

系列化项目有望驱动会员收入重回上升通道

——爱奇艺 (IQ.O) 25Q3 点评

核心观点

- 事项：**爱奇艺披露三季报。25Q3 营收 66.8 亿（yoy-8%），较彭博预期高 0.9%。毛利率 18%（yoy-4pct），较彭博预期低 1.1pct，同比下滑系经营杠杆减弱。Non-GAAP 归母净利润-1.5 亿（yoy-131%），较彭博预期低 14%。
- 系列化内容驱动投资回报率提升。**25Q3 公司会员服务收入 42 亿（yoy-4%，qoq+3%），与彭博预期一致。环比因《生万物》、《昭雪录》等头部内容表现良好已环比恢复增长。近期广电新政我们认为将驱动长剧市场回暖，表现为：1）缩短周期，审批加快将提升排播的稳定性；2）提升内容创作的灵活性，题材将多样化。我们预期 25Q4 会员收入为 42 亿（yoy+3%，qoq+0%），环比预期持平主要系 Q4 虽为淡季，但有头部内容《唐朝诡事录》第三季等驱动用户活跃和付费。
- 优质内容及双十一有望驱动 Q4 广告环比提升。**25Q3 公司广告收入 12.4 亿（yoy-7%，qoq-2%），较彭博预期低 2.6%，同比下滑主要系效果广告下滑，而品牌广告有所增长。我们预期 25Q4 广告收入为 13 亿（yoy-11%，qoq+3%），预期广告有望环比反弹，主要系我们判断受优质内容及 Q4 双十一大促带动品效广告都得以有环比增长。
- 内容分发收入持续提升。**25Q3 公司内容分发收入 6.4 亿（yoy-21%，qoq+48%），较彭博预期高 10.5%，主要系电影分发稳定增长，但被电视剧分发下滑对冲。25Q4 来看，我们认为或因为更多内容分发至电视台和其他平台带来环比增长，我们预期 25Q4 内容分发收入为 7.4 亿（yoy+82%，qoq+15%）。

盈利预测与投资建议

- 广电新政预期将长期对行业产生正面驱动，预期公司 ROI 有望逐渐回升。我们预计公司 2025~2027 年的 GAAP 归母净利润分别为-3.31/5.41/17.73 亿元（25~27 原预测值为-3.48/5.33/19.77 亿元，根据财报我们调整收入及毛利率预测，从而调整盈利预测）。根据可比公司 26 年调整后 P/E 均值 29X（汇率 USD/CNY=7.1），给予目标价为 2.29 美金/ADS，维持“买入”评级。

风险提示

内容行业政策监管，版权成本提升，收入增长不及预期，竞争格局变化等风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	31873	29225	27259	28410	29356
同比增长(%)	9.91%	-8.31%	-6.73%	4.22%	3.33%
营业利润(百万元)	2989	1811	117	566	1294
同比增长(%)	127.78%	-39.41%	-93.53%	383.56%	128.51%
归属母公司净利润(百万元)	1925	764	-331	541	1773
同比增长(%)	-1513.58%	-60.32%	-143.27%	-263.75%	227.53%
每股收益（元）	2.00	0.79	-0.34	0.56	1.84
毛利率(%)	27.52%	24.88%	21.02%	21.76%	22.62%
净利率(%)	6.04%	2.61%	-1.21%	1.91%	6.04%
净资产收益率(%)	21.00%	6.00%	-2.50%	4.07%	12.26%
市盈率（倍）	8	20	-46	28	9
市净率（倍）	1	1	1	1	1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025 年 11 月 19 日）	2.24 美元
目标价格	2.29 美元
52 周最高价/最低价	2.84/1.5 美元
总股本/流通股（亿股）	9.63/5.28
美股市值（亿美元）	21.57
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 11 月 21 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.7	10.34	-1.75	7.18
相对表现%	7.3	10.85	-7.61	-11.66
纳斯达克	-3.6	-0.51	5.86	18.84



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 021-63326320

联系人

沈熠	执业证书编号：S0860124120005 shenyi1@orientsec.com.cn 021-63326320
----	---

相关报告

广电新政有望驱动长剧 ROI 回升：——爱奇艺 (IQ.O) 25Q2 点评	2025-08-22
长剧供给充沛，短剧远期有望驱动 ROI 回升：——爱奇艺 (IQ.O) 25Q1 点评	2025-05-23
内容矩阵加码，期待会员、广告收入修复：——爱奇艺 24Q4 季报点评	2025-02-24

表 1：盈利预测表

单位：百万/%	25Q1A	25Q2A	25Q3A	25Q4E	25E	26E	27E
营业收入	7,186	6,628	6,682	6,762	27,259	28,410	29,356
yoy	-9.35%	-10.90%	-7.77%	2.24%	-7%	4%	3%
会员服务	4,399	4,090	4,212	4,211	16,912	18,374	19,141
网络广告	1,328	1,272	1,241	1,283	5,124	5,020	5,196
内容分发	629	437	644	741	2,451	2,590	2,636
其他	831	829	585	527	2,772	2,426	2,383
营业成本	5,406	5,293	5,467	5,364	21,530	22,227	22,716
毛利	1,780	1,335	1,215	1,398	5,728	6,183	6,640
毛利率%	24.77%	20.15%	18.19%	20.67%	21.02%	21.76%	22.62%
销售、行政及一般费用	1,026	960	925	1,004	3,914	3,864	3,682
研发费用	412	422	412	451	1,697	1,753	1,664
营业利润（non-GAAP）	459	59	-22	50	546	983	1,711
营业利润率%	6%	1%	0%	1%	2%	3%	6%
GAAP 归母净利润	182	-134	-249	-130	-331	541	1,773
Non-GAAP 归母净利润	304	15	-148	-8	163	1,021	2,250

