

推荐 (维持)

信息流与 AI 为搜索带来第二春

2018 年 07 月 22 日

重点公司

重点公司	16EPS	17EPS	评级
百度	4.60	8.11	暂无评级
搜狗	0.12	0.22	暂无评级

单位: 美元

相关报告

《少年强则娱乐强——海外互联网娱乐 2018 年投资策略》
2017-11-27

《云计算大势所趋,非巨头也有春天》2018-04-25

海外研究

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

联系人:

王文洲

wangwenzhou@xyzq.com.cn

SFC: ARO923

SAC: S0190118060102

投资要点

- **信息流与 AI 助力搜索行业在移动时代迎来新增长。**1) 移动时代搜索引擎自主增长放缓: 搜索本质是将分散的信息集中并提供给用户,但在移动时代,各垂直领域内的头部 APP 承担了该领域的信息集中功能,导致搜索引擎 APP 市占率下降。2) 信息流是搜索流量的“再利用”,带来增量广告收入: 信息流广告是互联网广告新增长点,搜索引擎利用自有流量及积累的数据,快速扩张信息流产品用户,赶上信息流广告这班流量变现“快速车”。3) 搜索公司发力 AI,提升自身的“垄断力”和“变现力”,同时促进了信息流发展。
- **行业呈现百度搜狗一超一强局面。**1) 流量规模是核心竞争要素: 流量规模本身是搜索平台强者恒强的关键要素,同时大流量带来大量数据,提升公司技术水平。2) 根据易观数据,2018Q1 百度占搜索引擎市场(收入口径)的 80%,搜狗占据 6.63%,呈现一超一强局面;目前百度自身流量远强于搜狗,未来搜狗可借助腾讯流量缩小差距,但百度强于搜狗的局面会在一定时间内维持。
- **海外启示录: Google 持续发力新产品与新技术,其中一个目的即在于提升公司垄断力,提前卡位未来用户入口,广告变现仍是当前主要收入来源,中国公司目前战略与之趋同。**1) 谷歌核心产品除搜索外还包括邮箱、视频、浏览器、安卓系统、云、地图等,同时大力发展 AI,目的并非在于通过其赚钱,而在于提升自身流量占有率,同时提前卡位未来用户入口,当前仍通过广告变现,2017 年 Google 广告收入占比高达 87%。2) 中国搜索公司战略与之趋同,百度目前大力发展 AI,根本原因在于通过 AI 提升自己的流量占有率,AI 短时间内无法变现,但有利于提前卡位流量入口,从当下看 AI 又有助于搜索和信息流发展,提升广告收入。
- **投资建议: 重点关注百度与搜狗。**我们认为,随着 AI 和信息流的助力,搜索行业增长可观,百度作为国内 AI 领导者,有望在国内沿着 Google 的道路发展,而搜狗借助腾讯流量有望增加市场份额,二者均建议重点关注。1) 百度作为搜索行业绝对龙头,通过信息流的方式变现流量价值;同时作为目前国内最大的智能语音 AI 和自动驾驶 AI 研发公司,未来有望建立属于百度的 AI 生态。2) 搜狗依靠腾讯体系,搜索广告收入增速高于百度,在纯搜索市场的份额有望稳定提升;同时公司积极发力 AI 带来估值空间。

风险提示: 信息流行业竞争加剧; AI 发展具有不确定性; 行业政策风险; 宏观经济下行。



目 录

1、借助信息流与 AI，搜索行业迎来移动时代新增长	- 4 -
1.1、移动时代搜索引擎增长放缓	- 4 -
1.2、信息流与 AI 为搜索带来新的增长点	- 7 -
2、行业格局：百度搜狗呈现一超一强局面	- 14 -
2.1、流量规模是核心竞争要素	- 14 -
2.2、百度搜狗呈现一超一强局面	- 15 -
3、Google 启示录：发力产品与技术以巩固搜索地位	- 17 -
3.1、Google 是全球最大搜索网站	- 17 -
3.2、Google 发展路径：通过发展产品和技术巩固自身搜索统治力	- 18 -
3.3、Google 统治力提升在历史收入上体现为广告增长	- 20 -
4、投资建议：关注百度与搜狗	- 22 -
4.1、百度：夯实移动基础，决胜 AI 时代	- 22 -
4.2、搜狗：搜索、AI 全面发力的“小百度”	- 24 -
5、风险提示	- 26 -

图 1、综合搜索引擎用户规模与增速（万人）	- 4 -
图 2、中国网民规模与增速（万人）	- 4 -
图 3、手机端综合搜索引擎用户规模与增速（万人）	- 5 -
图 4、微信搜索、QQ 浏览器、UC 浏览器首页界面	- 6 -
图 5、中国不同形式网络广告市场份额	- 6 -
图 6、中国搜索引擎广告市场规模自 2014 年起增长放缓	- 7 -
图 7、百度、搜狗搜索、360 搜索 APP 主页界面都有信息流内容	- 8 -
图 8、各大互联网媒体主要信息流产品的上线时间	- 8 -
图 9、信息流广告吸引用户的原因	- 9 -
图 10、2017 年中国用户选择立即关闭的各广告形式占比	- 9 -
图 11、信息流广告市场规模（亿元）	- 10 -
图 12、搜索引擎网站广告市场规模（亿元）	- 11 -
图 13、中国网络广告和移动广告市场规模（亿元）	- 11 -
图 14、百度 App、百度浏览器 App、百度贴吧 App 的信息流广告	- 11 -
图 15、百度 App MAU（万人）	- 12 -
图 16、百度 App 的月度总有效时长（万小时）	- 12 -
图 17、百度搜索服务收入（亿元）	- 12 -
图 18、百度移动端收入（亿元）	- 12 -
图 19、百度运用 AI 提升搜索结果精准度	- 13 -
图 20、百度通过意图标签定向帮助汽车行业广告主找到核心用户，提升广告展现量	- 14 -
图 21、百度和手机淘宝 APP 的月度总有效时长（万小时）	- 15 -
图 22、微信 App 的月度总有效时长（万小时）	- 15 -
图 23、搜索技术仍与流量规模高度相关	- 15 -
图 24、2018Q1 中国搜索引擎市场份额（收入口径）from 易观	- 16 -
图 25、百度 App 和搜狗搜索 App 的月度总有效时长（万小时）	- 16 -
图 26、百度和搜狗的研发费用对比（亿元）	- 17 -
图 27、主要搜索引擎全球市场份额（%）	- 18 -
图 28、Google 各地区收入占比（%）	- 18 -

图 29、Google 的人工智能布局.....	- 19 -
图 30、智能手机操作系统市场份额（%）.....	- 20 -
图 31、全球智能手机出货量(百万台).....	- 20 -
图 32、Alphabet 主营业务收入（百万美元）.....	- 21 -
图 33、Alphabet 净利润收入（百万美元）.....	- 21 -
图 34、Alphabet 各项业务收入（百万美元）.....	- 21 -
图 35、Alphabet 各项业务收入占比（%）.....	- 21 -
图 36、Google 自有资源广告收入（百万美元）.....	- 22 -
图 37、Google 联盟广告收入（百万美元）.....	- 22 -
图 38、百度营业收入和归母净利润（百万元）.....	- 23 -
图 39、百度营业收入结构（百万元）.....	- 23 -
图 40、百度营业成本分拆（百万元）.....	- 24 -
图 41、百度营业成本的收入占比（%）.....	- 24 -
图 42、百度毛利率和净利率（%）.....	- 24 -
图 43、搜狗主要产品和服务.....	- 25 -
图 44、搜狗收入和净利润（亿元）.....	- 25 -
图 45、搜狗毛利率和净利率.....	- 25 -
图 46、搜狗收入结构.....	- 26 -
图 47、搜狗成本结构.....	- 26 -
图 48、搜狗移动端搜索月活（百万人）.....	- 26 -
图 49、搜狗移动端搜索月度总有效时长（万小时）.....	- 26 -
 表 1、主要搜索引擎及手机终端合作厂商.....	- 5 -
表 2、主要信息流产品的推荐算法.....	- 13 -
表 3、Alphabet 业务架构.....	- 17 -
表 4、Google 重大收购事件.....	- 20 -
表 5、搜索公司估值比较.....	- 22 -

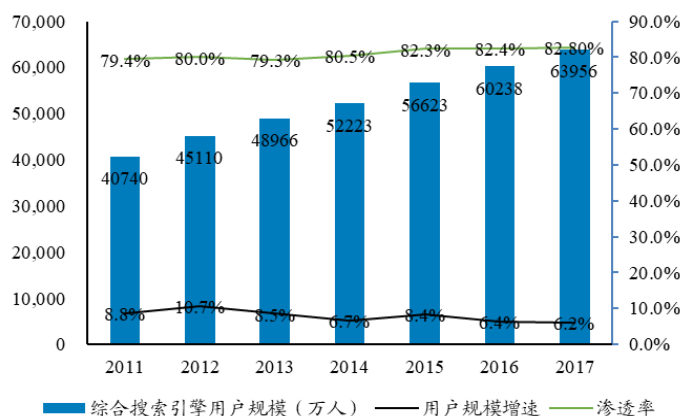
报告正文

1、借助信息流与 AI，搜索行业迎来移动时代新增长

1.1、移动时代搜索引擎增长放缓

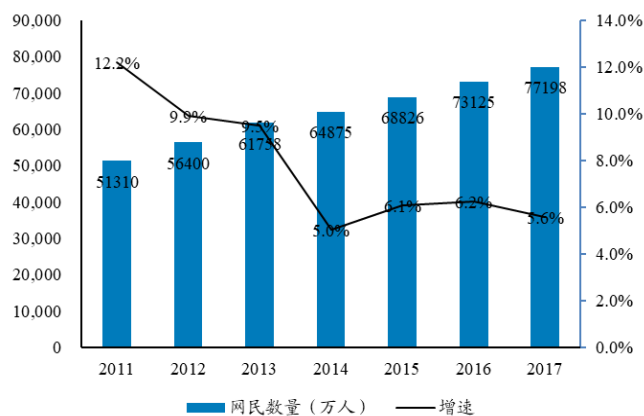
搜索渗透率已高达 82.8%，行业基本饱和。据中国互联网络信息中心发布的第 41 次《中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2017 年 12 月，我国综合搜索引擎用户规模达 6.4 亿，渗透率（占网民的比例）为 82.8%，用户规模较 2016 年底增加 3718 万，同比增长 6.2%；我国网民规模达 7.72 亿，较 2016 年底新增 4074 万，同比增长 5.6%；搜索引擎依然保持互联网基础应用的稳固地位，用户规模增速与网民总体规模增速接近。

