

百度集团-SW (09888.HK)

AI云业务持续高增，自动驾驶商业化路径拓宽

百度 Q3 收入增长符合预期，云业务高增。2021Q3 百度营业收入 319 亿元，同比增长 13%，符合彭博一致预期 318 亿元，除去投资相关的公允价值亏损 190 亿元以及长期股权投资减值损失 32 亿元等因素后，调整后 non-GAAP 净利润为 51 亿元，同比下降 27%，主要由于广告收入受疫情及政策相关影响增速下滑，同时公司加大智能云、自动驾驶等新业务的销售费用和研发费用投入所致。

按业务看，百度核心收入 247 亿元，同增 15%，non-GAAP 净利润 59 亿元，同比下降 22%。其中，百度核心广告录得收入 194 亿元，同比增长 6%。百度智能云收入同比增长 73%，保持高增。公司预计，Q4 收入约 310 亿元至 340 亿元，同比增长 2%至 12%，其中百度核心收入的增速约 5%至 16%。

开拓自动驾驶卡车新市场，ASD 合作车企进一步增加。Q3 公司自动驾驶业务持续推进：1) L4 级自动驾驶业务：9 月 17 日，百度与狮桥联合成立的智能新能源卡车造车公司 DeepWay 发布其首款智能新能源重卡星途 1 代，采用 Apollo 自动驾驶技术，目前系统具备实现 L3 级自动驾驶的能力，预计将在 2023 年实现量产。至此，百度 Apollo 自动驾驶已在客运、货运及生活服务三大场景落地，商业化路径持续拓宽。Robotaxi 端，8 月公司发布全新升级的自动驾驶出行服务平台萝卜快跑，服务扩展至第五个运营城市上海，同时 Q3 订单数量环比翻倍。此外，截止 Q3，百度 Apollo L4 累计自动驾驶测试里程超过 1600 万公里，累计获得 411 张自动驾驶牌照，行业技术持续领先。2) 量产解决方案业务：采用公司 Apollo 平台自动驾驶和车联网解决方案 (ASD) 的主机厂总数达到 31 家，持续增长。

AI 云业务为主要增长引擎，合作领域持续丰富。Q3 公司核心非在线营销收入达 52 亿元，同增 75%，为营收增长的主要驱动。其中，百度智能云收入同比增长 73%，环比 Q2 加速 2 pct。公司战略性重视 PaaS 和 SaaS 层端到端业务，持续拓宽合作领域：智能交通领域，公司单个合同金额超过 1000 万元的项目已超 24 个，同比增长 200%；智慧金融领域，公司开拓中国人寿、江苏银行等大型金融机构客户；智慧城市领域，公司在公共卫生管理等方面深化与丽江市政府的合作；智能制造领域，公司与浙江桐乡市政府签订协议，鼓励当地制造企业使用百度数字化方案。我们看好公司在渠道建设、客户拓展等层面持续发力，进一步打开云业务中长期的增长空间，同时随老客户复购以及解决方案标准化程度提升，云业务毛利率有望持续提升。

短期移动生态业务增速放缓，中期运营效率有望提升。Q3 百度核心在线营销收入 194 亿元，同增 6%，环比 Q2 放缓，主要由于疫情有所反复，同时一些行业监管趋严，使得行业整体广告投放减少。但百度 APP MAU 保持增长，9 月百度 APP MAU 为 6.07 亿，每日登录用户占比超 79%创新高，Q3 托管页收入占在线营销收入持续提升至 43%。我们认为，虽然疫情等因素带来的影响或将延续几个季度，但长期来看，百度在线广告收入更多聚焦质量，通过丰富小程序、托管页功能，依托更开放的互联网环境探索电商等新垂直领域，中期运营效率有望提升。

