

爱奇艺 (IQ)

证券研究报告

2021年11月21日

付费收入提升，广告短期承压，将继续重视提升效率

投资评级

6个月评级

买入（维持评级）

爱奇艺 21Q3 收入同比增长 5.6%，环比略降，21Q4 收入环比预计下降。

爱奇艺 21Q3 实现总营收 75.89 亿元，同比增长 5.6%，环比下降 0.3%，低于前期财报指引下限。营业成本 70.28 亿元，其中内容成本为 53 亿元，同比增长 12.8%，内容成本占收入比重为 69.8%，占比较前两个季度有所回升；毛利为 5.61 亿元，毛利率为 7.4%，同比下降 4.1pct，环比下降 2.3pct；归母净亏损为 17.30 亿元，亏损同比扩大 47.3%，环比扩大 23.8%，归母净利率为 -22.8%。21Q4 收入指引为 70.8-75.3 亿元，同比变动区间为下降 5%到增长 1%。

21Q3 付费用户数下降但收入提升，海外及极速版继续保持强劲态势。

21Q3 爱奇艺付费用户数 1.036 亿，同比下降 1.1%，环比下降 2.4%。尽管付费用户数有所波动，但公司优化会员策略和提升用户体验的运营创新举措推动了付费收入的增长，21Q3 公司付费收入为 42.88 亿元，同比增长 7.9%，环比增长 7.4%。21Q3 付费用户月度 ARPPU 为 13.6 元，同比增长 7.8%，环比上升 8.3%，继续反馈 20 年 11 月调整价格对于 ARPPU 的提升效果。截至 21Q3 末，爱奇艺海外会员用户群显著增大，多个东南亚国家 DAU 环比上季度增加，下载量在多地排名第一。爱奇艺极速版用户增长迅速，DAU 峰值环比上季度增加近 2 倍。

受外部宏观经济影响，及 Q3 上线的优质内容减少，Q3 广告收入同比下降 9.8%。

21Q3 爱奇艺广告收入 16.60 亿元，同比下降 9.8%，环比下降 9.0%；考虑外部环境影响及内容上线不确定性，我们认为 Q4 广告收入或仍面对一定压力。版权分销收入为 6.27 亿元，同比增长 60.0%，环比下降 8.8%；其他收入为 10.13 亿元，同比增长 3.4%，环比下降 8.0%。

21Q3 爱奇艺继续保持优质剧集供给，并不断探索垂直领域，21Q4《一年一度喜剧大赛》等代表综艺及“迷雾剧场”陆续上线。

21Q3 爱奇艺推出《周生如故》、《一生一世》等多类型原创内容广受欢迎，根据云合数据，21Q3 全网连续剧有效播放霸屏榜 TOP20 中爱奇艺播放剧集占到 13 部。电影方面，爱奇艺“云影院”持续推出新片，包括《我们的新生活》、《东北恋哥》等；动漫/儿童方面也在打造多元化原创精品内容。

21Q4 爱奇艺储备优质剧综，包括已上线的《一年一度戏剧大赛》、即将上线的《开拍吧电影》等；剧场方面，悬疑厂牌“迷雾剧场”9月29日回归，推出四部悬疑短剧集：《八角亭迷雾》（已上线）、《致命愿望》（已上线）、《谁是凶手》、《淘金》。公司在 10 月 15 日发布了 260 部新内容，也为 2022 年提供坚实内容基础。

投资建议：随着国内线上娱乐多样化发展，长视频行业整体流量增长面对一定压力，但我们认为长视频作为一种刚性娱乐需求，长期仍然有增长空间。同时爱奇艺继续加码自制内容，内容生产能力提速，并有助于持续优化成本结构，提升运营效率。考虑 Q3 财报数据以及外部环境仍存在不确定性，我们下调公司 21-23 年营业收入至 305.4 亿/323.9 亿/343.9 亿元（前值 318.8 亿/348.1 亿/375.9 亿元），调高净亏损幅度至 62.5 亿/46.1 亿/25.9 亿元（前值 62.1 亿/39.0 亿/12.1 亿元），对应 PS 分别为 1.13x/1.07x/1.00x，维持“买入”评级。

