

2022年08月04日

# 长视频王者焕新生，降本增效实现可持续发展

## 爱奇艺 (IQ.O) 深度报告

### ▶ 长视频以内容为根基，龙头爱奇艺降本增效实现季度性盈利

长视频产业链以内容为核心，通过内容聚合与输出实现多元变现，目前长视频行业竞争格局基本稳定，爱奇艺、腾讯视频、优酷和芒果TV四大平台处于领先地位。爱奇艺作为高品质视频娱乐服务提供商，以剧集、综艺、电影等内容为核心，通过多渠道输出内容并进行会员、广告、内容分销等多元变现，经营业绩整体向好会员收入占比提升，22Q1首次实现季度性经营盈利，组织架构优化与降本增效展现成效，22年全年有望实现 Non-GAAP 盈亏平衡。

### ▶ 剧集优势与 ARM 接力驱动会员收入增长，综艺排播与招商复苏提振广告收入

会员端，爱奇艺订阅会员数整体保持稳定，提价周期启动后 ARM 接力会员数驱动会员收入增长，而内容端公司 IP 剧集优势突出，深化垂类剧场布局挖掘会员付费意愿，随着头部剧集表现不俗、丰富片单陆续排播以及会员提价持续落地，会员收入将迎来稳步增长。

广告端，爱奇艺 22Q1 广告业务受宏观环境与内容排播影响承压，而内容端公司“综 N 代”提供稳定广告招商，创新综艺拓宽商业化可能，尽管行业监管事件频发内容上线受阻，随着综艺排播与广告招商复苏广告收入有望逐步回暖。

### ▶ 调整内容矩阵提升内容 ROI，优化获客与人员聚焦可持续发展

成本端，爱奇艺营业成本以内容成本及带宽成本为主，持续压降内容成本推动公司毛利率稳步提升，其中版权成本受益于“限薪令”持续压降、工作室扩容自制能力提升与头部内容聚焦亦将提升自制内容 ROI。

费用端，爱奇艺费用管控效果明显，销售与管理费用率下降驱动经营利润率持续改善，极速版高效获客随刻丰富视频社区生态，通过聚焦核心业务和优化组织结构降低人员成本，叠加核心业务聚焦，营运效率提升下公司有望实现可持续发展。

### 投资建议

预计 2022-2024 年公司实现营业收入 280.17、297.13、314.17 亿元，实现归母净利润-57.74、-43.75、-28.75 亿元，对应 EPS 分别为-0.95、-0.72、-0.47 元，对应 2022 年 8 月 4 日收盘价 3.78 美元/股，PE 分别为-4.04、-5.34、-8.14 倍。选取可比公司给予 23 年 PS 1.2X，参考 2022 年 8 月 4 日人民币美元汇率 6.76，23 年目标市值为 356.56 亿元/52.76 亿美元，对应目标价 41.40 元/6.13 美元，较最新收盘价相对空间为+62.17%，首次覆盖并给予“买入”评级。

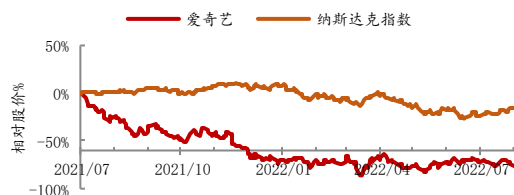
### 风险提示

疫情反复延缓内容制作进度；内容排播及上线节奏未及预期；头部内容表现或口碑未及预期；公司现金流持续承压。

### 评级及分析师信息

评级：买入  
上次评级：首次覆盖  
目标价格：6.13  
最新收盘价：3.78

股票代码：IQ.O  
52 周最高价/最低价：10.92/2.11  
总市值(亿美元)：32.56  
自由流通市值(亿美元)：16.13  
自由流通股数(百万股)：2988



证券分析师：朱芸

邮箱：zhuyun1@hx168.com.cn

SAC NO: S1250517030001

联系人：梁昭晋

邮箱：liangzj@hx168.com.cn

### 相关研究

1. 全球互联网行业系列点评之一：618 电商增长良好韧性，直播电商景气高

2022.06.21

2. 百奥家庭互动 (2100.HK) 深度报告：经典 IP 开启超进化，奥比岛上线传承价值

2022.07.10

3. 全球互联网行业 22Q2 业绩前瞻：政策拐点信号明确，业绩低点确立复苏势头清晰

2022.07.26

## 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	29707.22	30554.36	28017.45	29713.18	31416.94
YoY (%)	16.03%	2.85%	-8.30%	6.05%	5.73%
归母净利润(百万元)	-7045.45	-6189.92	-5773.51	-4375.28	-2875.00
YoY (%)	31.76%	12.14%	-6.73%	-24.22%	-34.29%
毛利率 (%)	6.14%	9.95%	18.30%	20.70%	23.00%
每股收益 (元)	-1.28	-1.10	-0.95	-0.72	-0.47
ROE	-0.76	-1.09	-1.16	-0.77	-0.37
市盈率	-12.76	-3.77	-4.04	-5.34	-8.14

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 长视频以内容为根基，龙头爱奇艺降本增效实现季度性盈利.....	5
1.1. 长视频产业以内容为根基，行业格局清晰龙头地位明确.....	5
1.2. 互联网视频流媒体服务商，聚焦主业推进可持续发展.....	6
1.3. 股东结构稳定，百度系控股多年积极推进资源协同.....	7
1.4. 爱奇艺以剧综为核心，通过会员、广告、内容分销等实现变现.....	8
1.5. 22Q1 首次实现季度盈利，组织优化与降本增效成效显著.....	9
2. 剧集优势与 ARM 接力驱动会员收入增长，综艺排播与招商复苏提振广告收入.....	11
2.1. 会员付费渗透提速，剧场布局与二次提价驱动 ARM 增长.....	11
2.1.1. 会员规模稳定加速付费渗透，ARM 接力驱动会员收入增长.....	11
2.1.2. 挖掘优质 IP 助力出圈，夯实多元剧场化布局驱动收入长效增长.....	12
2.1.3. 头部剧集表现不俗片单储备丰富，提价周期驱动 ARM 稳步增长.....	14
2.2. 宏观疫情与内容排播冲击显著，片单丰富综 N 代回归推动广告回暖.....	18
2.2.1. 宏观疫情与内容排播冲击显著，爱奇艺广告业务压力展现.....	18
2.2.2. 综 N 代内容夯实广告基本盘，创新综艺探索丰富商业化可能.....	18
2.2.3. 监管趋严综艺供给收紧，节目储备丰富综 N 代回归驱动广告复苏.....	20
3. 调整内容矩阵提升内容 ROI，优化获客与人员聚焦可持续发展.....	23
3.1. 内容成本压降毛利率改善，内容结构与策略驱动 ROI 提升.....	23
3.1.1. 成本压降带动毛利率提升，内容策略调整优化内容 ROI.....	23
3.1.2. 限薪令推动版权成本压降，工作室扩容与内容聚焦提升内容 ROI.....	24
3.2. 费用管控成效显著，优化获客效率和人员结构实现可持续发展.....	27
3.2.1. 销售及管理费用率持续优化，费用管控推动经营利润率提升.....	27
3.2.2. 联动随刻提升获客效率，优化人员结构实现可持续发展.....	27
4. 盈利预测与投资建议.....	29
4.1. 盈利预测.....	29
4.2. 投资建议.....	31
5. 风险提示.....	31

图表目录

图 1 长视频产业链概览.....	5
图 2 长视频平台活跃用户数 MAU (万人).....	6
图 3 长视频平台会员数对比 (万人).....	6
图 4 爱奇艺发展历程.....	7
图 5 爱奇艺股权结构.....	7
图 6 爱奇艺与百度关系变化历程.....	8
图 7 爱奇艺核心商业模式.....	9
图 8 2016-2021 年爱奇艺营业收入及同比.....	10
图 9 2017-2021 年爱奇艺经营性损失和亏损率.....	10
图 10 2016-2021 年公司营业收入构成.....	10
图 11 2016-2021 年爱奇艺销售毛利率和净利率.....	10
图 12 2018-2022Q1 年爱奇艺会员收入及同比.....	11
图 13 2018-2022Q1 爱奇艺订阅会员数和付费率.....	11
图 14 2018-2022Q1 爱奇艺 ARM 及同比.....	12
图 15 爱奇艺剧场沿革.....	13
图 16 2021H1-2022H1 全网剧集正片有效播放.....	15
图 17 2021H1-2022H1 全网上新剧集部数.....	15
图 18 2021-2022Q2 爱奇艺剧集上新数及有效播放.....	15

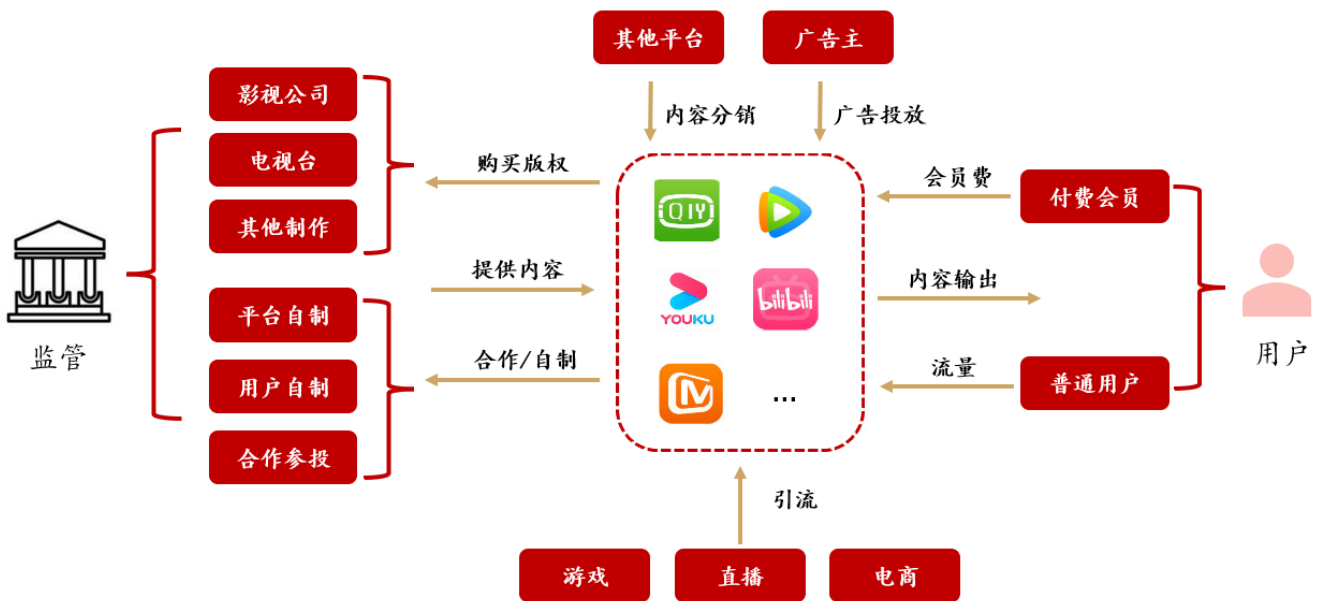
图 19	22Q1-22Q2 视频平台上新剧集部数 .....	15
图 20	2022Q1 视频平台播映指数 TOP10 剧集平均值 .....	16
图 21	2022 年爱奇艺剧集片单 .....	16
图 22	2018-2022Q1 爱奇艺广告收入及同比 .....	18
图 23	2018-2022Q1 爱奇艺单用户广告价值及同比 .....	18
图 24	2021 年至今长视频领域及爱奇艺监管事件 .....	21
图 25	2021Q1-2022Q1 全网综艺正片有效播放量 .....	21
图 26	2021Q1-2022Q1 视频平台综艺正片有效播放量 .....	21
图 27	2022 年爱奇艺综艺片单及排播节奏 .....	22
图 28	2015-2021 年爱奇艺营业成本及毛利率 .....	23
图 29	2015-2021 年公司营业成本构成 .....	23
图 30	2018-2022Q1 年爱奇艺内容成本及同比 .....	24
图 31	2018-2022Q1 年爱奇艺内容成本及占营收比重 .....	24
图 32	2018-2022Q1 爱奇艺自制内容账面净值及占比 .....	26
图 33	2021 年视频平台独播剧集和综艺数对比 .....	26
图 34	2017-2021 年爱奇艺三项费用率 .....	27
图 35	2018-2021 年爱奇艺管理费用及同比 .....	27
图 36	2018-2021 年爱奇艺销售费用及同比 .....	28
图 37	流媒体平台销售费用率对比 .....	28
图 38	爱奇艺随刻及与爱奇艺主站联动紧密 .....	28
图 39	2019-2024E 公司盈利预测 .....	30
表 1	爱奇艺剧集 IP 及系列剧集表现对比 .....	12
表 2	爱奇艺剧场剧集表现对比 .....	13
表 3	2022Q1 上线剧集播映指数 TOP5 .....	16
表 4	2020 年至今国内长视频平台提价进程 .....	17
表 5	爱奇艺综 N 代系列节目表现坚挺 .....	19
表 6	爱奇艺创新式综艺节目表现不俗 .....	20
表 7	2022H1 爱奇艺主要综艺招商情况有所复苏 .....	22
表 8	2018 年“限薪令”出台前后视频平台剧集价格对比 .....	24
表 9	长视频平台内容摊销政策对比 .....	26
表 10	流媒体平台裁员情况对比 .....	29
表 11	爱奇艺可比上市公司估值 .....	31

## 1. 长视频以内容为根基，龙头爱奇艺降本增效实现季度性盈利

### 1.1. 长视频产业以内容为根基，行业格局清晰龙头地位明确

长视频产业链以内容为核心，通过内容聚合与输出实现多元变现。纵观长视频产业链，产业链上游是监管部门，文化部、国家新闻出版广电总局、网信办和公安部等多个监管部门负责对产业链供给端进行监管；产业链中游是内容制作方，内容供给涵盖影视公司、电视台、工作室等制作内容，同时涵盖平台和用户的自制内容，随着平台自制内容占比提升、用户二创内容丰富，产业内容供给模式趋向多元化；产业链下游是内容聚合方，长视频平台首先聚合丰富的视频内容并向 C 端用户输出，通过向用户提供付费会员专属权益而获取会员收入，同时基于内容分发向广告主提供广告产品并获取广告收入，此外长视频平台向其他平台二次分发内容获得分销收入，游戏、直播、电商、实景娱乐等方式亦可实现多元变现。由此可见，长视频产业链本质上是内容制作、分发和变现，长视频平台通过分发视频内容获得 C 端流量，并利用流量获得会员、广告和其他多元变现收入。

