

# 爱奇艺 (IQ.O)

## 内容构筑壁垒，科技赋能娱乐

买入（首次）

2019年08月21日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 王建会

执业证号：S0600519070001  
021-60199793

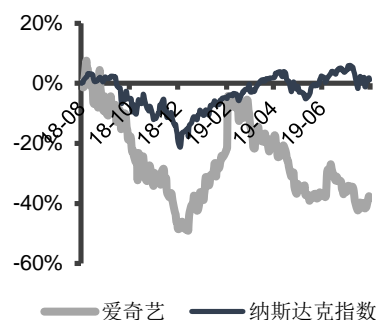
wangjianhui@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	24,989	29,699	36,342	43,393
同比(%)	43.8%	18.8%	22.4%	19.4%
归母净利润(百万元)	-9,110	-10,992	-6,911	-3,592
同比(%)	-143.8%	-20.7%	37.1%	48.0%
每股收益(元/股)	-1.79	-2.16	-1.36	-0.71
P/E(倍)	-10.1	-8.3	-13.3	-25.5

### 投资要点

- 会员驱动收入端稳定增长，成本端压力 2020 年有望缓解：**公司是中国领先的网络视频娱乐提供商，同时不断拓展娱乐生态体系，截止目前公司已成功构建了包括视频、电商、游戏、文学等业务在内，连接人与服务的视频商业生态，持续引领视频网站商业模式的多元化发展。在收入端，我们认为长视频赛道的成长性仍在，1、长视频优质流量的广告变现仍未见顶，内容植入广告形式仍有持续开发的空间；2、会员的渗透率仍未到顶，目前距离 1.5 亿到 2 亿的会员预期空间仍有较大的提升空间；3、长视频平台有望逐渐打造自身的娱乐生态体系，粉丝化的运营及内部孵化新的娱乐产品等能力值得期待。另外在成本端，随着自制内容比例的逐步提升及演员等剧集制作成本得到一定控制，预计 2020 年有望得到一定的缓解。
- 透过海外市场看国内格局的演变和未来三年广告、会员的增长：**目前海外流媒体市场竞争愈加紧张，一超多强的市场格局有可能得到重塑，我们认为新进入者主要有两个特点拥有较低内容成本和完整的内容生态，从目前国内的市场看，“3+1”的市场格局已基本稳定，从原来的以外购版权为核心的竞争模式转变为以自制内容为核心的差异化、生态化竞争模式，自制内容的占比将是长视频平台能否走出差异化、会员价格能够提升、能否步入盈利期的核心要素。另外对比海外的会员渗透率及提价模式，未来三年内会员数量仍将保持较高速增长，考虑到目前长视频广告结构持续的优化，单用户的广告价值仍有提升的空间。
- 内容构筑壁垒，科技赋能娱乐，生态体系持续完善的流媒体战舰：**公司持续完善内容矩阵，不断提高自制内容的比例及质量，持续推出优质爆款作品，另外公司不断加大技术科技的研发及大数据的运用，完善内容购买、制作、推荐、播放整个产业链条。另一方面，公司不断构建自身的生态闭环，提出“苹果园”生态模式，以视频业务为基础，还包括文学、漫画、轻小说、直播、游戏、商城等多元娱乐服务，产品从单一的视频线扩展到娱乐生态矩阵，满足用户多元需求。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 296.99 亿、363.42 亿、433.93 亿元，归母净利润分别为-109.92 亿、-69.11 亿、-35.72 亿元，使用分部 PS 估值法，预计目标市值为 1552.71 亿元，给予目标价每 ADS 为 30.74 美元，目前公司仍处于内容的投入期，短期仍难实现盈利，我们看好长视频赛道的高成长性以及公司自身在赛道内的竞争优势，给予“买入”评级。
- 风险提示：**1、视频平台竞争加剧的风险；2、广告行业景气度持续低迷的风险；3、融资难度加大的风险；

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(美元)	17.88
一年最低/最高价	14.35/32.46
市净率(倍)	6.12
美股流通市值(百万美元)	5716

### 基础数据

每股净资产(元)	2.92
资产负债率(%)	70.11
总股本(百万股)	5089
流通股本(百万股)	2213

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司概况：会员驱动收入端稳定增长，成本端压力 2020 年有望得到缓解</b> .....	<b>5</b>
1.1. 股权架构：百度控股，协同效应显著 .....	5
1.2. 公司财务状况：会员驱动收入端稳定高增长，内容成本高企，成本端压力预计 2020 年有望得到缓解 .....	7
<b>2. 透过海外流媒体市场看国内竞争格局演变和市场空间</b> .....	<b>14</b>
2.1. 海外流媒体龙头：Netflix .....	14
2.2. 海外流媒体行业：竞争加剧，传统内容巨头涌入，一超多强的格局重塑 .....	19
2.3. 国内流媒体市场格局：从囚徒困境到差异化生态竞争 .....	20
2.4. 从付费渗透率及单用户广告价值来看会员业务和广告业务的增长空间 .....	21
<b>3. 内容构筑壁垒，科技赋能娱乐，生态体系持续完善的流媒体战舰</b> .....	<b>26</b>
3.1. 内容构筑竞争壁垒，自制内容开启差异化竞争 .....	26
3.2. 科技赋能娱乐：运用在内容购买、制作、推荐、播放全流程 .....	32
3.3. 完善生态体系：深化“一鱼多吃”布局，持续推动 IP 多元化变现 .....	32
<b>4. 盈利预测</b> .....	<b>36</b>
4.1. 收入预测 .....	36
4.2. 成本预测： .....	37
4.3. STOP 估值： .....	39
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>40</b>

## 图表目录

图 1: 公司 VIE 架构.....	6
图 2: 2015-2019Q2 公司营业收入 (百万元) 及增长率.....	7
图 3: 2015-2019Q2 公司各业务营业收入占比情况.....	7
图 4: 2015-2019Q2 会员服务收入 (百万元) 及增长率.....	8
图 5: 订阅会员数量及环比增长率 (百万) .....	8
图 6: 2015-2018 年爱奇艺的 MAU 及付费率.....	8
图 7: 2016-2018 年公司 ARPU 情况 (元) .....	8
图 8: 2015-2019Q2 广告收入 (百万元) 及增长率情况.....	9
图 9: 内容分发业务收入及增长率 (百万元) .....	9
图 10: 内容分发业务占总收入的比重.....	9
图 11: 2018 年版权置换业务收入及成本 (百万元) .....	10
图 12: 其他业务收入 (百万元) 及增长率.....	10
图 13: 其他业务占总收入的比重.....	10
图 14: 2017Q1-2019Q2 年内容成本以及占收入比重情况 (百万) .....	11
图 15: 现金流角度下外购版权投资与摊销金额 (百万) .....	12
图 16: 现金流角度下自制内容投资与摊销金额 (百万) .....	12
图 17: 2015-2018 年公司宽带成本及增速 (单位: 百万元) .....	12
图 18: 2015-2019Q1 运营费用 (百万元) 及占收入的比重.....	13
图 19: 2015-2019Q2 毛利率、净利率情况.....	13
图 20: Netflix 海外业务扩展时间线.....	14
图 21: Netflix 各项业务收入占比具体情况.....	15
图 22: Netflix2014-2019Q2 会员数量变化.....	15
图 23: Netflix2014-2019Q2 营业收入.....	15
图 24: Netflix2014-2018 年现金流量情况 (百万美元) .....	16
图 25: 各平台获得艾美奖数量.....	19
图 26: top5 (除优酷) 视频平台付费会员数 (千万) .....	21
图 27: top5 视频平台月活数据 (万) .....	21
图 28: 2013-2020 年不同媒体广告收入规模情况预测 (亿) .....	23
图 29: 中国不同媒体类型网络广告市场份额.....	23
图 30: 中国不同形式网络广告市场份额及预测.....	23
图 31: 公司网剧上线数量与收益情况.....	28
图 32: 竖短剧《生活对我下手了》截图.....	29
图 33: 互动剧《黑镜》选择节点截图.....	29
图 34: 创可贴广告应用场景示例.....	32
图 35: 公司的生态系统.....	33
图 36: 小程序流量对用户结构的改变示例.....	33
图 37: 在线视频行业全景流量下用户规模占比 (未去重规模) .....	34
图 38: 爱奇艺号可提供的形式.....	35
图 39: 网文内容 IP 孵化路径.....	35
图 40: 平台九大货币化方式.....	36

表 1: 公司主要股东及董事高管持股情况 .....	5
表 2: 公司内容资产折旧方法 .....	12
表 3: Netflix 融资金额 .....	16
表 4: Netflix 投入产出比计算 .....	17
表 5: Netflix2019 年最新不同档次会员价格 .....	17
表 6: 几大主要流媒体平台 .....	18
表 7: Netflix 主要自制作品 .....	18
表 8: 几大主要流媒体平台 .....	19
表 9: 目前爱奇艺用户付费率 .....	22
表 10: 未来三年会员业务收入预测 .....	22
表 11: 爱奇艺拥有的综艺 IP .....	24
表 12: 互联网公司广告 ARPU 值比较 .....	25
表 13: 广告收入测算 .....	25
表 14: 公司 19 年版权综艺列举 .....	26
表 15: 公司主要工作室 .....	27
表 16: 公司自制综艺团队 .....	28
表 17: 分账剧分账标准 .....	28
表 18: 19 年上线的自制剧集 .....	30
表 19: 2019 年上线自制综艺节目 .....	31
表 20: 会员收入测算 .....	36
表 21: 广告收入测算 .....	37
表 22: 内容分发业务和其他业务收入预测 .....	37
表 23: 内容成本预测 .....	38
表 24: 带宽成本和其他成本预测 .....	38
表 25: 运营成本测算 .....	38
表 26: 公司利润预测情况 .....	39
表 27: 可比公司 P/S 情况 .....	39
表 28: 分部估值法结果 .....	40

## 1. 公司概况：会员驱动收入端稳定增长，成本端压力 2020 年有望得到缓解

### 1.1. 股权架构：百度控股，协同效应显著

公司是中国领先的网络视频娱乐提供商，同时不断拓展娱乐生态体系，截止目前公司已成功构建了包括视频、电商、游戏、文学等业务在内，连接人与服务的视频商业生态，持续引领视频网站商业模式的多元化发展。在内容方面，公司重视原创内容的制作，深度绑定众多内容提供合作伙伴，打造涵盖电影、电视剧、综艺、动漫在内的十余种类型丰富的正版视频内容库，并通过“爱奇艺出品”的持续推动，让“纯生内容”进入全类别、高品质时代。

公司架构：公司通过 VIE 股权架构在美国上市，上市公司为集团控股公司 IQIYI, Inc，2009 年 11 月在开曼群岛注册成立。公司的境内业务实体分别为北京爱奇艺科技有限公司，2011 年 11 月取得控制权，为境内视频流媒体服务的运营实体，股东为公司高级副总裁耿晓华；上海爱奇艺文化传媒有限公司，为公司广告独家代理商；上海众源网络有限公司，原 pps 运营实体，2013 年取得控制权，目前从事公司直播业。另外有两家与电影业务相关的公司实体，爱奇艺影业（北京）有限公司，2014 年 12 月成立，整合公司知识产权资源，从事电影的开发、推广及发行业务；北京爱奇艺电影院线管理有限公司 2017 年 6 月成立。其中北京爱奇艺科技和上海众源拥有 ICP 证书，从事电信增值业务。公司有三家境内 WFOE 公司，为境外集团公司 100% 控股，通过一系列合约安排协议控制境内 VIEs，分别为北京爱奇艺新媒体科技有限公司（2017 年 7 月成立）、北京奇异世纪科技有限公司（2010 年 3 月成立）、重庆奇异天下科技有限公司（2010 年 11 月成立）。

股东层面，公司控股股东为百度公司董事长李彦宏，持股比例为 56.67%，其他股东有 Xiaomi Ventures Limited，持股比例为 6.72%，百度集团为公司的母公司，与公司存在重要业务协同效应，百度为公司提供基础设施（云技术）、技术（大数据、人工智能）等重要要素，同时在渠道方面，百度和公司分享渠道，包括销售渠道、优先提供广告、开放注册用户相互登陆等，另外公司与小米的合作主要在渠道方面，通过小米产品销售会员与投放广告，获取用户流量。

表 1：公司主要股东及董事高管持股情况

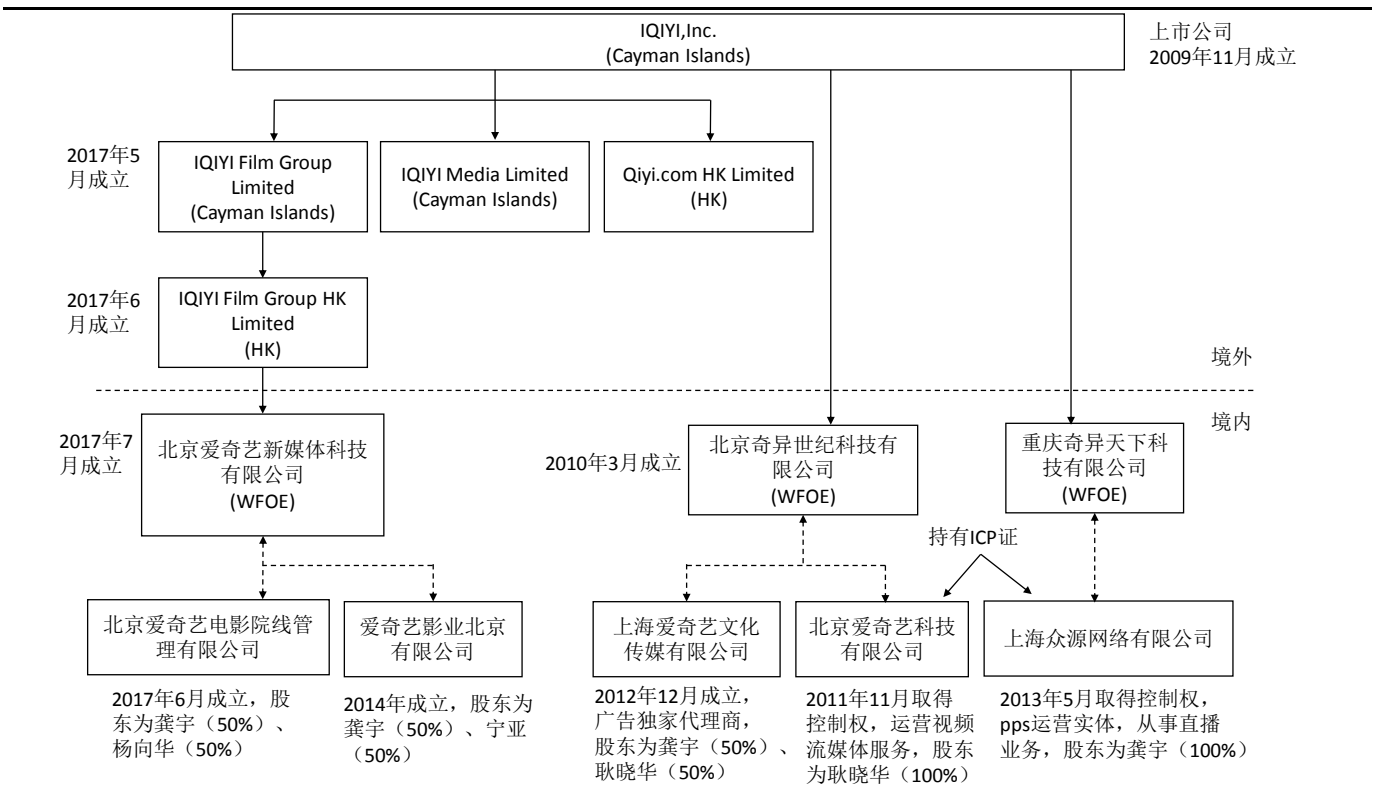
	A 类普通股受 益人持股数	占比	B 类普通股受 益人持股数	占比	投票权 占比
主要股东					
Baidu Holdings	7,933,331	<1%	2,876,391,396	100%	92.90%
Xiaomi Ventures Limited	341,874,885	15.40%			<1%
Hillhouse Capital Management, Ltd.	240,191,174	10.90%			<1%



董事和高管					
Robin Yanhong Li	7,933,331	<1%	2,876,391,396	92.90%	
Yu Gong	93,412,387	4.10%		<1%	
Herman Yu					
Chuan Wang					
Haifeng Wang		<1%		<1%	
Lu Wang					
Sam Hanhui Sun					
Jane Jie Sun					
Xiaodong Wang		<1%		<1%	
Xiaohui Wang		<1%		<1%	
Xiangjun Wang		<1%		<1%	
Xianghua Yang		<1%		<1%	
Youqiao Duan		<1%		<1%	
所有董事和高管	157,516,119	6.70%	2,876,391,396	100%	92.90%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：公司 VIE 架构

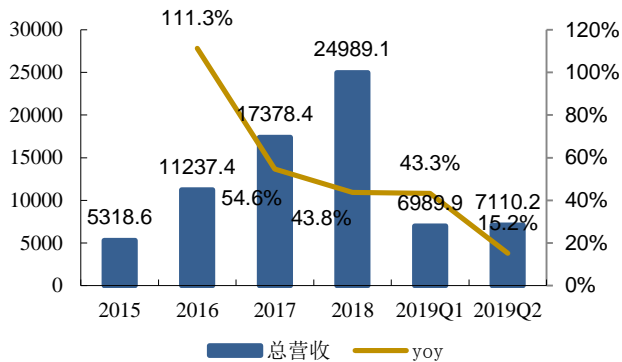


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 公司财务状况：会员驱动收入端稳定高增长，内容成本高企，成本端压力预计 2020 年有望得到缓解

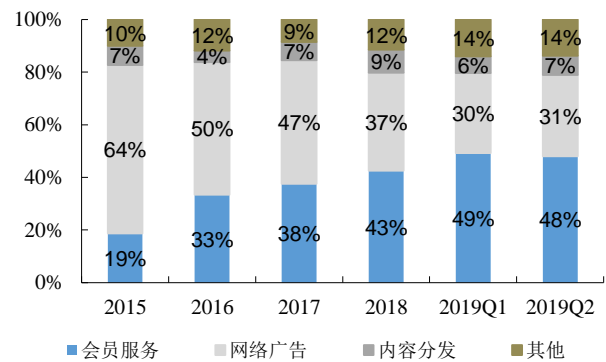
**收入端：广告收入增速放缓，会员已成营收增长主要驱动力。**公司 2016-2018 年实现营业收入分别为 112.4 亿、173.4 亿、249.9 亿，三年复合增长率为 67%，另外 2019 年 Q2 营业收入达到 71.1 亿元，同比增长 15.2%，增速主要由会员业务推动，第二大收入广告业务增长承压。在收入结构方面，在 2015-2019Q2 期间，会员收入逐渐超过广告业务成为第一大收入来源，2019Q2 收入占比 48%，广告业务占比 31%。**从收入结构看：**  
**1、公司收入结构逐步得到优化，从以广告变现模式为主的生态模式到目前会员和广告双支撑，多元化收入生态模式初现；**  
**2、收入驱动因素已发生变化，从广告收入增长驱动为主到目前会员收入为主，也显现出视频平台未来将更加的重视版权自制内容的质量。**

图 2：2015-2019Q2 公司营业收入（百万元）及增长率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

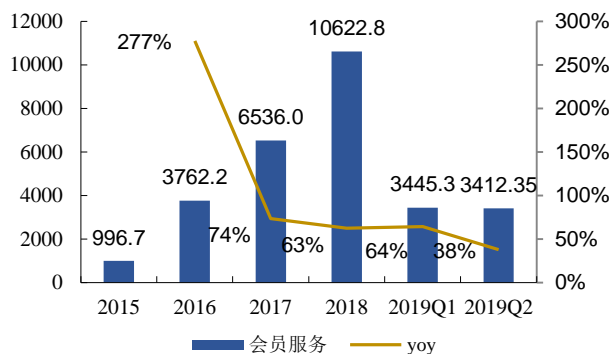
图 3：2015-2019Q2 公司各业务营业收入占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

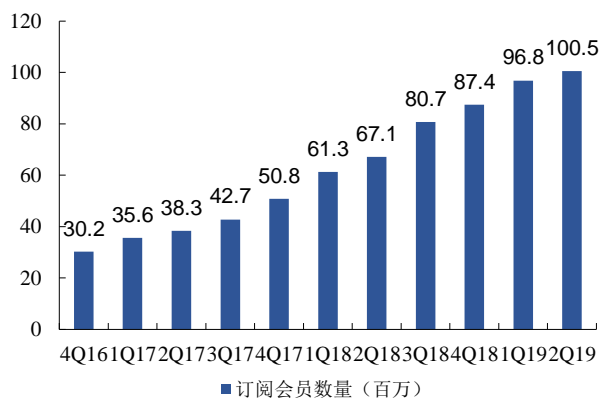
**会员收入：会员服务收入持续保持高增长，付费会员数突破亿人大关。**从会员收入来看，公司 2016-2018 年会员服务收入分别为 37.6 亿元、65.4 亿元、106.2 亿元，同比增长分别为 277.5%、73.7%、62.5%，2019Q2 会员服务收入为 34.12 亿元，同比增长 38%，会员业务增长趋势仍然稳定。从会员数量上来看，截至 2019 年 6 月 22 日，公司会员数量规模突破 1 亿人，此外 2015-2018 年用户付费率持续增加，从 2015 年的 2.93% 增长到 2018 年的 19.23%，会员人数增长推动力来自于行业版权保护下用户付费习惯的养成和公司逐渐充实内容矩阵，ARPU 逐年下滑主要原因是因为公司仍处于会员拉新培养用户的付费习惯的阶段，新用户 ARPU 值低于老用户。**我们预计会员付费收入在未来三年内有望持续保持高速增长，驱动力主要是付费渗透率的增长，目前国内会员的付费渗透率对比海外仍处于较低的位置，随着付费习惯的养成，付费渗透率有进一步上涨的空间，另一方面我们认为会员接近天花板时，会员价格的持续提升有望支撑会员服务收入第二阶段的增长。**

图 4: 2015-2019Q2 会员服务收入 (百万元) 及增长率



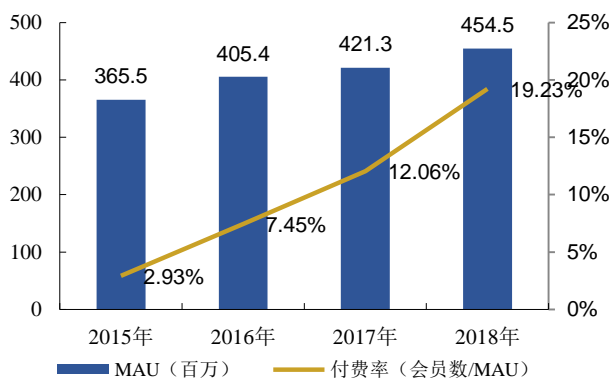
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 订阅会员数量及环比增长率 (百万)



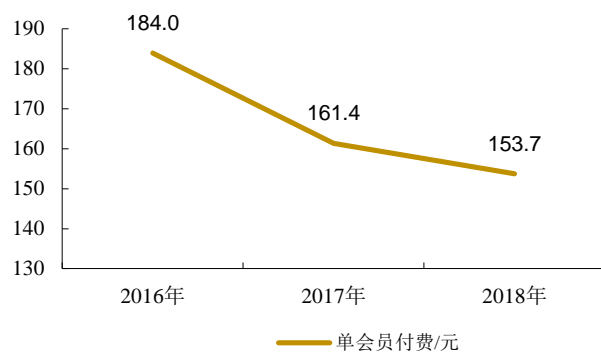
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 2015-2018 年爱奇艺的 MAU 及付费率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 7: 2016-2018 年公司 ARPU 情况 (元)

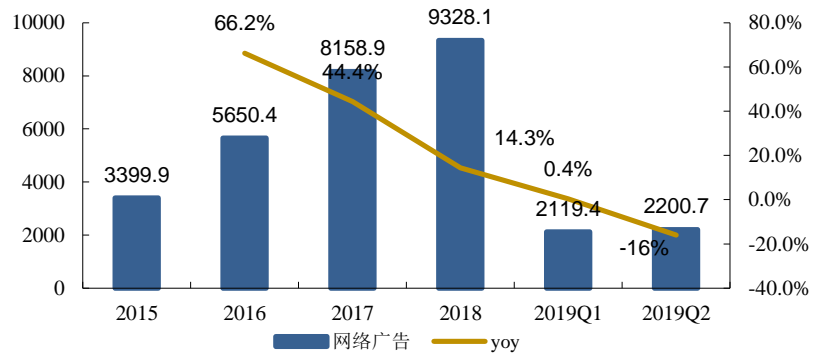


数据来源: 根据公告数据测算, 东吴证券研究所

**广告收入:** 受行业景气度影响和流量红利趋尽的影响, 整体增速放缓, 后续有望受益于广告结构的调整及行业回暖。公司广告收入 2016-2018 年分别为 56.5 亿、81.6 亿、93.3 亿, 同比分别增长 66.2%、44.4%、14.3%, 2019Q2 广告收入为 22.01 亿元, 同比增长-16%, 广告收入受宏观经济影响增速放缓。我们认为 2019 年广告收入整体承压, 植入广告和信息流广告有望成为公司广告收入增长的主要驱动, 未来公司有望受益于广告收入结构性的调整及行业景气度回暖, 2020-2021 年增速有望重获 10%-20% 之间。



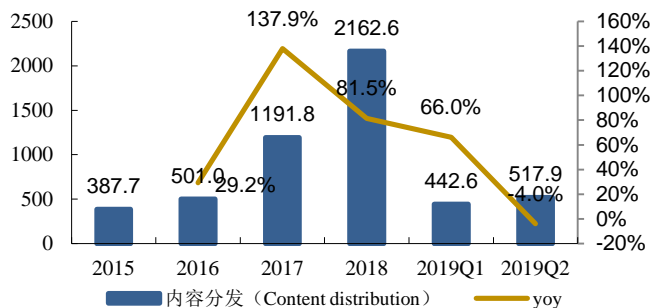
图 8：2015-2019Q2 广告收入（百万元）及增长率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

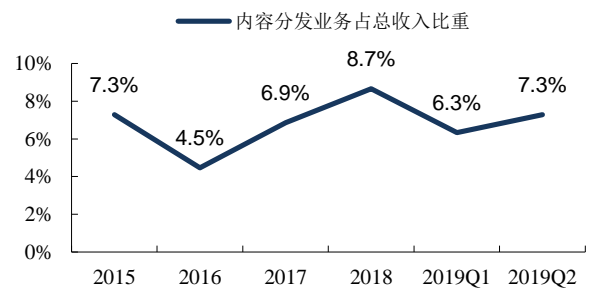
**内容分发收入：部分来自于版权置换，总体呈现波动趋势。**内容版权库的逐步完善推动分发业务收入提高，其占总收入的比重呈波动态势。2019Q2 占总收入的 7.3%。该项业务大多数情况下出于战略因素考虑而非财务因素，毛利率较低，纯版权置换业务是希望以低成本换得符合平台战略的内容，另外在会员期结束时公司会将部分影视剧发行给电视台，以便触达更多用户。

图 9：内容分发业务收入及增长率（百万元）



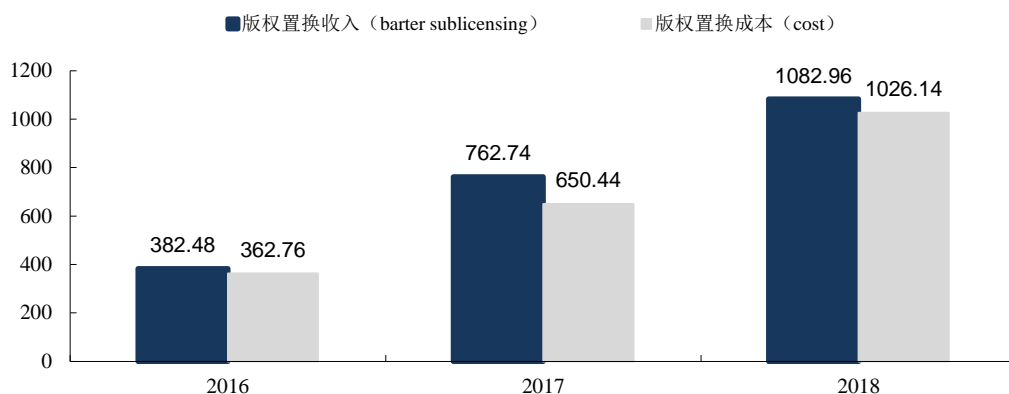
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：内容分发业务占总收入的比重



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

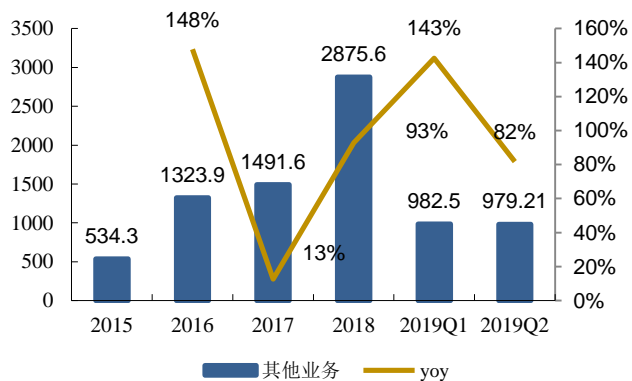
图 11：2018 年版权置换业务收入及成本（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

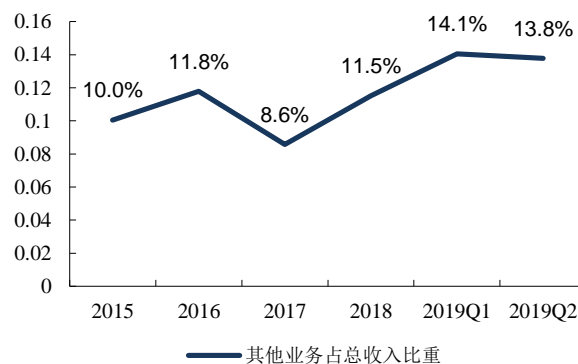
其他收入：主要包括现场直播、线上游戏和在线文学等，该部分业务主要为完善公司内容生态和扩展变现渠道。随着公司用户规模的增加和品牌影响力的不断增强，其他业务收入在总收入中占比逐渐提高，2018 年收入增长较大主要由于 2018 年公司收购 Skymoons，计划通过自主游戏开发而非仅作为第三方代理商来发展在线游戏业务，我们认为未来公司生态体系的构建将逐步完善，收入模式将趋于多元化，其他收入占比有望持续提升。

图 12：其他业务收入（百万元）及增长率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13：其他业务占总收入的比重



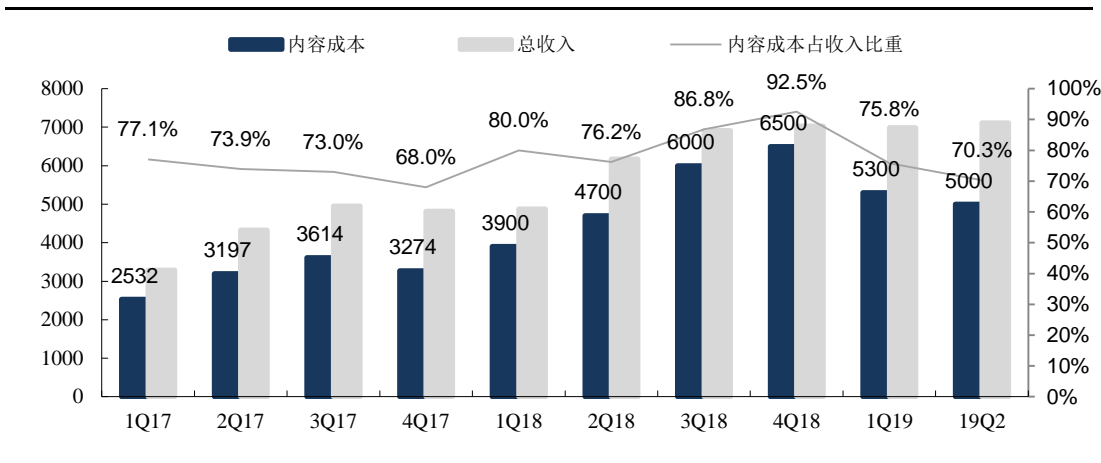
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在收入端，我们认为长视频赛道的成长性仍在，一方面长视频优质流量的广告变现仍未见顶，内容植入广告形式仍有持续开发的空间，目前在头部视频平台（除芒果 TV 外）中的内容植入广告收入占比仍未过半，二方面会员的渗透率仍未到顶，目前距离 1.5 亿到 2 亿的会员预期空间仍有较大的提升空间，另外视频平台 ARPU 相比较国内其他娱乐形式如游戏、直播等仍处于较低位置，三方面长视频平台有望逐渐打造自身的娱乐生态体系，粉丝化的运营及内部孵化新的娱乐产品等能力值得起到，我们预计未来在

会员收入为主要驱动力，逐步多元化的增长模式下公司营收端有望持续保持稳定高速增长。

**成本端：内容成本高企，成本端压力预计 2020 年有望得到缓解。**公司 2015-2018 年内容成本占收入比重分别为 69.5%、67.1%、72.6%、84.4%，分季度来看，公司内容成本占收入比例在 2018 年 Q4 达到最高点 92.5%。**我们认为内容成本占收入比重有望在 2020 年出现下降趋势，成本端压力有望得到缓解，主要源于一方面头部视频平台目前逐步加大内容自制比例，对于外部版权的购买需求有所减小，另一方面演员价格在 2018 年 10 月份之后有了一定程度的下降，剧集的成本结构得到一定的优化，头部剧集的价格也有一定的下降。由于公司内容成本的确认方式影响，内容成本相对于公司的采购内容成本有一定的滞后性，我们预计内容成本体量有望在 2020 年企稳，占收入比重有望呈现逐季下降趋势，成本端压力有望逐步得到缓解。**

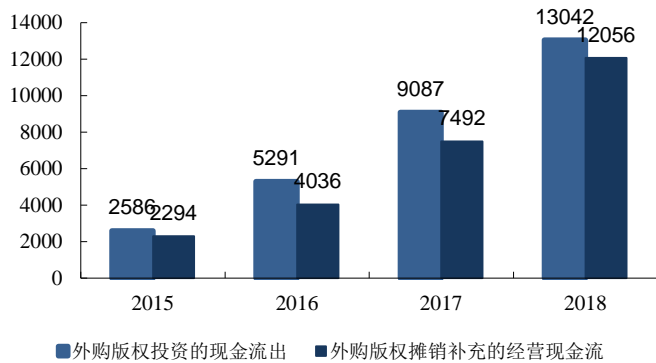
图 14：2017Q1-2019Q2 年内容成本以及占收入比重情况（百万）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

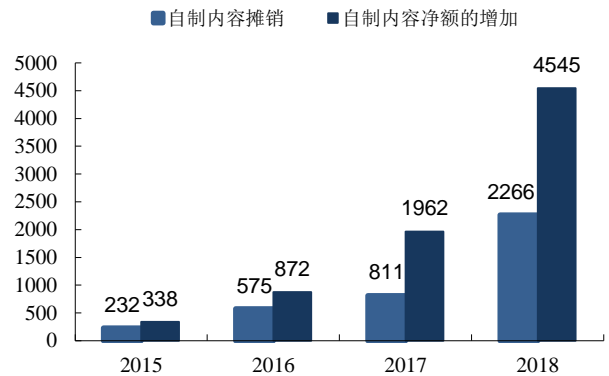
内容成本主要包括自制内容摊销、版权内容摊销和合作伙伴分成成本，其中大部分是内容资产的摊销和减值。从现金流角度看，公司版权摊销相对谨慎，每年版权摊销占比在 90% 左右，自制内容摊销比例少主要由于自制内容资产中大部分处于制作进程中，已发行的自制内容 2 年内摊销完成；从摊销的结构看，自制内容的占比逐渐提高，自制将成为公司内容战略上的重要支点，内容结构逐渐改善。

图 15: 现金流角度下外购版权投资与摊销金额 (百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 16: 现金流角度下自制内容投资与摊销金额 (百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

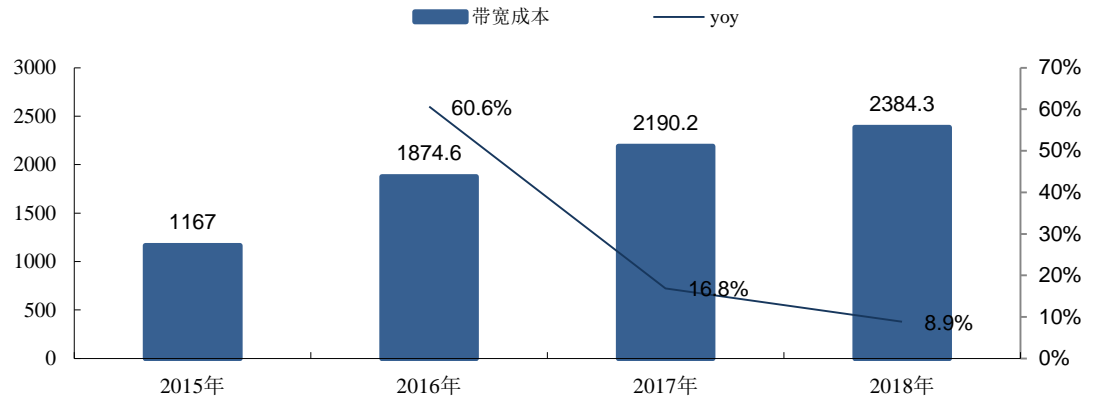
表 2: 公司内容资产折旧方法

项目	折旧方法	具体方法	结果
制作内容	单个电影预测计算方法	本期摊销成本=本期产生的实际收入/预测能产生的总收入*总成本	加速折旧法(锁定毛利率)
	最新电影、电视剧、季度性综艺	历史收视消费模式	按不同时期收视率作为分摊标准
非独家许可权	播放权	直线法摊销	加速折旧法
许可版权	经典电影、电视剧、非情节剧	(符合历史收视消费模式)	直线法
独家许可权 (先预测两种权力可能产生的收入, 将总成本按收入标准分摊)	播放权	历史收视率(同上)	加速折旧法
	再许可权	单个电影预测计算方法	本期摊销成本=本期产生的实际再许可收入/转授权估计产生的总再许可收入*再许可权分摊的总成本

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**宽带成本:** 2016-2018 年公司宽带成本分别为 18.7 亿元、21.9 亿元、23.8 亿元, 同比增速分别为 60.6%、16.8%、8.9%, 宽带成本逐步企稳。我们预计未来三年内宽带成本将维持在 0-10% 的增长区间之内。

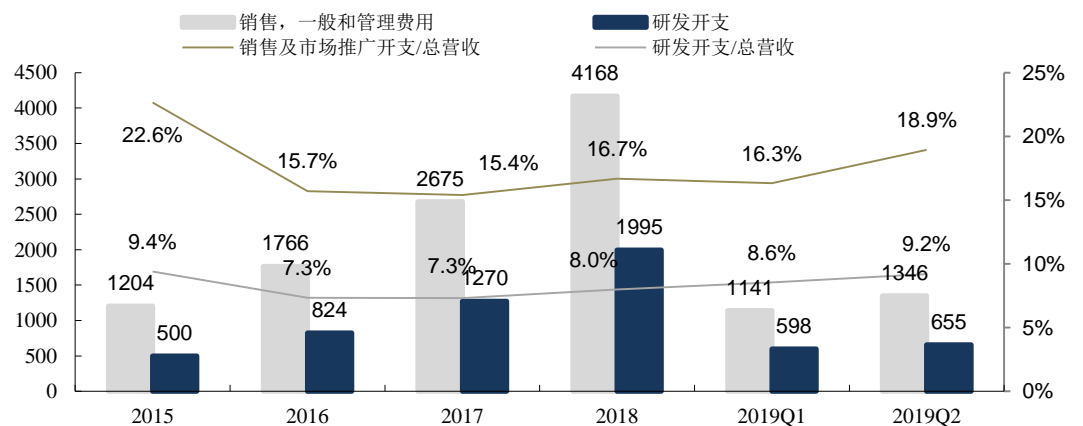
图 17: 2015-2018 年公司宽带成本及增速 (单位: 百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**运营费用**：2016年之后一般及管理费用占收入的比重稳定在16%左右，2018年销售费用增加了46.4%，主要由于品牌推广和内容促销支出的增加，管理费用增加了101.5%，主要由于员工人数增加和新并购公司Skymoons导致的股权薪酬成本增加；研发费用自2016-2019Q1研发开支占收入比例保持稳中略有增长趋势，显示出公司持续加大研发投入，积极利用新技术，提高用户观看体验等。

图 18：2015-2019Q1 运营费用（百万元）及占收入的比重

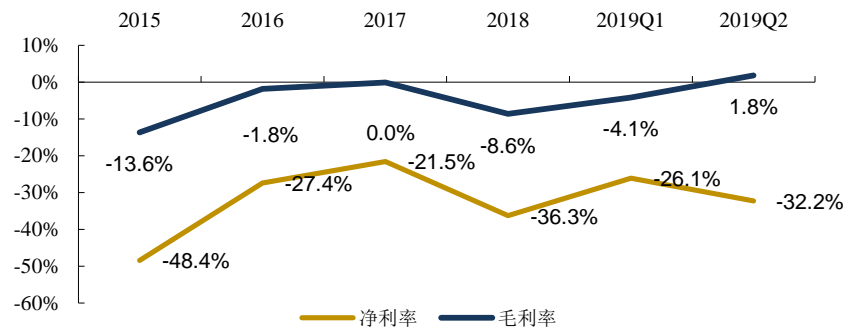


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

内容成本高居不下导致毛利率为负，净亏损额持续增加，预计2020年成本压力有所缓解的情况下亏损幅度有望减小，主要由于行业竞争放缓，公司增加自制内容使版权采购需求减少，以及18年上游制作端演员价格使版权成本下降（体现在19年末的内容成本中）。我们认为随着行业竞争趋于理性、上游内容生产成本的下降以及公司自身自制内容占比的提升，预计未来3年公司内容成本占收入比重预计会持续下降，在内容成本降低占比到公司营业收入的50%-60%的情况下时，我们认为公司的盈利可期。

图 19：2015-2019Q2 毛利率、净利率情况





数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 透过海外流媒体市场看国内竞争格局演变和市场空间

### 2.1. 海外流媒体龙头：Netflix

Netflix（奈飞）成立于1997年，起初从事影碟租赁业务，提供线上DVD租赁订阅服务，并于2002年成功在纳斯达克上市，2006年Netflix开发线上平台个性化推荐算法以优化用户体验，并取得成功，2007年Netflix推出流媒体业务，将其线下影碟的海量资源内容上传至其线上平台，并借助个性化推荐，迅速吸引了大量付费用户，开启了向流媒体转型，2012年Netflix大胆尝试内容自制模式，并依靠首部自制剧《纸牌屋》名声大振，其后Netflix继续增大内容投入，对外部内容的依赖逐步降低。另外Netflix在2010年开始进入海外市场，从加拿大开始，已经在全球190多个国家扩展流媒体业务，目前海外市场已经成为Netflix会员的主要增长地。

图 20: Netflix 海外业务扩展时间线



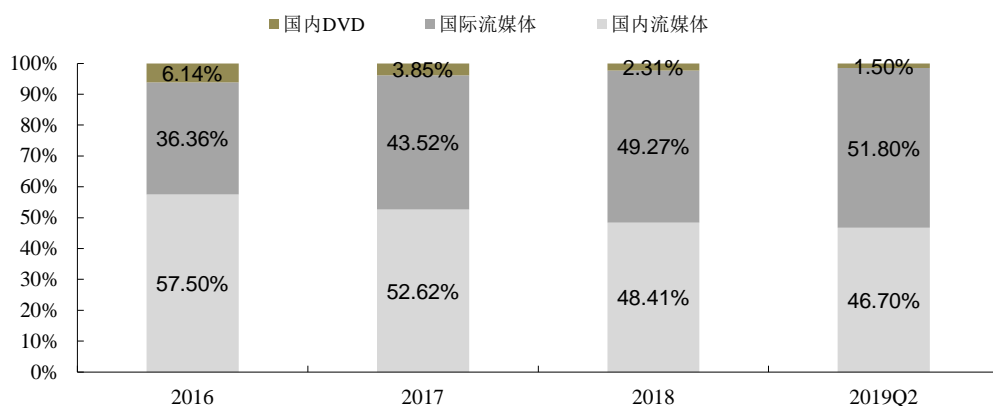
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Netflix 目前的主要业务分国内流媒体，国际流媒体与国内 DVD 三项。

从占整体收入的上看，国内 DVD 业务则占比较少，且逐年明显下降，流媒体业务占比逐年增加，截止到 2019 年 Q2 年占比达到了 98.5%；从区域上来看，海外流媒体市场成为公司增长的核心驱动力，占比逐年提升，从 2016 年的 36.4% 提升至 2019 年 Q2 的 51.8%，其中在 2018 年收入体量超过了其在国内的流媒体收入体量，成为公司收入

增长的主要驱动力,国内流媒体收入占比持续下滑,从2016年的57.5%一直降到46.7%。  
我们认为未来海外市场将是 Netflix 维持收入体量稳增长的主要驱动力,国内流媒体市场一方面会员渗透率已趋近天花板,另一方面国内流媒体市场的竞争愈加激烈,增长承压。

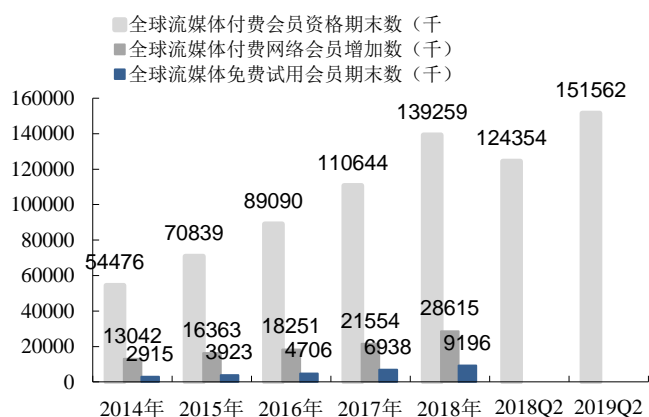
图 21: Netflix 各项业务收入占比具体情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

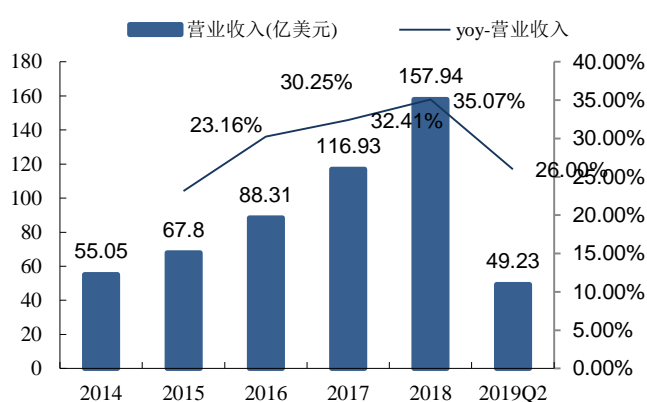
Netflix 的商业模式主要是依赖自身优质的内容矩阵,吸引用户线上观看,增加用户量,向用户收取费用,与国内流媒体模式不同,Netflix 没有广告业务,流媒体业务收入来源仅为用户的内容付费(会员费或单内容付费)。随着 Netflix 平台的内容增加和用户使用互联网观看视频习惯的养成,Netflix 的用户量和收入获得了快速的增长,截止到2019年Q2公司的订阅会员数达到1.52亿,收入单季度达到49.23亿美元,同比增长26%,依靠会员数量和单用户的 ARPU 的拉动,公司持续维持在较高增速。

图 22: Netflix2014-2019Q2 会员数量变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 23: Netflix2014-2019Q2 营业收入



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

在现金流层面和国内的头部视频平台类似,为了持续的拉新和用户留存,内容成本

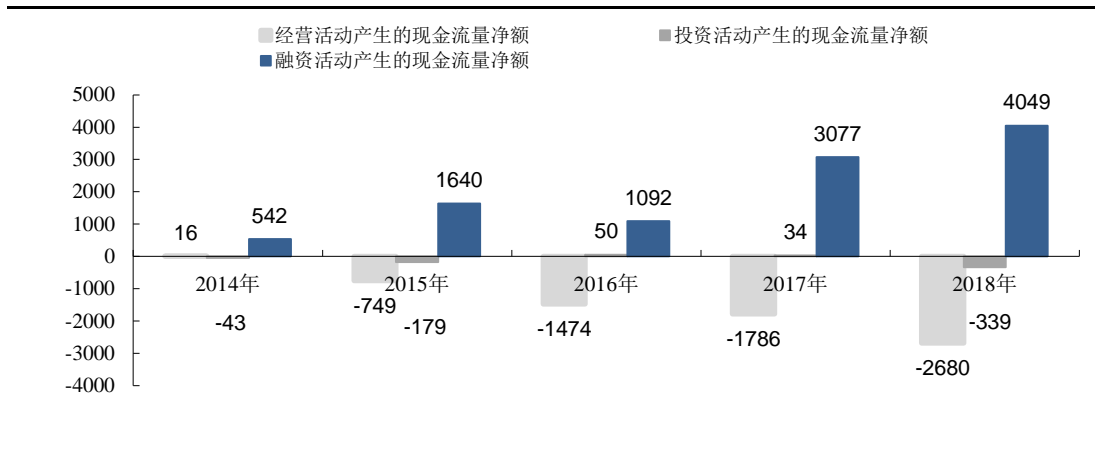
高居不下，同时经营现金流量常年为负，公司不断融资来满足运营所需资金，同从 2013 年成立以来，公司融资规模不断上升，已累计融资百亿美元债券，用于内容制作和日常运营，从现金流量表中可以看出，公司主要通过融资来提供投资和经营所需现金。

**表 3: Netflix 融资金额**

	本金金额 (百万美元)	发行日期	到期
5.375% 优先票据	500	2013 年 2 月	2021 年 2 月
5.50% 优先票据	700	2015 年 2 月	2022 年 2 月
5.750% 优先票据	400	2014 年 2 月	2024 年 3 月
5.875% 优先票据	800	2015 年 2 月	2025 年 2 月
4.375% 优先票据	1000	2016 年 10 月	2026 年 11 月
3.625% 优先票据	1489	2017 年 5 月	2027 年 5 月
4.875% 优先票据	1600	2017 年 10 月	2028 年 4 月
5.875% 优先票据	1900	2018 年 4 月	2028 年 11 月
4.625% 优先票据	1260	2018 年 10 月	2029 年 5 月
6.375% 优先票据	800	2018 年 10 月	2029 年 5 月
总计	10449		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**图 24: Netflix 2014-2018 年现金流量情况 (百万美元)**



数据来源：wind，东吴证券研究所

在成本端，和国内优爱腾三大视频平台相比，收入成本的模型更为优化，目前 Netflix 由于自制内容的比例以及会员的全球拓展及不断提价的情况下，公司的单用户收入/单用户产出的比重自 2016 年以来持续增加，截止到 2018 年达到 2.05，未来随着海外市场的开拓及自制内容占比的持续提升，公司有望持续提高产出投入的比重。

表 4: Netflix 投入产出比计算

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
国内流媒体收入 (百万美元)	2751	3431	4180	5077	6153	7647
国际流媒体收入 (百万美元)	712	1308	1953	3211	5089	7782
总收入 (百万美元)	3463	4739	6133	8288	11242	15429
国内付费会员 (千)	33420	39114	44738	47905	52810	58486
国际付费会员 (千)	10930	18277	30024	41185	57834	80773
总付费会员 (千)	44350	57391	74762	89090	110644	139259
每位国内付费会员平均月收入				9.21	10.18	11.4
每位国际付费会员平均月收入				7.81	8.66	9.43
全球平均付费会员平均月收入		7.76	7.73	8.43	9.38	10.29
总摊销成本 (百万)	2122	2656	3405	4788	6198	7532
单用户摊销成本		4.35	4.29	4.87	5.17	5.02
单用户收入/单用户成本		1.78	1.80	1.73	1.81	2.05

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

美国国内市场会员数已趋天花板, 海外拓展及会员提价将是驱动公司增长的两大动力。按美国 8500 万家庭计算, Netflix 国内订阅会员数量为 6010.3 万, 渗透率达 71%, 根据最新的财报, 2019Q2 国内会员数首次出现下降, 海外将是公司的主要拓展市场, 另外除了海外市场的会员增量外, 会员的提价将是公司的另一增长动力, 从美国国内来看, Netflix 在国内已进行 4 次提价, 但与传统有线电视和卫星电视相比仍有极高性价比。2019 年 1 月, 美国服务的收费标准上调 13% 至 18%, 每月 8 美元的服务和 14 美元的高清服务分别提价至 9 美元和 16 美元, 但相比美国有线电视用户每月 \$85 的费用 (数据来源: Leichtman Research Group), Netflix 的线上流媒体仍具高性价比。

表 5: Netflix 2019 年最新不同档次会员价格

	BASIC	STANDARD	PREMIUM
Monthly price after free month ends on 2/14/19	\$8.99	\$12.99	\$15.99
HD available	×	√	√
Ultra HD available	×	×	√
Screens you can watch on the same time	1	2	4
watch on your laptop TV phone and tablet	√	√	√
Unlimited movies and TV shows	√	√	√
Cancel anytime	√	√	√
First month free	√	√	√

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

自制内容矩阵为 Netflix 的核心竞争力:

外购版权导致高内容成本，且权利单一有版权时长限制，无多重变现机会。自制内容类似全产业链经营，能够节省上游利润部分，影视行业项目周期长，资金周转率低，因此制作公司对内容要求的溢价较高，完全可能大于企业内部管理成本，根据科斯定理，渠道公司向影视上游产业链延伸为自然的选择。而且公司购买的版权大部分只包括一段时间的播放权，并无对 IP 的改编权等，不利于内容的再次变现。同时内容会受到竞争对手挤压，内容是流媒体平台的核心竞争力，但仅购买版权极易受到竞争对手的压制，比如 HBO 将收回《老友记》版权，迪士尼将下架漫威在 Netflix 上的多部作品，因此公司逐步减少对外购内容的依赖，更加注重自制作品内容的独家性，题材和故事的多样性，大力投入自制内容的建设。

丰富的原创影视作品库，满足各类型观影需求。Netflix 打造了各种题材的原创影视内容，截止至 2019 年 7 月 8 日，Netflix 拥有 101 部原创纪录片，293 部原创电影，193 部原创电视连续剧，共 1197 部原创内容。Netflix 影视库中，原创内容所占比例达到 21%，较于 2018 年 3 月份的 13.5% 的占比上升约了 7%，体现出公司对于原创内容的不断建设与投入，以及内容护城河的逐步构建，此外 Netflix 还会根据后台强大的用户数据以及细分的算法分析，判断出不同类型用户的观影需求，进行独特的内容推荐，甚至制作一些不盈利的内容，来满足其需求，以增加客户留存率。

表 6: Netflix 平台原创内容数量 (部)

原创纪录片	101
原创儿童剧	99
原创动画/动画电影	38
原创电影	293
原创脱口秀	202
原创喜剧	157
原创电视剧	193
<b>原创内容总计</b>	<b>1197</b>
<b>影视库内容总计</b>	<b>5605</b>
<b>原创内容占比</b>	<b>21%</b>

数据来源：What's On Netflix，东吴证券研究所，时间截止到 2019 年 7 月 8 日

表 7: Netflix 主要自制作品

2013	《纸牌屋》，《发展受阻》等
2014	《马可波罗》等
2015	《超胆侠》等
2016	《怪奇物语》，《黑镜》等
2017	《13 个原因》，《妹子老板》等

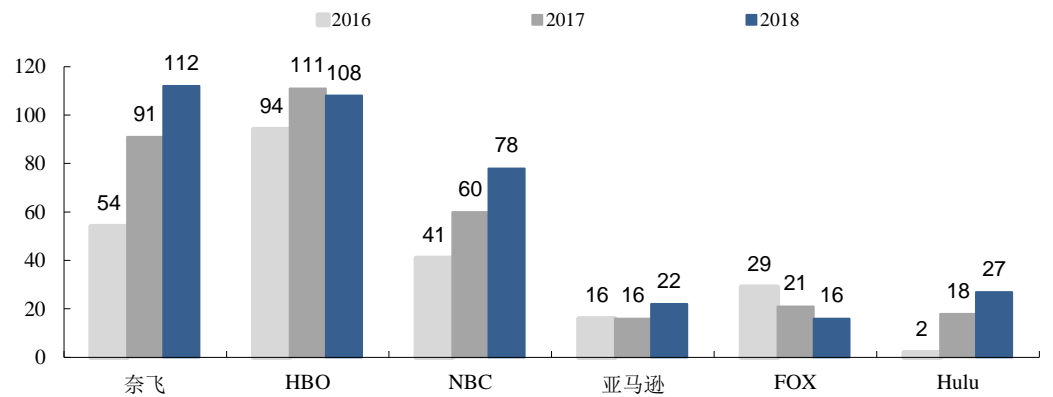


2018 《鬼入侵》，《毒梃：墨西哥》等

数据来源：互联网资料整理，东吴证券研究所

**自制作品质领先，收获诸多奖项。**Netflix 自制的影视作品不仅看重自制数量，同时以高质量闻名，曾多次斩获美国电视界最高奖项艾美奖，充分体现了公司的原创实力，如《纸牌屋》，作为 Netflix 最为知名的作品之一，曾获得了 9 项艾美奖提名，斩获三个重量级奖项，足以体现其影响力及高质量。根据美国电视艺术与科学学院的数据，2018 年，Netflix 获得了 112 项艾美奖提名，HBO 获得了 108 项提名，Netflix 艾美奖提名首次超过卫冕冠军 HBO，荣获电视剧之王。

图 25：各平台获得艾美奖数量



数据来源：互联网资料整理，东吴证券研究所

## 2.2. 海外流媒体行业：竞争加剧，传统内容巨头涌入，一超多强的格局重塑

传统媒体正逐渐向互联网媒体转型，流媒体竞争更加激烈。面对互联网流媒体平台对市场份额的抢占，传统影视制作者、网络运营商这些巨头们开始全面进入流媒体领域，把互联网视频作为战略重点，2019 年迪士尼收购福克斯获得美国第四大流媒体平台 hulu30% 股权，加上之前持有的 30%，以及与 comcast 订立的协定 2023 年收购剩余 40% 的股权，预期迪士尼将全面控股 hulu；2018 年底推出主打家庭观看的自建流媒体平台 Disney+，和体育流媒体平台 ESPN+，迪士尼已完成在流媒体行业的初步布局；传统付费电视频道 HBO 推出流媒体平台 HBO NOW，亚马逊和苹果等科技公司也逐步开启流媒体领域布局，相继推出亚马逊 Prime Video 和 Apple TV+ 平台。

表 8：几大主要流媒体平台

流媒体平台	特征	主要作品
Netflix	流媒体龙头	《罗马》，《纸牌屋》等
亚马逊 Prime	自制能力强，依托电商巨头	《海边曼彻斯特》，《推

Vedio		销员》，《指环王》改编权
HBO MAX	华纳旗下，自制影视作品丰富	《权力的游戏》等
Hulu	订阅+广告，迪士尼持股 60%	《使女的故事》等
YouTube	UGC 社区文化	用户自制视频
Disney+	IP 丰富，海量内容	迪士尼以往动画的衍生品开发等
Apple TV+	依托苹果生态体系与技术	《为了全人类》、《SEE》

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

新进入者拥有较低内容成本和完整的内容生态。在成本方面，迪士尼拥有全面的内容产业链、行业关系、全球知名 IP 以及多个成熟工作室，内容获取的成本相对 Netflix 较小，从而可获得定价优势，Disney+的定价低于 Netflix；生态方面：

- 迪士尼拥有内容行业最全 IP 库，包括经典迪士尼自制动漫形象米老鼠小熊维尼系列等，还收购了皮克斯影业（拥有《赛车总动员》、《机器人总动员》、《冰雪奇缘》等）、漫威漫画（拥有蜘蛛侠、钢铁侠、雷神、美国队长、绿巨人浩克、超胆侠、惩罚者等 8000 多个 IP）、卢卡斯影业（拥有《星球大战》系列）。
- 亚马逊 Prime Vedio 生态主要体现在与电商业务结合的收费模式上，拥有 prime 会员的用户可直接观看几乎所有影片，另外内容库也很丰富，包括原创作品（如曾获得奥斯卡最佳影片提名的《海边的曼彻斯特》，以及《勇敢者游戏：决战丛林》，《精灵旅社 3》等）和外购内容，另外巨头支撑的流媒体平台有充足的资金进行内容创作和购买。
- HBO 的原创精品剧集深受美国人民认可，剧集包括《欲望都市》《权力的游戏》《切尔诺贝利》《老友记》等优质内容，预计 2020 年推出的 HBO MAX 将包括华纳兄弟、新线、DC 娱乐、CNN、TNT、TBS、truTV、CW 等内容提供商旗下的节目和电影，包括《哈利·波特》系列、《神奇动物在哪里》系列电影、《权力的游戏》《大小谎言》《西部世界》《芝麻街》等剧集。

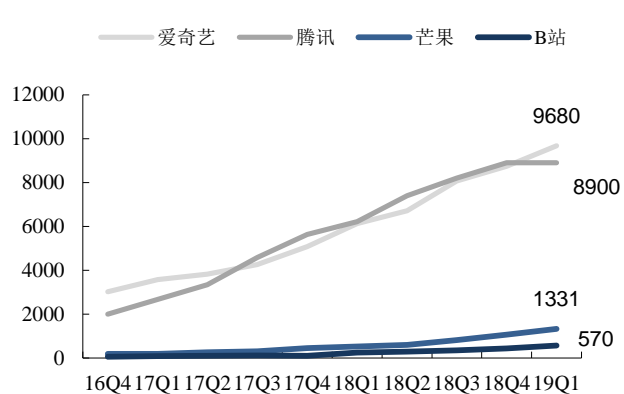
### 2.3. 国内流媒体市场格局：从囚徒困境到差异化生态竞争

我们认为我国流媒体市场大体可分为三个阶段，第一个阶段为资本导向的囚徒困境阶段，第二阶段为自制为核心的差异化竞争阶段，第三阶段为娱乐生态体系竞争阶段。

第一个阶段为 2018 年之前，从 2014 年视频正版化开始，各流媒体视频平台在资本加持下投资巨额资本购买视频版权吸引用户，抢占市场份额，造成内容成本居高不下，陷入囚徒困境，一些无资本支持的小平台逐渐消亡退出行业竞争，留下的视频平台格局已定，第一梯队为爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆三足鼎立，分属 BAT 三大阵营，市场渗透率超 50%，月活超 4 亿，日活超 1 亿，付费用户远超市场其他参与者，拥有大量版

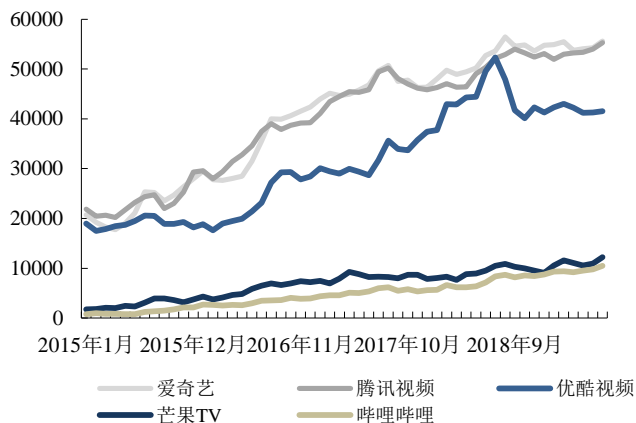
权的同时成本却高居不下，第二梯队为芒果 TV、哔哩哔哩，月活过亿，垂直领域差异化竞争，第三梯队为搜狐视频等，市场占有率较小。

图 26: top5 (除优酷) 视频平台付费会员数 (千万)



数据来源: Questmobile, 东吴证券研究所

图 27: top5 视频平台月活数据 (万)



数据来源: Questmobile, 东吴证券研究所

第二阶段为 2018 年后开始，在市场格局已定的条件下，头部视频平台竞争策略转向差异化竞争，通过自制剧集内容创造平台独播内容，使用差异化内容打造内容壁垒，吸引用户在平台付费。在前一个阶段，外购版权为主要内容导致平台间内容基本相同，因此只能靠内容规模获取用户，而独家的形成 IP 的自制内容则可以帮助平台形成内容壁垒，避免囚徒困境。对比海外市场的 Netflix，2013 年《纸牌屋》系列大获成功，目前 Netflix 有接近 50% 以上的自制内容，已基本实现内容自制化，从国内来看，各大视频平台逐步完善内容自制矩阵，均有推出有突破性的自制作品，例如爱奇艺自制内容《老九门》、《奇葩说》、《乐队的夏天》等，优酷的《白夜追凶》，腾讯的《创造 101》等节目，均为平台带来了大量的自有流量。

第三阶段为生态竞争阶段，就目前来看，生态竞争与差异化竞争同时在国内视频平台中出现，差异化竞争预计将解决外购版权的过度竞争问题，生态竞争则将为平台提供更多变现的可能性。

## 2.4. 从付费渗透率及单用户广告价值来看会员业务和广告业务的增长空间

### 付费会员业务的测算:

与 Netflix 目前在美国的市场占有率和付费率相比，我国流媒体市场仍存在相当大的空间，对比海外龙头流媒体及美国的成熟市场，按家庭计算，Netflix 国内订阅会员数量为 6010.3 万，家庭渗透率为 71% (8500 万家庭)，中国家庭数量为 4.4 亿，单平台的付费天花板为 3.1 亿，按人口计算，美国人口为 3.27 亿，单平台付费率为 18.4%，按中国 14 亿人口计算，未来单平台付费天花板在 2.5 亿，考虑到目前我国视频平台的格局以及变现模式，我们认为未来单平台的付费人数天花板在 1.5-2.0 亿人之间 (单平台)，按

目前各平台月活，付费率约为 30-40%。

**表 9：目前爱奇艺用户付费率**

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
平台 MAU (百万)	365.5	405.4	421.3	454.5
%yoy		10.9%	3.9%	7.9%
订阅会员数量 (百万)	10.7	30.2	50.8	87.4
付费率	2.93%	7.45%	12.06%	19.23%
付费率增加值		4.52%	4.61%	7.17%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

假设 1：按单平台付费天花板在 1.5 亿-2 亿亿人测算，根据目前的会员增长节奏，我们假设公司付费订阅人数在 2019、2020、2021 年分别增长 2500 万、2500 万、2000 万。

假设 2：考虑到未来竞争放缓和行业内视频平台普遍的成本压力以及打折促销在付费基数较大的情况边际影响越来越小，我们预计未来单用户的付费 ARPU 预计将会在 2020 年止跌，假设 ARPU 在 2019、2020、2021 年的增长率分别为-5%、0%、4%。

会员业务收入=ARPU (每年) \* 订阅会员数量

**表 10：未来三年会员业务收入预测**

	2018 年	2019E	2020E	2021E
订阅会员数量 (百万)	87.4	112.4	137.4	157.4
订阅会员增加数量 (百万)	36.6	25.0	25.0	20.0
平均订阅会员数量 (百万)	69.1	99.9	124.9	147.4
ARPU (会员收入/平均订阅会员数量)	153.7	146.0	146.0	151.9
%yoy	-4.7%	-5.0%	0.0%	4.0%
会员业务收入 (预测)	10622.77	14,590	18,241	22,388
%yoy	63%	37.3%	25.0%	22.7%

数据来源：wind，东吴证券研究所测算

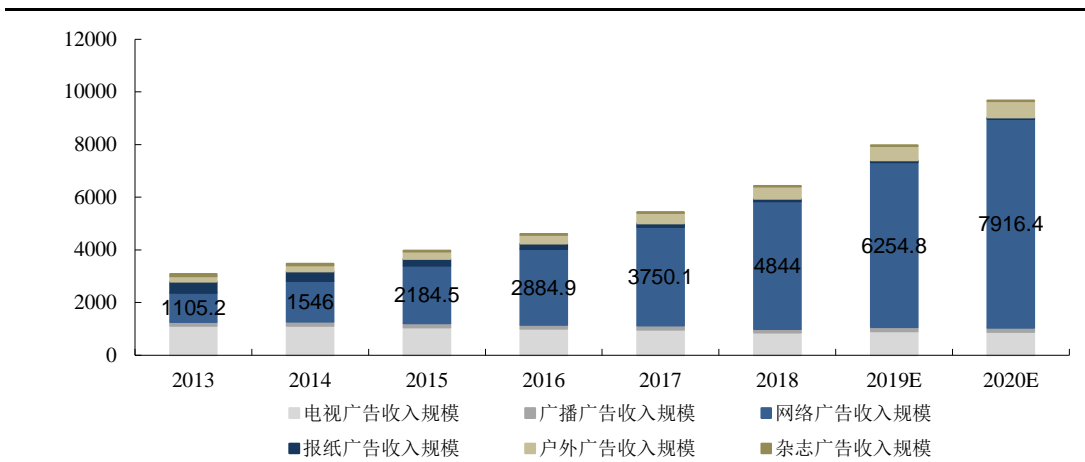
综上所述，在未来三年，订阅会员数每年增加 2500 万、2500 万、2000 万，会员年 ARPU 值每年增加-5%、0%、4%时，会员收入预计增长率达到 37.3%、25%、22.7%。

### 广告业务的测算：

从广告行业整体来看，网络广告发展潜力仍在。根据艾瑞咨询数据，网络广告收入规模持续保持较高增速，2021 年市场规模有望达到万亿，网络广告基于技术优势在精准营销、基础数据方面有着显著的优势，未来随着云计算、物联网、大数据、人工智

能、区块链等新技术的持续发展，以网络媒体为核心的融合程度将不断加深，传统广告份额向网络广告转化的趋势也将持续，随着移动端流量的增长，移动端广告占比预计将持续提升，根据艾瑞咨询预计，2021年占比将达85%。

图 28：2013-2020 年不同媒体广告收入规模情况预测（亿）

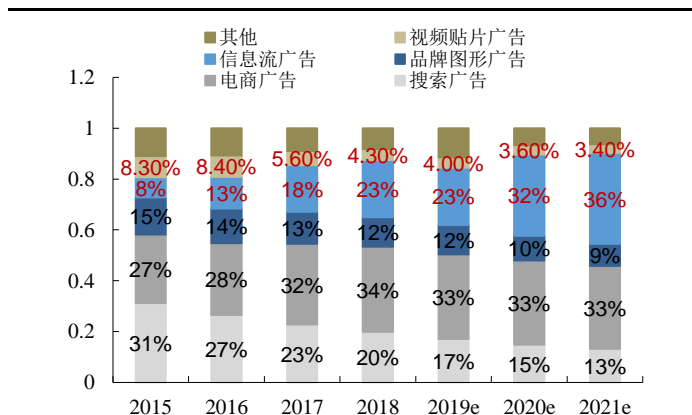
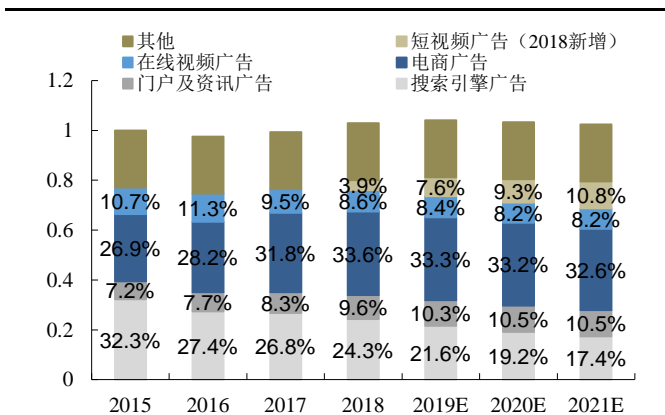


数据来源：艾瑞，东吴证券研究所

信息流广告将成为趋势，在线视频广告占比预计保持稳定。在各种网络广告形式中，信息流广告发展速度保持高位，2018年占比22.5%，预期2021年将超过电商广告成为第一大广告形式，根据艾瑞咨询的预测，未来网络广告或将信息流化；视频贴片广告的份额持续下降，2018年占比为4.3%，同比下降1.3%；按媒介分类观察，在线视频广告占比预计将保持稳定，占比维持在8%-10%之间。

图 29：中国不同媒体类型网络广告市场份额

图 30：中国不同形式网络广告市场份额及预测



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

从爱奇艺的广告的形式来看，目前主要包括贴片广告、植入广告、视频硬广、信息流广告等。在广告总收入中，目前贴片广告占比最高，其次为植入广告和硬广，贴片广告与用户流量相关，视频点击次数越高，在以 CPM 计费的情况下，贴片广告收入越高，同时与会员数量预计呈一定的负相关关系；硬广与用户消耗时长相关，用户观看



视频时长越长，硬广收入越高；植入广告主要与内容相关，内容越多，热度越高，植入广告收入越高，目前视频平台正处于广告模式的结构性改变的阶段，我们认为在会员数量逐步增多以及内容植入广告效果更易检测等影响下，预计未来广告收入模式由贴片广告为主向内容植入广告为主转变，内容植入广告将成为驱动广告收入增长的主要力量。

从剧集和综艺的广告效果来看，综艺更能带动广告收入。一方面，综艺本身的形式十分适合内容营销模式，可以专为广告商定制综艺内容，提高广告转化率；另一方面，综艺广告位多于剧集，有更大的空间进行广告招商。目前各大视频平台公司不断加大对自制综艺的布局，爱奇艺拥有《奇葩说》、《乐队的夏天》、《中国新说唱》、《青春有你》等优质 IP，并成立了多个工作室，腾讯推出《创造 101》、《明日之子》等，优酷推出《这就是街舞》等，芒果爆款综艺《妻子的浪漫旅行》等，我们认为随着各大视频平台综艺自制能力的提高，预计自制综艺将是内容植入广告增长的重要内容形式。

表 11：爱奇艺拥有的综艺 IP

主要内容 IP	IP 类型	播出季数
奇葩说	语言辩论	5
中国新说唱	说唱音乐	4
偶像练习生	偶像养成	2
我是唱作人	音乐类	1
姐姐的花店	经营体验	1
乐队的夏天	音乐类	1
演员的品格	表演类	1
国风美少年	亚文化	1
机器人争霸	科技	1
热血街舞团	舞蹈	1

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

从爱奇艺广告的增速来看，整体放缓，贴片广告预计将会有所下滑，植入广告保持较高速增长。贴片广告业务下滑我们认为主要源于：1、经济下行压力让品牌广告主广告预算大幅缩减，在预算缩减下广告主在视频平台选择效果广告而非品牌广告的动力较强，视频贴片广告效果相较于内容植入来看较为弱势。2、会员业务的发展与贴片广告收入有一定的负相关关系，用户购买会员的一部分动力就来源于会员可以免看贴片广告。

针对广告方面的行业变化，爱奇艺推出“框内+信息流”双引擎效果广告战略，新型的引入效果广告来弥补品牌广告预算下降导致的广告收入的下滑：（框内广告专指视频播放的前贴片广告，包括从 5 秒到 15 秒等不同时长的视频广告以及暂停广告等。）

推出了“触点”及“AI 创可贴”两大广告产品，对框内广告进行创新。触点可以被视作创新形态的前贴片广告，时长最长可达 60 秒，用户可以选择跳过，这种可跳过的贴片广告安排既保证了用户的体验，也确保了广告主的每一次曝光都能够直接面向潜在的目标消费群体；AI 创可贴产品利用人工智能技术匹配剧中明星、剧情走向和相关台词等内容，在恰当时候于框内弹送广告信息，属于原生广告内容。

发展信息流广告。信息流广告更适合出现在新闻、社交平台中，以及目前快速发展的短视频形式。综合平台信息流广告较少。但随着公司内容生态的不断发展，短视频、泡泡社区等流量增加，基于公司先进的数据能力和强大的流量优势，预期将为公司带来一定的收入增量。

**对于爱奇艺广告业务的具体测算：**我们通过计算目前公司广告业务的 ARPU 值，并与其他依赖广告业务的互联网公司对比，认为目前广告 ARPU 值处于低水平，这种结果与公司贴片广告占比较高有关，芒果超媒广告主要依靠内容营销即植入广告，趣头条和微博主要依靠信息流广告，后两种广告的单用户价值较高，随着公司自制内容（主要是综艺）产能提高，广告结构的逐步改善，预期未来单用户广告价值将有所提升。

**表 12：互联网公司广告 ARPU 值比较**

	广告收入（百万元）	MAU（百万）	ARPU(年)(元)
微博	10299.4	462	22.29
趣头条	2814.3	93.8	30.00
芒果超媒	2451.1	80.04	30.62
爱奇艺	9328.1	454.5	20.52

数据来源：wind，东吴证券研究所测算

假设 1：假设植入广告占比持续提高及广告行业有望逐步回暖，单用户每年广告价值 2019、2020、2021 年预计提高-2、2、2 元。

假设 2：考虑到视频平台规模和目前移动互联网流量红利趋尽，我们假设未来三年平台月活增长率分别为 5%，2%，2%。

广告收入=平台平均 MAU\*ARPU

**表 13：广告收入测算**

	2018	2019E	2020E	2021E
ARPU	21.3	19.3	21.3	23.3
add	1.6	-2	2	2

MAU	454.5	477.2	486.8	496.5
yoy	7.90%	5.0%	2.0%	2.0%
平均 MAU	437.90	459.05	468.23	477.59
广告收入	9328.06	8,992	10,267	11,456
yoy	14.3%	-3.6%	14.2%	11.6%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

综上所述，假设单用户广告价值（每年）未来三年每年增加-2、2、2元，MAU值未来三年增长率分别为5%、2%、2%时，广告收入未来三年的增长率将达到-3.6%、14.2%、11.6%。

### 3. 内容构筑壁垒，科技赋能娱乐，生态体系持续完善的流媒体战

#### 舰

#### 3.1. 内容构筑竞争壁垒，自制内容开启差异化竞争

在内容战略上，公司不断购入头部优质版权内容和满足多样化需求的长尾内容，同时加大自制力度，我们预期未来自制与版权内容的比例有望达到1:1。

公司版权内容储备丰富，根据2019年爱奇艺世界·大会披露数据，内容投入在数量和质量都保持全网第一，2018年平台内容数量占全网相应内容的比重为戏剧59%，综艺33%，在2019Q1戏剧的占比达到57%，综艺占比达到56%。根据骨朵影视总榜数据，播放量排名前十的剧集，公司独播剧集占据了三名，分别是《延禧攻略》《老九门》《花千骨》。另外公司还购买了多个头部综艺版权，包括《向往的生活》《极限挑战》《中国好声音》《奔跑吧兄弟》《王牌对王牌》等节目。根据爱奇艺世界大会的片单，2019年平台将上线的版权综艺包括《奔跑吧3》《极限挑战》《中国好声音2019》《声入人心2》等头部版权综艺，《我在颐和园等你》《上新了故宫2》等文化精品综艺，《妻子的浪漫旅行》、《向往的生活3》等生活观察类综艺；

表 14：公司 19 年版权综艺列举

综艺类别	综艺名称
文化精品	我在颐和园等你
	上新了故宫 2
	奔跑吧 3
头部版权	极限挑战
	中国好声音 2019
	声入人心 2
生活观察	妻子的浪漫旅行 3
	向往的生活 3

数据来源：爱奇艺世界·大会，东吴证券研究所

**坚定自制内容战略**，在剧集方面，坚持大众故事的年轻化当代化表达，大剧与行业内优秀伙伴合作，比如正午阳光、莫言、于正、唐家三少等优秀制作人导演编剧，同时开拓新的剧集模式比如竖屏短剧、互动剧等；综艺内容坚持年轻成长的潮流化表达，使用与传统综艺不同的新技术、新商业模式打造懂用户的综艺节目。在自制产能方面，公司目前拥有三中心 21 个工作室，进行各种形式剧集、综艺自制和 IP 孵化的工作。

**表 15：公司主要工作室**

内容方向	工作室（剧集类）
剧集	自制剧开发中心
	奇星戏剧工作室
	奇佳戏剧工作室
	新奕戏剧工作室
	灿然戏剧工作室
	爱上乐戏剧工作室
综艺	节目制作中心
	节目开发中心
	奇观工作室
短视频、竖屏内容、互动内容等	艺匠工作室
	三始工作室
	莱特工作室
	Fancy monster 工作室
	莫比斯工作室
	花间工作室
	默奇工作室
	米勒工作室
	开普勒工作室
	大眼睛工作室
文学、游戏等其他内容制作	小明工作室
	方糖工作室
	青山工作室
	易星工作室
	长风工作室

数据来源：爱奇艺世界·大会，东吴证券研究所

在自制综艺团队方面，公司打造综艺全产业链，从前台、中台到后期制作一应俱全，提高综艺自制产能，公司成立了 12 个节目制作团队、5 大中台部门和后期自制团队。

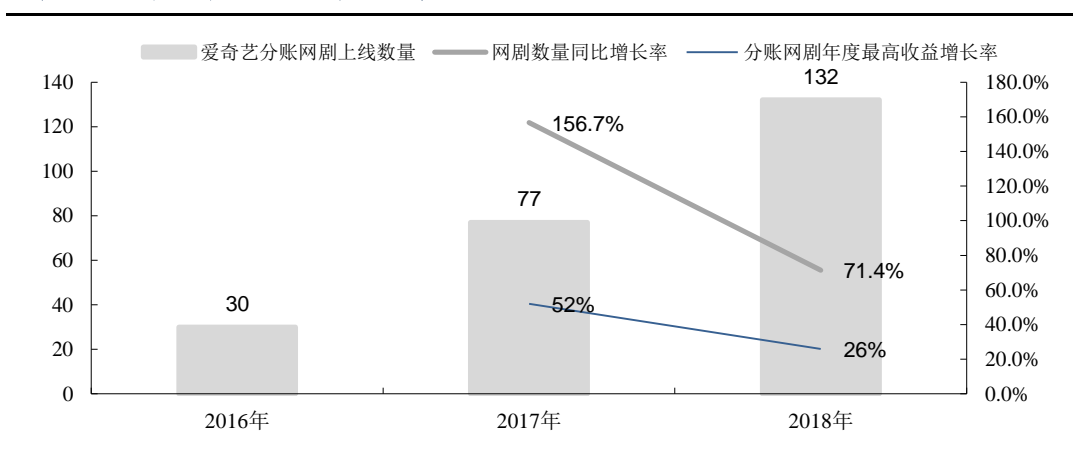
表 16: 公司自制综艺团队

团队名称	负责人
GOOD 团队	顾超峰
Spark 团队	唐瑗
DONUT 团队	孙晓晴
ACE 团队	左近
GEEK 团队	张晓东
野草团队	王宁
VIS 团队	翟明辉
RPG 团队	杨洋秋子
8Bit 团队	殷庆彦
Bazinga 团队	杜歆玮
LIVE 团队	王媛媛
AAI 团队	滕达

数据来源: 爱奇艺世界·大会, 东吴证券研究所

在原创剧集方面, 公司在行业内首先推出分账剧模式。分账剧为纯网剧播放模式, 制作方将满足条件的剧集在爱奇艺平台上播放, 根据播放量和分账比例计算最终收益, 爱奇艺将收益在分账期结束后与制作方结算。分账剧的数量和分账收益逐年增长, 18 年平台分账剧数量已突破 100 部, 古装剧《等到烟暖雨收》分账金额突破 3500 万, 19 年《绝世千金》项目分账收益已突破 4000 万元, 分账剧的投入逐年增加, 预期未来 1 到 2 年内可能出现分账金额超过 1 亿的剧集出现。

图 31: 公司网剧上线数量与收益情况



数据来源: 爱奇艺世界·大会, 东吴证券研究所

表 17: 分账剧分账标准

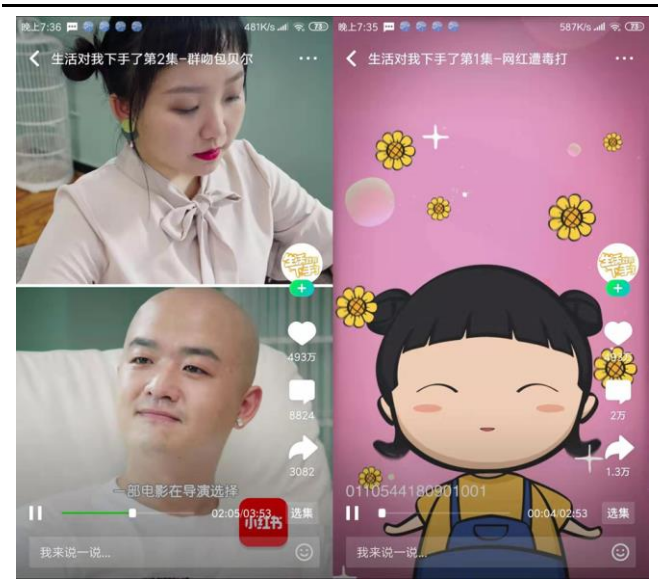


分账计算方式	总分账金额=会员付费期分账金额+广告分账期分账金额;	会员付费期分账金额 = 会员有效播放次数*每集单价*分账比例
		广告分账期分账金额=贴片广告收入*(1-运营成本比例)*分账比例
备注	分账比例 A、B 级为 70%，C、D 级为 50%	
	A、B 级只接受独家合作、C、D 级接受独家和非独家合作 单集有效播放次数为播放超过 6 分钟的次数，竖短片有效播放为单级播放超过两分钟	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

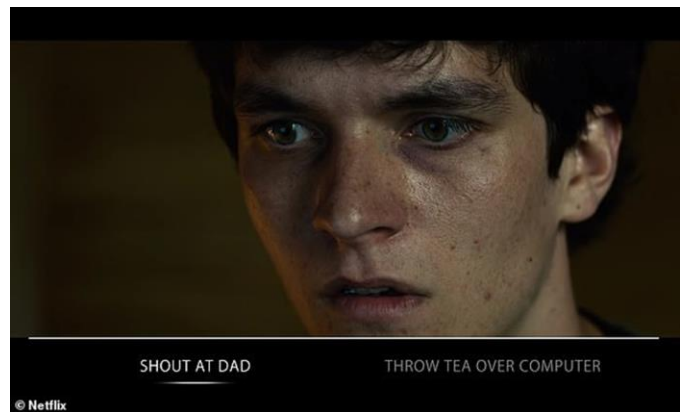
推出竖屏创新短剧，探索新的制作方式。传统横屏方式重叙事，竖屏方式重视展现人，竖屏拍摄方式随短视频而兴起，本身带有碎片式娱乐的属性，类似动漫中的泡面番剧，比起长剧更能适应现代人的娱乐方式。公司已经上线的竖屏短剧包括《下手了》系列、《只好背叛地球了》等剧集，其中较成熟的短竖屏剧集《下手了》系列微博阅读量超 20 亿，讨论量超 1 亿，爱奇艺热度接近 6000，19 年平台将继续上线《导演对我下手了》等优秀短剧集。

图 32：竖短剧《生活对我下手了》截图



数据来源：爱奇艺平台，东吴证券研究所

图 33：互动剧《黑镜》选择节点截图



数据来源：爱奇艺平台，东吴证券研究所

推出互动剧集/综艺模式，满足更细化的观看需求，预期 2020 年公司将推出互动剧《他的微笑》，有 21 个选择点 17 个结局，互动剧集《黑镜》上映时引来众多关注，观众可以在剧情关键节点自主选择剧情走向，因此可以满足不同观众的需求。以综艺《偶像练习生》为例，由于整体时长的限制，单个练习生出现时长较短并容易分配不均引发粉丝不满，使用互动综艺制作方式可由观众自主选择观看特定练习生表演，解决时长问题。与传统电视剧集相比，互动剧更符合网生形态，是制作方与观众一起创造故事，预



期未来将有较大的成长空间，同时公司还将制定互动剧集/综艺的制作标准，不需制作方考虑技术方面的问题，由平台提供统一的技术规范和整体解决方案，制作方只需考虑内容，这样即可降低制作门槛也可将制作方留在平台体系内部，扩展平台互动剧生态。

**公司自制战略成果显著**，打造了第一部现象级网综《奇葩说》和第一部现象级网剧《盗墓笔记》，从此网络平台自制内容开始朝精品大制作转型，公司优秀高口碑制作综艺还包括《中国新说唱》系列、《热血街舞团》、《偶像练习生》、《乐队的夏天》等，在自制剧集方面有《老九门》、《灵魂摆渡》《破冰行动》《新白娘子传奇》等优秀作品，其中《老九门》全网播放量排名第三。公司奉行“良竞争、广合作、强定制”原则，更多的是合作伙伴制作内容，公司发挥平台数据优势进行内容深度辅导，比如提醒合作者项目的市场风险等，而不过多干涉一线制作团队的创作。2019年爱奇艺自制内容保持三位数增长，自制戏剧增长100%以上，数量增加70%，制作成本不断提高，由行业内优秀主创团队参与，保证制作质量。

**表 18：19 年上线的自制剧集**

剧集类型	名称	主创
青春剧	我在未来等你	李光洁、费启明
	乒乓	白敬亭、许魏洲
	烈火军校	于正作品，许凯、白鹿
	烧脑迷局	
	外八行	陈凯歌监制
	风暴舞	陈伟霆
	河神 2	李现
	唐人街探案	
	租借少年热血档案	黄子韬
	绝代双骄	
IP 剧	霍元甲	
	鹿鼎记	
	爱情公寓 5	
	灵域	
极美东方	大主宰	天蚕土豆作品，王源、欧阳娜娜
	三生三世宸汐缘	张震，倪妮
	大宋宫词	
	鬓边不是海棠红	于正作品，黄晓明，尹正，佘诗曼
	剑王朝	冯小刚监制，李现，李一桐，刘奕君

数据来源：爱奇艺世界·大会，东吴证券研究所

表 19：2019 年上线自制综艺节目

综艺类型	综艺名称
音乐类	我是唱作人
说唱类	中国新说唱
第一档潮流竞技经营节目	国潮合伙人
偶像养成	青春有你第二季
表演类	演员的品格第二季
运动健身	身体的榜样
怀旧体验	限定的记忆
小众音乐类	乐队的夏天
语言辩论类	奇葩说 6
生活类慢综艺	做家务的男人
首档科幻类综艺	从地球出发
乡村漫游指南综艺	宝藏般的乡村
首档年代体验真人秀	光阴的旅程
旅行类	慢游全世界
小众文化表演类	国风美少年
明星团综运动会	夏日青春漾

数据来源：爱奇艺世界·大会，东吴证券研究所

**推出原创电影计划，用互联网赋能电影行业。**目前电影行业正处于平台期，2019 年上半年观影人次同比下降 14%，票房同比下降 8%，但是对比国外电影市场，电影行业的还存在较大的发展空间，公司希望在行业调整期进入电影市场，发挥互联网平台优势赋能电影产业，加大力度扶持网络大电影，推出原创电影计划：

每部影片投资规模：2000 万-5000 万不等；

制作公司获得保本+票房收入+奖励：制作公司可获得线下制作费的 15% 作为利润，并获得中国大陆地区院线发行可分配票房收入的一部分作为奖励，最高可达 20%；此外，为发掘和支持优秀的“独立创作人”，爱奇艺影业将会为其搭建专业制片平台，并给予其中国大陆地区院线发行可分配票房收入的一部分作为奖励。

与院线/影院的合作：提高与院线/影院的分账比例，即从通常的 52.269% 提升至 60%；在用户购票端，爱奇艺与和院线/影院的最低结算票价将从通常的 35 元降低至 20 元，让观众也能够通过“爱奇艺原创电影”计划分享红利。

### 3.2. 科技赋能娱乐：运用在内容购买、制作、推荐、播放全流程

使用人工智能辅助购买内容。通过 AI 分析市场上受欢迎的内容的特点，辅助内容购买；还可在自制内容时辅助上游要素的购买，比如分析受欢迎剧本的特点帮助剧本采购，将演员信息录入系统后 AI 辅助选择角色等。

AI 辅助智能生产。生产内容包括三块，自制和 PGC、UGC 内容，公司开发了艾媒创作系统协助工作室进行后期制作，以《青春有你》的合版工作为例，40 个机位的素材需要 5 人 12 小时合版，利用 AI 可以找到时间轴只需 1 小时即可完成合版，一定程度上提高了创作效率，节省创意时间，从天级别缩短到分钟级别，并可通过语音识别辅助生成字幕；开发了 AIworks 帮助 PCG、UGC 进行二次创作，由 AI 智能找出长内容中精彩有趣的片段，自动生成短视频；还打造了 ZoomAI 视频增强系统，帮助修复经典剧集。

科技提高内容分发效率。AI 系统综合考虑用户的观看、驻留行为实现个性化智能推荐，这种推荐不仅反映在视频领域，还包括在公司整个生态的智能分发上。公司通过核心视频用户获取用户数据，经匹配后可以将短视频、小说、游戏、知识付费等各种形式的内容推荐给用户；其次，可实现针对不同用户兴趣点的个性海报呈现，提高点击率；最后在广告分发上面，创可贴广告为 AI 在广告上的应用，可以智能识别视频中的台词、行为、明星，自动投放符合场景的广告，以创可贴的形式出现在视频中。

图 34：创可贴广告应用场景示例



数据来源：爱奇艺世界·大会，东吴证券研究所

播放时利用科技提高观众体验。比如解决播放时的弹幕遮挡问题，通过画面分析将人像图层置于弹幕之上；在电视端输入关键字语音可自动跳转到进度条某一位置，实现智能定位。

### 3.3. 完善生态体系：深化“一鱼多吃”布局，持续推动 IP 多元化变现

爱奇艺生态模式介绍：目前互联网公司的竞争已升级到生态竞争，公司提出“苹果园”生态模式，苹果园模式以视频业务为基础，还包括文学、漫画、轻小说、直播、游

戏、商城等多元娱乐服务，产品从单一的视频线扩展到娱乐生态矩阵，满足用户多元需求。

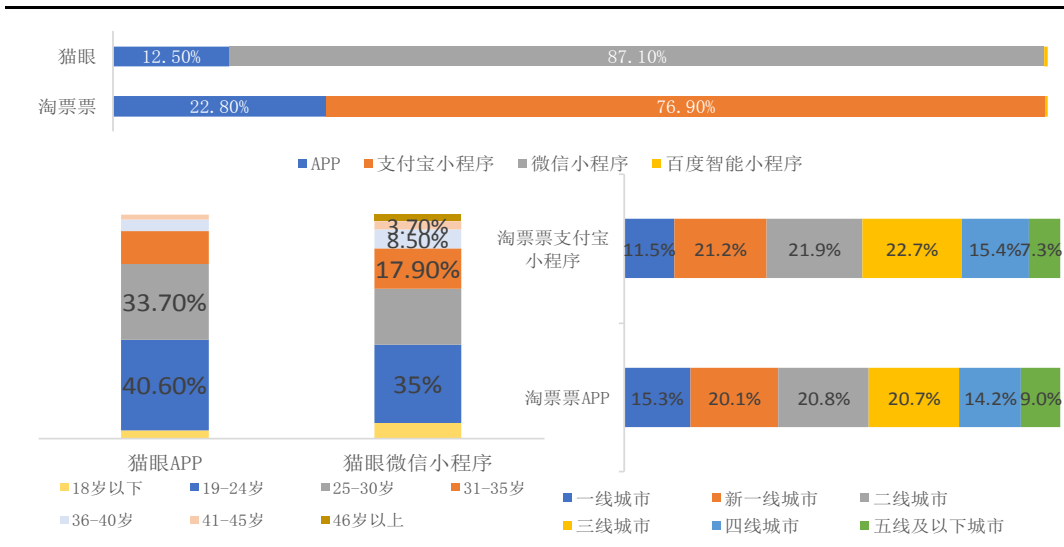
图 35：公司的生态系统



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

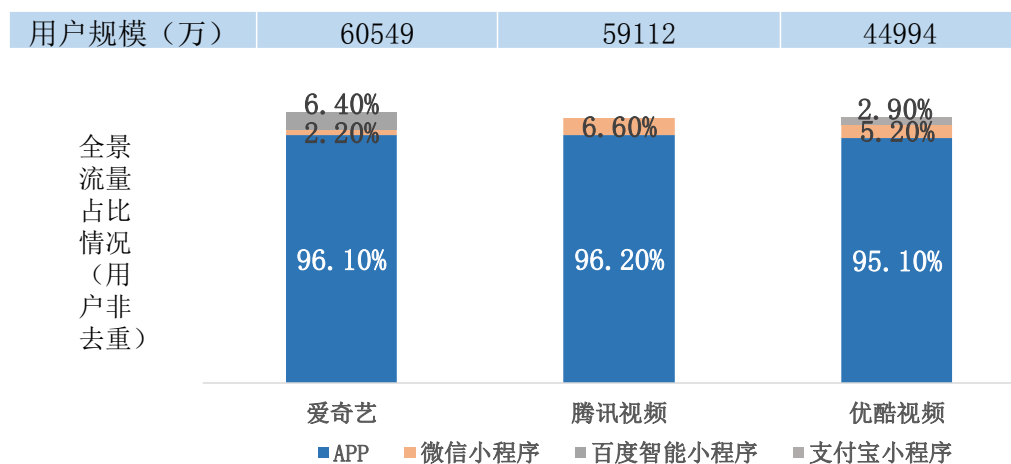
公司在渠道端布局全景流量。根据终端不同，公司 app 包括爱奇艺 app、大屏终端银河奇异果、VR 终端设备奇遇 VR，除了移动端外，推出电视终端抢占客厅场景入口，目前在电视端奇异果 app 市场占有率第一；推出奇遇 VR 硬件终端，随着 5G 技术的应用，VR 技术逐渐成熟，可能成为下一个娱乐终端形式；在移动终端，公司通过百度智能小程序和微信小程序触达更多流量入口，通过小程序获取的用户规模占到了总体的 8.6%。根据 questmobile 数据，小程序可帮助互联网玩家改变用户结构，获取到与 APP 场景相区隔的人群，比如以电影票市场为例，基于微信流量和支付宝流量的小程序帮助猫眼和淘票票吸引到更多的下沉市场用户和银发人群。

图 36：小程序流量对用户结构的改变示例（2019 年 6 月）



数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

图 37：在线视频行业全景流量下用户规模占比（未去重规模）



数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

根据用户年龄不同，公司推出操作简单适合学龄前（0-6岁）儿童的奇巴布 app，推出针对青少年的二次元硬核动漫 APP 叭哒；根据垂直行业的运营模式不同，公司将体育板块拆分与专业合作伙伴共同经营，资金上扩大投入，运营模式上更专业，同时成立知识付费板块，对一些天然需要付费的技能知识型内容单独运营；根据细分爱好，推出爱奇艺游戏中心和爱奇艺文学板块，2018 年公司收购天象游戏，之前与其联合运营的手游《花千骨》总流水已达 15 亿元，爱奇艺文学不仅可以丰富生态还可作为原始 IP 孵化点，目前已成功对几部小说进行影视化改编；面向高娱乐黏性的人群推出粉丝互动社区泡泡 APP，可以在 APP 中为偶像打榜、与偶像互动、进行视频宣传等，目前泡泡社区的月活用户达到 1 亿月活，在社区论坛中排名前列；此外还有信息流分发形式的 app 爱奇艺极速版、短视频 app 好多视频和姜饼短视频，爱奇艺商城、票务等板块。

**推出爱奇艺号建设短视频内容，长短视频互补丰富平台生态。**除了上述中心化内容，PGC 和 UGC 等去中心化内容逐渐成为趋势，公司目前有创作者 200+万，日生产内容 20 万条，年分成收入达到 50% 以上增速。公司为最大的长视频平台，可为爱奇艺号作者提供二次创作的原始 IP，除视频形式外，还可提供漫画、小说、直播、知识付费等创作形式，优质的短视频 IP 还可被孵化成网大、电视剧，这是公司不同于其他短视频平台的重要特点。



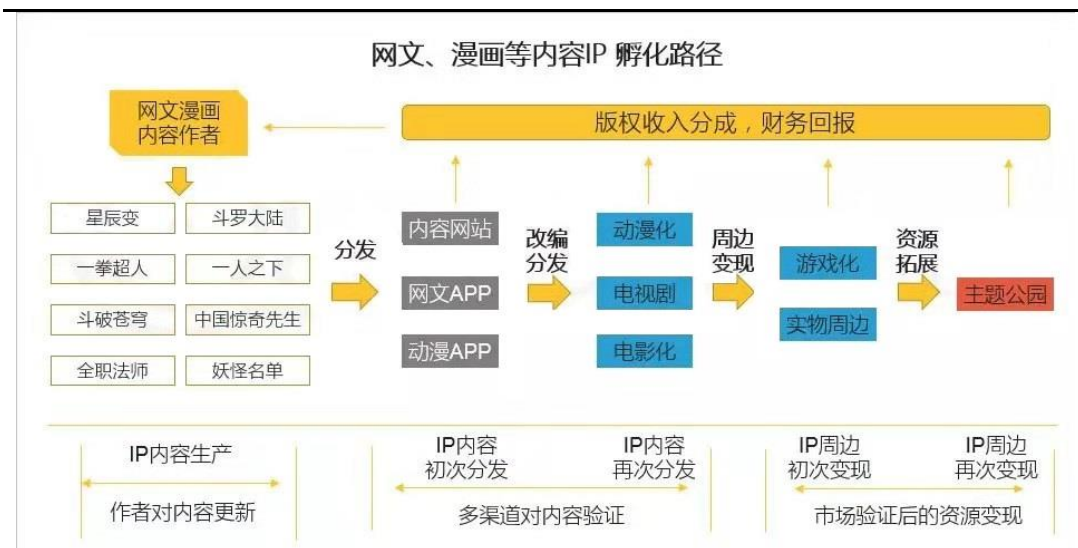
图 38：爱奇艺号可提供的內容形式



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**不同形式的内容间形成生态闭环。**公司的文学、影视、漫画、游戏板块可相互输送 IP 形成闭环，文字形式的内容因成本低操作简单在所有内容中最容易产出，但同时包含的信息量最大，也拥有最大的受众群体，以起点文学为例，目前已推出《全职高手》《大主宰》《武动乾坤》等多部影视化的经典 IP；养成系综艺培养出的艺人可自带流量作为公司剧集的演员和其他综艺嘉宾，以《偶像练习生》为例，为出道的偶像团体打造的团综吸引了大量粉丝的关注；直播、短视频与长视频间的内容转化，UGC 和 PGC 创作者们创作的成功短视频可能作为优质 IP 改编成剧集形式，比如竖屏短剧集，直播内容也可作为短视频内容分发给用户；最后公司还提供电商、票务平台渠道，方便用户购买 IP 衍生品与进行线下娱乐场景体验。

图 39：网文内容 IP 孵化路径

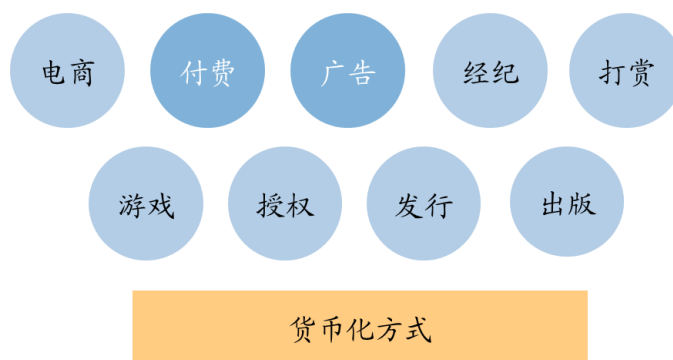


数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所



**多渠道变现，支撑生态系统运转。**公司目前拥有九大变现体系，除最基础的付费、广告外，还包括经纪业务、直播打赏、出版、电影发行、内容再授权、游戏、电商七大货币化手段。付费包括会员付费和单次付费，目前爱奇艺知识板块采用单次付费模式，视频、文学板块采用会员模式，因该类内容边际传播成本接近0，会员模式有助于扩大付费规模。

图 40：平台九大货币化方式



数据来源：爱奇艺世界·大会，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测

### 4.1. 收入预测：

会员业务方面，会员收入与订阅会员数量和单会员 ARPU 值相关，订阅会员数量与用户规模和付费率相关，我们假设平台订阅会员数量 2019、2020、2021 年每年增长 2500 万、2500 万、2000 万人，在 2021 年达到 1.57 亿会员数量；前几年 ARPU 值一直呈下滑趋势，主要由于用户拉新首月（首年）会员费较低，我们预计在 2020 年后会员价格将小幅上涨，ARPU 值逐步上升，假设 2019、2020、2021 年 ARPU 值同比增加-5%、0%、4%，预计 2019、2020、2021 年会员收入分别为 145.90 亿、182.41 亿、223.88 亿元，同比增长 37.3%、25%、22.7%。

表 20：会员收入测算

	2018 年	2019E	2020E	2021E
营业收入-会员费	10622.77	<b>14,590</b>	<b>18,241</b>	<b>22,388</b>
%yoy	63%	<b>37.3%</b>	<b>25.0%</b>	<b>22.7%</b>
订阅会员数（百万）	87.4	112.4	137.4	157.4
%yoy	72%	28.6%	22.2%	14.6%
订阅会员数增加值	36.6	25.0	25.0	20.0
订阅会员数占 MAU 的比例	19.2%	23.6%	28.2%	31.7%
平均订阅会员数（百万，按年）	69.1	99.9	124.9	147.4
ARPU（会员收入/平均订阅会员数）	153.7	146.0	146.0	151.9

%yoy	-4.7%	-5%	0%	4%
DAU (百万)	135.4	142.2	145.0	147.9
%yoy	7%	5.0%	2.0%	2.0%
MAU (百万)	454.5	477.2	486.8	496.5
%yoy	8%	5.0%	2.0%	2.0%
DAUs/MAUs (会员粘性)	29.8%	29.8%	29.8%	29.8%

数据来源: wind, 东吴证券研究所测算

#### 广告收入测算:

广告收入与用户规模和单用户贡献 ARPU 值相关, 与其他互联网平台比较公司目前 ARPU 值处于低位, 假设 2019、2020、2021 年 ARPU 值增加-2、2、2 元, MAU 未来三年增长率为 5%、2%、2%, 计算出未来三年广告收入为 89.92 亿元、102.67 亿元、114.56 亿元, 同比增长-3.6%、14.2%、11.6%。

表 21: 广告收入测算

	2018 年	2019E	2020E	2021E
网络广告收入	9328.06	8,992	10,267	11,456
%yoy	14.3%	-3.6%	14.2%	11.6%
ARPU(收入/平均 MAUs)	21.3	19.3	21.3	23.3
ARPU 年增加量	1.6	-2	2	2
%yoy	7.9%	-9.4%	10.4%	9.4%
MAU (百万)	454.5	477.2	486.8	496.5
%yoy	8%	5.0%	2.0%	2.0%
平均移动 MAU (百万, 按年)	437.90	465.9	482.0	491.6

数据来源: wind, 东吴证券研究所测算

内容规模增长将推动分发业务收入增长, 假设 2019、2020、2021 年内容分发业务增长率为 10%、25%、25%, 公司生态布局的逐渐完善, 预期未来三年其他业务收入增长率为 30%、30%、20%。

表 22: 内容分发业务和其他业务收入预测

	2018 年	2019E	2020E	2021E
内容分发收入	2162.64	2,379	2,974	3,717
%yoy	81.5%	10.0%	25.0%	25.0%
其他业务收入	2875.64	3,738	4,860	5,832
%yoy	92.8%	30.0%	30.0%	20.0%

数据来源: wind, 东吴证券研究所测算

## 4.2. 成本预测:

公司收入成本主要包括内容成本、带宽成本和其他成本。演员薪酬限制使上游制作

成本下降，采购成本也将下降，预期在 2019 年后半年表现出来，加上行业竞争放缓，公司外购内容成本增加值将下降，同时公司将继续执行自制内容战略，预期自制成本将继续增加。

**表 23：内容成本预测**

	2018 年	2019E	2020E	2021E
内容成本	-21060.9	-26015.1	-26747.2	-28223.7
%yoy	67%	24%	3%	6%
内容成本本年增加值（成本增加为负数表示）	-8444.00	-4954.18	-732.09	-1476.51
1、第三方或合作伙伴制作成本	-4,354	-1,500	-500	-500
2、版权互换成本	-1,203	-1,203	-602	-722
%yoy	20.0%	0.0%	-50.0%	20.0%
3、自制内容成本	-2,600	-1,500	-300	-300
4、其他成本	-286	-10	-10	-10

数据来源：wind，东吴证券研究所测算

带宽成本逐渐企稳，我们预计未来三年内带宽成本将维持在 0-10% 的增长区间之内，假设 2019、2020、2021 年带宽成本的增长率为 8.7%、5.6%、3.7%，其他成本增长率为 30%、20%、15%。

**表 24：带宽成本和其他成本预测**

	2018 年	2019E	2020E	2021E
带宽成本	-2384.3	-2591.24	-2736.71	-2839.20
%yoy	8.9%	8.7%	5.6%	3.7%
其他成本	-3687.6	-4793.89	-5752.67	-6615.57
%yoy	43.0%	30%	20%	15%

数据来源：wind，东吴证券研究所测算

运营成本：

运营成本包括销售、行政及一般费用和研发费用，根据前几年该项费用占收入的比重，我们预测未来三年占收入比重稳定且缓慢下降，预计 2019、2020、2021 年销售、行政及一般费用占收入比重为 15.5%、15%、14.5%，研发费用占收入比重为 7.5%、7.3%、7.2%。

**表 25：运营成本测算**

	2018 年	2019E	2020E	2021E
销售、行政及一般费用	-4167.89	-4891.40	-5902.94	-6757.70
占收入的比重	16.7%	15.5%	15.0%	14.5%
研发费用	-1994.65	-2366.81	-2872.77	-3355.55

占收入的比重 8.0% 7.5% 7.3% 7.2%

数据来源: wind, 东吴证券研究所测算

预期公司未来三年利润情况:

我们预测的公司 EBIT 在 2019、2020、2021 年分别为亏损-98.3、-70.18、-37.8 亿元, 同比增加-18.3%、28.6%、46.1%。根据我们的测算, 2019、2020、2021 年每股收益为-2.16 元、-1.36 元、-0.71 元。

表 26: 公司利润预测情况

	2018 年	2019E	2020E	2021E
EBIT	(8,306)	(9,830)	(7,018)	(3,780)
%yoy	-110.1%	-18.3%	28.6%	46.1%
加: 利息、投资收益及非核心业务收入	(676)	(996)	213	243
除税前溢利	(8,982)	(10,825)	(6,806)	(3,537)
加: 所得税	(79)	(108)	(68)	(35)
所得税率	0.88%	1%	1%	1%
净利润(含少数股东损益)	(9,061)	(10,934)	(6,874)	(3,572)
归母净利润	(9,409)	(10,992)	(6,911)	(3,592)
每股收益(元)	-1.79	-2.16	-1.36	-0.71

数据来源: wind, 东吴证券研究所测算

#### 4.3. STOP 估值:

我们对公司采用分部估值的方法估值, 1、会员业务方面, 参考 Netflix 的 PS 估值, 我们认为公司目前的会员及 ARPU 值均有较大的提升空间, 按照 P/S 估值法给予 6.5 倍乘数, 市值对应 948.35 亿元; 2、广告业务方面, 对比微博、趣头条, 我们认为公司的流量较为优质, 单用户广告价值仍有较大提升空间, 按照 P/S 估值法给予 4 倍乘数, 市值对应 359.68 亿元; 3、其他业务和内容分发业务方面, 由于公司其他业务方面主要由游戏收入、文学收入、直播等组成, 生态体系搭建逐步完善, 预计未来有望成为公司主要增长点, 内容分发业务随着公司版权库的增长, 有望维持稳定增速, 综合给予公司 4 倍 PS 估值乘数, 市值对应 244.68 亿元, 总目标市值为 1552.71 亿元, 对应每股股价 30.51 元, 每 ADS 目标价 30.74 美元, 另外我们参考阿里巴巴 2015 年并购合一集团时, 当时并购时的 PS 对应合一集团 2015 年营业收入约为 5-5.5X, 按照爱奇艺 2019 年的营业收入计算, 市值范围为 1480 亿元-1628 亿元, 分部估值得到的目标市值在该范围之内。

表 27: 可比公司 P/S 情况

证券简称	2019 年营业收入	总市值(百万)	P/S 主要收入来源
NETFLIX (\$)		20,204	129,494 6.41 视频会员
合一集团(合并前) (¥)	6500 (2015 年并购时测算营业收入)	35600 (阿里并购出价)	5.48 广告+会员

芒果超媒 (¥)	11,497	41,211	3.58	会员+广告+内容制作
微博 (¥)	12,925	55,949	4.33	广告
趣头条 (¥)	6,252	7,993	1.28	广告

数据来源: wind, bloomberg, 东吴证券研究所

表 28: 分部估值法结果

	估值方法	2019 年收入 (百万: ¥)	乘数	市值 (百万: ¥)	预期 19 年增长率
会员业务	P/S	14590	6.5	94835	37.3%
广告业务	P/S	8992	4	35968	-3.6%
其他业务+内容分发业务	P/S	6117	4	24468	21.4%
合计				155271	
每股价值				30.51 元	

数据来源: 东吴证券研究所测算

综上所述我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 296.99 亿、363.42 亿、433.93 亿元, 归母净利润分别为-109.92 亿、-69.11 亿、-35.72 亿元, 使用分部 PS 估值法, 预计目标市值为 1552.71 亿元, 给予目标价每 ADS 为 30.74 美元, 目前公司仍处于内容的投入期, 短期仍难实现盈利, 我们看好长视频赛道的高成长性以及公司自身在赛道内的竞争优势, 给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

### 1、视频平台竞争加剧的风险;

从目前来看, 各大视频平台自制内容占比还处于较低的位置, 未来有可能为了争夺用户再度加大外购版权的采买, 竞争格局恶化。

### 2、广告行业景气度持续低迷的风险;

公司信息流广告引入成果可能不及预期, 综艺节目产能和质量不够影响植入广告收入, 宏观经济长期低迷对广告收入造成持续性影响。

### 3、融资成本增加和融资难度加大的风险;

公司持续以来外部融资, 融资成本和难度上升可能使利息费用大幅上升, 有可能会造成内容供给方面的影响。





## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