风险提示：行业监管趋严，付费用户增长不及预期，广告主投放需求持续疲软，项目上线进展不达预期，互联网平台监管风险。

作者

张爽

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517070004

zhangshuang@tfzq.com

文浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516050002

wenhao@tfzq.com

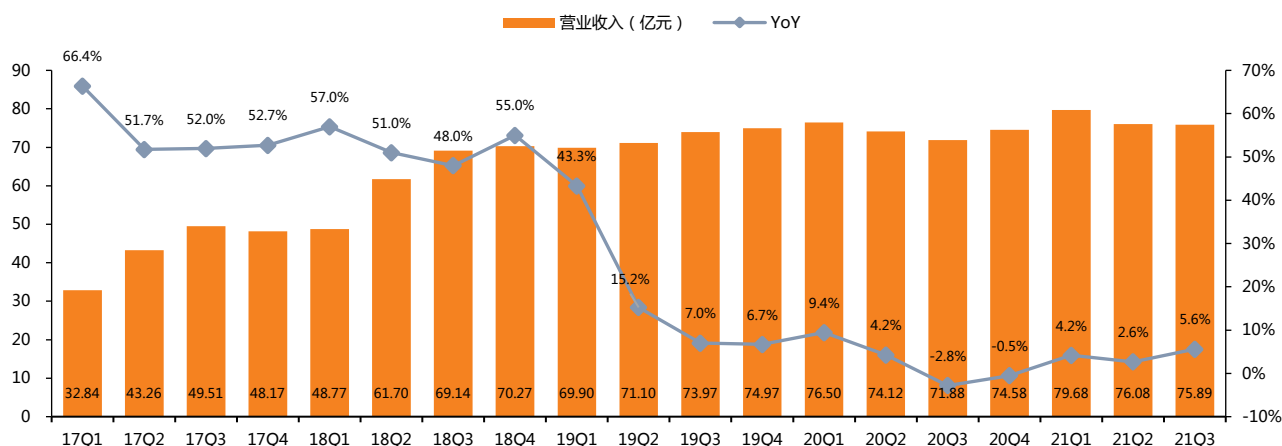
相关报告

- 1 《爱奇艺-公司动态研究:21Q2 付费收入略降但季末会员提升，暑期剧综储备丰富关注对 Q3 拉动效果》2021-08-16
- 2 《-公司动态研究:会员及广告 Q1 环比恢复增长，关注下半年优质内容上线节奏》2021-06-16
- 3 《-公司动态研究:提价后会员增长短期承压，后疫情广告逐步企稳》2021-02-21



