

百度 (BIDU US)

AI 大會紀要：AI 多場景加速落地

- ❖ **百度 AI 大會：Everyone Can AI。**此次百度世界大會再次強化了開源、共享，聚焦 DuerOS 和 Apollo 的同時突出百度大腦的 AI 技能集成及多場景應用。我們認為此期大會有如下進展及亮點：1) 推出智能小程序，助力流量精細化運營；2) L4 自動駕駛實現量產；3) 發布自研“昆侖 AI 芯片”；4) 百度大腦、DuerOS、Apollo 全面進入 3.0 階段。
- ❖ **Apollo：L4 自動駕駛實現量產。**按此前規劃，百度和金龍合作的 L4 小巴士“阿波龍”已于 2018 年 7 月實現量產，目前已有 100 量台車推出，且預計于國內及日本開展商業化運營。此外，百度推出 Apollo 3.0 方案，并制定小度車載 OS、自主泊車、自動接駁巴士、無人作業小車等四項量產方案，已接入 116 個生態合作夥伴。L4 量產的初步落地充分體現出 AI 戰略的穩步推進，我們預計後期將看到更多場景化的延伸，尤其在農業、清潔、運輸等短途常規路線及封閉園區的應用。
- ❖ **智能小程序：智能交互，助力流量精細化運營。**百度首次推出智能小程序，并計劃于今年 12 月全面開源。智能小程序可同時運行于百度系 App（例如：手百、百度貼吧、百度地圖）及外部應用（例如：攜程、58 同城）。雖然智能小程序接入數量及用戶體量目前較微信小程序有差距，但我們認為，智能小程序“一次開發、多端運行”的快速接入方式助力迅速吸引開發者，同時有望優化百度流量的精細化運營及智能推薦，進而提升用戶時長及廣告價值。例如，攜程接入智能小程序後，頁面性能提高 30%，獲客成本比 App 低 40%。
- ❖ **DuerOS 3.0：向 IoT 深化。**DuerOS 3.0 升級系統在用戶體量、場景拓展及商業模式上均實現穩步深化：1) 用戶：截至 2018 年 6 月，DuerOS 激活量/月活分別超過 9,000 萬/2,500 萬，較 1 月增長 80%/150%，已成為中國市場最大、最活躍的語音識別交互系統。2) 場景拓展：合作夥伴包括智能電視、智能手機、兒童設備、智能音箱、汽車等 IoT 生態鏈，開發者高達 16,000+。3) 啟動商業分成計劃，并在前 6 個月 100% 收益回饋開發者。此外，百度推出首款智能視頻音箱“小度在家”以及小度智能音箱產品，我們認為其自有產品及低價策略助于品牌及系統的宣傳、提升 IoT 滲透率，同時更多語音交互數據的收集助于反哺雲端內容。
- ❖ **維持「買入」評級。**雖然純 AI 衍生產品變現（如 Apollo、DuerOS）還待產業普及及渠道打通，但我們期待 AI 賦能下對原有業務的優化效應（e.g 語音及圖像搜索自 1Q15 至 1Q18 提升 12 倍），建議密切關注智能小程序的推進。憧憬 2Q18 搜索和信息流的超預期增長，維持公司「買入」評級，目標價 299.4 美元，相當于 25x FY19E P/E。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬元人民幣)	66,599	80,060	102,019	124,904	145,289
調整後淨利潤(百萬元人民幣)	13,219	22,270	21,121	26,408	32,455
調整後 EPADS(人民幣)	38.0	63.7	60.4	75.6	92.9
EPADS 變動(%)	-62.0	67.5	-5.2	25.0	22.9
市盈率(x)	44.0	26.3	27.7	22.1	18.0
市帳率(x)	6.3	4.9	4.2	3.6	3.1
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率(%)	12.6	15.9	13.8	14.9	15.3
淨財務杠杆率(%)	30.2	21.6	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	US\$299.4
(此前目標價)	US\$299.4)
潛在升幅	+18.9%
當前股價	US\$251.8

黃群

電話：(852) 3900 0889
 郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

伍力恒

電話：(852) 3900 0881
 郵件：alexng@cmbi.com.hk

互聯網行業

市值(百萬美元)	87,800
3 月平均流通量(百萬美元)	937.1
5 周內股價高/低(美元)	284/182
總股本(百萬)	348.2

資料來源：彭博

股東結構

Baillie Gifford	7.8%
Capital Group	5.5%
Blackrock	5.0%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-5.0%	5.8%
3-月	14.5%	20.7%
6-月	2.7%	11.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.baidu.com

