万，同比增长超 80%。

图 42、爱奇艺收入情况



资料来源：爱奇艺公告，兴业证券经济与金融研究院整理

爱奇艺投入大量内容成本，目前仍亏损。爱奇艺主要靠影视综艺内容推动广告收入及会员收入的增长，目前在线视频平台争夺内容竞争激烈，爱奇艺内容成本居高不下，直至 18Q2 毛利率仅小幅回正，仍亏损。

图 43、爱奇艺毛利率

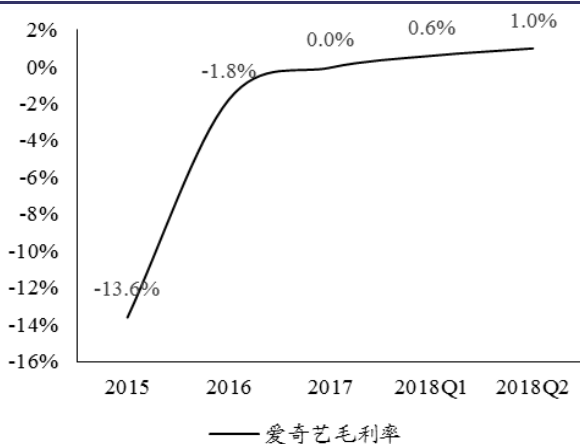
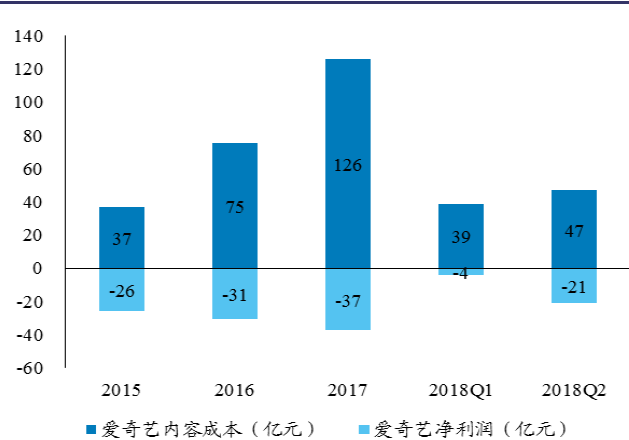


图 44、爱奇艺内容成本及净利润



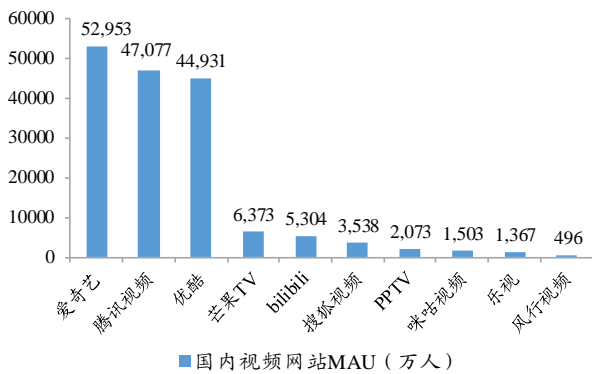
资料来源：爱奇艺公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：爱奇艺公告，兴业证券经济与金融研究院整理

国内网络视频平台三分天下，优质内容是关键。

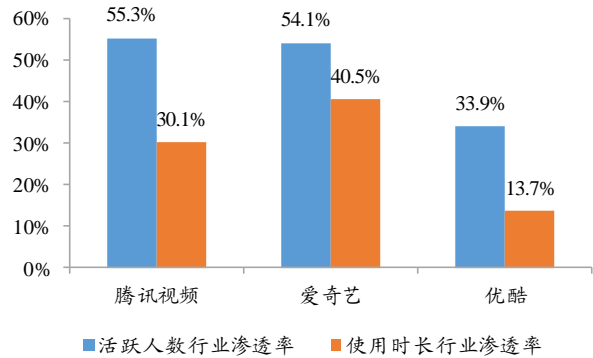
- 爱奇艺、腾讯视频、优酷三家 MAU 和使用时长远超其他平台。截至 2018 年 4 月，爱、腾、优三大平台 MAU 均在 4.4 亿以上，而其他平台均不到 7000 万。三大平台中优酷相对弱势，而爱奇艺、腾讯视频两家 MAU 行业渗透率超过 50%，使用时长渗透率也超过 30%。

