

IQ.O

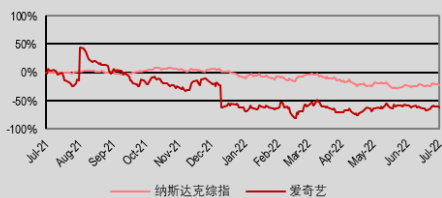
增持

原评级: 增持

市场价格: 美元 4.22

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.50)	(0.11)	0.31	(0.61)
相对纳斯达克综合指	(0.24)	(0.10)	0.38	(0.39)

发行股数(百万)	5,706
总市值(美元百万)	3,635
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
李彦宏	54

资料来源: 公司公告, iFinD, 中银证券
以2022年7月26日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

爱奇艺

会员业务表现稳定, 非会员收入短期承压

22Q2 业绩前瞻: 会员内容保持强劲竞争力, 广告收入短期承压; 预计 Q2 收入 66.6 亿元, 同比下滑 13%; non-GAAP 净利润 0.59 亿元。维持**增持**评级。

报告要点

- **多部剧集热度和口碑双丰收, 预计会员收入小幅增长。**我们预计公司 Q2 会员收入同比增长 7% 至 42.7 亿元。22H1 行业整体剧集供需均有所收缩, 根据云合数据, 全网上新连续剧同比减少 30 部, 上新剧有效播放同比下滑 17%, 但剧集会员内容有效播放同比增长 21%; 爱奇艺剧集会员有效播放同比增长 25%, 超过大盘。历史、现实题材头部内容口碑表现亮眼: 根据云合数据, 《警察荣誉》《人世间》《亲爱的小孩》《风起陇西》四部爱奇艺独播剧均位列 22H1 上新连续剧豆瓣评分 TOP10; 上新剧集均有效播放榜 TOP20 中, 爱奇艺独播剧占据 7 席, 在所有平台中数量最多。
- **受外部环境影响, 品牌广告收入承压。**上半年消费疲软, 叠加 4-5 月疫情扰动, 我们预计公司 Q2 广告收入同比下滑 35% 至 11.9 亿元。由于宏观环境不确定性加大, 广告主倾向投放 ROI 明确的效果广告, 长视频植入型的品牌广告受负面影响更大。但综艺节目通常在招商达到预期后才开启制作, 因此广告收入下滑对利润端影响较小。云合数据显示, 综艺《萌探探探案 2》《喜欢你我也是 3》《一起露营吧》等播放表现位列头部。
- **与短视频开启版权合作, 极速版提升长尾内容价值。**7 月 19 日, 爱奇艺与抖音宣布达成合作, 爱奇艺将授权其部分长视频内容, 对解说、混剪等二创形态做了使用约定。我们认为这将明显利好长视频版权保护和价值变现。另一方面, 爱奇艺极速版 app 发展迅速, DAU 与主站重合度仅 4%, 能够极大地提升片库中长尾内容价值, 带来内容下映后的持续变现。
- **注重头部内容投入, 成本持续优化。**公司仍保持对头部内容的投入, 提升内容和用户运营效率。我们预计 Q2 内容成本占收入比例与 Q1 持平, 毛利率达到 19.3%, 环比提升 1.25ppts。整体费用绝对值相比 Q1 基本持平, non-GAAP 营业利润预计 2.58 亿元, non-GAAP 净利润预计 0.59 亿元。

估值

- 考虑到非会员业务压力较大, 下调 2022 年收入预测; 预计 2022/23/24 年 non-GAAP 净利润至 -1.74/5.45/10.40 亿元, 维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 内容监管超预期; 行业竞争加剧; 内容成本剧增; 会员流失。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	29,707	30,554	28,922	30,524	31,785
变动(%)	2	3	(5)	6	4
Non-GAAP 净利润(人民币 百万)	(5,444)	(4,666)	(174)	545	1,040
变动(%)	38	14	96	-	91
Non-GAAP 每 ADS 收益(人民币)	(7.4)	(5.9)	(0.2)	0.7	1.3
市盈率(倍)	(3.9)	(4.9)	(133.0)	42.8	22.7
前次每 ADS 收益(人民币)	(7.4)	(5.9)	(0.2)	0.5	1.4
调整幅度(%)	-	-	5.3	44.9	(6.6)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 公司财务数据对比

(人民币 百万)	21Q2	22Q1	22Q2	同比变化 (%)	环比变化 (%)
营业收入	7,608	7,277	6,655	(12.5)	(8.5)
会员服务收入	3,993	4,471	4,271	7.0	(4.5)
线上广告收入	1,825	1,337	1,186	(35.0)	(11.3)
内容分发收入	688	626	482	(30.0)	(23.1)
其他收入	1,102	842	716	(35.0)	(14.9)
毛利润	739	1,313	1,284	73.7	(2.2)
毛利率(%)	10	18	19	9.6	1.2
销售与管理费用率(%)	16	10	12	(3.4)	1.9
研发费用率(%)	9	7	7	(1.4)	1.0
Non-GAAP 净利润	(1,065)	162	59	-	(63.9)