图 1、综合搜索引擎用户规模与增速（万人）



资料来源：CNNIC，兴业证券经济与金融研究院整理

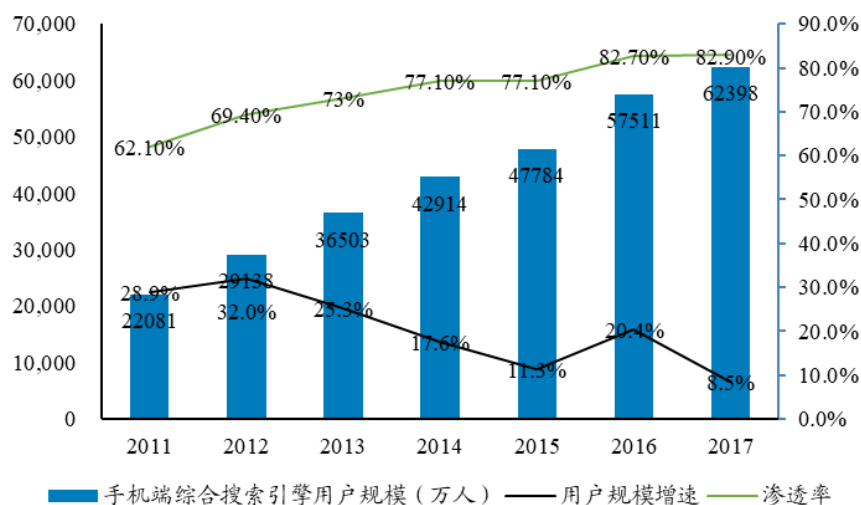
图 2、中国网民规模与增速（万人）



资料来源：CNNIC，兴业证券经济与金融研究院整理

移动搜索占比持续提升，渗透率高达 82.9%，搜索已基本从 PC 端转移动移动端。截至 2017 年 12 月，我国手机端综合搜索引擎用户规模达 6.24 亿，渗透率达 82.9%，用户规模较 2016 年底增加 4887 万，同比增长 8.5%。搜索引擎移动化趋势明显，用户规模增速连续六年保持在 10% 以上，渗透率持续上升。

图 3、手机端综合搜索引擎用户规模与增速（万人）



资料来源：CNNIC，兴业证券经济与金融研究院整理

移动时代，搜索入口集中度降低。搜索本质是将分散的信息集中并提供给用户，但在移动时代，各垂直领域内的头部 APP 承担了该领域的信息集中功能，即“信息不出 APP”，导致搜索引擎 APP 市占率下降。

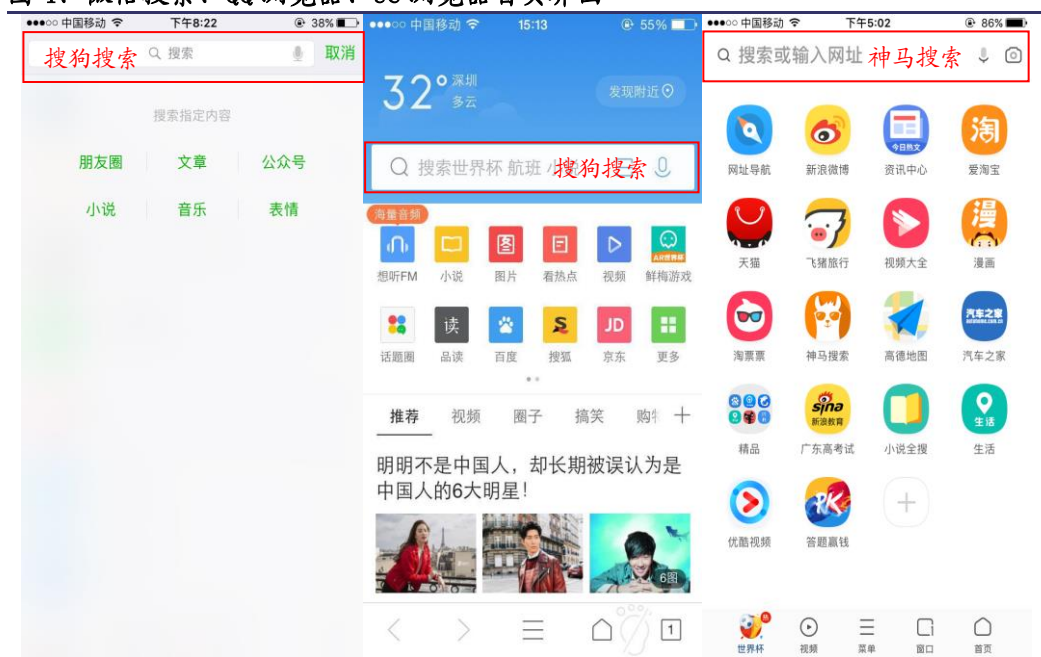
- PC 时代，搜索用户需求集中在获取信息、新闻、资讯等，需求持续时间较长，适合 PC 端浏览，用户习惯打开浏览器通过百度进行搜索。
- 移动时代，移动设备的众多应用程序带有内置搜索，如新闻资讯、微博、移动地图、视频、移动音乐等。移动搜索用户通过常用 APP 和浏览器进行垂直搜索，搜索入口呈分散化。
- 大流量 APP 和手机自带搜索，冲击百度地位。目前微信内置搜索和 QQ 浏览器均默认搜狗搜索；UC 浏览器默认神马搜索。手机方面，目前百度与多家手机厂商达成合作，包括华为、HTC、vivo、OPPO、联想等；截至 2017 年 11 月，搜狗搜索合作的手机品牌有 20 多家，包括华为、OPPO、vivo、联想、小米等；神马搜索先后与小米、魅族、华为等手机厂商达成战略合作，并成为魅族 MX5、小米 Note 等机型的内置搜索。

表 1、主要搜索引擎及手机终端合作厂商

搜索引擎	手机终端合作厂商
百度	华为、HTC、vivo、OPPO、联想等
搜狗	华为、OPPO、vivo、联想、小米等
神马	三星、华为、小米、vivo、OPPO、联想、酷派、中兴、金立等

资料来源：新闻整理、品牌官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、微信搜索、QQ 浏览器、UC 浏览器首页界面

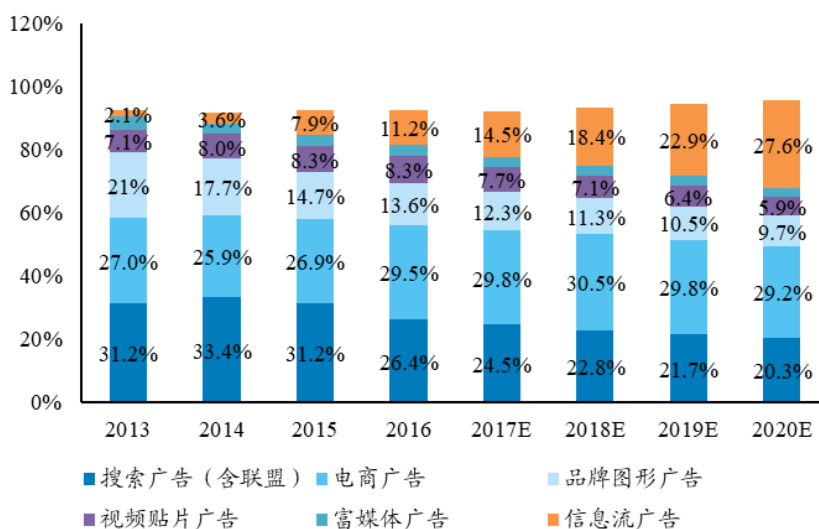


资料来源：微信、QQ 浏览器、UC 浏览器、兴业证券经济与金融研究院整理

广告是互联网流量变现方式，代表互联网景气度

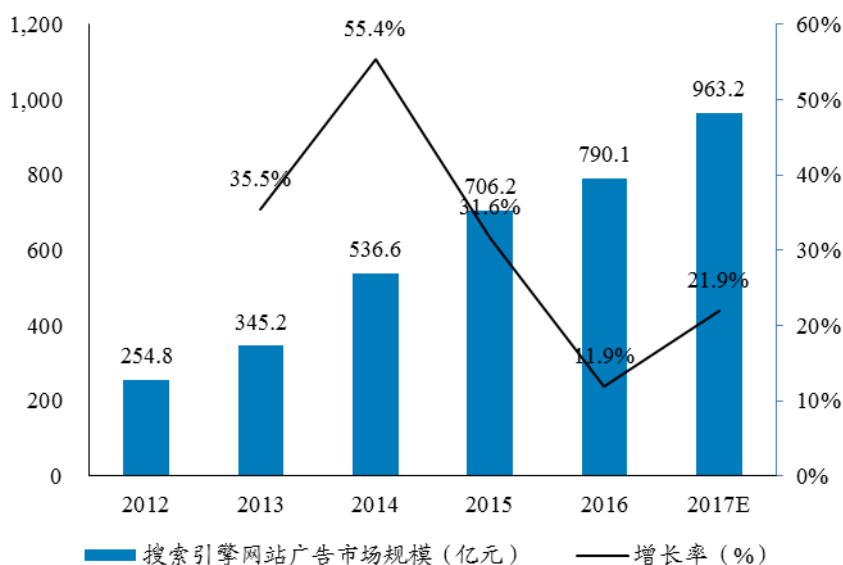
- 搜索广告占比下降表明搜索景气度下降。根据艾瑞咨询数据，2014 年以来，搜索广告占比持续下降，2017 年占网络广告市场份额约为 24.5%，相比 2013 年同期份额下降近 7 个百分点。2017 年，信息流广告占比约为 14.5%，继续保持高速增长。
- 从绝对值来看，中国搜索引擎广告市场规模自 2014 年起增长放缓。2014 年中国搜索引擎广告市场规模增速为 55.4%，2016 年下降至 11.9%