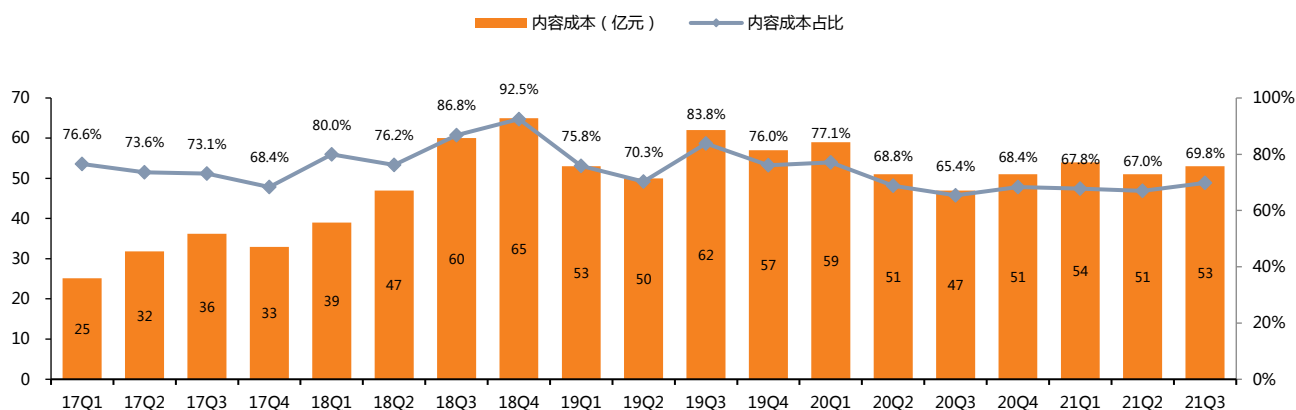
核心财务数据

图 1：爱奇艺营业收入及同比增速（1Q17A-3Q21A）



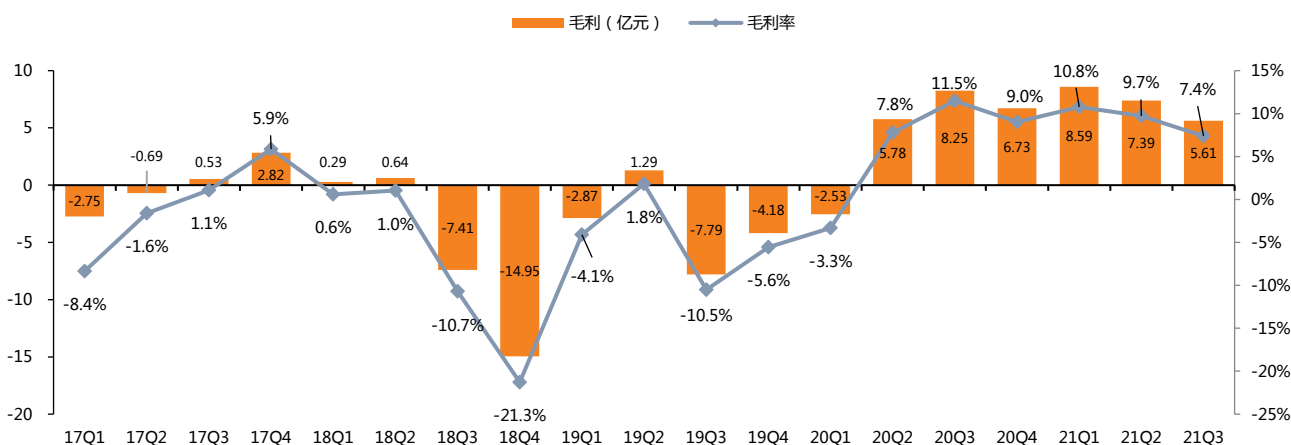
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：爱奇艺内容成本及内容成本占比变动（1Q17A-3Q21A）



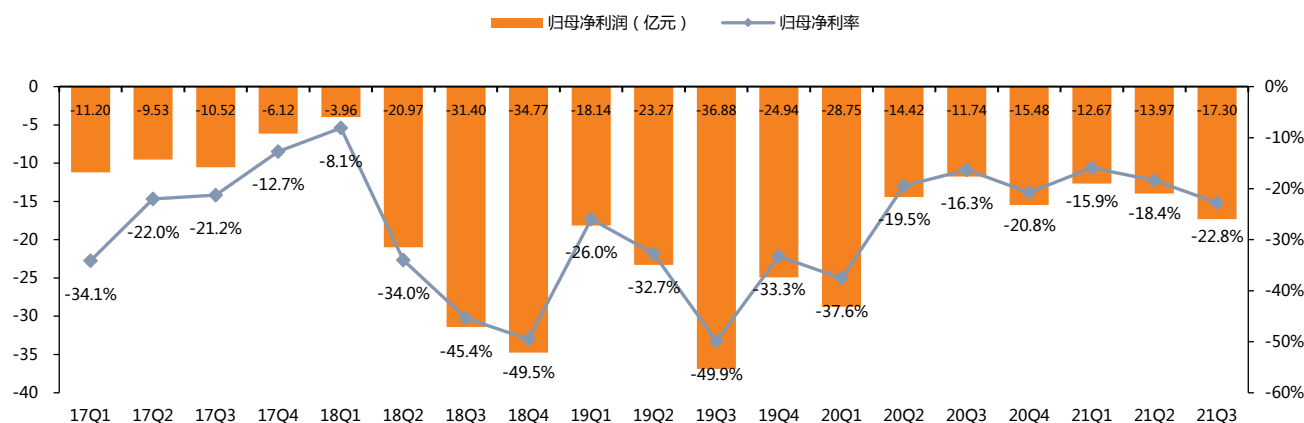
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：爱奇艺毛利及毛利率（1Q17A-3Q21A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