图 45、国内视频网站 MAU 对比 (02/18)



资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

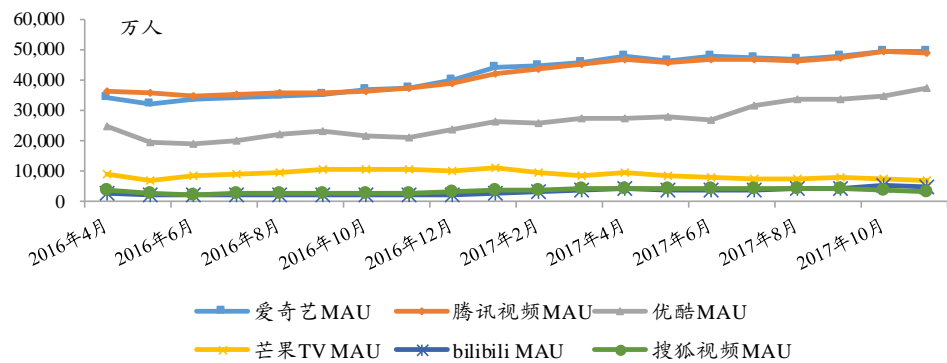
图 46、爱腾优 MAU 及使用时长行业渗透率 (04/18)



资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

- 爱腾优和其他平台 MAU 差距不断扩大，预期未来市场寡头垄断。爱腾优近两年 MAU 增长超过 50%，由 3 亿增长到 5 亿的水平，而芒果 TV、bilibili 和搜狐视频 MAU 排名仅次于三大平台，但两年间均没有突破 1 亿，增长较为缓慢。由于综合视频行业需要用户基数支撑内容库的扩充，而内容又是吸引客户增量的关键，预期未来其他平台面临较大壁垒，而三大平台将维持寡头地位。

图 47、国内视频类 APP 的 MAU (万人) 对比



资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

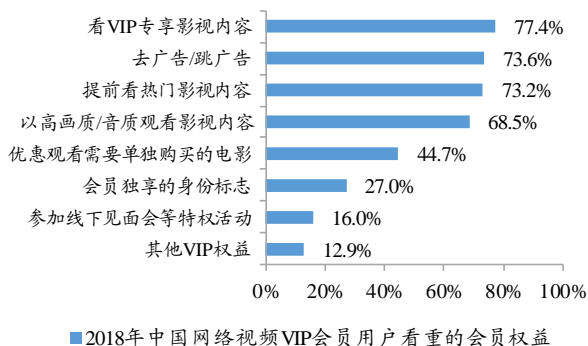
- 内容是长视频竞争的关键要素，用户为内容付费。长视频平台是一个电影、连续剧、综艺等内容的分发平台，用户最关心的是平台上内容的丰富度和内容的质量。从历史数据来看，热播内容的上线会不同幅度的带动用户付费比例的增加。有超过 77% 的付费用户是为了观看会员专享内容付费，提前观看内容、获取高品质内容以及优惠观看付费电影也都是用户付费的重要原因。

图 48、热播内容当天有付费行为用户占比（2017 年 11 月-2018 年 4 月）



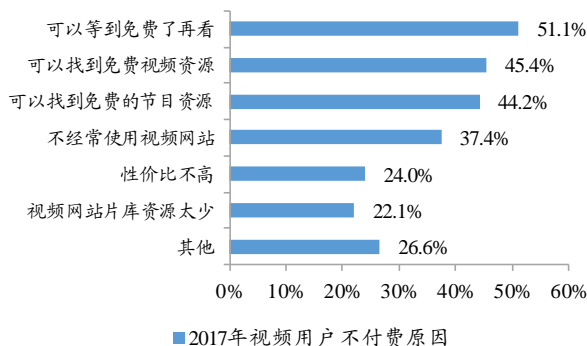
资料来源：QuestMobile，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、在线视频用户付费原因



