

证券研究报告

互联网传媒



推荐 (维持)

## CDR 系列报告之 (二) 百度深度报告：广告触底回升，AI 布局值得期待

2018 年 06 月 21 日

### 重点公司

重点公司 评级

### 相关报告

《【兴证传媒】CDR 系列报告之 (一) 小米深度报告：创新驱动的互联网巨头在进击》  
2018-06-11

《【兴证传媒】互联网系列报告之广告篇：互联网广告马太效应显著，数千亿市场仍具增长空间》2018-05-21

《【兴证传媒】从 Netflix 盈利看爱奇艺，中国在线视频临近收割期——爱先视频系列之二盈利指标分析篇》

分析师：

丁婉贝

dingwanbei@xyzq.com.cn

S0190515020001

邵伟

shaowei@xyzq.com.cn

S0190518030003

团队成员：

丁婉贝、刘跃、邵伟、李阳

### 投资要点

- **百度转型：AI 与 Feed 流为主航道。**百度错失移动互联网时代后进行战略调整，陆奇在任时带来多项改革措施，并确立 AI 与 Feed 流为主航道，虽其离职但公司仍重视 AI 投入。当前网络营销仍占总收入 82%，AI 尚处战略投入期。
- **“搜索+信息流”是百度广告收入双引擎。**百度搜索经历各种负面影响后影响基本消除，“百度 APP”从单一搜索向“搜索+信息流”转型，定位“有事搜一搜，没事看一看”。从网络营销收入来看，2016Q4 百度达到增速低谷，转型后 2017Q2 实现首次同比正增长。移动端基础逐步夯实，收入占比达到 78%，广告业务实现复苏，信息流收入成为新引擎。
- **相比竞品：百度内容生态未现优势，但强大 AI 助力信息流分发。**对比信息流竞品（浏览器、新闻资讯 APP、搜索），百度 APP 流量靠前（MAU、DAU）但用户粘性（月度人均使用时间、DAU/MAU）偏弱。百度受益于内容生态打造，但竞品的内容拓展不输百度；对于用户来说百度等于搜索的刻板印象或尚未消除；AI 技术和大数据，有望为信息流业务杀手锏。
- **爱奇艺：广告+会员付费收入为主，广告仍具较大潜力。**广告和会员付费分别构成 2018Q1 爱奇艺总收入的 43%和 43%。对未来三年付费会员数量、MAU、付费会员收入和广告收入、内容成本占比进行多项假设的情况下，估计 2018-2020 年爱奇艺将实现营业利润约-42.08/-22.26/17.70 亿人民币。
- **AI：依托百度大脑构建 DuerOS 和 Apollo 两大开放平台。**语音交互有望成为下一代人机交互模式，AI 落地向场景化迈进，智能音箱成为智能家居的语音入口。海内外巨头纷纷布局智能音箱验证其巨大价值。为实现真正智能化，软硬件结合是王道，DuerOS 有望成为 AI 时代的安卓，且其与硬件的深度结合将使生态圈因扩大而更智能，从而构建强大优势。
- **投资建议：**估计 2018-2020 年百度核心分部（Baidu Core）将实现营业利润约 269.05/291.97/318.06 亿人民币；含上文爱奇艺（Iqiyi）因素，百度总体营业利润预计为 226.97/269.71/335.76 亿人民币。截至 6 月 20 日 2018-2020 年基于营业利润的百度核心分部估值倍数（即“扣除现金/爱奇艺/携程/优信股票公允价值的百度净市值/百度核心分部营业利润”）为 11.63/10.72/9.84 倍，当前百度市值尚未充分体现其 AI 布局，建议关注。

**风险提示：内容生态培育不及预期风险；高级管理人员人事动荡风险；行业竞争风险；广告行业波动风险；AI 技术开发不及预期**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 目 录

1、百度转型：夯实移动基础，决胜 AI 时代 .....	4 -
1.1、战略调整：AI 与 Feed 流成为主航道 .....	4 -
1.2、财务结构：网络营销为主要收入来源，AI 仍属战略投入期 .....	5 -
2、广告：“搜索+信息流”成百度双引擎 .....	7 -
2.1、百度 APP 重新定位：有事搜一搜、没事看一看 .....	7 -
2.2、竞品对比：内容生态未见优势，强大 AI 助力信息流分发 .....	9 -
2.3、转型成效：移动基础逐步夯实，广告业务实现复苏 .....	19 -
3、爱奇艺：广告+会员服务构成主要收入来源，广告仍具较大潜力 .....	21 -
4、AI：依托百度大脑构建 DuerOS 和 Apollo 两大开放平台 .....	24 -
4.1、智能生活事业群组：DuerOS——AI 时代的“硬”派安卓 .....	24 -
4.2、Apollo 计划：引领汽车变革 .....	27 -
5、投资建议 .....	28 -
6、风险提示 .....	30 -
图 1、百度当前组织架构 .....	5 -
图 2、百度的收入结构以及 Baidu Core 增长率（单位：亿元） .....	6 -
图 3、百度 15Q1-18Q1 移动端收入情况（单位：亿元） .....	7 -
图 4、百度在搜索引擎市场份额稳定在 70% 以上（单位：百分比） .....	7 -
图 5、最新版百度 APP 融合信息流、短视频、音频读新闻、工具型应用入口等功能 .....	8 -
图 6、百度 APP 的 MAU、DAU、月度总有效市场月度走势 .....	9 -
图 7、信息流广告市场规模预测（单位：亿元） .....	10 -
图 8、2017 年 9 月相关 APP 人均使用时长（单位：小时） .....	10 -
图 9、百度与搜狗搜索 APP 界面 .....	12 -
图 10、从左至右分别为 QQ 手机浏览器、百度手机浏览器、UC 手机浏览器（后两张图均是） .....	13 -
图 11、连接服务方面，三大手机浏览器均连接至自有服务 .....	14 -
图 12、从左至右分别为腾讯新闻、今日头条、一点资讯 APP 界面 .....	15 -
图 13、从左至右分别为百度 APP、今日头条、搜狗搜索、UC 浏览器主界面 .....	16 -
图 14、2018 年 4 月 MAU 指标今日头条、百度 APP、搜狗搜索、UC 浏览器分别同比增长 60.47%、21.56%、28.43%、9.68% .....	16 -
图 15、2018 年 4 月 DAU 指标今日头条、百度 APP、搜狗搜索、UC 浏览器分别同比增长 64.50%、16.09%、29.25%、5.43% .....	17 -
图 16、2018 年 4 月人均月度使用时长指标今日头条、百度 APP、搜狗搜索、UC 浏览器分别同比增长 19.62%、4.20%、13.90%、4.84% .....	17 -
图 17、DAU/MAU 指标来看，用户粘性从高到低分别为今日头条、UC 浏览器、百度 APP、搜狗搜索 .....	17 -
图 18、依托 AI 技术，意图营销可实现亿人亿面，一人千面信息推荐 .....	18 -
图 19、百度大脑所掌握的用户数据 .....	19 -
图 20、百度的收入结构进一步拆分（单位：亿元） .....	20 -
图 21、百度网络营销收入季度表现（单位：亿元） .....	21 -
图 22、百度活跃网络营销客户数量（单位：个） .....	21 -
图 23、百度平均单个客户广告收入（单位：元） .....	21 -
图 24、爱奇艺分业务营收情况 .....	22 -
图 25、爱奇艺分业务营收占比 .....	22 -
图 26、爱奇艺广告收入及增速 .....	22 -

图 27、爱奇艺会员服务收入及增速 .....	22 -
图 28、爱奇艺主要的广告形式 .....	22 -
图 29、DuerOS 发展历程 .....	25 -
图 30、DuerOS 与部分合作厂商 .....	27 -
图 31、Apollo 项目发展历程 .....	28 -
表 1、2017 年 4 月 TOP100 APP 中归属于百度的 APP 情况 .....	4 -
表 2、2018 年 4 月 TOP100 APP 中归属于百度的 APP 情况 .....	4 -
表 3、以 2017 年收入数据为例说明两种收入分类方式的对应关系 .....	6 -
表 4、新闻资讯类 APP 月活、市场格局（单位：百万） .....	10 -
表 5、浏览器类 APP 月活、市场格局（单位：百万） .....	11 -
表 6、百度搜索、交易服务、信息流收入进一步拆分（单位：亿元） .....	20 -
<b>表 7、百度信息流广告投放规则</b> .....	20 -
表 8、爱奇艺财务指标预测（单位：百万美元） .....	24 -
表 9、同类智能音箱产品 .....	26 -
表 10、百度营业收入、费用及相关指标预测（单位：百万元） .....	28 -
表 11、主要互联网公司单位日活广告收入 .....	29 -
表 12、截止 2018 年 6 月 20 日百度分部估值（单位：亿美元） .....	30 -

报告正文

## 1、百度转型：夯实移动基础，决胜 AI 时代

### 1.1、战略调整：AI 与 Feed 流成为主航道

**百度错失移动互联网时代。**百度成立于 2000 年，并于 2005 年在纳斯达克上市。受益于 PC 互联网时代搜索引擎的入口地位，百度搜索引擎在中国抢占了超 70% 的市场份额，并掌握了巨大的流量。随着 2012 年移动互联网的爆发，移动互联网 APP 的内容分发形式，使得搜索引擎的入口地位弱化，百度收购 91 助手以期获得移动互联网的船票，后又受到硬核联盟在应用分发领域崛起的冲击，进一步错失移动互联网时代发展机遇。

百度目前 DAU 超过 5000 万的 APP 为爱奇艺、百度输入法、百度和百度地图四个，用户增长情况来看整体低于头部 APP 的增速。根据艾瑞咨询数据显示，2018 年 3 月 MAU 和 DAU TOP100 的 APP 中，百度占据 9 款，其 MAU 和 DAU 之和分别为 21.31 亿和 5.50 亿，相比于 2017 年 4 月分别增长 12.87% 和 13.35%，但低于 TOP100 APP 整体 MAU 和 DAU 之和的增速，即分别为 23.04% 和 22.7%。

表 1、2017 年 4 月 TOP100 APP 中归属于百度的 APP 情况

TOP100 排名	APP 名称	MAU (2017)	TOP100 排名	APP 名称	DAU (2017)
3	爱奇艺	5.27	4	爱奇艺	1.40
9	百度	3.66	5	百度输入法	1.28
12	百度输入法	3.16	9	百度	1.05
13	百度地图	3.14	27	百度地图	0.39
34	百度手机助手	1.23	51	百度手机助手	0.18
60	百度贴吧	0.68	57	百度贴吧	0.16
65	百度浏览器	0.62	61	百度手机卫士	0.13
69	百度手机卫士	0.57	62	百度浏览器	0.13
71	百度视频	0.55	63	百度视频	0.13
96	百度网盘	0.38			

资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、2018 年 4 月 TOP100 APP 中归属于百度的 APP 情况

TOP100 排名	APP 名称	MAU (2018)	TOP100 排名	APP 名称	DAU (2018)
3	爱奇艺	6.01	4	爱奇艺	1.67
11	百度	4.28	8	百度输入法	1.42
13	百度地图	3.78	12	百度	1.20
15	百度输入法	3.50	29	百度地图	0.47
45	百度手机助手	1.17	57	百度贴吧	0.17
70	百度贴吧	0.74	60	百度手机助手	0.17
83	百度视频	0.61	69	百度视频	0.14
85	百度浏览器	0.61	70	百度手机卫士	0.14
87	百度手机卫士	0.60	76	百度浏览器	0.13

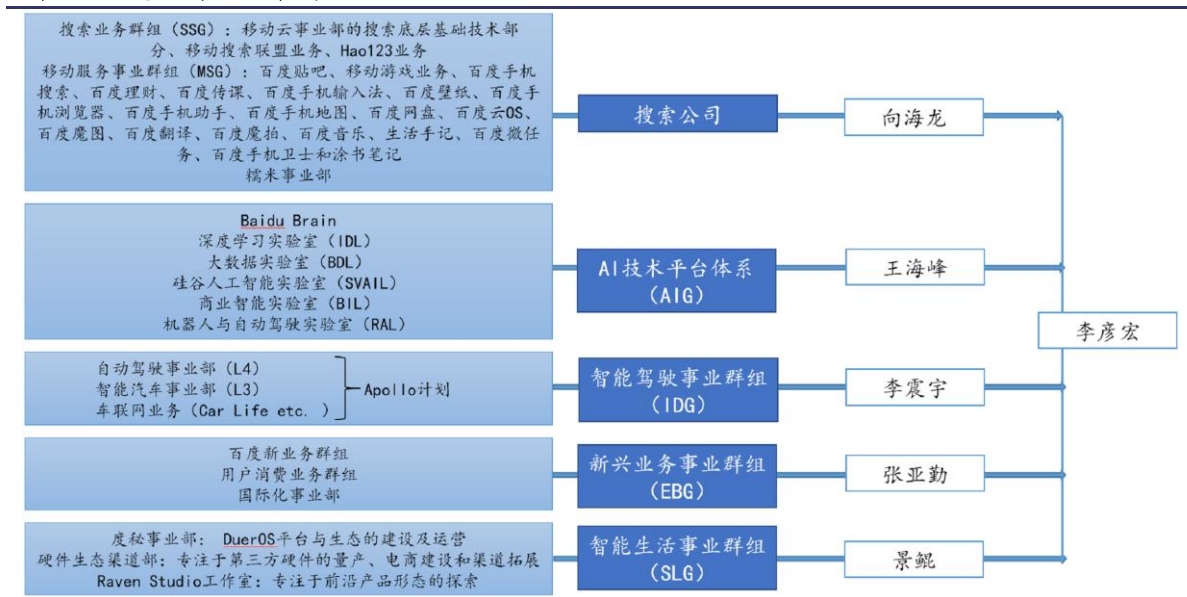
资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

**百度进行战略调整：AI 与 Feed 流成为主航道。**百度于 2017 年 1 月 17 日邀请前微软全球执行副总裁陆奇加盟担任百度集团总裁兼首席运营官、百度董事及董事会副主席职务。陆奇进入百度之后在战略、组织、价值观上进行了多项革新：

- 1) 从战略上进行了一系列的“关停并转”。首先关闭众筹业务并撤销医疗事业部，其次将自动驾驶事业部、智能汽车事业部和车联网业务合并成智能驾驶事业群组，把度秘团队上升为度秘事业部，并转让游戏资产、O2O 业务，并将爱奇艺上市；
- 2) 从业务上确定主航道为 AI 与 Feed 流，整合 AI 团队，并亲自挂帅智能驾驶事业群组 Apollo 计划（人工智能汽车场景）与度秘事业部 DuerOS（人工智能家庭场景）；
- 3) 从风气上打破官僚文化，内部启动“新风会”、改善员工和高管对话机制。

陆奇于 2018 年 5 月 18 日宣布 7 月起不再负责经营管理工作，但不改百度 AI 战略实施。根据 5 月 21 日百度携众高管召开的百度内部交流会，李彦宏说明陆奇任内制定的 AI 战略不会改变，并将进一步落地其战略和做法。5 月 26 日，百度创始人、董事长兼 CEO 李彦宏在中国国际大数据产业博览会上正式发布了 智能搜索 APP——“简单搜索”，并承诺“永远没有广告”，意味着百度 AI 战略将持续推进。

图 1、百度当前组织架构



资料来源：百度，兴业证券经济与金融研究院整理

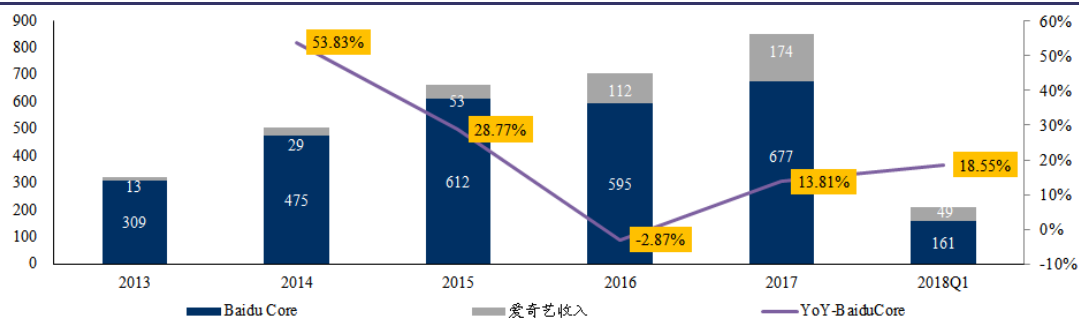
## 1.2、财务结构：网络营销为主要收入来源，AI 仍属战略投入期

百度当前仍是一家以广告为现金牛业务，以 AI 为战略业务的公司。从公司披露的营业收入结构来看，百度收入结构可分为百度核心 (Baidu Core) 和爱奇艺 (iQiyi) 两部分。其中：

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 1) **百度核心 (Baidu Core):** 包含广告 (搜索、信息流)、AI 相关创新业务、金融服务等除爱奇艺之外的所有相关收入;
- 2) **爱奇艺:** 则包含爱奇艺广告、爱奇艺会员服务、爱奇艺版权收入等爱奇艺所有的收入。爱奇艺已于 2018 年 3 月 29 日在纳斯达克上市, 当前百度持有爱奇艺 58.8% 股份, 仍然由百度并表。

图 2、百度的收入结构以及 Baidu Core 增长率 (单位: 亿元)



资料来源：百度公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从业务类型对收入结构进行拆分，百度收入又可分为网络营销服务收入 (Online Marketing services) 和其他服务收入 (Other services) 两部分。网络营销收入主要为搜索广告、信息流广告、爱奇艺广告收入三部分，而其他服务收入则主要包含爱奇艺会员服务收入等百度其他并表收入。

以 2017 年收入数据为例，“网络营销收入+其他服务收入”与“百度核心业务收入+爱奇艺收入”对应关系如下表所示。

表 3、以 2017 年收入数据为例说明两种收入分类方式的对应关系 (单位: 亿元)

	Baidu Core	iQiyi	抵消调整	总收入
网络营销服务收入	603.12	34.00	3.25	640.37
其他服务收入	9.17	19.19	-4.91	23.45

资料来源：百度公告，兴业证券经济与金融研究院整理

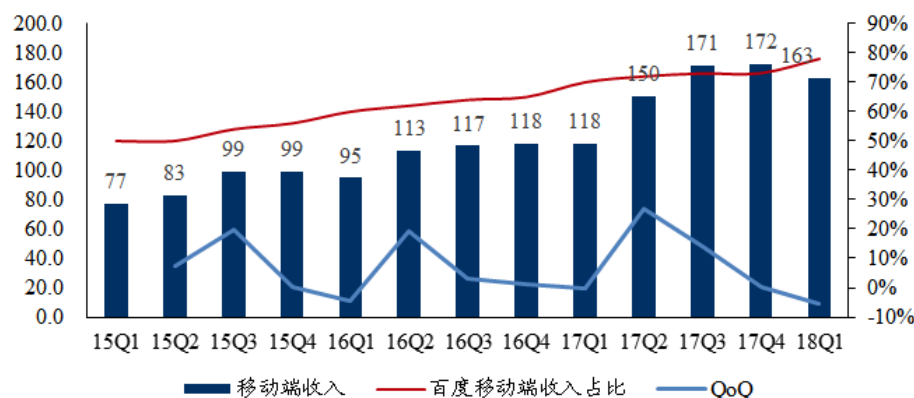
上表表明，2017 年网络营销服务收入构成如下：“搜索广告+信息流广告”收入为 603.12 亿，iQiyi 广告收入为 34 亿，此外，Baidu Core 与 iQiyi 广告业务有 3.25 亿的交叉销售收入需进行抵消调整，从而合并计算得 2017 年网络营销服务收入为 640.37 亿元。

2017 年其他服务收入构成如下：AI 相关创新业务收入、金融服务收入、交易服务收入等为 9.17 亿，来自于爱奇艺除广告外的会员服务、版权等收入为 19.19 亿，Baidu Core 与爱奇艺除广告外的业务也存在 -4.91 亿收入需进行抵消调整，综合得其他服务收入总和为 23.45 亿元。

综上所述，当前的百度广告仍为主要收入来源；AI 仍处战略投入期，尚未整体商业化。

百度移动端已实现卓有成效的转型，截至 2018 一季度 78% 收入来自于移动端。

图 3、百度 15Q1-18Q1 移动端收入情况（单位：亿元）



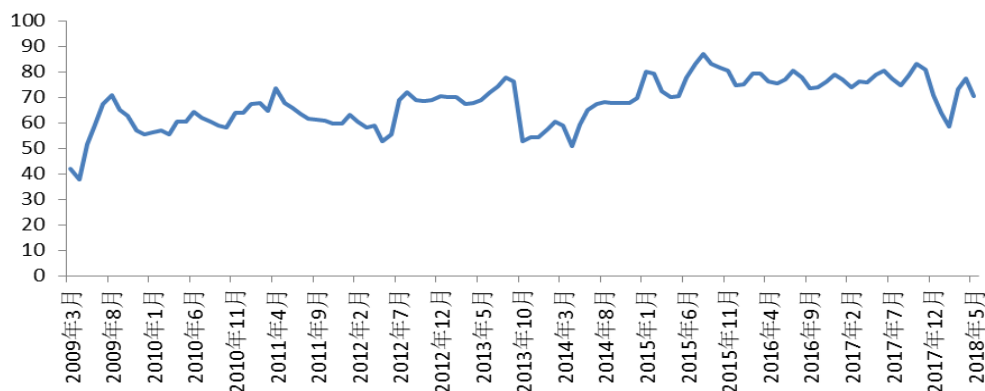
资料来源：百度年报，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、广告：“搜索+信息流”成百度双引擎

### 2.1、百度 APP 重新定位：有事搜一搜、没事看一看

百度作为第一大中文搜索引擎，虽不断有竞争者加入（如搜狗、360 搜索、神马搜索等），但当前仍维持 70% 以上的市场占有率。

图 4、百度在搜索引擎市场份额稳定在 70% 以上（单位：百分比）



资料来源：StatCounter、兴业证券经济与金融研究院整理

百度的搜索业务经历了魏则西事件的负面影响，公司做出了相应的整改措施：

- 全面审查医疗类商业推广服务，对未获得批准资质的医疗机构坚决不予提供商业推广，对内容违规的医疗类推广信息及时进行下线处理；在联合调查组调查期间，百度已对 2518 家医疗机构、1.26 亿条医疗信息进行了下线处理，2017 年更是移除了 202 亿的恶意网页。
- 控制商业推广结果数量，每页面商业推广信息条数所占比例不超过 30%；
- 对于商业推广的结果，改变过去以价格为主的排序机制，改为以信誉度为主，价格为辅的排序机制等。

百度 APP，作为百度最核心的搜索应用，在移动互联网时代本身面临的多重挑战。移动互联网 APP 的产品形态使得信息封闭于各自 APP 中，PC 时代的搜索引擎作为互联网入口级应用，在移动互联网时代则遭遇内容数量下滑、搜索需求向各垂直 APP 内转移等困境，因为各种资讯和服务均有相应的 APP 来满足且作为搜索引擎难以爬取。

百度 APP 的定位从纯搜索向“有事搜一搜，没事看一看”转变，利用搜索服务的流量祭奠为新闻资讯、短视频等信息流、视频流服务等导流；通过逐步丰富的内容生态提升百度搜索的用户粘性。

- **APP 产品信息流化：**百度搜索页面 WAP 端和 APP 端搜索框之下均设置了信息流，根据用户兴趣以及搜索和浏览习惯进行个性化推荐，并利用信息流广告进行变现；
- **百度 APP 除文字之外，新增声音输入、图片搜索、增强现实、短视频、音频读新闻等功能。**最新版百度 APP 内容逐步丰富，除信息流、视频流、音频之外，还在一级入口设置金融、电商、交通、阅读等应用。

图 5、最新版百度 APP 融合信息流、短视频、音频读新闻、工具型应用入口等功能



资料来源：百度 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

基于“熊掌号+百家号”的内容生态建设逐步推进。熊掌号、百家号的持续优良表现丰富了百度内容生态，进一步拓宽了百度在链接全网内容和服务上面的能力，吸引用户回归。

2017 年 11 月 16 日，以“双擎驱动 生态共赢”为主题的“2017 百度世界大会内容生态分论坛”于北京启幕，论坛上百度正式公布了以“搜索+信息流”双引擎为核心驱动力的内容生态全新升级战略。

- **熊掌号 (Bear Paw Account) ——人连接服务：**可使认证品牌和企业能够从网站、wap 站点和开放平台应用中聚合他们的内容，使得这些应用可搜索，并请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

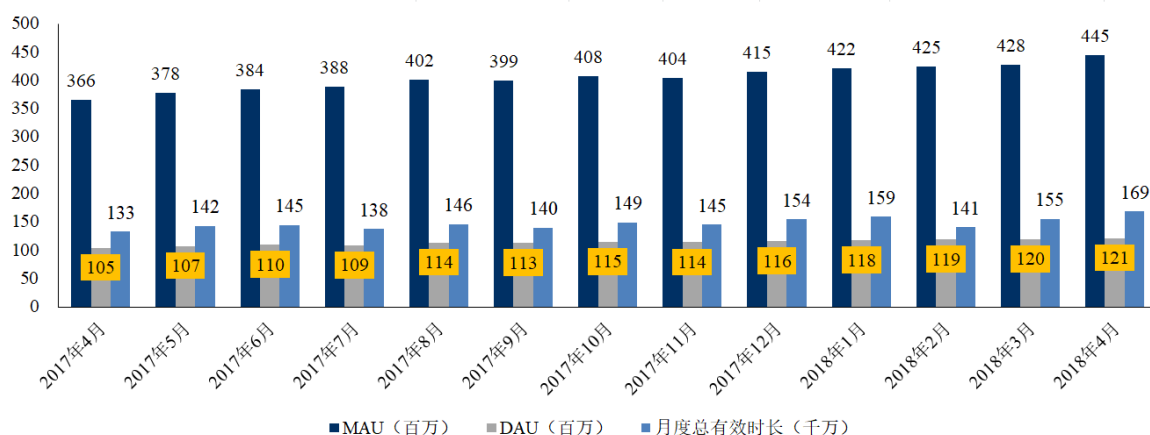
增强用户对品牌和企业的参与感。熊掌号为用户提供了一种简单有效的方式来触达品牌和企业，利用百度开放生态系统来确保流量，留住用户，为品牌建设做出贡献，实现增长。根据百度 2018Q1 电话会议表述，目前熊掌号已经覆盖了 30% 的搜索结果，在 Q1 季度中熊掌号新增了即时通信功能，帮助用户直接与品牌商交流。

- 百家号（Baijiahao）——人连接内容：是内容提供商发布内容并建立粉丝基础的平台。百家号支持各种内容格式，包括文章、专辑、视频、直播、增强现实和虚拟现实。百家号的 AI 平台为内容提供商提供了最前沿的人工智能工具，帮助用户自动查看编辑的内容，智能地将视频拼接到图像中，版权保护等等。百家号在 2017 年两会期间推出的整合出的两会内容资讯矩阵，总推荐量达到 150 亿，网民互动总量超 7 亿，在线直播总人数 1179 万。在 2017 年，百家号平台上的内容提供商数量从年初的 20 多万增长到今年的 100 万。

内容生态打造和信息流服务转型获得阶段性成功。百度 APP 的用户流量不断提升。根据艾瑞咨询跟踪数据，百度 APP 的 MAU、DAU、月度总有效时长于 2017 年 4 月至 2018 年 4 月分别同比增长 21.56%、16.09%、26.66%。

- 根据公司披露，截止 2017Q4，信息流内容日分发量相比 2016Q4 同比增长 20%，其中，视频内容平均占比 40%，同比增长 14%。

图 6、百度 APP 的 MAU、DAU、月度总有效市场月度走势

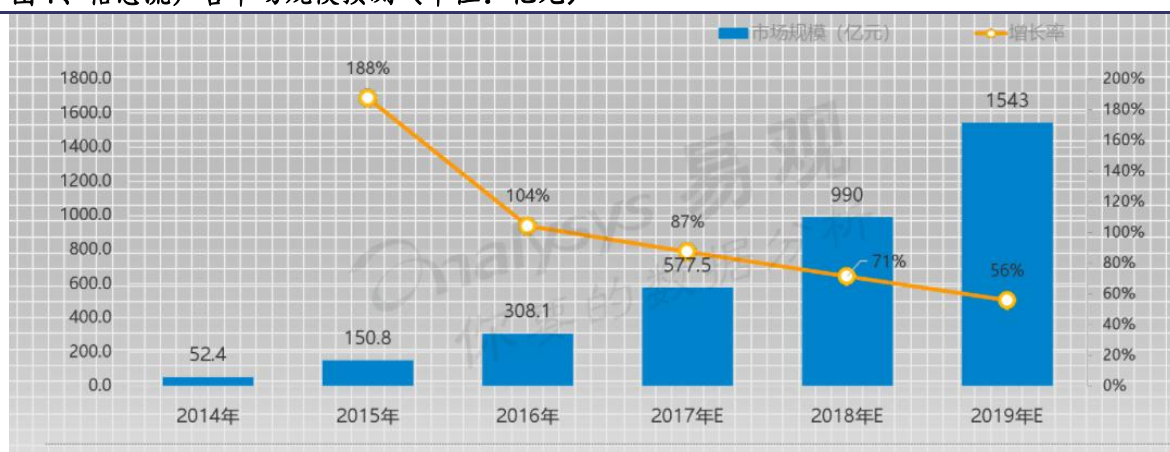


资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、竞品对比：内容生态未见优势，强大 AI 助力信息流分发

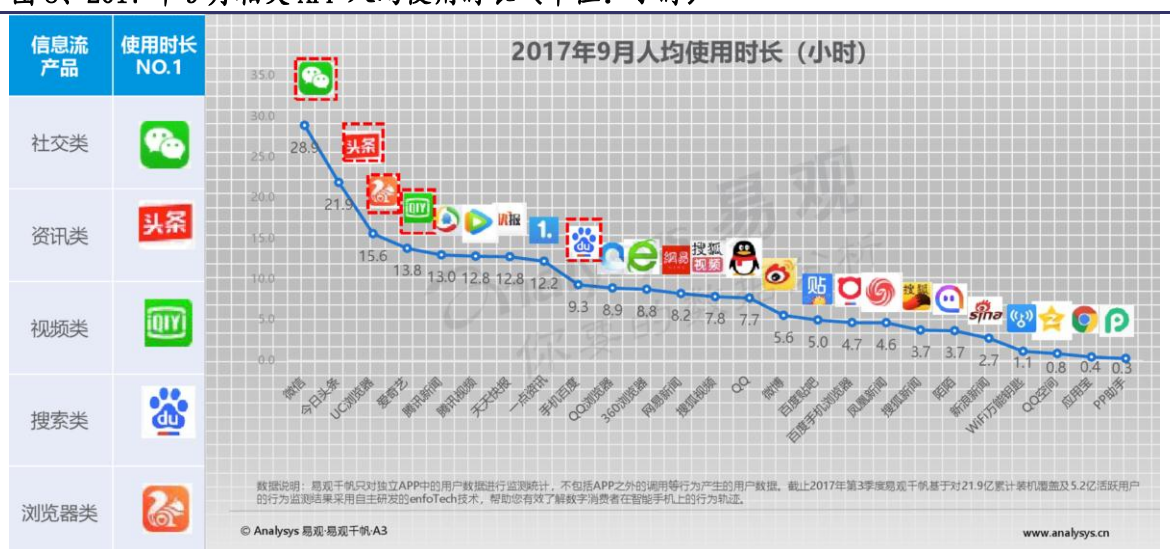
根据易观数据显示，2018 年信息流广告市场规模预计将达到 990 亿元（YoY+71%），并仍将高速增长。社交网络、新闻资讯 APP、搜索引擎 APP、浏览器 APP、视频类 APP 等均加入了信息流资讯分发市场。从用户使用时长来看，社交网络 APP 微信占据头把交椅，其次是新闻资讯类的今日头条，再次则是视频类的爱奇艺、搜索类的百度、浏览器类的 UC 浏览器等。此外，产品之间内容具有融合趋势，例如百度、搜狗、UC 浏览器内的信息流具有资讯内容，各个信息流产品中也有视频流内容，而 UC 浏览器则开始扶持自主搜索引擎（神马搜索）。

图 7、信息流广告市场规模预测（单位：亿元）



资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2017 年 9 月相关 APP 人均使用时长（单位：小时）



资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

除搜索引擎之外，当前从事信息流资讯内容分发的产品主要为移动浏览器、新闻资讯 APP 等，市场格局稳定。其中，移动浏览器（不含手机厂家浏览器）主要的竞品有 QQ 手机浏览器、UC 手机浏览器、360 手机浏览器、百度浏览器等；新闻资讯类 APP 主要竞品则有腾讯新闻、今日头条、新浪新闻、网易新闻、天天快报、搜狐新闻、凤凰新闻、一点资讯等。我们对 2017-2018 年主要的产品进行梳理，新闻资讯 APP 以及手机浏览器总体格局稳定，不存在较大变动，但流量主要集中于头部产品，头部产品今日头条增长快速。

表 4、新闻资讯类 APP 月活、市场格局（单位：百万）

排名	产品名称	MAU (2017 年 4 月)	产品名称	MAU (2018 年 4 月)
1	腾讯新闻	250.27	腾讯新闻	259.02
2	今日头条	132.25	今日头条	212.22
3	天天快报	88.4	新浪新闻	117.58
4	网易新闻	86.05	网易新闻	95.19
5	新浪新闻	74.34	天天快报	79.55

