

互联网	收盘价 美元 5.79	目标价 美元 6.70个	潜在涨幅 +15.7%
-----	----------------	-----------------	----------------

2024年5月17日

爱奇艺 (IQ US)

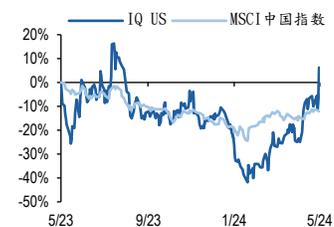
AIGC 赋能效率提升，运营利润率创新高

- 1 季度利润超预期：爱奇艺 2024 年 1 季度总收入为 79 亿元（人民币，下同），同比降 5%/环比增 3%，符合我们/市场预期。调整后运营利润 11 亿元，好于我们/市场预期的 8/7 亿元，对应调整后运营利润率 14%，同/环比+1.3/1.7 个百分点，受益于成本费用优化好于预期。
- ARM 持续环比优化，奠定长期高质量增长基石。1 季度会员收入同比降 13%至 48 亿元，符合预期，主要因去年同期爆款剧效应带来高基数。ARM（单会员月均付费）连续第六个季度环比增长，创历史新高。公司不再披露订阅会员数，关注叠加 ARM、会员生命周期等因素共同驱动的高质量会员收入增长。海外会员收入同环比增长，中国香港/英国等地会员收入增 80%+，公司适度加强本地内容布局战略不变。考虑去年 2 季度高基数影响延续以及 2 季度内容竞争加剧，我们预计 2 季度会员收入同比-4%。
- AIGC 赋能效果广告增长。广告收入为 15 亿元，同比增 6%，主要受效果广告双位数增长驱动（占广告收入比提升至 40%），从行业看，主要受益于电商、网服、游戏、短剧投放增加。另外，生成式 AI 赋能素材制作、优化投放效果，或拓展效果广告增长潜力。品牌广告受益于内容供给增加及投放旺季，2 季度或同环比增长。我们预计 2 季度广告收入同比增 7%。
- 展望及估值：考虑 2-3 季度头部剧集竞争或加剧，我们小幅下调 2024 年会员收入预期。但鉴于成本费用优化快于预期，我们维持 2024 年调整后运营利润预期。参考可比公司 0.7 倍 PEG，以及爱奇艺 2023-26 年 20%利润复合增速，给予 13 倍 2024 年市盈率，我们上调目标价至 6.7 美元（原为 5.6 美元）。爱奇艺内容布局维持差异化定位，有望持续领先现实主义题材布局，未来更多会员增值服务机会探索将促进 ARM 持续优化。长期看，AIGC 应用及自制内容占比提升将进一步促进长视频平台降本提效，利润仍有上调空间。维持买入。风险：重点剧集表现不及预期，广告招商不及预期。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	6.34
52周低位 (美元)	3.17
市值 (百万美元)	3,039.81
日均成交量 (百万)	35.45
年初至今变化 (%)	18.65
200天平均价 (美元)	4.33

资料来源: FactSet

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	28,998	31,873	32,649	35,745	38,957
同比增长 (%)	-5.1	9.9	2.4	9.5	9.0
净利润 (百万人民币)	1,284	2,838	3,495	4,266	4,846
每股盈利 (人民币)	1.50	2.91	3.60	4.40	4.99
同比增长 (%)	-126.6	94.0	23.8	22.0	13.5
前EPS预测值 (人民币)			3.55	4.33	4.84
调整幅度 (%)			1.5	1.5	3.1
市盈率 (倍)	27.8	14.4	11.6	9.5	8.4
每股账面净值 (人民币)	7.31	12.40	16.05	19.08	24.30
市账率 (倍)	5.72	3.37	2.60	2.19	1.72