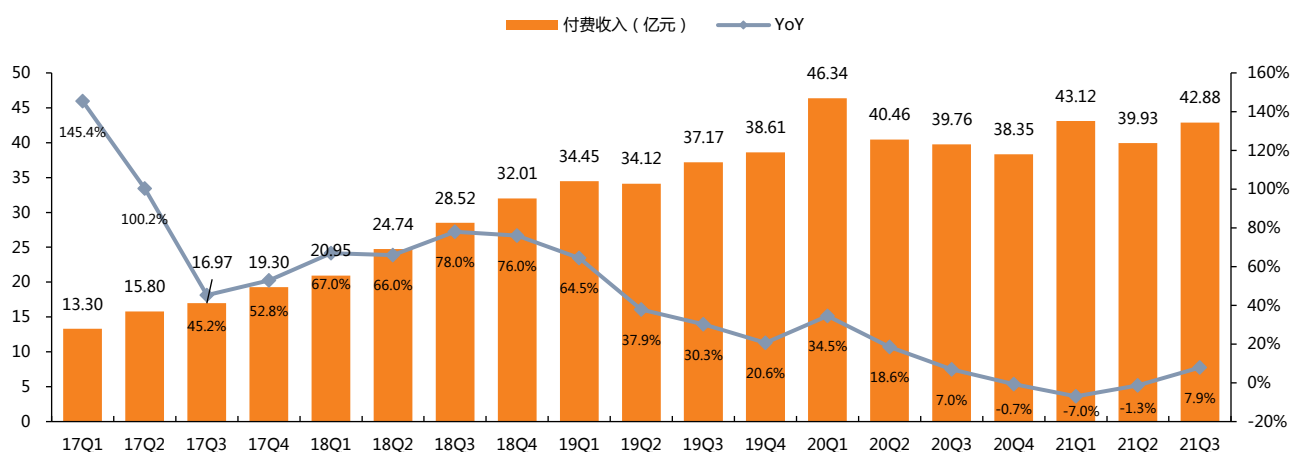
图 4：爱奇艺归母净利润及归母净利率（1Q17A-3Q21A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

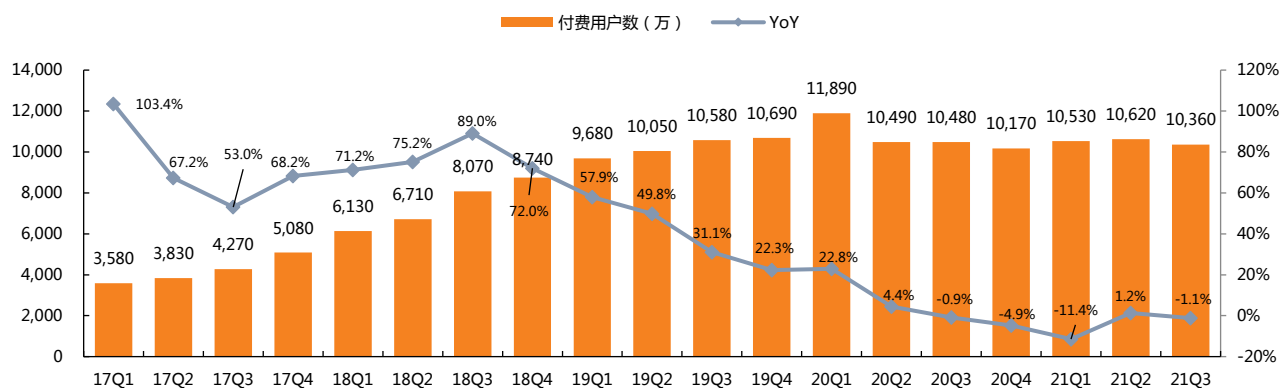
分业务及运营数据

图 5：爱奇艺付费收入及同比增速（1Q17A-3Q21A）



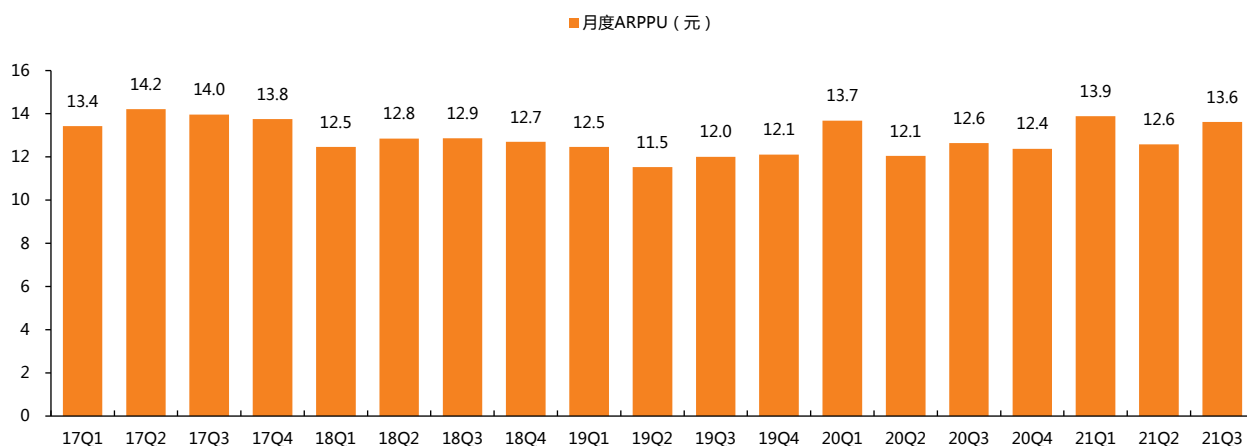
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：爱奇艺付费用户数及同比增速（1Q17A-3Q21A）



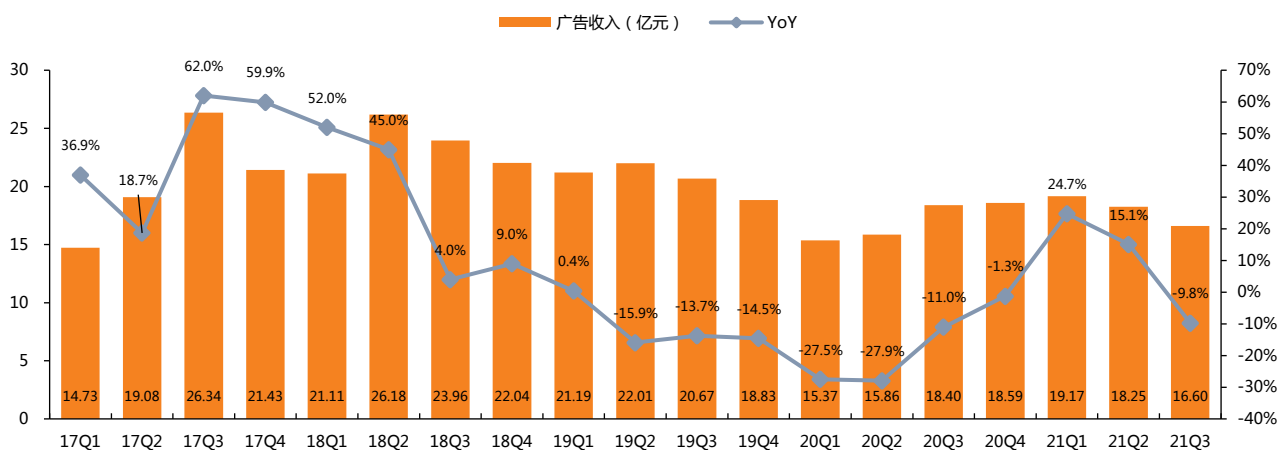
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：爱奇艺月度 ARPPU (1Q17A-3Q21A)