百度 AI 大會：Everyone Can AI

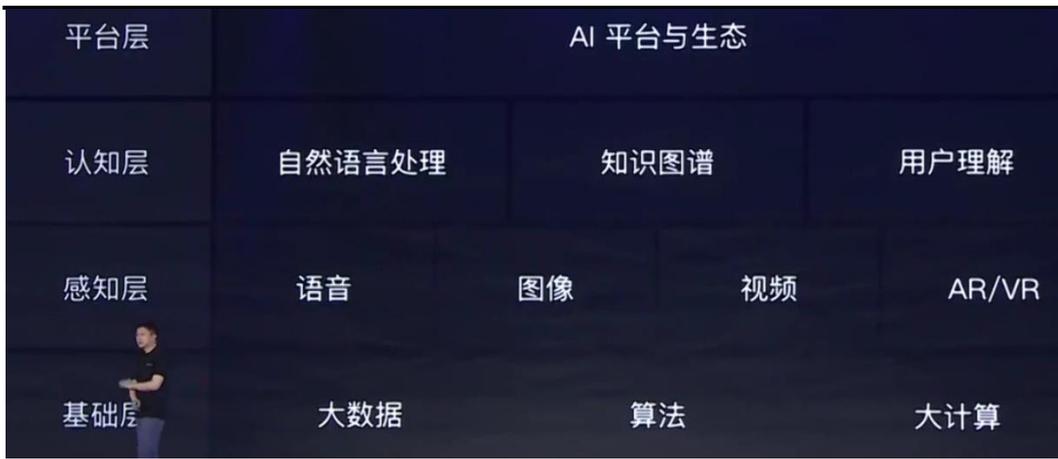
此次百度世界大會再次強化了開源、共享，聚焦 Duer OS 和 Apollo 的同時突出百度大腦的 AI 技能集成及多場景應用。我們認為此期大會有如下進展及亮點：1) 推出智能小程序，助於流量精細化運營；2) L4 自動駕駛實現量產；3) 發布自研“昆侖 AI 芯片”；4) 百度大腦、Duer OS、Apollo 全面進入 3.0 階段。

圖 1: 阿波龍量產下線



資料來源：2018 百度 AI 大會

圖 2: 百度大腦整體架構



資料來源：2018 百度 AI 大會

圖 3: 推出“昆侖”芯片



資料來源：2018 百度 AI 大會

圖 4: 小度在家智能視頻音箱



資料來源：2018 百度 AI 大會

Apollo : L4 自動駕駛實現量產

阿波龍巴士量產下線。按此前規劃，百度和金龍合作的 L4 小巴士“阿波龍”（無方向盤、油門、剎車踏板）已于 2018 年 7 月實現量產，目前已有 100 量台車推出，且預計于國內（北京、雄安、平潭、廣州、深圳等）及日本開展商業化運營。其中，于日本東京的推行將和軟銀合作，如，將無人車置于核電站中或用于接送老人。

圖 5:L4 阿波龍展示圖



資料來源：2018 百度 AI 大會

圖 6:阿波龍巴士量產下線



資料來源:2018 百度 AI 大會

圖 7: 百度自動駕駛汽車系列



資料來源：2018 百度 AI 大會

此外，百度推出 Apollo 3.0 方案，并發布小度車載 OS（量產車聯網系統解決方案）及三大針對園區場景的無人車量產方案（自主泊車、自動接駁巴士、無人作業小車），目前已接入 116 個生態合作夥伴。L4 量產的初步落地充分體現出 AI 戰略的穩步推進，我們預計後期將看到更多場景化的延伸，尤其在農業、清潔、運輸等封閉園區、短途常規路線的應用。

圖 8:Apollo 3.0 小度車載 OS



資料來源：2018 百度 AI 大會

圖 9:Apollo 3.0 園區三大場景解決方案



資料來源:2018 百度 AI 大會

Duer OS 3.0: 向 IoT 深化

DuerOS 3.0 升級系統在用戶體量、場景拓展及商業模式上均實現穩步深化：1) 用戶：截至 2018 年 6 月，DuerOS 激活量/月活分別超過 9,000 萬/2,500 萬，較 1 月增長 80%/150%，已成為中國市場最大、最活躍的語音識別交互系統。2) 場景拓展：合作夥伴包括智能電視、智能手機、兒童設備、智能音箱、汽車等 IoT 生態鏈，開發者高達 16,000+。3) 啓動商業分成計劃，并在前 6 個月 100% 收益回饋開發者。

圖 10: Duer OS 3.0 框架圖



資料來源：2018 百度 AI 大會

推出智能視頻音箱“小度在家”以及小度智能音箱，加速 IoT 商業化落地。百度推出首款智能視頻音箱“小度在家”以及小度智能音箱產品，兩款產品均聯合“小魚在家”發布。相較于此前推出的 raven-H，**最新產品組合凸顯價格優勢**（小度在家定價 598 元，小度音箱定價 249 元 & 嘗鮮價 89 元），**且銷售渠道更爲多元化**（包括天貓、京東、小度商城）。我們認爲其自有品牌及低價策略有助于提升品牌及系統認知度、進而拓展對 Duer OS 3.0 合作夥伴的觸達（智能家居、隨身設備、車載等），同時更多語音交互數據的收集有助于反哺雲端內容。

參照海外 Amazon Echo、Google Home 及國內天貓精靈的火熱銷售，我們長期看好公司切入智能家居場景的 AI 商業化途徑以及以硬件“爆款”推動軟件/系統應用的普及。

圖 11: 小度在家智能視頻音箱



資料來源：2018 百度 AI 大會

圖 12: 小度智能音箱

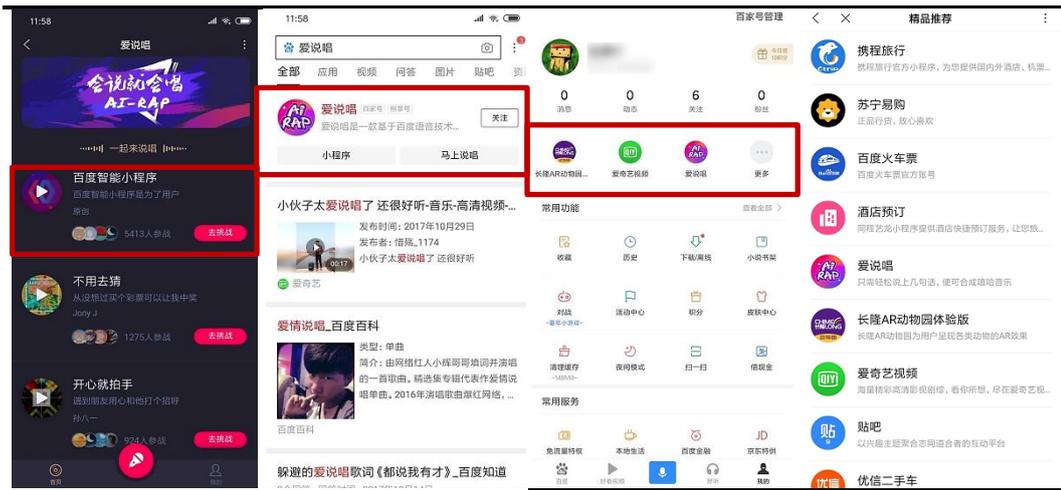


資料來源：2018 百度 AI 大會

智能小程序：智能交互，助于流量精細化運營

百度首次推出智能小程序，并計劃于今年 12 月全面開源。智能小程序特色體現在“更自然，更智能，更開放”，可同時運行于百度系 App (e.g. 手百、百度貼吧、百度地圖) 及外部應用 (e.g. 攜程、58 同城)。相較于微信小程序鏈接線上線下的核心戰略，我們認為百度智能小程序更為強調“開放”和“智能”。雖然智能小程序接入數量及用戶體量目前較微信小程序有差距，但我們認為，智能小程序“一次開發、多端運行”的快速接入方式助于迅速吸引開發者，同時有望優化百度流量的精細化運營及智能推薦，進而提升用戶時長及廣告價值。例如，攜程接入智能小程序後，頁面性能提高 30%，獲客成本比 App 低 40%。

圖 13: 百度智能小程序



資料來源：手機百度 App

圖 14: 百度大腦 3.0 將全面接入智能小程序



資料來源：2018 百度 AI 大會

圖 15: 智能小程序“智能推薦”效果



資料來源：2018 百度 AI 大會

圖 16: 智能小程序更開源



資料來源：2018 百度 AI 大會

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	70,549	84,810	108,071	132,314	153,908
网络营销	64,525	73,147	89,614	105,223	117,232
其他	6,024	11,663	18,457	27,091	36,676
净收入	66,599	80,060	102,019	124,904	145,289
销售成本	(31,328)	(38,313)	(51,261)	(62,230)	(71,925)
毛利	35,270	41,748	50,759	62,674	73,364
研发费用	(10,151)	(12,928)	(15,711)	(19,235)	(21,793)
销售及行政管理费用	(15,071)	(13,128)	(15,813)	(19,110)	(21,939)
股权支付支出	-	-	-	-	-
经营利润	10,049	15,692	19,235	24,328	29,632
利息收入	2,342	3,154	4,019	4,921	5,724
利息支出	(1,158)	(1,615)	(1,569)	(1,569)	(1,569)
外汇兑换损失/收益	508	(482)	-	-	-
权益法投资收益(亏损)	(1,026)	(63)	(130)	(130)	(130)
其他	3,793	4,598	1,000	1,000	1,000
税前利润	14,509	21,284	22,555	28,550	34,657
所得税	(2,914)	(2,995)	(4,060)	(5,139)	(6,238)
非控制股东权益	37	13	37	47	57
净利润	11,632	18,302	18,532	23,458	28,476
NonGAAP调整	1,587	3,969	2,589	2,950	3,979
NonGAAP净利润	13,219	22,270	21,121	26,408	32,455