图 1 长视频产业链概览

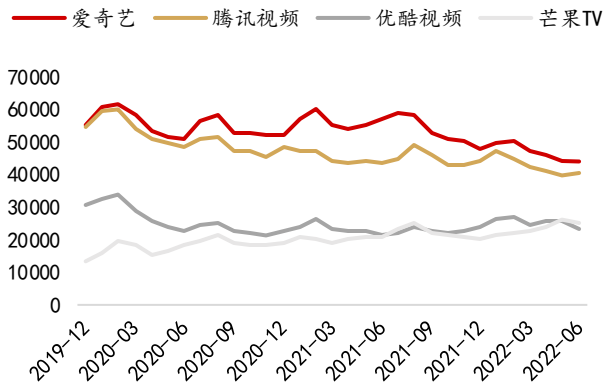


资料来源：艾瑞咨询，QuestMobile，华西证券研究所整理

长视频行业格局稳固，爱奇艺龙头优势明显。经过多年的竞争与发展，长视频行业竞争格局基本成形，其中爱奇艺、腾讯视频、优酷和芒果 TV 四大平台处于领先地位。内容端，长视频平台进入高质量发展阶段，平台内容数量逐步趋于稳定，其中腾讯视频 22Q2 剧集、综艺分别上新 38 部、22 部，剧集和综艺上新数居于首位，爱奇艺 22Q2 剧集、综艺分别上新 35 部、14 部，内容量仅次于腾讯视频；流量端，爱奇艺 MAU 一直处于行业领先地位 22 年 6 月，爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV MAU 分别为 4.40、4.06、2.32、2.52 亿人；会员端，腾讯视频和爱奇艺

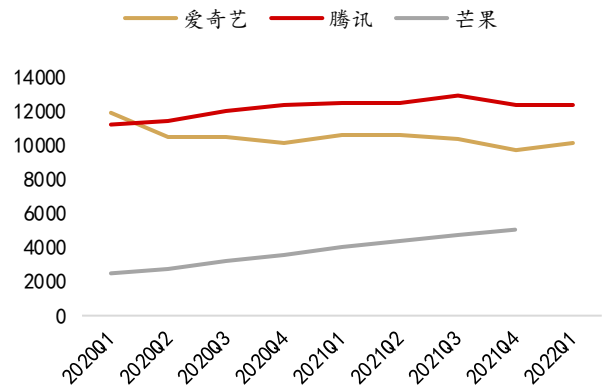
的会员规模具有绝对优势并持续保持领先，腾讯视频 22Q1 会员数为 1.24 亿人，环比持平，而爱奇艺 22Q1 会员数为 1.014 亿人，环比+4.5%，高基数下会员数仍保持稳步增长。由此可见，爱奇艺行业龙头地位稳固并保持良好发展势头。

图 2 长视频平台活跃用户数 MAU (万人)



资料来源: QuestMobile, 华西证券研究所

图 3 长视频平台会员数对比 (万人)



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

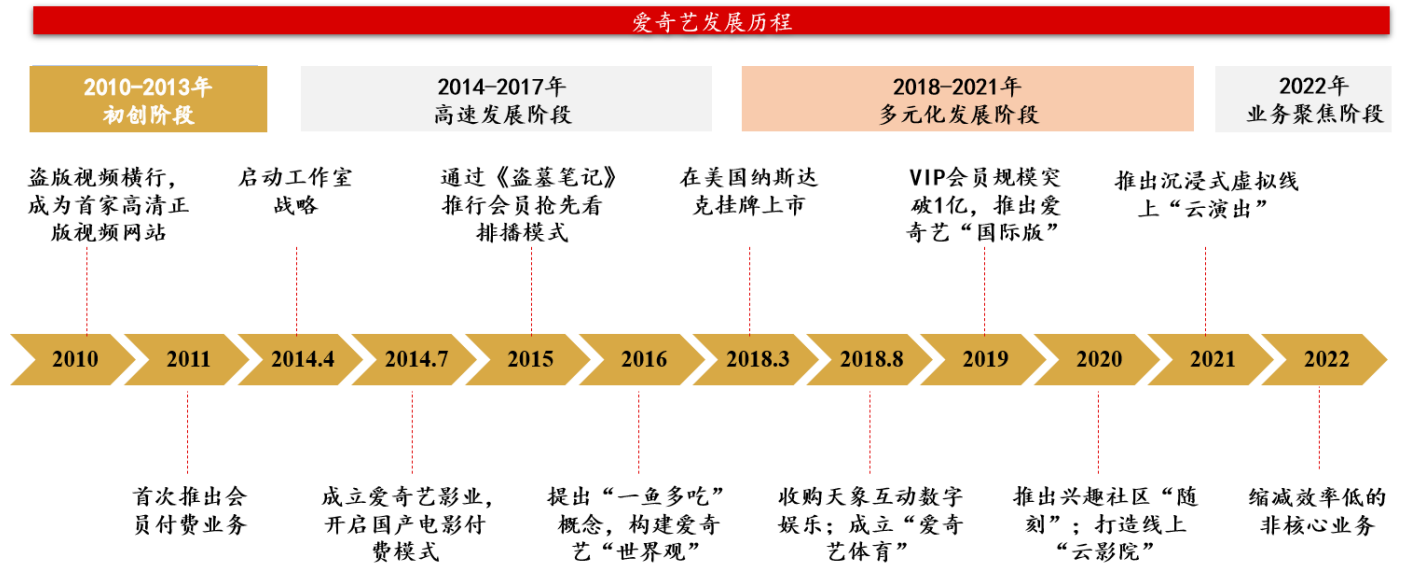
## 1.2. 互联网视频流媒体服务商，聚焦主业推进可持续发展

**高品质视频娱乐服务提供商，聚焦核心业务实现可持续发展。**爱奇艺成立于 2010 年 4 月 22 日，主营互联网视频流媒体服务，2018 年 3 月在在在美国纳斯达克上市，是中国高品质视频娱乐服务提供商。爱奇艺打造涵盖电影、电视剧、综艺、动漫在内的十余种类型的丰富的正版视频内容库，并通过“爱奇艺出品”战略的持续推动，让“纯网内容”进入真正意义上的全类别、高品质时代。同时，作为拥有海量付费用户的视频网站，爱奇艺倡导“轻奢新主义”的 VIP 会员理念，主张人们对高品质生活细节的追求，坚持为广大 VIP 会员提供专属的精品内容，极致的视听体验，以及独有的线下会员服务。

回顾公司发展历程，公司发展可以分为四个阶段：**1) 初创阶段：**2010 年，视频行业盗版视频横行，视频质量和画质普遍较低，这种情况下，公司以“奇异网络”的名称上线，秉承“悦享品质”的公司理念，以“用户体验”为基准，提供高品质视频娱乐服务；同年，9 月推出移动端，并在 2011 年 5 月首次推出会员付费业务；**2) 高速发展阶段：**2014 年成立“爱奇艺大脑”，开始运用大数据指导内容的生产、营销和输出全过程，同年全面启动“爱奇艺工作室战略”，7 月成立爱奇艺影业致力于创新互联网影业模式；2015 年公司启动“4+X 超级网剧”战略，并通过《盗墓笔记》正式开启国内付费会员抢先看模式；2016 年，爱奇艺提出“一鱼多吃”的策略，建立广告、用户付费、出版、发行、衍生业务授权、游戏和电商组成的货币化矩阵；**3) 多元发展阶段：**2018 年 3 月：公司上市后迎来新的发展阶段，爱奇艺全资收购手游厂商天象互娱，推动爱奇艺游戏业务发展。随后，公司联合新英体育合并成立爱奇艺体育平台，拓展体育版权资源；2019 年 6 月，爱奇艺会员数量突破 1 亿高点，中国视频付费市场正式进入“亿级”会员时代，同年 11 月，爱奇艺正式推出国际版 App，并结合不同地区具体需求展开本地化运营，打开国际化增长空间；2020 年，爱奇艺推出视频兴趣社区产品“随刻”，旨在为用户带来视频观看、创作分享、社区互动等体验，同年，爱奇艺推出针对首发于网络的高质量电影的新产品“云影院”；2021 年，爱奇艺推出国内首个沉浸式虚拟线上演出内容产品“云演出”；**4) 业务聚焦阶段：**2022 年至今，爱奇艺全面革新

业务战略，调整效率低的电商和硬件等非核心业务，聚焦内容和技术，提高可持续发展能力。

图 4 爱奇艺发展历程

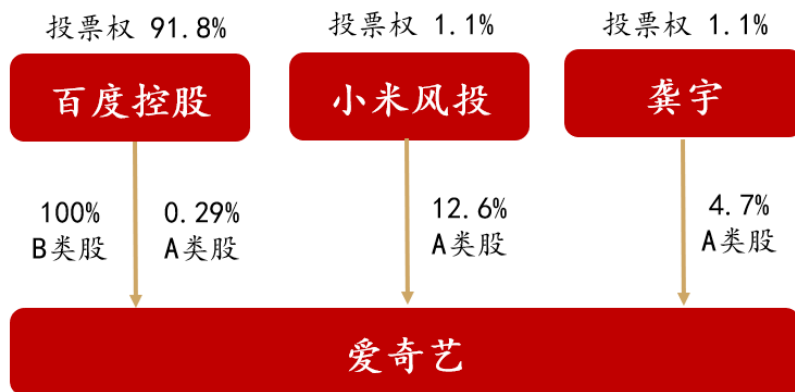


资料来源：公司年报，网易新闻，搜狐新闻，华西证券研究所整理

### 1.3. 股东结构稳定，百度系控股多年积极推进资源协同

股权结构保持稳定，百度系第一大股东。根据公司年报，截至 2022 年 2 月 28 日，公司总股本 55.99 亿股，其中 A 类股 27.23 亿股，B 类股 28.76 亿股；其中，百度为最大股东，持有 793 万 A 类股及所有 B 类股，占总股本的 51.5%，对应投票权 91.8%，系公司实际控制人；小米旗下小米风投持有 3.42 亿股 A 类股，占 A 类股的 12.6%；公司 CEO 龚宇持有 1.33 万股 A 类股，占 A 类股的 4.7%。

图 5 爱奇艺股权结构



资料来源：公司年报，华西证券研究所整理

百度系控股爱奇艺多年，引入小米积极推进资源协作。回顾百度系与爱奇艺的关系，2010年，百度内部投资成立爱奇艺；2012年12月，百度通过收购普罗维登斯资本所持股权，正式成为爱奇艺单一最大股东；2013年，百度斥资3.7亿美元收购PPS，推动其与爱奇艺合并；2014年11月19日，百度为爱奇艺引入小米投资，同时追加投资3亿美元，加强视频生态布局；2017年，爱奇艺电视果亮相百度世界大会，为用户打造更加智能的家庭观影新生活；2018年，爱奇艺与百度签署主营业务合作协议，双方同意在人工智能、智能设备、云服务、在线广告、互联网流量、数据和内容领域等开展相互合作，并在合作领域内相互将对方作为最优先的战略伙伴，同时，爱奇艺向百度发行B类股，作为交换百度将电影票业务交由公司运营，并为爱奇艺电影票业务提供基础支持；2020年6月，百度智能云联手爱奇艺，从云到边缘计算全面改善用户体验，由此可见，百度系自入股至今不断深化双方合作，加强双方资源协同。

图6 爱奇艺与百度关系变化历程



资料来源：公司年报，网易新闻，搜狐新闻，华西证券研究所整理

## 1.4. 爱奇艺以剧综为核心，通过会员、广告、内容分销等实现变现

爱奇艺以剧集、综艺、电影等内容为核心，通过多渠道输出内容并进行多元变现。爱奇艺商业模式主要分为内容供给、内容输出和内容变现三个阶段。在内容供给上，爱奇艺持续加大内容数量和品类上的储备力度，包含剧集、综艺、电影和娱乐多产业等内容，为用户提供更为丰富多元的优质内容；随后，爱奇艺通过互联网视频、智慧大屏和VR一体机等丰富渠道进行内容输出，最终通过会员、广告以及内容分销等方式实现内容变现。

内容供给方面，爱奇艺着力打造“迷雾剧场”“恋恋剧场”“小逗剧场”等剧场品牌，布局“快意活”“乐舞台”“狂欢笑”“享温馨”四个综艺赛道，探索电影和娱乐多产业内容，为不同圈层观众提供优质内容。内容输出上，爱奇艺具备丰富的输出渠道，主要依托涵盖PC网页端、PC客户端、移动App的互联网视频平台爱奇艺进行内容输出，此外，银河和爱奇艺联合打造的智能电视应用“奇异果TV”集成了爱奇艺正版高清视频内容，爱奇艺的奇遇VR一体机以超强的性能以及沉浸式的体验赢得消费者的好评。内容变现方面，会员订阅服务针对不同用户需求推出相应的七种会员套餐，包括黄金、白金、星钻、学生、FUN、体育、

VR 会员套餐等，在线广告服务以品牌广告、效果广告的形式出现，内容分销则在其它第三方互联网流媒体平台分发获得授权的视频内容，此外爱奇艺亦从直播、在线游戏、经纪服务和 IP 授权等渠道探索变现方式。