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：可比公司 PE 估值（单位：百万元人民币，2025.11.19 收盘价）

可比公司	股票代码	市值	归母净利润	归母净利润	25E	26E
			2025E	2026E	PE	PE
腾讯音乐	1698.HK	205,417	11,952	10,996	17.19	18.68
阅文集团	0772.HK	33,565	1,315	1,316	25.53	25.51
芒果超媒	300413.sz	48,695	1,403	1,777	34.70	27.40
奈飞	nflx.o	3,303,383	79,791	98,364	41.40	33.58
哔哩哔哩	9626.HK	77,377	1,115	1,891	69.41	40.92
调整后平均					34	29

数据来源：ifind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析（标准化报表）

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4,435	3,530	4,948	7,159	11,050	营业总收入	31,873	29,225	27,259	28,410	29,356
应收款项合计	6,670	4,667	4,353	4,537	4,688	主营业务收入	31,873	29,225	27,259	28,410	29,356
存货	0	0	0	0	0	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	589	389	428	470	517	营业总支出	28,883	27,414	27,142	27,844	28,062
流动资产合计	12,635	9,527	10,670	13,108	17,197	营业成本	23,102	21,954	21,530	22,227	22,716
固定资产净值	864	878	890	899	908	营业开支	5,781	5,460	5,611	5,617	5,346
权益性投资	0	0	0	0	0	营业利润	2,989	1,811	117	566	1,294
其他长期投资	2,261	2,108	2,214	2,325	2,441	净利息支出	873	790	546	144	-378
商誉及无形资产	11,097	11,041	11,080	11,056	11,067	权益性投资损益	-51	18	-6	-3	-3
土地使用权	0	0	0	0	0	其他非经营性损益	-33	-187	243	266	271
其他非流动资产	17,738	22,206	24,427	26,869	29,556	非经常项目前利润	2,033	852	-192	685	1,939
非流动资产合计	31,959	36,233	38,610	41,150	43,972	非经常项目损益	0	0	0	0	0
资产合计	44,594	45,761	49,280	54,258	61,169	除税前利润	2,033	852	-192	685	1,939
应交税金	0	0	0	0	0	所得税	80	61	138	133	133
短期借贷及长期借贷到期部分	6,374	4,197	4,617	5,079	5,587	少数股东损益	27	27	1	10	34
其他流动负债	10,296	10,798	12,957	15,549	18,659	持续经营净利润	1,925	764	-331	541	1,773
流动负债合计	22,342	21,477	24,705	28,471	32,873	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	8,242	9,387	9,857	10,350	10,867	净利润	1,925	764	-331	541	1,773
其他非流动负债	1,826	1,522	1,674	1,842	2,026	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	10,068	10,909	11,531	12,191	12,893	GAAP 归母净利润	1,925	764	-331	541	1,773
负债合计	32,409	32,387	36,236	40,662	45,766	Non-GAAP 归母净利润	2,838	1,512	163	1,021	2,250
归属母公司股东权益	12,087	13,365	13,035	13,576	15,349	主要财务比率					
少数股东权益	98	8	9	20	53	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
所有者权益合计	12,185	13,374	13,044	13,596	15,403	成长能力					
负债和股东权益	44,594	45,761	49,280	54,258	61,169	营业收入增长率	9.9%	-8.3%	-6.7%	4.2%	3.3%
现金流量表						GAAP 归母净利润增长率	-1513.6%	-60.3%	-143.3%	-263.8%	227.5%
单位:百万元						获利能力					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	毛利率	27.5%	24.9%	21.0%	21.8%	22.6%
经营活动现金流	3,352	2,110	12,941	12,257	12,509	净利率	6.0%	2.6%	-1.2%	1.9%	6.0%
净利润	1,925	764	-331	541	1,773	ROE	21.0%	6.0%	-2.5%	4.1%	12.3%
折旧与摊销	14,091	13,625	12,195	11,051	9,931	ROA	4.2%	1.7%	-0.7%	1.0%	3.1%
营运资本变动	-13,358	-12,359	1,076	654	770	偿债能力					
其他非现金调整	693	80	1	10	34	资产负债率	72.7%	70.8%	73.5%	74.9%	74.8%
投资活动现金流	-1,740	-2,445	-14,572	-13,591	-12,753	流动比率	56.6%	44.4%	43.2%	46.0%	52.3%
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0	0	速动比率	56.6%	44.4%	43.2%	46.0%	52.3%
资本性支出	105	173	12,351	11,148	10,066	每股指标（元）					
投资减少	1,900	1,028	1,130	1,243	1,368	每股收益	2.00	0.79	-0.34	0.56	1.84
其他投资活动现金流量净额	25	17	-2,221	-2,443	-2,687	每股经营现金流	3.48	2.19	13.44	12.73	12.99
融资活动现金流	-4,285	-1,370	3,049	3,546	4,135	每股净资产	12.55	13.88	13.54	14.10	15.94
债务净增	9,149	6,073	889	955	1,025	估值比率					
股本增加	3,461	41	0	0	0	P/E	8	20	-46	28	9
支付的股利合计	0	0	0	0	0	P/B	1.3	1.1	1.2	1.1	1.0
其他筹资活动现金流量净额	-69	290	2,160	2,591	3,110	P/S	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。