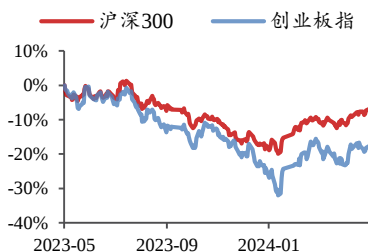


2024 年 05 月 21 日

开源晨会 0521

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	3.726
煤炭	3.340
农林牧渔	2.368
石油石化	1.539
社会服务	1.393

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
家用电器	-1.539
房地产	-1.434
轻工制造	-1.044
银行	-0.452
建筑装饰	-0.371

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

行业公司

【地产建筑】销售降幅扩大，开竣工及投资数据低位运行——行业点评报告
-20240520

【地产建筑】房价同环比降幅继续扩大，地产优化政策值得期待——行业点评报告-20240520

【电力设备与新能源】低空经济报告系列九：复盘及展望低空经济板块节奏——行业深度报告-20240519

【社服】IP 卡牌打开潮玩空间，多维度显示高教拐点已至——行业周报-20240519

【建材】央行地产金融政策超预期，看好建材底部反弹——行业周报-20240519

【海外：零跑汽车(09863.HK)】国内新车周期启动，海外业务前景可期——港股公司信息更新报告-20240520

【海外：京东集团-SW(09618.HK)】2024Q1 利润超预期，加大投入用户体验和生态建设——港股公司信息更新报告-20240520

【海外：百度集团-SW(09888.HK)】2024Q1 利润超预期，广告短期增长承压——
港股公司信息更新报告-20240520

研报摘要

行业公司

【地产建筑】销售降幅扩大，开竣工及投资数据低位运行——行业点评报告-20240520

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（联系人）证书编号：S0790122080101

单月销售降幅扩大，二季度销售低位运行或将延续

国家统计局发布 2024 年 1-4 月商品房投资和销售数据。1-4 月，全国商品房销售面积 2.92 亿平，同比下降 20.2%（1-3 月-19.4%），其中商品住宅销售面积同比下降 23.8%；1-4 月商品房销售额 2.81 万亿元，同比下降 28.3%（1-3 月-27.6%），其中商品住宅销售额同比下降 31.1%。4 月单月销售面积 0.66 亿平（2017-2023 年 4 月均值 1.13 亿平），同比下降 22.8%；销售额 0.67 万亿元（2017-2023 年 4 月均值 1.09 万亿元），同比下降 30.4%，均创 2017 年以来 4 月单月最低值。分区域看，1-4 月东部、中部、西部、东北区域商品房销售面积同比增速分别为-18.2%、-24.2%、-20.3%、-14.2%，中部地区降幅最大。据我们跟踪的 64 城数据，5 月前三周新房销售面积同比降幅超 20%，高基数下二季度市场或将延续低位运行。

新开工面积延续下降趋势，竣工数据同比仍下降

2024 年 1-4 月，全国房屋新开工面积 2.35 亿平，同比下降 24.6%（1-3 月-27.8%），延续了 2021 年下半年以来的下降趋势，其中住宅新开工同比下降 25.6%；4 月单月新开工面积 0.62 亿平（2017-2023 年 4 月均值 1.54 亿平），同比下降 14.0%，销售数据疲软和土地成交面积减少持续影响新开工进程。1-4 月，房屋竣工面积 1.89 亿平，同比下降 20.4%（1-3 月-20.7%），其中住宅竣工面积同比下降 21.0%；4 月单月竣工面积 0.36 亿平（2017-2023 年 3 月均值 0.41 亿平），同比下降 19.1%。

开发投资降幅扩大，销售回款降幅仍较大

2024 年 1-4 月，房地产开发投资额 3.09 万亿元，同比下降 9.8%（1-3 月-9.5%），降幅持续扩大，其中住宅开发投资额同比下降 10.5%；4 月单月开发投资额 0.88 万亿元，同比下降 10.5%，销售和回款压力持续影响房企投资拿地 and 开工动力。2024 年 1-4 月，房地产开发企业到位资金 3.40 万亿元，累计同比下降 24.9%（1-3 月-26.0%），其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款累计同比分别-10.1%、-10.1%、-37.2%、-39.7%（1-3 月-9.1%、-14.6%、-37.5%、-41.0%），销售回款资金依然承压，企业自筹资金在融资政策支持下降幅收窄。

