



2018 年 08 月 08 日

增持

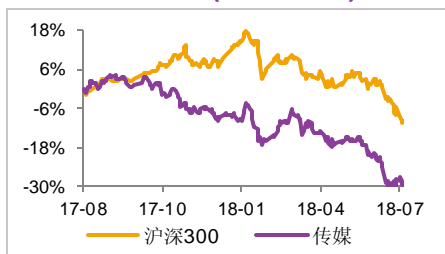
分析师：陈净娴

执业编号：S0300516090001

电话：+86-021-51792239

邮箱：chenzhengxian@lxsec.com

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：聚源

传媒

【联讯传媒】百度——以 Feed 流和 AI 为主航道，搜索引擎巨头意欲创新

投资要点

综合市占率 73.5% 的中国最大互联网搜索引擎，在 2018 年一季度实现收入 33.25 亿美元，YoY 为 23.78%，归母净利润 10.65 亿美元，YoY 为 276.7%。

目前，百度拥有的中国最大互联网搜索引擎的综合市场占有率（PC 端+移动端）达 73.5%，覆盖了中国 97.5% 的网民，拥有 6 亿用户，日均响应搜索 60 亿次。2018 年一季度，百度实现收入 33.25 亿美元，YoY 为 23.78%；归母净利润 10.65 亿美元，YoY 为 276.7%；毛利率为 52.6%，净利率为 26.5%。两大主营业务：百度核心收入 25.6 亿美元，YoY 为 26%；爱奇艺收入 7.79 亿美元，YoY 为 57%，均实现了快速增长。2017 年公司研发支出和内容生态培育支出占总收入的 30% 以上，未来仍有进一步提高的趋势。近几年百度逐渐剥离非核心业务并提出了“夯实移动基础，决胜 AI 时代”的发展战略，正式进入改革的深水区。集团高层人事变动频繁，其中前百度首席运营官陆奇的离职备受业界关注。

广告业务营收占比 85% 以上的搜索巨头正在逐步转型，用“搜索+Feed 流+AI”为广告赋能。

2017 年百度在线市场服务业务营收占比为 86.2%。自 2016 年起，经历了“血友病吧卖吧”和“魏则西”等事件后，百度在全面整顿自身广告业务的同时，原本单一的搜索业务向“搜索+Feed 流”转型，将 AI 应用于广告投放，运用大数据和机器学习能力，判断流量价值、识别搜索过程中关键词对应的客户相关业务，Feed 流则通过分析用户喜好和特点，将广告更精确地推送给需求者。根据易观提供的数据，2018 年中国互联网广告市场规模约为 3420 亿，移动端营销规模已超过 PC 端。在当前中国移动互联网流量红利逐渐消失的情况下，得益于其 AI 战略，百度 App 的 DAUs 达 1.37 亿，YoY 为 18%，每日用户浏览时间同比增长超过 30%。

开放为主的 AI 战略：Everyone can AI

2018 年 7 月 4 日召开的百度 AI 开发者大会，发布了实现量产的 L4 级无人驾驶巴士“阿波龙”、中国首款云端全功能 AI 芯片“昆仑”、以“多模态深度语义理解”为核心的百度大脑 3.0、DuerOS 3.0、Apollo 3.0 和百度智能小程序。而无论是 Apollo 3.0 开放的 22 万行代码，还是面向开发者开放的百度端口和兼容的第三方端口，都体现了百度“Everyone can AI”的理念。

1Q18 爱奇艺收入增长 57% 净亏下降 64% 会员付费收入的崛起将为百度“换天花板”

2018 年一季度爱奇艺总收入 7.78 亿美元，YoY 为 57%。归属爱奇艺的净亏损为 6310 万美元，低于去年同期的 1.62 亿美元。总收入中广告服务收入 3.37 亿美元，YoY 为 52%，会员付费收入 3.34 亿美元，YoY 为 67%，广告收入和会员付费收入的差距在逐渐缩小。收入增长净亏下降的同时，爱奇艺凭借对



内容生态的不断培育和 AI 的助力，2018 年一季度付费会员人数达 6130 万，预计 2Q18 爱奇艺的总收入增长约为 42%-48%。

✧ 投资建议

我们基于以下三点给出投资建议：1、百度作为国内互联网三大巨头之一，其市占率 73.5%的第一大中文搜索引擎，拥有日均响应搜索 60 亿次的巨大流量，为百度的 AI 战略打下对手难以实现的数据和技术基础。2、百度目前已形成了通过广告业务获取收入以投入 AI 研发和内容获取，AI 技术和内容引流再反哺基于“搜索+Feed 流”的广告业务的商业模式。3、2018 年一季度，百度实现收入 33.25 亿美元，YoY 为 23.78%。归母净利润 10.65 亿美元，YoY 为 276.7%。预计二季度总营收将实现同比 26%~33%的增长，介于 249.1 亿元(约合 39.7 亿美元)与 261.9 亿元(约合 41.7 亿美元)的范围之间。自 2017 年以来，公司基本面整体向好，爱奇艺亏损实现递减，2018 年有望维持持续增长态势。

参照腾讯、阿里、Google 和 Facebook 四家全球知名互联网行业可比公司，我们认为，百度对 AI 的前瞻性布局，尚未完全体现在市值中，其 2018 年 PE 应该在 27x 到 32x 之间，建议投资者给予关注。

✧ 风险提示

投资 AI 和内容生态培育不及预期风险，Google 入华等同行竞争风险，公司高层人事动荡风险，政策监管风险等。



目 录

一、公司概况：市占率 73.5%的中文搜索巨头，进入改革深水区.....	5
（一）公司简介：中国最大的互联网搜索引擎提供商.....	5
（二）近两年集团高管变动频繁	5
二、财务状况：经营业绩自 16 年起涅槃重生，1Q18 净利同比大涨 277%.....	8
（一）公司三年营收 CAGR 为 12.7%，净利润 CAGR 为-26.5%.....	8
（二）销售毛利率约为 50%，1Q18 净利率达 26.5%	9
（三）主营业务：2015-2017 年在线市场服务业务营收占比超 85%.....	10
（四）2017 年营业成本占比总收入近 30%，内容生态方面支出占比持续提高	10
（五）研发支出约占营业收入的 15%.....	11
（六）关键财务指标分析：2015-2017 年公司战略投资支出巨大，对 AI 领域的投入尚处于孵化期	12
三、搜索巨头转型，确定“Feed 流+AI”为主航道.....	13
（一）“搜索+Feed 流+AI”为广告业务赋能.....	13
1、百度在中国引擎市场占有率为 70%左右，与 Google 差距依然巨大	13
2、搜索广告：从竞价排名到凤巢系统再到 AI 助力，逐步改善用户体验.....	14
3、Feed 流：广告即内容	16
（二）开放为主的 AI 战略：Everyone can AI	18
1、依托 Apollo3.0 实现量产的全球首款 L4 级无人驾驶巴士“阿波龙”	18
2、中国首款云端全功能 AI 芯片“昆仑”	19
3、以“多模态深度语义理解”为核心的百度大脑 3.0 亦是百度整体 AI 能力的核心.....	19
4、具备划时代的自然对话交互、全新对话式内容服务生态和打通商业模式闭环的 DuerOS 3.0	20
5、“更自然、更智能、更开放”的百度智能小程序.....	21
6、百度的战略投资版图体现了其做好 AI 的决心.....	21
四、爱奇艺会员付费的崛起将为百度“换天花板”	23
（一）1Q18 收入同比增长 57%，净亏损比上年同期缩减 64%.....	23
（二）1Q18 爱奇艺付费会员人数达 6130 万，ARPU 值仍有进一步提升空间.....	24
（三）AI 技术助力娱乐生态，打造“AI+软件+硬件”的开放生态圈.....	26
五、投资建议	26
六、风险提示	27

图表目录

图表 1： 董事会与高级管理人员明细	5
图表 2： 百度参控股公司示意图	8
图表 3： 2015-2017 年公司营收 CAGR 为 12.7%.....	8
图表 4： 2015-2017 年归母净利润 CAGR 为-26.5%	8
图表 5： “血友病吧、魏则西”事件严重影响营收.....	9
图表 6： 1Q18 净利增速远强于前两年.....	9
图表 7： 三年平均销售毛利率约为 50%，1Q18 净利率达 26.5%.....	9
图表 8： 2015-2017 年在线市场服务营收占比 85%以上.....	10



图表 9: 2017 年在线市场服务业务营收占比为 86.2%	10
图表 10: 分部门收入结构中百度核心占比较高, 爱奇艺增速较快	10
图表 11: 2015-2017 年公司经营成本增速	11
图表 12: 2015-1Q18 年公司研发投入约占营业收入的 15%	11
图表 13: 经营和筹资所获现金几乎全部用于投资	12
图表 14: 2017 年公司 ROA 与 ROIC 分别为 9.36 和 8.44	12
图表 15: 百度战略“四象限”	13
图表 16: 4 月中国搜索引擎综合市场占有率 (PC 端+移动端)	14
图表 17: 4 月全球搜索引擎综合市场占有率 (PC 端+移动端)	14
图表 18: 百度推广界面	15
图表 19: 小 A 智投机器学习原理	15
图表 20: 简单搜索 App 界面	15
图表 21: 2018 中国互联网广告市场规模约为 3420 亿	16
图表 22: 2016 年中国移动端营销规模超过 PC 端	16
图表 23: 预计 2019 年 Feed 流广告市场规模将超过 1500 亿元	16
图表 24: 2018 年 5 月 PC 网页 MAUs TOP20	17
图表 25: 2018 年 5 月移动 App MAUs TOP20	17
图表 26: 百度 Feed 流广告展示	18
图表 27: Apollo 3.0 面向量产, 更加开放	18
图表 28: 中国首款云端全功能 AI 芯片“昆仑”渲染图	19
图表 29: 百度大脑开放了 110 多项 AI 能力, 每天调用超过 4000 亿次	20
图表 30: 具备划时代的自然对话交互、全新对话式内容服务生态和打通商业模式闭环的 DuerOS 3.0	21
图表 31: 百度投资版图	22
图表 32: 1Q18 收入同比增长 57%, 净亏损比上年同期缩减 64%	23
图表 33: 广告收入和会员付费收入增速均在 50%以上	24
图表 34: 2017 爱奇艺内容成本达 126 亿, 占比 72.6%	24
图表 35: 2017 年中国视频付费会员数量超过一亿	25
图表 36: 2017 年爱奇艺移动端 MAUs 达 4.21 亿, DAUs 达 1.26 亿	25
图表 37: 爱奇艺个性化推荐系统示意图	26
图表 38: 可比公司估值表	27



一、公司概况：市占率 73.5% 的中文搜索巨头，进入改革深水区

（一）公司简介：中国最大的互联网搜索引擎提供商

百度于 2000 年 1 月在开曼群岛注册成立。2005 年 8 月 5 日于 NASDAQ 全球市场上市。2012 年 11 月，百度取得爱奇艺控制权。2018 年 3 月 29 日，爱奇艺正式登陆美国 NASDAQ。

百度作为领先的中文互联网搜索提供商，根据百度官网介绍，在中国，百度 PC 端和移动端市场份额总量达 73.5%，覆盖了中国 97.5% 的网民，拥有 6 亿用户，日均响应搜索 60 亿次，并凭此掌握了巨大的流量。目前集团主要业务为：百度核心和爱奇艺。百度核心主要由基于关键字的营销服务组成，该服务针对互联网用户的搜索查询并由其触发。这些服务包括 P4P 服务和其他在线营销服务以及支持人工智能的新业务举措；爱奇艺是中国创新的市场领先的在线娱乐服务提供商。其平台具有大量备受欢迎的原创内容，以及全面的专业制作和合作伙伴制作内容。

2017 年，百度在陆奇的带领下提出“夯实移动基础，决胜 AI 时代”的发展战略，出售或裁撤非核心业务，更加聚焦“用科技让复杂的世界更简单”的发展使命。

（二）近两年集团高管变动频繁

2017 年 1 月 17 日，前微软全球执行副总裁陆奇加入百度，任百度集团总裁兼首席运营官、百度董事及董事会副主席；2017 年 1 月 20 日，李彦宏夫人马东敏宣布重回百度，担任 CEO 特别助理一职，负责百度投资、人力及财务工作；2017 年 4 月 28 日，百度在 2017 年第一季度财报中披露，李昕晢将转任百度资本 CEO，不再担任百度 CFO 一职；2017 年 9 月 18 日，前新浪微博 CFO 余正钧，宣布正式加入百度，成为百度新任 CFO；2018 年 3 月，百度贴吧事业部总经理胡玥、百度地图事业部总经理李东旻、90 后副总裁李靖（李叫兽）、前自动驾驶事业部总经理王劲、百度首席科学家吴恩达、百度糯米总经理曾良、百度金融 CRO 王劲等高管陆续离职。2018 年 5 月 18 日，陆奇宣布不再担任集团总裁与 COO。目前，经历改革阵痛的百度已进入改革深水区。