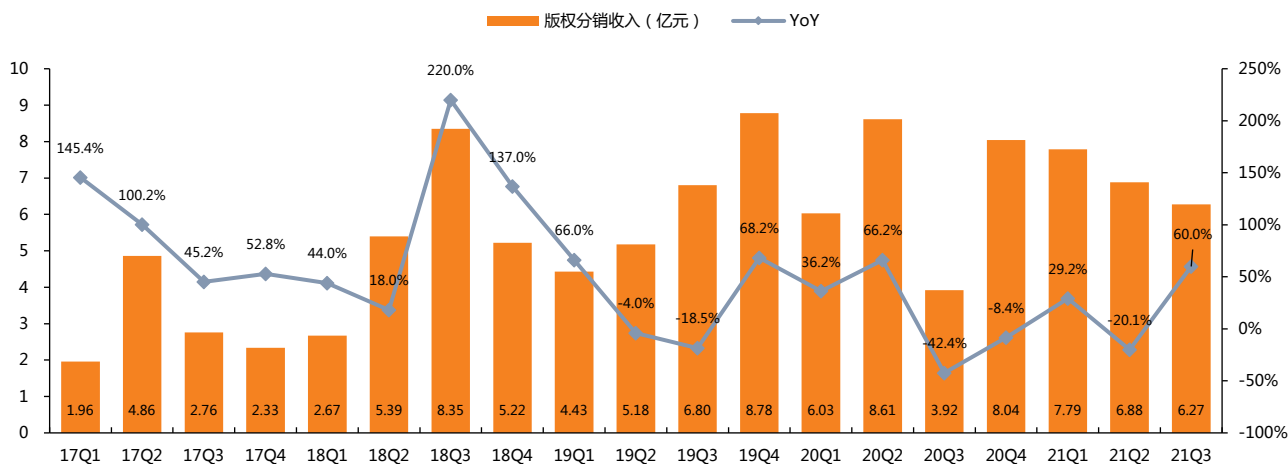
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：爱奇艺广告收入及同比增速 (1Q17A-3Q21A)



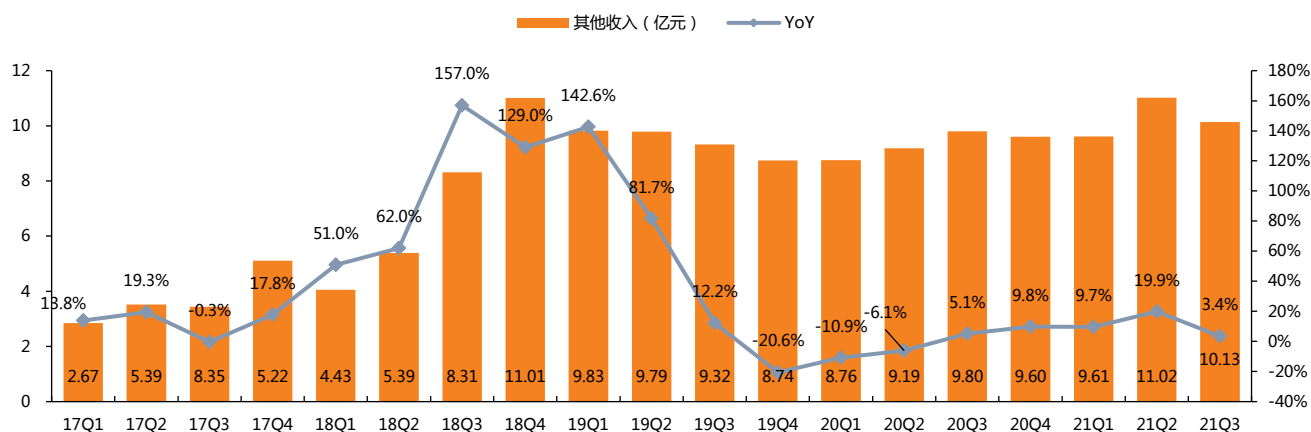
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：爱奇艺版权分销收入及同比增速 (1Q17A-3Q21A)