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

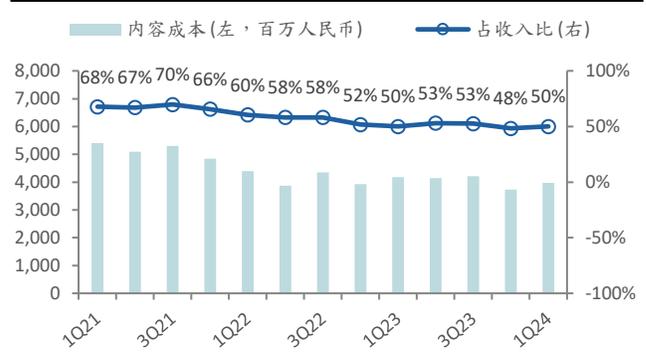
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 收入分布



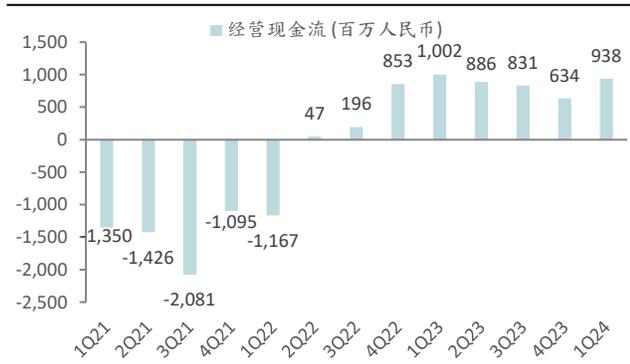
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 内容成本占收入比



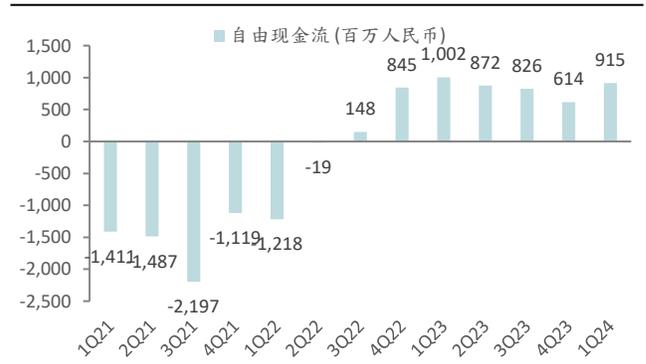
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: 1 季度经营现金流



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 4: 1 季度自由现金流



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 5: 2024 年 1 季度业绩

(人民币百万元)	1Q23	4Q23	1Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际预测	差别 (%)	点评
总营收	8,349	7,706	7,927	3	-5	7,853	1	
付费会员	5,547	4,809	4,799	0	-13	4,857	-1	ARM 连续第 6 个季度环比提升
在线广告	1,404	1,651	1,482	-10	6	1,488	0	效果广告双位数增长，占比 40%
版权分销	727	506	928	83	28	821	13	重点剧集分销增加
其他	670	741	718	-3	7	688	4	
<i>彭博一致预期</i>			<u>7,846</u>					
运营成本	-5,956	-5,533	-5,631	2	-5	-5,703	-1	内容成本 40 亿元，占收入比 50%
毛利	2,393	2,173	2,296	6	-4	2,150	7	
毛利率 (%)	29	28	29			27		
运营支出								
营销及行政	-1,106	-948	-922	-3	-17	-996	-7	
研发	-428	-452	-429	-5	0	-455	-6	
运营利润	859	774	945	22	10	698	35	
运营利润率 (%)	10	10	12			9		
调整后运营利润	1,034	928	1,086	17	5	849	28	
调整后运营利润率 (%)	12	12	14			11		
税前利润/亏损	650	514	683	33	5	454	51	
所得税(开支)/抵免	-25	-38	-18			-45		
归属于爱奇艺净利润	618	466	655	41	6	406	62	
净利润率 (%)	7	6	8			5		
经调整净利润	940	682	844	24	-10	556	52	
经调整净利润率 (%)	11	9	11			7		
<i>彭博一致预期</i>			<u>443</u>					
经调整每股盈利 (元)	1.0	0.7	0.9	25	-11	0.6	53	

