

互联网	收盘价 美元 1.99	目标价 美元 2.10	潜在涨幅 +5.5%
-----	----------------	----------------	---------------

2025年7月23日

爱奇艺 (IQ US)

维持 2 季度运营层面盈亏平衡预期

公司持续聚焦“长+短”内容生态升级，短期微剧投入对利润影响或持续，关注头部精品短剧供给稳定性提升及广告库存释放对用户拉新、留存及商业化的正向促进。我们将估值基准调整至 2026 年，基于 10 倍 2026 年市盈率，维持目标价 2.1 美元。考虑头部内容表现边际改善，以及文娱订阅抗周期属性，维持买入。

- ④ **维持 2 季度运营层面盈亏平衡预期：**我们预计 2025 年 2 季度收入环比降 8%，低于目前市场一致预期，主要考虑剧集置换数量减少、部分剧集档期调整以及弱于此此前预期的效果广告。但基于成本/费用节约以及汇兑收益，我们基本维持 2 季度经调整运营层面盈亏平衡预期。
- ④ **展望：**我们预计 2 季度会员收入环比降 9%，主要因部分剧集排播档期调整以及播放热度低于预期。基于云合数据，我们估算 2 季度爱奇艺头部剧集播放份额占比或较 1 季度下降 6 个百分点。预计广告收入环比下降 4%，其中品牌广告受益于《五哈 5》/《亚洲新声》等重点综艺供给增加环比有望增长，效果广告或受 618 投放较弱影响。7 月内容播放表现改善，截至 7 月 22 日，《朝雪录》位列长剧播放榜第 1（云合），《喜剧之王单口季 2》/《新说唱 2025》在独播网综中均热度领先，考虑后续内容储备及暑期旺季，预计 3 季度收入将环比恢复增长。微剧布局稳步推进，下半年或更聚焦精品内容上新的稳定性，预计短期对利润影响持续，我们下调 2025/26 年经调整净利润至 7.7 亿/14.3 亿元人民币。

盈利预测变动

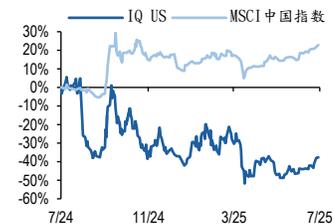
人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	27,875	29,053	-4%	29,126	30,138	-3%	30,557	31,467	-3%
付费会员	16,879	17,693	-5%	17,366	18,110	-4%	18,207	18,671	-2%
在线广告	5,413	5,541	-2%	5,817	5,998	-3%	6,171	6,521	-5%
内容发行	2,404	2,622	-8%	2,868	2,938	-2%	2,951	3,029	-3%
其他	3,179	3,197	-1%	3,075	3,092	-1%	3,229	3,246	-1%
毛利润	6,394	6,763	-5%	7,179	7,577	-5%	7,816	8,189	-5%
毛利润率	23%	23%	-0.3ppt	25%	25%	-0.5ppt	26%	26%	-0.4ppt
调整后运营利润	1,242	1,561	-20%	1,882	2,272	-17%	2,350	2,745	-14%
调整后运营利润率	4%	5%	-0.9ppt	6%	8%	0.0ppt	8%	9%	-1.0ppt
调整后净利润	766	1,100	-30%	1,426	1,798	-21%	1,967	2,322	-15%
调整后净利润率	3%	4%	-1.0ppt	5%	6%	-1.1ppt	6%	7%	-0.9ppt

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

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)	3.33
52周低位 (美元)	1.53
市值 (百万美元)	1,051.52
日均成交量 (百万)	22.14
年初至今变化 (%)	(1.00)
200天平均价 (美元)	1.98

资料来源：FactSet

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

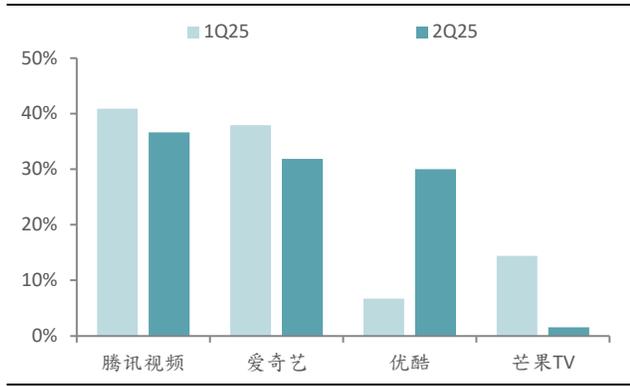
蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

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：云合剧集播放份额：2 季度爱奇艺头部剧集播放表现弱于此前预期



资料来源：云合数据，交银国际，根据云合公布的半年度/1 季度及 4/5/6 月 TOP20 剧集播放数据估算

图表 2：2 季度重点综艺/剧集广告数量

综艺	开播时间 (2Q25 内播放期数)	品牌招商数量
种地吧第 3 季	2/28 (26 期)	12 个
哈哈哈哈哈 5	4/12 (12 期)	6 个
亚洲新声	5/23 (6 期)	3 个
新说唱 2025	6/7 (4 期)	6 个

剧集	站内热度	品牌/广告数量
临江仙	10,008	25/109
无忧渡	9,853	12/67
书卷一梦	9,611	26/129
淮水竹亭	8,904	16/74
乌云之上	8,852	9/37
黄雀	8,639	2/7
借命而生	8,138	3/12
绝密较量	7,641	3/13
念无双	7,193	3/20

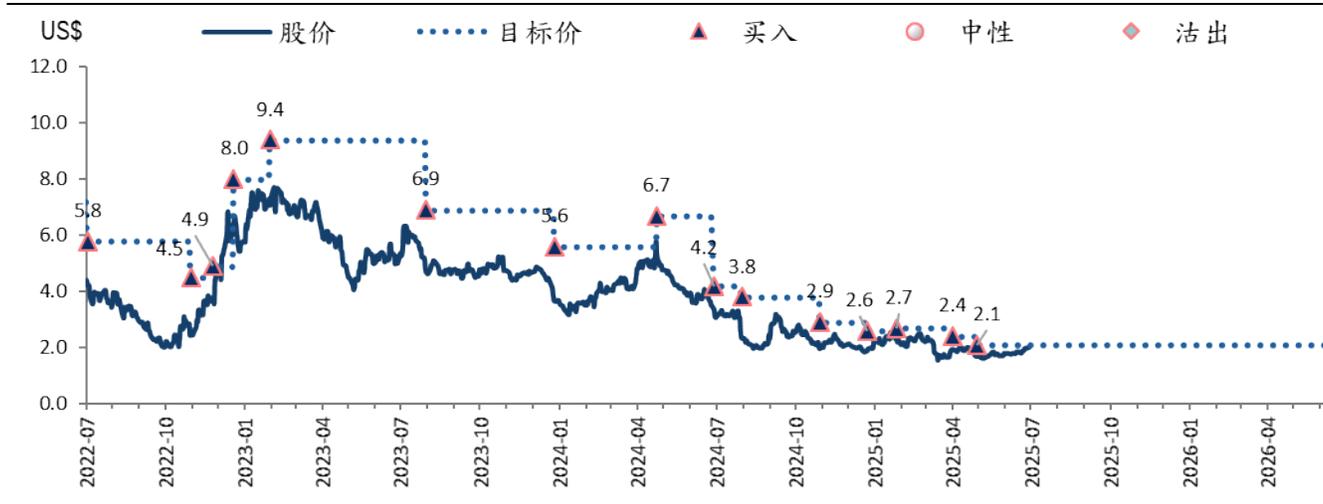
资料来源：公司资料，娱乐资本论，交银国际

图表 3：2025 年 2 季度业绩展望

(人民币百万)	2Q24	1Q25	2Q25E	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	7,439	7,186	6,621	-8	-11	29,225	27,875	29,126	30,557
付费会员	4,495	4,399	4,096	-7	-9	17,763	16,879	17,366	18,207
在线广告	1,461	1,328	1,271	-4	-13	5,714	5,413	5,817	6,171
版权分销	698	629	431	-31	-38	2,847	2,404	2,868	2,951
其他	784	831	822	-1	5	2,901	3,179	3,075	3,229
<i>彭博一致预期</i>			<u>7,182</u>				<u>28,940</u>	<u>29,994</u>	<u>31,006</u>
运营成本	-5,678	-5,406	-5,315	-1.7	-6	-21,954	-21,480	-21,947	-22,742
毛利	1,760	1,780	1,306	-27	-26	7,272	6,394	7,179	7,816
毛利率 (%)	24	25	20			25	23	25	26
运营支出	-1,418	-1,438	-1,404	-2	-1	-5,460	-5,614	-5,780	-5,973
营销及行政	-970	-1,026	-992	-3	2	-3,682	-3,956	-4,076	-4,215
研发	-449	-412	-412	0	-8	-1,778	-1,658	-1,705	-1,758
运营利润	342	342	-98	-129	-129	1,811	780	1,399	1,843
运营利润率 (%)	5	5	-1			6	3	5	6
经调整运营利润	501	459	14	-97	-97	2,362	1,242	1,882	2,350
经调整运营利润率 (%)	7	6	0			8	4	6	8
税前利润/亏损	102	227	-152	-167	-250	852	302	980	1,558
所得税(开支)/抵免	-26	-42	-5			-61	-65	-106	-166
净收入	76	186	-157	-185	-307	791	237	874	1,392
净利润率 (%)	1	3	-2			3	1	3	5
归属于爱奇艺净利润	69	182	-160	-188	-333	764	224	862	1,380
净利润率 (%)	1	3	-2			3	1	3	5
经调整净利润	247	304	-14	-104	-105	1,512	766	1,426	1,967
经调整净利润率 (%)	3	4	0			5	3	5	6
<i>彭博一致预期</i>			<u>-152</u>				<u>606</u>	<u>1,394</u>	<u>2,002</u>
经调整每股盈利 (元)	0.3	0.3	0.0	-104	-106	1.6	0.8	1.5	2.0

资料来源：彭博，公司资料，交银国际预测

图表 4：爱奇艺 (IQ US) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5：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 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	92.45	99.00	7.1%	2025 年 05 月 22 日	广告
MOMO US	挚文集团	买入	8.83	8.30	-6.0%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	275.60	240.00	-12.9%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	21.36	19.00	-11.0%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	1.99	2.10	5.5%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	72.75	64.00	-12.0%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	53.00	60.00	13.2%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	24.74	26.00	5.1%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	30.30	28.00	-7.6%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
JD US	京东	买入	33.88	40.00	18.1%	2025 年 07 月 15 日	电商
PDD US	拼多多	买入	115.04	135.00	17.4%	2025 年 05 月 28 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	120.71	165.00	36.7%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	16.72	15.60	-6.7%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.70	4.80	29.7%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	36.75	46.00	25.2%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.81	12.00	36.2%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.46	13.30	27.2%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	33.40	46.00	37.7%	2025 年 05 月 29 日	游戏
NTES US	网易	买入	139.49	143.00	2.5%	2025 年 05 月 16 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	526.00	604.00	14.8%	2025 年 05 月 15 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	11.04	10.20	-7.6%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	129.00	165.00	27.9%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	20.05	21.00	4.7%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.78	18.50	34.3%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	16.52	13.50	-18.3%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	14.36	21.00	46.2%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	14.78	9.60	-35.0%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	497.80	591.00	18.7%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.80	25.50	17.0%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	52.40	64.00	22.1%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 7 月 22 日

财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	31,873	29,225	27,875	29,126	30,557
主营业务成本	(23,102)	(21,954)	(21,480)	(21,947)	(22,742)
毛利	8,770	7,272	6,394	7,179	7,816
销售及管理费用	(4,014)	(3,682)	(3,956)	(4,076)	(4,215)
研发费用	(1,767)	(1,778)	(1,658)	(1,705)	(1,758)
经营利润	2,989	1,811	780	1,399	1,843
Non-GAAP标准下的经营利润	3,643	2,362	1,242	1,882	2,350
财务成本净额	(873)	(790)	(619)	(418)	(285)
应占联营公司利润及亏损	(51)	18	(4)	0	0
其他非经营净收入/费用	(33)	(187)	144	0	0
税前利润	2,033	852	302	980	1,558
税费	(80)	(61)	(65)	(106)	(166)
非控股权益	(27)	(27)	(12)	(12)	(12)
净利润	1,925	764	224	862	1,380
作每股收益计算的净利润	1,925	764	224	862	1,380
Non-GAAP标准的净利润	2,838	1,512	766	1,426	1,967

