

中信证券研究部

核心观点


唐思思
 首席传媒分析师
 S1010517080007



肖俨行
 传媒分析师
 S1010517070001

短期广告业务压力和付费会员增速减缓等因素在股价中已有预期，爱奇艺投资机会在于中长期广阔空间、可持续性和随着内容体系不断完善壁垒不断提升。根据分部估值结果，我们给予 2020 年目标价格 30.20 美元，对应 2020 年 PS3.8x，维持“买入”评级。

爱奇艺近年来各项财务数据表现如何？ 2015-2019Q1 年公司分别实现营业收入 53.19 亿元、112.37 亿元、173.78 亿元、249.89 亿元、69.90 亿元，持续保持高速增长，因内容成本处于高位仍处于持续亏损状态。2018 年付费收入 106 亿元，成为首要收入来源，会员规模突破 1 亿，领跑行业。此外，广告业务受到宏观经济周期、信息流广告同比下降等因素影响收入增速显著放缓。

爱奇艺各项内容 2019 年表现如何？ 2019H1 爱奇艺剧集有效播放量 1113 亿，综艺有效播放量 82 亿，均位列行业第一。剧集方面，2019H1 进入 TOP10、TOP30、TOP50 的数量分别为 9 部、26 部、39 部，高于去年同期的 6 部、17 部、32 部，自制剧集表现全面逆袭。综艺方面爱奇艺保持行业第一梯队，TOP10、TOP30、TOP50 的综艺数量分别为 6 部、16 部、27 部。展望 2019 年，剧集和综艺领域储备仍然可圈可点，且自制原创内容“唱主角”趋势显著。

为何要自制？爱奇艺当前自制内容体系搭建如何？ 我们认为，自制内容体系是传媒集团重要壁垒之一，也是中长期决定中国互联网视频行业地位重要影响因素，同时也是决定平台均衡利润率的核心影响因素。相比于同类型平台，爱奇艺更迅速、更坚定地建立自制内容体系，将“创意”基因深化为公司核心基因之一。CEO 龚宇、首席内容官王晓晖是内容体系核心高管，而在剧集、综艺领域已经形成了数十个工作室体系雏形，随着体系不断成熟，威力有望逐步显现。

如何看待内容成本趋势，公司潜在盈亏平衡点如何预测？ 2016-2018 年，全视频平台去重后每年上线剧集数量均在 500-600 部区间，我们判断行业整体剧集、综艺等主流内容数量已经接近饱和。价格方面，2018 年下半年以来内容资产泡沫开始破裂，视频平台内容成本出现拐点。第三，自制内容占比持续提升有望进一步改善成本结构。综合考虑，我们预计 2023 年左右爱奇艺内容成本占营收比例下降至 56.6%，2023 年左右有望接近盈亏平衡点。

如何看待爱奇艺未来现金流趋势？ 2015-2018 年，爱奇艺调整后的经营净现金流分别流出 18.40 亿元，31.20 亿元，62.10 亿元，121.80 亿元。互联网视频平台在快速成长期，需要现金流提前投入以建立自身壁垒和规模优势。截至 2019Q1 账上现金、短期投资、限制现金等等价物合计 179 亿元。展望未来，我们认为爱奇艺仍将相当长一段时间处于投入期，现金流及融资情况仍然值得持续关注。

付费会员规模天花板在哪里？未来 ARPU 提升会是什么节奏？ 我们将付费用户规模扩张进程从驱动力角度分为三个阶段，前期主要靠渠道红利；中期靠平台不断提供更加丰富，更加优质的内容；长期靠人口结构持续优化，潜在付费用户占比不断提升。ARPU 方面，我们认为会员提价拐点有望在未来 1-2 年左右到来。我们预测中国互联网视频行业 2023 年付费率达到 44%，整体行业规模达到 995.45 亿元，2018-2023 年 CAGR 达到 22.78%；预计爱奇艺 2019-2023 年付费收入从 155.90 亿元增长至 309.20 亿元，2018-2023 年 5 年 CAGR23.8%。

爱奇艺	IQ.O
评级	买入（维持）
当前价	19.65 美元
目标价	30.20 美元
总股本	5090 百万股
流通股本	2210 百万股
52 周最高/最低价	38.11 美元
近 1 月绝对涨幅	7.31%
近 6 月绝对涨幅	10.27%
近 12 月绝对涨幅	-37.90%

- **广告收入核心驱动力来自于哪里？未来增长空间如何？** 爱奇艺广告业务未来增长驱动主要来自：(1) **头部综艺自制化率提升**：顶级电视综艺节目单季广告收入超过 10 亿元。爱奇艺 2018 年 TOP12 综艺仅有 4 部为自制，较行业龙头有较大差距；(2) **垂直化、精准化的趋势**：提供更丰富、更精准的目标用户触达媒介产品，吸引更多品牌广告主进入行业。对比美国，1980-2010 年期间代表更垂直、更精准的有线电视网广告 30 年复合增速达到 22.7%。我们预测爱奇艺 2018-2023 年广告收入由 93.30 亿元增长至 132.90 亿元，CAGR 为 7.3%。
- **如何看待监管对于行业发展的影响？** 短期善于理解监管内涵、提前布局的公司将受益；文化产业中长期将是我国经济下一步发展最有活力的领域之一。此外，文化出海需要强大的文化产业做支撑，未来海外市场空间广阔。最后，文化产业天生具有意识形态属性，在全球都受到不同程度监管，如何兼顾监管和用户的需要，打造自身可持续发展路线，将成为成功文化企业的壁垒。
- **如何看待爱奇艺“苹果园”的发展战略？** 首先是视频业务拥有绝对核心地位，是带动生态运转的“发动机”；其次，“苹果园”战略在于用不同内容品牌定位不同用户的不同娱乐内容需求，打造领先垂直内容品牌。爱奇艺奇巴布精准定位 0-12 岁少儿媒体，目标打造国内顶级少儿媒体品牌；最后，IP 价值深度变现是传媒集团中长期提升利润率的重要路径。迪士尼为例，主题公园&商品零售等多元化业务收入占比提升，驱动其净利润率在 1960 年之后不断提升。
- **如何对爱奇艺进行估值？** 广告和付费是视频平台两大核心变现模式，预计长期将逐步拓展成两大品牌矩阵系列：付费板块，综合考虑美国有线电视运营商并购和流媒体龙头 Netflix 估值，给予 2022 年付费业务 4.5 倍 EV/Sales，按照 11%WACC 折现，对应 2020 年目标 EV 为 1016 亿人民币。广告业务，给予 2020 年 EV/Sales 为 5 倍，广告业务对应合理 EV 为 497 亿人民币。我们认为爱奇艺 2020 年目标市值为 1514 亿人民币，对应每 ADS 价格为 30.20 美元。
- **风险因素**：持续数年不盈利导致现金流紧张风险；宏观经济周期导致广告业务不及预期风险；政策监管波动导致相关内容上线不及预期风险
- **投资建议**：基于对爱奇艺广告和付费业务预测，我们调整爱奇艺 2019-2021 收入预测分别为 315.40 亿/381.60 亿/441.70 亿元（原预测为 315.39 亿/379.20 亿/435.70 亿元）。当前价格 19.65 美元，对应 2019-21 年 PS 为 3.1X/2.5X/2.2X。爱奇艺的投资机会在于其中长期广阔空间、可持续性和随着内容体系不断完善壁垒不断提升。根据分部估值结果，我们维持“买入”评级，给予 2020 年目标价格 30.20 美元，对应 2020 年 PS3.8x。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17378	24989	31539	38164	44172
营业收入增长率 YoY	55%	52%	26%	21%	16%
调整净利润(百万元)	-4138	-8090	-8344	-6774	-4727
净利润增长率 YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
每股收益 EPS(基本)(元)	-0.81	-1.59	-1.64	-1.33	-0.93
毛利率	0%	-9%	-3%	5%	10%
净资产收益率 ROE	-75%	-69%	-60%	-105%	-702%
EV/EBITDA	24	27	15	11	9
PS (x)	5.6	3.9	3.1	2.5	2.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 7 月 12 日收盘价

目录

爱奇艺近年来各项财务数据表现如何？	1
营收保持高速增长，2018 年内容成本继续高企	1
会员付费成首要收入，广告收入增速放缓	3
爱奇艺各项内容 2019 年上半年表现如何？	6
剧集：原创自制剧集驱动 2019 年表现全面逆袭	6
综艺：自制综艺持续放量，处于行业第一梯队	11
2019 最新片单：公司多样化自制剧集&综艺节目值得期待	14
为何要自制？爱奇艺当前自制内容体系搭建如何？	15
IP、体系、渠道、品牌构成传媒集团系统化壁垒	15
原创内容时代全面来临，战略和机制决定视频平台中长期行业地位	16
自制体系有助于提升壁垒，改善成本结构	17
坚定打造自有体系，剧集和综艺赛道已经搭建起工作室体系雏形	17
如何看待内容成本趋势，公司潜在盈亏平衡点如何预测？	19
内容数量整体已经趋于饱和，资产泡沫破裂导致价格回归常态	19
预计 2023 年有望实现盈亏平衡，稳态利润率或介于 10%-20% 之间	22
如何看待爱奇艺未来现金流趋势？	23
付费会员规模天花板在哪里？未来 ARPU 提升会是什么节奏？	24
付费会员规模前期靠渠道红利，中期靠内容红利，长期靠人口结构变迁	24
ARPU：提价渐行渐近，长期有持续跑赢 GDP 增长的潜力	27
付费 2.0 时代：大国独有，中国 HBO 或 Netflix 有望诞生	29
预计 2023 年付费市场达到 995 亿，爱奇艺付费用户接近 1.8 亿	30
广告收入核心驱动力来自于哪里？未来增长空间如何？	31
过去 10 年核心红利来自于渠道红利和对电视等传统媒体的替代效应	31
未来驱动力：头部综艺自制率提升和垂直化、品效合一等趋势	31
广告短期受经济波动影响，长期仍然具有持续成长空间	34
如何看待监管对于行业发展的影响？	35
如何看待爱奇艺“苹果园”的发展战略？	37
如何对爱奇艺进行估值？	39
风险因素	40
盈利预测及投资建议	41

插图目录

图 1: 2015-2019Q1 爱奇艺营收及同比	1
图 2: 2015-2019Q1 爱奇艺归母净利润及亏损率	1
图 3: 2015-2018 公司收入结构拆分	2
图 4: 2015-2019Q1 爱奇艺利润率&费用率	2
图 5: 2015-2018 爱奇艺内容成本及占比	3
图 6: 2015-2018 爱奇艺宽带成本及占比	3
图 7: 2015-2019Q1 爱奇艺付费收入及同比	3
图 8: 2016Q3-2019Q1 爱奇艺付费收入及增速	4
图 9: 2015-2019Q1 爱奇艺订阅会员规模及付费率	4
图 10: 2015Q4-2019Q1 爱奇艺订阅会员规模及环比	4
图 11: 2015-2018 年爱奇艺年度 ARPU	5
图 12: 2018Q1-2019Q1 爱奇艺季度 ARPU 及环比	5
图 13: 2015-2018 年公司广告收入及同比	5
图 14: 2016Q3-2019Q1 公司广告收入及增速	6
图 15: 2015-2019Q1 爱奇艺内容分发收入及增速	6
图 16: 2015-2019Q1 爱奇艺其他收入及增速	6
图 17: 2019 年 1-6 月各平台剧集和综艺有效播放量	7
图 18: 2019 年 1-6 月各平台独播剧集和独播综艺有效播放量	7
图 19: 2018&19 年 1-6 月爱奇艺头部剧集部数	7
图 20: 2018&19 年 1-6 月腾讯视频头部剧集部数	7
图 21: 2018&19 年 1-6 月优酷头部剧集部数	8
图 22: 2018&19 年 1-6 月芒果 TV 头部剧集部数	8
图 23: 2018&19 年 1-6 月头部内容中爱优腾独播剧数量	8
图 24: 2018&19 年 1-6 月 TOP50 中爱优腾独播网络剧数量	9
图 25: 2018&19 年 1-6 月各平台独播网络剧有效播放量及市占率	9
图 26: 2018&19 年 1-6 月爱奇艺自制剧集部数及有效播放量	10
图 27: 2018 年 TOP50 中各平台上新剧集题材分布	11
图 28: 2019 年 TOP50 中各平台上新剧集题材分布	11
图 29: 2018&19 年 1-6 月头部内容中各平台综艺数量	12
图 30: 2018&19 年 1-6 月爱奇艺头部综艺部数	12
图 31: 2018&19 年 1-6 月腾讯视频头部综艺部数	12
图 32: 2018&19 年 1-6 月优酷头部综艺部数	12
图 33: 2018&19 年 1-6 月芒果 TV 头部综艺部数	12
图 34: 2018&19 年 1-6 月爱奇艺自制综艺数量和有效播放量	13
图 35: 2018&19 年 1-6 月爱奇艺自制综艺数量和有效播放量	13
图 36: 迪士尼的传媒集团系统化壁垒	15
图 37: “制播分离”传统采购体系 VS “制播合一”自制内容体系	17
图 38: 爱奇艺管理架构及核心管理层简图	18
图 39: 爱奇艺自制内容体系核心工作室设置及核心人员简要信息	19
图 40: 2016-2019H1 全网平台上新剧集数量	20
图 41: 2017-2019H1 各平台上新剧集部数	20
图 42: 2003-2018 年我国电视剧发行数量	20

图 43: 2010-2017 美国电视&网络剧集上新数量统计	21
图 44: 2011-2017 年中国当年“剧王”采购价格.....	21
图 45: 2001-2019 年美剧历年头部剧集采购价格	21
图 46: 2015-2019Q1Netflix 经营净现金流及营收占比.....	23
图 47: 爱奇艺现金流模型有利和不利因素	24
图 48: 2013-2018 年互联网视频行业付费用户规模及其增速	25
图 49: Netflix2011-18 年美国本土订户数及增速.....	25
图 50: 2014-19 年美国用户认定 Netflix 为最佳原创内容来源比例	26
图 51: 2019 年美国用户购买 Netflix 的理由.....	26
图 52: 2017VS2018 中国互联网网民年龄结构占比.....	26
图 53: 2018 年三大视频平台用户年龄结构占比	27
图 54: 2017 年美国民众业余时间分配按年龄划分	27
图 55: 2007-2015 美国有线电视收视费同比增长率与人均可支配收入增长率对比.....	28
图 56: Netflix 有史以来提价的过程	28
图 57: “广告模式”VS“Premium 模式”	30
图 58: 2012-2018E 中国电视&互联网视频广告市场规模	31
图 59: 2014-2018 年湖南卫视广告收入.....	32
图 60: 2015-18 年爱奇艺广告收入.....	32
图 61: 1950 年代-2015 年美国电视网收视率分布.....	33
图 62: 爱奇艺互动视频中画面信息探索功能与电商结合	34
图 63: 2000-2018 年我国一、二、三产业 GDP 占比	36
图 64: 1990-2016 年好莱坞六大制片厂来自海外的收入占比	37
图 65: 爱奇艺“苹果园”战略下品牌矩阵	37
图 66: 爱奇艺奇巴布 App 界面.....	38
图 67: 1945-1971 迪士尼收入结构及经历了变化趋势	38

表格目录

表 1: 2019 年 1-6 月爱奇艺自制剧有效播放量 TOP10	10
表 2: 2019 年 1-6 月高分上新华语剧集.....	11
表 3: 2019 年 1-6 月爱奇艺上新自制综艺有效播放量 TOP10	13
表 4: 爱奇艺 2019 年计划上映剧集.....	14
表 5: 爱奇艺 2019 年计划上映综艺.....	14
表 6: 2015-2023E 爱奇艺主要成本率、费用率预测	22
表 7: 美国传媒上市公司 2010-18 年净利润率统计	22
表 8: 2015-2018 年爱奇艺调整经营现金流.....	23
表 9: 爱奇艺 IPO 以来融资记录.....	24
表 10: 不同娱乐消费形式单位时间价格预估	27
表 11: 美国有线电视运营商层级特点	29
表 12: 美国有线电视运营商价格服务一览	29
表 13: 2017-2028E 中国互联网视频行业付费市场空间预测.....	30
表 14: 2015-2023E 爱奇艺付费收入预测.....	30
表 15: 2018 年湖南卫视综艺有效播放量 TOP12 信息.....	32
表 16: 2018 年爱奇艺综艺有效播放量 TOP12 信息	32
表 17: 1980-2010 美国不同媒体形态产品广告收入符合增速	33
表 18: 2018-2023E 中国互联网视频广告市场规模预测	34
表 19: 2015-2023E 爱奇艺广告收入预测.....	34
表 20: 全球历史电影票房 TOP20	36
表 21: 2007 年以来美国有线运营商领域并购案例及估值	39
表 22: 2019-2023E 爱奇艺付费收入预测.....	39
表 23: 互联网广告可比公司 EV/Sales 情况对比	40
表 24: 2017-2021E 爱奇艺核心财务数据及盈利预测	41

爱奇艺近年来各项财务数据表现如何？

营收保持高速增长，2018 年内容成本继续高企

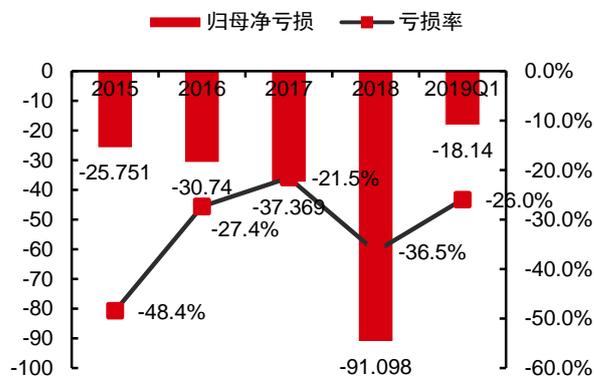
营收保持高增速，亏损由于内容成本高企。2015-2019Q1 年公司分别实现营收 53.19 亿元、112.37 亿元、173.78 亿元、249.89 亿元、69.90 亿元，2016-2019Q1 年分别同比增长 111.3%、54.7%、43.8%、43%，营收持续保持高速增长，2018 年、2019Q1 营收增速减缓主要因为广告收入增速影响。净亏损方面，2015-2019Q1 归母净亏损分别是-25.75 亿元、-30.74 亿元、-37.37 亿元、-91.10 亿元、-18.14 亿元，对应净亏损率为-48.4%、-27.4%、-21.5%、-36.5%、-26.0%，公司持续亏损主要原因是内容成本高企。

图 1：2015-2019Q1 爱奇艺营收及同比增速（单位：亿元/%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

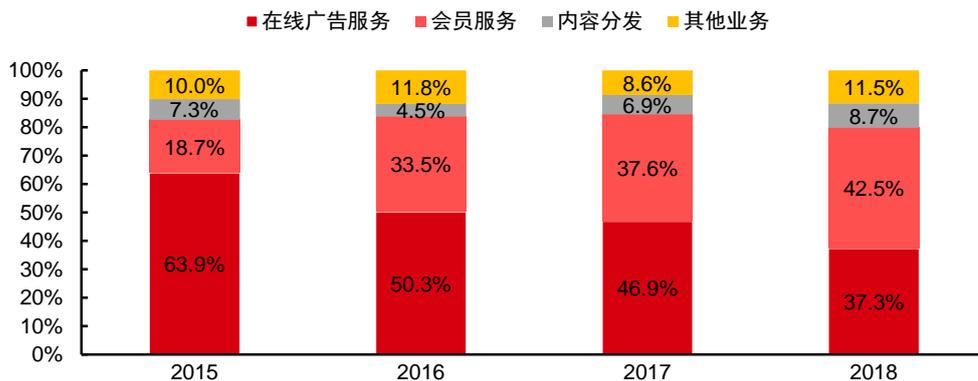
图 2：2015-2019Q1 爱奇艺归母净利润及亏损率（单位：亿元/%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

营收结构方面，付费收入占比持续提升，已经超越广告成为第一大收入。公司会员服务收入占比持续提升，从 2015 年 18.7% 提升至 2018 年 42.5%，显示出付费订阅市场发展潜力。在线广告服务收入占比有所下滑，从 2015 年的 63.9% 下降至 2018 年 37.3%，主要受宏观经济周期等因素影响。此外，内容分发收入占比维持不到 10%，其他业务收入占比 10% 左右。

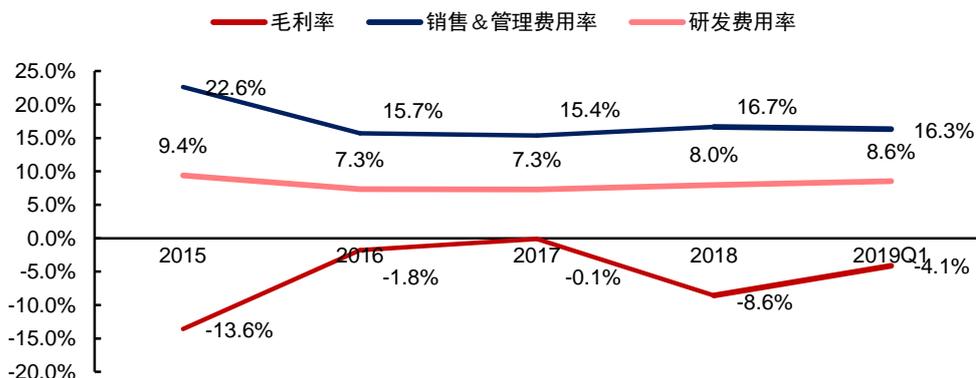
图 3: 2015-2018 公司收入结构拆分



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

分公司仍处于亏损状态, 费用率保持稳定。2015-2018 公司毛利率分别为-13.6%、-1.8%、-0.1%、-8.6%, 整体仍处于亏损状态。费用率方面, 销售/管理费用率基本保持稳定, 2018 年相较于 2017 年增长, 主要是增强渠道方面营销支出以及收购天象娱乐所支出的股权激励; 研发费用率稳中有升, 主要来自公司在技术研发领域持续投入。

图 4: 2015-2019Q1 爱奇艺利润率和费用率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

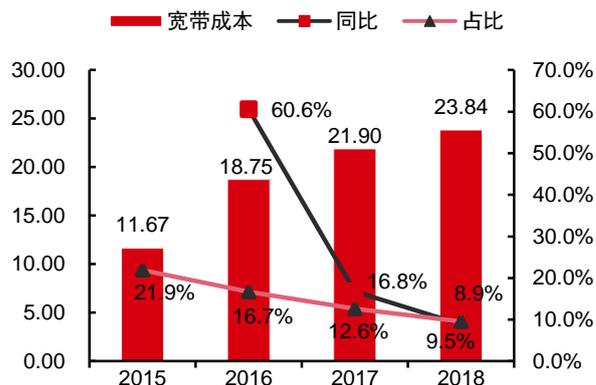
成本方面, 内容成本继续高企。2015-2018 年, 内容成本分别为 36.94 亿元、75.41 亿元、126.17 亿元、210.61 亿元, 增速分别为 104.1%、67.3%、66.9%, 内容成本保持高速增长态势。占比方面, 内容成本占公司营业收入的比例由 2016 年的 67.1% 持续提升至 2018 年的 84.3%, 主要源于公司大量采购内容版权以及自制内容成本。此外, 宽带成本用于支持增长的用户流量和提供更好的用户体验, 2018 年宽带成本 23.84 亿元, 增速有所放缓, 占比持续下降至 9.5%。

图 5: 2015-2018 爱奇艺内容成本及占比 (单位: 亿元/%/%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: 占比=内容成本/营收

图 6: 2015-2018 爱奇艺宽带成本及占比 (单位: 亿元/%/%)

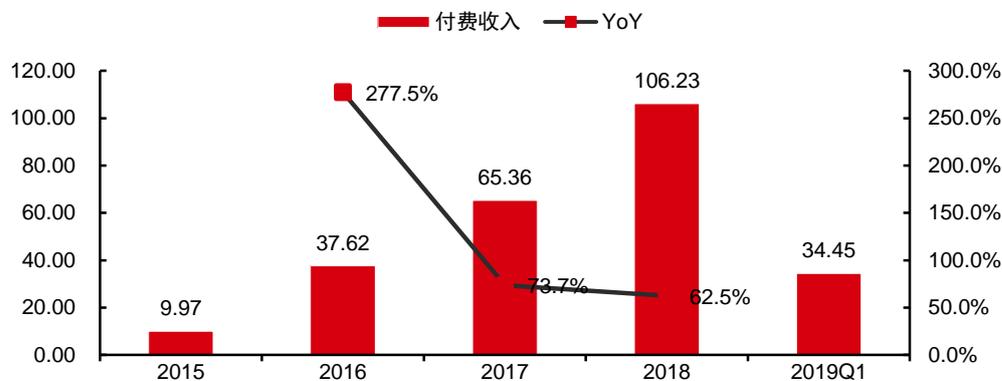


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: 占比=宽带成本/营收

会员付费成首要收入, 广告收入增速放缓

付费收入成首要收入来源。2015-2019Q1, 爱奇艺实现付费收入 9.97 亿元、37.62 亿元、65.36 亿元、106.23 亿元、34.45 亿元, 2016-2018 分别增速 277.5%、73.7%、62.5%, 仍保持较快的增长速度。季度数据方面, 2017Q2 开始付费收入持续保持高速增长态势。2018 年付费收入超过广告收入, 占比 42.5%, 成为公司首要收入来源。

图 7: 2015-2019Q1 爱奇艺付费收入及同比 (单位: 亿元/%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

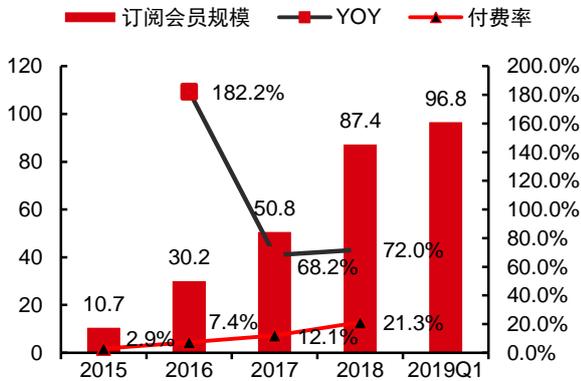
图 8: 2016Q3-2019Q1 爱奇艺付费收入及增速 (单位: 亿元/%/%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

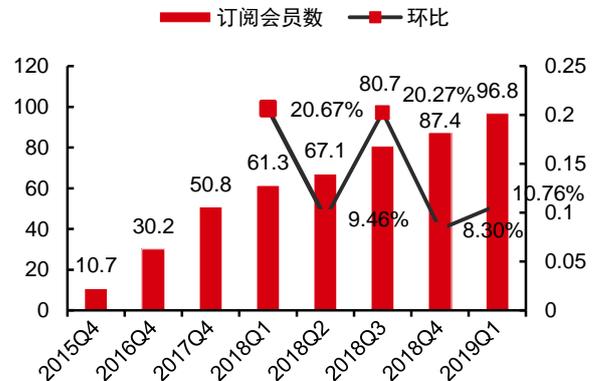
订阅会员规模突破 1 亿, ARPU 由于促销活动有所波动。2015 年公司开始开展付费订阅会员业务, 此后付费用户快速增长, 截至 2019Q1, 公司订阅会员规模增长至 9680 万人, 并于 2019 年 6 月宣布付费会员规模破亿。爱奇艺 2018 年平均移动 MAU 达 4.55 亿, 付费率 21.3%。ARPU 值方面, 由于付费会员规模加速增长、2018 年 4 月起爱奇艺与京东开展会员合作促销活动等因素, 2018 年 ARPU 小幅下降至 121.50 元。

图 9: 2015-2019Q1 爱奇艺订阅会员规模及付费率 (单位: 百万/%/%)



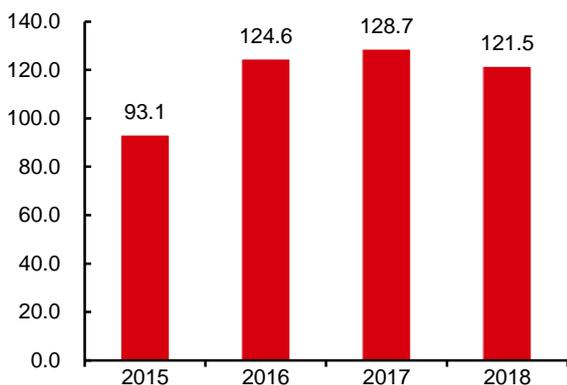
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 10: 2015Q4-2019Q1 爱奇艺订阅会员规模及环比 (单位: 百万/%)



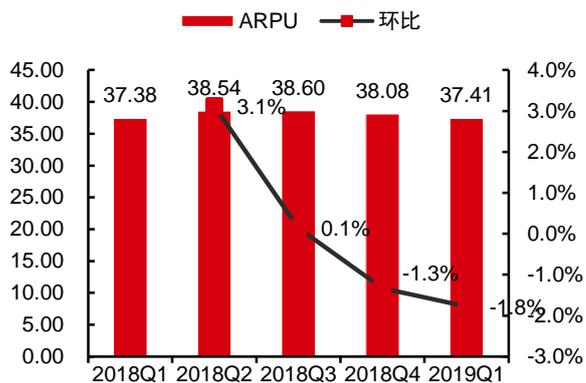
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 11: 2015-2018 年爱奇艺年度 ARPU (单位: 元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: 年度 ARPU=付费收入/订阅会员规模

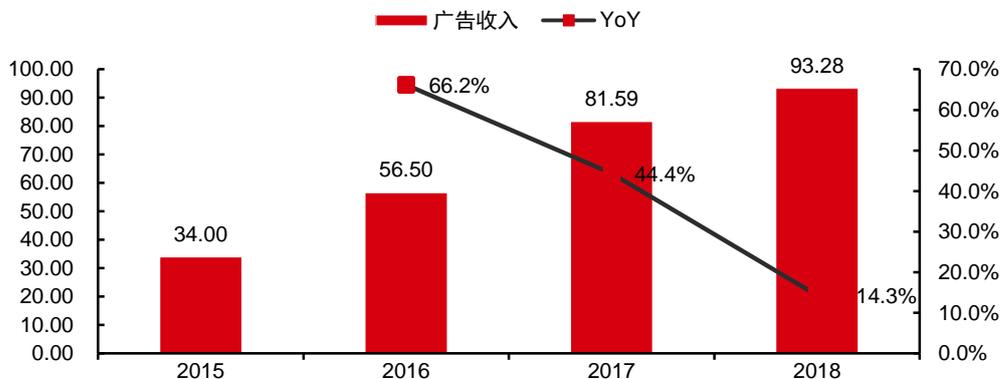
图 12: 2018Q1-2019Q1 爱奇艺季度 ARPU 及环比 (单位: 元/%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: 季度 ARPU=付费收入/(期初订阅会员规模+期末订阅会员规模)*2

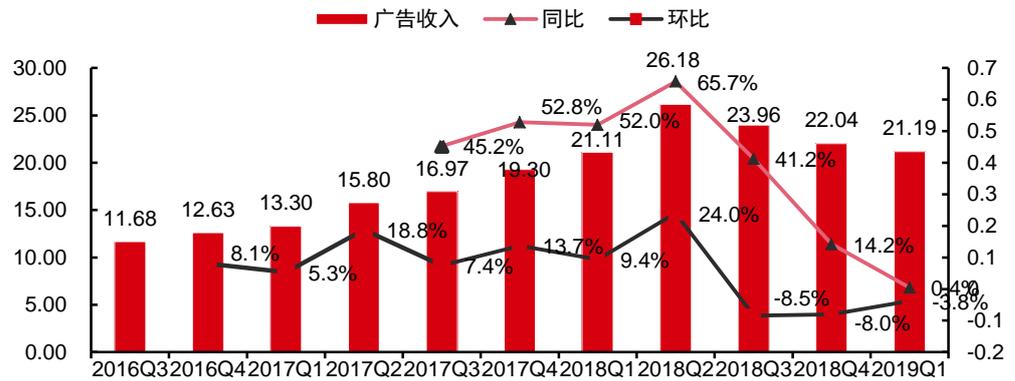
广告收入增速放缓, 但仍是公司重要收入来源。2018 年公司广告业务实现收入 93.28 亿元, 同比增长 14.3%, 增速放缓, 主要原因包括宏观经济周期影响、信息流广告政策收紧等因素。广告收入占比由 2015 年的 63.9% 下降至 2018 年的 37.3%, 仍是公司重要收入来源。公司平均从每个广告商实现的品牌广告收入, 由 2017 年的 540 万元增长至 2018 年的 672 万元, 增长 24.5%, 显示公司在核心广告主端溢价能力提升。

图 13: 2015-2018 年公司广告收入及同比 (单位: 亿元/%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

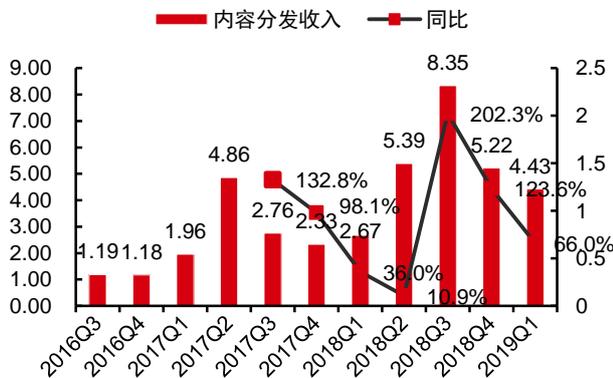
图 14: 2016Q3-2019Q1 公司广告收入及增速 (单位: 亿元/%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

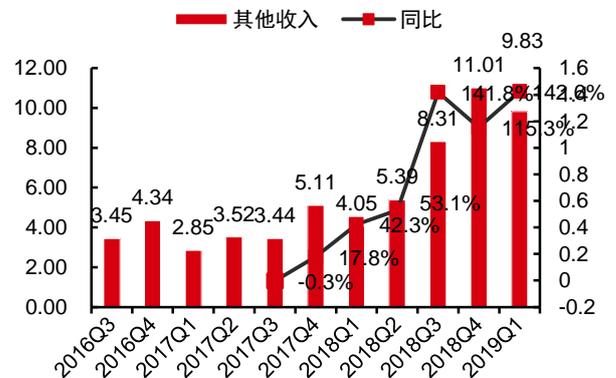
其他业务收入方面: 爱奇艺内容分发业务主要向第三方互联网视频平台分发内容, 此外还有向电视台和海外的内容分发, 2018 年内容分发收入 21.63 亿元, 同比增长 81.5%, 占比 8.7%。其他收入主要来自于网络游戏、艺人经纪、文学等多种业务, 2018 年实现其他收入 28.76 亿元, 同比增长 92.8%, 占比 11.5%。整体来看, 内容分发业务或呈现波动趋势, 主要从之前内容互换为主转换为对外授权为主。而在“苹果园”战略持续推进背景下, 其他业务收入将有望保持高速增长。

图 15: 2015-2019Q1 爱奇艺内容分发收入及增速 (单位: 亿元/%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 16: 2015-2019Q1 爱奇艺其他收入及增速 (单位: 亿元/%)



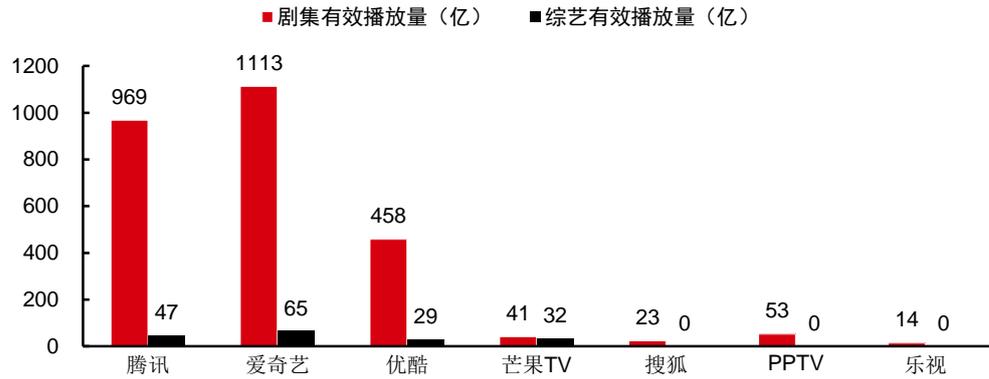
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

爱奇艺各项内容 2019 年上半年表现如何?

剧集: 原创自制剧集驱动 2019 年表现全面逆袭

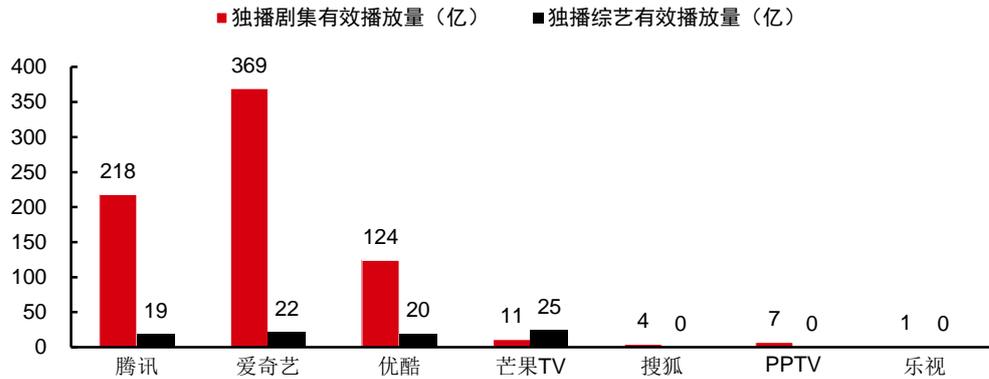
爱奇艺 2019 年至今剧集优势显著。云合数据显示, 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日, 爱奇艺剧集有效播放量 1113 亿, 综艺有效播放量 65 亿, 均位列行业第一。以头部剧集作为核心统计数据, 爱奇艺较去年同期有显著提升。2019 年 1-6 月, 爱奇艺进入 TOP10、TOP30、TOP50 的剧集数量分别为 9 部、27 部、39 部, 高于去年的 6 部、17 部、32 部。相比优酷基本持平, 腾讯、芒果 TV 下滑, 爱奇艺剧集表现强劲势头。

图 17: 2019 年 1-6 月各平台剧集和综艺有效播放量



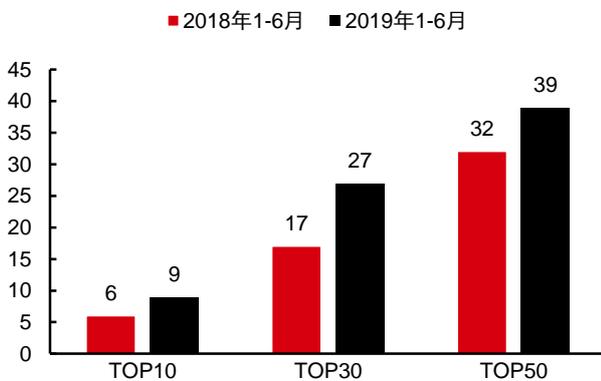
资料来源: 云合数据四象分析系统 (EVA), 中信证券研究 注: 剧集统计上线时间 2000 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日, 综艺统计上线时间 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日

图 18: 2019 年 1-6 月各平台独播剧集和独播综艺有效播放量



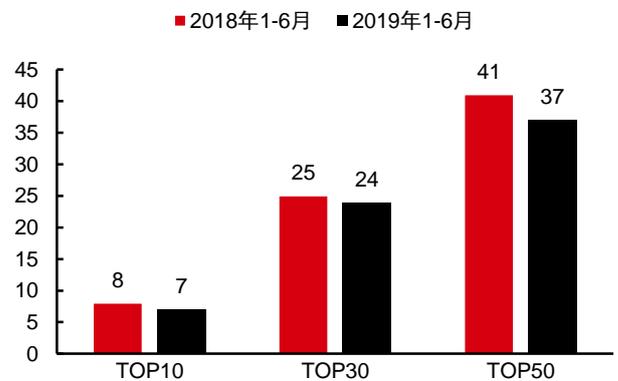
资料来源: 云合数据四象分析系统 (EVA), 中信证券研究 注: 剧集统计上线时间 2000 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日, 综艺统计上线时间 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日

图 19: 2018&19 年 1-6 月爱奇艺头部剧集部数



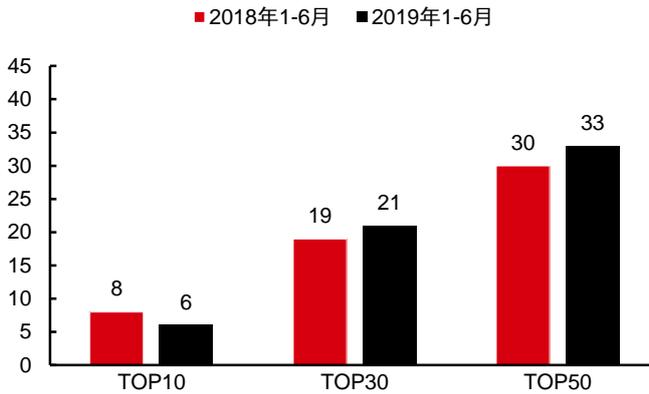
资料来源: 云合数据四象分析系统 (EVA), 中信证券研究

图 20: 2018&19 年 1-6 月腾讯视频头部剧集部数



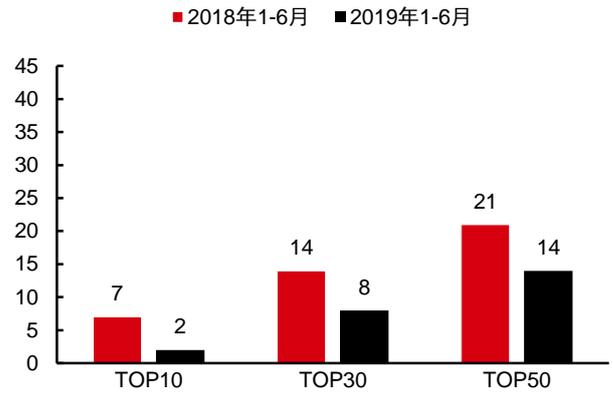
资料来源: 云合数据四象分析系统 (EVA), 中信证券研究

图 21: 2018&19 年 1-6 月优酷头部剧集部数



资料来源: 云合数据四象分析系统 (EVA), 中信证券研究

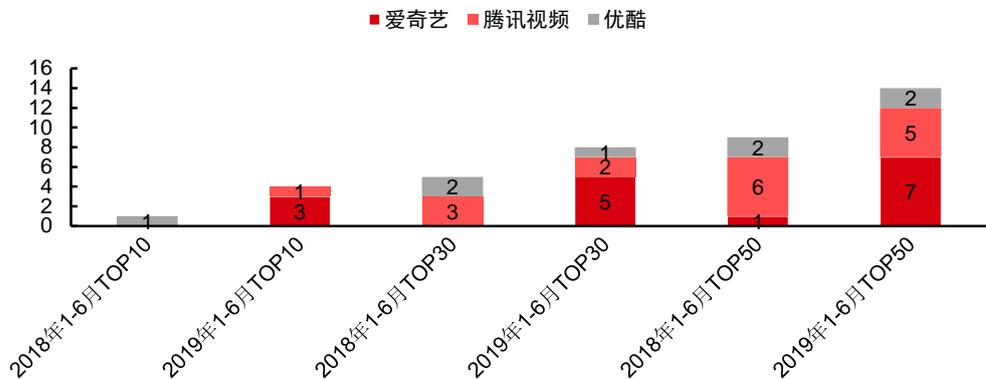
图 22: 2018&19 年 1-6 月芒果 TV 头部剧集部数



资料来源: 云合数据四象分析系统 (EVA), 中信证券研究

爱奇艺独播剧集 2019 年全面逆袭。行业层面, 头部内容中上新独播剧集数量增加, 2019 年 1-6 月 TOP10、TOP30、TOP50 独播剧集数量分别为 4 部、8 部、14 部, 高于去年的 1 部、5 部、9 部, 显示了不同平台内容差异化提升的核心趋势。其中, 爱奇艺独播剧集占比提升明显, 2019 年 1-6 月 TOP10、TOP30、TOP50 分别为 3 部、5 部、7 部, 去年同期分别为 0 部、0 部、1 部。**我们认为, 独播剧集已经成为当下视频平台付费会员拉新留存、广告招商等核心资源, 爱奇艺逆袭式表现也进一步奠定了其行业领先地位。**

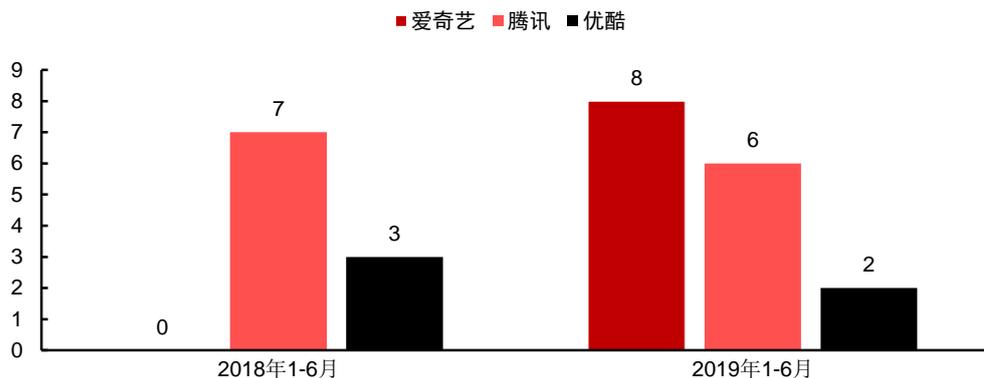
图 23: 2018&19 年 1-6 月头部内容中爱优腾独播剧数量



资料来源: 云合数据四象分析系统 (EVA), 中信证券研究 注: 独播剧集定义为只在一个平台上线的剧集

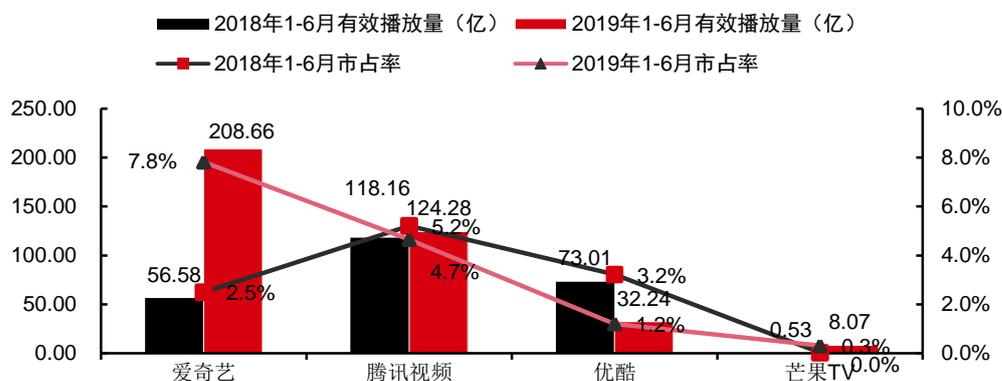
独播网络剧头部优势明显, 市占率跃居行业第一。如若更进一步看独播网络剧, 爱奇艺同样优势显著。2019 年 1-6 月, 其中 8 部进入 TOP50 头部内容, 头部优势明显。有效播放量方面, 2019 年 1-6 月达 208.66 亿, 有效播放量大幅增长。市占率方面, 爱奇艺市占率由 2.5% 提升至 7.8%, 超越腾讯视频位居行业第一, 腾讯、优酷独播网络剧市占率有所下降, 爱奇艺独播网络剧竞争优势凸显。

图 24：2018&19 年 1-6 月 TOP50 中爱优腾独播网络剧数量



资料来源：云合数据四象分析系统 (EVA)，中信证券研究 注：独播网络剧定义为只在一个平台上线的网络剧

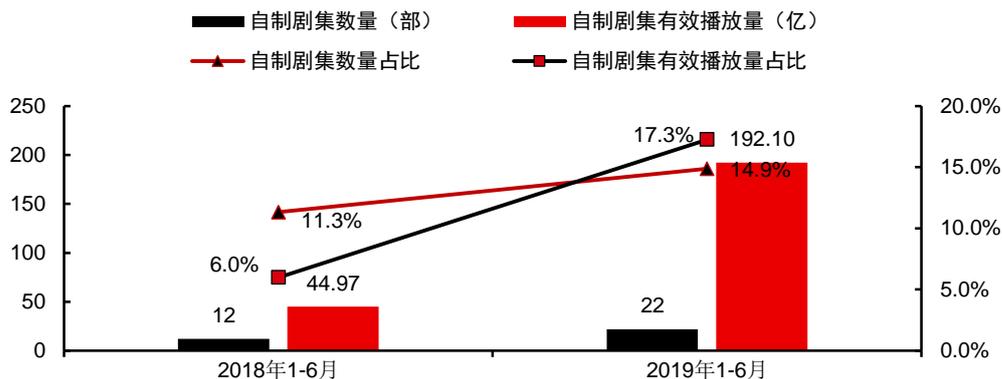
图 25：2018&19 年 1-6 月各平台独播网络剧有效播放量及市占率



资料来源：云合数据四象分析系统 (EVA)，中信证券研究 注：市占率=各平台期间上新独播网络剧有效播放量/全平台剧集有效播放量

自制剧集质量提升驱动有效播放量增长。从自制角度来看，从播放量看，2019 年 1-6 月，爱奇艺自制剧集数量为 22 部，高于 2018 年同期的 12 部。有效播放量方面，由 2018 年 1-6 月的 44.97 亿增长至 2019 年同期的 192.10 亿，有效播放量占比由 6.0%增长至 17.3%，自制剧集平均有效播放量由 3.75 亿/部上升至 8.73 亿/部，表明爱奇艺自制剧集质量显著提升。

图 26：2018&19 年 1-6 月爱奇艺自制剧集部数及有效播放量



资料来源：云合数据四象分析系统 (EVA)，中信证券研究 注：自制剧集有效播放量占比=爱奇艺期间上新自制剧集有效播放量/爱奇艺剧集有效播放量

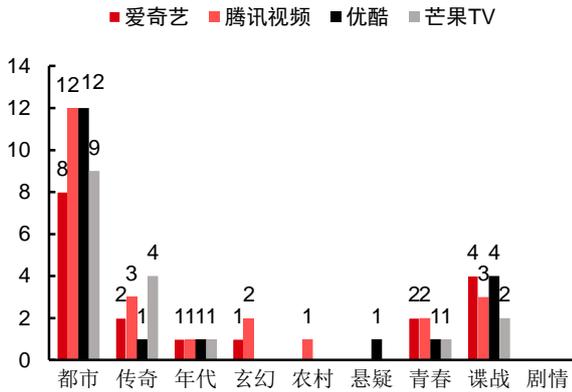
表 1：2019 年 1-6 月爱奇艺自制剧有效播放量 TOP10

剧名	上线时间	题材	豆瓣评分	类型	出品公司
破冰行动	2019/5/7	悬疑	6.9	网络剧	北京爱奇艺
皓镧传	2019/1/19	传奇	4.8	网络剧	东阳欢娱影视文化有限公司/北京爱奇艺/腾讯视频 /火凤燎原出品
黄金瞳	2019/2/26	悬疑	5.4	网络剧	北京爱奇艺/灵河传媒/腾讯视频
新白娘子传奇 2019	2019/4/3	玄幻	4.4	网络剧	北京爱奇艺/中文在线
反恐特战队之天狼	2019/4/30	军旅	4.4	网络剧	北京爱奇艺/武警部队政治工作部宣传文化中心/北京京都世纪文化发展有限公司
爵迹临界天下	2019/5/27	玄幻	3.9	网络剧	北京爱奇艺/慈文传媒/上海视骊影视制作有限公司
独家记忆	2019/1/14	青春	7.3	网络剧	北京爱奇艺/小糖人
动物管理局	2019/6/5	都市	7.7	网络剧	北京爱奇艺/工夫影业/工夫真言影业/天工影业
爱上北斗星男友	2019/3/13	都市	5.1	网络剧	北京爱奇艺/北京乐合/上海儒意/北京瑞格
追球	2019/6/17	青春	/	网络剧	北京爱奇艺/上海恒星引力影视传媒有限公司

资料来源：云合数据四象分析系统 (EVA)，中信证券研究部

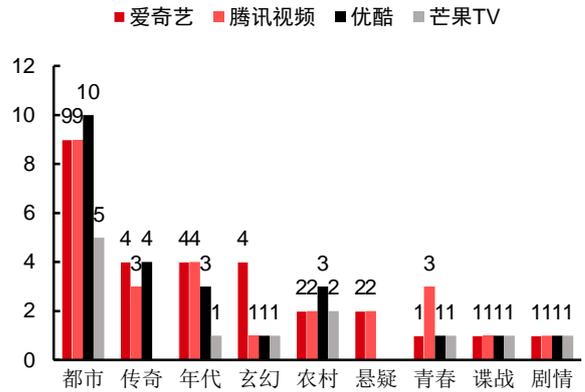
剧集以都市题材为主，头部内容新增悬疑等题材。2019 年 1-6 月，爱奇艺上新 127 部剧集，其中都市题材 42 部。TOP50 头部内容中，爱奇艺平台上新 9 部都市剧、4 部传奇剧、4 部年代剧、4 部玄幻剧，相比去年同期新增悬疑、农村、剧情等题材，头部题材多元化。评分方面，2019 年 1-6 月 19 部上新剧集豆瓣评分高于 7.0 分 (去年同期 11 部)，其中高分华语剧集 12 部 (去年同期 8 部)，高分剧集数量明显增长。

图 27: 2018 年 TOP50 中各平台上新剧集题材分布 (单位: 部)



资料来源: 云合数据四象分析系统 (EVA), 中信证券研究部

图 28: 2019 年 TOP50 中各平台上新剧集题材分布 (单位: 部)



资料来源: 云合数据四象分析系统 (EVA), 中信证券研究部

表 2: 2019 年 1-6 月高分上新华语剧集

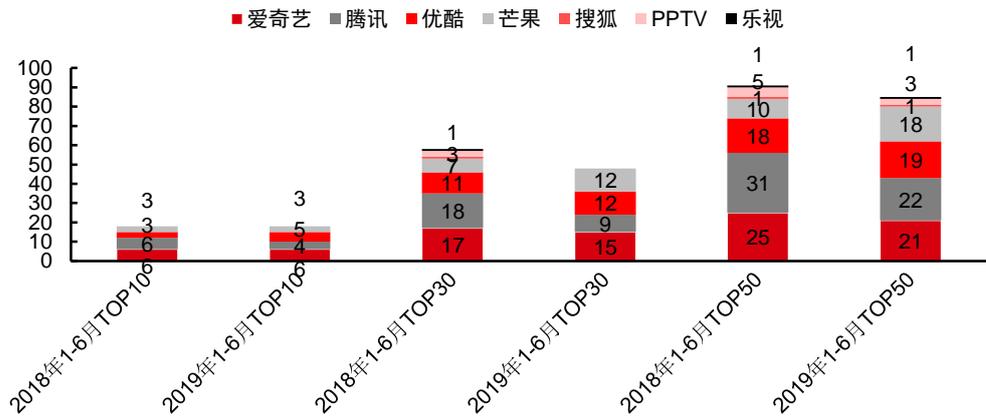
剧名	豆瓣评分	上线时间	题材	采购/自制	播放平台
你的孩子不是你的孩子	8.3	2019/4/16	科幻	采购	爱奇艺
我们不能是朋友	8.1	2019/6/28	都市	采购	爱奇艺 / 腾讯
大宋少年志	7.9	2019/6/3	传奇	采购	芒果 / 爱奇艺
都挺好	7.8	2019/3/1	都市	采购	爱奇艺 / 优酷 / 腾讯
动物管理局	7.7	2019/6/5	都市	自制	爱奇艺
奇迹的女儿	7.6	2019/4/16	农村	采购	爱奇艺
导演对我下手了	7.5	2019/5/6	喜剧	自制	爱奇艺
独家记忆	7.3	2019/1/14	青春	自制	爱奇艺
能耐大了	7.3	2019/2/25	喜剧	采购	爱奇艺
能耐大了第二季	7.3	2019/3/12	都市	采购	爱奇艺
爱上你治愈我	7.2	2019/4/17	都市	采购	优酷 / 腾讯 / 爱奇艺
上线下线	7.2	2019/6/14	悬疑	采购	芒果 / PPTV / 搜狐 / 爱奇艺 / 优酷 / 腾讯

资料来源: 云合数据四象分析系统 (EVA), 中信证券研究部

综艺: 自制综艺持续放量, 处于行业第一梯队

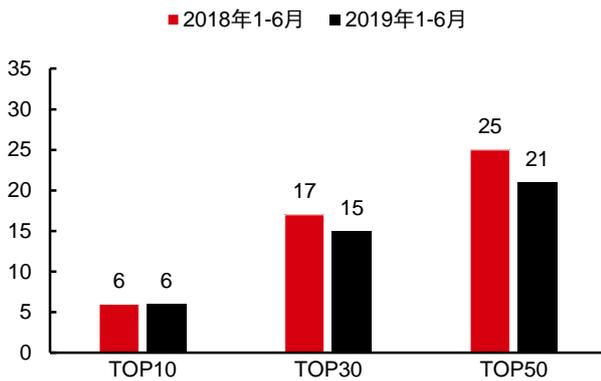
头部竞争均势, 爱奇艺保持行业第一梯队。综艺头部内容集中在爱奇艺、腾讯、优酷和芒果 TV 四大平台上映, 2019 年 1-6 月 TOP50 综艺数量呈均势现象。2019 年 1-6 月, 爱奇艺进入 TOP10、TOP30、TOP50 的综艺数量分别为 6 部、15 部、21 部, 相比去年有所下滑, 其中进入 TOP30 的综艺数量领先, 仍保持行业第一梯队。

图 29：2018&19 年 1-6 月头部内容中各平台综艺数量



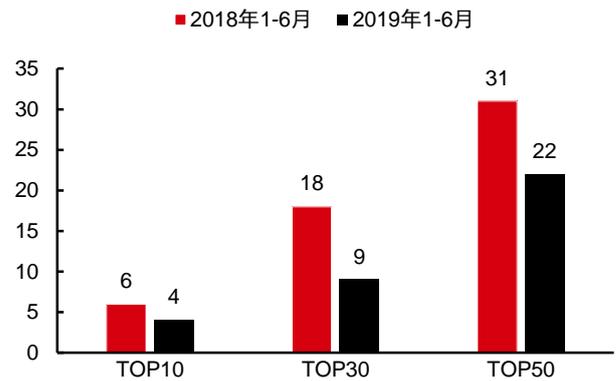
资料来源：云合数据四象分析系统 (EVA)，中信证券研究 注：有效播放量 TOP50 按 2018 年 1-6 月期间上线综艺的有效播放量和 2019 年 1-6 月期间上线综艺的有效播放量分别排名

图 30：2018&19 年 1-6 月爱奇艺头部综艺部数



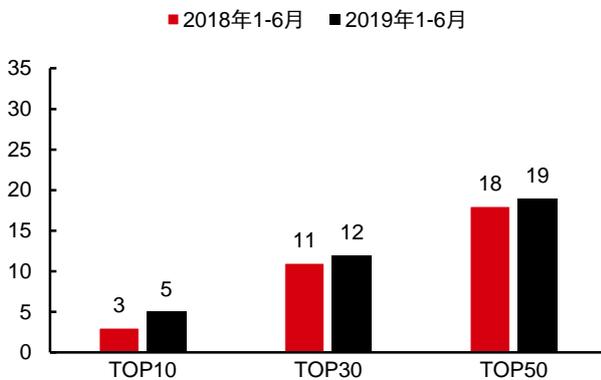
资料来源：云合数据四象分析系统 (EVA)，中信证券研究

图 31：2018&19 年 1-6 月腾讯视频头部综艺部数



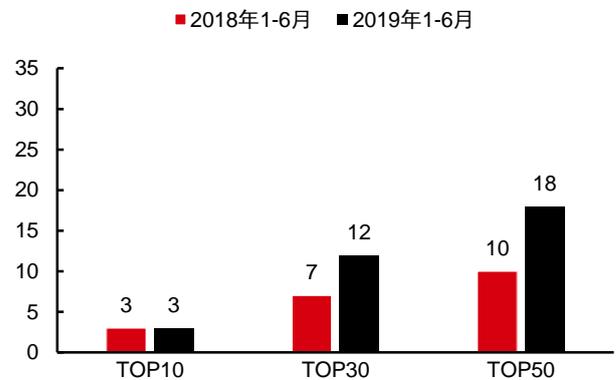
资料来源：云合数据四象分析系统 (EVA)，中信证券研究

图 32：2018&19 年 1-6 月优酷头部综艺部数



资料来源：云合数据四象分析系统 (EVA)，中信证券研究

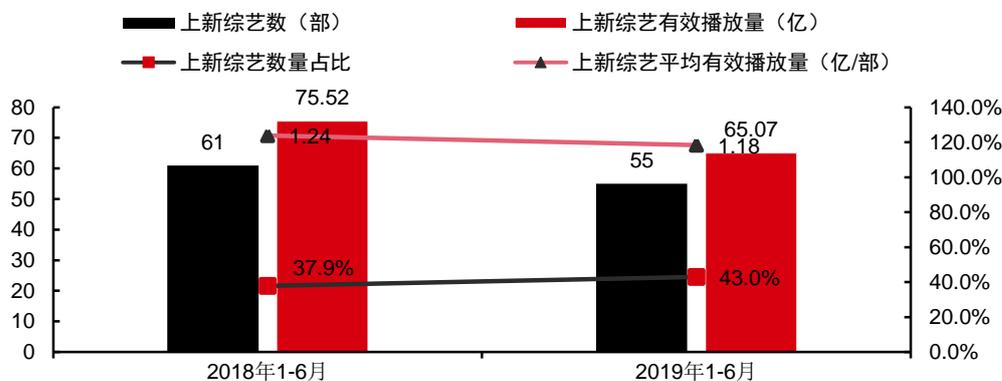
图 33：2018&19 年 1-6 月芒果 TV 头部综艺部数



资料来源：云合数据四象分析系统 (EVA)，中信证券研究

爱奇艺上新综艺数量占比增长，综艺质量稳定。2019年1-6月爱奇艺上新综艺数量和有效播放量下滑，然而上新综艺数量占比由2018年1-6月的37.9%增长至2019年同期的43.0%，上新综艺平均有效播放量保持稳定，表明上新综艺质量较为稳定。

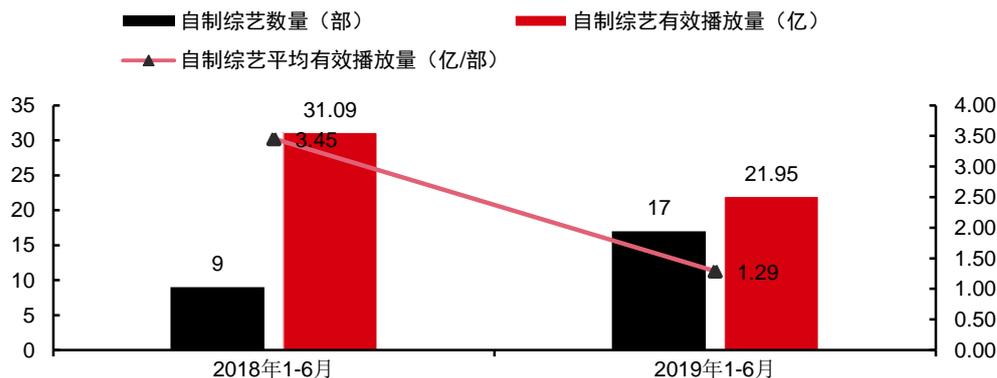
图 34：2018&19 年 1-6 月爱奇艺自制综艺数量和有效播放量



资料来源：云合数据四象分析系统 (EVA)，中信证券研究 注：2018&2019年1-6月全平台上新综艺分别为161部、128部

自制综艺开始放量，但2019年爆款缺位。2019年1-6月，爱奇艺平台上新自制综艺17部（去年同期9部），其中独家自制7部；TOP50头部内容中，爱奇艺自制综艺6部（去年同期4部），头部占比基本持平。从播放量来看，爱奇艺自制综艺有效播放量由2018年1-6月31.09亿下降至2019年同期21.95亿。从单体节目来看，平均有效播放量有明显的下滑，主要是2018上半年2款自制综艺《偶像练习生》、《热血街舞团》出现“爆款”现象。

图 35：2018&19 年 1-6 月爱奇艺自制综艺数量和有效播放量



资料来源：云合数据四象分析系统 (EVA)，中信证券研究

表 3：2019 年 1-6 月爱奇艺上新自制综艺有效播放量 TOP10

综艺名称	上线时间	题材	豆瓣评分	自制类型	综艺类型	出品公司
青春有你	2019/1/21	真人秀	4.7	合作自制	网络综艺	北京爱奇艺/鱼子酱文化
我是唱作人	2019/4/12	音乐	7.8	独家自制	网络综艺	北京爱奇艺
青春的花路	2019/3/16	真人秀	7.6	合作自制	网络综艺	北京爱奇艺/鱼子酱文化/星乐盟

综艺名称	上线时间	题材	豆瓣评分	自制类型	综艺类型	出品公司
喜欢你我也是	2019/4/11	情感	7.1	合作自制	网络综艺	北京爱奇艺/厚海文化/新力量/北京心动/逍遥影业
中国新说唱第二季	2019/6/14	音乐	5.7	独家自制	网络综艺	北京爱奇艺
乐队的夏天	2019/5/25	音乐	8.4	合作自制	网络综艺	北京爱奇艺/米未
青春艺能学院	2019/1/26	益智	7.4	合作自制	网络综艺	北京爱奇艺/鱼子酱文化/新浪微博
开饭啦！唱作人	2019/4/13	美食	/	独家自制	网络综艺	北京爱奇艺
UNINE 蹦吧	2019/5/9	真人秀	9.1	独家自制	网络综艺	北京爱奇艺
心动百秒	2019/2/7	真人秀	/	独家自制	网络综艺	北京爱奇艺

资料来源：云合数据四象分析系统（EVA），中信证券研究部

2019 最新片单：公司多样化自制剧集&综艺节目值得期待

展望 2019 年，公司多样化剧集&自制综艺节目值得期待。在 2019 年 5 月召开的爱奇艺世界大会上，公司公布未来片单。剧集方面，题材类型多样化，继续吸引和培养粘性用户。综艺方面，《我是唱作人》、《乐队的夏天》、《中国新说唱 2019》等自制 IP 已上线。

表 4：爱奇艺 2019 年计划上映剧集（部分）

名称	类型	采购/自制	简介
三生三世宸汐缘	古装、神话	采购	《三生三世十里桃花》原班主创，倾力打造的又一极美仙侠神话巨制。
鬓边不是海棠红	民国、爱情	自制	《延禧攻略》原版制作人马，北平风貌，京剧胜景，民国大戏
河神 2	奇幻冒险	自制	爱奇艺爆款网剧《河神》续集。
大主宰	东方玄幻	自制	王源、欧阳娜娜少年本色出演，热血成长的少年，同心共济的伙伴。
爱情公寓 5	都市、爱情	采购	青春记忆重启，《爱情公寓》系列众多演员回归，老面孔，新故事，重新开启甜蜜欢乐的青春时光。
租界少年热血档案	年代、青春、热血	自制	黄子韬携手老戏骨，共同演绎少年励志传奇。
外八行	民国、传奇	自制	民国风流，江湖乱世，写一段不可知的传奇。陈凯歌监制首部超级剧集。
我的真朋友	都市、情感	采购	讲述房子、人与家的关系，情节温暖人心，点亮都市真情。首次将房产话题融入到都市情感剧当中。
小欢喜	都市、情感	采购	《小别离》原班人马打造，全景式展现中国高考家庭的喜怒哀乐，聚焦亲子关系。
大宋宫词	古装、历史	自制	金牌主创团队，实力演员同台，真实展现宋代人文风貌。

资料来源：爱奇艺 2019 世界大会，中信证券研究部

表 5：爱奇艺 2019 年计划上映综艺（部分）

名称	采购/自制	自制类型	简介
我是唱作人	自制	独家自制	华语乐坛首档明星唱作人生态挑战节目，邀请拥有创作才华的各类音乐人，进行词曲创作的舞台比拼。
乐队的夏天	自制	合作自制	原创音乐综艺节目，集结了 31 支最具代表性的中国青年乐队，根据不同主题进行音乐表演
中国新说唱 2019	自制	独家自制	爱奇艺自制大型华语青年说唱音乐推广节目，2019 内容全面升级，更能体现 battle 基因的赛制。
青春有你第二季	自制	合作自制	汇集百名唱跳俱佳、心怀梦想的青春少女，最终见证正能量超人气女团的诞生
演员的品格第二季	采购	/	由最强专业团，精选各大经纪公司优秀新人，采用更严赛制，全方位

展现年轻演员职业生态。

奇葩说第六季	自制	合作 自制	说话达人秀，第六季保留辩论的基本形式，内容持续创新突破
国风美少年第二季	自制	独家 自制	国风文化创新推广唱演节目，聚焦中国传统文化。

资料来源：爱奇艺 2019 世界大会，中信证券研究部

■ 为何要自制？爱奇艺当前自制内容体系搭建如何？

IP、体系、渠道、品牌构成传媒集团系统化壁垒

纵观历史来看，综合传媒集团往往采用以内容为核心横跨多个领域的商业模式，而内容产业本身又往往涉及多方合作的系统工程，故传媒类公司的壁垒往往是系统化经营的壁垒。我们以迪士尼布局为例，将传媒公司壁垒拆分为四层：

1. **上游 IP 知识产权壁垒：**IP 受法律保护，传媒公司独有的知识产权的内容创意资源，具有显著的壁垒，也是公司长期可持续经营的护城河。以迪士尼为例，在其超过百年的历史中，通过收购等形式积累了一系列形象、系列内容 IP 等资源，不同 IP 还能在一个世界中形成互动，构建了其可持续商业模式核心壁垒之一。由于 IP 具有积累特性，故其同样也支持传媒集团时间越久，壁垒越深的结论；
2. **中游以创意为核心工业化自制体系：**好的 IP 并不等于好的影视/游戏/音乐作品。同时，好的作品通常需要一系列优质创意人才协作才能完成，由此形成自有的工业化体系，拥有足够深度、广度的资源圈同样是成功公司必要条件。优秀的体系应该是尊重创意，鼓励创新的，也是公司持续生产出多样化、优质内容的核心保障。以迪士尼为例，其旗下拥有迪士尼动画、皮克斯、漫威工作室等一系列内容制作体系，保证了公司持续内容生产；
3. **不可替代的强势渠道。**传媒内容行业最大的特点就是对于已经完成作品传播边际内容成本为 0，由此强势渠道往往既是传媒集团稳定现金流来源，也是优质资源“吸铁石”。从好莱坞发展历史来看，“掌控渠道后进军内容”是成就巨头几乎必然规律。互联网时代更进一步打破了渠道的壁垒，使得传媒集团有能力建立自己的“大平台”，Netflix, Disney+等流媒体服务推出，行业呈现迅速向传媒集团靠拢趋势，渠道议价能力有所提升；
4. **C 端无与伦比的品牌效应。**无论是电影、剧集、游戏还是音乐，传媒行业始终提供的是直接 ToC 的产品，最终公司议价能力来自于在用户端的议价能力，具体沉淀为品牌效应。顶级品牌的建设需要持续一贯优质内容产出以及经久不息的消费者教育和口碑传播，缔造了像迪士尼这样顶级内容品牌。另一方面，顶级品牌塑造也需要需求端进入消费旺盛期，需要在社会发展阶段、居民消费水平方面具备一定的前提条件。

图 36：迪士尼的传媒集团系统化壁垒



资料来源：迪士尼官网等，中信证券研究部

四层壁垒互相关联，互相产生协同效应。例如，不同的强势渠道可以为公司不同内容 IP 和产品进行宣传，互相增强影响能力；又比如消费者品牌效应可以延展到衍生领域，为公司拓展新业务提供帮助。我国经过过去 40 年经济高速的发展，诞生一批物质生活品牌（例如茅台、格力、美的等），目前我国社会已经具备一定消费基础，未来 40 年或进入文化娱乐消费黄金 40 年，有望诞生自己内容品牌和真正具有壁垒的传媒集团。

原创内容时代全面来临，战略和机制决定视频平台中长期行业地位

随着互联网行业整体用户红利趋弱，深耕用户价值成为下一个阶段核心逻辑。对于互联网视频行业也是如此，对于视频平台而言，不断打造原创内容树立清晰的自有品牌，增强自身差异化成为持续增长付费和广告收入的核心驱动力。仅仅作为工具的平台时代一去不复返，利用自身渠道的“吸铁石”效应不断积累优质资源，打造自有内容体系，积累原创 IP，塑造自有品牌，成为视频平台中长期打造自身壁垒必经的道路。而这，也预示着视频平台将完成从互联网公司走向综合传媒娱乐集团的性质转变。

另一方面，传媒娱乐公司要持续做大做强，对战略和机制拥有独特的要求。这也是历史上诸多综合集团进军传媒娱乐行业不成功的核心原因之一。一方面，传媒娱乐公司始终探索的是用户未来的娱乐需求，这一需求的具体方向是持续变动的，故前瞻性的战略对于公司中长期发展极其重要。另一方面，平台的原创内容主要拼的是公司对优质创意资源获取能力（“吸铁石”磁力）和识别能力（眼光），前者需要渠道能力和良好的机制，后者则需要专业前瞻的高管和内容团队。此外，优质创意人才和资源对于是否受到足够尊重极其看重，故尊重创意的文化也是传媒娱乐集团成功必要条件之一。我们认为，相比于隶属于互联网集团的腾讯视频和优酷，芒果和爱奇艺由于相对独立或继承了良好基因，在尊重创意文化上拥有一定优势。

从中长期看，用户规模和用户粘性共同决定视频平台价值。正如前文所说，综合传媒集团四层壁垒在于扩大用户规模同时，不断提高用户的粘性（品牌忠诚度），对于公司价值两者缺一不可。我国视频平台发展路径大致可以分为两种，一种类似优酷、爱奇艺、腾讯视频，其基于互联网基因先有用户规模，后进入培养用户粘性阶段（原创内容），这就

必须遵循“好莱坞”模式建立自身创意体系壁垒，这也正是爱奇艺当前选择路线；一种类似芒果TV，基于媒体属性和品牌效应，先有粘性用户（品牌），后不断拓展规模（推出新品牌，拓展目标受众），最终成功者有望殊途同归。

自制体系有助于提升壁垒，改善成本结构

爱奇艺发展初期，利用百度系支持，自身丰富优质内容资源建立起行业第一梯队的视频内容分发渠道。近年来，爱奇艺全力发力自制内容和内容体系搭建，向着传媒集团体系化壁垒更进一步。我们认为，“制播合一”自制内容体系较传统“制播分离”体系有以下几大优势：

- 1) **资源优势**：基于自身强大用户资源和渠道发行优势，爱奇艺具有更强优质资源获取能力。
- 2) **成本优势**：相较于采购，自制内容成本约为采购价格 60%左右。且自制体系能够去除行业非标属性带来的各个环节利益寻租，让核心环节受益更加公开透明、可持续。
- 3) **创新优势**：资金上，平台拥有更多创新&冒险的资本；模式上，平台面向用户，真正 ToC 模式制作导向，收益也可以当期获得，具有更强创新动力。
- 4) **IP 优势**：采购等同于租用版权，自制可以孵化自由 IP，从而中长期打造自身壁垒，享受 IP 综合价值变现收益。
- 5) **品牌打造必然**：要培养用户粘性核心需要持续提供优质、有鲜明特征的原创内容。其必须依赖于自身自制体系。

图 37：“制播分离”传统采购体系 VS “制播合一”自制内容体系



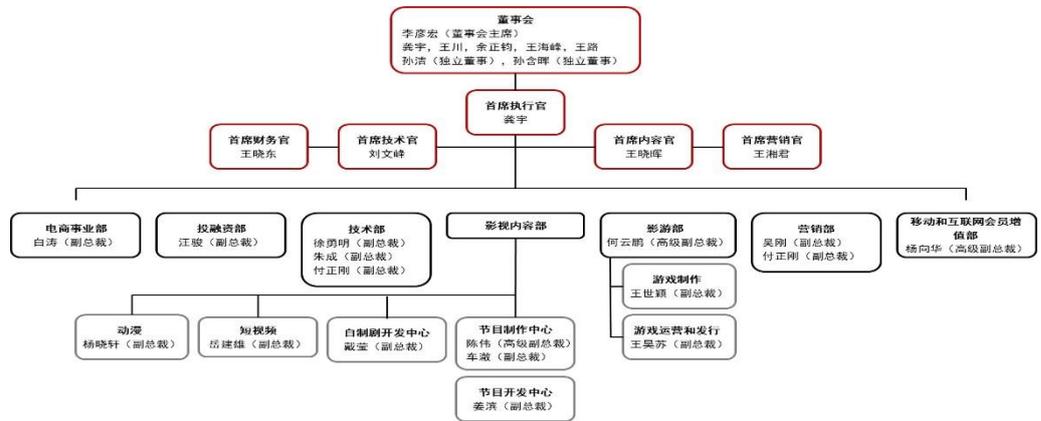
资料来源：中信证券研究部绘制

坚定打造自有体系，剧集和综艺赛道已经搭建起工作室体系雏形

基于前文所说，下一阶段行业公司将更加依赖自有体系，以更可持续的、成功率更

高、ROI 更高的模式来挖掘用户的价值，相比于同类平台腾讯视频、优酷等，爱奇艺更迅速、更坚定地建立自有内容体系，将“创意”基因深化为公司核心基因之一：自 CEO 龚宇先生向下都极其重视内容生态和内容基因建设，这也成为爱奇艺 2019 年剧集全面逆袭、综艺保持第一梯队的核心原因。从组织架构来看，当前爱奇艺已经形成了自有内容、技术、运营等完善管理体系，拥有了专业化的高管团队，当前爱奇艺 CEO 龚宇先生，首席内容官王晓晖先生（监管影视内容部）是执掌公司内容体系的核心高管。对于创意产业没有统一标准，永远面对的都是“变化中”的观众来说，高管的专业性、前瞻性对于企业可持续竞争力起到至关重要作用。

图 38：爱奇艺管理架构及核心管理层简图



资料来源：爱奇艺世界大会等，中信证券研究部根据公开信息绘制

假如高管是爱奇艺这艘大船在大海中“舵手”，为其在茫茫大海航行中指点方向，那爱奇艺当前正在打造的工作室体系则为这艘大船提供源源不断的“动力”，最快、效率最高地驱动这艘大船到达目的地。目前爱奇艺已经在剧集、综艺、体育、文学、短视频等一系列领域设立了工作室，其中以戴莹、李莅樱领衔的自制剧集开发体系，其中包括自制剧开发中心、奇星、奇佳、新奕等戏剧工作室；以陈伟、车澈、姜滨领衔的自制综艺开发体系，目前已经有超过 10 个工作室和团队。

图 39：爱奇艺自制内容体系核心工作室设置及核心人员简要信息



资料来源：爱奇艺世界大会，中信证券研究部绘制

我们认为，爱奇艺自制内容体系已经取得一定成绩，例如今年爱奇艺在剧集领域优异表现主要依赖于《破冰行动》、《皓镧传》、《黄金瞳》等自制剧集，而这些剧集则离不开精准方向定位和自制体系强力的支撑。另一方面，爱奇艺自制内容体系建设还处于初期阶段，主要体现在虽然明星工作室有靓丽成绩，但整体工作室矩阵实力仍然差距较大，高质量、可持续体系化输出仍然尚待时日。完整创意体系建立需要十年乃至数十年沉淀，相比同类视频平台，我们认为爱奇艺在“起跑”阶段已经领先。

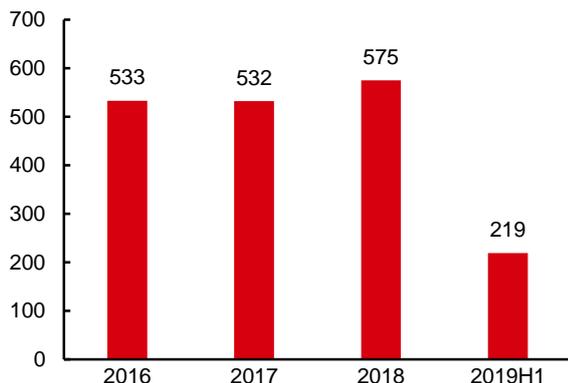
如何看待内容成本趋势，公司潜在盈亏平衡点如何预测？

内容是互联网视频平台持续前进的核心动力，而内容成本也就成为其能否盈利的决定性因素。我们从 1) 量、价趋势，2) 采购——自制模式变化等方面判断未来 3-5 年爱奇艺的盈利趋势；从商业模式本质探讨爱奇艺潜在平衡利润率。

内容数量整体已经趋于饱和，资产泡沫破裂导致价格回归常态

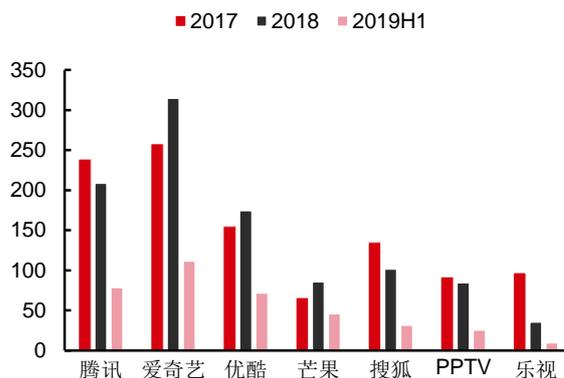
内容成本粗略可以拆分为量、价两大影响因素。从内容数量角度来看，我们认为当前视频平台（包括爱奇艺在内）整体剧集、综艺等主流内容数量已经接近饱和水平，未来不会有显著增量。云合数据显示，2016-2018 年，全视频平台去重后每年上线剧集数量均在 500-600 部区间，处于稳定范围。其中，爱奇艺上线剧集数量领先全行业（部分受到分账网剧数量更多影响）。

图 40: 2016-2019H1 全网平台上新剧集数量 (单位: 部)



资料来源: 云合数据四象分析系统 (EVA), 中信证券研究部

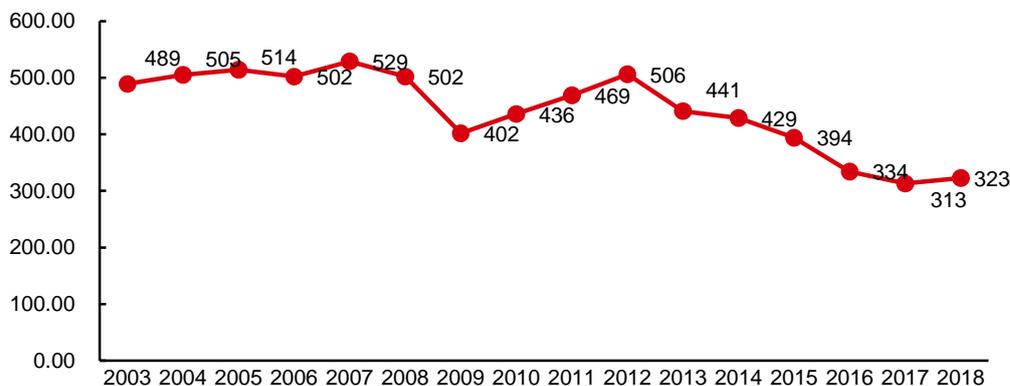
图 41: 2017-2019H1 各平台上新剧集部数 (单位: 部)



资料来源: 云合数据四象分析系统 (EVA), 中信证券研究部

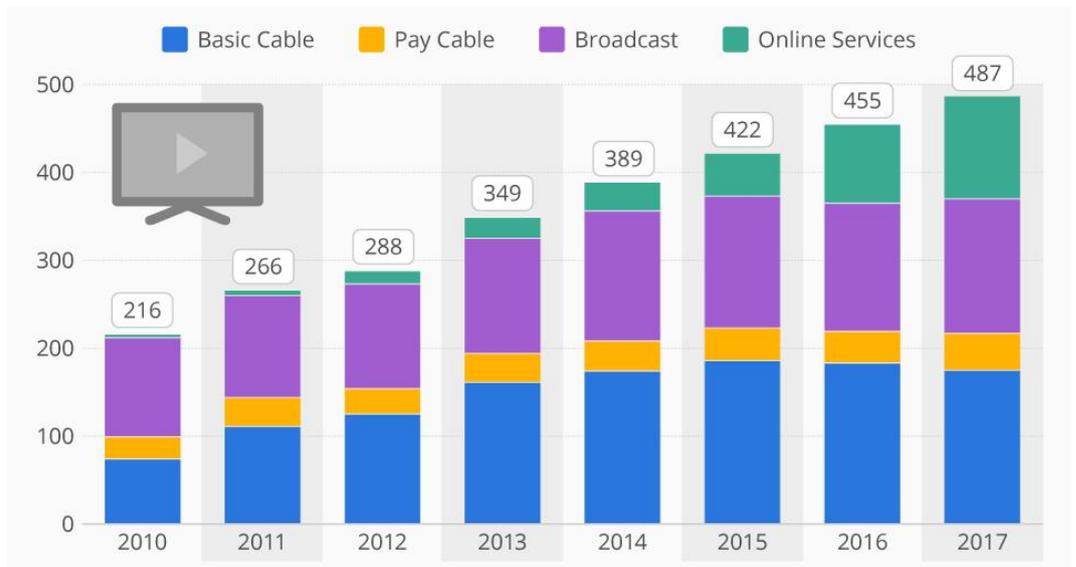
以核心内容成本项剧集为例, 当前数量已经接近饱和。与过往历史比较来看, 500-600 部每年上线数量已经显著超越我国每年电视剧发行数量 (以颁发许可证为准)。广电总局数据显示, 2012 年我国电视剧发行数量达到近 10 年来峰值 506 部, 此后持续下滑至 2017 年 313 部 (低点)。横向比较美国来看, 美剧在前期付费电视以及近年来流媒体蓬勃发展背景下全面崛起, 2010 年以来美国电视、流媒体平台上线剧集数量持续攀升, 但即使到 2017 年全美每年上线美剧剧集数量也仅为 487 部, 再考虑美剧单部剧集集数更少 (往往每季 10 集左右, 对应我国剧集约 30-50 集), 我国视频平台每年上线剧集集数已经显著超越美剧。

图 42: 2003-2018 年我国电视剧发行数量 (单位: 部)



资料来源: 广电总局, 中信证券研究部

图 43: 2010-2017 美国电视&网络剧集上新数量统计 (单位: 部)

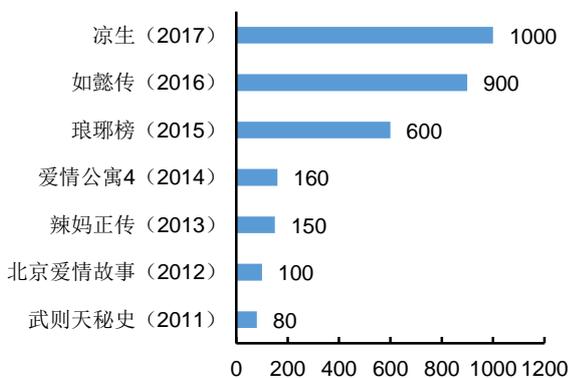


资料来源: FX Research

价格方面, 过去几年内容资产泡沫已经破裂, 资产价格正在加速回归内在价值。过去 5 年, 国内视频平台持续亏损重要原因之一是内容资产存在定价泡沫, “剧王” 采购价格从 2011 年单集 80 万元, 上涨至 2017 年 1000 万左右, 2018 年甚至上探至 1500 万, 其背后本质是大量资本涌入创作端造成资产泡沫, 而明星天价片酬则是泡沫直接反映。2018 年下半年以来, 随着前期大 IP+流量明星模式持续失效, 叠加“限薪令”、税务等方面政策落地, 内容资产泡沫开始破裂, 资产价值开始回归, 视频平台内容成本出现拐点。

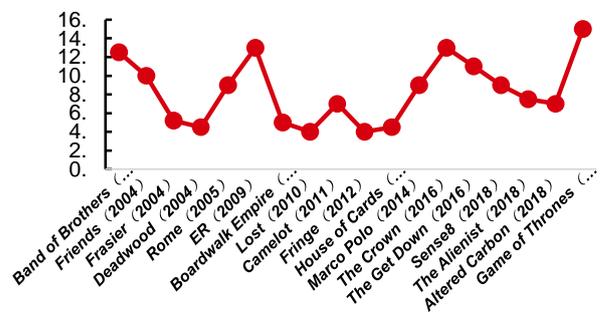
以美国为例, 其过去 20 年头部剧集成本并没有出现显著的上升, 2000 年初出现了采购成本 1000 万美元一集剧集, 2019 年《权力的游戏 8》单集采购成本 1500 万美元, 达到历史新高。我们认为, 内容资产泡沫破裂短期利好平台内容成本回归其内在价值, 改善视频平台利润表。中长期来看, 内容成本将更多流入编剧、服化道、后期等等决定剧集整体质量核心环节, 内容成本提升与内容质量提升关系将更加紧密。

图 44: 2011-2017 年中国当年“剧王” 采购价格 (单位: 万人民币/集)



资料来源: 慈文传媒公告等, 中信证券研究部整理

图 45: 2001-2019 年美剧历年头部剧集采购价格 (单位: 百万美元/集)



资料来源: DigitalSpy, 中信证券研究部整理

预计 2023 年有望实现盈亏平衡，稳态利润率或介于 10%-20%之间

一方面是主要内容品类数量饱和，成本可控；另一方面是自制内容占比持续提升、付费收入等驱动公司收入持续增长，公司利润率有望迎来持续改善。综合考虑，我们预计 2023 年左右爱奇艺内容成本占营收比例将下降至 56.6%，综合考虑带宽成本，其他业务成本，销售、行政费用，研发费用等主要成本费用，我们预计爱奇艺 2023 年左右有望接近盈亏平衡点。

表 6：2015-2023E 爱奇艺主要成本率、费用率预测（单位：%）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
内容成本	69.5%	67.1%	72.6%	84.3%	78.9%	71.1%	65.3%	59.9%	56.6%
带宽成本	22%	17%	13%	10%	8%	7%	7%	7%	6%
其他成本	22%	18%	15%	15%	16%	16%	17%	18%	17%
销售、行政及一般费用	23%	16%	15%	17%	17.0%	16.0%	15%	14%	13%
研发费用	9%	7%	7%	8%	8.0%	8.0%	8%	8%	7%
合计营收占比	145.6%	124.8%	122.7%	133.2%	127.9%	118.9%	112.1%	105.5%	100.1%

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

流媒体（互联网视频）是未来确定的方向，而 Netflix、爱奇艺等公司则能够最大概率享受行业发展红利。另一方面，几乎所有流媒体（互联网视频）公司都处于快速扩张期，其利润率远远未达到均衡水准，未来流媒体平台均衡利润率范围大概是多少？我们从两方面考虑问题：

对标成熟传媒公司：流媒体平台本质上还是做娱乐内容服务生意，其最终均衡利润率应该可以用头部成熟传媒公司做参考。我们统计美国 9 家传媒平台类上市公司 2010-18 年净利润率，去掉最高和最低取平均，平均净利润率为 12.48%；

考虑到新媒体与传统媒体平台差异性：新媒体平台较之传统媒体平台承担了更多分发职能（分发环节是盈利环节），直接接触用户，在整个产业链上布局链条更长，理应较传统平台拥有更高的利润率。

综上，我们判断未来流媒体平台均衡净利润率将大概率在 10%-20%区间，龙头平台利润率应该在区间上限附近。

表 7：美国传媒上市公司 2010-18 年净利润率统计（单位：%）

证券代码	证券简称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	平均值
VIA.O	维亚康姆(VIACOM)-A	NA	14.57	14.55	17.67	17.87	15.09	11.80	14.49	13.59	14.95
LGF_A.N	狮门娱乐-A	-3.39	-2.46	8.57	5.78	7.58	1.82	0.45	11.34	-8.14	2.39
CBS.N	哥伦比亚广播(CBS)-B	5.15	9.16	11.17	12.29	21.43	10.18	9.58	2.61	13.50	10.56
AMCX.O	AMC 网络	7.43	10.65	10.09	18.23	12.15	14.79	10.52	17.45	15.61	12.99
TWX.N	时代华纳(TIME WARNER)	9.56	9.95	10.50	12.39	13.99	13.63	13.39	16.77	NA	12.52
DISCA.O	DISCOVERY-A	17.73	26.75	21.06	19.46	18.15	16.39	18.75	-4.55	6.45	15.58
CMCSA.O	康卡斯特(COMCAST)	9.67	9.24	12.57	11.04	12.49	11.29	11.25	27.09	12.55	13.02
DIS.N	迪士尼(WALT DISNEY)	11.33	12.86	14.60	14.73	16.40	16.87	17.60	16.99	21.98	15.93
FOXVV.O	福克斯(21ST CENTURY FOX)	8.07	8.66	4.17	26.46	14.58	29.45	11.04	11.32	15.66	14.38

资料来源: Wind, 中信证券研究部

如何看待爱奇艺未来现金流趋势?

由于不断的内容投入导致公司持续亏损, 爱奇艺的现金流一直是市场关注的焦点。2015-2018 年, 以调整后的经营净现金流为参考依据 (原来经营净现金流+采购版权净支出), 爱奇艺分别现金流出 18.40 亿元、31.20 亿元、62.10 亿元、121.80 亿元, 占营收比例分别为 34.6%、27.8%、35.7%、48.7%。2018 年, 在公司内容成本营收占比创下新高同时, 现金支出也达到了新高。如何看待爱奇艺现金流未来趋势?

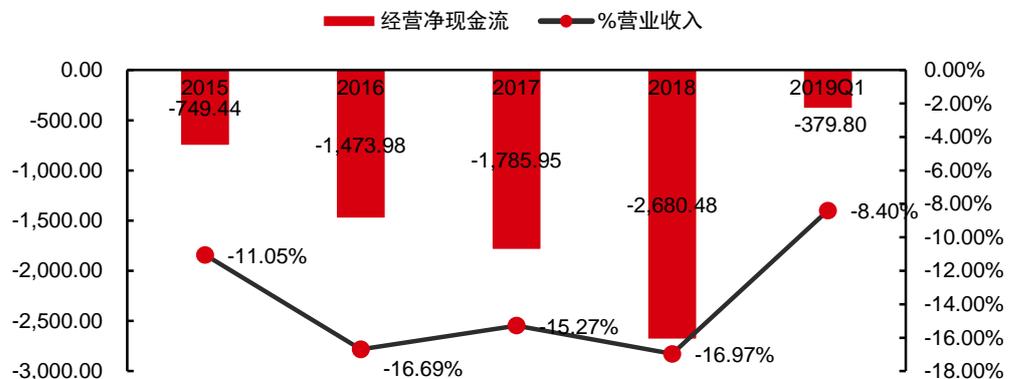
表 8: 2015-2018 年爱奇艺调整经营现金流 (单位: 百万人民币/%)

	2015	2016	2017	2018
经营净现金流	1,070.77	2,612.12	4,011.78	2,884.19
投资净现金流	-3,133.38	-6,663.10	-10,660.67	-20,949.09
调整后投资净现金流	-2,912.15	-5,732.84	-10,220.04	-15,059.50
调整经营现金流	-1,841.38	-3,120.72	-6,208.26	-12,175.31
%营业收入	-34.62%	-27.77%	-35.72%	-48.72%

资料来源: 公司财报, 中信证券研究部 调整经营现金流=调整投资现金流+经营净现金流; 调整投资现金流=投资净现金流+相关可转债债券现金流出

我们认为互联网视频平台商业模式是, 在快速成长期, 其本身需要一段现金流提前投入期。一方面, 内容是平台核心增长动力, 而内容是先投入后产出的, 造成现金流提前流出, 这种现金流时间点错配经常会出现平台快速成长期, 内容投入增长往往领先于收入端, 此阶段可以理解为短期投入换长期壁垒。另一方面, 平台在用户付费习惯、用户粘性、品牌广告主认可度等收入项需要时间不断积淀, 规模效应才能显现。随着平台壁垒不短加深, 商业模式不断成熟, 内容成本趋于稳定, 核心内容产自自有体系, 考虑到视频消费刚需属性, 平台有望进入获利期。对比 Netflix 来看, 其 2015 年以来 (原创内容开始加速投入期, 国际市场扩张加速), 经营净现金流一直为负。

图 46: 2015-2019Q1 Netflix 经营净现金流及营收占比 (单位: 百万美元/%)



资料来源: Netflix 财报, 中信证券研究部

展望未来, 我们认为爱奇艺仍将相当长一段时间处于投入期, 现金流情况仍然值得持

持续关注。影响爱奇艺经营现金流的因素包括内容成本、上下游议价能力、现金回报周期等等。2018 年下半年以来，随着热钱快速退出，内容成本开始下降，平台上下游议价能力显著提升，这些都成为爱奇艺现金流利好因素。然而，自制内容持续加大投入拉长现金回报周期，持续亏损等因素仍将使得爱奇艺在未来数年内需要一定数额的持续融资。爱奇艺自 IPO 以来已经进行了数次融资，截至 2019Q1 账上现金、短期投资、受限制现金等等价物合计 179 亿元，我们预计爱奇艺现金流转正时点或将晚于盈亏平衡点。

图 47: 爱奇艺现金流模型有利和不利因素



资料来源：中信证券研究部绘制

表 9: 爱奇艺 IPO 以来融资记录

时间	方式	金额
2018 年 3 月 29 日	IPO	23.60 亿美元
2018 年 12 月 4 日	可转债	7.50 亿美元
2018 年 12 月 19 日	知识产权 ABS	4.70 亿人民币
2019 年 3 月 29 日	可转债	12 亿美元

资料来源：公司公告，中信证券研究部

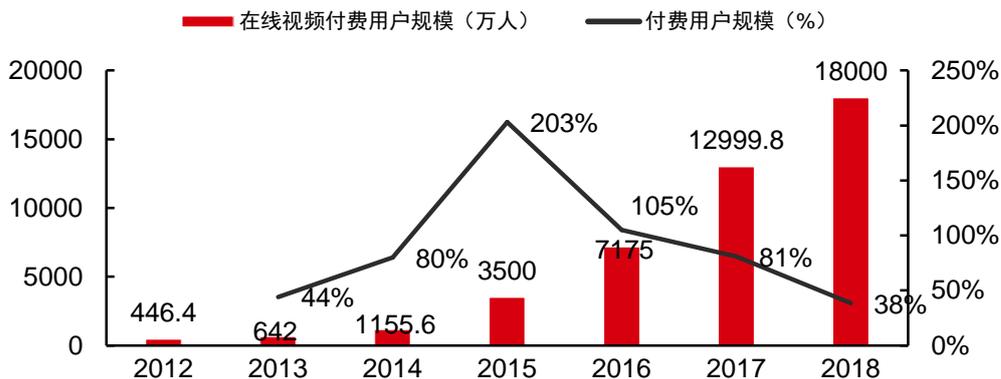
■ 付费会员规模天花板在哪里？未来 ARPU 提升会是什么节奏？

付费会员规模前期靠渠道红利，中期靠内容红利，长期靠人口结构变迁

我们将付费用户规模扩张进程从驱动力角度分为三个阶段，其中前期主要靠付费从 0-1 的渠道红利；中期靠平台不断提供更加丰富，更加优质的内容；长期靠人口结构持续优化，潜在付费用户占比不断提升。

渠道红利期 (2013-2018)：中国互联网视频付费拐点实际上是 2015 年，由爱奇艺《盗墓笔记》、《来自星星的你》等优质剧集引爆。在渠道红利期，由于互联网视频前期积累巨大用户基数以及大量用户付费行为从 0 到 1 实现转化，这一阶段主要驱动更多来自于互联网触达用户的红利。2018 年年底，爱奇艺和腾讯视频付费用户都接近 9000 万，2019Q1 腾讯视频付费用户规模没有增长，预示着行业渠道红利基本到顶。

图 48：2013-2018 年互联网视频行业付费用户规模及其增速

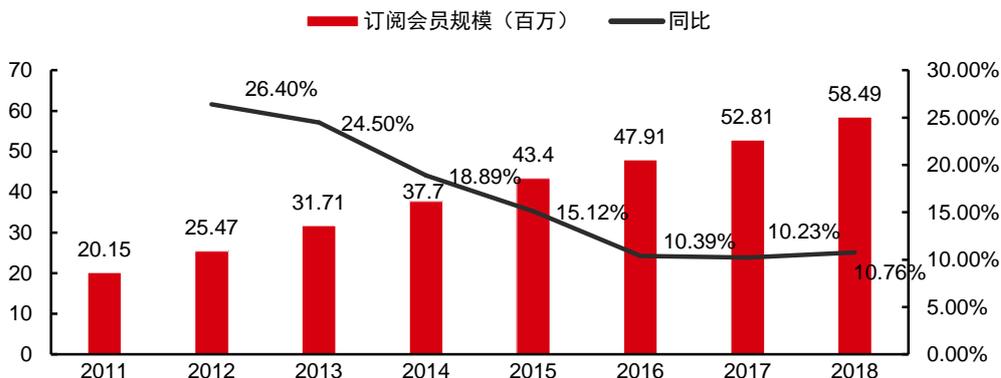


资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部 注：2018 年数据为中信证券研究部根据相关数据测算

内容红利阶段：我们认为互联网视频行业未来 3-5 年甚至更久时间将处于内容红利阶段，这一阶段主要特征是付费用户规模增速减缓，但仍能够保持中速增长，但主要由优质原创内容驱动。一方面，现象级内容能够持续带来新的用户；另一方面，有鲜明调性、优质、垂直丰富化的内容储备则能够帮助平台提升用户留存率。拉新和留存将共同驱动平台付费用户规模增长。最后，持续的、丰富化的、优质的原创内容打造则需要以创意为核心的基因、文化、机制、战略形成的土壤来孕育。

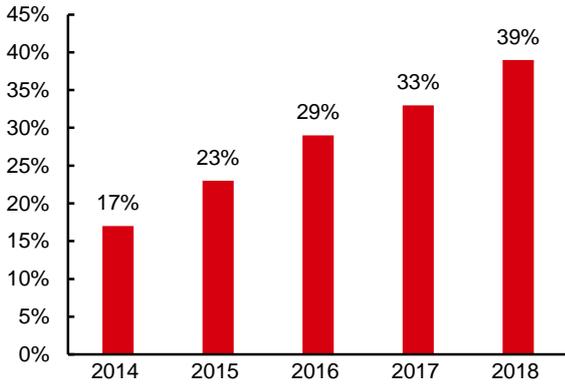
以 Netflix 为例，其美国本土订户增长同样经历了渠道红利期和 content 红利期，2015 年之前，期每年订户数规模保持 20% 及以上增长，主要驱动力来自于流媒体渠道红利；2015 年之后，Netflix 原创内容全面崛起，用户认可度持续提升，Alphawise 数据显示，2015-18 年美国用户认为 Netflix 能够提供行业最优质的原创内容占比从 23% 提升至 39%；截至 2019 年，美国用户购买 Netflix 服务理由前三名已经全部是关于内容，除丰富度之外就是原创内容。

图 49：Netflix 2011-18 年美国本土订户数及增速



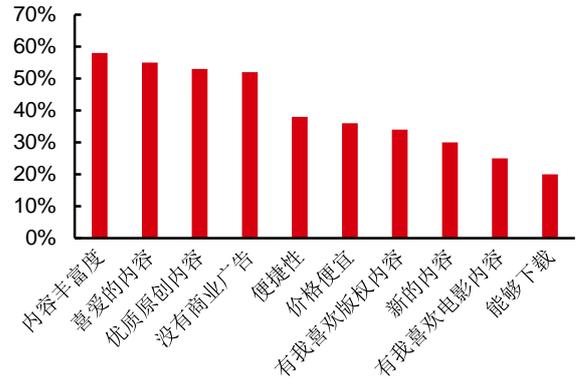
资料来源：Netflix 年报，中信证券研究部

图 50: 2014-19 年美国用户认定 Netflix 为最佳原创内容来源比例



资料来源: Alphawise

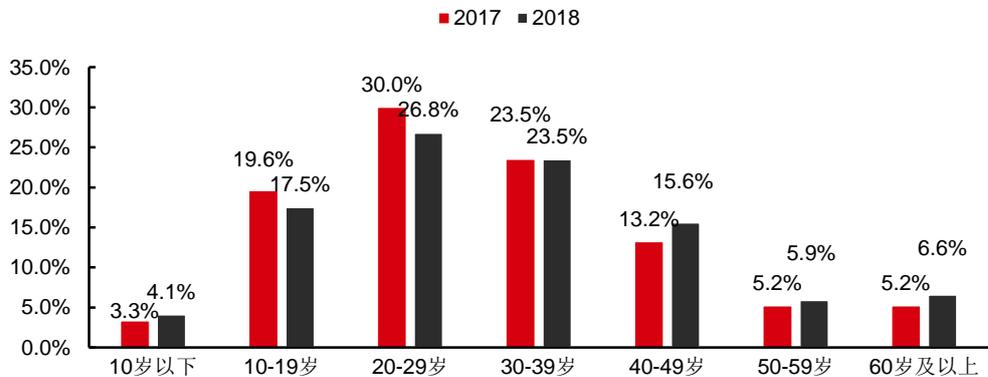
图 51: 2019 年美国用户购买 Netflix 的理由



资料来源: Alphawise

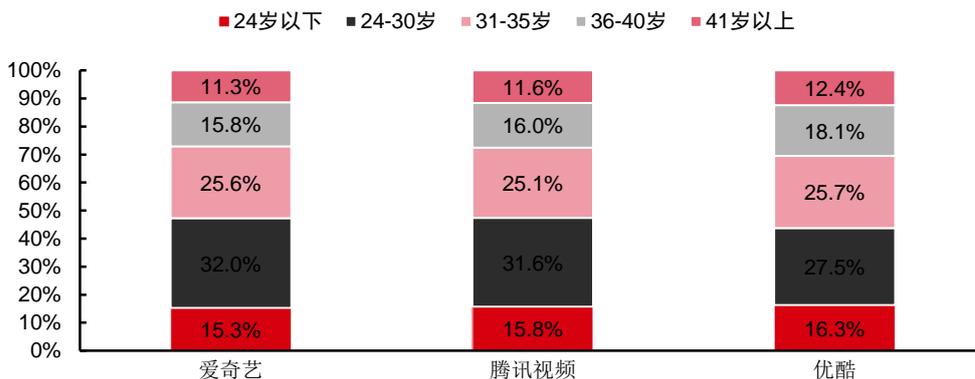
长期看人口结构变化带来的红利:中国 80&90 后这一代人是我国第一批开始有内容付费习惯的用户, 随着他们逐步替代无付费习惯的更年长用户, 预计将持续提升互联网视频潜在付费用户基数, 从而驱动整体付费用户规模持续增长。结合 CNNIC 以及易观等第三方数据, 我们推测当前 85 前用户 (内容付费习惯趋弱的用户) 在视频平台中占比约为 30-40%。另一方面, 30 岁以上用户具有更单一娱乐需求 (视频是核心需求), 具有更强付费能力、更高的用户忠诚度, 同样能够为视频付费市场带来红利。**实际上, 这与美国 20 世纪 80 年代以后 30 年有线付费电视黄金时代背后逻辑类似。**

图 52: 2017VS2018 中国互联网网民年龄结构占比



资料来源: CNNIC, 中信证券研究部

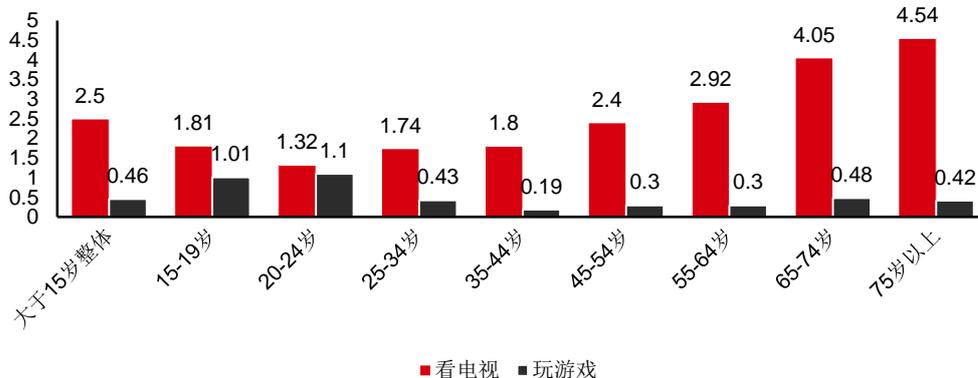
图 53：2018 年三大视频平台用户年龄结构占比



资料来源：易观，中信证券研究部

人口红利同样体现在 30 岁及以上用户相对单一的娱乐选择上。以美国为例，2017 年数据显示，15-24 岁民众在游戏和电视之间时长接近相等，但 25 岁以上电视和游戏用户时长出现明显背离，我们认为这种现象背后来自人性本身，相比游戏这类偏向年轻用户的品类，视频产品是全民性质的产品，在未来中国仍然具有较强的人口红利（主要是付费）。

图 54：2017 年美国民众业余时间分配按年龄划分（周中，单位：小时/天）



资料来源：美国劳工部官网，中信证券研究部

ARPU：提价渐行渐近，长期有持续跑赢 GDP 增长的潜力

当前视频平台会员定价仍源于 2011 年，相比于可比娱乐消费，视频平台在单位时间消费价格方面有优势。当前视频平台会员价格（连续包月约 15 元，单月约 20 元）体系形成于 2011 年，且之后从未提价。考虑到消费必须性、内容选择丰富性等，相比于音乐、阅读、电影等娱乐消费，视频付费在单位时间价格方面存在显著优势。

表 10：不同娱乐消费形式单位时间价格预估

	单价	对应时间	预估平均每小时单价(元)
视频	200/年	一年约 400 小时	0.5
音乐	180/年	一年约 400 小时	0.45

	单价	对应时间	预估平均每小时单价(元)
阅读	0.05 元/千字	24000 字/小时	1.2
电影	35	2 小时	17.5

资料来源：中信证券研究部测算

提价时点渐进, 未来视频平台会员定价有持续跑赢 GDP 增长的潜力: 从免费到付费, 视频平台经历了近 10 年培养用户付费习惯的过程, 当前龙头平台付费用户已经接近 1 亿规模。另一方面, 随着平台原创内容持续崛起, 平台之间差异性也逐步成型, 对用户的必须性高低将成为平台提价的核心依据。我们认为, 当前爱奇艺等视频平台已经全面发力原创内容, 用户忠诚度正在形成, 未来 1-2 年内有望开启提价新时代。

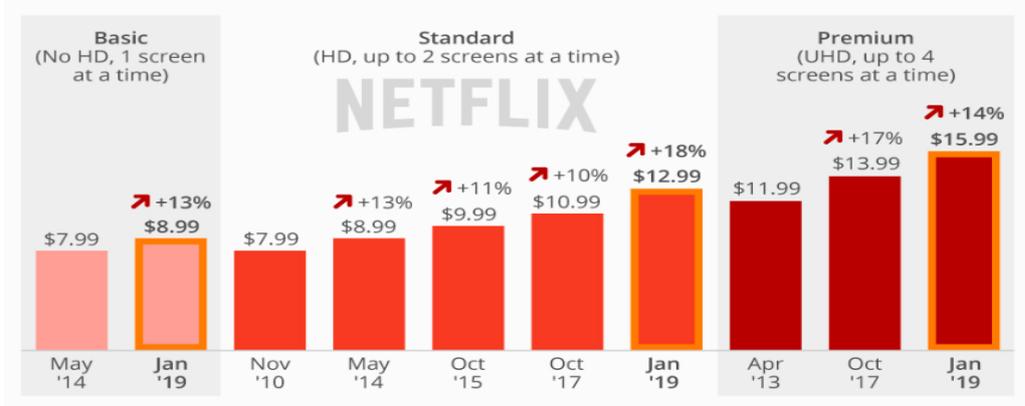
从美国经验来看, 付费会员 ARPU 值提升会是细水长流的过程。以美国有线电视为例, 其 2007 年至 2014 年收视费月费(基础和拓展)年增长均显著超过人均可支配收入的增长, 直至 2015 年行业碰到流媒体挑战; 另一方面, Netflix 自 2014 年以来也经历了数次提价的过程, 每次提价幅度约 10%, 并未影响其在美国本土订户数的增长。

图 55: 2007-2015 美国有线电视收视费同比增长率与人均可支配收入增长率对比



资料来源：FCC, 中信证券研究部

图 56: Netflix 有史以来提价的过程



资料来源：statista

ARPU 可持续增长二阶动力来自于分层会员体系构建: 面对体量庞大的付费会员, 探索分层定价机制是视频平台进一步提升 ARPU 必经路径, 一方面, 针对付费能力更强 (一

般是有稳定收入的工作及更年长的用户)，或拥有更强需求的用户有望打造更高端套餐；另一方面，分层会员体系能够使得会员价值最大化。回望 50 年，美国有线电视成功的商业模式基于其充分分层的付费套餐体系。

表 11: 美国有线电视运营商层级特点

层级	包括频道
基本层	入门级服务，包括本地广播电视频道和公共频道及其他频道
扩展层	主流有线电视频道，平均 40-50 个频道
数字层	提供数字电视信号，可以使用时移 (DVR)、点播 (VOD) 等模式
高端层	提供 HBO、Showtime 等原创影视剧频道

资料来源: FCC, 中信证券研究部

表 12: 美国有线电视运营商价格服务一览

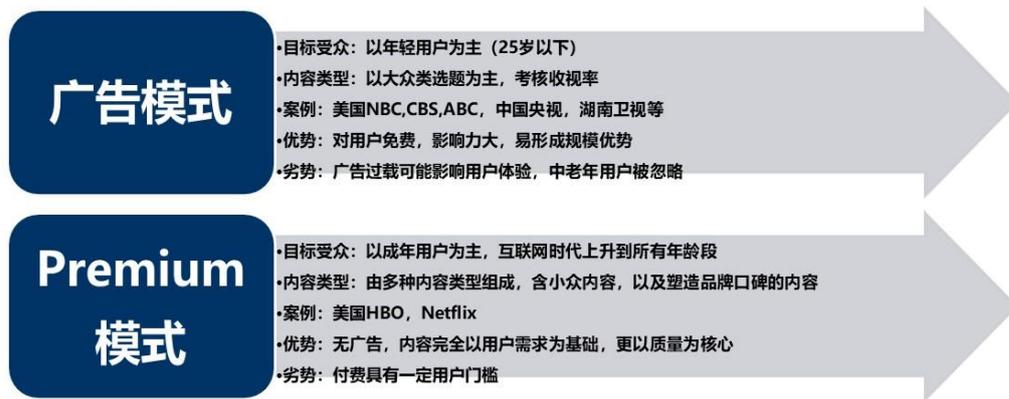
运营商	服务及价格
Comcast	Limited Basic: 15.99 美元/月, 10+频道
	Digital Economy: 29.95 美元/月, 45+频道
	Digital Starter: 49.99 美元/月, 140+频道
	Digital Preferred: 59.99 美元/月, 220+频道
	Digital Premier: 69.99 美元/月, 260+频道
Charter	Starter TV: 19.99 美元/月, 20+频道
	Standard TV: 70+频道
	Preferred TV: 49.99-79.99 美元/月, 200+频道
Cox	Advanced TV Economy: 30.49 美元/月, 155+频道
	Contour TV: 53.99 美元/月, 220+频道
	Contour TV Preferred: 63.99 美元/月, 280+频道
	Contour TV Premier: 77.99 美元/月, 340+频道
	Contour TV Ultimate: 137.99 美元/月, 380+频道

资料来源: FCC, 中信证券研究部

付费 2.0 时代：大国独有，中国 HBO 或 Netflix 有望诞生

付费模式发展到一定阶段有望升级 2.0 模式——Premium 模式：随着人均可支配收入持续提升，用户付费习惯不断提升，付费订阅模式有望驱动行业整体生产关系升级到 2.0 模式：即 Premium 模式，此类平台可以剔除广告收入，从而完全重构 1.0 广告模式下内容生产方式和关系，为用户带来全新形式，全新观感的内容，且是与用户需求更加贴近，更容易产生具有用户粘性的内容，提升了整个产业内容壁垒，也进一步提升了行业商业化价值。值得注意的是，Premium 模式需要庞大规模付费用户、强烈付费意愿和能力的土壤才能够支撑，由此历史上也只有在美国能够出现类似 HBO、Netflix 等成功案例。**我们认为，中国市场拥有庞大规模付费用户，有能力孵化自己 premium 模式平台，我们判断出现时点约在 5 年后。**

图 57：“广告模式” VS “Premium 模式”



资料来源：中信证券研究部绘制

预计 2023 年付费市场达到 995 亿，爱奇艺付费用户接近 1.8 亿

基于行业短期、中期、长期付费增长逻辑，我们预测中国互联网视频行业 2023 年付费率达到 44%，整体行业规模达到 995.45 亿元，2018-2023 年 CAGR 达到 22.78%；长期来看，付费市场仍有内容、人口结构变化红利，预计到 2028 年行业规模达到 1577 亿元，10 年 CAGR 16.02%。

表 13：2017-2028E 中国互联网视频行业付费市场空间预测

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2028E	2018-2023E
付费市场规模 (亿元)	236.00	356.83	490.64	620.66	737.35	860.04	995.45	1577.06	22.78%
Yoy		51.20%	37.50%	26.50%	18.80%	16.64%	15.74%		2018-2028E
付费用户总体规模 (亿)	1.30	1.82	2.28	2.62	2.88	3.11	3.33	4.34	16.02%
Yoy		40%	25%	15%	10%	8%	7%	0%	
付费率	22%	30%	36%	39%	42%	44%	46%	60%	
ARPU (元)	181.54	196.06	215.67	237.23	256.21	276.71	298.85	362.98	
Yoy		8%	10%	10%	8%	8%	8%	0%	
人均可支配收入 (元)	36396.00	39125.70	41864.50	44585.69	47260.83	49860.18	51854.59	51854.59	
Yoy		8.30%	7.50%	7.00%	6.50%	6.00%	5.50%	0.00%	0.00%
占比 (%)	0.50%	0.50%	0.52%	0.53%	0.54%	0.55%	0.58%	0.70%	

资料来源：CNNIC，国家统计局等，中信证券研究部预测

爱奇艺作为视频行业龙头，在付费拳头产品剧集领域目前具有体系性优势，预计未来优势将保持，从而驱动公司付费用户规模、收入持续增长。我们预计公司 2019-2023 年付费用户收入从 155.90 亿元增长至 309.20 亿元，2018-2023 年 5 年 CAGR 23.8%。

表 14：2015-2023E 爱奇艺付费收入预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
付费订阅收入 (百万)	996.68	3,762.18	6,536.03	10622.8	15591.5	20257.5	23814.5	27268.5	30921.9
yoy		277%	74%	71%	47%	30%	18%	15%	13%
会员数 (百万)	10.7	30.2	50.8	87.4	121.7	144.7	156.4	168.8	179.1

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
yoy		182%	68%	72%	39%	19%	8%	8%	6%
会员/移动端 MAU	3%	7%	12%	21%	26%	30%	32%	33%	34%
会员/移动端 DAU	12%	24%	40%	65%	86%	98%	102%	107%	110%
ARPPU 会员收入/会员		184.0	161.4	153.7	149.1	152.1	158.2	167.7	177.7
yoy			-12%	-5%	-3%	2%	4%	6%	6%

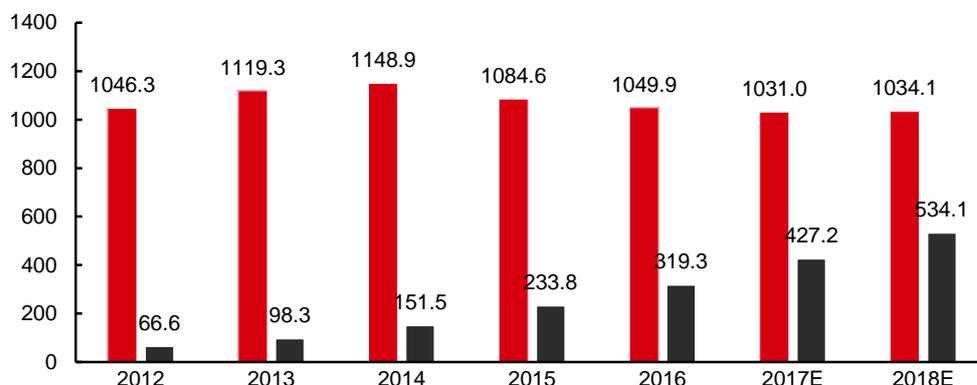
资料来源：公司财报，中信证券研究部

■ 广告收入核心驱动力来自于哪里？未来增长空间如何？

过去 10 年核心红利来自于渠道红利和对电视等传统媒体的替代效应

回顾过去 10 年，我们认为互联网视频广告业务主要增长动力来自于互联网渠道用户红利以及形态变化后带来内容红利，从而一方面对传统电视等媒体形成替代效应，另一方面也因为互联网天然优势创造一定增量市场。2012-18 年，互联网视频广告市场规模从 66.60 亿元增长至 534.10 亿元，CAGR41.5%，与之形成鲜明对比的是中国电视广告市场规模 2012-18 年 CAGR 为 0%，且 2014 年以后处于下滑趋势。

图 58：2012-2018E 中国电视&互联网视频广告市场规模（单位：亿元）

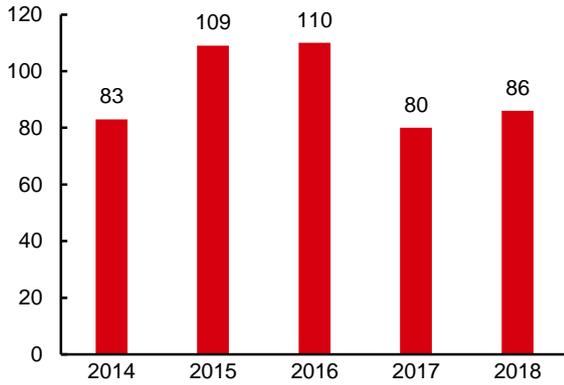


资料来源：广电总局、艾瑞咨询等，中信证券研究部

未来驱动力：头部综艺自制率提升和垂直化、品效合一等趋势

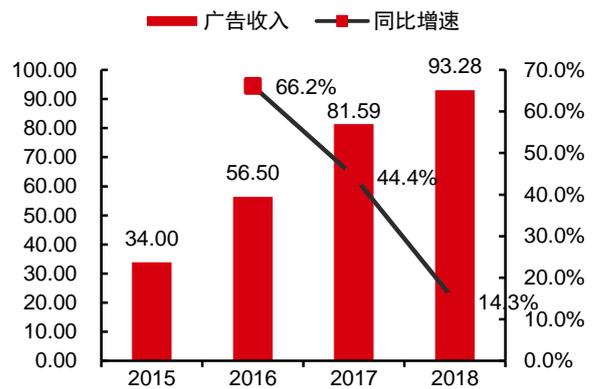
头部综艺自制化率提升：从品牌广告获取能力来说，综艺节目首当其冲，其定位受众更年轻，广告植入方式接受度更高，广告品牌塑造能力更强，是电视广告的核心组成部分。另一方面，综艺行业头部化趋势明显，头部综艺变现能力极强，类似《歌手》顶级综艺巅峰时期单节目体量超过 10 亿元。湖南卫视以强大自制综艺体系，持续领跑卫视广告收入，2016 年广告收入达到 110 亿元，其核心竞争力则来自于头部综艺完全自制能力，以 2018 年为例，湖南卫视上线综艺，互联网有效播放量 TOP12 全部为自制，其中 10 部为纯自制。相比来看，爱奇艺 2018 年有效播放量 TOP12 综艺仅有 4 部为自制，纯自制仅 2 部，随着爱奇艺自制综艺体系不断成熟，头部综艺自制化率提升将驱动公司广告收入增长。

图 59: 2014-2018 年湖南卫视广告收入 (单位: 亿元)



资料来源: 湖南广电, 中信证券研究部整理

图 60: 2015-18 年爱奇艺广告收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

表 15: 2018 年湖南卫视综艺有效播放量 TOP12 信息

剧名	豆瓣评分	上线时间	题材	播放平台	播放周期	出品公司
向往的生活第二季	8.1	2018/4/20	真人秀	爱奇艺 / 芒果	季播	湖南卫视 / 浙江合心传媒
中餐厅第二季	6.7	2018/7/20	生活	芒果 / 腾讯	季播	湖南卫视节目中心
快乐大本营 2018	6.9	2018/1/6	真人秀	芒果	年播	湖南卫视节目中心
我是大侦探	6.1	2018/3/24	益智	芒果 / 腾讯	季播	湖南卫视节目中心
歌手 2018	6.6	2018/1/12	音乐	优酷 / 芒果	季播	湖南卫视节目中心
幻乐之城	7	2018/7/20	音乐	腾讯 / 芒果	季播	湖南卫视 / 酷博特文化
亲爱的客栈第 2 季	6.1	2018/10/12	真人秀	芒果 / 腾讯	季播	湖南卫视节目中心
声临其境	8.2	2018/1/6	真人秀	爱奇艺 / 芒果	季播	湖南卫视节目中心
我家那小子	6.7	2018/7/7	生活	腾讯 / 芒果	季播	湖南卫视节目中心
我想和你唱第三季	5.8	2018/4/27	音乐	芒果	季播	湖南卫视节目制作中心
天天向上 2018	7.7	2018/1/5	脱口秀	芒果	年播	湖南卫视节目中心
声入人心	9.3	2018/11/2	音乐	芒果 / 爱奇艺	季播	湖南卫视节目中心

资料来源: 云合数据四象分析系统 (EVA), 中信证券研究部

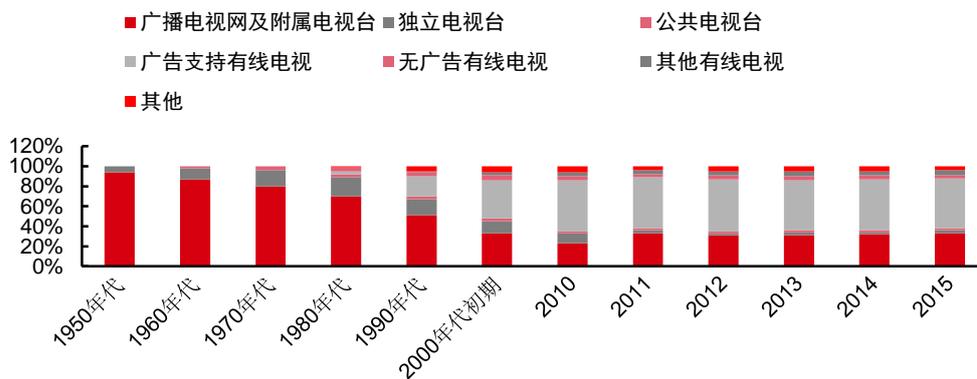
表 16: 2018 年爱奇艺综艺有效播放量 TOP12 信息

剧名	豆瓣评分	上线时间	题材	播放平台	播放周期	出品公司
奔跑吧兄弟第二季	5.6	2018/4/13	真人秀	腾讯 / 爱奇艺	季播	浙江卫视节目中心
极限挑战第四季	7.6	2018/4/22	真人秀	优酷 / 腾讯 / 爱奇艺	季播	东方卫视
偶像练习生	6.1	2018/1/19	真人秀	爱奇艺	季播	北京爱奇艺 / 鱼子酱
向往的生活第二季	8.1	2018/4/20	真人秀	爱奇艺 / 芒果	季播	湖南卫视 / 浙江合心传媒
爱情保卫战 2018	7.1	2018/1/2	情感	PPTV / 优酷 / 腾讯 / 爱奇艺	年播	天津电视台电视剧制作中心
中国好声音第七季	6.2	2018/7/13	音乐	爱奇艺	季播	浙江卫视 / 灿星制作
最强大脑之燃烧吧大脑	7.2	2018/1/5	益智	优酷 / 爱奇艺 / 腾讯	季播	远景影视
中国新说唱	4.9	2018/7/14	音乐	爱奇艺	季播	北京爱奇艺
非诚勿扰 2018	6.3	2018/1/8	情感	爱奇艺 / 腾讯 / 优酷 / PPTV	年播	江苏省广播电视总台
热血街舞团	4.7	2018/3/17	舞蹈	爱奇艺	季播	北京爱奇艺
奇葩说第 5 季	7.4	2018/9/21	脱口秀	爱奇艺	季播	米未、爱奇艺
高能少年团第二季	5	2018/4/28	真人秀	腾讯 / 优酷 / 爱奇艺	季播	浙江卫视战略发展中心 / 厚海文化 / 北文传媒

资料来源: 云合数据四象分析系统 (EVA), 中信证券研究部

垂直化、精准化的趋势：内容垂直化趋势。内容垂直化，对应的是更多内容品类，以及更精准的目标用户触达媒介产品，从而吸引更多拥有精准投放需求的广告主进入行业，做大品牌广告总体市场规模。以美国有线电视为例，1980 年以来其开始了有线电视网对广播电视网收视率替代过程，而其背后就是媒体分众化的过程，ESPN、MTV、Nickelodeon 等一系列垂直的媒体品牌开始迅速崛起，为不同类型品牌广告主提供了更精准触达目标用户的广告空间，从而驱动有线电视网广告收入迅速提升。以 1980-2010 年美国不同媒体形态广告互相比，代表更垂直、更精准有线电视网广告 30 年复合增速达到 22.7%，远超其他媒体形态。

图 61：20 世纪 50 年代-2015 年美国电视网收视率分布



资料来源：FCC，中信证券研究部

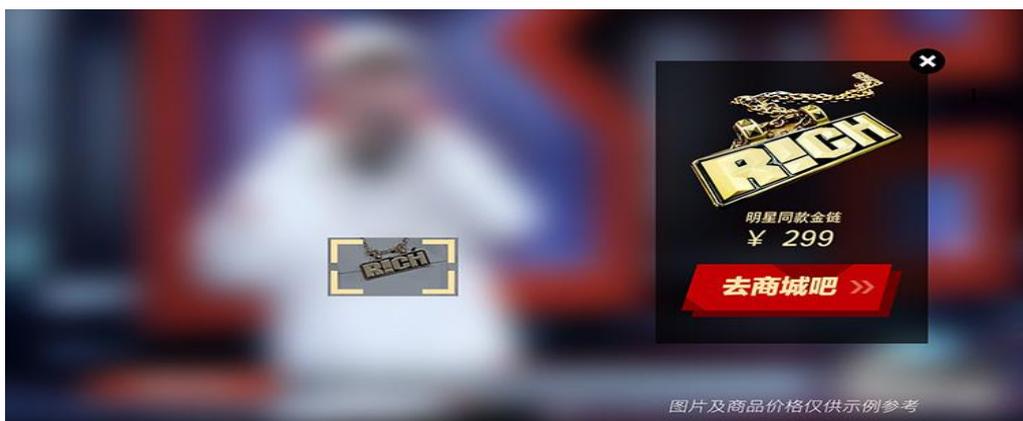
表 17：1980-2010 美国不同媒体形态产品广告收入符合增速（单位：百万美元）

	1980	最高	2010	CAGR
有线电视网（分众型电视媒体）	58		27100	22.74%
广播电视网（大众型电视媒体）	11500	47100（2007 年）	44000	4.57%
广播	3700	19600（2004 年）	16000	5.00%
杂志	3150	13900（2008 年）	9300	3.67%
报纸	15500	49400（2005 年）	25800	1.71%
GDP(十亿美元)	2789.5		14960	5.76%

资料来源：eMarketer 等，中信证券研究部

依赖渠道&技术优势深耕品效结合，拓展广告触角。视频广告历来是品牌广告的重镇，然而互联网媒介尤其是信息流形态全面崛起使得效果广告成为过去 10 年增速最迅猛的细分领域。基于互联网渠道优势以及 AI 等技术，未来视频广告有望实现品效结合，切入部分效果广告市场。以爱奇艺 2019 年 5 月发布互动视频标准为例，其推出“画面信息探索”功能能够实现内容和与电商直接对接，视频广告价值维度进一步提升。

图 62: 爱奇艺互动视频中画面信息探索功能与电商结合



资料来源: 爱奇艺

广告短期受经济波动影响，长期仍然具有持续成长空间

综合考虑影响互联网视频广告市场短期、中长期因素，我们认为爱奇艺广告业务中长期仍然存在增长空间，我们预测中国互联网视频广告市场规模从 2018 年 400 亿元，增长至 2023 年 617.20 亿元，CAGR9.06%。爱奇艺方面，由于短期除受到宏观经济波动影响之外，公司仍然受到信息流广告同比负增长的影响，我们预测其 2018-2023 年广告收入由 93.30 亿元，增长至 132.90 亿元，CAGR 为 7.3%。

表 18: 2018-2023E 中国互联网视频广告市场规模预测 (单位: 亿元)

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2018-23 CAGR
中国广告市场规模	7379.16	7526.74	7903.08	8377.26	8879.90	9323.89	4.79%
%	7.00%	2.00%	5.00%	6.00%	6.00%	5.00%	
中国互联网广告规模	4383.14	4821.45	5303.6	5780.92	6243.4	6618	8.59%
as % of 广告市场规模	59.40%	64.06%	67.11%	69.01%	70.31%	70.98%	
%	34.90%	10.00%	10.00%	9.00%	8.00%	6.00%	
互联网视频行业广告规模	400	433.45	478.21	532.25	581.82	617.20	9.06%
%		8.36%	10.33%	11.30%	9.31%	6.08%	
as % of 广告	5.42%	5.76%	6.05%	6.35%	6.55%	6.62%	
电视广告规模	979.45	881.51	863.87	863.87	863.87	863.87	-2.48%
%	-5%	-10%	-2%	0%	0%	0%	
as % of 广告	13.27%	11.71%	10.93%	10.31%	9.73%	9.27%	
视频+电视 as % of 广告	18.69%	17.47%	16.98%	16.67%	16.28%	15.88%	

资料来源: 广电总局, 艾瑞咨询等, 中信证券研究部预测

表 19: 2015-2023E 爱奇艺广告收入预测 (单位: 百万人民币)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2018-23 CAGR
在线广告收入	3,399.94	5,650.37	8,158.92	9328.1	9400.9	9942.2	10927.2	12138.3	13291.5	7.3%
yoy		66%	44%	23%	1%	6%	10%	11%	10%	
信息流广告收入			1142	1679	1522	1584	1716	1891	2104	-
yoy			90%	-9%	4%	8%	10%	11%		
在广告收入中的占比			14%	18%	16%	16%	16%	16%	16%	

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2018-23 CAGR
视频广告 (硬广+软广)			7017	7649	7878	8358	9212	10247	11188	
yoy				9%	3%	6%	10%	11%	9%	
在广告收入中的占比			86%	82%	84%	84%	84%	84%	84%	

资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

■ 如何看待监管对于行业发展的影响？

近两年来，内容领域监管趋严迹象明显，一方面，限薪、查税等一系列政策加速行业规范化发展，中长期有利于行业发展；另一方面，对于古装、玄幻、穿越等一系列题材创作的限制则某种程度上限制了内容品类丰富性。我们分短期和中长期对政策监管进行探讨。

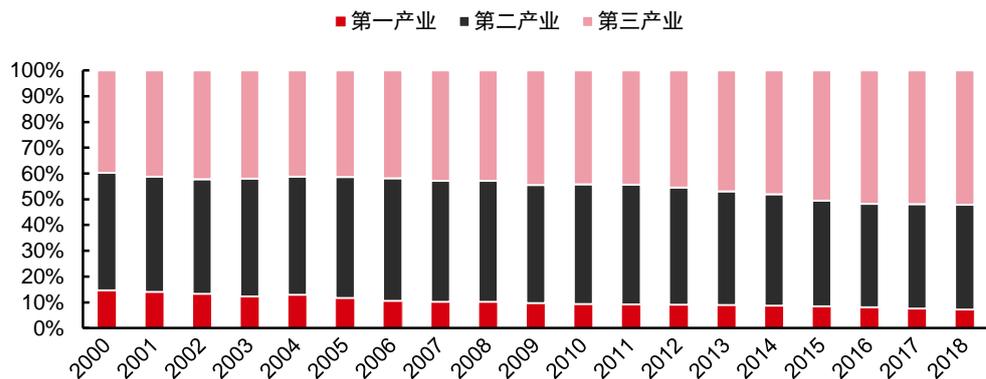
短期来看，我们认为善于理解监管内涵、能够提前布局的公司将受益。一方面，监管趋严是一视同仁的，互联网监管套利空间已经越来越小，不同类型产品套利空间也在迅速减小；另一方面，监管并不会影响用户对娱乐内容的需求，短期来看，能够更加深刻理解监管内涵，提前进行产品线布局的公司有望受益。再次，监管目的是在可管可控的前提下发展文化产业，并不是限制文化产业的发展，这一点从近期相关作品初期遇监管阻力但调整后仍能放行可以看出。

中长期来看，我们认为文化产业将是我国经济下一步发展最有活力的领域之一。纵观世界历史，先物质后精神文化是自然规律。文化产业作为第三产业中重要组成部分，我们认为未来仍将是我国经济可持续增长重要动力。此外，我国庞大的本土市场具有先天性优势，能够支撑很多中小市场不能支撑的商业模式，例如付费订阅，其威力大小极度依赖于规模优势，在中小型国家很难成为独立的商业模式。

更进一步来看，文化出海需要强大的文化产业做支撑。中国未来世界地位提升，离不开经济和文化双重助力。当前，好莱坞仍然占领了世界文化输出能力巅峰。未来，我们认为中国文化产业的强大要能够让中华传统文化更多被全世界所接受，离不开强大的文化产业做支撑，离不开强大文化企业来承担起文化出海的重任。

最后，文化产业本来就具有意识形态属性，在全球都受到不同程度的监管，如何兼顾监管和用户的需要，打造自身可持续发展路线，将成为我国成功文化企业的壁垒。好莱坞电影在过去 30 年一直占领世界电影之巅，且来自海外收入占比持续提升，从 1990 年约 30% 提升至 2016 年约 60%，其成功的模式背后是一条既能服从全球不同监管体系的监管又能满足不同文化观众喜好的内容策略，也证明了兼顾监管和市场的可能性。

图 63：2000-2018 年我国一、二、三产业 GDP 占比



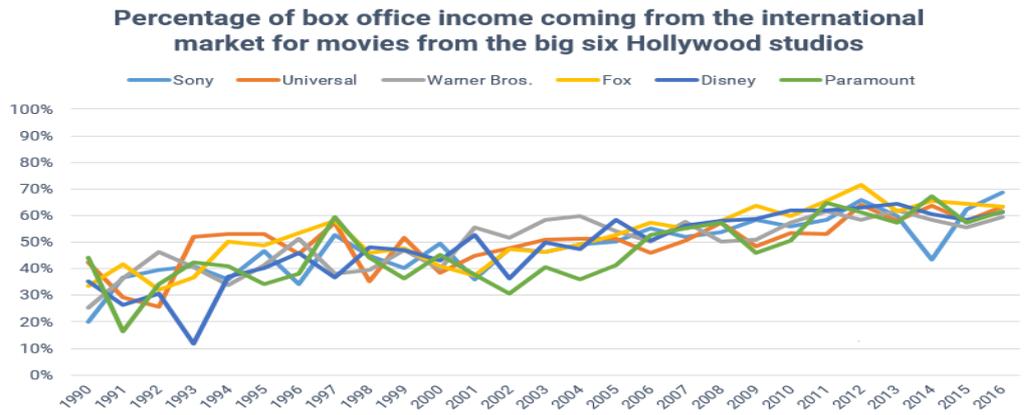
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

表 20：全球历史电影票房 TOP20 (单位：美元)

Rank	片名	中文名	全球票房	时间
1	Avatar	阿凡达	\$2,787,965,087	2009
2	Avengers: Endgame	复仇者联盟 4:终局之战	\$2,744,471,891	2019
3	Titanic	泰坦尼克号	\$2,187,463,944	1997
4	Star Wars: The Force Awakens	星球大战 7:原力觉醒	\$2,068,223,624	2015
5	Avengers: Infinity War	复仇者联盟 3:无限战争	\$2,048,359,754	2018
6	Jurassic World	侏罗纪世界	\$1,671,713,208	2015
7	The Avengers	复仇者联盟	\$1,518,812,988	2012
8	Furious 7	速度与激情 7	\$1,516,045,911	2015
9	Avengers: Age of Ultron	复仇者联盟 2:奥创纪元	\$1,405,403,694	2015
10	Black Panther	黑豹	\$1,346,913,161	2018
11	Harry Potter and the Deathly Hallows - Part 2	哈利·波特与死亡圣器	\$1,341,693,157	2011
12	Star Wars: The Last Jedi	星球大战 8:最后的绝地武士	\$1,332,539,889	2017
13	Jurassic World: Fallen Kingdom	侏罗纪世界 2	\$1,309,484,461	2018
14	Frozen	冰雪奇缘	\$1,290,000,000	2013
15	Beauty and the Beast	美女与野兽	\$1,263,521,126	2017
16	Incredibles 2	超人总动员 2	\$1,242,805,359	2018
17	The Fate of the Furious	速度与激情 8	\$1,238,764,765	2017
18	Iron Man 3	钢铁侠 3	\$1,214,811,252	2013
19	Minions	小黄人大眼萌	\$1,159,398,397	2015
20	Captain America: Civil War	美国队长 3: 内战	\$1,153,304,495	2016

资料来源：Box office Mojo，中信证券研究部

图 64：1990-2016 年好莱坞六大制片厂来自海外的收入占比



资料来源：Opus Data

如何看待爱奇艺“苹果园”的发展战略？

爱奇艺自提出“苹果园”战略以来，除主业视频业务以外，已布局漫画、文学、游戏、直播、艺人经纪、电商等多个业务领域，并且推出了爱奇艺奇巴布、爱奇艺文学、好多视频、爱奇艺叭哒等一系列内容品牌矩阵。如何看待这一布局背后的逻辑？

图 65：爱奇艺“苹果园”战略下品牌矩阵



资料来源：爱奇艺世界大会，中信证券研究部

我们认为“苹果园”战略中，首先是视频业务拥有绝对核心地位。爱奇艺发家于互联网视频业务，也是目前市场上领先视频平台，其平台类似于优质创意资源的“吸铁石”，能够不断为整个生态带来优质内容资源，从而驱动整体生态前进。另一方面，“苹果园”

商业模式也只有视频内容核心动力持续保持强劲前提下，才能发挥出最大化生态效应。以爱奇艺文学为例，其以热播剧集小说为核心卖点之一，用户规模实现迅速增长。

其二，“苹果园”战略在于用不同内容品牌定位不同用户的不同娱乐内容需求，以求打造垂直领域领先内容品牌。以爱奇艺奇巴布为例，其精准定位 0-12 岁少儿媒体，意在打造具有国内顶级少儿媒体品牌。一方面，目前国内缺乏能够提供优质少儿内容的互联网媒体平台；另一方面，少儿消费市场包括在家庭消费中影响力持续提升也显示出少儿媒体巨大的商业价值，未来有望对标 Disney、Nickelodeon 等知名少儿内容品牌，拥有十足的商业潜力。

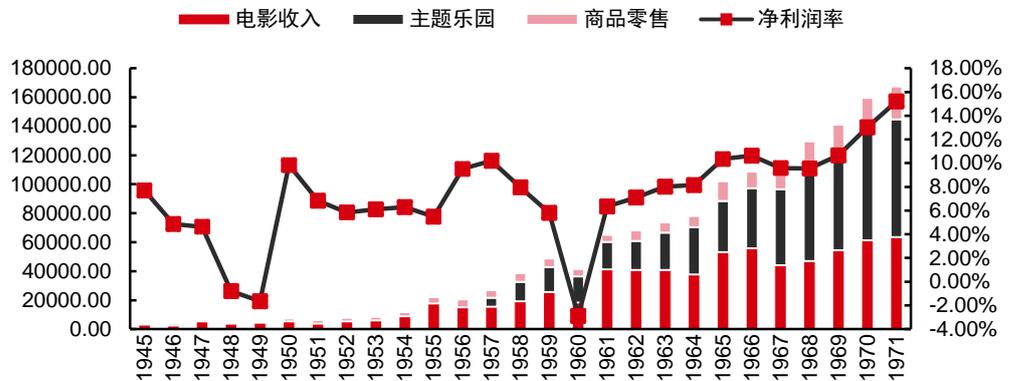
图 66: 爱奇艺奇巴布 App 界面



资料来源: 爱奇艺奇巴布

最后，IP 价值深度变现是传媒集团中长期提升利润率的重要路径。基于渠道优势，打造内容体系，积累自由 IP，培养品牌价值几乎是好莱坞传媒集团发展的必经路径，而从盈利角度看则是 IP 价值综合变现体系，其能够中长期持续提升公司利润率。以迪士尼为例，1960 年以后，主题公园&商品零售等多元化业务收入占比提升，持续驱动其净利润率在 1960 年之后不断提升。

图 67: 1945-1971 迪士尼收入结构及经历了变化趋势 (单位: 千美元/%)



资料来源: 迪士尼年报, 中信证券研究部

如何对爱奇艺进行估值？

爱奇艺核心价值来源于用户价值不断挖掘和显现，核心的变现载体是内容，而广告和付费成为两大核心变现模式。从中长期看，我们认为广告和付费业务增长逻辑将分离，逐步拓展成两大品牌矩阵系列：其中，基于广告模式的业务将逐步聚焦年轻观众（25岁以下），主打内容品类包括综艺、动画、剧集（年轻向的）等内容，代表公司为芒果TV以及美国MTV等以广告为核心营收的媒体。此外，基于付费模式将聚焦中年以上用户（25岁以上），主打内容品类包括剧集（更有深度）、纪录片、体育等等，代表公司为Netflix、HBO等媒体。其中广告模式媒体（聚焦年轻用户）当下国内仍然是主流。另一方面，随着付费收入逐步提升，且增长引擎即将从规模转换为规模+ARPU提升，我们认为付费为内核的媒体将未来数年内迅速发展。基于爱奇艺在付费核心产品剧集领域体系化优势，我们对公司付费业务采用单独估值。

付费业务：根据美国有线电视运营商并购价格，其单用户收购价值为当年 sales（年ARPU）的 3-5 倍，美国流媒体龙头 Netflix 过去 3 年 EV/Sales 平均值超过 8 倍。考虑到爱奇艺付费业务仍处于初期，会员规模增速较快，且 ARPU 单价还未进入提价区间，我们采取远期 EV/Sales 方法对公司付费业务进行估值。

我们预计到 2023 年公司付费用户规模将达到 1.8 亿，付费收入达到 309.20 亿人民币。对比美国可比公司和案例，我们认为爱奇艺付费业务增长潜力大于有线电视，但长期单用户价值天花板更低，我们给予 2022 年单付费用户 4.5 倍 EV/Sales，按照 11%WACC 折现，得到付费业务对应 2020 年目标 EV 为 1016 亿人民币。

表 21：2007 年以来美国有线电视运营商领域并购案例及估值

时间	买方	卖方	用户数 (百万)	收购价格 (百万美元)	单订户价格 (美元)
2007	Time Warner Cable & Comcast	Adelphia	5	17600	3520.00
2011	Time Warner Cable	Insight Communications	0.76	3000	3947.37
2007	Comcast	Patriot	0.081	483	5962.96
2013	Charter	Bresnan Communications	0.375	1630	4346.67
2016	Charter	Time Warner Cable	11.4	78700	6903.51
2016	Charter	Bright House Networks	2.2	10100	4590.91
2015	AT&T	DirecTV	20.26	67100	3311.94

资料来源：时代华纳等公司公告，中信证券研究部 注：单订户价格为中信证券研究部根据收购价格和用户数测算

表 22：2019-2023E 爱奇艺付费收入预测

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
付费订阅收入（百万）	15591.5	20257.5	23814.5	27268.5	30921.9
yoy	47%	30%	18%	15%	13%
会员数（百万）	121.7	144.7	156.4	168.8	179.1

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
yoy	39%	19%	8%	8%	6%
ARPPU 会员收入/会员	149.1	152.1	158.2	167.7	177.7
yoy	-3%	2%	4%	6%	6%

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

广告业务：我们判断爱奇艺视频广告业务有以下趋势：

1. **爱奇艺硬广部分（贴片广告）Adload 增长空间相对有限**，且用户观看次数不及信息流广告。同时受付费会员迅速增加影响，非会员 MAU 未来预计会一定程度下降。

2. **爱奇艺品牌广告未来仍有增长潜力**，这一块随着自制内容比例提升（尤其是综艺节目），内容影响力逐步增大，有望保持持续增长；

3. 爱奇艺信息流广告短期受到下线部分类型广告影响，但中长期随着泡泡社区、短视频社区、爱奇艺奇巴布等“苹果园”战略落地，潜力有望逐步落地。

综合考虑，我们认为爱奇艺广告业务和微博最可比，爱奇艺广告业务对应 2020 年 EV/Sales 为 5 倍，对应合理 EV 为 497 亿人民币。

表 23：互联网广告可比公司 EV/Sales 情况对比

	EV	TTM Sales	EV/sales
微博	91.95	17.61	5.2
百度	295.09	144.41	2.0
FB	5218.62	558.38	9.3
Twitter	240.06	31.64	7.6
平均值			6.0
爱奇艺	497	99.4 (2020 广告收入预测)	5

资料来源：Thomson One，中信证券研究部预测 注：数据截至 2019 年 7 月 8 日

其他业务暂不给予估值，但未来有望成为显著增量：除核心互联网视频业务外，爱奇艺在体育、游戏、艺人经纪、文学等一系列领域均有诸多布局，且一些公司已经独立融资（例如爱奇艺体育），但大多数业务仍处于孵化初期。我们认为，基于视频平台业务延展性，未来爱奇艺“苹果园”布局有望诞生出众多“独角兽”级别公司，但考虑到业务仍在初期我们暂不给与估值。

综合来看，我们认为爱奇艺 2020 年目标市值为 1514 亿人民币，对应每 ADS 价格为 30.20 美元，维持“买入”评级。

■ 风险因素

持续数年不盈利导致现金流紧张风险；宏观经济周期导致广告业务不及预期风险；政策监管波动导致相关内容上线不及预期风险

■ 盈利预测及投资建议

综合来看,我们预测爱奇艺 2019-2021 收入分别为 315.40 亿元、381.60 亿元、441.70 亿元,调整后亏损分别为 83.40 亿元、67.70 亿元、47.30 亿元。当前价格 19.61 美元,对应 2019-21 年 PS 为 3.1x/2.5x/2.2x。我们认为,短期广告增长压力和付费会员增速减缓等因素在股价中已有预期,爱奇艺的投资机会在于其中长期广阔空间、可持续性和随着内容体系不断完善壁垒不断提升。根据分部估值结果,我们维持“买入”评级,给予 2020 年目标价 30.20 美元,对应 2020 年 PS3.8x。

表 24: 2017-2021E 爱奇艺核心财务数据及盈利预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17378	24989	31539	38164	44172
营业收入增长率 YoY	55%	52%	26%	21%	16%
调整净利润(百万元)	-4138	-8090	-8344	-6774	-4727
净利润增长率 YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
每股收益 EPS(基本)(元)	-0.81	-1.59	-1.64	-1.33	-0.93
毛利率	0%	-9%	-3%	5%	10%
净资产收益率 ROE	-75%	-69%	-60%	-105%	-702%
EV/EBITDA (x)	24	27	15	11	9
PS (x)	5.6	3.9	3.1	2.5	2.2

资料来源:公司财报,中信证券研究部预测

注:股价为 2019 年 7 月 12 日收盘价

利润表 (百万元)

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	17378	24989	31539	38164	44172
营业成本	17387	27133	32463	36236	39593
毛利率	0%	-9%	-3%	5%	10%
销售、行政及一般费用	2675	4168	5362	6106	6626
销售、行政及一般费用率	15%	17%	17%	16%	15%
研发费用	1270	1995	2523	3053	3313
研发费用率	7%	8%	8%	8%	8%
营业利润	-3953	-8306	-8809	-7231	-5359
营业利润率	-23%	-33%	-28%	-19%	-12%
净利息收入及其他非经营性损益	209	-676	465	457	632
利润总额	-3744	-8982	-8344	-6774	-4727
所得税	8	-79	0	0	0
所得税税率	0%	1%	0%	0%	0%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	-3737	-9061	-8344	-6774	-4727
净利率	-22%	-36%	-26%	-18%	-11%
项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	17378	24989	31539	38164	44172
营业成本	17387	27133	32463	36236	39593
毛利率	0%	-9%	-3%	5%	10%
销售、行政及一般费用	2675	4168	5362	6106	6626

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利润总额	-3737	-9061	-8344	-6774	-4727
折旧和摊销	8765	13733	16587	17820	18570
股权补偿	233	0	0	0	0
营运资金变化	-735	-450	-531	-2670	-4778
其他经营现金流	-515	82	-73	0	0
经营现金流合计	4012	4304	7640	8376	9065
短期投资净额	0	0	0	0	0
资本支出	-10773	-13322	-13577	-13836	-13175
其他投资现金流	112	0	0	0	0
投资现金流合计	-10661	-13322	-13577	-13836	-13175
融资现金流合计	6561	46959	-2856	3431	4109
汇率变动对现金的影响	-143	0	0	0	0
期初现金	964	1513	12822	4029	2000
现金及等价物净增加额	-231	37940	-8793	-2029	0
期末现金					

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金及等价物 (百万元)	1513	12822	4029	2000	2000
应收账款	2235	2889	3431	3715	4232
短期投资	0	0	247	247	247
其他流动资产	1952	4142	3742	4191	4610
流动资产	5701	19853	11449	10152	11089
固定资产	1249	1618	1460	1514	1535
无形资产	428	1678	1680	1684	1697
商誉	3276	3888	3888	3888	3888
长期投资	568	2572	2572	2572	2572
其他非流动资产	8979	15150	16398	17612	18368
非流动资产	14500	24906	25998	27271	28061
资产总计	20201	44760	37447	37423	39150
应付账款	7041	10162	12395	14027	15091
预收账款及递延收入	1634	2195	3474	4588	5207
短期借款	299	3046	0	3705	7804
其他流动负债	2651	4408	5072	5370	6043
流动负债	11626	19812	20940	27690	34145
非流动负债	293	6792	6695	6695	6695
负债总计	11918	26604	27635	34385	40840
夹层股本	22602	0	0	0	0
股本及资本公积	601	39666	39666	39666	39666
留存收益及其他综合收益	-14924	-21630	-29973	-36748	-41475
少数股东权益	4	119	119	119	119
所有者权益总计	8283	18156	9812	3038	-1690
负债和所有者权益总计	20201	44760	37447	37423	39150

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	55%	52%	26%	21%	16%
营业利润增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
毛利率	0%	-9%	-3%	5%	10%
EBITDA Margin	28%	18%	26%	29%	31%
净利率	-22%	-36%	-26%	-18%	-11%
净资产收益率	-75%	-69%	-60%	-105%	-702%
总资产收益率	-22%	-28%	-20%	-18%	-12%
资产负债率	59%	59%	74%	92%	104%
所得税率	0%	1%	0%	0%	0%
股利支付率	-	-	-	-	-

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测 注: 2017-18 年资产负债表中现金及等价物=原报表中现金及等价物+短期投资

■ 相关研究

- 爱奇艺(IQ)2019年一季报点评—优质原创内容巩固行业领先地位 (2019-05-17)
- 爱奇艺 (IQ) 2018年四季报及年报点评：会员驱动营收高增长，关注内容成本拐点趋势 (2019-02-22)
- 爱奇艺 (IQ.O) 2018年三季报点评—付费超预期增长&广告经历波动，中长期成长逻辑不变 (2018-11-01)
- 爱奇艺 (IQ.O) 2018年二季报点评—付费驱动收入超预期，原创内容投入预计仍将持续增长 (2018-08-01)
- 爱奇艺 (IQ.O) 投资价值分析报告—脚下的路，以及远大的前程 (2018-05-30)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。