图表1： 董事会与高级管理人员明细

姓名	职务	任职日期	个人简历
李彦宏	董事会主席， 董事， 首席执行官	2000-01-31	李彦宏，百度公司创始人、董事长兼首席执行官，全面负责百度公司的战略规划和运营管理。李彦宏 1991 年毕业于北京大学信息管理专业，随后前往美国布法罗纽约州立大学完成计算机科学硕士学位，并作为全球最早的搜索引擎技术研究者与顶尖工程师，先后担任道·琼斯公司高级顾问、《华尔街日报》网络版实时金融信息系统设计者，以及国际知名互联网企业——Infoseek 公司资深工程师。李彦宏所持有的“超链分析”技术专利，是奠定整个现代搜索引擎发展趋势和方向的基础发明之一。2000 年 1 月，李彦宏从美国硅谷回到祖国创建了百度。经过十多年的发展，李彦宏领导下的百度已经发展成为全球第二大独立搜索引擎和最大的中文搜索引擎。
陆奇	副董事长 董事	2017-02-26	陆奇博士 2017 年 1 月加入百度，任百度集团总裁兼首席运营官、百度董事及董事会副主席，负责百度的产品、技术、销售及市场运营，兼任百度智能驾驶事业群组总经理。但由于个人和家庭原因，无法继续全职在北京工作，7 月起将不再担任百度总裁兼首席运营官职务，但仍将继续担任集团公司副董事长。陆奇毕业于复旦大学，获计算机科学学士、硕士学位，此后就读于卡耐基梅隆大学，获计算机科学博士学位。陆奇博士除了在学术界发表过一系列高质量的研究论文，还持有 40 多项美国专利。1998 年，陆奇加入雅虎公司，2007 年晋升为雅虎执行副总裁。2008



姓名	职务	任职日期	个人简历
			年 8 月, 陆奇离开雅虎, 并于次年 1 月正式加盟微软任网络服务集团总裁, 2013 年出任微软集团全球执行副总裁。在微软期间, 他领导了多项业务, 是大陆华人在全球科技公司总部所任职位的最高级别。
余正钧	首席财务官	2017-09-18	余正钧 (Herman) 先生于 2017 年 9 月加盟百度, 担任集团公司首席财务官, 全面领导百度财务体系的构建、发展和运营。Herman 拥有二十多年的财务管理经验。2004-2015 年, Herman 在新浪公司担任了八年首席财务官。加入新浪前, Herman 曾在硅谷服务于 Adobe Systems、Cadence Design Systems 和 VeriFone 等公司。Herman 拥有加州 CPA, 美国南加州大学财会专业硕士学位及加州大学经济学学士学位。目前是 58 同城和中通快递的董事。
张亚勤	总裁	2014-09	张亚勤博士 2014 年 9 月加盟百度公司, 任总裁。张亚勤博士加入百度之前, 曾任微软公司全球资深副总裁兼微软亚太研发集团主席, 是微软亚洲研究院 (MSRA) 创始人之一, 曾担任微软亚洲研究院院长兼首席科学家、微软全球副总裁、微软中国董事长。他于 2003 年创建了微软亚洲工程院 (ATC), 为 IT 产业的技术创新和产品做出了杰出贡献。2004 年晋升微软公司全球副总裁。2006 年, 他创立了微软亚太研发集团, 这是微软在美国之外规模最大、功能最完备的研发基地。加盟微软之前, 张博士曾在美国 Sarnoff 公司工作, 负责数码影像、多媒体信息系统的研发工作。加盟 Sarnoff 之前, 他在美国 GTE 实验室任高级研究员。张亚勤博士就读于中国科技大学, 获电子工程学士和硕士学位, 后获得美国乔治·华盛顿大学电气工程博士学位。1997 年被授予美国电气电子工程协会院士 (IEEE Fellow) 称号, 成为该协会 100 年历史上获得这一荣誉最年轻的科学家。他拥有 60 多项美国专利, 500 多篇学术论文和 11 本专著。张博士在国际上获得过诸多专业奖项和荣誉, 包括 1997 年“年度最佳研究工程师奖”, 1998 年“杰出青年电子工程师奖”, 2004 年 IEEE“行业先锋奖”, IEEE Transactions 最佳论文奖, 香港科技大学名誉院士 (Honorary Fellow), 欧亚科学院院士, “2005 年度美国华裔工程师奖”及“2006 年度美国亚裔工程师奖”。他还担任多个省市的政府顾问和 20 所大学的校董或名誉教授, 十一届全国政协会议海外代表, 美国杰出华人组织“百人会”的副会长, 马来西亚政府多媒体走廊国际顾问团 (IAP) 成员, 澳大利亚信息与通信技术 (NICTA) 顾问。2015 年入选中国海外高层次人才引进“千人计划”。
向海龙	高级副总裁, 总经理-部门	2014-10-31	2005 年 2 月加入百度, 现任百度高级副总裁、百度搜索公司总裁。百度搜索公司提供百度搜索、信息流资讯、知道、百科、贴吧、百度个人云和移动分发等用户产品和服务, 并且负责商业变现产品、百度联盟等体系建设和销售运营工作。向海龙 2000 年毕业于上海华东师范大学计算机系, 同年创建上海企浪网络科技有限公司并担任总经理。2005 年 2 月, 百度收购上海企浪网络科技有限公司, 向海龙正式加入百度。随着公司业务的整合, 向海龙带领团队在搜索和商业变现领域, 持续推动产品和技术创新, 驱动收入规模高速健康增长。在销售运营方面, 海龙构建了精细化的销售运营管理机制, 率领大客户销售团队、直销团队、渠道团队, 不断拓展新客户并优化客户服务模式, 提升百度销售业绩和客户服务质量, 为百度收入高速增长奠定了重要保障。
朱光	高级副总裁	2016-06-22	2008 年 12 月加盟百度, 2016 年 6 月晋升为高级副总裁, 现负责百度金融服务事业群组。2008 年 12 月至 2015 年 12 月负责百度市场公关、政府事务和百度新闻等多项工作。朱光毕业于西安交通大学, 加入百度之前曾任联想集团大中华区公关及整合推广高级总监。加入百度以来, 朱光在组织和整合公司市场资源、深入拓展媒体及政府关系, 制定百度公司内外部传播策略, 建立和提升百度公司品牌和产品知名度和美誉度方面做出了重要贡献。
刘辉	高级副总裁-部门	2017-12-31	2011 年 4 月加盟百度, 现任百度高级副总裁, 负责百度人力资源相关工作。刘辉毕业于天津大学, 曾就读于美国奥斯汀德克萨斯大学 McCOMBS 商学院和北京大学光华管理学院 EMBA 项目。在加入百度之前, 就职于摩托罗拉公司, 22 年的摩托罗拉生涯中, 在美国、新加坡和中国大陆地区担任人力资源高级管理工作。2009 年始, 担任摩托罗拉公司全球人力资源副总裁。刘辉长期在跨国企业从事人力资源管理和企业经营管理, 形成了自己的人力资源管理理念, 与戴维·尤里奇等



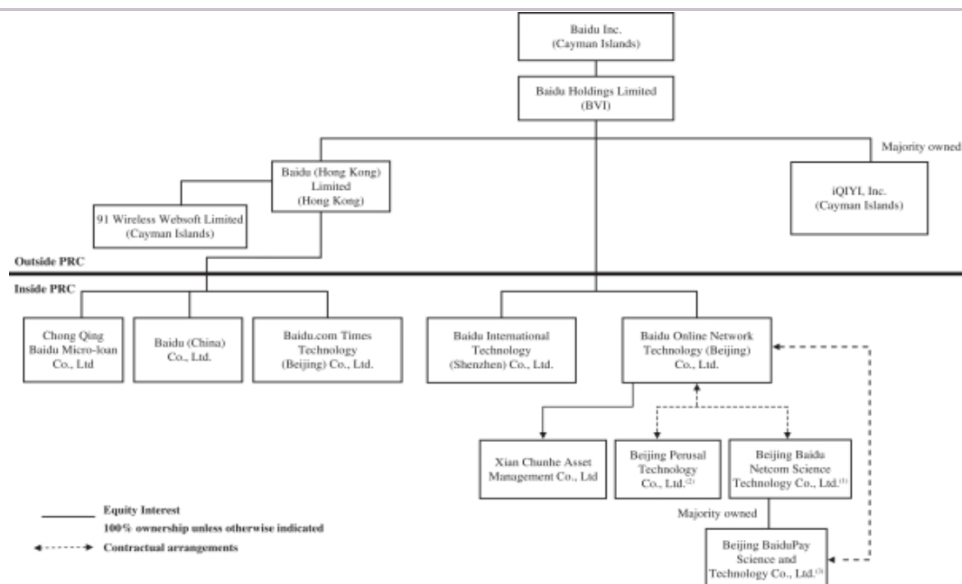
姓名	职务	任职日期	个人简历
			知名人力资源管理教育专家共同致力于人力资源领域的探索。
王海峰	高级副总裁	2010	<p>博士，现任百度高级副总裁，AI 技术平台体系（AIG）总负责人，兼任百度研究院院长，负责百度研究院、语音技术部、自然语言处理部、知识图谱部、大数据部、视觉技术部、人脸技术部、增强现实技术部、AI 技术生态部及若干创新业务部门等。</p> <p>2010-2013 年期间,王海峰先后为百度创建了自然语言处理部、互联网数据研发部（包括知识图谱和互联网数据挖掘）、推荐引擎和个性化部、多媒体部（包括语音和图像技术）、图片搜索部、语音技术部等；2013 年上半年作为执行负责人,协助创建了百度深度学习研究院（IDL）；2014 年,转岗至搜索业务群组任副总经理,先后负责百度搜索、手机百度、信息流等重要产品。</p> <p>王海峰是全球自然语言处理领域最具影响力的国际学术组织 ACL（Association for Computational Linguistics）50 多年历史上唯一出任过主席的华人,是唯一来自中国大陆的 ACL 会士（Fellow）。王海峰兼任中国电子学会副理事长、中国网络空间安全协会副理事长、中国中文信息学会副理事长等,是首届全国创新争先奖唯一来自互联网行业的获奖人，国家科技进步二等奖第一获奖人。</p>
梁志祥	副总裁, 法律总顾问	2011-06-30	<p>2005 年 6 月加盟百度,2011 年 6 月晋升为副总裁,并担任总法律顾问。曾在 2013 年初至 2018 年 2 月任 CEO 助理。梁志祥负责百度大法务审核监察体系工作,具体包括法务部、投资及海外法律事务部、政策研究部、专利事务部、业务监察部、刑事法务侦查部、风控体系产品技术部、在线管理部、业务审核管理部、法务体系糯米业务审核部等。</p> <p>梁志祥毕业于美国耶鲁大学法学院,获得硕士学位。之前,梁志祥曾获得北京大学法学院,澳大利亚新南威尔士大学法学院法律学位。梁志祥曾供职于中国国务院法制办公室、君合律师事务所,并曾在美国达维律师事务所 Davis Polk & Wardwell LLP 纽约总部进行工作交流。梁志祥为公司在各种新业务、新模式的探索中提供了有力的政策法律支持和保障。梁志祥也曾直接参与百度 2005 年在美国纳斯达克 IPO 进程,完成了百度历年的收购兼并和国内外商务合作项目当中的政策和法律支持工作。</p>
王路	监事	2016-09	<p>2016 年 9 月加盟百度,现任百度副总裁,负责公司级的品牌市场、公关、校园品牌市场、政府关系、行政和工程建设、采购等业务。</p> <p>王路是中国数字信息领域里的老兵,拥有丰富的传媒管理、商业拓展经验,对用户在互联网及移动世界里的行为深蕴其道。加入到百度之前,王路曾任沃尔玛电商亚洲区总裁兼 CEO,1 号店 CEO,成功协助沃尔玛全资收购 1 号店,并领导 1 号店在华业务,后又成功协助沃尔玛达成与京东集团的深度全球战略合作。加入沃尔玛之前,曾任 CBS Interactive 全球副总裁、中国区总裁。</p> <p>王路毕业于北京联合大学并在北京大学获得 EMBA 学位。</p>
孙云丰	百度金融首席产品架构师	2016-04	<p>2004 年初加入百度,2016 年 4 月起,任百度金融首席产品架构师,全面负责百度金融服务事业群组（FSG）产品战略及架构等工作。孙云丰在网页搜索、用户产品领域颇有建树,参与了百度大多数重要产品方向的决策和设计工作。</p> <p>孙云丰毕业于大连理工大学管理工程系,2004-2008 年期间先后任百度网页搜索产品主管、产品经理以及高级产品经理。2009 年至今任百度首席产品架构师以及用户产品委员会主席,2012 年 2 月正式成为百度历史上首位 Fellow,进入百度最高决策层,负责百度用户产品体系的决策和设计指导,及产品团队的培养。</p>
景鲲	智能生活事业群组（SLG）总经理	2016-10	<p>景鲲先生是百度的智能生活事业群组（SLG）总经理。2014 年，景鲲正式加入百度，就职于大搜索任总产品架构师，并与大搜索团队一起从 0 到 1 地孵化了度秘业务。2016 年 10 月，景鲲全面负责度秘团队管理工作，并于 2017 年 1 月在美国拉斯维加斯 CES 上。2017 年 7 月，在“2017 百度 AI 开发者大会”（Baidu Create 2017）上，景鲲正式宣布对外全面开放 DuerOS 平台，并随后于 2017 年 11 月百度世界大会上，宣布了全面升级的 DuerOS 2.0。2018 年 3 月，景鲲发布了搭载 DuerOS 最新能力的国内首款智能视频音箱“小度在家”。</p>

