

Q2 营收 71 亿 订阅会员破亿，短期业绩承压关注长期付费提升

事件

8 月 19 日爱奇艺公布 2019 年第二季度财务业绩

2019 年第二季度总营收 71 亿元人民币，比去年同期增加 15%。经营性亏损 19 亿元，经营亏损率 26%，亏损幅度同比有所扩大（2018 同期为 13 亿元，亏损率 22%），归属于爱奇艺的净亏损为 23 亿人民币，同比增 9.5%，摊薄每 ADS 净亏损为 3.22 元（0.49 美元）。截止 2019 年 6 月 30 日，公司订阅会员总数为 1.005 亿人，其中超 98.9% 为付费订阅会员，较去年同期 6710 万增加 50%。

简评

订阅会员推动会员服务收入增长，内容上线延迟等拖累整体增长分业务板块看，受订阅会员增长推动，会员服务收入录得 34 亿元，同比增 38%；在线广告收入 22 亿元，因部分内容延迟上线及信息流广告不及预期同比下滑 16%；内容分发收入 5.18 亿元，亦受内容延迟影响同比下降 4%。其他收入 9.24 亿元，同比增 82%，主要得益于垂直业务线的增长，特别是 2018 年 7 月收购天象互动后游戏业务表现强劲。我们认为 H2 收入增长有赖于监管松动和延迟内容的上线，分季度看 Q3 承压 Q4 会员付费有望迎来回升。内容及整体运营成本均有所上升，预计未来两季度维持 Q2 水平 Q2 营业成本为 70 亿元人民币，同比增长 14%，其中内容成本 50 亿，同比增长 7%。销售和管理费用为 13 亿元，同比增 42%。天象互动并表对 SG&A 费率等影响较大。我们预计 H2 公司内容成本和费率仍将维持 Q2 水平，长期来看成本和费率将有所改善。预计 Q3 收入 72.1-76.3 亿，盈利看版权成本控制和用户价值提升管理层指引 Q3 预计总收入 72.1-76.3 亿元，同比增长 4-10%。我们认为 Q3 行业政策面压力仍在，但公司下半年整体排期内容在数量和质量上较上半年有所改善。付费会员放量增长有赖于头部内容的监管松动，广告业务尤其品牌广告受宏观形势影响较大。公司未来能否盈利中期需重点关注内容成本控制，长期来看用户价值提升是关键。

盈利预测与估值：由于广告收入承压和内容上线不确定性，调整 2019 - 2021 年公司营业收入至 297、389 和 490 亿元。采用单用户价值法估值并参考 DCF 估值结果，分别给予 80% 和 20% 的权重，得到目标价 27.82 美元/ADS。我们仍看好公司长期在内容、付费会员和运营等方面的优势，维持“买入”评级。

海外研究 爱奇艺 (IQ)

维持评级

买入

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600

执业证书编号：S1440515080001

香港证监会中央编号：BMV926

发布日期：2019 年 08 月 22 日

当前股价：17.88 美元

目标价格 6 个月：27.82 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

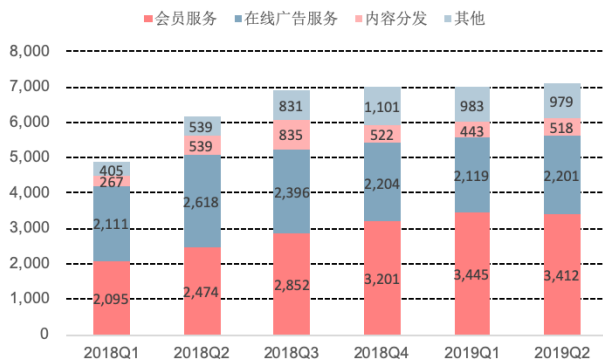
	1 个月	3 个月	12 个月
	-4.39/-4.39	-7.36/0.33	-32.22/1.14
12 月最高/最低价 (美元)			32.46/14.35
总股本 (万股)			508927.92
流通股本 (万股)			221288.78
总市值 (亿美元)			129.99
流通市值 (亿美元)			56.52
近 3 月日均成交量 (万)			777.76
主要股东			
李彦宏			56.67%