图 5、中国不同形式网络广告市场份额



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、中国搜索引擎广告市场规模自 2014 年起增长放缓



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、信息流与 AI 为搜索带来新的增长点

● 信息流：搜索流量的“再利用”，带来增量广告收入

信息流是一种可以滚动浏览的内容流，承载信息、服务、商品等内容，相比传统展示方式更符合用户习惯。

- 信息流产品可以根据用户特点进行个性化推送，达到千人千面，精准满足了个性化的资讯需求，使得用户使用时长远超其他同类产品。
- 随着移动互联网用户增长红利逐渐消失，流量成本越来越高，而内容产品自带流量属性，具有很强的用户粘性。
- 因此，Google、百度、搜狗、360、UC 优视等公司纷纷发力信息流领域，寻求搜索流量的新变现方式。

图 7、百度、搜狗搜索、360 搜索 APP 主页界面都有信息流内容



资料来源：百度、搜狗搜索、360 搜索，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、各大互联网媒体主要信息流产品的上线时间

新浪	2012	2014.Q2	2016
	新浪微博信息流发布测试版广告	新浪微博信息流广告上线	信息流广告约占总广告收入五成
今日头条	2012.3	2014.Q4	
	今日头条成立	信息流广告上线	
腾讯	2014.3	2015.1	2017.2
	广点通宣布在QQ空间移动端推出信息流广告	微信朋友圈信息流广告上线	腾讯新闻巨幕信息流广告上线
网易	2012		
	网易发布新闻客户端最新4.0版本，引入信息流广告		
搜狐	2015.3		
	搜狐新闻推出视频信息流广告		
陌陌	2015.5	2016.10	
	信息流广告正式上线	视频信息流广告上线	
UC	2016.Q3		
	UC头条信息流广告上线		
百度	2016.11		
	百度信息流广告正式上线		

资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

信息流广告更符合客户需求，更吸引用户。

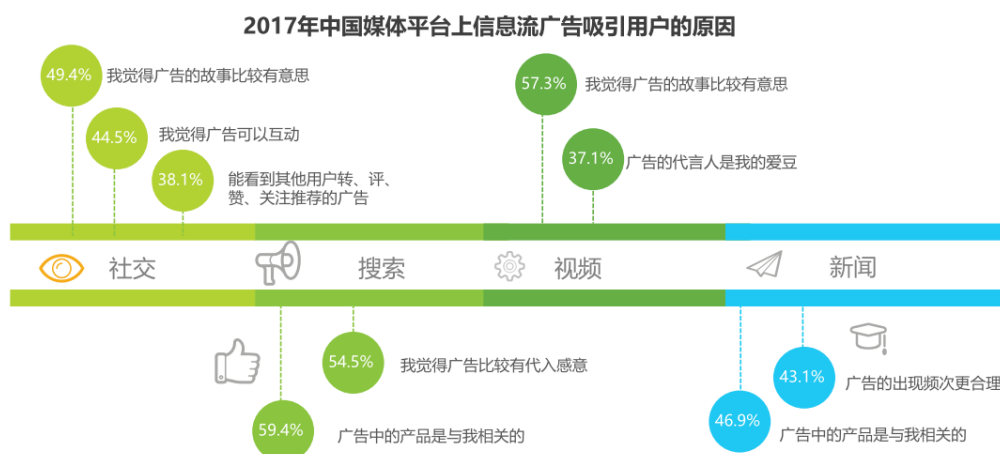
- 形式上，信息流广告更像“内容”，不打扰客户。相比传统广告，信息流广告具备低干扰的特性，和平台及用户的内容融合度高，如果不留意其周围出现的“推广”、“广告”等字样，甚至不会发现其广告属性；信息流广告常穿插在日常资讯、社交动态或视频流中，广告内容趣味性较强，并通过刷新来不

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

断呈现，更符合当下用户碎片化、高频化的信息需求。

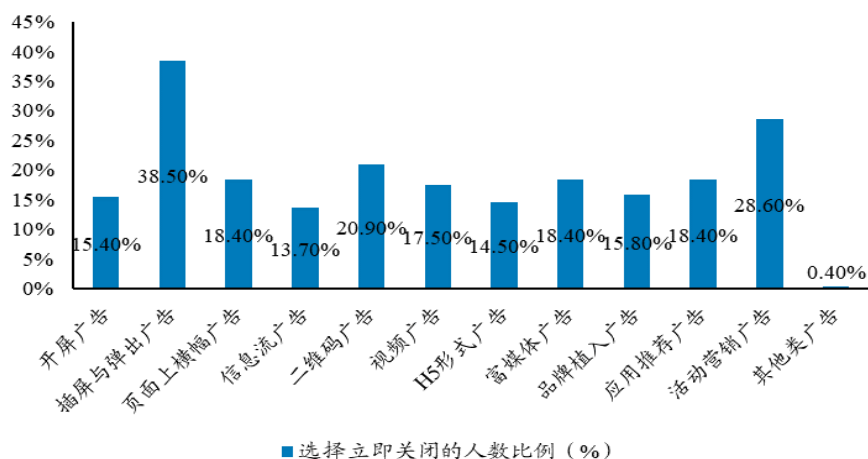
- **技术上，信息流广告结合大数据算法，能精准推送广告。**通过分析用户在平台内的历史行为和兴趣分布，将用户属性、兴趣特点和广告进行精准匹配，以个性化推荐有效提升用户粘度，提升广告关注度。
- **因此信息流广告更能被用户所接受：**单纯的硬性广告如插屏与弹出广告等往往影响用户体验，而信息流的个性化投放方式和自然原生内容则减少了用户对于广告的抵触心理；根据艾瑞咨询的数据，2017 年中国用户选择立即关闭的广告形式中，信息流广告占比为 13.7%，远低于其他类型的广告。

图 9、信息流广告吸引用户的原因



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2017 年中国用户选择立即关闭的各广告形式占比



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

广告主预算从搜索端转移到信息流端，信息流广告距天花板仍远。

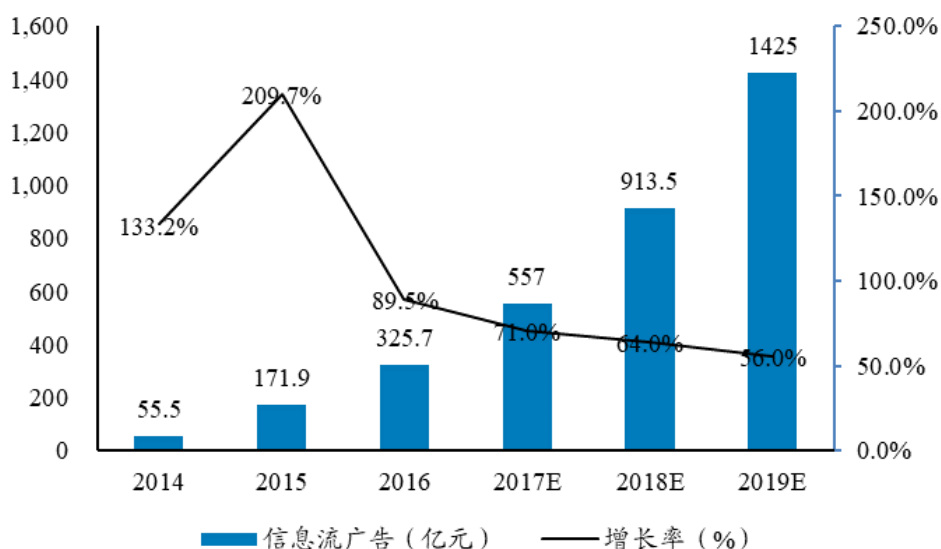
- 据第三方统计机构数据，2017 年中国整体广告市场规模约为 6500 亿，整体增速在个位数水平；而中国网络广告市场依旧保持 25% 以上的高速增长，预计 2017 年整体规模近 4000 亿元，后期随市场不断成熟，线下向线上迁移变

缓，增速将趋于平缓，未来几年增速预计在 20%-30% 之间。

- 搜索广告市场规模增速自 2016 年以来明显放缓，据第三方机构估算，2017 年整体规模约 900-1000 亿元；随搜索引擎的流量入口地位降低，未来增速预计会下降至 15%-20% 之间。
- 而信息流广告一方面更符合用户习惯，另一方面更迎合广告主的需求，正处于快速增长期。根据艾瑞咨询统计，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。

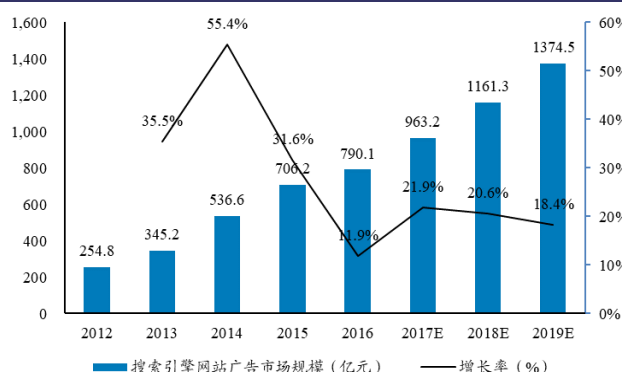
今日头条的崛起带来信息流内容及信息流广告市场的爆发。“今日头条”作为最早的爆款信息流产品，带动了信息流广告市场的全面增长。据公开资料，2016 年今日头条收入约 60 亿元，占信息流广告市场近 20%；2017 年今日头条收入约 150 亿元，市场占比约 27%；2018 年今日头条销售目标为 300-450 亿元，在今日头条示范效应下，百度、腾讯等平台对信息流和信息流广告愈加重视，带领市场整体快速增长。