资料来源：公司官网，Wind，联讯证券



目前，百度创始人李彦宏作为公司第一大股东，持有百度集团 16.1% 的股份；Baillie Gifford&Co 持有 6.6% 的股份成为第二大股东；BlackRock Inc.、Capital World Investors 和 Vanguard Group Inc. 等分别持有 2%-4% 的股份不等。爱奇艺、度小满金融、百度资本和 91 无线等均为集团旗下重点控股子公司。

图表2： 百度参控股公司示意图



资料来源：2017 年财报，联讯证券

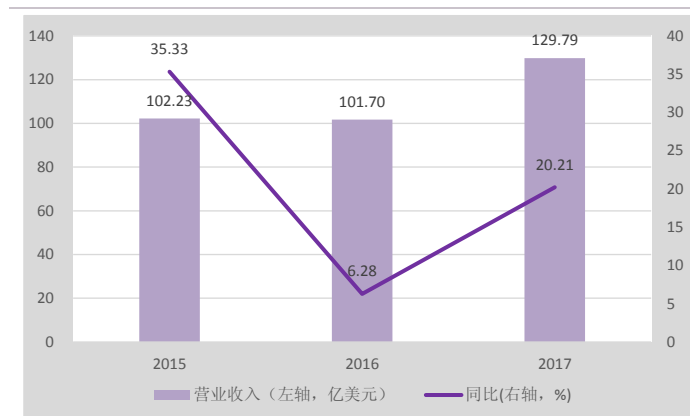
二、财务状况：经营业绩自 16 年起涅槃重生，1Q18 净利同比大涨 277%

（一）公司三年营收 CAGR 为 12.7% 净利润 CAGR 为-26.5%

2015-2017 年营业收入分别为 102.23 亿、101.7 亿和 129.79 亿美元，同比增长率分别为 35.33%、6.28%和 20.21%，CAGR 为 12.7%。2018 年一季度集团营业收入 33.25 亿美元，同比上年同期增速为 23.78%。

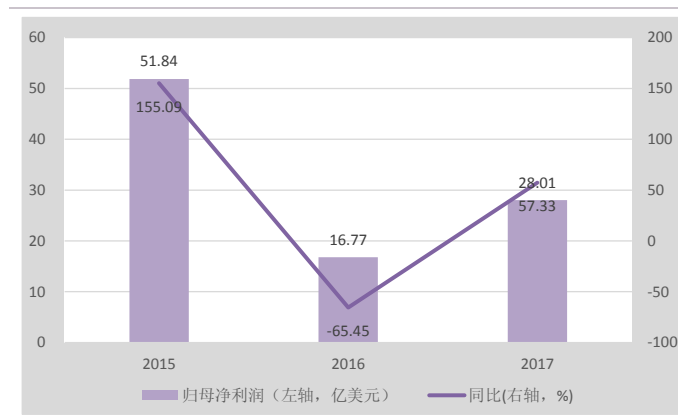
2015-2017 年归母净利润分别为 51.84 亿、16.77 亿和 28.01 亿，同比增长率分别为 155.09%、-65.45%和 57.33%，CAGR 为-26.5%。2018 年一季度公司实现归母净利润 10.65 亿美元，同比上年同期增速为 276.7%。

图表3： 2015-2017 年公司营收 CAGR 为 12.7%



资料来源：公司财报，联讯证券

图表4： 2015-2017 年归母净利润 CAGR 为-26.5%

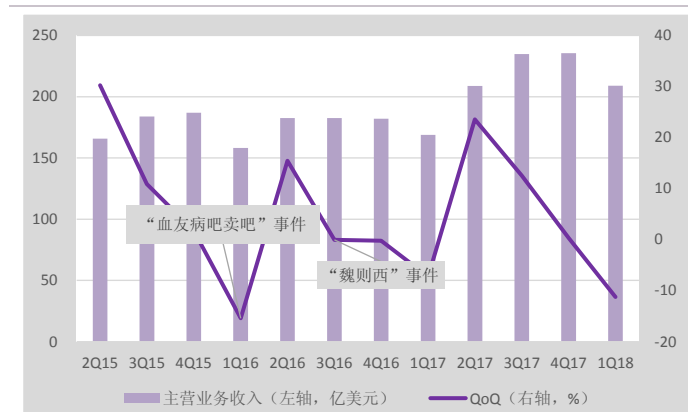


资料来源：公司财报，联讯证券



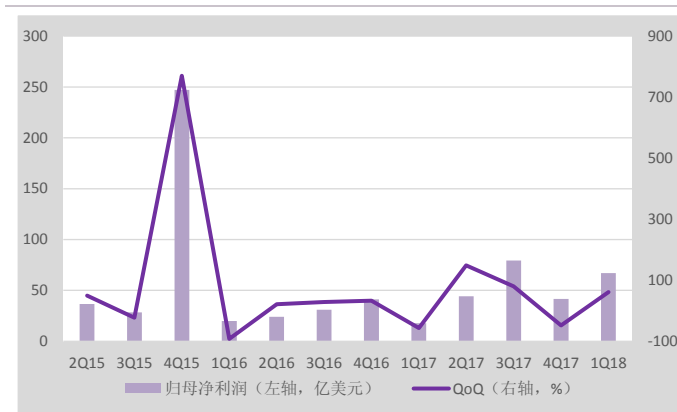
根据季报来看，集团各季度经营业绩表现差异明显，QoQ 在（-20%，40%）之间波动。2016 年，先后被爆出“血友吧卖吧”、“魏则西”和“深夜赌博推广”等事件，百度陷入严重信任危机，公众口碑一度跌至冰点，以致至今也没能完全恢复。受此影响，2016 年百度经营业绩一度出现负增长，直至 2017 年二季度才止跌回升。想必此次事件也是百度下定决心进行改革得重要原因之一。

图表5: “血友病吧、魏则西”事件严重影响营收



资料来源：公司财报，联讯证券

图表6: 1Q18 净利增速远强于前两年

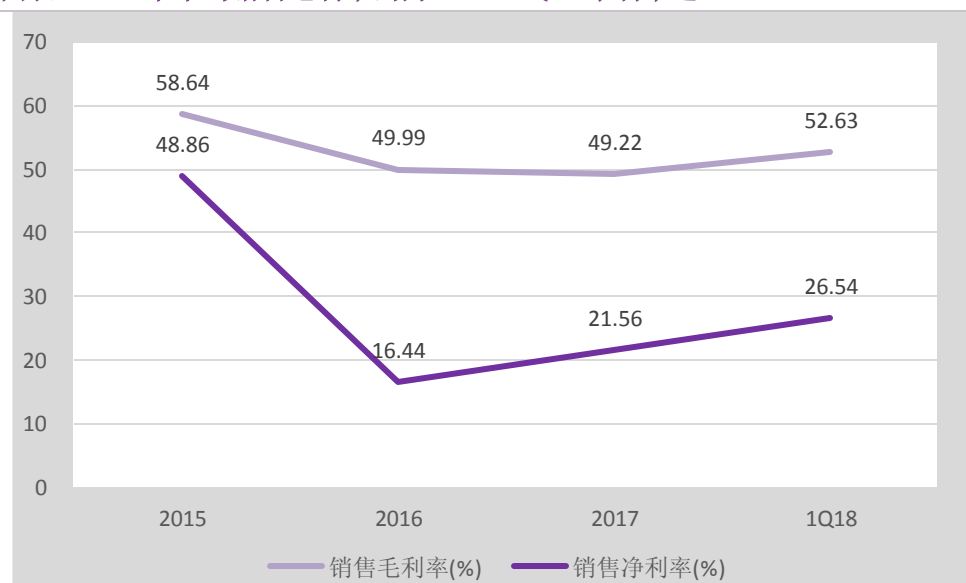


资料来源：公司财报，联讯证券

（二）销售毛利率约为 50%，1Q18 净利率达 26.5%

毛利率方面，公司 2015-2017 年毛利润分别为 59.95 亿、50.84 亿和 63.88 亿美元，对应毛利率分别为 58.64%、49.99%和 49.22%。2018 年一季度公司毛利率为 52.63%，净利率为 26.54%，是自 2016 年以来的最佳表现，高管表示百度通过剥离非核心业务和加大 AI 驱动型业务的投入，实现了前所未有的聚焦，得益于 AI 技术加持，以及对用户体验的持续完善，百度核心业务持续增长。同时，2018 年 3 月 29 日爱奇艺登陆纳斯达克，进一步提振百度业绩表现。

图表7: 三年平均销售毛利率约为 50%，1Q18 净利率达 26.5%



资料来源：公司公告，联讯证券

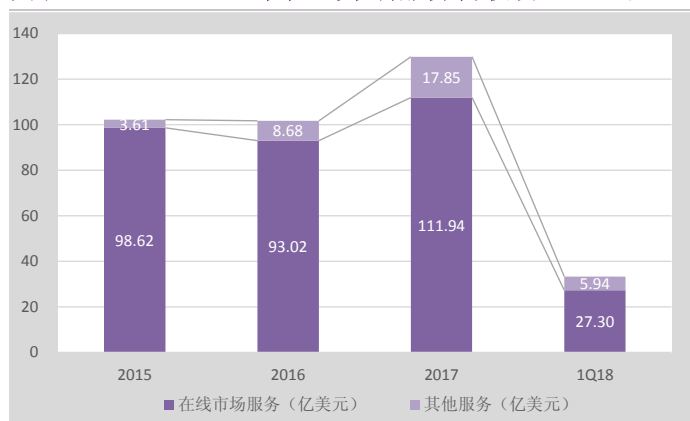


（三）主营业务：2015-2017 年在线市场服务业务营收占比超 85%

2015-2017 年公司核心主营业务——在线市场服务业务收入分别为 98.62 亿、93.02 亿和 111.94 亿美元，CAGR 为 6.5%；其他服务业务收入分别为 3.61 亿、8.68 亿和 17.85 亿美元，CAGR 为 122.4%。

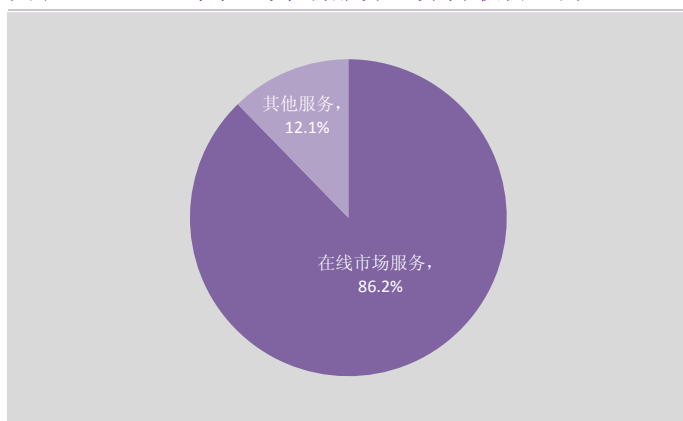
从营收结构看，2017 年百度在线市场服务业务营收占比下降 5.3pcts 至 86.2%，其他服务业务占比上升 3.6 pcts 至 12.1%。