股价表现

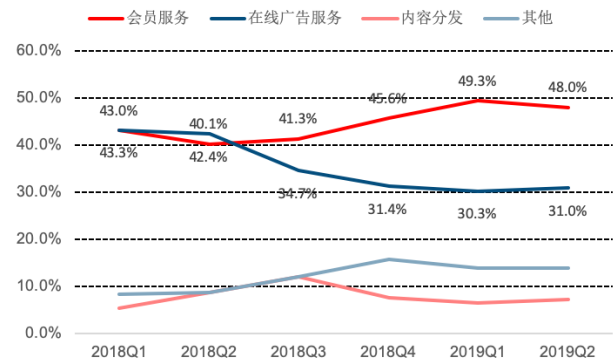


相关研究报告

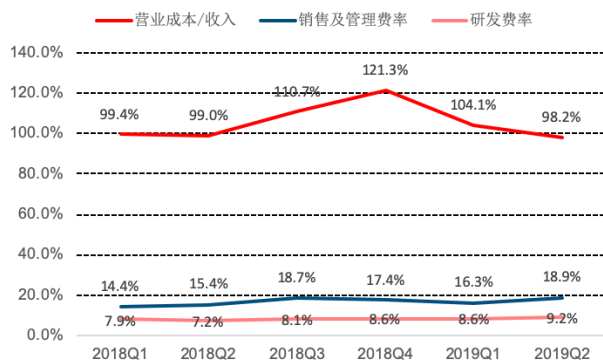
19.07.01 爱奇艺 (IQ)：差异化竞争下的在线视频龙头

图表1： 公司 2018Q1-2019Q2 分季度营业收入（百万元）


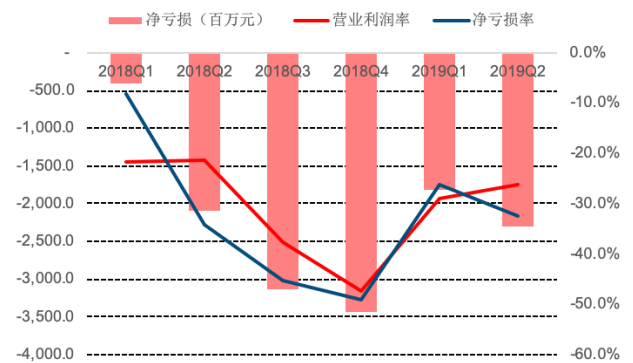
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表2： 公司 2018Q1-2019Q2 季度营业收入分业务占比


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表3： 公司 2018Q1-2019Q2 季度费率变动


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表4： 公司 2018Q1-2019Q2 季度净亏损变动


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

维持“买入”评级

由于广告收入承压和政策面收紧导致的内容上线不确定性，调整 2019 - 2021 年公司营业收入至 297、389 和 490 亿元。参照芒果 TV 与奈飞，在估值时假设爱奇艺用户价值周期为 5 年。我们用该假设与爱奇艺 2019 年预测 MAU 及单 MAU 对应贡献收入，计算出总估值为 1,485 亿元人民币，对应 29.78 美元/ADS。我们认为目前时点爱奇艺尚未盈利，单用户价值方法估值更加合理，DCF 估值方法不确定因素较多，因此分别给予 80% 和 20% 的权重，得到目标价 **27.82 美元/ADS**。我们认为爱奇艺目前处于被低估状态，未来随着政策环境向好和宏观经济改善，会员付费和广告收入有望回升，看好公司长期在内容、付费会员和运营等方面的优势，**维持“买入”评级**。

附：盈利预测表

人民币百万元（累计）	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
会员服务	3,762.2	6,536.0	10,622.8	14,676.8	20,515.3	26,760.8
网络广告服务	5,650.4	8,158.9	9,328.1	8,864.0	10,119.9	11,676.8
内容分发	501.0	1,191.8	2,162.6	1,915.5	2,298.6	2,873.3
其他	1,323.9	1,491.6	2,875.6	4,235.8	5,930.2	7,709.2
总收入	11,237.4	17,378.4	24,989.1	29,692.2	38,864.0	49,020.1
营业成本	-11,436.6	-17,386.6	-27,132.8	-30,351.6	-38,086.7	-45,343.6
销售、一般及行政	-1,765.8	-2,675.0	-4,167.9	-5,043.7	-6,023.9	-7,107.9
研发	-824.5	-1,269.8	-1,994.7	-2,495.0	-2,914.8	-3,431.4
总运营成本和费用	-14,026.9	-21,331.4	-33,295.4	-37,890.3	-47,025.5	-55,882.9
营业亏损	-2,789.5	-3,953.0	-8,306.2	-8,198.1	-8,161.4	-6,862.8
利息收入	17.0	83.1	214.0	260.4	312.5	375.0
利息费用	-110.5	-277.6	-94.7	-270.5	-243.4	-219.1
汇兑净收益/（亏损）	-238.6	400.7	-970.8	500.0	500.0	800.0
权益性投资亏损	-0.1	-0.3	-17.0	-60.0	-	100.0
其他收入净额	60.7	2.5	192.3	-40.0	100.0	200.0
其他收入/（支出）合计	-271.4	208.5	-676.2	389.9	669.0	1,255.9
除税前亏损	-3,060.9	-3,744.5	-8,982.4	-7,808.2	-7,492.4	-5,607.0
所得税	-13.1	7.6	-78.8	-62.5	-59.9	-44.9
净亏损	-3,074.0	-3,736.9	-9,061.2	-7,870.7	-7,552.4	-5,651.8

分析师介绍

陈萌：本科毕业于武汉大学，硕士毕业于复旦大学，2013 年加入中信建投证券研究发展部，现任研究发展部海外前瞻组首席分析师，中小市值首席分析师，从事 A 股研究 6 年，海外市场研究 1 年，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015 年“新财富”中小市值研究第三名、2016 年“新财富”中小市值研究入围奖。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以恒生指数的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859