图 7 爱奇艺核心商业模式



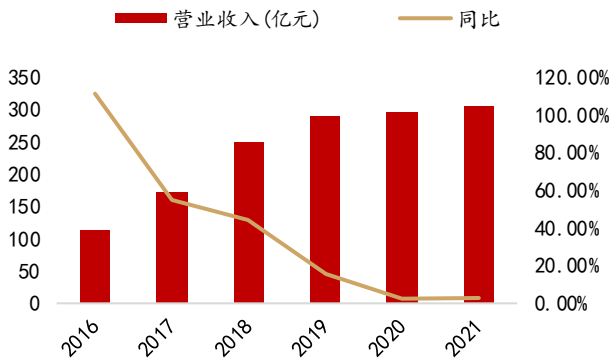
资料来源：公司年报，华西证券研究所整理

### 1.5.22Q1 首次实现季度盈利，组织优化与降本增效成效显著

经营业绩向好会员收入占比提升，22Q1 首次实现季度性经营盈利。收入端，2016-2021 年，爱奇艺营业收入稳定增长，2021 年公司实现总营收 306 亿元，同比+3%，22Q1 实现总营收 72.77 亿元，同比-8.7%，环比-1.5%，尽管非会员业务受宏观疫情与业务战略调整影响但整体仍延续良好势头；利润端，2018-2021 年公司经营亏损持续收窄，2021 年实现经营性亏损 45 亿元，同比-25.85%，经营亏损率为 14.66%，同比-5.67pct；22Q1 实现 Non-GAAP 经营利润 3.27 亿元，首次实现单季度经营性盈利，经营利润率为 4.49%，同比+17.22pct，经营层面整体向好。

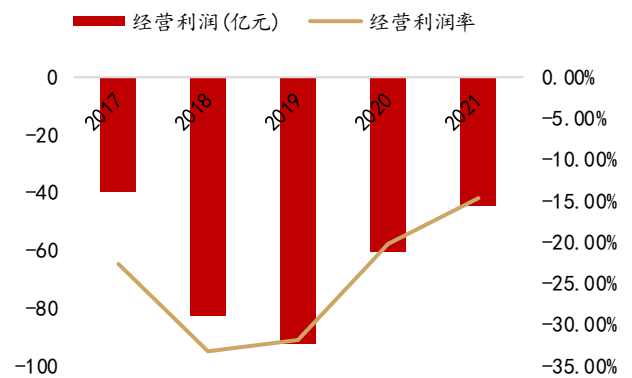
其中，收入结构上，爱奇艺收入来源主要是会员收入、广告收入和 content 分销收入，其中会员服务处于核心地位，2021 年实现会员收入 167.14 亿元，收入占比从 2018 年 42.51% 提高至 2021 年的 54.70%，主要由于会员数提升与 ARM 增长共同推动会员收入稳步上升；2021 年实现广告收入 70.67 亿元，收入占比从 2018 年的 37.33% 下降至 2021 年的 23.13%，主要由于疫情和消费疲软导致广告主削减预算；2021 年实现内容分销收入 28.56 亿元、其他收入 39.18 亿元，收入占比分别为 9.35%、12.82%。

图 8 2016-2021 年爱奇艺营业收入及同比



资料来源：公司财报，华西证券研究所

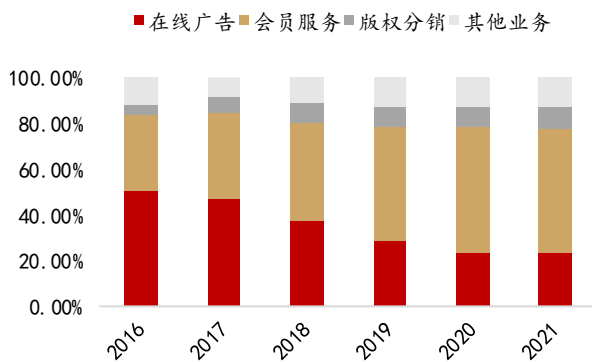
图 9 2017-2021 年爱奇艺经营性损失和亏损率



资料来源：公司财报，华西证券研究所

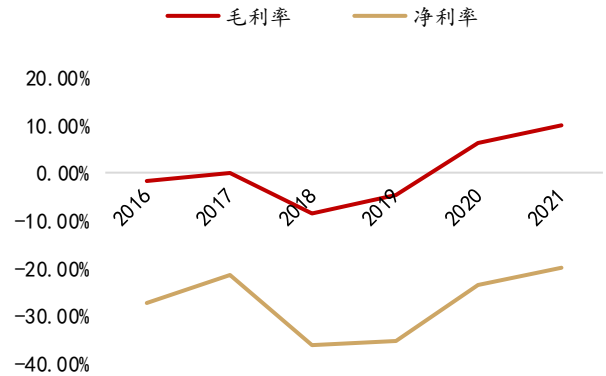
**组织架构优化与降本增效成效显著，22 年全年有望实现 Non-GAAP 盈亏平衡。**爱奇艺推出一系列优化组织结构、聚焦核心业务的举措，显著提升了运营效率和投资回报率，在保持行业领先地位的同时大幅减亏。毛利率端，2021 年公司毛利率为 9.95%，同比+3.81pct，较 2015 年同比+23.55pct；22Q1 实现毛利率为 18.0%，同比+7.3pct，环比+6.1pct，主要系公司通过成本控制与加码自制降低内容成本，22Q1 营业成本为 59.64 亿元，同比-16%，其中内容成本为 44 亿元，同比-19%，成本端改善效果明显。净利率端，2021 年公司净利率为-19.99%，同比+3.60pct，较 2015 年+28.43pct，主要系公司进行人员及组织架构的优化，持续提升运营效率；22Q1 公司销售费用和管理费用同比-38%，费用投放效率明显提升。我们认为，爱奇艺降本增效的效果已经初现，未来有望在保持行业领先地位的同时，通过聚焦内容策略与组织架构优化，持续压降内容成本提升内容 ROI，最终实现 2022 年全年 Non-GAAP 运营层面盈亏平衡。

图 10 2016-2021 年公司营业收入构成



资料来源：公司年报，华西证券研究所整理

图 11 2016-2021 年爱奇艺销售毛利率和净利率



资料来源：wind，华西证券研究所整理

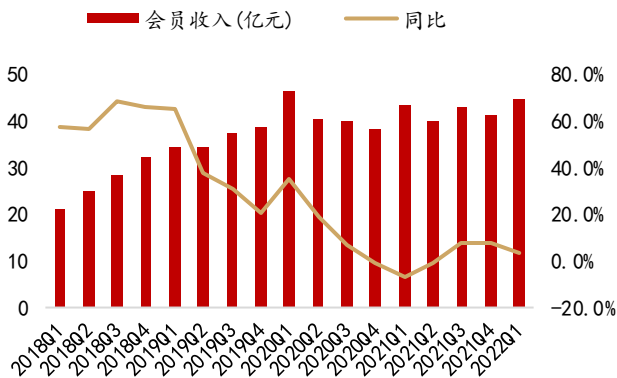
## 2. 剧集优势与 ARM 接力驱动会员收入增长，综艺排播与招商复苏提振广告收入

### 2.1. 会员付费渗透提速，剧场布局与二次提价驱动 ARM 增长

#### 2.1.1. 会员规模稳定加速付费渗透，ARM 接力驱动会员收入增长

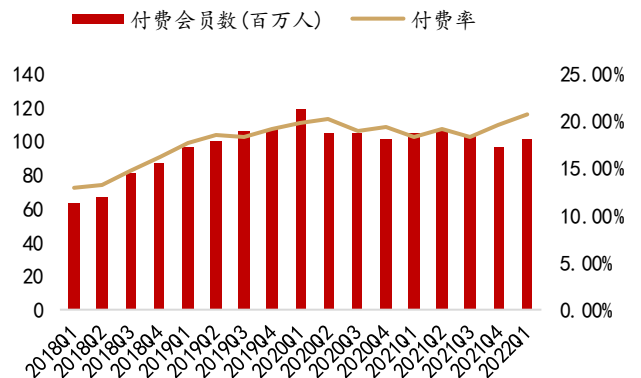
订阅会员数保持稳定，提价周期启动 ARM 接力驱动会员收入增长。会员端，2021 年爱奇艺实现会员收入 167.14 亿元，同比+1.35%，收入占比达到 54.70%，16-21 年会员收入 CAGR 高达+34.75%，会员收入高增驱动公司经营持续向好。进一步拆分来看，会员数方面，20Q1 度爱奇艺会员数达到 1.19 亿人，订阅数量达到历史最高点，随后由于行业监管周期与疫后影响下会员数量有所下降，2021 年末订阅会员数为 0.97 亿人，同比-4.62%，22Q1 订阅会员数为 1.01 亿人，同比-3.70%，尽管会员数受行业流量环境与公司内容供给影响有所下降但整体仍稳定；付费率上，17Q1 爱奇艺会员付费率仅仅为 10.85%，22Q1 已进一步提升至 20.67%；会员付费上，22Q1 爱奇艺月度平均单会员收入 (ARM) 为 14.70 元，同比+7.69%，爱奇艺自 20 年 11 月 13 日开启提价历程，21 年 12 月二次提价启动，叠加优质内容供给复苏，提价落地推动 ARM 增长并接力会员数成为会员收入增长驱动力。

图 12 2018-2022Q1 年爱奇艺会员收入及同比



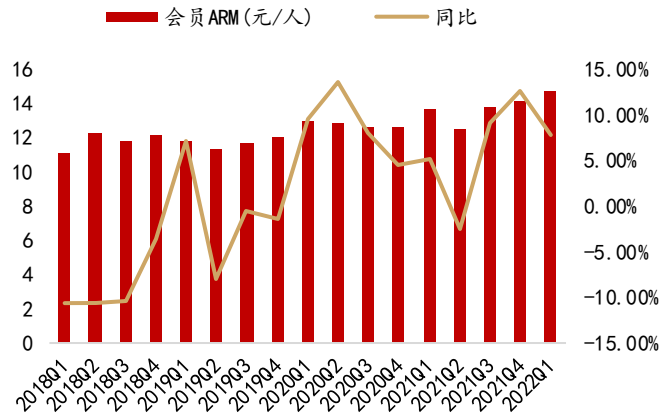
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 13 2018-2022Q1 爱奇艺订阅会员数和付费率



资料来源：公司年报，QuestMobile，华西证券研究所

图 14 2018-2022Q1 爱奇艺 ARM 及同比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

### 2.1.2. 挖掘优质 IP 助力出圈，夯实多元剧场化布局驱动收入长效增长

积极布局优质 IP 价值开发，持续助力优质 IP “出圈”。剧集端，爱奇艺从单一作品 IP 的“创意点”、到系列作品构成的“故事线”，再到以周边人物和物料拓展出的“产品面”，构建了点、线、面、体的 IP 内容全生态布局，而 IP 内容的持续性表现成为爱奇艺会员提价的根基。以“盗墓”系列为例，作为爱奇艺首个超级 IP，基于其开发的剧集《盗墓笔记》《老九门》《终极笔记》，无一例外都成为行业的爆款内容；其中，《盗墓笔记》上线第一天即创下 22 小时网络播放量破亿的记录，并以 27.54 亿播放量成为年度网剧收视率冠军，有关微博迅速登上热搜榜，阅读量突破 30 亿，并引发 678.5 万粉丝讨论；前传《老九门》也成为全网第一个网络播放量破百亿的自制剧。相似地，《河神》和《赘婿》通过 IP 文学源头介入，具有不俗的播放表现和用户口碑，成为当之无愧的超级网剧。此外，爱奇艺发现 IP 和孵化 IP 能力突出，如“华夏古城宇宙系列 IP 开发计划”是具有中国历史文化特色的系列 IP，该 IP 首发剧集《风起洛阳》剧情引人入胜，爱奇艺热度峰值为 9257，位列爱奇艺 2021 剧集年度热度榜第二名，仅次于热度值达到 10745 的《赘婿》，充分印证爱奇艺对于优质 IP 的挖掘能力。

表 1 爱奇艺剧集 IP 及系列剧集表现对比

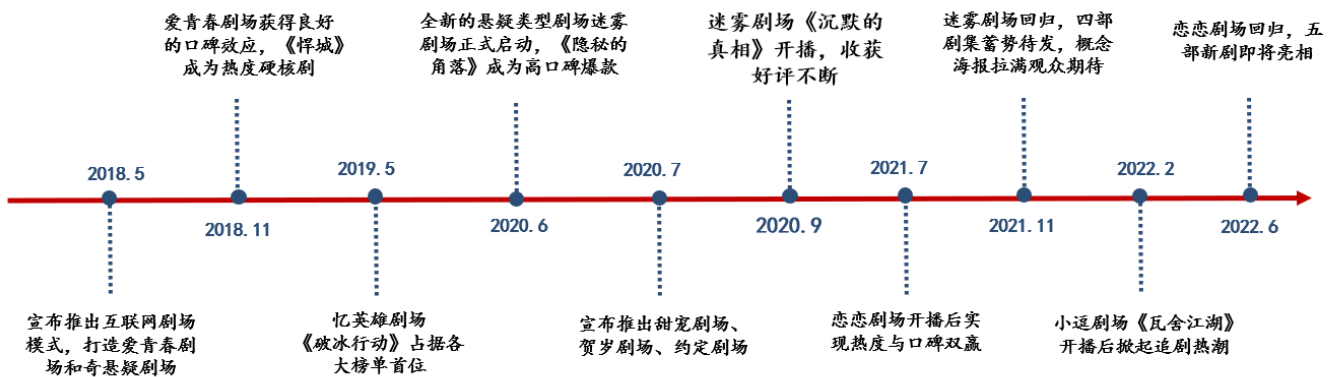
剧集 IP	名称	上线时间	集数	爱奇艺历史最高热度	百度搜索指数峰值	百度搜索日均值	豆瓣评分
盗墓系列	盗墓笔记	2015/6/12	12 集	2771	1990050	56913	5.3
	老九门	2016/7/4	48 集	9907	1039139	17555	6.7
	终极笔记	2020/12/10	36 集	8286	125019	1769	8.2
河神 IP	河神	2017/7/19	24 集	1529	329379	3831	8.1
	河神 2	2020/7/6	24 集	1589	77467	686	7.4
赘婿 IP	赘婿	2021/2/14	36 集	10745	808692	38201	6.2
华夏古城传奇	风起洛阳	2021/12/1	39 集	9257	67.8 万	2278	6.3
	风起陇西	2022/4/27	24 集	2594	130265	1066	8.1