投资建议：我们持续看好公司云计算、自动驾驶业务的巨大成长空间。短期公司收入或受疫情不确定性及宏观经济环境影响，同时考虑到为保障云及自动驾驶等新业务长期健康发展，公司仍将持续投入运营成本及销售费用，我们调整公司盈利预测，预计百度 2021-2023 年收入 1235/1386/1610 亿元，同比增长 15%/12%/16%，调整后归母净利润 180/214/246 亿元。通过对公司广告、云、自动驾驶等业务分部估值，我们给予百度整体 6353 亿港元 (816 亿美元) 估值，对应 229 港元目标价、美股 235 美元目标价，维持“买入”评级。

风险提示：互联网行业监管相关风险、广告投放需求不及预期风险、自动驾驶业务商业化慢于预期风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	107,413	107,074	123,470	138,570	161,020
增长率 YoY(%)	5.0	-0.3	15.3	12.2	16.2
non-GAAP 归母净利润(百)	18,182	22,019	17,988	21,358	24,592
增长率 YoY(%)	-24.2	21.1	-18.3	18.7	15.1
EPS(元)	6.5	8.0	6.5	7.7	8.9
净资产收益率(%)	11.1	12.1	8.1	9.0	9.7
P/E(倍)	20	16	20	17	14
P/B(倍)	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 11 月 18 日收盘价，所取港元兑人民币为 0.82，美元兑人民币汇率为 6.38

买入 (维持)

股票信息

行业	电子商贸及互联网服务
前次评级	买入
11 月 18 日收盘价(港元)	156.40
总市值(百万港元)	435,491.01
总股本(百万股)	2,784.47
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	3.39

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

研究助理 刘澜

邮箱：liulan@gszq.com

相关研究

- 《百度集团-SW (09888.HK)：走在自动驾驶和 AI 云的前列》2021-08-14
- 《百度集团-SW (09888.HK)：十年一刻终量产，智能驾驶闪耀时》2021-06-20



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	165562	183342	231575	248342	278852
现金及现金等价物	33443	35782	80306	95339	119490
短期投资净额	112924	126402	126402	126402	126402
应收账款	7416	8668	9879	10936	13251
应收关联方款项	1594	726	1949	1053	2436
其他流动资产	10185	11764	13039	14612	17274
非流动资产	135754	149366	147899	148263	148935
固定资产	18311	17508	17002	17073	17547
外购版权及自制内容	10642	12991	12376	12822	13039
无形资产	1600	2022	1676	1523	1503
长期投资	69410	76233	76233	76233	76233
其他非流动资产	35791	40612	40612	40612	40612
资产总计	301316	332708	379475	396605	427787
流动负债	57380	68385	79131	82510	96800
短期借款	2618	3016	3316	3616	3916
应付账款	32701	36716	43558	46429	55816
客户预付款	11062	12626	14767	15941	18950
其他流动负债	10999	16027	17490	16524	18118
非流动负债	71121	72480	72480	72480	72480
长期借款	7804	0	0	0	0
其他非流动负债	63317	72480	72480	72480	72480
负债合计	128501	140865	151611	154990	169280
资本公积	38714	47213	75238	75238	75238
未分配利润	126268	135284	145686	161242	179114
累计其他综合损益	-1383	199	199	199	199
归属母公司股东权益	163599	182696	221123	236679	254551
少数股东权益	8107	6045	3638	1834	855
可赎回非控股权益	1109	3102	3102	3102	3102
可赎回及权益总额	172815	191843	227863	241615	258508
负债和权益总额	301316	332708	379475	396605	427787

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	28458	24200	22130	21264	30982
净利润	-2288	19026	7995	13752	16893
固定资产折旧	5615	5772	6090	6013	6109
无形资产摊销	661	544	693	600	567
内容及版权摊销	15862	16398	18071	17211	17638
营运资金变动	-3054	-658	6737	1345	7630
其他经营现金流	11662	-16882	-17456	-17656	-17856
投资活动现金流	-19974	-27552	-5931	-6531	-7131
资本开支	-19121	-5331	-5931	-6531	-7131
其他投资现金流	-853	-22221	0	0	0
筹资活动现金流	-3873	5665	28325	300	300
短期借款	-428	398	300	300	300
普通股增加	0	0	28025	0	0
其他筹资现金流	-3445	5267	0	0	0
现金净增加额	4612	2101	44524	15033	24151