资料来源：艾瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、在线视频用户不付费原因

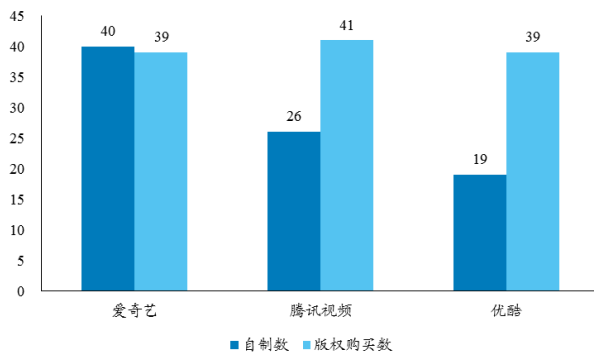


资料来源：中国网络视听节目服务协会，兴业证券经济与金融研究院整理

预计爱奇艺通过提升内容投入以提升收入，增加自制剧比例是节约成本关键。

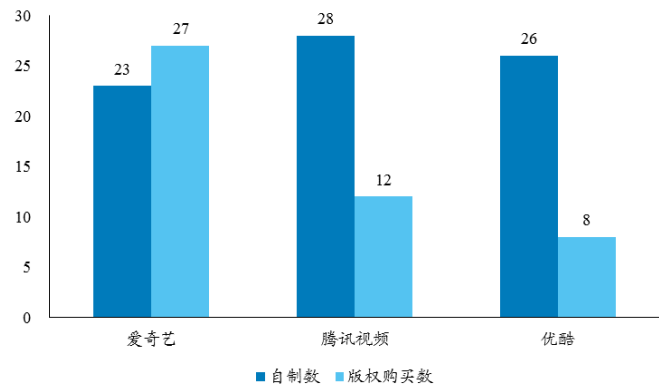
- 预计未来爱奇艺主要收入来自植入广告、信息流广告和会员收入，无论广告收入增长还是会员数量增长，都需要高质高量的影视综艺内容做支持，因此提升内容投入是促进收入增长的最好方法。
- 版权内容是重要的流量入口，但采剧价格膨胀使其缺乏持续性，而自制剧一方面可以保证质量，另一方面整合产业链带来成本减少。爱奇艺在 2017 年自制剧表现良好，数量和质量均占据国内网络视频平台首位，预计 2018 年爱奇艺将进一步扩大自制剧方面的投资：根据 3 大平台公布的 18 年综艺剧集计划，爱奇艺自制剧集项目 40 部，是腾优的近 2 倍，自制比例高达 50.6%。

图 51、2018 年爱腾优剧集计划



资料来源：互联网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、2018 年爱腾优综艺计划



资料来源：互联网，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测与估值

公司收入预测：2018-2020 收入增速分别为 30%/20%/19%。

- 百度在 2018 年实行了新的会计准则，增值税不再计入收入和成本（2017 年及之前同时计入收入及成本，税率 6%），为了更好地表现收入增速，已在历史收入中将增值税剔除。2017 年搜索广告及信息流广告收入未单独披露，均为估计值。
- **搜索广告：**百度 2016 年经历魏则西事件，加之广告位置从 8 个缩减为 4 个，当年搜索广告收入同比下滑；直到 2017 年年中，搜索广告依旧疲软，我们估计当年收入增速不到 5%；2017Q3 开始，随着信息流规模提升带来的流量增加，以及 AI 带来的货币化能力提升，搜索广告收入增速重新提高，我们预计 2018 至 2020 年搜索广告收入增速在两位数。
- **信息流广告：**百度于 2016 年下半年推出信息流，我们估计 2017 年公司信息流广告收入（不含增值税）约 54 亿元；根据 2018 年公司在 Q2 和 Q3 给出的 20% QoQ 指引，我们预计全年收入翻倍；根据信息流广告行业和今日头条发展情况，我们认为 2019 和 2020 年百度信息流广告仍能保持高速增长。
- **其他收入：**到 2018Q2 包括 AI/百度金融/糯米/Global DU 等，2018Q3 百度将 Global DU 和百度金融剥离，2018 和 2019 年收入下降。
- **百度核心收入：**除爱奇艺之外的所有收入之和，指包括搜索广告、信息流广告和其他广告，预计 2018 年收入同比增长 24%，主要受益于搜索广告和信息流广告的高速增长。
- **爱奇艺收入：**2017 年中起付费会员数快速提升，未来收入增长较快的部分是会员费、植入广告和信息流广告，内容投入增加促进收入增长。