图表8： 2015-2017 年在线市场服务营收占比 85%以上



资料来源：公司公告，联讯证券

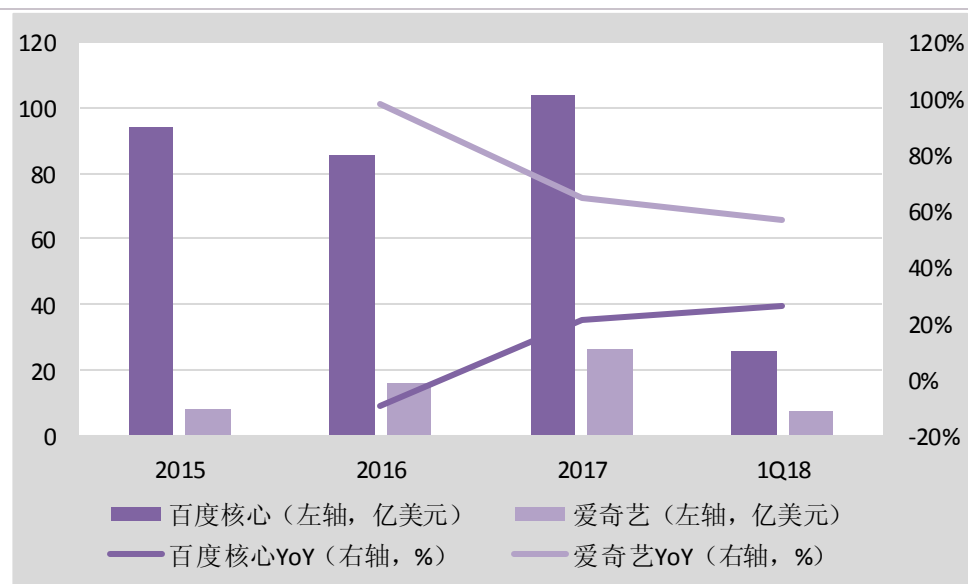
图表9： 2017 年在线市场服务业务营收占比为 86.2%



资料来源：公司公告，联讯证券

分部门来看，2017 年百度核心收入 104.02 亿美元，YoY 为 21%；爱奇艺收入 26.71 亿美元，YoY 为 65%。1Q18 百度核心收入 25.6 亿美元，YoY 为 26%；爱奇艺收入 7.79 亿美元，YoY 为 57%。

图表10： 分部门收入结构中百度核心占比较高，爱奇艺增速较快



资料来源：公司公告，联讯证券

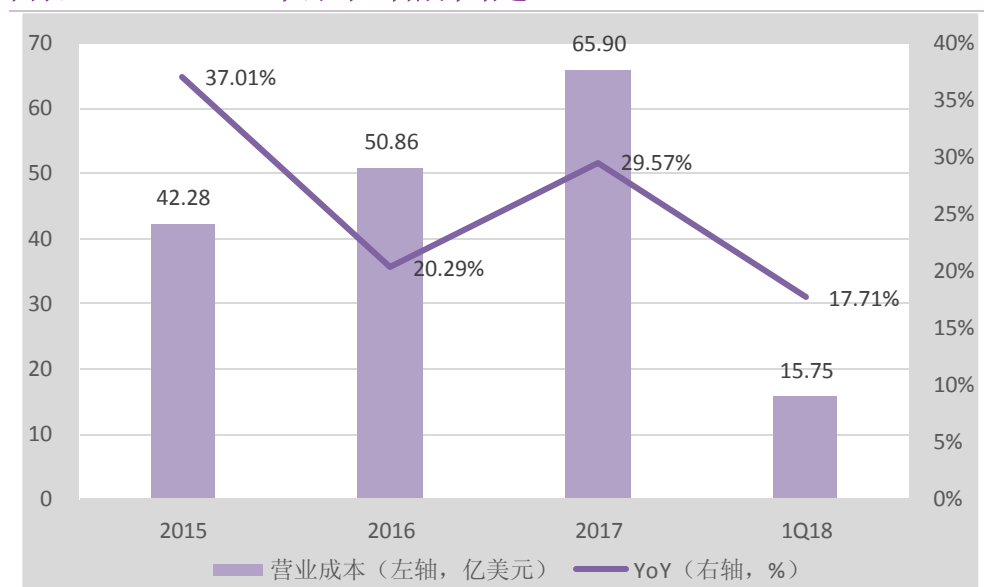
（四）2017 年营业成本占比总收入近 30%，内容生态方面支出占比持续提高

营收高增长的背后，百度面对的是各种成本增长的压力。2015-2017 年百度营业成本分别为 42.28 亿、50.86 亿元和 65.90 亿美元，同比增长率分别为 37.01%、20.29%和 29.57%。



2018 年一季度，集团营业成本 15.75 亿美元，同比增长 17.71%。

图表11： 2015-2017 年公司经营成本增速



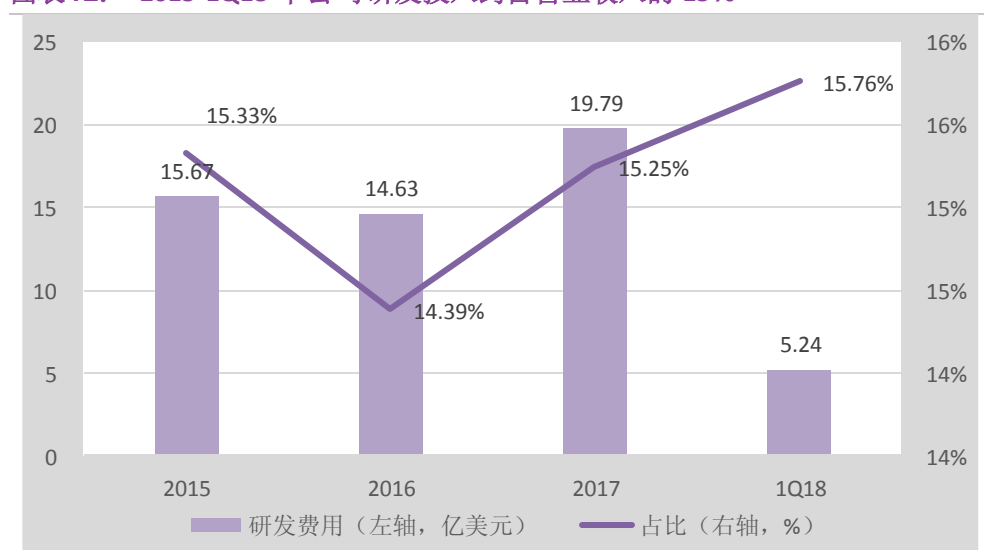
资料来源：公司公告，联讯证券

在营业成本中，内容支出持续增长。百度 2017 财年内容成本为 20.6 亿美元，占总营收的 15.8%，相比去年同期的 11.1%，上升了 4.7pcts。百度内容成本的增长，主要是由于爱奇艺的内容成本增长。另外，2018 年 1 月百度表示将加强“百家号”方面的扶持，并推出了相应的补贴计划，这意味着今年百度在内容生态培育方面的支出将再创新高。

（五）研发支出约占营业收入的 15%

2017 财年百度研发支出为 19.9 亿美元，约合人民币 129.28 亿元，比 2016 财年增长 27%，主要用于实施“夯实移动基础，决胜 AI 时代”的核心战略和研发员工相关成本的增长。自 2015 年起，百度的研发资金便跃上了百亿人民币台阶，达到 101.76 亿元，约合 15.67 亿美元，同比增长 45.8%。

图表12： 2015-1Q18 年公司研发投入约占营业收入的 15%



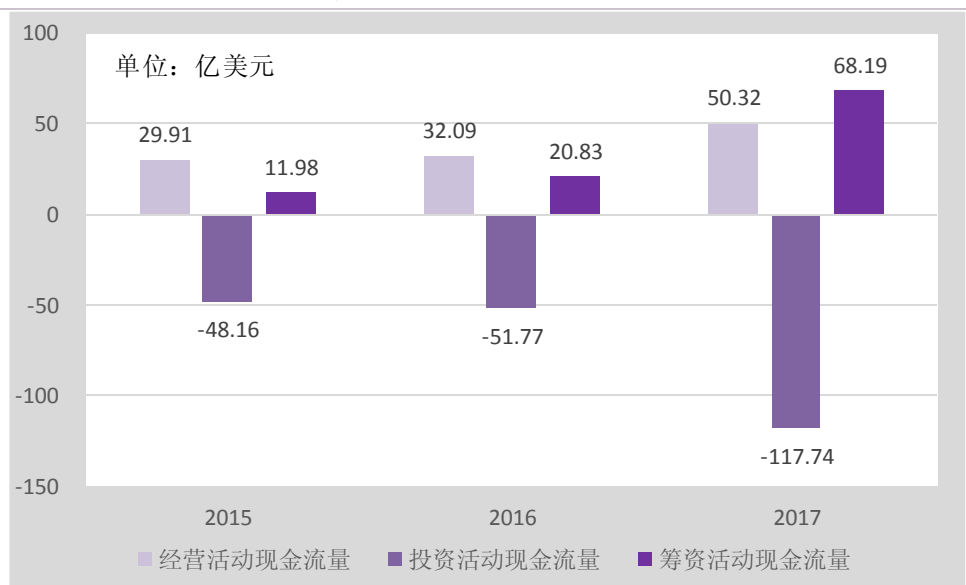
资料来源：公司公告，联讯证券



（六）关键财务指标分析：2015-2017 年公司战略投资支出巨大，对 AI 领域的投入尚处于孵化期

根据现金流量表，2015-2016 年公司经营活动和筹资活动现金净流入之和，约等于投资活动的现金净流出，说明百度将经营和筹资所获现金几乎全部用于对外投资，其中人工智能和内容支出为最主要投资方向。2017 年末，公司期末现金余额为 16.96 亿美元，连续三年公司现金余额均超 15 亿美元，表明公司经营业绩良好，盈利能力高，现金流较好。

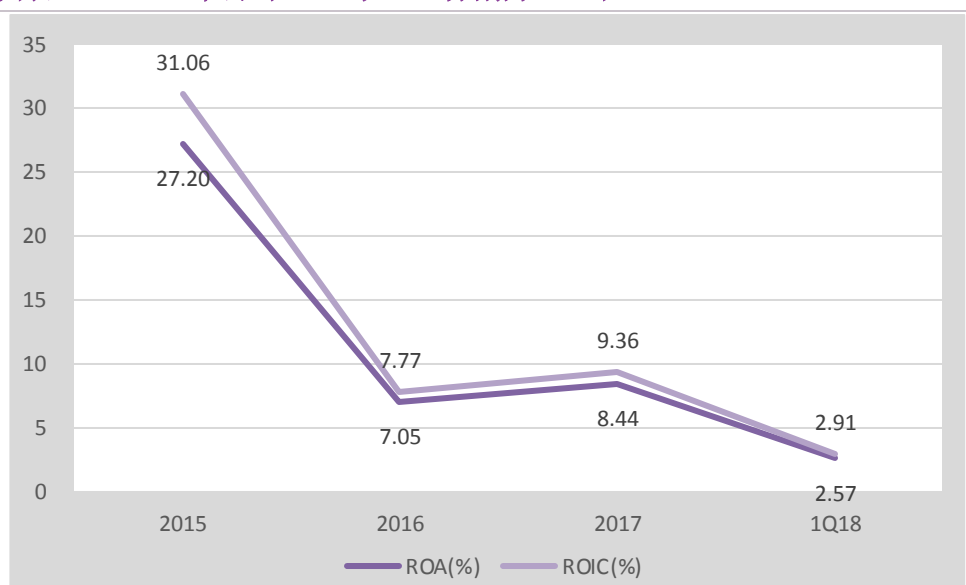
图表13： 经营和筹资所获现金几乎全部用于投资



资料来源：公司公告，联讯证券

百度经历了 2016 年的重大危机后，自 2017 年开始坚定转型，邀请陆奇加盟，撤并非核心业务，加大对人工智能领域的投入。目前公司已经进入改革的深水区，对人工智能领域的投资尚不能实现回报。