图 11、信息流广告市场规模（亿元）



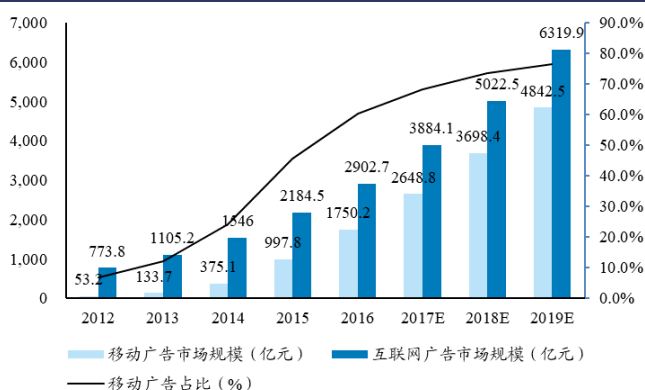
资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、搜索引擎网站广告市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、中国网络广告和移动广告市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

信息流有望成为搜索引擎标配，是驱动广告收入增长的新动力。以百度为例，其信息流广告于 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。根据百度电话会议披露，2017Q2，百度信息流产品日活破亿；2017Q3，信息流业务以第三季度业绩为基准的年化收入超过 10 亿美元（超 60 亿元人民币）；2018Q1，百度 APP 的日活达到 1.37 亿，同比增长 18%，用户每日使用时长同比增长 30%。据百度自己披露，2018 年 6 月 5 日，百度 App 的日活超过 1.5 亿。

图 14、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

图 15、百度 App MAU (万人)

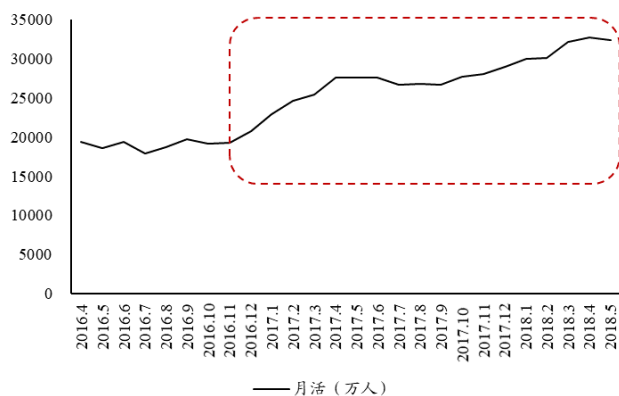
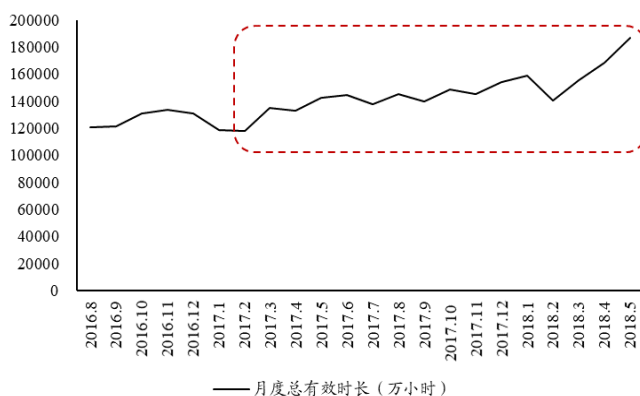


图 16、百度 App 的月度总有效时长 (万小时)



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

移动端信息流广告成为百度广告收入新增长点。自 2015Q2 起，百度搜索服务收入增长趋缓，加之 2016 年的医疗广告事件对百度搜索服务造成不利影响，百度搜索服务收入的同比增长率持续下滑，16Q3 的同比变动为-6.7%。2016Q4 起，百度信息流业务上线，带动百度广告业务收入不断上升，同比增速由负转正，2017Q3 的同比增速超过 20%。由于信息流收入主要体现在移动端，百度移动端收入占比持续上升，自 17Q1 以来一直超过 70%，至 18Q1 达到 78%，体现了信息流广告对百度整体广告收入的驱动作用。

图 17、百度搜索服务收入 (亿元)

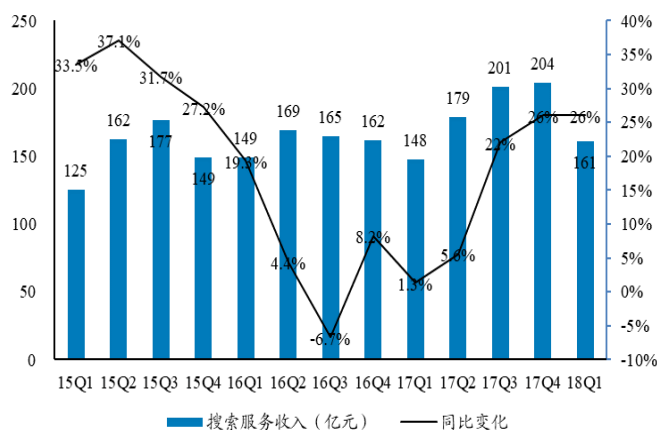
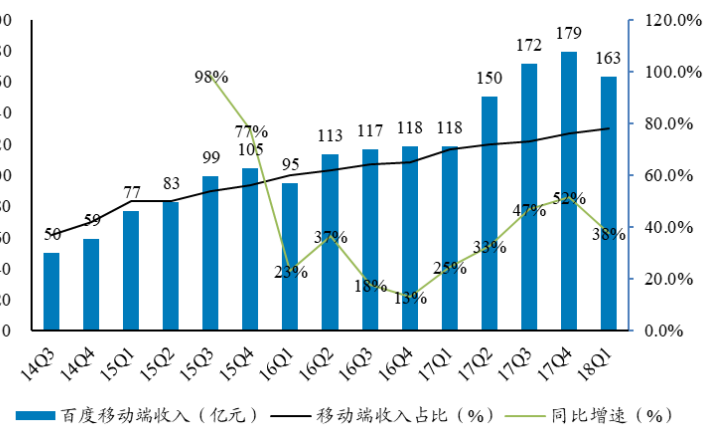


图 18、百度移动端收入 (亿元)



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

*注：2017 年起百度将搜索服务和交易服务等合并为 Baidu Core 披露，不单独披露搜索服务收入

● AI: 提升“垄断力”和“变现力”

垄断力：推送用户喜欢的内容，提升用户留存。

搜索引擎作为高度智能化的信息筛选工具，AI 能够让搜索引擎变得更加高效，更好地建模搜索结果的语义相关性，并更直接地给用户答案。根据百度电话会议披露，百度通过 AI 提升用户搜索体验。2018Q1，百度搜索的首条搜索结果即满足

用户首次查询答案的覆盖率已达2018Q1搜索量的三分之一,高于2017Q4的30%。信息流产品则通过大数据和算法来进行广告的精推,通过用户属性及兴趣分析,实现千人千面的广告效果。

图 19、百度运用 AI 提升搜索结果精准度



资料来源: 百度营销推广中心, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、主要信息流产品的推荐算法

信息流产品	算法类别	算法特点
今日头条	基于兴趣的推荐算法	基于广泛的用户兴趣标签, 广告的曝光度高
百度 App	基于兴趣+搜索的推荐算法	通过用户的主动搜索行为以及用户兴趣, 推荐的精准程度高
微信	基于社交关系的推荐算法	产品用户粘性大, 社交性、互动性强, 但对广告的频次和质量要求苛刻
陌陌	基于兴趣+地理位置的推荐算法	通过与地理位置信息的结合推荐, 可以大大提升商户的线下引流效果

资料来源: 易观, 兴业证券经济与金融研究院整理

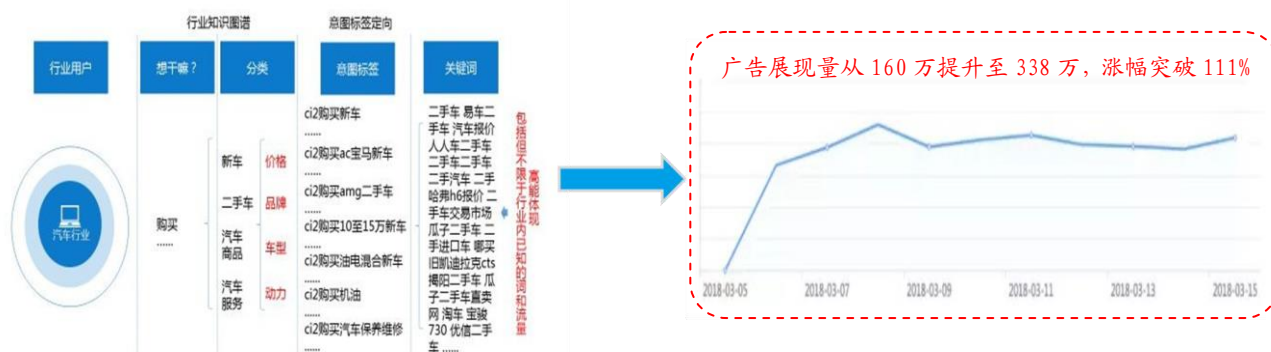
变现力: 精准投放广告, 提升广告转化率。

AI 可以通过挖掘海量数据来实现人群的精准定向投放, 如消费习惯、消费能力和层次、兴趣方向、广告所需预算等, 并在广告推广过程中进行曝光、点击、到达、停留时间等多维度监测, 帮助广告主提升投入产出比 (ROI)。

百度营销研究院常务副院长侯丽斌在 2017 年的“营销变革, 智在必得”主题演讲上提到, 百度营销大脑借助 LBS 及百晓智能硬件, 实现线上线下数据全打通, 让后台能够全面了解消费者, 通过 AI 营销为广告主提供全链路的指导。通过“信息流+搜索”在精准场景的信息输出, 能够更为有效地影响消费者决策。在扩大品牌