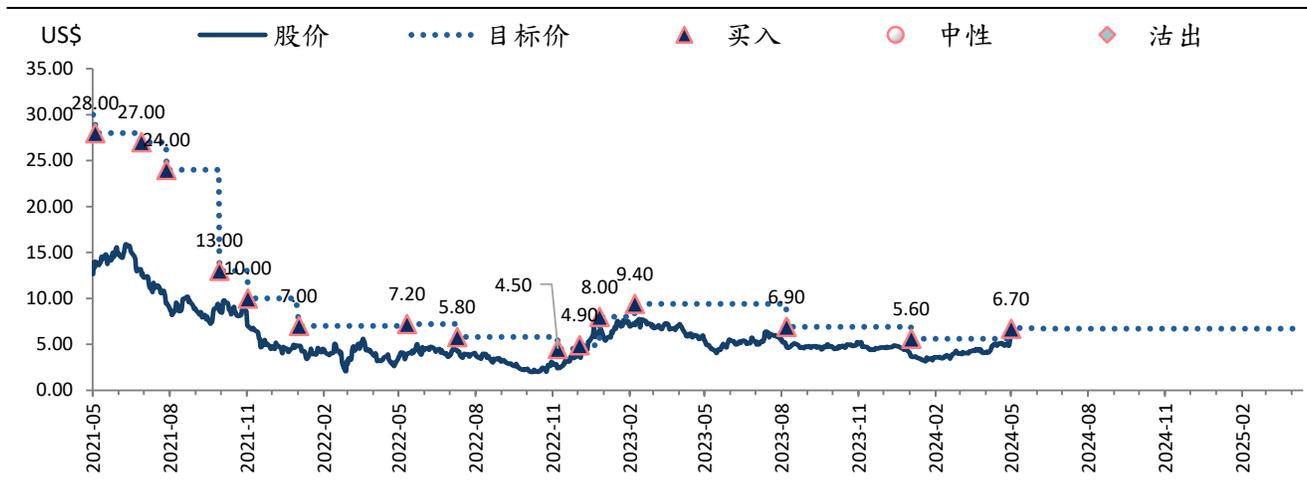
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 6: 2024 年 2 季度业绩展望

(人民币百万元)	2Q23	1Q24	2Q24E	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	7,802	7,927	7,741	-2	-1	31,873	32,649	35,745	38,957
付费会员	4,947	4,799	4,765	-1	-4	20,314	19,777	21,647	23,826
在线广告	1,495	1,482	1,605	8	7	6,224	6,708	7,207	7,726
版权分销	553	928	615	-34	11	2,324	2,986	3,383	3,638
其他	807	718	755	5	-6	3,011	3,179	3,507	3,768
<i>彭博一致预期</i>			<u>8,188</u>				<u>34,122</u>	<u>36,492</u>	<u>38,947</u>
运营成本	-5,774	-5,631	-5,717	2	-1	-23,102	-23,050	-24,886	-26,903
毛利	2,028	2,296	2,024	-12	0	8,770	9,599	10,859	12,055
毛利率 (%)	26	29	26			28	29	30	31
运营支出									
营销及行政	-979	-922	-918	0	-6	-4,014	-3,792	-4,090	-4,389
研发	-439	-429	-417	-3	-5	-1,767	-1,749	-1,880	-2,011
运营利润	610	945	689	-27	13	2,989	4,059	4,888	5,655
运营利润率 (%)	8	12	9			9	12	14	15
经调整运营利润	786	1,086	835	-23	6	3,643	4,659	5,548	6,375
经调整运营利润率 (%)	10	14	11			11	14	16	16
税前利润/亏损	376	683	437	-36	16	2,033	3,185	4,258	5,175
所得税(开支)/抵免	-8	-18	-52			-80	-318	-639	-1,035
净收入	368	666	384	-42	4	1,953	2,867	3,619	4,140
净利润率 (%)	5	8	5			6	9	10	11
归属于爱奇艺净利润	365	655	381	-42	4	1,925	2,848	3,607	4,128
净利润率 (%)	5	8	5			6	9	10	11
经调整净利润	595	844	527	-38	-11	2,838	3,495	4,266	4,846
经调整净利润率 (%)	8	11	7			9	11	12	12
<i>彭博一致预期</i>			<u>636</u>				<u>3,282</u>	<u>3,981</u>	<u>4,617</u>
经调整每股盈利 (元)	0.6	0.9	0.5	-38	-11	2.9	3.6	4.4	5.0