表 5、百度收入预测

会计年度	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
搜索广告收入(亿元)	525	522	535	616	692	770
yoy	27%	-1%	2%	15%	12%	11%
信息流广告收入(亿元)	0	0	56	115	191	278
yoy	-	-	-	106%	66%	46%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

其他收入(亿元)	51	37	46	60	40	42
yoy	-	-27%	23%	32%	-34%	5%
百度核心收入(亿元)	576	560	636	791	922	1,089
yoy	-	-3%	14%	24%	17%	18%
爱奇艺收入(亿元)	50	106	164	245	317	388
yoy	-	111%	55%	50%	29%	23%
总收入(亿元)	626	666	800	1,037	1,239	1,477
yoy	35%	6%	20%	30%	20%	19%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

注：2017 年搜索广告及信息流广告收入为估计数据，2017 年及之前为不考虑增值税的调整收入

公司成本预测：主要为爱奇艺带来的内容成本。

- **流量获得成本**：主要是向第三方手机浏览器（小米浏览器、华为浏览器等）的买量成本，2017 年已减少投入，2018 年由于流量价格战有所上升，预计未来保持低速增长。
- **带宽成本**：主要是信息流内容增加和爱奇艺内容增加带来的带宽成本增加。
- **内容成本**：包括百度信息流内容建设和爱奇艺内容成本两部分，爱奇艺内容成本增长是主要增长原因。
- **其他成本**：2018 年不再把增值税计入成本，故同比下降。

表 6、百度成本预测

会计年度	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流量获得成本(亿元)	89	104	97	103	108	112
yoy	40%	17%	-7%	7%	4%	4%
带宽成本(亿元)	37	47	56	70	87	106
yoy	31%	27%	18%	25%	25%	22%
内容成本(亿元)	37	79	134	224	280	345
yoy	118%	100%	110%	70%	67%	25%
其他成本(亿元)	111	123	144	97	101	114
yoy	42%	11%	17%	-33%	4%	12%
总成本(亿元)	275	353	431	494	576	677
yoy	45%	28%	22%	15%	17%	18%
总成本-不含增值税(亿元)	237	313	383	494	576	677
yoy	47%	32%	22%	29%	17%	18%
其中：百度核心-不含增值税(亿元)	181	204	219	240	270	309
yoy	-	13%	7%	10%	13%	14%
其中：爱奇艺-不含增值税(亿元)	57	108	164	254	305	368
yoy	-	88%	52%	55%	20%	20%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

公司净利润预测：预计 2018 至 2020 年 Non-GAAP 归母净利润分别同比上涨 21%/30%/21%。

- **毛利率**：随爱奇艺毛利率提升，2018 至 2020 年整体毛利率有小幅提升；
- **营业利润率**：2017 年起百度 APP 覆盖率提升到较高程度，搜索基本完成从 PC 向移动端的转移，公司销售费用减少，营业利润率上升，预计未来销售费用率不会大幅上升，营业利润率随毛利率提升。
- **其他收益净额**：2015 年出售去哪儿网，2018 年出售 Global DU 和百度金融，投资收益较大。
- **少数股东权益**：2018 年爱奇艺上市，增加少数股东权益。
- **Non-GAAP 净利润**：2018 年不包含出售 Global DU 和百度金融的投资收益，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2018 至 2020 年增长主要来自营业利润增长。