投资建议

4 月 30 日政治局会议后，中央出台了多项宽松购房贷款政策，各地因城施策推进，杭州、西安等核心城市取消限购，政策端相比以往更加积极。与此同时，4 月投资和销售数据延续了一季度低位运行的趋势，市场仍处于调整过程中。在销售数据不及预期的情况下，“以旧换新”、收购存量商品房用作保障房等去库存政策有望助力住房市场企稳。我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。推荐标的：（1）保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产等优质央国企；（2）万科 A、绿城中国、新城控股、美的置业等财务稳健的民企和混合所有制企业。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。（2）政策放松不及预期。

【地产建筑】房价同环比降幅继续扩大，地产优化政策值得期待——行业点评报告-20240520

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 郝英（联系人）证书编号：S0790123060017

新房房价同环比降幅继续扩大，仅 6 城新房房价环比上涨

从新建商品住宅环比情况来看，一、二、三线城市环比分别-0.6%、-0.5%、-0.6%，各线城市城市降幅均不同程度扩大，带动 70 城整体环比-0.6%，降幅较 3 月份扩大 0.3 个百分点。同比情况来看，一、二、三线城市同比分别-2.5%、-2.9%、-4.2%，70 城整体新房价格同比-3.5%，降幅环比扩大 0.8 个百分点。从 70 城新房价格涨跌个数来看，2024 年 4 月新房价格环比上涨、持平、下跌的城市数分别为 6、0、64 个，下降城市数量也创 2015 年 3 月以来新高。4 月新房价格同比上涨、持平、下跌的城市数分别为 5、2、63 个，下跌城市数量创 2015 年 8 月以来新高。

70 城二手房价格继续下探，一线城市降幅最为显著

从二手住宅环比情况来看，4 月 70 城二手房价格环比-0.9%，降幅环比扩大 0.4 个百分点。其中一、二、三线城市环比分别-1.1%、-0.9%、-0.9%，各线城市降幅环比均扩大 0.4 个百分点。同比情况来看，70 城二手房价格同比-6.8%，降幅继续扩大 0.9 个百分点，降幅创 2022 年以来新高。其中一、二、三线城市同比分别-8.5%、-6.8%、-6.6%。其中一线城市降幅扩大程度最为显著，达 1.2 个百分点，二、三线城市则均为 0.9 个百分点。

35 城二手房价整体下降，上海新房环比领涨

2024 年 4 月新房同环比均降多增少，其中上海以环比+0.3%，西安以同比+4.3%领跑 35 城。宁波以环比-1.8%，南京以同比-7.7%领跌 35 城。一线城市中仅上海实现新房价格同环比增长，北京、广州、深圳新房价格同环比均下降。新房 1-3 月整体同比情况方面，西安以同比+4.6%领跑 35 城，上海以同比+4.2%次之。二手房价格情况来看，仅昆明 4 月实现环比增长 0.2 个百分点，其余 34 城均为下降，其中北京、大连、厦门分别以环比-1.6%、-1.6%、-1.7%领跌。

投资建议

2024 年 4 月，70 个大中城市新房销售价格同环比降幅继续扩大，仅 6 城新房房价环比上涨。二手房价格方面，70 城二手房价格整体继续下探，各线城市同比降幅继续扩大。新房房价连续 11 个月下滑，二手房房价连续 12 个月下滑，居民购房意愿仍然较弱，地产市场仍处于调整阶段。但我们认为目前中央稳地产信号明确，5 月 9 日杭州、西安全面解除限购，至此全国仅余北京、上海、广州、深圳四个一线城市，以及天津部分区域、海南省保留限购政策。5 月 17 日重磅政策密集出台，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰在会议上强调，扎实推进交房、消化存量商品房等重点工作。随后央行发布调整个人住房贷款最低首付款比例，以及商业性个人住房贷款利率政策的通知。我们认为未来房地产政策将延续宽松基调，购房需求仍有释放空间。我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。推荐标的：保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、万科 A、金地集团、新城控股、美的置业等优质企业。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期。（2）政策放松不及预期。

【电力设备与新能源】低空经济报告系列九：复盘及展望低空经济板块节奏——行业深度报告-20240519

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 李林容（联系人）证书编号：S0790122080001

