

IQ

买入

原评级: 买入

市场价格: 美元 5.26

板块评级: 强于大市

股价表现


发行股数 (百万)	6,718
总市值 (美元 百万)	5,556
主要股东 (%)	
百度集团股份有限公司	45.39

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2024年5月17日收市价为标准

相关研究报告

《爱奇艺》20240229
《爱奇艺》20240125

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: 影视院线

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

高基数导致会员收入下滑, 保持较高运营效率

爱奇艺 24Q1 会员收入在去年高基数影响下出现下滑, 营销和管理费用继续压减, 营业利润达到单季最好水平。Q2 多部重点剧集表现回升, 品牌广告有所恢复。维持“买入”评级。

支撑评级的要点

- **收入小幅下滑, 营业利润达到单季最好水平。**爱奇艺 24Q1 营业收入 79.27 亿元, 同比-5%, 环比+3%; Non-GAAP 营业利润 10.86 亿元, 营业利润率 14%, 达到单季度最好水平; GAAP 净利润 6.55 亿元, 同比+6%, 环比+41%; Non-GAAP 净利润 8.44 亿元, 同比-10%, 环比+24%。
- **24Q1 内容表现稍显平淡, Q2 多部重点剧集表现回升。**24Q1 会员收入 47.99 亿元, 同比-13%, 环比持平。23Q1 在大热剧集《狂飙》的拉动下, 会员数量和收入达到历史新高, 而 24Q1 爱奇艺上线剧集和综艺表现较为平淡, 因此在高基数下会员收入有较大降幅。根据云合数据, 24Q1 上新剧集集均 30 天有效播放 TOP20 中, 爱奇艺独播剧占据 6 席, 《南来北往》跻身第二, 4 部排在 10 名以外。本季度业绩公告未披露会员数量, 管理层在业绩会上表示, 仅通过特定时间周期的会员数不能客观地反映会员业务进展, 未来核心目标是实现长期会员收入的最大化。根据云合数据, 4 月至 5 月初, 爱奇艺剧集《哈尔滨一九四四》《我的阿勒泰》《追风者》《城中之城》正片有效播放位列前茅。
- **内容分发收入大幅增加, 营销和管理费用继续压减。**24Q1 广告收入 14.82 亿元, 同比+6%, 环比-10%, 由于上线的重点剧集较少, 收入主要由效果类广告驱动。管理层在业绩会上表示, Q2 是品牌广告旺季, 同时爱奇艺内容供给也有所加强, 预计品牌广告业务同环比均有复苏。内容分发收入 9.28 亿元, 同比+27%, 环比+83%, 主要由于重要版权售出交易增加。其他收入 7.18 亿元, 同比+8%, 环比-3%, 主要由于第三方合作收入 (抖音相关) 增加。24Q1 内容成本 40 亿元, 同比-5%, 占收入比例保持在 50% 左右。销售和管理费用率 11.6%, 同比-1.6ppts; 研发费用率 5.4%, 同比+0.3ppts。

估值

- 2024 年公司将继续打造稳定的制作体系, 更加注重利润和现金流表现, 而非会员数量增加; 新增长点有望来自于海外业务、IP 衍生付费和 AIGC。我们预计 2024/25/26 年 non-GAAP 净利润为 40.0/45.8/51.5 亿元, EPS 为 4.09/4.64/5.21 元, 对应 PE 9.1/8.0/7.2 倍, 维持“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 会员增长不及预期; 广告投放低于预期; 内容监管超预期; 行业竞争加剧。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售收入 (人民币 百万)	28,998	31,873	33,621	35,512	37,434
增长率 (%)	(5)	10	5	6	5
市盈率(倍)	24.9	12.8	9.1	8.0	7.2
Non-GAAP 净利润 (人民币 百万)	1,284	2,838	3,995	4,579	5,151
增长率 (%)		121	41	15	12
Non-GAAP 每 ADS 收益 (人民币)	1.5	2.9	4.1	4.6	5.2
前次每 ADS 收益 (人民币)			3.9	4.4	4.5
调整幅度 (%)			5.7	4.7	14.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 爱奇艺季度业绩表现

(人民币 百万)	1Q23	4Q23	1Q24	同比变化 (%)	环比变化 (%)
营业收入	8,349	7,706	7,927	(5.05)	2.87
会员服务收入	5,547	4,809	4,799	(13.49)	(0.21)
线上广告收入	1,404	1,651	1,482	5.58	(10.21)
内容分发收入	732	506	928	26.79	83.38
其他收入	666	741	718	7.90	(3.07)
毛利润	2,393	2,173	2,296	(4.04)	5.65
毛利率(%)	28.66	28.20	28.96	0.30	0.76
销售费用率(%)	13.25	12.30	11.63	(1.61)	(0.67)
研发费用率(%)	5.13	5.86	5.42	0.29	(0.45)
Non-GAAP 净利润	940	682	844	(10.13)	23.80