资料来源：爱奇艺，豆瓣，骨朵传媒，华西证券研究所整理

**深耕剧场化布局三大剧场成形，巩固垂类剧集优势驱动会员收入长效增长。**  
 为满足不同圈层观众的观看需求，爱奇艺开启剧集剧场化运营的布局，目前已经形成“迷雾剧场”“恋恋剧场”“小逗剧场”三大剧场，并持续探索全新剧场品类。回顾爱奇艺剧场布局，2018年，爱奇艺宣布推出互联网剧场模式，深耕垂直题材，打造“爱青春剧场”和“奇悬疑剧场”，其中爱青春剧场陆续播出的《泡沫之夏》《同学两亿岁》《芸汐传》等等，获得良好的口碑效应，奇悬疑剧场《悍城》上线两周即登顶爱奇艺电视剧热搜榜 Top 1，百度电视剧风云榜 Top 1，爱奇艺的热度指数已超 6500，表现同样不俗；2019年，《破冰行动》在忆英雄剧场开播后占据各大榜单首位，推动 19Q2 付费会员数提升至 1.005 亿，率先成为会员数破亿长视频平台，可见剧集剧场化取得显著成效。

2020年，爱奇艺正式启动全新悬疑类型剧场—迷雾剧场，《隐秘的角落》成为高口碑爆款剧集，同年迷雾剧场《沉默的真相》开播表现火爆，“迷雾剧场”不仅在口碑上有着强大的积累效应，对会员订阅亦有极高的提振作用。爱奇艺官方数据显示，截至剧场收官，“迷雾剧场”有超过 6800 万爱奇艺 VIP 会员收看内容，同时创造了超过 460 个热搜话题，豆瓣均分超 8 分，爱奇艺 20Q1 会员规模提升至 1.189 亿，同比+23%。2021年，爱奇艺推出了以 Z 世代为目标受众，主打青春、恋爱题材的“恋恋剧场”，开播后实现热度与口碑双赢，另外，恋恋剧场还首创追剧房，安排演员空降与观众互动，以追剧社交新模式为创新点，提升用户的活跃度与观剧体验，同年，爱奇艺再度推出迷雾剧场的第二季，在内容和题材上有创新和突破并在悬疑的基础上探索并融入了新的元素，进一步强化品牌概念，增加用户粘性；2022年，“小逗剧场”《瓦舍江湖》开播后掀起追剧热潮，该剧爱奇艺内容热度指数峰值突破 6845，相关话题引发讨论量 148 万、阅读量达到 3.7 亿、弹幕量高达 400 万。因此，随着爱奇艺持续巩固 IP 剧集优势与剧场化布局，通过多元剧场巩固垂类剧集优势并提升剧场品质，有望持续挖掘会员付费意愿并驱动会员收入稳健增长。

图 15 爱奇艺剧场沿革



资料来源：网易新闻，新浪新闻，华西证券研究所整理

表 2 爱奇艺剧场剧集表现对比

剧场	名称	上线时间	集数	爱奇艺历史最高热度	百度搜索指数峰值	百度搜索日均值	豆瓣评分
迷雾剧场	十日游戏	2020/6/2	12 集	6042	112294	708	7
	隐秘的角落	2020/6/16	12 集	7954	656696	3899	8.8

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

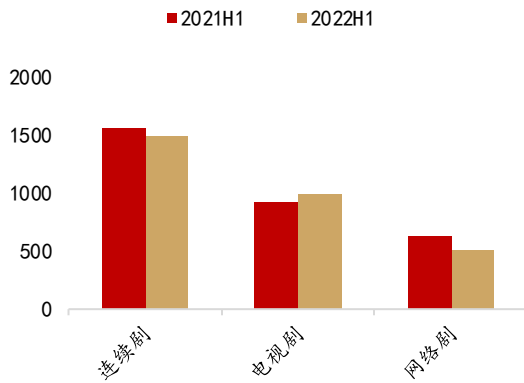
	非常目击	2020/8/18	12 集	5865	29618	211	5.4
	在劫难逃	2020/9/2	12 集	7018	74337	1263	6
	沉默的真相	2020/9/16	12 集	7216	196797	1825	9
	再见，那一天	2021/9/21	6 集	5171	25722	67	6.9
	八角亭迷雾	2021/10/3	12 集	7354	17637	111	5.6
	致命愿望	2021/11/3	12 集	6171	109082	428	4
	谁是凶手	2021/12/5	16 集	8754	190937	1483	6.2
	淘金	2022/1/18	12 集	6528	32308	566	6.1
	月光变奏曲	2021/5/20	36 集	7560	76599	727	6.7
	变成你的那一天	2021/6/17	26 集	7239	132068	689	7.5
	喵，请许愿	2021/7/8	24 集	5741	30189	206	6
	循环初恋	2021/7/29	24 集	4952	29312	168	5.4
恋恋剧场	世界微尘里	2021/8/16	22 集	6616	89047	1258	4.7
	满月之下请相爱	2021/8/26	24 集	7184	35063	222	4.3
	一生一世	2021/9/6	30 集	9192	177689	4646	6.1
	爱情应该有的样子	2022/6/17	30 集	7153	33560	157	-
	瓦舍江湖	2022/2/3	35 集	6845	30122	247	5.6
小逗剧场	医是医二是二	2022/3/18	24 集	5801	37616	114	-
	破事精英	2022/6/18	24 集	6815	66464	355	7.6

资料来源：爱奇艺，豆瓣，骨朵传媒，华西证券研究所整理

### 2.1.3. 头部剧集表现不俗片单储备丰富，提价周期驱动 ARM 稳步增长

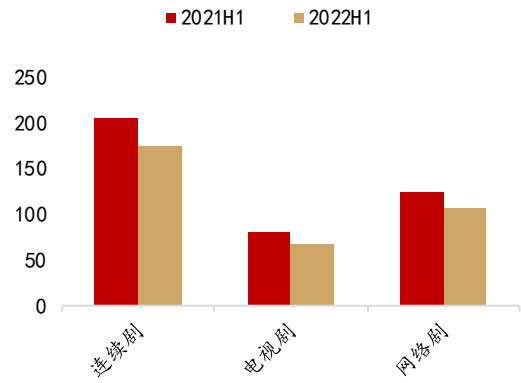
多因素影响下全网剧集供给收紧，爱奇艺剧集供给稳固表现不俗。展望会员收入，内容端，根据云合数据，2022 年上半年，全网剧集正片有效播放量 1488 亿，同比-4%，上新国产剧集达到 175 部，同比减少 30 部，剧集数量受到宏观环境、疫情反复与行业监管影响，同时各大平台推进降本增效进一步聚焦头部剧集；其中，22H1 爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV 剧集正片有效播放量分别为 541、513、332、31 亿次，上新剧集数分别为 69、72、51、28 部，上新剧集有效播放量分别为 178、164、92、15 亿次，尽管爱奇艺新剧数量有所下降，但新剧表现以及平台整体流量端仍然领先，聚焦头部内容策略成效显著，叠加 22Q2 以来剧集数量环比复苏，下半年剧集优势有望持续展现。

图 16 2021H1-2022H1 全网剧集正片有效播放



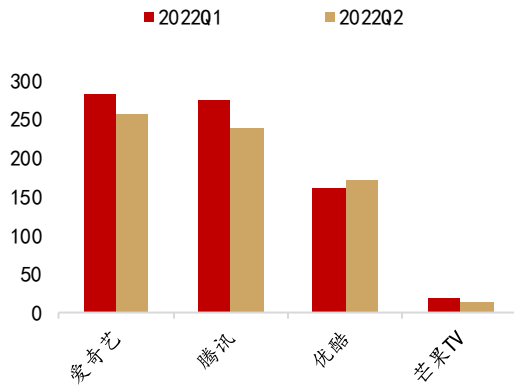
资料来源：云合数据，华西证券研究所

图 17 2021H1-2022H1 全网上新剧集部数



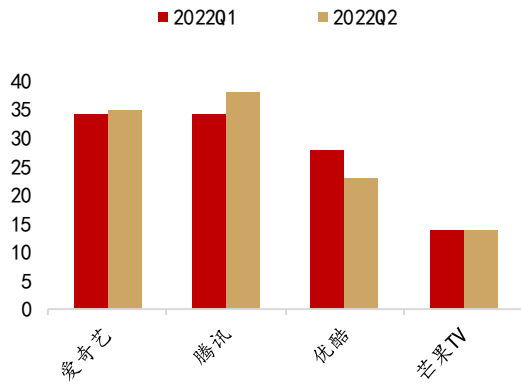
资料来源：云合数据，华西证券研究所

图 18 2021-2022Q2 爱奇艺剧集上新数及有效播放



资料来源：云合数据，华西证券研究所

图 19 22Q1-22Q2 视频平台上新剧集部数

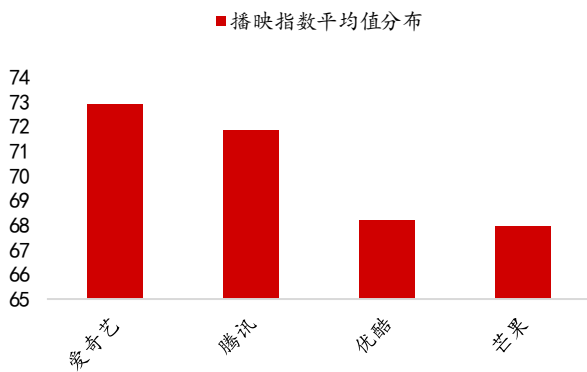


资料来源：云合数据，华西证券研究所

爱奇艺调整内容策略聚焦头部，2022Q1 头部剧集表现突出口碑不俗。与此同时，22 年 1 月，爱奇艺独播剧《人世间》正式开播以来热度和口碑持续攀升，云合数据显示，该剧正片有效播放 34.86 亿，市占率高达 4.54%，自开播以来持续位列榜单首位，豆瓣维持 8.1 的评分，超过 75% 的豆瓣用户给出四星以上好评；相似地，根据艺恩，22Q1 播映指数 TOP10 中，爱奇艺剧集平均播映指数 72.9，居各大平台首位，播映指数 TOP3 剧集中爱奇艺独播剧《人世间》《王牌部队》位列其中，充分展现爱奇艺在行业供给收紧下减少中长尾内容供给、全力打造头部内容提升内容 ROI。

受益于内容端的优异表现，22Q1 爱奇艺 MAU 达到 4.71 亿，订阅会员数达到 1.01 亿人，尽管 MAU 和会员数绝对值有所下降，但付费率在爆款剧集带动下进一步提升至 21.51%。展望下半年，爱奇艺 IJOY 悦享会披露 22 年全年剧集储备达到 150 部+，涵盖《野蛮生长》《人生》等众多优质剧目，随着丰富剧集储备陆续上线与暑期旺季来临，叠加公司自身强大的 IP 剧集优势与多元剧场布局，优质内容供给将驱动公司 MAU 回暖以及付费渗透提升并为会员收入增长提供良好支撑。

图 20 2022Q1 视频平台播映指数 TOP10 剧集平均值



资料来源：艺恩视频智库，华西证券研究所整理

表 3 2022Q1 上线剧集播映指数 TOP5

排名	剧集名称	播映指数	播出平台
1	王牌战队	79.5	爱奇艺
2	开端	77.9	腾讯视频
3	人世间	73.1	爱奇艺
4	余生请多指教	71.2	腾讯视频
5	猎罪图鉴	70.6	爱奇艺、腾讯视频

资料来源：艺恩视频智库，华西证券研究所整理

图 21 2022 年爱奇艺剧集片单

Q1	《人世间》《心居》《亲爱的小孩》《假日暖洋洋2》《对手》《人民警察》《瓦舍江湖》《医是医二是二》《比悲伤更悲伤的故事》《风起陇西》《私奔的外婆》《关于唐医生的一切》《尘缘》《月刊少女》《祝卿好》《唐朝诡事录》《花溪记》《独一无二》《明月入卿怀》《幻乐森林》《初次爱你》《曾少年之小时候》等
Q2	《天才基本法》《警察荣誉》《显微镜下的大明》《破事精英》《爱情应该有的样子》《曾少年》《第二次拥抱》《姐姐反击》《超时空罗曼史》《苍兰诀》《山河之影》《九霄寒夜暖》《理科生坠入情网》《绝配酥心唐》等
Q3	《狂飙》《龙城》《夜旅人》《云襄传》《阿麦从军》《熟年》《亲爱的生命》《迷航昆仑墟》《摇滚狂花》《平原上的摩西》《女人万岁》《芳心荡漾》《紫川》《花戎》《金牌客服董董恩》《点心之路》《我的秘密室友》等
Q4	《唐人街探案2》《广州十三行》《向风而行》《仿生人间》《回来的女儿》《请君》《一起来传承吧》《三叉戟2》《大江大河3》《我要逆风去》等

资料来源：新剧观察，华西证券研究所

行业全新提价周期启动，爱奇艺两轮提价拉动 ARM 稳步增长。此外，长视频行业自过去 10 年的高投入换取市场份额和增长的阶段，逐步向优化组织架构、追求盈亏平衡的阶段转变，行业竞争态势明显趋缓，叠加短视频快速崛起并持续侵蚀长视频流量，各大平台逐步达成共识并务求改善自身经营状况。随着短视频掠夺流量，长视频行业监管趋严以及平台常年亏损，各大平台逐渐达成降本增效的共识，通过提升订阅会员价格而改善亏损局面。2020 年 11 月，爱奇艺首次对其订阅会员价格进行调整，首次提价幅度为 17%-27%，随后腾讯视频跟进提价，行业提价通道初步确立；2021 年 12 月，爱奇艺进行二次提价，提价幅度为 9%-20%，腾讯

视频、芒果 TV、优酷等亦先后跟进，其中腾讯视频、芒果 TV 纷纷进行二次提价，新一轮提价周期全面确立。

提价效果上，21Q2 开始爱奇艺月度平均单会员收入 (ARM) 保持稳定增长趋势，2022Q1 爱奇艺 ARM 为 14.69 元，同比增加 7.69%，较 21Q4 环比提升+3.74%，会员提价结合内容周期落地效果不俗，随着行业提价通道持续向上与爱奇艺内容供给复苏，未来爱奇艺将通过稳步提价拉动 ARM 并驱动会员收入稳步增长。