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	29,707	30,554	28,922	30,524	31,785
营业成本	(27,884)	(27,513)	(23,410)	(24,345)	(24,876)
毛利润	1,823	3,041	5,512	6,179	6,909
销售费用	(3,449)	(3,660)	(3,181)	(2,747)	(2,861)
管理费用	(1,739)	(1,065)	(799)	(839)	(878)
研发费用	(2,675)	(2,795)	(2,096)	(2,096)	(2,184)
营业利润	(6,041)	(4,479)	(564)	497	986
营业利润(Non-GAAP)	(4,477)	(3,205)	619	1,773	2,313
财务收入净额	(909)	(1,231)	(1,005)	(1,154)	(1,222)
投资收益净额	(224)	(446)	(446)	(446)	(446)
其他收入	190	144	555	255	270
税前损益	(6,984)	(6,012)	(1,461)	(848)	(413)
所得税	(23)	(97)	(22)	(8)	0
净损益	(7,007)	(6,109)	(1,483)	(857)	(413)
少数股东权益	(31)	(61)	(19)	(19)	(19)
本公司持有权益	(7,038)	(6,170)	(1,502)	(876)	(432)
本公司持有权益	(5,444)	(4,666)	(174)	545	1,040
加权平均 ADS(摊薄,百万)	739	796	809	816	824
每ADS收益(Non-GAAP,摊薄)	(7.36)	(5.86)	(0.21)	0.67	1.26

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	10,915	2,997	4,667	10,069	10,809
应收款项	3,441	2,903	2,756	2,901	3,014
版权资产净值	1,035	931	955	978	999
其他流动资产	6,899	4,692	4,779	4,867	4,950
流动资产总计	22,290	11,524	13,157	18,815	19,772
固定资产	1,393	1,345	1,556	1,778	1,987
无形资产	627	545	488	472	470
版权资产净值	6,435	7,258	7,441	7,626	7,786
自制内容资产净值	6,556	10,951	11,249	11,556	11,867
其他非流动资产	23,874	29,058	29,616	30,186	30,731
非流动资产总计	25,895	30,948	31,660	32,437	33,188
总资产	48,185	42,472	44,817	51,251	52,960
应付账款	9,340	11,531	9,811	10,203	10,425
短期借款	8,627	4,118	4,530	4,983	5,481
其他流动负债	6,887	6,828	5,835	6,061	6,190
流动负债总计	24,855	22,476	20,176	21,246	22,096
长期借款	11,927	12,652	17,652	22,652	22,652
其他非流动负债	1,960	1,670	1,670	1,670	1,670
非流动负债总计	13,887	14,323	19,323	24,323	24,323
总负债	38,742	36,799	39,498	45,569	46,418
累计损益	(40,974)	(47,164)	(48,647)	(49,504)	(49,916)
其他权益	50,231	52,351	53,479	54,700	55,972
归属于母公司权益	9,257	5,188	4,833	5,197	6,056
非控制性权益	79	88	88	88	88
权益总额	9,336	5,276	4,921	5,285	6,144
总负债及权益	48,185	42,472	44,817	51,251	52,960

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
净损益	(7,007)	(6,109)	(1,483)	(857)	(413)
折旧与摊销	17,196	16,766	12,431	13,807	13,990
运营资本变动	(16,613)	(17,586)	(14,897)	(13,266)	(13,632)
其他经营现金流	1,014	977	1,128	1,221	1,271
经营活动产生的现金流	(5,411)	(5,952)	(2,821)	905	1,217
购买固定资产净值	(241)	(262)	(578)	(604)	(623)
购买无形资产净值	(145)	(139)	(266)	(273)	(278)
投资增加净值	820	1,694	0	0	0
其他投资现金流	(275)	(31)	(77)	(78)	(75)
投资活动产生的现金流	159	1,262	(921)	(956)	(975)
净增债务	4,782	(3,866)	5,412	5,453	498
净增权益	4,457	500	0	0	0
其他融资现金流	135	406	0	0	0
融资活动产生的现金流	9,374	(2,959)	5,412	5,453	498
现金变动	4,031	(7,866)	1,670	5,402	740
期初现金及等价物	6,910	10,941	3,075	4,745	10,147
期末现金及等价物	10,941	3,075	4,745	10,147	10,886

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长率	2	3	(5)	6	4
营业利润增长率	43	28	-	187	30
归母净利润增长率	38	14	-	(413)	91
盈利能力					
毛利率	6	10	19	20	22
净利率	(24)	(20)	(5)	(3)	(1)
ROE	(75)	(117)	(31)	(17)	(7)
偿债能力					
资产负债率	80	87	88	89	88
净负债比率	415	698	803	862	756
流动比率	90	51	65	89	89
速动比率	76	37	49	72	74
营运能力					
总资产周转率	64	67	66	64	61
应收账款周转率	816	963	1,022	1,079	1,075
应付账款周转率	291	264	219	243	241
每股指标(元)					
每股收益	(7.36)	(5.86)	(0.21)	0.67	1.26
每股销售收入	40.17	38.39	35.73	37.39	38.55
估值比率					
P/E	(3.88)	(4.87)	(132.99)	42.80	22.65
P/S	0.71	0.74	0.80	0.76	0.74

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371