政策落地形成产业发展奇点时刻

从政策角度看，我们预计 5 月各地有望陆续完成产业研讨会—行动方案—具体措施的产业政策落地，建议关注各地基建设计总包公司及产业链核心公司，受益标的：万丰奥威（浙江）、华设集团（南京）、苏交科（广州）、宗申动力（重庆）、深城交（深圳）、应流股份（安徽）、海南高速（海南）；

从产业角度看，政策落地有望形成产业发展的奇点时刻，预计产业发展将从低空基建招标建设—物流、旅游场景打开—城市空中交通场景打开—C 端场景落地逐步推进，建议关注空管核心产品、物流及旅游运营相关公司，推荐珠海冠宇，受益标的：

（1）空管核心产品：莱斯信息、深城交、四川九洲、纳睿雷达；

(2) 低空旅游相关：中信海直、ST 西域、岭南控股；

(3) 物流无人机相关：航天电子、厦钨新能。

复盘板块走势：低空经济产业发展趋势逐步获得认可

第一阶段：行业发展基础期（2024 年 3 月 2 日之前）。2023 年 12 月中央经济工作会议提出，打造低空经济等若干战略性新兴产业，2024 年《国家空域基础分类方法》及《民用无人驾驶航空器运行安全管理规则》生效，成为低空空域放开的文件依据以及低空航空器管理的第一份规章性文件（民航规章体系最高级别）。

第二阶段：政策定调期（2024 年 3 月 2 日至 3 月底）。2024 年 3 月 2 日全国两会将低空经济列做增长引擎后，产业政策在空域全面开放（安徽、重庆）、政策大力补贴（深圳、珠海）、适航检测加速（峰飞 V2000CG 获 TC 证）三大方面奠定基调，市场逐步认可自上而下的政策支持力度。

第三阶段：地方政策落地期（2024 年 3 月底至今）。2024 年 3 月 27 日深圳发布公众号提出要打造低空经济产业综合示范区，4 月中下旬开始苏州、合肥、重庆等各地政府陆续召开低空经济研讨会并发布低空经济支持政策，市场开始对各地基建设计总包公司及当地产业链核心公司进行交易。

产业发展将从低空基建招标建设—物流、旅游场景打开逐步落地

在低空基建领域，深圳已招标一期低空基建项目形成示范，预计各地低空基建将沿着 SILAS 数字化系统到“四张网”逐步推进；在旅游运营市场，2022 年国内空中游览 37 万人次，预计将随着全国试点推广、eVTOL 交付降低客单价、消费补贴发放有望迅速放量；在物流无人机市场，政策补贴下物流无人机经济性已明显跑通，叠加航线审批加速，物流无人机的资本开支有望迅速扩张，我们预计中小型物流无人机中期和远期的市场空间分别为 97、486 亿元。

风险提示：eVTOL 政策支持力度不及预期，适航进展不及预期，下游应用市场扩展不及预期。

【社服】IP 卡牌打开潮玩空间，多维度显示高教拐点已至——行业周报-20240519

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（联系人）证书编号：S0790122120005 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

旅游：重视旅游产业政策引领，罗曼收购公告落地

出行/旅游：5 月全国旅游发展大会召开，加大培育旅游成为新兴战略性支柱产业的顶层政策引领，各地政府积极响应下，旅游产业对拉动内需的经济支撑作用有望进一步强化。智慧旅游作为产业重点升级方向，核心在于探索互联网、大数据、人工智能、虚拟现实等数字化科技与产业上中下游的有机结合，有助于提升旅游市场整体效能，进一步激发国民旅游兴趣，同时利好赛道认知、产业链协同能力强、积极赋能整合上游的 OTA 平台。罗曼股份：收购英国 Holovis 公告落地，预计后续将进一步夯实公司数字文旅板块竞争力。访港：本周（5.11-5.17）内地访客总入境人次达 487930 人，环比-11.6%；全球访客总入境人次（除内地外）169898 人，环比+0.1%。