认知方面，信息流广告点击率高达 5.4%，看过信息流广告的人有 11.7% 会回搜品牌，信息流广告触达用户中有 7.4% 从“从不考虑”变为“考虑该品牌”。在提升品牌偏好方面，看过信息流广告的用户 31.7% 增加了搜索广告品牌的次数。在促进销售线索方面，搜索和信息流广告的联动让购买意向转化率提升 16.8%。

图 20、百度通过意图标签定向帮助汽车行业广告主找到核心用户，提升广告展现量



资料来源：百度营销中心，兴业证券经济与金融研究院整理

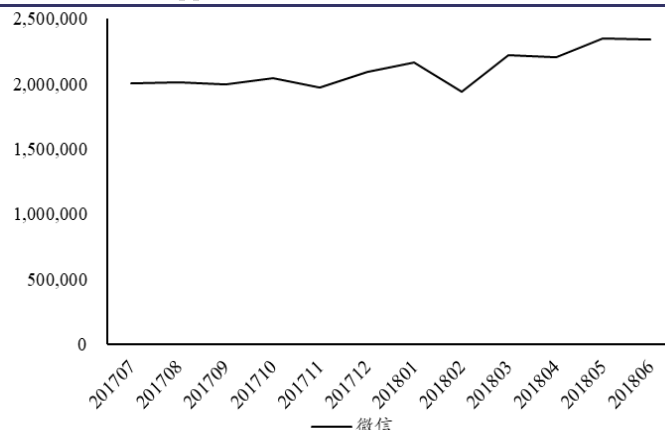
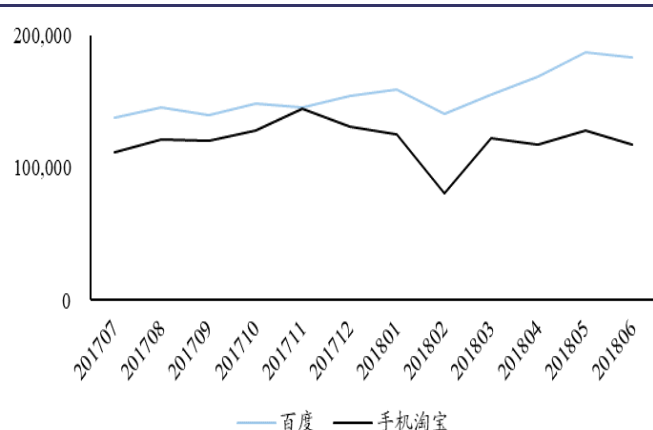
2、行业格局：百度搜狗呈现一超一强局面

2.1、流量规模是核心竞争要素

流量规模本身是搜索行业关键要素——强者恒强，平台大可吸引用户&广告主。

- 对于搜索行业来说，流量是重要影响因素，是互联网商业价值变现的核心手段，得流量者得天下。搜索引擎公司通过构建搜索引擎网站平台，基于最优算法和数据库，获得搜索流量，并进一步建立品牌号召力，最终使用户增多，连接的内容更加丰富，广告的付费点击提升，从而吸引更多的广告主投放广告，而这一切的核心是流量。
- 比较国内外互联网巨头来看，流量明显具有马太效应，强者恒强。国内互联网腾讯依靠社交平台 QQ，微信聚集了强大的流量，阿里巴巴通过强大的价值功能，产生相应的流量，百度通过提供丰富的搜索信息，也获得大量的流量，最终这三者成为国内互联网巨头。同时，国外互联网公司谷歌，亚马逊，Facebook，也分别在搜索、电商、社交领域成为流量巨头。

图 21、百度和手机淘宝 APP 的月度总有效时长(万小时) 图 22、微信 App 的月度总有效时长(万小时)

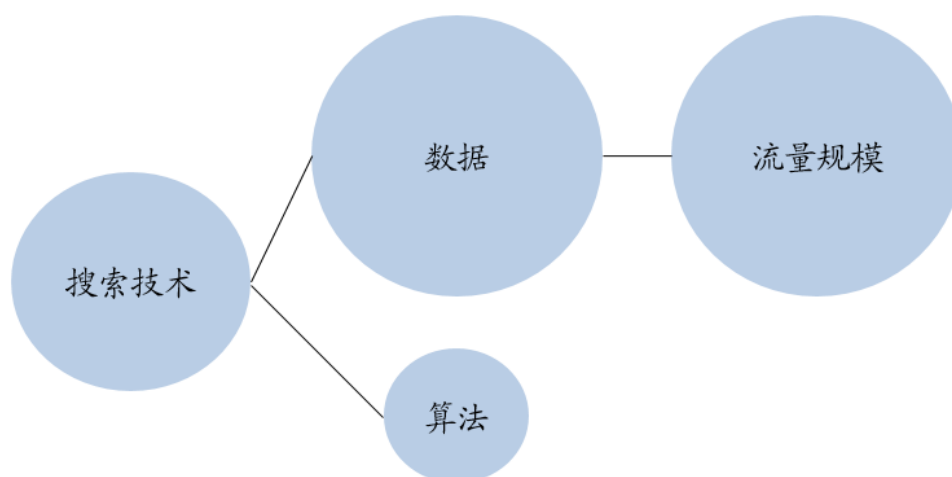


资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

技术积累：数据更重要，仍与流量规模高度相关。

- 搜索技术对于搜索准确性、广告效果都非常重要，是把握用户和广告主的关键因素。
- 技术分为算法和数据两个要素，其中算法搭建和积累需要时间积累，其中改进算法的重要因素是数据，而数据又取决于流量规模的大小。我们认为，搜索算法是搜索行业的准入门槛，而业内玩家主要竞争点在于数据，同样与流量规模有很大关联度。

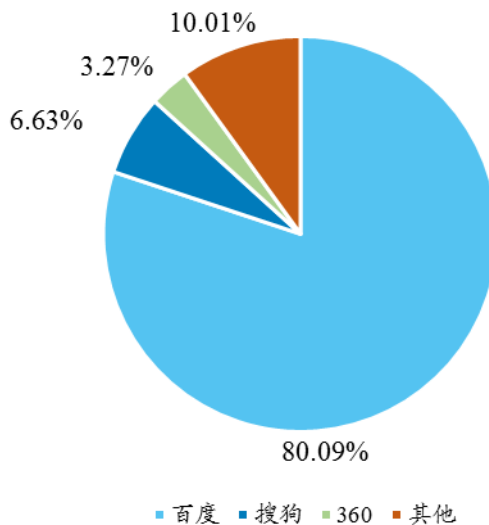
图 23、搜索技术仍与流量规模高度相关

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

2.2、百度搜索呈现一超一强局面

目前搜索市场呈现**百度搜索一超一强局面**。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 24、2018Q1 中国搜索引擎市场份额（收入口径）from 易观

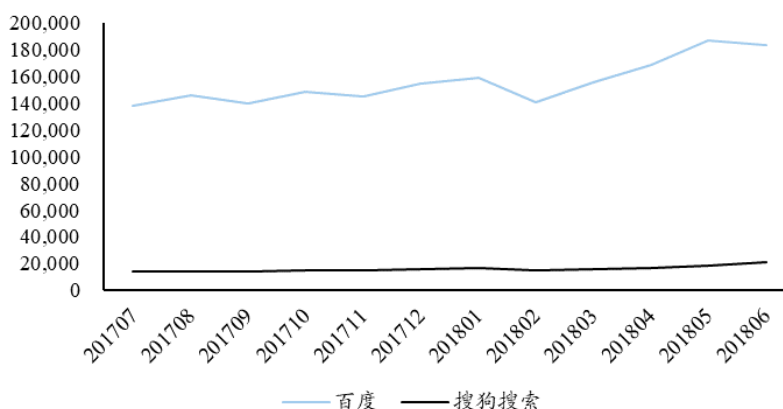


资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

流量：目前百度自身流量远强于搜狗，未来搜狗可借助腾讯流量缩小差距，但百度强于搜狗的局面会在一定时间内维持。

- 百度占据搜索市场大部分份额，大部分流量来自自有流量，流量的可持续性很强，自有流量质量优于搜狗。
- 搜狗自有流量、腾讯系流量、手机厂商预装流量共存，且腾讯系流量和手机厂商预装流量占比都很高。从自身 APP 来看，百度月度时长在十亿小时级别，搜狗在亿小时级别，百度高出搜狗一个数量级。目前搜狗通过腾讯导流追赶百度，短期内百度优势仍明显，长期二者流量差距有望缩小。

图 25、百度 App 和搜狗搜索 App 的月度总有效时长（万小时）



资料来源：艾瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

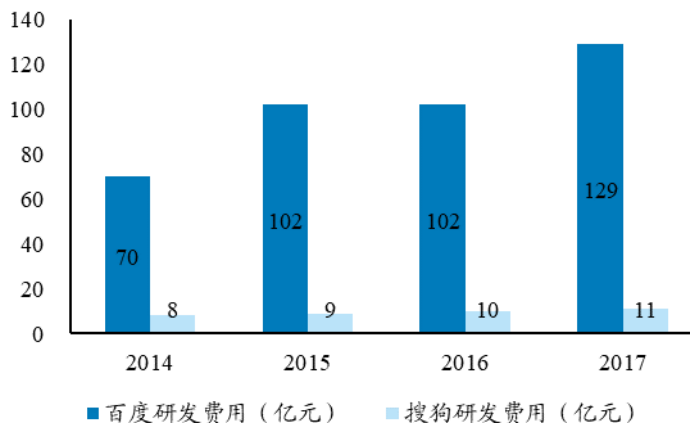
技术：百度具流量和资金优势，明显优于搜狗

- 算法方面，百度进入搜索行业更早，算法迭代时间长于搜狗；数据方面，百度流量大、数据积累时间久，也明显优于搜狗。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 资金层面，百度公司体量更大，研发费用更高：2017 年百度研发费用为 129 亿元，搜狗为 11 亿元，不足百度十分之一。