表 7、百度净利润预测

会计年度	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利(亿元)	389	353	417	543	663	800
毛利率(不考虑增值税)	62%	53%	52%	52%	54%	54%
销售、行政及一般费用(亿元)	171	151	131	179	201	230
收入占比	27%	23%	16%	17%	16%	16%
研发费用(亿元)	102	102	129	162	199	244
收入占比	16%	15%	16%	16%	16%	17%
营业利润(亿元)	117	100	157	202	263	326
营业利润率(不考虑增值税)	19%	15%	20%	19%	21%	22%
净利息收入(亿元)	13	12	15	20	25	31
汇兑净收益(亿元)	2	5	-5	4	0	0
权益性投资收益(亿元)	0	-10	-1	-1	0	0
其他收益净额(亿元)	247	38	46	25	20	20
除税前利润(亿元)	379	145	213	250	308	378
yoy	162%	-62%	47%	17%	23%	23%
少数股东权益(亿元)	-12	0	0	-40	-23	-26
归母净利润(亿元)	337	116	183	249	289	350
yoy	165%	-65%	57%	36%	16%	21%
净利率(不考虑增值税)	54%	17%	23%	24%	23%	24%
Non-GAAP 归母净利润(亿元)	351	132	223	270	350	423
yoy	148%	-62%	68%	21%	30%	21%
Non-GAAP 净利率(不考虑增值税)	67%	25%	42%	44%	51%	55%

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理及预测

分部估值: 百度核心使用 FCFF 估值, 爱奇艺使用 PS 估值。

- 百度核心(搜索广告、信息流广告、AI等)有稳定现金流,适合采用三阶段 FCFF 估值模型,估值假设及结果如下表所示,得到不含爱奇艺的合理价值(市值)为 925 亿美元(6357 亿人民币)。
- 爱奇艺处于内容投入期,适合 PS 估值法,我们对比 Netflix,给 5 倍 PS 估值,得到爱奇艺合理价值(市值)为 179 亿美元。
- 加总百度核心和爱奇艺两部分,得到百度目标价为 289.87 美元,对应 2018/19/20 年 Non-GAAP 摊薄 EPS 的 PE 分别为 26/20/16 倍。

表 8、百度(不考虑爱奇艺)FCFF 预测假设及结果(百万人民币)

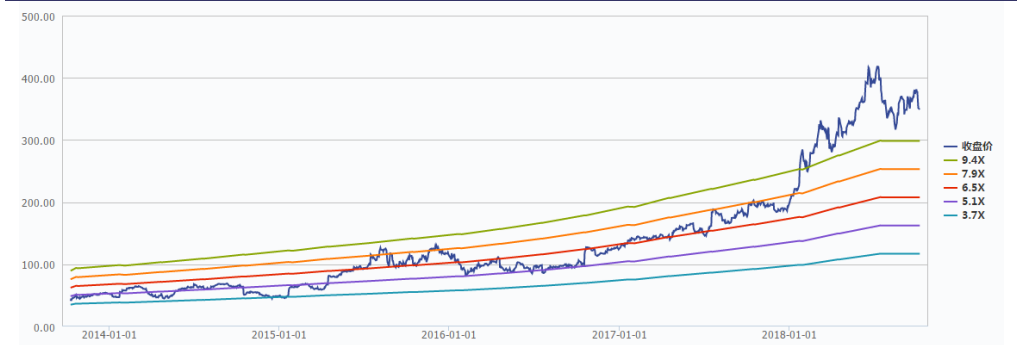
剔除爱奇艺后百度 FCFF (亿元)	FCFF 估值	现金流折现值(亿元)	价值百分比	
2018E	276	第一阶段	1480	27%
2019E	340	第二阶段	1468	27%
2020E	390	第三阶段(终值)	2559	46%
2021E	451	企业价值 EV	5507	
2022E	510	- 净债务	-744	
		总股本价值(不包括爱奇艺)	6251	
第二阶段增长率	13%	股数(百万)	350	
永续增长率	2.5%	每股价值(人民币元)	1785	
无风险利率 Rf	3.0%	每股价值-不包括爱奇艺(美元)	259.88	
Rm	12.76%	爱奇艺价值(亿美元)	179	
税率	11%	百度整体目标价-包括爱奇艺(美元)	289.87	