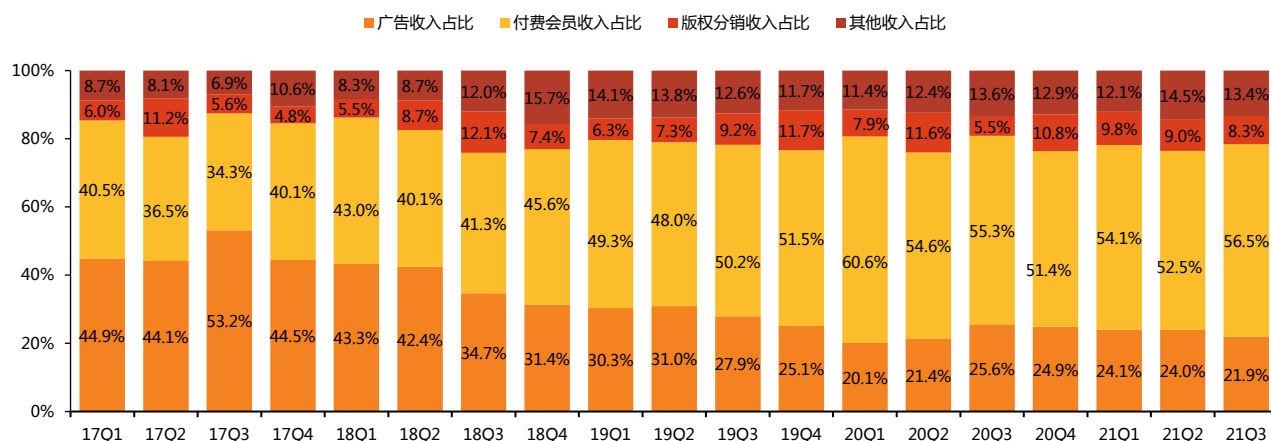
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10: 爱奇艺其他收入及同比增速 (1Q17A-3Q21A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 11: 爱奇艺各部分收入占比 (1Q17A-3Q21A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 12: 爱奇艺盈利预测表 (2019A-2023E)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	289.9	297.1	305.4	323.9	343.9
YoY	16.0%	2.5%	2.8%	6.0%	6.2%
Cost of revenues	303.5	278.8	279.5	283.4	281.7
-Content cost	222.0	208.0	212.6	213.8	210.5
as % of revenue	76.6%	70.0%	69.6%	66.0%	61.2%
Gross profit	-13.5	18.2	25.9	40.5	62.3
Gross margin	-4.7%	6.1%	8.5%	12.5%	18.1%
SG&A	52.4	51.9	48.6	50.8	51.9
as % of revenue	18.1%	17.5%	15.9%	15.7%	15.1%
R&D	26.7	26.8	27.2	27.5	28.2
as % of revenue	9.2%	9.0%	8.9%	8.5%	8.2%
Operating loss	-92.6	-60.4	-49.8	-37.9	-17.9
Operating margin	-31.9%	-20.3%	-16.3%	-11.7%	-5.2%
Other expense	-9.7	-9.4	-11.1	-7.8	-8.3
Net loss	-103.2	-70.5	-62.5	-46.1	-25.9
Net margin	-35.6%	-23.7%	-20.5%	-14.2%	-7.5%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com