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

6	搜狐新闻	63.44	搜狐新闻	66.18
7	凤凰新闻	39.81	凤凰新闻	50.54
8	一点资讯	34.37	一点资讯	38.11
9	趣头条	9.51	趣头条	33.25
10	ZAKER 新闻	7.42	爱看	20.88
11	百度新闻	3.94	爆点资讯	11.69
12	UC 头条	3.61	ZAKER 新闻	7.66
13	澎湃新闻	2.78	今日十大热点	5.94
14	今日十大热点	2.1	百度新闻	4.96
15	VIVA 畅读	1.63	澎湃新闻	4
16	东方头条	1.56	连尚头条	3.62
17	百度好看视频	1.4	即刻	2.12
18	资讯宝	0.76	UC 头条	2.01
19	知乎日报	0.64	VIVA 畅读	1.76
20	微看点	0.6	快头条-ifeng	0.76
	总和	804.88	总和	1017.04
	前三份额	58.51%	前三份额	57.90%

资料来源：艾瑞咨询、兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、浏览器类 APP 月活、市场格局（单位：百万）

排名	产品名称	MAU(2017 年 4 月)	产品名称	MAU(2018 年 4 月)
1	QQ 手机浏览器	345.79	QQ 手机浏览器	394.1
2	UC 手机浏览器	269.41	UC 手机浏览器	295.5
3	360 手机浏览器	103.22	360 手机浏览器	110.34
4	百度浏览器	61.95	百度浏览器	62.31
5	搜狗浏览器	24.47	搜狗浏览器	42.74
6	猎豹浏览器	21.42	猎豹浏览器	26.93
7	Chrome 浏览器	9.17	Chrome 浏览器	14.96
8	2345 浏览器	6.14	2345 浏览器	8.87
9	欧朋浏览器	5.33	欧朋浏览器	6.15
10	绿茶浏览器	3.62	绿茶浏览器	5.92
	总和	850.52	总和	967.82
	前三份额	84.47%	前三份额	82.65%

资料来源：艾瑞咨询、兴业证券经济与金融研究院整理

### 1) 搜索引擎 APP：百度流量绝对领先

搜索引擎相关竞品主要为百度 APP 与搜狗搜索 APP。

从流量的角度，根据艾瑞咨询数据，截至 2018 年 4 月百度 APP 与搜狗搜索 APP 的月活跃用户与日活跃用户分别为 445.19 百万人和 33.56 百万人，体量差距较大。此外，360 搜索由于与 360 其他产品结合，因此无法单独对流量进行评价，可参考数据有 360 手机浏览器 2018 年 4 月 MAU 为 110.34 百万人。

从用户界面的角度，两者均可自由设定界面，百度 APP 首页即为明显的搜索框和资讯信息流，此外设置多种资讯标签页供用户选择，在标签页还设置小说、漫画

等内容品类。“关注”标签页则类似于微博，既可关注其他用户（包括媒体号）又可自己发布文字、图片、视频等信息，内容丰富度快速提升。通过设置多种标签页，则可较为精确地为用户进行画像，从而为用户提供更为精确的内容推荐。而搜狗搜索则凭借腾讯系优势，在搜索框下设置微信搜索、知乎等内容，并在首页主要位置设置“书架”等直接为小说等内容进行导流变现。

从内容的角度，百度信息流内容丰富度远大于搜狗，因此，广告库存远高于搜狗，因而拥有比搜狗更高的信息流收入和潜力。正因为信息流库存不足，搜狗首页注重为其他内容导流，包括微信、知乎、小说等。搜狗凭借独有的微信、知乎等内容搜索优势，吸引用户使用，使得维持了一定的用户粘性。

图 9、百度与搜狗搜索 APP 界面



资料来源：百度 APP，搜狗搜索 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2) 移动浏览器 APP：界面雷同，重点不同

从流量（MAU）的角度，截至 2018 年 4 月，QQ 手机浏览器最高（3.94 亿）、UC 手机浏览器（2.96 亿）次之，360 手机浏览器（1.10 亿）和百度浏览器（0.62 亿）则再次之，手机浏览器已然呈现头部化现象。

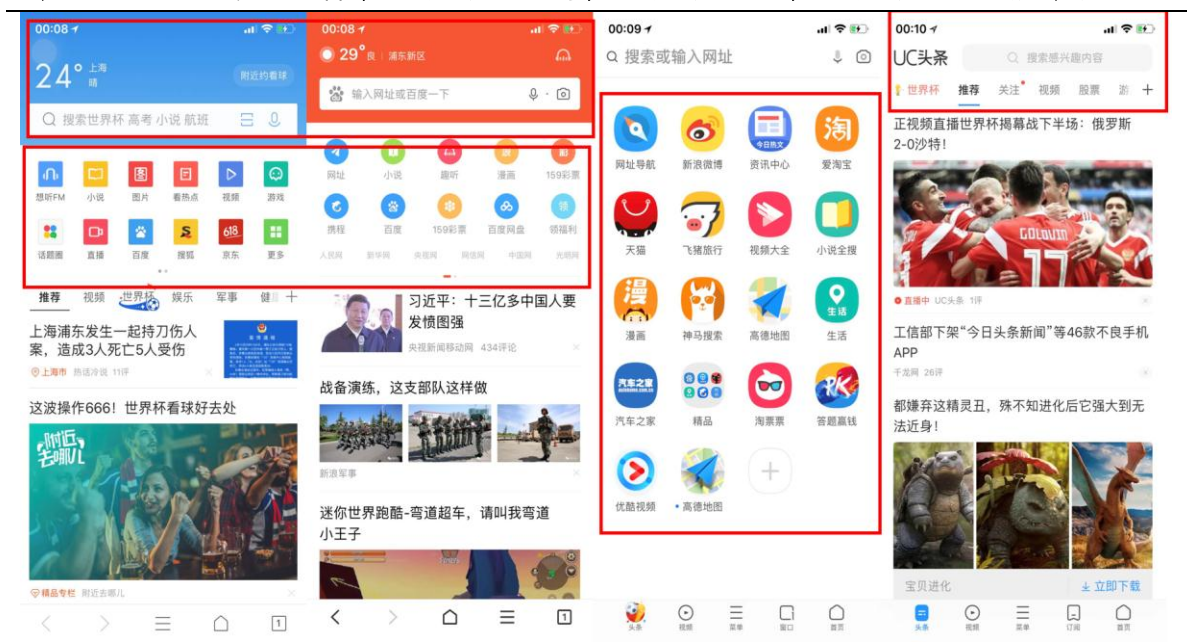
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

从用户界面的角度，QQ 手机浏览器和百度手机浏览器启动界面相似，均为搜索框、书签、信息流三部分，UC 手机浏览器则为开启时显示如图三（注：从左至右分别为图一至图四）所示的书签页面，再次点击“头条”则显示图四界面，即与其他浏览器界面类似。360 浏览器则直接进入类似于图四的界面，不设置书签。

从内容的角度，QQ 浏览器和百度浏览器均在书签页面设置包括音频、漫画、小说、资讯、视频、搜索、电商的入口，但显然从内容质量和数量上来讲，QQ 浏览器占据领先地位。UC 手机浏览器则力图在书签页设置阿里系的内容，包括微博、淘宝、天猫、飞猪、搜索、导航、视频等，为其进行导流，当然也可设置其他应用入口。

从服务来看，三大浏览器均试图尽量将所有的服务需求均导流至自身体系内。对于餐厅的搜索需求，QQ 浏览器、百度浏览器、UC 浏览器分别导流至大众点评、百度地图、高德地图。但从整个服务生态的丰富性来看，百度相比腾讯和阿里尚有较大差距。

图 10、从左至右分别为 QQ 手机浏览器、百度手机浏览器、UC 手机浏览器（后两张图均是）



资料来源：QQ 手机浏览器、百度手机浏览器、UC 手机浏览器、兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、连接服务方面，三大手机浏览器均连接至自有服务



资料来源：QQ 手机浏览器、百度手机浏览器、UC 手机浏览器、兴业证券经济与金融研究院整理

### 3) 新闻资讯 APP：产品形态类似，内容生态和 AI 力不同

新闻资讯类 APP 主要有腾讯新闻、今日头条、新浪新闻、网易新闻、天天快报、搜狐新闻、凤凰新闻、一点资讯等，我们选取腾讯新闻、今日头条、一点资讯进行讨论。

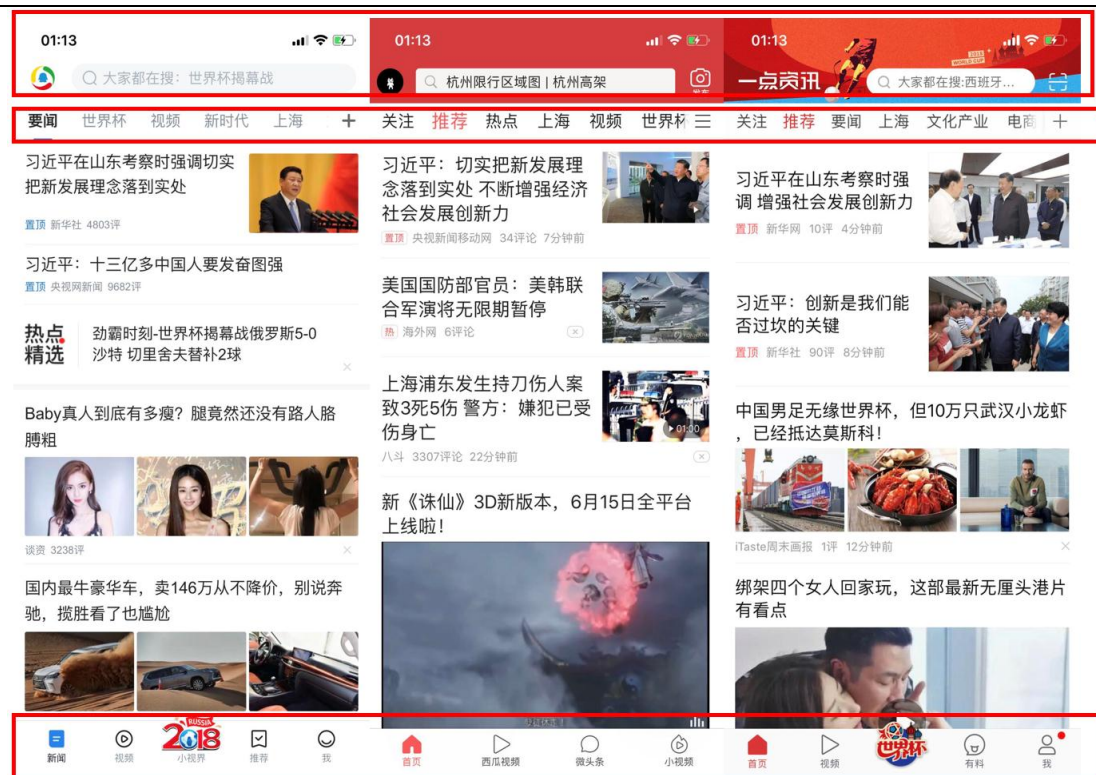
从流量（MAU）的角度，截至 2018 年 4 月腾讯新闻流量最大，达到 2.59 亿，其次为今日头条为 2.12 亿，一点资讯为 0.38 亿。

从用户界面来看，三者均设置搜索界面、信息流内容，界面基本雷同，均为信息流形态。

从内容来看，今日头条在资讯、短视频、微头条等方面均比其他竞争对手丰富，并且从 AI 技术能力来看，用户更多、运营时间更久的今日头条具有较为强大的优势。

此外，我们发现新闻资讯类 APP 同样设置了搜索入口，用户通过搜索引擎搜索资讯的需求可能正在逐步被新闻资讯类 APP 分流，从而也体现了百度布局新闻资讯信息流的迫切性。在各产品均布局信息流的情况下，精准性将成为未来竞争的着力点。

图 12、从左至右分别为腾讯新闻、今日头条、一点资讯 APP 界面



资料来源：腾讯新闻、今日头条、一点资讯、兴业证券经济与金融研究院整理

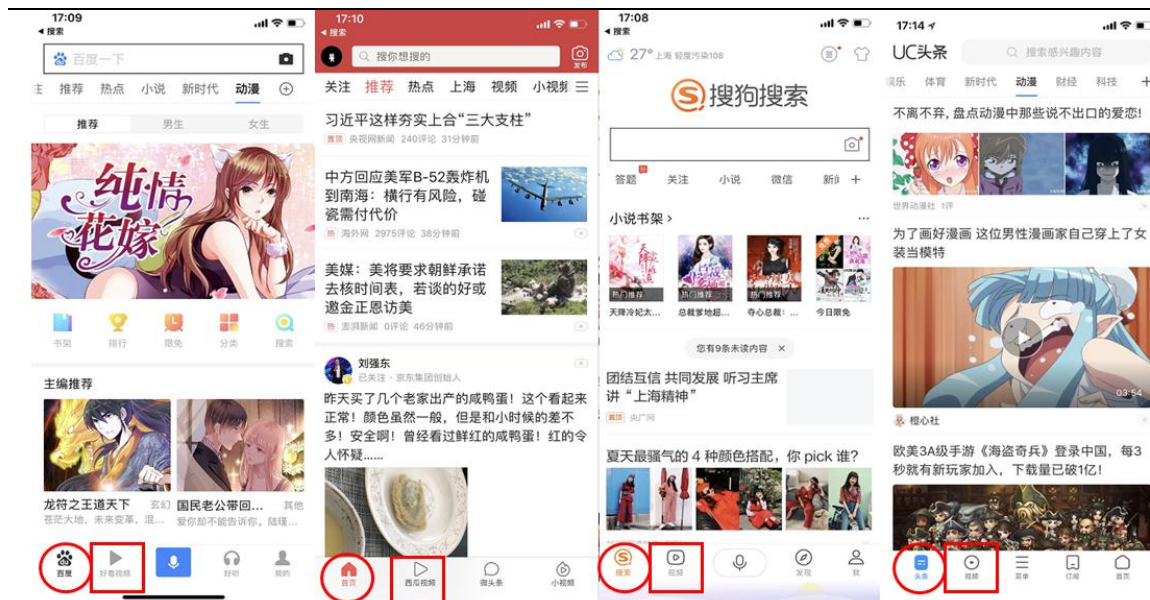
对比不同产品形态的佼佼者，信息智能分发技术、内容丰富度是获得用户粘性的主要竞争点，百度内容生态仍为软肋。我们将百度 APP 与新闻资讯类 APP 中的代表今日头条、搜索引擎方面的竞品搜狗搜索、移动浏览器 APP 中的代表 UC 手机浏览器分别进行了对比，总结如下现象：

- 1) 流量方面 (DAU、MAU)：**百度 APP、UC 浏览器分居绝对值前二，今日头条增长迅速（超 60%），百度 APP 与搜狗搜索中速增长（20%-30%），UC 浏览器增速疲弱（低于 10%）。
- 2) 人均月度使用时长方面：**用户使用时长往往与内容多样性相关联。今日头条人均月度使用时长增长 19.62% 至 11.8 小时，体现内容生态的丰富；依托于微信、知乎、阅读等腾讯系资源的搜狗搜索同比增长 13.9% 至 4.95 小时；UC 浏览器与百度 APP 均低速增长，分别为 6.93 小时（+4.84%）和 3.79 小时（4.20%）。
- 3) 用户粘性方面 (DAU/MAU)：**今日头条用户粘性最高，达 46.29%，同比增长 1.13 个百分点；UC 浏览器次之，达 33.64%，百度 APP 和搜狗搜索分别为 27.27% 与 20.41%，分别同比下降 1.28 个百分点、1.36 个百分点。
- 4) 内容丰富度排序：**直接从产品观察内容丰富度，今日头条毫无疑问在资讯、短视频、微头条、问答等方面均有最为丰富的内容；UC 浏览器具有较长的内容积淀，依托阿里内容丰富度高；搜狗依托微信、知乎等优质内容源具有一定的优势，并在小说等文字内容方面更强，但自有内容布局最弱；百度在内容生态布局下内

容丰富度不断增长，与搜索联动为用户带来精准的推荐。

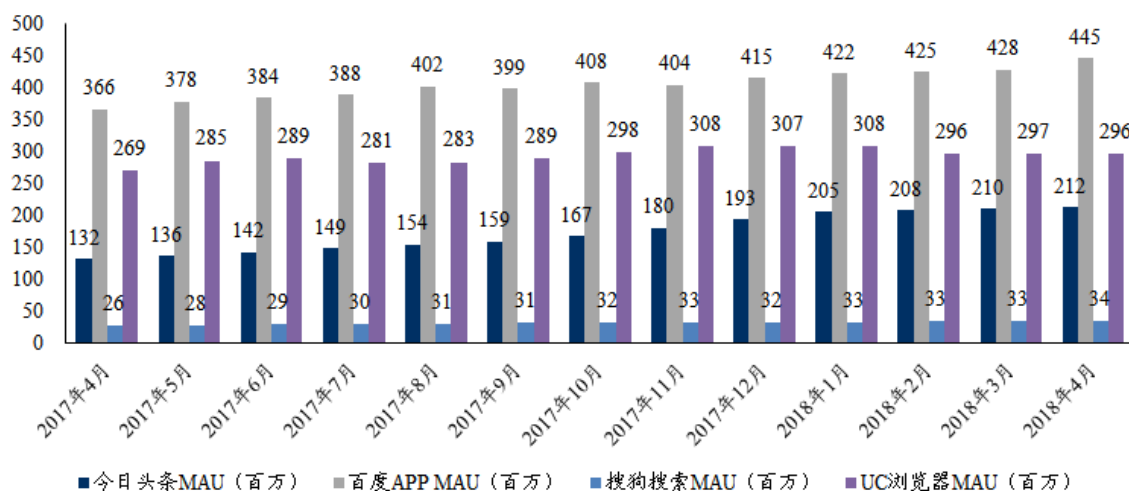
5) 信息智能分发方面，我们认为具有更大用户基础，更多内容维度且运营时间更长的产品具有最强的竞争力，因此我们认为今日头条与百度均具有较大优势，UC与搜狗搜索则次之。

图 13、从左至右分别为百度 APP、今日头条、搜狗搜索、UC 浏览器主页界面



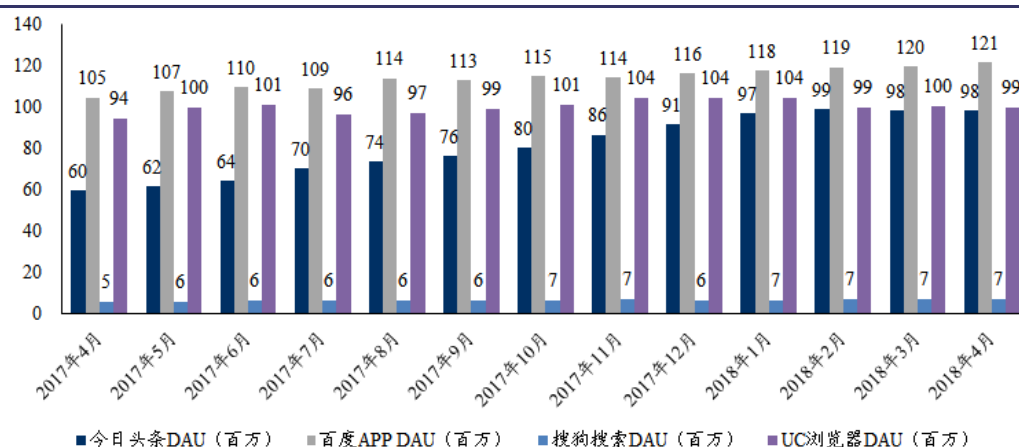
资料来源：百度 APP、今日头条、搜狗搜索、UC 浏览器、兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2018 年 4 月 MAU 指标今日头条、百度 APP、搜狗搜索、UC 浏览器分别同比增长 60.47%、21.56%、28.43%、9.68%



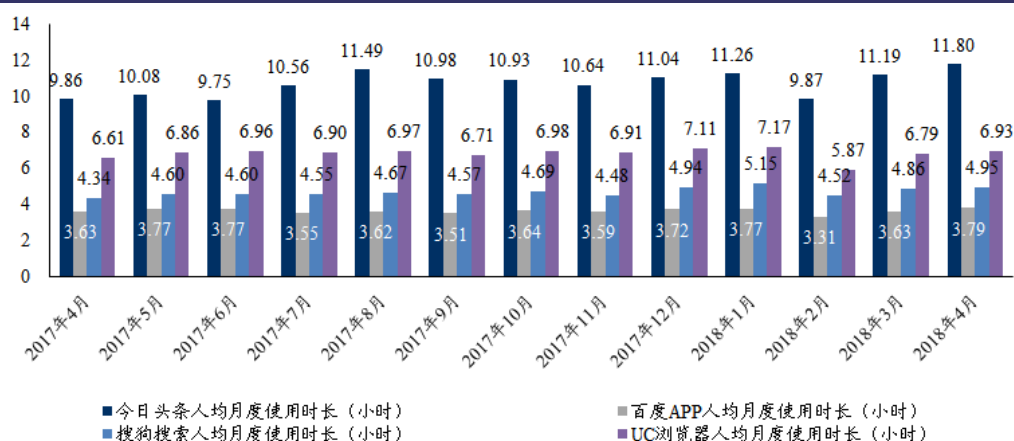
资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、2018 年 4 月 DAU 指标今日头条、百度 APP、搜狗搜索、UC 浏览器分别同比增长 64.50%、16.09%、29.25%、5.43%



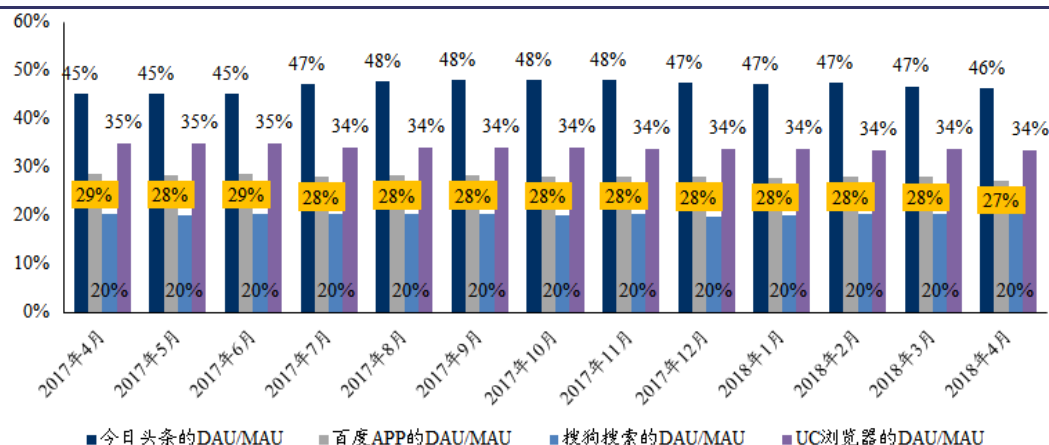
资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、2018 年 4 月人均月度使用时长指标今日头条、百度 APP、搜狗搜索、UC 浏览器分别同比增长 19.62%、4.20%、13.90%、4.84%



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、DAU/MAU 指标来看，用户粘性从高到低分别为今日头条、UC 浏览器、百度 APP、搜狗搜索



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

尽管百度近两年在内容生态加大布局，但其他竞争对手的内容布局当前并不输于百度。因此，百度虽受益于内容生态的丰富而带来搜索需求（流量）的提升，或并未彻底改变“百度等于搜索”的刻板印象，沉淀在百度 APP 上的人均月使用时长明显低于内容丰富度更高的今日头条和 UC 浏览器，甚至略低于有腾讯生态支持的搜狗搜索。这或许反映了百度当前流量的上升可能仅仅为搜索需求的回升。我们认为，正因为定位上的困局，百度才于近期正式推出“简单搜索”，将搜索独立成为一款新产品，并将自身 AI 技术优势与之结合，百度 APP “去搜索化”或许是百度转型路上的必经之路。

另一层面，百度多年积累的 AI 技术和大数据，或将成为百度转型信息流方面的重要杀手锏。由于百度旗下有 20 多个 APP 矩阵，且不乏爱奇艺、百度地图、百度输入法、百度手机助手、百度网盘等活跃度较高 APP，以及金融等其他多维度的服务，百度体系拥有较为丰富的数据维度。在该优势下，百度拥有的数据维度越多，推送的内容越广泛，因而更能满足不同用户在不同场景的多样化信息需求，实现亿人亿面以及一人千面投放推荐。

图 18、依托 AI 技术，意图营销可实现亿人亿面，一人千面信息推荐



资料来源：百度信息流广告产品手册，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、百度大脑所掌握的用户数据



资料来源：百度信息流广告产品手册、兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、转型成效：移动基础逐步夯实，广告业务实现复苏

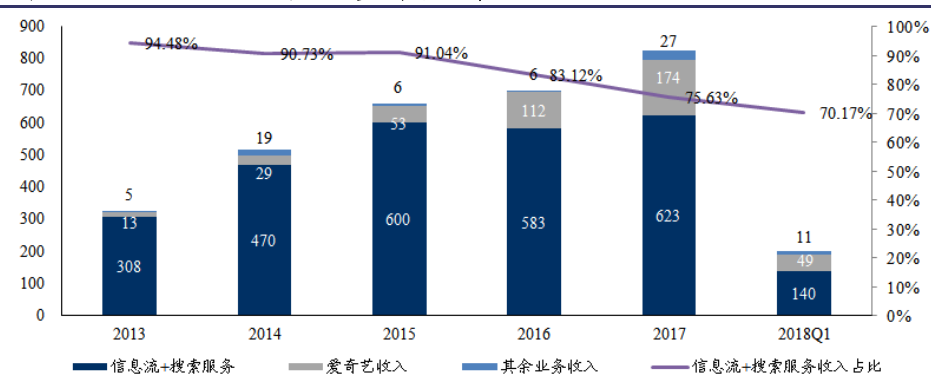
我们进一步将百度的营业收入进行拆分如下：1) 搜索服务收入+信息流收入；2) 爱奇艺收入；3) 其余业务收入：包括金融、O2O、AI等相关收入；

基于上文“百度核心业务 (Baidu Core) 收入 (①)+爱奇艺收入”与“网络营销服务收入 (②)+其他服务收入 (③)”的对应关系，我们根据如下方式获得拆分收入：

- 1) 搜索服务收入+信息流收入 $\approx$ ①-③+爱奇艺除广告外的收入
- 2) 其余业务收入=①-②+爱奇艺广告收入：包含金融、人工智能、O2O 交易等收入
- 3) 爱奇艺收入：通过百度年报以及爱奇艺招股说明书获取

如下图所示，百度“信息流+搜索服务”2017 年、2018Q1 分别达到 623 亿元、140 亿元，在总收入中的占比逐步降低至 75.63%和 70.17%。根据公司电话会议相关数据倒推，我们估计 2017-2018Q1 信息流广告收入约为 59.64 亿和 17.28 亿元，对应搜索服务收入分别为 563.31 亿、122.61 亿元，搜索服务增速放缓，交易服务逐步萎缩，信息流收入为增长新引擎。

图 20、百度的收入结构进一步拆分（单位：亿元）



资料来源：百度公告，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：由于存在内部抵消等因素，因此图中各收入结构相加值与总收入有细微出入；

\*注：从 2016 年之前不存在信息流广告收入

表 6、百度搜索、交易服务、信息流收入进一步拆分（单位：亿元）

年份	搜索服务收入	交易服务收入	信息流收入
2013	295.90	13.19	
2014	437.27	38.22	
2015	556.67	70.06	
2016	553.75	48.94	
2017	563.31	估计 20-30 亿	59.64
2018Q1	122.61	估计 10 亿左右	17.28

资料来源：公司公告、公司电话会议、兴业证券经济与金融研究院整理

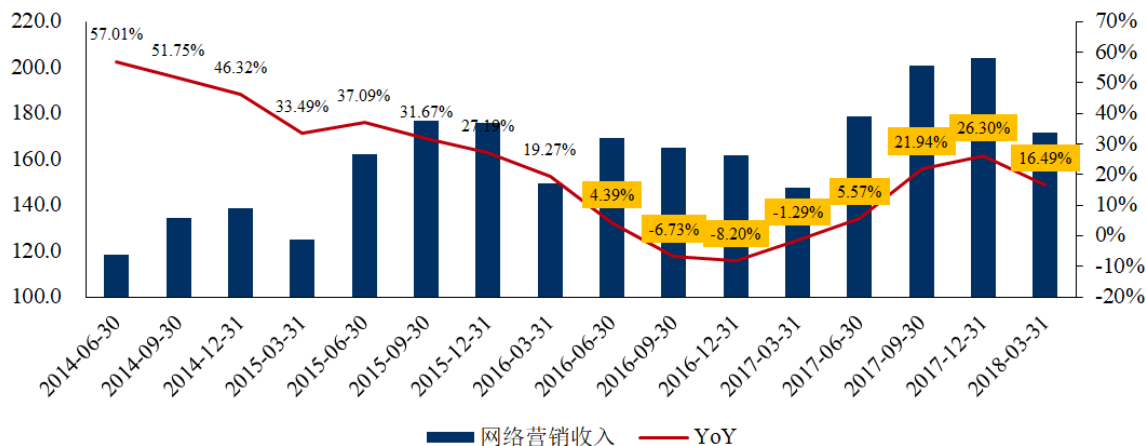
\*注：搜索服务收入公司官方披露至 2016 年，2017-2018Q1 与交易服务收入合并计算均为预测值；信息流收入为估计值；

表 7、百度信息流广告投放规则

信息流广告投放平台	CPC 计价方式投放形式	CPT/CPM 计价方式投放形式	样式
百度首页（手百 APP+百度首页 WAP 端）	单图、三图、大图及下载（APP）、小图视频（APP）	单图、三图、大图及下载（APP）、大图图集（WAP 端首页）、大图视频、小图视频（APP）	促转化样式（下载、电话、在线咨询、LBS 等）；富媒体样式（图集、视频等）；创新样式（AR、沉浸式等）
百度贴吧（APP+WAP+PC）	单图、三图	单图、三图、视频	
百度浏览器（APP）	安卓-支持单图、三图、大图下载样式；IOS-单图样式（APP）	单图、三图、大图样式	

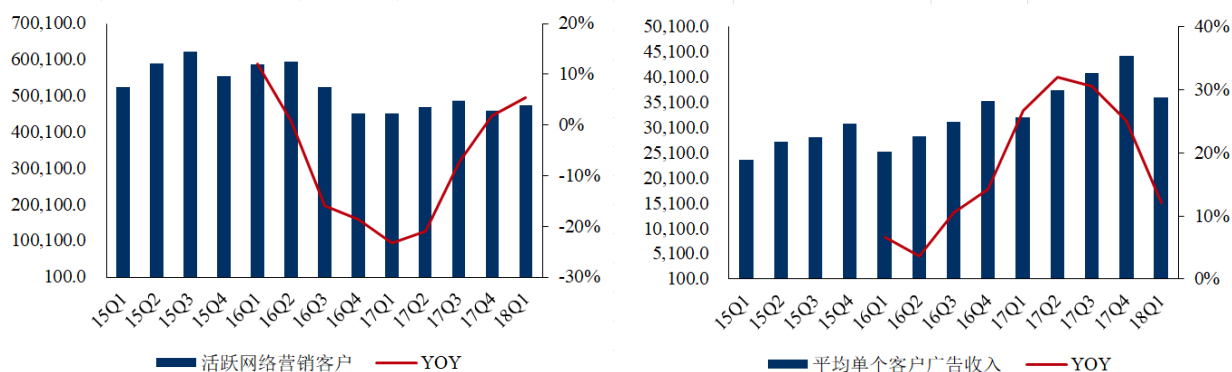
资料来源：百度信息流广告产品手册、兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、百度网络营销收入季度表现（单位：亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、百度活跃网络营销客户数量（单位：个） 图 23、百度平均单个客户广告收入（单位：元）



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

百度业务回升主要归功于负面影响消除与内容生态构建。从网络营销收入上来看，2017Q2 以来，收入已经呈同比正向增长态势并逐季加速增长。尽管百度在内容生态构建上相比于今日头条、UC 手机浏览器等尚处于劣势，但两者的边际变化共同作用一方面消除了百度转型期清理广告主的阵痛，一方面流量的回升和广告库存的回升带动了广告收入的回升。未来百度广告收入的增加仍需通过不断打磨内容生态增加用户粘性。

### 3、爱奇艺：广告+会员服务构成主要收入来源，广告仍具较大潜力

在线广告服务收入和会员服务收入是爱奇艺前两大收入来源，2018Q1 分别占比 43%和 43%，此外内容发布和其他业务也贡献了一定的收入。从广告的角度，2017 年 12 月份爱奇艺移动端 MAU、DAU 分别达到 4.21 亿、1.26 亿，2017-2018Q1 广告收入则分别达到 81.59 亿元（YoY+44.39%）和 21.11 亿元（YoY+52%），分

别达到整体收入的 47%和 43%。

图 24、爱奇艺分业务营收情况

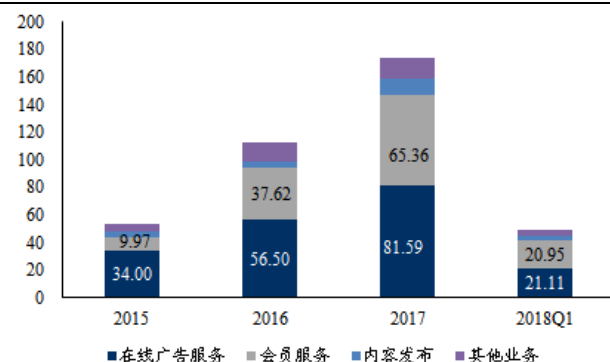
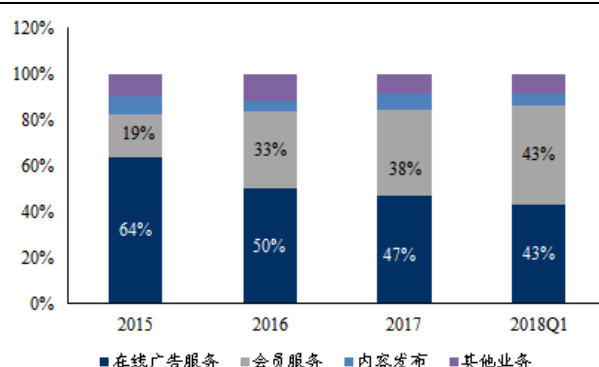