图表14： 2017 年公司 ROA 与 ROIC 分别为 9.36 和 8.44



资料来源：Wind，联讯证券



三、搜索巨头转型，确定“Feed 流+AI”为主航道

2017 年 1 月 17 日，前微软全球执行副总裁陆奇加盟百度，开启改革序幕。根据《财经》在《陆奇举刀，百度第三次重组内阁》中的报道，陆奇在任期内确立了“夯实移动基础、决战 AI 之巅”的战略基础；将非核心业务：百度医疗、百度外卖、百度糯米影业裁撤或出售，分拆百度金融和百度国际；新成立“智能驾驶事业群组”、“AI 技术平台体系”和“智能生活事业群组”，专注 AI 发展。

《财经》杂志指出：“陆奇将百度业务梳理成“四象限”。纵坐标分为两大使命——关键使命（“夯实移动基础”）和非关键使命（“决胜 AI 时代”），横坐标分为主航道和护城河。主航道是战略级业务，护城河为主航道提供支持，保驾护航。”

图表15： 百度战略“四象限”

图1： 百度战略“四象限”

资料来源：本刊记者根据采访资料整理 制图：颜斌



资料来源：《财经》杂志，联讯证券

“第一象限是关键使命+主航道，包括移动搜索、Feed 和百度 App；第二象限是关键使命+护城河，包括 PC 搜索和大商业；第三象限是非关键使命+主航道，包括百度金融、DuerOS、智能驾驶、智能家居、智能云、短视频和 AIG；第四象限是非关键使命+护城河，包括贴吧、知识、地图、糯米等。”

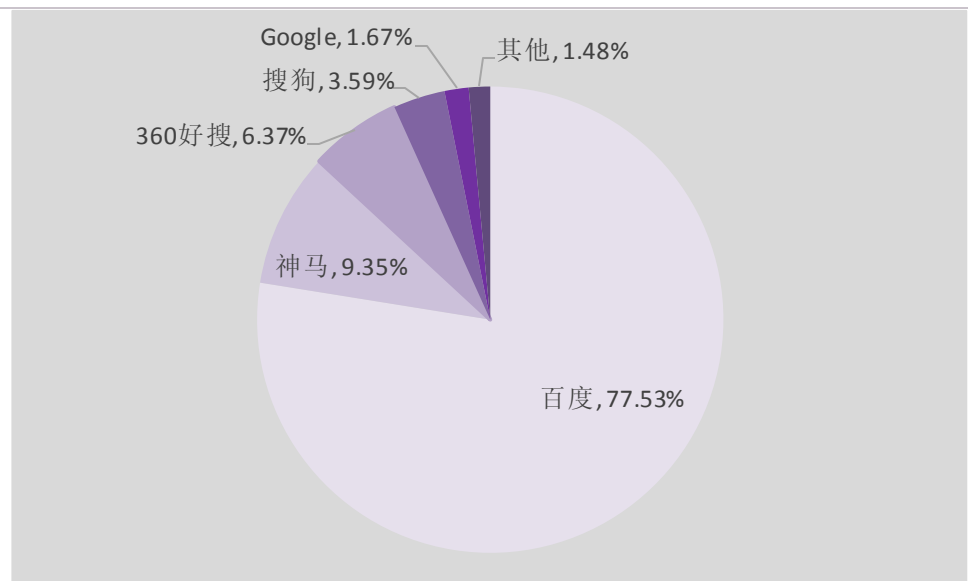
（一）“搜索+Feed 流+AI”为广告业务赋能

1、百度在中国引擎市场占有率为 70%左右，与 Google 差距依然巨大

根据青瓜传媒在自身网站上给出的统计，2018 年 4 月，百度以 77.53%的市场占有率稳居中国搜索引擎市场头名（PC 端+移动端），相比前三个月表现有所回暖。依托于自家浏览器，获取流量的神马搜索和 360 搜索分列二三位。



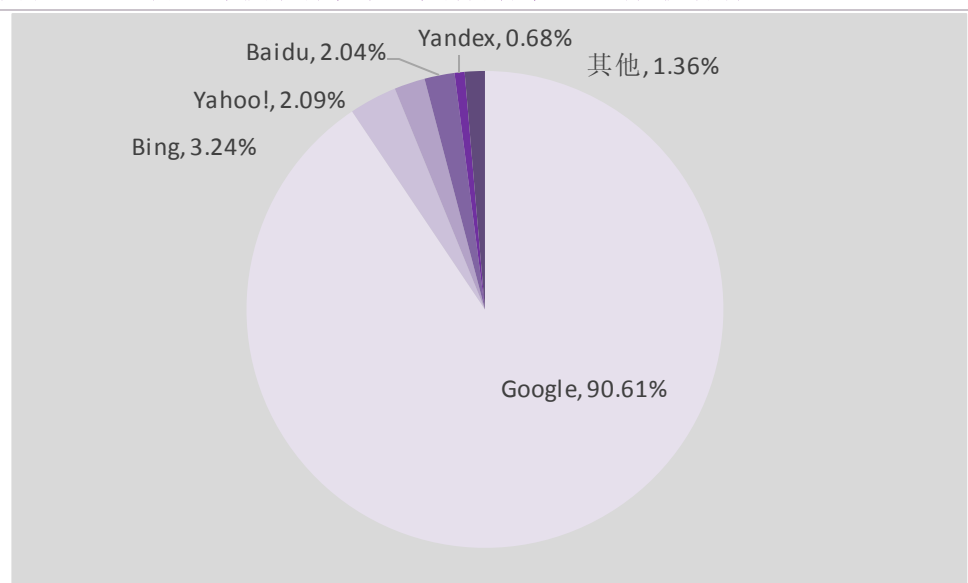
图表16: 4月中国搜索引擎综合市场占有率(PC端+移动端)



资料来源: 青瓜传媒, 联讯证券

而从全球市场来看, 百度距离全球第一搜索巨头 Google, 仍有加大差距。

图表17: 4月全球搜索引擎综合市场占有率(PC端+移动端)



资料来源: 青瓜传媒, 联讯证券

2、搜索广告: 从竞价排名到凤巢系统再到 AI 助力, 逐步改善用户体验

2001 年, 百度率先在国内推出竞价排名的搜索广告推广方式, 之后包括谷歌、雅虎在内的著名搜索引擎网站全部使用了竞价排名的营销模式。所谓竞价排名的核心是按照付费最高者排名靠前的原则, 对购买了同一关键词的客户进行排名的一种方式, 使得百度的竞价排名收入一度达到了其总收入的 90% 以上。

2008 年央视曝光百度的竞价排名机制涉嫌推广虚假医药信息, 公司加强了对广告信息的审核, 并与 2009 年推出“凤巢系统”, 引入关键词质量度体系, 以此反映搜索用户对搜索到百度推广商家的关键词以及关键词创意的认可程度。排名的核心原理为关键词



质量度×出价=排名。尽管百度对于关键词质量的审核要求提高了，并且提出了包括“肿瘤、癌症、治愈率 100%”等诸多违禁关键词，但仍有漏洞可以被利用。

2016 年“血友病吧卖吧”和“魏则西”等事件，再次将百度推上了风口浪尖，用户口碑和营业收入经历了断崖式的下滑。随后李彦宏要求对所有广告主进行重新登记，对医疗药品、P2P 等广告进行全面清理整顿。2017 年在百度“决胜 AI 时代”的战略下，将人工智能应用于广告投放，运用强大的大数据和机器学习能力，判断流量价值、学习行业词细化特征、识别词与客户业务的相关性，并推出了“好词快投”、“小 A 智投”和“流量优化助手”等工具，从而给客户尽可能的提供高质量的流量，帮助客户提升投放效果。

图表18： 百度推广界面



资料来源：公司官网，联讯证券

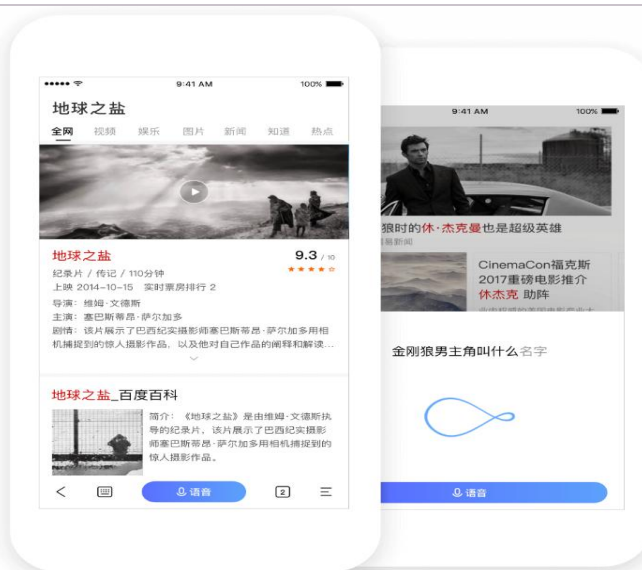
图表19： 小 A 智投机器学习原理



资料来源：公司官网，联讯证券

2018 年 5 月 26 日，李彦宏在中国国际大数据产业博览会上，发表了题为《为了一个更美好的 AI 时代》的演讲，并在演讲中承诺：“简单搜索永远没有广告！” 2017 年 7 月上线的“简单搜索”的主要特点为：无广告+AI，其内置 AI 能对语音、图像、自然语言精确理解。尽管没有广告的纯搜索 App 暂时无法实现营收，但其获取的用户使用数据，将进一步提升 AI 能力。

图表20： 简单搜索 App 界面



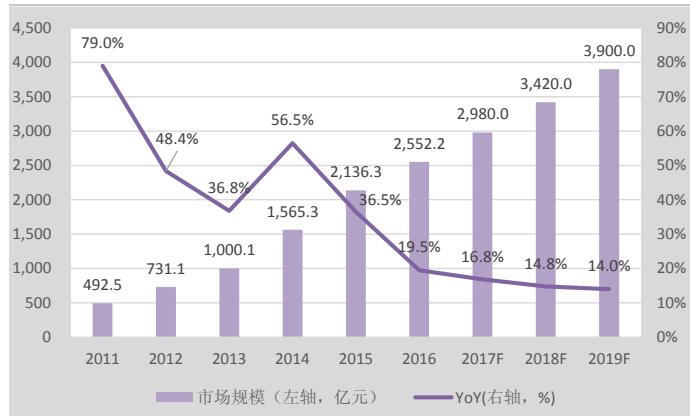
资料来源：公司官网，联讯证券



3、Feed 流：广告即内容

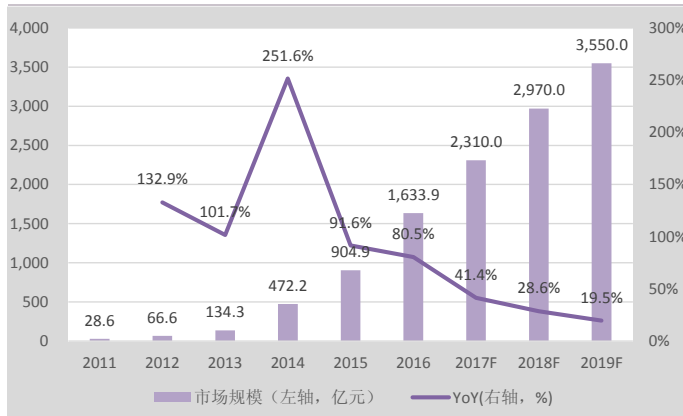
Feed 广告是指一种依据社交群体属性对用户喜好和特点进行智能推广的广告形式。其主要展现形式是穿插在新闻资讯、社交信息甚至视频之中，根据用户行为和兴趣，通过大数据采集和机器学习算法进行广告推荐，从而达到更精确有效的投放效果，而 Feed 流最主要的应用场景就是带有信息功能的 APP。根据易观发布的《中国信息流广告市场专题分析 2017》的统计，2016 年成为移动营销市场与 PC 广告市场的分水岭，移动端的增长首次超过 PC 端，未来随着用户对于移动互联网依赖程度加深，移动互联网的营销潜力将进一步释放。