IP/教育/餐饮/酒店：新物种 IP 卡牌快速起量，高教板块迎拐点

IP 卡牌：2022 年中国收藏卡行业市场规模超过 100 亿元，同比增长 42.1%；消费者规模 433.3 万人，同比增长 37.8%。IP 与卡牌深度绑定，社交属性+直播助推，天猫、抖音平台收藏卡牌销售额高增。受益标的：华立科技（发力卡牌，储备宝可梦、奥特曼等 IP，自研产品《三国幻战》）。教育：多维度显示高教拐点已至，政策持续消化，内生强劲外延可期。受益标的：中教控股、中国科培、中汇集团（港股低估值、高股息），天立国际控股、凯文教育（政策及学校盈利模式改革已落地）。餐饮：特海完成赴美上市，百胜试点萨莉亚模式。酒店：华住一季度收入增长超预期，2023 中国酒店连锁化率 41%，对比欧美仍有上升空间。

美丽：行业格局优化+国产替代，关注细分赛道增量机会

美丽：2024Q1 美妆大盘增速放缓下，中小品牌市占率收缩，头部美妆品牌市占率上升。细分赛道中套装、精华、乳液面霜品类 2024Q1GMV_{yoy}+8%/+30%/+17%。高端市场集中度较高，海外品牌仍占据主导地位，但小众高端品牌增速优于传统高端品牌。伊菲丹作为国内企业在高奢赛道布局品牌，处于销售额快速爬坡期，看好其在高奢市场份额进一步提升。2024 年至今美妆投融资市场出现回暖，小众、特色、出海品牌受市场关注。运动：户外运动在全球兴起，据久谦亚马逊数据，2024 年 1-4 月亚马逊平台户外运动 GMV 达 98.6 亿美元/_{yoy}+17.7%。

本周社服板块跑输大盘，教育、旅游类领涨

本周（5.13-5.17）社会服务指数 0.22%，跑输沪深 300 指数 0.1pct，在 31 个一级行业中排名第 27；2024 年初至今社会服务行业指数-9.27%，弱于沪深 300 指数的+7.19%，在 31 个一级行业中排名第 27。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/酒店/会展：银都股份、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）旅游：九华旅游、三特索道、丽江股份、同程旅行、携程集团-S；（2）教育：新东方、学大教育、凯文教育、华图山鼎、中教控股、中国科培、中汇集团、天立国际控股；（3）美护：巨子生物、爱美客；（4）运动：Keep；

（5）IP：华立科技。

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【建材】央行地产金融政策超预期，看好建材底部反弹——行业周报-20240519

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

央行地产金融政策超预期，看好建材底部反弹

央行、国家金融监督管理总局出台政策，对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低 25%。此外，央行还推出取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限及下调个人住房公积金贷款利率的政策。自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下(含 5 年)和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35%和 2.85%，5 年以下(含 5 年)和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775%和 3.325%。房地产政策组合拳出台，有望带来消费建材及水泥板块全面复苏。消费建材板块推荐：东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高），三棵树，坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，收购嘉宝莉扩张涂料板块业务）等。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。本周无碱池窑粗纱市场价格主流走稳，个别产品局部价格小幅上调；电子纱市场价格涨后暂稳，市场成交良好。受益标的：中国巨石、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，推荐：力诺特玻；受益标的：山东药玻。

本周（2024 年 5 月 13 日至 5 月 17 日）建筑材料指数上涨 5.03%，沪深 300 指数上涨 0.32%，建筑材料指数跑赢沪深 300 指数 4.71pct。近三个月来，沪深 300 指数上涨 7.83%，建筑材料指数上涨 12.13%，建材板块跑赢沪深 300 指数 4.30pct。近一年来，沪深 300 指数下跌 7.03%，建筑材料指数下跌 13.16%，建材板块跑输沪深 300 指数 6.13pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 5 月 18 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 301.37 元/吨，环比上涨 0.36%；水泥-煤炭价差为 177.87 元/吨，环比上涨 0.62%；全国熟料库容比 62.22%，环比下降 2.15pct。

玻璃：截至 5 月 18 日，全国浮法玻璃现货均价为 1702.00 元/吨，环比下跌 2.00 元/吨，跌幅为 0.12%；光伏玻璃均价为 165.23 元/重量箱，环比下跌 0.39 元/重量箱，跌幅为 0.24%。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 39.44 元/

重量箱，环比上涨 0.31%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 20.76 元/重量箱，环比上涨 1.94%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 25.95 元/重量箱，环比上涨 0.69%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 102.37 元/重量箱，环比下跌 0.32%。

