

【广发传媒&海外】爱奇艺 (IQ)

战略升级：长剧机制优化+微短剧创新

核心观点：

- 公司发布 **24Q3 业绩**：24Q3 收入为 72.46 亿元，YoY/QoQ-10%/-3%，vs. 彭博一致预期为 72.42 亿元。NonGAAP 净利润为 4.8 亿元，YoY/QoQ-23%/+94%，vs. 彭博一致预期为 2.66 亿元（利润率为 7%，同比下降 1pct，环比提升 3cpt）。GAAP 归母净利润为 2.3 亿元，YoY-52%，QoQ+235%，vs. 一致预期为 2.02 亿元。毛利润为 15.96 亿元，YoY-27%，QoQ-9%。毛利率为 22%，YoY/QoQ-5pct/-2pct。内容成本为 40 亿元，YoY/QoQ-5%/-2%，占收入比为 50%。公司今年内容表现相对较弱，对整体经营杠杆有负向拖累，毛利率同比下滑，经营利润变薄。分业务来看：会员收入为 43.66 亿元，YoY/QoQ-13%/-3%，vs. 一致预期为 43.35 亿元。广告收入为 13.37 亿元，YoY/QoQ-20%/-9%，vs. 一致预期为 13.44 亿元。版权分销收入为 8.14 亿元，YoY/QoQ+55%/+17%。其他收入为 7.29 亿元，YoY/QoQ-9%/-7%。
- 公司应对竞争进行了**战略升级**，(1)优化长剧的制作机制，(2)同时加入微短剧的内容供给，(3)推出家庭账号。未来公司在长剧的立项决策上会进一步升级，提高内容制作的灵活性和投资回报率。同时应对竞争，增加对微短剧的布局，在爱奇艺极速版主推微短剧+免费广告模式，在主 APP 仍以长剧为核心，辅之以微短剧的分发，以“短”补“长”。11 月公司发布了针对家庭的亲情共享账号，提升会员服务体系。
- **盈利预测与投资建议**：考虑短期长剧排播平淡，4Q 在保持利润稳定的情况下对费用支出有一定的缩减，我们调整 24-25 收入预测至 292 亿元、306 亿元，同增-8%、5%。预计 24-25 年 NonGAAP 净利润为 17.65 亿元和 29.01 亿元。参考可比公司估值，给予爱奇艺 24 年经调整净利润对应 13x PE，公司合理价值为 3.30 美元/ADS，维持“买入”评级。
- **风险提示**：其他内容形态的竞争加剧，会员和广告收入低于预期、行业竞争格局恶化的风险等。

盈利预测： EPADS、PE、归母净利润为 NonGAAP 口径；汇率采用美元:人民币为 7.2374: 1

货币单位：人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	28,998	31,873	29,231	30,573	33,204
增长率(%)	-5%	10%	-8%	5%	9%
EBITDA（百万元）	12,558	17,299	16,671	18,372	20,515
净利润（百万元）	1,284	2,838	1,765	2,901	4,489
EPADS（元）	1.50	2.91	1.82	3.00	4.64
市盈率（P/E）	10.93	4.94	7.95	4.84	3.13
ROE	-2%	16%	4%	8%	9%
EV/EBITDA	1.43	1.04	1.08	0.98	0.88

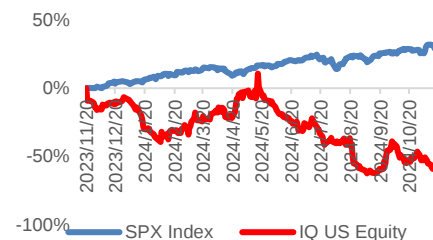
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心；注：报告使用人民币

公司评级

买入

当前价格	2.02 美元
合理价值	3.30 美元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-22

相对市场表现



分析师：

周喆



SAC 执证号：S0260523050003



SFC CE No. BJD408



010-59136890

zhouzhe@gf.com.cn

分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002



SFC CE No. BNV294

010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发传媒&海外】爱奇艺 (IQ)：优质内容有望带动业绩复苏 2024-08-26
- 【广发传媒&海外】爱奇艺 (IQ)：Q2 前瞻：内容表现影响业绩预期 2024-08-08
- 【广发传媒&海外】爱奇艺 (IQ)：24Q1 利润超预期；秉持匠心，优化效率 2024-05-17

资产负债表		单位：亿元人民币				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	137.86	126.35	148.21	195.55	217.04	
货币资金	70.98	44.35	70.86	90.15	128.39	
应收及预付	50.06	49.63	53.35	80.89	63.63	
存货	7.46	5.83	12.00	12.00	12.00	
其他流动资产	9.36	26.55	12.01	12.50	13.02	
非流动资产	322.63	319.59	327.02	333.23	340.75	
长期股权投资	24.54	22.61	23.06	23.52	23.99	
固定资产	11.05	8.64	15.88	15.88	15.88	
在建工程	0.00	1.00	2.00	3.00	4.00	
无形资产	4.37	3.10	7.05	7.10	7.14	
其他长期资产	282.68	284.25	279.03	283.74	289.74	
资产总计	460.48	445.94	475.24	528.78	557.79	
流动负债	281.30	223.42	127.53	161.35	132.94	
短期借款	33.48	35.72	17.54	18.34	19.92	
应付及预收	137.47	129.98	82.68	114.48	82.12	
其他流动负债	110.35	57.72	27.32	28.52	30.89	
非流动负债	115.75	100.68	94.64	94.64	13.20	
长期借款	95.68	81.44	81.44	81.44	0.00	
应付债券	1.01	0.81	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	19.06	18.43	13.20	13.20	13.20	
负债合计	397.05	324.09	222.17	255.99	146.13	
股本	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004	
资本公积	508.86	549.71	549.71	549.71	549.71	
留存收益	-446.35	-428.85	-297.64	-277.91	-139.05	
归属母公司股东权	63.43	121.85	253.07	272.79	411.66	
少数股东权益	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	
负债和股东权益	460.48	445.94	475.24	528.78	557.79	

利润表	单位：亿元人民币				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	289.98	318.73	292.31	305.73	332.04
营业成本	-223.19	-231.02	-221.18	-219.07	-223.10
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	-34.67	-40.14	-35.88	-36.76	-39.09
管理费用	-18.99	-17.67	-17.75	-18.04	-19.03
利息支出	-7.15	-11.30	-10.85	-10.85	-10.85
利息收入	0.70	2.57	3.09	3.71	4.08
公允价值变动收益	-4.87	-0.33	1.21	1.21	1.21
投资净收益	-2.13	-0.51	0.16	0.16	0.16
营业利润	-0.34	20.33	11.12	26.09	45.42
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-0.34	20.33	11.12	26.09	45.42
所得税	-0.84	-0.80	-1.89	-4.43	-7.72
国际准则-净利润	-1.18	19.53	9.23	21.65	37.70
少数股东损益	0.18	0.27	0.32	0.32	0.32
NonGAAP 净利润	12.8	28.4	17.7	29.0	44.9
国际准则-EBITDA	125.58	172.99	166.71	183.72	205.15
NonGaapEPS/ADS(元)	1.50	2.91	1.82	3.00	4.64

现金流量表		单位：亿元人民币				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	-0.71	33.52	43.52	5.61	67.22	
净利润	-1.18	19.53	9.23	21.65	37.70	
折旧摊销	136.55	140.91	142.89	144.94	147.04	
营运资金变动	-144.93	-133.58	-110.82	-163.19	-119.73	
其它	8.85	6.66	2.21	2.21	2.21	
投资活动现金流	2.66	-17.40	-3.66	-4.66	-5.71	
资本支出	-2.70	-1.05	-1.05	-1.05	-1.05	
投资变动	-0.88	-0.66	-0.45	-0.46	-0.47	
其他	6.23	-15.69	-2.16	-3.15	-4.19	
筹资活动现金流	44.69	-42.85	-13.35	18.34	-23.28	
银行借款	-7.56	-3.29	17.54	18.34	19.92	
债券融资	34.49	44.15	0.00	0.00	0.00	
股权融资	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他	17.76	-83.71	-30.89	0.00	-43.20	
现金净增加额	47.87	-25.81	26.51	19.30	38.23	
期初现金余额	30.75	78.62	44.35	70.86	90.15	
期末现金余额	78.62	52.81	70.86	90.15	128.39	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	-5.1%	9.9%	-8.3%	4.6%	8.6%
营业利润增长	-	-	-	135%	74%
归母净利润增长	-	-	-	135%	74%
获利能力					
毛利率	23%	28%	24%	28%	33%
净利率	0%	6%	3%	7%	11%
ROE	-2%	16%	4%	8%	9%
ROIC	61%	29%	14%	22%	22%
偿债能力					
资产负债率	86%	73%	47%	48%	26%
净负债比率	-6%	-21%	-26%	-26%	-34%
流动比率	49%	57%	116%	121%	163%
速动比率	49%	57%	116%	121%	163%
营运能力					
总资产周转率	63%	71%	62%	58%	60%
应收账款周转率	526%	639%	568%	456%	460%
存货周转率	0%	0%	0%	0%	0%
每股指标 (元)					
每股收益	1.50	2.91	1.82	3.00	4.64
每股经营现金流	3.49	4.53	0.59	7.00	3.78
每股净资产	6.61	12.70	26.37	28.43	42.90
估值比率					
P/S	0.48	0.44	0.48	0.46	0.42
P/E	10.93	4.94	7.95	4.84	3.13
EV/EBITDA	1.43	1.04	1.08	0.98	0.88

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

徐 呈 雋：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

周 喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

章 驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。

毛 玥：高级分析师，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

黄 静 仪：研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。