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

β (levered)	1.246
Ke	15.17%
Kd	3.50%
Ve (亿人民币)	3889
Vd (亿人民币)	401
WACC	14.04%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院预测

图 53、Netflix PE band



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相对估值比较。百度同类型公司有 Google 和搜狗，按体量规模，我们主要比较百度和 Google，根据 Google 当前 PE 的 90% 计算百度的目标价。按照 2018 年 Google GAAP 净利润对应 PE 的 90%（当前股价）来计算，得到百度 2018 年 GAAP 净利润对应 26.1 倍 PE 估值，目标价 270 美元，按照 2019 年 Google GAAP 净利润对应 PE 的 90%（当前股价）来计算，得到百度 2019 年 GAAP 净利润对应 21.8 倍 PE 估值，目标价 261 美元。

表 9、百度、Google、搜狗 GAAP 净利润对应 PE（北京时间 2018. 10. 21）

公司名称	2017 净利润 gaap (亿元)	2018 净利润 gaap (亿元)	2019 净利润 gaap (亿元)	市值(亿美元)	2017 PE	2018 PE	2019 PE	2018 增长率	2019 增长率	2018 PEG	2019 PEG
百度	183	249	289	672	25.2	18.6	16.0	36%	16%	0.52	-
搜狗	3.78	3.83	8.56	22.48	40.9	40.4	18.0	1%	124%	31	0.15
	2017gaap 净利润-排除税影响(亿美元)	2018gaap 净利润-彭博一致预期(亿美元)	2019gaap 净利润-彭博一致预期(亿美元)								
google	225.19	282.38	338.89	7628	36.4	29.0	24.2	25%	20%	1.14	1.21

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

表 10、百度、Google、搜狗 Non-GAAP 净利润对应 PE（北京时间 2018. 10. 21）

公司名称	2017non-gaap 净利润	2018non-gaap 净利润	2019non-gaap 净利润	市值(亿美元)	2017 PE	2018 PE	2019 PE	2018 增长率	2019 增长率	2018 PEG	2019 PEG
google	302.亿美元	369 亿美元	414 亿美元	7628	25.2	20.7	18.4	22%	12%	0.94	1.52
百度	222.71 亿元	270 亿元	350 亿元	672	20.7	17.1	13.2	21%	30%	0.80	0.44
搜狗	6.92 亿元	5.80 亿元	10.53 亿元	22.48	22.3	26.6	14.7	-16%	82%	-	0.18

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

投资建议：看好公司广告收入增长及未来 AI 发展，给予“买入”评级。我们预

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

计公司 2018/19/20 年收入分别为 1037/1239/1477 亿人民币，non-GAAP 归母净利润 270/350/423 亿人民币，对应 EPS 77/100/121 元。我们通过分部估值（百度核心 FCFE 估值、爱奇艺 PS 估值）与 Google 的估值情况，取其较低者，综合给予公司目标价 260 美元，对应 2018/19/20 年 non-GAAP EPS 的 PE 分别为 23/18/15 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险提示

1. 公众事件风险；
2. 爱奇艺或信息流内容成本上升超预期；
3. AI 发展不及预期；
4. 宏观经济下行；
5. 行业政策风险；
6. 汇率风险。

附表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	151,169	143,354	176,141	215,557	营业净收入	80,060	103,654	123,884	147,711
货币资金	11,084	44,209	76,534	114,325	营业成本	38,313	49,381	57,577	67,686
短期投资	89,381	89,381	89,381	89,381	毛利	41,747	54,272	66,307	80,025
应收账款	4,571	5,794	6,292	7,776	销售、行政及一般费用	13,128	17,929	20,124	22,992
应收关联方款项	168	293	258	399	研发费用	12,928	16,165	19,922	24,392
其他流动资产	3,425	3,425	3,425	3,425	营业利润	15,691	20,179	26,261	32,641
非流动资产	100,559	94,787	93,800	93,298	Non-GAAP 营业利润	18,935	24,865	32,415	39,987
固定资产	12,475	12,719	13,115	13,426	其他收入	5,592	4,789	4,546	5,142
无形资产	5,467	2,927	1,544	731	除税前溢利	21,283	24,968	30,807	37,783
商誉	15,806	15,806	15,806	15,806	所得税	2,995	4,121	4,273	5,367
长期投资	56,283	56,283	56,283	56,283	净利润	18,288	20,847	26,533	32,416
递延税项资产	1,532	1,532	1,532	1,532	少数股东损益	-13	-4,020	-2,336	-2,560
其他非流动资产	5,520	5,520	5,520	5,520	归母净利润	18,301	24,867	28,869	34,977
资产总计	251,728	238,140	269,941	308,855	Non-GAAP 归母净利润	22,271	27,002	35,039	42,333
流动负债	82,057	47,622	52,890	59,387	EPS(元)	52	71	83	100
应付账款及应付利息	27,523	31,562	36,800	43,262	Non-GAAP EPS(元)	64	77	100	121
递延收入	788	788	788	788					
递延收益	568	568	568	568					
非流动负债	39,299	39,299	39,299	39,299					
长期借款	6,701	6,701	6,701	6,701					
长期应付票据	29,111	29,111	29,111	29,111					
递延税项负债	3,375	3,375	3,375	3,375					
负债合计	121,356	86,921	92,189	98,686					
股本溢价	12,088	12,088	12,088	12,088					
留存收益	102,328	127,195	156,064	191,041					
其他综合收益	930	930	930	930					
少数股东权益	4,004	11,006	8,670	6,109					
股东权益合计	119,350	151,219	177,752	210,169					
负债及权益合计	251,728	238,140	269,941	308,855					

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	18,288	20,847	26,533	32,416
固定资产及电脑部件的折旧	3,805	4,256	4,104	4,189
无形资产及许可版权摊销	7,943	2,540	1,383	813
递延税项资产	-756	0	0	0
投资收益	-3,244	-1,875	-1,500	-1,500
应收账款	-721	-1,223	-498	-1,484
应付账款和应付利息	5,100	4,039	5,238	6,461
应付关联方款项	-306	22	29	36
经营活动产生现金流量	31,799	28,491	35,325	40,791
投资活动产生现金流量	-76,935	1,177	-3,000	-3,000
融资活动产生现金流量	44,557	3,457	0	0
现金净变动	186	33,125	32,325	37,791
现金的期初余额	10,898	11,084	44,209	76,534
现金的期末余额	11,084	44,209	76,534	114,325

主要财务比率				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	20.2%	29.5%	19.5%	19.2%
毛利增长率	18.4%	30.0%	22.2%	20.7%
营业利润增长率	56.2%	28.6%	30.1%	24.3%
Non-GAAP 营业利润增长率	60.4%	31.3%	30.4%	23.4%
归母净利润增长率	57.3%	35.9%	16.1%	21.2%
盈利能力(%)				
营业利润率	18.5%	19.5%	21.2%	22.1%
毛利率	49.2%	52.4%	53.5%	54.2%
净利率	21.6%	24.0%	23.3%	23.7%
ROE	15.9%	17.7%	17.1%	17.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	48.2%	36.5%	34.2%	32.0%
流动比率	184.2%	301.0%	333.0%	363.0%
营运能力(次)				
资产周转率	39.1%	42.3%	48.8%	51.0%
应收帐款周转率	19.5	20.0	20.5	21.0
每股资料(元)				
每股收益	52.4	71.1	82.6	100.1
每股净资产	332.2	403.8	486.9	587.6
估值比率(倍)				
PE(Non-GAAP)	20.7	17.1	13.2	10.9
PB(Non-GAAP)	4.0	3.3	2.7	2.2

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.xyzq.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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、毅蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司和成志控股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。未经授权的转载，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。