表 4 2020 年至今国内长视频平台提价进程

视频平台	提价次数	提价日期	提价后价格	提价幅度
爱奇艺	首次提价	2020/11/13	黄金 VIP 会员连续包月 19 元、月卡 25 元、连续包季 58 元、季卡 68 元、连续包年 218 元、年卡 248 元	17%-27%
	二次提价	2021/12/16	连续包月 22 元、月卡 30 元、连续包季 63 元、季卡 78 元	9%-20%
腾讯视频	首次提价	2021/4/10	连续包月 20 元、连续包季 58 元、连续包年 218 元；月卡 30 元、季卡 68 元、年卡 253 元	17%-50%
	二次提价	2022/4/20	连续包月 25 元、连续包季 68 元、连续包年 238 元；月卡 30 元、季卡 78 元、年卡 258 元	2%-25%
芒果 TV	首次提价	2022/1/2	连续包月 19 元、连续包季 58 元、连续包年 218 元、年卡 248 元	5%-9%
	二次提价	2022/8/9	连续包月 22 元，连续包季 63 元，连续包年 218 元，月卡 30 元、季卡 78 元、年卡 248 元	9%-20%
优酷	首次提价	2022/6/21	月卡 30 元、季卡 78 元、年卡 258 元、连续包月 25 元、连续包季 68 元、连续包年 238 元	20%-40%

资料来源：网络视听生态圈，腾讯视频 VIP，爱奇艺，芒果 TV，华西证券研究所整理

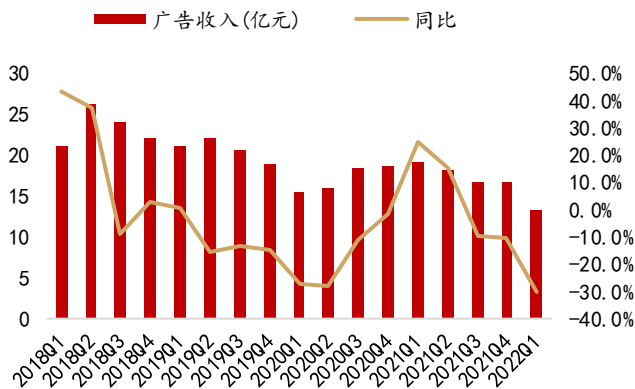
注：爱奇艺首提提价为安卓端价格调整，苹果端未提价

## 2.2. 宏观疫情与内容排播冲击显著，片单丰富综N代回归推动广告回暖

### 2.2.1. 宏观疫情与内容排播冲击显著，爱奇艺广告业务压力展现

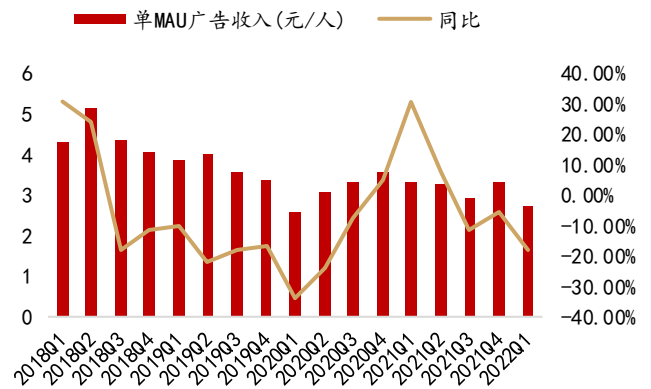
宏观环境与内容排播冲击明显，爱奇艺广告业务有所承压。广告端，2021年爱奇艺实现广告收入70.67亿元，同比+3.59%，收入占比达到23.13%，同比+0.16pct，22Q1实现广告收入13.73亿元，同比-30.22%；其中，21Q4爱奇艺单MAU广告价值为3.34元/人，同比-5.87%，22Q1单MAU广告价值2.73元/人，同比-18.29%，主要系宏观经济承压广告环境转冷、内容供给有所收紧、开屏广告规范政策所致。爱奇艺正在通过多渠道优化广告效果，积极通过大屏端、极速版、随刻不断提升不同用户渗透率，丰富内容分发渠道促进广告效果提升，进一步完善视频内容变现价值。

图 22 2018-2022Q1 爱奇艺广告收入及同比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 23 2018-2022Q1 爱奇艺单用户广告价值及同比



资料来源：QuestMobile，公司年报，华西证券研究所

### 2.2.2. 综N代内容夯实广告基本盘，创新综艺探索丰富商业化可能

“综N代”内容持续发力，IP内容表现坚挺广告招商。内容端，爱奇艺IP综艺内容优势突出。2014年，《奇葩说第一季》首播正式开启中国网综元年，获得2亿点击量、微博相关阅读量突破10亿、讨论量超32万，同时《奇葩说第一季》获得了美特斯邦威5000万元的冠名投入，此后又相继获得Jeep自由光、莫斯利安等品牌的追投。拥有强大的品牌和人气积累《奇葩说》第二季，吸引了伊利谷粒多、雅哈咖啡、M&M's巧克力豆以及东风标致五大品牌投放，总投放额度超过亿元，招商金额创新互联网综艺新纪录；此后，“奇葩说”IP每季用户基数与招商大盘都节节攀升，第三季招商总金额高达3亿元，第四季近4亿元，第五季达15亿元，IP综艺表现稳固推动招商金额节节攀升。

相似地，爱奇艺“中国新说唱”系列一直深受年轻观众喜爱，该IP综艺及衍生综艺已经发展至第五季，节目上线仍然保持超高热度，多次获微博话题榜总榜、综艺榜双榜Top1，微博实时榜网综Top1，百度风云综合榜综合、内陆榜第一等佳绩，爆款内容表现及火爆热度为品牌营销提供了丰富可能，在帮助广告主提供黄金曝光资源、实现年轻圈层和粉丝群体的精准渗透、带动用户的消费转化等层面

都展露出巨大的商业潜力。此外，“综 N 代”《喜欢你我也是》和《做家务的男人》系列也都为爱奇艺带来稳定的广告招商，驱动公司经营及现金流持续向好。

表 5 爱奇艺综 N 代系列节目表现坚挺

综艺 IP	名称	上线时间	集数	爱奇艺历史最高热度	百度搜索指数峰值	百度搜索日均值	豆瓣评分
奇葩说	奇葩说第一季	2014/11/29	26 期	4004	7162	641	9
	奇葩说第二季	2015/6/26	24 期	3853	30684	854	6.8
	奇葩说第三季	2016/3/4	24 期	/	14625	665	8.6
	奇葩说第四季	2017/3/31	24 期	4529	15804	632	7.7
	奇葩说第五季	2018/9/21	24 期	7059	16474	562	7.3
	奇葩说第六季	2019/10/31	24 期	7333	20905	412	7.4
	奇葩说第七季	2020/12/24	22 期	7611	168049	13397	6.8
中国新说唱	中国有嘻哈	2017/6/24	12 期	6058	299682	4788	7.1
	中国新说唱 2018	2018/7/14	13 期	7027	79897	5538	4.9
	中国新说唱 2019	2019/6/14	12 期	7587	5366	221	5.2
	中国新说唱 2020	2020/9/2	12 期	8240	17431	266	4.4
	少年说唱企划	2021/7/31	12 期	2663	68791	980	5.4
	中国说唱巅峰对决	2022/6/25	6 期	6542	11587	54	5.4
喜欢你我也是	喜欢你我也是 第一季	2019/4/11	12 期	5793	1098	69	7
	喜欢你我也是 第二季	2020/4/29	12 期	6277	41815	276	5.7
	喜欢你我也是 第三季	2022/4/6	12 期	7175	10216	152	-
做家务的男人	做家务的男人 第一季	2019/8/2	12 期	6531	19384	782	7.3
	做家务的男人 第二季	2020/7/31	12 期	6625	6780	174	6.7
	做家务的男人 第三季	2021/6/11	12 期	6444	3433	73	6.3

资料来源：爱奇艺，豆瓣，骨朵传媒，百度指数，华西证券研究所整理

工作室战略糅合独特创新基因，创新综艺丰富内容供给拓宽商业化可能。爱奇艺推行工作室战略，汇聚大量优秀制作人和专业人才，结合创新文化与内部机制，实现在节目题材、节目形式、价值观输出等多个方面持续创新，持续丰富自身综艺内容供给。2019 年，《乐队的夏天》以“乐队”为文化载体持续出圈，实力诠释以圈层文化激发大众热情的“大型真香现场”，获优酸乳果果昔独家冠名，广告招商额高达 2 亿元；同年，爱奇艺推出的原创潮流经营体验节目《潮流合伙人第一季》，聚焦潮流热点，并致力于营造潮流文化交流，节目摒弃固有经营类综艺创作套路，以“真经营”的理念贯彻始终，节目在站内内容热度峰值已经达到 7106，先后多次占据猫眼、Vlinkage、云合数据、骨朵等多榜热度 Top 1，吸引了

Vivo X30、奥买家•全球购 APP 等 11 个品牌投放合作；2021 年，爱奇艺打造的首部悬疑推理作品《萌探探案》上线，创新式的沉浸式推理真人秀，长期位居热度榜第一位，获得了巧乐兹、伊利、小红书等 7 个品牌的赞助；同年，《一年一度喜剧大赛》以创新题材、全新节目形式，开拓了喜剧综艺创新之道，登上各大社交平台的热搜榜单，取得豆瓣评分 8.4 的优秀战绩，也收获了非凡的商业收益。此外，《戏剧新生活》《上班吧妈妈第一季》《一起露营吧》等创新综艺都成为流量热度双赢的爆款综艺，在综艺内容创新的开发层面，爱奇艺始终领跑行业。爱奇艺持续推进综艺新品探索，吸引更多不同垂类品牌主的目光，持续提升公司流量和广告价值空间。

表 6 爱奇艺创新式综艺节目表现不俗

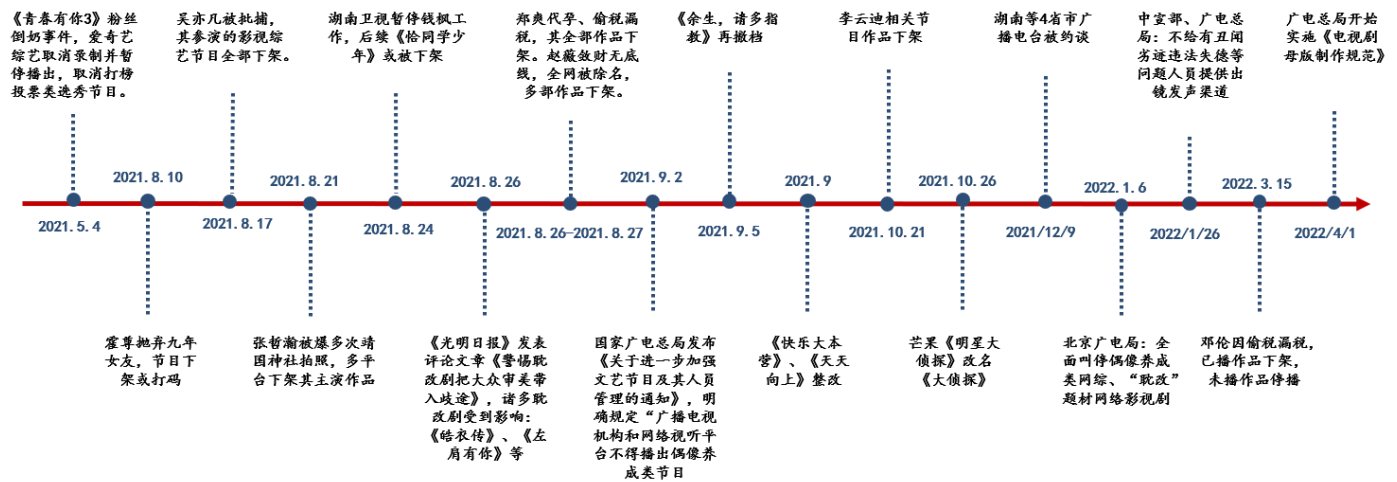
名称	上线时间	集数	爱奇艺历史最高热度	百度搜索指数峰值	百度搜索日均值	豆瓣评分
乐队的夏天第一季	2019/5/25	12 期	6580	2695	108	8.8
潮流合伙人第一季	2019/12/6	10 期	7012	141380	2717	6.3
戏剧新生活	2021/1/16	10 期	5645	46922	560	9.2
萌探探案第一季	2021/5/28	14 期	8138	3113	22	5.1
上班啦！妈妈第一季	2021/4/27	12 期	4572	93556	1050	6.6
一年一度喜剧大赛第一季	2021/10/15	12 期	7612	104047	690	8.5
一起露营吧	2022/4/28	10 期	6626	4565	42	-

资料来源：爱奇艺，豆瓣，骨朵传媒，百度指数，华西证券研究所整理

### 2.2.3. 监管趋严综艺供给收紧，节目储备丰富综 N 代回归驱动广告复苏

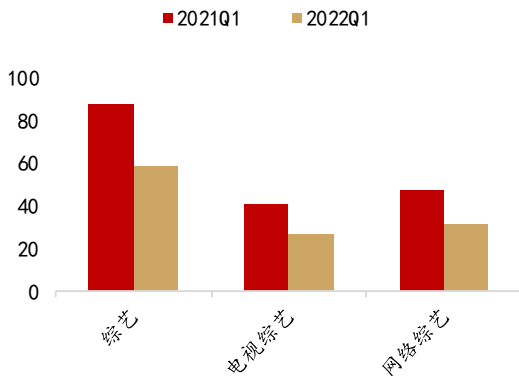
长视频行业监管事件频发，行业供给收紧爱奇艺内容受冲击。2021 年至今长视频领域监管趋严，监管围绕内容形式、价值取向、艺人品德等方面持续加强整顿，爱奇艺多个综艺内容受到牵连被迫下降。2021 年 5 月，爱奇艺重磅综艺《青春有你 3》粉丝爆发“倒奶”事件，导致该节目暂停录制并取消打榜投票类选秀节目；21 年 8 月，霍尊事件、吴亦凡事件爆发导致相关综艺节目下架，张哲瀚和郑爽等艺人参演的节目亦先后被下架，国家广电总局明令禁止偶像养成类节目、严禁打击有丑闻劣迹违法失德等问题人员，艺人失德与内容违规导致各大长视频平台相关剧综内容先后下架整改，行业监管趋严下长视频平台上游内容供给受到显著冲击。根据云合数据，2021 年全网综艺正片有效播放量同比-14%，22Q1 全网综艺正片有效播放量同比-33%，其中腾讯视频、爱奇艺、芒果 TV、优酷综艺正片有效播放量同比-21%、-46%、-28%、-30%，偶像选秀节目停播导致行业失去往年 Q1 较高的流量及热度，而爱奇艺缺失强势品类导致综艺播放量受到显著冲击。