图 25、爱奇艺分业务营收占比



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、爱奇艺广告收入及增速

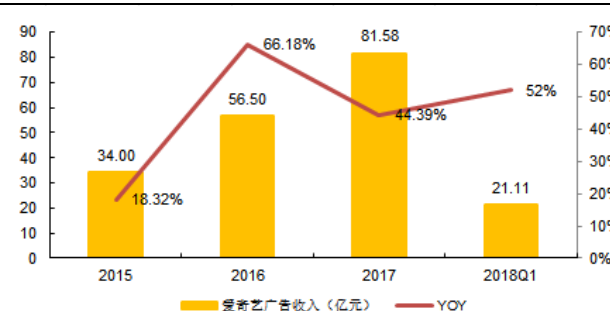
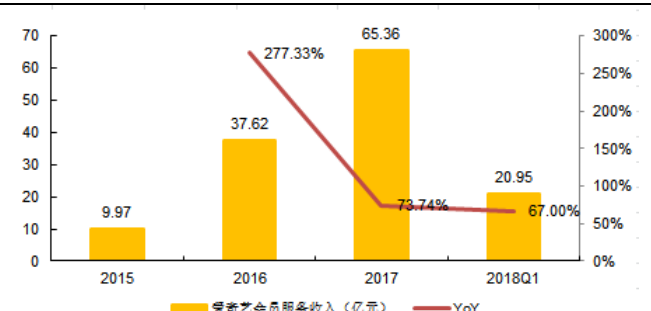


图 27、爱奇艺会员服务收入及增速



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、爱奇艺主要的广告形式





资料来源：爱奇艺，兴业证券经济与金融研究院整理

**爱奇艺品牌广告和信息流广告均具较大潜力。**我们根据爱奇艺的广告类型，将其分类为品牌广告和信息流广告。纳斯达克上市前，爱奇艺 CEO 龚宇介绍说“品牌广告、付费用户、信息流广告”将会是爱奇艺未来盈利的三大驱动力。

**1) 品牌广告：**爱奇艺未来品牌广告的增长空间在于与内容结合的广告、视频前、频道展示位等广告仍具有增长空间。例如《热血街舞团》在上线前3个月之时，包括 Vivo 在内的10个赞助商用6.2亿的预算将其核心资源一抢而空，而这样的广告形式随着未来内容与AI的结合仍有很大空间，将实现个性化广告投放、情景化广告投放、Video In、Video Out等。此外，随着频道的增长和用户使用时间的增加，爱奇艺品牌展示广告仍有空间。

**2) 信息流广告：**爱奇艺的信息流广告于2016年四季度开启，2016-2018Q1广告收入实现高增长，2017年爱奇艺信息流广告收入占比约为10%，预计2018年占比将达到15%-20%。爱奇艺仍将继续发力信息流，首页、视频评论页、热点推荐页、泡泡社区等均已信息流化。爱奇艺未来将在信息流内容方面加大投入，通过短视频提升内容丰富度提升信息流广告库存，将为公司信息流业务带来较大增长。我们假设3年内获得1.1亿会员、内容成本降至收入的53.66%，爱奇艺可实现盈利。

#### 关键假设：

- 1) 爱奇艺在2020年取得1.1亿付费会员，MAU自2018年起年增3%至2020年的4.60亿
- 2) 单位付费会员收入获得10%、13%、16%的增长（驱动力来自于提价和付费项目的增加），单位MAU广告收入获得40%、35%、30%的增长（驱动力来自于提价及广告资源和形式的增加）
- 3) 原创内容成本增速高于第三方内容成本增速10%进行增长。

表 8、爱奇艺财务指标预测（单位：百万美元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
1.营业收入	819.05	1,619.93	2,659.60	3,874.86	5,460.60	7,404.60
1.1 会员业务收入	153.49	542.34	1,000.28	1,540.43	2,262.89	3,149.95
1.2 广告业务收入	523.58	814.53	1,248.65	1,800.55	2,503.67	3,352.41
1.3 内容分发	59.70	72.21	182.40	237.12	308.26	400.73
1.4 其他收入	82.28	190.85	228.27	296.75	385.78	501.51
2.营业成本	930.42	1,648.64	2,660.86	3,518.35	4,457.87	5,399.93
2.1 内容成本	568.93	1,087.07	1,939.20	2,581.55	3,282.22	3,973.42
2.2 带宽费用	179.72	270.23	336.60	403.92	464.51	510.96
2.3 营业税等	69.06	118.75	195.55	282.86	398.62	540.54
2.4 其他成本	112.72	172.59	189.51	400.00	500.00	600.00
3.销售及一般管理费用	185.48	254.55	409.38	581.23	764.48	962.60
4.研发费用	76.99	118.85	194.33	282.86	398.62	540.54
5.营业利润	-373.85	-402.11	-604.97	-657.57	-347.87	276.56
<b>关键指标</b>						
内容成本/营业收入	69.46%	67.11%	72.91%	66.62%	60.11%	53.66%
带宽费用/营业收入	21.94%	16.68%	12.66%	10.42%	8.51%	6.90%
会员业务收入增速		253.34%	84.44%	54.00%	46.90%	39.20%
广告业务收入增速		55.57%	53.30%	44.20%	39.05%	33.90%
原创内容成本/内容成本	6.84%	10.87%	9.48%	9.97%	10.59%	11.37%
毛利率	-13.60%	-1.77%	-0.05%	5.33%	14.93%	24.03%
经营利润率	-45.64%	-24.82%	-22.75%	-16.97%	-6.37%	3.73%

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

## 4、AI：依托百度大脑构建 DuerOS 和 Apollo 两大开放平台

百度的 AI 部门分为 AI 技术平台体系（AIG）、智能驾驶事业群组、智能生活事业群组。其中：

**智能驾驶事业群组（IDG）：**是百度将自动驾驶事业部（L4）、智能汽车事业部（L3）、车联网业务（Car Life etc.）共同组成，合并之后具有自动驾驶、智能汽车、车联网三块业务。百度无人驾驶车项目于 2013 年起步，于 2017 年陆奇正式入职成立智能驾驶事业群组之后正式推出 Apollo 计划。

**智能生活事业群组于 2018 年 3 月 6 日正式成立，**由度秘事业部、硬件生态渠道部、Raven Studio 工作室共同组成。原百度硬件生态渠道部升级为硬件生态渠道事业部，由杨永成负责，专注于第三方硬件的量产、电商建设和渠道拓展；原百度智能硬件事业部变更为 Raven Studio 工作室，由吕骋负责，专注于前沿产品形态的探索。陆奇离职后，景鲲担任智能生活事业群组（SLG）总经理一职。

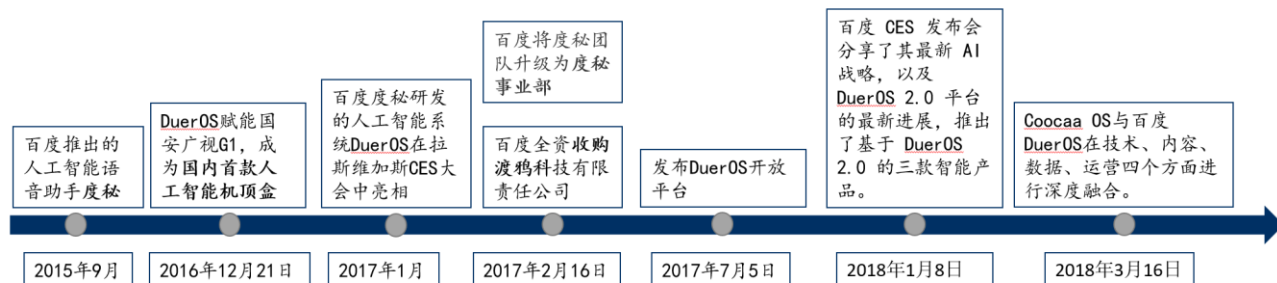
### 4.1、智能生活事业群组：DuerOS——AI 时代的“硬”派安卓

百度对话式人工智能秘书度秘产品于 2015 年 9 月由李彦宏在百度世界大会中推出，DuerOS 则于 2017 年 1 月 CES 上正式发布，并与小鱼在家达成深度战略合作，开启对话式人工智能操作系统元年。

2017 年百度世界大会对话式人工智能分论坛上，百度度秘事业部总经理景鲲宣布

DuerOS2.0 正式发布，基于 DuerOS1.0 进行了全面升级，包括升级的小度智能设备开放平台和全新发布的小度技能开放平台，全面升级之后将会给用户和行业带来更好的“听清、听懂和满足”体验。

图 29、DuerOS 发展历程



资料来源：百度、兴业证券经济与金融研究院整理

**AI 语音交互有望成为下一代的人机交互模式。**交互模式进化的核心在于降低用户使用门槛，而 AI 语音交互可以相比智能手机实现让更多用户、更多场景、更容易使用智能设备，享受 AI 时代的科技成果，因而将成为下一代的人际交互模式。

**AI 落地向场景化迈进，智能音箱是智能家庭的语音入口。**当前 AI 的竞争已经从 AI 手机助手向场景化落地迈进，例如百度在家庭（智能音箱）和汽车场景进行布局，阿里则在家庭、医疗等领域布局，腾讯、小米等均在家庭场景持续落地。巨头通过抢占刚需场景，与众多智能设备厂商合作圈占 AI 生态圈。智能家庭的痛点在于智能设备数量、交互场景的增加扩大了管理智能设备的难度，当前的智能手机也越来越私人化，仅仅依靠智能手机 APP 以及手机 AI 助手不足以完成拓展 AI 应用场景的使命，AI 在家庭、交通、工业等场景中均具有刚需应用场景。例如，以智能家居的角度，一个家庭往往不会仅使用一个品牌的智能电器，同样一个品牌也无法满足一个家庭的所有智能电器需求，采用 APP 的方式管理智能设备需要下载多个厂商不同的 APP，学习成本高、不便于操作且私人化的智能手机不适合用于家庭场景交互。再例如，家庭场景中做饭无法使用手机，开车场景无法使用手机，小孩、老人等不拥有智能手机的用户仍有连接内容和服务的需求。海内外巨头纷纷布局智能音箱，正是看中其语音入口和与家庭智能设备连接的价值。

**海内外巨头纷纷布局智能音箱。**搭载语音交互能力的智能音箱作为智能家庭的语音入口，为争夺下一代人机交互方式的市场话语权，google、亚马逊、苹果、微软，以及百度、阿里、京东、小米、腾讯在内的巨头竞相布局。亚马逊、谷歌、苹果、微软分别在近年推出了 Echo、Google Home、HomePod、Invoke 等智能音箱。根据公开数据显示，亚马逊 Echo 系列音箱累计销量突破了 3000 万台，而 Google Home、HomePod 累计销量均破千万台，2018Q1 亚马逊 Echo、Google Home、苹果 HomePod 销量分别达到 400 万台、240 万台、60 万台。中国智能音箱单品累计销量尚为数百万级别，但众多互联网巨头已积极布局。截至 2018 年 5 月 26 日，天猫精灵累计销量突破 300 万台，为中国第一。小米、京东分别推出小爱音箱、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