图 26、百度和搜狗的研发费用对比（亿元）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3、Google 启示录：发力产品与技术以巩固搜索地位

3.1、Google 是全球最大搜索网站

- **Google 架构简介：分为 Google segment 和 Other Bets 两个板块**

2015 年 8 月，谷歌宣布为自己创建名为 Alphabet Inc. 的母公司，并取代谷歌成为新的上市公司，所有谷歌股票将自动转换为同等数量与权益的 Alphabet 股票。从 2016 年第一季度开始，Alphabet 分为谷歌（Google segment）和其它业务（Other Bets）两个部分。核心的互联网产品业务仍归属于 Google，Other Bets 则由与核心业务关系不大、处于行业初期且存在高风险的公司组成。

表 3、Alphabet 业务架构

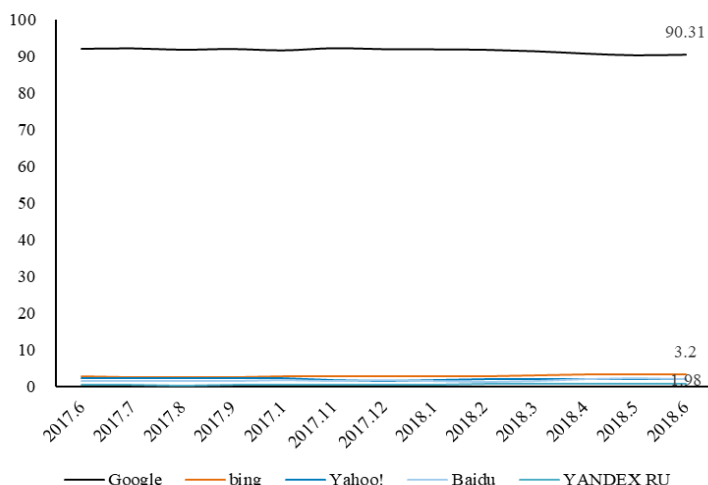
	子公司	业务领域	主要业务
Google segment	Google	互联网相关业务	搜索、云、Gmail、YouTube、Chrome、Android、AdSense、Google Play 等
		硬件产品	Google Home、Waymo、Pixel、Nest 等
Other Bets	Calico	医疗健康	专注于解决衰老等医疗保健行业上的问题
	Google X	实验室	开发过谷歌眼镜和无人驾驶汽车等项目
	Fiber	光纤通讯	超高速宽带服务
	Verily	生命科学	专注医疗技术领域，解决人类顽症
	Google Ventures	投资	投资初创公司为主，关注消费、生物技术、医疗等领域
	CapitalG	投资	投资已有稳定基础、相对成熟的公司，涵盖金融科技、医疗等领域
	...		

资料来源：公司年报、百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

● **Google 占据全球搜索市场主导地位，市场份额超过 90%。**

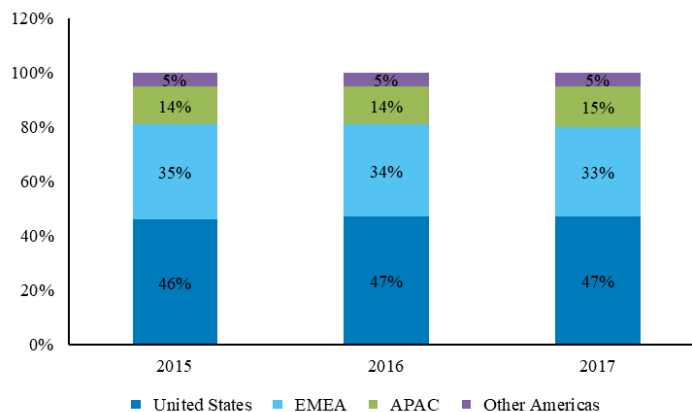
Google 是全球最大的搜索引擎以及在线广告公司，2004 年在纳斯达克上市，2015 年公司架构调整，成立 Alphabet，将公司旗下搜索、YouTube、其它网络子公司与研发投资部门分离开来。2017 年，Google 的收入中，47% 来自美国地区，33% 来自欧洲、中东和非洲地区，15% 来自亚太地区，5% 来自其他。根据 Statcounter 的数据，至 2018 年 6 月，Google 在全球搜索市场所占份额为 90.31%。

图 27、主要搜索引擎全球市场份额 (%)



资料来源：Statcounter，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、Google 各地区收入占比 (%)



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、Google 发展路径：通过发展产品和技术巩固自身搜索统治力

谷歌核心产品包括搜索、Gmail、YouTube（视频）、Chrome（网络浏览器）、Android（操作系统）、AdSense、Google Drive & Cloud（云）、Google Maps（地图）等。**非核心产品**包括 Google Ventures（投资基金）、CapitalG（投资基金）、Google X（实验室项目）、Nest（智能家居设备制造商）和其他小型子公司等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

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。

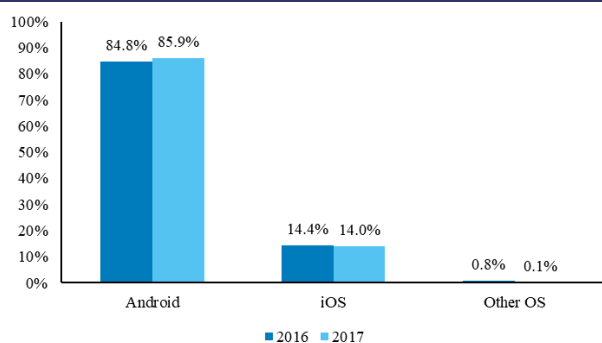
图 29、Google 的人工智能布局



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

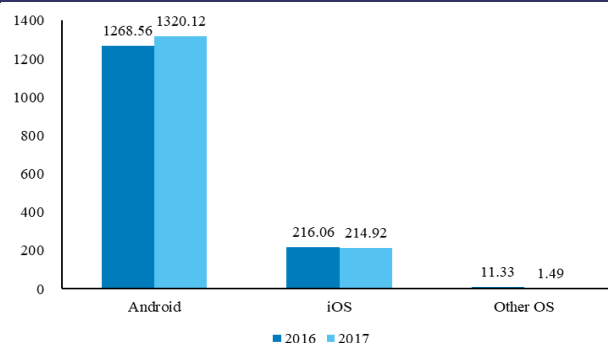
谷歌通过大量收购巩固以信息服务为核心的生态，并使得用户留存在 Google 生态当中。谷歌不断通过收购以及建立战略合作伙伴关系来建立自己在搜索领域的统治力并延续在信息服务领域的优势，从而抵御竞争。2005年，谷歌收购Android，根据Gartner数据，至2017年，Android OS已占智能手机操作系统市场的85.9%；2006年收购YouTube，扩充了内容库；2007年收购DoubleClick，自此成为网络广告行业的绝对领导者；2009年收购AdMob，将其互联网搜索市场优势延伸至无线设备领域；2014年收购智能家居公司Nest；2016年收购API管理平台Apigee；2017年收购HTC的手机代工部门，获得研发团队近2000人和HTC技术专利授权。谷歌不断完善自身的生态布局，围绕信息服务为核心，巩固在搜索、云计算、API等各领域的优势地位。

图 30、智能手机操作系统市场份额 (%)



资料来源：Gartner，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、全球智能手机出货量(百万台)



资料来源：Gartner，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、Google 重大收购事件

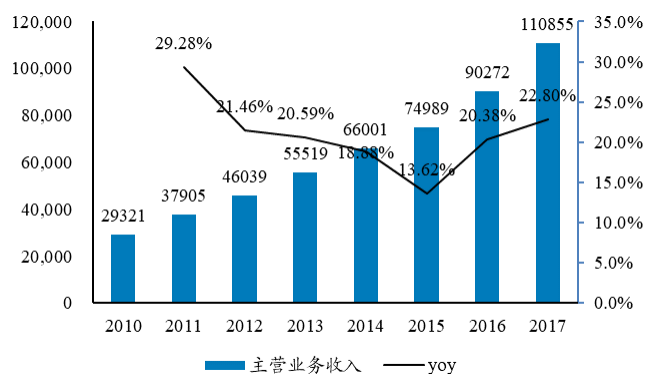
收购日期	公司	性质	收购金额 (美元)	改造/集成对象
2003 年 4 月	Applied Semantics	网络广告	1.02 亿	AdSense、AdWords
2004 年 5 月 10 日	Ignite Logic	HTML 编辑器		Google 协作平台
2005 年 8 月 17 日	Android	移动设备操作系统	5 千万	
2006 年 10 月 9 日	YouTube	视频分享网站	16.5 亿	YouTube
2007 年 4 月 13 日	DoubleClick	网络广告	31 亿	AdSense
2007 年 7 月 9 日	Postini	通信安全	6.25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

3.3、Google 统治力提升在历史收入上体现为广告增长

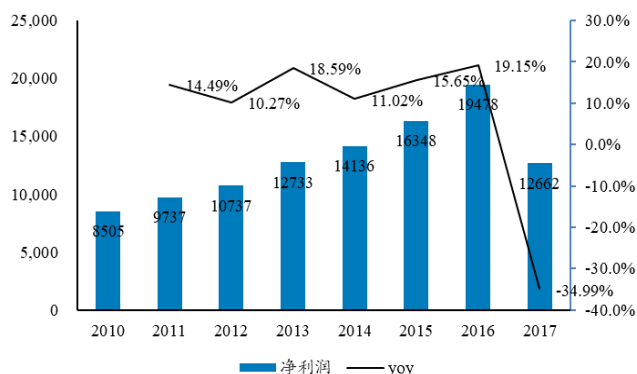
Google 持续发展新产品与新技术，视野一直“向前看”，同时其收入也一直保持高速增长。2017 年，Alphabet 的主营业务收入达 1108.55 亿美元，同比增长 22.8%；净利润收入达 126 亿美金，同比下降 34.99%。