图表21： 2018 中国互联网广告市场规模约为 3420 亿



资料来源: Analysys 易观, 联讯证券

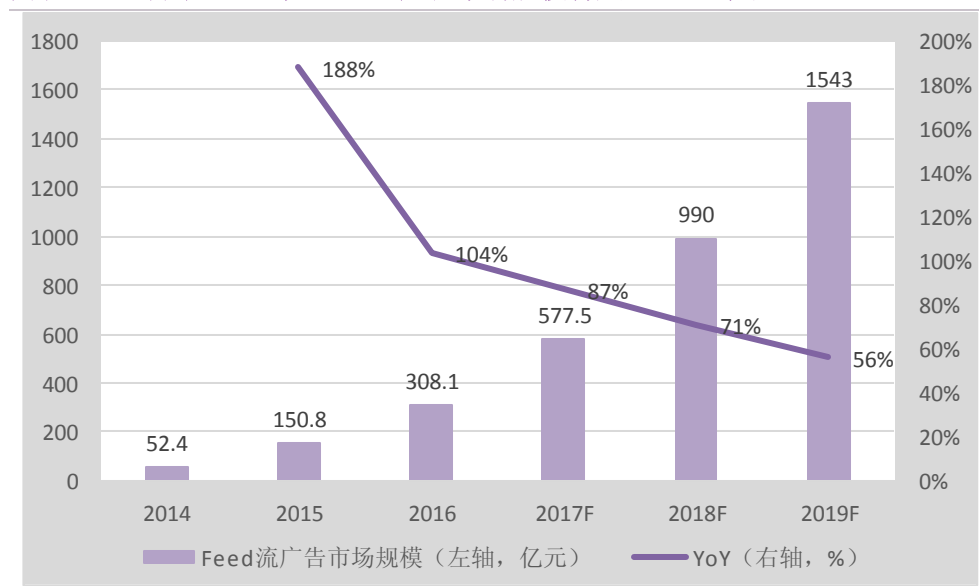
图表22： 2016 年中国移动端营销规模超过 PC 端



资料来源: Analysys 易观, 联讯证券

Feed 流广告作为移动营销中最精确最智能的模式,既有别于线上硬广的强迫式灌输,将信息流广告放在受众主动打开浏览的新闻咨询中,又能凭借大数据和机器学习,针对用户喜好和特点,将广告更精确地推送给需求者。根据易观的统计数据显示,预计未来信息流广告市场规模将持续性增长,到 2019 年将超过 1500 亿元市场规模。

图表23： 预计 2019 年 Feed 流广告市场规模将超过 1500 亿元



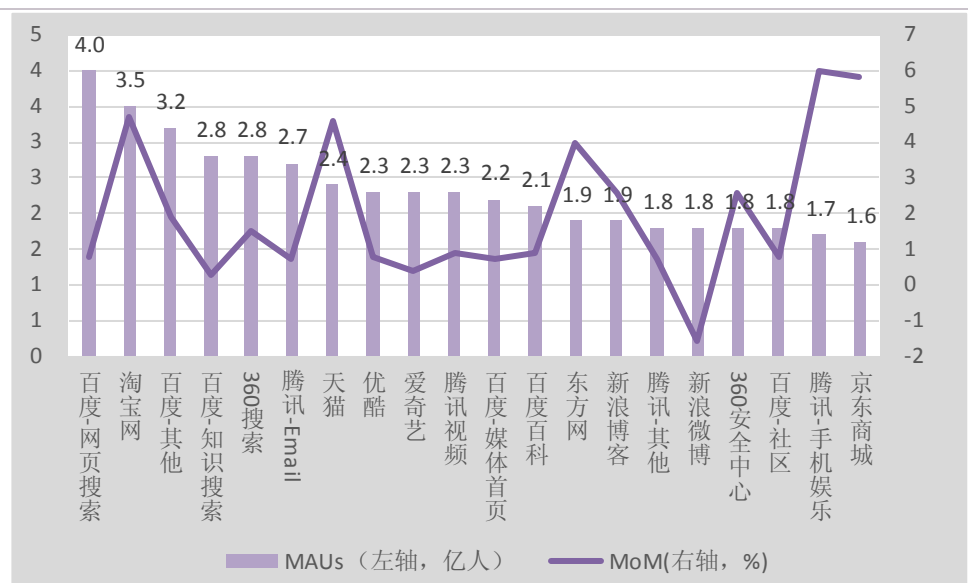
资料来源: Analysys 易观, 联讯证券

百度作为第一中文互联网搜索引擎,每天获得数十亿次搜索请求,超过 1 亿用户浏览百度信息流、800 亿次定位服务请求,覆盖用户生活十大场景,基本形成了百度互联网生



态体系。根据艾瑞咨询的数据，在 PC 端，2018 年 5 月网页月度覆盖人数 TOP20 中，百度占据 7 席，其中“搜索”页面以 4 亿的 MAUs 高居榜首。

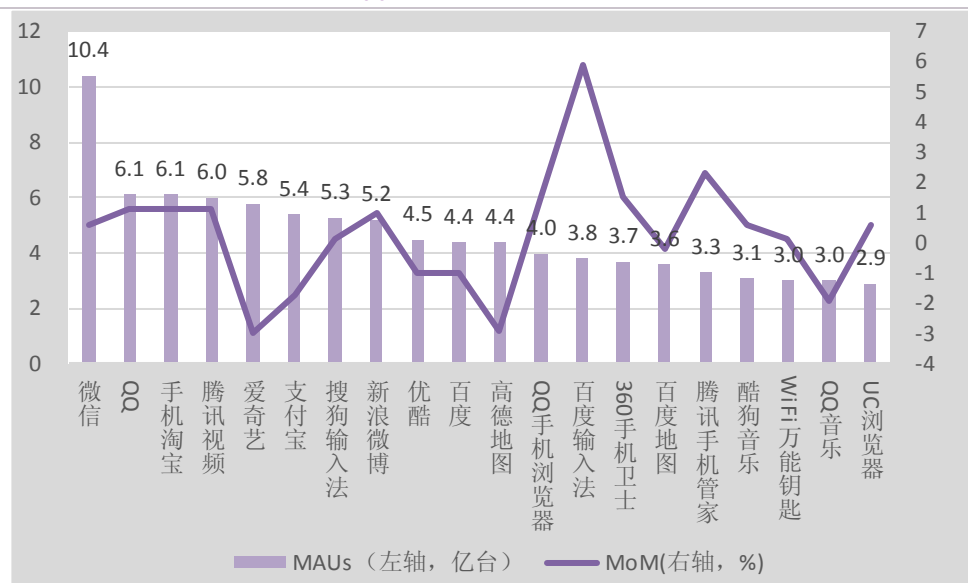
图表24： 2018 年 5 月 PC 网页 MAUs TOP20



资料来源：艾瑞咨询，联讯证券

在 2018 年 5 月的移动 App 月度活跃设备数 TOP20 中，百度旗下 App 占据 4 席，其中爱奇艺以 5.8 亿的 MAUs，排名第 5 位。

图表25： 2018 年 5 月移动 App MAUs TOP20



资料来源：艾瑞咨询，联讯证券

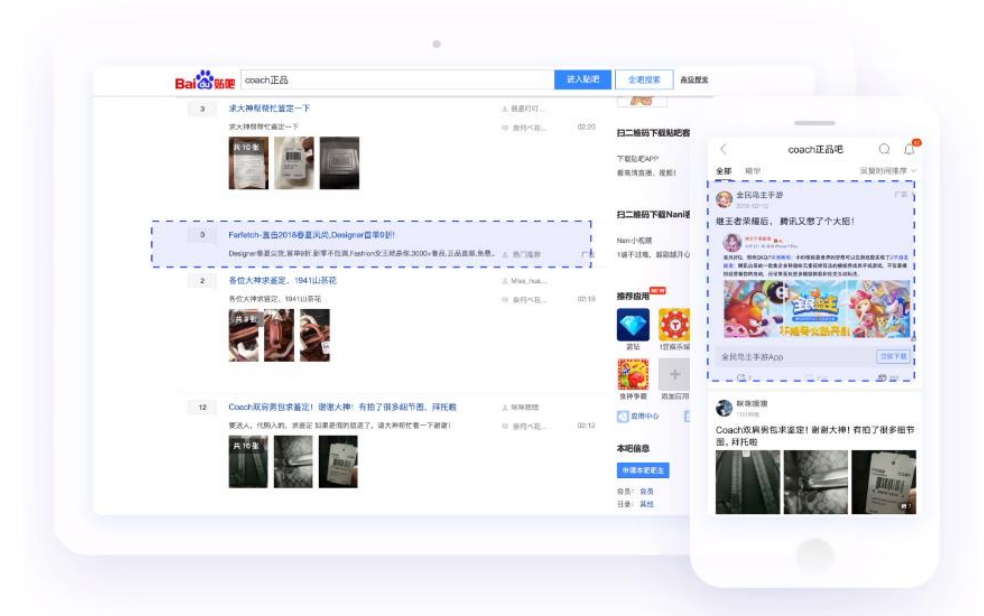
2018 年一季度，百度 App 的核心地位得到进一步强化，原手机百度正式更名为百度。通过 AI 技术赋能“搜索+Feed 流”业务，帮助广告效率不断提高，其中动态广告在一季度基于 AI 驱动的动态图像功能，可以根据用户偏好呈现出略有不同的个性化广告推荐，为用户和客户带来了优质体验。

在当前中国移动互联网人口红利逐渐消失的情况下，百度 App 日活跃用户数到达 1.37 亿，同比增长 18%，每日用户浏览时间同比增长更是超过 30%，信息流内容中视频



分发比例扩大到 48%。同时，熊掌号已覆盖 30% 的搜索结果。说明大数据和 AI 对 Feed 流算法的智能推荐体验的提升，获得越来越多的用户的认可。

图表26： 百度 Feed 流广告展示



资料来源：公司官网，联讯证券

（二）开放为主的 AI 战略：Everyone can AI

2018 年 7 月 4 日，百度 AI 开发者大会在国家会议中心召开。在会上，百度发布了实现量产的 L4 级无人驾驶巴士“阿波龙”、中国首款云端全功能 AI 芯片“昆仑”、全栈技术布局的百度大脑 3.0、DuerOS 3.0、Apollo 3.0 和百度智能小程序。贯穿全场的“开放”、“安全”、“精准”、“自然”和“智能”等关键词体现了百度做 AI 的理念。

李彦宏在会上表示，百度将致力于通过数据、算力和算法的不断替代和不断开放来填平 AI 时代的“智能鸿沟”，让每一个开发者能够接触到全球最先进的 AI 技术，实现 Everyone can AI。

1、依托 Apollo3.0 实现量产的全球首款 L4 级无人驾驶巴士“阿波龙”

百度和金龙客车合作的全球首款 L4 级自动驾驶巴士“阿波龙”正式量产下线。“阿波龙”去除了方向盘、油门和刹车踏板等传统驾驶硬件，但在软件层面的复杂度呈指数级增长。阿波龙背后提供“面向量产的解决方案”的核心就是全新自动驾驶平台 Apollo 3.0。

为了让硬件厂商可以加速自己的硬件开发，让开发者用更低成本获取硬件打造自己的无人车，Apollo3.0 版本开放了 22 万多行代码，接入业内各种资源，一起组建硬件开发平台。其面向量产的 AI 车联网解决方案，将开发时间由半年大幅缩短至最快 30 天，让开发者和合作伙伴最快只需三个月就可以造出自己的无人车。

当前已经下线的“阿波龙”即将发往北京、雄安、福建平潭、广州、深圳、碧桂园等地开展商业化运营，并与软银集团合作将“阿波龙”销往日本，实现中国自动驾驶电动车的首次“出海”。

图表27： Apollo 3.0 面向量产，更加开放



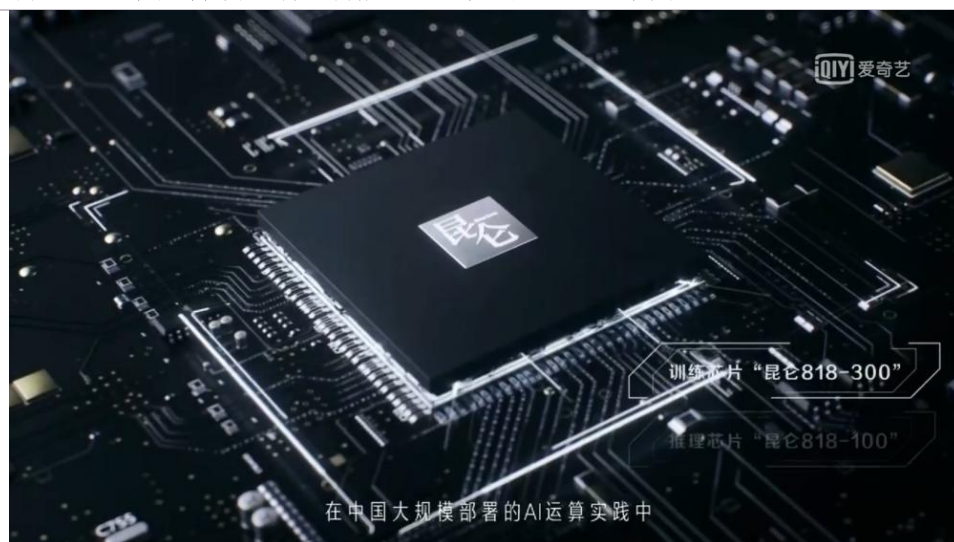
资料来源：2018 百度 AI 开发者大会，联讯证券

2、中国首款云端全功能 AI 芯片“昆仑”