玻璃纤维：无碱 2400tex 直接纱报 3800-4000 元/吨，无碱 2400texSMC 纱报 4500-5000 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5600-6700 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4800-5000 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4800-5000 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱报 4000-4300 元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至 2024 年 5 月 18 日，原油价格为 87.68 美元/桶，周环比下跌 1.50%，较 2024 年年初上涨 15.84%，同比上涨 19.47%；沥青价格为 4520 元/吨，周环比持平，较 2024 年年初上涨 2.96%，同比下跌 5.64%；丙烯酸价格为 6100 元/吨，周环比上涨 0.83%，较 2024 年年初下跌 6.15%，同比下跌 16.44%；钛白粉价格为 16400 元/吨，周环比上涨 3.14%，较 2024 年年初上涨 9.55%，同比上涨 8.61%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【海外：零跑汽车(09863.HK)】国内新车周期启动，海外业务前景可期——港股公司信息更新报告-20240520

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 李秉宸（联系人）证书编号：S0790122090026

2024 年国内新车周期陆续启动，海外业务前景可期，维持“买入”评级

基于公司新车周期启动、C16 性价比突出有望冲击国内月销 3 万辆水平，我们将 2024-2025 年收入预测由 269/507 上调至 315/547 亿元，2026 年收入预测维持在 714 亿元，同比增速为 88%/74%/31%；智能化功能推进及整体销售规模提升导致营业费用可能增加，将 2024-2025 年 Non-GAAP 净利润预测由 -30/-11 亿元下调至 -32/-13 亿元，2026 年 Non-GAAP 净利润预测维持在 9 亿元水平，EPS 分别为 -2.6/-1.0/0.7 元；当前股价 31.3 港币分别对应 2024-2026 年 1.2/0.7/0.6 倍 PS、2026 年 47.6 倍 PE。公司 C10、C16 新车周期陆续启动，有望驱动月销量突破 3 万辆；2024 年 9 月开始向海外交付新车，复用 Stellantis 集团渠道、售后、以及品牌力有望实现销量爬升，2026 年海外显著放量有望驱动盈利，维持“买入”评级。

2024Q1 毛利率低于原先预期，主要源自老车型促销、规模效应降低

2024Q1 收入为 35 亿元符合我们原先预期，对应 ASP 由 2023Q4 的 9.5 万元提升至 2024Q1 的 10.4 万元，主要源自 T03 销量占比环比下降 10pct 至 28%；2024Q1 毛利率低于我们原先预期，从 2023Q4 的 6.7%下滑至 -1.4%，环比下滑 7.1pct，主要源自：(1)2023 年老款车型终端促销；(2)销量环比下滑 40%，导致规模效应降低，对应 Non-GAAP 净亏损由 2023Q4 的 8 亿元增加至 2024Q1 的 9 亿元，单车亏损由 1.4 万元增加至 2.8 万元。

借力 Stellantis 资源、以及性价比优势突出，2025 年海外销量有望快速爬升

公司与 Stellantis 集团合资成立“零跑国际”，此合资公司独家拥有零跑汽车海外销售权，Stellantis 集团于渠道、生产、售后为零跑海外业务赋能，预计将有效降低公司海外销售风险。公司产品相较欧洲主流电动汽车具备显著的性价比优势，主要由于自研自产 60%的核心零部件，成本优势突出。公司预计 2024 年 9 月开始出口欧洲，2024 年底前进入中东、非洲、南美及亚太其他地区(印度、新马、泰国、纽澳等地区)，2024 年 T03、C10 正式出口；2025 年预计新增 A12、A03 车型；2026 年预计新增 T05、T11 车型。

风险提示：产品推出不如预期、产能及供应链风险、新能源汽车增长不如预期。

【海外：京东集团-SW(09618.HK)】2024Q1 利润超预期，加大投入用户体验和生态建设——港股公司信息更新报告-20240520

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 荀月（联系人）证书编号：S0790122100036

短期加大投入生态建设，供应链及物流优势稳固，维持“买入”评级

短期公司加大用户体验、商家补贴及营销投入，但采购成本、物流效率提升及管理费用管控严格，我们上调公司 2024-2026 年 non-GAAP 归母净利润预测至 362/410/457(前值：355/407/453 亿元)，对应同比增速 3.2%/13.3%/11.3%，对应调整后摊薄 EPS11.4/12.9/14.4 元，当前股价 134.1HKD 对应 2024-2026 年 10.9/9.6/8.6 倍 PE，后续伴随份额扩张、平台生态完善、宏观消费复苏，业绩稳健兑现有望驱动估值修复，维持“买入”评级。