资产负债表(百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,281	3,590	1,250	4,087	5,503
有价证券	942	942	1,017	1,098	1,186
应收账款及票据	2,169	2,191	1,952	2,261	2,060
其他流动资产	4,244	2,804	2,801	2,837	2,892
总流动资产	12,635	9,527	7,020	10,283	11,641
物业、厂房及设备	864	878	1,247	1,576	1,981
其他有形资产	9,227	9,039	8,978	8,994	9,070
无形资产	310	290	397	505	613
其他长期资产	21,559	26,027	26,796	27,332	27,447
总长期资产	31,959	36,233	37,419	38,407	39,111
总资产	44,594	45,761	44,439	48,691	50,751
短期贷款	3,574	3,955	4,082	4,213	4,350
应付账款	5,671	6,482	6,465	7,365	6,966
其他短期负债	13,097	11,040	10,838	11,912	11,817
总流动负债	22,342	21,477	21,384	23,490	23,133
长期贷款	8,242	9,387	8,351	8,351	8,351
其他长期负债	1,826	1,522	1,522	1,522	1,522
总长期负债	10,068	10,909	9,873	9,873	9,873
总负债	32,409	32,387	31,257	33,363	33,005
股本	54,972	55,624	55,624	55,624	55,624
储备及其他资本项目	(42,885)	(42,259)	(42,451)	(40,305)	(37,886)
股东权益	12,087	13,365	13,173	15,320	17,738
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
非控股权益	98	8	8	8	8
总权益	12,185	13,374	13,182	15,328	17,746

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	2,033	852	302	980	1,558
合资企业/联营公司收入调整	51	(18)	4	0	0
折旧及摊销	14,091	13,625	12,231	12,408	12,201
营运资本变动	(13,358)	(12,359)	(12,523)	(11,013)	(12,717)
利息调整	873	790	619	418	285
税费	(1)	(24)	(65)	(106)	(166)
其他经营活动现金流	(337)	(756)	(84)	(44)	53
经营活动现金流	3,352	2,110	484	2,643	1,214
资本开支	(37)	(79)	(87)	(96)	(106)
投资活动	(300)	(33)	12	16	21
其他投资活动现金流	(1,403)	(2,333)	107	108	108
投资活动现金流	(1,740)	(2,445)	32	28	23
负债净变动	4,086	1,325	(2,910)	132	136
权益净变动	3,391	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(11,762)	(2,695)	0	0	0
融资活动现金流	(4,285)	(1,370)	(2,910)	132	136
汇率收益/损失	92	15	53	34	44
年初现金	7,862	5,281	3,590	1,250	4,087
年末现金	5,281	3,590	1,250	4,087	5,503

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	2.019	0.801	0.235	0.904	1.447
全面摊薄每股收益	1.975	0.788	0.231	0.890	1.423
Non-GAAP标准下的每股收益	2.912	1.559	0.791	1.471	2.028
每股账面值	12.400	13.777	13.600	15.810	18.295
利润率分析(%)					
毛利率	27.5	24.9	22.9	24.6	25.6
EBIT利润率	9.4	6.2	2.8	4.8	6.0
净利率	6.0	2.6	0.8	3.0	4.5
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	27.5	24.9	22.9	24.6	25.6
经营利润率	11.4	8.1	4.5	6.5	7.7
净利率	8.9	5.2	2.7	4.9	6.4
盈利能力(%)					
ROA	4.2	1.7	0.5	1.9	2.8
ROE	20.8	6.0	1.7	6.0	8.3
ROIC	30.8	12.6	4.4	8.8	10.0
其他					
净负债权益比(%)	53.6	72.9	84.8	55.3	40.6
流动比率	0.6	0.4	0.3	0.4	0.5
应收账款周转天数	27.8	28.7	28.7	28.7	28.7
应付账款周转天数	92.1	101.0	110.0	115.0	115.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii)他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i)分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii)某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii)惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司及富卫集团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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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。