图 24 2021 年至今长视频领域及爱奇艺监管事件



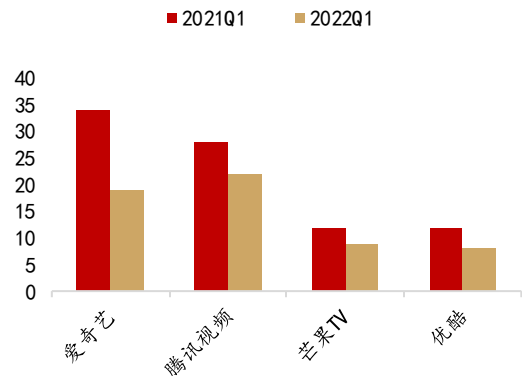
资料来源：澎湃新闻，网易新闻，搜狐新闻，QuestMobile，华西证券研究所整理

图 25 2021Q1-2022Q1 全网综艺正片有效播放量



资料来源：云合数据，华西证券研究所

图 26 2021Q1-2022Q1 视频平台综艺正片有效播放量



资料来源：云合数据，华西证券研究所

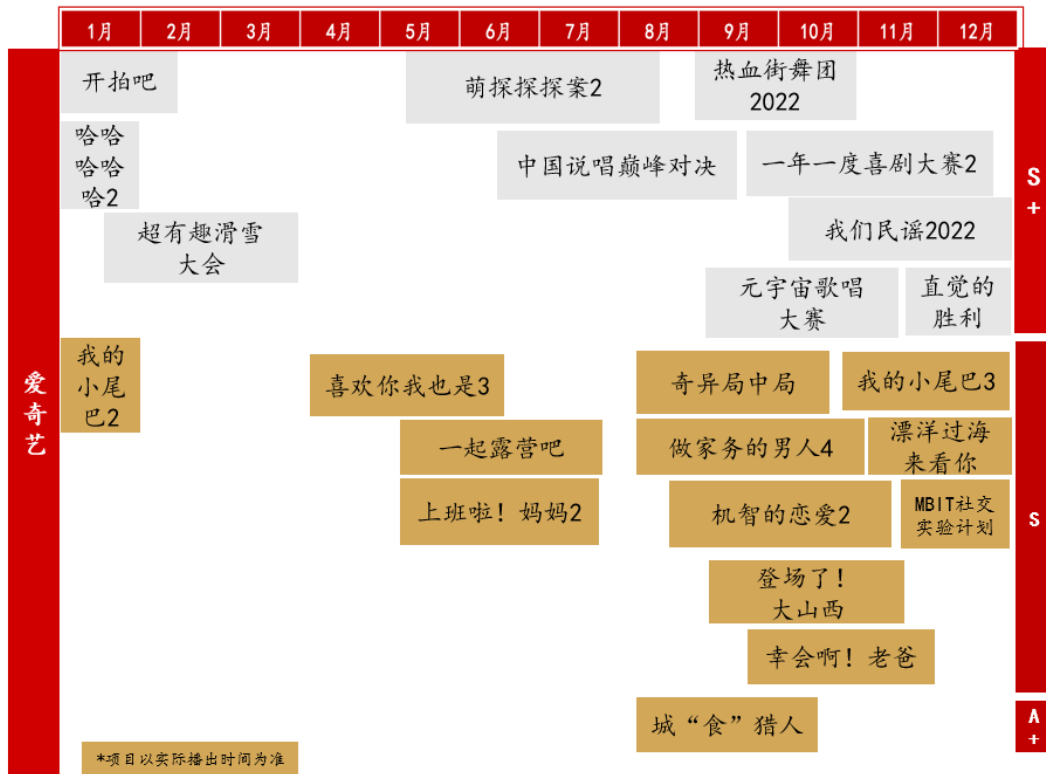
综艺排播与广告招商逐步复苏，全年节目储备丰富广告收入有望回暖。另一方面，综艺数量上，22Q1 视频平台上线综艺数量 51 部，同比增加 13 部，其中爱奇艺 22Q1 上线季播综艺为 13 部，同比减少 2 部；22Q2 视频平台上线综艺数量 63 部，同比增加 3 部，爱奇艺 22Q2 上线季播综艺为 14 部，环比有所复苏。与此同时，招商端，22Q1 综艺招商整体不景气，品牌主的合作意愿整体降低，根据艺恩网数据，2022Q1 TOP10 综艺品牌投放数量和集中度均有所下降，电视综艺获得赞助的品牌数量为 68 个，同比减少 34.7%，网络综艺获得赞助的品牌数量为 71 个，同比下滑 29%；22Q2 综艺市场在招商上略有回暖，爱奇艺剧集和招商情况逐渐恢复，其中《一起露营吧》瞄准了当下最火热的户外生活话题，获得 7 个品牌合作，《萌探探案 2》借助第一季的热度和口碑获 5 个品牌合作。爱奇艺 2022 下半年综艺储备丰富，随着《做家务的男人 4》《一年一度喜剧大赛 2》《热血街舞团 2022》等综 N 代 IP 升级归来，叠加宏观环境与广告主投放意愿提升，有望驱动广告招商逐步恢复以及广告收入有所回暖。

表 7 2022H1 爱奇艺主要综艺招商情况有所复苏

综艺	播出平台	首播日期	赞助商数量	赞助商姓名
冰雪正当燃	腾讯视频、爱奇艺	2022/1/7	1	三星
超有趣滑雪大会	爱奇艺	2022/1/14	6	中国移动、樱花、三星、京东、希芸、汤之鲜
未来中国	爱奇艺、哔哩哔哩	2022/3/4	2	能力多、上汽大众凌度
一起露营吧	爱奇艺	2022/4/28	7	伊利甄稀、雪花黑狮啤酒、银鹭、jeep、辅舒良、双汇、牧高笛
萌探探探案 2	爱奇艺	2022/5/27	5	伊利巧乐滋、皇家美素佳儿、红牛、顾家家居、百变大侦探

资料来源：星联互动，华西证券研究所整理

图 27 2022 年爱奇艺综艺片单及排播节奏



资料来源：星联互动，华西证券研究所整理

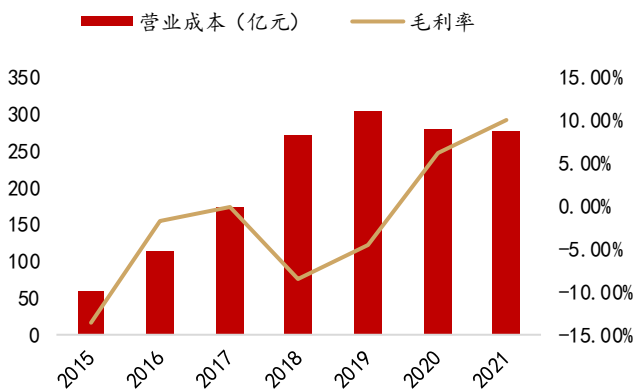
### 3. 调整内容矩阵提升内容 ROI，优化获客与人员聚焦可持续发展

#### 3.1. 内容成本压降毛利率改善，内容结构与策略驱动 ROI 提升

##### 3.1.1. 成本压降带动毛利率提升，内容策略调整优化内容 ROI

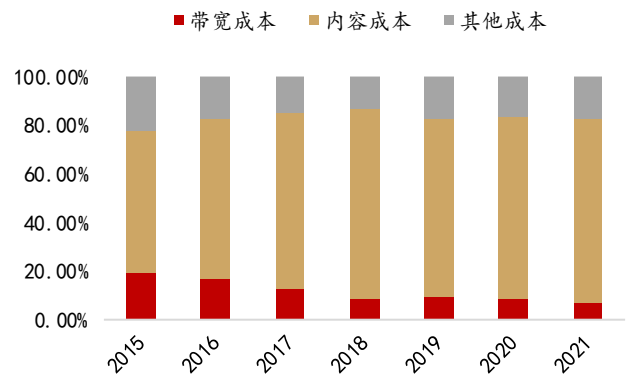
营业成本以内容成本及带宽成本为主，成本压降驱动公司毛利率持续提升。爱奇艺的营业成本主要包括内容成本、带宽成本和其他成本，其中内容成本包括自制内容成本和版权内容成本，带宽成本则是向电信运营商和其他服务提供商支付的电信相关费用。2021 年爱奇艺实现营业成本 275.14 亿元，同比-1.33%，营业成本绝对值连续 2 年下降，其中内容成本、带宽成本占比分别为 75.24%、7.14%，22Q1 实现内容成本 44 亿元，同比-18.5%。得益于内容成本持续下降，2021 年公司实现毛利率 9.95%，同比+3.81pct，22Q1 实现毛利率为 18.0%，同比+7.3pct，环比上升 6.1pct，可见公司成本控制效果明显，尤其是内容成本持续压降推动公司毛利率稳步提升并成为扭亏为盈的关键所在。

图 28 2015-2021 年爱奇艺营业成本及毛利率



资料来源：公司年报，华西证券研究所

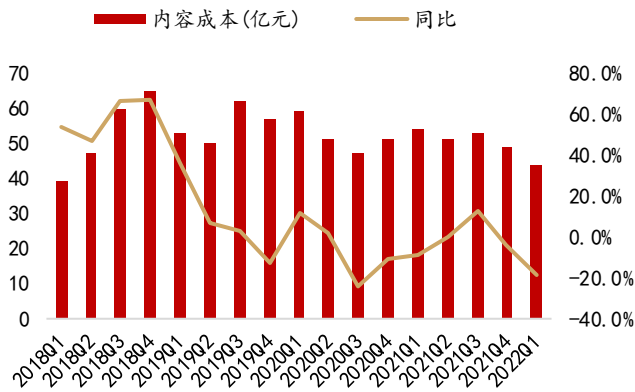
图 29 2015-2021 年公司营业成本构成



资料来源：公司年报，华西证券研究所

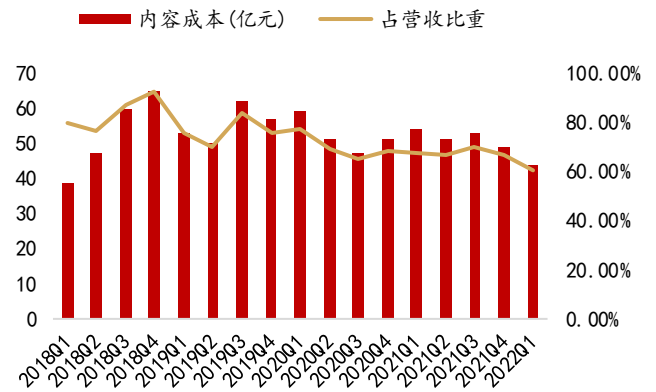
内容成本不断优化，调整内容策略驱动内容 ROI 提升。内容成本中，2021 年爱奇艺内容成本为 207 亿元，同比-0.96%，占营收比重达到 67.75%，同比-2.56pct，内容成本绝对值连续 2 年同比下降，同时内容 ROI 连续 3 年提升；2022Q1 爱奇艺内容成本为 44 亿元，同比-19%，内容成本占收入比重为 60.46%，同比-5.85pct，较 2021 年全年下降明显，主要归因于爱奇艺调整内容策略，一方面不断提升内容自制能力，另一方面内容投入聚焦头部内容提升整体 ROI。爱奇艺推进工作室战略多时内容产能与质量持续提升，叠加聚焦头部内容策略，高投入、低效的腰尾部内容减少，持续带动内容 ROI 提升，驱动公司经营业绩持续改善。

图 30 2018-2022Q1 年爱奇艺内容成本及同比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 31 2018-2022Q1 年爱奇艺内容成本及占营收比重



资料来源：公司年报，华西证券研究所

### 3.1.2. 限薪令推动版权成本压降，工作室扩容与内容聚焦提升内容 ROI

“限薪令”不断升级，爱奇艺版权内容成本持续优化。进一步分析内容成本，2018 年，为加强广播电视和网络视听文艺节目管理，广电总局发布“限薪令”，要求综艺节目全部嘉宾总片酬不得超过节目总成本的 40%，主要嘉宾片酬不得超过嘉宾总片酬的 70%，而电视剧全部演员片酬不超过制作总成本的 40%，主要演员片酬不超过总片酬的 70%；2020 年，“限薪令”再次升级，要求单集片酬不得超过 1000 万元，最高片酬不得超过 5000 万元，综艺艺人薪酬不得超过 80 万元；2022 年，广电总局颁发新版“限薪令”，坚决反对“天价片酬”，严格执行每部电视剧全部演员片酬不超过制作总成本的 40% 的规定。“限薪令”发布后，爱奇艺剧集采购成本明显下降，发布前单集网络售价达到 1000 万元以上，“限薪令”落地后单集价格已回落至 800 万元以下。相应地，2018Q1-2022Q1 爱奇艺版权内容资产净值占比从 69.18% 下降到 37.10%，逐渐降低对版权采购的依赖，有利于公司内容成本端持续优化。

表 8 2018 年“限薪令”出台前后视频平台剧集价格对比

播出年份	剧集名称	集数	主演	单集网络售价 (万元/集)	播出平台
2014 年	《武媚娘传奇》	82	范冰冰、张丰毅、李治廷、张钧甯、李解、李李仁	100	腾讯视频
2015 年	《芈月传》	81	孙俪、刘涛、方中信、黄轩、高云翔、徐梵溪	200	乐视视频、腾讯视频
2015 年	《花千骨》	50	霍建华、赵丽颖、蒋欣、张丹峰、马可、李纯	130	爱奇艺、腾讯视频、搜狐视频、优酷网、土豆网、芒果 TV、央视网
2016 年	《幻城》	62	冯绍峰、宋茜、马天宇、张萌、麦迪娜、金喜善	400	腾讯视频、芒果 TV、优酷网、爱奇艺、搜狐视频、PP 视频、乐视视频