图 32、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

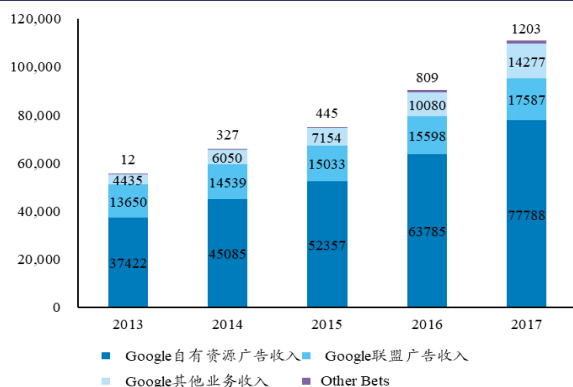
图 33、Alphabet 净利润收入 (百万美元)



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

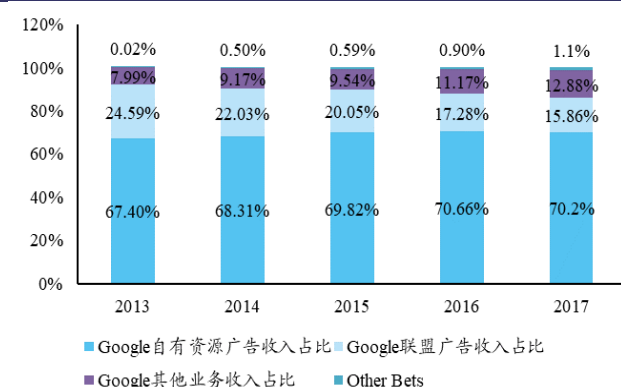
Google 不断开发新产品新技术，但回顾历史，其主要收入来源一直是广告。2017 年，Alphabet 营业收入的 98.9% 来自 Google，1.1% 来自 Other Bets。Google 的收入主要来自广告，广告收入占比达 87%。其中，Google 广告收入的 82% 来源于自有资源，如搜索、YouTube、Gmail 等，搜索广告仍是“主力印钞机”；广告收入的 18% 来自联盟广告，如 AdSense、Ad Mob 等。Google 自有资源广告收入占比逐年提升，联盟广告收入占比逐步下降，其他业务收入占比不断上升，Other Bets 收入占比微幅上升。

图 34、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

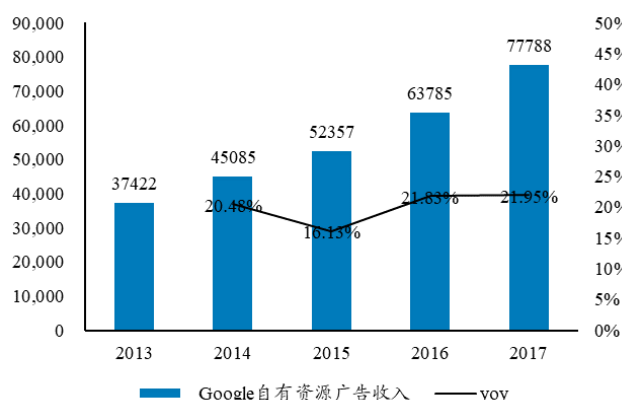
图 35、Alphabet 各项业务收入占比 (%)



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

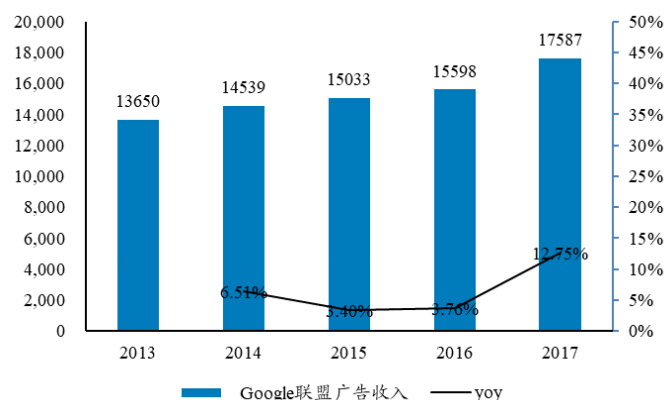
Google 自有资源 (Google properties) 收入主要来自 Google 搜索，包括合作伙伴导入的流量如浏览器、默认搜索工具栏；还有其他 Google 运营的资源如 Gmail、Google 地图、Google Play 和 YouTube 等。2017 年 Google 自有资源收入达 777.8 亿美元，同比增长 22%，其增长主要得益于移动端搜索的增长以及 YouTube 视频广告的增长。Google 联盟广告收入主要来自 AdSense、AdMob、DoubleClick AdExchange 等。2017 年，Google 联盟收入达 175.8 亿美元，同比增长 12.8%。

图 36、Google 自有资源广告收入（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 37、Google 联盟广告收入（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

4、投资建议：关注百度与搜狗

估值比较：相较 Google，百度 PE 相近，搜狗则较高。目前全球最大的搜索公司是 Google，中国排名前二的搜索公司分别是百度和搜狗。google 不仅是全球最大的搜索公司，更是全球领先的科技公司。从调整后净利润来看（2017 年 Google 由于美国财务规则调整交税，并被欧盟罚款），google 和百度 2017 年静态 PE 相近，即使考虑到利润增速，Google 和百度的 PEG 也相近；而搜狗由于公司体量小，PE 值和 PEG 都较高。

建议关注百度与搜狗。

- 百度作为搜索行业绝对龙头，通过信息流的方式变现流量价值，广告收入稳步上升；同时百度作为目前国内最大的智能语音 AI 和自动驾驶 AI 研发公司，未来有望建立属于百度的 AI 生态；建议关注。
- 我们认为依靠腾讯体系，搜狗在搜索方面的收入增速将远超百度；同时公司积极发力 AI，有望成为未来智能语音市场上几大头部公司之一，带来估值空间；建议关注。

表 5、搜索公司估值比较

公司	代码	市值 (亿美元)	2017 收入 (亿美元)	2017 调整归母净利润 (亿美元)	利润 同比增长	PE (2017)	PEG
百度	BIDU	931	127	28.1	57%	34	0.60
搜狗	SOGO	43	9.1	1.06	54%	52	0.96
Google	GOOG	8266	1109	285	46%	29	0.63

资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

4.1、百度：夯实移动基础，决胜 AI 时代

百度 (BIDU.O) 成立于 2000 年，于 2005 年登陆美国纳斯达克，是全球最大的中文搜索引擎公司。自 2016 年密集布局人工智能领域以来，百度的战略主要是加

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

强移动端基础和在 AI 方面建立领先地位。2017 年 7 月，前百度总裁陆奇在百度 AI 开发者大会上宣布百度将“All in AI”。

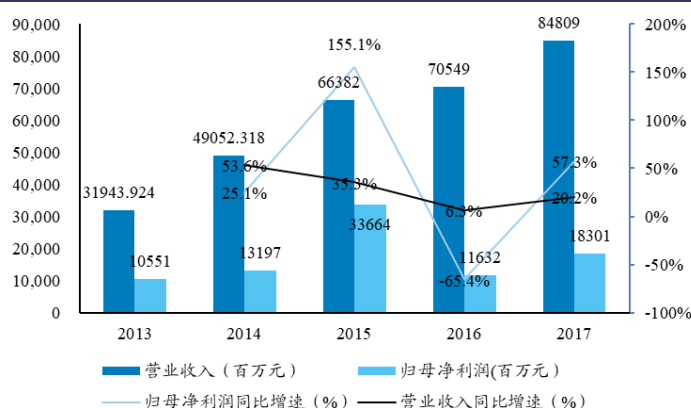
表 6、百度主要业务线（按部门划分）

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	

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

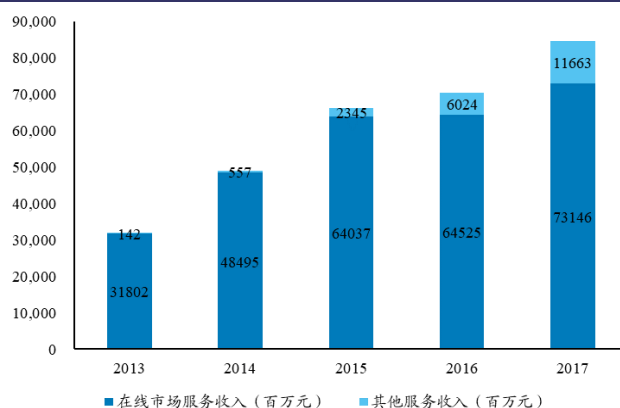
百度的营业收入主要来源于在线市场服务。百度的主要业务包括在线市场服务和其他服务。百度 2017 年营业收入中 86% 来自在线市场服务收入，14% 来自其他业务收入。在线市场服务收入主要包括搜索广告、信息流广告和爱奇艺广告收入（主要为视频广告）等。其他服务收入主要包括爱奇艺会员服务收入、百度金融服务收入等。2017 年，百度营业收入达 848.09 亿元，同比增速为 20.2%；归母净利润达 183.01 亿元，同比增速为 57.3%。

图 38、百度营业收入和归母净利润（百万元）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、百度营业收入结构（百万元）

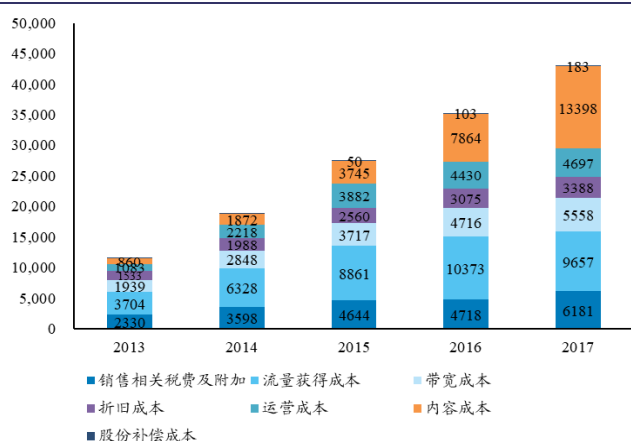


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

● 百度营业成本分析

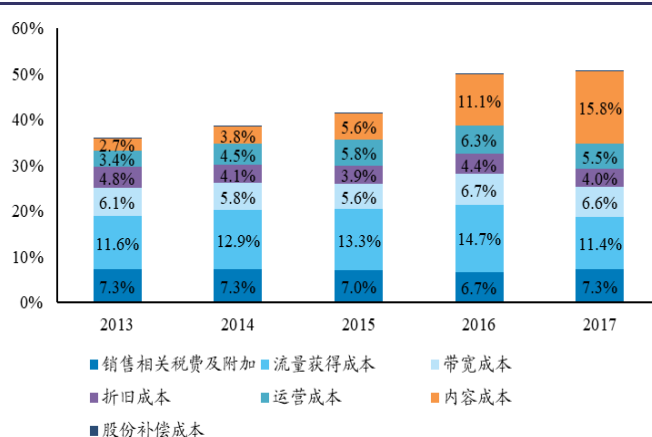
百度近年来营业成本持续上升，同比增速在 20% 以上。其中，内容成本占比大幅增加，主要是由于爱奇艺的内容成本上升；流量获得成本占比逐步下降，主要是由于百度 App 和爱奇艺等百度旗下应用的流量上升，减少了流量获得成本。

图 40、百度营业成本分拆（百万元）



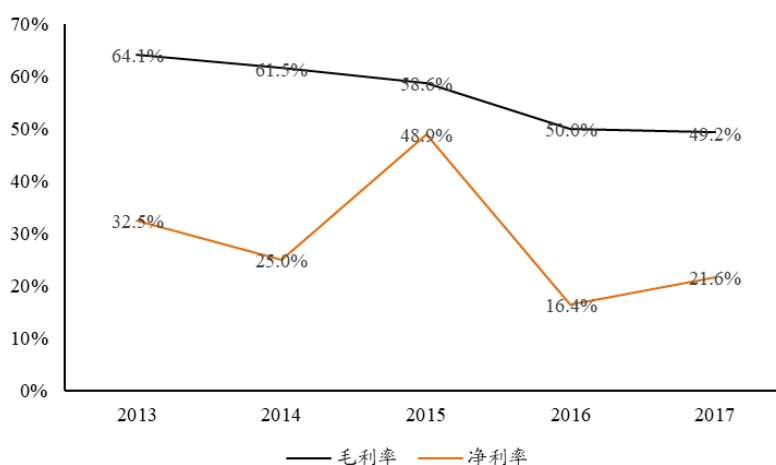
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、百度营业成本的收入占比（%）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、百度毛利率和净利率（%）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

看好百度信息流广告收入增加及 AI 布局，建议关注。 百度作为搜索行业绝对龙头，通过信息流的方式变现流量价值，广告收入稳步上升；同时百度作为目前国内最大的智能语音 AI 和自动驾驶 AI 研发公司，未来有望建立属于百度的 AI 生态；建议关注。

4.2、搜狗：搜索、AI 全面发力的“小百度”

目前，搜狗业务包括搜索及搜索相关业务，以及其它业务。

- 搜索及搜索相关业务是主要收入来源，主要包括搜狗搜索服务和其它在线广告（网页目录和品牌广告）。搜索服务通过展示广告主广告，来收取点击费用。
- 其它业务主要是互联网增值服务和智能硬件，互联网增值服务包括游戏，阅读。在搜狗游戏中心和搜狗移动助手运行第三方游戏，进行收入分成。在搜狗阅读运行第三方内容，并与第三方内容平台分成。智能硬件部分，主要销售儿童智能手表，翻译机，录音笔等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 43、搜狗主要产品和服务

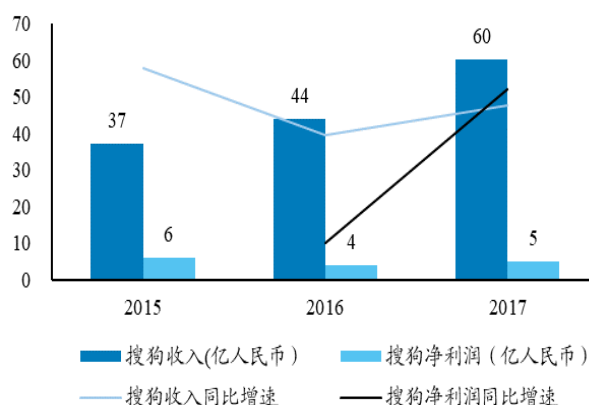


资料来源：公司年报、官网，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为依靠腾讯体系，搜狗搜索广告收入增速会超过百度；同时公司积极发力 AI 带来估值空间。建议关注。

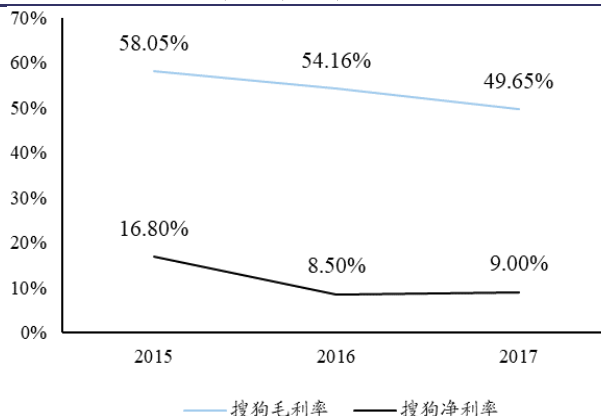
- 目前搜狗收入基本上来源于搜索业务带来的广告收入，目前腾讯旗下及腾讯系中微信、QQ 浏览器、知乎等搜索框均采用搜狗搜索，腾讯系的内容也只能在搜狗搜索中搜到；借助腾讯流量及内容优势，搜狗在移动搜索的份额逐年提升，移动 APP MAU 和使用时长均逐步上升，并带来广告收入及利润。
- 搜狗积极发力智能语音 AI，我们认为未来智能语音 AI 市场上会存在不止一家公司，搜狗作为先发者，有望成为几家头部 AI 公司中的一员；目前能给公司带来估值空间。

图 44、搜狗收入和净利润（亿元）



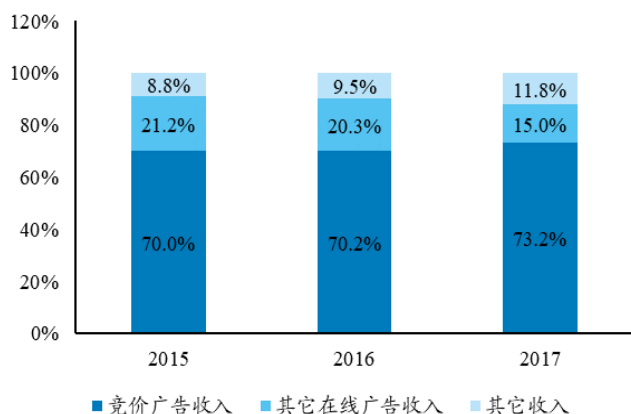
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、搜狗毛利率和净利率



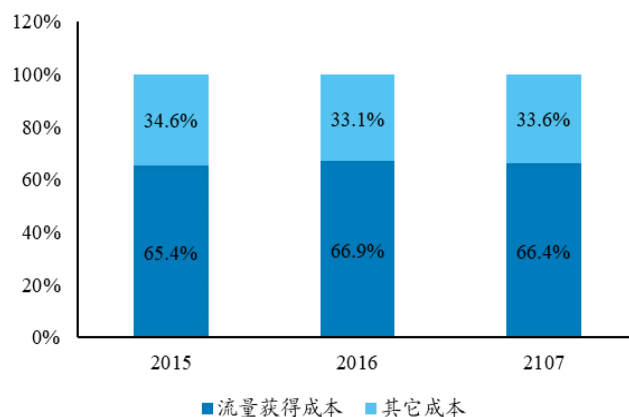
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、搜狗收入结构



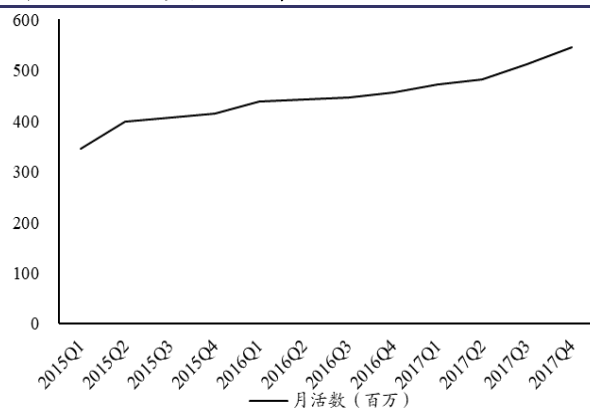
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 47、搜狗成本结构



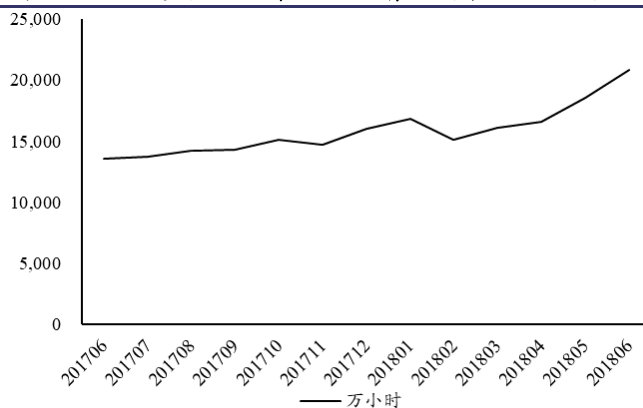
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、搜狗移动端搜索月活（百万人）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、搜狗移动端搜索月度总有效时长（万小时）



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

5、风险提示

- 1) 信息流行业竞争加剧;
- 2) AI 发展具有不确定性;
- 3) 行业政策风险;
- 4) 宏观经济下行。

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、中国和谐新能源汽车控股有限公司、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、皖蓝星控股有限公司、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）有限公司和百应租赁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。