

付费会员高增长，行业景气依旧向上

——流媒体视频行业 2018Q3 跟踪



核心观点

- **各视频平台 2018 年三季度营收保持高增长。**2018Q3 Netflix 实现营业收入 39.99 亿美元，同比增长 34%，略超预期。增长主要来自订阅用户数 (+25%) 和 ASP (+8%) 的驱动。其中，美国流媒体业务收入 19.37 亿美元，同比增长 25.2%；海外流媒体业务收入 19.73 亿美元，同比增长 48.7%。国内平台中，爱奇艺 2018Q3 共实现营收 69.1 亿元，同比增长 48%，接近此前指引 (43%-49%) 上限。芒果 TV 的运营主体快乐阳光 1-9 月共实现营业收入 40.10 亿元，同比增长 85.80%；实现净利润 6.16 亿元，同比增长 103.72%；其中，三季度单季营收 14.1 亿元，净利润 1.95 亿元。
- **收入高增长主要来自用户付费推动，爱奇艺广告收入增速放缓。**Netflix 2018Q3 会员收入占总收入的 97.8%，无广告。爱奇艺 2018Q3 会员服务收入 28.5 亿元 (+78%)，占营收比重提升至 41%，会员收入已超过广告，成为占比最大的收入来源。同时，受世界杯及监管等多因素导致广告主的预算收紧和转移影响，在线广告服务收入 24 亿元 (-4%)，占营收的比重下降至 35%。此外，芒果 TV 1-9 月会员收入增长 128.82%，广告收入增长 127.61%，相比上半年均再次提速。
- **付费会员增长超预期，付费渗透率稳步提升。**截至 2018Q3，Netflix 流媒体业务共拥有付费会员 1.3 亿，其中美国付费用户 5696 万，国际付费会员 7346 万。爱奇艺和芒果 TV 付费会员数分别达 8070 万和 819 万，环比 Q2 新增订阅会员分别达 1360 万和 219 万。按家庭数计算，Netflix 在美国家庭付费渗透率达 44.6%；爱奇艺及芒果 TV 付费渗透率 18% 和 1.8%，预计未来仍有进一步提升空间。单用户收入层面，Netflix 及爱奇艺 2018Q3 ARPU 值分别为 10.2 美元/月和 11.8 元/月。
- **原创内容资产快速增长，继续加大内容投入短期存在成本及现金流压力。**Netflix 三季度内容成本 19.2 亿美元，占营收的 48.1%；Netflix 加强自制内容投入带来更大的现金流与利润的背离，2018Q3 经营活动现金流净额-6.9 亿美元 (去年同期-4.2 亿)，自由现金流-8.59 亿美元 (去年同期-4.65 亿)。此外，2018Q3 爱奇艺内容成本 60 亿元 (+66%)，占营收的比重达 87%。由于内容投入持续加大，爱奇艺运营亏损及净亏损有所扩大。我们认为，流媒体视频平台继续加大优质内容、特别是原创内容的投入，在短期带来一定的成本与现金流压力；但长期看，是公司树立竞争优势、打造平台差异化的必然选择。截至 2018 年 9 月 30 日，爱奇艺版权内容资产净值 77.7 亿元，较 2017 年增长 44.5%，自制内容资产净值 40.7 亿元，较 2017 年增长 160%。自制内容资产快速增长，在内容库中的比重逐渐提升。

投资建议与投资标的

- 目前中美流媒体视频行业的竞争格局均尚未稳固，商业模式正在形成，市场规模快速增长。从产业发展史角度看，流媒体视频平台将成为未来最重要的内容整合平台和内容分发渠道，持续看好其长期价值。建议关注芒果超媒 (300413, 未评级)、爱奇艺 (IQ.O, 买入) 等。

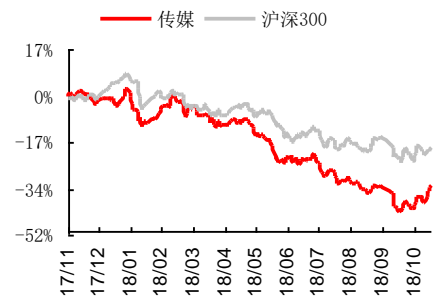
风险提示

- 行业竞争加剧，行业监管风险，版权成本大幅抬升

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股
行业 传媒
报告发布日期 2018 年 11 月 29 日

行业表现



资料来源: WIND

证券分析师 **邓文慧**
021-63325888-7041
dengwenhui@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860517100002

联系人 **马继愈**
021-63325888-6107
majiyu@orientsec.com.cn

相关报告

影视行业商誉减值风险整体可控 2018-11-25
行业新阶段下的择股新思路: 攻守兼备、精选龙头 2018-11-25
2018 年进口片分析及 2019 年展望 2018-11-20

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