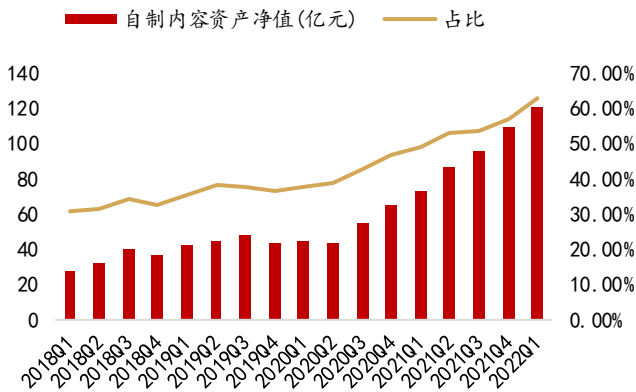
2016年	《诛仙青云志》	55	李易峰、赵丽颖、杨紫、成毅、秦俊杰、茅子俊	700	芒果TV、腾讯视频、优酷网、土豆网
2017年	《择天记》	56	鹿晗、古力娜扎、吴倩、曾舜晞、许龄月、张峻宁	750	爱奇艺、芒果TV、腾讯视频、优酷网
2017年	《琅琊榜2》	50	黄晓明、刘昊然、佟丽娅、张慧雯、孙淳、吴昊宸	800	爱奇艺
2017年	《孤芳不自赏》	62	钟汉良、杨颖、甘婷婷、孙艺洲、于波、麦迪娜	1000	乐视视频
2018年	《如懿传》	87	周迅、霍建华、张钧甯、童瑶、董洁、辛芷蕾	930	腾讯视频
2018年	《凉生，我们可不可以不忧伤》	70	钟汉良、马天宇、孙怡、于朦胧、孟子义、王智	1000	PPTV、爱奇艺、腾讯、芒果TV、优酷
2019年	《长安十二时辰》	48	雷佳音、易烊千玺	1220	优酷视频
2020年	《琉璃美人煞》	59	成毅、袁冰妍、刘学义、张予曦、白澍、侯梦瑶	600	优酷、芒果TV
2022年	《无间》	40	靳东、王志文、王丽坤、张志坚、王梓权	500	腾讯视频

资料来源：欢瑞世纪，慈文传媒，唐德影视公告，华西证券研究所整理

**工作室持续扩容提升自制能力，聚焦头部内容优化内容ROI。**爱奇艺持续提升内容自制能力，目前已搭建了超50个原创内容工作室，形成多元内容生产线，实现覆盖多元化的题材内容布局并不断丰富的剧综内容储备。根据云合数据，2020-2021年爱奇艺独播剧集上新数位居长视频平台第一名，2021年爱奇艺独播剧达到92部，占全网比重高达43%；同时，爱奇艺自制内容账面净值逐年提升，2021年爱奇艺自制内容账面净值109.51亿元，占内容资产比重达到60.14%，22Q1自制内容账面净值占比进一步提升至62.90%，印证公司内容生产能力不断提升。

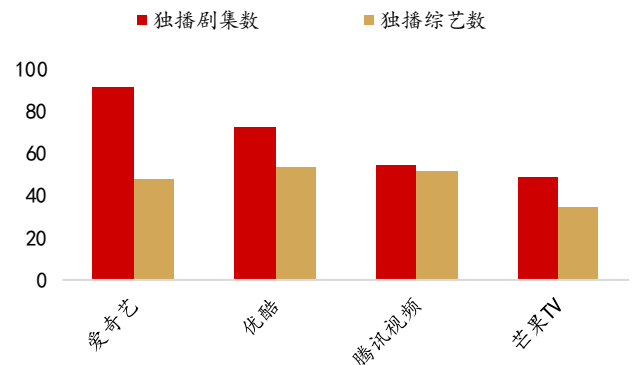
另一方面，头部内容是ROI最高的内容，对于会员订阅与广告招商具有最明显拉动作用，也是提升用户和会员忠诚度的核心，能够给爱奇艺带来更核心、更长期的品牌价值。爱奇艺持续聚焦内容选材，保障头部内容投资的同时，减少低ROI的内容投入。2022年一季度，爱奇艺新上线的剧集“更精更好”，比如《人世间》《猎罪图鉴》《心居》头部剧集获得热度和口碑，其中《人世间》成为全民爆款，吸引了25家广告主与平台合作。未来，随着爱奇艺完善工作室架构并聚焦头部独播内容建设，逐渐从争夺市场份额转向精细化投入和产出内容，将有利于爱奇艺实现稳定、高质量的内容供给，同时整体内容ROI提升亦将进一步驱动公司经营业绩不断改善。

图 32 2018-2022Q1 爱奇艺自制内容账面净值及占比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 33 2021 年视频平台独播剧集和综艺数对比



资料来源：云合数据，华西证券研究所

摊销方法符合收入成本配比原则，成本摊销更谨慎毛利润质量高。此外，对比流媒体平台内容摊销方法，爱奇艺和奈飞在美国 GAAP 准则下的内容摊销方式类似，对自制剧采用方法单项目预测法，能够最大程度上实现收入与成本配比，其中奈飞对所有外购的版权都采用加速折旧法，爱奇艺又将外购分为独家和非独家采用不同摊销方法。与之对比，芒果 TV 则将摊销内容分为自用和分销，自用的摊销方法倾向于在版权期的前期集中摊销确认成本，而在后期采用更加平稳的直线摊销方式，在这种模式下，购买版权内容的支出将体现在当年的成本中，反映到盈利能力，体现为前期毛利低，后期毛利高。对比来看，奈飞的摊销政策相对宽松，相应的版权寿命最长，爱奇艺的摊销方法更符合收入成本配比原则，摊销时间短，对应毛利润质量更高。

表 9 长视频平台内容摊销政策对比

平台	摊销方法	摊销期限
爱奇艺	加速摊销	自制内容，结合历史和预期收视情况进行摊销，摊销期限在资产可使用的 10 年内
		外购内容，分内容类别进行摊销，摊销期限为合同可用期限和预计使用期限的低值摊销
芒果超媒	加速摊销、直线摊销	受益期大于或含 3 年，按 532 摊销法摊销
		受益期间超过 2 年（含）小于 3 年，五五分摊法（首个 12 个月摊销 50%，其余 50%在剩余受益期内直线摊销）
		受益期小于 2 年，受益期内按月直线摊销
奈飞	加速摊销	按每项内容的合同可使用期限、预计使用期限或 10 年三者中低值摊销

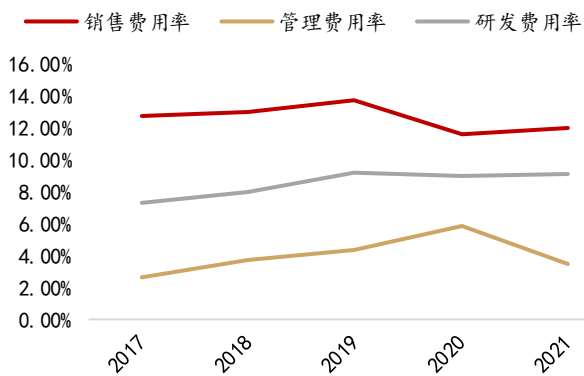
资料来源：奈飞，爱奇艺，芒果超媒，华西证券研究所整理

## 3.2. 费用管控成效显著，优化获客效率和人员结构实现可持续发展

### 3.2.1. 销售及管理费用率持续优化，费用管控推动经营利润率提升

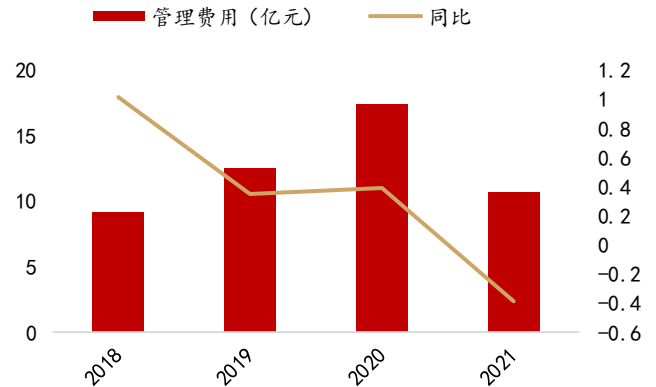
费用管控效果显著，销售及管理费用率持续优化。费用端，2021 年爱奇艺销售费用为 36.60 亿元，同比+6.14%，实现管理费用 10.65 亿元，同比-38.78%，实现研发费用 27.95 亿元，同比+4.46%，销售费用及管理费用保持平稳，管理费用同比明显下降；费用率上，2021 年爱奇艺销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 11.98%、3.49%、9.15%，较 2019 年同比-1.76pct、-0.83pct、-0.05pct，2021 年公司经营利润率为-14.66%，较 19 年同比+17.27pct，其中销售费用率受益于营销和广告支出减少而持续下降，管理费用率亦受益于人员薪资减少而持续下降，销售、管理费用率下降驱动公司经营利润率持续改善。

图 34 2017-2021 年爱奇艺三项费用率



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 35 2018-2021 年爱奇艺管理费用及同比

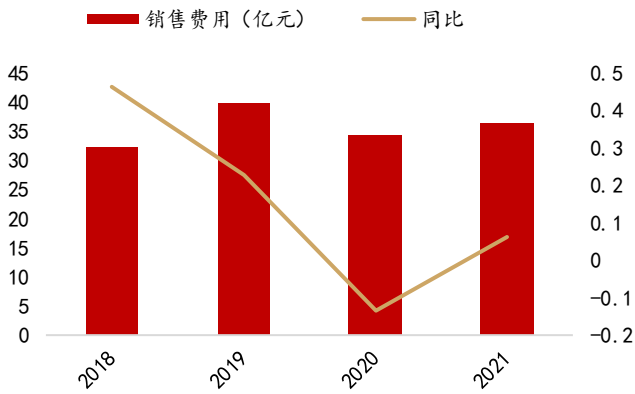


资料来源：公司年报，华西证券研究所

### 3.2.2. 联动随刻提升获客效率，优化人员结构实现可持续发展

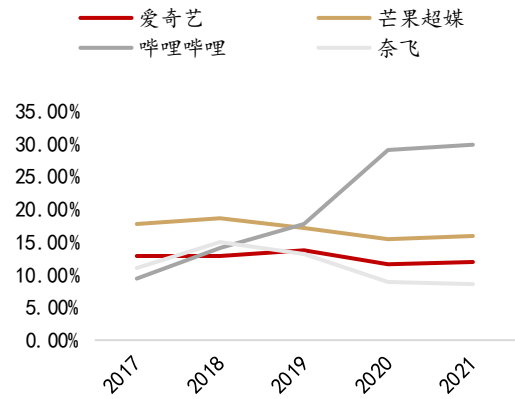
降本增效提升获客效率，极速版高效获客随刻丰富视频生态。2021 年爱奇艺、芒果超媒、哔哩哔哩、奈飞销售费用率分别为 11.98%、16.08%、29.90%、8.57%，与同行业相比爱奇艺销售费用率处于较低水平，主要得益于爱奇艺运营重心从抢占市场份额向提升运营效率转变，获客效率持续提升。此外，爱奇艺极速版和海外业务通过努力提升产品和用户体验实现获客，而爱奇艺随刻与紧密联动进一步丰富视频社区生态。2020 年，随刻 App 在全渠道正式上线版，5 月，随刻与《青春有你 2》深度联动，吸引超 1.5 万创作者，产生超 7 万条短视频内容，互动量超 400 万；2021 年 5 月，随刻已拥有超 400 万创作者合作伙伴，成立近一年的视频内容累计播放量已超过 5000 亿次。以爱奇艺海量影视综等爆款内容为基础，随刻推出一系列运营活动进行深度联动，为 up 主提供独家节目资源，激活社区的创作氛围，为粉丝提供更多优质再创作短视频内容，同时实现对爱奇艺主站的反哺。

图 36 2018-2021 年爱奇艺销售费用及同比



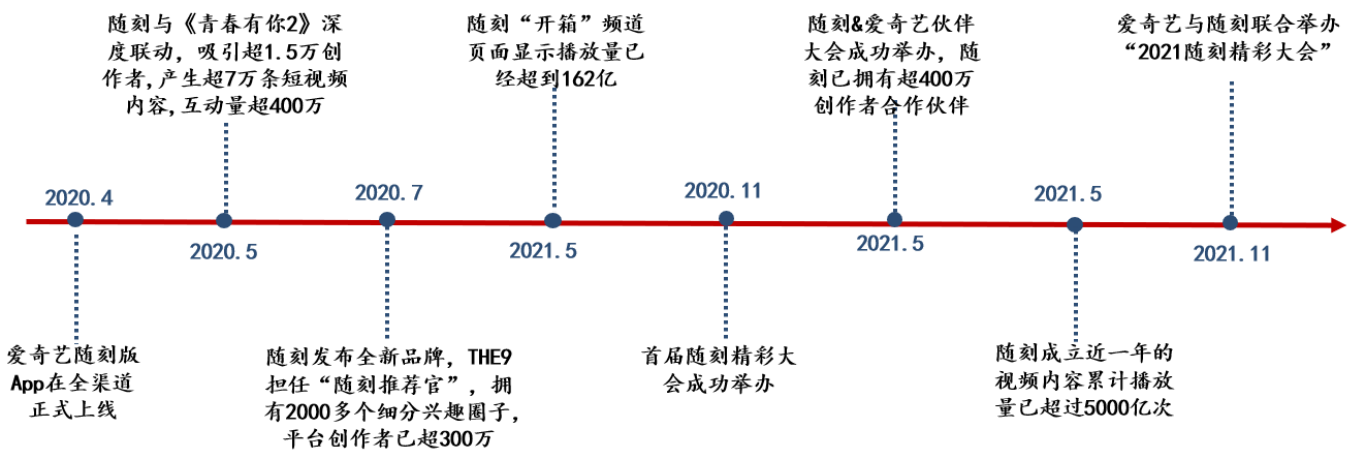
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 37 流媒体平台销售费用率对比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 38 爱奇艺随刻及与爱奇艺主站联动紧密



资料来源：搜狐新闻，网易新闻，华西证券研究所整理

流媒体平台优化人员结构，爱奇艺聚焦核心业务实现可持续发展。此外，据 21 世纪经济报道，2021 年 12 月，爱奇艺进行了大规模裁员，多部门裁员比例在 20%-40%，涉及游戏、内容、短视频随刻、爱奇艺智能等多条非主营业务线。裁员群体以高薪中层为主，另外还有司龄较长、年龄较大、薪水较高的员工，以及大批新入职的员工。相似地，腾讯视频、优酷视频为优化内容结构，2022 年上半年进行大规模裁员，流媒体视频巨头的奈飞为应对收入增长放缓的问题，在 2022 年 5 月和 6 月相继进行两次裁员，分别裁员 150 人和 300 人，长视频平台纷纷基于业务需要进行人员结构优化。