“昆仑”芯片在具体型号上分为两款：分别是训练型的“昆仑 818-300”和推理型的“昆仑 818-100”。这两款芯片采用 14nm 三星工艺，内存带宽可达 512GB/s，运算性能高达 260Tops，功耗不到 200w。根据百度官方发布的数据，“昆仑”的算力或将超越 Google TPU v3 和 NVIDIA V100 GPU 两大 AI 芯片，成为业内设计算力最高的 AI 芯片。

“昆仑”将适配常用深度学习算法、自然语言处理、大规模语音识别、自动驾驶、大规模推荐等端云不同场景的计算需求，为更加智能百度大脑提供硬件支持。

图表28：中国首款云端全功能 AI 芯片“昆仑”渲染图



资料来源：2018 百度 AI 开发者大会，联讯证券

3、以“多模态深度语义理解”为核心的百度大脑 3.0 亦是百度整体 AI 能力的核心

全新百度大脑 3.0 形成了从芯片到深度学习框架、平台、生态的 AI 全栈技术布局。并已经对外开放了 110 多项领先的 AI 能力，每天调用超过 4000 亿次。百度大脑 3.0 首次在业内提出了以视觉语义化、语音语义一体化、自然语言理解等为核心的“多模态深度



语义理解”概念，对文字、声音、图片、视频等多模态的数据和信息进行深层次多维度的语义理解，让机器不仅能听清、看清，更能深入理解它背后的含义，深度地理解真实世界，进而更好地支撑各种应用。

百度 AI 技术平台体系总负责人王海峰在会上演示了百度大脑 3.0 用视觉语义化技术解析世界杯视频，在无人售货商店中识别人物、动作、物品并关联时间序列以及百度地图理解复杂的出行导航需求并规划最优路线。同时表示百度大脑目前已阅读了超过一十亿篇文章，相当于 6 万个中国国家图书馆的藏书，并不断优化理解能力以贴合用户需求。以百度大脑为技术支持的百度 AI 客服更加自然、智能，甚至足以让用户无法分辨 AI 客服与真人的区别。

图表29： 百度大脑开放了 110 多项 AI 能力，每天调用超过 4000 亿次



资料来源：2018 百度 AI 开发者大会，联讯证券

4、具备划时代的自然对话交互、全新对话式内容服务生态和打通商业模式闭环的 DuerOS 3.0

对话式人工智能操作系统 DuerOS 3.0 具备划时代的自然对话交互、全新对话式内容服务生态和打通商业模式闭环三大要素。在**自然对话交互方面**，DuerOS 3.0 提供情感语音播报、声纹识别、儿童模式、极客模式、智能引导与纠错、视觉搜索能力和视频理解能力，并提供超过 20 个跨场景、跨设备的解决方案，包括有屏设备解决方案、蓝牙设备解决方案和行业解决方案等。在**对话式内容服务生态方面**，DuerOS 3.0 以用户需求为核心，根据用户说出的要求，启动对应的服务。在**打通商业模式闭环方面**，开发者可通过技能内付费、付费技能、亿元开发者支持计划、DuerOS 技能大赛等四种方式从 DuerOS 3.0 获取收益，百度将把前 6 个月的收入 100%回馈开发者，同时还另外拿出 1 亿元扶持技能开发者。

DuerOS 3.0 作为百度 AI 战略的主要受益领域，截止 2018 年 6 月，DuerOS 智能设备激活量已经超过 9,000 万，月活跃设备超过 2,500 万。DuerOS 平台生态持续扩大，合作伙伴数量已经超过 200 家，搭载 DuerOS 落地的主控设备超过 110 多款，在 DuerOS 平台上的开发者群体已经超过 16,000 人，这三个数据均为国内第一，平台能力和商业化落地得到进一步体现。



图表30： 具备划时代的自然对话交互、全新对话式内容服务生态和打通商业模式闭环的 DuerOS 3.0



资料来源：2018 百度 AI 开发者大会，联讯证券

5、“更自然、更智能、更开放”的百度智能小程序

百度智能小程序不仅将开放自己所有的端口以及兼容的第三方端口，开发者还可以分享百度的千亿优质流量和百度大脑 3.0 的 AI 能力，开发适合自己的个性化解决方案，利用 AI 技术主动向用户推广，从而获取用户、留存用户并最终在客户身上实现变现。通过彻底打通 AI 与移动端，打造一个更加开放的内容服务生态。

6、百度的战略投资版图体现了其做好 AI 的决心

百度在上述 AI 技术上取得的成就离不开其对于人工智能领域的战略投资。根据雷锋网的整理，2017 年百度收购了 3 家人工智能公司（美国 2 家，中国 1 家），投资的公司有 18 家，其中有 5 家美国公司，12 家中国公司，1 家以色列公司。人工智能热门领域 AI 芯片、自动驾驶、语音交互、医疗健康、智能家居等都有所涉及。

百度风投 2017 年领投美国 VR/AR 公司 8i、作业盒子，投资鲸仓科技、梯影传媒等“撒豆成兵”，涉及领域较为宽广且均为早期融资。百度资本领投蔚来汽车、威马汽车和货车帮，大都是即将迈入收获期的公司。而百度投资并购部 2017 年全资收购 KITT AI、渡鸦科技、xPerception，以及投资首汽约车、蜻蜓 FM 等由百度投资并购部操作，均为百度当前业务需要或有强联系关系的领域，收购后会整合融入进百度的现有业务。

图表31： 百度投资版图



资料来源：雷锋网，联讯证券

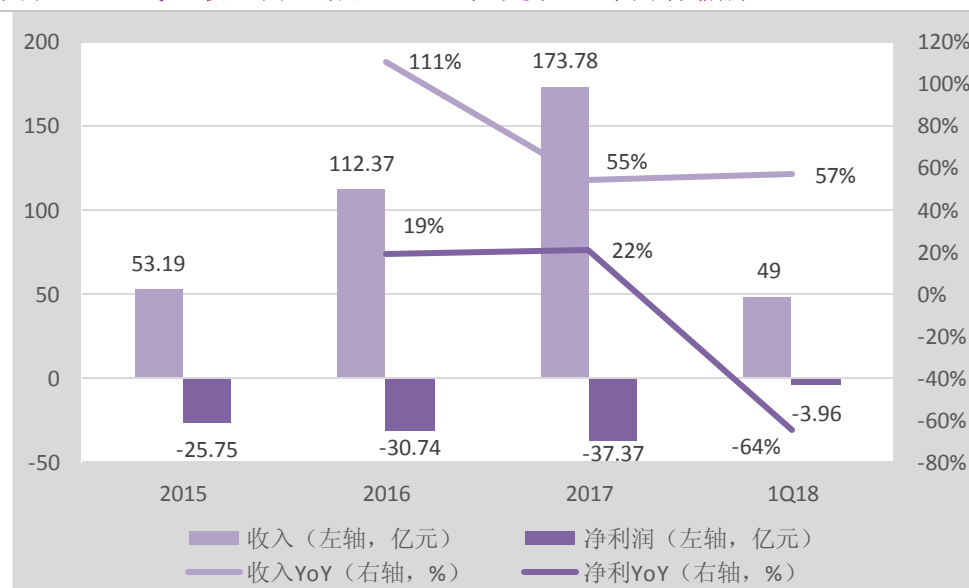


四、爱奇艺会员付费的崛起将为百度“换天花板”

（一）1Q18 收入同比增长 57%，净亏损比上年同期缩减 64%

作为除了“百度核心”以外最重要的业务部门，爱奇艺于今年 3 月 29 号登陆 NASDAQ。根据爱奇艺公布 2018 年第一季度未经审计的财务报告显示，1Q18 爱奇艺总收入为 49 亿元人民币（约合 7.78 亿美元），同比增长 57%。归属爱奇艺的净亏损为 3.96 亿元人民币（约合 6310 万美元），低于去年同期的 11 亿元人民币。预计在 2018 年第二季度，爱奇艺的总收入介于 58 亿元人民币（9.24 亿美元）和 60.4 亿元人民币（9.63 亿美元）之间，同比增长在 42%和 48%之间。

图表32： 1Q18 收入同比增长 57%，净亏损比上年同期缩减 64%

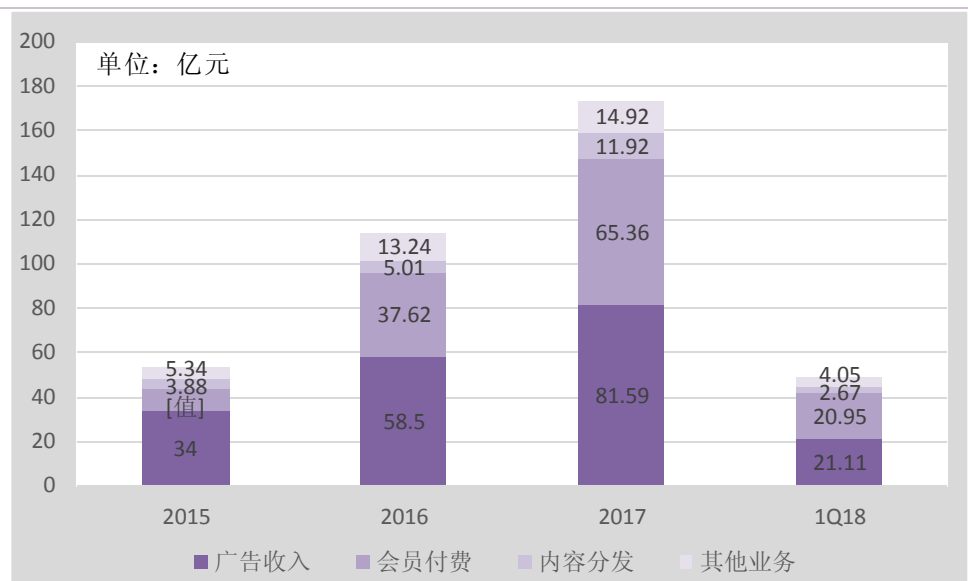


资料来源：爱奇艺招股说明书，1Q18 财报，联讯证券

按项目将收入拆分，广告收入和会员付费是爱奇艺最主要的收入来源。1Q18 爱奇艺广告服务收入为 21.11 亿元人民币（3.37 亿美元），同比增长 52%；会员付费收入为 20.95 亿元人民币（3.34 亿美元），同比增长 67%；内容分发收入为 2.67 亿元人民币（4250 万美元），同比增长 44%；其它业务收入为 4.05 亿元人民币（6460 万美元），同比增长 51%。广告收入和会员付费收入的差距在逐渐缩小，2018 年会员付费收入或将有望超越广告收入成为爱奇艺第一大收入来源。



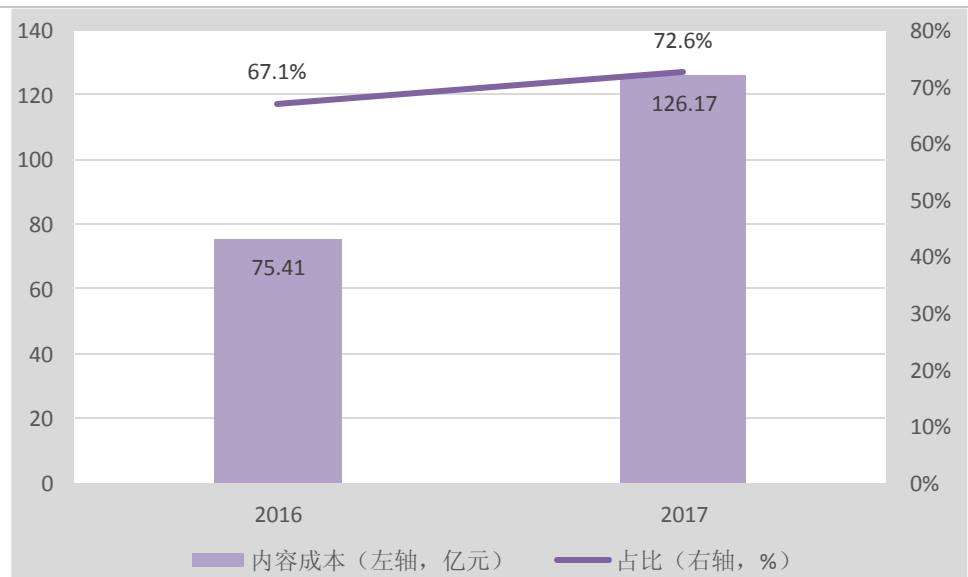
图表33： 广告收入和会员付费收入增速均在 50%以上



资料来源：爱奇艺招股说明书，1Q18 财报，联讯证券

尽管爱奇艺在今年一季度的净亏损已大幅缩窄，但想实现 2018 年扭亏为盈的难度依然较大。爱奇艺亏损的主要原因是内容成本方面支出较高，由于头部版权剧和版权综艺节目在用户拉新和广告商方面的强大号召力，各大在线视频播放平台都在争夺头部内容，以吸引用户付费。根据爱奇艺公布的招股说明书，2017 年爱奇艺的内容成本支出达 126 亿元，同比增长 67%，占总成本的比例，从 2016 年的 67.1% 上升到 72.6%。

图表34： 2017 爱奇艺内容成本达 126 亿，占比 72.6%



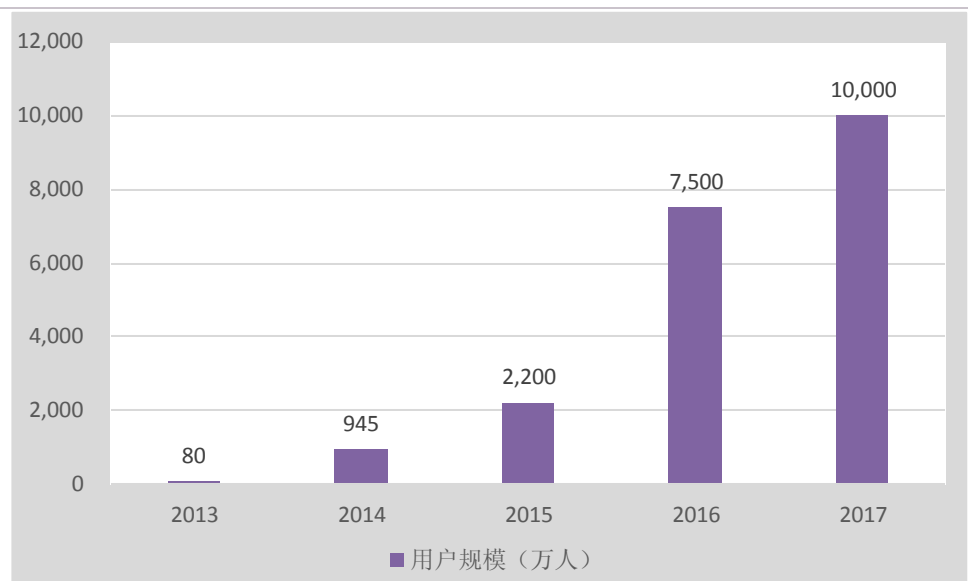
资料来源：爱奇艺招股说明书，1Q18 财报，联讯证券

(二) 1Q18 爱奇艺付费会员人数达 6130 万，ARPU 值仍有进一步提升空间

根据艺恩对于付费会员数量的估计，中国视频付费用户规模经历了井喷式的增长从 2013 年的 80 万到 2017 年的突破一亿，年复合增长率达 119.5%。爱奇艺在 2017 年底拥有 5080 万付费会员，而在一季度财报中公布的会员数量为 6130 万，这意味爱奇艺单季度新增会员数已达 1050 万。



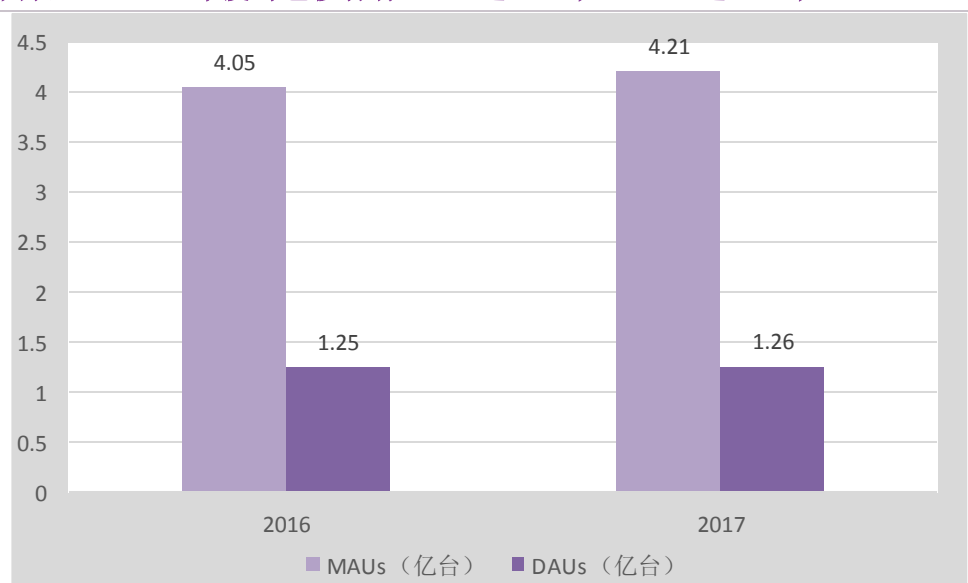
图表35: 2017 年中国视频付费会员数量超过一亿



资料来源: 艺恩网, 联讯证券

根据爱奇艺招股说明书显示, 2017 年爱奇艺移动端 MAUs 已达到了 4.21 亿, DAUs 达 1.26 亿, 同比增长分别为 3.9%和 0.5%, 成为了国内最大的智能电视视频流媒体服务平台。2017 年 12 月, 用户在爱奇艺平台上观看了总计 92 亿小时的视频, 平均每个用户每天花费 1.7 小时使用爱奇艺 App 观看视频。

图表36: 2017 年爱奇艺移动端 MAUs 达 4.21 亿, DAUs 达 1.26 亿



资料来源: 艺恩网, 联讯证券

从付费率来看, 参考 CNNIC 的数据, 2017 年中国的视频网站用户 (PC 端+移动端) 约为 5.79 亿, 由此计算, 中国视频网站用户的付费率约为 17.3%。2016 年美国主要付费视频平台用户数量约为 1.3 亿, 付费率超过 90%, 是中国的 5 倍多。

从 ARPU 值角度来看, 参考艾瑞咨询的数据, 2017 年中国视频付费市场规模达到 217.9 亿, 按 1 亿个付费用户计算, 中国 ARPU 值约为 218 元, 对比美国 Netflix 约为 100 美元的 ARPU 值, 中国 ARPU 值大约仅为美国的三分之一。综合考虑我国国情和居民收入的情



况下，我们认为中国在线视频行业的付费率和 ARPU 值仍有进一步提升空间。

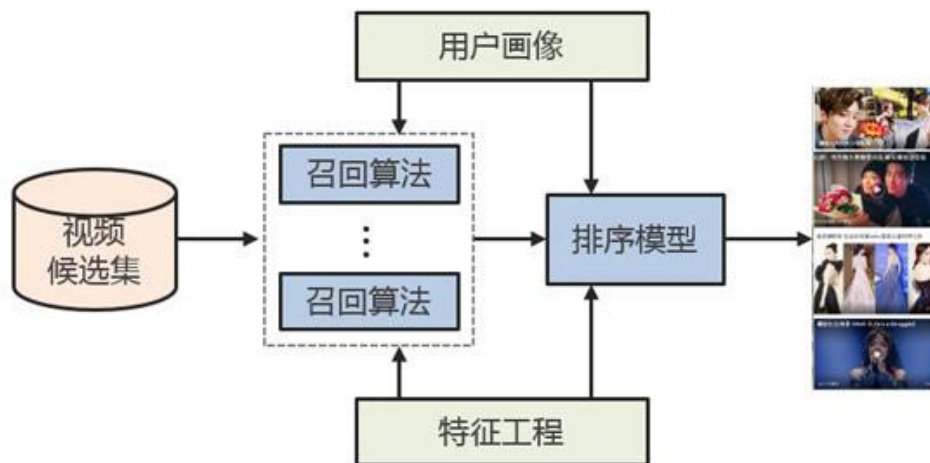
（三）AI 技术助力娱乐生态，打造“AI+软件+硬件”的开放生态圈

2016 年，爱奇艺提出以技术和产品平台为基础，围绕同一内容 IP，逐步打通 VIP 会员、文学、影视、动漫、游戏、直播、阅读、衍生品等一站式、闭环式的服务和生态链，实现 IP 价值最大化的“大苹果树”概念。

2017 年，爱奇艺原创自制内容在中国 10 大原创互联网综艺节目中占据的 5 席，在中国 10 大原创网络剧系列中占据 6 席。自 2015 年起，爱奇艺发布了多个获奖的原创 IP，其中中国第一部高预算原创互联网剧集系列之一的《盗墓笔记》，在首发亮相的 24 小时内观看次数超过 1 亿，总观看次数超过 40 亿。《老九门》和《无证之罪》累计观看次数达 130 亿。互联网综艺节目方面，2014 年发布的《奇葩说》和 2017 年火遍全网的《中国有嘻哈》，观看次数均超过 30 亿。

2018 年，爱奇艺在智能视频高峰论坛上表示，将致力于 AI 技术与娱乐产业深度融合，构建共赢生态。**提升用户体验方面**，爱奇艺推出了基于自研的人脸识别技术的爱奇艺智能明星库、智能选角系统、8KVR 串流，AI ABS 自适应码流，ZoomAI 超分辨率等多项领军行业的 AI 技术应用；**内容生产方面**，爱奇艺通过 AI 智能剪辑，高效处理海量视频数据，助力智能化生产流程；**智能营销方面**，爱奇艺通过 AI 内容识别技术、受众特征识别等技术，帮助广告主创造出既符合用户体验、又打动消费者的营销体验。

图表37： 爱奇艺个性化推荐系统示意图



资料来源：爱奇艺官网，联讯证券

五、投资建议

我们基于以下三点给出投资建议：1、百度作为国内互联网三大巨头之一，其市占率 73.5%的第一大中文搜索引擎，拥有日均响应搜索 60 亿次的巨大流量，为百度的 AI 战略打下对手难以实现的数据和技术基础。2、百度目前已形成了通过广告业务获取收入以投入 AI 研发和内容获取，AI 技术和内容引流再反哺基于“搜索+Feed 流”的广告业务的商业模式。3、2018 年一季度，百度实现收入 33.25 亿美元，YoY 为 23.78%。归母净利润 10.65 亿美元，YoY 为 276.7%。预计二季度总营收将实现同比 26%~33%的增长，介于 249.1



亿元(约合 39.7 亿美元)与 261.9 亿元(约合 41.7 亿美元)的范围之间。自 2017 年以来，公司基本面整体向好，爱奇艺亏损实现递减，2018 年有望维持持续增长态势。

图表38：可比公司估值表

公司名称	证券代码	上市日期	交易币种	收盘价 (2018/7/6)	市值(亿)	PE 2018E	PE 2019E	PE 2020E
腾讯	0700.HK	2004/6/16	HKD	386.6	36,745	35.61	28.24	29.87
阿里巴巴	BABA.N	2014/9/19	USD	186.88	4,727	39.82	28.97	20.84
Google	GOOG.O	2004/8/19	USD	1124.27	7,809	27.23	22.90	19.62
Facebook	FB.O	2012/5/18	USD	198.45	5,744	27.33	21.52	17.54
平均						32.50	25.41	21.97

资料来源：Wind，联讯证券

参照腾讯、阿里、Google、Facebook 四家全球知名互联网行业可比公司，我们认为，百度对 AI 的前瞻性布局，尚未完全体现在市值中，其 2018 年 PE 应该在 27x 到 32 倍之间，建议投资者给予关注。

六、风险提示

投资 AI 和内容生态培育不及预期风险，Google 入华等同行竞争风险，公司高层人事动荡风险，政策监管风险等。



分析师简介

陈净娴：2016 年加入联讯证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com