2024Q1 收入基本符合预期，毛利率及物流和新业务减亏带动利润超预期

2024Q1 公司收入同比增长 7%，基本符合彭博一致预期；non-GAAP 净利润 89 亿元，高于彭博一致预期，源于毛利率表现好于预期、京东物流及新业务减亏。收入端，(1) 商品销售收入同比增长 6.6%，电子及家电产品收入同比增长 5.3%；日用百货商品收入同比增长 8.6%，业务调整逐步完成；(2) 服务收入 2024Q1 同比增长 8.8%，其中平台及广告服务同比增长 1.2%，平台生态持续建设背景下 3P 商家变现率仍低；物流及其他收入同比增长 13.8%，达达收入同比增长 57%。利润端：京东零售经营利润率同比下滑 0.5pct 至 4.1%，主要源于春晚营销投入、降低包邮门槛、支持仅退款等用户体验投入；京东物流扭亏为盈，经营利润率 0.5%。

2024 年 GMV 增速有望超过社零，利润率或短期回落

公司指引 2024 年 GMV 增速有望超过社零，内部战略以提升用户体验及市场份额为核心、核心带电品类有望受益以旧换新等促消费政策。短期加大用户体验、商家补贴及营销投入，但公司供应链优势稳固，平台议价能力较强，采购成本仍有望降低，研发及管理费用管控严格。后续关注用户购买频次及用户活跃度提升后 3P 生态建设及货币化率进展。

风险提示：行业竞争加剧、宏观经济不及预期、业务调整不及预期、监管变动。

【海外：百度集团-SW(09888.HK)】2024Q1 利润超预期，广告短期增长承压——港股公司信息更新报告-20240520

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 荀月（联系人）证书编号：S0790122100036

广告受宏观因素扰动，AI 投入确认对利润率影响可控，维持“买入”评级

短期百度核心广告收入受宏观弱复苏影响增长承压及搜索中的 AI 生成内容暂未开启变现，我们小幅下调公司 2024-2026 年 non-GAAP 净利润预测至 274/310/340 亿元(前值:281/316/341 亿元)，对应同比增速-4.6%/12.8%/9.9%，对应调整后摊薄 EPS9.5/10.6/11.4 元，当前股价 110.9HKD 对应 2024-2026 年 10.8/9.7/9.0 倍 PE。考虑到百度文心大模型及文心一言优势，未来生成式 AI 对广告及云收入贡献扩大有望驱动估值提升，维持“买入”评级。

2024Q1 收入基本符合预期，降本增效驱动利润超预期

2024Q1 百度收入同比增长 1.2%，基本符合彭博一致预期；non-GAAP 净利润同比增长 22%，高于彭博一致预期，源自百度核心及爱奇艺运营效率提升、AI 投入逐步确认下经营利润率仍有提升。分业务看，(1) 百度核心在线营销：2024Q1 收入同比增长 3%弱于互联网广告大盘，根据 QuestMobile 数据，2024Q1 中国互联网广告市场同比增长 4.6%，源于宏观环境影响及搜索中 AI 生成内容尚未开启变现，2024Q1 搜索页面中约 11%为 AI 生成结果。(2) AI 及智能云：AI 需求占比提升，推出 MaaS 平台工具，2024Q1AI 需求增量占比约 6.9%，环比提升 2.1pct。(3) 智能驾驶：2024Q1 萝卜快跑单量同比增长 25%。(4) 爱奇艺：收入同比下滑 5%，non-GAAP 净利率 10.6%。

广告业务增速受制宏观环境，运营提效以确保利润率稳定

短期广告业务受宏观因素影响增长承压，线下经济及 SME 客户投放需求疲弱，中长期 AI 带动广告变现效率提升及云需求增长。收入端，广告业务受宏观因素影响或承压，但 AI 驱动广告转化率提升，AI 创造的广告及云收入增量 2024 全年预计达到数十亿元。利润端，尽管 AI 投入随变现加快逐步确认，但公司聚焦 AI 战略，减少非核心业务投入及费用优化，利润率有望保持稳定。

风险提示：宏观经济不及预期、AI 进展不及预期、智能驾驶变现不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn