

互联网	收盘价 美元 3.50	目标价 美元 4.20↓	潜在涨幅 +20.0%
-----	----------------	-----------------	----------------

2024年7月22日

爱奇艺 (IQ US)

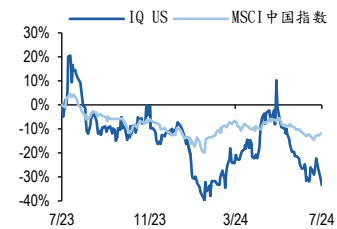
2 季度业绩预览：下调收入及利润预期，会员数或于 2 季度触底

- ⊖ **下调 2024 年 2 季度收入及利润预期：**我们下调 2 季度收入预期 4% 至 74 亿元（人民币，下同），同比降 5%，主要因会员及广告收入或受内容影响而低于预期，同时我们相应下调经调整净利润至 2.4 亿元（低于彭博预期的 4.8 亿元），对应经调整净利率 3%，同比降 5 个百分点。
- ⊖ **重点剧集不及预期，会员收入或低于此前预期。**根据爱奇艺官网数据（图表 1），上半年爱奇艺重点剧集播放热度低于去年同期，站内热度值破万剧集仅《追风者》一部。从云合 TOP20 剧集播放份额看，爱奇艺降至 20%，低于腾讯视频/优酷。考虑《狐妖小红娘》、《颜心记》等重点剧集播放不及预期，我们下调 2 季度会员收入 5% 至 45 亿元，同比降 9%，环比降 6%。下半年，鉴于《错位》、《唐朝诡事录 2》等新剧热度表现不俗，我们预计会员收入恢复环比增长。上半年剧集疲软表现显示单平台内容成功率仍有波动，预计季度间会员收入波动持续。
- ⊖ **品牌广告收入承压，艺人经纪或提振其他收入。**2 季度，我们预计广告收入同比降 2% 至 15 亿元，其中，效果广告维持同比增长趋势，品牌广告收入或不及此前预期，主要因：1) 重点剧集招商不及预期，2) 自制综艺上线数量同比减少（3 部，对应去年同期为 5 部）。预计 3 季度 S+ 综艺《十天之后回到现实》、《喜剧之王单口季》将拉动品牌广告收入恢复增长。《十个勤天》演唱会或带动其他收入好于此前预期，我们上调 2 季度其他收入至 9 亿元，同比增 11%。
- ⊖ **估值：**我们下调 2024 年收入/净利润预期 3%/16%。基于 2023-25 年净利润复合增速 13%，给予 10 倍 2024 年市盈率，下调目标价至 4.2 美元（原为 6.7 美元）。会员数有望 2 季度触底，3 季度重点内容热度表现符合预期，预计带动收入恢复增长及利润释放确定性提升，维持**买入**。尽管中短期单平台会员增长瓶颈仍存，但长视频行业受益于 AIGC 强化创新、降本提效趋势不变。另外，建议关注行业对“后验激励”模式的探索和推进，长期或促进优质内容产出并带来利润的进一步释放。

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)	1,837.54
日均成交量 (百万)	10.32
年初至今变化 (%)	(28.28)
200天平均价 (美元)	4.14

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	31,616	34,351	37,152
同比增长 (%)	-5.1	9.9	-0.8	8.6	8.2
净利润 (百万人民币)	1,284	2,838	2,941	3,613	4,151
每股盈利 (人民币)	1.50	2.91	3.03	3.72	4.28
同比增长 (%)	-126.6	94.0	4.2	22.8	14.8
前EPS预测值 (人民币)			3.60	4.40	4.99
调整幅度 (%)			-15.9	-15.3	-14.4
市盈率 (倍)	16.9	8.7	8.4	6.8	5.9
每股账面净值 (人民币)	7.31	12.40	15.66	18.33	23.26
市账率 (倍)	3.48	2.05	1.62	1.39	1.09

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: 爱奇艺上半年重点剧集表现不及预期

2023年		2024年	
剧集	最高热度值	剧集	最高热度值
狂飙	11,800	追风者	10,01
长风渡	10,353	南来北往	9,95
莲花楼	10,118	三大队	9,83
一念关山	10,106	城中之城	9,69
宁安如梦	10,098	哈尔滨一九四四	9,35
云之羽	9,743	狐妖小红娘月红篇	9,00
田耕纪	9,371	烈焰 (2024)	8,80
不完美受害人	9,269	颜心记	8,58
归路	9,237	看不见影子的少年	8,14
无所畏惧	9,217		
消失的十一层	9,186		
浮图缘	9,057		
向风而行	9,052		

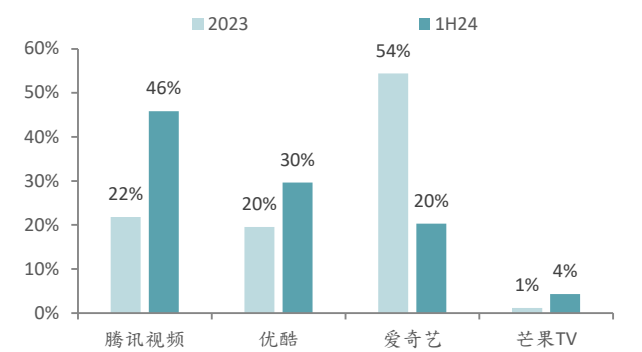
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 2 季度重点综艺/剧集品牌广告数量

综艺	播放周期	品牌植入数量
种地吧 2	2/23-7/6	26 个
萌探 2024	4/26-7/11	10 个
新说唱 2024	5/4-7/20	10 个
剧集	开播时间	品牌/广告数量
追风者	3/21	11/62
城中之城	4/9	13/65
哈尔滨一九四四	4/21	11/50
我的阿勒泰	5/7	5/19
狐妖小红娘月红篇	5/23	32/175
看不见影子的少年	6/6	10/43
颜心记	6/21	15/84

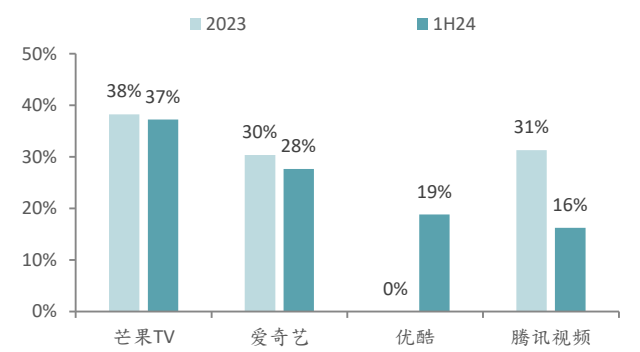
资料来源: 公司资料, 犀牛娱乐, 交银国际

图表 3: 上半年 TOP20 剧集中, 爱奇艺播放份额降至 20%



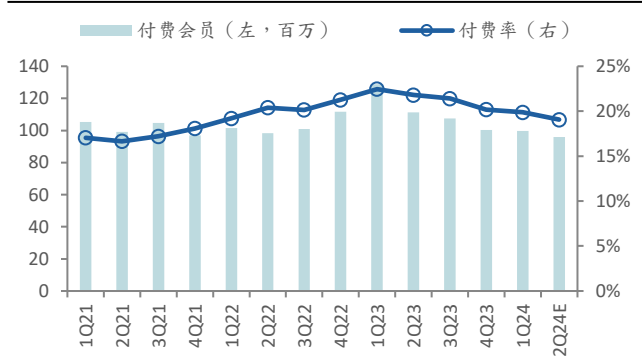
资料来源: 云合数据, 交银国际

图表 4: 上半年 TOP20 网综中, 爱奇艺播放份额小幅下降至 28%



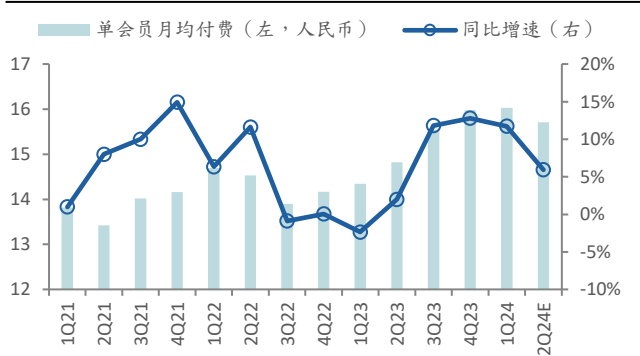
资料来源: 云合数据, 交银国际

图表 5: 预计 2 季度会员数环比继续回落



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 6: 月度 ARM 增长趋势



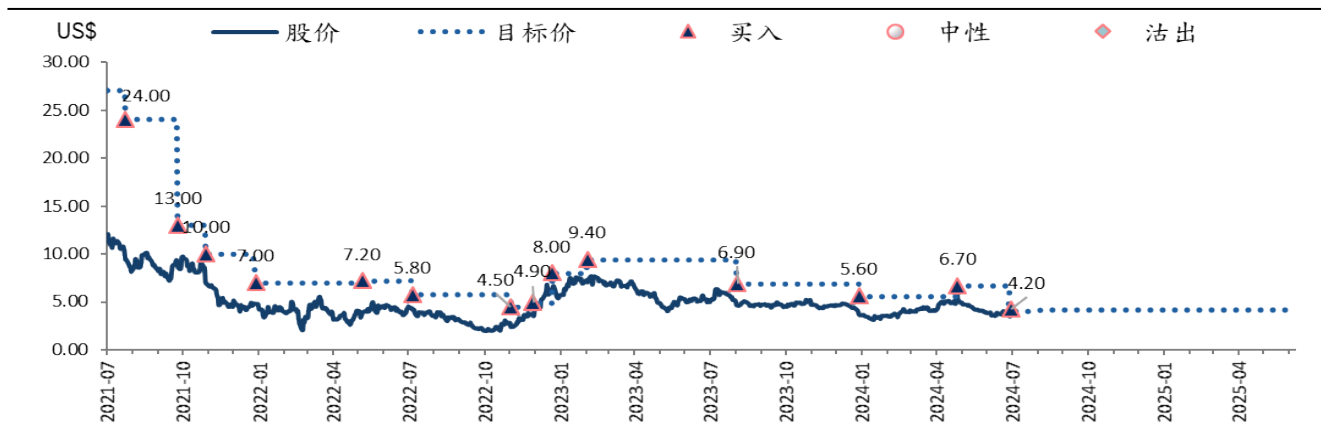
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 7: 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	7,445	-6	-5	31,873	31,616	34,351	37,152
付费会员	4,947	4,799	4,519	-6	-9	20,314	18,827	20,637	22,567
在线广告	1,495	1,482	1,467	-1	-2	6,224	6,345	6,708	7,108
版权分销	553	928	562	-39	2	2,324	2,993	3,344	3,595
其他	807	718	896	25	11	3,011	3,451	3,662	3,882
<i>彭博一致预期</i>			<u>7,713</u>				<u>32,750</u>	<u>34,779</u>	<u>36,865</u>
运营成本	-5,774	-5,631	-5,686	1	-2	-23,102	-22,769	-24,421	-26,220
毛利	2,028	2,296	1,759	-23	-13	8,770	8,847	9,930	10,932
毛利率 (%)	26	29	24			28	28	29	29
运营支出									
营销及行政	-979	-922	-995	8	2	-4,014	-3,865	-4,144	-4,417
研发	-439	-429	-423	-1	-4	-1,767	-1,716	-1,832	-1,945
运营利润	610	945	341	-64	-44	2,989	3,267	3,954	4,571
运营利润率 (%)	8	12	5			9	10	12	12
经调整运营利润	786	1,086	501	-54	-36	3,643	3,868	4,589	5,257
经调整运营利润率 (%)	10	14	7			11	12	13	14
税前利润/亏损	376	683	71	-90	-81	2,033	2,395	3,324	4,091
所得税(开支)/抵免	-8	-18	-4			-80	-103	-332	-614
净收入	368	666	67	-90	-82	1,953	2,292	2,991	3,477
净利润率 (%)	5	8	1			6	7	9	9
归属于爱奇艺净利润	365	655	64	-90	-82	1,925	2,273	2,979	3,465
净利润率 (%)	5	8	1			6	7	9	9
经调整净利润	595	844	245	-71	-59	2,838	2,941	3,613	4,151
经调整净利润率 (%)	8	11	3			9	9	11	11
<i>彭博一致预期</i>			<u>479</u>				<u>3,258</u>	<u>3,935</u>	<u>4,457</u>
经调整每股盈利 (元)	0.6	0.9	0.3	-71	-58	2.9	3.0	3.7	4.3

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 8: 爱奇艺 (IQ US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 9: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

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 发布日期	子行业
BIDU US	百度	买入	90.37	129.00	42.7%	2024年07月17日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	3.50	4.20	20.0%	2024年07月22日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	45.45	55.00	21.0%	2024年07月17日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	15.04	20.00	33.0%	2024年07月15日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	98.00	120.00	22.4%	2024年06月04日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.26	17.00	19.2%	2024年05月14日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.57	5.90	-10.2%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.67	33.00	-2.0%	2024年05月29日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.35	29.00	10.1%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	133.04	213.00	60.1%	2024年05月23日	电商
JD US	京东	买入	26.26	40.00	52.3%	2024年05月17日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	75.27	111.00	47.5%	2024年04月11日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	11.72	13.40	14.3%	2024年06月26日	电商
DAO US	有道	买入	3.57	5.00	40.1%	2024年05月24日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	60.25	89.00	47.7%	2024年04月25日	教育
GOTU US	高途	买入	4.86	9.10	87.2%	2024年02月28日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.09	15.50	53.6%	2024年01月26日	教育
NTES US	网易	买入	91.35	117.00	28.1%	2024年05月24日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	22.70	30.00	32.2%	2024年05月22日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	373.20	457.00	22.5%	2024年05月16日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.70	15.00	28.2%	2024年03月28日	游戏
3690 HK	美团	买入	121.30	129.00	6.3%	2024年06月07日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.52	26.00	40.4%	2024年03月18日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	10.30	13.50	31.1%	2024年07月12日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.35	1.70	25.9%	2024年07月19日	物流
2618 HK	京东物流	中性	8.26	9.80	18.6%	2024年07月13日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	20.45	30.00	46.7%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.20	14.00	25.0%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	13.98	25.00	78.8%	2024年05月22日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年7月22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	31,616	34,351	37,152
主营业务成本	(22,319)	(23,102)	(22,769)	(24,421)	(26,220)
毛利	6,678	8,770	8,847	9,930	10,932
销售及管理费用	(3,467)	(4,014)	(3,865)	(4,144)	(4,417)
研发费用	(1,899)	(1,767)	(1,716)	(1,832)	(1,945)
经营利润	1,312	2,989	3,267	3,954	4,571
Non-GAAP标准下的经营利润	2,173	3,643	3,868	4,589	5,257
财务成本净额	(646)	(873)	(833)	(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	2,395	3,324	4,091
税费	(84)	(80)	(103)	(332)	(614)
非控股权益	(18)	(27)	(20)	(12)	(12)
净利润	(136)	1,925	2,273	2,979	3,465
作每股收益计算的净利润	(136)	1,925	2,273	2,979	3,465
Non-GAAP标准的净利润	1,284	2,838	2,941	3,613	4,151

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	5,500	10,553	15,198
有价证券	818	942	1,083	1,170	1,263
应收账款及票据	2,403	2,169	2,227	2,349	2,425
其他流动资产	2,703	4,244	5,080	5,199	5,330
总流动资产	13,786	12,635	13,890	19,271	24,216
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	22,326	22,792	21,815
总长期资产	32,263	31,959	32,971	33,709	33,048
总资产	46,048	44,594	46,862	52,980	57,263
短期贷款	3,348	3,572	3,679	3,789	3,903
应付账款	5,993	5,671	5,825	6,505	6,733
其他短期负债	18,789	13,099	12,106	14,836	13,977
总流动负债	28,130	22,342	21,609	25,130	24,613
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	31,579	35,100	34,583
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)	(39,788)	(37,191)	(32,390)
股东权益	6,251	12,087	15,184	17,781	22,582
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	15,283	17,880	22,680

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	2,395	3,324	4,091
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)	(13,402)	(9,194)	(11,948)
利息调整	646	873	833	630	480
税费	30	(1)	(103)	(332)	(614)
其他经营活动现金流	(88)	(337)	198	252	190
经营活动现金流	(71)	3,352	2,033	6,833	4,417
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	5,500	10,553
年末现金	7,862	5,281	5,500	10,553	15,198

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	2.383	3.124	3.634
全面摊薄每股收益	(0.159)	1.975	2.343	3.071	3.570
Non-GAAP标准下的每股收益	1.501	2.912	3.033	3.725	4.276
每股账面值	7.307	12.400	15.658	18.330	23.264
利润率分析(%)					
毛利率	23.0	27.5	28.0	28.9	29.4
EBIT利润率	4.5	9.4	10.3	11.5	12.3
净利率	(0.5)	6.0	7.2	8.7	9.3
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	23.0	27.5	28.0	28.9	29.4
经营利润率	7.5	11.4	12.2	13.4	14.2
净利率	4.4	8.9	9.3	10.5	11.2
盈利能力(%)					
ROA	(0.3)	4.2	5.0	6.0	6.3
ROE	(2.3)	20.8	16.5	18.0	17.1
ROIC	78.8	30.8	22.7	21.5	19.2
其他					
净负债权益比(%)	79.7	53.6	41.4	7.7	净现金
流动比率	0.5	0.6	0.6	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、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、山西省安泰集团股份有限公司、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、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司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，并可能受递送延误、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。