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	28,998	31,873	33,621	35,512	37,434
营业成本	(22,319)	(23,102)	(23,716)	(24,805)	(25,930)
毛利润	6,678	8,770	9,906	10,707	11,504
销售费用	(3,268)	(3,908)	(3,866)	(3,982)	(4,092)
管理费用	(199)	(106)	(114)	(123)	(132)
研发费用	(1,899)	(1,767)	(1,890)	(2,079)	(2,266)
营业利润	1,312	2,989	4,035	4,523	5,014
营业利润(Non-GAAP)	2,173	3,676	4,824	5,314	5,807
财务收入净额	(646)	(873)	(601)	(516)	(428)
投资收益净额	(213)	(51)	(51)	(51)	(51)
其他收入净额	(487)	(33)	(33)	(33)	(33)
税前损益	(34)	2,033	3,349	3,923	4,502
所得税	(84)	(80)	(67)	(59)	(68)
净损益	(118)	1,953	3,282	3,864	4,434
少数股东权益	(18)	(27)	(27)	(27)	(27)
本公司持有权益	(136)	1,925	3,255	3,837	4,407
本公司持有权益(Non-GAAP)	1,284	2,838	3,995	4,579	5,151
加权平均 ADS(摊薄,百万)	855	975	977	986	989
每 ADS 收益(Non-GAAP,摊薄)	1.50	2.91	4.09	4.64	5.21

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及等价物	7,098	4,435	9,187	15,348	22,367
应收款项	2,507	3,876	3,995	4,124	4,255
版权资产净值	746	583	525	461	387
其他流动资产	3,435	3,742	3,688	3,623	3,537
流动资产总计	13,786	12,635	17,395	23,555	30,546
固定资产	1,105	864	1,230	1,253	1,286
无形资产	437	310	397	471	503
版权资产净值	6,841	6,967	6,275	5,514	4,630
自制内容资产净值	13,002	13,377	13,722	14,057	14,375
其他非流动资产	30,721	30,786	30,372	29,862	29,189
非流动资产总计	32,263	31,959	31,999	31,587	30,978
总资产	46,048	44,594	49,394	55,142	61,524
应付账款	9,515	8,625	8,854	9,260	9,680
短期借款	11,653	6,374	6,731	7,124	7,556
其他流动负债	6,962	7,343	7,535	7,876	8,229
流动负债总计	28,130	22,342	23,120	24,261	25,465
长期借款	9,568	8,242	8,242	8,242	8,242
其他非流动负债	2,007	1,826	1,826	1,826	1,826
非流动负债总计	11,575	10,068	10,068	10,068	10,068
总负债	39,705	32,409	33,188	34,329	35,533
累计损益	(46,499)	(44,573)	(41,291)	(37,427)	(32,992)
其他权益	52,750	56,660	57,400	58,142	58,885
归属于母公司权益	6,251	12,087	16,108	20,715	25,893
非控制性权益	93	98	98	98	98
权益总额	6,343	12,185	16,207	20,813	25,991
总负债及权益	46,048	44,594	49,394	55,142	61,524

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净损益	(118)	1,953	3,282	3,864	4,434
折旧与摊销	13,655	14,091	14,864	16,124	18,118
运营资本变动	(14,493)	(13,358)	(14,730)	(14,575)	(16,200)
其他经营现金流	891	439	740	742	743
经营活动产生的现金流	(65)	3,124	4,156	6,155	7,095
购买固定资产净值	(174)	(37)	(279)	(292)	(305)
购买无形资产净值	(96)	(68)	(168)	(178)	(311)
投资增加净值	(46)	(66)	0	0	0
其他投资现金流	582	(1,569)	68	82	108
投资活动产生的现金流	266	(1,740)	(379)	(387)	(508)
净增债务	2,711	(7,674)	357	393	432
净增权益	0	3,391	0	0	0
其他融资现金流	1,758	(2)	0	0	0
融资活动产生的现金流	4,469	(4,285)	357	393	432
现金变动	4,793	(2,808)	4,134	6,161	7,019
期初现金及等价物	3,075	7,867	5,059	9,193	15,354
期末现金及等价物	7,867	5,059	9,193	15,354	22,373

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率	(5.10)	9.91	5.49	5.63	5.41
营业利润增长率	n.a.	69.12	31.23	10.17	9.26
归母净利润增长率	n.a.	121.05	40.75	14.63	12.47
盈利能力					
毛利率	23.03	27.52	29.46	30.15	30.73
净利率	(0.41)	6.13	9.76	10.88	11.85
ROE	(2.15)	15.80	20.09	18.44	16.96
偿债能力					
资产负债率	86.22	72.68	67.19	62.26	57.75
净负债比率	625.92	265.98	204.77	164.94	136.71
流动比率	49.01	56.55	75.24	97.09	119.95
速动比率	39.75	44.05	63.39	86.07	109.78
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.70	0.72	0.68	0.64
应收账款周转率	10.72	9.99	8.54	8.75	8.94
应付账款周转率	2.12	2.55	2.71	2.74	2.74
每股指标(元)					
每股收益	1.50	2.91	4.09	4.64	5.21
每股销售收入	33.90	32.70	34.42	36.00	37.85
估值比率					
P/E	24.90	12.83	9.14	8.05	7.17
P/S	1.10	1.14	1.09	1.04	0.99

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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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，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转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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