爱奇艺裁员决策的核心是实现可持续发展，此次裁员让其减少效率低的电商和硬件等非核心领域投入，聚焦内容和技术，通过精细化成本管理提高运营效率并加快盈利步伐，与其他流媒体平台降本增效思路相近。我们认为，爱奇艺通过聚焦核心业务和优化组织结构，有望提升整体营运效率实现业可持续增长。

表 10 流媒体平台裁员情况对比

平台	日期	事业部/事业线	优化内容
爱奇艺	2021/12/1	爱奇艺研究院、游戏中心、爱奇艺智能、内容部门、市场、投放、渠道合作部门	爱奇艺收缩预算，市场、投放、渠道合作等成本部门裁员比例在 30%-50%，而爱奇艺研究院、爱奇艺游戏中心等部门裁员比例较高，短视频产品随刻会和其他产品合并，内容部门的裁员比例相对较低。
	2022/6/2	电商、硬件等	CEO 龚宇首次回应，去年裁员比例约为 20%，远低于外界猜测，且决策的核心目的是提升效率。据了解，此次被爱奇艺剥离的业务包括电商和硬件等相对边缘的领域。
腾讯视频	2022/3/15	游戏事业部 CSIG（云与智慧产业事业群）、PCG（平台与内容事业群）、IEG（互动娱乐事业群）	腾讯 PCG 多个业务部门都在进行不同比例的人员裁撤，同时可能对部分边缘项目进行裁撤，不过整体裁撤比例不高，不涉及核心业务。
	2022/5/19	体育业务部	腾讯体育此次裁员 100 人左右，裁员比例达 1/3，同时，体育版权运营组、体育经纪组、赛事直播组、节目组等具备变现能力的业务组暂时保留。
	2022/5/20	腾讯游戏	目前大部分的事业群都在裁员，包括腾讯云、游戏业务、广告业务、内容业务等，投资部门暂未裁员。
优酷	2022/3/17	儿童节目	阿里大文娱板块的优酷视频本次有一定比例的人员裁减，包括计划解雇一个负责制作儿童节目的团队。
奈飞	2022/5/18	Tudum 等	公司本次裁员 150 人，包括至少 26 名为其粉丝网站 Tudum 工作的员工，裁员人数接近该公司员工总数的 2%，大部分被裁员工位于美国。
	2022/6/24	/	公司将再裁员 300 人，约占其员工总数的 4%，主要在美国。

资料来源：网络视听生态圈，21 世纪经济报道，财联社，新浪科技，和讯网，36 氪，AI 财经社，华西证券研究所整理

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

公司营业收入由会员服务、在线广告、内容分销及其他收入组成，其中会员服务、在线广告为公司主要营收来源，营业成本由内容成本、带宽成本及其他成本构成，我们对于公司 2022-2024 年盈利预测核心假设如下：

**会员服务：1) 订阅会员数：**22 年至今行业监管环境逐步稳定、Q2 内容排播逐步复苏下，移动端 MAU 有望开始回暖，同时内容自制能力提升及剧综内容优势将驱动付费率持续提升，共同推动订阅会员数恢复稳步增长；**2) 订阅会员 ARPPU：**长视频行业提价周期开启，爱奇艺自 2020 年 11 月首次提价、2021 年 12 月二次提价，ARM 将接力会员数成为增长动力，同时内容排播复苏与丰富剧集储备将驱动未来 3 年会员提价更好落地。因此，我们预测 2022-2024 年公司实现会员服务收入 177.96、192.97、207.11 亿元，同比+6.48%、+8.44%、+7.32%。

**在线广告：1) 移动端 MAU：**相似地，受益于行业监管环境确定性提升、公司内容排播复苏与内容储备丰富下，流量端未来 3 年将逐步恢复；**2) 单用户广告价值：**22 年至今长视频广告受宏观环境、疫情反复与内容节奏冲击明显，预计 22 年公司广告服务将明显承压，23-24 年随着宏观环境回暖、综 N 代内容与创新内容持续上线，公司广告价值将有所修复。因此，我们预测 2022-2024 年公司实现在线广告服务收入 51.94、54.57、56.77 亿元，同比-26.50%、+5.06%、+4.03%。

**毛利率：**内容成本受益于公司内容策略调整、内容自制能力提升与内容 ROI 提升下其占收入比重持续下降，带宽成本、其他成本受益于公司聚焦主营业务以及规模效应提升推动下其占收入比重持续下降，毛利率则在收入回暖与成本优化推动下稳步提升。因此，我们预测 2022-2024 年公司实现毛利润 51.27、61.51、72.26 亿元，对应毛利率 18.30%、20.70%、23.00%。

基于以上核心假设，我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入 280.17、297.13、314.17 亿元，同比-8.30%、+6.05%、+5.73%，实现经调整经营利润 4.15、13.91、24.13 亿元，同比-113.71%、+235.23%、+73.50%，实现经调整净利润-44.13、-30.11、-15.14 亿元，同比-1.64%、-31.78%、-49.73%，对应 EPS 分别为-0.95、-0.72、-0.47 元，对应 2022 年 8 月 4 日收盘价 3.78 美元/股，PE 分别为-4.04、-5.34、-8.14 倍。

图 39 2019-2024E 公司盈利预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
会员服务收入(百万元)	14435.61	16491.03	16713.66	17796.07	19297.58	20710.84
YoY	35.89%	14.24%	1.35%	6.48%	8.44%	7.32%
在线广告收入(百万元)	8270.60	6822.12	7066.75	5194.06	5456.88	5676.79
YoY	-11.34%	-17.51%	3.59%	-26.50%	5.06%	4.03%
营业收入(百万元)	28993.66	29707.22	30554.36	28017.45	29713.18	31416.94
YoY	16.03%	2.46%	2.85%	-8.30%	6.05%	5.73%
毛利润(百万元)	-1354.68	1822.82	3040.86	5127.19	6150.63	7225.90
YoY	36.81%	234.56%	66.82%	68.61%	19.96%	17.48%
毛利率	-4.67%	6.14%	9.95%	18.30%	20.70%	23.00%
YoY	3.91%	10.81%	3.82%	8.35%	2.40%	2.30%
经调整经营利润(百万元)	/	-4475.94	-3026.07	414.88	1390.81	2413.07
YoY	/	/	-32.39%	-113.71%	235.23%	73.50%
经营利润率	/	-15.07%	-9.90%	1.48%	4.68%	7.68%
净利润(百万元)	-10276.74	-7007.15	-6108.53	-5696.24	-4311.85	-2826.41
YoY	-13.41%	31.82%	12.82%	-6.75%	-24.30%	-34.45%
净利率	-35.44%	-23.59%	-19.99%	-20.33%	-14.51%	-9.00%
经调整净利润(百万元)	/	-5445.26	-4487.08	-4413.52	-3010.91	-1513.71
YoY	/	/	12.14%	-1.64%	-31.78%	-49.73%
经调整净利率	/	-18.33%	-14.69%	-15.75%	-10.13%	-4.82%

资料来源：Wind，华西证券研究所整理

## 4.2. 投资建议

我们选取全球流媒体龙头公司 Netflix、Disney 为可比公司，截至 2022 年 8 月 4 日，可比公司 23 年 Bloomberg 一致预期 PS 2.5X，由于爱奇艺营业收入受宏观经济与广告市场疲软影响明显增速仍待恢复，相应调整估值倍数给予爱奇艺 23 年 PS 1.2X，参考 2022 年 8 月 4 日人民币美元汇率 6.76，23 年目标市值为 356.56 亿元/52.76 亿美元，对应目标价 41.40 元/6.13 美元，较最新收盘价相对空间为 +62.17%，首次覆盖并给予“买入”评级。

表 11 爱奇艺可比上市公司估值

证券简称	证券简称	总市值 (亿美元)	收盘价 (美元)	营业收入 (百万美元)				PS			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
NFLX.O	奈飞	1,008.28	226.73	29697.80	31,792.60	34307.70	37596.30	8.99	3.17	2.94	2.68
DIS.N	迪士尼	1,985.78	109.02	67418.00	84,058.60	93687.40	100969.40	4.74	2.36	2.12	1.97
平均值				48557.90	57925.60	63997.55	69282.85	6.87	2.77	2.53	2.32

资料来源：Bloomberg，华西证券研究所整理

## 5. 风险提示

**疫情反复延缓内容制作进度。**新冠疫情呈现常态化，部分地区疫情反复线下活动受限，户外活动仍然无法完全顺利开展，假若疫情扩散导致户外活动停摆，影视内容拍摄进度及其他业务运营形成冲击，公司内容供给及经营业绩将受到较大影响。

**内容排播及上线节奏未及预期。**长视频行业内容监管整体趋严，公司剧综及电影内容上线节奏受监管环境直接影响，假若内容领域监管持续趋严，或者相关领域监管问题爆发，公司重点内容或无法上线甚至直接下架，将对公司经营业绩与投资情绪均造成较大冲击。

**头部内容表现或口碑未及预期。**公司内容策略聚焦头部内容，头部内容表现对公司经营业绩造成较大影响，假若头部内容上线表现或用户口碑未及预期，公司会员订阅及广告招商均受到直接冲击，同时头部内容用户口碑不佳亦对公司投资情绪造成负面冲击。

**公司现金流持续承压。**公司历经多年经营亏损现金流相对紧张，22Q1 首次实现经营正溢利，整体运营情况持续向好，假若公司经营业绩改善幅度未及预期，公司现金流压力将进一步加大。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	30554.36	28017.45	29713.18	31416.94	净利润	-6169.58	-5753.17	-4354.94	-2854.66
YoY (%)	2.85%	-8.30%	6.05%	5.73%	折旧和摊销	16753.33	15724.68	17286.67	16160.97
营业成本	27513.50	22890.26	23562.55	24191.04	营运资金变动	-17586.24	-2930.49	1251.37	-3688.78
营业税金及附加					经营活动现金流	-5951.85	7727.39	14847.61	10235.15
销售费用	0.00	2801.75	2822.75	2827.52	资本开支	-400.74	-16000.00	-16000.00	-16000.00
管理费用	0.00	840.52	831.97	816.84	投资	1607.37	0.00	0.00	0.00
财务费用	2794.93	2101.31	2139.35	2199.19	投资活动现金流	1262.35	-15867.52	-15859.51	-15851.45
资产减值损失					股权募资	680.38	5000.00	5000.00	5000.00
投资收益	-446.32	0.00	0.00	0.00	债务募资	-3873.93	3000.00	-3000.00	2000.00
营业利润	-4479.21	-616.38	356.56	1382.35	筹资活动现金流	-2959.46	7217.75	1217.75	6241.75
营业外收支					现金净流量	-7865.65	-922.38	205.85	625.45
利润总额	-6011.99	-5606.21	-4243.70	-2781.74	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	96.55	90.03	68.15	44.67	<b>成长能力</b>				
净利润	-6108.53	-5696.24	-4311.85	-2826.41	营业收入增长率	2.85%	-8.30%	6.05%	5.73%
归属于母公司净利润	-6189.92	-5773.51	-4375.28	-2875.00	净利润增长率	12.82%	-6.75%	-24.30%	-34.45%
YoY (%)	12.14%	-6.73%	-24.22%	-34.29%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益 (元)	-1.10	-0.95	-0.72	-0.47	毛利率	9.95%	18.30%	20.70%	23.00%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	净利率	-19.99%	-20.33%	-14.51%	-9.00%
货币资金	2997.21	2074.83	2280.68	2906.13	总资产收益率 ROA	-14.53%	-14.46%	-10.31%	-6.95%
预付款项					净资产收益率 ROE	-108.75%	-116.07%	-77.43%	-36.70%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	1008.84	925.08	981.07	1037.32	流动比率	0.51	0.49	0.55	0.67
流动资产合计	11524.12	8555.19	12288.25	11272.99	速动比率	0.41	0.36	0.45	0.52
长期股权投资	14876.42	14876.42	14876.42	14876.42	现金比率	0.87	3.74	3.26	3.07
固定资产	1344.78	2577.61	1961.20	2269.40	资产负债率	86.64%	87.54%	86.68%	81.05%
无形资产	11691.69	10734.19	10063.93	9594.75	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	14876.42	14876.42	14876.42	14876.42	总资产周转率	0.67	0.68	0.72	0.75
资产合计	42472.17	39778.55	42224.94	41048.72	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	-1.10	-0.95	-0.72	-0.47
应付账款及票据	8896.46	4976.42	10731.94	6547.37	每股经营现金流	-1.06	1.28	2.46	1.70
其他流动负债	9462.24	8405.24	7428.29	6283.39	每股营业收入	5.46	4.65	4.93	5.21
流动负债合计	22476.47	17499.43	22278.01	16948.53	每股净资产	0.93	0.73	0.84	1.19
长期借款	12652.17	15652.17	12652.17	14652.17	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	1670.41	1670.41	1670.41	1670.41	PE	-3.77	-4.04	-5.34	-8.14
非流动负债合计	14322.58	17322.58	14322.58	16322.58	PS	0.76	0.83	0.78	0.74
负债合计	36799.05	34822.02	36600.59	33271.11					
股本	0.36	0.36	0.36	0.36					
少数股东权益	485.51	542.44	585.54	613.79					
股东权益合计	5673.11	4956.54	5624.35	7777.60					
负债和股东权益合计	42472.17	39778.55	42224.94	41048.72					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

朱芸：执业证书编号：S1250517030001

海外首席分析师。北京大学硕士。曾任天有投资集团有限公司副总裁、浙商证券海外&教育首席分析师、西南证券海外&计算机首席分析师，2022年3月加入华西证券研究所。

梁昭晋

海外研究员。悉尼大学计量金融学硕士、金融学学士，CFA 三级、FRM 二级通过，两年互联网传媒研究经验，曾任职于华安研究所、券商自营，2022年6月加入华西证券研究所。

主要负责全球互联网方向，深度覆盖互联网视频、社交、游戏、广告等互联网内容领域。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。