来源:公司及招銀國際研究部預測

注釋:淨收入、毛利為2018年根據會計新準則調整後數據,即淨收入=收入-VAT

資產負債表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	82,239	100,559	105,045	110,299	116,205
物业、厂房及设备	11,294	12,475	14,414	16,847	19,867
长期投资	45,690	56,283	56,283	56,283	56,283
土地租赁费用	-	-	(155)	(155)	(155)
无形资产	19,214	21,273	23,975	26,796	29,682
其他	6,039	10,528	10,528	10,528	10,528
流动资产	99,759	151,169	187,486	224,543	263,759
现金及现金等价物	11,216	11,336	46,693	82,509	120,621
应收贸易款项	4,109	4,571	5,531	6,771	7,876
存货	-	-	-	-	-
关连款项	346	168	168	168	168
其他	84,434	135,262	135,262	135,262	135,262
流动负债	46,102	82,057	104,365	123,264	139,967
借债	4,583	1,254	1,254	1,254	1,254
应付贸易账款	34,686	72,794	95,102	114,001	130,704
应付税项	-	-	-	-	-
关连款项	459	153	153	153	153
其他	6,374	7,856	7,856	7,856	7,856
非流动负债	43,645	50,321	50,321	50,321	50,321
长期负债	34,471	35,812	35,812	35,812	35,812
递延税项	3,589	3,375	3,375	3,375	3,375
其他	5,585	11,134	11,134	11,134	11,134
少数股东权益	(23)	4,004	3,967	3,920	3,863
上市公司股东权益	92,274	115,346	133,878	157,336	185,812
净资产总值	92,250	119,350	137,845	161,256	189,676

来源:公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
年度利潤	11,596	18,289	18,495	23,411	28,419
折舊和攤銷	8,244	9,545	10,484	12,710	15,651
營運資金變動	5,638	12,194	21,348	17,659	15,598
其他	(3,219)	3,244	-	-	-
經營活動所得現金淨額	22,258	43,271	50,327	53,780	59,668
購置固定資產、無形資產及土地	(10,484)	(12,475)	(14,970)	(17,964)	(21,557)
聯營公司	275	-	-	-	-
其他	(25,702)	(35,970)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(35,911)	(48,445)	(14,970)	(17,964)	(21,557)
資本變化	837	521	-	-	-
淨銀行借貸	3,252	(691)	-	-	-
股息	(53)	-	-	-	-
其他	10,554	5,530	-	-	-
融資活動所得現金淨額	14,591	5,360	-	-	-
現金增加淨額	939	186	35,357	35,816	38,111
年初現金及現金等價物	9,960	10,898	11,084	46,441	82,257
匯兌	144	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	10,898	11,084	46,441	82,257	120,369
受限制現金	318	252	252	252	252
資產負債表的現金	11,216	11,336	46,693	82,509	120,621

來源:公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
網絡營銷	91.5	86.2	82.9	79.5	76.2
其他	8.5	13.8	17.1	20.5	23.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	6.3	20.2	27.4	22.4	16.3
毛利	(9.4)	18.4	21.6	23.5	17.1
經營利潤	(13.9)	56.1	22.6	26.5	21.8
調整後淨利潤	(64.2)	57.7	1.1	26.6	21.4
盈利能力比率 (%)					
毛利率	53.0	52.1	49.8	50.2	50.5
稅前利率	21.8	26.6	22.1	22.9	23.9
有效稅率	20.1	14.1	18.0	18.0	18.0
淨利潤率	17.4	22.8	18.1	18.7	19.6
調整後淨利潤率	18.7	26.3	19.5	20.0	21.1
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.2	1.8	1.8	1.8	1.9
平均應收賬款周轉天數	22.0	19.8	19.8	19.8	19.8
平均應付賬款周轉天數	333.8	628.9	628.9	628.9	628.9
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-
淨負債/總權益比率 (%)	30.2	21.6	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
NonGAAP資本回報率	14.3	19.3	15.8	16.8	17.5
NonGAAP資產回報率	7.2	8.8	7.2	7.9	8.5

每股數據

NonGAAP每股盈利(人民币)	38.0	63.7	60.4	75.6	92.9
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股賬面值(人民币)	2,654.1	3,414.6	3,943.8	4,613.6	5,426.7

來源:公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在 -10% 至 +15% 之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令["金融服務令"]第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。