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	107413	107074	123470	138570	161020
营业成本	-62850	-55158	-63785	-71503	-81243
毛利润	44563	51916	59686	67067	79777
销售及管理费用	-19910	-18063	-26236	-29169	-33303
研发费用	-18346	-19513	-24485	-26937	-31756
营业利润	6307	14340	8965	10961	14717
其他收益(亏损)	-6647	8750	1522	6676	6676
利润总额	-340	23090	10487	17637	21393
所得税	1948	4064	2492	3885	4500
净利润	-2288	19026	7995	13752	16893
少数股东损益	-4345	-3446	-2407	-1804	-979
归属母公司净利润	2057	22472	10402	15556	17872
Non-GAAP 归母净利	18182	22019	17988	21358	24592

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力	5.0	-0.3	15.3	12.2	16.2
营业收入(%)	-59.4	127.4	-37.5	22.3	34.3
营业利润(%)	-24.2	21.1	-18.3	18.7	15.1
归属于母公司净利润(%)					
获利能力	41.5	48.5	48.3	48.4	49.5
毛利率(%)	16.9	20.6	14.6	15.4	15.3
净利率(%)	11.1	12.1	8.1	9.0	9.7
ROE(%)	25.5	6.4	3.0	3.6	4.5
ROIC(%)					
偿债能力	42.6	42.3	40.0	39.1	39.6
资产负债率(%)	-18.8	-17.9	-34.8	-38.8	-45.4
净负债比率(%)	2.9	2.7	2.9	3.0	2.9
流动比率	2.9	2.7	2.9	3.0	2.9
速动比率					
营运能力	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
总资产周转率	16.0	13.3	13.3	13.3	13.3
应收账款周转率	-1.8	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
应付账款周转率					
每股指标 (元)	6.5	8.0	6.5	7.7	8.9
每股收益(最新摊薄)	10.1	8.7	8.0	7.7	11.2
每股经营现金流(最新摊薄)	45.2	49.1	52.5	58.1	64.5
每股净资产(最新摊薄)					
估值比率	20	16	20	17	14
P/E	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0
P/B	11.6	8.8	8.3	7.6	6.1
EV/EBITDA	5.0	-0.3	15.3	12.2	16.2

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 18 日收盘价

图表 1: 公司季度主要财务数据预测

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4E	2022Q1E	2022Q2E	2022Q3E	2022Q4E
收入 (百万元)	28,134	31,350	31,921	32,065	30,813	35,070	35,703	36,985
百度核心	20,483	24,041	24,661	25,129	23,176	27,332	28,223	29,557
爱奇艺	7,968	7,608	7,589	7,276	7,985	8,097	7,849	7,807
调整抵扣项	-317	-299	-329	-339	-349	-359	-369	-379
收入增速	25%	20%	13%	6%	10%	12%	12%	15%
百度核心	34%	27%	15%	9%	13%	14%	14%	18%
爱奇艺	4%	3%	6%	-2%	0%	6%	3%	7%
毛利	13,132	15,453	15,795	15,305	14,436	16,935	17,450	18,246
毛利率	47%	49%	49%	48%	47%	48%	49%	49%
销售费用率	-19%	-18%	-23%	-25%	-19%	-18%	-23%	-25%
研发费用率	-18%	-20%	-19%	-22%	-19%	-19%	-20%	-20%
Non-GAAP 归母净利	4,297	5,359	5,090	3,241	5,229	6,279	5,102	4,748
Non-GAAP 归母净利率	15%	17%	16%	10%	17%	18%	14%	13%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com