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 7: 爱奇艺 (IQ US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 8: 交银国际互联网和教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	112.59	132.00	17.2%	2024年05月17日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	5.79	6.70	15.7%	2024年05月17日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	15.49	17.00	9.7%	2024年05月14日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	105.70	104.00	-1.6%	2024年03月01日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	16.28	13.00	-20.1%	2024年01月24日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	58.15	75.00	29.0%	2024年01月23日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	34.11	37.00	8.5%	2024年03月19日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.07	6.60	8.7%	2024年03月15日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	32.05	29.00	-9.5%	2024年02月21日	文娱内容
JD US	京东	买入	34.27	40.00	16.7%	2024年05月17日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	86.70	111.00	28.0%	2024年04月11日	电商
PDD US	拼多多	买入	143.38	180.00	25.5%	2024年01月12日	电商
DAO US	有道	买入	3.94	5.10	29.4%	2024年05月06日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	65.20	89.00	36.5%	2024年04月25日	教育
GOTU US	高途	买入	7.99	9.10	13.9%	2024年02月28日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.04	15.50	18.9%	2024年01月26日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	397.00	457.00	15.1%	2024年05月16日	游戏
NTES US	网易	买入	104.21	127.00	21.9%	2024年04月10日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.40	15.00	21.0%	2024年03月28日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	26.80	26.00	-3.0%	2024年03月20日	游戏
3690 HK	美团	买入	125.60	111.00	-11.6%	2024年03月25日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	26.00	26.00	0.0%	2024年03月18日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	10.12	11.30	11.7%	2024年03月27日	物流
2618 HK	京东物流	中性	9.80	10.10	3.1%	2024年05月17日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.82	1.90	4.4%	2024年05月16日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	27.35	30.00	9.7%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.10	14.00	26.1%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	21.30	24.00	12.7%	2024年03月20日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	430.80	440.00	2.1%	2024年02月22日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年5月16日

财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	28,998	31,873	32,649	35,745	38,957
主营业务成本	(22,319)	(23,102)	(23,050)	(24,886)	(26,903)
毛利	6,678	8,770	9,599	10,859	12,055
销售及管理费用	(3,467)	(4,014)	(3,792)	(4,090)	(4,389)
研发费用	(1,899)	(1,767)	(1,749)	(1,880)	(2,011)
经营利润	1,312	2,989	4,059	4,888	5,655
Non-GAAP标准下的经营利润	2,173	3,643	4,659	5,548	6,375
财务成本净额	(646)	(873)	(836)	(630)	(480)
应占联营公司利润及亏损	(213)	(51)	14	0	0
其他非经营净收入/费用	(487)	(33)	(51)	0	0
税前利润	(34)	2,033	3,185	4,258	5,175
税费	(84)	(80)	(318)	(639)	(1,035)
非控股权益	(18)	(27)	(20)	(12)	(12)
净利润	(136)	1,925	2,848	3,607	4,128
作每股收益计算的净利润	(136)	1,925	2,848	3,607	4,128
Non-GAAP标准的净利润	1,284	2,838	3,495	4,266	4,846

资产负债表(百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7,862	5,281	6,245	11,295	16,726
有价证券	818	942	1,083	1,170	1,263
应收账款及票据	2,403	2,169	2,376	2,394	2,623
其他流动资产	2,703	4,244	5,118	5,250	5,396
总流动资产	13,786	12,635	14,822	20,108	26,008
物业、厂房及设备	1,105	864	991	1,103	1,224
其他有形资产	9,294	9,227	9,308	9,429	9,586
无形资产	437	310	347	385	423
其他长期资产	21,427	21,559	22,363	22,841	21,879
总长期资产	32,263	31,959	33,008	33,758	33,112
总资产	46,048	44,594	47,830	53,867	59,120
短期贷款	3,348	3,572	3,679	3,789	3,903
应付账款	5,993	5,671	5,967	6,598	6,985
其他短期负债	18,789	13,099	12,552	14,903	14,581
总流动负债	28,130	22,342	22,198	25,291	25,469
长期贷款	9,568	8,242	8,144	8,144	8,144
其他长期负债	2,007	1,826	1,826	1,826	1,826
总长期负债	11,575	10,068	9,970	9,970	9,970
总负债	39,705	32,409	32,168	35,260	35,439
股本	50,886	54,972	54,972	54,972	54,972
储备及其他资本项目	(44,635)	(42,885)	(39,408)	(36,464)	(31,389)
股东权益	6,251	12,087	15,564	18,508	23,583
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
非控股权益	93	98	98	98	98
总权益	6,343	12,185	15,662	18,606	23,681

资料来源:公司资料,交银国际预测

现金流量表(百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(34)	2,033	3,185	4,258	5,175
合资企业/联营公司收入调整	213	51	(14)	0	0
折旧及摊销	13,655	14,091	12,126	12,154	12,217
营运资本变动	(14,493)	(13,358)	(13,037)	(9,545)	(11,436)
利息调整	646	873	836	630	480
税费	30	(1)	(318)	(639)	(1,035)
其他经营活动现金流	(88)	(337)	0	(28)	(198)
经营活动现金流	(71)	3,352	2,778	6,830	5,203
资本开支	(174)	(37)	(41)	(45)	(49)
投资活动	493	(300)	73	17	22
其他投资活动现金流	(52)	(1,403)	37	38	38
投资活动现金流	266	(1,740)	70	10	11
负债净变动	2,693	4,086	(1,991)	(1,890)	114
权益净变动	1,173	3,391	0	0	0
其他融资活动现金流	603	(11,762)	0	0	0
融资活动现金流	4,469	(4,285)	(1,991)	(1,890)	114
汇率收益/损失	122	92	107	100	103
年初现金	3,075	7,862	5,281	6,245	11,295
年末现金	7,862	5,281	6,245	11,295	16,726

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(0.159)	2.019	2.987	3.783	4.329
全面摊薄每股收益	(0.159)	1.975	2.937	3.718	4.253
Non-GAAP标准下的每股收益	1.501	2.912	3.605	4.398	4.993
每股账面值	7.307	12.400	16.050	19.079	24.296
利润率分析(%)					
毛利率	23.0	27.5	29.4	30.4	30.9
EBIT利润率	4.5	9.4	12.4	13.7	14.5
净利率	(0.5)	6.0	8.7	10.1	10.6
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	23.0	27.5	29.4	30.4	30.9
经营利润率	7.5	11.4	14.3	15.5	16.4
净利率	4.4	8.9	10.7	11.9	12.4
盈利能力(%)					
ROA	(0.3)	4.2	6.2	7.1	7.3
ROE	(2.3)	20.8	20.5	21.1	19.5
ROIC	78.8	30.8	26.1	24.2	21.4
其他					
净负债权益比(%)	79.7	53.6	35.6	3.4	净现金
流动比率	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0
应收账款周转天数	34.7	27.8	27.8	27.8	27.8
应付账款周转天数	121.8	92.1	92.1	92.1	92.1

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司及趣致集团有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。