叮咚音箱进行布局，百度则通过发布多款搭载 DuerOS 的智能音箱进入市场，先后推出 RavenH、小度在家等品牌。

表 9、同类智能音箱产品

品牌名称	发布时间	主要定位及特点	售价	搭载的语音系统	2018Q1 销量	总销量
亚马逊 Echo	2014 年 1 月	受众面最广的智能音箱，占据最大国际市场，产品不断换代更新	100-299 美元	Alexa	400 万台	
谷歌 Google home Google Home mini	2016 年 5 月 9 日	定义为语音控制家庭智能设备，2018Q1 全球市场销量第二	129 美元	Google Assistant	240 万台	
苹果 HomePod	2018 年 2 月 9 日	以“Reinvent home music”重新定义在家中收听音乐的方式。2018Q1 全球市场销量第四	349 美元	siri	60 万台	
京东叮咚音箱	2015 年 8 月	AI 学习，了解用户喜好，产品推出更新快，价格一直持续降低	299-799	科大讯飞语音云平台		
阿里天猫精灵	2017 年 7 月 5 日	天猫大额补贴，价格便宜，可语音购物等，市场销售量第一	499	AliGenie	70 万台	300 万台
小米小爱音箱	2017 年 7 月 26 日	轻巧便携，主要为小米智能家居入口，价格便宜，市场销售持续攀升，现市场销量第二	299	声智科技	20 万台	
百度 ravenH	2017 年 11 月	设计高端，价格高，语音识别效率高	1699	DuerOS 2.0		
百度小度在家	2018 年 3 月 26 日	带屏智能音箱，搭载功能多样，家庭互动，价格适中	599	DuerOS 2.0		
腾讯听听	2018 年 4 月 17	主打家庭使用场景，提供高品质音效、丰富内容资源、智能语音互动等功能	699	思必驰		

资料来源：百度、京东、产品官网、Strategy Analytics Smart Speaker service、兴业证券经济与金融研究院整理

**软硬件结合是王道，AI 时代的“硬派安卓”呼之欲出。**除智能音箱之外，对于智能设备厂商来说，只有智能手机 APP 只能实现硬件的信息化，AI 时代对智能设备的要求是智能化，而只有在 AI 技术、传感器、大数据、云端智能服务的帮助下，智能设备才能独立地进化至用户特定的使用习惯，才能真正的智能化。因此 AI 时代的 AI 方案不再依赖手机，而是倾向于让设备可以通过软硬件结合独立地智能化。但往往只有少数具有雄厚实力的智能设备厂商才能独立完成生态闭环，不同领域设备厂商对“零门槛”AI 开发具有刚性需求，因此 DuerOS 有望借此迅速扩大生态圈。根据百度在 CES Asia（2018 年 6 月 14 日）上的披露，自 2017 年 7 月 5 日发布以来，DuerOS 平台迅速扩大影响力，其合作伙伴已经达到 200+，落地主控设备已经达到 100+，开发者达到 13000+；搭载 DuerOS 的智能设备激活数量达到 8600 万+，月活跃设备达到 2140 万，成为中国最为活跃的智能音箱产品之一。DuerOS 相比于安卓更优一点在于，其与硬件的深度结合将使得其随生态圈

扩大而更加智能，从而构建可持续的竞争优势。

图 30、DuerOS 与部分合作厂商



资料来源：DuerOS 官网、兴业证券经济与金融研究院整理

## 4.2、Apollo 计划：引领汽车变革

百度 Apollo 自动驾驶开放平台已迭代至 2.5 版本，拥有超过 100 家合作伙伴，先后获得北京、福建、重庆等城市的多张自动驾驶路测牌照。2018Q1 Apollo 项目进展有：

- 1) 百度获得首批在北京、重庆和福建省开展无人驾驶汽车道路测试的许可证；
- 2) 4 月 19 日，百度在 Apollo 项目一周年之时在北京成功举办了 Apollo 2.5 发布会，Apollo 2.5 支持高速公路条件，提高了成本效率，增强了开发者的支持，并提供了 ApolloScape 开放数据集。
- 3) 在春晚上百度展示了其 L4 级自动驾驶技术。十多辆阿波罗动力的汽车驶过香港珠澳大桥，精心设计的急转弯，描绘了一场“机器人游行”。
- 4) 百度与长城汽车形成战略合作伙伴关系，在自动驾驶、大数据、移动和网络解决方案进行合作。
- 5) 百度与比亚迪在自动驾驶方面形成战略合作伙伴关系，比亚迪计划在 2020 年前后使用阿波罗计划生产 L3 级自动驾驶汽车；
- 6) 百度与 Sokon 集团形成战略合作伙伴关系，意在进行 2020 年左右商业生产 L3 级自动驾驶汽车以及在 2021 年左右生产 L4 级智能驾驶汽车，百度和 Sokon 将在自动驾驶、联网汽车、云服务和市场营销方面进行合作；
- 7) 百度加入了 Berkeley DeepDrive，这是一个研究联盟，研究最先进的计算机视觉技术和汽车应用的机器学习技术。

图 31、Apollo 项目发展历程



资料来源：百度、兴业证券经济与金融研究院整理

## 5、投资建议

### （一）盈利能力测算

我们预计百度信息流广告和搜索均维持增长，其中信息流广告高速增长，搜索广告则中低速复苏性增长。综合来看，预计百度 2018-2020 年营业收入增长 18.44%、22.68%、22.73%。下文统计了主要互联网公司单位 DAU 的广告收入情况，百度广告变现效率相对较高。

我们预计百度内容成本（Content costs）在总收入占将从 2017 年的 15.80% 上升至 17%，带宽成本则从 2017 年的 6.55% 上升至 2020 年的 6.8%，主要由于爱奇艺增速高于百度所致，从上文爱奇艺盈利分析来看，相关比例均稳步降低。

因此，我们预计 2018-2020 年百度将实现营业利润 226.97/269.71/335.76 亿元人民币。

表 10、百度营业收入、费用及相关指标预测（单位：百万元）

	2017	2018E	2019E	2020E
1、营业收入	84,810.00	100,450.56	123,228.12	151,927.62
1.1、信息流+搜索服务	64,988.00	71,140.43	81,964.84	95,696.50
1.1.1、信息流收入	5,964.44	9,275.90	13,913.86	19,479.40
1.1.2、搜索服务收入	59,023.56	61,864.53	68,050.98	76,217.10
1.2、爱奇艺收入	17,378.00	24,799.08	34,947.81	47,389.46
1.2.1、爱奇艺广告收入	8,159.00	11,523.54	16,023.48	21,455.44
1.2.2、爱奇艺会员收入	6,536.00	9,858.76	14,482.52	20,159.67
1.2.3、爱奇艺其他收入	2,683.00	3,416.77	4,441.81	5,774.35
1.3、其余业务收入（不含爱奇艺和搜索+信息流部分）	2,444.00	4,511.05	6,315.47	8,841.66
2、营业成本	(43,062.00)	(46,915.24)	(58,426.09)	(71,709.37)
3、销售、行政及管理费用	(12,928.00)	(15,368.94)	(18,853.90)	(23,244.93)
4、研发费用	(12,928.00)	(15,368.94)	(18,853.90)	(23,244.93)
5、营业利润	15,692.00	22,697.00	26,970.99	33,576.47
成本费用拆分				
Sales tax and surcharges	(6,181.00)	-	-	-
Traffic acquisition costs	(9,657.00)	(13,460.38)	(16,512.57)	(20,358.30)
Bandwidth costs	(5,558.00)	(6,629.74)	(8,256.28)	(10,331.08)
Content costs	(13,398.00)	(16,780.08)	(21,334.43)	(25,827.23)
Depreciation costs	(3,388.00)	-	-	-
Operational costs	(4,697.00)	(10,045.06)	(12,322.81)	(15,192.76)
Share-based compensation expenses	(183.00)	-	-	-
总计：Cost of revenues	(43,062.00)	(46,915.24)	(58,426.09)	(71,709.37)

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

关键指标				
营业收入增速	20.21%	18.44%	22.68%	23.29%
信息流+搜索服务收入增速	10.38%	9.47%	15.22%	16.75%
爱奇艺收入增速	54.65%	42.70%	40.92%	35.60%
其余业务收入增速	457.99%	84.58%	40.00%	40.00%
营业税及附加税费率	7.29%	-	-	-
流量获取成本/营业收入	11.39%	13.40%	13.40%	13.40%
带宽成本/营业收入	6.55%	6.60%	6.70%	6.80%
内容成本/营业收入	15.80%	16.70%	17.31%	17.00%
销售、行政及管理费用率	15.48%	15.40%	15.40%	15.40%
研发费用率	15.24%	15.30%	15.30%	15.30%

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：2018 年 1 月起营业收入体现为不含营业税的净收入

表 11、主要互联网公司单位日活广告收入

所属集团	2017 年广告收入 (亿元)	DAU 总和 (不去重) (亿人次)	单位 DAU 广告收入 (元/DAU)
腾讯控股	404.00	18.80	21.49
阿里巴巴	1,378.00	5.41	254.71
百度	731.47	5.50	132.99
360	91.00	2.04	44.61
字节跳动	160.00	1.73	92.49
微博	65.13	1.47	44.31
小米	56.00	1.28	43.75
网易	24.00	0.59	40.68

资料来源：公司公告、艾瑞咨询、兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：DAU 数据取样范围为艾瑞咨询公布的 DAU TOP100 的移动 APP

## (二) 分部估值测算

我们将百度根据百度核心业务和爱奇艺分成两部分进行测算。根据我们《在线视频系列之二盈利指标分析篇：从 Netflix 盈利看爱奇艺，中国在线视频临近收割期》对爱奇艺的梳理，我们认为爱奇艺 2018-2020 年有望实现营业利润 -42.08/-22.26/17.70 亿元人民币（原文为美元口径，本文根据 6.4 汇率进行转换）。因此我们预计百度核心业务 2018-2020 年实现营业利润约为 269.05/291.97/318.06 亿元人民币。

我们基于百度当前市值减去其持有的主要的权益资产（本文为爱奇艺、携程、优信二手车）、现金资产公允价值，获得百度核心分部总市值估值为 489.10 亿美元（截至 2018 年 6 月 20 日）。2018-2020 年基于营业利润的百度核心分部估值倍数（即“扣除现金和爱奇艺、携程、优信股票公允价值的百度净市值/百度核心分部营业利润”）为 11.63/10.72/9.84 倍，我们认为当前的百度市值中尚未充分体现其在 AI 领域的领先布局，建议投资者关注。

表 12、截止 2018 年 6 月 20 日百度分部估值（单位：亿美元）

	股比	标的市值	持有市值
IQIYI	58.80%	311	182.87
CTrip	19.30%	266	51.34
优信二手车	10.00%	80.22	8.02
现金	100.00%	175.67	175.67
百度总市值			907
百度核心业务部分市值			489.10

资料来源：Wind、公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：优信二手车已公告招股书，本次测算以招股价底价 10.5 美元估值，百度持股 10%

## 6、风险提示

风险提示：内容生态培育不及预期风险；高级管理人员人事动荡风险；行业竞争风险；广告行业波动风险；AI 技术开发不及预期；

## 行业深度研究报告

## 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.xyq.com.cn](http://www.xyq.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。

## 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。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn